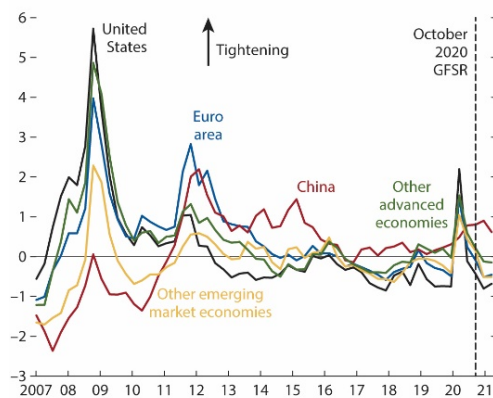


要旨

国際金融安定性報告書(GFSR) 危機の後遺症を阻止する

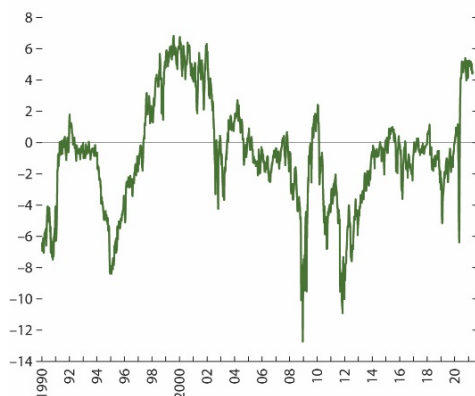
異例の政策手段の活用は金融環境の緩和と経済の下支えに寄与し、金融不安定化のリスクを抑えることにも貢献している。しかしながら、パンデミックの中でとられた政策が、資産価格の過大評価や金融面の脆弱性増大など、意図せざる副作用をもたらしている可能性もある。先進国と新興市場国の間で、景気回復のタイミングが異なり、非対称なものとなることが予想される。新興市場国では引き続き多額の対外資金ニーズがあるため、困難な政策運営を迫られることとなる。米国の金利上昇が続くことでリスクのプライシングが見直され金融環境がタイト化すると、局面はさらに難しくなるであろう。パンデミックを経て、多くの国で企業部門は全体として過剰債務を抱えているが、企業規模や業種によって状況に大きな差がある。大きな打撃を受けた借り手の信用状況は悪化しており、今後の企業収益見通しにも懸念があることから、景気回復過程にあっても銀行はあまり積極的にリスクを取りに行くことはないであろう。脆弱性の永続化を避けるための行動が是非必要である。当局は金融環境の全般的なタイト化を避けつつ、早期に行動を起こし、マクロプルーデンス政策を選択的に強化すべきである。また、持続的で包摂的な景気回復を実現するために、バランスシートの修復も支援すべきである。

図1 金融環境指数
(Standard deviations from mean)



Source: IMF staff calculations.
Note: GFSR = Global Financial Stability Report.

図2 米国株式市場における乖離
(Deviation from fair value per unit of risk)

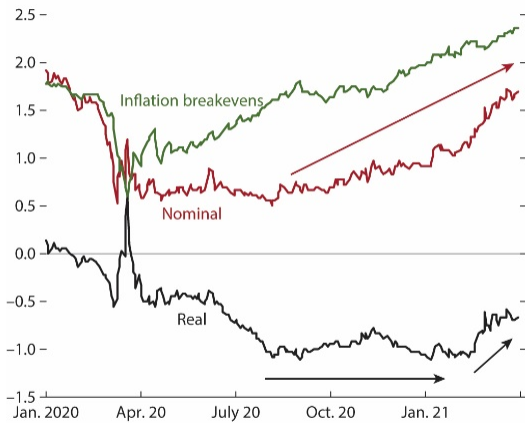


Source: IMF staff calculations.

新型コロナウイルスのパンデミックにもかかわらず、大規模な政策支援を得て国際金融システムは安定性を維持し、金融環境も大きく緩和した(図1)。こうした努力もあって、家計と企業への信用供与を維持し、景気回復を支え、金融面でのリスクを押さえ込むことが出来た。景気見通しが改善したことで事態の大幅な悪化の可能性は明らかに抑えられた。とは言え、将来的なGDP成長率の低下リスクが依然として残っている。

