

# 要旨

## デフレーションの最後の 1 マイルにある金融脆弱性

2023 年 10 月の「国際金融安定性報告書 (GFSR)」以降、世界的なデフレーションが「最後の 1 マイル」に入りつつあり、金融政策が緩和方向に向かうだろうという期待から、金融市場のセンチメントは強気な状態が続いている。総体的に見て、世界中で金利が低下している。また、世界的に株価が約 20% 上昇し、企業・国家の借入スプレッドも顕著に縮小した。その結果、グローバルな金融環境が緩和している (図 ES. 1)。

こうしたリスク選好の環境に伴い、全体的に見ると、多数の新興市場国への資本流入が再活性化している (図 ES. 2)。一部のフロンティア国や低所得国は、投資家の強いリスク志向を好機とみなし、長らく中止されていた国債発行を再開した。新興市場国全域で、今後 1 年間に生じうる資本流出の可能性の推計値は、低下している。

世界の多くの場所で、予想を上回る経済データが観測されており、その結果、世界経済のソフトランディング (軟着陸) に自信をもつ傾向が強まりつつある。過去 2 年間の度重なる利上げの結果、物価上昇率が中央銀行の目標まで戻すのに十分なほど制約的な金融環境が実現したと信じられている。そのため、投資家・中央銀行ともども、今後数四半期に金融環境が緩和することを見込んでいる。ただし、世界的な物価上昇率が中央銀行の物価目標を長い間上回り続けると、上記のような見解に疑念が生じ、不安定性を招くことにもなるかもしれない。最近、コア物価上昇率の公表値が一部諸国で上下していることには、デフレーションの努力にまだ続きがあると、改めて認識させられる。

金融引き締めサイクルの間に、金利上昇によって金融システム内の亀裂が明らかになってきたが、それ以上の断裂は現在までに生じていない。利上げが進められた期間を通して、主要新興市場国の金融部門と対外部門は、強靭性を発揮してきた。2023 年 3 月に起こったスイスとアメリカの銀行破綻は、システム内の他の部分に飛び火しなかった。健全性を示す指標からは、大半の金融機関が強靭性を保っている点が示されている。

したがって、短期的な金融安定性リスクは後退している。そして、IMF のグロース・アット・リスク (Growth-at-Risk) 枠組み分析 (図 ES. 3) にもとづくと、今後 1 年の世界経済成長率の下振れリスクは低下している。ただし、短期的な金融脆弱性が顕著に表れる中で、デフレーションの最後の 1 マイルが複雑化する可能性がある。

## 顕著な短期的リスク

過去 1 年間で、コロナ禍後の金利上昇と構造的変化を背景として、商業用不動産 (CRE) の実質価格が世界的に 12% 下落しており、米欧のオフィス部門が最も大幅に落ち込んだ。全体的に見ると、銀行は CRE の損失を吸収できるよう、十分に態勢を整えているように見受けられるが、一部諸国では、銀行による商業用不動産向け融資の規模が大きく、負荷が重たくなるかもしれない (図 ES. 4)。この点は、CRE の中でも需要が少ない区分に融資が集中している場合に顕著となるだろう。銀行業界の中でも、銀行間で損失規模に差が出る可能性がある。一部の場合には、安定的でない資金調達といった問題によって、事態が悪化する。

住宅価格は、大半の国で下落傾向の調整が続いているものの、全般的にコロナ危機前の水準をいまだに上回っている。実質住宅価格の主たる下落要因となっているのが、住宅ローンの金利上昇であり、これは新興市場国 (前年比マイナス 1.6%) よりも、先進国 (同マイナス 2.7%) において顕著だ。ただし、家計債務の持続可能性を示す比率は、世界的に低い水準にとどまり、住宅ローン債務不履行の急増が今もテールリスクである。

大半の資産クラスにおいて、ボラティリティが過去数年間における最低水準まで低下しているが、世界的な金利引き上げサイクルが終わりに近づいているという楽観的なムードの強まりを反映している可能性が高いだろう。先進国・新興市場国の双方で、株式、債券、クレジット、コモディティの各指数の間に見られる相関の平均は、歴史的な変遷の 90 パーセンタイル値を上回っている。今回の利上げサイクルでは過去よりも、金融環境が物価上昇率を中心とする経済データの公表に対して反応しているが、ボラティリティの低さによってこうした事実が見えにくくなっている。物価上昇率の面でかなり想定外の事態が続くと、投資家心理に突然の変化が生じ、資産価格のボラティリティが急上昇し、相関性の高い諸市場で一斉に価格が反転し、その結果、金融環境の急速なタイト化を招くかもしれない。

