

ワクチンで市場はコロナへの免疫を獲得するも政策的な支援は依然必要

国際金融安定性報告書(GFSR)アップデートのポイント

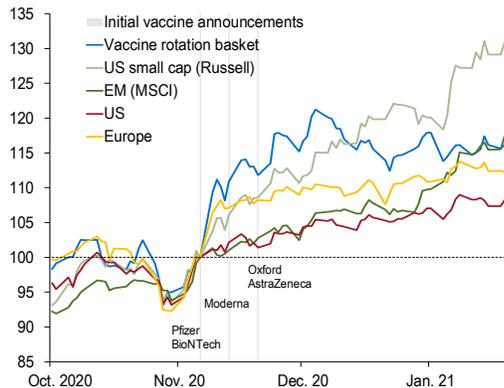
- コロナ感染者が増加し、経済見通しに関する不確実性が持続しているが、ワクチンの承認と接種開始により世界的な景気回復の期待が高まりリスク資産の価格が上昇した。
- ワクチンが広く行き渡るまでは、経済活動と金融市場の回復を維持するために財政金融面での支援策を継続することが必要である。ワクチンが均衡に配分されない、特にフロンティア市場国を中心に金融面での脆弱性が高まる恐れがある。
- 国際ポートフォリオ投資は回復傾向にあり、2021年に多額の借り換えが必要となる新興市場国にとって資金調達の実選択肢が広がっている。
- 緩和策によって流動性の問題は抑えられてきているが、クレジット市場では比較的高リスクのセグメントやパンデミックの影響を大きく受けている業種を中心に、支払能力に関する懸念が遠からず再浮上する恐れがある。低金利の下で収益性の低下から銀行が融資を継続・拡大する能力や意欲が将来的に低下する恐れがある。
- 十分な支援なしには世界経済が修復されない恐れがあり、政策当局は持続的な回復が定着するまで支援策を続けるべきだ。しかしながら、投資家が恒常的な救済策の維持を前提として行動し、資産価格が上昇を続ける中で市場の危機感の緩みが蔓延している現状があり、市場の調整が起こるリスクにも当局は備えるべきである。
- 今後数年にわたって緩和的な金融政策スタンスが維持されると見込まれている中、脆弱性の蓄積を抑制することで中期的な成長リスクを抑えるべきである。

ワクチン普及までの政策的なつながり

金融市場では世界的なコロナ再流行後を見据えた展開となった。ワクチンに関する声明の発出やその接種開始によって2021年中には世界的に景気が回復するとの期待が高まり、リスク資産の価格を押し上げた。景気回復の速度はワクチンの生産体制や供給網の構築、そして接種機会の提供にかかっている。2021年1月版「世界経済見通し(WEO)改訂見通し」で論じているように、依然残る不確実性を引き下げ、景気回復につなげ、金融安定性を確実にしていくためには、財政金融面での政策的な支援を継続することが不可欠である。

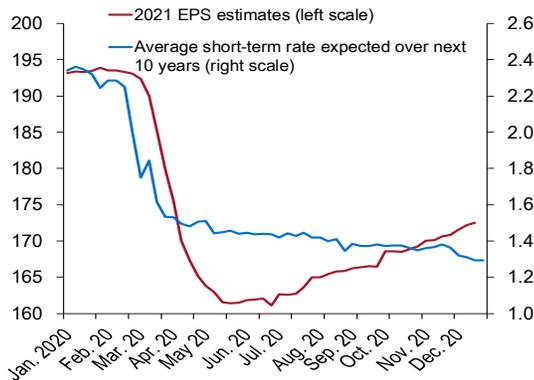
基本シナリオから経済が下振れすると、一部業種や地域での金融安定性にリスクが生じる恐れがある。景気回復が遅れると緩和策をより長期にわたり継続する必要があるため、金融面での脆弱性がさらに蓄積する恐れがある。ワクチンが均等に行き渡らないために景気回復がまだら模様となり、新興市場国への資本の流れが滞る恐れがあり、特に先進国での政策の正常化がもし始めるとこのリスクは大きくなる。一部の国々は非常に困難な課題に直面しかねない。投資家が成長や政策の見通しを突然見直すことで資産価格の調整が起こると、脆弱性が高まっていることから投資家心理に波及しマクロ金融面の不安定化につながる恐れがある。