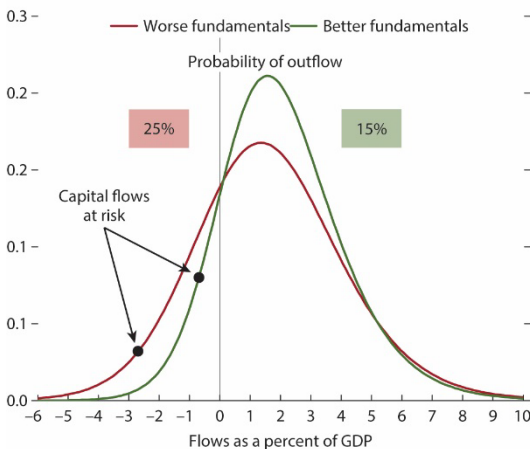
大きな論点としては次の2点があげられる。第一に、異例の政策面からの支援によって意図せざる副作用が生じる可能性である。具体的には市場における過剰なリスクテイクによって行き過ぎた資産価格が形成されており、脆弱性の高まりは対応を怠ると構造的な問題として定着してしまう可能性がある。2020年第3四半期以降、景気回復が急速に進む中、政策的支援が継続されるとの期待の下で株価は急激に上昇している。現在の株価水準はファンダメンタルズを基に算出される理論株価に比べて有意に高い水準にある(図2)。将来的な収益期待の改善を反映している部分もあるが、株価を支える上で(直近の上昇にもかか

図3 米国債10年物の名目金利と実質金利
(Percent)



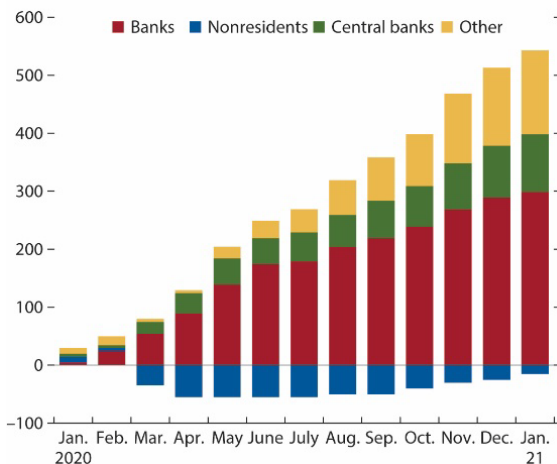
Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: Inflation breakevens are measures of expected inflation derived from inflation-linked bonds.

図4 ファンダメンタルズが強い国と弱い国の
ポートフォリオ投資流出リスク
(Probability density function)



Source: IMF staff calculations.

図5 新興市場国債の保有者割合
(Billions of US dollars, cumulative change)



Sources: Haver Analytics; national sources; and IMF staff calculations.
Note: Based on a sample of 12 major emerging markets. Domestic bonds are primarily denominated in local currency. Figures are converted to US dollars at end-of-month exchange rates.

ならず依然)歴史的にみて低いリスクフリー実質金利の役割は大きい。社債市場でのスプレッドも極めて低い水準にある。

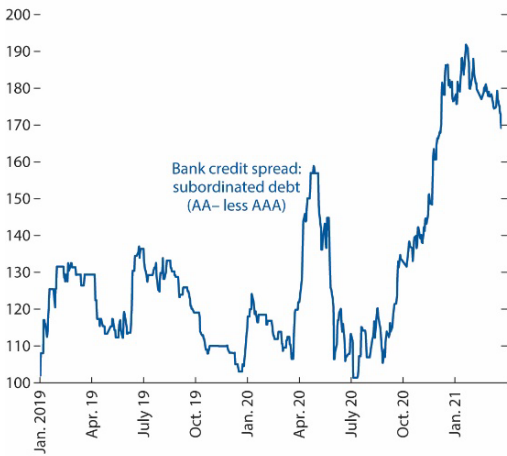
長期金利の上昇が目立っており、特に米国においては顕著である。この上昇は投資家の見通しが強気になっていることを反映したのもでもある(図3)。

ファンダメンタルズの改善を反映した形で金利が徐々に上昇することは歓迎すべきことだが、金利が大きく上昇し続ける場合(特に実質金利の場合)には、市場におけるリスクのプライシングの見直しにつながり、金融環境の急激なタイト化をもたらす恐れもある。金融面での脆弱性が高まっている中でこうしたタイト化が進行すると、投資家心理にも影響を与え、マクロ金融面での安定を損なう恐れがある。新興市場国については特にこの点の注意が必要である。

