

国際金融安定性報告書

要旨

世界経済は根強いインフレ圧力に直面しており、われわれは数十年ぶりの高インフレと闘っている。世界金融危機以降、インフレ圧力が抑制されていた時期が続いていた。長年にわたり金利は極めて低く、投資家にとってボラティリティが低い環境が当たり前となった。金融環境の緩和は経済成長を促したが、金融の脆弱性も高まった。インフレ率が数十年ぶりの高水準となった現在、先進国の金融当局は政策正常化のペースを加速している。インフレ率の上昇と通貨安圧力の高まりを背景に、新興国市場の政策当局者は、地域によって程度は大きく異なるものの、政策を継続的に引き締めている。国際金融環境は今年、著しく引き締まり、これを受けマクロ経済のファンダメンタルズが弱い新興市場国やフロンティア市場国の多くで資本流出が見られる。経済・地政学的な不確実性が高まる中、投資家のリスク選考度は9月に大幅に低下した。状況はここ数週間で悪化しており、システムックリスクの主要な指標となるドルの調達コストやカウンターパーティの信用スプレッドなどが上昇した。金融環境が無秩序に引き締まるリスクがあり、長年にわたり積み重なった脆弱性により変動がさらに高まる恐れがある。国際金融安定性報告書では、多くの政策当局者や市場参加者にとって未知の世界である現在のマクロ金融環境における世界金融の安定性に対するリスクに焦点を当てる。

世界経済の見通しは、2022年4月版の*世界金融安定報告書* (GFSR) 以降、大幅に悪化している。インフレ圧力が予想以上に高いことや新型コロナウイルスの感染拡大とロックダウンを背景に中国経済が予想よりも減速していること、ロシアのウクライナ侵攻の影響がさらに波及していることなど、多くの下振れリスクが顕在化している。その結果、世界経済がますます減速している。

先行き不透明感が非常に高く、高インフレが続く中、中央銀行は物価安定を取り戻すために政策の正常化を進めている。世界の金融環境は大半の地域で、2022年4月のGFSR以降、ほとんどの地域で引き締まっている(図1)。これは金融引き締め政策が意図した結果であるが、4月以降の先行き不透明感の高まりも反映している。一方、政策当局者が経済見通しの悪化と不動産部門の逼迫を相殺するために追加の支援を提供している中国では、金融環境がいくぶん緩和した。

2022年4月のGFSR以降、世界の金融安定性リスクは高まっており、リスクバランスは下振れ方向に大きく偏っている。予想GDP成長率の分布をみると、悲観的な見通しのレンジは過去40年間の成長率実績の下位五分の一の中に収まっている(図2)。国営およびノンバンクの金融機関では金融の脆弱性が高まっており、いくつかの主要な資産クラスで市場の流動性が悪化している。

経済・政策の先行き不透明感の高まりを反映して、金利やリスク資産の価格は4月以降、極めて不安定に推移している。中央銀行が高インフレに対処するために政策金利の引き上げペースを加速せざるを得ないとの懸念から、リスク資産は6月を通して急激に売られた。新興国市場の資産は大きな損失を被り、高利回り新興国債のソブリンスプ

レッドは2020年3月以来の高水準に迫った(図3)。暗号資産市場もまた、ボラティリティが高まった。価格の乱高下により、いくつかのリスクが高い分野が崩壊し、閉鎖した暗号資産ファンドもある。

年半ば、景気後退の懸念が高まる中、金融政策の正常化サイクルが以前の予想よりも早く終わるという期待からリスク資産が反発した。しかし、主要中央銀行がインフレと闘い、物価安定の義務を果たす決意を強く再確認したため、リスク資産価格は反落し、当初よりもさらに落ち込んだ。

インフレの道筋に関する投資家間の意見の相違は、より顕著になっているようだ。投資家の予測を見るとユーロ圏では、インフレ率に関する予想が両極化している。これは経済成長率が鈍化するとの懸念の高まりを反映しているとみられる(図4)。今後数か月以内に急速かつ無秩序にリスクプレミアムが見直された場合、既存の脆弱性や市場流動性の低迷との相互作用の結果、リスクのリプライシングが増幅する可能性がある。

