

# 国際金融安定性報告書

## 要旨

ウクライナでの戦争の結果、国際金融環境は顕著にタイト化し経済見通しの下振れリスクも高まっている（図1）。ロシアとのつながりが強い東欧や中東諸国でこのタイト化が強く見られ、株価が下落し資金調達コストが上昇している。世界各国が徐々にパンデミックを押さえ込みはじめ、新型コロナウイルス感染症の影響から世界経済がまさに脱しつつある中で、このタイト化と下方リスクの拡大が起きている。

今のところ金融機関や金融市場が大きく影響されるようなシステミックな問題は起きていないが、いくつかの面で金融不安定化リスクの拡大が見られる。戦争の激化とそれに伴う制裁の強化をきっかけにリスクプレミアムが急騰し、これがパンデミックの中で蓄積した脆弱性を表面化させ、あるいはこれと相互に作用し、資産価格の急落につながる恐れがある。

既存のインフレ圧力に一次産品価格の急騰の影響も加わり、また世界経済の不確実性が增大している中で、中央銀行としては記録的な物価上昇を押さえ込むと共にパンデミック後の経済回復を維持するという、困難なトレードオフに直面している（図2）。物価上昇を目標値まで低下させインフレ期待の上放れを回避するためにはデリケートな政策運営を必要とする。すなわち、金融環境が急激にタイト化し金融面での脆弱性と相互作用を通じ経済を失速させるような状況を避けつつ、緩和策の解除を図っていく必要がある。足下の物価関連のデータを見ると、多くの国でより強力な金融の引き締めが必要であると思われる。

インフレ見通しへの不安から先進国の名目国債利回りは年初めに上昇していたが、ロシアの侵攻後さらに上昇し、利回りのボラティリティーも増加している（図3）。一次産品価格の急騰を受け、ブレイクイーブンインフレ率（物価連動国債の市場価格から推定される期待将来インフレ率）も大きく上昇している。

ロシアのウクライナ侵攻とこれに対抗した制裁措置の影響は世界的にさまざまな経路を通じて拡大・増幅しており、金融システムがこれにどう耐えるかが課題である。銀行やノンバンクの直接的・間接的エクスポージャー、商品市場の混乱と市場におけるカウンターパーティー・リスクの拡大、流動性の低下と資金調達の困難化、新興国における仮想資産の利用拡大、およびサイバーリスクの顕現化など、さまざまな経路が考えられる。

ロシアとウクライナに対し直接、間接にエクスポージャーを有する金融仲介機関、非金融部門の企業、および市場は既に影響を被っている。地域別ではヨーロッパが抱えるリスクが大きく、これは地理的に隣接していること、ロシアへのエネルギー依存度が高いこと、銀行・その他金融機関の資産保有や市場を通じた対露エクスポージャーが無視できない規模であること、等による。

欧州の一部の小規模銀行を除けば、銀行部門の直接的な対露エクスポージャーの額は比較的小さい（図4）。銀行のロシアに対する間接的なエクスポージャーに関する情報は少なく（特に銀行間の相互関連の構造）、国ごとや業務ごとの詳細かつ統一した形での開示情報がない中では、それを特定し定量的に評価することは難しい。外国ノンバンク金融仲介機関（NBFI）はロシア資産に相当量投資しており、米国と欧州の投資ファンドがその大半を占めているものの、総資産対比で見ればロシア資産の割合は小さい。

新興市場国に特化したファンドは、2014年のクリミア占領以降はロシア債券の保有を減らしており、2014年前には10%超だった保有比率が2022年には4%をわずかに超える水準にまで低下している。グローバルなインデックス投資を行っているファンドの対露エクスポージャーはさらに小さく、2022年では平均して総資産の0.2%にとどまっている。

商品市場や国際的なサプライチェーンの大きな混乱により商品価格の大幅な変動がおきており、商品貿易ファイナンスとデリバティブ市場での圧力もこれを助長している（図5）。商品市場でディーラー業務を行う銀行は市場において中核的な役割を担うと共に大きなエクスポージャーを抱えている。

こうした銀行は国際的に活動する少数の大規模なエネルギートレーディング会社に対し与信と流動性を供給しているが、こうした会社は概ね当局の規制の対象ではなく、大半が非公開企業である。商品市場での圧力は市場の流動性の低さとも相俟って、リスク選好の低下とカウンターパーティーリスクに関する懸念の上昇につながっており、資金調達面への影響も出ている。

新興およびフロンティア市場国は資金調達環境のタイト化と資本流出リスクの増大に直面している。ウクライナでの戦争勃発以降、新興市場の外貨建て債の利回りは、過去の新興国市場のストレス時に見られたのと同じようなペースで急速に上昇したが、3月中旬以降は若干戻っている（図6）。債券価格がデフォルトレベルに低下している発行体は全体の25%近くに達しており、パンデミック前のピーク時を凌駕している（図7）。スプレッドの拡大と米国の金利上昇の結果、多くの新興国の借入金利はパンデミック前に比べ大幅に上昇している。しかし、こうした高金利を甘受すれば資金調達自体は可能な市場状況にある。現地通貨建て債券や現地株式も資金流出圧力にさらされており、週次データでは2020年3月来最大規模の償還が記録された。米国における金融政策の正常化と地政学的な不確実性の増大に伴う対外資金調達環境の悪化により、新興国へのポートフォリオ投資の下振れリスクが増大すると見込まれる（図8）。

