

金融状況は改善するも、のしかかる倒産多発の恐れ

GFSR 改訂報告書のポイント

- 年初来急落していたリスク資産の価格が反発し、主要金利も低下した結果、金融環境は全般的に改善した。
- 中央銀行が深刻な市場ストレスの対処を目標として迅速かつ大胆な施策をとった結果、新興市場を含め市場マインドは好転した。いくつかの新興市場国では中銀による資産買入が初めて行われた。こうした取り組みが一助となって金融環境が緩和している。
- 大幅な不確実性が蔓延する中、金融市場と実体経済の動向に乖離が生じており、この脆弱性を背景にリスク選好の低下が景気回復の中断につながる恐れがある。
- 新型コロナウイルスのパンデミックが金融システムに内在する他の脆弱性を顕わにする恐れがある。債務水準が高すぎて返済不能に陥る借手が生じ、借手の破綻に伴う損失によって銀行の強靭性が試される国も出てくるかもしれない。
- 一部の新興市場国やフロンティア市場国では債務の借り換えリスクが問題となっており、資本市場へのアクセスが失われている国もある。
- 当局にあっては、実物経済を引き続き支えつつ、金融面での脆弱性を注意深くモニタリングし、金融安定性の確保に努めるべきである。

中央銀行による未曾有の対策実施を受け、リスク資産価格は反発した。

今年、それまでに大幅にタイト化していた国際金融環境は、2020年4月版「国際金融安定性報告書(GFSR)」公表以降の2か月間で大幅に改善した。この緩和の大きな要因となっているのは、金利の著しい低下とリスク資産価格の大きな反発の組み合わせだ(英語版の Figure 1)。

システム上重要な金融部門を有する経済についてみると、株式市場は3月の底値から反転改善している。国毎の差はあるものの、全体を平均すれば1月中旬水準の85%程度まで回復している(Figure 2)¹。

¹ システム上重要な金融セクターを有する経済については、IMFの金融安定性評価プログラム(FSAP)に基づき5年ごとに金融安定性の評価が義務づけられており、これらはS29と総称される。これら29の対象国・地域はオーストラリア、オーストリア、ベルギー、ブラジル、カナダ、中国、デンマーク、フランス、フィンランド、ドイツ、香港特別行政区、インド、アイルランド、イタリア、日本、韓国、ルクセンブルク、メキシコ、オランダ、ノルウェー、ポーランド、ロシア、シンガポール、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、英国、米国である。

株式市場によっては下落分を完全に取り戻したところもあれば、依然1月中旬比で25%ほど株価が低いままの市場もある。株価の回復と並行して、ボラティリティも依然長期的な平均を上回っているものの、3月のピーク水準からは低下している。

この市場の回復に当たっては中央銀行による迅速で例を見ない措置が大きな役割を果たした。例えば、米国では3月23日頃にリスク資産市場が反転したが、これは連邦準備銀行による2.3兆ドルに及ぶ危機対応の信用供与制度の発表と相前後している(Figure 3)。また、同様のパターンが広く各市場で見られる。

貸出市場ではスプレッドも高騰時のピーク水準から大幅に低下した。平均すれば、スプレッドは当初の拡大幅の3割程度に縮減している(Figure 4)。しかしながら、格付けや地域による差が見られる。高格付け発行体による債券発行は急増しており、投機的な格付けの発行体についても調達が可能となった。

新興市場国に対する投資家のセンチメントも大幅に改善している。年初来の歴史的な規模の流出を経て、最近証券投資資金の流れが安定化しつつある(Figure 5)。しかしながら、投資家は新興国、フロンティア市場国を一律に扱うことはせず、一部の国と資産クラスでは資本流入も見られる。より高格付けの国は年初来、歴史的にも高水準の外貨建債券の発行を実現させており、より格付けの低い国と好対照をなしている。両者の差自体が新興市場国の直面している外圧の厳しさを示しているとも言える。

金融市場の回復と並行して投資家の間では急速な景気回復への楽観論が広まってきている。いくつかの国で外国との往来が再開され、新型コロナに伴うロックダウンが緩和されたことで、市場心理が好転している。さらに、市場では空前の金融緩和策が当分続き、世界経済を下支えするとの期待が支配的なようである。