市場の流動性指標は資産クラス全体で低下が見られ、一般的に流動性の高い市場や、標準化された金融商品、取引所上場商品でも流動性が低下している。米国債のビッド・アスク・スプレッドは大幅に拡大し、市場の厚みは急激に低下し、流動性プレミアムは拡大している(図5)。

欧州の金融市場は、2022年4月版のGFSR以降ストレスが高まっている。天然ガス不足を背景とした景気後退への懸念の高まりとユーロ圏の分断リスクの再燃を受け、資産が売られ価格は低下した。しかし、欧州中央銀行(ECB)がユーロ圏の分断化に対処するための新しいツールである伝達保護措置(TPI)を発表した後、南欧各国の国債利回りドイツ国債利回りのスプレッドが縮まった。英国では、債務で賄う減税政策や、エネルギー価格の高騰に対処するための財政政策が発表されたことを受け、財政やインフレの見通しに関する投資家の懸念が高まり、市場心理の重しとなっている。英ポンドが急激に下落し、ソブリン債価格も大幅に下がった。ポンド市場の混乱が英国の金融安定性に大きなリスクを及ぼす事態を避けるためにイングランド銀行(中央銀行)は、金融安定性を確保するという使命を果たすべく、英国の長期国債を一時的に、そして的を絞った形で購入することを9月28日に発表した。

新興国市場やフロンティア市場の中央銀行も継続的に金融政策を引き締めている。しかし、地域差は依然として大きく、一部の国ではインフレ圧力に対応して政策金利を早期かつより積極的に引き上げている。現地通貨建て債券市場の状況は、マクロ経済の先行きに対する懸念や債務水準の上昇を反映して、大幅に悪化している。ソブリン債のタームプレミアムは、特に中欧・東欧で急速に拡大した。

新興国市場は、高い対外借入コスト、根強い高インフレ率、不安定な一次産品市場、世界経済の先行き不透明感、先進国における政策引き締め圧力など、多くのリスクに直面している。特にフロンティア市場では、金融環境のタイト化、ファンダメンタルズの悪化、乱高下する一次産品価格への高いエクスポージャーなど、さまざまな要因が組み合わさって深刻な圧力に直面している。政府債務にかかる利払いは増加し続けており、足下の流動性圧力を高めている。ファンダメンタルズが弱く投資家のリスク選好が低い環境が続くことで、デフォルトにつながる可能性がある。しかし、投資家はこれまでの

ところ新興市場国を国毎に区別してみており、規模が大きい新興市場国の多くは外部環境の悪化に対してより強靱であるようだ。非居住者のポートフォリオフローは、今年上半年期に大規模な流出が見られた後、安定化の兆しも見られるが、依然弱含みである（図 6）。外貨建てソブリン債の発行は急激に縮小している。市場アクセスが改善されなければ、多くのフロンティア市場の発行体は、代替の資金調達源を開拓するか債務の返済期限延長・再編を模索しなければならない。

厳しいマクロ経済環境は、世界の企業部門にも圧力を与えている。信用スプレッドは 4 月以降、さまざまな部門に渡り大幅に拡大している。大企業では、コスト上昇により利益率が縮小している。また、景気後退の可能性に対する懸念から世界的に利益見通しの下方修正が加速している。中小企業は、主要先進国で既に倒産が増加し始めている。こうした企業では借入コストの上昇や財政支援の縮小の影響が大きい。レバレッジドファイナンス市場に依存している企業は、成長が困難な中、融資条件の悪化と貸出基準の厳格化に直面している。これらの企業は景気後退時に信用を維持出来るかが試されることになり、より広範なマクロ経済に波及を及ぼす可能性がある。

中央銀行が積極的に金融政策を引き締めるにつれて、借入コストの高騰と貸出基準の厳格化が進み、長年にわたる価格上昇を受けた資産価値の過大評価と相まって、住宅市場に悪影響を及ぼす可能性がある。最悪のシナリオでは、家計の住宅取得能力の低下と経済の先行き悪化によって、実質住宅価格の低下が大幅になる可能性がある（図 7）。

中国では、新型コロナのロックダウン中に住宅販売が急激に落ち込んだことで不動産開発業者の流動性が逼迫し、不動産部門が一段と低迷した。これを背景により広範な経済各部門における支払能力への懸念が高まっている。不動産開発業者の破綻は銀行部門に波及し、資本バッファが低く不動産関連の資産が集中しているリスクが高い脆弱な小規模銀行や国内のシステム上重要な銀行が、影響を受ける可能性がある（図 8）。

