

## 要旨

ソフトランディング（軟着陸）となるか、急下降となるか

先進国の多くでコアインフレが高止まりし、低下が緩やかなものにとどまっている中、中央銀行は金融政策を、市場が現在織り込んでいるよりもタイト化し、それをより長く維持しておく必要があるかもしれない。新興市場国では、早期の利上げの効果が表れつつあり、インフレ抑制がより進展しているように見える。しかし、地域によって違いが見られる。インフレと経済の見通しに関する格差の拡大は、世界の金融政策の非同期化の始まりを示す可能性がある。

しかし一方で、デスインフレが着々と進み、景気後退が回避され、世界経済が「ソフトランディング（軟着陸）」するという楽観論のもとで、2023年4月の「国際金融安定性報告書（GFSR）」以降、資産価格は上昇している。実質長期金利の上昇を材料に株価は9月以降下がっているものの、先進国では金融環境が総じて緩和している（図 ES.1）。もう少し長いスパンで見ると、今年に入ってから、欧州と米国では株価がそれぞれ約10%と12%上昇しており、企業の信用スプレッドも今回の利上げサイクルが始まって以来ほぼ最低の水準で推移している。日本では、金融緩和政策の継続と企業の増益にも支えられて、株式のパフォーマンスが他の先進国を上回っている。チリやハンガリー、インド、メキシコ、ポーランドなどの新興市場国でも、顕著な株価上昇が見られたが、これは大半の主要新興市場国において今年上半期に見られた通貨高と整合する。インフレ見通しが予想外に上振れした場合、このソフトランディングのシナリオは危うくなり、資産価格が大幅に調整される可能性がある。

世界の銀行システムにおける極度のストレスは後退したものの、一部の国では脆弱な銀行がまだある。さらに、他の部門でも亀裂が生じ、憂慮すべき大きな断層に発展する可能性がある。金融環境が急激にタイト化する場合には、負のフィードバック・ループが発生し、国際金融システムの強靱性が再び試される。最も懸念すべきなのは、借り手の債務返済能力が低下し、信用の伸びが鈍化する中で世界の信用サイクルが反転し始めたことだ。そうした評価は、IMFのグロース・アット・リスク（Growth-at-Risk）指標に集約されており、4月の評価と同様に、世界経済の成長に対するリスクが下振れ方向に傾いていることを示している（図 ES.2）。期待されているソフトランディングが実現せず、投資家のリスク志向が低下し、金融環境が長期平均に向けてタイト化するシナリオにおいては、グロース・アット・リスク指標は成長率の分布がより一層下方に傾くと予測する。

## 脆弱性

この1年は、企業と家計が債務返済期間を延ばしたり、バランスシートと利払いのてこ入れを図るためにパンデミック中に蓄積された貯蓄を活用したりする中で、利上げの波及効果が薄められた可能性がある。しかし、そうした要因は返済の困難が増す傾向を食い止めるには十分ではないかもしれない。実際、企業が資金調達環境のタイト化に直面する中で、支払利息に対する現金の比率が低い企業、つまりバッファーが小さいより脆弱な企業の占める割合が新興市場国を含めてこの2年で再び拡大している（図 ES.3）。特に中小企業で再拡大の傾向が顕著である。同様に、住宅ローンの借り手も引き続き返済負担の増大に直面し、住宅投資の減速と住宅価格のさらなる低下をもたらすことになる。主要中央銀行による積極的な金融政策引き締めに伴い、世界の実質住宅価格は2022年終盤以降低下している。先進国では実質住宅価格が2023年第1四半期に8.4%低下したのに対して、新興市場国では低下幅はより小さく約2.4%であった。変動金利住宅ローンの割合が大きく、住宅価格がパンデミック前の平均を上回っている国では、住宅価格が2桁の低下を記録した。

## 国際金融安定性報告書

商業用不動産（CRE）の規模と集中、また、CRE とより広範な金融システムおよび実体経済との強いつながりを踏まえると、当該部門におけるストレスは金融安定性に重大な影響を及ぼす可能性がある。対GDP比で見たCRE関連債務は、欧州ではほぼ12%、米国では18%に達している。借り換えが必要なCRE部門の借り手にとって利用可能な資金調達源が限られてきつつある中で、資金調達ギャップが拡大するリスクに関する懸念が生じている。銀行が貸出基準の厳格化を報告しているほか、プライベート・エクイティによる資金調達活動は急激に鈍化しており（図ES.4）、商業用不動産担保証券の発行は低迷している。金利がより長期にわたり高止まりするという見通しは、資産評価の低下と相まって、CRE部門の借り換え環境を逼迫させ続けることになる。

