

GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT

要旨

総括:現状評価

世界規模のパンデミックに各国が対応する中、国際金融安定性のリスクは抑えられている。これは、金融財政面での各種支援措置が継続されていることと、今年に入って世界経済が好転していることによるものである。先進国では金融環境の緩和がさらに進んだが、本年前半に市場を押しあげた楽観的な見方は夏に入って総体として幾分陰りを見せている。感染が拡大し景気回復力の不確実性も高まる中、特に新興国の経済の先行きへの懸念が投資家の間で高まっている。9月末には名目利回りが上昇し国によってはこれまでの低下を打ち消す事態になったが、これはインフレ圧力が当初想定していた以上に持続するのではとの懸念に基づいている。2021年4月版の国際金融安定性報告書公表時に比べ、改善が見られる分野もあるが、大規模な緩和策によって顕在化は防がれているもののセクターによっては脆弱性の高い状態が続いている。短期的には世界経済を支えつつ、意図せざる副作用を避け中期的に金融安定性を保つという、困難なトレードオフに政策担当者は直面している。経済の回復を支える上で必要とは言え、極端に緩和的な金融環境が続くことによる資産価格の行き過ぎた高騰が金融脆弱性を一層高める恐れがある。ノンバンク部門におけるリスクテイクの拡大と脆弱性の高まりなど、いくつかの危険信号が見られ、金融安定性を支える基盤が弱体化していることを示している。適切な対応をとらないと、こうした脆弱性が構造的な問題に転化し、中期的な経済成長へのリスクを高め、国際金融システム全体の安定性を脅かす恐れがある。

先進国の安定性を脅かす恐れが金融環境の緩和はさらに進んだが、これは金融政策緩和継続への期待とリスク資産価格の上昇を反映したものである。他方で、新興市場国においては、インフレ圧力の上昇に対応した一部の国の金融政策の引き締めがリスク資産価格上昇の効果を相殺し、全体としては金融環境に大きな変動は見られない(図1)。

企業部門では全体としてはバランスシートの改善が見られる。企業倒産の急増が心配されていたが、対象を絞った財政支援と異例の金融政策面からの支援によって、これは回避されている。企業収入も増加し、いくつかの国では利益がパンデミック前の水準を凌駕している(図2)。投機的格付けの社債市場の信用状況も改善を続け、デフォルト率も低位安定が続く見込みである。

家計の金融状況も改善し、国際金融危機時よりも安定していると見られる。家計は金利の低下と所得及び利払い補填措置の恩恵を受けており、また一部の国では返済猶予措置も導入された。債務返済比率の指標も多くで改善しており、住宅ローンなどの消費者信用のデフォルトの減少に寄与している(図3)。

新興及びフロンティア市場国では経済の回復と国際的なリスク選好の好調を背景にポートフォリオ資金の流入が回復している。ただし、現地通貨建債券市場への資金流入は第一四半期に落ち込んだ以降、回復していない。これに対し、外貨建ての債券発行は大きく回復しており、低格付けの発行体も資本市場への復帰を果たしている(図4)。

国際的な銀行部門は資本状況も堅固で、経済への資金供給において重要な役割を果たしている。一部諸国の例外的に弱い少数の銀行を除いては国際金融危機後の改革を受けた資本強化と異例の財政金融面からの景気支援策を受け、銀行部門は健全な状況にある。

国際金融システム、特に投資ファンド部門は低炭素経済への転換を促し気候変動を緩和するための民間投資の促進に重要な役割を果たしうる(図3)。パンデミックの経験を経て破局的な事象のリスクに関する投資家の

認識は高まっており、持続可能な投資ファンド、特に気候変動ファンドへの資金流入が2020年初めから急増している（図5）。資金流入の増加は気候変動問題への取り組み強化のためのスチュワードシップ発揮と「グリーン」企業による証券発行に寄与する。こうした投資への資金流入は短期的なりターンに敏感に反応しないことから金融安定性にも貢献する可能性がある。しかしながら、持続可能な投資ファンドの規模は依然小さい。（運用資産残高は2020年末で3.6兆ドル、うち気候ファンドの残高は1300億ドルに過ぎない。）

