

(はじめに)

国際金融安定性報告書(GFSR: Global Financial Stability Report)とはIMF(International Monetary Fund)が半年ごとに作成する国際資本市場のサーベイランスに関する報告書であり、最新版がこの10月に公表された。経済産業研究所がその要旨を日本語でホームページに掲げているので、その中から、一体化して見えにくくなっている世界の金融市場の動向に関する専門機関の見方を抜粋して紹介しよう。ここで述べられているような動きが、世界のどこかで、何かのきっかけで発現し、どのような経路をたどるのかわからないが、いずれは日本にも波及し、日本の不動産市場も影響を受ける可能性があるという意味で、大きなトレンドとして認識しておく意味は十分にあると思われる。

(報告書の骨子)

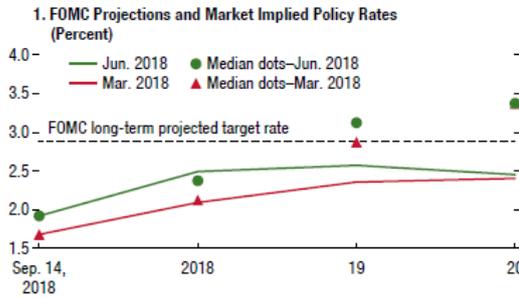
- 2018年10月公表の「世界経済見通し(WEO)」で論じているように、いくつかの主要国では成長率がピークを過ぎた兆候が見られる。にもかかわらず、先進国の金融環境は米国をはじめとして依然として緩和的で、歴史的にみれば金利水準は低くリスク選好も旺盛で、資産価格は主要な市場で上昇を続けている。中国では、外部環境の悪化と規制強化の影響に対応するために金融政策を緩和したこともあり、金融環境は概ね安定的に推移している。他方、多くの新興市場国では4月中旬以降金融環境はタイト化しており、これは対外資金調達コストの上昇、各国固有のリスクの高まり、貿易摩擦の激化を反映したものである。
- 4月に公表したGFSRでも指摘したとおり、新興国のファンダメンタルズは近年改善しているが先進国における金融政策の正常化の影響を受けやすい体質は変わっておらず、比較的穏当な基本シナリオ下でも資本流入の減少にさらされる可能性がある。その後の推移を見ても、米金利とドルの上昇に加え貿易摩擦の激化の影響を受け、いくつかの新興市場国では資本流出が起きている。とは言い、国際的なリスク選好の高止まりを背景に、市場の圧力にさらされているのは今のところ大幅な対外不均衡を有し政策面の弱さを抱える国に限られている。しかしながら、IMFの資本フロー・アット・リスク分析によれば、中国を除く新興国で対内債券投資が4四半期で1,000億ドル(対象国のGDP合計の0.6%)以上引き上げられる可能性が5パーセント程度あると見られ、この流出規模は国際金融危機時の資本流出に相当するものである。
- 先進国の金融環境が想定以上に急激にタイト化すれば、短期的なリスクも大幅に上昇することとなる。新興国の対応力や政策の信頼性への不信感が高まれば資本流出の激化のみならず、国際的なリスク回避姿勢の拡大につながる恐れがある。貿易摩擦が広範に激化すれば、投資家のコンフィデンスを損ない、経済の拡大にも水を差すこととなりかねない。政治的、政策的な不確実性(例えば、合意なしの英国のEU離脱や、ユーロ圏の高債務国の財政政策への疑念再発)は市場心理を弱め、リスク回避の高まりをもたらす可能性がある。最後に、インフレの高まりに対応して中央銀行の金融政策正常化のペースが速まる可能性もあり、この結果国際的な金融環境が急にタイト化する可能性もある。金融環境タイト化のリスクに対する市場参加者の認識は総じて甘いように思われる。

- 国際的な金融不安定化と成長低下の中期的リスクは依然高水準にある。ここ数年にわたって蓄積された種々の脆弱性が金融環境の突然の急激なタイト化を契機に表面化する可能性がある。先進国における問題としては、増加し続ける高水準の非金融部門のレバレッジ、融資審査基準の継続的劣化、いくつかの市場での行き過ぎた価格形成などがあげられる。システム上重要な金融部門を抱える市場での非金融部門の債務総額は2008年の113兆ドル(対象地域のGDP合計の200%強)から167兆ドル(同250%近く)にまで膨らんでいる。銀行部門では危機後に資本や流動性のバッファーを積み上げてきてはいるが、高債務を抱えた企業、家計、国家への与信、不透明で流動性の低い資産の保有、外貨資金調達への依存など、リスクを抱えている。大多数の新興国では対外借入は増加を続けている。このため、対外的な資金調達リスクや貿易面でのショックにさらされているにもかかわらず、そうした外的ショックを吸収しうるだけの十分な外貨準備や強固な国内投資家ベースを持たない国にとっては困難な状況が生じうる。
- 国際的な金融システムのショックへの対応力を一層高めるには、一連の規制改革を完遂し、規制の後退は避けるべきである。潜在するシステム的リスクに適切に対処するため、より積極的な金融規制・監督の活用が必要である。緩和的な金融環境が続く中で脆弱性が高まっている国では、カウンターシクリカル資本バッファーなど広く適用可能なマクロプルーデンス施策をより積極的に活用すべきである。さらに、金融システムの安定性を確保するには銀行システム外の脆弱性に対処する新たなマクロプルーデンス手法の開発が必要である。