世界の銀行部門は、資本比率が高いことや十分な流動性バッファがあることで、強靱性が高い。しかし、IMF の大手グローバル銀行のストレステストによると、金融環境が急激かつ大幅に引き締まる結果、高インフレの中で 2023 年に世界経済が景気後退に陥るシナリオでは、新興国市場の銀行の最大 29% が自己資本要件を達せなくなる。先進国経済では大半の銀行が健全性を維持することができる。資本不足を解消し資本バッファを再構築するために必要な資金は 2,000 億ドルを超える（図 9）。

第 2 章で概説したように、新興市場国と発展途上国は、温室効果ガスの排出量を削減し、気候変動による物理的な変化に適応するために、今後数年間で多額の気候ファイナンスを必要とする。サステナブルファイナンスは急速に拡大したが、新興市場国と発展途上国は依然として不利な立場にある。民間の気候ファイナンスを大幅にスケールアップするには、気候関連支援政策（効果的なカーボンプライシングなど）の欠如や、気候に関する情報アーキテクチャが依然弱いこと（図 10）など、大きな課題がある。

オープンエンド型投資ファンドは金融市場においてますます重要な役割を果たしている。しかし、その資産と負債の流動性ミスマッチは、金融安定性の懸念事項となる。第 3 章で述べているように、日次で償還ができ、流動性の低い資産をもつオープンエンド型投資ファンドは、投資家による償還殺到と資産の投げ売りが起きる可能性を高めるこ

とで資産価格の脆弱性の主な要因となり得る（図 11）。オープンエンド型投資ファンドの脆弱性は国境を超えて波及する可能性があり、国内金融環境全体のタイト化につながり、マクロ金融の安定性に対する潜在的なリスクを生み出すかもしれない。

政策提言

中央銀行は、現状のインフレ圧力が定着しないようにし、信頼性を損なうようなインフレ期待の不安定化を回避しながら、インフレを目標に戻すために断固として行動しなければならない。先行き不透明感は見通しを曇らせており、政策当局者は、金融政策の将来の道筋について明確かつ詳細なガイダンスを提供しづらい状況だ。それでも、金融当局の政策反応関数や、義務付けられた目標を達成するための揺るぎないコミットメント、そして政策をさらに正常化する必要性についての明確なコミュニケーションは、信頼性を維持し、不当なボラティリティを避けるために不可欠である。

IMF の統合的な政策枠組み（IPF）の下、世界的な引き締めサイクルに対処している一部の新興市場国は、適切な場合において、金融安定性リスクを軽減し、適切な金融政策の伝達を維持するために、ターゲットを絞った外国為替介入や、資本フロー対策、および/または為替レート調整を円滑にするためのその他の対策を組み合わせることを検討できよう。

債務がある発展途上国およびフロンティア市場の政府は、債権者との早期接触や、多国間協力、国際社会からの支援などを通して、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るべきである。最近のショックを受け、信頼性のある中期財政再建計画を策定することは、借り入れコストおよび借り換えコストを抑え、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。

政策当局は、金融の脆弱性が一段と蓄積することを回避するべきだ。国固有の状況と短期的な経済的課題を考慮しながら、脆弱性が集中する分野に取り組むべく、選択的にマクロプルーデンス政策を適切に運用すべきだ。経済の先行き不透明感と目下の政策正常化プロセスを踏まえると、脆弱性の高まりを抑えることと、プロシクリカリティおよび金融環境の無秩序なタイト化を回避することのバランスを取ることが重要である。

ショックが増幅する可能性を回避するために、市場の流動性リスクを軽減するための政策を導入することは非常に重要である。監督当局は、取引インフラの頑健性を監視し、市場の透明性を促すべきである。さらに、取引に関するデータの入手を改善することは流動性リスクをタイムリーに評価する上で役立つ。ノンバンク金融機関の重要性が高まっていることを踏まえると、ノンバンクの相手方となる金融機関は、日中の取引とレバレッジエクスポージャーを注意深く監視し、流動性リスク管理対策を強化し、透明性とデータの可用性を高める必要がある。

