

《新型コロナシリーズ No.30》

コロナ危機により増幅する金融リスク ～ 金融当局による“ポストコロナ”への対応が重要に ～

調査部
金融リサーチセンター

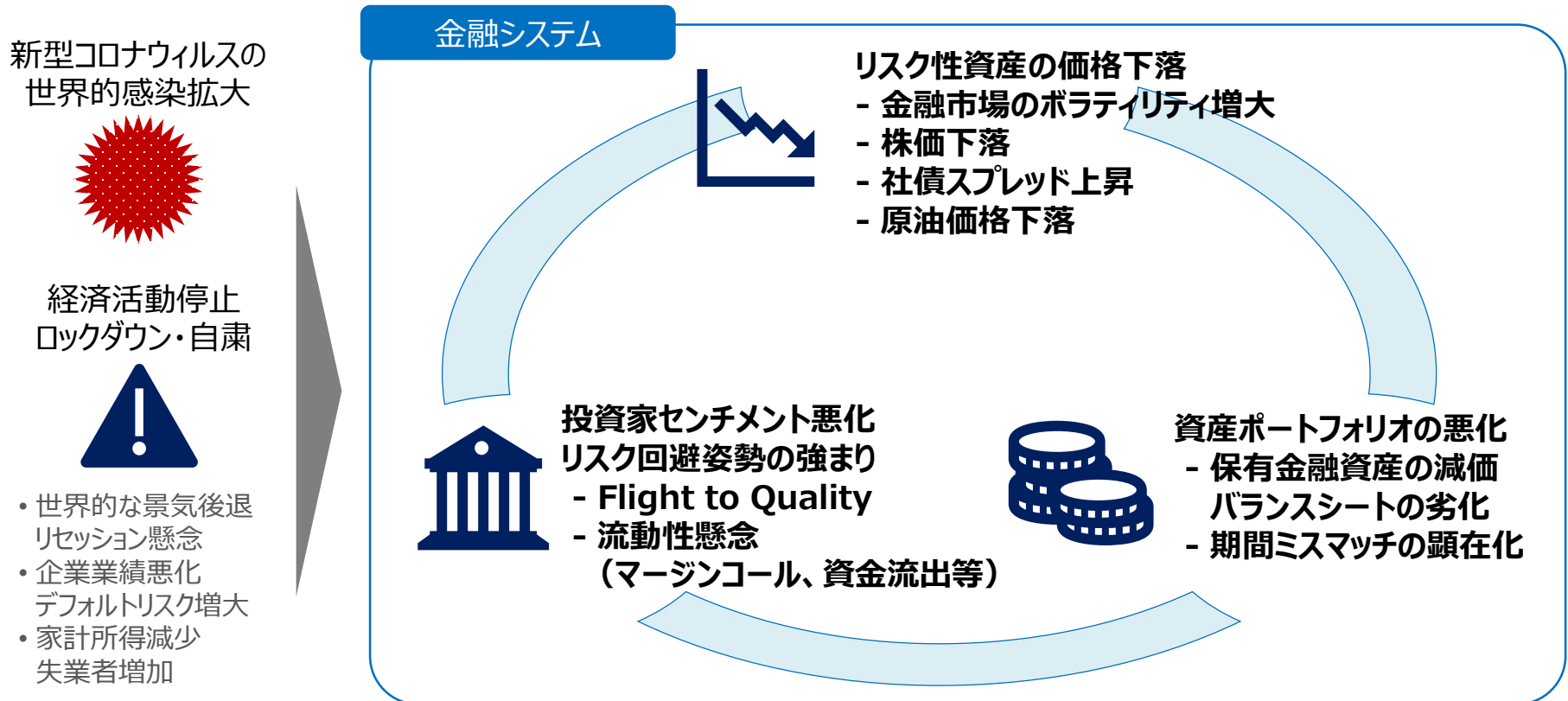
2020年6月16日
No.2020-007

- ◆ コロナ危機により、国際金融市場は大きく混乱したが、中央銀行による潤沢な流動性供給等により、初期の混乱は収束した。もっとも、金融リスクへの対応はこれからが本番と言える。IMFや主要中央銀行は、今後のリスクとして、①コロナ危機長期化に伴う企業・家計債務への悪影響、②新興国・フロンティア市場での金融不安、③銀行セクターの低収益長期化、等を指摘している。
- ◆ 企業セクターについては、金融危機後に急拡大した高リスクのクレジット市場の脆弱性が懸念材料。積極的なリスクテイクを行う機関投資家等のノンバンクセクターにおけるリスクが高まっている状況。このほか、ユーロ圏諸国におけるソブリンリスクや、新型コロナウイルスの感染者が拡大している新興国での財政リスクや通貨リスクにも注意が必要。
- ◆ 今回のコロナ危機によって顕在化した金融リスクの背景には、金融危機後の緩和的な金融環境がもたらす副作用が存在する。そのため、金融システムの脆弱性という点では、今回の大規模な金融緩和は、寧ろ問題を大きくしたと言える。
- ◆ 今後重要となる金融当局による“ポストコロナ”の対応として、以下の項目が挙げられる。
 - － ソルベンシーリスクへの備え
コロナ危機、並びにその後のポストコロナの経済・社会情勢を受けた国内外企業の財務状況への影響を注意深く見ていく必要あり。
 - － ノンバンクセクターを中心した金融リスクのチェック
ノンバンクセクターにおける金融リスクの高まりに備え、各国当局は、各金融機関が過大なリスクテイクを行っていないか、定期的にチェックすることが肝要。また、必要に応じて、規制・監督の強化も検討すべき。
 - － 危機対応で緩和した金融政策の適切な修正
超緩和的な金融環境を受けた投資行動の歪み、金融不均衡といった副作用の顕在化を抑止するためにも、各国中銀は実体経済の動向を踏まえつつ、危機対応で緩和した金融政策を適切に修正していくことが求められる。

1. コロナ危機を受けた金融市場の混乱と政策対応

(1) 初期フェーズにおける金融ショック (概念図)

- コロナ危機を受けた市場の動きを振り返ると、世界的な感染拡大を受けて、2月下旬から投資家のセンチメントが急激に悪化。リスク性資産の価格が急落するなか、流動性懸念も高まり、投資マネーは逆流。とりわけ、クレジット市場や新興国市場など、相対的に高リスクのセクターから資金が流出。
- その後、主要中央銀行による潤沢な流動性供給や資産買入等の措置により、市場の不安心理は改善。各種マーケット指標は落ち着きを取り戻した状況。

