

FRB の金融安定報告書 (Financial Stability Report : 2021 年 5 月) の紹介

2021 年 6 月 25 日

佐志田晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

FRBの金融安定報告書（Financial Stability Report：2021年5月）の紹介

要約

本稿ではFRBの金融安定報告書（2021年5月）を紹介する。同報告書は、金融システムの強靱性評価、透明性と説明責任の向上を目的とし、ストレステストシナリオの検討やCCyB（カウンターシクリカル・バッファ）の判断にも利用される。報告書では、米国経済のパンデミックからの回復状況を踏まえ、資産評価や企業と家計の債務、金融部門のレバレッジ、流資金調達リスクの側面から分析を行い注意すべき点を指摘している。

ワクチン接種の進展や財政、金融政策による支援策で経済見通しは改善している。楽観的な見通しに基づく投資家のリスクアペタイト（リスク選好の強さ）が高まり、リスク性資産の価格は予想キャッシュフローなどと比べ高い水準に達している。とりわけ低格付け社債市場では、クレジットスプレッドがタイト化している。投資家心理の急変などで資産価格が大きく修正された場合、金融システムに悪影響が及ぶ可能性もある。

企業と家計の債務は横ばい傾向となっているが、新型コロナの影響を強く受けた業種や脆弱性の高い家計などでは、潜在的なリスクに注意が必要とみられる。企業間や家計間の格差には注意が必要である。

金融機関のレバレッジでは、銀行では自己資本比率上昇（レバレッジ低下）が確認できるが、一方で、生命保険やヘッジファンドでレバレッジの高さが指摘され、ヘッジファンドのモニタリング強化のためにデータ収集を改善する必要性が指摘されている。ヘッジファンドの監視強化の必要性がFSOCでも議論され始めている。

資金調達リスクについてみると、銀行では流動性比率向上やホールセール市場での調達比率低下でリスクは軽減されている。一方、プライムMMFや債券投信などのNBFIでは流動性リスクが懸念され、規制強化が検討されている。なお、報告書では、昨年生じたグローバルなドル資金調達市場で緊張状態で、在米外国銀行のドル資金調達の脆弱性にFRBと各国中央銀行が協調で対応したことを論じているが、米国の企業や家計への便益があったことを強調している。

近い将来のリスクとして、米国でのパンデミック終息の遅延、欧州経済の回復の弱さ、中国を含む新興市場諸国での問題が検討されている。また、市場関係者調査では、変異株の影響、実質金利の急上昇と資産価格の調整、政府預金口座の変動と短期金融市場への影響、米中の緊張激化などがリスク要因として指摘されている。

FRBの金融安定報告書（Financial Stability Report：2021年5月）の紹介

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに

財政、金融政策の活用とワクチン接種の進展により米国経済の回復が進んでいる。完全雇用を目指すために金融緩和はまだ続くと考えられるが、金融緩和による資産価格上昇が修正されることへの懸念もある。本稿では、こうした問題を取り上げたFRBの金融安定報告書（Financial Stability Report：2021年5月¹⁾）を紹介する。FRBは金融システムの強靱性を評価と公衆の理解の促進、透明性と説明責任の向上を目的として、2018年11月から半年毎に金融安定報告書を公表している。

FRBにとって金融安定は金融政策の目的達成への重要な要素であり、金融安定のモニタリングと評価は、主要な金融機関の安全と健全性を促す規制・監督活動を支える。また、金融システム安定でのモニタリング情報は、ストレステストのシナリオに含めるべき顕著なリスクやCCyB（カウンターシクリカル・バッファ）設定でも利用される。

報告書の公表に際してFRBのブレイナード理事は、資産評価の行き過ぎに対する懸念を示した²⁾。投資家のリスクアペタイト（リスク選好の強さ）の上昇と共に脆弱性が高まり、様々な資産クラスの評価が上昇している。株価は予想利益対比で歴史的水準の近くで、社債市場でも投機的格付け債のスプレッドがタイト化している。限界に近い資産評価と高水準の企業債務の組み合わせは、価格修正の影響を増幅する懸念があり、監視が必要である。

また、金融監督に関しては、アルケゴスキャピタル破綻での大手銀行の損失に言及し、ヘッジファンドや他の高レバレッジ投資家などのノンバンク金融機関が金融システムに大きな損失を与える可能性があり、ヘッジファンドのエクスポージャーは見えづらく、既存のレバレッジ指標はリスクを捉えていないと指摘。大規模ヘッジファンドが、広範な金融状態に影響を及ぼす可能性について、より粒度が高く高頻度の開示が重要だと強調している。

プルデンシャル政策では、投資家は堅調な回復への期待が強く、システムのリスクの緊密な監視と金融システムの強靱性の確保が重要になっている。金融安定のリスクに対処し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

1 Board of Governors of the Federal Reserve System：“Financial Stability Report”，May 2021を参照。

2 Lael Brainard：“Statement by Governor Lael Brainard”，May 2021を参照。

ヤルな安全措置と CCyB などのマクロプルデンシヤル手段が重要だと指摘。完全雇用達成のため金融緩和継続を支持する考えに立って、副作用に注意しているようだ³⁾。

FRB の金融安定報告書は、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 4 つの側面から金融システムの脆弱性を評価し、当面の金融システムへのリスクをまとめるという枠組みである⁴⁾⁵⁾。資産価格や民間の借入状況などの記述ではほぼ同じ形式の図表を使用、いわば「定点観測」中心の記述になっている⁶⁾。

加えて、Box (囲み記事) でいくつかのテーマを分析しているが、今回は、①資産評価、リスクアペタイト及び低金利による脆弱性、②給与保護プログラム流動性ファシリティ (PPPLF) の分析、③LIBOR からの移行の現状、④グローバルなドル資金調達市場の脆弱性、⑤市場参加が懸念する金融安定への主要なショック、を取り上げている。

以下では、金融安定報告書を図表中心に紹介したい。Box からは資産評価、リスクアペタイト及び低金利による脆弱性、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金融安定への大きなショック要因を取り上げる。

II. 資産評価

1. 米国債利回りの動向と資産市場への影響

報告書では、株式、債券、不動産などのリスク性資産の価格が高水準になっていると指摘し、低金利や投資家のリスクアペタイトなどの要因を分析、資産価格下落が金融システムに与える影響を論じている。

市場関連の指標などを参照した分析では、低格付けの社債などは評価がかなり高まり、株式の評価も予想収益などと比べると高くなっている。なお、米国債市場では昨年春に混乱が生じて FRB などに対応を余儀なくされたが、報告書では、米国債市場の機能を確保するために構造的な対応を検討することが必要としている。

3 Lael Brainard : "Remaining Steady as the Economy Reopens", June 01, 2021 を参照。

4 金融安定報告書の枠組みについては、拙稿：“FRB の金融安定分析と政策対応の方向性—ブレイナード理事の講演と金融安定報告書の紹介—” 当研究所トピックス、2018 年 12 月の補論で紹介した。

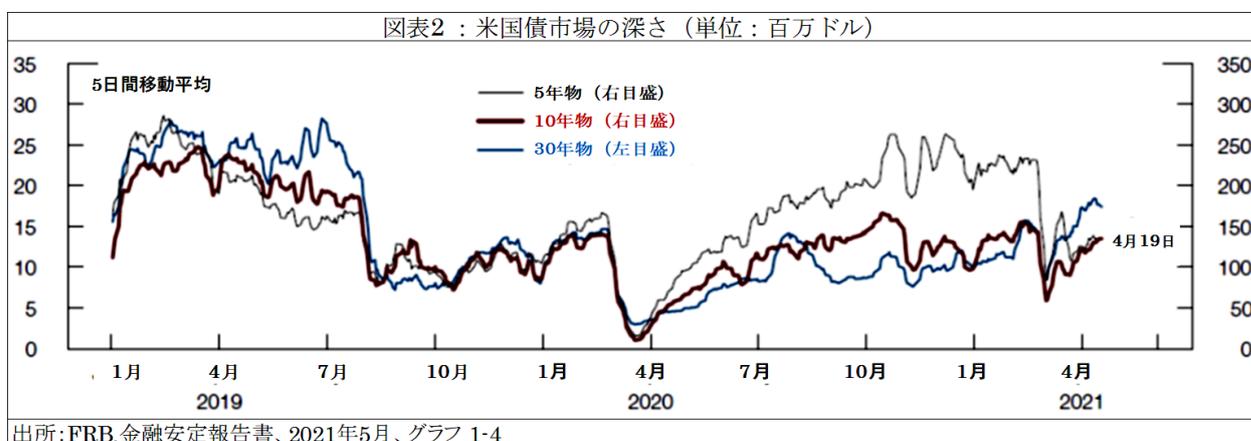
5 ブレイナード理事は、金融安定のための CCyB 利用に言及しているが、クォールズ FRB 副議長は、近年の金融規制の変更点に関するスピーチ “Jet Flight, Mail Bags, and Banking Regulation” , June 03, 2021 で、FRB が新型コロナショック発生前に CCyB を引き上げなかったことが正しかったと述べるなど、CCyB の利用により慎重なようだ。

