

2023年2月1日 全8頁

本当にリセッションは回避できたのか？

ノンバンク金融仲介発の金融危機再来のリスク

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 203

金融調査部(LDN駐在) シニアエコノミスト 菅野泰夫

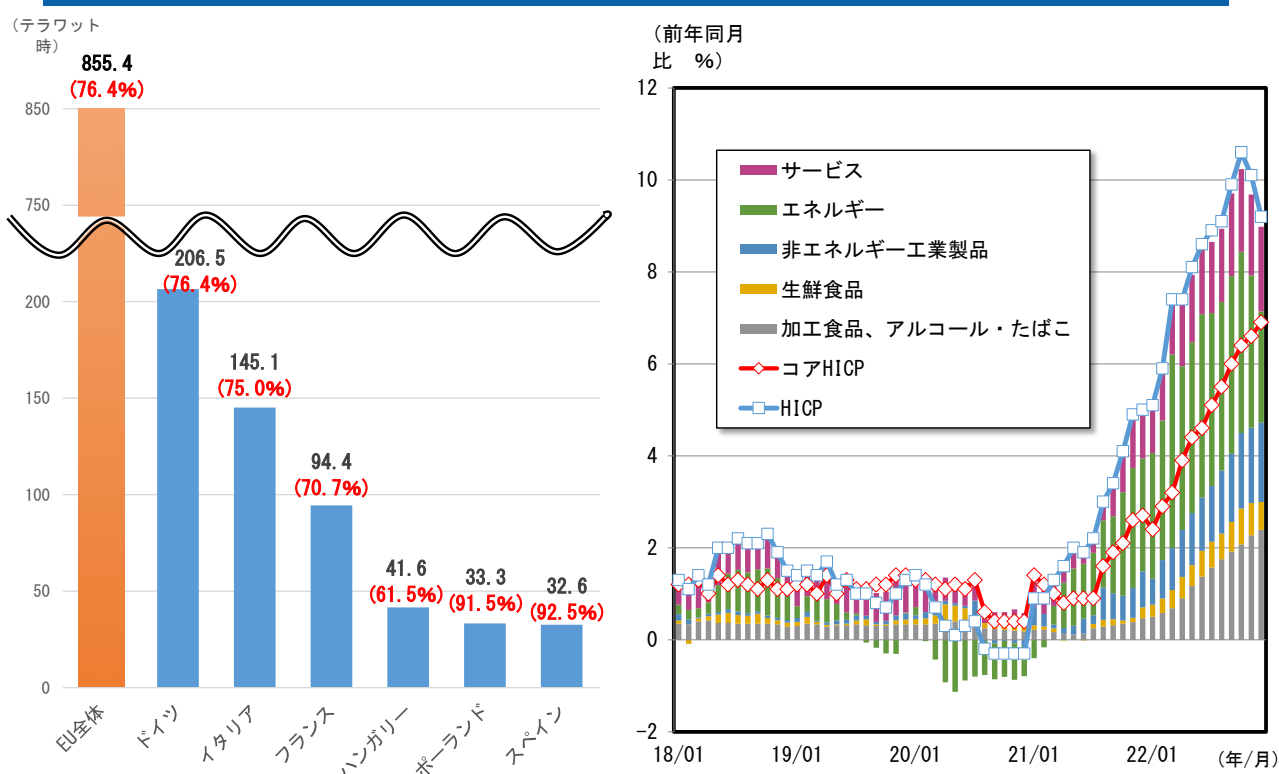
[要約]