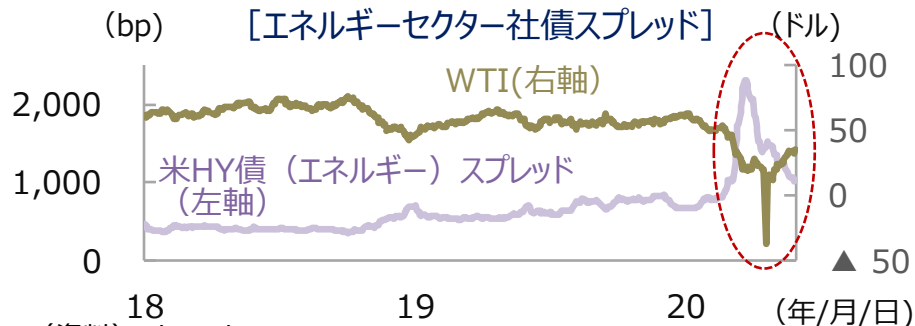
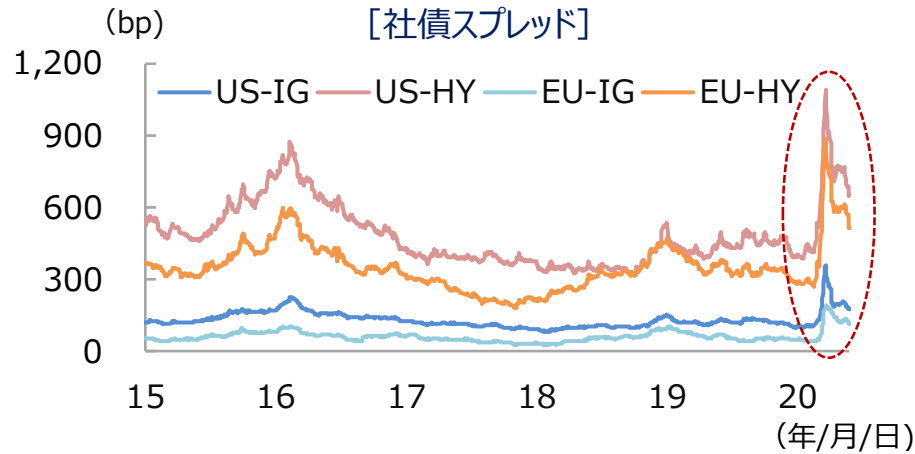


1. コロナ危機を受けた金融市場の混乱と政策対応

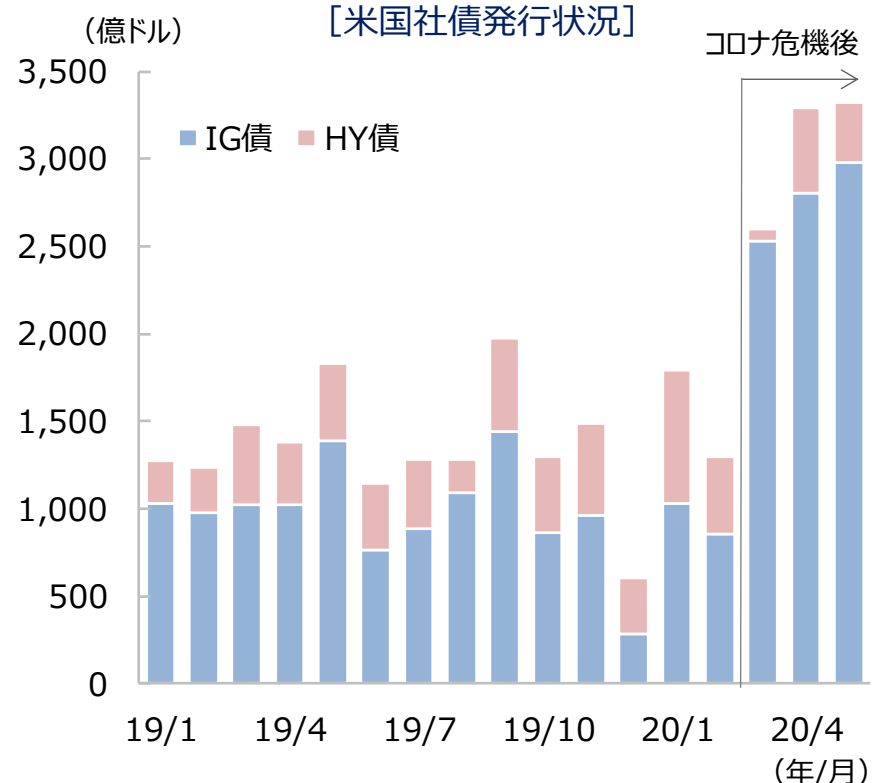
(2) 初期フェーズにおけるクレジット市場の動向①

- クレジット市場のうち、投資適格社債（IG債）とハイールド社債（HY債）で、2月下旬からスプレッドが急上昇。とりわけ、原油価格が急落したエネルギーセクターでの影響が顕著。
- 米国では、3月、手許資金の確保のために、IG債の発行が急増する一方、スプレッドが高止まりしていたHY債の発行は急減。

欧米社債市場



(資料) Bloomberg L.P.



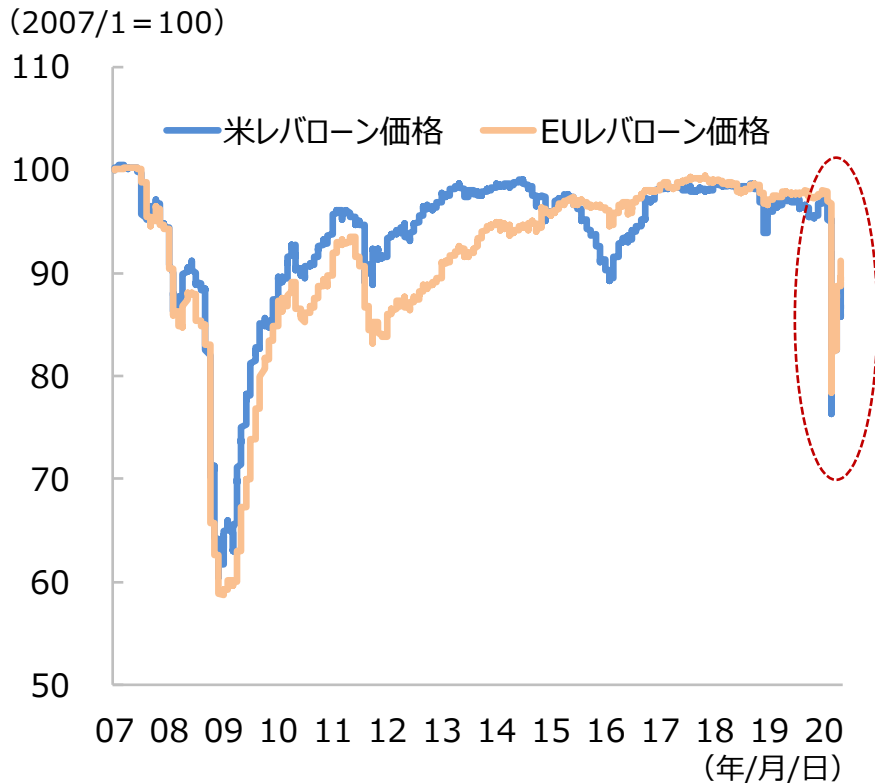
(資料) IMF「Global Financial Stability Report (2020/04)」、Bloomberg L.P.