Figure 1. Equity Market Performance
(Index; November 6, 2020 = 100)



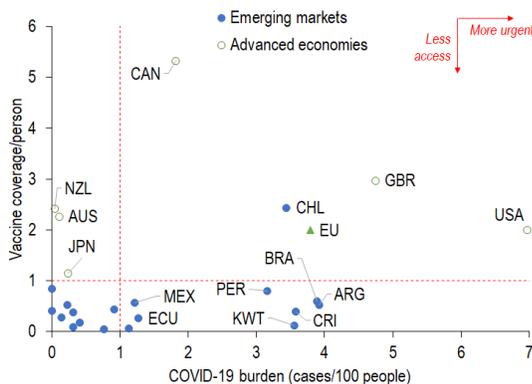
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Vaccine rotation basket is an equal weighted index of US hotels and real estate and world airline equities. EM = emerging markets.

Figure 2. US Earnings Revisions and Rate Expectations
(US dollars a share, left scale; percent, right scale)



Source: IMF staff calculations.
Note: Earnings per share (EPS) based on Thomson Reuters Datastream IBES for the S&P 500; average expected short-term rates derived from Treasury bonds and Adrian, Crump, and Moench model.

Figure 3. COVID-19 Infections and Vaccine Preorders



Source: Duke Global Health Innovation Center.
Note: Vaccine preorders refers to confirmed doses as of January 19, 2021. EU = European Union. Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

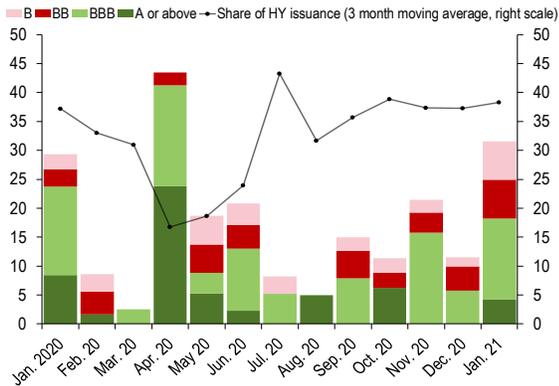
ようやく明るいニュースが

有効なコロナワクチンの完成が予想外に早く公表されたため、市場心理が好転し世界的な経済回復の下地を作っている。航空、宿泊・料飲・観光、対消費者サービスなど、大きく下落していた業種の株価は割安銘柄を物色する投資家の資金が流れ込んだことから、2020年末にかけて反転上昇した(Figure 1)。クリーンなエネルギー産業を含めて、より小規模の企業の株価も同様に恩恵を受けた。先進国市場では投資家の利回り追求を反映して、投資適格債、高利回り社債を問わずスプレッドが急速に縮小し、2020年2月前の水準まで戻っているか同水準を下回っている場合もあり、利回りは史上最低水準にある。新興市場国のソブリン債のスプレッドや利回りも同様に低下している。

直近の経済活動の軟化を金融市場は気にかけていないようだ。2020年末からのコロナ感染の急拡大と関連の制限措置は多くの国で経済活動を低下させ、第4四半期の成長率は低下した可能性が大きい(2021年1月版「世界経済見通し(WEO)改訂見通し」参照)。しかしながら、経済見通しに関する不確実性が長引く中でも、投資家は2021年の成長率に関しては依然強気であり、経済が短期的に下振れしても政策的な支援策により回復は維持されると確信しているようだ。しばしば話題にされてきた金融市場と実物経済との乖離は依然として続いている。米国では最近、長期側での利回り上昇が見られているものの、低金利が今後数年の間見込まれることと、ワクチンの開発成功が報道されて以降に企業業績見込みが上方修正されていることから、株価回復は正当化できると市場関係者は見ている(Figure 2)。