- 2022年2月のロシアのウクライナ侵攻開始直後から、欧州の消費者や投資家には悲観主義が蔓延し、コロナ危機から3年も経たないうちに再び景気後退（リセッション）は不可避との見方が定着した。しかし、2023年に入りこの悲観的な見方に変化が訪れつつある。その背景には、エネルギー価格の下落や、中国のゼロコロナ政策の解除が早く進み、世界的な需要促進につながるとの観測が挙げられる。
- しかし欧米中央銀行が猛烈な勢いで引き締めている金融政策は景気に中立な水準を上回るレンジに入りつつあり、金融危機の連鎖反応を引き起こす危険性があるとの指摘は後を絶たない。特に金融当局や中央銀行は、年金基金や投資ファンドといったノンバンク金融仲介（Non-Bank Financial Intermediation: NBFi）セクターにおける、（非公開の）レバレッジと非流動性資産の保有の多さを警戒している。NBFiは、規制当局による監督を概ね回避しており、たとえ資産が減損されたとしても公開する義務はなく、増大する損失を認める必要がない。つまり、金融危機に関する事前の警告信号が鳴らない状態にあり、金融当局はどこに地雷が埋まっているか、金利がどの水準になるとシステム崩壊を招くのかを把握できていない。
- 英国ではブレグジットによって獲得した、EU規制にとらわれない自由度を活用し、リーマン・ショック後に導入された金融規制を緩和する動き（通称エンジンバラ改革）が加速している。しかし過去の危機で行った規制改革を否定することは、セーフガードを弱めリスクテイクを助長するだけとの声もあり、英国が金融危機再来のリスクの発信源になるとの指摘も多い。経済成長や国際競争力の向上を目指し、金融規制緩和を推し進める英国だが、規制緩和が金融システムにどのような副作用があるかは誰も分からない。また2023年の夏まで利上げが継続される可能性が高く、インフレや金利上昇による実体経済への影響はこれからとみられている。つまり景気後退入りが回避されたのではなく、単に遅れているだけとの見方が適切なのかもしれない。

ユーロ圏はリセッションを回避か？

2022年2月のロシアのウクライナ侵攻開始直後から、欧州の消費者や投資家には悲観主義が蔓延し、コロナ危機から3年も経たないうちに再び景気後退（リセッション）は不可避との見方が定着した。しかし、2023年に入りこの悲観的な見方に変化が訪れつつある。ロシアのエネルギーへの依存度や戦場であるウクライナとの近接性から、ユーロ圏は世界でも最も大きな打撃を受けるのではないかという懸念が高かったが、現在では景気後退入りを免れるとの見方が強まりつつある。

図表1 欧州のLNGガス貯蔵量（2023年1月24日時点、左）とユーロ圏のHICP（右）



(注) グラフのカッコ内は各国の貯蔵率
(出所) GIE、ECB より大和総研作成

その背景には、エネルギー価格の下落や、エネルギー高騰に対する政府の支援策が予想よりも大規模なものであったことが挙げられる。特に卸売りガス価格がここ最近で急落し、ロシアのウクライナ侵攻前の水準に戻ったことも、経済見通しの改善に大きく寄与している。例年になく穏やかな気温が続き、LNGの輸入も途絶えることなく、ガス貯蔵率も予想を上回っていることも影響している。今年の冬を問題なく乗り越えるための指標であるガス貯蔵施設への充填が進んだことで、一時はほぼ不可避とみられていた、広範なガス不足やそれに伴う配給制には至らなかった。例年であれば、この時期のガス貯蔵率は約60%だが、(昨年から導入された貯蔵目標の甲斐もあり) 欧州最大の経済国ドイツでも75%を超えている。歴史的な水準からみれば依然として高いガス価格が家計や企業を圧迫していることに違いはないものの、西側諸国経

済が辛うじて耐えうる水準にまで低下してきていることも大きい。また、中国のゼロコロナ政策の解除が早く進み、世界的な需要促進につながるとの観測も楽観的な見方を後押ししている。

さらにユーロ圏のコア HICP は依然として高止まりしているが、2022 年 12 月の HICP は前年比 9.2%と一桁に戻り、消費者信頼感指数もユーロ圏全域で回復しつつある。欧州委員会のジェンティローニ経済担当委員は深刻な景気後退ではなく、小幅の縮小に留まる可能性があるともまで発言している。IMF のゲオルギエバ総裁も数週間前に、EU 加盟国の半分为 2023 年に景気後退に陥るとの見方を示したばかりだったが、1 月末に発表した経済成長見通しで上方修正に転じた。

