

2019年10月版「国際金融安定性報告書」の要点

国際金融システムの主要な脆弱性

- 企業債務の増嵩
- 機関投資家による高リスク低流動性資産の保有拡大
- 新興・フロンティア市場国の対外借入への依存拡大

必要な政策対応

- 企業の脆弱性には金融監督とマクロプルーデンス政策の強化で対応
- 機関投資家のリスクには監督と開示の強化で対応
- 堅実な国家債務管理の枠組みと実務の導入

金融市場は貿易摩擦の深刻化と世界的な経済の先行きへの懸念の高まりに翻弄されてきた。経済活動の軟化と下振れリスクの増大に伴い金融政策のスタンスは世界的に緩和方向に振れ、市場金利の低下につながった。その結果、今年初めに比べ、超低金利状態がより長期にわたって続くとする予想が支配的になり、利回りがマイナスの債券の残高は15兆ドルにまで増加している。第1章では投資家の利回り指向によっていくつかの市場で資産価格が過度に上昇し、結果2019年4月版の「国際金融安定性報告書」時に比べ、金融市場環境がさらに緩和方向に振れた様相を説明している。

短期的には緩和的な金融政策が経済を下支えすると見込まれるが、金融環境が緩いため金融面でのリスクテイクが進み、国や市場によっては脆弱性の蓄積が進んでいる。第2章ではいくつかの系統的に重要な国で債務負担の増大と債務返済能力の低下から企業部門の脆弱性が既にかなり高まっていると指摘している。デット・アット・リスク分析によれば、国際金融危機時に比べて半分程度の経済の落ち込みを想定した景気後退シナリオの下では、リスクの高い企業債務（営業利益が利払いをカバーできない企業が負っている債務）は19兆ドルに達する。これは主要な国々の総企業債務の40%近くに相当し、国際金融危機時の水準を凌駕している。

第3章で論じているように、極端な金利の低下を受け、投資家の間では目標とするリターンを確保するためによりリスクが高く流動性が低い資産に向かうという利回り追求行動が見られる。ノンバンク部門の脆弱性が高水準にある国は、システム上重要な金融セクターを有する国の（GDPベースで）80%に達している。この規模は国際金融危機の最悪時にも匹敵する。保険業でも脆弱性は高止まっている。懸念されるのは、機関投資家の利回り追求によって資産構成が変化し市場ストレスのショックが増幅される可能性、投資ファンド間でポートフォリオの類似性が高まり売却の際に市場の下落が拡大する可能性、年金基金資産の流

動性が低下しているために過去と違い年金基金に市場安定化機能を期待できない可能性、保険会社の国際投資が他市場にショックを波及させる可能性、などである。

新興国への資本流入の加速は先進国の低金利にも起因している(第4章)。資本流入は借入れの拡大を促し、その結果新興国の対外債務規模は対輸出額比の中央値で見て2008年の100%から160%にまで上昇しただけでなく、一部の国ではこの比率は300%を超えている。こうした債務の増大が、国際金融環境が突然タイト化した場合の借換えと債務の持続性リスクの拡大をもたらしている恐れがある。例えば、過剰な借入れを抱える国営企業が市場からの借入れを継続し債務を期日通り返済するために、政府からの支援を受ける必要に迫られる可能性がある。フロンティア市場国でも対外借入れへの依存を高めている国があり、将来的に債務危機に陥る可能性がある。

国際金融危機後に導入された規制によって銀行部門は全体的に強固になったが、弱い銀行も一部には残っている。マイナス金利とイールドカーブの平坦化によって、成長見通しの鈍化も相まって、銀行の期待収益力は低下しており、株式市場での時価総額がかなり低下した銀行も見受けられる。脆弱性の高い産業部門への融資を通じ、これらの部門の業容悪化に伴い損失を被るリスクも抱えている。中国当局は地方銀行3行への介入を余儀なくされた。第5章で論じるように、米国外の銀行にとっては、米ドルの資金調達構造の脆弱性が多くの国において問題となる可能性がある。周知のように、この脆弱性は国際金融危機時のストレスの重要な一因であった。この脆弱性を通じ、資金調達環境がタイトした場合、その影響が大きくなりかつ米国外の銀行からドル資金を調達している国々に波及する恐れがある。

環境・社会・ガバナンス(ESG)の観点は借り手にとっても投資家にとっても重要性が増している。ESGの要素は企業業績に重要な影響を与える可能性があり、中でも気候変動関連の損失などを通じ金融安定性へのリスクになり得る。ESG投資に関する規範を策定する上で当局も重要な役割を果たすべきである。第6章の主題は規範策定における当局の役割と共に、データの充実や一貫性のある情報公開を促すことの重要性である。

緩和的な金融環境、一部市場での行き過ぎた価格形成、および脆弱性の高まりを背景に、世界の経済成長と金融安定性に関しては中期的に下方リスクが優勢である。マクロ経済政策とマクロプルーデンス政策は個々の国の状況に応じて策定されるべきである。経済が堅調だが緩和的な金融環境を背景に脆弱性が既に高いか高まりつつある国では、マクロプルーデンス政策のタイト化が急務であり、景気循環に対応した資本バッファ(カウンターシクリカル資本バッファ)など、広範な効果が期待できるマクロプルーデンス政策手段を活用すべきである。経済の減速が予想されるためにマクロ経済政策を緩和しようとしているものの特定部門における脆弱性が懸念される場合には、当該分野の脆弱性に対応した、より明確なターゲットをもった施策を検討する必要がある。大幅な減速に直面している国では、政策余地のある範囲で、マクロ政策の緩和に注力すべきである。

景気が後退局面に入った場合に景気悪化を増幅する可能性がある以下の脆弱性に対し、当局は早急に手当を講じるべきである。

- **企業債務の増嵩**

銀行の与信リスク評価と与信慣行の適正性に関し、厳格な監督体制を維持すべきである。より総合的なリスクの把握を可能とするよう、ノンバンクの金融市場におけるディスクロージャーと透明性の向上を図るべきである。企業の債務水準がシステムの安定性確保の観点から高すぎると見られる場合には、銀行を対象とした特定業種を狙った監督上の措置だけでなく、レバレッジが高い企業を直接に対象とする措置の導入も一案である。出資よりも借入れによる資金調達を優遇する税制上のバイアスを軽減することも、過剰な借入れを抑制する効果を持ちうる。

- **機関投資家による高リスク低流動性資産の保有拡大**

ノンバンク金融機関に対する監視を強めるべきである。機関投資家の脆弱性を抑えるためには、適切なインセンティブの導入（具体的には利回り保証商品の縮減など）、ソルベンシー基準や流動性基準の設定、ディスクロージャーの強化による対応が考えられる。

- **新興・フロンティア市場国の対外借入れへの依存拡大**

新興市場国やフロンティア市場国で対外債務依存が高い国では、債務管理の堅実な運用としっかりした債務管理の枠組みを確保することが債務の持続性リスクの低減につながる。

国際的な政策協調がまずもって重要である。2019年4月版の「世界経済見通し」でも提言したように、貿易摩擦の解消が重要である。また国際的に合意された一連の金融規制強化策を完全に実施するとともに、規制を後退させないことが重要である。また、2021年末を目標に広範な取引でLIBORから新たな参照金利へ世界的に移行することが計画されているが、これをスムーズに実現するためにも、国際的な協調と協力が不可欠である。