

国際金融安定性報告書

要旨

ウクライナでの戦争の結果、国際金融環境は顕著にタイト化し経済見通しの下振れリスクも高まっている（図1）。ロシアとのつながりが強い東欧や中東諸国でこのタイト化が強く見られ、株価が下落し資金調達コストが上昇している。世界各国が徐々にパンデミックを押さえ込みはじめ、新型コロナウイルス感染症の影響から世界経済がまさに脱しつつある中で、このタイト化と下方リスクの拡大が起きている。

今のところ金融機関や金融市場が大きく影響されるようなシステミックな問題は起きていないが、いくつかの面で金融不安定化リスクの拡大が見られる。戦争の激化とそれに伴う制裁の強化をきっかけにリスクプレミアムが急騰し、これがパンデミックの中で蓄積した脆弱性を表面化させ、あるいはこれと相互に作用し、資産価格の急落につながる恐れがある。

既存のインフレ圧力に一次産品価格の急騰の影響も加わり、また世界経済の不確実性が増大している中で、中央銀行としては記録的な物価上昇を押さえ込むと共にパンデミック後の経済回復を維持するという、困難なトレードオフに直面している（図2）。物価上昇を目標値まで低下させインフレ期待の上放れを回避するためにはデリケートな政策運営を必要とする。すなわち、金融環境が急激にタイト化し金融面での脆弱性との相互作用を通じ経済を失速させるような状況を避けつつ、緩和策の解除を図っていく必要がある。足下の物価関連のデータを見ると、多くの国でより強力な金融の引き締めが必要であると思われる。

インフレ見通しへの不安から先進国の名目国債利回りは年初めに上昇していたが、ロシアの侵攻後さらに上昇し、利回りのボラティリティーも増加している（図3）。一次産品価格の急騰を受け、ブレイクイーブンインフレ率（物価連動国債の市場価格から推定される期待将来インフレ率）も大きく上昇している。

ロシアのウクライナ侵攻とこれに対抗した制裁措置の影響は世界的にさまざまな経路を通じて拡大・増幅しており、金融システムがこれにどう耐えるかが課題である。銀行やノンバンクの直接的・間接的エクスポージャー、商品市場の混乱と市場におけるカウンターパーティー・リスクの拡大、流動性の低下と資金調達の困難化、新興国における仮想資産の利用拡大、およびサイバーリスクの顕現化など、さまざまな経路が考えられる。

ロシアとウクライナに対し直接、間接にエクスポージャーを有する金融仲介機関、非金融部門の企業、および市場は既に影響を被っている。地域別ではヨーロッパが抱えるリスクが大きく、これは地理的に隣接していること、ロシアへのエネルギー依存度が高いこと、銀行・その他金融機関の資産保有や市場を通じた対露エクスポージャーが無視できない規模であること、等による。

欧州の一部の小規模銀行を除けば、銀行部門の直接的な対露エクスポージャーの額は比較的小さい（図4）。銀行のロシアに対する間接的なエクスポージャーに関する情報は少なく（特に銀行間の相互連関の構造）、国ごとや業務ごとの詳細かつ統一した形での開示情報がない中では、それを特定し定量的に評価することは難しい。外国ノンバンク金融仲介機関（NBFI）はロシア資産に相当量投資しており、米国と欧州の投資ファンドがその大宗を占めているものの、総資産対比で見ればロシア資産の割合は小さい。

新興市場国に特化したファンドは、2014年のクリミア占領以降はロシア債券の保有を減らしており、2014年前には10%超だった保有比率が2022年には4%をわずかに超える水準にまで低下している。グローバルなインデックス投資を行っているファンドの対露エクスポージャーはさらに小さく、2022年では平均して総資産の0.2%にとどまっている。

商品市場や国際的なサプライチェーンの大きな混乱により商品価格の大幅な変動がおきており、商品貿易ファイナンスとデリバティブ市場での圧力もこれを助長している（図5）。商品市場でディーラー業務を行う銀行は市場において中核的な役割を担うと共に大きなエクスポージャーを抱えている。

こうした銀行は国際的に活動する少数の大規模なエネルギートレーディング会社に対し与信と流動性を供給しているが、こうした会社は概ね当局の規制の対象ではなく、大半が非公開企業である。商品市場での圧力は市場の流動性の低さとも相俟って、リスク選好の低下とカウンターパーティーリスクに関する懸念の上昇につながっており、資金調達面への影響も出ている。

