

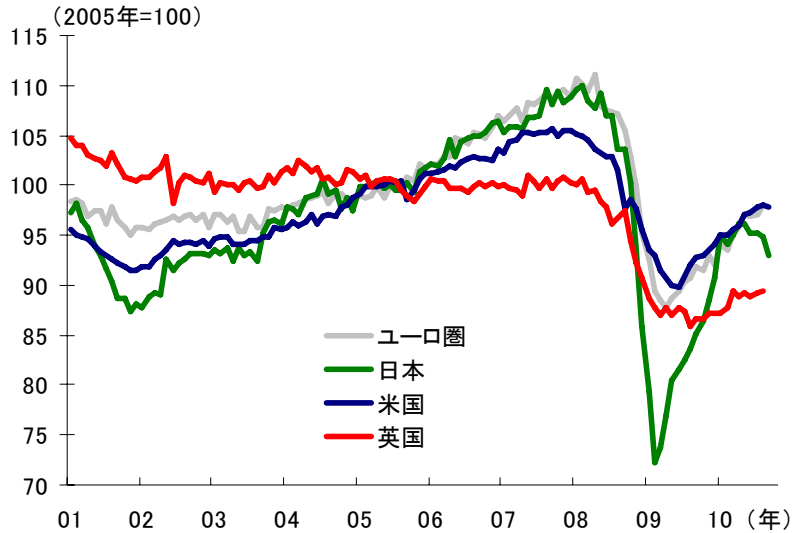
2011年の世界経済・金融の行方

株式会社三井住友銀行
経営企画部金融調査室
(ニューヨーク)
山崎 知洋

2011年2月

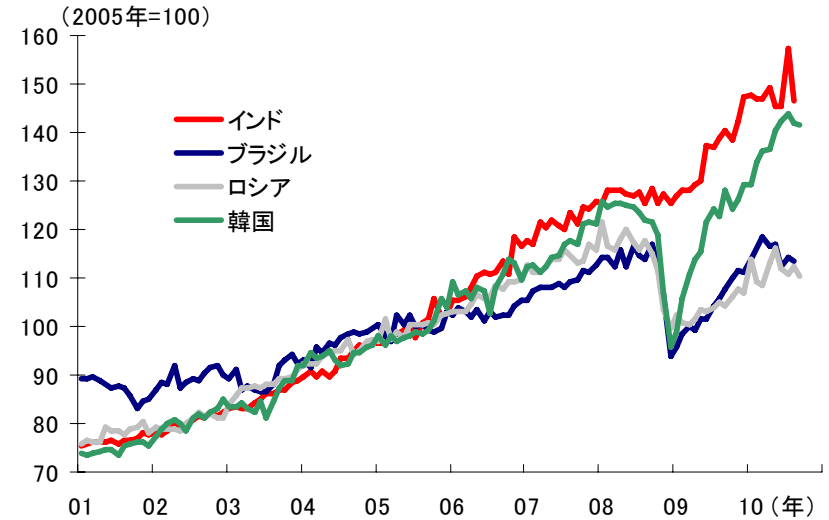
主要国の足許の景気情勢

先進国の鉱工業生産指数の推移



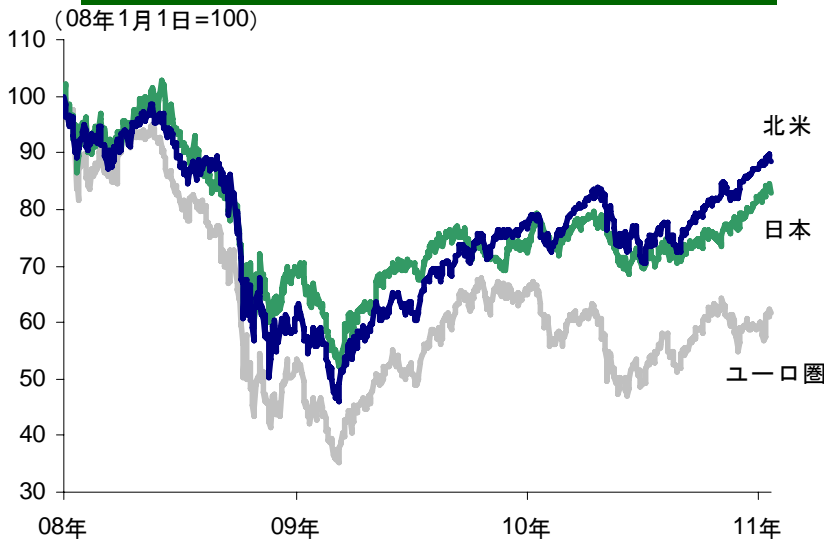
(資料)OECDデータを基に作成

新興国の鉱工業生産指数の推移



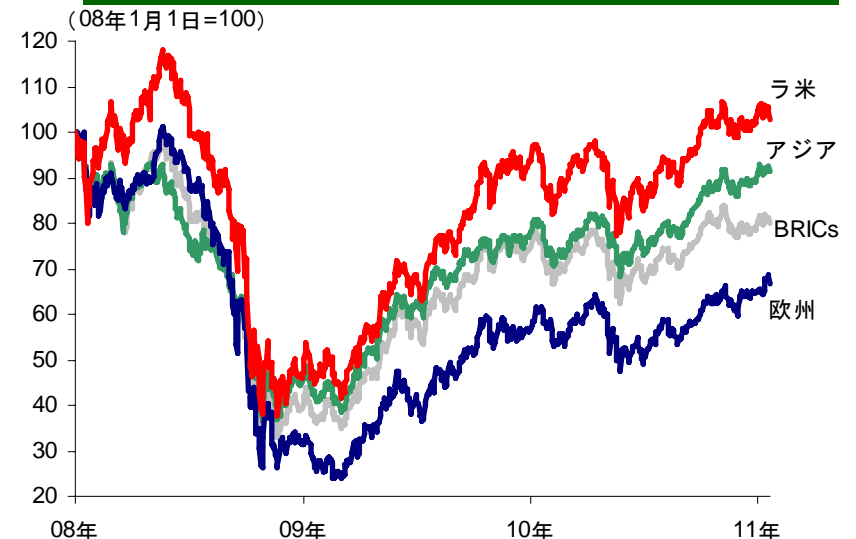
(資料)OECDデータを基に作成

MSCI株価指数(先進国総合)



(資料)MSCIデータを基に作成

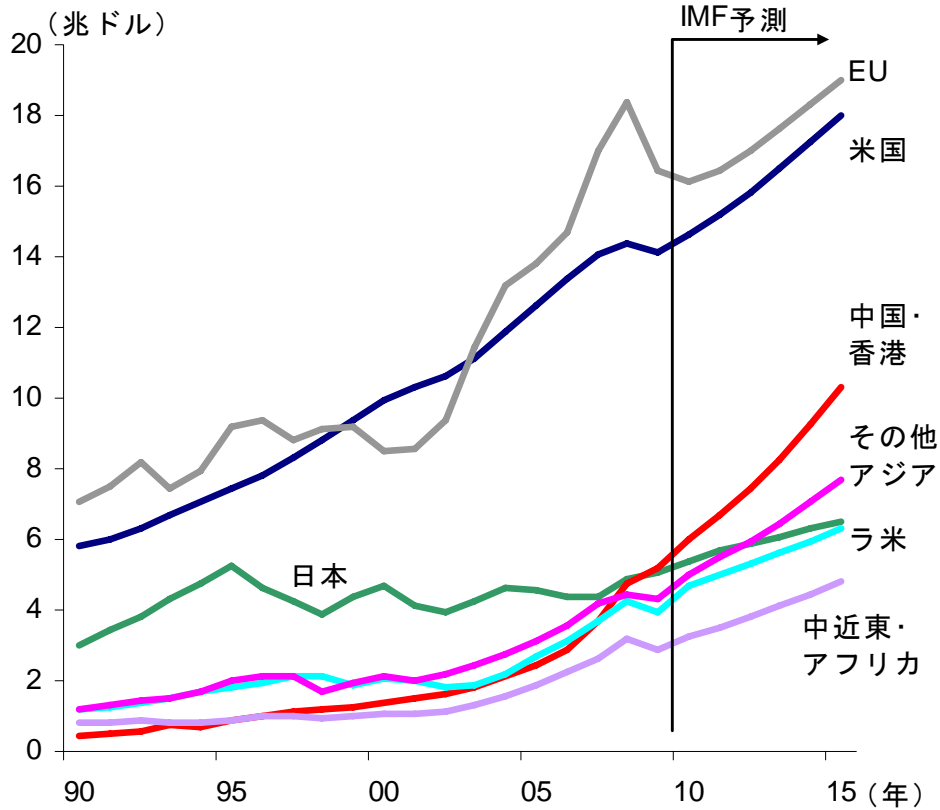
MSCI株価指数(新興国総合)



(資料)MSCIデータを基に作成

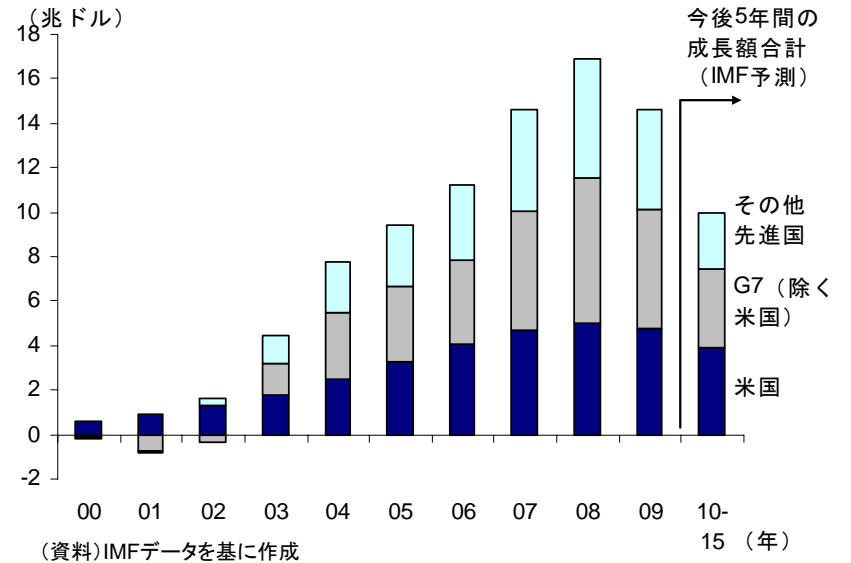
世界経済の長期トレンド

世界主要地域の名目GDP推移



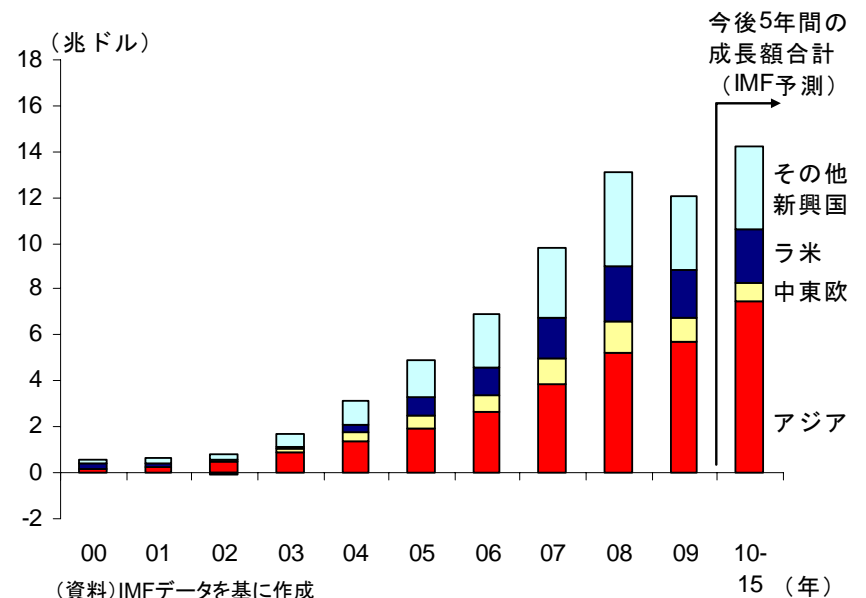
(資料)IMFデータを基に作成

00年代の累積名目GDP成長額(先進国)