ノンバンク金融仲介（NBFI）セクターから生まれる危機

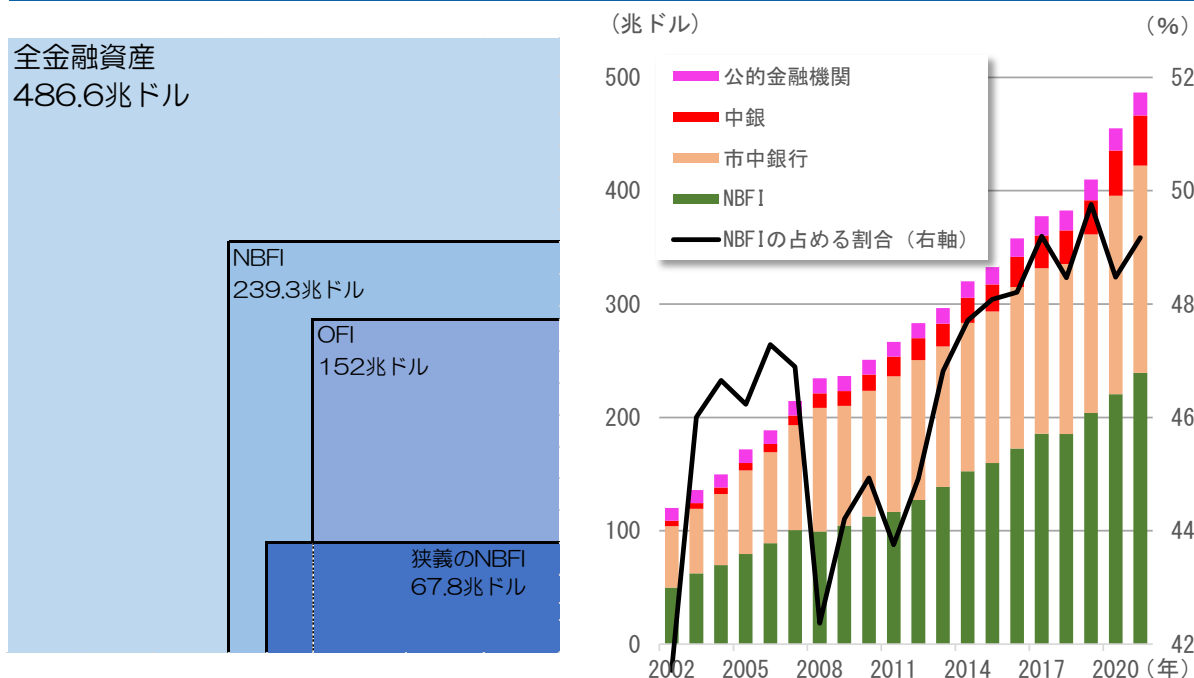
またユーロ圏に限らず、世界的な景気後退の懸念が弱まり、ソフトランディングに関する楽観的な見方が増えているのが実情である。しかし欧米中央銀行が猛烈な勢いで引き締めている金融政策は景気に中立な水準を上回るレンジに入りつつあり、金融危機の連鎖反応により深刻なリセッションを引き起こす危険性があるとの指摘は後を絶たない。特に金融政策引き締め効力や影響にはタイムラグがあり、これを過小評価することは軽率だろう。ロシアのウクライナ侵攻の長期化に伴い、欧州のエネルギー価格は今後も他の地域に比べ高止まりする為、エネルギー集約度の高い企業は、欧州での事業継続の採算性について今後も判断が必要になる。今回のガス価格の下落によって、ユーロ圏のインフレが本当にピークアウトしたかどうかまだわからないため、（ユーロ圏の）長期的な競争力を巡る懸念に変化はなく、危機を脱したと考えるのは時期尚早であるともいえる（危機を回避できると断言できる状態にはまだなっていない）。