## 中期的な脆弱性

こうした目前の懸念点にくわえて、最後の 1 マイルで中期的な脆弱性が高まりつつある。先進国と新興市場国では、公的債務と民間債務が積み上がり続けており、将来的に負のショックを増幅させたり、経済成長の下振れリスクを悪化させたりする可能性がある。

主要な新興市場国は、強靱性を発揮し続けている。中央銀行が積極的かつ早期に政策を引き締めたことで、多くの新興市場国では物価上昇のペースが顕著に落ち着き、中には利下げサイクルを開始できた国もある。現時点での重要な問いは、新興市場国の強靱性が転換点を迎えたかだ。例えば、投資家がますます中期的な財政持続可能性に注意を向けている兆候がある。依然、金利が高く、赤字幅が大きいほか、物価上昇率が低下し、成長速度が緩やかになる中、経済成長と比べ借り換えの実質コストが高くなった新興市場国が現在、増加している。

世界的な金融環境の緩和は、フロンティア諸国と低所得国に恩恵をもたらしてきた。ここ数か月、高利回り（投機的格付け）国債のスプレッド縮小幅が投資適格債のスプレッド縮小幅を上回っている。また、これに先立つ 2023 年には、前者のスプレッドが史上最高水準に達した。多くの国で今後 2 年間にかかなりの数の外貨建て債券が満期を迎えるという重要局面で、こうした現象が発生している。過去数年間、多くの低所得途上国にとって、国際市場からの資金調達を実質不可能な状態が続いていた。そのため、国内銀行機関の国債保有高が大幅に上昇し、ソブリンと銀行の連関に伴う潜在的なリスクが高まっている。

中国住宅市場の低迷には、底打ちの兆候がほとんどない。これまでの新築住宅価格下落は、他国における過去の住宅価格の調整局面よりも小幅に収まっているが、中古住宅価格、また、着工や販売、不動産投資といった活動指標は急落した。不動産市場の低迷だけでなく、ディスインフレ圧力や成長見通しの低下も反映して、直近数か月間、中国株式市場は圧力にさらされてきた（図 ES.5）。国内の不動産不況と株式不況によって、中国の資産運用業界の一部に大きな損失が発生してきており、この余波が債券市場や資金調達市場に広がりがねない。2023 年第 3 四半期以降に当局が市場安定化を目的として講じた諸施策は、市場心理を好転させるに至っていない。

2023 年 10 月の「国際金融安定性報告書（GFSR）」以降、企業の信用スプレッドは、縮小してきた。ただし、世界の大半の地域で最近、企業収益増加の勢いに陰りが見られている。くわえて、先進国・新興市場国の企業がもつ現金の流動性バッファが 2023 年中に、さらに低下したことを示すエビデンスが増えている。この原因は、世界的な金利の高止まりだ。2023 年第 3 四半期の時点で、支払利息に対する現金の比率が 1 を下回る小規模企業の割合が、先進国で 3 分の 1 程度であり、新興市場国では半分を超えていた。各国で、かなりの量の企業債務が今後 1 年間に満期を迎えることになる。既存債券の利率よりも現在の金利がはるかに高いことで、借り換えが困難になるかもしれない（図 ES.6）。

債務不履行は増加傾向にあるが、世界的に見て、企業による借入の伸びは、過去の利上げサイクルよりも今回のほうが急速に回復している。このトレンドに拍車をかけているのが、プライベートクレジット市場だ。これは、商業銀行によるローン市場や社債市場の外で、中堅企業に融資を実施する市場であり、急拡大を遂げている。第 2 章では、プライベートクレジット市場の潜在的な脆弱性を特定している。例えば、高利回り市場やレバレッジドファイナンス市場と比較して、借り手の脆弱性が高い。また、流動性が低い投資ビークルが占める割合が高まっている。くわえて、レバレッジ構造が重層的だ。評価額は、最近の相場を反映していない上に、主観に影響されているかもしれない。金融市場のセグメント間や主体間の相互連関も、脆弱性となりうる。

先進国の一部は、財政赤字を補うために、巨額の政府債発行が必要となるだろう。イングランド銀行、欧州中央銀行、米連邦準備制度は、量的引き締めをそれぞれ年額 1,000 億ポンド、2,120 億ユーロ、7,800 億ドルの規模で実施しているほか、他の中央銀行も、量的引き締めプログラムを実行している。こうした中、政府債の購入層が変化している。ヘッジファンドなど、政府債にとって新たに限界的な買い手となっている層の大半は、債券と先物の価格差を収益源とするレバレッジ取引戦略を理由のひとつとして、債券を購入している。こうした買い手は、議論の余地はあるが、価格感性が高く、政府の債務持続性にも注意を払う傾向にある。この点を踏まえると、中期的に、債券市場のボラティリティが高まる可能性が示唆される。一部の国にとっては、発行済み国債の償還がますます大きな難題となる可能性がある。その結果、債務が債務を呼ぶ苦境が生じてしまう。

