

経済回復への架け橋

2020年10月版「国際金融安定性報告書」のポイント

- 国際金融安定性にかかる短期的リスクは当面抑えられている。迅速な異例の対応によって経済への信用の供給が維持され、マクロ経済と金融の間の悪循環発生を阻止することができており、経済を回復させる道筋ができてきている。
- しかしながら、各種の脆弱性が高まっており、国によっては金融不安定化の心配が高まっている。具体的には、非金融法人企業部門では資金不足に対処するために債務を増やしており、また政府部門では経済を支えるために財政赤字を拡大させてきた。
- 危機の進展に伴い、企業部門の流動性の問題が支払能力(存続可能性)の問題に転化する可能性があり、景気回復が遅れる場合には特に注意が必要である。資本市場にアクセス可能な大企業に比べ、中小企業はより弱い立場にある。今後企業倒産がどう広がるかは究極的には政府の支援継続と景気回復の程度によるが、これらの動向は国や業種により異なると考えられる。
- 国際的銀行システム全体としては十分な資本があるが、体力の弱い銀行も若干あり、また一部の国では、現行の政策対応を前提にしても2020年10月「世界経済見通し(WEO)」で示された悲観シナリオの下でシステム全体として資本が不足する可能性がある。
- 新興市場およびフロンティア市場諸国の一部の国は資金調達上の問題に直面しており、債務返済困難や金融システムの不安定化の発生により公的な支援が必要となる事態も考えられる。
- 経済を再開させる過程で、景気回復が確実なものとなり、かつそれを持続させるためには、以下の行程表で示すような緩和的な政策が必要である。パンデミック後の金融改革面での課題としては、ノンバンク部門に対する規制体系の充実とともに、長期にわたる低金利状態の中での過剰なリスクテイクを防止するための健全性監督の強化が必要だ。

大規模ロックダウン後の財政、金融関連施作の行程表

不確実性の下での段階的再開

金融政策 — 回復を支えるための緩和スタンスの継続

流動性支援 — 支援を継続するものの、制度利用の段階的な縮小を促すために利用コストを徐々に引き上げる

信用供与 — 銀行自身の資本・流動性余力の活用し、融資を続けるよう促す

非金融民間部門 — 債務返済猶予期間の延長は広範な倒産拡大を避ける必要がある場合に限定し、債務負担の縮減のための債務再編・効率的な私的整理によって、また適切な場合の支払能力支援によって、存続可能な企業を支える

多国的支援 — 資金調達上の困難に陥った新興市場・フロンティア諸国を支援する

感染拡大がコントロールされた状態

金融政策 — 政策目的が達成されまで緩和的スタンスを継続する

流動性支援 — 徐々に縮小する

信用供与 — 銀行が資本、流動性余力を徐々に再構築し、問題資産を縮減する実効性のある計画を確立することを求め、問題資産の市場を創設する

非金融民間部門 — 存続不能となった企業につき資本を再構築するか、リストラを行うか、清算する

グリーンリカバリー — 気候関連リスクとグリーン投資へのより自発的な取り組みを促す

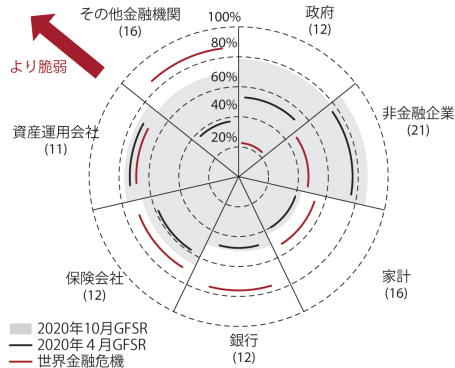
デジタル化 — 金融の効率化と包摂性の向上のためのデジタル化投資の拡大を促進する