一方、金融市場はリセッションが回避されるか否かというよりも、金融セクターや資産価格などに様々な波及効果を伴うような深刻な金融危機が起こるリスクがどれだけ低下したかを重視している。特に金融当局や中央銀行は、年金基金や投資ファンドといったノンバンク金融仲介（Non-Bank Financial Intermediation: NBFI）¹セクターにおける、（非公開の）レバレッジと非流動性資産の保有の多さを警戒している。同セクターは金融危機後に伝統的な銀行セクターにとって代わるようになり、現在は世界金融資産 486.6 兆ドルの半分を占めている。しかし、銀行ほど規制当局による厳しい監督対象にはなっておらず、たとえ資産が減損されたとしても公開義務はなく、増大する損失を認める必要がない。つまり、金融危機に関する事前の警告信号が鳴らない状態にあり、金融当局はどこに地雷が埋まっているか、金利がどの水準になるとシステム崩壊を招くのかを把握できていない。NBFI は通常の市中銀行とは異なり、中銀から緊急融資を受けることもできず、預金保険の対象となる安定した預金者という基盤もない。流動性が枯渇するか、外部からのショックが発生した場合、同セクターが保有する金融資産のうち、50 兆ドル以上が取り付け騒ぎになる可能性があるとして金融安定理事会（FSB: Financial

¹ 中央銀行、銀行、あるいは公的金融機関以外の金融機関等（保険、ブローカー、資産運用業、年金基金など）から構成される広範な呼称。

Stability Board) は警告している。

図表2 ノンバンク金融仲介セクター定義（左）と同セクターが金融機関に占める割合（右）



(注1) OFI (Other Financial Intermediaries) : NBFI の下位セクターで保険会社、年金基金を除く仲介型金融機関以外を指す。MMF やヘッジファンド、ファイナンス会社、中央清算機関、ブローカー、特別目的会社などが含まれる。

(注2) 狭義のNBFI : 銀行のように金融安定性リスクをもたらす可能性のある信用仲介、およびまたは規制の裁定に関与していると当局が判断した NBFI 法人（リースや消費者信用、不動産ファンド、ブローカー、信用保証会社等）で構成される。

(出所) FSB より大和総研作成

2008年の金融危機時は金融機関（主に銀行）が資産価格の下落や、不良債権の拡大を受け、債務をカバーするだけの強固なバランスシート（特に資本）を持っていなかったことが規制当局の懸念事項だった。しかし、昨今の危機ではバランスシート内の資産の解約流動性が最大のストレス要因となっている。2023年には、前年9月に英国で起きた英国債市場の混乱を受けて、年金基金や（流動性確保のため基金が解約を急いだ）PEファンドなどNBFIのリスクへと焦点を移し、精査を進めていくとみられている。ただし多様な側面を持つNBFIだけに、画一的な規制は不適切となる。規制策定の前にまず、潜在的な問題の度合いを把握しようと、世界の規制当局は数々の新たな取り組みを進めている。例えば、英国のBOEは債務連動型投資戦略を採用した年金基金のリスク評価が甘く、前年9月に起きた英国債市場の混乱に際し、市場介入を余儀なくされた。そのためBOEは同年12月に、NBFIが主要市場参加者となる金融市場における基調リスクに注目したストレステストを世界で初めて行うと発表した。さらにFSBは、2022年12月のNBFIの報告書に続き、2021年に発表したMMFの監督改善に関する勧告の、実施状況についての報告書も近く発表する予定である。FSBは、このほかに拠出された資金と投資資産との流動性のミスマッチを抑えるための提案もし、オープンエンド型ファンドも精査の対象にし

ている。しかし、複数の規制当局が関与する広範なセクターだけに、当局間の調整にとっても一苦勞である。

欧州住宅市場にも危機の前触れ？

NBFIのうち、PEファンドや不動産ファンドは不動産市場へ投資するために多額の借り入れをしていたため、現在様々な苦境に陥っている。超低金利やコロナ危機を発端とする住み替え需要によって生じた住宅バブルは、インフレ抑制を目的とした欧米中央銀行の政策金利の引き上げによって崩壊しつつある²。