中央銀行の施策は投資家のリスク選好も後押ししている。いくつかの国では政策金利がさらに引き下げられており、投資家は今後数年は極めて低い金利水準が続くと見ている。先進国の中央銀行のバランスシートは、新たな資産買入、銀行部門への流動性供給、米ドルのスワップラインなど、経済への資金の流れを維持するために施策を実施したことで、膨れ上がっている(Figure 6)。G10諸国の中央銀行の総資産額は1月中旬以降6兆ドル近く増加しており、これは国際金融危機時に2007年12月以降の2年間で増加した額の2倍以上に当たり、この資産増加額はG10諸国のGDPの約15%にも及ぶ。

いくつかの新興市場国では初めて非伝統的な金融政策が採用された。資産買入の採用の動機としては金融政策の効果を高めることを目的としたケースもあれば、市場流動性の維持を目的としたケースもあった(Figure 7)。国債、政府保証債、社債、住宅ローン担保債券など、様々な資産が買入の対象とされた。

財政政策や金融部門にかかる種々の政策も投資家心理の改善を支えた。世界中の政府が個人や企業に対する緊急支援を行い、総額は約11兆ドル規模に達している(各国の新型コロナ対

策財政政策に関する IMF「財政モニター」[データベース](#)参照)²。金融当局の各種施策も市場心理の改善に寄与しており、政府による信用保証、借入のリストラクチャリングの支援、資本・流動性の余力を新規貸出に向けること促す施策などが講じられている([IMF 新型コロナウイルス関連政策トラッカー](#)を参照)³。

このように前例のない政策を組み合わせて実行したことで、信用供与が維持されている。投資家のリスク選好の好転により市場での債券発行の増加が可能となり、多くの先進国で銀行の貸し出しも維持されている。

楽観的な金融市場と世界経済の動向の間に乖離が生じている。

経済回復のスピードや程度に関する不確実性が極めて大きいにもかかわらず投資家が強気を維持しているのは強力な政策支援を前提としているからである。企業収益に関する S&P500 コンセンサス予想が急激な利益の回復を見通しているように(Figure 8)、市場は V 字型の経済回復を予想していると見られる。しかしながら、2020 年 6 月「世界経済見通し(WEO)改訂見通し」でも論じているように、最近の経済指標や高頻度データを見ると、経済の落ち込みは従前の予想を超える厳しいものとなりそうである。この結果、金融市場におけるリスクのプライシングと経済見通しの間に乖離が生じている。この背景には、中央銀行による異例の支援策が続くとの見込みで投資家が賭けに出ていることがあると思われる。この事態を象徴的に示すものとしては米国において株式市場が高騰している一方で消費者信頼感指数が急落している例が挙げられる(Figure 9)。このようなデカップリングは、中央銀行による支援策を受けた投資家心理の高揚が失われれば、現下の株式市場の回復が頓挫する可能性を示している。

金融市場と実体経済の乖離は、投資家のリスク選好が後退すればリスク資産の価格が再び調整局面入りし、景気回復を頓挫させる恐れがあることを意味している。具体的には、過去においても厳しい景気後退に伴う株式市場の下落局面で一時的な反騰がおきたものの再び下落に向かうケースがあった。また、社債市場でも今のところ投資適格企業の社債スプレッド拡大は比較的抑えられているものの、経済的なショックが生じた過去の期間においてはスプレッドが急拡大している(Figure 10)。

実際、多くの株式市場と社債市場で価格回復は行きすぎていると見られる。IMF スタッフによるモデルで評価すると、ほとんどの先進国の株式市場と債券市場において市場価格はファンダメンタルに基づく価格を上回っており、その差は過去最高水準に近い。反面、いくつかの新興市場国の市場では正反対の乖離が見られる(Figure 11)⁴。

² 財政措置に関するデータベース：<http://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

³ 政策トラッカー：<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#top>.

