

要旨

針路の安定化：金融市場の不確実性の舵取り

1. 2024年4月「国際金融安定性報告書（GFSR）」以降、世界経済は減速し、インフレ率は鈍化し続けている。主要な中央銀行が金融緩和を進める中、金融環境は緩和的な状態が続いており、新興市場国も底堅く推移しているほか、資産価格のボラティリティはネットベースで相対的に低い水準で推移している。IMFの1年先の「成長リスク」指標によると、短期的な金融安定リスクは、歴史的水準の約40パーセントにとどまっている。しかし、緩和的な金融環境は短期的なリスクを抑え込む一方、資産評価の高騰や、民間債務・政府債務の世界的な増加（図ES.1）、ノンバンク金融機関によるレバレッジの使用の増加などの脆弱性が蓄積する要因となり、将来の金融安定に対するリスクを高めることにもなる。

2. こうした脆弱性の蓄積は、負のショックを増幅させる恐れがある。軍事紛争が続く中、また、新たに選ばれる各国政権が決める将来の政策が定まっていな中で、経済や地政学的な不確実性が高まっていることから、負のショックは現実味を帯びている。特に、不確実性と市場のボラティリティとの間の乖離が拡大すると（図ES.2）、どこかの時点でボラティリティが急激に高騰し、資産の急激な価格調整が起きる可能性が高まる。そしてそれは脆弱性によって増幅され得る。第1章で示すように、日米両国で株式市場のボラティリティが急上昇した（図ES.3）2024年8月上旬の市場の混乱は、ボラティリティの急上昇と金融機関によるレバレッジが相まると起き得る激しい市場反応の一端を見せた。ボラティリティの急上昇と金融機関によるレバレッジが相まると非線形な市場反応が起き、リスク資産価格の下げが加速する。

3. 第2章では、経済の不確実性がさらに高まると、将来の成長、資産価格、銀行貸出の伸びに対する下振れリスクが実際に高まる可能性があることを定量的に示す。例えば、世界の実質経済の不確実性が、世界金融危機時に匹敵する規模で上がったと仮定すると、1年先の世界平均実質GDP成長率の下振れ（具体的には10パーセント）が1.2%ポイント悪化する（図ES.4）。マクロ金融の脆弱性がより顕著な場合や、不確実性と市場のボラティリティ間の乖離が大きい場合は、下振れの影響が増幅する。不確実性は、貿易や金融のリンケージを通じて、国境を越えて波及する可能性もある。

4. 「国際金融安定性報告書」は、金融の安定を脅かす金融の脆弱性と不均衡を掘り下げ、政策当局者がそれらに対処する緊急性を強調している。

脆弱性と不均衡

5. ソブリン債務が高水準にあり、急速に増加していることは依然として世界的な課題であり、多くの国・地域が、長期的に債務が安定するような基礎的財政収支を達成できていない。多くの先進国では、中央銀行による量的引き締めが続く中、価格に敏感な買い手が、発行された国債を吸収する割合が増えることとなり、債券市場のボラティリティが高まる可能性がある。財政バッファが少なく、また、悪化している新興市場国やフロンティア諸国では、ソブリン債とクレジット・デフォルト・スワップのスプレッドが他の国・地域よりも拡大しており、債務返済がより困難になっている。

6. 新興市場国は、2024年4月のGFSR以降、引き続きレジリエンスを示している。中央銀行は、金融政策の設定に当たり、引き続き国内経済とインフレの状況に注目しており、国外からの逆風を緩和するためには為替相場を調整している。主要先進国が金融政策を緩和する姿勢である中、新興市場国への圧力が短期的に和らぐ可能性がある。しかし、それ以降は、貿易政策や地政学的情勢に関する不確実性が高まるほか、多くの新興市場国の主要な貿易相手国である中国の成長見通しが鈍化することで、新興市場国における金融の安定性を維持することがより難しくなるかもしれない。ポートフォリオフローが乱高下し、フロンティア諸国を中心に、国際市場での資金調達へのアクセスがより困難になり得る。実際、先進国から新興市場国への金利の波及効果は過去10年間で拡大しており、米10年債のタームプレミアム（投資家が長期の国債を保有するために要求するリスクプレミアム）の変化が、新興市場国の10年債タームプレミアムの変化にとって、ますます大きな要因となっている（図ES.5）。

