

要旨

静寂さの下で進む地殻変動：金融市場が変わる中での安定性の課題

貿易と地政学を巡る不確実性が続く中でも、国際金融市場は一見、落ち着いている(図 ES. 1)。しかし、今回の「国際金融安定性報告書」では、金融システムの基盤が変化していることを示すいくつかの兆候に焦点を当てており、こうした変化に関連するリスクへの対処を怠った場合、脆弱性が高まる可能性がある。これに呼応する形で、IMF の「成長リスク」枠組みは、国際金融の安定性へのリスクが依然として高いことを示している(図 ES. 2)。政策当局者は警戒を怠らず、状況の変化に迅速に対応することが求められる。

状況が変化しつつあることを示す第1の兆候は、リスク資産価格が継続的に上昇していることである。市場は、関税が成長率とインフレ率に与える潜在的な影響を軽視しているようだ。IMF 職員のモデルによると、リスク資産のバリュエーションは、米国による4月2日の関税発表後の短期的な調整局面の後、再び高まっている。一方、米国の政策を巡る不確実性が懸念されたり、投資家がここ10年にわたるドル高を再評価したりする中で、米ドルは、関税公表後の数か月間に米国とG10諸国の間の大幅な金利差との相関が崩れ(図 ES. 3)、年初来、10%下落した。もし資産価格が一段と、かつ急速に調整されれば、こうした資産間の相関関係の変化によって価格調整がさらに進み、金融市場に負担をかける恐れがある。例えば、外国為替市場は近年、構造的に変化してきたが、大幅なドル安は見られていない(第2章参照)。

もうひとつの重要な兆候は、世界的な財政赤字の拡大が、ソブリン債の発行を押し上げる中で、債務が引き続き、政府部門にシフトしていることである。主要先進国のソブリン債市場は、価格に敏感な投資家にますます依存するようになっており、タームプレミアムと長期金利に上昇圧力がかかっている。新興国市場の政府は、国内投資家から資金調達を行うようになってきている。そのため、外貨建て債務に以前ほどは依存しなくなったものの、ソブリンと銀行の連関が強まるなど、脆弱性を生む可能性もある(第3章参照)。

最後に、ノンバンク金融仲介機関(NBFI)の規模拡大と、銀行との結びつきが深まることに伴い、セクター間の相互連関性が高まっている。今回の「国際金融安定性報告書」では、NBFI が、中核的なソブリン債市場と社債市場において、個人投資家のプライベートクレジットへの参入などを通じて、その役割を拡大していることを指摘している。こうした結びつきによって、金融システムにおける過剰なリスクテイクと相互連関性に対する懸念が高まる。

脆弱性と先行き不透明感

上述した変化は、金融システムの脆弱性につながる可能性がある。主要先進国の国債市場は、4月2日の関税発表に端を発した急激な売りの後、安定しているものの、イールドカーブのスティープ化やスワップスプレッドのマイナス幅の拡大、コンビニエンス・イールドの低下は、債券市場の機能度が揺らいでいることを示している。債券市場の機能度が試される可能性があるのは、利回りが急上昇する局面である。例えば、債券ミューチュアルファンドに対するシナリオ分析では、大規模な資金流出と利回りの急激な上昇に対応するためにミューチュアルファンドが米国債の売却を余儀なくされた場合、その額は3,000億ドル近くに達する可能性があると示されている(図 ES. 4)。コアソブリン債がベンチマークや担保として果たす役割が重要であることに鑑みると、コアソブリン債市場の悪化は幅広い金融市場に影響を及ぼす。

銀行部門では、自己資本比率が改善している。IMF のグローバルストレステストでは、マクロ経済の悪化シナリオの下、普通株式等Tier1(CET1)比率が、重要なしきい値である7%にGSIBバッファを加えた値を下回る銀行の割合が世界で約18%(資産ベース)に上がることが明らかになった。しかし、ショックがNBFIへと拡大すると、脆弱な銀行の割合が21%(資産ベース)まで上昇する可能性があり、銀行とNBFIの結びつきが浮き彫りになる(図 ES. 5)。