⁴ モデルに基づくファンダメンタル価格の推計値が最近とられた異例の規模の金融関連施策を十分に反映できていない可能性に留意する必要がある。具体的には、中央銀行は資産買入や経済への与信の流れを維持するための施策をとっており、いくつかの

リスク資産の価格調整のきっかけとなりうる事象はいくつか考えられ、その結果、前例のない景気後退に加えて金融面のストレスが加わる恐れがある。例えば、投資家が予想している以上に景気後退が厳しくかつ長く続く可能性がある。また、ウイルス感染の第2波が起り、ロックダウン等が再導入される可能性もある。中央銀行による市場の下支えが市場で期待されているほどの規模で長期には続かず、投資家はリスクテイクの程度を見直し、その結果、リスク資産の価格も変化する可能性もある。貿易摩擦の再燃が市場心理を損ない、回復がリスクにさらされる恐れもある。さらに、経済格差の拡大に対する社会不安が世界的に広まり、投資家心理が悪化する可能性もある。パンデミックによって過去10年に蓄積されてきた他の脆弱性が顕在化する可能性がある。

第一に、先進国・新興国が共通して抱える問題として、大幅な経済の収縮に伴い借り手(企業・家計)の一部が債務を返済できなくなる可能性があげられる。過去のGFSRで幾度が指摘したように、企業部門の総債務残高はここ数年増大を続け、対GDP比で見て過去最高に近い水準に達している。家計部門の債務も同様に増加を続け、特に2007年から2008年の世界金融危機時に相対的に悪影響を受けなかった国でその傾向が強い。この結果、非常に高いレベルの債務を抱えた状態で非常に厳しい景気後退に突入する国が数多くある(Figure 12)。経済ファンダメンタルズの劣化に伴い、世界金融危機以降最速のペースで社債のデフォルトが発生しており、より多くの企業・家計が破産のリスクにさらされる恐れがある(Figure 13)。

第二に、企業破綻の増加によって銀行部門の健全性維持が問われる事態となりうる。世界金融危機後の改革を経て、銀行は流動性と資本のバッファーがより充実した状態で今般の危機に臨んでおり、こうしたバッファーを活用して融資を支え、損失を吸収することができるだろう。第1四半期の決算から見られるように、銀行によっては貸出損失の拡大に備えてすでに引当を積み増し始めている。政府による家計や企業への支援措置は勘案しつつも、銀行が債務者の返済能力を見直す中で、引当の拡大は続くと思込まれる⁵。アナリストによる銀行収益の厳しい予測(Figure 14)はこうした銀行部門がさらされている圧力と低金利の影響を反映している。

第三に、ノンバンク金融機関・市場もさらなるストレスにさらされる恐れがある。ノンバンク金融仲介機関が大規模な政策支援の恩恵を受けた3月の出来事は、外的なショックが生じた際にこれら機関が景気変動増幅的な修正に脆弱だと示唆している。2020年4月公表のGFSRで論じたように、ノンバンクの金融システムにおける役割は従前に比べ大きくなっており、厳しい景気後退時にノンバンク部門がどのような行動をとるかは未知の部分が多い。広範に倒産が連鎖する場合にはノンバンク金融機関にもショックが及ぶリスクがあり、しかもこのストレスを増幅させる可能性もある。

政府は信用保証スキームを導入している。モデルに関する詳細は2019年10月版「国際金融安定性報告書(GFSR)」のオンライン・アネックスでご確認ください。

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2019/October/English/onlineannex11.ashx?la=en>

⁵支援の形態としては、公的融資、公的債務保証、融資条件の変更・支払い猶予など、様々なものが使われている。

る。例えば、資産価格が大きく低下した場合、投資ファンドからの資金流出がファンドマネージャーによる投げ売りを誘発し、さらに市場の売り圧力を増大させる恐れがある。

第四に、新興国やフロンティア市場国の中には多額の債務借り換えニーズに直面している国がある。債務の借り換えが多額に上る国は、現在の状況では高コストでの借り換えを余儀なくされる恐れがある。また、こうした国の中には外貨準備の水準が低い国もあり(Figure 15)、証券投資資金の流出がさらに続いた場合に当局の対応が難しくなり、特に弾力的な為替相場制度をとっていない国は大きな困難に直面するであろう。また、信用格付けが引き下げられれば、資金調達コストも上昇し資本流出も加速する。年初以降、主要格付け会社の格付け対象となっている産油国のうち、3分の1を超える国々が格付け引き下げとなっている。一方、その他の国々は約4分の1について格付けが引き下げられている(Figure 16)。

