

# 世界の金融情勢の現状と展望

---

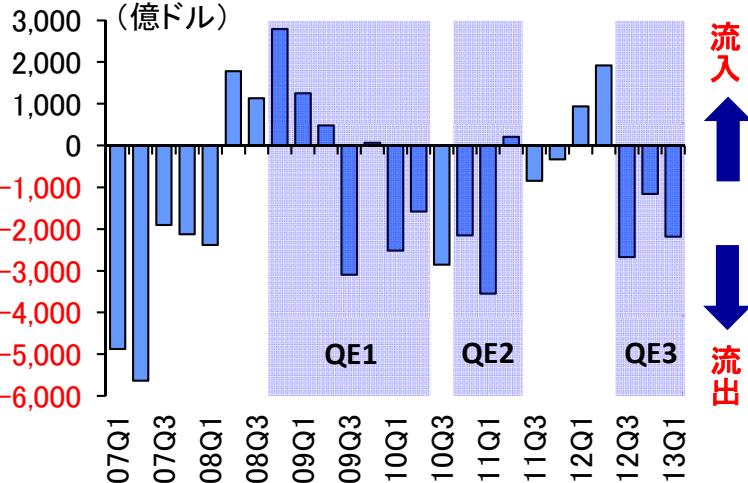
2013年8月7日



**Marubeni**  
丸紅経済研究所

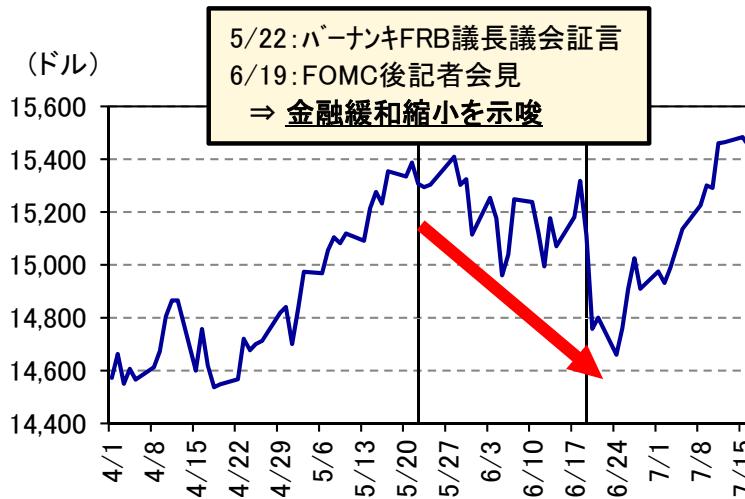
# 1. 米国: ①金融緩和縮小観測が広がり、市場が動揺

## △米国の対外投資(民間+公的部門)



(資料)BEA.

## △FRBの動きとダウ平均株価



(資料)Bloomberg.

## ■ 春先まで米国のマネーが流出

- 昨年後半～今年の春先にかけては、米国の対外投資は流出超で推移。欧州・アジア・南米等、世界に向かい資金が流れ込んでいた。

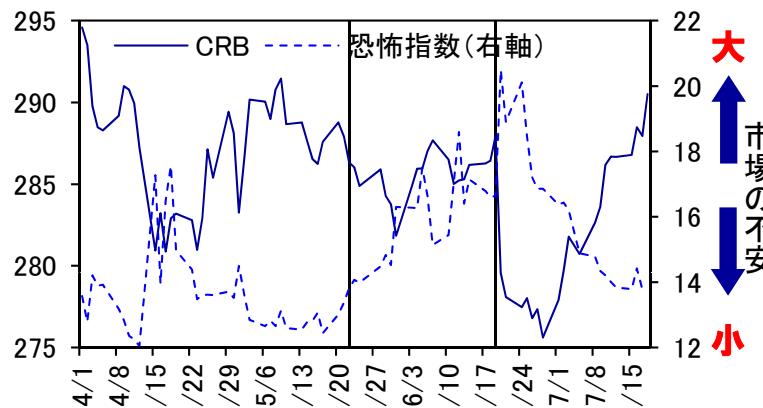
## ■ FRBの金融緩和縮小示唆が転機

- 5月22日のバーナンキ議長の議会証言では、「景気が持続的に改善すれば資産購入を縮小する」ことを示唆。さらに、6月19日のFOMC後の記者会見で、「経済がシナリオ通りに推移すれば年内の資産購入縮小が適当」と追認。
- FRBの見解は、景気の順調な回復を示したが、それよりも金融緩和が縮小されることへの警戒感が上回り、市場は一時的にリスクオフの展開に。

## ■ 一旦政策の不透明感は後退

- その後、バーナンキ議長が、緩和縮小に関して曖昧な発言を行ったこともあり、緩和縮小観測が後退。
- 7月31日のFOMCでも、景気判断を「緩やか」から「控えめ」に若干下方修正し、緩和維持を明記。金融市場は、ひとまず安定を取り戻している。

