

FRBの金融安定報告書（二〇二二年五月）の紹介 ～資産価格上昇、ヘッジファンドのリスクを警戒

佐志田 晶 夫

一、はじめに

積極的な財政、金融政策とワクチン接種進展に

より米国経済は回復が進んでいる。FRBは完全雇用を目指し、当金融緩和を継続する可能性が高いようだが、緩和による資産価格上昇とその急な修正の影響には懸念もある。本稿では、こうした問題を取りあげたFRBの金融安定報告書（二〇二二年五月）⁽²⁾を紹介する。

報告書の公表に際してFRBのブレインード理

事は、以下の懸念を表明している。⁽³⁾ 同理事は完全雇用達成のために金融緩和を継続すべきとの考えとみられるが、金融システムの脆弱性には報告書より警戒姿勢のようだ。

・投資家のリスクアペタイト（リスク選好の強さ）上昇と共に脆弱性が高まり、様々な資産の評価が上昇。株価は予想利益対比で高水準であり、低格付け債のスプレッドはタイト化している。限界に近い資産評価と高水準の企業債務が価格修正の影響を増幅する懸念がある。

・金融監督面ではアルケゴスキャピタルの破綻で

大手行に損失が生じた。ヘッジファンドなどノンバンク金融機関は金融システムに損失を及ぼす可能性があり、エクスポートジャーは見えづら⁽⁴⁾い。より粒度が高く高頻度の開示が重要。

・金融システムのリスクの緊密な監視と強靱さの確保が必要。金融政策が雇用最大化と平均インフレ率という目標に専念するには、強いマイクロプルデンシャルな措置とCCYB（カウンタースクリカル・バッファ）などマクロプルデンシャル手段が重要である。

金融安定報告書は、資産評価、企業と家計の借入、金融部門のレバレッジ、資金調達リスク、という四つの側面で金融システムの脆弱性を評価する。以下では潜在的なリスク要因を概観し、今回の報告書が注目した投資家のリスクアペタイト、グローバルなドル資金調達市場の脆弱性、市場参加者が懸念するショック要因を紹介する。

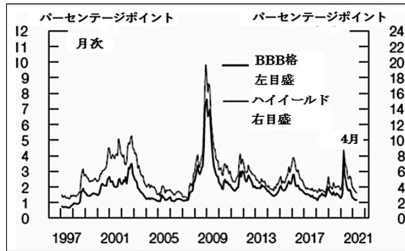
二、資産評価の現状

(1) 米国債利回りの動向と資産市場への影響

報告書は、株式、債券、不動産などのリスク性資産の評価が高まったとし、低格付け社債などに注意を向けている。資産価格上昇要因では低金利や投資家のリスクアペタイトに注目し、資産価格下落が金融システムに及ぼす影響を論じている。金融緩和が続く中で米国長期債利回りは、経済見通し改善やインフレ期待上昇と共に上昇したが、まだ低水準であり、低金利は経済回復に必要なが、リスク性資産への投資や債務の増加要因でもある。

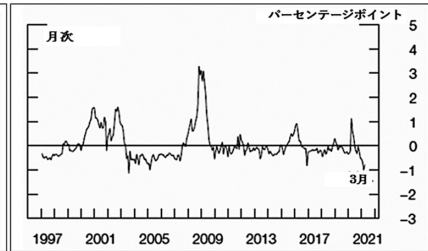
なお、米国債市場の機能は昨年の春の市場混乱時から改善したが、市場の深さの指標としてベスト・プライスでの売買可能額をみると、今年二

図表 1 社債の対米国債スプレッド



〔出所〕 FRB、金融安定報告書、2021年 5 月、
グラフ 1－6

図表 2 超過債券プレミアム



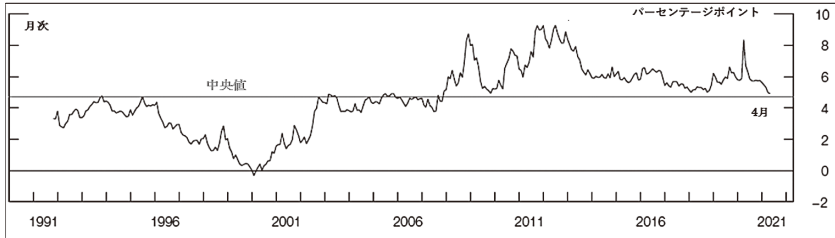
〔出所〕 FRB、金融安定報告書、2021年 5 月、
グラフ 1－7

月の七年債入札不調後に悪化し、短中期債市場の回復は緩やかだった。積極的な財政政策が続き米国債の発行額は高水準なため、市場機能には注意が必要であり、FSOC（金融安定監督評議会）も米国債市場の機能の維持に注目している。