第二に、景気回復のタイミングは国により異なり、非対称なものとなることが予想される(2021年4月版「世界経済見通し」を参照)。新興市場国の金融環境は大きくタイト化するリスクがあり、先進国の政策当局が政策正常化に舵を切った場合には特にその心配が強い。金融環境の悪化は大規模な資本流出を惹起する可能性がある。一部の新興・フロンティア市場国では本年の資金ニーズが高く、困難な政策対応を迫られる可能性がある。IMF 職員の分析によれば、緩和的な国際金融環境を主因として国際ポートフォリオ投資の見通しは全体としては改善が続いているものの(図4)、ファンダメンタルズが弱い国、新型コロナワクチンの調達が遅れている国は資本流出のリスクにさらされている。新興市場国では国内銀行が国内債務の大半を引き受けたことから、政府と銀行部門の相互連関が強まり悪循環のリスクが高まっている(図5)。多くのフロンティア市場国では、市場へのアクセスには依然制約がある。

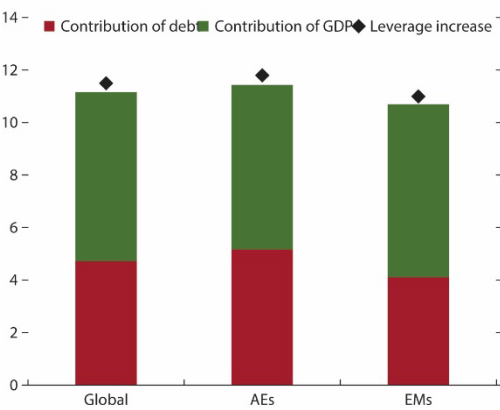
中国経済の回復スピードは他国を凌駕しているが、反面、高リスク企業の債務増加に代表される脆弱性

図6 中国の銀行 与信スプレッド
(Basis points, subordinated debt)



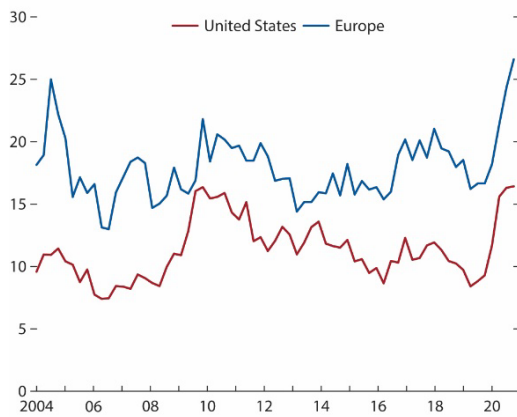
Sources: Bloomberg Finance L.P.; ChinaBond; and IMF staff calculations.

図7 非金融企業債の変化
(Percentage points of GDP, 2019:Q4 to 2020:Q3)



Sources: Institute of International Finance (IIF); and IMF staff calculations.
Note: AEs = advanced economies; EMs = emerging markets.

図8 高利回り企業の現金保有
(Percent of debt)



Sources: Morgan Stanley; and IMF staff.

の蓄積に直面している。引き締め策の発動、また、銀行・地方政府・不動産開発業者を対象とした規律強化策の導入が予想されることで、ならびに暗黙の政府保証に対する信頼の低下などを背景として、金融環境は陰りを見せるかもしれない。弱小銀行による資本性資金の調達環境はタイト化している(図6)。中央政府当局は暗黙の政府保証の解消に早急に努めなければならないが、これが資産価格の無秩序な変動を引き起こす可能性もあり、極めてデリケートな対応を要する。

企業部門は国際的にパンデミックで大きな打撃を受けたが、異例の政策支援によってその影響は緩和されている。資本市場からの資金調達が可能な大企業は有利な環境を活用して債券発行を増やし、流動性不足を回避した(図7、図8)。しかしながら、緩和的な金融環境に伴う企業レバレッジの拡大の結果、政策当局はジレンマに直面している。緩和策が短期的に経済活動を刺激する反面、脆弱性の蓄積と将来的な成長低下リスクをもたらす可能性を考慮する必要がある(第2章参照)。

より詳細な個別企業ベースの分析を行うと、業種別、規模別で企業業績に大きな差があることが見てとれる。

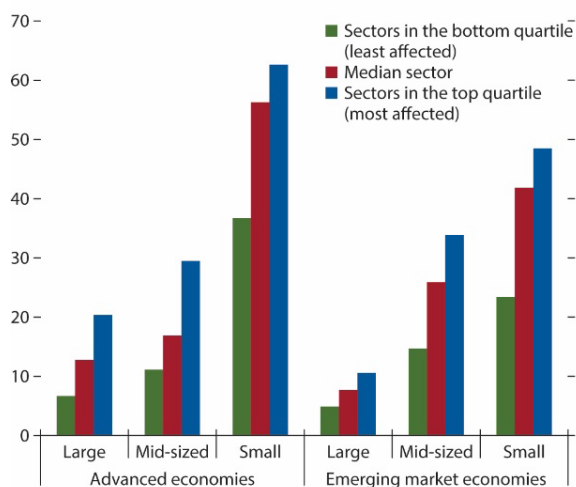
IMF 職員の分析によれば、ほとんどの業種と国で規模の小さい企業の流動性は逼迫している。他方、支払い能力への影響は小規模の企業で大きい、危機の影響を大きく受けた業種では中堅企業や大企業でも見られる(図9)。