新興およびフロンティア市場国は資金調達環境のタイト化と資本流出リスクの増大に直面している。ウクライナでの戦争勃発以降、新興市場の外貨建て債の利回りは、過去の新興国市場のストレス時に見られたのと同じようなペースで急速に上昇したが、3月中旬以降は若干戻っている（図6）。債券価格がデフォルトレベルに低下している発行体は全体の25%近くに達しており、パンデミック前のピーク時を凌駕している（図7）。スプレッドの拡大と米国の金利上昇の結果、多くの新興国の借入金利はパンデミック前に比べ大幅に上昇している。しかし、こうした高金利を甘受すれば資金調達自体は可能な市場状況にある。現地通貨建て債券や現地株式も資金流出圧力にさらされており、週次データでは2020年3月末最大規模の償還が記録された。米国における金融政策の正常化と地政学的な不確実性の増大に伴う対外資金調達環境の悪化により、新興国へのポートフォリオ投資の下振れリスクが増大すると見込まれる（図8）。

中国ではハイテク関連を中心とした株価の下落、および新型コロナ感染件数の増加に伴う経済成長の低下が懸念されており、これがほかの新興市場国に波及することも心配される。低迷する不動産業界が圧迫され続けていることから金融不安定化のリスクが高まり、成長圧力が増大した。パンデミックによって生じたバランスシートの圧迫を和らげるために異例の資金支援策が必要となるかもしれないが、これは中期的には債務返済能力の脆弱性悪化につながるることとなる。

新興市場国における政府と銀行部門の連関は過去2年でさらに深まった。これはパンデミックの影響を緩和するための財政資金の確保をもっぱら国内銀行に頼ったためである（第2章参照）。国内銀行による自国国債保有は2021年には歴史的な高水準を記録した（図9）。新興国の経済状況が悪化すると、さまざまな経路を通じて政府と銀行部門の間での悪循環を増幅させ（いわゆる政府と銀行の相互連関）、銀行の財務状況の悪化と経済への資金供給の低下をもたらす恐れがある。

ウクライナでの戦争に伴い、向こう数年間で対処しなければならない中期の構造的課題が浮き彫りとなった。具体的には、エネルギー安全保障の地政学的要素により脱炭素への移行がリスクにさらされる恐れ、国際資本市場が分断化され米ドルの地位にも影響する恐れ、決済システムが分断化され中央銀行デジタル通貨のブロック化が生じる恐れ、新興市場国における暗号資産の利用が広範化する恐れ、制裁措置を回避するために複雑で個別対応的な資産配分が普及する恐れ、などの課題である。

炭素集約的なエネルギーへの依存を引き下げ、再生可能エネルギーへの転換を加速することの緊要性が戦争で明らかになった。エネルギー安全保障とエネルギー資源調達への不安が増大し、ここしばらくエネルギーの移行戦略が後退する可能性がある。現下のエネルギー危機によって、新興国と途上国における化石燃料関係の補助金を削減・廃止するペースが落ちる可能性があり、また政府は家計や企業に対するインフレの影響緩和のために補助金などを通じ財政的な支援を迫られるかもしれない。

ロシアに対する制裁発動とロシアとウクライナに対する資本規制の導入を機に、一部新興市場通貨と暗号資産間との取引量が急増した。このような形の国際的取引はすでに趨勢的な増加を示していたところであり、資本取引規制や制裁の実効性を確保する必要性を改めて示している。

金融における技術革新（フィンテック）は、競争の強化、金融の発展、金融包摂の強化を通じ、包摂的な成長の実現に寄与する（第3章）。しかしながら、フィンテック企業への規制が不十分な場合には、リスクの高い業務分野が急拡大することで金融安定性維持への懸念材料となる（図11）。

政策提言

中央銀行にあっては、インフレ上昇圧力が常態化しインフレ期待が上放れすることを防ぐために、断固たる措置を取るべきである。金融市場のボラティリティを不要に上昇させないためには、先進国の中央銀行は、データに基づいた政策判断を維持しつつ、金融政策の正常化のプロセスに関する明確なガイダンスを発するべきである。

新興市場国は依然として、世界的な金融環境の急激なタイト化に対して脆弱である。すでに多くの中央銀行は引き締め策を講じている。各国ごとのインフレ状況や経済の見通しに応じ、インフレ期待を低位で安定化させ金融政策の信認を維持するために、必要に応じ金利の追加的な引き上げや、パンデミック下で取られた（資産購入などの）施策の正常化を進めるべきである。

