

経済を読む眼

欧州出張の印象記—欧州経済情勢と世界金融システムのリスク—^{*1}

2026 年 10 月 22 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. 10 月 5～9 日にロンドン、バーゼル、フランクフルトに出張し、ユーロ圏や英国の金融経済情勢や、世界の金融システムの脆弱性に関して意見交換を行った。
2. ユーロ圏経済は、AI 関連投資やドイツの財政支出に支えられ、当面は底堅く推移するとの見方が多かった。一方、中東情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格の上昇は、これから家計の実質購買力を圧迫するほか、コア物価や賃金への二次波及を通じてインフレ圧力を強める可能性がある。英国でも、エネルギー価格上昇の二次波及と家計消費への影響が、今後の金融政策を考えるうえで重要な論点となっていた。
3. フランス国債の対独スプレッド拡大については、短期的には投資家のポジション調整などが市場の値動きを増幅させた行き過ぎである可能性がある一方、中長期的には財政再建の難しさと政治的不確実性が続き、更に拡大するリスクがある。短期的な市場変動と、財政の持続可能性などのファンダメンタルズを区別して評価することが重要である。
4. 世界の金融システムについて、AI 投資のリスクはその経済的帰結と投資額だけでなく、収益化の確度、資金調達構造、エクスポージャーの集中によっても評価する必要がある。プライベートクレジットでは銀行と NBFIs の相互関連や Synthetic Risk Transfer を通じたリスクの移転・再循環も把握する必要がある。個別金融機関の健全性だけではシステム全体のストレスを捉えにくく、データの充実と金融機関間の相互作用を分析する枠組みが重要。
5. 金融システムの構造変化を踏まえると、従来の信用・住宅価格を中心とする長期金融サイクルの指標だけでは、現在の脆弱性を十分に捉えられない可能性がある。NBFIs のレバレッジ、資金調達・流動性リスク、政府債務残高と NBFIs の関係等を、それぞれのリスクの発生経路や時間軸に応じて把握することが、金融サイクル指標（FCI）の設計において重要と考えられる。

* 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。

¹ 本稿は、2026 年 10 月 16 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに

10月5～9日にロンドン、バーゼル、フランクフルトに出張し、民間金融機関や政策当局等と大きく分けて3つの観点で議論を行った。第1は、ユーロ圏の金融経済情勢や見通しと金融政策の見方、国債市場におけるフランス等の政府債務の累増を懸念する動きの帰趨、そして英国の金融経済情勢や見通しと金融政策の見方、新首相の財政運営に関する議論である。第2は、日本の金融経済動向についてで、こちらから説明を行って議論したものなので、本稿では省略する。第3は、欧州の状況も踏まえたうえで世界の金融システムに潜むリスクについての意見交換である。その際、この分野の専門家と、金融システム危機の到来を予測するための金融サイクル指標（Financial Cycle Indicator、以下 FCI）をどのように設計するかについても議論した。

今回の議論を通じて強く感じたのは、中東情勢の緊迫化に伴いエネルギー価格の上昇というショックに見舞われているにも拘わらず、AI 関連投資にも支えられて世界経済が強靱性をみせていることである。これは米国と東アジア固有の現象ではなく、欧州も含めた普遍的な現象であることが明らかになった。インフレ率も、エネルギー価格と AI 関連投資の拡大という共通の要因によって強まってきており、各国中銀が金融引き締めによる対応を始めたか、これから始めようとしている。一方、欧州諸国ではコロナ禍以降の財政支出拡大を経て、程度の差はあれ政府債務の持続性への不安が高まりつつあるところへ、選挙を相次いで控えた政治情勢の不確実性がこれを後押ししている。この問題が鮮烈に現れているのが、フランスである。

金融システムの健全性評価については、AI 投資の資金調達の拡大、プライベートクレジットの拡大、銀行とノンバンク金融仲介機関（Non-Bank Financial Intermediaries、以下 NBFI）の相互関係、等を議論した。その際、その背後で中央銀行による大規模金融緩和とその停止後の金融機関の中央銀行への流動性依存（liquidity dependence）、世界金融危機（Global Financial Crisis、以下 GFC）以降の金融規制強化と最近における金融規制の modernization と標榜される緩和が、金融機関行動をどう変容させているかも重要である。この結果、マクロ的な金融リスクの大きさだけでなく、リスクがどこに集中し、過去とは異なる経路でも波及する可能性まで把握する必要性が高まっている。

以下では、出張先で得られた見方や我々との議論を整理する。なお、ここで紹介する経済・政策見通しや政治情勢に関する評価は、面談相手から得られた知見に基づく点が多く、必ずしも私どもの予測を表しているものではない点に注意されたい。