2023 年 3 月の混乱に対して、銀行の大半が強靱性を示した。それ以降、強力な資本・流動性バッファや、収益性の改善を追い風に、銀行の株価が国際的に上昇している。しかし、今後にも目を向けると、IMF スタッフによる重要リスク指標から、一部銀行に脆弱性が残ることが理解できる。総計 33 兆ドル（世界全体の銀行資産の 19%）を保有する諸銀行が、重要リスク指標 5 つのうち、少なくとも 3 つで問題を抱えている（図 ES.8）。これら銀行の大半が、中国とアメリカの銀行だ。中国の一部銀行にとっては、自己資本比率が低下したり、資産の質の悪化が懸念されていたりすることが、本リスク指標で不安視されている主要因だ。その一方で、一部の米大手地方銀行は、複数の面からプレッシャーに直面している。

ノンバンク金融機関においては、流動性が低い資産に注力した類を含め、オープンエンド型債券ファンドに近年、大規模な資金流入が見られてきた。世界金融危機を助長したり、コロナ禍当初の 2020 年 3 月に顕著であったりした、過剰な流動性変換が再び発生するかもしれない。

デジタル化の浸透、テクノロジーの進化、地政学的な緊張の高まりといった変化の中、サイバーインシデント（特に悪意のあるもの）が、マクロ金融安定性の懸念事項として台頭しつつある。第 3 章では、サイバー攻撃からの損失の大半が小規模であるものの、甚大な損失が生じるリスクが増大している点を提示している（図 ES.9）。金融部門は、サイバーリスクの危険性が特に高い。確かに、サイバーインシデントは今日まで制度全体に波及したことがないが、機微データ、寡占度、技術・金融面での相互連関性といった急所があることを踏まえると、金融システムにとって、サイバーインシデントの脅威は大きい。サイバー法制、また、企業レベルでのサイバー

関連のガバナンスの仕組みを改善することで、リスク緩和に貢献できるかもしれない。ただし、新興市場国や発展途上国を中心に、サイバー政策枠組みが不十分なままであることが多い。

## 政策提言

中央銀行は、時期尚早な金融緩和を避け、政策金利引き下げに対して楽観的過ぎる市場の期待に適切な抵抗を試みるべきだ。こうした過剰な楽観は、金融環境緩和を加速させ、デフインフレの最後の 1 マイルを複雑なものにする。デフインフレの進行が十分で、物価上昇率が物価目標に向けて持続的に推移していると考えられる場所では、中央銀行の政策をより中立的なスタンスへと段階的に移行させるべきだ。

新興市場国やフロンティア諸国などでは、政府当局が、債務脆弱性を抑制する努力を強化しなければならない。中国では、不動産部門のコンフィデンスを回復させる、強力な政策が不可欠だ。

商業用不動産・住宅不動産におけるストレスや、信用サイクルの後退局面に対して、銀行やノンバンク金融機関が強靱性を必ず確保できているようにするために、監督・規制当局はストレステストや早期の是正措置など、適切なツールを用いるべきだ。金融安定性を損なわず、公的資金を脅かさずに、銀行の弱体化や経営破綻に対処するためには、破綻処理枠組みのさらなる発展とその適用体制の整備が肝要だ。

量的引き締めとバランスシート縮小は、注意深く進めるべきだ。中央銀行は、市場機能の諸問題を慎重にモニタリングし、市場の潜在的なストレスに対処するために行動を起こす必要がある。中央銀行の流動性の活用に備えて銀行が態勢を整えること、また、金融部門の流動性ストレスへの対策を講じるために早期に介入することは、金融の不安定性を緩和しうる。

プライベートクレジット市場の急拡大に付随する潜在的なリスクに鑑みると、当局はより積極的な規制監督アプローチを検討するべきだ。包括的なリスク評価を実施するためには、データギャップの解消や報告要件の強化が重要となる。また、当局は、規制面での協力を分野や地理的境界の垣根なしに進め、金融部門全体で一貫したリスク評価を実践すべきだ。

有効な規制・監督能力と、改良されたサイバーインシデント報告体制を備えたサイバーセキュリティ戦略は、サイバー領域における金融部門の強靱性を強化しうる。金融制度への潜在的な損害を抑制する上では、混乱に対処するために、必要不可欠なサービスの供給がきわめて重要だ。金融機関は、サイバーインシデント発生時にも事業を継続できるように、対応と復旧の手順を策定し、テストすべきである。サイバー攻撃の国際性とシステム全体への影響を踏まえると、国際協調が重要となる。

図表を確認するためには、要旨および報告書全文の英語版をこちらからご確認ください。 <http://IMF.org/GFSR-April2024>.