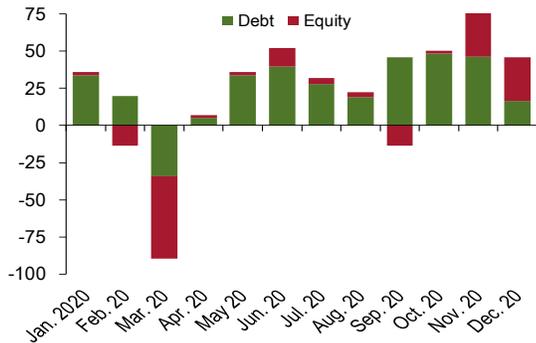
ワクチンの入手可能性は国による差が大きく、広く普及するには時間がかかると見込まれる。カナダ、一部EU諸国、英国、米国など、多くの先進国は人口の大部分に接種できるだけのワクチンを既に手当てしている。他方で、新興市場国や発展途上国は製造企業との直接交渉やCOVAXを通じた多国的な仕組みを通じてワクチンを確保しようとしているが、進捗

Figure 4. Emerging Market Sovereign Bond Issuance (Billions of US dollars; share in percent)



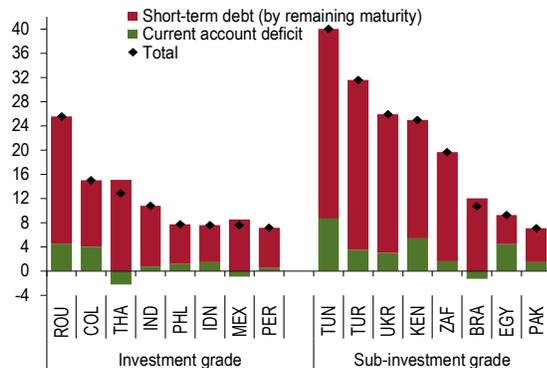
Sources: Bondradar; and IMF staff calculations.
Note: Refers to international hard currency bond issuance. January 2021 is partial data through January 20. HY = high yield.

Figure 5. Portfolio Flows to Emerging Markets (US billions)



Sources: Institute of International Finance; and IMF staff calculations.

Figure 6. 2021 Gross External Financing Needs (Percent of GDP)



Sources: National authorities; and IMF staff calculations.
Note: Brazil, Romania, South Africa, Thailand, and Ukraine report intercompany lending in their gross external financing needs.

はかなり遅れている¹。感染が最近急拡大した国や高水準の国ではワクチンの入手が喫緊の課題だ (Figure 3)。

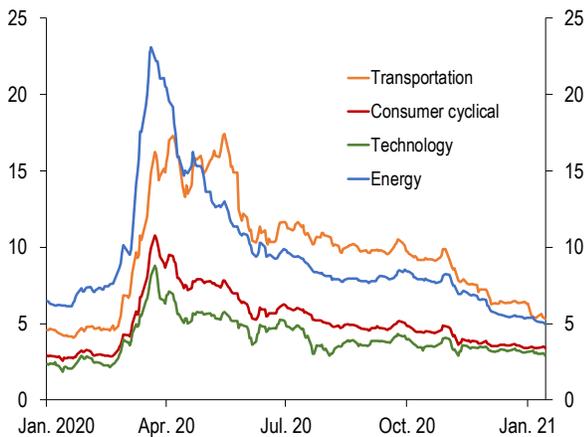
国際的な金融危機は回避されている
危機は絶対起こしてはならない

保健面からの包括的な解決策が速やかに行き渡らないと世界的な景気回復につながらず、国際金融システムにも悪影響を及ぼす可能性がある。2017年から2019年にかけての世界経済成長の約65%は新興市場国の寄与によるものであり(中国を除けば約40%)、新興市場国のパンデミック対応が遅れると世界経済の見通しも暗くなる。サプライチェーンに影響が出れば、パンデミックを抑えられた地域でも企業業績が悪化する可能性がある。経済成長の実現は金融システムの安定にとって不可欠であり、回復に地域差があったり不十分であったりすると金融システムの健全性にも悪影響が及ぶ可能性がある。

