

ポストコロナへの模索が続く世界経済 ～成否の鍵を握る環境変化への「備え」と「適応力」～

2023.6

みずほリサーチ&テクノロジーズ

調査本部

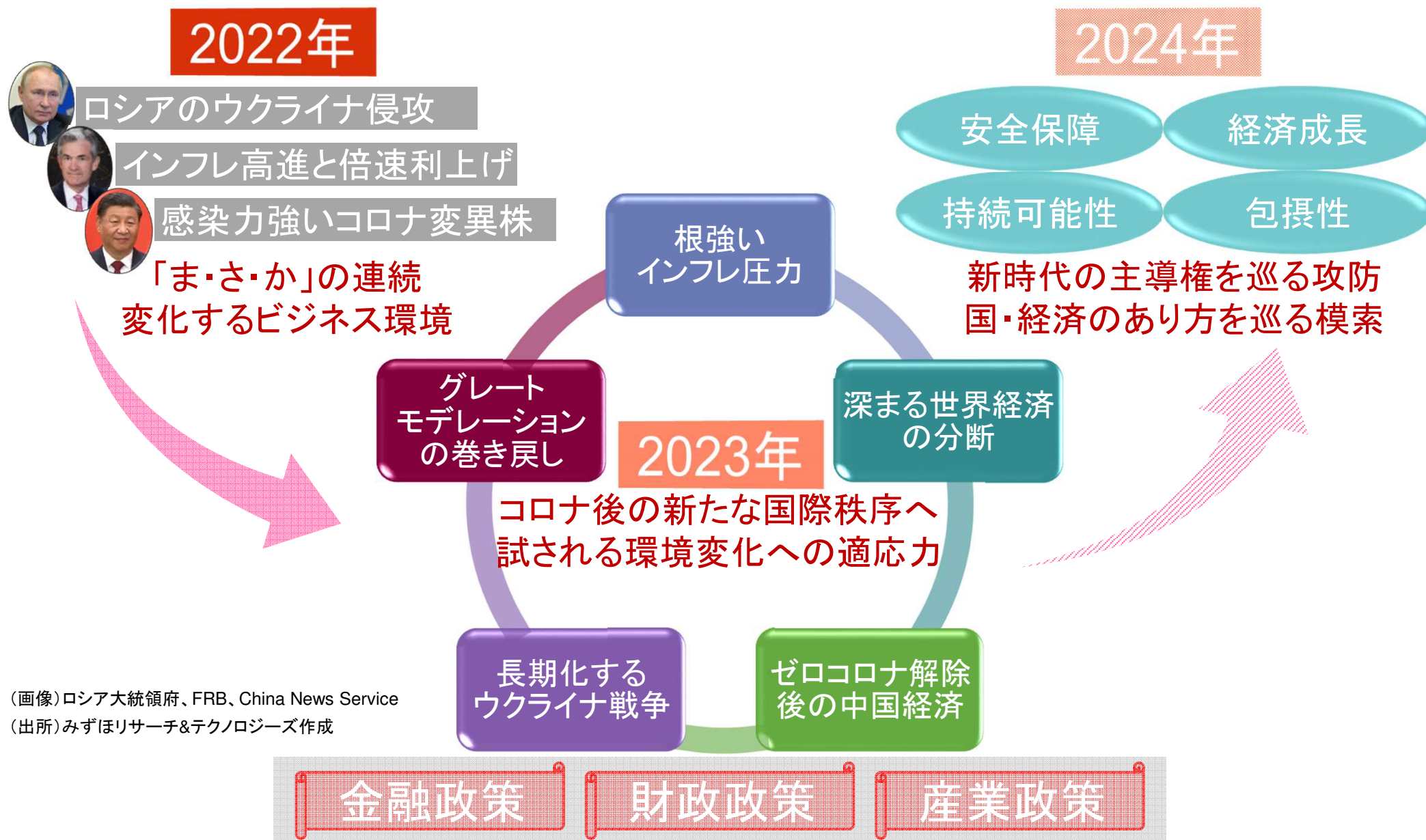
チーフエコノミスト

太田智之

tomoyuki.ota@mizuho-rt.co.jp

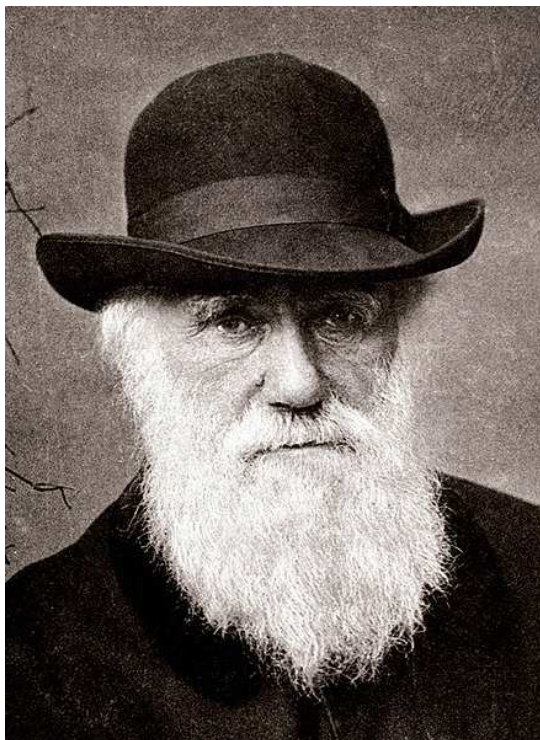


世界観:問われる「コロナ禍の後遺症と不安定化する国際秩序」への対応力



(画像) ロシア大統領府、FRB、China News Service

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



“It is **not the strongest** of the species that survives, **nor the most intelligent** that survives. It is the one that is **the most adaptable** to change.”

— Charles Darwin

生き残る種とは、最も強いものではない。

最も知的なものでもない。

それは**変化に最もよく適応したものである。**

チャールズ・ダーウィン

(出所) https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Charles_Darwin_1880.jpg