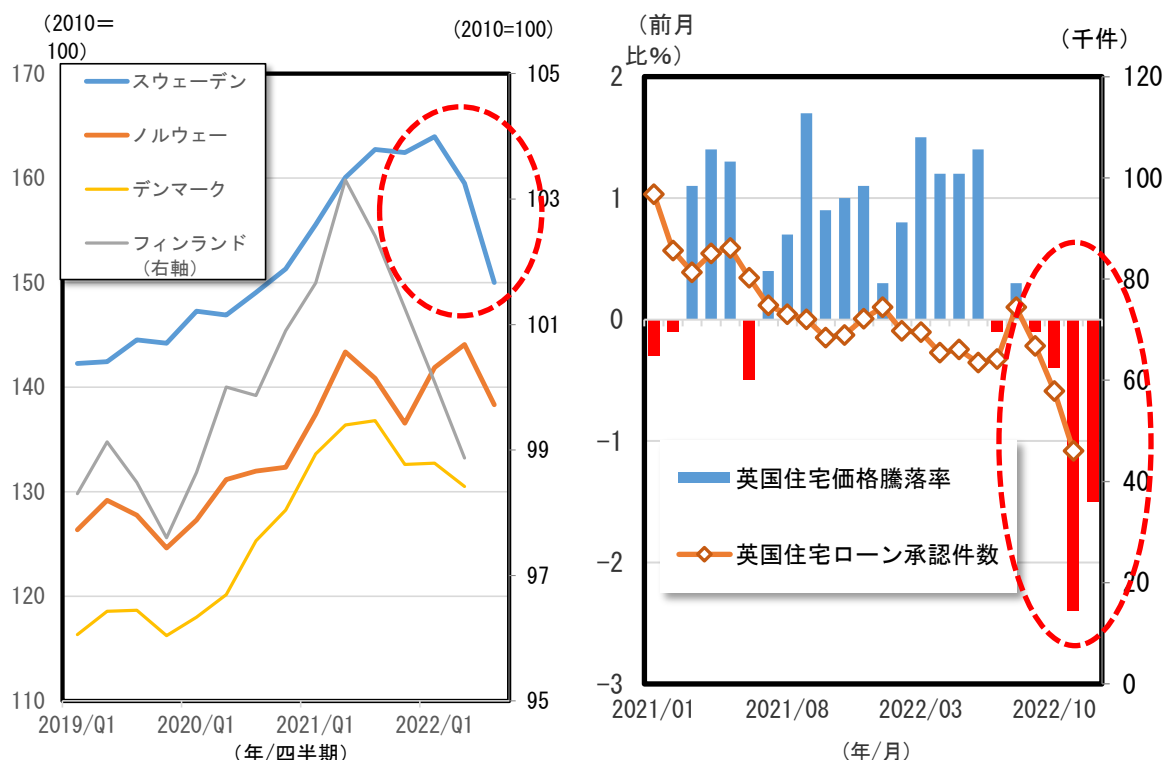
PEファンドや不動産ファンドが、投資持ち分の解約を急いでいることもあり、英国では2021年に見られた住宅価格の伸びは、急速に失われつつある。2022年12月には住宅価格の前月比は4か月連続で下落した。住宅ローン大手ハリファックスによれば、英国の平均住宅価格は11月に前月比マイナス2.4%、12月に同マイナス1.5%も下落し、2022年春の水準に戻っている。住宅ローン承認件数も減少基調にあり、BOEによれば、2022年11月の住宅ローン承認件数は4.6万件と5万件台を割り込んだ。この件数は、不動産市場が凍結されたコロナ危機中のロックダウン期間を除けば、2008年の金融危機から住宅市場が回復途上にあった2011年4月以来の低い水準となる。英不動産仲介大手サヴィルズは、2023年の販売件数が87万件に留まると予測しているが、90万件を切るのは、2011年以来である。英国では1990年代初頭の住宅不況で、銀行が数十万の住宅を差し押さえ、それがさらに深刻な住宅価格の下落を招いた。現在、住宅所有者は住宅ローン破綻に対してはるかに綿密なストレステストを受けており、銀行が支払猶予に関しさらに（期間延長や元本支払いの猶予等に対し）寛大になる可能性がある。英規制当局は既に、借り手が明確な返済計画を持っていなくても一時的な無利息返済への切り替えを許容することを含む指針を策定している。ただどの対応も、結局は問題の先送りにしかならず、本格的な景気後退が始まれば、危機の深刻度を高めるだけとなる。