新興市場国の資金調達ニーズは高い。2021年には新興市場国やフロンティア市場国の大部分で財政状況が2020年よりも若干改善するものの、引き続き大幅な財政赤字が計上される見込みである。WEOの基本シナリオでは引き続き緩和的な金融環境が続くと見込んでおり、最近数か月の傾向を引き継ぎ、市場を通じた資金調達が大きなウェイトを占めると予想している (Figure 4)。多くの新興市場国にとって、国際ポートフォリオ投資の回復が経済の安定維持のために重要であり (Figure 5)、市場へのアクセスが維持されることが必須である。医療体制の整備やワクチン普及の遅れによって経済回復に国際的な差が出ると新興市場国やフロンティア市場国は厳しい状況に追い込まれるかもしれない。いくつかの国では既にマクロ政策発動の自由度が制約されており、特に資本市場へのアクセスが回復していない国の状況は厳しい。中央銀行が政策の正常化を視野に入れてきて先進国の長期金利が高まる見込みになるとそれらの

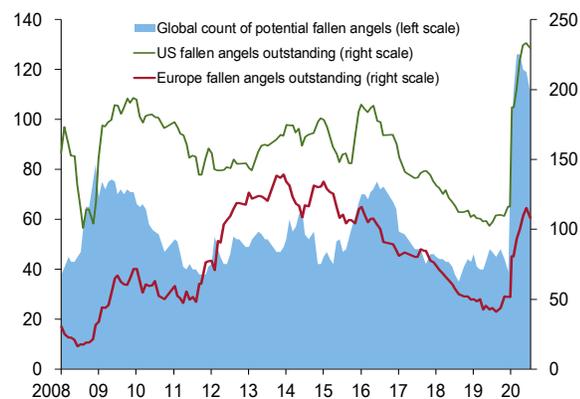
¹ COVAX は世界保健機関 (WHO)、欧州委員会、フランス政府による ACT アクセラレーター (Access to COVID-19 Tools Accelerator) イニシアティブの中のワクチンにかかる対策の柱であり、新型コロナワクチンの開発と革新的かつ衡平な供給を、希望するすべての国に対し提供することを目的としている。パンデミックに対応するために2020年4月に発足し、2021年末までに20億回分のワクチンを提供することを目指している。

Figure 7. US High-Yield Spreads (Percent)



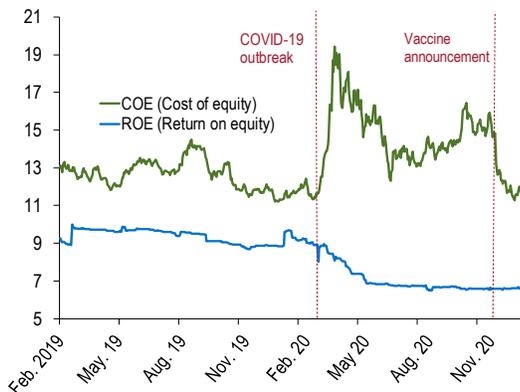
Sources: S&P Global; and IMF staff calculations.

Figure 8. Evolution of Potential “Fallen Angels” (Count, left scale; US billions, right scale)



Sources: ICE BAML; S&P Global; and IMF staff calculations. Note: See text for definition of “fallen angel” companies.

Figure 9. European Bank Performance Metrics (Percent)



Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations. Note: 2022 consensus EPS forecasts are used for the market-implied cost of equity, with consensus expectations used for ROE.

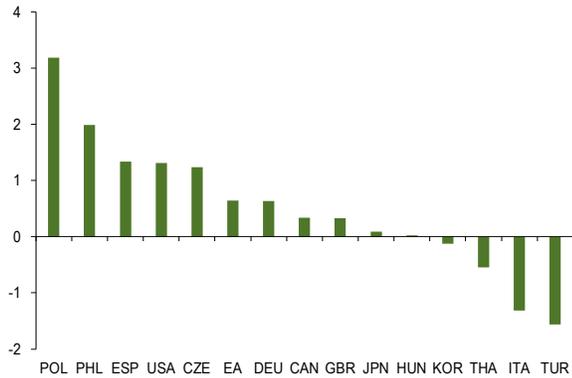
新興市場国は多額の借り換え需要を満たすことが困難になるかもしれない(Figure 6)。