民間の気候ファイナンスをスケールアップするには、民間投資家を惹きつけ、民間投資を活用し、リスク吸収能力を強化するための新たな資金調達ツールの活用と国際開発金融機関の関与が重要となる。株式による資金調達の割合を上げることと、国際開発金融機関による気候ファイナンスのための資金を増やすことは、各国がこうした目標を達成する上で一役買う。IMF は、金融安定性リスク評価の実施や、新たな創設した強靱

性・持続可能性トラスト（RST）を通じた融資、データギャップの解消と情報開示の提唱を通じて、加盟国が気候変動の課題に取り組むことを助けられる。

オープンエンド型投資ファンドに関連する脆弱性とリスクを軽減するためには政策措置が必要なのは言うまでもない。スイングプライシングなどの価格ベースの流動性管理ツールは、資産価格の脆弱性を軽減するのに効果的だが、政策当局者はこうしたツールの導入について、さらなる指針を提示するべきだ。ファンドのポートフォリオの流動性レベルに応じて償還頻度を定めるなど、その他のツールも考えられる。政策当局者はまた、ファンドのリスク管理慣行についての監視強化や、脆弱性評価を改善するためのファンドからの追加開示、流動性の供給を増やすための方策も検討すべきである。

図表は下記リンク先の英語版要旨と報告全文中に掲載：

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>

世界の温室効果ガスの3分の2を排出する新興市場国および発展途上国の多くは、膨大な気候関連災害の影響を受けやすい。これらの国々は今後、排出削減を実現し気候変動の物理的な影響に適応するために多額の気候ファイナンスの調達が必要となる。

コロナ禍を経て政府予算が逼迫する中、新興国・途上国の資金調達環境はタイト化している。気候変動関連の目標を達成するためには民間資金の動員が鍵となる。カーボンプライシングを含む適切な気候関連政策を導入することは民間の気候ファイナンスを活性化するために不可欠である。即ち気候関連政策と気候ファイナンスは車の両輪であり、より良い政策が民間投資を促し、そうした投資が政策目標の達成に寄与するのである第2章では新興国・途上国における民間の気候ファイナンスをとりあげ、その規模拡大を実現するための課題と機会——なかでも主要な課題を乗り越えるための革新的な資金調達法——について検討する。

民間の気候ファイナンスを迅速かつ圧倒的に拡大する上での課題がいくつかある。低炭素のインフラおよびテクノロジー関連プロジェクトで投資対象として適格なものが少ない、実効性のあるカーボンプライシングが導入されていない、気候関連の情報基盤（タクソノミー、ディスクロージャー、データ）が十分整備されていない、ファイナンスの需要と供給元のマッチングが複雑である、などがあげられる。このため、サステナブル資産に対する需要は極めて旺盛だとされているにもかかわらず、新興国・途上国のESG（環境・社会・ガバナンス）投資は急速に拡大してきたが、気候問題への貢献は明らかでない。本章では、新興国・途上国においてESGスコアが全般的に低くESG資金の配分も少ないことから新興国・途上国がESG投資の恩恵を十分に受けられない状況が続いていることを提示する。

新興国の環境債ファンドなど、革新的な資金調達法はこうした課題を乗り越え、投資家層を広げることに寄与できる。サステナビリティ・リンク債など、成果連動の債務証券は重要な契約条項が適切に設定されるなら、新興国の発行体にとって魅力的なものとなるであろう。国際開発金融機関や開発関連の各金融組織は民間の気候ファイナンスを拡大する上で重要な役割を果たす。低所得国での気候関連プロジェクトを組成したり民間投資を活用するための新たな金融ツールを考案・実現したり、投資家層を拡大するためのリスク吸収メカニズムを提供するなど、様々な方法で貢献できる。これらの機関が出資比率を高めることと、リスク志向の向上および追加資金が合わさって、気候ファイナンスを拡大するにも重要な役割を果たしうる。なかでも、強靱性・持続可能性トラスト（RST）の役割は大きい。IMFは気候関連の情報基盤の強化と新興国・途上国におけるカーボンプライシングの導入を含む気候変動関連施策の策定と実施を支援できる。条件を満たす融資対象の新興国・途上国に対し、RST融資を通じて好条件の長期融資を提供し(公的お

よび)民間資金の動員を促進することで、気候変動に伴う長期的・構造的な課題への対応を支援することができる。また、RST を通じ規制環境を改善し気候変動に対処するためのインフラの強靱化を図ることで、投資環境を向上することも可能である。

図表は下記リンク先の英語版要旨と報告全文に掲載：

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>.