6 野村総合研究所の井上哲也氏が “Review on Central Banking” で金融安定報告書にコメントされており、(最新では “FRB の Financial Stability Report—Improving conditions” 2021 年 5 月 10 日) 参考にさせていただいた。

米国債市場の動きをみると（図表 1）、米国長期債利回りは経済見通し改善やインフレ期待の上昇と共に、4 月にかけては新型コロナ発生後の低水準からはやや上昇し、期間プレミアムも高まっている。ただし、歴史的な推移と比べれば、利回りは低い水準である。低金利の継続は経済の回復に必要なが、リスク性資産への投資や債務の増加を招く要因でもある。



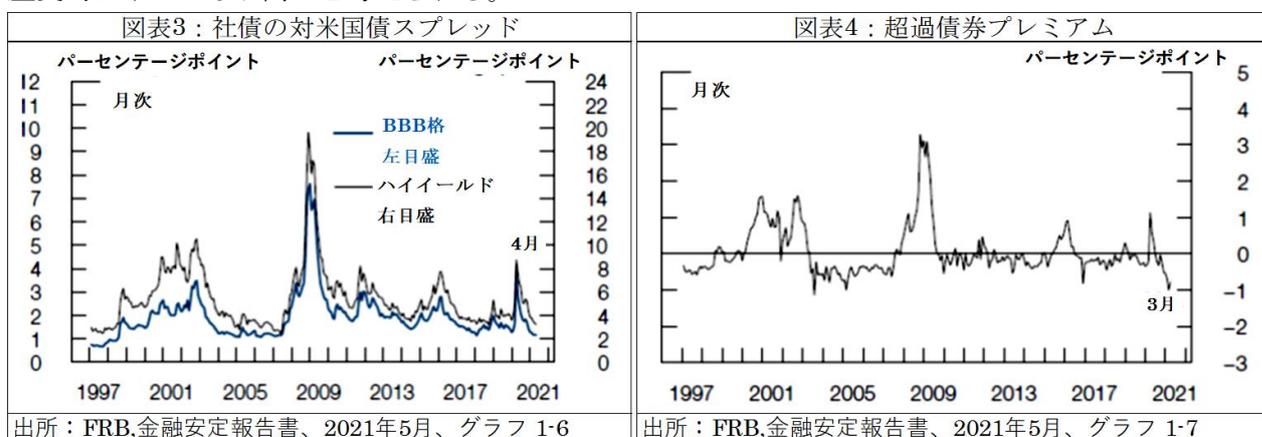
昨年の春の市場混乱時と比べて米国債市場の機能は改善してきているが、市場の深さの指標としてベスト・プライスでの売買可能額をみると、今年 2 月、7 年債入札が不調だった後に悪化し、短中期債市場ではその後の回復が緩やかだった。積極的な財政政策が続く、米国債の発行額が高水準なこともあり、米国債市場の機能の維持については、FSOC（金融安定監督評議会）も注目している。



2. 社債などクレジットリスク商品の評価

米国債利回りがやや上昇するとともに、高格付け社債の利回りも若干の上昇がみられた。一方、低格付け社債の利回りは低下し、米国債とのスプレッド格差は過去の水準と比べるとかなり縮小している（図表 3）。新型コロナの影響が相対的に大きい業種（エネルギー、航空運輸、接客サービス）でもスプレッドが縮小したが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ギャップの尺度、図表 4）をみると、過去との比較では下位 25%範囲で、投資家のリスクアペタイトが高いことを示唆してい

る。詳細は後述するが市場データを用いた分析によれば、社債市場のリスクアペタイトは歴史的にみてかなり高いと考えられる。



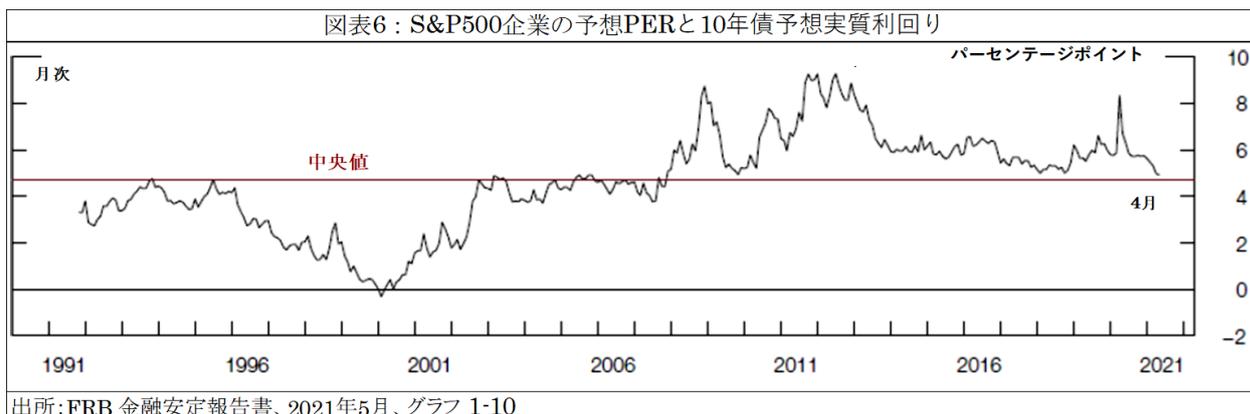
前回（11月）の報告書以降、社債市場の機能は円滑で、売買スプレッドは広がっていない。また、新型コロナに対応したFRBの貸出ファシリティの多くが昨年12月末に期限を迎えたが、市場への影響はみられなかった⁷⁾。社債発行も堅調で、企業は手元資金を増強し調達コストを引き下げている。適格債ではBBB格の発行が増えたが、投機的格付け債では最も低い格付けが活発ではなく、社債発行全般の信用の質は改善している。

3. 株式市場の動向

株式市場では価格上昇傾向が続いているが、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（図表5）。予想PERと10年物米国債実利回りとの差（株式プレミアム）は低下しており（図表6）、投資家のリスクアペタイトの高まりを示唆する。株式プレミアムは、歴史的にみればほぼ中央値にあり極端な低さではないが、過去15年間でみると最低水準近くである。



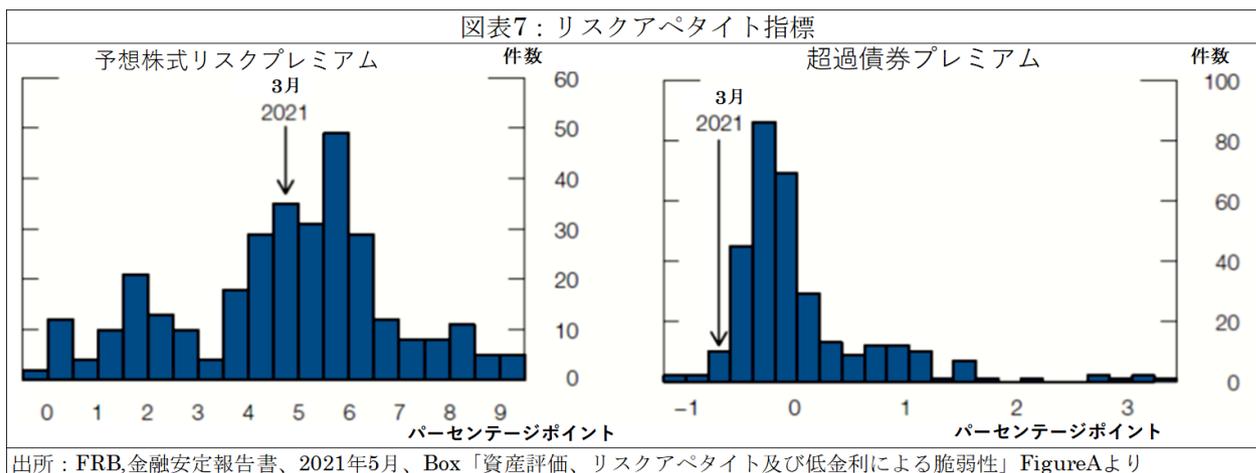
⁷ FRBは6月2日に、既発社債買入れファシリティ（SMCCF）の段階的な売却も公表した。社債など信用リスク関連の資産評価に注意したものと考えられる。FRB：“Federal Reserve Board announces plans to begin winding down the portfolio of the Secondary Market Corporate Credit Facility” June 02, 2021.参照。