パンデミックに対する政策対応はバランスをとったものとする必要がある。

景気回復を支えつつ、金融機関の健全性を維持して金融システムの安定性を確保するという目的を達成する上で、現下の状況は様々な政策上の困難なトレードオフを強いている。下記の優先すべき金融関連施策に関するボックスに示しているように、経済に対する支援措置によって時間軸に沿ってどのようなリスクが生じるか、当局は留意する必要がある。未曾有の規模で非伝統的なツールを活用したことが、パンデミックの世界経済への悪影響を緩和し国際金融システムの当面の危機を回避する上で有効であったことは間違いない。しかし、緩和的な金融環境の下で脆弱性がさらに蓄積しないよう、留意すべきである。景気回復が軌道にのった時点で、将来的に問題を生じさせかねない金融脆弱性の解消を目指し、中期的な成長低下のリスクに対処すべきである。

この日本語訳で言及されている図(Figure)は[英語版](#)⁶でご確認いただけます。

⁶ 英語版へのリンク：<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/06/25/global-financial-stability-report-june-2020-update>

危機における優先的政策対応

中央銀行にあつては、家計や企業への与信の流れを維持するために必要な限りにおいて、物価上昇目標・金融安定性目標実現のための緩和的な金融政策スタンスを維持し、伝統的・非伝統的な金融政策ツールを活用し続けるべきである。資金調達環境と主要な資金、外貨、証券市場の機能が損なわれないう、流動性の供給を続けるべきである。その際には、中央銀行は金融安定性の維持のためにはどの市場が重要かを慎重に検討し、モラルハードや中銀自身へのリスクを最小化すべく支援プログラムを設計すべきである。

新興市場国・発展途上国の当局にあつては、国外からの圧力を吸収するため、可能なら弾力的な為替相場を採用すべきである。外貨準備が十分な国の場合は、為替介入は為替市場の流動性低下に対応するとともに、為替市場の過剰な変動を緩和する上で一定の役割を果たしうる。危機的状況が避けられない場合には、様々な対策の中の一要素として資本流出規制の導入も考えられるが、そうした措置は透明な形で時限的な措置として実施されるべきで、状況が改善されれば速やかに撤廃されるべきである。国債管理当局は国外調達市場へのアクセスが長期にわたって制限される状況も想定し、危機管理政策を確立しておくべきである。

銀行に関しては、経済への資金供給を維持していく上で、損失を吸収したり流動性の逼迫に対応したりするために、既存の資本、流動性、マクロプルーデンス上のバッファーを活用すべきである。危機が続いている間、銀行は配当や自社株買いを停止することで、バッファー減少に歯止めをかけるべきだ。ショックの規模が大きく長期にわたり、銀行の自己資本水準が問題となりうる場合には、監督当局は銀行に対して実効性のある自己資本回復計画の提出を要求するなどの、問題解決に向けた対応をとるべきである。この過程において、監督当局がリスク情報を適切に開示し、明確なガイダンスを発出することが重要である。

保険監督当局にあつては、非常に厳しい市場ストレスに直面している国で、影響を受けた保険会社に対し規制上決められている資本の回復期間を弾力的に運用することなども必要となろう。ショックの規模が大きく長期にわたり、銀行の自己資本水準が問題となりうる場合には、監督当局は銀行に対して実効性のある自己資本回復計画の提出を要求するなどの、問題解決に向けた対応をとるべきである。

資産運用会社にあつては流動性リスクの管理が厳格かつ効果的に運用されるように注力すべきである。監督当局も流動性管理のための様々なツールを提供し、最終投資家の利益にかなう場合にはこうしたツールを積極的に活用するように勧奨すべきである。基準設定主体は資産運用会社向けのマクロプルーデンス枠組みを再検討すべきだ。

多国間の協力が国際金融システムを保護するために必要である。外貨資金の調達圧力を緩和するために、二国間・多国間のスワップラインをより多くの国に提供することも必要となるかもしれない。さらに、国際金融システムの規制の後退を避け、国際的なスタンダードを損なう個別的な行動により規制が分断されることを阻止することも重要である。