これまでのところ非金融法人企業部門では支払い能力の問題に直面している企業は少ないが、リスクはある。異例の政策支援を受けて、業種による差は依然あるものの、スプレッドは投資不適格債でもほぼ従前のレベルまで低下している(Figure 7)。大企業のデフォルトは過去のピーク時に比べ少なく、より小規模の企業でも倒産は少なく、低下しているケースも見られる。しかしながら、問題がないわけではない。例えば、いわゆる「フォーリン・エンジェル(墮天使)」候補(BBB-の格付けでアウトルックが弱含みの企業)の数はパンデミック勃発以降、世界で3倍に増えており、一部の地域(米、EU等)ではさらに増える恐れがある。中国では、2020年第4四半期における国有企業のデフォルト状況から見られるように、金融脆弱性への対応が引き続き重要な課題である。究極的には、世界の企業部門の状況はパンデミックの推移と政策的な支援の規模と継続期間に依存する。投資家が経済成長や財政金融政策の今後のスタンスに関する見方を修正するようなことがあれば、流動性の問題が再浮上したり、流動性の問題が支払い能力の問題に変化したりする可能性がある。

家計部門の債務も緩和的な金融環境を受けて拡大するかもしれない。これまでのところ家計部門への負担は政府による支援や救済、並びに金利低下による債務返済負担の低下により緩和されてきた。しかしながら、貧困世帯や社会的に取り残された世帯はより厳しい影響を被っている。この結果、家計部門の脆弱性は一部の家計に集中しており、政策的な支援の終了が時期尚早であったり景気回復が広範に行き渡らなかつたりする場合には、金融面でのストレスが高まる可能性がある。

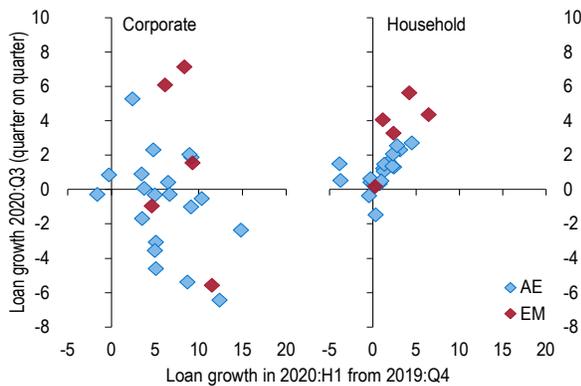
今のところ銀行部門が問題となっているわけではない。今般のパンデミックの勃発時において銀行は多額の資本と流動性の余裕を持っていたため、これまではショックに耐えられてきた。また、家計と企業への与信は他に例を見ない政策的な支援のおかげで

Figure 10. Bank Lending Standards, Nonfinancial Firms
(Standard deviations from mean; higher is tighter; Q3 2020)



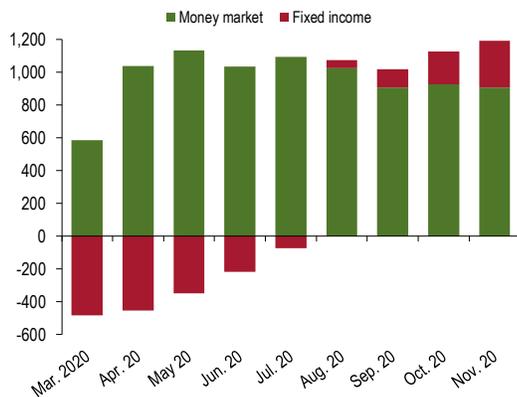
Sources: CEIC; Haver Analytics; and IMF staff calculations.

Figure 11. Bank Loan Growth
(Percent)



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.
Note: AE = advanced economy; EM = emerging market.

Figure 12. Flows into Global Investment Funds
(Billions of US dollars, cumulative since March 2020)



Source: Morningstar.