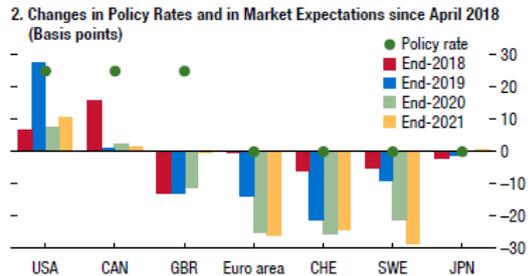
(図表) 世界の金融情勢

Figure 1.2. Global Financial Conditions

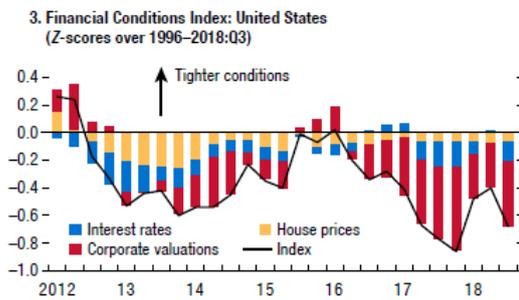
Market expectations of U.S. rates have drifted higher but remain below the Federal Reserve's dot plot.



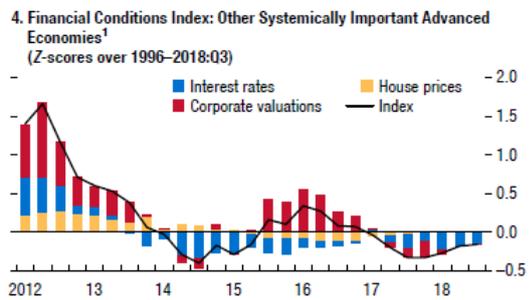
In other advanced economies, markets have pushed out the expected timing of interest rate hikes.



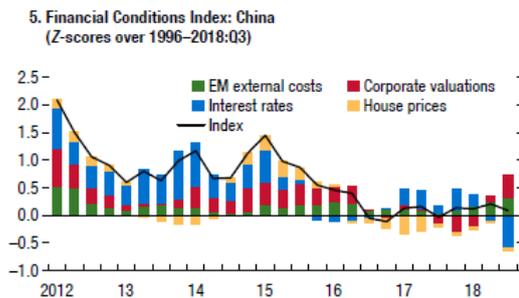
Despite continued monetary policy tightening, U.S. financial conditions have eased further.



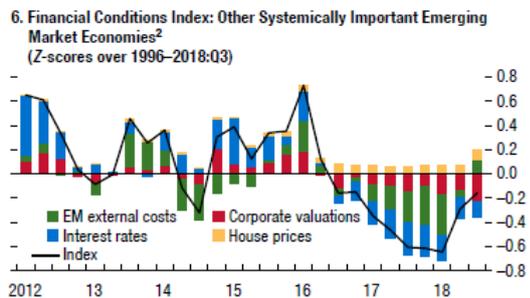
In the euro area and other systemically important advanced economies, financial conditions have remained relatively easy.



In China, monetary policy easing has offset the impact of external pressures.



In contrast, financial conditions in other emerging markets have tightened.



Sources: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; IMF, Financial Soundness Indicators; official sources; and IMF staff calculations.
 Note: The construction of the Financial Conditions Indices is explained in Online Annex 1.1. Panel 1 projections refer to the end of the period. In panels 3-5, values less than zero represent financial conditions that are loose relative to the historical average of 1996 or earliest data available through 2018; the interest rates category includes the real short-term rate, the term spread for the United States and Germany or the sovereign spread on local currency debt for other countries, and the interbank spread; the corporate valuations category includes the equity market price-to-book ratio, the local currency corporate bond spread, and the implied volatility index, where available; and the emerging market external costs category includes the sovereign spread and the corporate spread on external debt, and the external debt-weighted exchange rate. Financial conditions relate to price of risk in 29 jurisdictions with systemically important financial sectors (<https://www.imf.org/external/np/fsap/mandatoryfsap.htm>). Data labels in the figure use International Organization for Standardization (ISO) country codes. EM = emerging market; FOMC = Federal Open Market Committee.
¹Other systemically important advanced economies include Australia, Canada, Denmark, Hong Kong SAR, Japan, Korea, Norway, Singapore, Sweden, Switzerland, and the United Kingdom.
²Other systemically important emerging market economies include Brazil, India, Mexico, Poland, Russia, and Turkey.

(注) IMF (International Monetary Fund) 「Global Financial Stability Outlook」, CHAPTER1 「A DECADE AFTER THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS*ARE WE SAFER?」 P3 より抜粋。

(荒井 俊行)