(2) 社債などクレジットリスク商品の評価

米国債利回りと共に高格付け社債の利回りも若干上昇したが、低格付け社債の利回りは低下し、米国債とのスプレッドはかなり縮小した（図表 1）。新型コロナウイルスの影響が大きい業種（エネルギー、航空運輸、接客サービス）のスプレッドも縮小したが、全業種平均よりは大きい。超過債券プレミアム（社債スプレッドと予想信用損失の差）を過去と比較すると下位二五％にある（図表 2）。市場データからの分析でもリスクアペタイトは高い。

図表3 S&P500企業の予想 PER と10年債予想実質利回り



〔出所〕 FRB、金融安定報告書、2021年5月、グラフ1-10

前回の報告書が公表された一一月以降、社債流通市場の機能は円滑で、売買スプレッドは広がっていない。また、FRBの貸出ファシリティの多くが昨年一二月末に期限を迎えたが市場への影響はみられなかった。社債発行も堅調で、企業は手元資金増強や調達コスト引き下げを行っている。格付けでみると社債発行全般では信用の質は改善している。

(3) 株式市場の動向

株価の上昇が続くが企業収益も概ね株価に沿った改善が予想され、予想PERは歴史的にみて高水準だが横ばい傾向である。予想PERと一〇年物米国債実質利回りの差（株式プレミアム）の低下は、投資家のリスクアペタイト上昇を示唆する（図表3）。長期的にみると株式プレミアムは中央値近辺だが、過去一五年間の最低水準近くで

ある。

価格以外のデータでも株式リスクへの投資家のリスクアペタイトが示唆される。例えば、株式の新規公開（IPO）のペースは一九九〇年代以降の高水準で、特別買収目的会社（SPAC）の利用率も上昇している。また、いわゆるミーム株（SNSなどの情報で投資家が売買する株式）の取引も活発である。

市場データに基づいて投資家のリスクアペタイトを推定すると、株式では、株式益回りと長期実質金利の差の月次データ分布でみて、直近（今年三月）の水準は歴史的な分布の中央付近である。社債では、超過債券プレミアムの月次データ分布の直近の水準は、歴史的にかなり低い。これらの指標では社債へのリスクアペタイトがより高いようだ。

三、企業と家計の借入

(1) 企業の債務返済能力は改善、業種・規模別のばらつきには注意

企業の財務レバレッジ（負債の対総資産比率）の水準は、パンデミック前よりは高いが低下し、流動性資産保有を勘案すると低下傾向である。航空運輸、接客サービス、レジャー・レストランのレバレッジは高いが、これらの業種も流動性資産を考慮したネットのレバレッジ比率は横ばいである。収益回復と低金利継続で金利負担は低下してきたが、小規模企業の負担に注意が必要である。

パンデミック後に劣化した信用の質も安定化がみられ、信用格付けの引下げペースは正常な水準まで鈍化している。非金融法人の投資適格債でのBBB格付け比率は約半分と高水準だが、予想デ

フォルト率は低下している。また、新規社債発行による借り換えは、既存の債務より満期が長く低金利になっている。

レバレッジドローンでは、引受け基準が緩和されているが予想デフォルト率は低下している。実際のデフォルト率もパンデミックの初期に急上昇したが、昨年の夏以降は低下し格下げベースも緩やかになってきた。ただし、新規レバレッジドローンでは、レバレッジが高いローンの比率が近年では最も高いことに注意すべきだろう。