(資料)IMFデータを基に作成

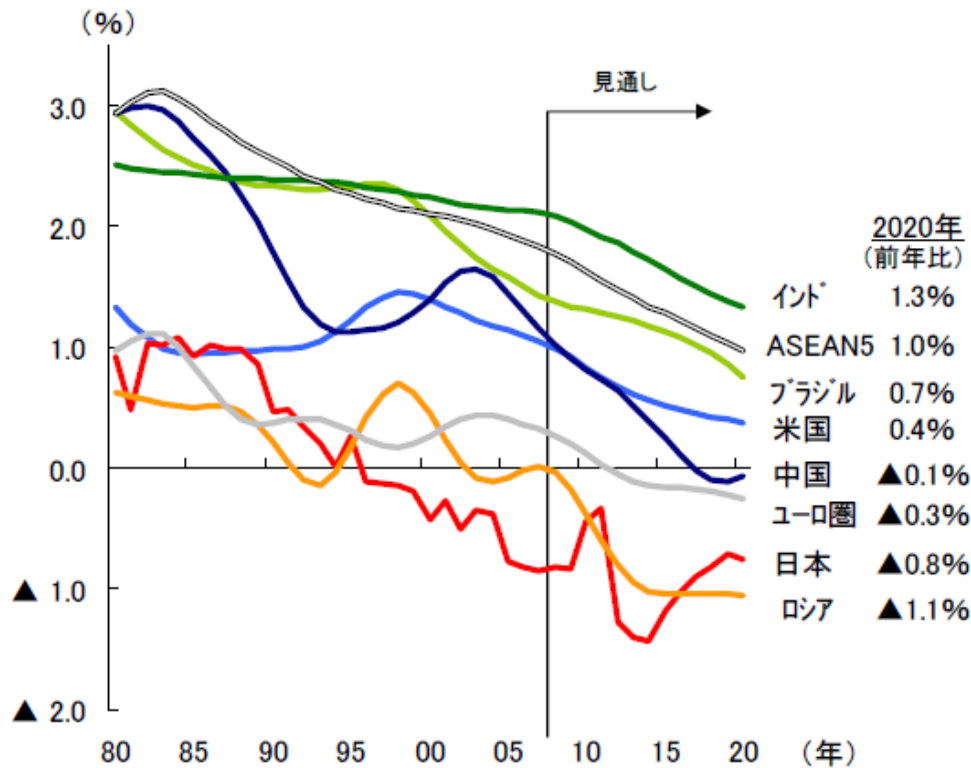
00年代の累積名目GDP成長額(新興国)



(資料)IMFデータを基に作成

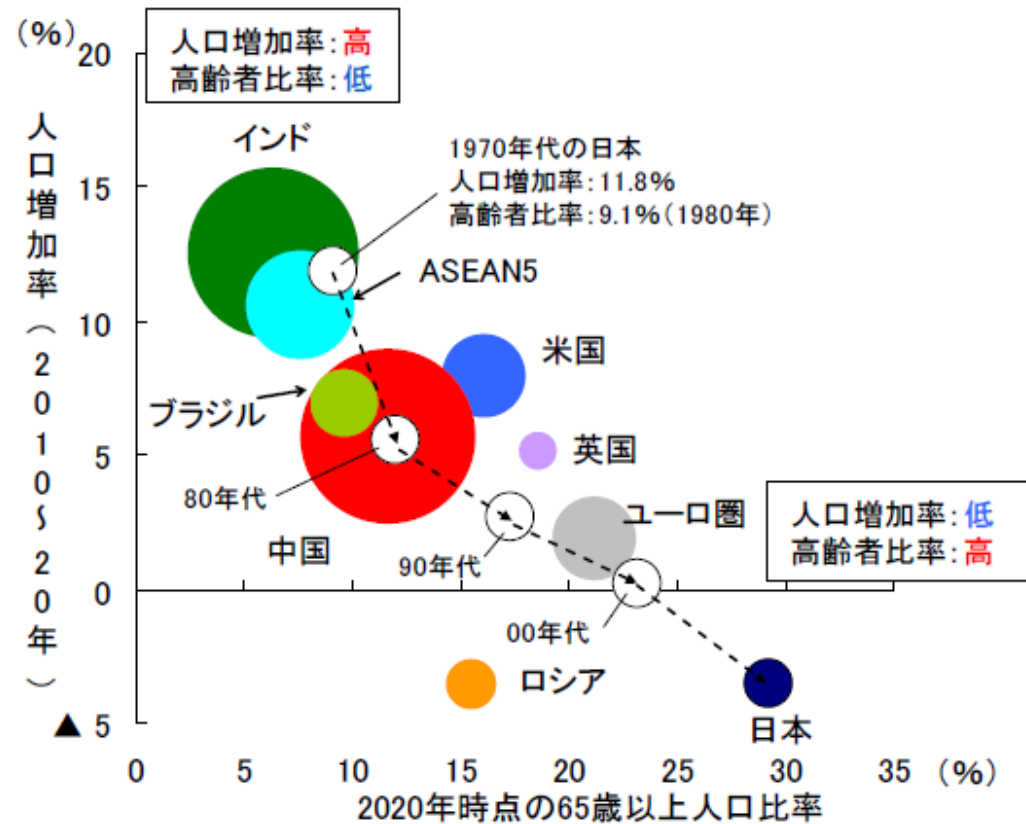
新興国経済の成長を支える人口動態

世界各国の生産年齢(15~64歳)人口見通し



(資料)国連データを基に作成

世界の人口動態

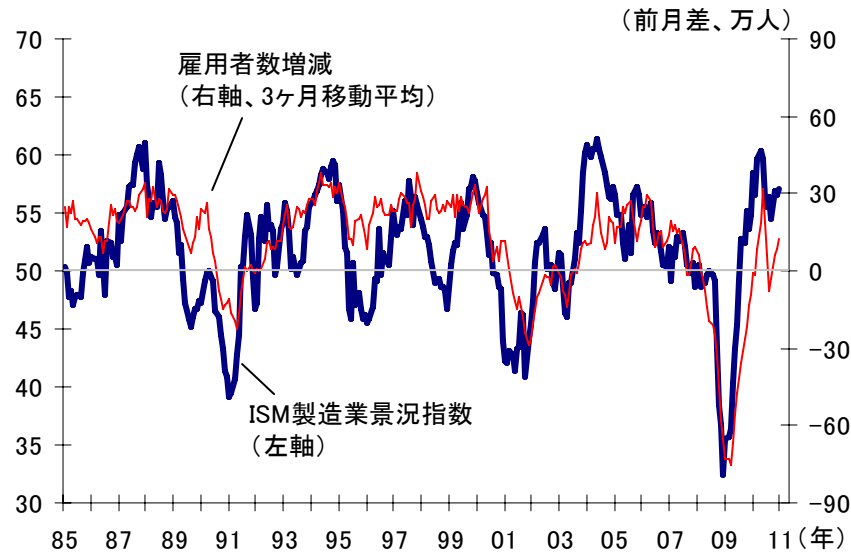


(資料)国連データを基に作成

1. 米国経済は順調に回復するのか？
2. 欧州ソブリン危機は収束するのか？
3. 新興国経済は好調を維持できるか？
4. 日本経済をどう見るか？
5. 金融規制強化の影響はあるのか？

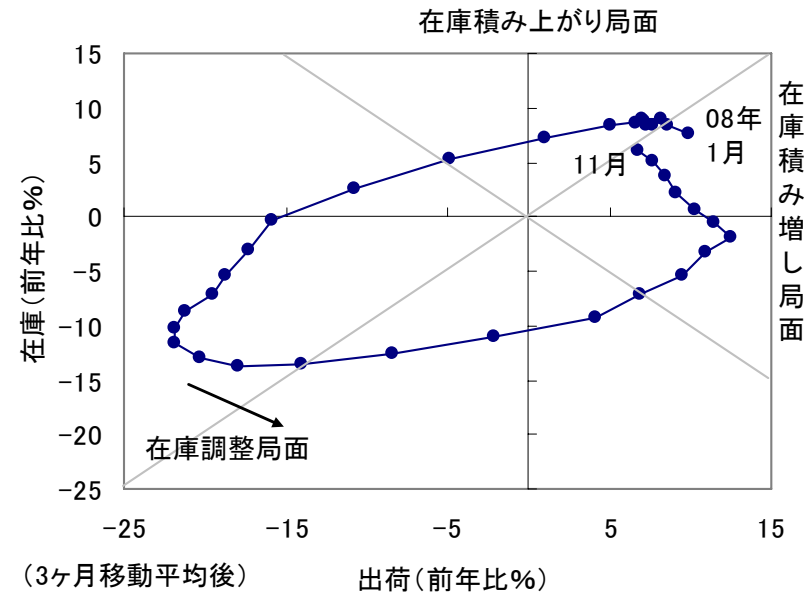
1-1.米国経済は順調に回復するのか？

製造業の景況感と雇用者数



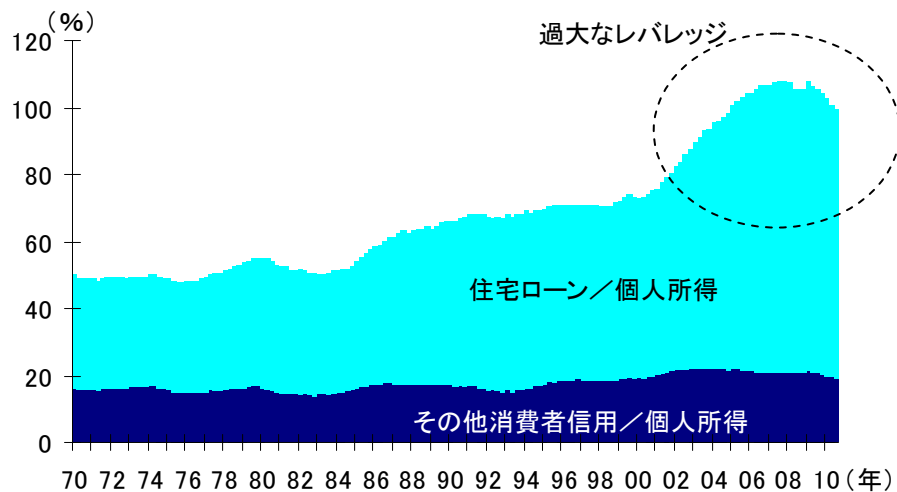
(資料)ISM、BLSデータを基に作成

製造業の在庫循環



(資料)Censusデータを基に作成

家計部門に残るレバレッジ

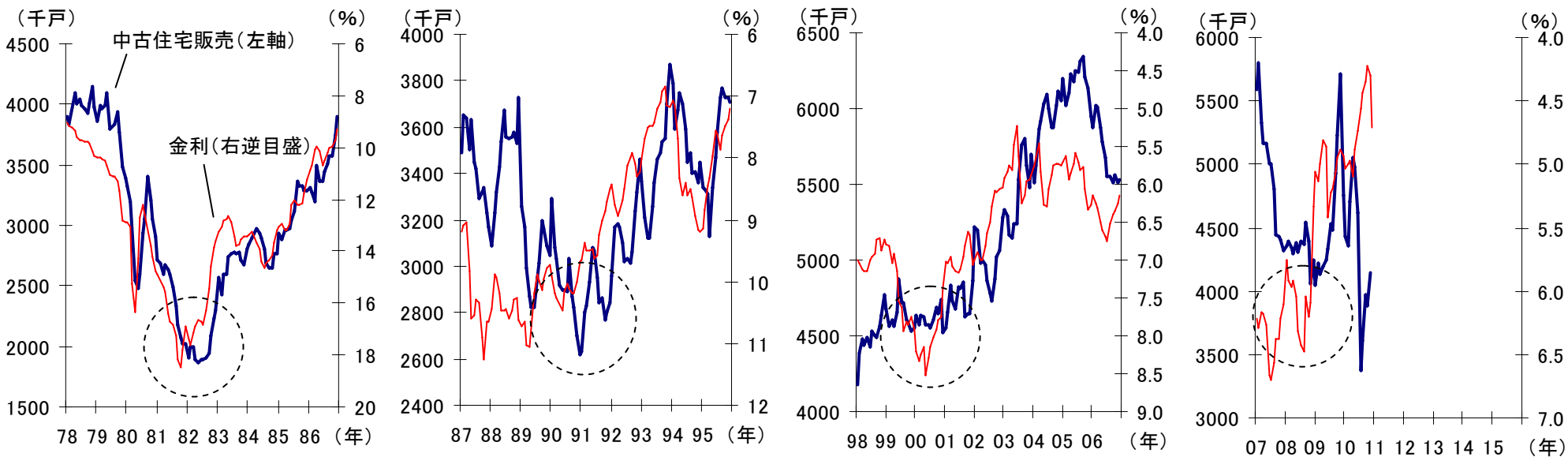


(資料)FRB、BEAデータを基に作成

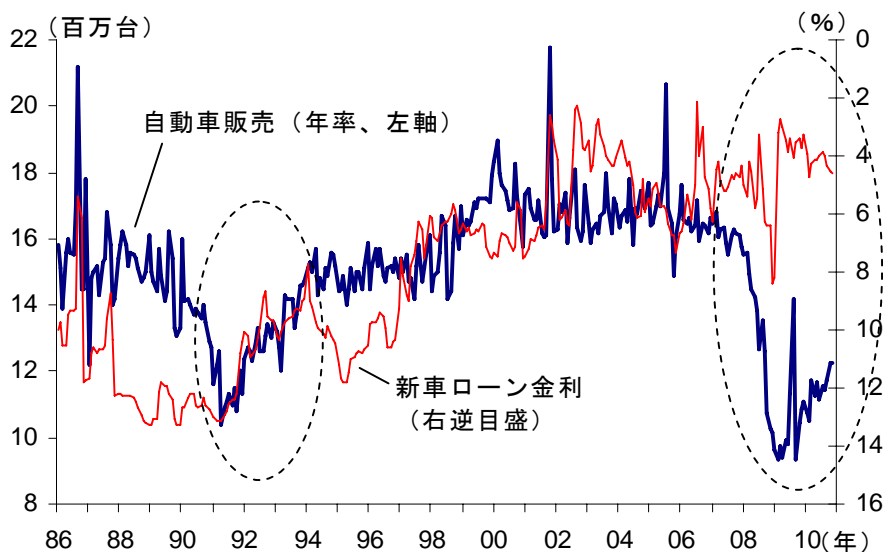
- 景況感は景気拡大を示す「50」を超えている。
- 製造業の在庫循環は、在庫補填の動きが一服した可能性を示唆。
- 住宅バブル期に積み上がった家計部門の借入(レバレッジ)の解消は進まず。