1. コロナ危機を受けた金融市場の混乱と政策対応

(2) 初期フェーズにおけるクレジット市場の動向②

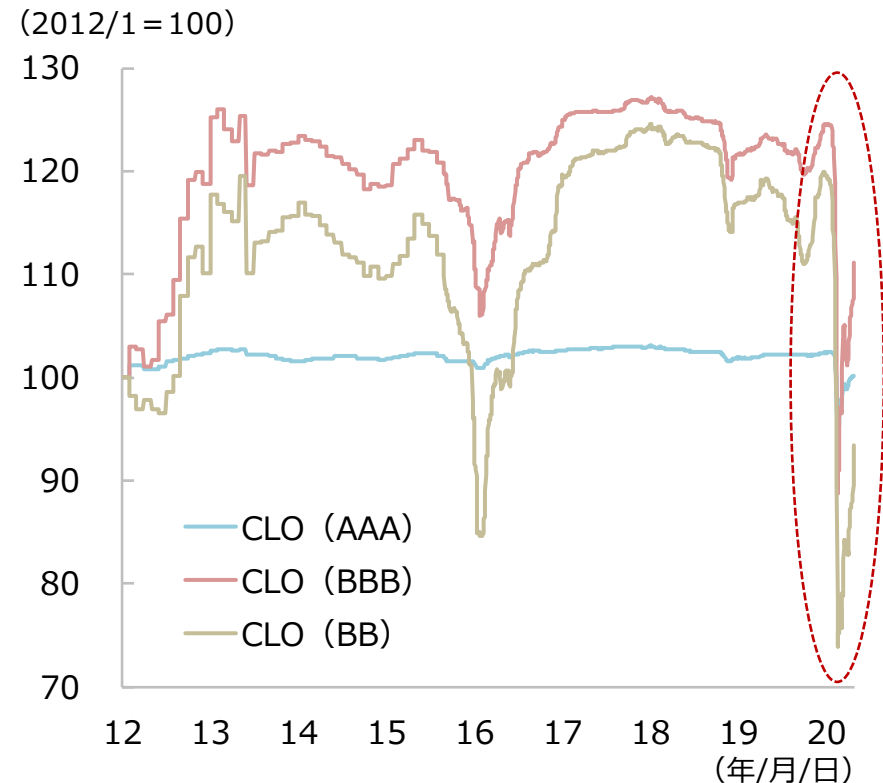
- また、信用力の低い企業向けの融資であるレバレッジドローンの価格、それを証券化したCLOの価格は、いずれも3年半ばに急落。その後、金融市場の緊張緩和により、やや回復したが、危機前の水準には戻らず。

レバレッジドローン価格



(資料) Bloomberg L.P.

CLO価格



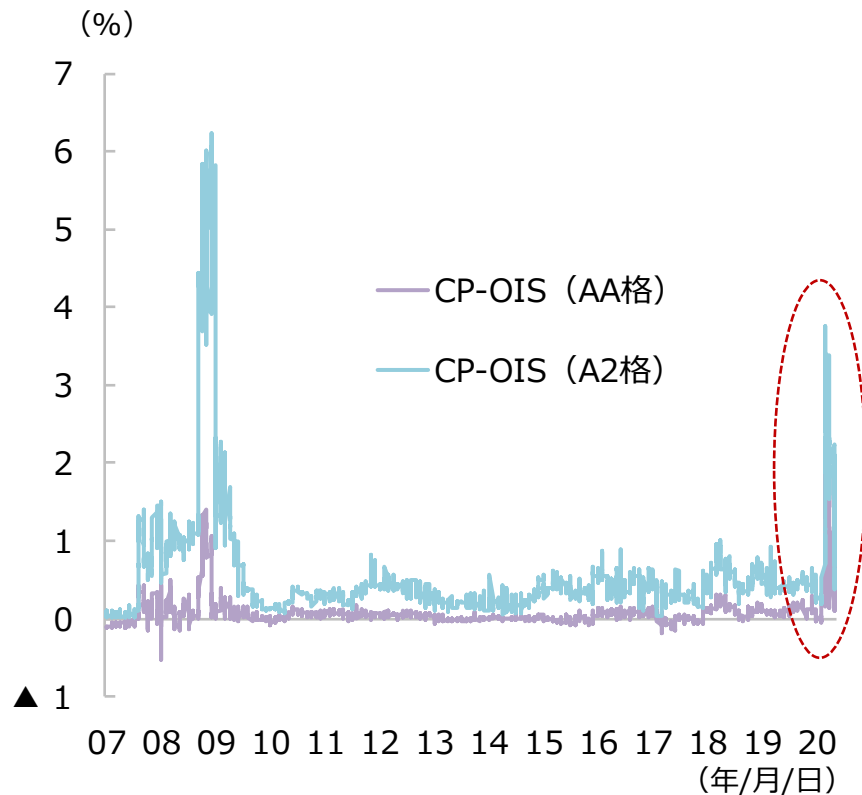
(資料) Bloomberg L.P.

1. コロナ危機を受けた金融市場の混乱と政策対応

(2) 初期フェーズにおけるクレジット市場の動向③

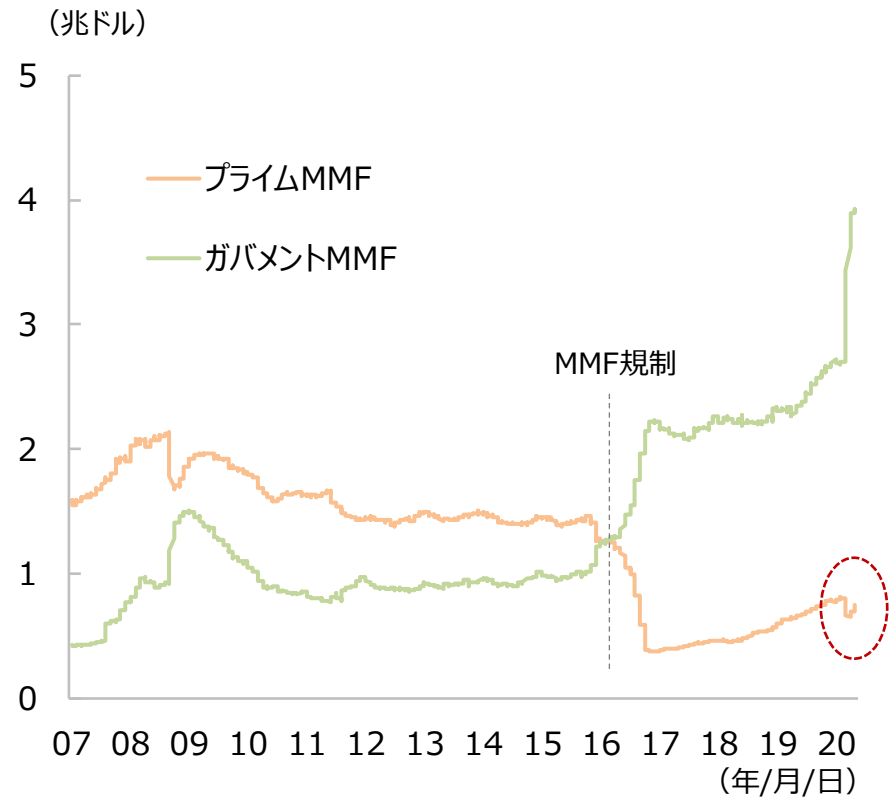
- さらに、企業の短期資金調達手段であるCPのスプレッドも上昇。CPを主な運用資産とするプライムMMFから資金が流出したことで、CPを売却する動きが広がったことが背景。

米国CP発行レート



(資料) Bloomberg L.P.