2. ユーロ圏経済の現状と行方

（1）AI 投資とドイツの財政支出が景気を牽引

ユーロ圏経済については、経済成長率が予想以上に高まっており、当面も景気が悪化する兆しは見られないとの見方が多かった。当面の成長を支える柱として挙げられ

たのは、ドイツの国防及びインフラに関する財政支出拡大と、AI 関連投資である。

まず、AI 企業の勃興については、半導体製造装置大手の ASML に代表される企業だけにとどまらず、ドイツやイタリアの中小・中堅企業にも広がっているとの指摘があった。欧州企業は AI の全ての領域で米国企業と競争するのではなく、特定の分野に絞ることで競争力を発揮できる、という見方も聞かれたところである。そのうえで、サービス業等で AI 関連の設備投資が増えていることが指摘されていた。特にドイツでは、欧州滞在中に、政府が本年の経済成長率見通しを 0.5% から 1.3% へ大幅に上方修正していた。その最大の要因は AI 関連の活動であり、先行者を追う企業にも、既存技術や需要を活用し、米系 AI 企業が直面した制約を予め認識して対応しながら成長できる”second mover”の利点があるとの説明があった。AI による景気拡大が、米国とそこへの輸出を行うアジアに特化したものではなく、欧州にも相応に現れてきている点は、日本からみているとあまり明確ではなかった点であった。

次に、ドイツの財政支出拡大は、受注増を生み出しているにもかかわらず、日本でハードデータをみている限り生産にはまだ必ずしも結びついていないと認識していたのだが、実際には特にインフラ投資が出てきているとのことであった。国防投資は供給面のボトルネックから受注の消化に時間を要する一方、インフラ投資については、今夏に成立した投資加速法による手続きの迅速化が執行の進捗を後押ししており、2027 年にも執行が大幅に進むとの見通しが示された。実際、フランクフルトの街を歩いていると、そこかしこで建設工事がなされていて、昨年とは大違いの光景を目の当たりにした。

興味深かったのは、特にドイツにおいて、受注に比べて生産の伸びが弱くても、付加価値は生産よりも伸びている、との指摘である。AI 関連の知的財産投資が増加していることや、産業構造の変化に伴って比較的高いマージンを生む活動の比重が高まっているためとの説明であった。従来の生産指標だけでは、経済活動の質的な変化を十分に捉えられない局面が生じているようである。

もっとも、ドイツの潜在成長率は Bundesbank の推計で 0~0.5% 程度と低い。このため、2028 年まで高めの成長が続けば、労働市場が逼迫する可能性がある。AI や財政支出が潜在成長率を押し上げるかどうかは、今後の供給力の変化を見極めるうえで重要な論点となる。

（２）エネルギー価格上昇とインフレへの二次波及

景気見通しは以上であるが、どの面談先でもそのリスクは下方に厚いとの認識であった。主な下振れリスク要因は、エネルギー価格の上昇である。これが家計の実質購買力を圧迫するほか、企業のコストを押し上げるため、景気と物価の双方に影響する。さらに、ドイツの財政支出による景気押し上げ効果は翌年には財政インパルスが小さくなるとの懸念も一部で聞かれた。中国からの輸出攻勢も欧州企業にとって懸念材料であり、一部では輸入規制の動きが始まっているものの、それによって中国の輸出攻

勢が止まるかについては慎重な見方が聞かれた。

物価については、世界全体の共通の動きとして、①AI 需要とエネルギー価格がコア財価格を押し上げ、②エネルギー価格とサプライチェーンの遅延が食料品価格を押し上げ、③労働需給の引き締まりがいずれ賃金上昇率を加速させると期待、という傾向があり、ユーロ圏経済もその例外ではないが、このうち③はまだ欧州のみならず世界的にも確認されておらず、open question のままである。

こうした視点でユーロ圏の物価をみると、総合 HICP はエネルギー価格の影響から短期的に4%を超える可能性があるものの、まもなくピークを迎えるとの見方が多かった。コア HICP については、エネルギー価格上昇から波及するまでには、およそ半年の時間差があるとの見方が示され、したがって来年にかけて加速するリスクを懸念する声が目立った。一方、賃上げへの波及には約 9 か月のタイムラグがあるとされるが、実際に賃金上昇が加速するかどうかは見方が分かれていた。PMI 指標等には雇用拡大の可能性が示されている一方、賃金への波及を確信するには至っていないとして、ドイツで翌年初に予定される大規模な賃金交渉が重要な確認材料となるとの見方が聞かれた。

今回の議論の結果には、総合インフレ率のピークアウトと、基調的なインフレ圧力の緩和を同一視すべきではないという含意があったように思う。エネルギー価格の直接的な影響が薄れても、サービス価格や賃金、企業の価格設定行動を通じてそれまでの価格上昇がタイムラグを伴ってコアインフレに波及する可能性が残るためである。

（３）ECB の政策判断と中立金利をめぐる議論

ECB はエネルギーショックへの金融政策の対応として、①影響を一時的なものとみて金融政策で対応しない（look through）、②段階的に対応する（measured response）、③強力に対応する（forceful response）という3つのシナリオを整理している。殆どの面談先でも、現在は②の”measured response”の範囲内にあると考えられていた。

