

# 要旨<sup>1</sup>

## 不確実性が漂う中での強靱性強化

2024年10月の「国際金融安定性報告書」では、経済の不確実性が高い水準にとどまる中で、資産評価が割高で、金融システムのレバレッジが拡大する一方で、金融市場のボラティリティは低い状態にある点を強調した（図 ES.1）。このような脆弱性は、ショックを増幅させ、金融環境の急激な悪化を引き起こしかねず、景気の減速に拍車をかけて、潜在的に大きな追加の経済的コストをもたらす可能性がある。

2月以降、米国による一連の関税発表を受けてリスク資産の急激な価格調整が起き、さらに4月2日に公表された予想を上回る関税導入計画を受け、価格調整は一段と加速した。金融市場のボラティリティは、株式、通貨、債券などの各市場において著しく上昇した。他国の反応を受け、不確実性が一層高まった。

資産価格のボラティリティが高まる中、今回の「国際金融安定性報告書」では、厳しさを増した国際金融情勢を主な理由として、世界の金融安定性リスクが大幅に高まったと評価している（図 ES.2）。IMFの「成長リスク」モデルによれば、マクロ金融上の成長下振れリスクは有意に高まっている。

金融安定性リスクが高まっているというわれわれの評価は、3つの主要な先行的脆弱性指標によっても裏付けられている。まず、最近の市場の混乱にもかかわらず、株式・社債市場のいくつかの主要なセグメントでは価値評価が高止まりしており、見通しが悪化した場合、価格調整がさらに進む可能性があることを意味している。経済政策の不確実性は高いままで、一部のマクロ経済指標は予想外に下振れしており（2025年4月の「世界経済見通し」参照）、資産の価格調整の可能性が高まっている。

資産価格の下落の動きは、新興市場国に甚大な影響を及ぼす恐れがある。新興国の通貨と株価は、すでに成長見通しの低下に伴って下落している。投資家は次第に新興市場国の中央銀行が緩和すると見込むようになっており、キャリートレードの期待リターンが低下し、資本流出の可能性が高まっている。フロンティア諸国では、市場環境は改善しつつあるものの、相当額の債務が償還期限を迎えつつある環境の中で、高水準の利回りが各国を借り換えリスクにさらしかねない（図 ES.3）。

第二に、高レバレッジの金融機関を中心に、一部の金融機関は変動の大きい市場で緊張にさらされかねない。ヘッジファンドや資産運用セクターの拡大に伴い、全般的なレバレッジ水準や、借入先である銀行部門との連関も高まっている（図 ES.4）。その結果、経営が脆弱なノンバンク金融仲介機関がマージンコールや償還の増加に直面した際にレバレッジ解消に追い込まれる不安が生じている。一部のヘッジファンド戦略ではこのところレバレッジが着実に上昇しており（図 ES.5）、潜在的に相場急落に拍車をかけ、より広範な金融システムに影響を及ぼす恐れがある。

第三に、特に公的債務の水準が高い法域において、ソブリン債市場がさらなる混乱に見舞われる可能性がある。例えば、中核的なソブリン債市場における現物・先物ベース取引やスワップ市場におけるレバレッジド・キャリートレードといった広く見られる取引引きが解消され、市場の流動性を試練にさらしかねない（図 ES.6）。すでに実質資金調達コストがこの10年で最高となっている新興市場国は、今後より高いコストで債務を借り換え財政支出を賄うことを余儀なくされるかもしれない（2025年4月の「財政モニター」参照）。全体として、公的債務の持続可能性や金融部門におけるその他の脆弱性に関する投資家の懸念は、相互に補強し合う形で悪化しかねない。

政策の不確実性の高まりは、企業や家計にも影響を及ぼす可能性がある。このところ、景気減速が向こう数四半期の企業収益に与える負の影響に関する投資家の懸念を反映して、世界的に社債スプレッドが拡大している。さらに、間もなく満期を迎える社債のうちかなりの割合が市場実勢利回りを下回る固定金利で発行されており、信用スプレッドが拡大すれば相対的に脆弱な企業の債務借り換えが困難になりかねない。株式やその他の資産の急激な価格調整は、資産効果を通じて家計のバランスシートに影響を与える可能性がある。現在、多くの家計がコロナ禍前に比べて金融資産のより大きな部分を株式や投資ファンドに配分している中では特にそうだ。最後に、予想を下回る商業用不動産の価値や依然として高い金利によって、とりわけ負の資産となっている不動産について、ローンの借り換えの取り組みが一層複雑になり得る。

さらなる相場急落を引き起こす主な要因のひとつとしては、地政学的リスクが考えられる。第2章では、重大な地政学的リスクイベント、とりわけ軍事紛争が、特に財政や外貨準備のバッファーが限定的な国において、どのように