新興国市場の公的債務は大半の国で大幅に増加しているが、その市場構造は各国間でますます分かれてきている。経済のファンダメンタルズが強固な新興国市場は、主に国内の投資家から現地通貨建てで資金を調達できている(第3章参照)。現地債市場へのシフトは、実証的に、世界的なショックに対する頑健性の高まりと関連しており、国内投資家比率の上昇は、シカゴ・オプション取引所ボラティリティ指数(VIX)へのショックに対する新興国債券の感応度の低下と関連している(図 ES. 6)。しかしながら、現地通貨建て資金調達の拡大は、ソブリンと銀行の連関の強まりなど、他の脆弱性を生む可能性もある。他方、脆弱な新興国市場では、長期の実質金利(r)が、長期

的な成長率(g)よりも高くなっており、債務返済負担が増大している(図 ES. 7)。こうした国々は、財政健全化が困難となり、資金調達リスクにさらされる可能性がある(2025 年 10 月の「財政モニター」を参照)。

企業部門はこれまでのところ底堅く推移しているが、関税によって一部の業種で企業の利益率が圧迫され、債務返済能力に悪影響を及ぼし、過大評価されている株価や債券のバリュエーションが調整されやすくなる可能性がある。追加関税が段階的に導入されると同時に、企業の借り換えコストが上昇するというシナリオの下では、一部の国でインタレスト・カバレッジ・レシオが 1 を下回る企業債務の割合が 55%に達しうる。脆弱な企業は、現在の環境ですでに苦戦しているもようだ。数々の債務再編にもかかわらず、レバレッジドローン市場とプライベートクレジット市場で、脆弱な借り手の流動性が依然としてひっ迫している。こうしたことが、借り手の格下げの増加の一因となっている。

ステーブルコインは急速に成長しており、米ドルに連動するステーブルコインを中心に、金融仲介においてより大きな役割を果たしている(図 ES. 8)。ステーブルコインが継続的に成長した場合、金融の安定性において、主に 3 つの意味合いが考えられる。(1)脆弱な国は、通貨の代替や、政策ツールの有効性の低下に直面する可能性があること、(2)債券市場の構造が変化し、金融仲介に依らない資金調達につながる可能性があること、(3)ステーブルコインの償還が殺到すれば、準備資産の売却を強いられる恐れがあること。潜在的なシステミック効果は、ステーブルコインが継続的に成長するかどうかに依存する。

流動性が高い中でも、世界の外国為替市場は、マクロ金融の不確実性の高まりに対して、依然、脆弱な状況である。第 2 章で示すように、こうした時期に安全資産への逃避や、ヘッジ需要が増えた場合、外貨調達コストが上昇し、外国為替市場の流動性が損なわれる可能性がある。これはビッド・アスク・スプレッドの拡大や、為替リターンのボラティリティの増大に反映される(図 ES. 9)。こうした圧力は、大幅な通貨のミスマッチや、ディーラーの集中、NBFI の参入拡大など、外国為替市場の構造的な脆弱性によって悪化する可能性がある。外国為替市場の緊張は、他の資産クラスにも波及しうる。そうなれば、金融環境が広範囲にタイト化し、マクロ金融の安定性にリスクをもたらす恐れがある。また、外国為替取引の拡大によって、決済リスク(当事者の一方が売渡通貨を支払ったものの、取引相手から買入通貨を受け取ることができない可能性)も高まっている。テクニカルな障害やサイバー攻撃など、外国為替市場のインフラに対する業務執行上のリスクは、市場機能度にとって一層の脅威となる。

政策提言

マクロ経済の安定性は金融の安定性にとって極めて重要である。関税を課され需要の弱さに直面する国では、政策金利の段階的な引き下げが適切となりうる。物価上昇率が依然として目標値を上回っている国では、中央銀行は、いかなる金融緩和も慎重に見極め、物価安定へのコミットメントを維持する必要がある。こうした慎重なアプローチは、リスク資産のバリュエーションに対するさらなる圧力を和らげる上でも役立つ。中央銀行が政策運営上、独立性を保つことは、インフレ期待を安定化させ、中央銀行が自らのマンデートを達成できるようにする上で引き続き重要である。