中国では、経済の勢いが弱まっていることと不動産部門の不況の深刻化、地方政府の資金調達が困難化していることが市場心理に重くのしかかっている。株価が急落する中で、人民元は顕著な下方圧力に直面している。デフレーション圧力が高まっており、中国人民銀行は政策金利の引き下げを促され、金融政策を緩和している数少ない中央銀行のひとつとなっている。しかし、そうした緩和や発表されている他の刺激策は、依然として、企業や消費者、そして重要な要素である住宅購入者の信頼を回復するには至っていない。より強靱な民間の不動産デベロッパーや、あるいは国有デベロッパーですらも、この数か月間に住宅販売数の大幅な減少に見舞われており（図ES.5）、大手の民間デベロッパー1社は8月に期日を迎えた社債の利払いを履行できなかった。投資家が地方融資プラットフォーム（LGFV）の債務の持続可能性に対する懸念を強める中、不動産部門におけるストレスの持続は地方政府の財政にも波及している。さらに、大手の資産運用会社が自社の資産管理・信託商品に関して支払・償還を一時停止したことにより、仮に投資商品に対する人々の信頼が失われるようなことがあった場合には一層深刻な金融ストレスが生じることへの懸念が高まっている。

投資家は引き続き、より強靱なファンダメンタルズと政策バッファーを備えた新興市場国と、強靱性がより低くショックに対してより脆弱な新興市場国とを区別している。金融政策の引き締めが継続し利回りが上昇しているにもかかわらず、大半の新興市場国のソブリン信用スプレッドは小さいまま推移している（図ES.6）。しかし、新興市場国のソブリン債市場では、投資適格セグメントと高利回りセグメントとの間の格差が依然として大きい。パンデミック以降、信用格下げが繰り返されたことにより、フロンティア市場国の平均ソブリン格付けが押し下げられており、多くの新興市場国でインプライド・スプレッドと資金調達コストが上がっている。

世界経済における主要な貸し手である銀行は、金利上昇に伴い借り手の融資返済能力が低下する中で、信用コストの増大に対処することを期待されている。全体としては、銀行システムはデフォルト増加に対して保守的に引当を積み増しているように見え、また、多くの国で不良債権をカバーするための貸倒引当金も十分であるとみられる。金利上昇は、新規の銀行貸出の純利鞘も下支えするはずである。とはいえ、歴史は信用エクスポージャーが急速に悪化する可能性があることを示しており、また、経済が景気後退入りする場合には借り入れ需要が急激に落ち込み銀行の収益性に影響を与える可能性がある。第2章では、インフレ率と金利の上昇に対して脆弱な銀行の数について、IMFが2つの新しいアプローチを用いて行った評価を紹介している。この評価では、IMFのグローバル・ストレステストの拡張版を実施するとともに、銀行のバランスシートや企業価値、収益性指標といった主要指標に関するアナリストの予測を織り込んだ新しいフォワード・ルッキング型のモニタリング手法によってそれを補完している。いずれの手法も、顕著に脆弱な銀行が一定程度存在することを示している。グローバル・ストレステストは、スタグフレーションを伴う悪化シナリオの下では広範囲の銀行がキャピタル・ロスに見舞われることを示しており、それには中国や欧州、米国のいくつかのシステム上重要な金融機関も含まれる（図

## 国際金融安定性報告書

ES.7)。この結果は、中国の銀行の期待収益低下と株価純資産倍率（PBR）低迷を踏まえて中国と米国の一部銀行が圧力にさらされ続ける可能性が高いことを予測する主要なリスク指標と整合的である。

高金利環境は、一部のノンバンク金融仲介機関を利すると考えられる一方、レジリエンスが試されるものも出てくる。保険会社や年金基金など、より長期の金融債務を抱える機関については、金利の上昇によって負債の現在価値が低下し、積立比率が改善している。そうした機関の場合、長期にわたる超低金利下でプライベート・クレジットのように流動性が低くよりリスクの大きい資産へと移行したことが主要なリスクの源泉となる。他方、より短期の資金調達構造を有する投資ファンド、特に日々の流動性を供給する投資ファンドは、金利上昇に伴い確定利付資産の価値が低下する中で、投資家からの償還圧力に直面する可能性がある。迅速なデシインフレを前提に借入金による投資戦略を採用している投資ファンドは、インフレが執拗に高止まりする場合、ポジションの手じまいを強いられるかもしれない。

第3章では、2030年までに新興市場国・発展途上国における気候変動緩和への投資ニーズが年間約2兆ドルに達すると推定されることが示されている。新興市場国・発展途上国は、財政余地が限られ市場環境が厳しいため、必要な投資のための資金調達において民間部門が鍵となる。2030年までに、新興市場国・発展途上国では気候変動緩和への投資ニーズのうち民間資金が占める割合を約80%にまで引き上げる必要があり、中国を除くとその割合はさらに大きくなる（図ES.8）。

### 政策提言

究極的には、持続可能な経済成長には物価と金融双方の安定が必要になる。中央銀行はインフレ率が持続的に目標水準に戻りつつあるという明白な証拠が得られるまで引き続き断固としてインフレ対策に取り組む必要があるが、金融政策スタンスは各国固有の経済回復とデシインフレ・プロセスのペースを反映したものでなければならない。政策当局者の決意を伝えるためには、今後もコミュニケーションが非常に重要となる。