米MMF市場規模



(資料) Bloomberg L.P.

1. コロナ危機を受けた金融市場の混乱と政策対応

(参考) クレジット市場の混乱を受けたFRB、ECBの政策対応

- FRBでは、クレジット市場の安定に向けて、社債やCP等を買う入れるファシリティを創設。
- ECBでも、コロナ危機に対応した資産購入プログラムを創設し、国債、社債等を積極的に買い入れ。

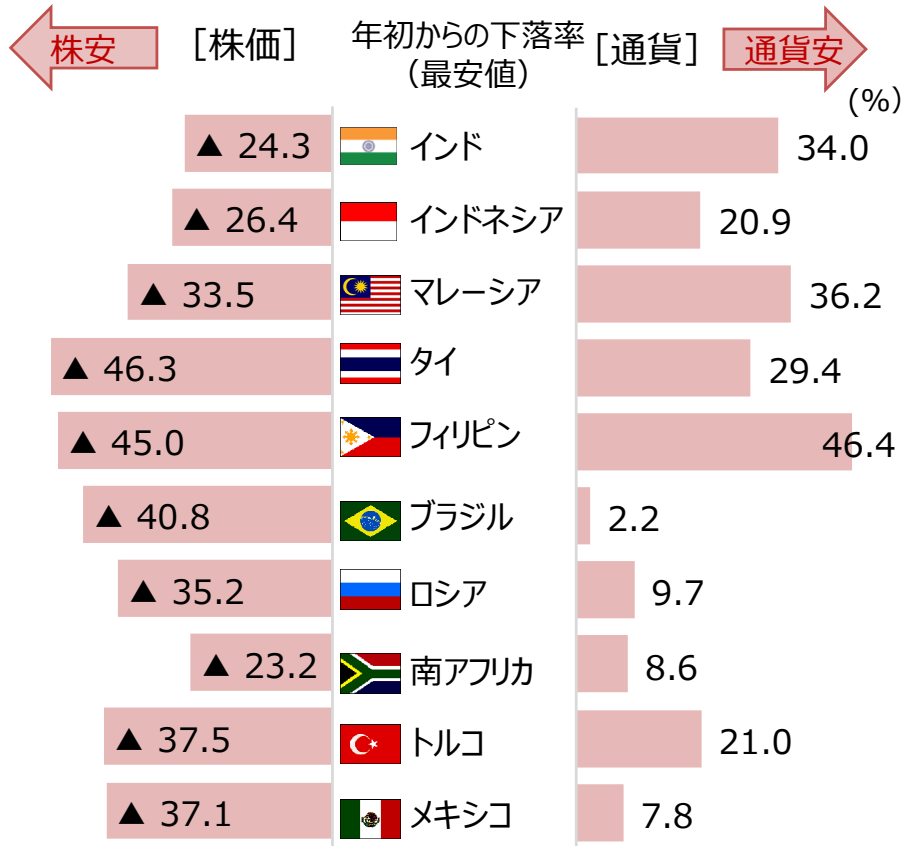
	項目	名称	概要
FRB	社債	Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)	特別目的会社 (SPV) 経由で、プライマリーマーケットにおいて、新発の社債等を引き受け
		Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)	SPV経由で、セカンダリーマーケットにおいて、既発の社債、社債ETFを買い入れ
	CP	Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	SPV経由で、CPを発行体から購入
	ABS	Term-Asset – Backed Securities Loan Facility (TALF)	SPV経由で、ABS (裏付資産は自動車ローン、クレジットカード債権等) を買い入れ
	MMF	Money Market Fund Liquidity Facility (MMLF)	MMFから資産を購入する民間金融機関に対し、購入資産を担保に資金を貸し付け
ECB	国債・社債等	Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP)	既存の資産買入プログラム (Asset Purchase Program) とは別枠の資産買入枠を創設 (国債、社債等を柔軟に購入できるプログラム)
	CP買入	Corporate Sector Purchase Program (CSPP)	既存の社債購入プログラム (CSPP) の対象にCPを追加

1. コロナ危機を受けた金融市場の混乱と政策対応

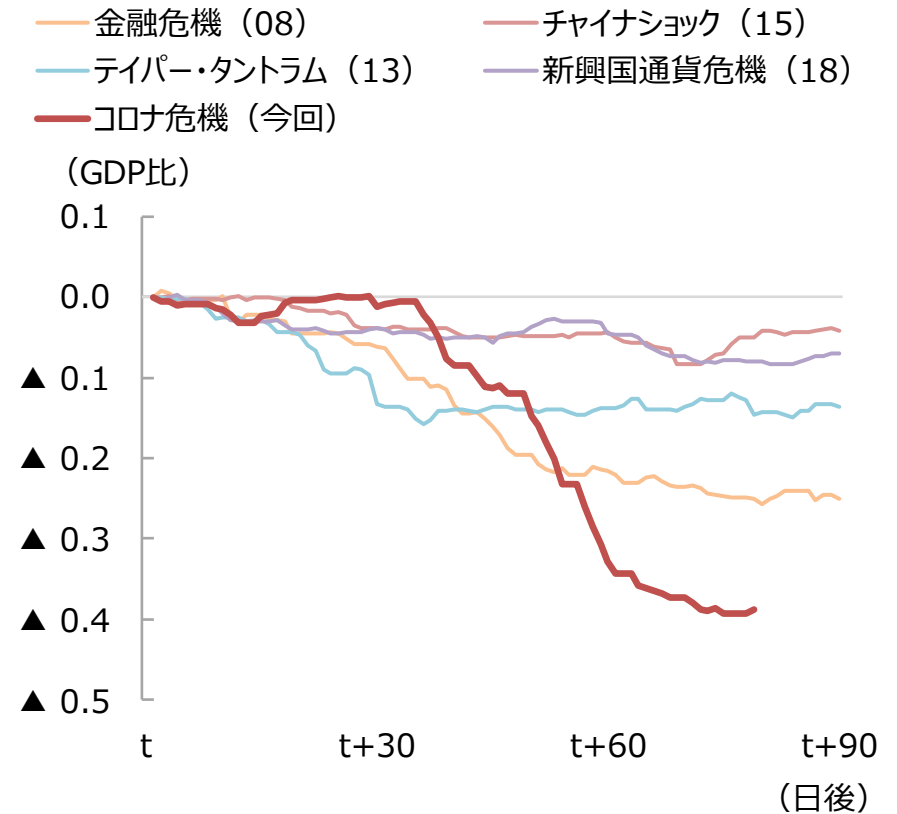
(3) 新興国市場の動向

- 新興国市場では、世界的なリスク回避の動きのなかで、通貨安・株安が進行。証券投資資金の流出規模は過去最大を記録。

新興国通貨・株価



新興国からの資金流出



(資料) IMF「Global Financial Stability Report (2020/04)」

(資料) Bloomberg L.P.