中国ではハイテク関連を中心とした株価の下落、および新型コロナ感染件数の増加に伴う経済成長の低下が懸念されており、これがほかの新興市場国に波及することも心配される。低迷する不動産業界が圧迫され続けていることから金融不安定化のリスクが高まり、成長圧力が増大した。パンデミックによって生じたバランスシートの圧迫を和らげるために異例の資金支援策が必要となるかもしれないが、これは中期的には債務返済能力の脆弱性悪化につながる事となる。

新興市場国における政府と銀行部門の連関は過去2年でさらに深まった。これはパンデミックの影響を緩和するための財政資金の確保をもっぱら国内銀行に頼ったためである（第2章参照）。国内銀行による自国国債保有は2021年には歴史的な高水準を記録した（図9）。新興国の経済状況が悪化すると、さまざまな経路を通じて政府と銀行部門の間での悪循環を増幅させ（いわゆる政府と銀行の相互連関）、銀行の財務状況の悪化と経済への資金供給の低下をもたらす恐れがある。

ウクライナでの戦争に伴い、向こう数年間で対処しなければならない中期の構造的課題が浮き彫りとなった。具体的には、エネルギー安全保障の地政学的要素により脱炭素への移行がリスクにさらされる恐れ、国際資本市場が分断化され米ドルの地位にも影響する恐れ、決済システムが分断化され中央銀行デジタル通貨のブロック化が生じる恐れ、新興市場国における暗号資産の利用が広範化する恐れ、制裁措置を回避するために複雑で個別対応的な資産配分が普及する恐れ、などの課題である。

炭素集約的なエネルギーへの依存を引き下げ、再生可能エネルギーへの転換を加速することの緊要性が戦争で明らかになった。エネルギー安全保障とエネルギー資源調達への不安が増大し、ここしばらくエネルギーの移行戦略が後退する可能性がある。現下のエネルギー危機によって、新興国と途上国における化石燃料関係の補助金を削減・廃止するペースが落ちる可能性があり、また政府は家計や企業に対するインフレの影響緩和のために補助金などを通じ財政的な支援を迫られるかもしれない。

ロシアに対する制裁発動とロシアとウクライナに対する資本規制の導入を機に、一部新興市場通貨と暗号資産間との取引量が急増した。このような形の国際的取引はすでに趨勢的な増加を示していたところであり、資本取引規制や制裁の実効性を確保する必要性を改めて示している。

金融における技術革新（フィンテック）は、競争の強化、金融の発展、金融包摂の強化を通じ、包摂的な成長の実現に寄与しうる（第3章）。しかしながら、フィンテック企業への規制が不十分な場合には、リスクの高い業務分野が急拡大することで金融安定性維持への懸念材料となる（図11）。

## 政策提言

中央銀行にあっては、インフレ上昇圧力が常態化しインフレ期待が上放れすることを防ぐために、断固たる措置を取るべきである。金融市場のボラティリティを不要に上昇させないためには、先進国の中央銀行は、データに基づいた政策判断を維持しつつ、金融政策の正常化のプロセスに関する明確なガイダンスを発するべきである。

新興市場国は依然として、世界的な金融環境の急激なタイト化に対して脆弱である。すでに多くの中央銀行は引き締め策を講じている。各国ごとのインフレ状況や経済の見通しに応じ、インフレ期待を低位で安定化させ金融政策の信認を維持するために、必要に応じ金利の追加的な引き上げや、パンデミック下で取られた（資産購入などの）施策の正常化を進めるべきである。

金融環境の無秩序なタイト化を避けつつ、局所的に存在する脆弱性の高い状況に対応するために、マクロプルーデンス措置を適切に強化すべきである。経済の見通しが不透明な中で金融政策の正常化が進行していることとパンデミックの影響で財政政策の発動余力が低下していることに鑑みると、脆弱性の蓄積を抑えつつプロシクリカルなタイト化を避けるよう、バランスを取った政策を実施することが重要であると思われる。

各国当局は、エネルギー安全保障の観点にも留意しつつ、2021年のネットゼロ目標に向けた国連気候変動会議（COP26）のロードマップを実現する努力を強化すべきである。化石燃料代替や再生エネルギーの利用促進と価格低下、ならびにエネルギー効率の改善につながる措置を講じるべきである。また、グリーン経済への転換を促す民間金融をスケールアップさせ、気候ファイナンスのための情報基盤の整備に引き続き注力すべきである。

政策当局は暗号資産に関し、その利用状況やリスクの程度に対応した国際的で包括的なスタンダードを策定すべきである。その利益を享受しつつ生じるリスクを緩和するため、フィンテック企業や分散ファイナンス（DeFi）のプラットフォームに対する監視体制を強化すべきである。暗号資産の利用が拡大している環境下で資本フローの管理策の有効性を維持するために、さまざまな施策を動員した政策対応が必要である。最近の商品市場価格のボラティリティーの高止まりに対して取られた各種措置は、監督当局が、取引所のガバナンス体制や取引システムのリスク耐性、リスクの集中、証拠金の設定、取引所や店頭（OTC）市場における取引の透明性など、より広範な視点から対応を検討する必要性を示した。

レポート全文（英語版）は下記のリンクから参照ください。  
<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>