## △商品市況と投資家恐怖指数



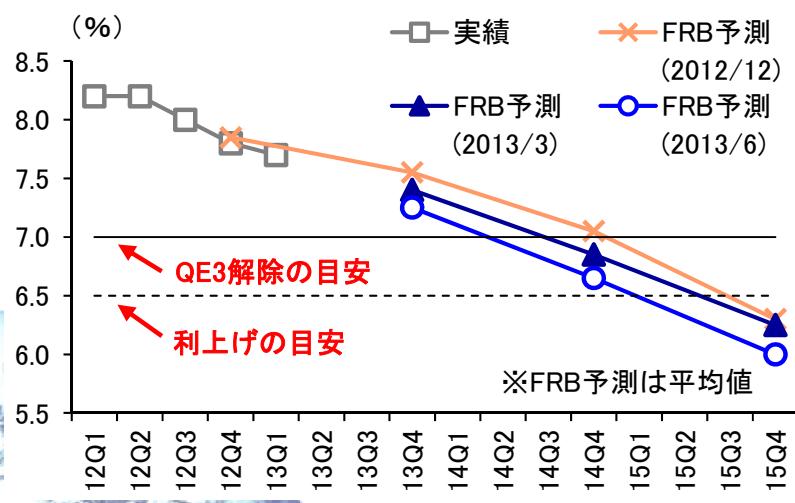
(注)投資家恐怖指数は、S&P500指数のオプション価格のボラティリティを基に算出したもの(VIX指数)。  
(資料)Bloomberg.

# 1. 米国: ②先の長い出口戦略、最初のステップは今冬～来年初か

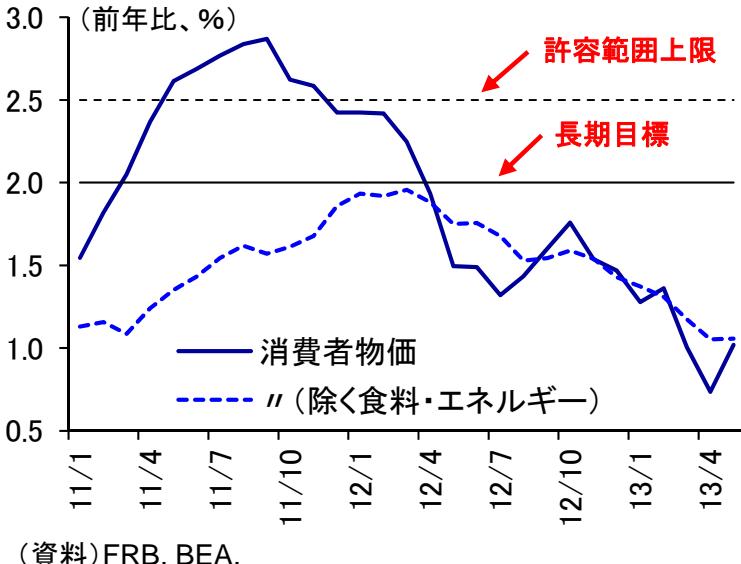
## ▽FRBの予想される出口戦略

政策	内容・課題
①資産買入減額・終了	現在無期限で実施されている資産買入850億ドル/月の減額が最初のステップ。
②償還資金の再投資終了	MBSや国債の償還資金の再投資を中止し、自然にB/Sを圧縮。
③利上げ	準備預金への付利による利上げが想定されるが、副作用への懸念や、適切な水準設定が困難との見方も存在。
④資産売却	政策正常化に不可欠だが、容易には圧縮できない規模があり、大量売却は金融システムを不安定化させる恐れも。

## ▽FRB政策委員の失業率の予想



## ▽消費者物価(PCE)とFRBのインフレ目標



### ■ 出口戦略の先は長い

- FRBは前例のない金融緩和政策を行ってきたため、出口戦略もまた、前例のない難しい舵取りになる。
- 巨額な水準に膨張したB/Sの急激な圧縮は金融システムに大きな影響を与えるため、最終的に金融政策が正常化するのはかなり先になるものとみられる。

### ■ 最初のステップは今冬～来年初

- 最初のステップは、資産買入(QE3)の減額。6月FOMCで、バーナンキ議長はQE3終了の目安として「失業率が7%近傍」と説明。FRBの予測では、2014年前半には7%前後に達するため、逆算すれば、**今冬に減額をスタートすることになる**。
- FRB政策委員の利上げ時期予想は**2015年に集中**。現在は、インフレ率が低く、利上げを急ぐ状況にはない。