市場価格以外のデータを見ると、株式リスクに対する投資家のリスクアペタイトの高さが示唆される。例えば、株式の新規公開（IPO）のペースは1990年代以降でみて高水準だし、IPOでの特別買収目的会社（SPAC）利用率も上昇している。加えて、いわゆるミーム株（SNSなどの情報に基づいて投資家が売買する株式）の取引も活発化している。

4. 投資家のリスクアペタイト

金融安定報告書では、市場データに基づく株式と債券について投資家のリスクアペタイトを参考として推定している（図表7）。株式では、株式益回りと長期実質金利との差の月次データの分布を用いて分析すると、直近（2021年3月）の水準は、歴史的に見た分布の中央付近である（左図）。一方、社債では、超過債券プレミアムの月次データの分布によれば、直近（2021年3月）はかなり低水準である（右図）。これらの指標で見ると、社債へのリスクアペタイトがより高いものと考えられる。



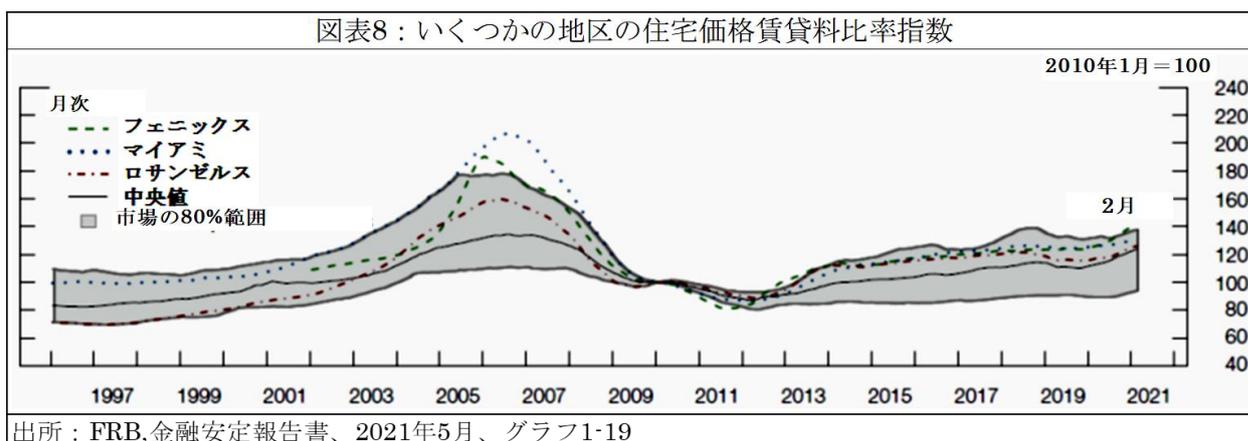
報告書は、FRBが市場データの分析結果だけではなく、前述したIPOやミーム株取引等を含む取引のパターンや引受け基準、投資家のレバレッジにも注目していると説明している。また、低金利の長期化による投資家の利回り追求の動きにも注意している。

5. 不動産市場の動向～住宅価格は上昇傾向

報告書では、商業用不動産や住宅、農地などの価格動向も分析している。他の用途と比べると住宅価格の上昇がより大きいようだ。

商業用不動産（CRE）の価格指数は11月以降に回復しているが、パンデミックで取引が抑制されているため実勢の評価は難しい。REITなどでは、取引情報を鑑定評価の情報で補っており、パンデミック前の水準は回復していないとみられる。商業用不動産市場は、空室率の上昇に加えCMBSの延滞率も高水準で、銀行の貸出態度もタイト化傾向がある。農地価格は全国レベルで緩やかな低下が続いているが、地区連銀の調査では昨年の後半に中西部で若干の上昇がみられた。

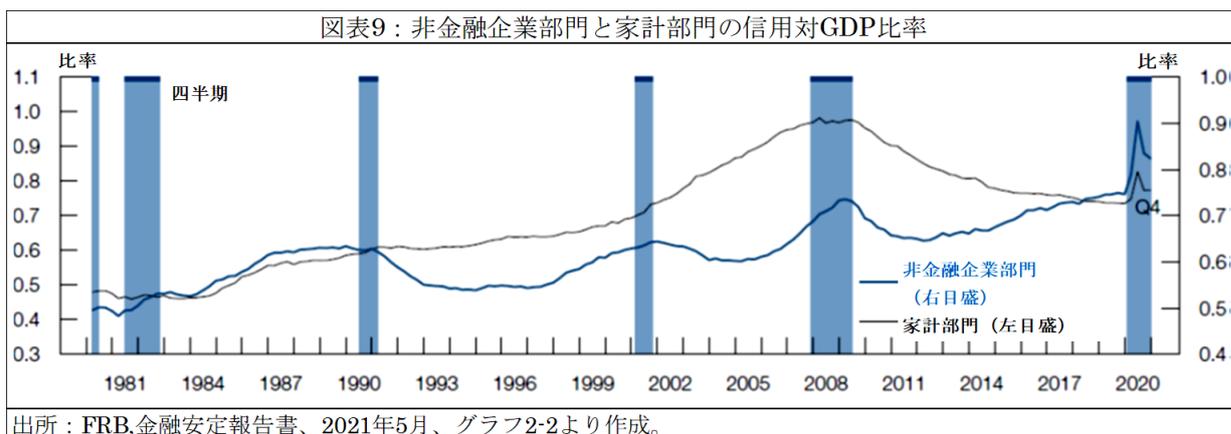
一方、住宅価格は上昇傾向が続いている。全国的な水準は2000年代半のピークに及ばないが、地域別及び住宅の種類別で上昇傾向が広がりを見せており、価格-賃貸料比率も上昇している。低金利が住宅需要を支えていると考えられる。もっとも、多くの住宅ローンが返済猶予の対象となっているため、今後の返済の不確実性に注意が必要である。



III. 企業と家計の借入

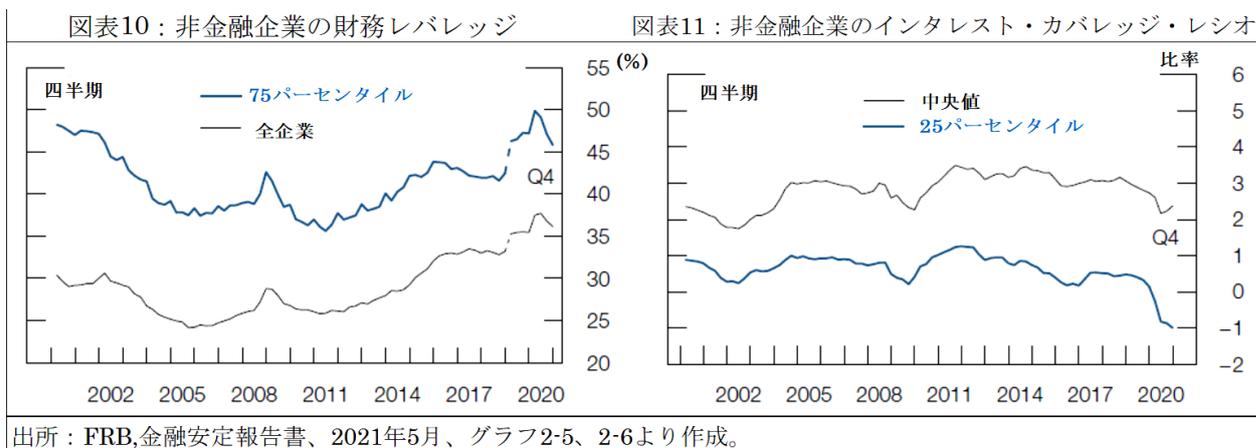
前回の金融安定報告書以降、企業と家計の債務による脆弱性は低下している。企業債務残高は国内総生産（GDP）比で高い水準が続いているが、収益の改善、低金利、政府の継続的支援などで企業の債務返済能力は高まっている。小規模企業の一部は困難に直面しているが、給与保護プログラムを含む政府の支援が続けられている。

家計の債務による脆弱性も全体的には中程度の水準で、家計の借入は信用スコアの高い借り手に集中している。返済猶予や財政プログラムなどの政府の支援や低金利の継続が家計のバランスシートを支え、多くの家計では貯蓄率が上昇し流動性資産保有が増えている。ただし、一部の家計が依然として大きな負担を強いられている点は要注意である。



