

国際金融安定性報告書

高インフレ高金利に試される金融システム

世界の金融システムのレジリエンスは 2022 年 10 月版の国際金融安定性報告書公表以降、幾度となく試されており、金融安定性リスクが急速に高まっている。世界金融危機の後、超低金利でボラティリティが抑制され流動性が十分にある環境で、市場参加者は流動性、デュレーション、信用リスクへのエクスポージャーを増やした。これはしばしば、リターンを高めるためのレバレッジ拡大を伴っていた。これまでの国際金融安定性報告書で指摘した通り、これらの脆弱性により金融安定性リスクが高止まりしてきた。

米国におけるシリコンバレー銀行とシグニチャー銀行の突然の破綻と、グローバルなシステム上重要な銀行（GSIB）である欧州のクレディ・スイスに対する市場の信頼の喪失は、金融政策の引き締めと金融環境のタイト化が、蓄積された脆弱性と交錯すると、いかに困難な事態をもたらすかを如実に示している。ソーシャルメディアを通じた急速な情報の拡散と新たな技術によって、当初は米国の銀行業界固有のもののように見えた出来事が、世界中の銀行や金融市場に急速に広がり、リスク資産の売りにつながった（図 ES.1 参照）。また、政策金利の市場予想が大幅に修正され、これは 1987 年のブラックマンデーに匹敵する度合と規模で起こった（図 ES.2）。

政策当局は、システミックリスクを阻止するために力強く対応し、これにより市場の不安は軽減された。米国では、銀行規制当局が、破綻したふたつの金融機関の預金保険の対象外預金にも保証を拡充し、新設した銀行ターム・ファンディング・プログラム（BTFF）を通じて追加の流動性を供給する措置を講じた。スイスでは、スイス国立銀行（中央銀行）がクレディ・スイスに対して緊急流動性支援を提供し、その後、国の支援の下、UBS がクレディ・スイスを買収することとなった。しかし市場センチメントは依然、不安定である。そして投資家が金融システムの根本的な健全性を再評価する中で、多くの金融機関や市場が依然としてストレスにさらされている。

市場参加者と政策当局にとって根本的な問いは、これらの最近の出来事が、世界の金融システムの耐性を試すような、よりシステミックなストレスの発現の前触れなのか、あるいは、10 年以上続いた潤沢な流動性環境の後に金融政策が引き締められ金融環境がタイト化したことによる問題の単に散発的な現れなのか、である。大手銀行を中心に世界金融危機後に導入された規制強化により、金融システムのレジリエンスが総じて改善したことはほぼ間違いないが、隠された脆弱性が残存している懸念は解消しておらず、この脆弱性は銀行だけでなくノンバンクの金融仲介機関（NBFII）にも潜んでいる恐れがある。

米国では、金利感応度の高い資産に生じる損失に対する投資家の懸念から、預金ベースが集中しており且つ資産の含み損が大きい銀行を中心に、株式が売り込まれた（図 ES.3 参照）。欧州では、収益性や資本調達能力に長期的な懸念があり、株価が純資産価格を大幅に下回って取引されている銀行への影響が最も大きかった。

新興市場国の銀行はこれまでのところ、保有する有価証券の大幅な損失を逃れているようで、預金調達も安定している。IMF スタッフの試算によると、欧州と日本、新興市場国の平均的な銀行においては、満期保有目的のポートフォリオにおける含み損が顕在化しても自己資本規制比率への影響はそれほど大きくない（ただ一部銀行では重大な影響が出る可能性もある）（図 ES.4 参照）。とはいえ、多くの国では預金保険のカバー率が低いうえ、新興市場国の銀行は先進国よりも一般的に信用力の低い資産を保有している。さらに、先進国と比較すると、新興市場国においては銀行の金融システムにおける役割が総じて大きいと、銀行部門の脆弱性が、より深刻な結果をもたらし得る。

最近の出来事は、信頼が広範に失われると資金が急速に引き揚げられる可能性があることを改めて示している。金融機関間で預金パターンがシフトすると、銀行の資金調達コストが上昇し、与信能力が制限されてしまう可能性がある。これらの懸念は、特に米国の地方銀行に当てはまる。最近の銀行株価の下落により、米国の銀行の貸出能力は、他の条件が変わらないことを前提に試算すると今後一年で 1% 近く低下し、これは実質 GDP を 44 ペーシスポイント低下させる。