政策金利の先行きについては、12 月に 25bp の利上げを行うとの見方がほぼコンセンサスとなっていた一方、その後については、翌年 2 月にも追加利上げを行うとの見方と、12 月で利上げを終えるとの見方が拮抗していた。さらに、ECB 自身が否定しているにも拘わらず、現在の利上げをエネルギーショックに対する保険的な措置と捉え、数か月後に利下げに転じる可能性を想定する見方も一部にあった。

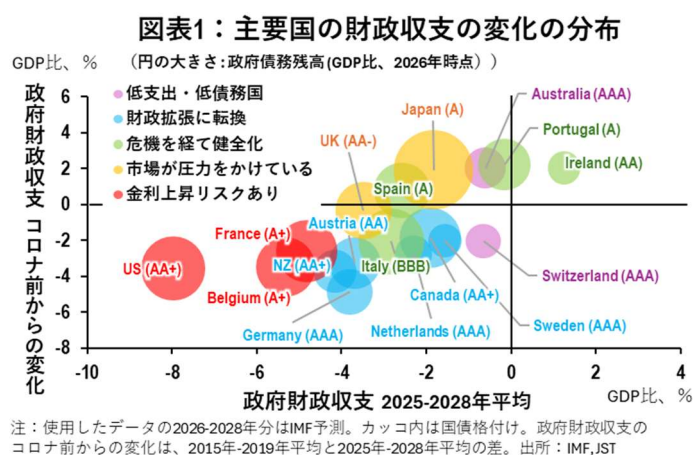
中立金利についても、意見は分かれていた。最近の銀行貸出の加速などからみて、 r^* が上昇している可能性を指摘する声がある一方、短期的にはその可能性があるとしても、人口動態を考慮すれば長期的に上昇しているとは言い切れないとの見方もあった。ECB では、本年に入って、中立金利の上昇（Schnabel 理事）や上限値の上昇（Lane チーフエコノミスト）の考え方を提起する例が散見されてきている。もしもこうした認識が正しいのであれば、現在の金利は中立金利の範囲内にいることになる。

その一方、ECB が開発した金融の引き締まりの程度をみる新指標、すなわち Macro-Finance Financial Conditions Index (MFFCI) によれば、政策金利の動きだけでは捉え切れない金融環境の引き締まりが示されている。これは、フランス国債の対独スプレッドの上昇の寄与は 1 国の事情に過ぎないので小さく、それ以上に各種リスク資産のプレミアム等が寄与しているようである。一方、テクノロジー需要やエネルギー価格上昇に伴って銀行融資需要が拡大しているので、こうした借入需要の強さに鑑みると、今後、MFFCI が示す金融引き締め感が低下する可能性も指摘されていた。

3. フランス国債等のスプレッド拡大

10 月最初の週末時点では、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドが一時 150～160bp まで拡大し、政府債務の持続性が取り沙汰されていた。しかし、この動きについては、ヘッジファンドのポジション調整が値動きを増幅させた面があり、緊縮的な予算案が示された直後の市場反応としては短期的に行き過ぎだった、との見方が聞かれていた。予算案が 10～11 月に通過すれば、スプレッドはいったん縮小する可能性があると考えられていた。

しかし、短期的な市場変動と中長期的なファンダメンタルズは分けて考える必要がある。主要先進国の財政状況を比較すると、欧州ではフランスの状況が悪い（図表 1）。



しかも名目成長率、政府の借入コスト、基礎的財政収支（PB）の関係を比較すると、PB を大幅に改善しなければ財政状況が改善しにくい国は、欧州ではフランスとの分析も紹介されていた。フランスは年金を含む社会関連支出が大きく、その見直しが財政再建の選択肢となるが、政治的にも実行が容易ではない。このため、短期的に

はスプレッドが縮小しても、中長期的には再び拡大するリスクに気をつけるべきとの指摘が多く聞かれていた。

また、財政問題と切り離せないのが政治の不確実性である。フランスでは、翌年の大統領選挙をめぐり、国民連合（RN）の Le Pen 候補の勝利が有力シナリオとして意識されている。RN が議会で過半数を獲得する確率はやや下がるようで、獲得できないと、機能不全に陥りかねない。RN の Le Pen 氏は、10 月 6 日に財政赤字を 2030 年までに GDP 比 3%以内に抑える方針を示した。しかし、今回の面談を通じて、市場に向けたメッセージとしての意味合いが強く、具体的な実現手段には疑問が残るとの評価が聞