新型コロナウイルスの影響で多くの小規模企業が閉鎖や営業規模縮小をしているが、営業を継続・再開した企業では信用の質が改善してきた。もともと、給与支払保証プログラムによる貸出が多く的小規模企業を支えており、新型コロナウイルスによる制約が解除されても小規模企業支援の必要性は残るだろう。

(2) 家計の債務負担能力も向上、家計間の格差に

注意

昨年は、新型コロナウイルスの影響で多くの家計で収入が低下した。失業は低賃金労働者やマイノリティなど、金融面で脆弱な家計に集中していた。前回の金融安定報告書を公表した一・一月以降に家計の財務状況は改善し、財政措置と返済猶予プログラムが所得とバランスシートを支えているが、信用スコアの低い家計の状況は引き続き要注意である。

家計の債務は昨年末に若干増えたが、借り手の信用度で差がある。信用スコアがプライムの家計の借入が増加の大半を占め、ニアプライムは横ばい、サブプライムでは減少している。家計の借入全体の約三分の二は住宅ローンだが、新規借入入力は信用スコアがプライムの家計の比率が高い。なお、広範な損失緩和措置が住宅ローンの延滞を

抑制しており、その延長が家計への追加的な支援
になっている。

消費者信用が家計の借入の残る三分の一を占め
る。総額は昨年わずかに減少したが、内訳では自
動車ローンがやや増加し、主な借り手の信用スコ
アはプライムかニアプライムだった。クレジット
カードの与信残は消費支出低迷とカード利用率の
低下で減少した。プライムとニアプライム家計の
延滞比率は横ばいだが、サブプライム家計では上
昇している。

四、金融部門のレバレッジ

(1) 銀行の自己資本比率は上昇

銀行の自己資本比率はパンデミック前の水準を
上回り、資本を支える収益性も回復傾向で、信用
の質も予想よりよい状態が維持されている。昨年

は大手銀行への配当や自社株買いの制限が資本比
率を支えた。なお、準備預金や米国債など低リス
ク資産がかなり増加して総資産が増え、大手銀行
の対総資産資本比率はパンデミック前を下回って
いる。

FRBは一二月に昨年の二回目のストレステス
トを実施したが、対象となった銀行はストレシ
ナリオでも自己資本の最低要件を維持できた。こ
のためFRBは、自社株買い入れ再開を認めてい
る。三月には、今年のストレステストで自己資本
比率の最低要件を達成できた銀行は資本分配の制
約を解除すると公表している。

銀行貸出の質は全般的には改善しているが、新
型コロナの影響を最も受けた業種と商業不動産の
信用リスクは高止まりしている。延滞率は横ばい
だが、損失緩和措置や政府支援終了の影響に不確
実性がある。銀行の融資担当者サーベイでも貸出

の質低下を予想している。ただし、貸出意欲は改善し、大手行は昨年第4四半期に商工業向け貸出の貸出基準を緩和した。銀行は昨年の前半に貸倒れ引当を増やしたため、将来へのバッファはパндеミック前の水準を維持している。昨年後半は貸倒引当金の積み増しが鈍化した、商業用不動産向けローンは、信用リスク上昇に合わせた積み増しが行われている。

昨年の後半には銀行の収益性の回復がみられた。貸倒れ引当が減少し、トレーディングと投資銀行業務の収入が堅調だった。もっとも、純金利鞘は低水準で将来の貸出の質に不確実性がある。

なお、第1四半期に米国G・S・I・Bの収益は堅調だったが、報告書はプライムブローカレッジ業務による損失に言及しており、この問題への当局の関心が示されている。

ブローカー・ディーラーのレバレッジは低水準

である。ただし、プライマリーディーラーの借入はやや減少したが、米国債在庫保有のため水準は高い。なお、補完的レバレッジ比率（SLR）の一時的軽減措置が解除されたが、米国債市場の機能に大きな影響はみられなかった。FRBはSLRの修正について市中協議を行う予定である。

(2) ヘッジファンド、NBF（ノンバンク金融仲介機関）に注意

報告書は、入手可能なデータではヘッジファンドのレバレッジは平均的水準よりやや高い程度だが、データの限界に注意が必要だとしている。ヘッジファンドのレバレッジのデータは複数あるが、SECのデータやプライムブローカー口座のデータ（証拠金や証券貸借）、ディーラー向け取引条件の融資担当者サーベイなどからは、レバレッジの水準はやや高いとみられる。FSOCの