不確実性に満ちた過渡期の世界経済：年後半を読み解く3つのポイント

V
olatility

U
ncertainty



C
omplexity

A
mbiguity

強弱入り混じる経済指標
底堅い欧米/力強さ欠くアジア

インフレ抑制と
金融安定のジレンマ

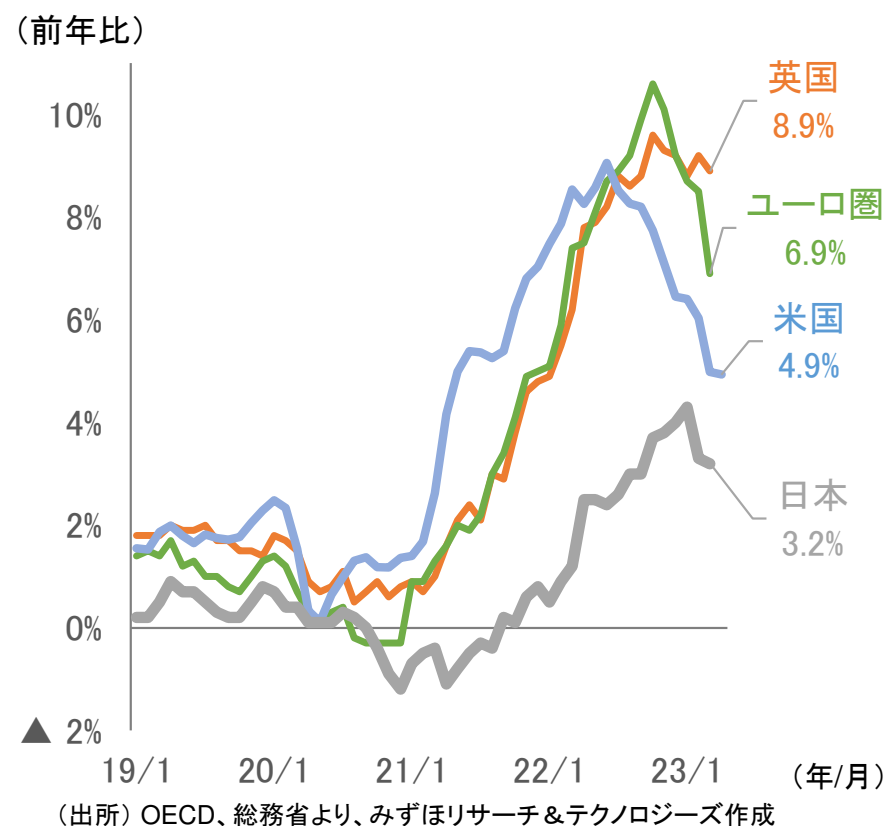
悪化する米中関係
分断する世界に身構える企業



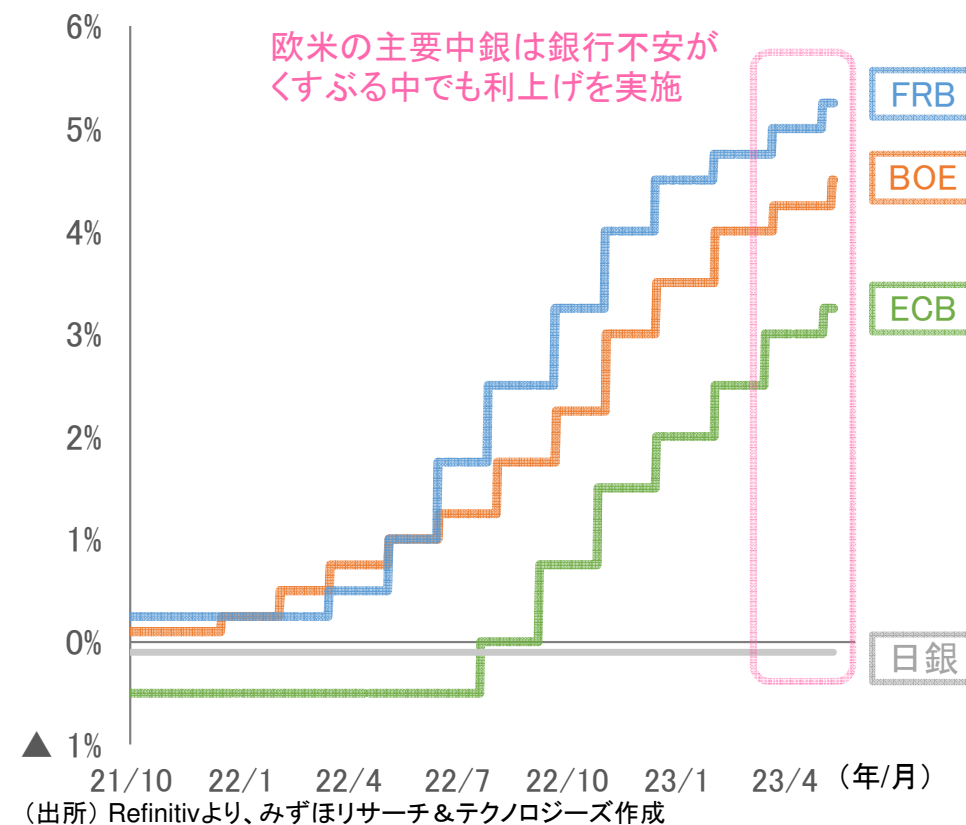
銀行不安がくすぶる中、欧米主要中銀は利上げモードを継続

- エネルギー価格の下落を受けてインフレ率は低下に転じるも2%物価目標を大幅に上回るレベル
 - 変動の大きい食料・エネルギーを除く消費者物価は依然高止まり
- インフレ抑制に向けて欧米主要中銀は利上げを継続
 - シリコンバレーバンクの破綻をきっかけに、シグネチャー銀行、クレディスイスと銀行の経営破綻が相次ぐ。銀行不安がくすぶる中でもFRB・ECBは利上げを実施。ECBは6月理事会でも利上げ継続を言明

日・米・欧・英の消費者物価指数上昇率



日・米・欧・英の政策金利

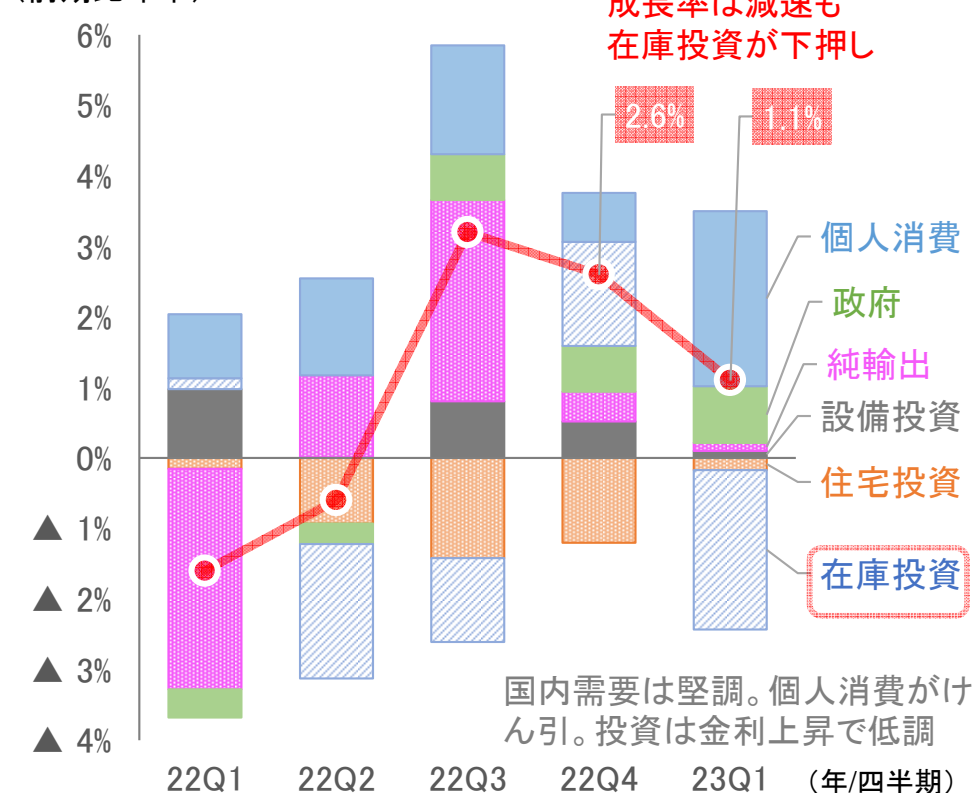


利上げ判断の背景に欧米経済の底堅さ(=インフレ圧力の根強さ)

- 23年1～3月期の米国実質GDP成長率は前期比年率+1.1%と減速ながらも在庫投資が下押し
 - 国内最終需要は同+3.2%と力強い動き。個人消費は供給制約の緩和による自動車の寄与によって財消費が大幅に増加。サービス消費もヘルスケアや娯楽、飲食・宿泊などが堅調に推移
- ユーロ圏の1～3月期実質GDP成長率は小幅ながらもプラスを維持
 - ECBラガルド総裁は脱ロシアに伴うエネルギー危機は最悪期を脱したと宣言

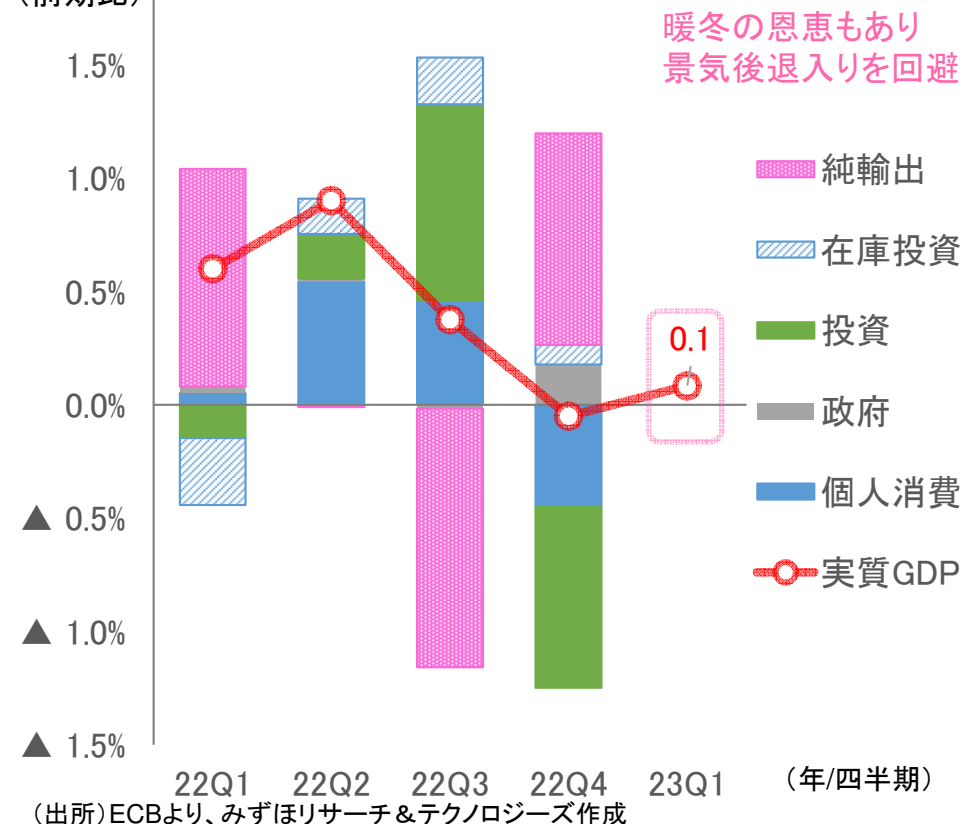
米国実質GDP成長率寄与度分解

(前期比年率)



ユーロ圏実質GDP成長率寄与度分解

(前期比)