1-2. 米国経済：レバレッジの後遺症

過去の景気回復局面における住宅ローン金利と住宅販売



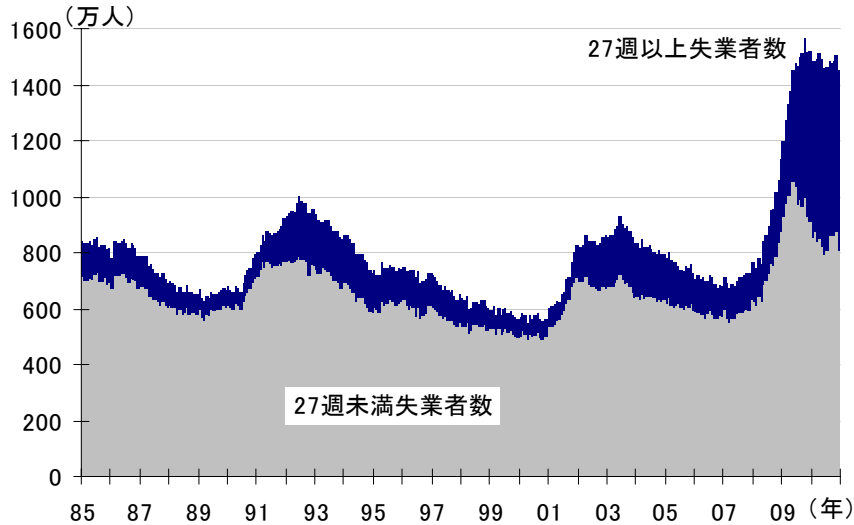
新車ローン金利と自動車販売



■ 足許では、金利低下にもかかわらず、住宅や自動車の販売が弱い。
 ■ 家計の借入余力が低下している可能性大。

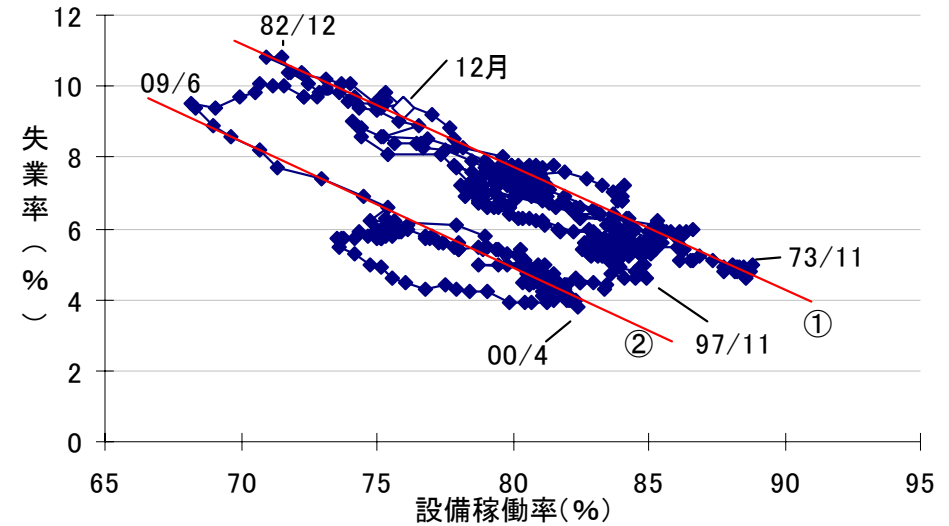
1-3. 米国経済：雇用環境改善の遅れ

長期失業者数の高止まり



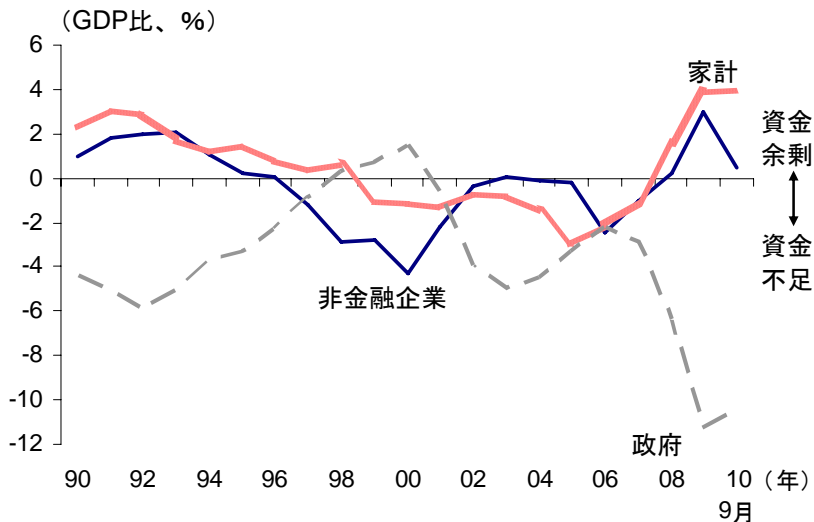
(資料)BLSデータを基に作成

設備稼働率と失業率の関係に変化



(資料)BLS、FRBデータを基に作成

米国内主要部門資金過不足

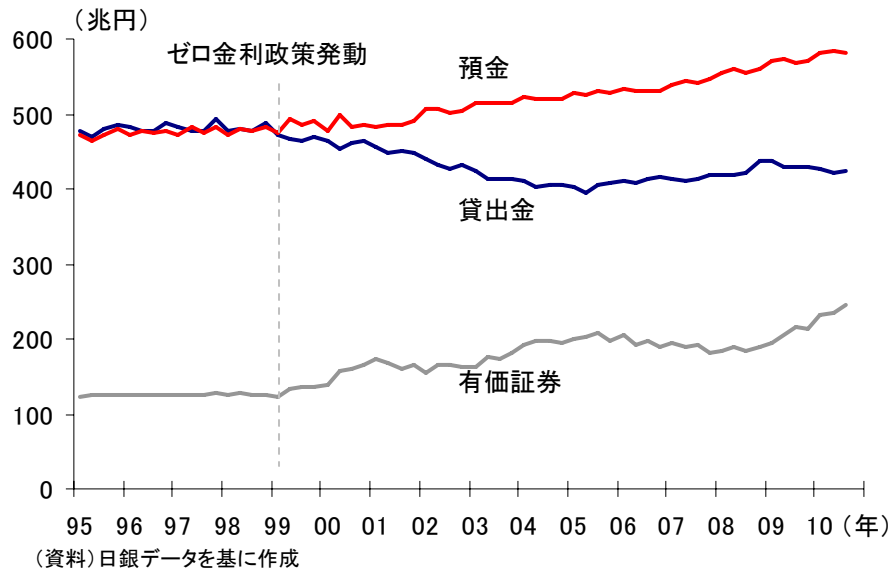


(資料)FRBデータを基に作成

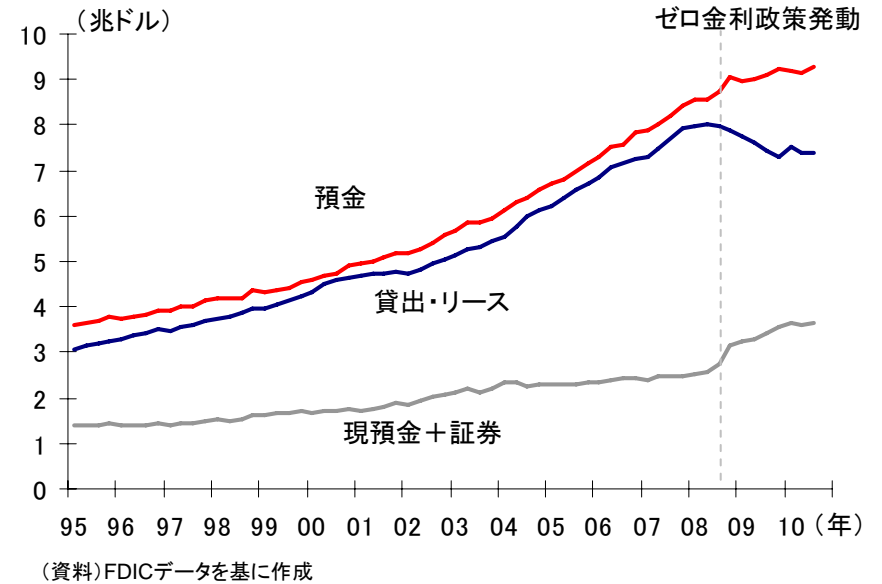
- 失業者数が異例の高水準に達しており、今後の失業率の改善も緩やかなものに止まる可能性大。
- 家計、企業部門ともに支出・投資を手控えて資金余剰となっており、経済の自律的回復のペースを鈍らせる可能性あり。

1-4. 米国経済：デフレのリスクも

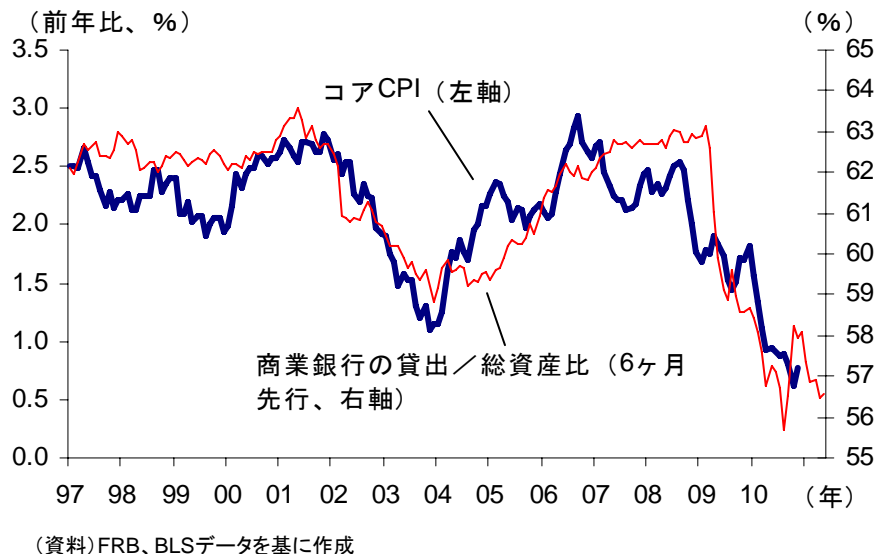
日本の国内銀行の資産・負債構成



米国金融機関の資産・負債構成



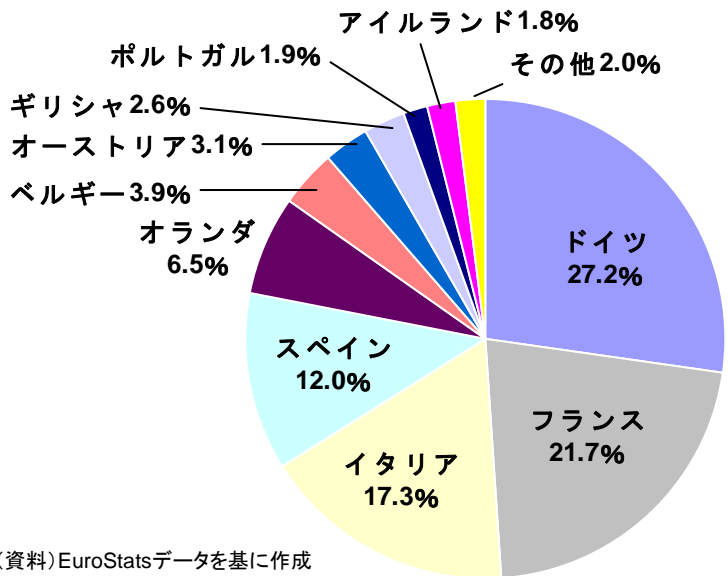
米国銀行貸出と物価指数(コアCPI)



- ゼロ金利発動後、米国の金融機関の資産・負債構成は、99年以降の邦銀のそれに酷似。
- 民間の資金需要の低迷は、デスインフレ傾向を助長。何らかのショックを機に米国がデフレに陥る可能性も否定できず。

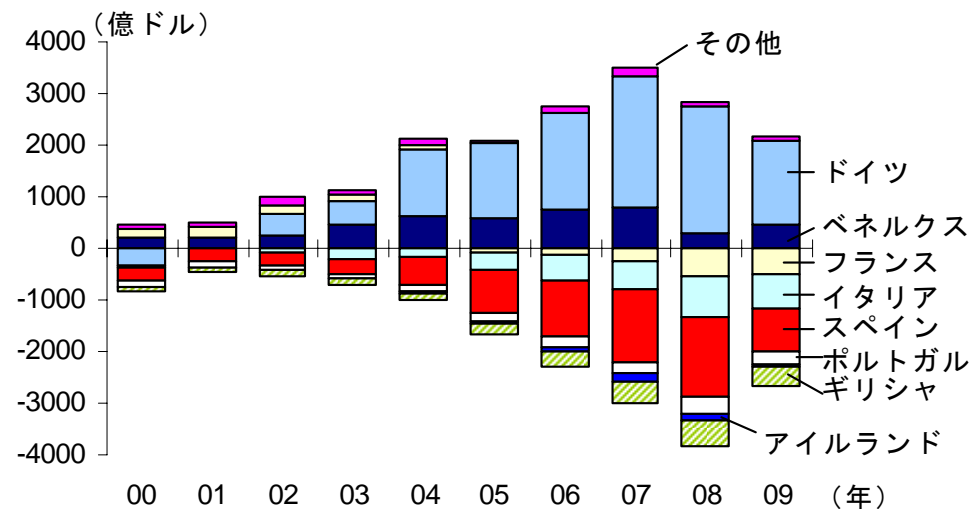
2-1. 欧州ソブリン危機は収束するのか？

ユーロ圏のGDP構成比(09年)