2. 懸念される今後の金融リスク

(1) 指摘されている金融システムの脆弱性

- 各国中銀の対応により、初期フェーズにおける金融市場の混乱は落ち着いたものの、4月以降に公表されたIMFの「Global Financial Stability Report」や主要中央銀行の「Financial Stability Report」では、今後の金融リスクとして、①コロナ危機長期化に伴う企業・家計債務への悪影響、②新興国・フロンティア市場での金融不安、③銀行セクターの低収益長期化、等を指摘

共通 コロナ危機（経済活動停滞）長期化による実体経済の更なる悪化、金融リスクへの波及

- ✓ 企業業績悪化・家計所得の減少による債務返済能力の低下、それに伴うクレジットコストの増加
- ✓ 金融市場の混乱持続を受けたノンバンクセクター（ファンド、保険会社等）における流動性不安

共通 金融危機後拡大した高リスクのクレジット市場における脆弱性の顕在化

- ✓ ハイイールド債、レバレッジドローン等のマーケットでは、投資家も多岐に及びリスクは複雑化
格下げによりジャンク債となり、自動的に売りを誘発するリスクも存在（墮天使債リスク）

共通 新興国・フロンティア市場における金融・財政リスク

- ✓ 資本流出による通貨安、株安 → 高インフレ、外貨債務返済負担の拡大につながるリスク
資源価格の下落による悪影響も存在

共通 低金利環境の長期化による銀行セクターの収益性悪化

- ✓ 資本蓄積に遅れが生じ、金融仲介機能が阻害されるリスク

FRB 海外経済からのリスク伝播（欧州：財政リスク、中国：過剰債務問題、新興国（南米））、ドル高リスク

ECB 財政赤字拡大による公的セクターの債務負担増大

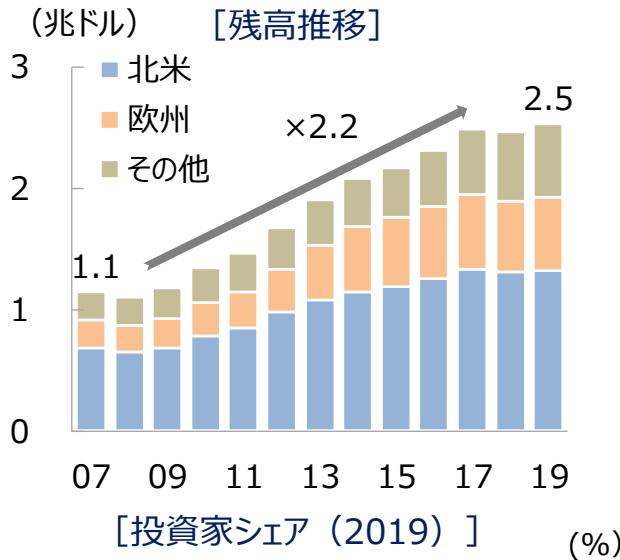
BOJ ドルを中心とする外貨資金市場のタイト化に伴う外貨調達不安定化

2. 懸念される今後の金融リスク

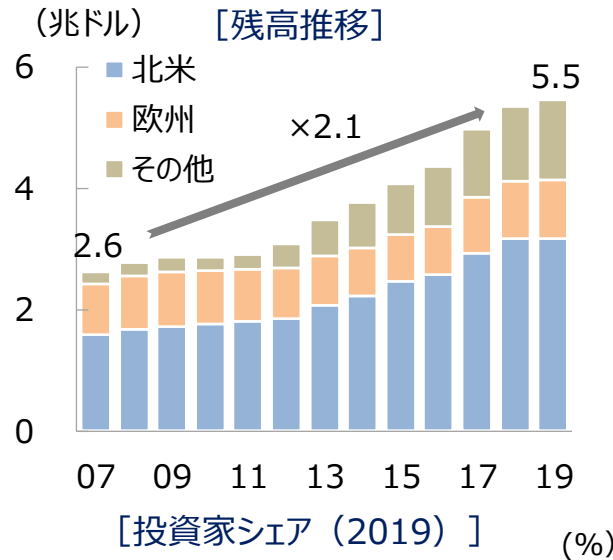
(2) 注視すべきリスク ①企業セクター：クレジット市場における脆弱性の顕在化

- 企業セクターでは、コロナ危機が長期化した際のクレジットリスクが指摘されているほか、金融危機後の緩和的な金融環境下、急拡大した高リスクのクレジット市場における脆弱性が懸念されている。
- “Search for Yield”の動きが強まるなか、投資家が多様化するなど、リスクの主体が複雑化。とりわけ、保険会社、年金、ファンドなどのノンバンクセクターでリスクが増大。

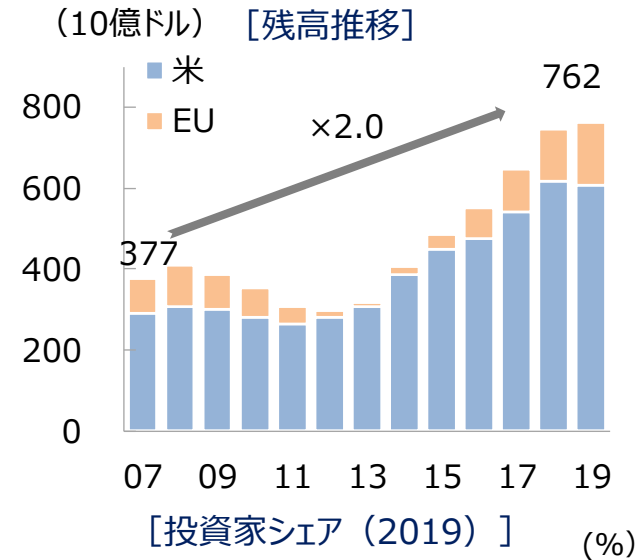
ハイイールド債



レバレッジドローン



CLO



■ HY投信・ETF

■ 年金基金

■ HYファンド

■ ヘッジファンド

■ 保険会社

■ その他

(資料) IMF「Global Financial Stability Report (2020/04)」

■ CLO

■ 米銀

■ 欧銀

■ 邦銀

■ 投資ファンド

■ その他

■ 銀行

■ 保険会社

■ 資産運用会社

■ 年金基金

■ 投資信託

■ ヘッジファンド

■ その他

2. 懸念される今後の金融リスク

(2) 注視すべきリスク ①企業セクター：クレジット市場における脆弱性の顕在化

- クレジット市場における懸念事項として、高リスク案件の増加、相互関連性、リファイナンスリスク等を指摘。
- 金融危機と同等のショックを想定したIMFによるストレステストによれば、投信やETF、ヘッジファンド等のノンバンクセクターの損失が甚大に。

クレジット市場における脆弱性

高レバレッジ、高リスク案件の増加

- ✓ 与信規律の緩み
ノンバンクによるファイナンス（PEファンド案件等）、高レバレッジの小規模案件が増加
- ✓ クレジットクオリティの低下
低格付のレバレッジドローン増加 → CLOの格付も低下
- ✓ 格下げリスク（墮天使債リスク）
投資適格から不適格へ格下げされることで、自動的に売却を余儀なくされるケースも存在