パンデミック後の金融改革課題

ノンバンク金融部門 — 新型コロナ危機で明らかとなった脆弱性に対応できるよう、規制の枠組みを強化する

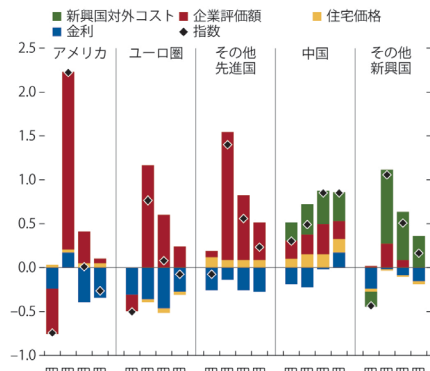
長期にわたる低金利 — 長期の低金利環境下でのリスクテイクを抑制するための監督上の予防措置を講じる

図1 システム上重要な国のうち、各セクターにおいて高い脆弱性を有する国の割合
(高レベルまたは中高レベルの脆弱性を抱える国の割合。GDPまたは資産ベース。括弧内は該当国数)



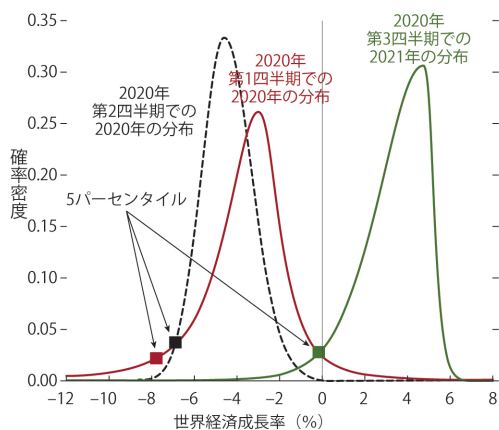
出所：国際決済銀行、Haver Analytics、各国当局、S&P、WIND Information Co.、IMF事務局試算
備考：システム上重要な金融部門を有する29か国等が対象（詳細は第1章参照）。
「世界金融危機」は2007-08年中の当該値の最大値。
GFSRIは「国際金融安定性報告書」。

図2 国際金融環境指数の要因別寄与
(標準偏差で表示された平均値からの乖離幅)



出所：国際決済銀行、Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF International Financial Statistics データベース、IMF事務局試算
備考：詳細は第1章参照。

図3 短期的な世界経済成長見通しの分布(確率分布)



出所：国際決済銀行、Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF International Financial Statistics データベース、IMF事務局試算
備考：それぞれの見通しの推定確率分布は各時点での「世界経済見通し」の予想成長率を中心に広がるように計算されている。前例のない性質の危機であるため、モデルによって計算されたグロース・アット・リスクの推計分布幅には必然的に通常以上の不確実性を伴う。

世界的規模の保健危機と経済危機に直面した各国政府は人々の命と経済と金融システムを守るために異例の措置を講じてきた。しかしながら、経済の回復の見込みは依然不透明で、新型コロナウイルスに対する効果的なワクチンと治療法が行き渡るかどうかにかかっている。さらに、多くの国は危機前に幾つかの分野ですでに高い脆弱性を有した状態にあった。具体的な分野としては、資産運用、非金融法人企業、政府部門が挙げられ、危機によって脆弱性はさらに高まっており、経済回復実現の障害となる可能性がある(図1)。

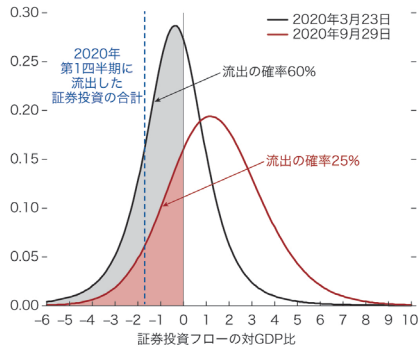
2020年6月改訂の「国際金融安定性報告書」の公表以降、政策面での支援を受け、緩和的な国際金融環境が継続している。先進国では、低金利とリスク資産市場の回復が金融環境のさらなる緩和を支え続けてきている(図2)。新興市場国(除中国)でもこの間、金融環境は総じて緩和が進んでいるが、対外資金調達コストは多くの国でコロナ危機前の水準を上回っている(図2)。中国では金融環境が概ね安定的に推移する中、経済活動の改善と金融セクターのリスク拡大を受け当局は追加利下げの可能性を否定する方向で動いている。