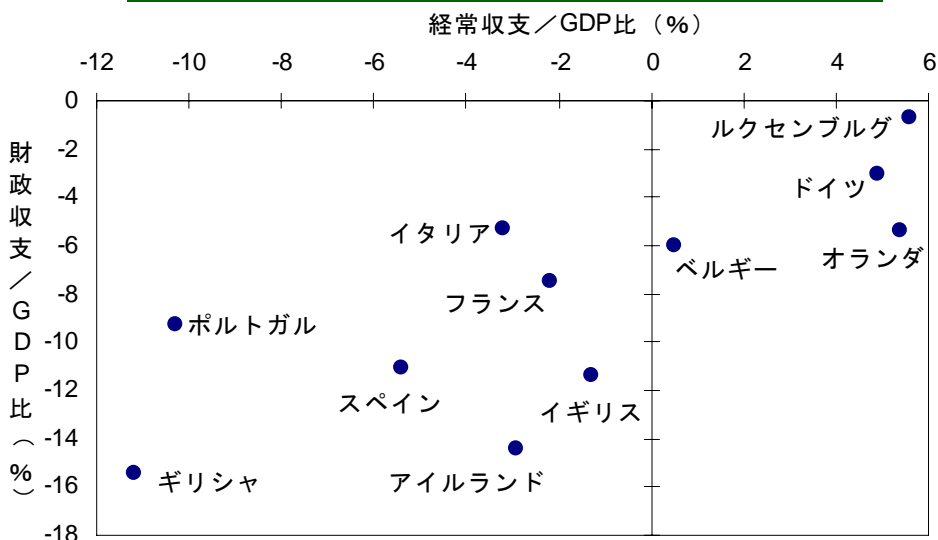
(資料)EuroStatsデータを基に作成

ユーロ圏各国の経常収支



(資料)IMFデータを基に作成

欧州主要国の経常・財政収支

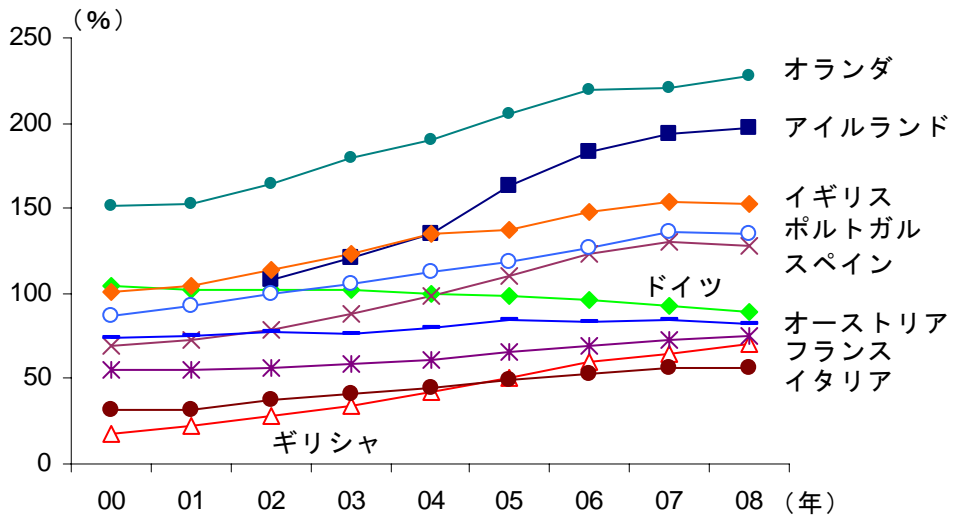


(資料)EuroStatsデータを基に作成

- ユーロ圏経済は、単一通貨の下で各国間の不均衡が増大。
- 国債消化を国外に依存する国が多いなか、市場は、経常収支と財政収支が悪化した国の信用力を問題視。
- すでに、ギリシャとアイルランドは、EU/IMFに支援を要請。

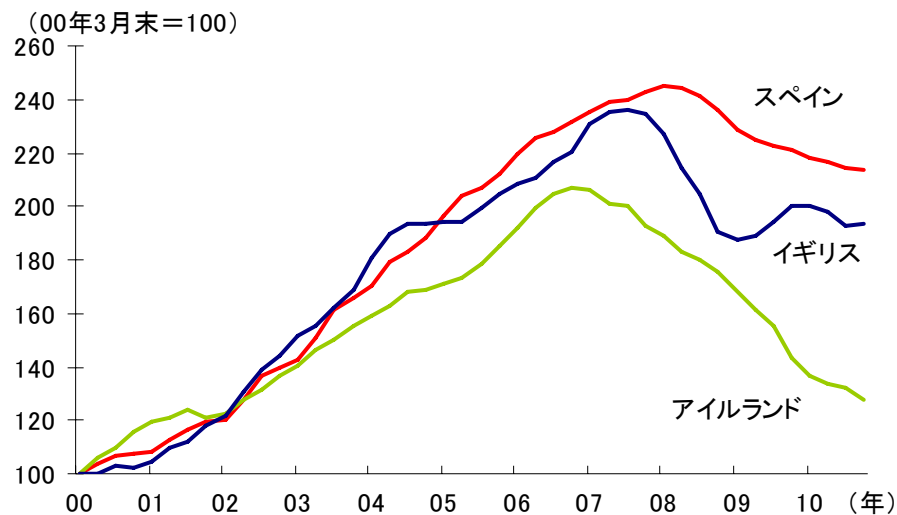
2-2.欧州経済：住宅バブルとしての側面

ユーロ圏主要国の家計の負債／可処分所得比



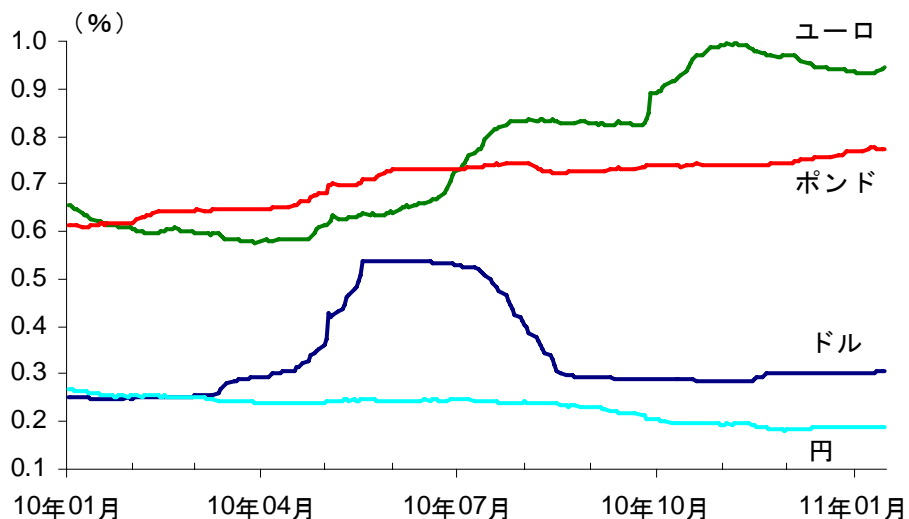
(資料)EuroStatsデータより作成

住宅価格の下落



(資料)Blombergデータより作成

銀行間貸出金利(3ヶ月物)

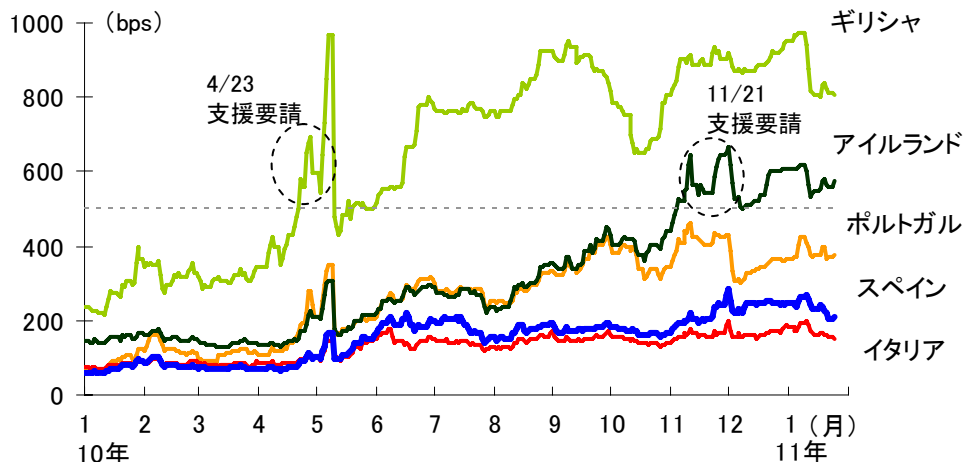


(資料)Blombergデータより作成

- 欧州ソブリン危機のもう一つの背景には、ユーロ周辺国における住宅バブルの問題がある。
- 住宅価格の下落は銀行の不良債権問題に直結。
- 銀行救済コストが財政赤字拡大に繋がるケースも。