一方、欧州大陸でも不動産市場の大幅な調整が進み、金融危機を警戒する兆しとなっている。なかでもスウェーデンの前年比の住宅価格は、2022年第1四半期のピークから第3四半期までの僅か半年で7.8%下落し、世界で最速のペースで下落している。スウェーデンの住宅価格は2022年春まで高騰し、中銀は同2月時点で、2024年まで利上げはないと示唆していた。スウェーデンの利上げ開始のタイミングは他国に比べ遅い方だったが、ロシアのウクライナ侵攻による高インフレで状況は一変し、非常に速いペースでの利上げとなり、2023年2月にはさらに引き上げられる可能性がある³。また、住宅ローンの大半は短期の固定金利または変動金利制のため、金利上昇は住宅所有者のコスト増に直結しやすく、住宅市場が高金利の打撃にさらされている。

² 米国の平均住宅価格はサブプライム危機時よりも早いペースで下落している。

³ 2014年以降ゼロ%以下にとどまっていた政策金利は2023年1月時点で2.5%となっている。

図表3 北欧と英国の住宅価格



(出所) Eurostat、ハリファックス、BOE、米連銀、Bloomberg より大和総研作成

金融危機後に導入された金融規制の緩和

2022年9月23日に英トラス政府が発表したミニ予算は金融市場の動揺を招き、英国債市場に暴落をもたらした。英国年金基金が、デリバティブ取引に関し、中央清算機関（CCP：Central Counterparty）を利用しなければならなかったことが、英国債暴落の背景となったといわれている。これは金融危機以降、銀行の強靱性を高めるために導入された金融規制の一つ、OTCデリバティブのCCP義務の副作用といえる。

一方、英国ではブレグジットによって獲得した、EU規制にとらわれない自由度を活用し、リーマン・ショック後に導入された金融規制を緩和するための動きが加速している。2022年12月に発表された、いわゆるエジンバラ改革⁴は、2008年の世界危機後に導入された金融サービス規制の巻き戻しであり、銀行セクターを再構成し、ブレグジットによってEUの拘束的な規制を排除するという政府の新たな野望を示すものである。その一つとして、リングフェンス規制の一部を緩和しようとしている。リテール銀行業務を、リスクの高い投資銀行業務から切り離すリングフェンス規制は、理論的には妥当な改革であったが、実際には、投資銀行業務の規模が小さい銀行にも、費用の高いリスク管理やガバナンス要件が求められ、規制順守コストは著

⁴ 2022年12月9日にハント財務相がエジンバラで、一連の改革パッケージを発表したため、エジンバラ改革と呼ばれている（改革パッケージでは、100程度の規制改革が提案されている）。EU単一市場からの離脱により、英国国民や英国企業の利益にかなった規制体制実現を目指し、スナク首相が財務相時代に打ち出した、いわゆる「ビッグバン2.0」の考えに基づくものである。

しいものになった⁵。また市場の急落の際に莫大な公的救済の必要がないようにと、導入されたソルベンシー II の緩和も予定されている。ここ最近暗号資産市場の急落が続いたが、英国を暗号資産のハブにしたいとの政府の意向から、海外に拠点を置く暗号資産投資家への税優遇措置も改革に含まれた。