今後の課題

インフレ圧力が予想よりも根強いことが明らかになる中、金融市場でストレスが見られ始めていることで中央銀行の政策課題が複雑化している。最近になって市場にストレスが見られるようになるまでは、先進国の金利は急速に上昇していたが、これは金融政策をより長く引き締めおく必要があるとの中央銀行のコミュニケーションに沿った動きであった。ストレスが表面化して以降、投資家は先進国の金融政策の見通しを緩和方向に大幅に修正した（図 ES.5 参照）。投資家は現在、中央銀行が以前の予測よりもかなり早く金融緩和を開始するとみている。しかし、インフレ率は中央銀行の目標を大きく上回ったままである。

パンデミック中に債券保有を大幅に増やした中央銀行は、バランスシートを縮小し始めている。この正常化プロセスの過程では、流動性が総じて低く、債務水準が高く、国債の追加発行を民間投資家が吸収しなければならない環境においては、国債市場が難しい状況に陥る可能性がある。例えば、米国では、米国債の純発行額が 2023 年と 2024 年に増加すると予測される一方、量的引き締めにより FRB が吸収するシェアが減っている（図 ES.6 参照）。

国際金融安定性報告書 要旨

金融政策の引き締めと金融環境のタイト化の影響は、金融レバレッジや、資産・負債の流動性ミスマッチ、NBFI の部門内および従来の銀行との高い相互連関性によって増幅する可能性がある。例えば、生命保険会社は過去 10 年間、リターンを増やすために流動性の低い資産への投資を倍増し、その資金調達にレバレッジの利用を拡大させてきた(図 ES.7 参照)。

大規模な新興市場国はこれまでのところ、先進国における金融政策の急激な引き締めに対し比較的円滑に対応してきたが、これは、世界的な金融引き締めほどにはグローバルな金融環境がタイト化してこなかったことにも助けられた。しかし、現在の金融市場の逼迫が収まらず、世界的にリスク志向が後退し、資本流出に繋がった場合、こうした国は大きな課題に直面することとなるかもしれない。

世界中でソブリン債の持続可能性指標が悪化し続けており、特にフロンティア市場国や低所得国で悪化が目立つ。最も脆弱な国の多くはすでに困難な事態に直面している。現在、12 か国の国債はディストレストレベルのスプレッドで取引されている。さらに 20 か国が 700 ベーシスポイントを超えるスプレッドで取引されており、これは歴史的に見て市場アクセスが非常に困難になる水準である(図 ES.8 参照)。

フロンティア市場では、それまで好調だった債券発行が 2021 年中にはほぼ消滅した。ソブリン債のデフォルト(債務不履行)とマクロ経済の脆弱性が続いていることを踏まえると、発行は好調時の水準に戻らない可能性がある(図 ES.9 参照)。低所得国は食料・エネルギー価格の高騰の影響を大きく受けており、市場を通じた資金調達のアクセスがほとんどないか、全くない状態だ。こうした国は引き続き非常に厳しい債務状況にあり、半数以上(69 か国中 37 か国)が現に債務の持続性に問題があるかリスクが高い状態にある。

金融機関以外に目を向けると、家計は新型コロナウイルスのパンデミック中、財政支援や金融緩和の影響もあって、貯蓄を大幅に積み増した。しかし現時点では、家計の債務返済コストが上がっていることから貯蓄が減り、家計が債務不履行に陥りやすくなっている。住宅ローン金利の急上昇によって住宅需要が世界的に後退した。平均住宅価格は 2022 年後半に新興市場国で 60% 下落し、先進国では価格の上昇が鈍化した。変動金利型住宅ローンの比率が高い国では、実質価格の下落が際立っていた。多くの国でバリュエーションが依然として過熱しており、金利が急上昇した場合、急激な価格調整が起きるリスクが高まっている(図 ES.10 参照)。

商業用不動産(CRE)は、ファンダメンタルズの悪化と資金調達コストの上昇にさらされており、市況への懸念が高まっている。米国では、総資産が 2,500 億ドル未満の銀行が CRE に対する銀行貸出の約 4 分の 3 を占めているため、資産の質が悪化すると、銀行の収益性と貸出意欲の両方に大きな影響を及ぼす。さらに、NBFI は不動産投資信託(REIT)部門や商業用不動産ローン担保証券(CMBS)市場で重要な役割を果たしているため、CRE 市場のストレスは、金融の安定性と経済成長の双方において広範な影響を及ぼす。世界の CRE 取引量は前年比 17% 減少し、REIT の価格調整は 20% に達することもあった。パンデミック後はオフィスの需要と稼働率が低迷しているため、同分野の損失が特に目立つ。