金融環境の無秩序なタイト化を避けつつ、局所的に存在する脆弱性の高い状況に対応するために、マクロプルーデンス措置を適切に強化すべきである。経済の見通しが不透明な中で金融政策の正常化が進行していることとパンデミックの影響で財政政策の発動余力が低下していることに鑑みると、脆弱性の蓄積を抑えつつプロシクリカルなタイト化を避けるよう、バランスを取った政策を実施することが重要であると思われる。

各国当局は、エネルギー安全保障の観点にも留意しつつ、2021 年のネットゼロ目標に向けた国連気候変動会議（COP26）のロードマップを実現する努力を強化すべきである。化石燃料代替や再生エネルギーの利用促進と価格低下、ならびにエネルギー効率の改善につながる措置を講じるべきである。また、グリーン経済への転換を促す民間金融をスケールアップさせ、気候ファイナンスのための情報基盤の整備に引き続き注力すべきである。

政策当局は暗号資産に関し、その利用状況やリスクの程度に対応した国際的で包括的なスタンダードを策定すべきである。その利益を享受しつつ生じるリスクを緩和するため、フィンテック企業や分散ファイナンス（DeFi）のプラットフォーム に対する監視体制を強化すべきである。暗号資産の利用が拡大している環境下で資本フローの管理策の有効性を維持するために、さまざまな施策を動員した政策対応が必要である。最近の商品市場価格のボラティリティーの高止まりに対して取られた各種措置は、監督当局が、取引所のガバナンス体制や取引システムのリスク耐性、リスクの集中、証拠金の設定、取引所や店頭（OTC）市場における取引の透明性など、より広範な視点から対応を検討する必要性を示した。

レポート全文（英語版）は下記のリンクから参照ください。
<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>

第2章

国際金融安定性報告書

新興市場国におけるソブリンと銀行の連関：リスクを伴う関係

新型コロナウイルスのパンデミックを通して、新興市場国の銀行部門が保有する自国ソブリン債の額が急速に増加した。その額は平均すると総資産の2割と、規制資本の2倍に相当する。国債保有の増加により銀行部門と政府の相互依存関係、いわゆる「ソブリンと銀行の連関」が強まっている。

ロシアのウクライナ侵攻により国際的な金融環境がタイト化し地政学的な緊張が高まる中、新興市場国ではパンデミック前のトレンドとの対比でみた経済成長見通しは先進国に比べ弱めとなっている。また、財政余力が乏しく、政府債務の借換えリスクも高い状況にあり、特に厳しい状況にある。多くの新興国で公的債務は歴史的な高水準にあり、信用格付け見通しも悪化している。こうした状況で政府と銀行の連関が強まれば、大きなショックが生じた際にマクロの金融安定性が脅かされる恐れがある。

本章では、世界の新興市場54か国のデータを用い、政府と銀行部門の財務健全性が相互に影響を及ぼす主要な3つの経路を検証した。即ち、銀行部門が自国国債を保有することに伴う政府へのエクスポージャー（エクスポージャー経路）、政府の銀行に対する明示的あるいは暗黙の保証（セーフティーネット経路）、および实体经济を通じた両者の間接的な連関（マクロ経済経路）である。政府あるいは銀行部門のどちらかが大きなショックを受けた場合、これらの経路を通じた相互作用によって両部門における脆弱性を高め、負のフィードバック効果が発生しうる。

本章の分析によれば、ソブリンリスクの高まりは銀行のバランスシートの悪化と貸出意欲の低下をもたらす。この傾向は銀行部門の自己資本が相対的に劣後する国や、財政状況がより脆弱な国でより顕著に見られる。財政状況の深刻化によって銀行部門を支援する政府の能力が低下したとの見方が広まると、投資家の信認が低下し銀行の経営状況も悪化しうる。そうなれば、本来ならばより多くの明示的あるいは暗黙の政府保証に支えられている銀行が、よりリスクの高い行動を取るようになりかねない。

財政状況の深刻化により非金融部門の企業もリスクにさらされる可能性がある。本章の分析によれば、国債格付けの低下は当該国の企業の投資や資金調達にも悪影響を与える。このような影響は、企業格付けが国債格付けに連動するカントリーシーリングが適用される企業について特に顕著で、こうした企業が多数を占める国では銀行の貸し出しポートフォリオの信用力低下につながりうる。