かれた。

一方、極右の RN と極左の不服従のフランス (LFI) が決選投票に進む場合には LFI が勝利する可能性は低いとの見方が多かったものの、先行きは混沌としているとして、特に EU に対する債務の扱いを含め、支出拡大色の強い政策を掲げている LFI が市場にとって財政面の大きなリスクとして挙げられていた。他方、中道派は大統領候補が Philippe 元首相に統一され、大統領選で勝利すれば財政再建にとって好材料だが、仮に Philippe 氏が大統領選で勝ったとしても中道派が議会で過半数を確保できる可能性は低いので大きな期待をかけることはできない、との見方であった。

さて、フランス国債利回りの急騰に対し、ECB が Transmission Protection Instrument (TPI) を用いて市場に介入する可能性は、当面は低いとみられていた。TPI 導入時にはイタリア国債の対独スプレッドが 250bp に達していたにもかかわらず、実際には発動されなかったことから、介入には相当大的なスプレッド拡大が必要との見方があった。また、財政規律を維持するインセンティブをフランスに与える観点からも、発動のハードルは高く設定されるとの指摘があった。

今回の議論から得られる教訓は、国債スプレッドの短期的な動きをそのまま財政ファンダメンタルズの変化と解釈するのは時期尚早としても、短期的な行き過ぎを理由に中長期リスクを軽視することもできない点である。財政再建の難しさや政治の不確実性が続けば、リスクプレミアムの基調的な上昇に繋がり得る、特にフランスでは長い目でみれば対独スプレッドがもっと拡大しても不思議ではないとの意見が聞かれた。

4. 英国経済の現状と行方

(1) 景気・物価と BoE の政策

英国経済は、本年上期に成長率が加速した。ただし、その背景には AI 関連投資や世界経済の底堅さに加え、季節調整上の歪みも含まれているようで、下期には成長が減速するとの見方が示された。物価面では総合 CPI が加速している一方、コア CPI にエネルギー価格上昇の二次波及が明確に現れているとは言えない状況であった。

もっとも、英国では電気料金の見直しが四半期ごとに行われるなど、エネルギー価格の変化が家計向け価格に反映されるまで、日本と同様に時間がかかる。このため、現時点で二次波及が見られないことをもって、今後も波及しないと判断するのは時期尚早ということであった。また、エネルギー価格上昇は、物価を押し上げるだけでなく、家計の購買力を低下させるため、消費の下押し要因にもなる。

イングランド銀行 (BoE) の金融政策については、本年 11~12 月に一度、翌年 2 月にもう一度利上げするとの見方が多かった印象である。これは市場が織り込むペース (来年秋までに 4 回) より緩やかな予想であり、コア CPI への二次波及が明確でない以上、BoE は本音では大幅な利上げを望んでいないのではないかと、との見方が聞かれ

ていたのが特徴である。但し、利上げを先んじて織り込むことで、長期金利などが先行して上昇する「マラドーナ効果」²が生じているが、BoE が実際には利上げしなければ、こうした市場金利の上昇が反転する可能性があるので、利上げせざるを得ないとの意見も聞かれた。この点も含め、世界的に中央銀行が利上げを行う中で、BoE としてはインフレ抑制への信認を維持する必要がある、そのために 2 回程度の利上げを行うとの見方が広がっていた。利上げ後の政策運営については、半年以内に利下げへ転じるとの見方と、1 年程度は金利を据え置くとの見方に分かれていた。

なお、BoE の政策判断では、しばしば委員間で意見が分かれるほか、そのコミュニケーションも頻繁にトーンが変わるのだが、その背景として、各委員の独立性が高いことに加え、制度改正によってチーフエコノミストが金融政策に責任を負わなくなっているため、意見が執行部内で一つに集約されることもないとの意見が聞かれた。金融政策のフォワードガイダンスについては、Bailey 総裁が慎重な一方、Taylor、Mann、Hill 等多くの委員は、政策の見通しを示すべきだと考えているという。これは、Lagarde ECB 総裁が述べたフレームワーク・ガイダンスに近い考え方と受け止められていた。

（２）新首相の経済政策・財政運営と政治情勢

財政面では、Burnham 首相は、主要税率を変更しないという現在の労働党のマニフェストを遵守する姿勢を示し、当面は緊縮的な運営を続けるとみられていた。10 月末に示される翌年度予算案も、基本的にはこの方針に沿うとの見方が多かった。ただし、国防支出や社会保障負担の拡大に対応する必要があるため、対象を絞った増税が行われる可能性も指摘されていた。

このコンテキストでみて、年初来の英国債利回りの上昇には、世界的な金利上昇の影響がある一方、英国固有の財政懸念がどの程度含まれているかについては見方が分かれていた。懸念は限定的とする立場からは、政府が現時点で大規模な財政拡張を打ち出していないことが根拠として挙げられた。他方、首相が財政規律に十分な理解を持っていないとの見方が市場の警戒につながっているとの指摘もあった。