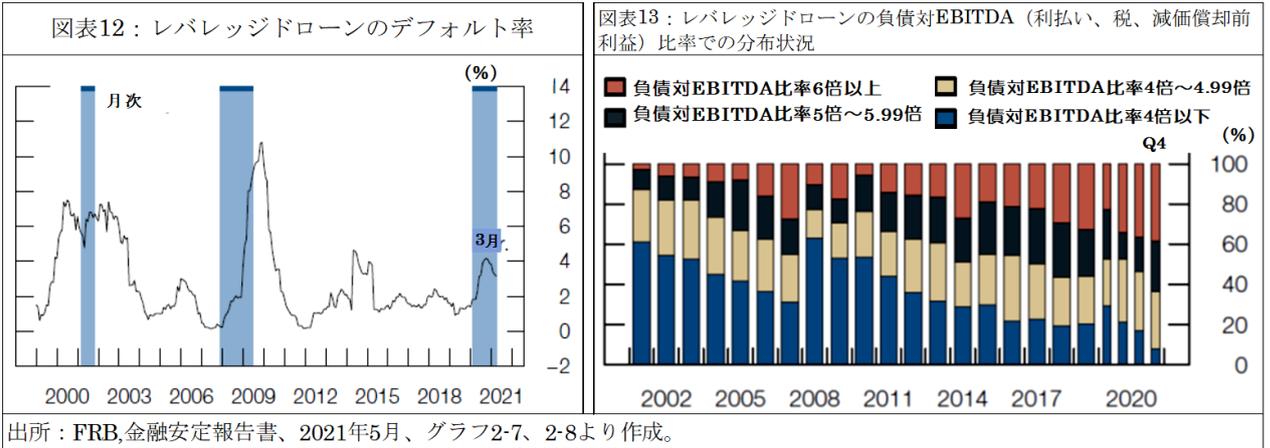
1. 企業の債務返済能力は改善～業種・規模別のばらつきに注意

企業の財務レバレッジ（負債の対総資産比率）は低下し（図表 10）、水準はパンデミック前よりは高いが、流動性資産保有を勘案すると低下が進んでいる。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比率は高いが、これらの業種で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傾向である。収益の回復と低金利継続で金利負担は低下しているが（図表 11）、小規模企業の負担にはより注意が必要である。



パンデミック後に劣化した信用の質も安定化してきた。企業の信用格付け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に占める BBB 格付け比率は、ほぼ半分と高水準だが、予想デフォルト率は低下してきている。なお、新規社債発行による借り換えは、既存債務より満期が長く低金利である。

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は急上昇したが、昨年の夏以降は低下し（図表 12）、格下げのペースも緩やかになってきた。ただし、大手企業の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上昇しており、近年で見ると最も高い水準になっている（図表 13）。

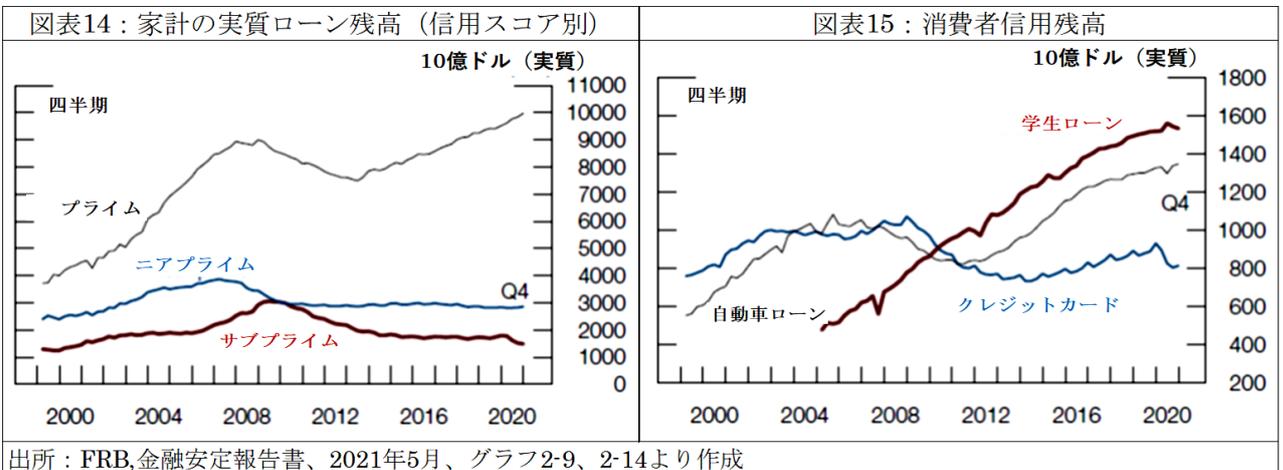


新型コロナの影響で、多くの小規模企業が閉鎖され、営業規模を縮小しているが、営業を継続または再開した企業では信用の質が改善してきている。給与支払保証プログラムによる貸出が多く的小規模企業を支えていることを踏まえると、新型コロナによる制約の解除が進んでも、小規模企業支援の必要性の低下には限度があるだろう。

2. 家計の債務負担能力も向上、家計間の格差に注意

昨年は新型コロナの影響で極めて多くの家計の収入が低下した。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。前回の報告書の公表以降に多くの家計の財務状況は改善し、所得とバランスシートは財政措置と返済猶予プログラムによって支えられているが、信用スコアの低い家計の状況は引き続き要注意である。

昨年末にかけて家計の債務はやや増加したが、信用スコアがプライムの家計による借入が大半を占め、ニアプライムの家計は横ばい、サブプライム家計では減少している（図表14）。家計の借入全体の約3分の2は住宅ローンであり、新規借り入れは信用スコアがプライムの家計の比率が高くなっている。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、こうした措置の延長が家計への追加的な支援となっている。

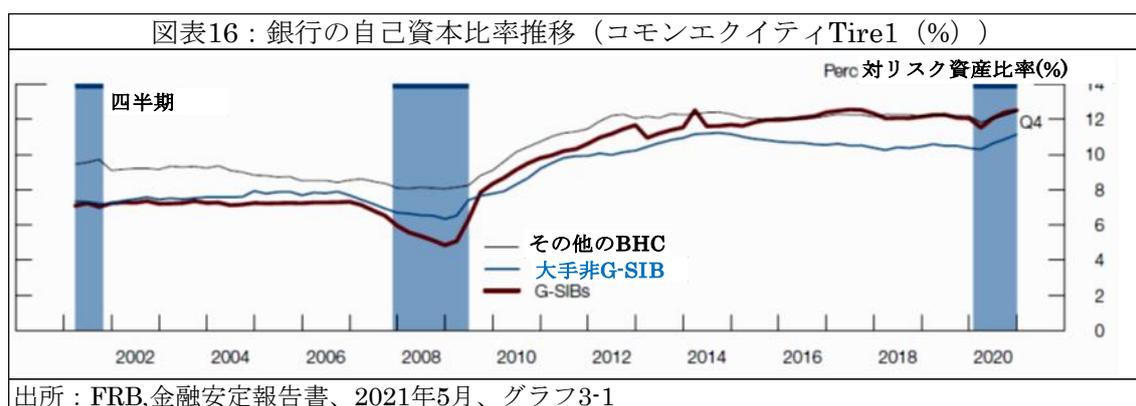


消費者信用が家計の借入の残る 3 分の 1 を占める。総額では 2020 年にわずかに減少したが自動車ローンはやや増加している（図表 15）。借り手の信用スコアはプライムかニアプライムで、延滞または損失緩和対象の自動車ローンの比率は、昨年 6 月に 9% に上昇したが今年 2 月には 4.5% に低下した。クレジットカードの与信残は、消費支出の低迷とカード利用率の低下で減少し、プライムとニアプライム家計の延滞比率は横ばいだが、サブプライム家計で上昇している。学生ローンは相対的に所得が高い層の借入が多く、政府の支援措置もとられているため、金融システムへのリスクは限定的だと考えられる。

IV. 金融部門のレバレッジ

1. 銀行は自己資本比率が上昇

銀行の自己資本比率はパンデミック前の水準を上回っている（図表 16）。株式資本蓄積の源泉となる収益性は回復傾向であり、信用の質も予想よりはよい状態が維持されている。2020 年には大手銀行で配当や自社株買いが制限された。なお、中央銀行準備金や米国債などの低リスク資産がかなり増加したために総資産は増えており、結果として大手銀行では、対総資産資本比率はパンデミック前を下回っている。