いくつかの新興市場国ではインフレに関して顕著な前進が見られるものの、中央銀行はあまりに積極的に利下げを行わないよう注意すべきである。各国は、IMFの「統合的な政策枠組み（IPF）」を適宜利用しつつ、自国の各種政策を組み合わせる必要がある。IPFは、世界の金融政策と外国為替環境に不確実性がある中で各国が資本フローの変動から生じるリスクに対処できるようにするためのマクロ金融枠組みである。最適な政策の組み合わせは、ショックの性質と各国固有の特性によって決まってくる。いかなる対応策も、根本的なマクロ経済不均衡に対処し必要な調整を可能にする計画の一部を構成するものでなければならない。

新興市場国およびフロンティア市場国、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べきである。予防的な債務再編を含め、より迅速かつ効果的なものとなるよう改革されたG20の共通枠組みを適宜活用すべきである。二国間債権者と民間部門の債権者は、コストの大きいハードなデフォルトと長期にわたる市場アクセスの喪失を回避するために、予防的かつ秩序ある再編を調整する方途を見出す必要がある。可能な場合には、バッファーを再構築するために、借り換えまたは債務管理オペレーションを実行すべきである。

中国では、金融セクターや企業、地方政府に負の波及効果が及ぶリスクを抑制するために、不動産部門に対する信頼を回復する強固な政策が非常に重要となる。住宅購入者心理の冷え込みに歯止めをかける

## 国際金融安定性報告書

ことにつながる住宅プロジェクトの完成と、問題を抱える不動産デベロッパーのタイムリーな整理・再編を優先すべきである。経済成長を支えるためには、さらなる金融政策緩和と、財政支援を家計に向け直すことが必要である。地方融資プラットフォーム（LGFV）の債務問題に対処して、LGFVの債務返済能力を回復し、持続可能な地方政府の債務水準を達成するには、包括的な戦略が必要になる。近年、当局は資産管理部門から生じるシステムリスクを軽減するために対策を講じてきたが、不動産とLGFVに対する高リスクのエクスポージャーと、その資産と負債の流動性ミスマッチに対処するにはさらなる前進が必要である。銀行については、損失を吸収する十分なバッファーを維持し、貸倒損失の認識遅延につながる融資返済猶予策を段階的に廃止し、脆弱な銀行を再編する取り組みを促進することが、金融安定性リスクを軽減する上で非常に重要である。

国際金融システムに脆弱な銀行が相当数存在し、健全な金融機関に波及効果が及ぶリスクがあることは、法域間で一貫性のある形で国際基準を導入し、そうした基準の具体的な特性が最近の混乱において意図されたとおりに機能したかを評価し、必要に応じて監督を強化する喫緊の必要性を浮き彫りにしている。金融安定性リスクを封じ込めるためには、金融機関の大小を問わず、必要とされる最低自己資本と流動性を充足することが不可欠である。当局は、銀行の脆弱性に対処すべく早期に介入する準備を一層整えるべきである。それには、中央銀行の資金供給ファシリティにアクセスするための銀行の備えを確実にすることや、必要に応じて銀行破綻処理制度とそれを活用するための備えを強化することなどが含まれる。

各国当局は、借り手の返済能力の大幅な低下や住宅不動産価格の急落が家計のバランスシートや、最終的には金融機関に、及ぼす潜在的な影響を推定するために、厳しいストレステストを実施すべきである。銀行による商業用不動産（CRE）の評価額見直しを含めCRE部門における脆弱性を監視し、十分な引当を確保するためには、継続的な警戒が必要である。将来の損失に備え、ストレス時における継続的な信用供給を助けるために、バッファーを構築すべきである。例えば、当局は、状況が許す場合には、カウンターシクリカル資本バッファーやセクター別のシステムリスク・バッファーを引き上げることも一案である。景気循環増幅効果を避けるために、バッファーの増強は、銀行の自己資本の十分性によってすでに信用が制約を受けている兆候が見られないことを条件とすべきである。

新興市場国・発展途上国における気候資金ニーズを支援すべく、民間資本にとって魅力的な投資環境を創出するためには、構造政策と金融面での政策の幅広い組み合わせが必要となる。民間の投資家を呼び込むには、データや情報開示、整合性アプローチ（タクソノミーを含む）といった、より強力な気候情報アーキテクチャが不可欠である。金融セクター政策は、気候への影響を生み出すことに重点を置くべきである。新興市場国・発展途上国では、炭素集約度が最も高い部門を含め長期的な温室効果ガス排出削減が可能な事業を諸機関が特定する上で、移行タクソノミーが役立つ。サステナブル投資ファンドを対象とする情報開示やラベルは、市場の透明性や市場の健全性、気候インパクト志向の成果との整合性を高めるものでなければならない。IMFは、その糾合力を通じて、とりわけ低所得国において民間気候資金を動員する上で重要な役割を担っている。強靱性・持続可能性制度（RSF）は、その政策コンディショナリティを通じて民間資本を呼び込む助けとなる改革を支援し、民間資金の触媒となることができる。

図は、要旨の英語版と報告書全文をご参照ください。 <http://IMF.org/GFSR-October2023>