金融脆弱性は依然高く、リスクが残存

長期債の利回りは夏の間は顕著な低下を続けたが、9月末に上昇に転じた。いくつかの国ではこれまでの利回りの低下を相殺する上昇を見せたが、これは当初想定していた以上に物価上昇圧力が強いとの懸念から生じたものである（図6）。

最近見られる物価上昇圧力は収まり、やがて終息に向かうとの見通しが投資家の間では一般的だが、最近の金融市場ではインフレリスクへの懸念の高まりがある（図7）。直近のエネルギー及び一次産品価格の上昇に加え、サプライ・チェーンの混乱や労働力や素材の不足が想定以上に長引き、これが賃金の上昇につながり、安定していたインフレ期待が上振れする可能性について投資家が注目している。

資産価格の高まりは一部の市場で行きすぎの兆候が見られる。直近での市場の動揺はあったが、2021年4月の国際金融安定性報告書の公表時から、株価は総体としては上昇を続けており、これは緩和的な金融政策と好調な利益水準を反映している。しかしながら、ファンダメンタルズを基にした企業価値に対して株価が大きく上方乖離している状況は多くの市場で続いている（図8）。信用スプレッドもパンデミック前の水準にまで低下している。住宅価格は景気見通しの改善、政策的な支援及び家計の選好の変化を反映して多くの国で急激な上昇が見られる。

新興及びフロンティア市場国の資金調達ニーズは引き続き高水準にある。多くの国で国内要因（インフレ率の上昇と財政面での懸念）を主因に現地通貨建て国債の利回りは上昇している。9月末の米国債の金利上昇が追加的な圧力となって多くの国で資金調達コストが上昇する恐れがある。インフレ圧力が高まったため多くの中央銀行は金融を引き締めた。一方、資本流入に関しては、景気回復と国際的なリスク選好の堅調を背景に見通しは改善している。金融環境は依然総じて緩和的で実質金利は大幅なマイナスとなっている。しかしながら、今後数年内に実質金利が大幅に上昇するリスクがある（図9）。先進国の金融政策スタンスの急な変更の結果金融環境の急激なタイト化がもたらされる可能性があり、これが資本移動に影響を与え債務の持続性に懸念のある国を厳しい状況に追い込む可能性がある。このリスクはフロンティア市場国において特に心配される（図10）景気回復によって改善は見られるが、いくつかの部門で金融脆弱性が高止まりしている。非金融企業においては国、業種、企業規模により回復に差が見られる。パンデミックによって大きな打撃を受けた運輸、サービスなどの業種や小規模の企業で倒産リスクは高水準にある（図11）。中国では与信環境がタイト化し、特に低価格付けの企業と財政状況の弱い省の状況は厳しい。

2020年3月に起きた資本市場での取り付的行動（dash for cash）は投資ファンドの脆弱性を顕わにしたが、この脆弱性は依然解消しておらず、名目ベースの目標収益率を達成しようと利回りを追求する中で他のノンバンク金融機関でもリスクが高まっている。例えば、多くの国で生命保険会社は大きな資産負債のデュレーション・ミスマッチを抱えている。投資リターンを改善するために米国や欧州の生命保険会社は信用力の低い債券への投資を拡大させている。長引く低金利と豊富な流動性という環境の中で収益率を引き上げるための金融銀行部門の拡大融資の金融市場の動向は国で異なる可能性がある。融資担当者へのアンケートではこの態度に変化が見られる兆候はなく、企業の信用状況の悪化が融資の伸びの低下をもたらさうる最も重要な要素となっている。多くの新興市場国にとって、国際的な銀行与信の減速は下方リスクの拡大につながる。