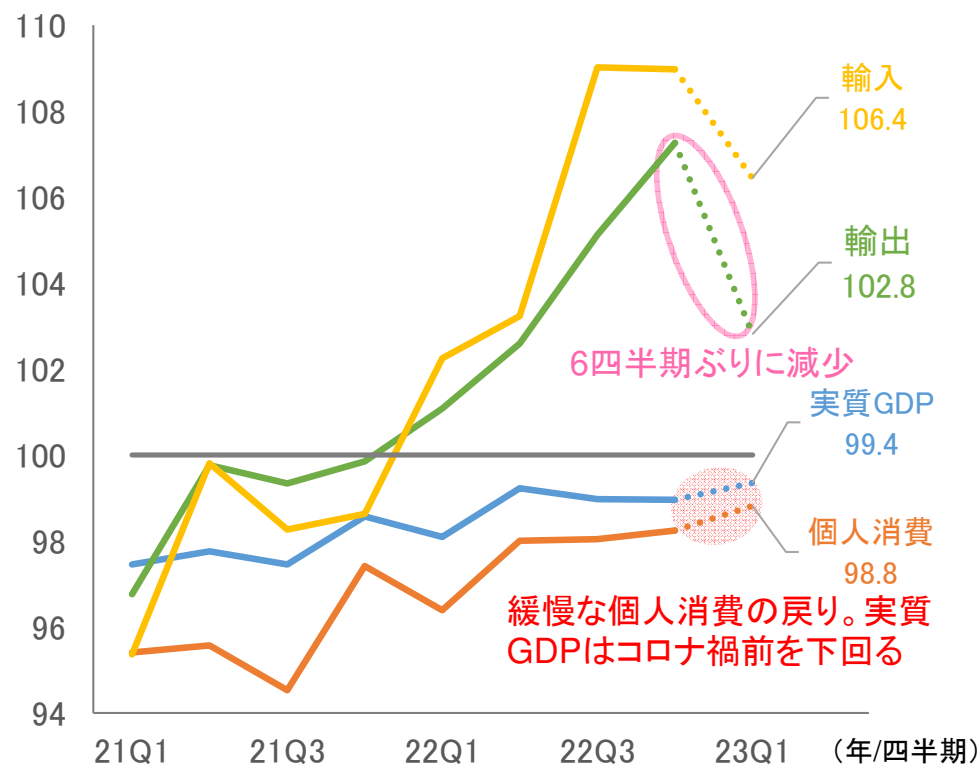


対してアジア主要国の1～3月期成長率は予想外に苦戦

- 日本の1～3月期実質GDPは前期比+0.4 % (年率+1.6%)と3四半期ぶりのプラス成長も力強さ欠く
 - 感染懸念後退や政府による旅行支援を受け外食や宿泊等のサービス消費が回復したほか、自動車生産の回復等に伴い耐久財消費が一時的に押し上げ。一方で海外経済の減速で輸出は前期比▲2.8%と大幅減
- 輸出依存度(特に電子産業依存度)の高い韓国、台湾、シンガポール、ベトナムを中心に減速感が強まる
 - 台湾では設備投資もマイナスとなり、生産調整から投資抑制に波及しつつある模様

日本の実質GDPと個人消費、輸出、輸入

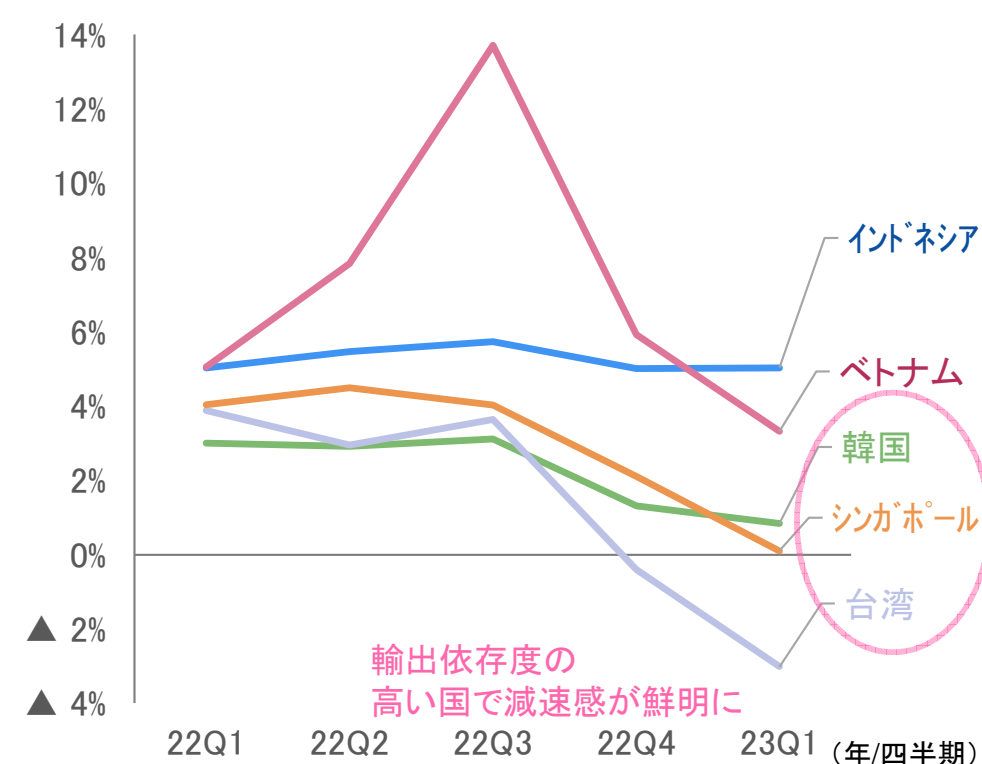
(2019年=100)



(出所) 内閣府より、みずほ銀行産業調査部作成

アジア主要国の実質GDP成長率

(前年比)



(出所) CEIC dataより、みずほ銀行産業調査部作成

世界の貿易量が減少する中、製造業の景況感は世界的に悪化

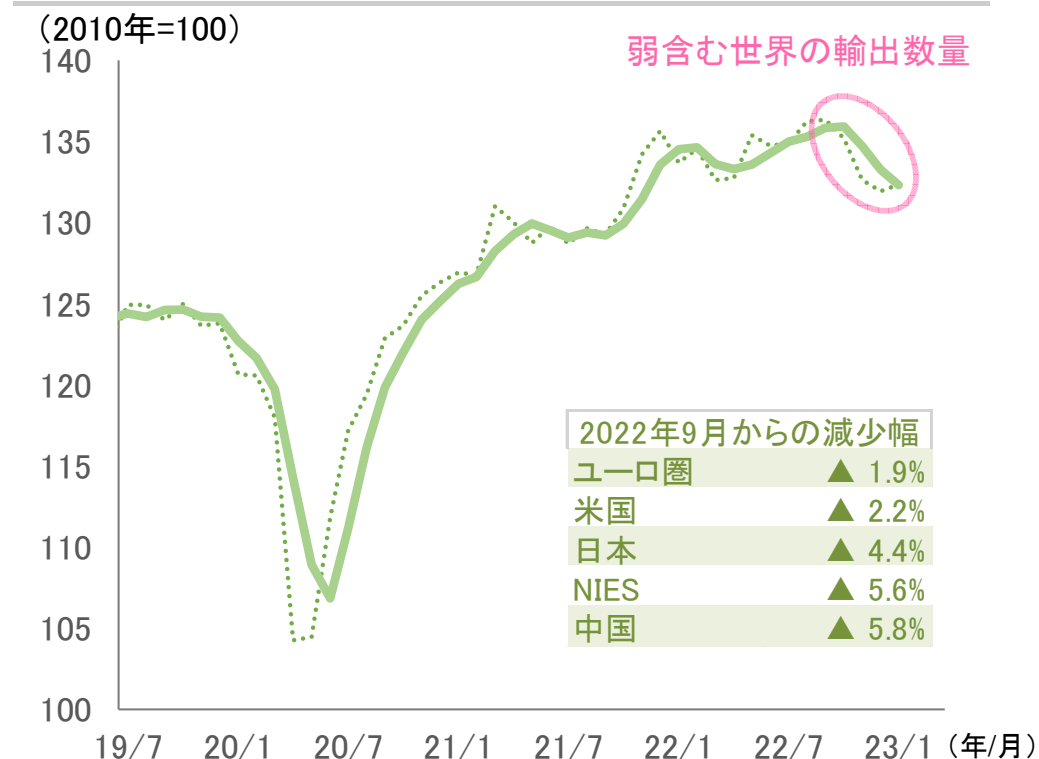
■ 2022年9月をピークに減少に転じる世界の貿易数量

- 米国・欧州・中国などいずれの地域も輸出が弱含んでおり、コロナ特需（巣ごもり需要）の反動が世界の製造業に波及していることを確認

■ グローバルでみた製造業の景況は好不調の目安である50を割り込む水準

- ゼロコロナ政策の解除で改善していた中国PMIも4カ月ぶりの節目割れ。製造業の回復は足踏み。生産と新規受注が双方とも大幅に低下しており、中国国内における財需要の鈍さを示唆

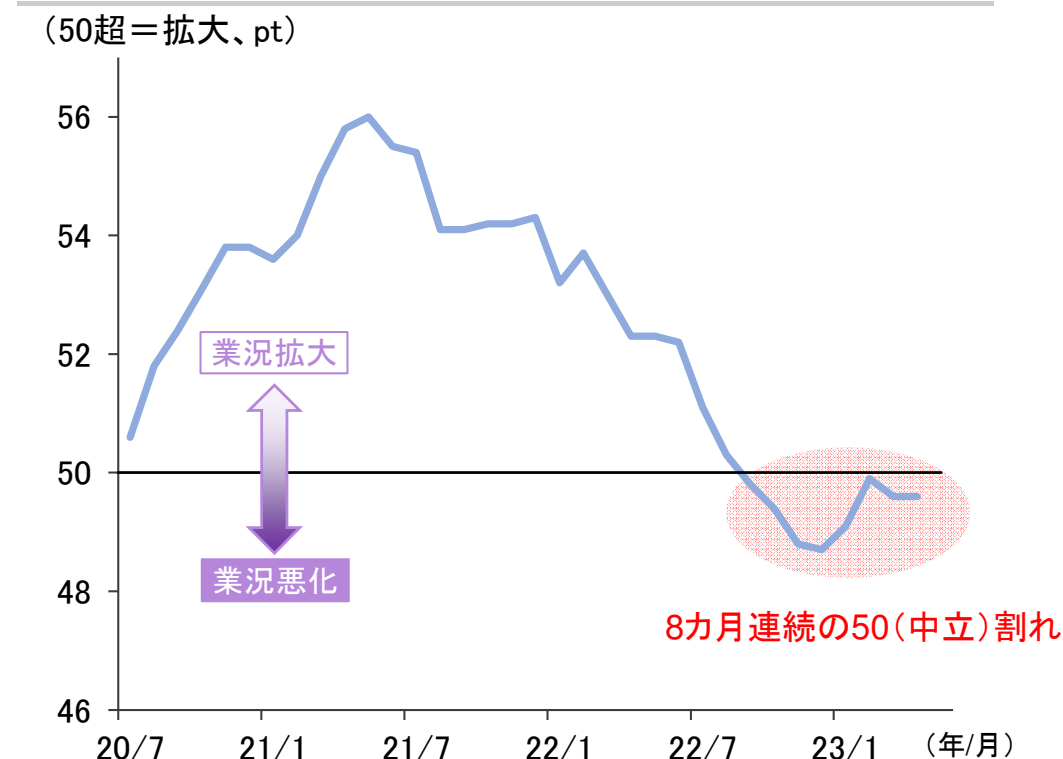
世界輸出数量



(注) 実線は後方3カ月移動平均値

(出所) CPBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

グローバルPMI(世界の業種別企業景況感)