3月以降の急速な金融環境の緩和により金融危機の発生は防止され、コロナの経済への影響も緩和されたが、経済見通しは悪化しており、2020年の成長率の予想確率分布は全体が大きくマイナス領域に落ち込んでいる。今後についてだが、2020年10月版「世界経済見通し(WEO)」では世界経済の成長率が2021年は5.2%になると見込まれている。景気の反転見込みと緩和的な金融状況を反映して、来年の成長率がマイナスになる可能性は低い。しかしながら、依然下振れリスクが大きい状況にある。(図3)。

パンデミックに対する異例の政策対応により、投資家心理は大きく改善され経済への信用供与も維持された。資金繰りを支えるために企業は債券発行を増やし、銀行からの与信枠を活用し(特に米国)、政府保証借入れも利用している(近日公表予定の第3章参照)。

新興市場国の外貨借入れも活発化している。新興国への総資金流入量は3月のボトムから回復しているものの、新興国の約半分では過去3月資本流出が依然続いている。金融環境の改善に伴い新興国へのポートフォリオ投資の拡大も期待されるようになってきた。向こう3四半期累計で資本の純流出となる確率は、市場混乱のピーク時点で60%であったものが9月には25%にまで低下している(図4)。とはいえ、これはコロナ危機前に比べ依然高い水準である。

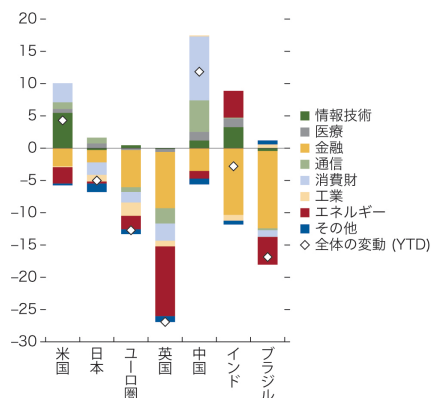
図4 資本流出リスク 短期的な証券投資フロー予測 (確率分布)



出所: Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF世界経済見通しデータベース、JP Morganによる推計、各国政府、IMF事務局試算

備考: 最も大きい新興市場国19か国の証券投資(債券・株式)フローを対象にしている。「短期」とは今後3四半期間のことを指す。詳細は第1章参照のこと。

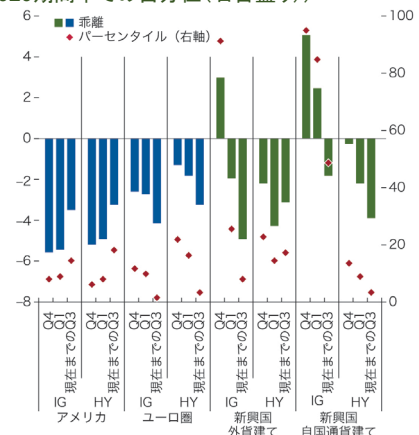
図5 2020年中の株価変動の業種別寄与度(年初来%)



出所: Bloomberg Finance L.P.、MSCI、Refinitiv I/B/E/S、IMF事務局

備考: どの国の指数も自国通貨建てのMSCIサブ指数。全体の変動は部門ごとの指数の累計に基づく。「消費財」は生活必需品と自由裁量品の両部門の合計。「その他」は光熱水道、原材料、不動産の合計。YTD = 年初来。

図6 債券スプレッドのファンダメンタルズからの乖離 (単位リスク量で調整したモデル値からの乖離(左目盛り)、1995-2020期間中での百分位(右目盛り))



出所: Bloomberg Finance L.P.、Consensus Economics、Haver Analytics、Refinitiv I/B/E/S、IMF事務局試算

備考: 1995年のデータがない場合は可能な限り長期のデータを使用。乖離は市場値とモデル値の違いをスプレッド月次変化の標準偏差で測定したもの。左軸のマイナス値は評価が過剰(割高)であることを示している。詳細は第1章参照のこと。HY = 高利回り債。IG = 投資適格債。