本章の分析は、新興国において、政策担当者が自国への負のショックに対応する際に複雑な政策上のトレードオフに直面することを示している。政策対応は各国が置かれた状況に応じて異なり得るものである。財政余力が乏しく借入に制約が生じている国では、財政支出の効率性を高めかつ対象を絞ることで経済の回復を支えると共に、財政の強靱性を確立するため、財政政策を信認度が高く持続可能な中期的財政計画のもとに位置付ける必要がある。また、銀行の損失吸収能力を維持するため、必要に応じ株主配分を制限すべきである。銀行に対するストレステストを実施する際には、政府と銀行部門の連関の各種経路を反映する形でシナリオを策定すべきである。

経済回復が軌道に乗り、パンデミック対応のための金融部門への支援が終結した暁には、銀行による国債の過剰保有の誘因を減らすことを検討すべきであり、例えば、一定量以上の国債保有に対する追加的な資本賦課を求めることも考えられる。より一般的には、ソブリンリスクの銀行部門へ

の集中の可能性を抑制するために、国内機関投資家層の分散を図り、資本市場を発展・深化させることも重要である。

ソブリンと銀行の連関リスクは新興市場国特有のものではなく、過去には先進国でも見られた現象であることから、バーゼル銀行監督委員会において、リスクを意識した監督規制手法を反映する国際標準の策定を再開することを検討しても良い。まず第一歩として、市場規律が働きやすいよう、銀行は政府に対するエクスポージャーのうち重大なものについてデータを開示すべきである。

レポート全文（英語版）は下記のリンクから参照ください。
<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>

第 3 章

国際金融安定性報告書

フィンテックの急拡大：脆弱性と金融安定性維持の課題

フィンテック（金融業務における技術革新）はコストや摩擦を低減し、効率性と競争を促し、金融サービスへのアクセスを広げる可能性を有する。本章はフィンテック企業の急速な拡大に伴う脆弱性や金融安定性への影響について検討している。規制が不十分な中でフィンテック企業がリスクの高い事業分野での活動を急拡大させる結果、システミックリスクが生じ、金融安定性に悪影響を及ぼす可能性がある。本章では中核的な銀行業務に参入したフィンテック企業について 3 つのケーススタディを行った。

第 1 のケーススタディはデジタル銀行（「ネオバンク」とも称される）に関するもので、いくつかの脆弱性が確認された。（1）リテール融資の組成において適切な貸し倒れ引き当てを積まず、信用リスクのプライシングが不十分で過大なリスクを取っていること、（2）証券投資ポートフォリオにおいて過大なリスクを取っていること、（3）流動性リスクの管理が不十分なこと、が認められた。フィンテック企業は自ら高いリスクを負うだけにとどまらず、伝統的な銀行への圧力となる。第 2 のケーススタディでは、米国住宅ローン市場でフィンテック企業が競合する伝統的な銀行の収益性を低下させる圧力を加えていることが示された。

分散型金融（decentralized finance=DeFi）は仮想資産をベースとした金融仲介の一形態である。技術革新を新たな段階に進化させたことからここ 2 年間で急激に拡大しており、効率性の向上と投資機会の拡大をもたらすことが期待されている。第 3 のケーススタディでは DeFi と伝統的な金融仲介機関の関連が強まっていることが明らかになった。DeFi は市場の規模としてはまださほど大きくないが、規制の枠外にあり、法的な不透明性も相俟って市場リスク、流動性リスク、サイバーリスクの源泉となっている。

本章は、フィンテック企業と既存金融機関双方を対象とした各々の部門の規模に相応する政策が必要であることを示している。ネオバンクに対しては抱えているリスクに応じた資本、流動性およびオペレーショナルリスクに関するより強い規制が望ましい。伝統的な金融機関に関しては、技術的に劣化した金融機関が既存のビジネスモデルを長期的に維持することが難しいと思われるため、これらの金融機関のプルーデンス監督は健全性に重点を置くことが必要となるとみられる。

DeFi を統御する中心的な主体がないことが、効果的な規制監督の障害となっている。ステーブルコインの発行体や仮想通貨の交換所など、仮想通貨のエコシステムで DeFi を支える主体を重点的に規制すべきである。また、業界の行動規範や自主規制機関による監視などを通じ、DeFi のプラットフォームのガバナンスの仕組みを向上させることを当局は慫慂すべきである。自主規制機関は規制監督制度構築に向けた効果的な道筋となりうる。

レポート全文（英語版）は下記のリンクから参照ください。

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/04/19/global-financial-stability-report-april-2022>