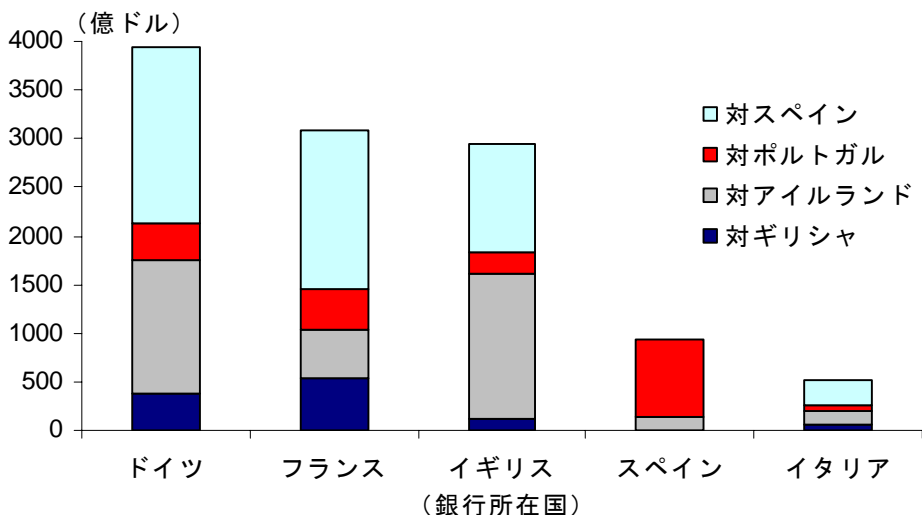
2-3. 欧州経済：市場の不安が招く危機の伝播

各国10年債の対ドイツ国債利回りスプレッド



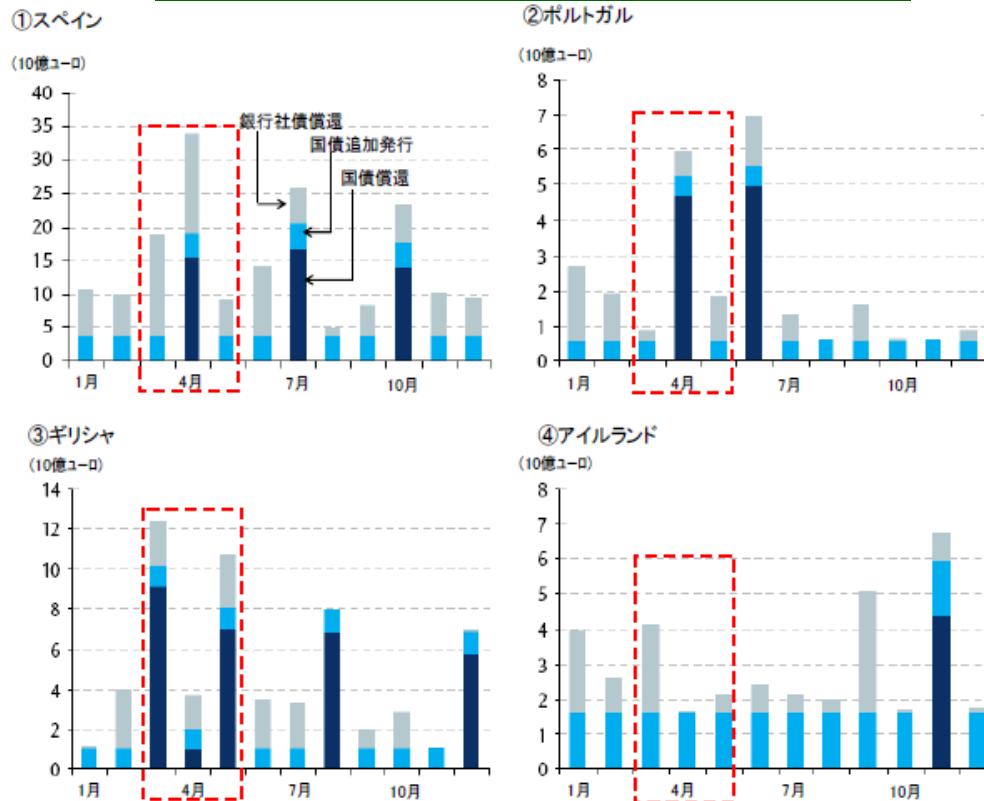
(資料) Bloombergデータより作成

欧州主要国における銀行の対外債権



(資料) BISデータより作成

欧州周辺国の証券発行・償還スケジュール

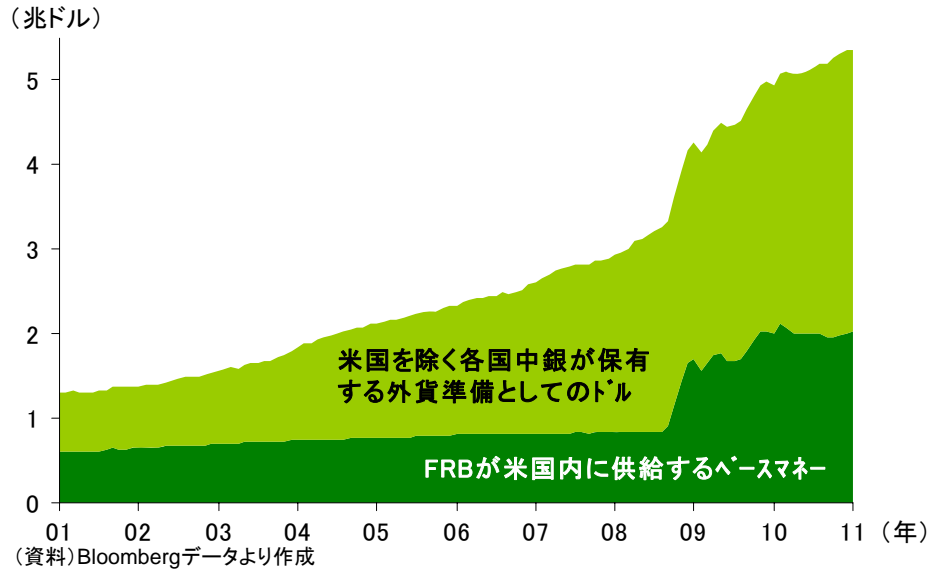


(資料) Barclays

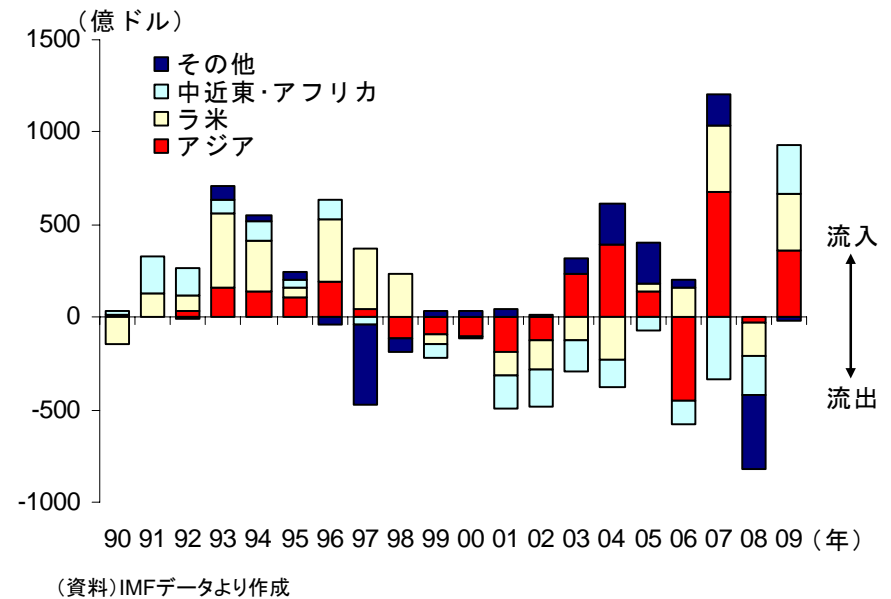
- ソブリン危機がポルトガル、スペインの波及するかが焦点。
- 今後は、3~5月にかけて予定されている周辺国の大規模資金調達に市場がどう反応するかが注目点。

3-1.新興国経済は好調を維持できるか？

ワールド・ダラーの急増



新興国への民間証券投資資金流入



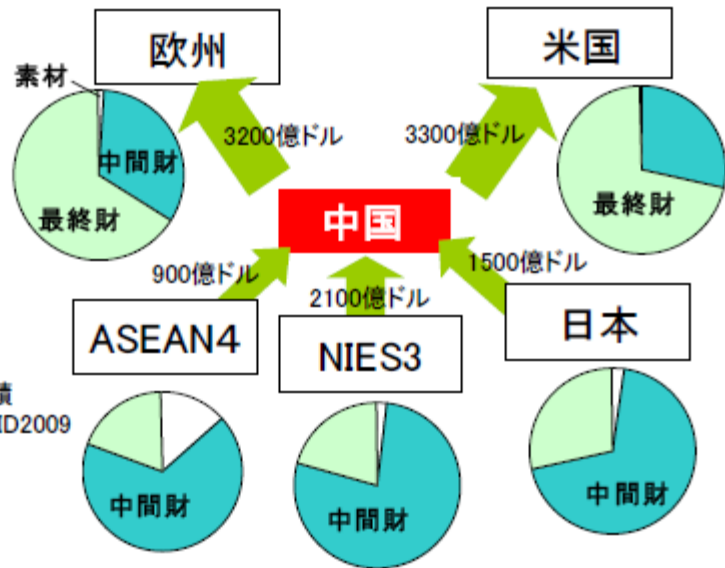
コモディティ価格指数(S&P GSCI)の推移



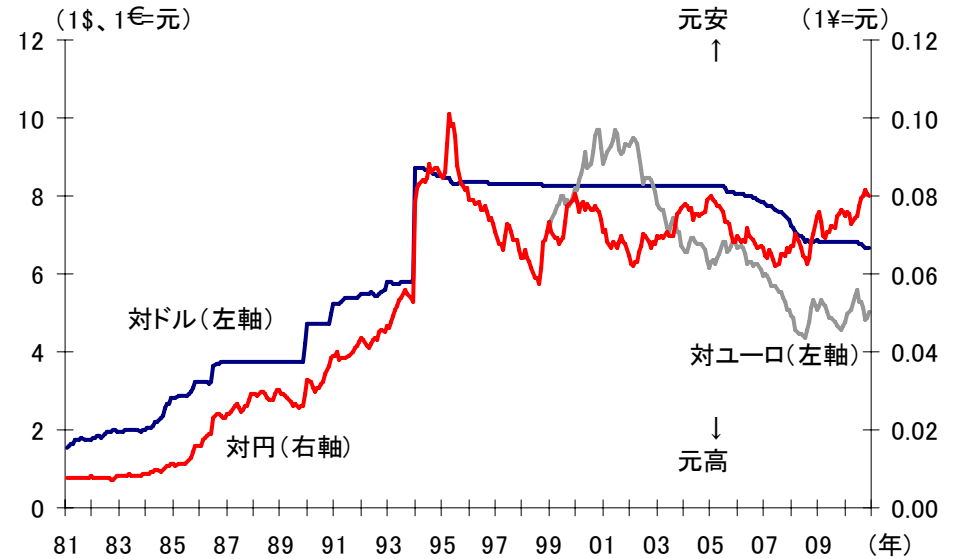
- 08年のFRBの量的緩和(信用緩和)に伴って、ドルの流通量が急増している。
- 新興国への証券投資資金流入、コモディティ価格の上昇が顕著。