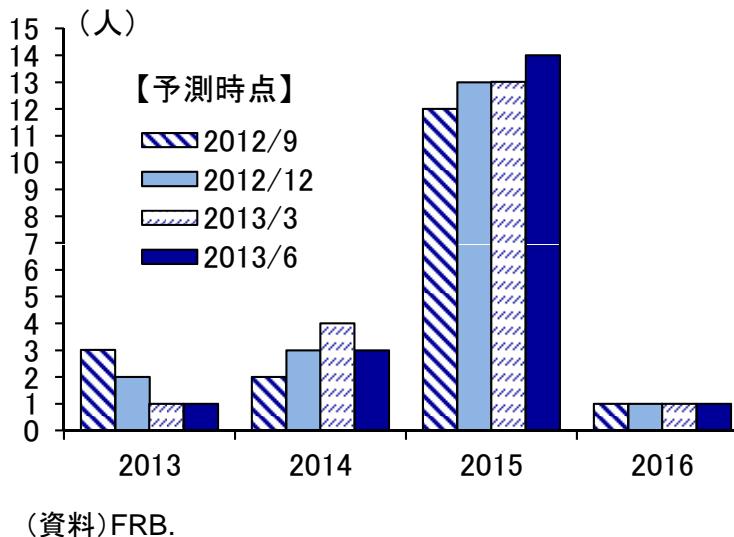
### ■ 来年初にはFRB議長が交代

- バーナンキ議長は、来年1月末の任期で交代する可能性が高い。有力候補はイエレン副議長とサマーズ元財務長官。
- イエレン氏はバーナンキ議長の政策を踏襲すると考えられ、市場の不安定化を避けられるとされる。サマーズ氏はホワイトハウスとの距離が近いが、金融政策のスタンスは不明。

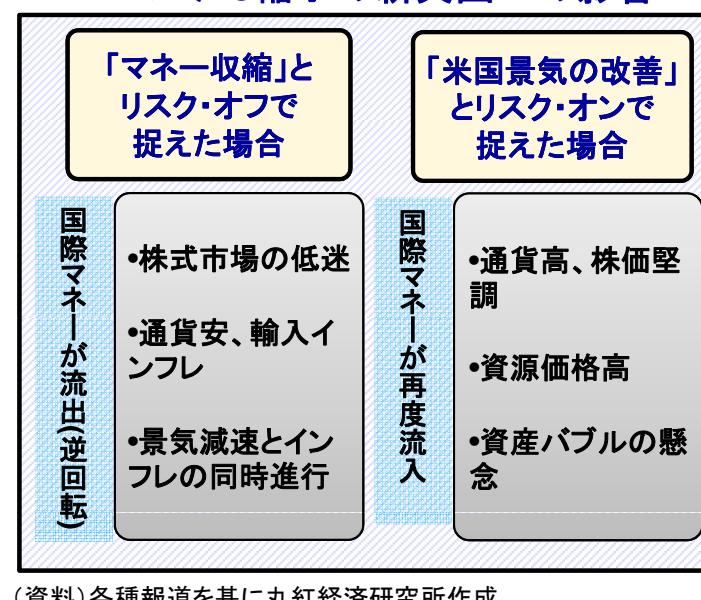
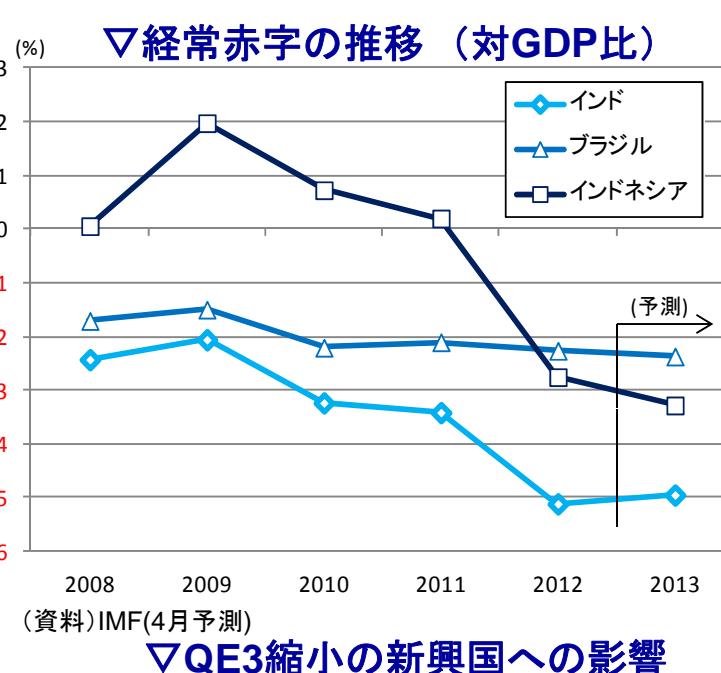
### ■ 緩和縮小の市場の見方にも注目