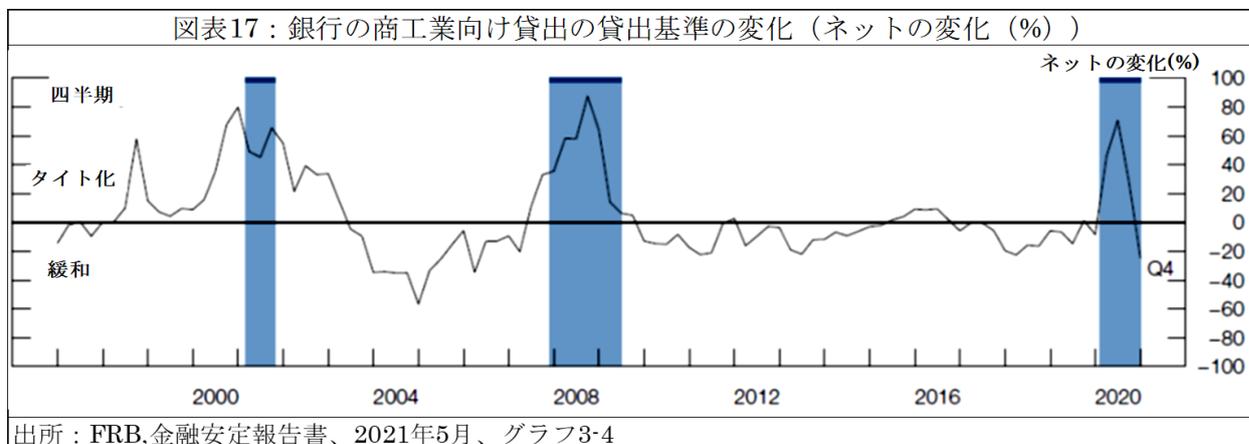


FRB は 12 月に、2020 年の 2 回目のストレステストを実施したが、対象となった全ての銀行がストレスシナリオでも自己資本の最低要件を維持できた。このため FRB は、自社株買い入れ再開を認めている。3 月 25 日には、2021 年のストレステストで自己資本比率の最低要件を達成できた銀行は資本分配の制約を解除することを公表している。

財政・金融政策の効果もあり銀行貸出の質は改善しているが、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が信用の質に与える影響には不確実性がある。銀行の融資担当者サーベイでは、貸出の質の低下を予想している。ただし、貸出意欲は改善がみられ大手行は昨年第 4 四半期に商工業向け貸出の貸出基準を緩和している（図表 17）。

銀行は昨年前半に貸倒れ引当をかなり増やしたため、将来の資産の質の低下へのバッ

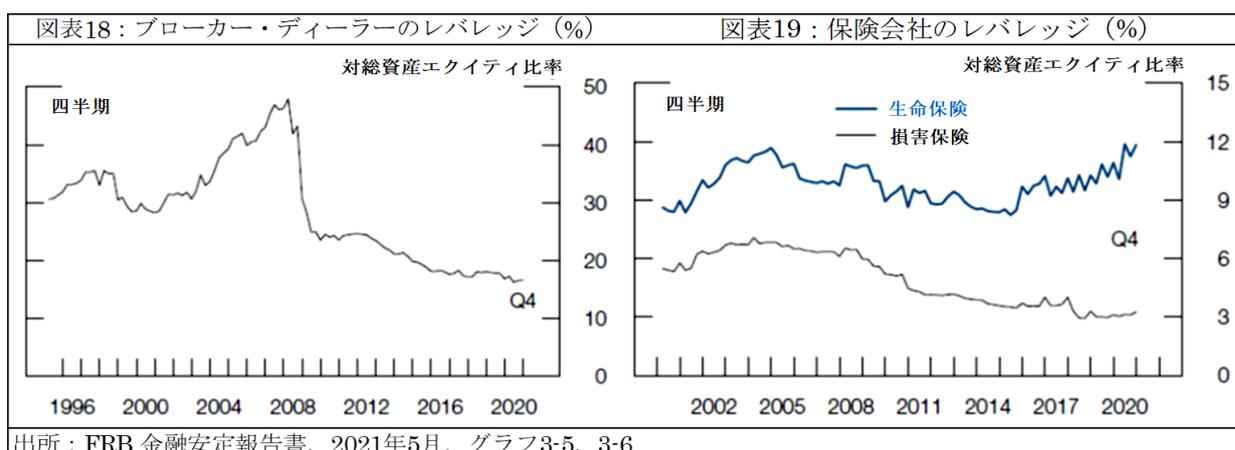
ファーはパンデミック前の水準を維持している。経済見通しが改善し、昨年後半には多くの貸出分類で貸倒引当金の積み増しが鈍化した。商業用不動産向けローンに対しては、信用リスクの上昇に合わせた貸倒引当金の積み増しが行われている。



銀行の収益性は資本蓄積力の主要な要因の一つだが、昨年後半に回復がみられた。貸倒れ引当の減少が寄与し、トレーディングと投資銀行業務の収入が堅固だった。ただし、純金利鞘は低水準であり将来の貸出の質にも不確実性がある。なお、今年第1四半期の米国のG-SIBの収益は堅調だったが、一部でプライムブローカレッジによる損失が生じた。

2. ブローカー・ディーラーのレバレッジは低下、一方、生命保険会社では上昇

ブローカー・ディーラーのレバレッジは歴史的に低い水準である（図表18）。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）の一時的な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の修正につき市中協議を予定している。



生命保険会社はレバレッジ比率が高くなっている（図表19）。生命保険会社は社債やCLOにかなり投資しており、企業部門のリスクへの脆弱性がある。CRE債への投資が多いことにも注意すべき点である。一方、損害保険会社のレバレッジは低水準である。

3. ヘッジファンドや NBF1（ノンバンク金融仲介機関）の動向に注意が必要

入手可能なデータに基づく限りヘッジファンドのレバレッジは平均よりやや高い程度なのだが、データの限界に注意が必要である。ヘッジファンドのレバレッジに関するデータにはいくつかがあり、時間的な遅れもある。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に関する融資担当者サーベイなどからは、レバレッジの水準がやや高いとみられる。なお、FSOC の求めによりデータ改善とリスクの特定、金融システム強化のため、ヘッジファンド WG が活動を再開した⁽⁷⁾。

最近の事例は、金融システムに緊張をもたらしかねないヘッジファンドや他の高レバレッジ金融機関などのさらなる透明性が必要なことを明らかにした。ミーム株のショートポジションでヘッジファンドの損失が発生し、アルケゴス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。幅広い市場への波及は限定的だったが、NBF1 の支払い不能が、金融システム全般に影響しうることを示唆されている。

証券化の動向をみると、エージェンシーMBS を除くと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）の発行は堅調で、2021 年に入って CLO の発行が増えている。金利コスト引き下げを目指し、CLO マネージャーが既存の CLO のリファイナンスやリストラクチャリングを活発化している。CLO の裏付けとなるローンの質は、2020 年央と比べると改善している。

銀行の NBF1 向け貸出は潜在的な金融システム内のストレス伝達経路になる。大手銀行の NBF1 向け貸出のコミット額は昨年末に 1.6 兆ドルに達した。内訳ではオープンエンドファンド、CLO や ABS の特定目的事業体、不動産金融会社などが多い。銀行のクレジットラインは NBF1 の流動性を補完するが、ストレス時に利用されレバレッジを高める。実際に昨年 3 月には NBF1 のクレジットの使用率が急上昇した。ただし、NBF1 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 による資金調達市場の安定化策が NBF1 の流動性リスクを低下させたと考えられる。

V. 資金調達リスク

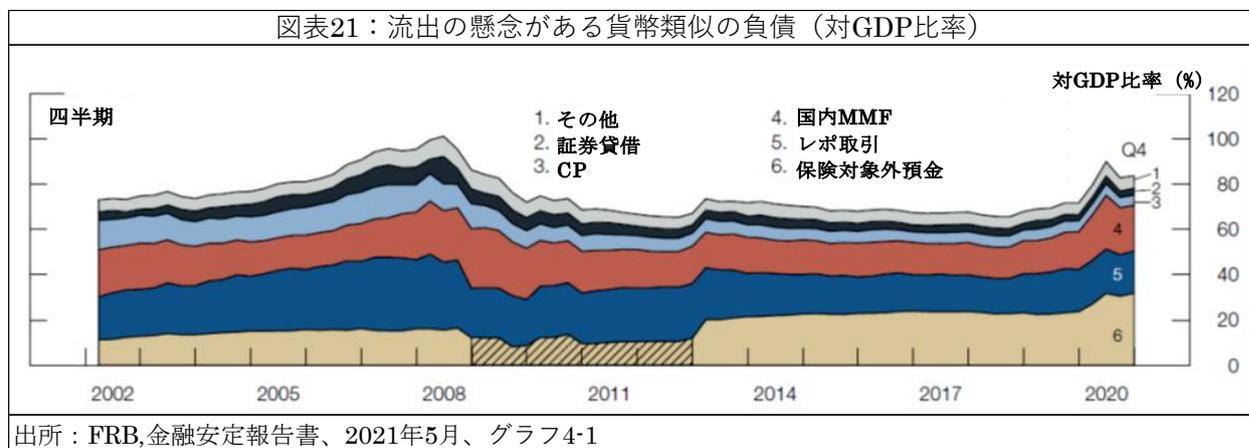
1. 銀行の流動性リスクは低下、プライム MMF などに注意

大手行の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く。昨年末に流出の懸念（runnable）がある負債⁽⁸⁾は 13.6% 増加し 17.7 兆ドル、対 GDP 比 85% に達した。預金保険対象外の預金と政府債 MMF の増加