市場の相互関連性の高まり

- ✓ 金融危機の影響を増幅させたレバレッジの活用や銀行によるCLO等への投資は減少
- ✓ 一方、銀行によるノンバンクセクターへの貸出が増加するなど、金融市場における相互関連性は高まっている

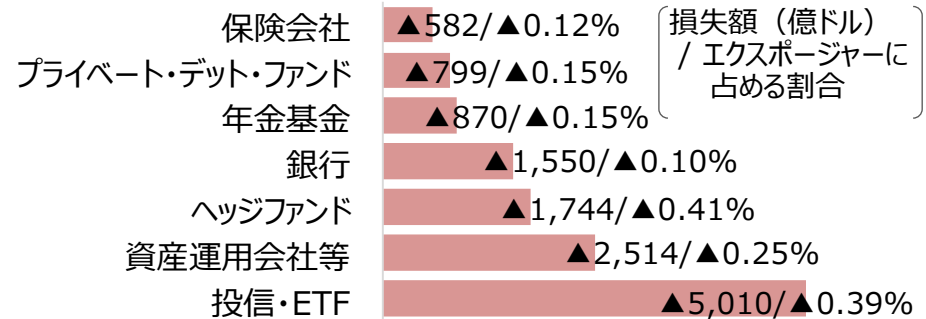
中長期的なリファイナンスリスク

- ✓ 今後5年間で償還額が増加（2024年がピークに）

金融機関への影響（IMFによるストレステスト）

<ストレステストの主な前提条件>

- ・ハイイールド債：3年以内のデフォルト率…24%、価格下落率…▲34%
- ・レバレッジドローン：3年以内のデフォルト率…27%、価格下落率…▲40%



（資料） IMF「Global Financial Stability Report（2020/04）」

<参考：本邦金融機関への影響>

- ・邦銀大手行のCLO保有残高は増加傾向にあるが、99%以上がAAA格で、満期保有目的が大宗
- ・直接的なリスクは限定的ながら、保有銘柄が格下げされた場合、減損損失、リスクアセットの大幅な増加に繋がるリスクあり
- ・外貨調達のために資産を投げ売りするリスクを回避するため、安定的な外貨調達基盤を確保する必要あり

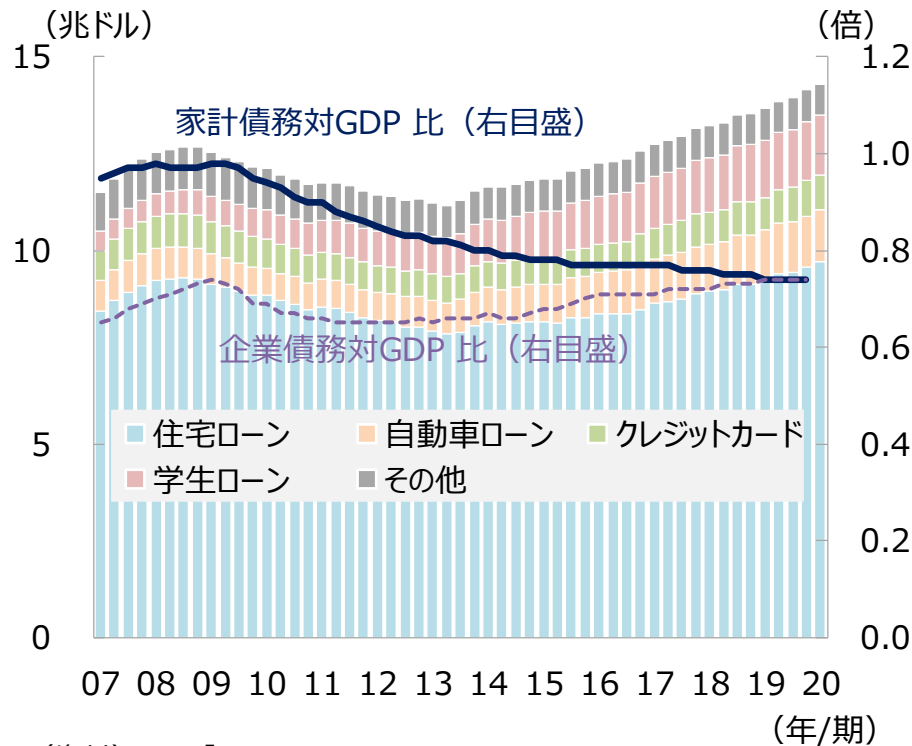
（資料）日銀レビュー「本邦金融機関の海外クレジット投融資の動向」

2. 懸念される今後の金融リスク

(2) 注視すべきリスク ②家計セクター：米国における家計債務に関するリスク

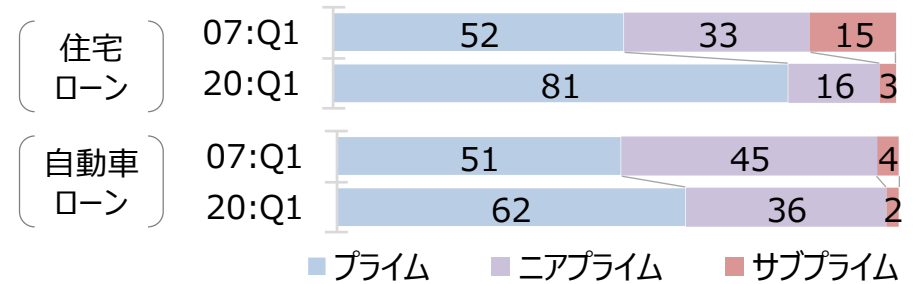
- 前回の金融危機の中心だった米国の家計債務は、GDP比で低下傾向にあるほか、プライムローンが増加するなど、質も改善。米銀では返済猶予の措置も講じるなど、企業セクター対比リスクは限定的との評価。
- もっとも、コロナ危機の第2波の懸念に加え、人種差別に対する抗議デモの影響もあり、想定以上に失業率の高止まり、所得環境の悪化が長期化するリスクには注意する必要あり。