暗号資産を巡るエコシステムは引き続き急激に拡大しており（図 12）、新たな可能性と共に課題も生んでいる（第 2 章）。暗号資産取引所は国を跨いだ業務を行う中で運用上、あるいは金融取引の健全性上のリスクを抱えている。暗号資産や分散型ファイナンスにとって投資家保護にかかるリスクは重要である。例えば、ステーブルコインにかかる情報開示は総じて不十分であり、資産の裏打ちに疑念が生じれば、取り付けが発生しかねない。新興国にあっては暗号資産の普及によりドル化が進行し既存の為替規制や資本移動管理策の有効性を損ないかねない。新興国で暗号資産取引が拡大すると経済を不安定化させるような資本移動の拡大につながる恐れもある。このようなリスクに直面する新興国や途上国はマクロ政策の強化にまず注力すると共に中央銀行によるデジタル通貨の発行も検討すべきである。世界的には各国は G20 のクロスボーダー送金ロードマップに従って国際送金の時間短縮、コスト削減、透明性とアクセスの改善に協力して務めるべきである。

政策提言

現下の経済回復を維持する上では政策による支援が不可欠だが、各国における回復に差が見られる中ではそれぞれの国の事情に合わせた政策をとる必要がある。中央銀行は金融環境の突然のタイト化を防ぐために将来的な金融政策スタンスに関する明確なガイダンスを提供すべきである。もし物価上昇圧力が現在考えられている以上に持続的なものであることが判明した場合には、金融当局はインフレ期待がコントロール出来なくなる状況避けるために断固とした措置をとるべきである。財政政策は引き続き脆弱な企業や個人を支援すべきである。政策面での余力に限界があることに鑑み、支援対象は限定し各国の状況やニーズに合わせた内容とすべきである。持続的かつ包摂的な経済回復を実現するために政策面からの支援を今後も長期にわたり続ける必要がある可能性に鑑みれば、今回のパンデミック下でとられた各種の異例の政策が意図せざる副作用をもたらす可能性についても確固たる対応をとるべきである。金融環境の全般的なタイト化を避けつつ、一部に見られる脆弱性の高まりに対応すべくマクロプルーデンス政策を選択的に発動すべきである。政策が発動されてから実際に効果を現すには時間がかかることも予想されるため、対応は早期にとられるべきである。対ノンバンク金融仲介機関を対象とするものなど、既存施策がない場合には、緊急に政策を整備すべきである。とはいえ、既存の枠組みの中で有効なマクロプルーデンス政策を設計し運用することの難しさを考えれば、金融システム全体を守るためにノンバンク部門以外の強化を図ることも検討すべきである。特に、投資ファンドの脆弱性への対応は急務であり、健全性監督の強化と流動性リスクへの対応力の事後的強化などが必要である。投資ファンドは国際的に活動していることが、一層の規制改革は金融安定理事会を通じ国際的に協調して行うことが必要不可欠である。新興及びフロンティア市場国は対外資金調達環境の突然のタイト化のリスクにさらされている。SDB の一般的配分の実施という歴史的な成果を活用しつつも、必要な対外準備の増強を行い構造改革を推進することで資本流入の反転や資金調達コストの急騰などに伴う被害を抑えられるようにすべきである。

新興国の政策当局はデジタル化によるドル化の進展に伴う課題への対応を進めるべきである。金融政策の信認を向上させ中央銀行の独立性を強化し、健全な財政状況を維持することでドル化の流れを逆転、回避すべきである。外貨利用の誘因を除去するには効果的な法律や規制が必要である。暗号資産関連サービスの提供者に対する適切な枠組みを構築することが必要であり、これは各国規制当局が協調して行う必要がある。より一般的なレベルでは、各国はデジタル化が進んだ中での資本移動規制のあり方を再検討する必要がある。これには持続可能な投資、規制の監督上の各種課題に各国が協力経済の転換に相対的な金融不安定化の（第 2 章参照）ためには国際的な気候変動関連情報のアーキテクチャー（データ、開示、持続可能な金融の分類）の強化に当局は務めるべきである。また、グリーン経済への転換を支援するファンドへの資金流入を促進する施策についても検討すべきである（例えば気候ファンドへの財政的優遇措置など）。最後に、投資ファンに対するシナリオ分析とストレステストを実施することで経済の転換に伴う金融不安定化リスクを抑える必要がある。

図を参照するには英語版の概要と報告書全文をこちらでご覧ください。

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/10/12/global-financial-stability-report-october-2021>