Burnham 首相が本来志向しているのは、政府の役割を拡大し、重要サービスへの国の関与を強めることや、地方分権を進めることだとの見方が聞かれた。これらを実現するには増税や規制強化が必要となる可能性があるが、一方でその政策が英国経済の効率性を高めるかについては疑問も呈されていた。こうした政策の本格的な実施は次回総選挙後とされており、その選挙をいつ実施するかが現地では焦点となっていた。

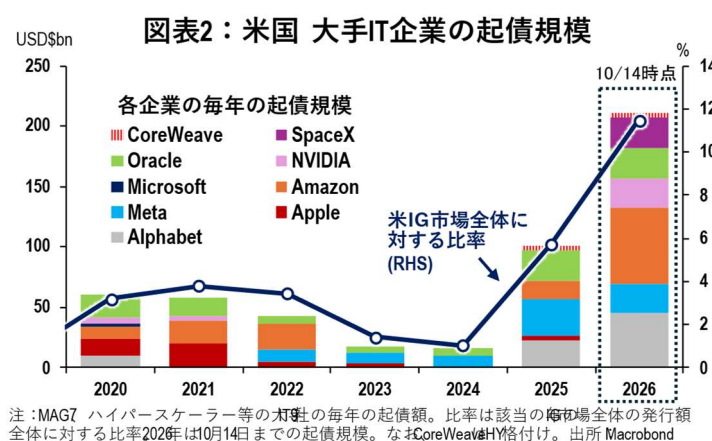
² 金融政策の有効性は、足許の政策金利の変化そのものよりも、「将来の金利パス全体についての市場の期待」に働きかけるところにあることを指す。BoE の King 総裁（当時）が、アルゼンチンのサッカー選手であるマラドーナが、1986 年 W 杯の対イングランド戦で 60 ヤードの独走シュートを決めた際、相手ディフェンスがマラドーナの巧みなフェイントに対して抱く期待を利用し、実際にはほぼ一直線にゴールに向かっていったことになぞらえた点に由来する。詳細は King, M. (2005), “Monetary Policy: Practice Ahead of Theory,” at the Mais Lecture を参照。

通常の任期を踏まえれば 2029 年が自然な時期だが、首相や労働党の支持率が比較的高いうちに、2027 年にも選挙に踏み切るとの見方が多かった。ただし、早期選挙には有権者の認識が変わることが前提になるとの指摘もあった。

5. 世界の金融システムに潜むリスク

(1) AI 投資の資金調達と金融システム

今回の出張では、米国を中心としつつ欧州も含めた世界金融システムの健全性とリスクに関する議論も行った。まず、AI 関連企業による資金調達が急増する中、それが金融システムにもたらすリスクが最大のトピックになったが、この点については、関係者の間でも評価が分かれていた。慎重な見方では、AI 関連企業がキャッシュフローを遙かに超えた資金調達を行っている結果、彼らの債務エクスポージャーが大きくなっている下で、その将来の収益性には不確実性が大きく、集中リスクが高まっている点が懸念されていた（図表 2）。米国の大手 AI 企業であっても米国債利回りを 2% 以上も上回る高いスプレッドでの資金調達であること、その資金調達は海外にも大規模に展開されていること、AI 企業による資金需要が国債をクラウドアウトする可能性等が指摘された。さらに、米国の大手 AI 企業の資金調達額があまりにも大きいので、将来その中の 1~2 社で事業が躰いただけで、金融市場に影響が及ぶ可能性も論点となっていた。



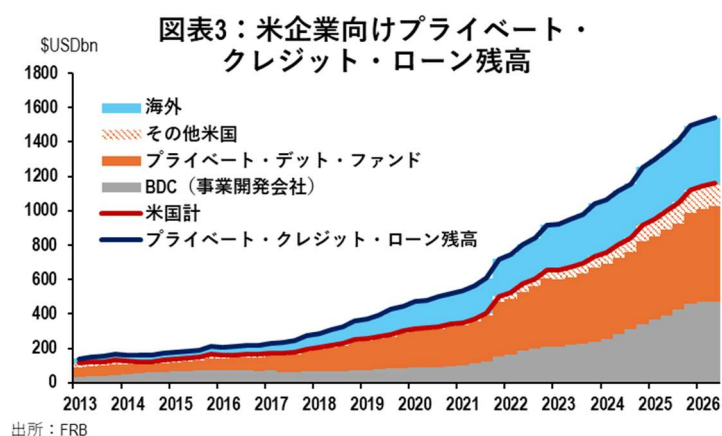
これに対し、エコノミストは、AI が世界の経済成長率を押し上げる可能性を重視しており、AI の金融リスクを比較的楽観的にみていた。個別企業では勝者と敗者が分かれ、一部企業が市場から退出することは避けられないとしても、米国の大手 AI 企業は金融システムとそれほど深く結びついているとは言えないと