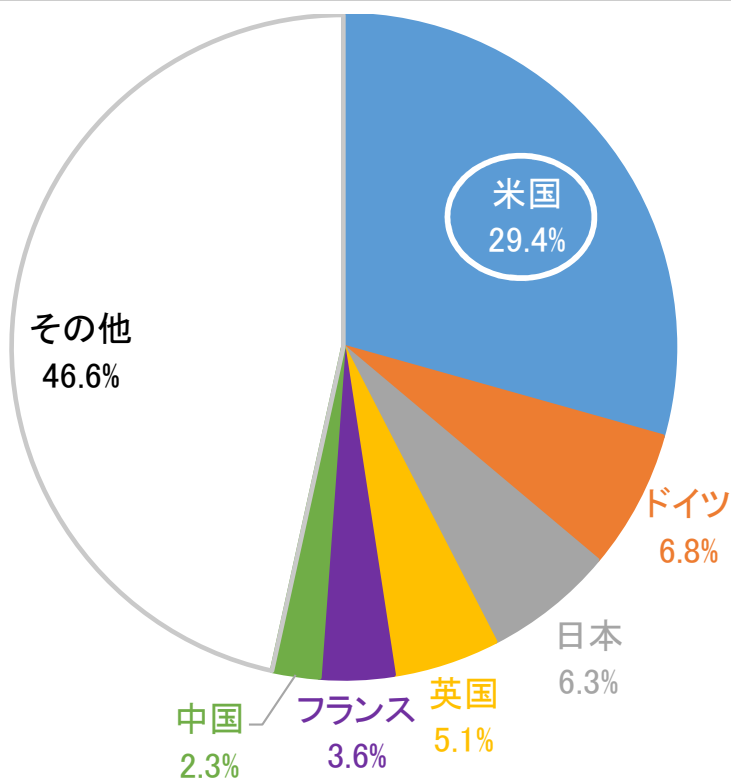


(出所) Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

最終需要先の米国で在庫調整継続。製造業サイクルの底入れは年後半に後ずれ

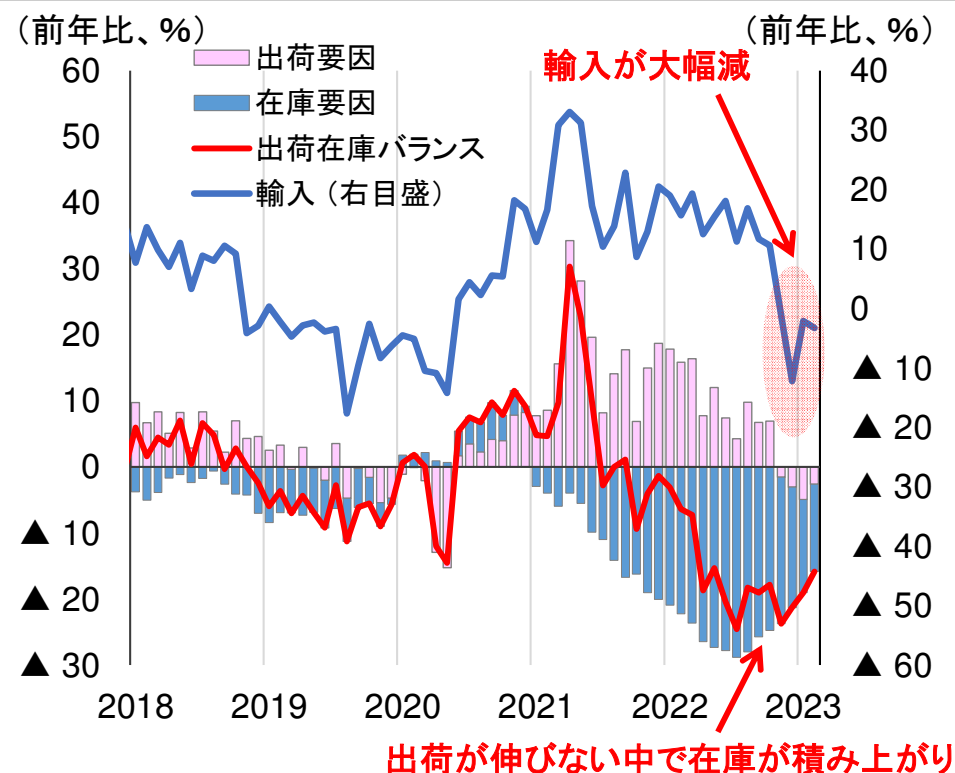
- 情報通信機器・コンピューター輸入額(最終消費向け)の3割を占める米国
 - 国別輸入額では断トツのトップ。2位ドイツ、3位日本、4位英国の順で中国は6位に位置付け
- 2022年後半から主要最終需要先である米国のエレクトロニクス輸入が急減
 - コンピューター・電子機器等の在庫出荷バランスは今もなお在庫調整局面にあることを示唆。エレクトロニクス関連輸出の持ち直しは年後半に後ずれ

情報通信機器・コンピューター輸入額の国別シェア



(注) 2022年実績
(出所) UN Comtradeより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米国の出荷在庫バランス(コンピューター・電子機器等)

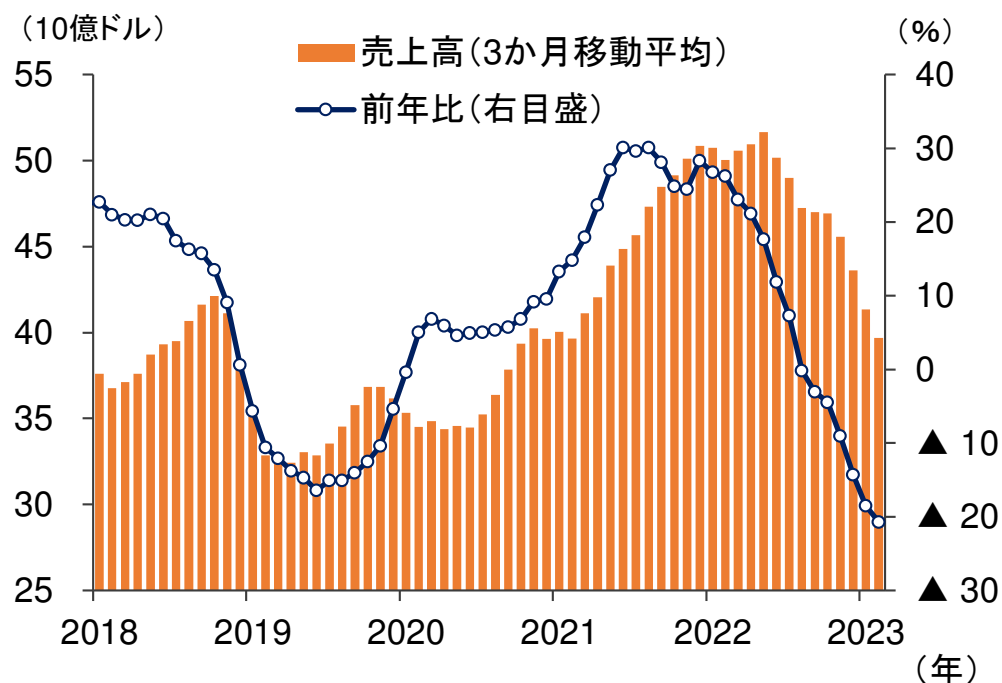


(注) コンピューターおよび周辺機器、家電、電気・電子機器などの出荷、在庫、輸入額
(出所) 米国センサス局より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