図表 4 英国の金融規制緩和となるエジンバラ改革（抜粋）

改革対象	概要
銀行のリングフェンス規制	・投資銀行部門の小さいリテール銀行への規制適用免除、また規制対象となる預金の閾値を見直すなど、一部要件を緩和。
「維持されたEU法」の廃止及び改正	・よりスマートな規制枠組み構築に向け、金融サービス・市場法（FSM）案における権限を用いて、EU離脱に伴い英国法にそのまま置き換えられたEU法の改正・廃止、置き換えを行う。
目論見書規則改正	・目論見書規則が現在取り扱っている、株式市場への上場認可と株式公募規則の改正という2点について、別途扱うようにする。 ・現行の目論見書規則に代わり、FCAが規則策定権限を担うようにする。
証券化規則	・EU証券化規則との矛盾点の解消や、地域適用の明確化や情報開示の簡素化を目指す。
ソルベンシー II 改正	・リスクマージンの改正。 ・マッチング・調整の適用プロセスは便益とリスクに相応したもので、保険会社が適格資産に迅速に投資できるようにすべきようにする。 ・保険会社によるインフラなど長期資産への投資を可能にし、柔軟性を向上。報告要件の整理統合。
パッケージリテール商品（PRIIPS）法	・PRIIPS法を廃止し、新たにリテール開示の枠組みを導入を目指した意見公募を実施。
空売り規制	・改正に関する根拠に基づく情報提供の照会。
FCAおよびPRAの権限	・新たに成長および国際的な競争力を両機関の権限に追加。 ・維持されたEU法に関する政府のアプローチにどのように対応すべきかの勧告を発表。
1986年住宅金融組合法の改正	・住宅金融組合の資金調達モデルや、コーポレイトガバナンス要件を改正し、ホールセール市場での資金調達の自由度を拡大する。
年金及び税制	・確定給付型年金基金の整理統合を加速し、地方自治体年金基金の資産プールに関する新たな指針について意見公募。 ・不動産投資信託にかかる税規則の改善、資金運用のVAT取り扱いを巡る改正。
テクノロジーおよびイノベーション	・中銀デジタル通貨について、リテール行やBOEの意見募集。 ・金融市場インフラ「サンドボックス」を立ち上げ、企業や規制当局が新技術の試験や採用、拡大できるようにする。 ・暗号資産を投資運用者免除の対象に。
サステナブルファイナンス	・グリーンファイナンス戦略更新版を2023年前半に発表。 ・ESG評価機関を規制当局の監督対象にすることへの意見公募。
ボーナスキャップ	・PRAおよびFCAが共同で意見公募。最終的な規則発表は2023年Q2以降。

（出所）英国金融行為規制機構（FCA）、英国健全性監督機構（PRA）より大和総研作成

ブレグジット以降、英国の金融サービスセクターが繁栄するためには、過去10年で蓄積した規制上の非生産的なコストをなくす、より大胆な改革が必要との意見が根強い。しかし過去の危機で行った規制改革を否定することは、セーフガードを弱めリスクテイクを助長するだけとの声もあり、英国が金融危機再来のリスクの発信源になるとの指摘も多い。この改革によって銀行がさらなるリスクを取れるようになり、再び銀行の信用不安を招く恐れがあることも確か

⁵ リングフェンス規制の緩和によって、Virgin Money などの小規模銀行は同規制が適用免除され、NatWest のような大規模行には、資金調達に関する自由度が広がることになる。

だ。昨年 9 月の英国債市場の暴落のように、意図せぬ形で金融危機の再来を導く可能性もゼロとは言えないだろう。

OECD は英国の 2023 年における景気後退が、世界トップ 20 の経済大国の中で、ロシアに次ぐ最悪のものになると予想している。過去の景気後退は金融危機や戦争などの外的要因が原因とされてきたが、今年の英国の状況は異なり、不確実性が高い規制当局や政治主導の要因が懸念されている。英国では、2022 年第 4 四半期には小幅ながらも経済成長が認められるなど、足元の経済指標は予想を上回り、景気後退入りを何とか回避できるのではと期待する声も多い。ただ、2023 年の夏まで利上げが継続される可能性が高く、インフレや金利上昇による実体経済への影響はこれからとみられている。英国は G7 諸国で唯一、コロナ危機前の水準にまで経済が回復しておらず、金利上昇は、住宅市場をさらに弱体化させ、消費者信頼感をさらに損なうと言っても過言ではない。経済成長や国際競争力の向上を目指し、金融規制緩和を推し進める英国だが、規制緩和が金融システムにどのような副作用があるかは誰も分からない。つまり景気後退入りが回避されたのではなく、単に遅れているだけとの見方が適切なのかもしれない。

(了)