求めにより、データの改善とリスクの特定、金融システム強化のためにヘッジファンドWGが活動を再開している⁽⁶⁾。

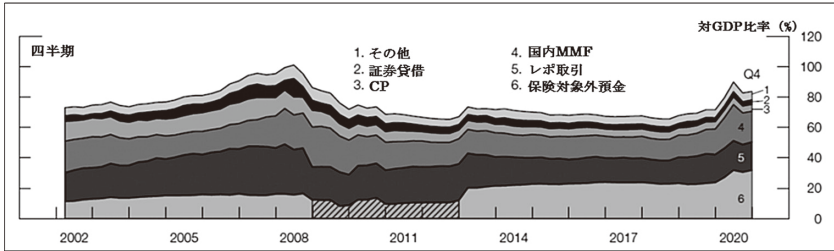
金融システムに緊張をもたらすヘッジファンドなどのさらなる透明性が必要である。最近ではミーム株のショートポジションでヘッジファンドに損失が発生し、アルケグосキャピタルとの取引では取引銀行に巨額の損失が生じた。広範な市場への波及は限定的だったが、NBFIの支払い不能が金融システム全般に影響しかねないことが示唆される。

銀行のNBFI向け貸出が金融システム内の潜在的なストレス伝達経路になることも注意が必要だ。大手銀行のNBFI向け貸出コミット額は昨年末に一・六兆ドルに達した。銀行のクレジットラインはNBFIの流動性を補完するが、ストレス時の利用はレバレッジを高める。実際、昨年三

月にはNBFIの使用率が急上昇している。ただし、NBFI向け貸出の延滞率は昨年後半に上昇したが、商工業向けの延滞率よりは低かった。財務省やFRBによる市場安定化策が、NBFIの流動性リスクを低下させたものと考えられる。

なお、証券化の動向をみると、エージェンシーMBSを除けば総額は大きくはないが、投資家のリスクアペタイトの高まりと共にCLO（ローン担保証券）やABS（資産担保証券）の発行が堅調である。CLOマネージャーは、金利コスト引き下げを目指して既存CLOのリファイナンスやリストラクチャリングを活発に行っている。CLOの裏付けとなるローンの質は、昨年央と比べると改善している。

図表4 流出の懸念がある（runnable）貨幣類似の負債（対 GDP 比率）



〔出所〕 FRB、金融安定報告書、2021年5月、グラフ4－1

五、資金調達リスク

(1) 銀行の流動性リスクは低下、MMFなどに注意

大手銀行では流動性と期間ミスマッチのリスクは低い、MMFや債券・銀行ローン投信の一部で構造的な脆弱性が続いている。流出懸念がある（runnable）負債は昨年一三・六％増加、一七・七兆ドルで対GDP比八五％に達した（図表4）。預金保険対象外預金と政府債MMFが増加している。当局はMMFなどの構造的脆弱性への対応を検討している。

高品質の流動性資産の保有で国内銀行の流動性リスクは低水準である。当局による流動性規制・監督強化と流動性リスクに対する銀行の理解と管理の改善が寄与している。準備預金などの増加で

大手銀行の流動性比率は規制要件を上回り、また、銀行の短期ホールセル資金調達比率は低下している。これは財政支援や予防的貯蓄、家計や企業の安全資産選好により国内銀行へ多額の預金が入流したためである。

(2) M M Fと債券投信の流動性リスク

M M Fの流動性リスクについては大統領W Gが対応策を公表、S E Cがコメントを求めている⁽⁷⁾。スイングプライシングや資本バッファーなどの改革によるリスク軽減が期待できる。なお、F R Bが昨年の混乱時に導入したM M F流動性ファシリテイとC P買入れファシリテイは今年三月で停止されたが、市場への大きな影響はみられなかった。