米国家計債務残高

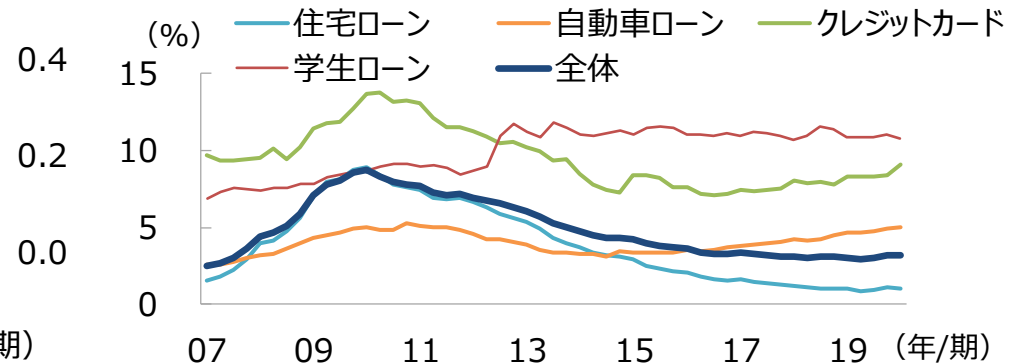


(資料) FRB「Financial Stability Report」,
FRBNY「Report on Household Debt Credit」

米家計債務のタイプ別組成額シェア



米家計債務の延滞率



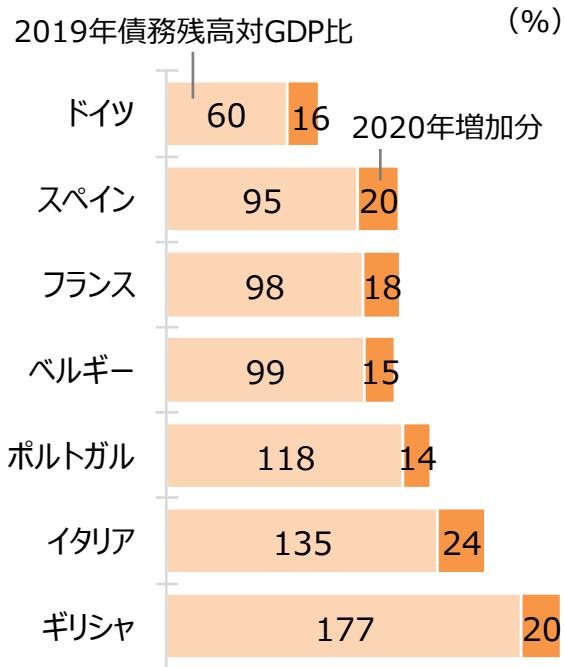
(資料) FRBNY「Report on Household Debt Credit」

2. 懸念される今後の金融リスク

(2) 注視すべきリスク ③公的セクター：欧州債務危機再燃リスク

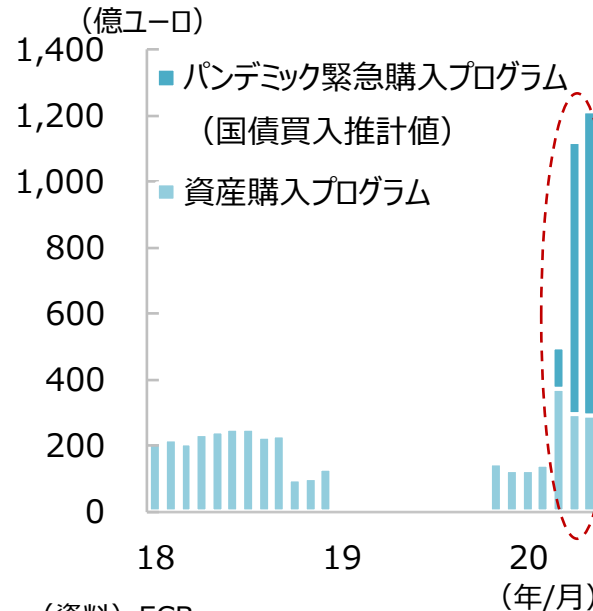
- ユーロ圏諸国では、財政支出の拡大により、ソブリンリスクが意識され、対独スプレッドが一時拡大したものの、ECBによる国債買い入れ拡大を受けて、同スプレッドは縮小。現状、債務危機再燃リスクは後退。
- もっとも、今後は経済停滞の長期化が見込まれるほか、政治リスクもくすぶるなか、財政収支改善には時間を要する状況。ソブリン格下げや長期金利上昇が生じた際の金融セクターへの影響も懸念される。

コロナ危機による財政への影響
(債務残高対GDP比)



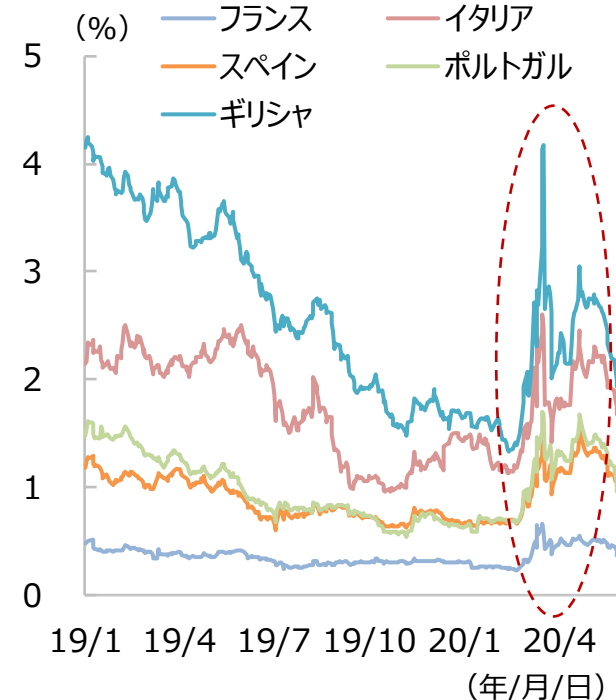
(資料) ECB

ECBによる国債買入れ額



(※) パンデミック緊急購入プログラム (国債買入推計値) は、5月末の買入合計値に占める国債の割合から推計。

ユーロ圏各国の長期金利
(対独スプレッド)



2. 懸念される今後の金融リスク

(2) 注視すべきリスク ④新興国・フロンティア市場におけるリスク

- 主要新興国では、ブラジル、ロシア、南アフリカ、トルコ、メキシコにおいて、新型コロナウイルスの感染者数が多く、経済的にも大幅なマイナス成長が見込まれている。ブラジル、南アフリカ、トルコは財政にも脆弱性あり。一方、アジア新興国は感染者数が少なく、財政状況や対外ポジションも比較的良好であり、リスクは限定的と言える。

	COVID	経済基盤				財政状況		対外ポジション	
	100万人あたり 感染者数 (6/14,人)	実質GDP 成長率 (2020,%)	名目GDP額 (2019, 10万ドル)	1人あたり 名目GDP (2019,ドル)	インフレ率 (2019,%)	財政収支 対GDP比 (2020,%)	政府債務 残高 対GDP比 (2019,%)	経常収支 対GDP比 (2020,%)	外貨準備額 対GDP比 (2019,%)
インド	233	+1.9	2,936	2,172	+4.5	▲7.4	69.0	▲0.6	15.7
インドネシア	137	+0.5	1,112	4,164	+2.8	▲5.0	30.3	▲3.2	11.6
マレーシア	261	▲1.7	365	11,137	+0.7	▲4.2	56.3	▲0.1	28.3
タイ	45	▲6.7	529	7,792	+0.7	▲3.4	42.4	+5.2	42.4
フィリピン	232	+0.6	357	3,294	+2.5	▲3.4	39.3	▲2.3	24.6
ベトナム	3	+2.7	262	2,740	+2.8	▲5.2	54.3	+0.7	n.a.
ブラジル	3,899	▲5.3	1,847	8,797	+3.7	▲9.3	91.6	▲1.8	19.3
ロシア	3,625	▲5.5	1,638	11,163	+4.5	▲4.8	16.5	+0.7	33.8
南アフリカ	1,108	▲5.8	359	6,100	+4.1	▲13.3	59.9	+0.2	15.3
トルコ	2,095	▲5.0	744	8,958	+15.2	▲7.5	30.1	+0.4	14.2
メキシコ	1,080	▲6.6	1,274	10,118	+3.6	▲4.2	53.8	▲0.3	14.4