第1章では、企業が民間資金調達を指向すべきか、政府支援を求めるべきか、或いはリストラ若しくは清算を選択すべきかを定める上で、政府が活用できる分析の枠組みを提案している。

新型コロナ危機によって商業不動産部門も大きな打撃を受けている(第3章参照)。2020年中は商業

図9 支払い能力ストレス指標

(Share of debt at firms with elevated solvency stress in percent of total debt at all firms in respective segments)



Sources: S&P Capital IQ; and IMF staff.

Note: Large, mid-sized, and small firms are defined by total assets.

図10 商業不動産価格

(Percent, 2020:Q2 and latest, year over year)



Source: Green Street Advisors.

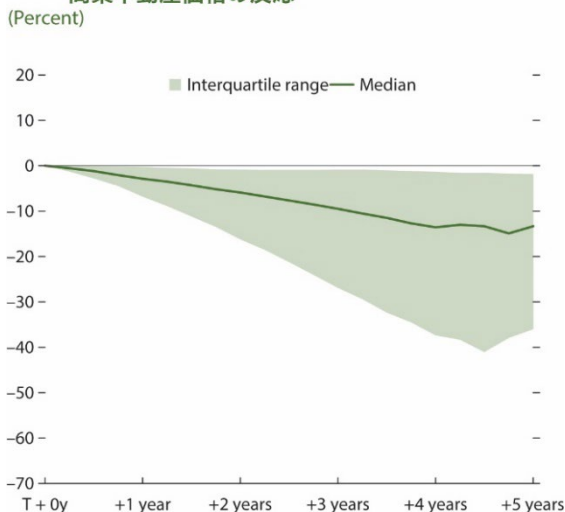
Note: Latest data available are for January 2021 in Europe and February 2021 in the United States.

不動産の取引量も取引価格も大きく低下した(図10)。コロナ後においても経済活動がバーチャルな場から戻らない、あるいは大都市以外に移動するため、小売り、オフィス、およびホテルのセグメントでは低迷が一部恒久化する可能性がある。需要の減少が構造的な場合には、商業不動産の公正価値は大幅に低下すると考えられる。空室率が5%ポイント低下すると5年後までに公正価値は15%程度低下すると試算される(図11)。パンデミック以降、公正価値と市場価格の乖離は広がっていると見られ、この傾向が続くならば成長の下押し材料となり得る。

2007年から2008年の金融危機後に導入された監督強化措置のおかげでパンデミック勃発時に銀行は資本及び流動性の余力を十分に持っていた。また、これまでのところ銀行の体力が低下しているとの兆候はない。しかしながら、景気回復の過程でこれまで通りの信用供与が続けられるかは不透明だ。企業向けを中心に貸出の伸びは一部の国で減速しているが、回復の基調が強まるにつれ、借り入れ需要は高まると予想される。なかでもこれまで需要が低迷していた国ではより強まるであろう。しかしながら、大多数の国の銀行融資担当者は貸出態度が緩まるとは見ていない(図12)。政策的支援の段階的な縮小・廃止は一部の銀行に大きな影響を与える可能性があり、貸出意欲の減退につながる恐れもある。これにとどまらず、大半の銀行では貸出損の動向が不確実で収益見通しにも暗さがあるため、銀行は資本余力を下げてまで景気回復を支える規模で貸出を延ばそうとはしないと見られる。このような形で融資が制限されることは、資金調達手段が限られ銀行への依存度が高い企業にとっては特に心配の種となる。政府当局は賢明だと判断される場合、復興を支えるために銀行によるバッファ活用を奨励すべきだ。