社債や銀行ローンで運用する投資信託は、流動性変換リスクに曝されている。投資信託が保有す

る社債は昨年第4四半期には一・八兆ドルにまで増え、社債残高の約六分の一になった。ハイイールド債ファンドやバンクローン・ファンドは高リスクで低流動性の企業債務を保有し、こうしたファンドの残高は今年二月にパンデミック前を上回った。昨年三月の資金流出は、市場の流動性が低下した状況でも資産売却をせざるを得なくなるという債券投資信託の脆弱性を明らかにしたが、その後は投資家心理の改善などにより投資信託への資金流入が続いている。

(3) グローバルなドル資金調達市場の脆弱性と外国銀行のリスク

今回の報告書はグローバルなドル資金調達市場の脆弱性に注目し、米国に拠点を持つ外国銀行（F B O）に焦点を当てて分析している。新型コロナウイルスによるグローバルなドル資金調達市

場の緊張にはFRBと各国の中央銀行が協調して対処したが、報告書の記述は米国の経済にとつての成果を強調しているようだ。

参考までにリーマンショック時を振り返ると、当時は外国銀行が短期金融市場にドル資金調達を大きく依存し、米国内外でドル建ての融資・投資を大規模に行い、ドル資金の流動性リスクはかなり高かった。当時もFRBは主要中央銀行と連携してドル資金を供給したが、危機後には金融機関全般への批判が強まるとともに、外国銀行に対する規制・監督の強化が行われてきた。⁽⁸⁾ 報告書の記述はこうした経緯を踏まえたものとみられる。

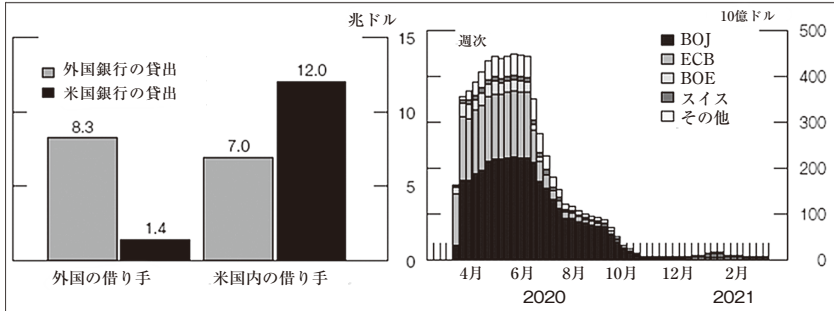
FRBは、米国と海外のドル資金流通の重要なパイプであり、米国居住者向け七兆ドル、米国外に八・三兆ドル、計一五兆ドルの与信を行っている。米国外への貸出では主要な貸し手であり、米国内向けでも三分の一を占め（図表5）、商工業

貸出では約四分の一をFRBの米国拠点が供給している。FRBのドル資金調達市場が止まれば、米国の家計や企業への貸出急減や資産処分を引き起こして、米国経済にストレスを伝播するかもしれない。

FRBは米銀と比べリテール預金は少なく、ホールセル市場に依存する。流動性要件の適用で外国銀行の中間持ち株会社の強靱性は改善したが、外国銀行の支店には規制は完全には適用されず母国当局の規制対象である。新型コロナウイルスの影響で、FRBは米国短期金融市場での調達が制限され、オフショア市場の金利が急騰した。同時に、米国企業によるクレジットライン引出しでFRBのドル資金需要は急増していた。

FRBは、ドル資金流動性スワップラインを拡張し、各国通貨当局向けの流動性ファシリティを創設して影響の抑制に努めた。FRBはスワップ

図表5 ドル建て貸出の借り手別内訳 図表6 中央銀行のドル資金スワップ残高



〔出所〕 FRB、金融安定報告書、2021年5月、Box「グローバルなドル資金調市場」FigureA, D より

ラインを利用した母国中央銀行からのドル資金を米国企業への信用供与継続や流動性資産バッファの増強ができた。スワップラインの主な利用者はユーロ圏と日本だった（図表6）。

六、近い将来の金融システムへのリスク

FRBは内外の政策当局者などと議論し定期的にリスクを点検しているが、今回の報告書はパンデミックの影響継続と米国経済回復の遅れ、欧州のパンデミック長期化リスク、グローバルな長期金利上昇による新興市場諸国や中国の状況悪化リスク、などを取り上げている。また、市場関係者への調査も行っており、最新の調査では変異株への懸念が最も多かった。