半導体市況は悪化に転じて1年が経過も在庫調整は道半ば

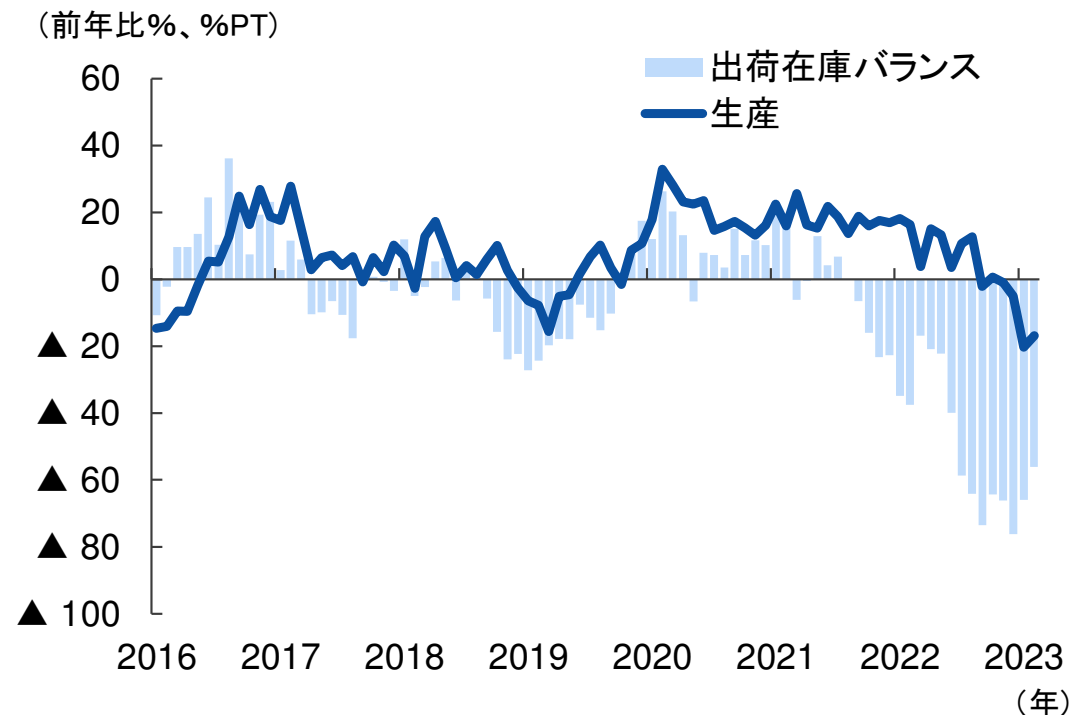
- 世界半導体売上高は2022年5月をピークに減少が継続
 - 米ガートナー社は4月に2023年の世界半導体売上高予測を前年比▲11.2%(前回▲3.6%)に下方修正
 - 半導体最大手のTSMCも2023年の売上高(米ドル建て)が前年比▲1%～▲6%の減収となる見通しを発表。
最終製品需要の低迷を受けて小幅な増収としていた1月時点の予測を下方修正した格好
- 需要減を受け半導体在庫の積み上がりが深刻化(在庫出荷バランスが悪化)。底入れ時期は想定対比後ずれ

世界半導体月次売上高(3か月移動平均)



(出所) SIA、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

台湾 半導体生産・出荷在庫バランス(出荷前年比－在庫前年比)

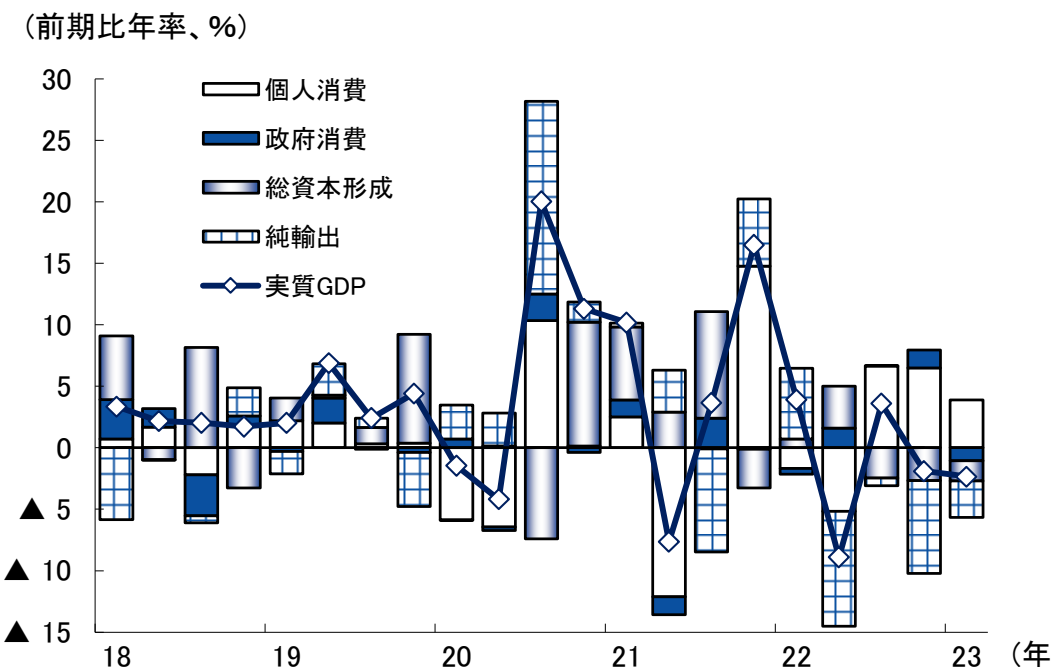


(出所) 台湾経済部より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

台湾の実質GDP成長率は大幅マイナス。輸出不振に加え設備投資が下押し

- 2023年1~3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲2.4%と前期(▲1.5%)から悪化幅拡大
 - コロナ規制緩和により消費は堅調。政府は4月に現金支給策を開始。消費刺激で経済を下支えする姿勢
 - 一方、半導体市況の悪化による在庫調整を受け設備投資は3四半期連続のマイナスを記録
- グローバルな製造業サイクルの鈍化を受け、台湾の製造業景況感も低迷。早期底入れ期待は後退
 - 生産が低迷するなか、企業の6か月先見通しも目安となる50を下回る水準が続く
 - TSMC傘下の世界先進は、需要低迷を受け、2023年の生産拡張計画を小幅に縮小する方針を表明