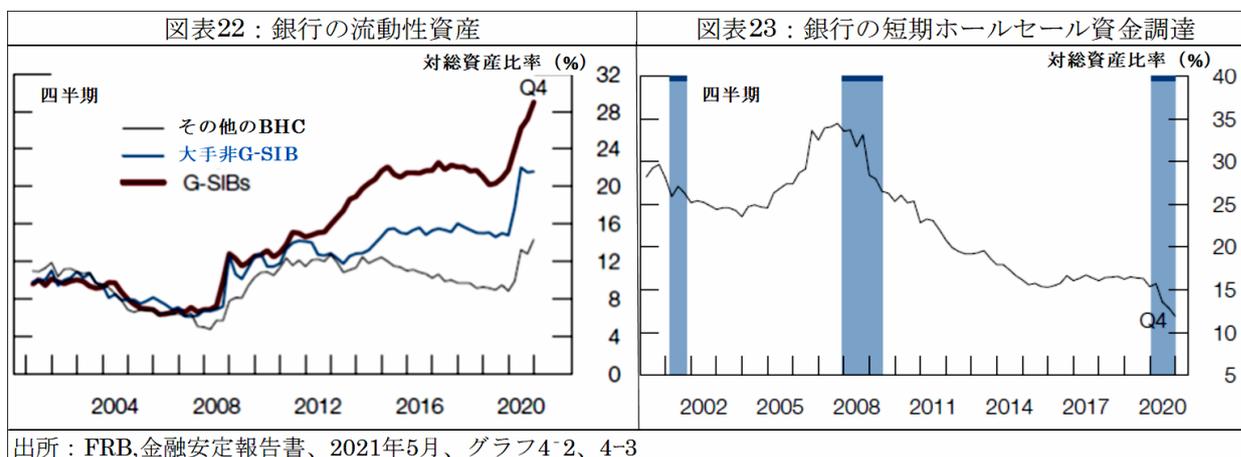
7 U.S. Treasury : “ Readout of Financial Stability Oversight Council Meeting on March 31, 2021 ” を参照。

8 FRB: Jack Bao, Josh David, and Song Han “FEDs Notes, The Runnables” September 3, 2015 を参照。

が大きかった（図表 21）。MMF や債券投信の急な解約は昨年 3 月の市場混乱の主要因であり、FRB などは緊急貸出や規制緩和で対処した。規制当局は MMF と債券投信の構造的な脆弱性への対応を検討している。



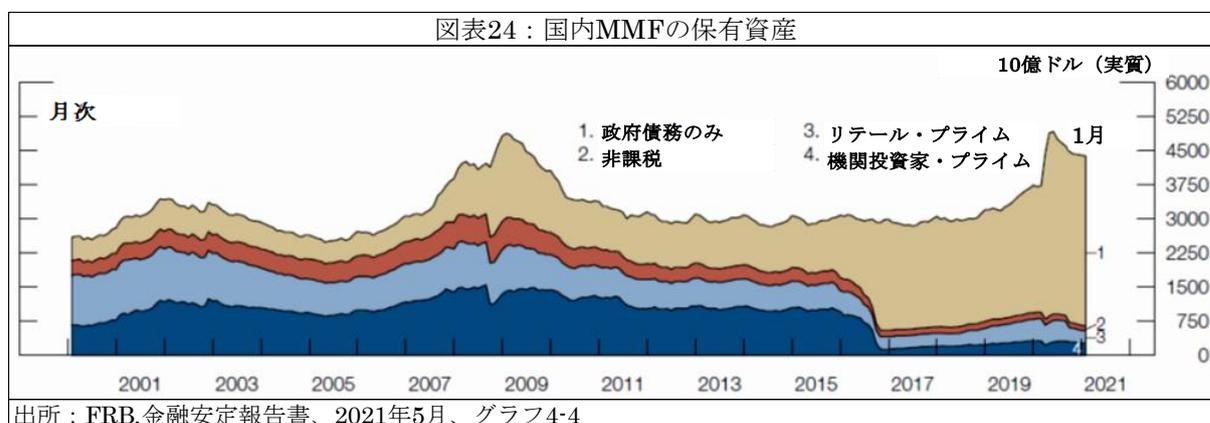
高品質の流動性資産の保有により国内銀行の資金調達リスクは低水準である。これには当局による流動性規制・監督の強化と流動性リスクに対する銀行の理解と管理の改善が寄与している。中央銀行準備金などが増加し（図表 22）大半の大手行の流動性比率は、かなり規制要件を上回っている。加えて、銀行の短期ホールセール資金調達比率は低下している（図表 23）。これはパンデミック以降に、財政支援や予防的貯蓄、家計や企業の安全資産選好によって国内銀行に多額の預金が入ったためである。



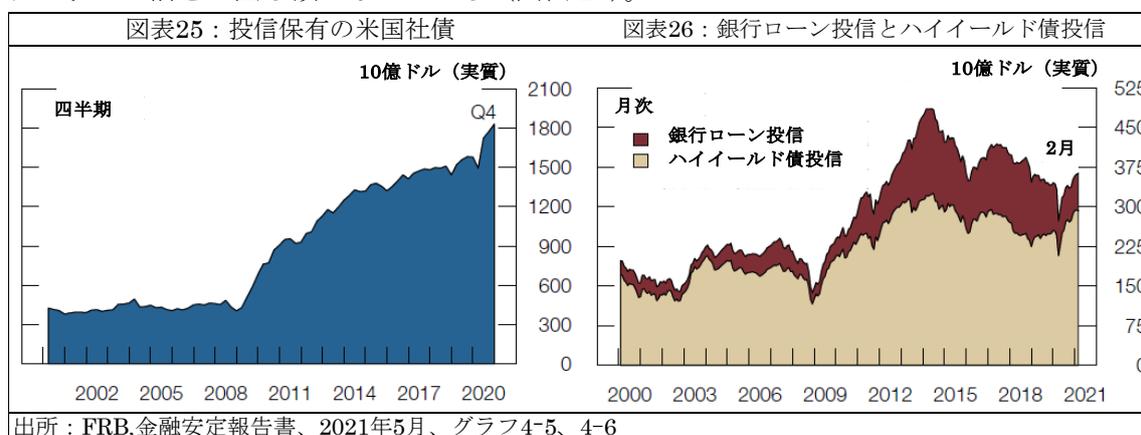
2. MMF と債券投信の流動性リスク

昨年以降、プライム MMF と非課税 MMF の資産は減少している。昨年後半に、いくつかの大規模プライムファンドが閉鎖や政府債ファンドに転換され、プライム MMF の運用資産は減少した。ファンドの運用資産の売却が難しくなっても投資家は日次で解約可能であるため、流動性変換に伴う脆弱性がある。大統領 WG が MMF への対応策を公表し

SEC がコメントを求めているが⁹⁾、スイングプライシングや資本バッファーなどの改革が適切に行われれば、MMF からの資金流出に伴うリスクを削減できるだろう。なお、FRB が短期資金市場への対応として導入した MMF 流動性ファシリティと CP 買入れファシリティは今年 3 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。



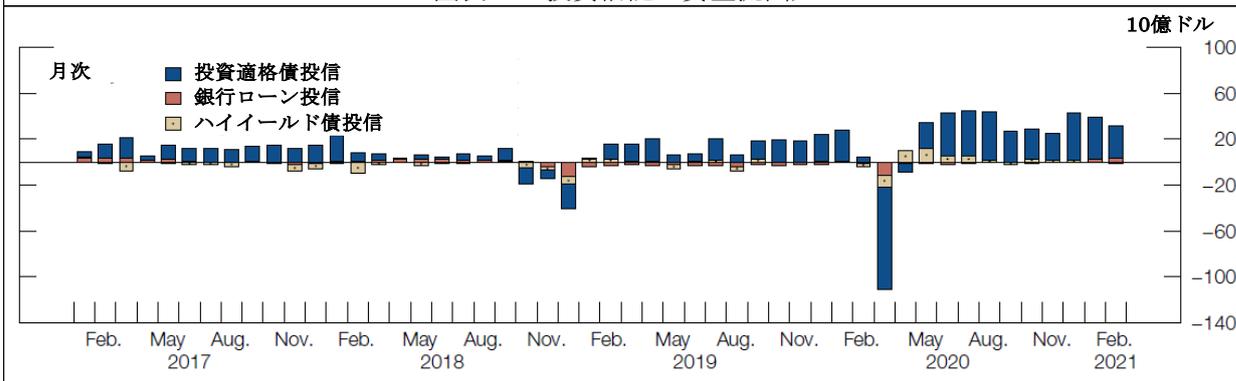
社債や銀行ローンで運用する投資信託も、流動性変換リスクに晒されている。投資信託が保有する社債の金額は、昨年第 4 四半期には 1.8 兆ドルにまで増加し、これは社債残高の約 6 分の 1 になる (図表 25)。ハイイールド債ファンドバンクローンファンドはリスクが高い低流動性の企業債務を保有している。こうしたファンドの残高は、今年 2 月にパンデミックの前を上回る額になっている (図表 26)。