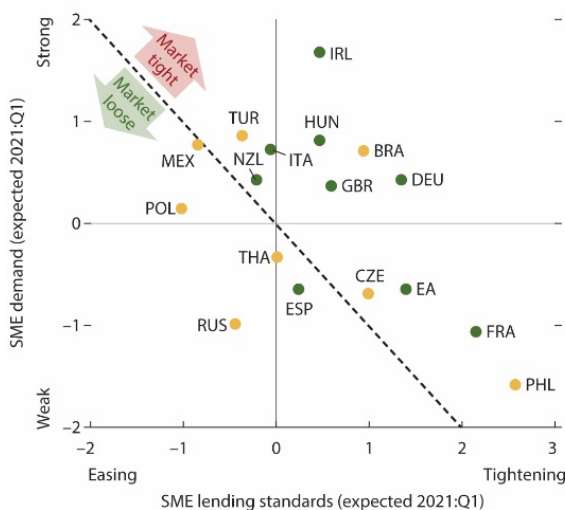
経済への与信の流れを維持しパンデミックが国際金融システムの危機をもたらすことを防ぐためには、持続的で包摂的な景気回復が定着するまでの間、

図11 空室率の恒久的なショックに対する
商業不動産価格の反応



Sources: Haver Analytics; MSCI Real Estate; and IMF staff calculations.
Note: See Chapter 3 for background. T denotes quarter of shock.

図12 中小企業の融資基準と予想される融資需要
(Standard deviations)



Source: IMF staff calculations.
Note: Countries are identified by three-letter International Organization for Standardization (ISO) country codes. Expected refers to next 3 months. Green dots = advanced economies; yellow dots = emerging markets; EA = euro area; SME = small and medium enterprises.

政策的な支援を続けることが不可欠である。金融政策は所与の政策目標が達成されるまでは緩和を維持すべきである。金融面での脆弱性が解消されず、後遺症として永続するような事態を避けるため、当局は早急に行動する必要がある。

マクロプルーデンス施策を発動してから実際に効果が出るまでには時間がかかりうるため、早期の政策発動が必要である。

金融環境の全般的なタイト化を避けつつ、特定の脆弱性に狙いを定め、マクロプルーデンス政策を選択的に発動する必要がある。一部のノンバンク資金仲介部門に対しては適用できるマクロプルーデンス施策が現状ないかもしれないが、そうした政策を早期に整備すべきである。既存の枠組みではマクロプルーデンス政策の設計と運用には難しい点もあるため、金融システムを守るためにはノンバンク部門の資本バッファ増強策が採れないかも検討すべきである。

新興市場国・フロンティア市場国に関しては、国際資本市場へのアクセスが可能な国は現下の有利な資金調達環境を利用して債務構成の改善を図るべきである。市場アクセスが限定されている国では国際社会からの支援も必要となるであろう。その他の国で、債務負担が大きく資金調達に大きな困難を抱えている場合はより一層の深度をもった債務リストラの実現が望ましいかもしれない。主要 20 か国 (G20) が公表した「債務措置に係る共通枠組」は債務にかかる脆弱性の縮減に役立つであろう。対外準備等の対応のためのバッファを再構築することが可能なら、これは急激な価格調整や資本移動の反転流出に備える上で最も重要な施策のひとつとなりうる。

持続的かつ包摂的な回復を実現する上で、企業のバランスシートの回復が最優先課題のひとつであるべきだ。存続可能であるものの市場での資金調達に制約があり、一時的な流動性や支払い能力のリスクにさらされている企業に対しては、企業の実態に合わせた直接的な政策支援が必要となるかもしれない。一部の国ではこうした措置を行うための財政的な余裕がない場合もあり、ディストレス債や不良債権市場の整備などを含む、破綻処理の枠組みの改革も加速すべきである。

商業不動産部門では構造的な変化の程度が明らかになった後、対象を絞ったマクロプルーデンス政策手段(具体的には融資比率や元利金返済カバー率の制限など)の活用により経済成長の失速リスク軽減を図るべきである。こうした政策措置の最適なタイミングは国ごとの経済回復速度と商業不動産部門における金融脆弱性の大きさに左右されることになるはずだ。マクロプルーデンス政策の対象を広げ、特定の不動産金融市場への関与が目立つノンバンク金融機関にも適用できるようすることも、極めて重要な課題である。

金融機関に対しては、プロシクリカルな資本変動を避けるため、期待損失に対する引当に関する監督上のガイドラインを設定することは今も適切な対応ではあるが、実際の引当の適否を監督当局が精査することも必要である。資本の社外流出は引き続き制限すべきである。パンデミックを克服しつつある国が制限を緩和する場合でも解禁は徐々に行うべきであり、十分な資本準備が維持されることを確認するための監督当局によるストレステストの実施を条件とすべきである。