- 再び金融緩和縮小観測が広がった場合、緩和縮小を順調な景気回復(リスクオン)ではなく、マネーの収縮(リスクオフ)と解釈すれば、米国の資金が再び米国内に還流し、その影響は世界に及ぶことになる。

## ▽FRB政策委員の利上げ時期の予想

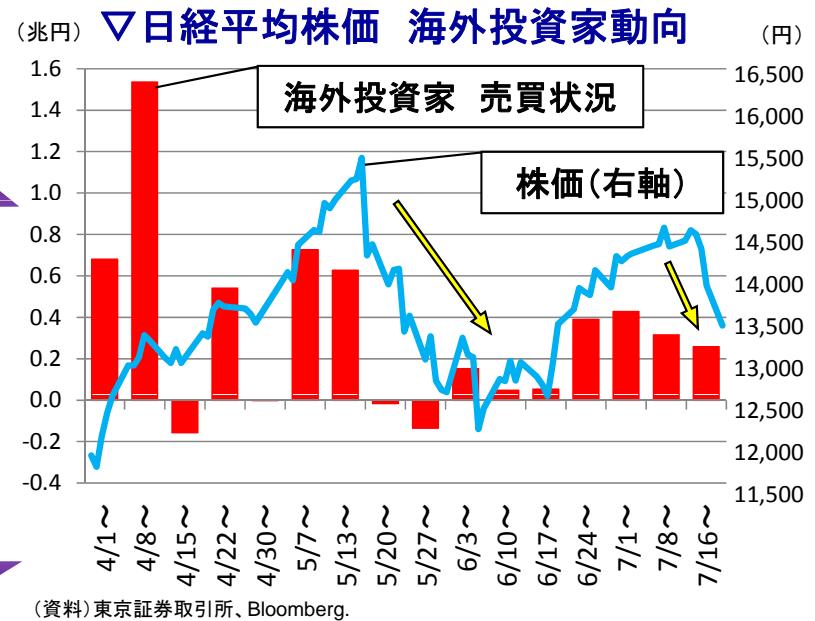


## 2. 新興国：米金融政策の影響を受け、景気悪化・インフレの恐れも

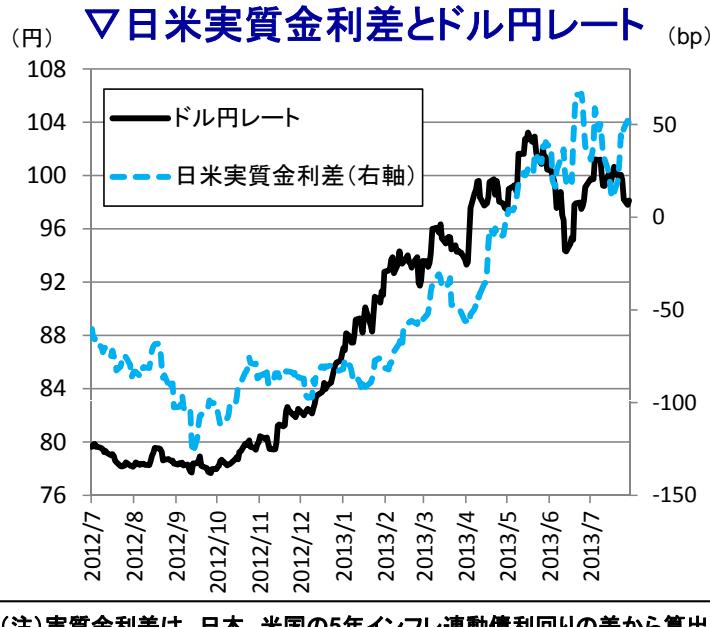


- 新興国牽引力にも陰り**
  - IMFは新興国の成長を5.3%(4月)から5.0%(7月)へ0.3ポイント下方修正。
  - バーナンキ議長の発言に加え、中国経済の見通し悪化、貿易収支改善見込みの後退、コモディティ価格の下落などを背景に、資本は流出、株価・通貨は軟調に推移。
- 金利引き上げを強いられる国も**
  - 本来であれば金融緩和を維持したい国が、経常赤字の拡大やインフレ懸念から、引き締めに転じざるを得ない(ブラジル、インドネシア)。あるいは、積極的な利下げを断行しにくい(印)局面となっている。
- 緩和縮小で国際マネー「逆回転」も**
  - これまで、米国を中心としたマネーが資源価格を支え、新興国に流入し株高・通貨高をもたらした。
  - 米国の量的緩和策の縮小は規定路線であり、不可避の政策である。これが、市場において、リスクオフと解釈されれば、新興国からマネーが再流出する。
  - 株安、通貨安、インフレ懸念、金融緩和策の遅れなどが重なれば、一部の新興国において、スタグフレーション(景気悪化とインフレの同時進行)が発生する恐れがあることには留意が必要である。