3-2.新興国経済：中国経済の存在感の高まり

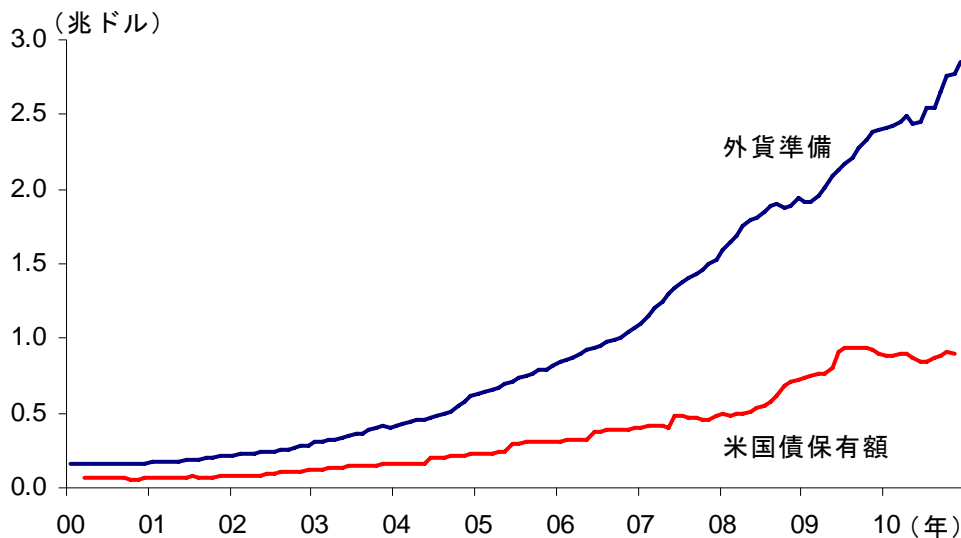
中国を核とした加工貿易の流れ



元レートの推移



中国の外貨準備と米国債保有額

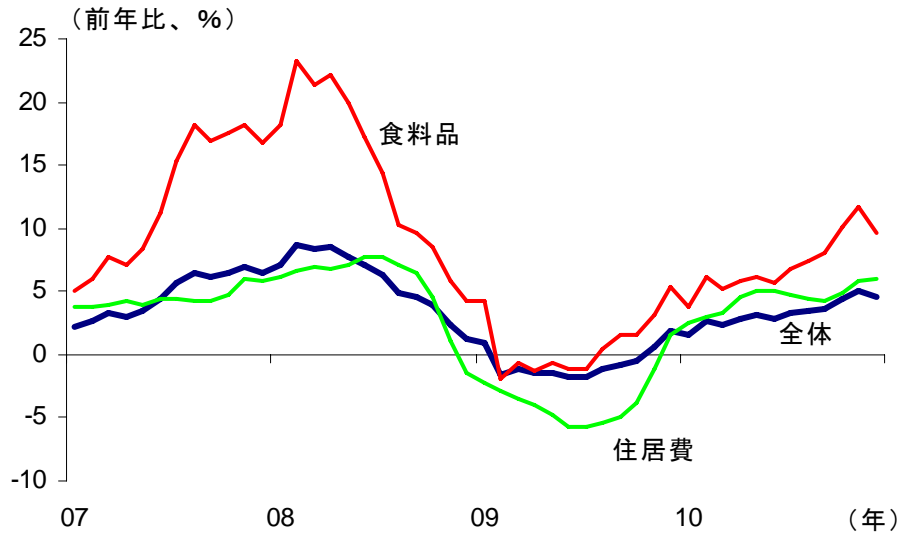


(資料)Bloomberg、US Treasuryデータより作成

- 中国は、管理された元レートの下で世界の加工貿易のハブとしての地位を確立。
- 潤沢な外貨準備を背景に、国際金融の分野でも存在感を高めている。

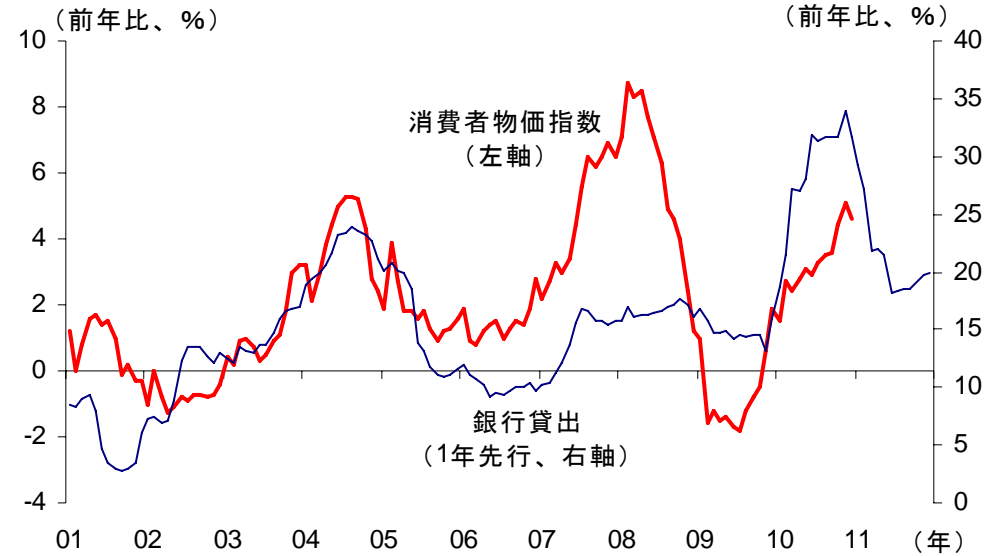
3-3.新興国経済：中国のインフレは回避可能か？

中国のインフレ率の推移



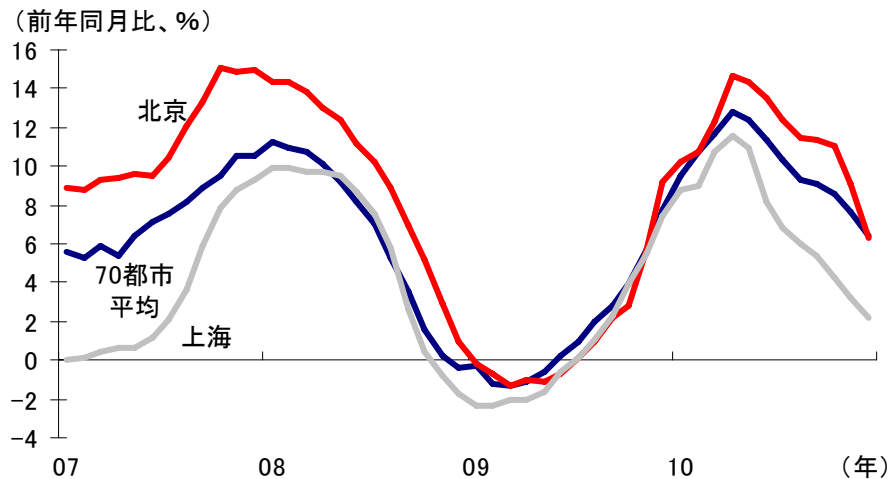
(資料) Bloombergデータより作成

銀行貸出とインフレ率の推移



(資料) Bloombergデータより作成

中国の住宅価格の推移

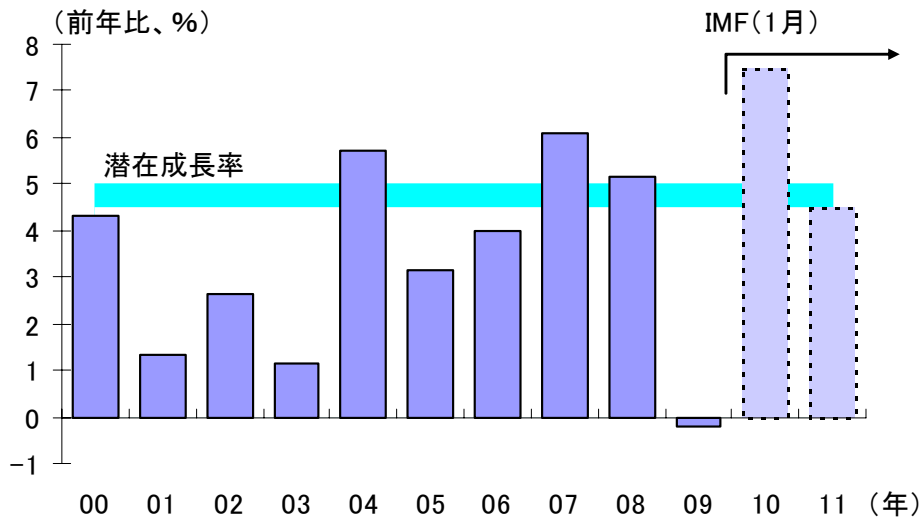


(資料) Bloombergデータより作成

- 中国のインフレ率は銀行貸出との相関が強い。
- 金融危機を受けて、国内銀行貸出を急拡大させたが、今後はこれをどう収束させるかがポイント。
- 株価と住宅価格を抑制できれば、インフレ回避も可能か。

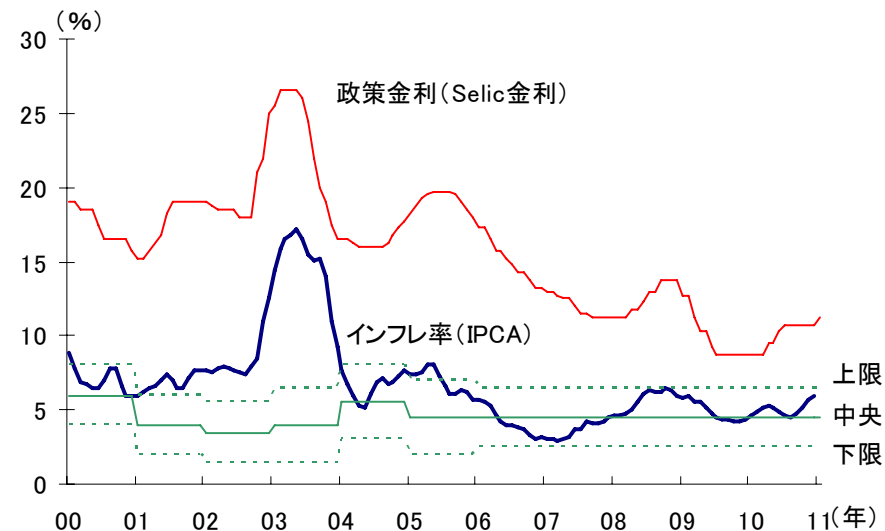
3-4.新興国経済:ブラジル経済の注目点

ブラジルの実質GDP成長率



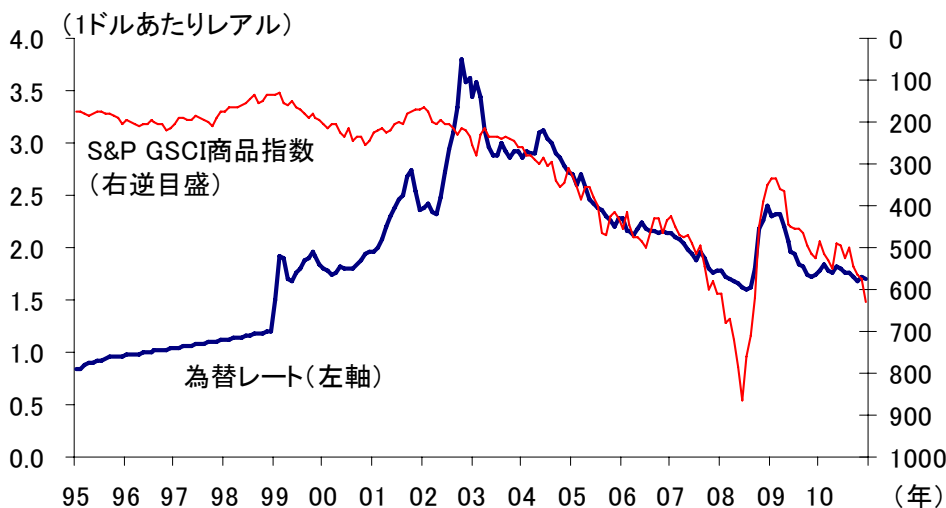
(資料)IMFデータより作成

ブラジルの金融政策とインフレ率



(資料)ブラジル中銀データより作成

コモディティ価格に連動する為替レート

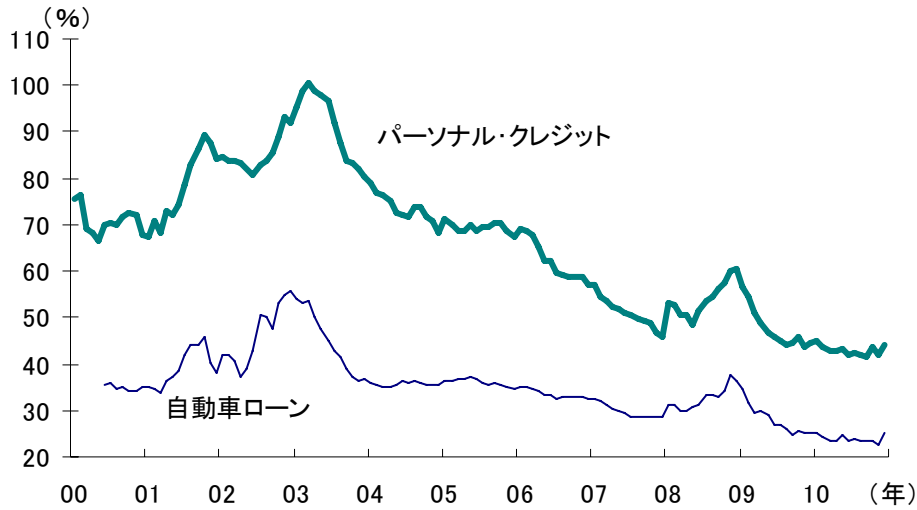


(資料)ブラジル中銀、Bloombergデータより作成

- ブラジルは昨年の高成長によりインフレ圧力が高まっており、金融引き締めにより過熱感を抑制できるかがポイント。
- 近年、コモディティ価格と為替レートの連動性が高まっており、為替は引き続き重要な課題。

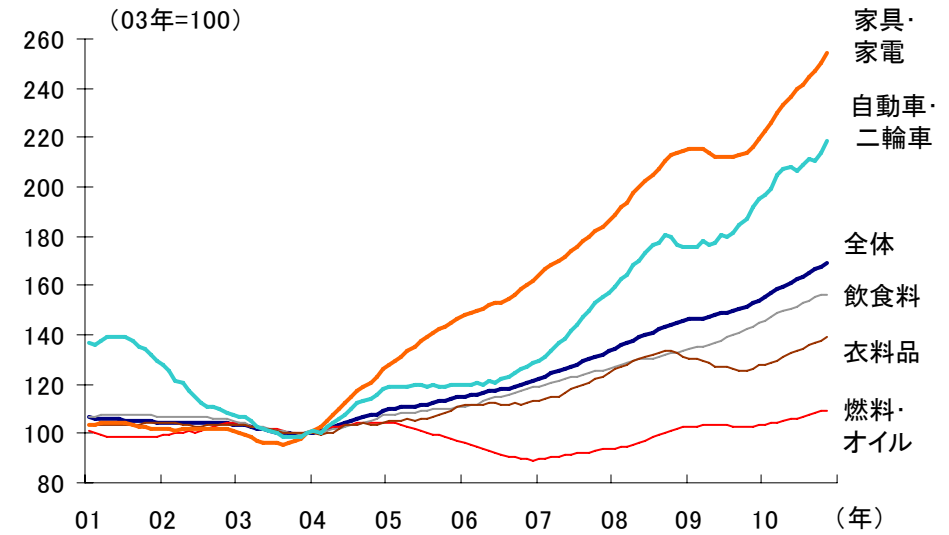
3-5.新興国経済:ブラジルの消費ブーム

ブラジルの個人向け貸出金利



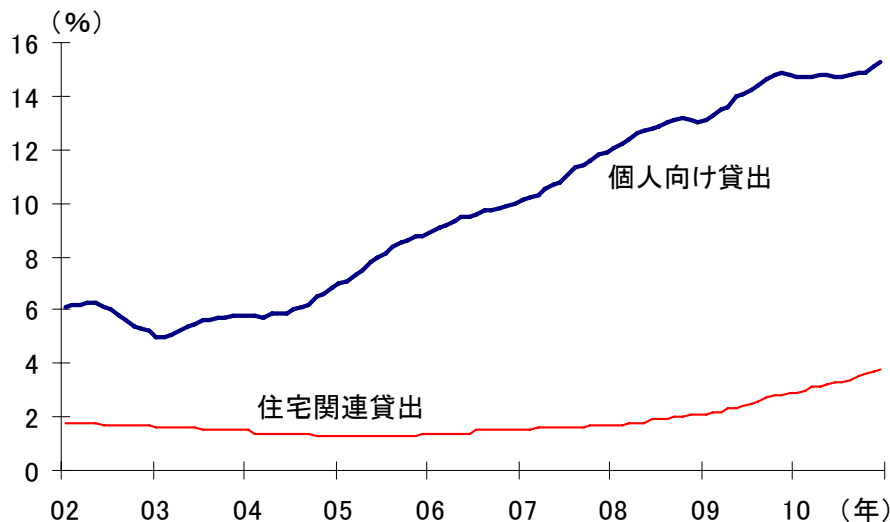
(資料)ブラジル中銀データより作成

小売販売数量の推移



(資料)ブラジル中銀データより作成

貸出/GDP比率の上昇

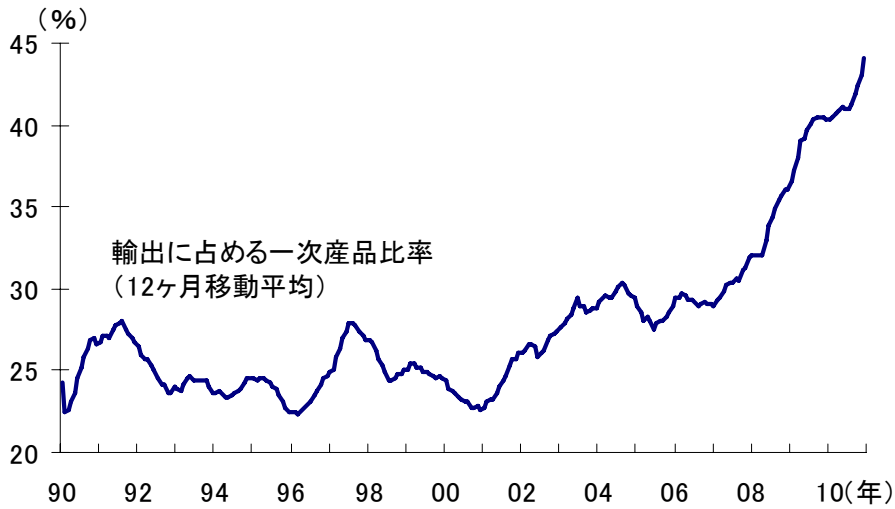


(資料)ブラジル中銀データより作成

- インフレ沈静化の結果、国内金利が低下したことで、借入に支えられた消費ブームが到来。
- 他国のような住宅バブルは見られないが、消費ブームを緩やかに沈静化できるかがポイント。