認識していた。更に、最近懸念されることが増えている彼らのオフバランス債務（データセンター建設資金を供給するオフバランスのプロジェクト・ファイナンス・ビークル、リース収入を裏付けとする証券化商品、今後何年もの間バランスシートに計上されない数千億ドル規模の将来リース契約等）も、従来想定された程大きくない可能性があるとしていた。これらを理由に、金融システムへの影響は限定的と考えていた。また、中国のオープンモデルが追い上げ、米国のクローズドモデル企業がコスト競争で不利になるケースを想定しても、米国の大手 AI 企業でしか対処できない分野は残るとの見方が示された。

このように、AI の金融リスクをめぐる論点は、単にその投資額が大きいという事実だけでは決まらない。収益化の確度、資金調達の構造、金融機関との結びつき、資金調達先の集中度、そして対象金融機関間の相互依存を併せて評価する必要がある。技術の普及が経済の生産性を高める可能性と、投資期待が実現しない場合の損失リスクと資金調達リスクを、同時に見極めていくことが重要である。

（２）NBFI、プライベートクレジット、銀行の相互連関

次に、NBFI の拡大を巡る議論では、これまで金融仲介を通じて銀行システムに影響するリスクに重点が置かれてきたが、最近は保険会社や年金基金に蓄積するリスク、さらにそれが実体経済に波及する経路にも関心が広がっているとの説明が聞かれた。但し、NBFI や更には後述のプライベートクレジットを巡る議論では、データ不足が大きな制約となっている。米国当局は、こうした問題を主として米国固有の課題と捉えているため、他国や国際機関へのデータ提供には消極的との話も聞かれた。それでも、Fed は 2026 年 9 月から、SEC の Form PF のコンフィデンシャル資料を用いて Financial Accounts 統計で開示を始めた（図表 3）点、一歩前進した。とは言え、国境を越えて活動する金融機関や投資家が増える中、データの十分な提供がなければリスクの全体像を把握するうえで重大な障害となり得る。



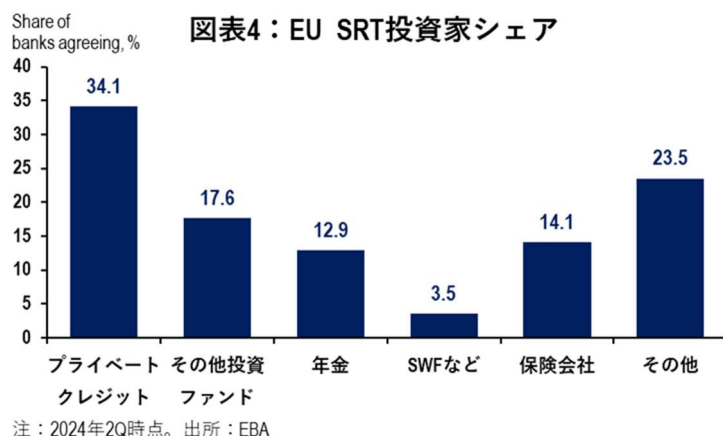
プライベートクレジットについては、情報を比較的把握しやすい事業開発会社（BDC、プライベートクレジットの有力な貸手の一つ、シェアは3割程度）のデータからは、債務ストレスが急激に高まっている兆候までは確認されていないとされていた。しかし、ソフトウェア企業向け融資などでは先行きの不確実性

が高く、現時点でリスクが小さいと結論づけるよりも、リスクを適切に評価するにはまだ早いと考えるべきではないか、との見方が示された。

とりわけ懸念されているのは、銀行とプライベートクレジットの関係であった。NBFI 側に問題が生じて、関連するエクスポージャーを持つ銀行が自らのリスクを把握するまでにタイムラグが生じる可能性があることや、事前にはどこにリスクが集中しているかが外から見えにくい点が問題とされていた。後者に関し、銀行が Synthetic Risk Transfer (SRT) ³ を利用し、自己資本比率の向上や与信集中リスク削減等を意図し

³ 銀行が合成型証券化の手法を用いて、資産のプールをバランスシートに残したまま、その信用リスクをノンバンク金融仲介等に移転する取引の手法を指す。

て信用リスクを NBFІ に移転しても、銀行自身がリスク移転先の NBFІ に貸出等のエクスポージャーを持っていれば、リスクが再び銀行に波及し、実質的なリスク削減効果が限定される可能性についても指摘されていた（図表 4）。



SRT 市場は欧州・英国を中心に発展しているが、現時点ではまだ大きくない。但し、米銀の使用も急速に増加し、SRT 市場が拡大していることから、今後の動向を注視する必要がある。欧州の金融監督当局も既に動向を注視している。銀行と NBFІ の接点、リスク移転の連鎖、共通の資産保有や資金調達経路を通じた波及を把握することが重要になろう。