昨年 3 月に発生した急な資金流出は、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投資信託の持つ構造的な脆弱性を明らかにした。その後の推移をみると、投資家心理の改善や様々な緊急ファシリティによる流動性補完により状況は安定化し、投資信託への全般的な資金流入が続いている (図表 27)。

9 MMF の動向と SEC の要請への米国投資会社協会 (ICI) の反応は、明田雅昭：“図説アメリカの投資信託市場 (2020 年データ更新版) と 2020 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 2021 年 5 月を参照。

図表27：投資信託の資金流出入



出所：FRB,金融安定報告書、2021年5月、グラフ4-7

CCP では担保要件が維持され、財源に占める FRB 準備金の比率上昇し、パンデミック前と比べ市場ボラティリティ増大に対する脆弱性は低下した。ただし、一部のブローカーにはミーム株取引関連（オプションなど）の証拠金増加が影響している。なお、生命保険会社では流動性リスクの上昇傾向が続いている。資産運用では CRE や低流動性の企業債務やオルタナティブ投資などが増え、調達は償還がしやすい負債の比率が高まっている。

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

今回の金融安定報告書では、国際経済の円滑な運営にはドル建ての信用供与やドル資金決済が重要なことを指摘し、グローバルなドル資金調達市場の脆弱性を Box で取り上げている。分析は米国に拠点を持つ外国銀行（FBO）に焦点を当て、主に米国経済への影響に注目している。新型コロナショックによるグローバルなドル資金調達市場の緊張に対しては、FRB と各国の中央銀行が協調して対応したが、報告書は米国経済と金融システムの安定に有益だったことを指摘し、米国にとっての有用性を強調している。

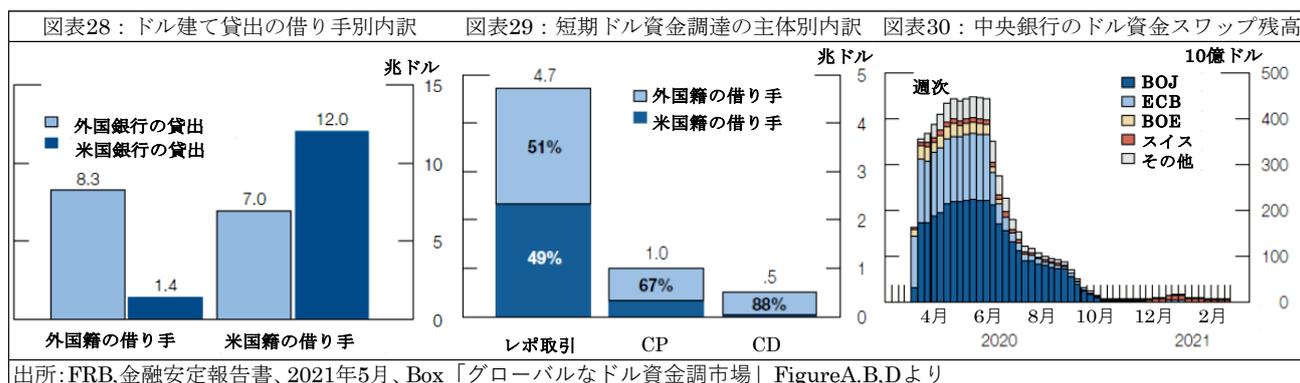
ちなみに、リーマンショック時を振り返ると、米国拠点でのドル資金調達を米国内で活発に運用していた外国銀行は、ドル資金の流動性リスクがかなり高く、当時も FRB は主要中央銀行と連携してドル資金を供給した。だが、危機後には金融機関全般への批判が強まるとともに、外国銀行に対する規制・監督も強化されてきた⁽¹⁰⁾。報告書の記述はこうした経緯を踏まえたものとみられる。

FBO 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 7 兆ドル、米国外 8.3 兆ドル、計 15 兆ドルの信用供与を行っている（図表 28）。米国の商工業貸出でも約 4 分の 1 を FBO の米国拠点が供給している。一方、調達面では、FBO は短期資金調達

10 外国銀行の規制強化の経緯は、Daniel K. Tarullo, “Regulating Large Foreign Banking Organizations” FRB, Speech, March 27, 2014 を参照。

市場のレポ取引、CP、CD で主要な借り手である（図表 29）。米銀と比べると FBO は、一般的にはリテール預金の調達が少ない、ホールセール市場に大きく依存している。

また、FBO への資金供給に占める米国外機関のシェアが増えている。流動性要件の適用によって、外国銀行の中間持ち株会社の強靱性は改善しているが、外国銀行の支店には流動性規制は完全には適用されず、それぞれの母国当局による連結ベースの流動性要件の対象である。ドル資金調達市場が止まれば、FBO は大きな影響を被りかねず、米国の家計や企業への貸出の急減や資産処分によって米国経済にストレスを伝播しかねない。



米国とグローバルなドル資金調達市場への新型コロナショックの影響で、FBO は米国市場での調達が制限され、オフショア市場で金利が上昇した。同時に米国企業によってクレジットラインが引出されたため FBO のドル資金需要は急増した。こうした状況を受けて FRB は、ドル資金流動性スワップラインを拡張、各国中銀・通貨当局向け流動性ファシリティ (FIMA Repo Facility) を創設した。スワップラインを利用した母国中央銀行からのドル資金の利用により、FBO は米国企業への信用供与の継続と流動性資産バッファー増強ができた。ユーロ圏と日本が FRB のスワップラインの主な利用者であった（図表 30）。

VI. 近い将来の金融システムへのリスク

ワクチン接種進展や財政支援、経済改善と金融緩和が金融情勢とリスク性資産の高価格を支えている。また、パンデミック終結の不確実性は引き続きリスク要因である。FRB は内外の政策当局者などと議論して定期的にリスクを点検し、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、長期金利上昇などによる新興市場諸国や中国での状況悪化リスク、などを検討している。また、市場関係者に対する調査も行っているが、最新の調査では変異株への懸念が最も多かった（図表 31）。

①パンデミックの影響継続と米国経済回復の遅れ

変異株などの影響でパンデミックが長期化すれば経済が下押しされ、様々な脆弱性が相互作用して米国の金融システムへのリスクになる。資産価格の大幅下落、高レバレッジ企

業の収益弱体化とデフォルト、余裕のない家計の状況悪化が銀行への圧迫要因になる。

銀行のレバレッジは低いですが、NBFIの一部や生命保険、ヘッジファンドには高レバレッジのものがあり、資産価格急落と資金調達面のリスクに晒されている。プライムMMFや債券投信は資金市場の緊張と急な解約に脆弱である。デジタル決済システムとの相互作用からの潜在的リスクもあり、追加的な安全措置と規制当局のモニタリングが必要である。

②欧州のパンデミック長期化

パンデミックの影響が残る欧州で金融ストレスが生じれば米国にも波及する。欧州の当局は財政・金融政策による支援と規制・監督上の措置を維持しているが、新型コロナウイルスを抑えられず経済活動の低迷が続けば、資産の質が予想以上に劣化しかねない。また、支援策撤回が早すぎると、システム上重要な欧州の金融機関がかなりの損失を被りかねず、その場合は米国の経済と金融システムにも悪影響が及ぶだろう。

③長期金利上昇などによる中国を含む新興市場諸国での状況悪化

新興市場諸国では、ウイルス対策の遅れやグローバルな長期金利の上昇、財政の余力低下が金融安定へのリスクになりうる。新興市場諸国の政府や企業は、金利上昇による返済負担増に脆弱であり、多大な資本流出の懸念もある。財政に余力がないと経済、金融の問題への対応策が制約される。新興市場諸国の問題は米国にも影響する。

中国の経済回復力は強いが、政府と企業の債務水準や、金融部門の脆弱性、不動産価格上昇などの懸念がある。当局は支援を継続しつつ不動産市場の鎮静化策を取り始めているが、投機が抑制できないと脆弱性が高まり、不動産価格急落は開発業者への打撃になる。中国经济と金融システムの規模、貿易での結びつきを考えると、中国での問題が生じれば、グローバルな金融システムに波及し、米国経済にも悪影響を及ぼしかねない。