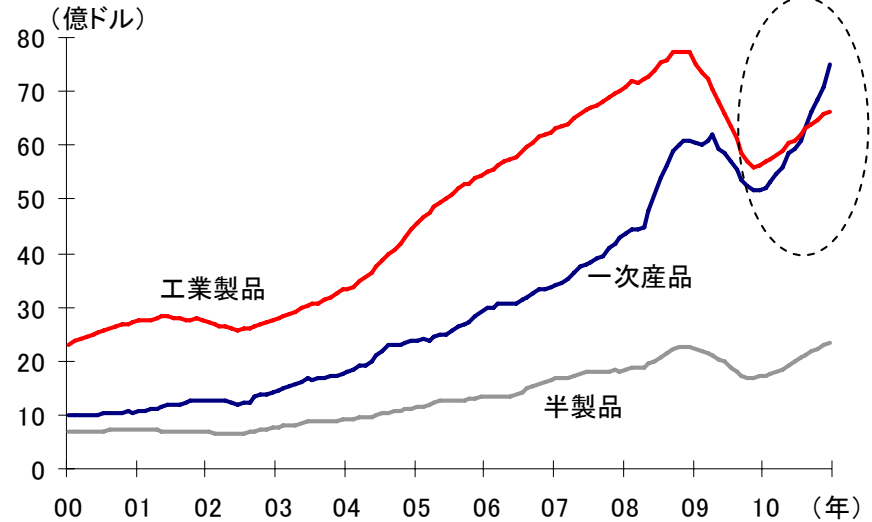
3-6.新興国経済：ブラジルの輸出と対外収支

高まる一次産品依存



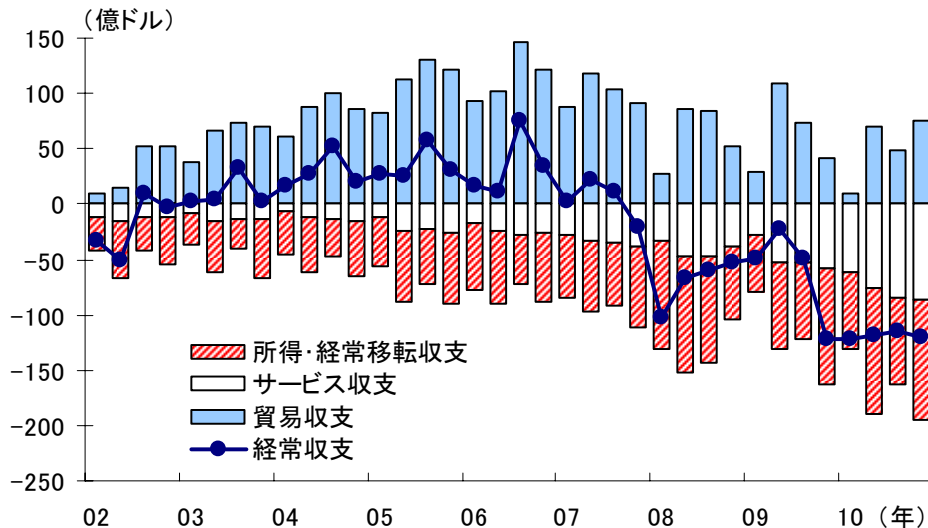
(資料)ブラジル中銀データより作成

輸出額の内訳



(資料)ブラジル中銀データより作成

ブラジルの経常収支

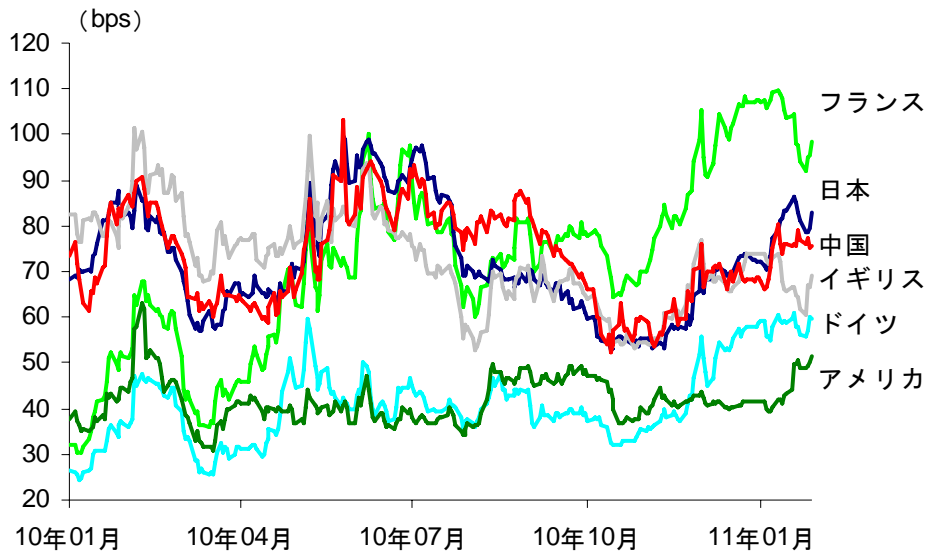


(資料)ブラジル中銀データより作成

- コモディティ価格の上昇⇒リアル高⇒工業製品の輸出競争力低下⇒輸出の一次産品依存という悪循環に陥っている可能性あり。
- 経常収支の赤字を海外からの投資によってファイナンスしている状況には注意が必要。

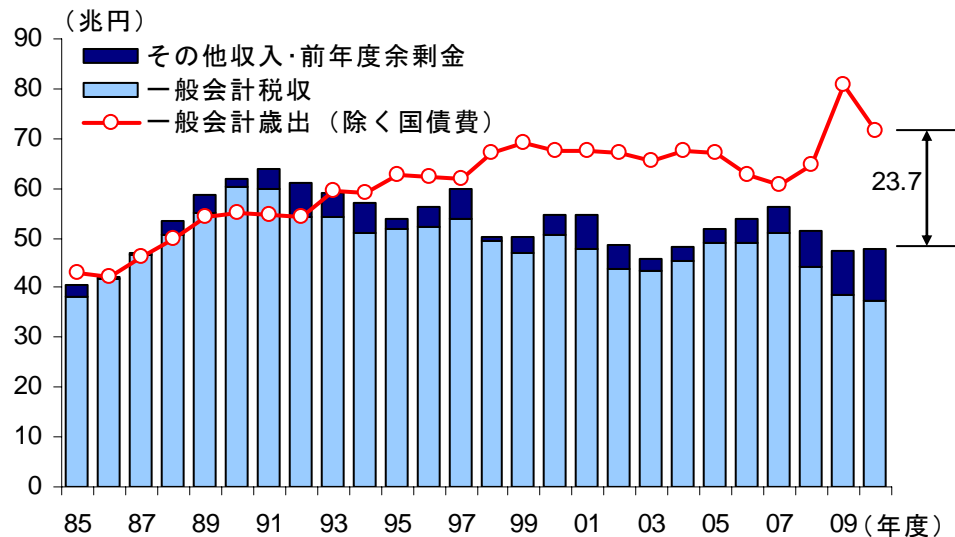
4-1. 日本経済をどう見るか？

ソブリンCDS(5年シニア)スプレッド推移



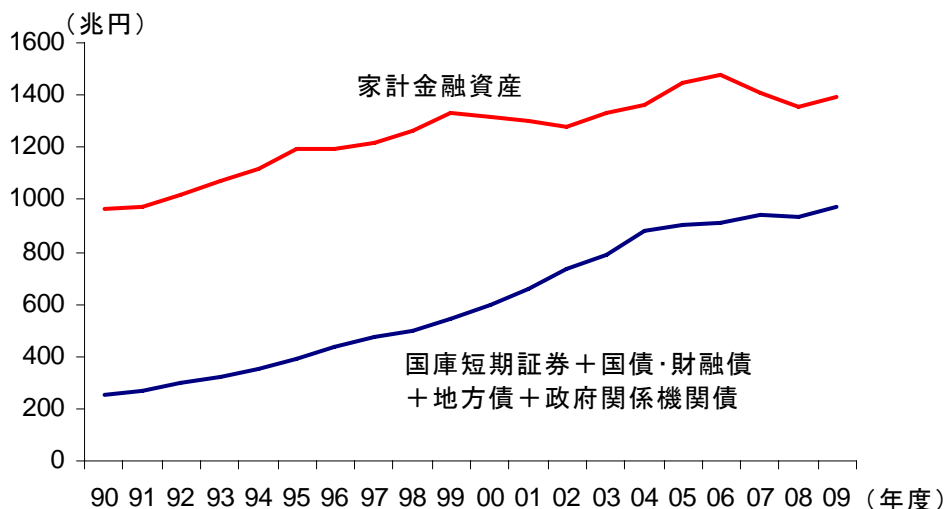
(資料) Bloombergデータより作成

プライマリー・バランス



(資料) 財務省データより作成

政府部門の調達と家計の金融資産

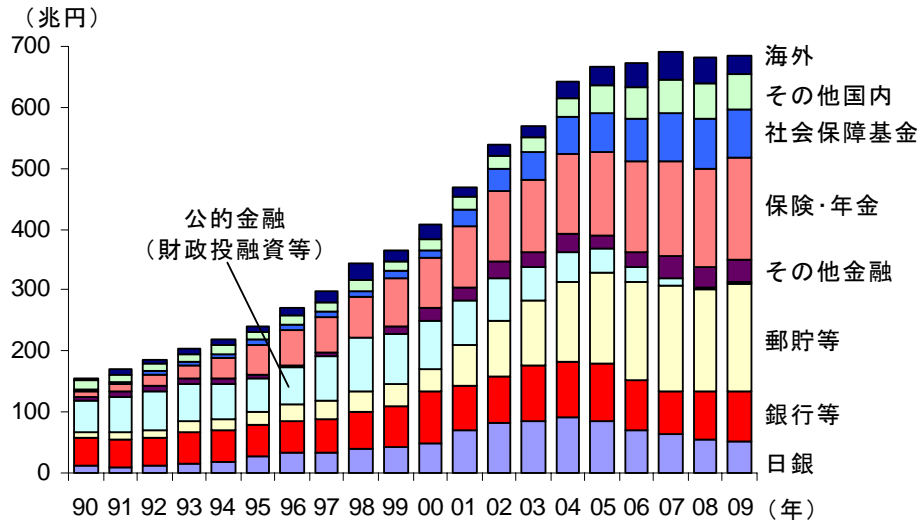


(資料) 日銀データより作成

- 国の信用力を示すソブリンCDS(Credit Default Spread)のスプレッドは主要国中高水準(=信用力が低い)。
- 国債関係収入・費用を除くプライマリー・バランスは赤字が続いている。
- 国債等の政府関係証券の残高は上昇基調。

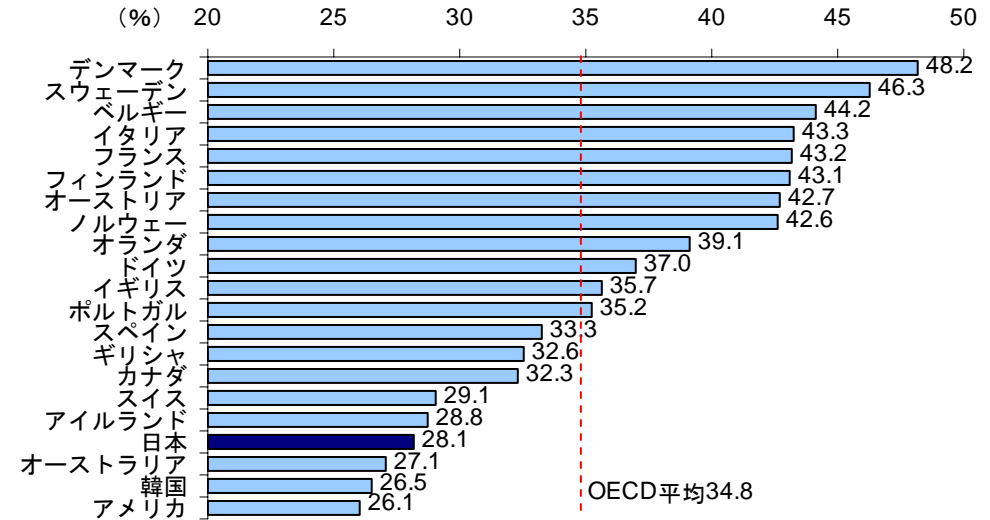
4-2. 日本経済：財政再建の重要性

国債・財融債の保有者別残高



(資料) 日銀データより作成

税収/GDP比の国際比較



(資料) OECDデータより作成

平成22年度一般会計税収概算額

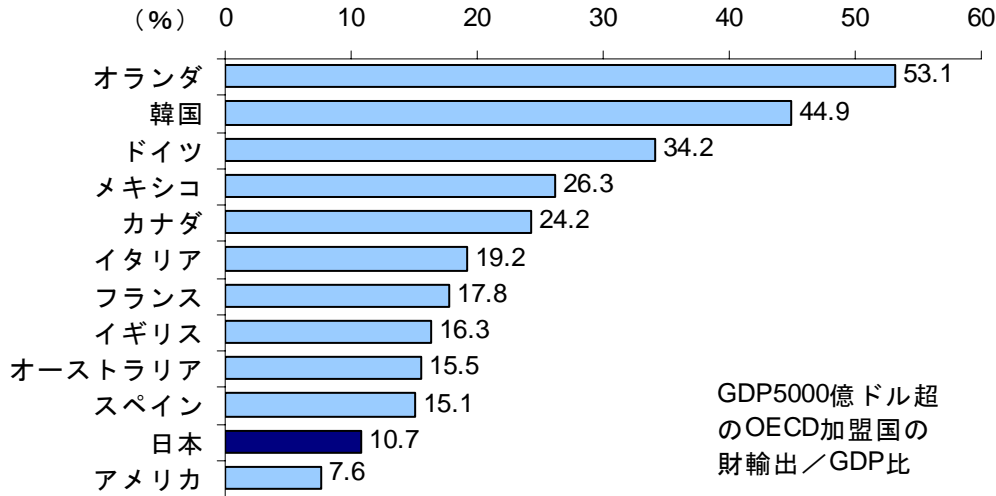
税目	兆円
所得税	12.6
消費税	9.6
法人税	6.0
揮発油税	2.6
酒税・タバコ税	2.2
相続税	1.3
印紙収入	1.0
その他	2.1
合計	37.4