（3）金融規制と金融システム全体のストレス分析

以上挙げてきた金融システムのリスクは、リスクがどこに蓄積し、誰がそのリスクを保有し、ストレス時にどの経路を通じてリスクが波及するのかという観点で把握することが重要である。こうした金融システムのリスクを把握する手法として、BoE が実施している System-wide Exploratory Scenario (SWES) は、銀行と NBFІ がストレス時にどのように行動し、互いにどのような影響を及ぼし、金融システムのリスクになり得るかを、金融機関へのアンケートとモデル分析を組み合わせることでストレステストする先進的な取り組みとして、政策当局の間で注目されていた。2024 年に公表された第 1 弾では、世界の金融市場に大きなストレスがかかった時の銀行・NBFІ の行動と相互作用が分析された。2027 年初に最終報告が予定される第 2 弾では、世界の深刻な景気後退局面にプライベートクレジット市場を通じて銀行と NBFІ がどう相互作用し、金融システム全体にどのような影響が及ぶかを検証する予定とされている。個々の金融機関の健全性を見るだけでは捉えにくい、システム全体の連鎖を分析する試みとして注視していきたい。

また、金融規制をめぐるのは、米国当局が「規制の近代化 (modernization)」を掲げながら規制緩和の方向に動いていることへの懸念も聞かれた。国際機関が行えることは政策提言が中心であり、もしも米国が提言を受け入れなければ、対応が難しくなる可能性がある。金融活動が国境を越えている以上、各国の規制方針の違いが金融システムの脆弱性を増幅しないか、注意が必要である。

6. Financial Cycle Indicator (FCI) 作成の考え方

国際機関や世界の中央銀行・金融監督当局は、金融システム危機の兆しを捉えるための指標を開発してきた。まず、BIS が 2000～2010 年代に先陣を切って、金融サイクルの大きな波を捉えて FCI を開発した当時は、1980～90 年代にみられた資産価格と信用のバブルを念頭に置き、長い金融サイクルを捉えるため、クレジット・借入と住宅価格を中心に指標を構成していた。想定されるサイクルは 8～30 年程度であり、この点株価はより短い周期で動くことから、最終的には主要な構成要素として採用されなかった。現在、日銀が金融システムレポートで使用している金融ギャップも、株価を構成要素として採用したといった違いはあるものの、基本的にはこの発想で 1980 年代後半の資産価格・信用バブルを参考にして作成されている。

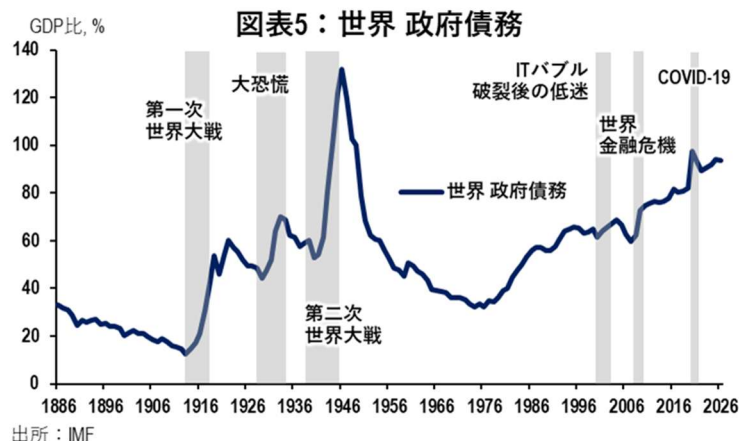
しかし、GFC や、その後の量的緩和 (QE) を経て、金融システムの構造は変化している。危機前には銀行信用が金融仲介の中心であり、中央銀行のバランスシートも比較的小さく、預金の構成は相対的に安定していた。これに対し、危機後は銀行に加えて NBFIs が信用供給を担い、各主体のレバレッジが金融環境を左右するようになった。更に、中央銀行のバランスシート拡大の下、銀行の預金構成も要求払い預金主体に変化し、いざという時には中央銀行への流動性の依存度が高まった。また、政府債務が世界的に増加し、最近では NBFIs の先進国国債保有額が GDP 比で 50%を超えており、NBFIs がプレゼンスを高めている。

このような変化を踏まえると、従来の信用と住宅価格を中心とする長期サイクルの指標だけでは、現在の金融脆弱性を十分に捉えられない可能性がある。重要なのは、単に構成指標を増やすことなく、異なる時間軸とリスクの伝播経路を持つ金融脆弱性を、一つの総合指数に集約せず、複数の要素に分けて把握することである。具体的には、今回の議論では、従来の要素を維持しながら、少なくとも 3 つの観点を追加する方向性を検討した。

第 1 は、NBFIs を明確に意識したレバレッジの動向である。信用供給が銀行以外にも広がるなか、銀行貸出だけを見ても、金融システム全体でどの程度レバレッジが積み上がっているかは把握できない。借り手側からみれば、マクロ的なレバレッジは把握できるが、銀行のみならず NBFIs のレバレッジを個々に把握し、金融仲介の連鎖を捉えることも重要になる。この要素は、従来の長期的な金融サイクルとは別に、より短期的なサイクルとして整理することが考えられる。