ブローカー・ディーラー、投資家、政治アドバ

イス会社、学識経験者など二四の市場関係者の調査では変異株などのリスクが最大の懸念材料だが、予想より早い経済回復や政策からの市場・経済へのショックに対する警戒もある。主な項目は以下の通り。

・ワクチン接種での課題…ワクチン耐性のある変異株への懸念がみられた。一方で様々な資産価格はワクチンの有効性と経済回復への楽観を反映しており、その反動に脆弱になっているとの指摘も多かった。

・実質金利の急上昇と高すぎる資産評価…予想より早い金融緩和解除などによる実質金利の急上昇は、資産価格の調整を引き起こしかねない。様々な資産は低い割引率に支えられており金利上昇の影響を受けやすい。

・政府預金の減少…準備預金の増加が続き一部の短期金利をマイナス領域に押し下げ、金利変動

を増幅しかねないとの懸念がある。政府債務上限の交渉も不確実性を高める。準備預金増加は市場のフロス（泡）を増加させる懸念もある。米中の緊張激化…回答者は、様々な地政学的脅威が市場を不安定化させると指摘。台湾に関連した米中の緊張の激化の可能性が懸念されている。

七、結論に代えて

F R Bの金融安定報告書では、リスク性資産の評価の高まり（低格付け債など信用リスク関連を警戒）やN B F Iの流動性リスクに注意を向けている。米国経済の回復が進みインフレへの懸念が予想以上に高まれば、F R Bの金融政策運営が変化する可能性もあり、投資家心理の急な変化の可能性に注意すべきだろう。

冒頭で紹介したように、ブレイナード理事はC Y B引き上げの検討を論じているが、現状でも銀行の自己資本比率は堅調であり、さらなる引き上げが金融安定に及ぼす効果は不確かだろう。^⑨金融安定報告書が指摘しているように、ヘッジファンドのモニタリング強化やN B F Iの規制など、銀行部門以外の規制・監督の強化で対応すること重要である。金融システムの安定に向けた様々な動きには、今後も注意していきたい。

(注)

- (1) 六月に開催されたF O M Cでは、当面の金融緩和は維持したがインフレ率などの見通しを引き上げた。また、参加者の金利予想分布図によれば、二三年の金利引き上げを予想する参加者が増えている。
- (2) Board of Governors of the Federal Reserve System: "Financial Stability Report", May 2021^{を参照}。
- (3) Lael Brainard: "Statement by Governor Lael Brainard", May 2021^{を参照}。

- (4) 野村総合研究所、井上哲也氏が"Review on Central Banking"で金融安定報告書にコメントされている。"F R B Financial Stability Report - Improving conditions" 二〇二一年五月一〇日などを参考にしている。

- (5) F R Bは六月二日に既発社債買入れファシリティ(S M C C F) 残高の段階的売却を公表した。信用リスクへの市場の評価には注意しているようだ。F R B: "Federal Reserve Board announces plans to begin winding down the portfolio of the Secondary Market Corporate Credit Facility" June 02, 2021. ^{を参照}。

- (6) U. S. Treasury: "Readout of Financial Stability Oversight Council Meeting on March 31, 2021" ^{を参照}。

- (7) M M Fの動向とF E Cの要請への米国投資会社協会(I C I)の反応は、明田雅昭:『図説アメリカの投資信託市場(二〇二〇年データ更新版)』と二〇二〇年のアメリカ投資信託動向レポート、当研究所トピックス二〇二一年五月を参照。また、U. S. Treasury: "Financial Stability Oversight Council Statement on Money Market Fund Reform" 2021 June, 11 ^{を参照}。

- (8) 外国銀行の規制強化の経緯は、Daniel K. Tarullo, "Regulating Large Foreign Banking Organizations" F R B Speech, March 27, 2014 ^{を参照}。

- (9) F R B内でもクォールズ副議長は、C C Y Bの利用により慎重姿勢とみられる。Randal K. Quarles, “Jet Flight, Mail Bags, and Banking Regulation” FRB, Speech, June 03, 2021を参照。

(さしだ あきお・当研究所特任リサーチ・フェロー)