企業は、パンデミック中にかなりの現金バッファーを構築したため財務上のクッションがあり、デフォルト率は低いままである(図 ES.11 参照)。しかし、企業利益の減少と資金調達環境のタイト化が、これらのバッファーを侵食し始めており、将来的に返済が困難となり、デフォルトに陥る企業が出てくるかもしれない。小規模企業や新興市場国の企業は、すでに条件が厳しくなり始めている銀行貸出に代わる資金源があまりないため、より大きな影響を受ける可能性がある。

中国は、経済が再開したにもかかわらず住宅市場が低迷したままである。一部の不動産開発業者の資金調達状況は改善しているが、住宅購入者は依然として弱い民間開発業者から購入しない傾向があり、広範な住宅市場における信頼回復の進展があまりないことを示している。2022 年には、不動産市場に深く関与している地方融資平台(LGFV)の債務持続可能性に関する懸念がさらに高まった。LGFV の債務総額は中国の GDP の約 50% と推定されており、LGFV の債務不安が広がれば、一部の銀行が重大な損失を被る可能性がある。特に地方政府債務が多く、大量の未完成住宅ストックがある低所得地域で危険性が高い(図 ES.12 参照)。

第 2 章は、国際金融システムにおいて銀行やその他の金融機関との相互連関性が高まっている NBFI に焦点を当てている(図 ES.13 参照)。ケーススタディによると、NBFI のストレスは、レバレッジの上昇や流動性の低迷、高い相互連関性の下で出現する傾向があり、新興市場国や発展途上国を含む他の国に波及することがある。現在の高インフレ環境では、金融の安定性を目的とした流動性の供給が、中央銀行のコミュニケーションの観点からも、より困難になるにつれ、こうした脆弱性が高まるかもしれない。

第 3 章では、主要国間における地政学的な緊張の高まりに伴い、世界経済と国際金融の分断化が進み、国境を越えた資本配分を阻害することで金融の安定性リスクが高まる可能性を指摘している(図 ES.14 参照)。地政学的緊張の高まりにより、資本フローが突然反転し、銀行の資金調達コストの上昇を通じてマクロファイナンス上の安定性が脅かされる恐れがある。こうした影響は、新興市場国や自己資本比率の低い銀行において顕著になることが考えられる。また、分断化は、特に対外バッファーが小さい国において、国際的なリスク分散投資が減少することで、マクロファイナンス上のボラティリティを増幅させる可能性がある。

政策提言

インフレ率が多く地域で中央銀行の目標を大きく上回っている中、金融システムがインフレの加速と金利の上昇がもたらす試練に直面している。金融市場でストレスが見られ始めていることから、中央銀行の対応は困難なものとなっている。金融安定リスクに対処するためのツールが活用出来れば、中央銀行は金融政策上の目的と金融安定性の目標を切り離し、インフレ圧力に対処するために引き締め策を継続することができるはずだ。

国際金融安定性報告書 要旨

高インフレの中で金融が大幅に逼迫し金融システムの健全性が危険に晒された場合、インフレ抑制と金融安定性維持の両目標間でトレードオフが生じる可能性がある。中央銀行が、自身の政策の目的と政策反応関数について明確なコミュニケーションを行うことは、不確実性を不必要に高めないために極めて重要である。政策当局は、国際金融システムの強靱性に対する市場の信頼に悪影響を及ぼす可能性のあるシステミックな事象を防ぐために迅速に行動すべきである。政策当局は、金融安定性を維持するために金融政策のスタンスを調整しなければならない場合、金融のストレスが緩和された暁には、できるだけ早くインフレ率を目標に戻すという変わらない決意を明確に伝えなければならない。

最近の銀行部門の混乱により、銀行における金利と流動性のリスクに関する内部リスク管理の失敗、および監督上の過失が浮き彫りになった。監督当局は、銀行が各行のリスクプロファイルに見合ったコーポレート・ガバナンスとリスク管理を採用していることを確認すべきだ。銀行の取締役会によるリスクモニタリングが適切に行われ、資本・流動性ストレステストを遂行する能力がありかつ十分な内容のものが実施されている必要がある。NBFIについては、政策当局はデータギャップの解消、NBFI 自身によるリスク管理強化の動機付け、適切な規制の設定、監督の強化を徹底すべきだ。