7. サステナビリティボンドの世界の発行額は2024年に持ち直した。しかし、新興市場国が年初来の発行額に占める割合はわずかに13%であり（図ES.6）、新興市場国の現地通貨建てサステナビリティボンドが占めるシェアは小さい。気候ファイナンスへの投資不足は、緩和と適応の取り組みを遅らせ、将来の金融の安定性に課題を呈する可能性がある。

8. 世界的に金利が低下している中でも、多くの企業は向こう数年間で、債務返済の課題に直面するであろう。堅調な経済活動と健全な企業バランスシートを背景に、一部の企業は良好な利益率を保っているが、脆弱な企業が苦戦する中、デフォルトは着実に増加している。プライベートクレジット市場にて高金利で借り入れている一部の中堅企業は、ますます逼迫し、ペイメント・イン・カインド（繰り延べ利息の元本への加算）に頼らざるを得ない状況だ。実質的に利払いを繰り延べし、より多くの借金を積み上げている。さらに、貿易制限や地政学的情勢が、投入コストの上昇や利払い能力の低下を通じて、企業に影響する可能性がある。信用力が低下している兆候があるにもかかわらず、社債は過去の基準からするとタイトなスプレッド内で取引され続けており、信用リスクが急激に再評価される可能性が高まっていることを示す価格のミスアラインメントにつながっている。

9. 住宅用不動産の安定性リスクは大半の国で抑制されているように見えるが、商業用不動産（CRE）部門は依然として深刻な圧力にさらされている。価格とファンダメンタルズのミスアラインメントがあることから、難問を抱えたオフィス部門を中心にCRE市場でさらなる調整が起きることが見込まれる。資金が引き上げられ、価格が下がり、より多くの金融機関が負のフィードバックループに

陥る恐れがある（図 ES.7）。CRE に過度に集中している銀行と、不動産投資信託などのノンバンク投資家の双方がひっ迫する可能性がある。

10. 世界の銀行部門は、資本と流動性のバッファーが十分備わっており、引き続きレジリエンスを保っている。消費者向けクレジットカードや自動車ローン、CRE など一部の融資においては不良債権比率が上昇したが、全体として、資産の質は大きく悪化していない。しかし、利下げが、利ざやや銀行の収益性にマイナスの影響を与える可能性がある。また、8月上旬に一部の銀行の株式が一時的に売却された出来事は、ビジネスモデル関連の課題に直面している脆弱な機関における比較的大きなテールなど、今後のリスクの一部を浮き彫りにする（図 ES.8）。

11. 8月上旬の市場の混乱は、NBFI によって金融システムを通じてひずみが広がり、ストレスが増幅するまたひとつの事例である。レバレッジをかけたポジションが急速に巻き戻されると流動性の不均衡が生じ、ボラティリティが高まるのだ。オープンエンド型ファンドやヘッジファンド、プライベートクレジットの成長に伴い、NBFI のいくつかの分野でレバレッジの使用が増えている。当局がノンバンクのレバレッジに関連する脆弱性を評価し、大規模で集中しているポジションを特定する能力を妨げるデータギャップは、こうした問題に対処する上で主要な課題となっている。

12. 資本市場活動における AI の活用は、NBFI の成長を一段と促す可能性がある。第3章では、取引や投資活動における AI の採用がまだ比較的初期段階にあるものの、今後数年間で加速する可能性があることを示す。例えば、資産運用に適用する AI および機械学習に関連した特許出願申請の割合が、近年著しく増加している（図 ES.9）。これらの新しいテクノロジーの採用により銀行と NBFI 双方が効率を上げコストを下げられる可能性があるものの、NBFI の方が一般的に機敏で、AI を使用する際の制約が少ない。実際、NBFI はすでに電子取引に適したいくつかの資産市場を独占している。また、AI の採用が拡大すると、市場ストレス時にボラティリティが高まる可能性や、不透明性の増大、資本市場で AI がどのように、そして誰によって使用されているかを監視することの難しさ、少数の主要な AI サービスプロバイダーへの依存度が高まることによる運用リスクの増大、サイバー攻撃と相場操縦のリスクの高まりなどを通じて、将来的に金融市場の脆弱性が悪化する恐れもある。