(参考) 市場関係者調査結果の概要

ブローカー・ディーラー、投資家、政治アドバイス会社、学識経験者などを含む市場関係者への調査では、変異株が最大の懸念材料だが、予想より早い経済回復と大規模な財政・金融面での刺激策による市場・経済へのショックも懸念されている。

・ワクチン接種での課題：ワクチン耐性のある変異株が経済回復を阻害することへの懸念がみられた。なお、前回調査ではワクチン開発・承認の遅れによるパンデミックへの懸念が多かった。いずれの調査でも、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、反動に対して脆弱になっているという指摘が多かった。

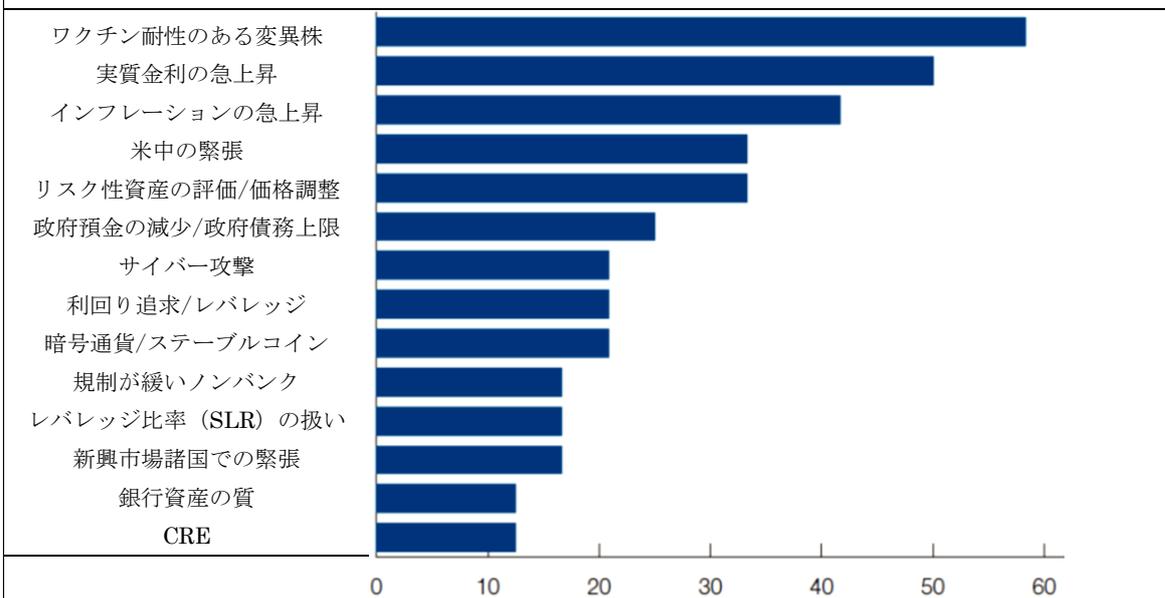
・実質金利の急上昇と高すぎる資産評価：予想より早い金融緩和の解除や米国債発行の拡

大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。様々な資産が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。

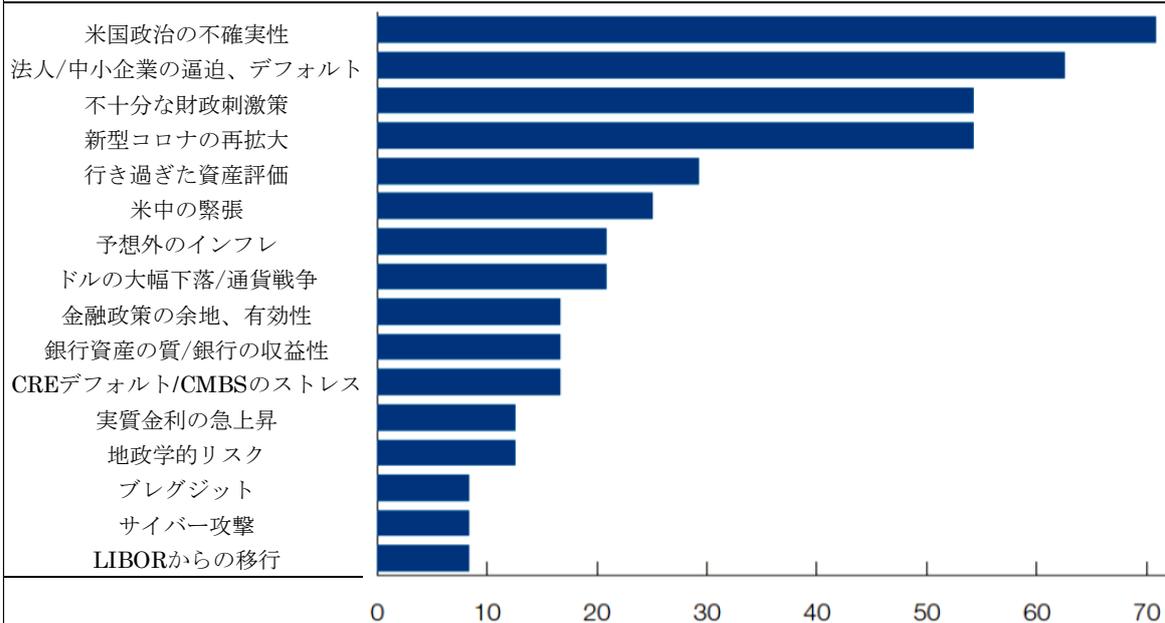
- ・政府預金の減少：何人かの回答者は、準備預金の増加が続き一部の短期金利をマイナス領域に押し下げ、金利変動を増幅しかねないとしている。政府預金口座の予想しがたい変動も指摘されている。政府債務上限の交渉も不確実性を高める。準備預金の増加が市場のフロス（泡）を増加させる懸念もある。

- ・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している。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。

図表31：今後12～18ヶ月の間で予想される最も大きなショック要因（市場関係者サーベイ：2021年春（%））



今後12～18ヶ月の間で予想される最も大きなショック要因（市場関係者への調査：2020年秋（%））



出所：FRB,金融安定報告書、2021年5月「金融システムへの近い将来のリスク」より

VII. 結論に代えて

今回の金融安定報告書は、米国経済のパンデミックからの回復状況を確認し、資産評価や企業と家計の債務、金融部門のレバレッジ、流資金調達リスクの側面から、金融システムの安定を分析している。金融システム全般について大きな懸念は指摘していないが、注意すべきいくつかの点を論じている。

まず、低金利と投資家のリスクアペタイトの高まりで、資産評価は高水準になっており、急な修正が生じた場合には金融システムに影響する懸念がある。報告書は、低格付け社債の信用スプレッドのタイト化や株式リスクプレミアムの縮小に注目している。パンデミック終息には変異株などでの不確実性もあるが、金融緩和継続の副作用に注意が必要であろう。経済回復が着実に進んでインフレーションの懸念が高まれば、FRBの姿勢が変化する可能性もあり、投資家心理の急な変化とその影響には注意が必要になっている⁽¹⁰⁾。

また、報告書は、企業と家計の債務水準は全体的には横ばい傾向だが、小規模企業や一部の家計の返済能力に懸念があることを指摘している。金融部門のレバレッジでは、大手銀行では自己資本比率が上昇し懸念すべき点は大きくないが、ノンバンク金融仲介機関、特にヘッジファンドに関しては、データの改善を図りつつ監視を強める必要性が強調されている。資金調達面でも銀行の流動性管理は強化されてきたが、MMFや投資信託などは急な資金流出への構造的な脆弱性があり、対応策を検討すべきだと指摘されている。

今後のプルデンシャル政策に関しては、冒頭で紹介したようにブレイナード理事は金融緩和が続く場合にCCyB（カウンターシクリカル・バッファー）引き上げる可能性を示唆している。ただ、現状でも銀行の自己資本比率は上昇傾向であり、銀行の強靱性をさらに高めることが金融システムの安定に及ぼす効果は必ずしも明確ではないだろう。

ヘッジファンドやプライムMMFや、債券投信を含むNBFIに対する政策手段は限られているが、モニタリング強化や規制の強化での対応が考えられる。市場と金融システムの安定に向けたノンバンクや資本市場に対する規制・監督の動きに注意していきたい。

以上

11 米国と日・欧で金融政策に大きな違いが生じた場合の国際金融システムと非米系銀行のドル資金調達への影響については、中曾宏“金融政策分岐と国際金融システムの安定性—安全資産需給の視点から—”日本銀行、国際銀行協会主催講演会における講演の邦訳、2017年1月20日、が参考になった。