金融安定性リスクを抑制するためには、個別にはシステミックとは見なされない小規模な機関を含む全銀行に適切な最低自己資本と流動性の要件を設けなければならない。また、流動性ショックが発生した場合に突然顕在化する可能性のある潜在的損失に対応できるよう、健全性規制において金利リスクに備えた資本の保有を銀行に課すようにすべきだ。インフレが長引き金利が高い現在の環境を踏まえ、当局は銀行の資産分類と引当金、および金利と流動性のリスクへのエクスポージャーに特に注意を払うべきである。

中央銀行の流動性支援策は、支払い能力ではなく流動性の問題に対処することを目的とすべきである。支払い能力への対処は、関連する財政当局(または破綻処理機関)に委ねるべきである。監督・規制(「鞭」)上、流動性リスクを内部に抱えざるを得ないカウンターパーティに流動性を供給し、システミックな流動性リスクがある場合のみ、中央銀行が介入する(「飴」)ようにしなければならない。また、モラルハザードを最小限に抑えるためにリスクのかなりの部分を市場に残すべきであり(「部分保険」)、介入には明確に定義された終了日があり、深刻なストレス状態が収まった暁には市場の力が自律的に機能するようにしなければならない。

政策当局による最近のいくつかの対応事例を見ると、破綻処理改革の面で、公的資金での救済を避けつつシステミックな銀行の破綻処理が容易となるような方策をさらに前進させる必要があることが浮き彫りになっている。株式や他の資本性証券保有者が損失を負担したことは、破綻処理改革の面で前進と考えられるが、公的資金を使う前に債権者の各階層により多くの損失を負担させることの難しさも明らかとなった。国際社会は、こうした経験を踏まえ、世界金融危機後の破綻処理改革の有効性について政策上の含意を得る必要がある。

IMF の統合的な政策枠組み (IPF) によると、外国為替介入が適切であり得るのは、外国為替市場の流動性が低く、バランスシート mismatches があり、インフレ期待があまり安定しておらず、且つ、外貨準備が十分であり、介入がマクロ経済政策の信頼性を損なったり、必要な政策調整を避けることに繋がらない場合である。差し迫った危機の場合、資本流出防止措置は流出圧力を軽減するための選択肢となるかもしれないが、根底にあるマクロ経済の不均衡に対処する包括的な政策パッケージの一環として採択され、危機的状況が和らいだら直ちに解除されるべきである。

発展途上国およびフロンティア市場国の債務国政府は、債務脆弱性に関連するリスクを封じ込めるための対策を強化すべきである。具体的には債権者との早期対話や、多国間協力、国際社会からの支援などが必要である。信頼性のある中期財政再建計画を策定することは、借入れコストを抑え、債務水準の持続可能性に対する懸念を和らげる要素となり得る。債務危機に陥りそうな国については、二国間・民間部門債権者が、適宜 G20 共通枠組みを用いて、先制的な再編を調整すべきである。

ストレス時にはノンバンク金融機関が中央銀行の流動性へ直接アクセスできるようにすることが必要となるかもしれないが、その場合は適切な利用制限策が欠かせない。第一の防衛線として、ノンバンク金融機関の強固な監視と規制、監督が不可欠である。金融の安定性が脅かされる場合には、ノンバンク金融機関に対する中央銀行の流動性支援も検討の対象となる。具体的には市場全般に対する裁量的なオペレーションや常設の貸出ファシリティ、最後の貸し手としての介入などが考えられるが、こうした支援は、モラルハザードを回避するため、慎重に設計する必要がある。

政策当局は、地政学的緊張の高まりによって引き起こされる金融安定性リスクの評価、管理、緩和に注力すべきである。金融機関は、こうした地政学的リスクを軽減するために、十分な資本・流動性バッファを確保する必要があるかもしれない。政策当局は、十分な国際金融セーフティネットを備える必要がある。地政学的リスクや分断化がグローバルなマクロファイナンス上の安定性に関する重大なリスクであることを踏まえると、地政学的な緊張や経済・金融の分断化を和らげるための多国間の取り組みを強化することが求められる。

図は、要旨の英語版と報告書全文をご参照ください。

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2023/04/11/global-financial-stability-report-april-2023>