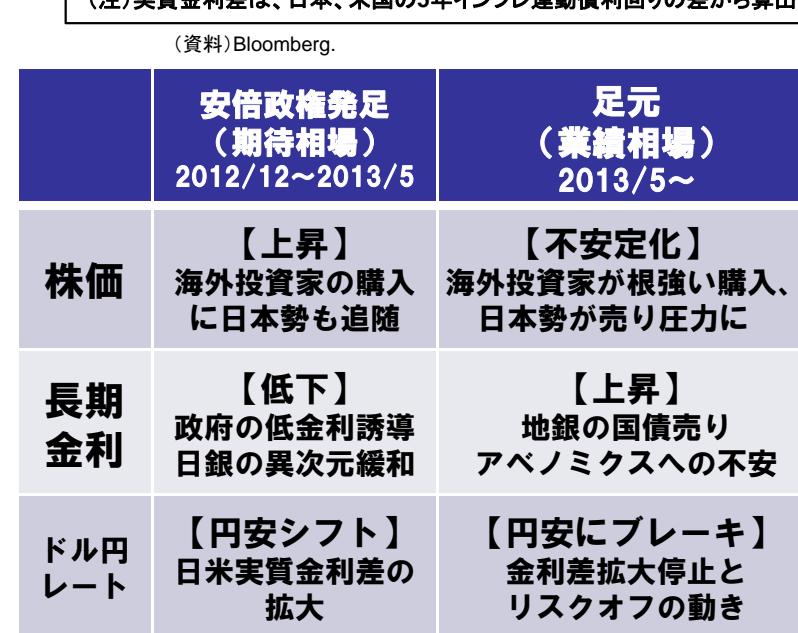
3. 日本:海外投資家の動きに左右される株価、不安定な金利と為替相場



(資料)東京証券取引所、Bloomberg.



(注)実質金利差は、日本・米国の5年ペーパー・連動債利回りの差から算出



(資料) Bloomberg、各種報道資料。

- **5月下旬以降、株価は調整局面**
    - 海外投資家主導の相場展開。
    - 5月以降の下落は、QE3縮小懸念、アベノミクスの期待剥落が要因。
    - 7月に入って、新興国の景気見通し悪化も加わり再調整。
  - **長期金利は緩和前の水準に戻る**
    - 5月以降、長期金利が急騰。金利上昇を容認する一部閣僚からの発言に対し、損失を回避するために地銀が大量の国債を売却したため。
    - 地方銀行や信用金庫などの地域金融機関は、国債保有比率が高く、平均残存期間も長いため、金利リスクは大手行より高い。
  - **日米実質金利差と連動するドル円レート**
    - 日米実質金利差とドル円レートは、金利差拡大⇒円安、金利差縮小⇒円高となる関係。
    - 2012年12月以降、日本では期待インフレ率が上昇したため、実質金利が低下。一方、アメリカの実質金利が横ばいもしくは上昇基調であったため、日米金利差が拡大し、円安へシフトした。
    - 足元では、QE3の急激な縮小を行わないとの観測から、米国金利がやや低下し、日米金利差が縮小したため、円安にブレーキがかかった。

## 4. 中国:影の銀行(シャドー・キャッシング)の影響が懸念材料に

### △影の銀行の規模

(上段:兆元、下段:対GDP比%)