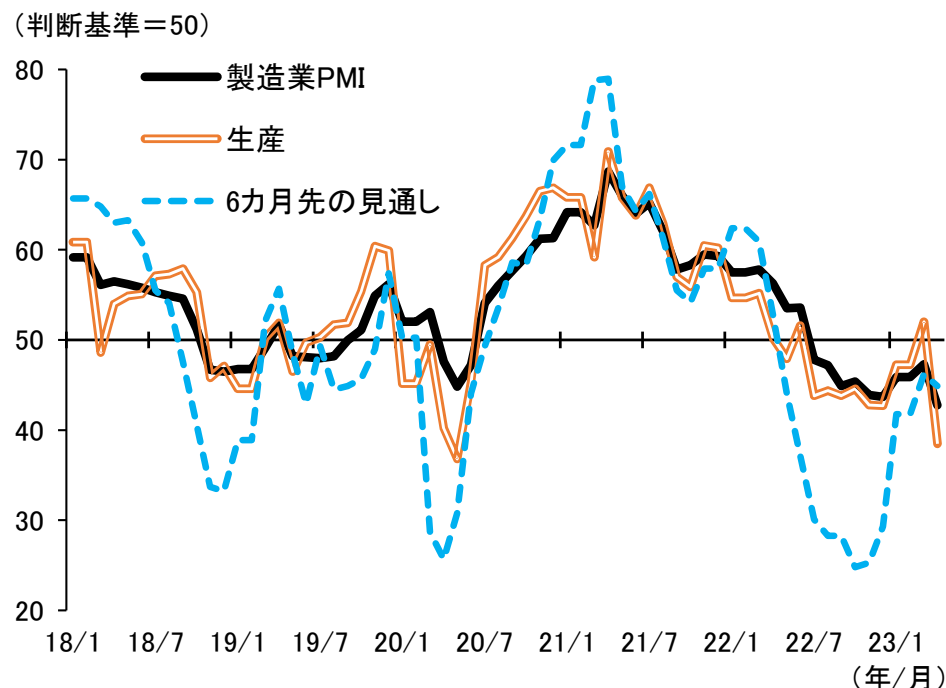
台湾の実質GDP成長率寄与度分解



(注) 2023年1~3月期の前期比年率寄与度は試算値

(出所) 台湾行政院主計総処より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

台湾製造業PMI



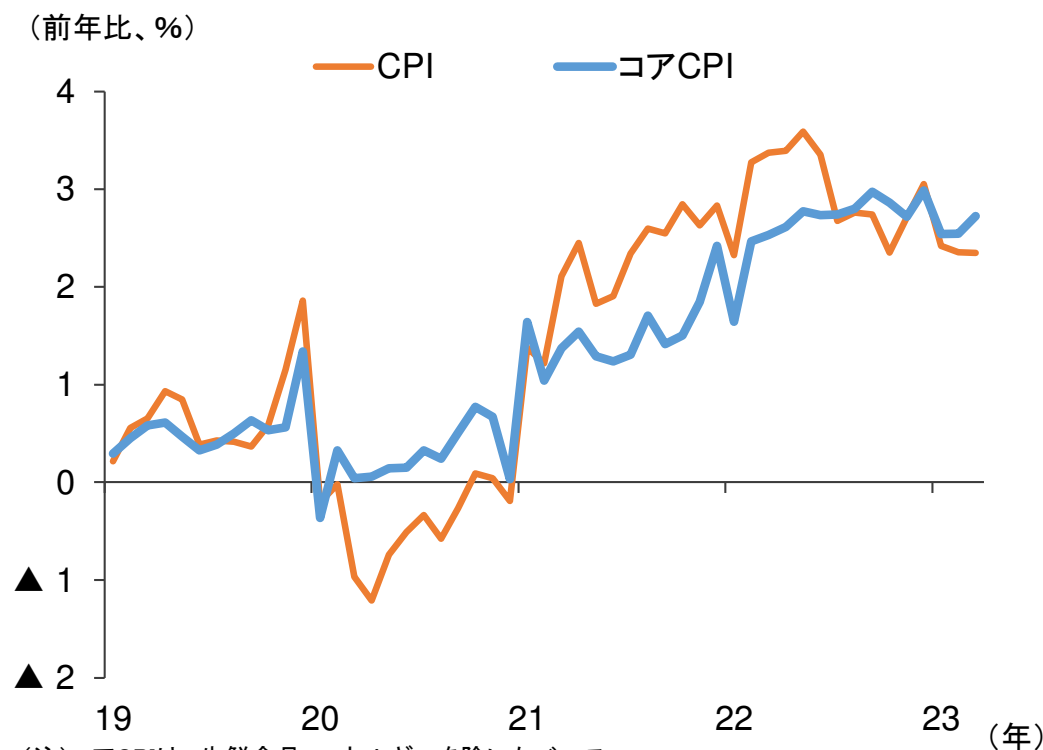
(注) 春節要因を調整するため、1~2月は平均値を使用

(出所) 中華経済研究院より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

台湾中銀はインフレを警戒。小幅ながらも5会合連続で利上げを実施

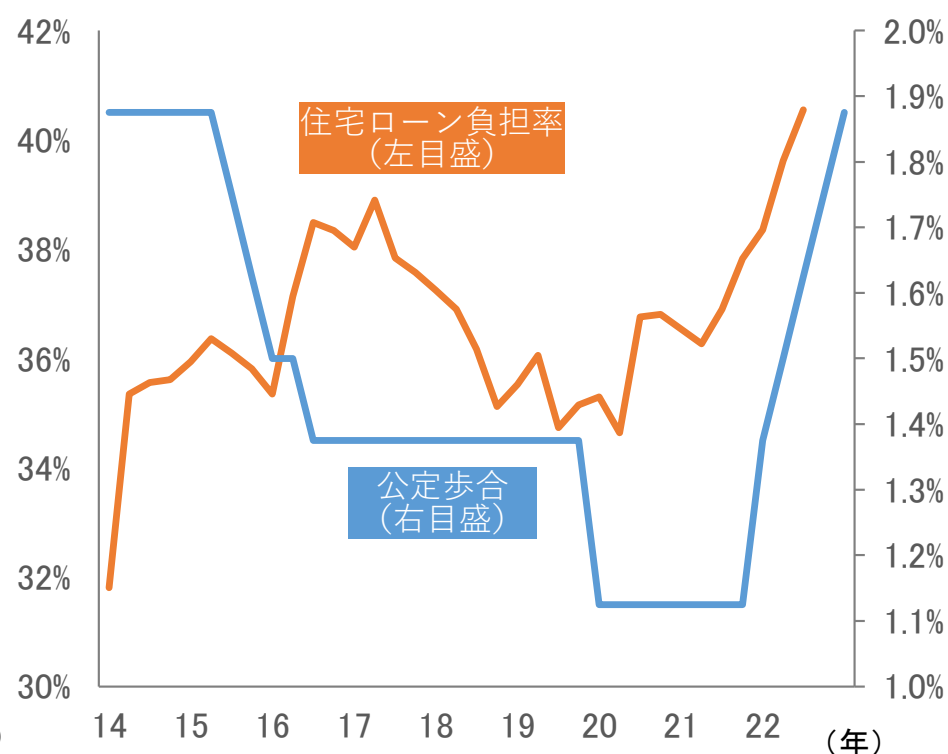
- CPI上昇率は資源価格の下落や物流正常化を受け緩やかな低下傾向にあるが、目標の2%を上回る状況が続く
 - 経済活動再開に伴う消費回復により娯楽等のサービス価格が上昇しインフレ率が高止まり要因に
- インフレ期待安定化のため、台湾中銀は3月会合で5会合連続の利上げを決定(1.750%→1.875%)
 - 金融引き締めにより住宅価格の上昇などもあり、住宅ローンの返済負担は大幅に増加消費回復の足かせに
 - 今後は「引締めによる累積的な効果を注視する」と慎重姿勢。次回会合での利上げ停止も有り得る状況

CPI上昇率



(注)コアCPIは、生鮮食品・エネルギーを除いたベース
(出所)CEIC、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政策金利(公定歩合)と住宅ローン負担率



(出所) CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

半導体市況の調整深刻化により2023年の成長率は+2%を下回る見通し

- 台湾行政院・中銀および民間シンクタンクは2023年の成長率を+2%台前半と予測
 - 各機関とも外需の低迷や投資の弱さを主因に昨年末から予測を下方修正
 - 設備投資の低迷要因として、需要減速に伴う在庫調整を指摘する見方が多数
- みずほRTの予想は+1.9%だが下方修正をも視野
 - 半導体市況の調整が想定以上に深刻化していることから、見通しの下振れリスクは高まっているとの認識

台湾経済成長率見通し(2023年)

発表機関	成長率見通し	コメント
台湾行政院	+2.1 (2月)	行動制限緩和や労働市場の改善が消費を下支えする一方、最終品需要の低迷、製品価格の下落、在庫調整の継続などが輸出を下押し
台湾中銀	+2.2 (3月)	年前半は輸出や投資の弱さを受け緩やかな拡大に留まるものの、後半には在庫調整が進展し、政府の現金支給を受け消費も持ち直す
中華経済研究院	+2.0 (4月)	コロナ規制緩和が消費を押し上げる一方、ウクライナ戦争や米中対立、欧米のインフレ等の外部環境悪化が台湾経済を下押し
みずほRT	+1.9 (2月)	中国経済再開に伴うインバウンド消費回復はプラス要因の一方、世界経済の減速や半導体市況の調整が当面の生産・輸出を下押し

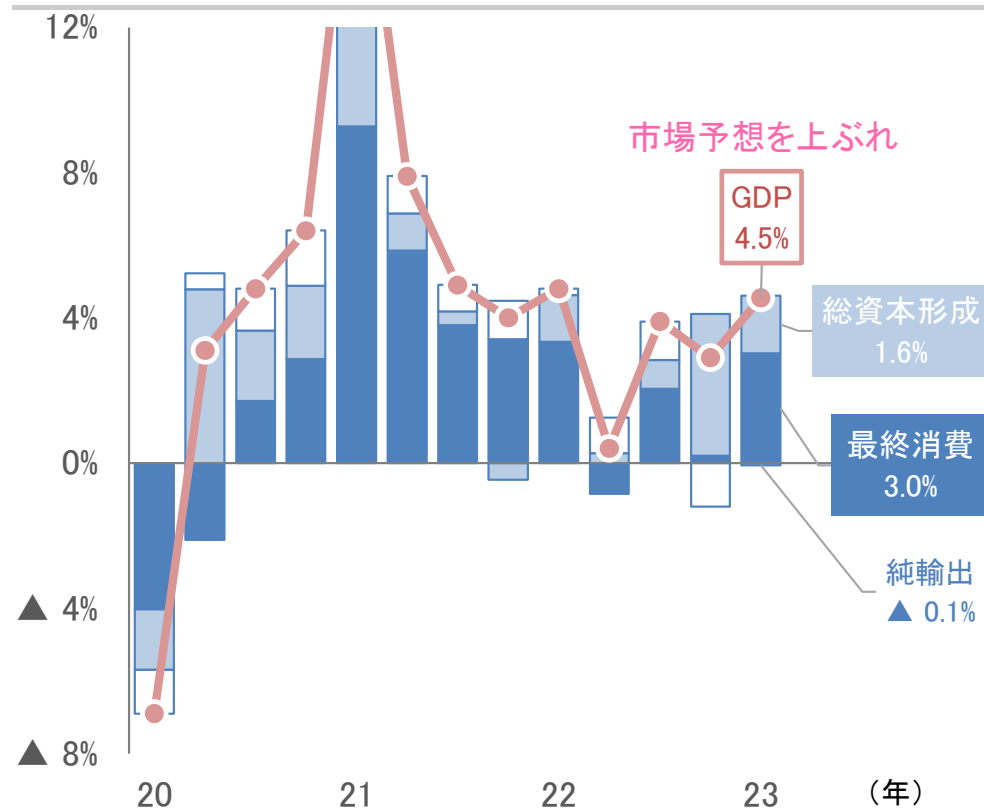
(注) (カッコ内)は各機関による予測値の発表時点

(出所) 台湾行政院主計総処、台湾中銀、中華経済研究院より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中国経済はゼロコロナ政策解除で成長加速も持続性には要注意