政策提言

13. 短期的な金融安定性リスクは抑制されているように見えるが、金融システムの脆弱性は高まっている。今こそ、政策当局者は脆弱性を抑制するために行動を起こすべきである。中央銀行による、金融政策の道筋が個々のデータポイントに過度に反応すべきではないという明確なコミュニケーションは、不確実性を減らすのに役立つであろう。成長とインフレのトレンドが続くと予想される所では、中央銀行は金融政策をより中立的なスタンスに向けて徐々に緩和すべきだ。インフレ率が根強く目標を上回っている場合、中央銀行は、金融政策緩和に対する投資家の過度に楽観的な期待に反して断固たる政策を進めるべきだ。

14. 多くの国でソブリン債務がパンデミック前の水準を大幅に上回っているため、財政調整は主に、資金調達コストを妥当な水準に保ち、中期的なインフレ期待を安定させ、ソブリン債の格下げリスクを抑制するために、バッファーをしっかりと再構築することに焦点を当てるべきである。財政余地が少ない国では、格付けが突然下がるクリフ効果が資金調達環境に悪影響を及ぼすのを防ぐために、財政計画の信頼性が非常に重要となる。フロンティア諸国と低所得国のソブリン発行体は、債権者との対話や多国間協力、国際社会からの支援などを通じて、債務の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るべきである。

15. オープンエンド型の投資ファンドやヘッジファンド、プライベートファンドなどの NBFI が成長し続ける中、資産・負債の mismatch やレバレッジの増加によるリスクは、より積極的な規制・監督の関与が必要であることを浮き彫りにする。NBFI の報告義務を強化し、ノンバンクのレバレッジから生じる脆弱性と悪影響の増幅メカニズムを軽減する政策を強化することが重要である。NBFI の流動性の備えを改善し、金融安定理事会（FSB）が合意した基準を導入し、ノンバンクに対するストレステストを強化することで、システムリスクを軽減し得る。

16. 債務が蓄積し続け経済の不確実性が高い状況にあることを踏まえ、ノンバンク金融部門における過度のリスクテイクを抑制し、銀行システムにおける資本と流動性のバッファーがストレス期の信用供給を支えるのに十分であるようにするためのマクロプルーデンシャル政策枠組みを強化する必要がある。政策当局者は、金融環境の広範な引き締めを回避しつつ、さまざまなショックに対する強靭性を高めるため、マクロプルーデンスツールを引き締めるべきである。

17. 企業や CRE 部門の脆弱性を監視するためには、継続的な警戒が必要となる。当局は、銀行システム内のレジリエンスを確保し、自己資本の適正度に関して適切な意思決定をするために、貿易制限や地政学的な出来事、CRE 価格の大幅な下落を含むシナリオを組み込んだストレステストを実施すべきである。金融市場におけるプライベートクレジットの役割がますます重要になっていることを踏まえると、リスクの監視と管理を改善するために、報告義務を強化することが不可欠である。

18. 国際金融システムにおける脆弱な銀行のテールと、それが健全な金融機関へ波及するリスクを踏まえると、金融の不安定化に対処する準備を整える必要がある。監督当局が早期に介入できるようにし、銀行が中央銀行の流動性にアクセスできるようにしておくことが重要である。金融安定性を損なわず、公的資金を脅かさず、脆弱な銀行、経営が悪化している銀行に対処するためには、再建・破綻処理の枠組みの採用・実施におけるさらなる進展が肝要だ。国際基準を、適時、一貫して、そして完全に導入することが、プルーデンスの枠組みを強化する上で引き続き重要である。

報告書全文は、こちらの英語版をご参照ください。<http://IMF.org/GFSR-October2024> “