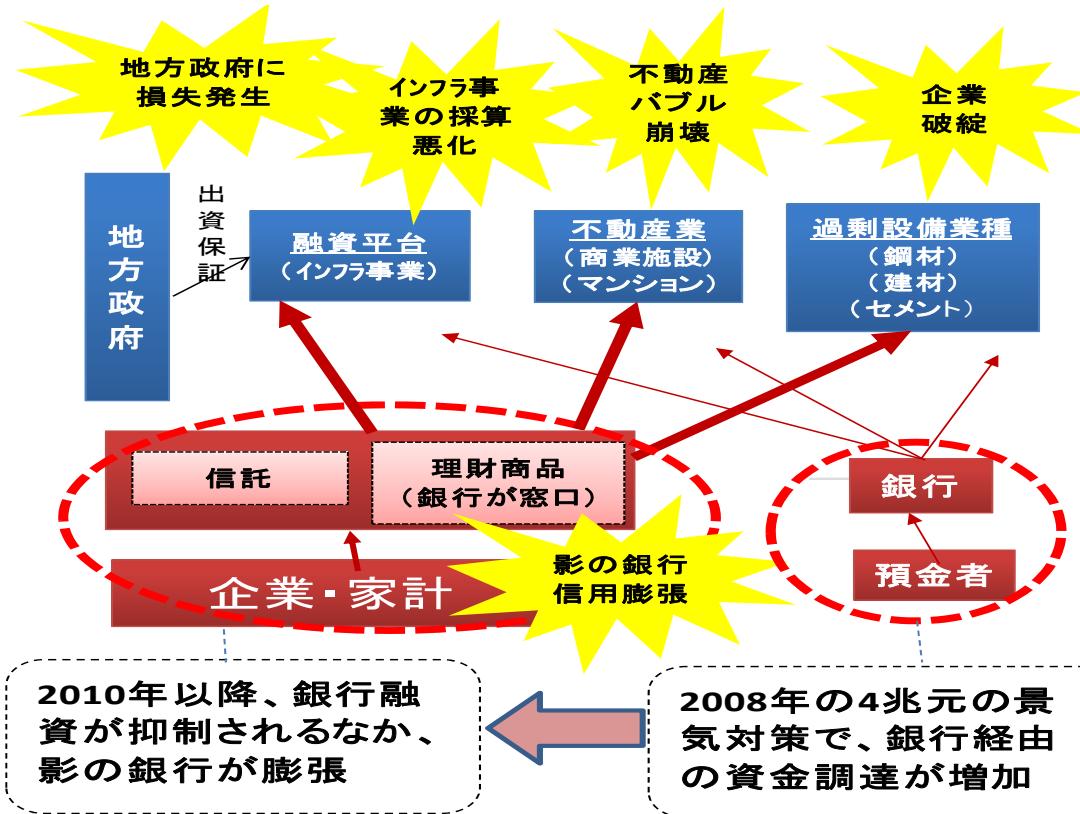
	M2	銀行貸出 残高	影の銀行
2008年	48	30	2.2
2009年	61	40	3.0
2010年	73	48	5.6
2011年	85	55	9.9
2012年	97	63	14.6
13年3月末	104	66	17.0
2008年	151.3%	96.6%	7.0%
13年3月末	182.1%	115.6%	29.9%

(注1)ここで影の銀行は、理財商品(ウエルス・マネジメント・ファンド)、信託。委託融資、地下銀行は除く。

(注2)13年1~3月期のGDPは名目GDPを簡易的に季節調整し、年率換算したもの。

(資料)中国人民銀行、中国信託業協会等

### △影の銀行の仕組みとリスク



### △健全化のための対策

地方政府 融資平台	融資総量の抑制、リスクのレベルに応じた監督管理の実施
不動産	不動産投機規制の一段の厳格化
二高一剩業種	エネルギー高消費産業や高排出物産業、過剰設備産業に対する融資の監督管理の厳格化
理財商品	理財商品の内容表示の厳密化、リスク情報表示の適正化、理財商品業務の銀行業務からの切り離し(顧客に対して誤解のある形での販売を厳禁)
貸出金利 自由化	7/20より貸出金利の下限規制を撤廃(貸出競争を促す中で、中小企業、農業、ベンチャーなどへの融資を誘導)

(資料)中国国务院「経済構造調整及び転換高度化に対する金融支援に関する指導意見(7/5)」等

### ■ リーマンを契機に信用が急膨張。 2010年以降、影の銀行が急増

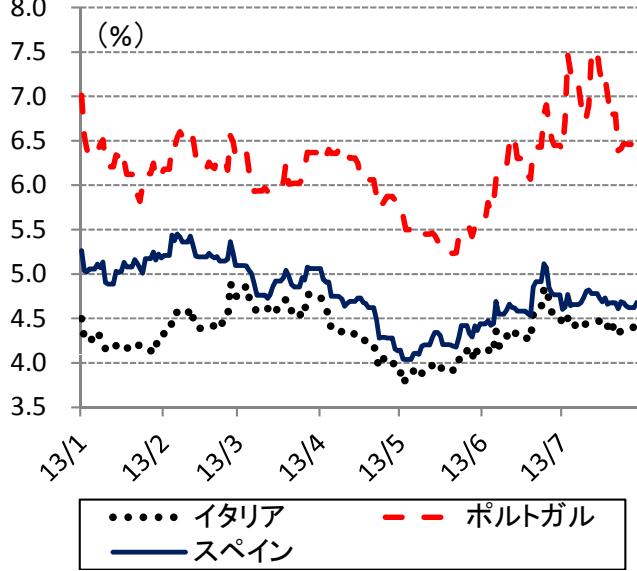
- 2013年3月末の影の銀行の規模は17兆元に(欧米の銀行は20~30兆元と推計)。GDP比では3割。
- 4兆元対策を背景に、インフラ建設を中心とする融資平台、不動産業、設備投資関連産業などが、銀行経由の資金調達を積極的に進めた。
- しかし、2010年以降、抑制的な金融政策に転換し、銀行借入が難しくなった。その代替として、影の銀行が急膨張した。