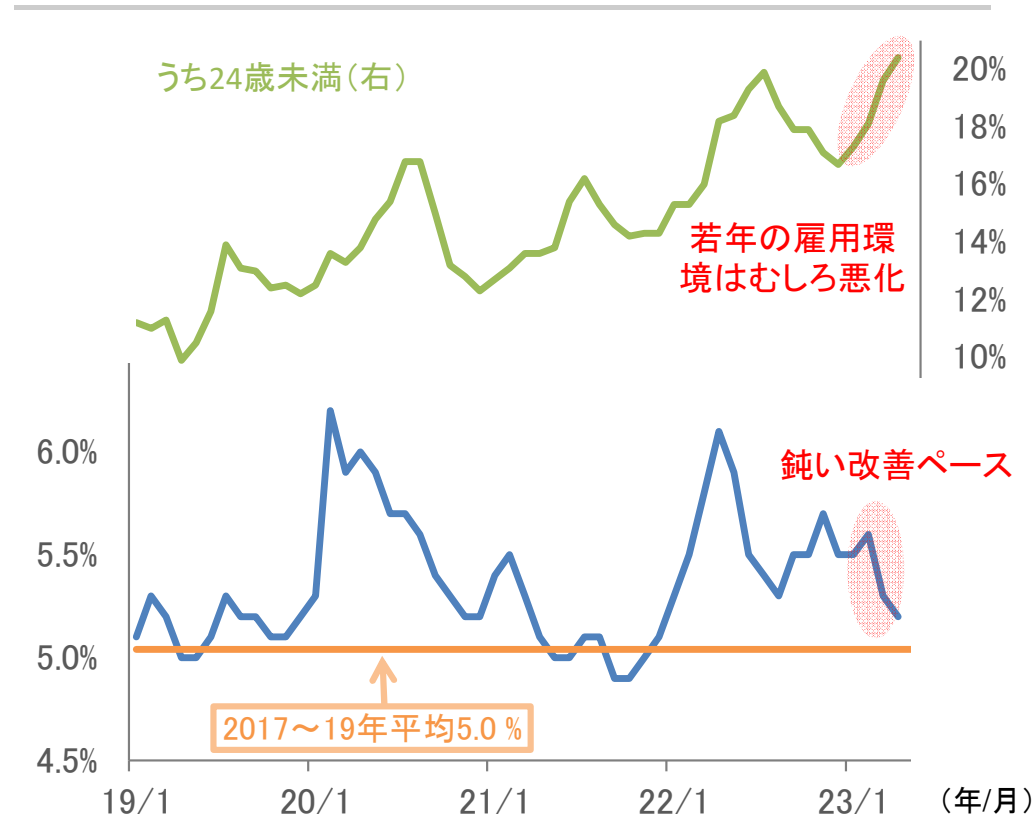
- 2023年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+4.5%と前期(+2.9%)から加速
 - 市場の事前予想(同4.0%)を上回る結果。ゼロコロナ解除で飲食や交通・宿泊等、サービス分野を中心にリベンジ需要がけん引する形で消費の伸びが拡大
- 4～6月期は前年(上海封鎖)の反動でさらに加速を見込むも、リベンジ消費のけん引力・持続性には要注意
 - 失業率は改善基調にあるものの未だコロナ禍前を上回る水準。とりわけ若年層の失業問題が深刻

実質GDP成長率



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

失業率



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4月主要指標は軒並み下ぶれ。民間企業の弱さが目立つ

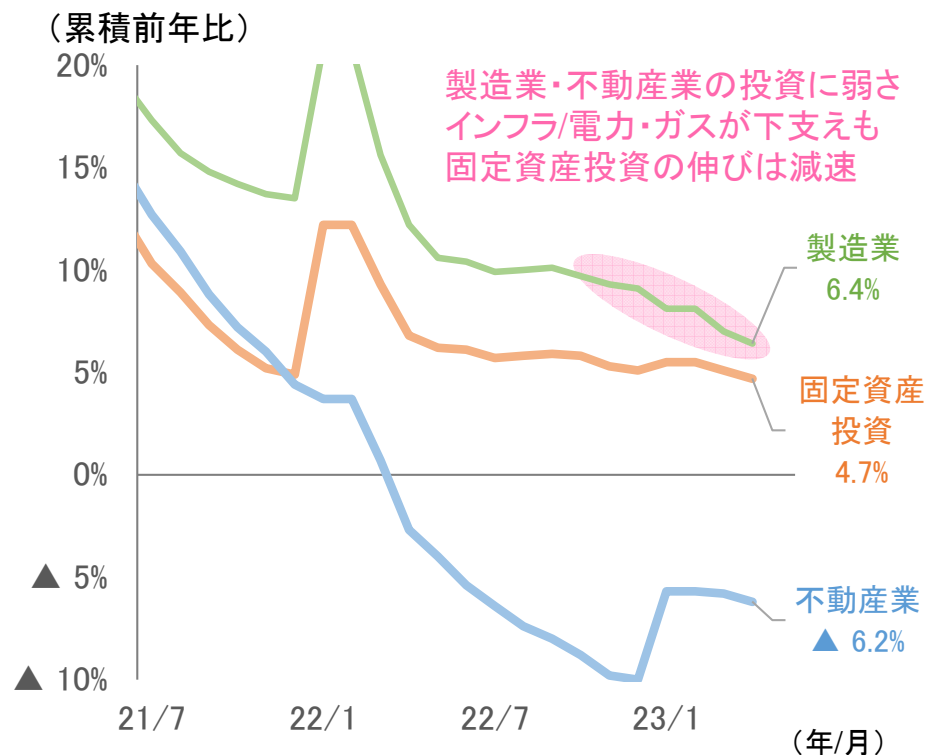
■ 4月の主要経済指標(生産・小売・投資)は軒並み事前予想対比下ぶれ

- 特に生産(事前予想:前年比10.9%⇒結果:同5.6%)の乖離幅大。外需弱含みに加え国内財需要低迷が下押し
- 固定資産投資も減速基調が継続。不動産投資の弱さに加え、製造業で増勢鈍化が鮮明に