赤字を削減するための早急な財政調整は、ソブリン債市場の頑健性を守る上で欠かせない。多くの国で、債務水準が高く、かつ財政調整が遅れる状況となれば、政府の借り入れコストがさらに上昇する可能性があり、ソブリンリスクを軽減するための、より意欲的な財政措置の必要性が浮き彫りになってくる。カウンターパーティリスクを低減するために現物債券とレポ取引の中央清算を拡大することや、バランスシートの効率性を高めること、透明性を高めることなど、市場構造の改善も債券市場の頑健性を向上しうる。こうした市場を支えるためには、常設の流動性ファシリティが不可欠である。

ここ数か月、米ドル安を背景に、新興国市場が直面する外的な逆風が和らいだものの、こうした国々は依然、投資家心理の変化に左右されやすい。新興国市場は、インフレ期待の上昇や、為替レートや資本フローのボラティリティの急騰といった、脆弱性の兆候が見られる場合には、財政・金融政策における必要な調整の進展を損なわないことを条件に、IMF の「統合的な政策枠組み」に沿って、為替介入やマクロプルーデンス政策、資本フロー管理を採用すべきである。債務負担能力を高めるためには、国内の貯蓄の拡大や、財政・金融制度の信頼性の強化など、マクロ経済のファンダメンタルズを向上して現地債券市場のさらなる発展を図ることが不可欠である。新興国市場の債券市場の厚みを増やすための他の政策としては、債券発行の予見可能性と透明性の向上、効率的なレポ市場と短期金融市場の開発、プライマリーディーラーの枠組みの強化、投資家層の多様化などがある。

IMF の「グローバルストレステスト」は、脆弱な銀行に起因するリスクに対処するため、自己資本を強化することの重要性を浮き彫りにする。経済の不確実性が高い時期には、十分な資本と流動性の水準を確保するために、国際的に合意された基準(特にバーゼル III)の採用が最も重要となる。規制は、銀行部門の全体的な頑健性や国際的な最低基準を損なわない範囲で、過度の複雑さを見直すことによって、その有効性を確保するべきである。各国当局は、脆弱な銀行に起因する潜在的な金融安定性のリスクから銀行部門を守るために、金融部門のセーフティネットを強化すべきである。具体的には、緊急流動性支援の枠組みを確立し、銀行が中央銀行の資金供給に迅速にアクセスできるようにすること、また、システミックな混乱や納税者の損失なしにショックに対処するための再建・破綻処理の枠組みを前進させることなどである。

NBFI やステーブルコイン等のデジタル資産を効果的に規制監督するためには、クロスボーダーのものも含め、データの収集、調整、分析を改善することが求められる。投資ファンドにおける流動性ミスマッチに対処するためには、流動性管理ツールの利用可能性と有用性をさらに改善・拡充することが鍵となる。ステーブルコインなどの暗号資産が、マクロ経済や金融の安定性にもたらしうるリスクに対処するために、政策当局者は、効果的なリスク管理の枠組みを確立し、資金洗浄・テロ資金供与対策を徹底し、関係当局が必要な権限を有して互いに効果的に協力できるようにすることなど、金融安定理事会のハイレベル会合の提言を実施すべきである。

外国為替市場のストレスから生じる金融安定性リスクに対処するために、政策当局者は、根本的な脆弱性との相互作用を捉える体系的な外国為替流動性ストレステストなど、サーベイランスを強化すべきである。外国為替に関するデータギャップを縮小し、金融機関における資本・流動性バッファが十分であるようにし、強固な危機管理の枠組みで補完されていることを確保することが不可欠である。外貨準備バッファを十分に蓄え、中央銀行のスワップラインのネットワークを拡充するなどして、国際金融セーフティネットを強化することは、外国為替市場のボラティリティを緩和することに役立つだろう。こうした取り組みは、IMF の「統合的な政策枠組み」に沿ったマクロ経済政策ミックスによって、より有効になるだろう。主要な外国為替市場参加者の業務執行面での頑健性を強化し(サイバーリスク対策など)、多通貨同時決済(PvP)の取極の広範な利用を促進することで、決済リスクを一層低減することができるだろう。

報告書全文は、こちらの英語版をご参照ください。

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2025/10/14/global-financial-stability-report-october-2025>