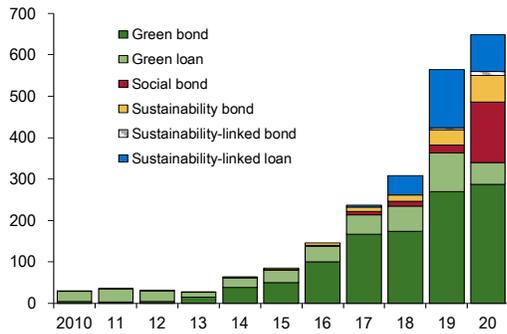
維持されてきた。しかし、低金利の下での収益性低下を踏まえると、今後の数四半期間においても銀行が融資を継続する能力や意欲を保持できるのか疑問符がつくことになる。政策的な支援が取り除かれると信用リスクが拡大し不良債権が増加するのではという銀行の懸念が強まる可能性があり、景気回復が遅れたり部分的なものにとどまったりする場合には、特にそうした懸念が高まるであろう。日本や欧州でこれまで長らく見られてきたように、純貸出利鞘が縮小する中で銀行が資本コストを上回る収益を確保することが難しくなることも考えられる (Figure 9)。非金融企業への貸し出し態度が厳格化してきたケースも見られる中で (Figure 10)、多くの国でここ数か月融資の伸びが低迷ないし鈍化する兆しが見える (Figure 11)。

市場心理の好転に伴い投資ファンドへの資金流入は拡大している。好調な市場環境の下で現金を投資に向ける必要から投資家は利回り追求を強めている。2020年3月から11月の間の債券ファンドへの資金流入は累計で約2,800億ドルに達したが、そのうち2,300億ドルは9月頭以降の流入である (Figure 12)。しかしながら、債券ファンドの抱える脆弱性は依然懸念の種である。買われすぎから資産価格が高騰している中、債券ファンドは調整局面に対して脆弱になっており、しかも流動性や期間のミスマッチへの対応もほとんどなされていない²。

資本市場は気候変動に対応し社会的目標を実現するための資金源としての重要性を高めており、環境に優しい景気回復を実現する上でも重要な役割を果たしうる。パンデミックと戦う中で、社会的な目標の実現を目的とした支出の重要性についての認識が高まっており、2020年にはいわゆるソーシャルボンドの発行が大きく増加した。債券発行者がサステナブル・ファイナンスに向けた投資資金を活用する傾向が強まり、サステナブル債券の発行額は2020年に6,500億ドルを超え、過去最高を記録した2019年の水準を超えたと見られる (Figure 13)。

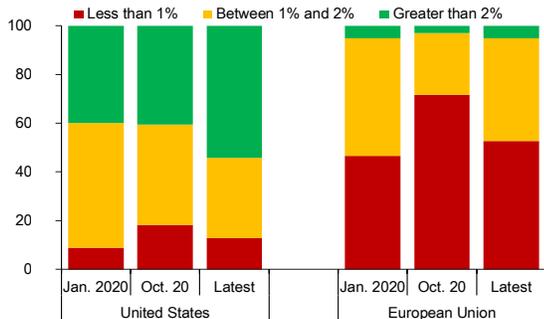
² 2020年10月版「国際金融安定性報告書(GFSR)」および [FSBの包括的レビュー](#) を参照のこと。

Figure 13. Global Sustainable Debt Issuance
(Billions of US dollars)



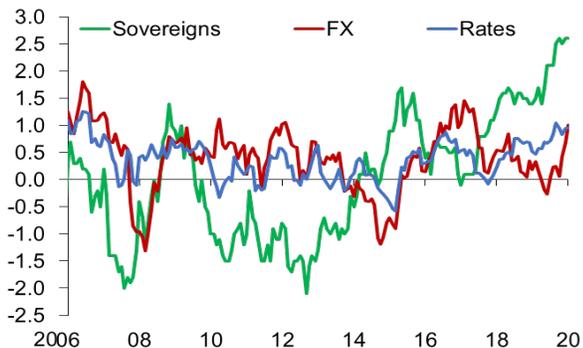
Sources: BloombergNEF; and IMF staff calculations.
Note: 2020 is partial data as of November 30.

