

要旨

国際金融市場は、中東での戦争とショック増幅リスクに直面している

国際金融安定性に関するリスクは高い水準にある。国際金融システムは、今も続く中東での戦争、潜在的なインフレ圧力、金融環境がさらにタイト化するリスクの高まりに加え、市場の混乱が金融不安へと発展し得る複数の経路の存在、という課題に直面している。

市場はこれまでのところ、秩序ある形で是正されてきたものの、リスクは非対称的である。世界金融環境は紛争勃発まで非常に緩和的だったが、紛争が長期化するにつれて、一段と、かつ急激にタイト化するリスクが高まる。世界の株価は、2月まで、数か月間にわたり堅調な企業利益を背景として上昇していたが、2月以降は8%下落した（図 ES.1）。国債利回りは、期待インフレ率の上昇にけん引されて急騰した。新興国市場の資産は、一次産品輸入国や脆弱国を中心に、ドル高やエネルギー価格上昇の影響を強く受けている。金融環境のタイト化は、複数の経路によって増幅し、金融安定性リスクにつながる恐れがあることから、金融システムは頑健性を試されることになるかもしれない。

第1に、債務対GDP比の増加は、価格に敏感な投資家が存在感を増していることと相まって、入札日に債券利回りの乱高下を招いている（図 ES.2）。債券市場のボラティリティが高まると、過去の金融混乱の震源地だった資金調達市場がタイト化する可能性がある。短期証券の発行が集中したことで、特にインフレ上昇期において、中核的なソブリン債市場の借り換えリスクに対する脆弱性が増大した。これは、インフレ期待の上昇に見合う範囲を超えて債券利回りの上昇を加速させるかもしれない。こうした圧力によって、ソブリンと銀行の連関に関する懸念が再燃し得る。すなわち、ソブリン債の急激な損失が銀行のバランスシートを弱める一方で、政府は苦境の銀行の支援に制約を受ける可能性があるためである。

第2に、新興国市場は、キャリートレードの巻き戻しや交易条件の悪化に伴い、通貨と資本流出の圧力に直面するかもしれない。新興国市場の資産評価は、紛争前には過去10年以上の間で最高水準に達していたが、資本フローはK字型のパターンを辿っており、安定性の高い対外直接投資ではなく、債務の資本流入やキャリートレードに著しく偏っている（図 ES.3）。2025年初頭から相当額の国債を発行しているフロンティア市場国は、債務の持続可能性において大きな課題に直面する恐れがある。さらには、新興国市場で外国ノンバンク金融仲介機関の役割が拡大していることは、大きな恩恵をもたらす一方で、グローバルなリスクセンチメントの変化に対して現地市場が敏感に反応しやすくなった（図 ES.4）。

第3に、金融環境の急激なタイト化は、ヘッジファンド、オプションの売り手、レバレッジ型上場投資信託（ETF）、レバレッジを通じて拡大してきたその他のノンバンク金融仲介機関（NBFI）による投げ売りにつながり得る。株式市場では、プレミアムを追求する投資家による盛んなオプション売りがボラティリティを抑えてきたが、そうした投資家がストレス下で方針を転換すれば、価格の変動を増幅しかねない。株価の値動きで投機的な取り引きを行うためにレバレッジ型ETFの活用が拡大していることも、甚大な損害や激しい売却につながる可能性がある。債券市場では、ヘッジファンドがレバティブバリュエーション取引のリターンを高めるためにますますレバレッジを活用しているが、ポジションの巻き戻しが起きれば、利回りの変動を増幅させて他の市場にも波及することが危惧される（図 ES.5）。

第4に、プライベートクレジットにおける借り手のデフォルト増加の兆候は、企業信用に関する幅広い懸念に発展するかもしれない。これは特に、AIの破壊的イノベーションに影響を受けやすく、レバレッジの高い借り手に当てはまる。プライベートクレジットにおける流動性ミスマッチは、流動性が低めのファンドに限られているとみられ、金融システム全体への影響が比較的抑制されていることを示しているが、投資家らは、借り手の信用の質が低下していることを嫌気して、投資の償還ペースを加速させている。

国際金融安定性報告書 要旨

第5に、中東での戦争が長期化すれば、AI投資ブームが大幅に減速するかもしれない。AIバリューチェーンに関連した企業は、「ハイパースケイラー」を中心に、循環型の資金調達の仕組みに依存する傾向が高まっているが、投資ブームの減速はそうした企業の企業価値に重くのしかかる可能性がある。ただし目下のところ、金融の安定性に与える影響は控えめな様子だ。

最後に、近年頻繁に生じるようになった供給ショックを反映して、市場の低迷時に株式と債券の大規模なセロオフが同時に発生している（図 ES.6）。さらなるショックは、いずれの資産クラスにおいても強制的なレバレッジ解消のリスクを高めることになる。

また、本報告書は、銀行部門の脆弱性などの、中期的な脆弱性を評価している。例えば、金融システムにおける重要性を勘案して、国境を越えたノンバンクと銀行の相互関連性の拡大も対象に含めている。さらに、バッファーが限られているために、マイナスの外部ショックへのエクスポージャーが高いフロンティア市場が直面している課題も評価している。

政策提言

政策当局者は、中東での戦争において、頑健性を高めるために断固とした行動を取る必要がある。市場の機能不全に備えて、流動性ファシリティと資金調達ファシリティのアクセスを整備し、実行体制を整えておくべきである。金融政策は、引き続きデータに依拠しつつ、物価安定の維持を図り、実際のインフレ率からインフレ期待への波及効果を踏まえなければならない。中央銀行と金融セクター監督当局にとって、強固なガバナンス枠組みは、運営の独立性や説明責任を確保するうえで不可欠である。新興国市場の当局は引き続き、政策枠組みを強化すべきだ。為替相場のショック吸収能力は、IMFの統合的な政策枠組み（IPF）内のツールで補完する必要がある。

財政スタンスは、公的債務を安定した軌道に乗せるために適切な引き締め水準にシフトさせるべきであり、新たな支出は脆弱な層をインフレショックから保護することに重点を置くべきだ。短期資金調達市場における潜在的なひっ迫に対処するには、中央清算でレポ取引を行うなどの、市場インフラの強化が必要となる。バーゼル枠組み導入を完了させることは必須であり、併せて規制の差異の悪用やプルーデンス基準の弱体化を回避すべきである。

NBFIがレバレッジを拡大し、銀行との連関を強めていることから、データギャップの縮小や、国境を越えたデータ共有の改善、監督の強化が極めて重要である。流動性の不足と企業信用の不安に関する潜在的なリスクを評価するために、銀行のストレステストやシナリオ分析を行うべきであり、可能な場合にはNBFIも対象に含めるべきだ。

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/gfsr-april2026>