(資料) IMF、WHO

(※) 感染者数：赤…2,000人超/橙…1,000～2,000人、成長率：赤…▲5%以下、インフレ率：赤…10%超/橙…3～10%、財政収支：赤…▲10%未満/橙…▲7～▲10%、政府債務残高：赤…90%超/橙…50～90%、経常収支：赤…▲1%未満/橙…▲0～1%、外貨準備：赤…15%未満/橙…15～20%

2. 懸念される今後の金融リスク

(2) 注視すべきリスク ⑤わが国における金融リスク

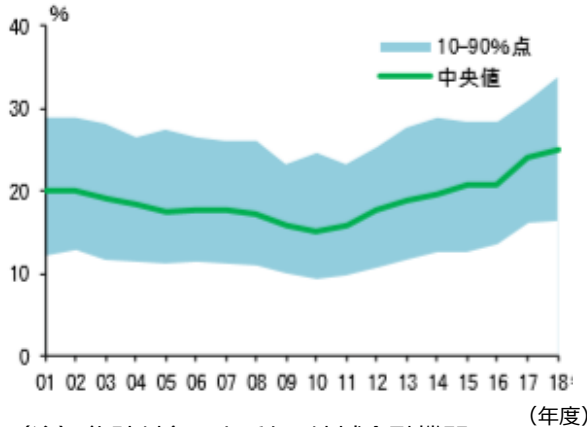
- 日銀の金融システムレポートでは、わが国の金融システムならびに金融機関は、全体として安定性、健全性を備えていると評価。
- 一方、国内において信用コストが増加するリスクファクターとして、①債務返済能力が相対的に低いミドルリスク企業向け貸出、②不動産向け貸出、③大型M&A関連等の高レバレッジ案件向けの貸出、を指摘。

国内における信用コストの増加リスク

① 債務返済能力の相対的に低いミドルリスク企業向け貸出

信用コストがカバーされていない低採算貸出が増加。先行き景気悪化が強まる場合、引当を超えた信用コストが発生するリスク。

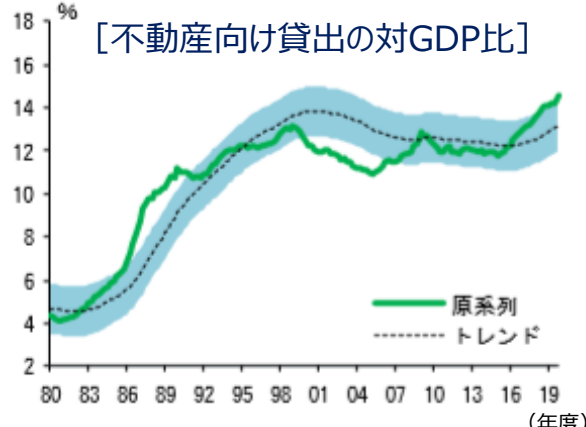
[低採算先貸出比率の分布]



② 人口減少や成長期待低下リスクに晒されている不動産賃貸業向け貸出

大手行では大手不動産デベロッパーやREIT、地銀では不動産賃貸業向け貸出が増加。コロナ危機を受けて不動産需給や投資家の見方が変化する恐れあり。

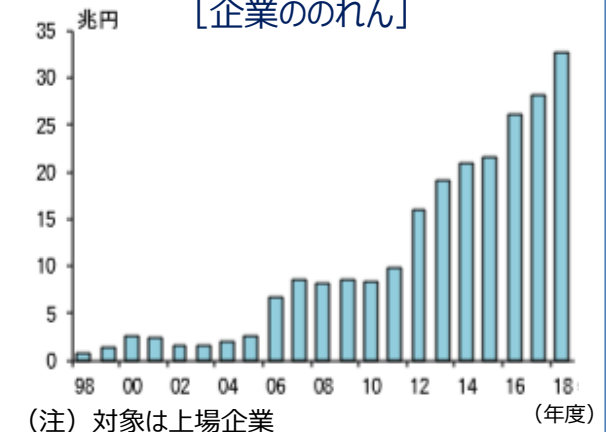
[不動産向け貸出の対GDP比]



③ 大型M&A関連など高レバレッジ案件向けの貸出

M&A増加に伴い、一部企業でののれんが増加。当該企業に多数の金融機関が融資しており、クレジットイベントの影響が金融システムの広範囲に及ぶ可能性あり。

[企業ののれん]



(資料) 日本銀行「金融システムレポート (2020年4月)」

3. 今後の注目点 ～ 金融リスクも“ポストコロナ”の対応が重要に

矢継ぎ早の政策対応により、金融リスクの“第1波”（＝流動性危機）は収束したものの、潜在的な金融リスクはより深刻に

コロナ危機直後の国際金融市場の混乱（金融リスクの“第1波”）は、矢継ぎ早の政策対応により収束した。前回の金融危機の反省を踏まえた各金融当局による大胆かつ迅速な危機対応策は、今後の重要なメルクマールになる。もっとも、今回のコロナ危機では、クレジット市場やノンバンクセクター、新興国マーケットの脆弱性が顕在化した。こうした脆弱性の背景には、過剰流動性、低金利の環境下、“Search for Yield”として、投資家のリスクテイクが積極化したことがある。中銀による大規模な金融緩和は、金融システムの脆弱性という点では、問題を寧ろ大きくした可能性があり、金融当局の“ポストコロナ”の対応が重要となろう。

パンデミックの“第2波”が金融リスクの“第2波”（＝ソルベンシーリスク）に

IMFや各中銀が指摘するように、今後の金融リスクは、感染リスクを抑制しながら、経済活動を再開できるかに依存する。仮に感染拡大の第2波が生じ、経済活動が再び制約を受ければ、デフォルトの増加など、金融面でも第2波のリスク（＝ソルベンシーリスク）が生じると見込まれる。国内では地銀が公的資金を受けやすくする枠組みが整備されたが、今回のコロナ危機、並びにその後のポストコロナの経済・社会情勢を受けて、国内外の企業の財務状況にどのような影響が生じるか、注意深く見ていく必要がある。

ノンバンクセクターを中心とした金融リスクのチェックを

今後は、銀行セクターのみならず、ノンバンクセクターにおける金融リスクの高まりも懸念される。金融機関のCLOの保有状況等に関する調査のように、各国当局がノンバンクを含めた各金融機関が過大なリスクテイクを行っていないか、定期的にチェックしていくことが肝要。また必要に応じて、ノンバンクセクターに対する規制・監督の強化も検討すべきであろう。

危機対応フェーズからの早期脱却を ～金融政策の適切な修正～

足許の超緩和的な金融政策は、コロナ危機への対応としては正当化されるものの、ポストコロナに向けては、投資行動の歪み、金融不均衡といった副作用を生じさせる恐れがある。各国中銀は、中長期的な金融リスクを抑制するためにも、実体経済の動向を踏まえつつ、危機対応で緩和した金融政策を適切に修正していくことが求められよう。

【ご照会先】

調査部 金融リサーチセンター 副主任研究員 谷口 栄治 (taniguchi.eiji@jri.co.jp, 03-6833-6968)

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。