ストレス下の資産価格の脆弱 オープンエンド型ファンドの役割

世界金融危機以降、オープンエンド型ファンドの規模が著しく拡大した。純資産ベースでみて 2008 年比で 4 倍となり、2022 年第 1 四半期には 41 兆ドルに達した。これはノンバンク金融部門の総資産額のほぼ 5 分の 1 に当たる。

オープンエンド型ファンドは金融市場で重要な役割を果たす。しかし、日次で償還ができ、流動性の低い資産をもつものは、市場が負のショックにさらされた際に投資家による償還殺到と資産の投げ売りが生じ、負のショックを一段と増幅させる可能性があり、潜在的に金融安定の脅威になりうる。

こうした問題は、現下の状況において特に懸念されるべきものである。根強いインフレ圧力と経済見通しに関する不確実性が存在するなか、中央銀行は金融政策の正常化に舵を切っている。投資家のリスク回避度の急激な強まりや、無秩序な金融環境の引き締めは、これらのファンドから多額の償還を誘発させ、資産市場のストレスになりかねない。

第 3 章ではオープンエンド型ファンドがどの程度資産市場のボラティリティに寄与しているか、そしてより広範な金融市場にどのような含意をもつかについて分析している。本章の分析によれば、流動性が比較的低いファンドが保有する資産、とりわけ社債は、より「脆弱」であり、特に市場にストレスがかかっている時にリターンの変動が大きくなることが示された。2020 年 3 月の市況の混乱時に見られたようなファンドの流動性低下が起きると、債券リターンのボラティリティが 20%以上増大し得る。

さらに、先進国のオープンエンド型ファンドによる新興国の債券や株式に対する投資はここ十年で顕著に増加している。この結果、先進国の債券ファンドの流動性が低下すると他国に大きな波及効果が及び新興国の社債のリターンのボラティリティを拡大する可能性がある。

本章ではさらに、流動性が低いオープンエンド型ファンドによる資産価格への悪影響により国内の金融環境がタイト化し、投資家の買い戻し殺到と資産価格乱高下の悪循環をさらに強化してしまう恐れがあることを示している。

本章は、ファンドが適切な流動性管理手法を用いるよう、当局が監督すべきであることを示す。流動性の低いオープンエンド型ファンドの脆弱性や金融システムに対するリスクを緩和させる手法は様々なものが考案されているが、実効性のあるかたちでこれらの手法を導入している事例は不足している。

投資家による償還殺到のリスクを緩和することで脆弱性を抑える手法としてはスイング・プライシング（純資産価格に対する調整）や希薄化賦課手数料（購入解約時の手数料）があり、これらによりオープンエンド型ファンドが資産価格形成に及ぼす悪影響が和らぐ可能性がある。こうした政策手段の効果を強化するため、政策当局はその運用に関するガイドラインを示し、これらの手法が取引に伴う価格インパクトを十分に反映することや、導入方法やカリブレーション手法について必要な開示がなされるよう確実を期すべきである。

その他の流動性管理手法としては、償還の頻度に対応してファンドのポートフォリオの流動性を設定することで流動性ミスマッチに伴う脆弱性に直接対応することが考えられる。ファンドの流動性管理の実態についての規制監督当局によるモニタリング強化も検討されるべきである。

加えて、クロスボーダーな悪影響の波及を考えれば、投資受け入れ国側でもオープンエンド型ファンドがもたらす資本フローの変動に伴うシステミックなリスクを緩和

ストレス下の資産価格の脆弱 オープンエンド型ファンドの役割

するための適切な政策対応が必要である。これには、国内金融市場の深化に加え、マクロ経済政策、プルーデンス政策、資本フロー管理政策の活用、さらには IMF の組織見解に基づく勧告と整合した外国為替市場への介入が含まれる。

図表は下記リンク先の英語版要旨と報告全文中に掲載：

<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022>.