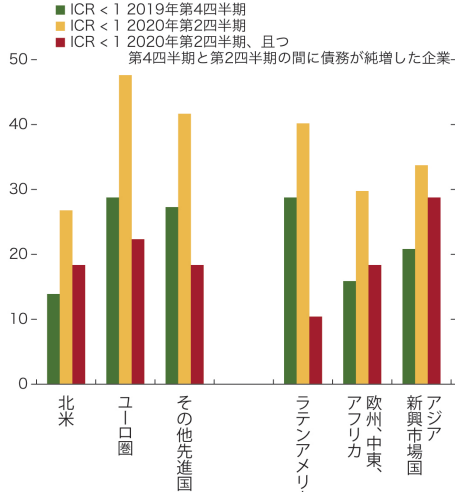
国際株式市場はパンデミック時の底値から大きく反騰したが、コロナウイルスの蔓延状況、政策的支援の程度および業種構成の差を反映して各国間で大きな差が見られる。中国と米国の株式市場の回復は他国を凌駕しており、9月に調整局面を経たもののテクノロジー関連株の好調に負うところが大きい(図5の棒グラフの濃淡の緑色部分)。人的な接触を多く伴う業種(ホテル、レストラン、レジャー)はロックダウンや社会的距離の維持のため、痛手を受けている。エネルギー部門と金融部門(図5の棒グラフの赤と橙色の部分)の不調は投資家がこれらの部門の成長期待を低く見積もっていることを反映している。

株価の上昇と実体経済の動向が乖離している点については2020年6月改訂の「国際金融安定性報告書」でも指摘したが、依然乖離した状態が続いている。米株式市場の年初来の株価動向を分析すると、企業収益の見通しの大幅な低下の影響は、リスクフリー金利の低下と株式のリスクプレミアムの縮小によって十二分に相殺されている。このリスクプレミアムの低下は、経済の不確実性増大にもかかわらず中央銀行による政策金利の引き下げなどの政策によって投資家心理が好転したことによるものである(第1章参照)。同様に、社債利回りの低下はリスクフリー金利の低下とクレジットスプレッドの縮小に伴うものであるが、このスプレッド水準は経済ファンダメンタルズを反映した水準よりもおしなべて縮小している(図6)。スプレッドの縮小も部分的には政策支援に起因すると思われる。新興市場国の場合には先進国中央銀行による政策緩和にも由来している。政策的な下支えが今後も続くかさらに強化されるとの見方が市場で続けばリスク資産に対する現行の価格評価は当面維持されるかもしれない。他方で、投資家が支援策に関する見方を転換させたり、回復が遅れたりすれば、急激な価格調整が起きる可能性も高まるかもしれない。

コロナ発生後、非金融法人企業は厳しい流動性の問題に直面した。資本や流動性の備えが少ない企業や小規模な企業はより脆弱性が高く、危機の初期段階では金融面で相対的に強いストレスにさらされた(近日公表予定の第3章参照)。資金ショートに対処するために多くの企業、特に利益で金利支払いをカバーできなくなった企業は、借入れを増加させ(図7)、複数の国ですでに高水準だった企業債務が増加した(図8)。デフォルト率も上昇が続いている。危機が進行するにつれ、特に経済の持続的な回復が遅れるならば、流動性の問題に止まらず企業破綻につながる可能性もある。

資金調達環境が大幅にタイト化しない限りは資本市場へのアクセスが可能な大企業の倒産の可能性が高

**図7 上場会社におけるリスクの高い企業債務
(対象企業の債務に占める割合(%))**



出所：国際決済銀行、Bloomberg L.P.、Haver Analytics、Institute of International Finance、S&P Global Ratings、S&P Leveraged Commentary and Data、IMF事務局

備考：対象は四半期開示企業。棒は対象企業全体の総債務に対する該当企業（ICR<1等）の総債務の比率（%）を示している。ICR = インタレスト・カバレッジ・レシオ

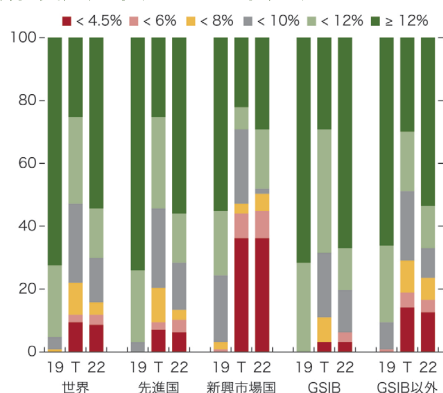
図8 非金融企業部門総債務残高(対GDP比%)