### ■ 政府は影の銀行対策を推進

- 影の銀行は、貸出枠が上限に達したなどの理由で、追加的に銀行貸出を利用できないプロジェクトに提供されることが多い。それだけに、リスクも金利も高い融資債権となる。
- 例えば、インフラ事業の採算悪化によって融資平台の経営が破綻した場合、損失を被るのは、地方政府(株主)、銀行(融資主体・理財商品の窓口)、投資家(理財商品の買い手)など、影響は多岐に及ぶ。
- ちなみに、現在、融資平台の2割が返済不能とみられる(融資平台は全国で1.1万社あるが、返済見込みがない先は1700社との見方)。
- 7月5日、政府は健全化策(「金十条」)、20日に貸出金利自由化を発表し、影の銀行対策を強化中。

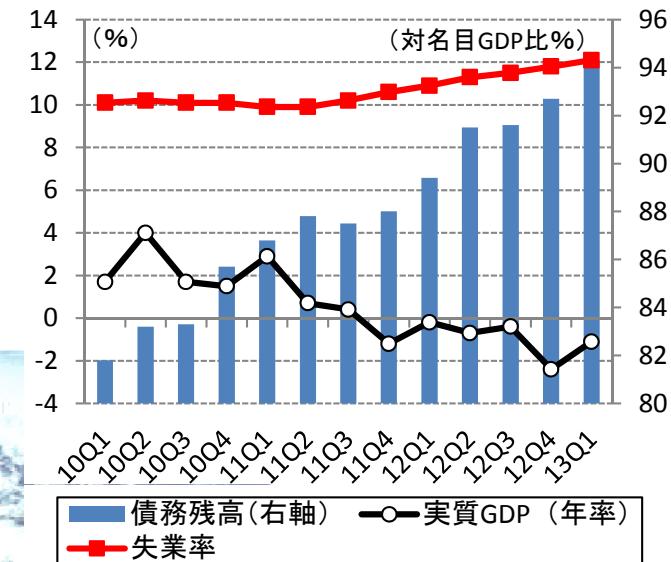
## 5. 欧州：緊縮策を巡り各国で政治混乱、成長路線へのシフトも

### △長期金利(10年物国債)推移



(資料)Bloomberg

### △ユーロ圏 債務残高・GDP・失業率



(資料)Eurostat

### △ポルトガル政局

- 緊縮を推進してきたガスパール財務相が辞任(7/1)。
- コエリョ首相が財政再建路線のアルブケルケ氏を後任に指名するも、民衆党(連立与党)のポルタス外相が反発し、辞任表明(7/2)。  
→緊縮路線破棄を懸念し長期金利上昇
- ポルタス外相を、EUやIMFとの調整を担当する副首相に昇格させ、慰留(7/6)。財務相は緊縮派のアルブケルケ氏へ。
- 当初、大統領は内閣改造案を拒否するも、結局は、解散・総選挙を断念(7/21)。内閣改造を承認(7/23)。  
→財政再建路線のコエリョ政権存続により、金利は低下。
- ただし、財政再建策に異を唱えたポルタス副首相が、今後、IMF・EU・ECBとの交渉にあたるため、対立は避けられないとの見方も。

### △ドイツ連邦議会(定員598名)

	政党名/党首	スタンス (議席数)	特徴
連立 与 党	キリスト教民主同盟(CDU) /アンゲラ・メルケル	中道右派 (193)	・ユーロ堅持 ・ユーロ共同債反対
	バイエルン・キリスト教社会 同盟(CSU) /ホルスト・ゼーホーファー	中道右派 (44)	・税控除等の景気 刺激
	自由民主党(FDP) /フィリップ・レスラー	中道右派 (93)	・CDUより保守色強 ・富裕層支持
野 党	社会民主党(SPD) /ジグマール・ガブリエル	中道左派 (146)	・ユーロ堅持 ・増税、再配分重視
	左派党	左派 (75)	・反キャピタルズム
	同盟90・緑の党	中道左派 (68)	・脱原発

(資料)MEU Research Letter、各種報道資料

### ■ ECBは低金利政策継続

- 国債購入プログラム(OMT)発表後、欧州の金融市場は一時安定するが、緊縮財政下で景気悪化は継続。
- ECBは長期間にわたる低金利の維持を表明(7月)。

### ■ 各国で緊縮策を巡り政治的混乱

- イタリア：総選挙後(2月)、組閣が難航。緊縮策見直しへシフト。
- ポルトガル：緊縮・反緊縮をめぐり財相・外相が相次いで辞任(7月)。
- ギリシャ：歳出削減の遅れなどを理由にIMFが融資停止を示唆(その後、実行)。支援を巡り依然波乱要因が存在。
- EU首脳会議(3月)：公共投資の裁量的支出を許可、緊縮緩和を一部容認。
- 欧州委員会(5月)：フランスなど6か国の財政赤字削減目標を緩和することを発表。