(資料) 財務省データより作成

- 国内投資家による今後の国債消化余力には疑問も。
- GDPに対する税収の比率はOECD諸国と比較して低水準。
- 消費税の引き上げだけで財政再建を実現できるわけではない。

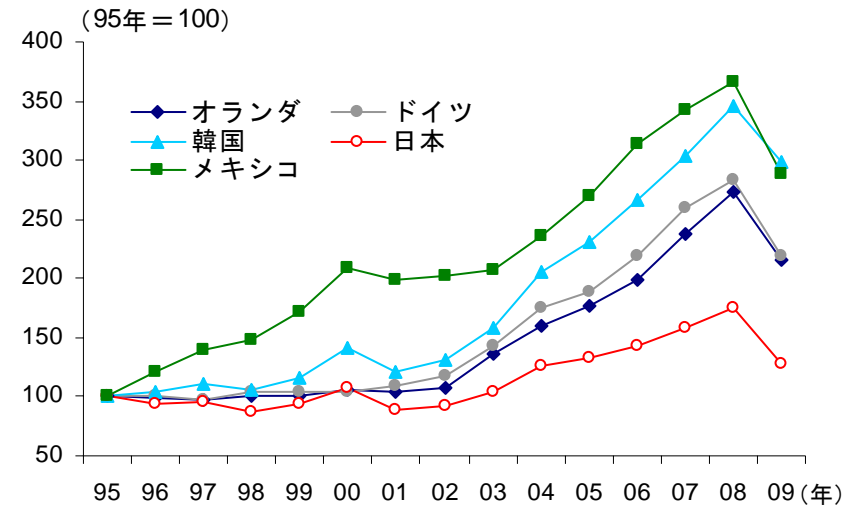
4-3.日本経済:FTA/TPPの意義

OECD主要国の財輸出依存度(09年)



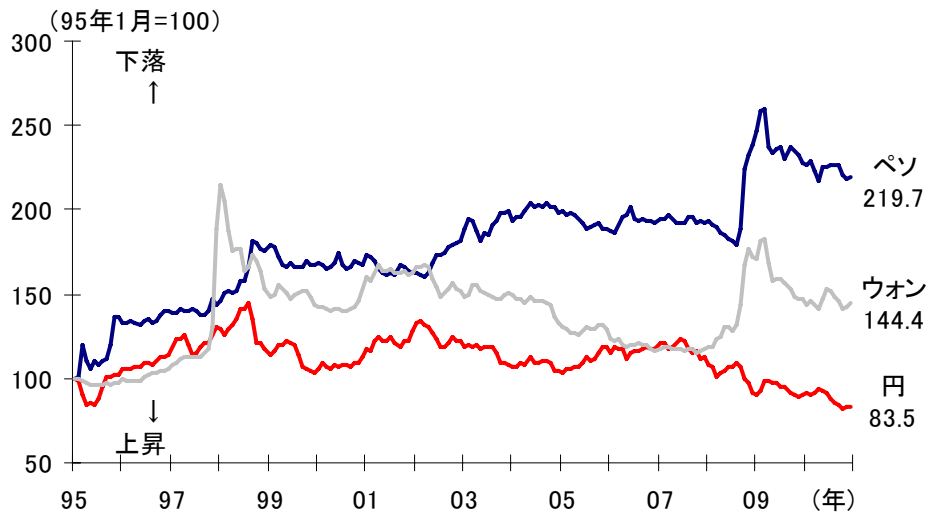
(資料)OECD、IMFデータより作成

財輸出額の推移



(資料)OECDデータより作成

対ドル為替レートの推移



(資料)FRBデータより作成

- 日本の財輸出依存度は世界的に見ても低水準。日本の輸出額は00年代に他国対比出遅れた感あり。
- FTA/TPPを通じた他国市場へのアクセスだけでなく、為替政策との組み合わせが重要。

5-1. 金融規制強化の影響をどう見るか？

国際的な金融規制改革のメニューと各国の動き

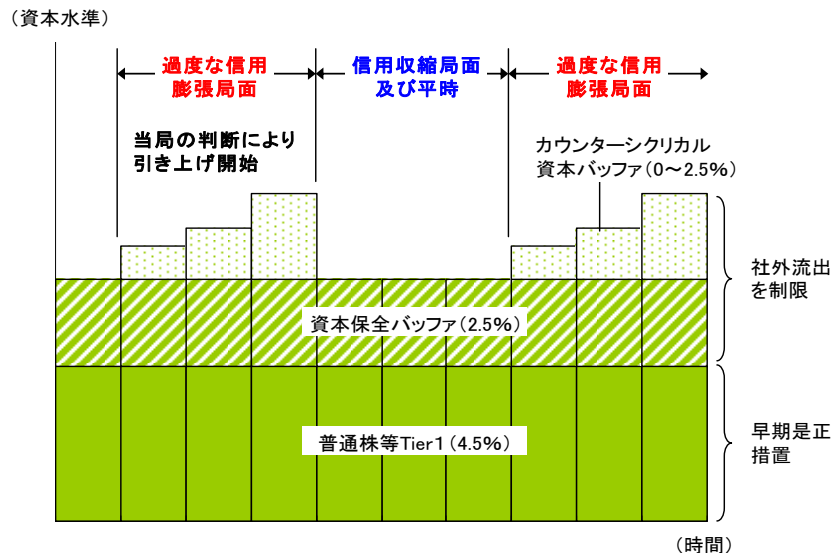
規制内容	国際的な議論	米国	英国	EU	日本
銀行の自己資本規制の強化 流動性規制の導入	○	バーゼル合意に基づき、今後各国で法制化⇒バーゼルⅢ			
システム上重要な金融機関 (SIFIs)に対する規制策	○	資本、レバレッジ等 の規制強化	再建・破綻処理計 画の義務付け等	なし(スイスは自己資 本引上げ、組織構 造制限等を導入)	大規模証券会社 への規制強化
金融システム全体のリスク をモニタリング	○	新組織(FSOC) を創設	BOEに新組織 (FPC)を創設	新組織(ESRB) を創設	なし
破綻処理ファンド、 銀行税等	G20では合意され ず(IMFは提案)	事後徴収型 ファンドを新設	銀行税を導入 (2011年～)	銀行破綻処理 基金を議論	なし
金融市場インフラの強化 (店頭デリバティブ・証券化・ ヘッジファンド・格付機関)	○	国際的な議論の方向性に沿った形で規制強化を実施			
報酬慣行への規制	○				
業務範囲規制	G20では 合意されず	ボルカールール の導入等	投資銀行/リテイル 分離等を議論	なし	なし

↓
10年7月に成立した
ドッド・フランク法

5-2.金融規制:世界的な合意としてのバーゼルIII

I. 国際的な資本規制の枠組み強化	
1. 資本の定義の見直し	<ul style="list-style-type: none"> 自己資本比率の最低基準を引上げ(普通株等Tier1:2.0%⇒4.5%、Tier1:4.0%⇒6.0%、総自己資本:8.0%<不変>) 資本の質の強化(劣後債や繰延税金資産、他の金融機関への出資などの扱いを厳格化)
2. 資本バッファの導入	<ul style="list-style-type: none"> 既存の自己資本比率に加えて、新たに「資本保全バッファ」(2.5%)と「カウンターシクリカル資本バッファ」(景気変動に応じて0~2.5%)の2つの資本バッファを導入し、利益の社外流出を抑制する早期警戒ゾーンを創設
3. レバレッジ規制の導入	<ul style="list-style-type: none"> 自己資本比率を補完するための指標として、会計上の総資産やオフバランス項目に基づくレバレッジ比率規制を導入
II. 国際的な流動性規制の導入	
1. 流動性カバレッジ比率	<ul style="list-style-type: none"> ストレス時に見込まれる預金流出額以上の流動資産の保有を義務付ける規制(LCR)を新たに導入
2. 安定調達比率	<ul style="list-style-type: none"> 長期の運用資産に対応する長期・安定的な調達源の確保を求める規制(NSFR)を新たに導入

資本バッファの概念図



資本バッファに対する銀行の自己資本の水準	社外流出制限比率 (配当可能利益に対する割合)
1/4以下	100%
1/4超2/4以下	80%
2/4超3/4以下	60%
3/4超4/4以下	40%
ターゲット水準超	0%

当局による正式な介入

5-3.金融規制：バーゼルⅢのスケジュールと影響度

施行スケジュールと影響度調査の結果

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
普通株等Tier1最低水準	(2.0%)	(2.0%)	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
資本保全バッファー	-	-	-	-	-	0.625%	1.25%	1.875%	2.5%
普通株等Tier1最低水準+資本保全バッファー	(2.0%)	(2.0%)	3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%
Tier1最低水準	4.0%	4.0%	4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Tier1最低水準+資本保全バッファー	4.0%	4.0%	4.5%	5.5%	6.0%	6.625%	7.25%	7.875%	8.5%
総資本最低水準	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
総資本最低水準+資本保全バッファー	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%

レバレッジ比率規制	監督上の モニタリング	試行期間(最低Tier1レバレッジ比率3%) (2015年からは開示を実施)	正式導入の予定
流動性カバレッジ比率(LCR)規制	観察期間		最低基準として導入
安定調達比率(NSFR)規制	観察期間		最低基準として導入

	23カ国・263行の平均値/合計値	
	グループ1銀行(94行、邦銀9行)	グループ2銀行(169行、邦銀7行)
	大規模かつ国際的な銀行	それ以外の銀行
普通株等Tier1比率(7%以上)	5.7%(控除前11.1%)	7.8%(控除前10.7%)
不足額(7%未満の銀行の比率)	5,770億ユーロ(93%が該当)	250億ユーロ(81%が該当)
レバレッジ比率(3%以上)	2.8%(42%が該当)	3.8%(20%が該当)
流動性カバレッジ比率(100%以上)	83%	98%
不足額(該当する銀行の比率)	1.73兆ユーロの流動資産が不足(54%が該当)	
安定調達比率(100%超)	93%	103%
不足額(該当する銀行の比率)	2.89兆ユーロの安定調達が不足(57%が該当)	

5-4.金融規制：米国独自の規制～ドッド・フランク法～

多岐にわたる規制内容

	項目	主な内容
1.金融安定化の対応	金融安定化評議会(FSOC)の設置	金融システム上重要な金融機関を指定し、金融システム全体のリスクの監視、問題への対応
	金融監督体制の強化・刷新	FRBによるシステム上重要なノンバンクの監督
2. Too Big To Fail (大きすぎて潰せない金融機関への対処)	納税者負担の回避	破綻処理コストは事後的に大規模金融機関から徴収
	破綻処理ルール	大手金融機関に対する預金保険公社(FDIC)主導による破綻処理手続きを導入
	破綻処理計画の策定	平時からの破綻処理計画(リビング・ウィル)の当局宛提出と定期的更新
	システム上重要な金融機関への対処	システム上重要な金融機関に追加的な健全性条件の賦課を義務付け
3. 業務範囲・規模	ボルカールール	銀行等の自己勘定取引、ファンド投資を原則禁止(例外規定あり)
	規模規制	負債ベースでのシェアが10%を超える合併の禁止
	デリバティブ取引規制	銀行本体のデリバティブ取引を原則禁止(例外あり)、清算集中義務等
4. 消費者保護・投資家保護	消費者金融保護局(CFPB)の新設	FRB内の独立部局としてCFPBを新設し、消費者保護監督機能を集約
	住宅貸付に関する規則	金融機関の借入人返済能力確認義務等
	証券化商品への規制	証券化実施者に信用リスクの5%以上の保有を義務付け
	信用格付機関への規制	SEC内に信用格付局新設、格付手法の開示等
5. 報酬規制とコーポレートガバナンス	経営陣の報酬に対する株主投票	経営陣の報酬等に係る賛否を示す投票権を株主に付与(但し拘束力なし)
	報酬委員会の独立性	報酬委員会の構成員を全て独立取締役
	報酬の取り戻し	不正確な財務報告に基づき支払われた報酬の取り戻しを義務化
	連邦金融当局の監督強化	連邦金融監督当局に対し報酬ルールの制定とその導入を義務付け
6. その他	デビットカード手数料	カード会社が小売店に課す手数料を規制(FRBがルール策定)
	保険業に対する規制	財務省内に国家保険局を設置



本資料における見解は、あくまでも作成者個人のものであり、作成者の所属する組織の見解を示すものではありません。本資料は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊行が信頼に足りかつ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行は、本資料に記載された情報について、その正確性や完全性を保証していません。また、弊行への事前の断りなく、本資料の内容を開示またはそのコピーを交付することはご遠慮下さるようお願い申し上げます。