出所：国際決済銀行、Haver Analytics、IMF事務局試算

備考：フランスについては企業債務は非連結ベースで報告されている。国名ラベルは国際標準化機構(ISO)国名コードによる。

図9 2020年「世界経済見通し」悲観シナリオの下での政策サポートを織り込んだ自己資本比率による銀行資産分布(CET1比率、%)



出所：Bloomberg Finance L.P.、Fitch、IMF「世界経済見通し」と「財政モニター」、IMF事務局試算

備考：シナリオにおいては軽減措置も考慮（詳細は第4章参照）。CET1 = 普通株式ティア1、GSIB = グローバルなシステム上重要な銀行、T = 最も悪化する年

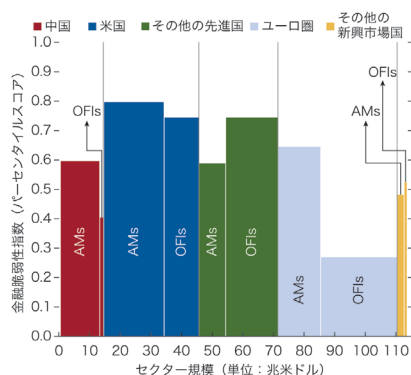
まることはないと思われる。パンデミックの影響を強く受けている業種に属する企業は成長の見込みも低く流動性の状況も厳しく、その結果、デフォルトと倒産の確率も高くなっている。中小企業は一般的に言ってより脆弱であり、経済的なショックの伝播経路となる可能性も高い。加えて、コロナの影響を最も強く受けた人的な接触が高い業種（ホテル、レストラン、娯楽産業）では企業の大半が中小企業である。

コロナ危機前の銀行部門は2008-09年の危機前の時点に比べ資本も流動性も余裕を持った状態であった。このため危機の中でも経済への信用供与を継続することができた。借り手を支援する政策や弾力的な規制の仕組みの活用を銀行に促したことで、銀行の貸出に対する能力と意思が維持されたと見られる。しかしながら、一部の銀行は既に与信態度を厳格化する方向に舵を切っており、これが景気回復の阻害要因となる可能性もある。主要29か国（中国は除く）の銀行の支払能力を対象とした将来予測では、2020年10月版WEOの基本シナリオの下では損失を被ってもなお規制上の最低自己資本比率を維持できるとの結果が出ている（第4章参照）。より深刻な景気後退と弱い回復を見込んだWEOの悲観シナリオの下では相当数の体力の弱い銀行では貸出が制約されるほどの自己資本低下が起こると予測される（図9）。この場合、カウンターシクリカルバッファ、資本保全バッファ、システムックバッファを含んだ規制上の所要自己資本の水準に対し、借り手と銀行に対する弾力的な取り扱いを考慮しても、全体として2,200億ドル程度資本が不足すると試算される（近日公表予定の第4章参照）。

ノンバンク金融機関(NBFIs)については危機前においてすでに脆弱性が高まった状態にあった（図10）。パンデミック下の市場の混乱を政策的な支援を得て切り抜けることができたが、NBFIsは依然脆弱性が高い状況にある。例えば、資産運用業についてみると、3月の相場急落時よりもポートフォリオが大きく毀損し解約が長く続けば資産の投げ売りに追い込まれる可能性がある。NBFIsは高リスク市場を含むクレジット市場でもその役割は高まっており、NBFIsと銀行間のリンクが増大していることから、脆弱性が金融システム全体に広がる恐れもある。