→景気回復の遅れを背景に、成長・雇用重視へ徐々に転換。

### ■ 選挙後も厳格路線維持か

- ドイツ連邦議会選挙(9/22)では、メルケル率いるCDU/CSUの勝利が有力。ただし、単独で過半数を獲得する可能性は低く、連立は不可避。
- 現在、連立を組むFDPの支持率が振るわず、新政権がどのような連立形態をとるかがポイントに。
- 国内では債務国支援に対する批判も根強く、選挙後も緊縮路線を維持か。

## 6. 金融規制改革の動向：抜本的改革の機運高まるも、反対が根強く、依然道半ば

### ▽バーゼルⅢ（新BIS規制）

2019年実施に向け、2013年に移行期間開始

- 自己資本の質・量の強化(リスクアセット比を、「自己資本全体で8%以上」から、「普通株式等で4.5%以上、Tier1<資本金・剰余金等>で6%以上、自己資本全体で8%以上」に変更)
- 国際的銀行(G-SIBs)の29社は、資本の上乗せが必要(日本勢は3メガバンクが対象)

### ▽ “Too big to fail” 対策

#### 金融監督体制強化の主な動き

- 米国:「ドッド・フランク(DF)法」が成立、金融システム全体を監督するFSOCを設立
- 欧州:ユーロ圏単一銀行監督メカニズム(SSM)の導入で合意

#### 破綻処理制度強化の主な動き

- 米国:DF法でFDICによる破綻処理制度を整備
- 欧州:ESMIによる直接資本注入、破綻処理メカニズムの大枠で合意。細目は年内合意を目指す

#### 銀行負担を求める主な動き

- 米国:DF法で破綻処理費用は金融機関からの徴収を原則化
- 欧州:欧州委員会が金融取引税の導入を提案
- 英国:銀行の負債をベースにした銀行税導入

### ▽銀行業務規制

#### リスクテイクの制限、リテール業務の分離

- 米国:DF法でボルカールール(銀行の自己勘定トレーディングを原則禁止)導入(最終ルール未済)
- 英国:銀行のリテール業務を分離し、高リスク業務を禁止、高い自己資本比率を義務付ける「リテール・リングフェンス法案」を議会に提出
- 欧州:銀行の構造改革に向けた報告書を作成

### ▽デリバティブ対策

#### 清算機関への登録義務化、透明性向上

- 米国:DF法でデリバティブ取引の中央清算機関(CCP)での清算を義務化、非CCP清算のデリバティブの取引情報蓄積機関(TR)への報告を義務化
- 欧州:一定の店頭デリバティブ取引のCCPでの清算を義務化、取引情報のTRへの登録義務化

### ▽シャドー・バンキング対策

#### 非銀行金融セクターの規制・監督の強化

- 銀行及び銀行グループへの規制強化に伴い、規制回避の対象となり得る非銀行金融セクター(シャドー・バンキング)への監督・規制を強化することがねらい
- G20の要請を受け、金融安定理事会が2011年10月に勧告を公表、13年9月に最終提言公表予定

#### ■ リーマン・ショック後、欧米で金融規制改革の機運高まる

- 2008年9月のリーマン・ショックでは、金融機関の過大なリスクテイク、その背後に潜むモラルハザード("too big to fail")、それを監視・監督できなかつた金融監督体制等の問題が浮き彫りになった。
- 金融機関の経営悪化とそれに伴う实体经济の悪化が社会問題にもなった欧米では、抜本的な金融規制改革を実施する機運が高まつた。

#### ■ 大枠で前進、細部で停滞

- 2013年1月、自己資本規制が移行期間に入った。米国では2010年7月に包括的な金融規制改革法である「ドッド・フランク(DF)法」が成立。欧州でも2012年12月にユーロ圏単一銀行監督メカニズムの導入で合意するなど、大きな規制改革が始動した。
- 一方、新BIS規制は米国やEU等で国内ルール整備が遅延(日本は導入済み)。米国では、DF法のもとで、金融監督・破綻処理制度は整備されつつあるが、ボルカールール等、銀行業務への規制は銀行ロビーの抵抗等により遅滞しており、実施細則の過半が未制定の状態。欧州でも、負担の増加を嫌うドイツの反対等により、諸規制の導入が遅延、ないし内容が後退。

## 丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町1丁目4番2号  
TEL 03-3282-7683  
<http://www.marubeni.co.jp/research/index.html>

### (注記)

- ・本稿に掲載されている情報および判断は、丸紅経済研究所により作成されたものです。丸紅経済研究所は、見解または情報の変更に際して、それを読者に通知する義務を負わないものとします。
- ・本稿は公開情報に基づいて作成されています。その情報の正確性あるいは完全性について何ら表明するものではありません。本稿に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するものとします。