第 2 は、資金調達リスクに関する要素である。QE 後には、前述の通り金融機関や市場参加者の行動が中央銀行の大規模なバランスシート（流動性供給）に依存する局面が生じている。銀行・NBFIs の流動性リスクを把握することは、クレジットや資産価格とは異なる経路から金融ストレスを捉えるうえで有用と考えられる。この要素も、長期サイクルの指標とは区別し、短期的な動きを対象とするものとして整理できる。

第 3 は、政府債務の増大 (図表 5) と資金の出し手としての NBFIs の機能である。単



に政府債務の規模だけでなく、債務返済負担を示す Debt Service Ratio や国債市場に関連する指標を取り入れることが考えられる。しかも、資金の出し手として NBFIs が大きな役割を担うようになったことが、金融市場の脆弱性を増し得る要因と考えられている。政府

債務の動向は短期的な市場変動だけでなく、金利と成長率の関係、財政収支、国債の需給を通じて中長期的な金融環境に影響するため、独立した長期的な要素として捉えるのが適切と考えられる。

以上を整理すると、FCI は一つの合成指標に全てを集約するよりも、サイクルの長さやリスクの発生経路に応じて複数の要素を分けて把握する方が有用ということになる。長期的な信用・住宅価格のサイクル、NBFIs のレバレッジや資金調達リスクを通じた短期的な脆弱性、そして政府債務に関わる長期的な制約を、相互に関連づけながらも区別して観察する考え方である。

また、米国で Fed から先般公表された Financial Vulnerability Index (FVI)⁴ は、他の指標との比較においては、現代的な金融システム危機の予兆を捉えようとする有用な試みである点で意見は一致した。しかし、金融面で景気サイクルを捉える要素と、金融サイクルを捉える要素をもう少し整理する必要があるとの認識も共有した。金融サイクルは通常の景気循環より長い周期を持つことが多く、両者を混在させると金融脆弱性が蓄積する局面を見誤る可能性がある。当局しか保有し得ないデータを多用している点も、世界の金融サイクルを比較するには障害となる。今後はこうした点も踏まえ、利用可能なデータの制約を考慮しながら、FCI としての用途、そのための指標の構成要素と周期を明確にし、実証的な検証を進めることが重要である。

7. おわりにかえて

今回の出張で得られた印象を一言でまとめれば、経済・市場・金融システムのいずれの分析においても、従来の枠組みを維持しつつ、外生ショックに加え、構造変化が及ぼす影響も明示的に評価する必要性が高まっている、ということである。ユーロ圏や

⁴ Modugno, M., Roscoe, B., and S. Zoi (2026), “Beyond Financial Conditions: Measuring Structural Vulnerabilities in the U.S. Financial System,” Finance and Economics Discussion Series 2026-065, Federal Reserve Board を参照。彼らが開発した FVI 指標とは、Fed の FSR で金融システムのリスクを評価するためにモニタリングしている多くの指標を、マクロの借入れ (Household & Business Borrowing)、資産価格 (Valuation Pressures) という要素に加え、資金調達リスク (Funding Risk) と各金融機関のレバレッジ (Financial Leverage) の要素に区分けして足し合わせ、指数化したもの。

英国では、地政学リスクによるエネルギーショックの一方、AI 投資や（ユーロ圏では）ドイツの財政支出が景気を支えている。但し、エネルギー価格上昇が家計の購買力やコアインフレに及ぼす影響はタイムラグを伴って現れる可能性がある。

国債市場では、フランスの対独スプレッド拡大に短期的なポジション調整が影響した行き過ぎの色彩があるとしても、財政再建の難しさと政治の不確実性という中長期的な問題は残り、スプレッドが長い目でみて再び拡大するリスクがある。市場価格の変動を理解するには、流動性や投資家のポジションといった短期要因と、財政の持続可能性などのファンダメンタルズを分けて分析することが欠かせない。

金融システムの健全性という側面では、AI 投資の資金調達やプライベートクレジットの拡大そのもの以上に、リスクがどこに集中し、銀行と NBFIs の間でどのように移転・再循環し、ストレス時にどのような連鎖が生じるかが重要となる。そこでは上述の政府債務が拡大している問題も踏まえる必要があろう。その分析には、国境を越えたデータ共有と、個別金融機関の健全性を超えてシステム全体を捉える視点が必要である。こうした問題意識は、FCI の再設計にもつながる。単一の指標で複雑な金融環境を完全に表すことは難しいが、不確実性が高い局面では、単一のシナリオや総合指数に依存するのではなく、リスクがどこに集中し、どのような経路で波及するかを分解して捉え、その相互作用を確認することが重要である。金融システムの構造変化を踏まえ、異なる時間軸と伝播経路を持つ脆弱性を適切に把握する枠組みを整えることが、今後の金融サイクル指標の開発に向けた課題である。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。