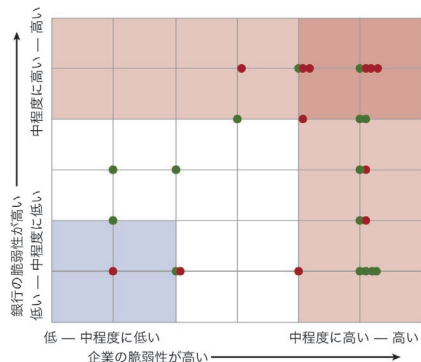
政府部門の脆弱性も高まっている。これは各国政府が財政支援を拡大し、偶発債務が急拡大する可能性もあることによる。脆弱性の拡大は広範に生じており、システム上重要な金融部門を有する29の国等のうち6のケースで企業、銀行、政府のすべての部門で高い脆弱性を抱えている（図11）。

**図10 ノンバンク金融機関
セクター規模と金融脆弱性指数**



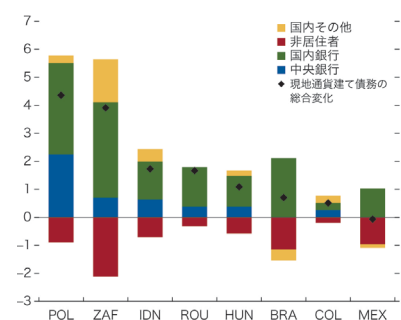
出所：メキシコ中銀、欧州中央銀行、Haver Analytics、Morningstar Reserve、インド銀行、ブラジル証券取引委員会、WIND Information Co、IMF事務局試算
備考：詳細は第1章参照。AM = 資産運用業者、OFI = その他の金融機関

**図11 システム上重要な金融部門を有する
29の国等における企業、銀行、政府部門の脆弱性**



出所：国際決済銀行、Haver Analytics、Institute of International Finance、IMF「世界経済見通し」(2020年10月)、IMF事務局試算
備考：図1と共通のデータを使用。赤い点は政府部門の脆弱性が「中程度に高い」か「高い」国を示す。

**図12 現地通貨建て国債の保有者別残高の変化
(2020年2月末から6月末の変化幅、対GDP比(%))**



出所：Bloomberg Finance L.P.、Haver Analytics、IMF「世界経済見通し」、各国政府、IMF事務局
備考：インフレ連動債については未調整。南アフリカの合計値は各項目の変化分の合計値とやや異なる。インドネシアの中央銀行が保有する国債は金融調節のための保有分を除く。国名ラベルは国際標準化機構 (ISO) の国名コードを使用。

パンデミックによって新興国の資金ニーズは急上昇している。債券発行の拡大と国内ファンダメンタルズの悪化への懸念により現地通貨建て債券に対する国外投資家の需要が減少している可能性がある。国内の投資家ベースが不十分で、国外投資家による債券保有割合が高い状況では特に需要の軟化が心配される。いくつかの新興国では市場環境を安定化させるために、中央銀行による流通市場からの多額の債券買入が行われた(第2章)。フロンティア市場国ではコロナショックによって限度を超えた借入れコストの上昇など、資金調達面での試練が高まっており、公的な支援を求める声も高まっている。

政策担当者が復興への橋を架けるにあたって、パンデミックの展開と景気回復のペースに応じた調整が加えられる必要がある(本要旨の冒頭ボックス内政策行程表を参照)。各段階において、異時点間のトレードオフと予期しない結果についての配慮が政策担当者によって行われるべきだ。例えば、利用可能なバッファを現段階で活用することの利点は、将来的にさらに必要となりうる支援の必要性や、脆弱性が今後悪化するリスクとの間で、バランスが慎重に検討されなければならない。

経済活動が再開する中、復興を持続させるためには緩和的な金融政策の継続と対象を絞った上での流動性支援が不可欠である。債務再編のための強固な枠組みが過剰債務を減らし、存続不能な企業を解消するために重要となる。資金調達に困難を抱える低所得国は多国間協調による支援を必要とするかもしれない。新型コロナ危機は企業部門の環境対策強化の観点からはマイナスであるが、より環境に配慮した経済への移行を実現する上での機会を提供しているともいえる(第5章参照)。

感染拡大が完全に管理できる状態となった後、政策支援は段階的に解除することができる。その上で政策面の優先事項は、銀行バッファの再構築、ノンバンク金融機関の規制強化、低金利がさらに長期化する環境における過剰なリスクテイクを抑制するためのプルーデンス監督の強化であるべきだ。