<sup>1</sup>GFSRの評価および分析は、2025年4月15日までにIMF職員が入手できた金融市場のデータに基づいているものの、同日までに公表されたデータが全ての場合において反映されているとは限らない。

株価の大幅な下落とソブリンリスク・プレミアムの上昇につながるかを分析している。地政学的リスクイベントは、貿易や金融の連関ゆえに、国境を越えた波及効果ももたらす可能性がある。

## 政策提言

金融安定性リスクを緩和する政策ツールキットには、市場の機能を保証する市場インフラや取引所に関する政策、金融機関のブルーデンス監督・規制、緊急時の流動性、危機解決ツールなどが含まれる。金融部門の動向がマクロ経済上の成果に与える潜在的な負の影響を抑制するためには、金融の脆弱性の緩和と危機管理への備えが鍵となる。金融危機はマクロ経済を悪化させる甚大で持続的なコストを伴うことを歴史は何度も示している。

不確実性の高まりを受けたさらなる資産価格調整の可能性や、高レバレッジ金融機関に影響を与える潜在的な緊張、中核的なソブリン債市場における混乱によって、金融安定性リスクが高まっている。当局は、金融機関に対して中央銀行の流動性ファシリティにアクセスする用意をさせるとともに、特に中核的な債券・資金調達市場において流動性や市場機能の深刻な低下に介入する準備をし、金融の不安定化に対処する体制を整えておく必要がある。ノンバンクに対しては、適切な規制監督を設けつつ、流動性を供給することができる（2023年4月「国際金融安定性報告書」第2章）。

地政学的リスクに起因する潜在的な金融安定性リスクに対処すべく、金融機関とその監督機関は、地政学的リスクを特定・定量化・管理するためのシナリオ分析やストレステストに十分なリソースを配分すべきである（第2章参照）。新興市場国と発展途上国は、負の地政学的ショックの影響を緩和するために、金融市場の深化や、十分な財政政策余地および外貨準備の維持についての取り組みを継続すべきである。

金融システムのレバレッジが高い水準にあることと、ノンバンク金融仲介機関と銀行の相互連関性が増していることを踏まえると、銀行部門における十分な水準の資本と流動性が今後も世界の金融安定の支えとなる。バーゼル III やその他の国際基準の完全、適時かつ整合的な実施が引き続き鍵となり、独立かつ強固な監督によってそれを補完する必要がある。銀行とノンバンク金融仲介機関の間の連関の深化は、監督当局がそうした連関のリスク評価を強化することも必要としている。

ノンバンクのレバレッジやその他の脆弱性を緩和する政策の強化が非常に重要である。ノンバンクの報告義務を強化することは、監督当局がリスクに関してシステム全体にわたるセクター横断的な視点を養い、ガバナンスが貧弱で過剰なリスクテイクを行う金融機関と、金融仲介への貢献度がより高い機関を区別する助けとなるだろう。

経済の不確実性と金融市場のボラティリティの高まりは、マイクロおよびマクロブルーデンスのアプローチを含むブルーデンス政策枠組みを強化する必要性を浮き彫りにしている。バッファーが不十分な国は、金融環境の広範な厳格化を避けつつ強靭性を高めるために、マクロブルーデンスツールを引き締めるべきである。景気の下降が金融ストレスにつながりつつあるところでは、銀行の損失吸収を助け、経済に対する信用供給を支援するために、マクロブルーデンス上のバッファーを取り崩し得る。

多くの国で債務が高い水準で拡大し続けており、バッファーを信頼のある形で、かつ成長に配慮しつつ再構築することが必要不可欠になっている。機会が生じる場合には、各国は借り換えリスクを管理し債務償還プロファイルを短期化または平滑化するために、債務管理オペレーションを積極的に検討すべきである。債務が持続不可能になるリスクがある国については、債務の持続可能性を回復する効率的かつ秩序立った債務措置の調整を行うための債権者との早期接触が、コストの大きいデフォルトと市場へのアクセス喪失の長期化を回避する助けとなるだろう。

暗号資産の広範な普及の可能性に由来するリスクに対処するために、各法域は、規制監督制度の構築に関する IMF と金融安定理事会（FSB）のロードマップに従いつつ、通貨主権を保護し、金融政策枠組みを強化するとともに、資本フローの過度な変動を警戒し、暗号資産に対する明確な課税措置を採用すべきである。

法域間の相互連関性の高まりは、特定の法域で発生するストレスが世界的な影響を及ぼす可能性があり、他の地域がそれに備える必要があることを意味している。それは、金融リスクの迅速かつ効果的な緩和にとって、多国間サーベイランスと国際金融セーフティネットの双方が果たす重要な役割を浮き彫りにしている。

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-April2025>