Figure 14. Market-Implied Probability of Inflation Outcomes
(Percent, over five years)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff calculations.

Figure 15. Investor Positioning in Emerging Market Assets
(Reported investment position in excess of average in units of standard deviation)



Source: J.P. Morgan emerging markets client survey as of December 10, 2020. Note: FX = foreign exchange.

「もう一度あの突破口へ」

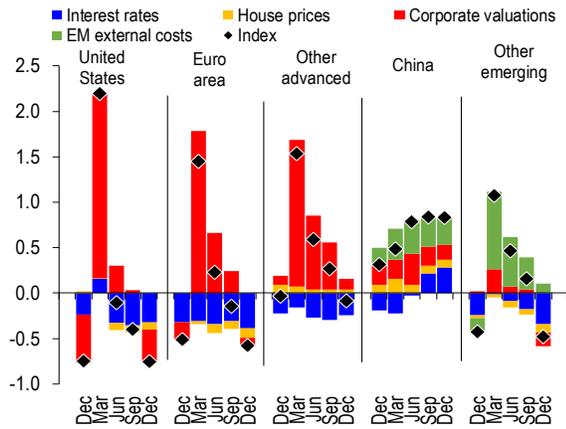
パンデミックの危機が国際金融システムを脅かすことは避けなければならない、そのため持続的な景気回復が定着するまでは現在の支援策を継続する必要がある。国際社会は多国間協力を通じワクチンの開発と供給を世界に均霑させ、すべての国が等しく広範な経済回復の恩恵に浴するようすべきである。政策当局はこれまでの成果を踏み台に、ワクチンの普及を契機に持続的な成長の実現を目指すべきである。ワクチンが広範に行き渡るまでのつなぎとして、緩和的な金融政策の維持、家計と企業の流動性確保の支援、金融リスクの押さえ込みが必要である³。不十分な政策行動は回復を頓挫させる恐れがあり、IMFなどの多国間機関は下振れリスクが顕在化した場合にさらなる支援を提供する態勢を整えている。

同時に、投資家が経済の先行きと政策スタンスに関する見方を変更した場合に起こりうる市場の調整の可能性について、政策当局は留意すべきである。回復はまだ緒に就いたばかりであり、インフレも抑えられた状態が当分続くと予想されることから、金融政策は向こう数年にわたり緩和的なスタンスが維持されるものと見込まれる (Figure 14)。資産価格はいくつかの市場で行き過ぎの兆候が見られる。投資家は永続的な政策支援を前提として行動しているように見られ、危機感の緩みが金融市場に蔓延している。市場関係者の間で多様な見方が失われており、その結果、突然価格調整が起きるリスクが高まっている (Figure 15)。現在極めて緩和的な金融環境が、例えば長期金利上昇が続くことで突如大幅にタイト化するようなことがあれば、金融脆弱性がこれを増幅させ致命的な影響を与える可能性もある (Figure 16)。

金融不安定化のリスクは今のところ抑えられているが、危機を契機に明らかとなった金融面での脆弱性に対処する必要がある。持続的な経済成長が定着するまで景気回復を支援し続けることと、パンデミック前

³ 経済回復を支援するための金融・財政政策、金融部門にかかる政策、パンデミックが収束した際の政策課題については、2020年10月版「国際金融安定性報告書(GFSR)」を参照のこと。

Figure 16. Financial Conditions Indices
(Standard deviations from mean)



Source: IMF staff calculations.

Note: Higher indicates tighter financial conditions. EM = emerging market. Series begins December 2019 and ends December 2020.

Note for all charts where applicable: Data labels use International Organization for Standardization (ISO) country codes.

後に明らかとなった脆弱性への対応を進めることとの間で、政策当局は異時点間の利害を伴う政策上のトレードオフに直面している。トレードオフの源泉としては企業債務の増大、ノンバンク金融部門の脆弱性、政府債務の増大、いくつかの発展途上国にとっての市場アクセスの問題、一部の銀行部門での収益性の低下などがあげられる。中期的な成長をリスクにさらさないためには、マクロプルーデンス政策をこうした脆弱性の解消に振り向ける必要がある。