

リスクインテリジェンス メールマガジン

米国経済に黄信号灯る？

1.マクロ経済金融に係るリスクの概観(トレンド&トピックス)

米国経済に黄信号灯る？(大山)

・昨年後半以来、世界経済・金融の動きは、(1)力強い米国経済、(2)QE や(1)に支えられ漸く回復基調が強まってきた欧日経済、(3)中国経済の構造的な成長減速、そして(4)ウクライナ/中東における地勢学的緊張の高まり、等の要因から強い影響を受けてきました。(1)や(2)は、世界的な資産市場の過熱化と同時に、米国利上げ観測の高まりを通じて、エマージング経済からの資本流出ももたらしています。また(3)は、原油価格の下落やエマージング諸国(特に資源国)の経済不振に繋がっています。時に、地勢学的緊張の高まりが、欧州経済の先行きへの不安や原油価格の動向に影響を与えることもありますが、基本的には(1)~(3)の力が勝ってきたのがこれまでの動きです。

・こうした中で過去一ヶ月の動きを振り返りますと、大きな特徴点が3つあったと思います。その一つが、4月初に公表された米国の雇用の伸びの数字が、非常に低かったということです。これまで、生産や小売等でやや弱い数字がみられても、雇用の伸びだけは絶好調を維持してきた米国ですが、遂にその雇用にも「ソフトパッチ」の影が忍び寄ってきたこととなります。勿論、単月の雇用の数字だけで、米国経済の変調を語ることはできません。但し、今回の弱い数字の背後には、天候要因や西海岸の港湾労働者のストといった一時的要因以外にも、原油価格下落に伴うエネルギー部門の不振、ドル高に伴う製造業の不振等の要因があるようです。こうした点を考慮すれば、今後の米経済に、世界経済全体を一か国で引っ張ってきた「絶好調」の持続を期待することはやや難しくなってきたといえます。政策金利の引き上げが遅れば、これまで金利差拡大期待から通貨安の恩恵を最大限享受してきた日欧経済にも陰りを招くかもしれません。米国経済腰折れシナリオは、蓋然性はまだまだ低いものの、その波及効果は余りに大きいだけに先行きには十分な注意が必要です。

・二つ目の特徴は、ギリシャ情勢の混迷です。2月末に一旦、ペイルアウト延長でEUと合意に至ったギリシャですが、結局その後は、EUが満足するような緊縮策を提示することができないまま、EU等債権団から資金を受けとることもできず、早晚デフォルトが発生する危機に直面しています。5月12日のIMFへの債務返済までに、ユーロ圏諸国と緊縮策で合意し、債権団から資金を受けとることができるか否かが、目下最大の焦点となっています。但し、ギリシャ政府がユーロ圏諸国が求める緊縮策を飲むためには、与党の一部過激な分子を切り離れた上で、他の野党と新たな連立を組まなければならないとも言われており、その実現はかなりきわどいといえます。もっとも、今回のギリシャ危機が前回の危機と異なるのは、こうした状況が他の南欧諸国に連鎖する兆候が、今のところ、まったくみられないことです。その背景には、ユーロ圏諸国内でリスクをシェアする仕組みがある程度出来上がると同時に、ECBが最近実施したQEの影響があります。こうした「ギリシャ危機からのリスクの遮断」が続く限り、ギリシャのデフォルトのリスクは高まる一方で、これが欧州全体を巻き込んだ危機シナリオ

に発展する可能性は小さいと考えることが出来ます。

・三つ目の特徴は、中国経済やエマージング経済の不振の深刻化です。中国経済の減速スピードは、度重なる金融緩和措置等に関わらず、落ちていないようで、比較的経済状況を素直に示すと考えられる輸入の数字は、前年比で二桁の減少が続いているほか、電力生産の伸びも低い水準に止まっています。第1四半期のGDP成長率は7.0%にまで落ち込みましたが、この水準でさえ「高すぎるのでは」と思えるくらい、足許の指標は悪い数字が並んでいます。こうした中、中国では初の社債の元利払いに係るデフォルトが発生しました。これまでは、利払いに係るデフォルトは発生していたものの、元本部分はペイアウトされていました。今後中国政府が、どの程度、こうしたデフォルトを許容していくのか、さらにはこうしたデフォルトが金融危機の伝播といった不測の事態を招くことがないのか、注視して行く必要があります。

2. 金融規制の動向に係る概観(トレンド&トピックス)

Liquidity illusion への警告強まる(岩井)

・過去一ヶ月の内外金融規制改革の動きを振り返りますと、規制強化を目指した2つの動きが注目されます。一つ目は当局実施のストレステストを厳格化する動きです。具体的には、3月30日に英国の中央銀行(BOE)が今年実施するストレステストの概要を公表しましたが、そのなかで、普通株等ティア1比率に加えてレバレッジ比率を定量基準として利用すること、そして、ストレステストに「ミスコンダクト」を勧告することを決定しました。ミスコンダクトとは、健全な競争促進や顧客保護等の観点から不適切と考えられる金融機関の行為を指すものです。今般のBOEの決定は当局がストレステストを益々重視する動きを示唆するものと位置づけることができるでしょう。二つ目は、ソブリンエクスポージャーのリスク評価を厳しくすべきという欧州の議論です。欧州中央銀行(ECB)のドラギ総裁が議長を務める欧州システミックリスク理事会(ESRB)が最近公表した報告書において、銀行・保険規制におけるソブリンエクスポージャーのリスク評価が不十分であることを指摘され、規制を根本的に見直すことが必要であると提案されました。今後、ソブリンエクスポージャーの規制上の取扱いを厳しくすべきという流れがグローバルに広がるのが、注目を集めています。

・このように規制強化を巡る動きが散見される一方で、今月は、これまでの規制強化や各国中銀の超緩和策の悪影響を指摘する声が聞かれたのも特徴的でした。具体的には、FRBフィッシャー副議長や米国証券取引委員会(SEC)の委員、更にはBOEの金融政策委員会やIMFが、先進国の債券市場における市場流動性が低下している、あるいは、エマージング諸国の債券市場や欧米ハイイールド市場において流動性が過剰に高くなっている(「Liquidity illusion」)点に警鐘を鳴らしています。前者は主に規制強化の結果として、後者は既往の金融緩和の結果として、それぞれ発生しているものですが、市場流動性が適正な水準から乖離していることに懸念を示している点で共通しています。今後、FRBが利上げを開始する等、何らかのショックが加わった場合に、市場流動性の不均衡が一気に調整され、世界的に大きな混乱が発生するリスクがあります。

・今月はこのほかにも、日系企業に直接・間接的に影響を与え得る規制動向が幾つかありました。例えば、欧州において銀行のシャドーバンキング向けエクスポージャーを抑制させるためのガイドラインが提案され、日系企業への影響が懸念されています。米国当局が外国銀行のレゾリューション計画について厳しい評価を加えた点も、日系金融機関にとっては注目点でしょう。このほかにも、最近の「トレンド」ではありますが、サイバーセキュリティやコンダクトリスクを巡る動きも観察されています。

デロイトトーマツ グループは日本におけるデロイトトウシュトーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人 トーマツ、デロイトトーマツ コンサルティング合同会社、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合
同会社、税理士法人トーマツおよび DT 弁護士法人を含む)の総称です。デロイトトーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナル
グループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供し
ています。また、国内約 40 都市に約 7,900 名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業
をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツ グループ Web サイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービス
を、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、
デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを
提供しています。デロイトの約 210,000 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイトトウシュトーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織
を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した個別
の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細
は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対
応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性も
あります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の
記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

© 2015. For information, contact Deloitte Touche Tohmatsu LLC.