■ 固定資産投資は国有資本がけん引。ゼロコロナ政策解除後も民間資本は慎重姿勢を維持

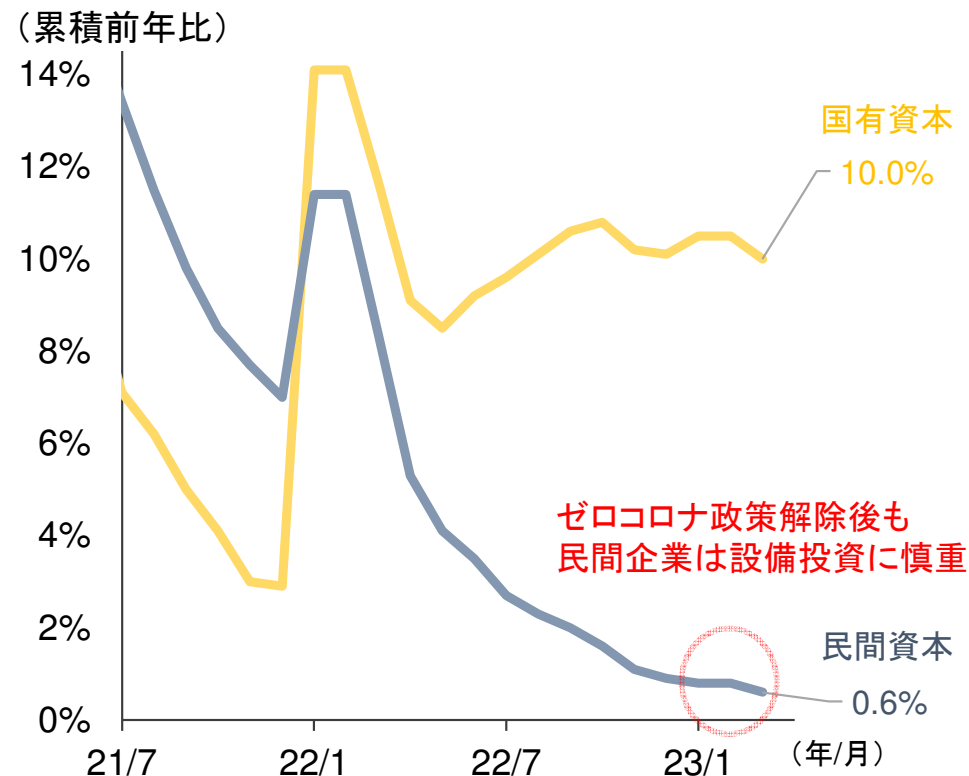
- コロナへの警戒感に加え、政権の政策に対する予見可能性の低さが一因か

業種別固定資産投資



(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国有資本・民間資本別固定資産投資

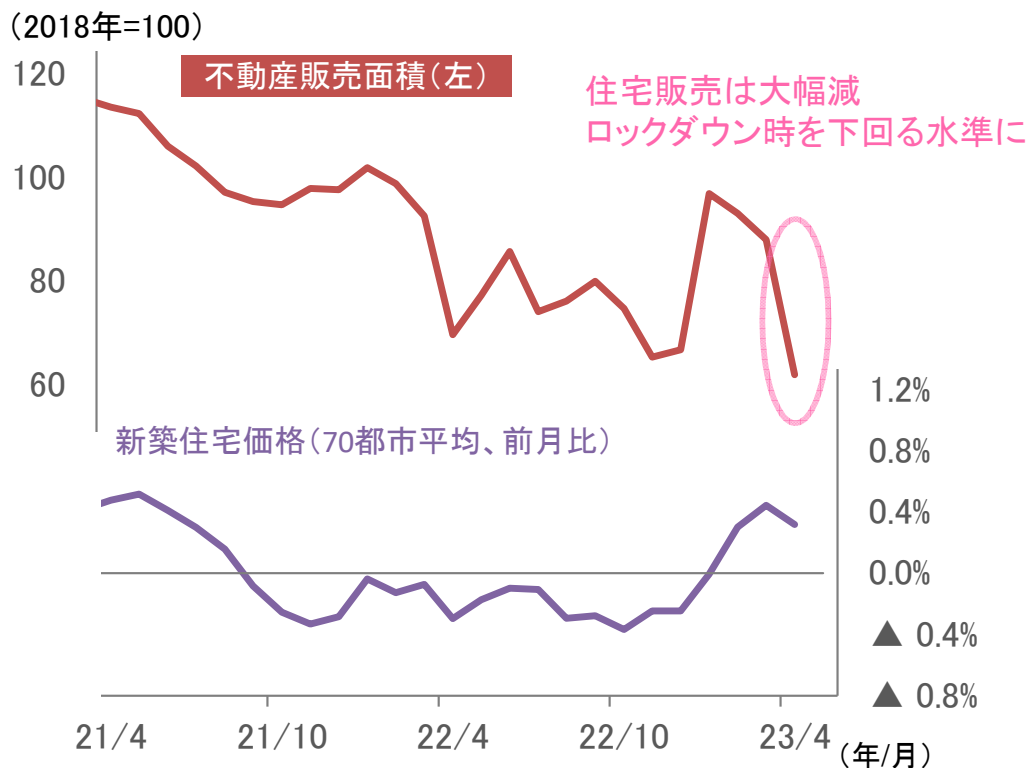


(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

不動産販売は早々に息切れ。中国不動産市場における問題の深刻さを再確認

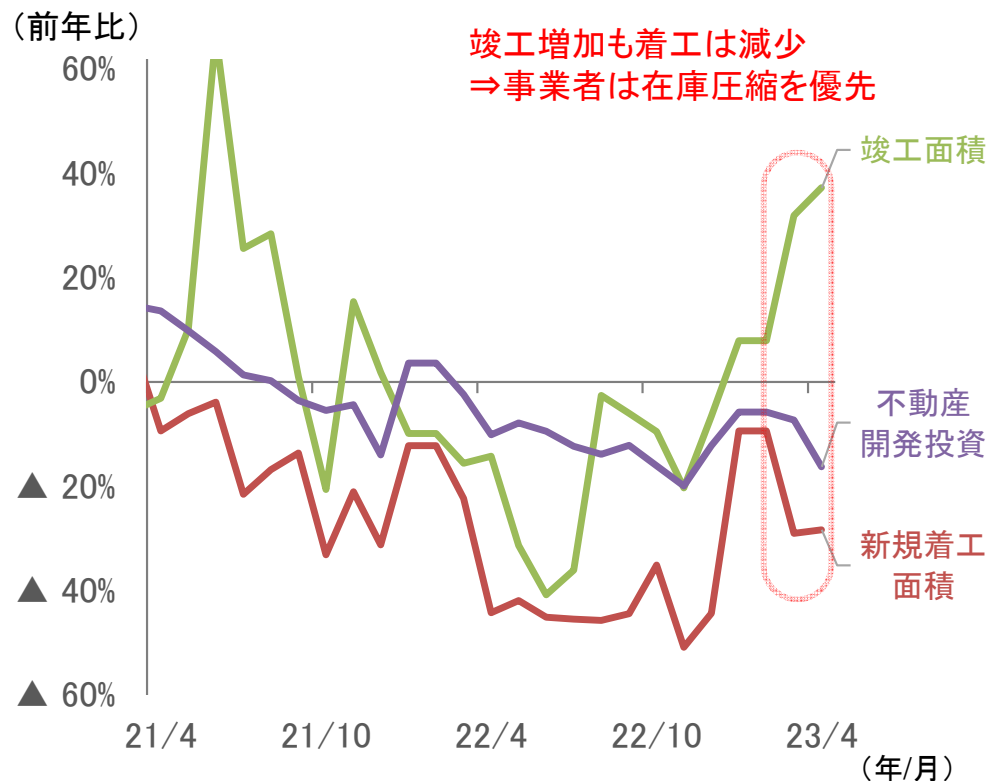
- 4月の不動産販売は前年比▲11.8%と前月(同▲3.5%)からマイナス幅が拡大。前月比では▲3割の大幅減
— ゼロコロナ政策解除後の急増を考慮しても弱い結果。先行き不安などによる住宅買い控えの根深さを示唆
- 不動産投資は前年比▲16.2%とこちらもマイナス幅拡大。新規案件の着工がなお鈍い状況
— 竣工面積は同+37.3%とデベロッパーの資金繰り支援が奏功し中断していた既存案件の再開が押し上げたが、
新規着工面積は同▲28.3%と大幅減継続。事業者が在庫圧縮を優先していることを示唆。調整は未だ道半ば

不動産販売面積・新築住宅価格(70都市平均)



(注) 不動産販売面積はみずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

不動産投資・竣工面積・新規着工面積

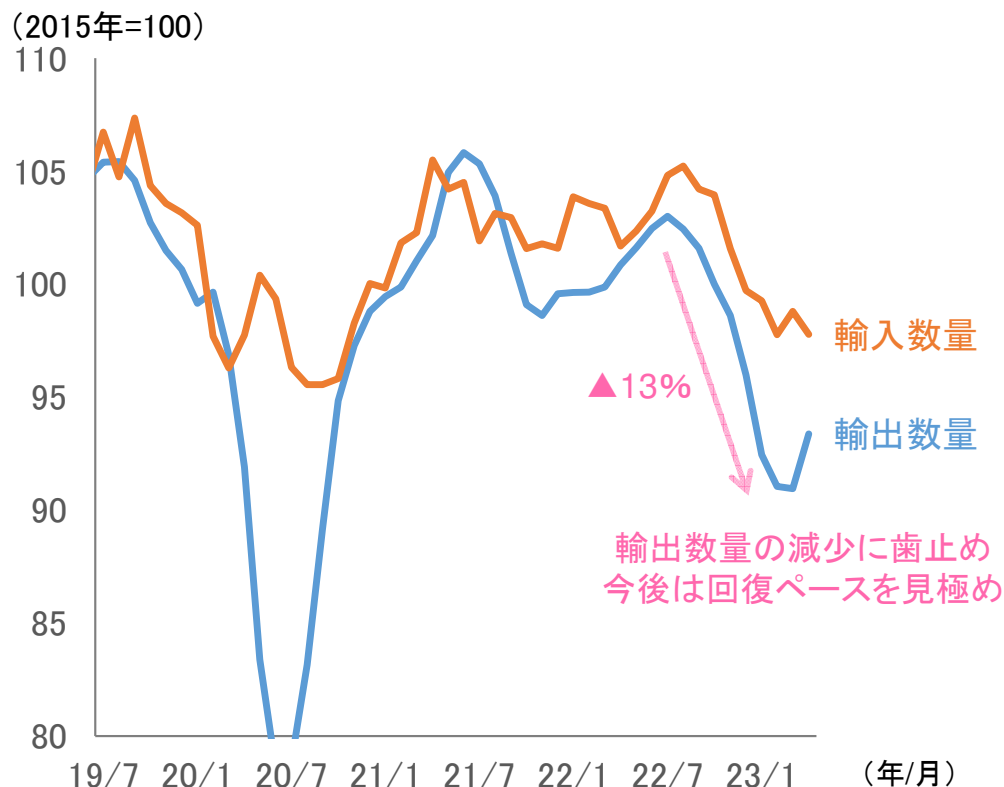


(注) 毎年1・2月は累計前年比。不動産開発投資は金額
(出所) 中国国家统计局、CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本の輸出も弱い動き。生産は力強さに欠ける状況が継続

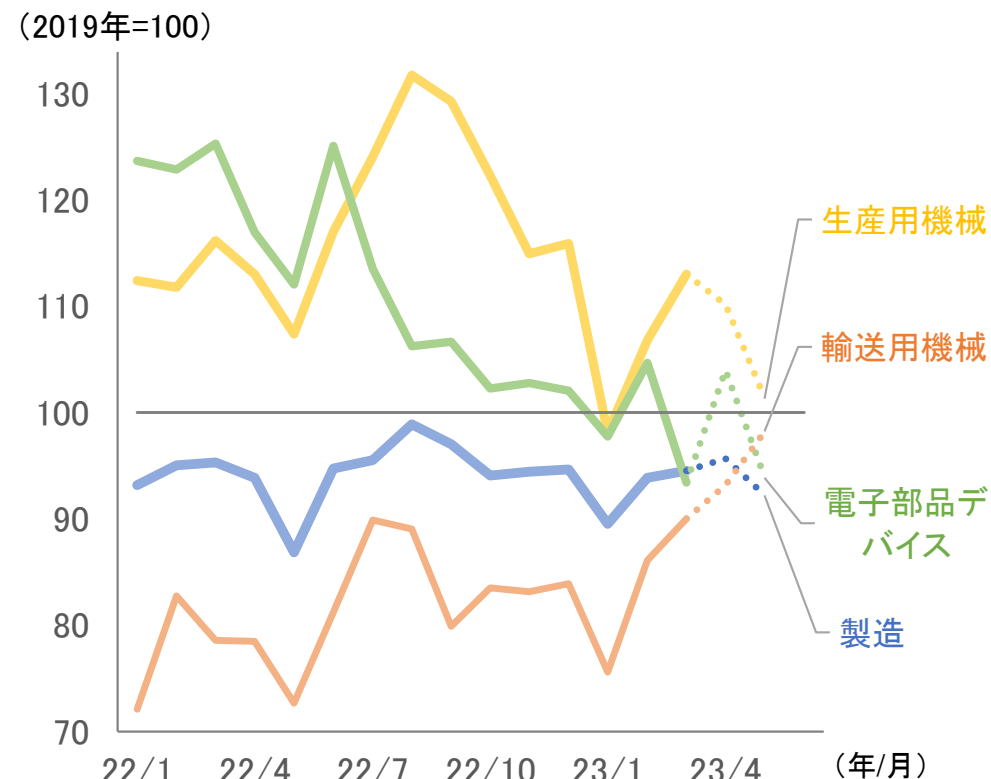
- 数量指数でみた輸出(みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値)は2022年年央から1割以上減少
— 足元で増加に転じたが、持続性に加え、回復力を見極める必要あり
- 3月の生産指数は前月比+0.8%と2カ月連続で持ち直すも、1~3月期では前期比▲1.8%と2四半期連続の減産に
— 電子部品・デバイス的大幅減産が主因。国際的な半導体市況の悪化に伴い在庫が積み上がっており、在庫調整終了は年後半にずれ込み。なお、部品不足の緩和など背景に自動車生産は回復基調

輸出数量指数と輸入数量指数



(注) みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値。後方3カ月移動平均値
(出所) 財務省「貿易統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

製造工業の生産実績・予測指数

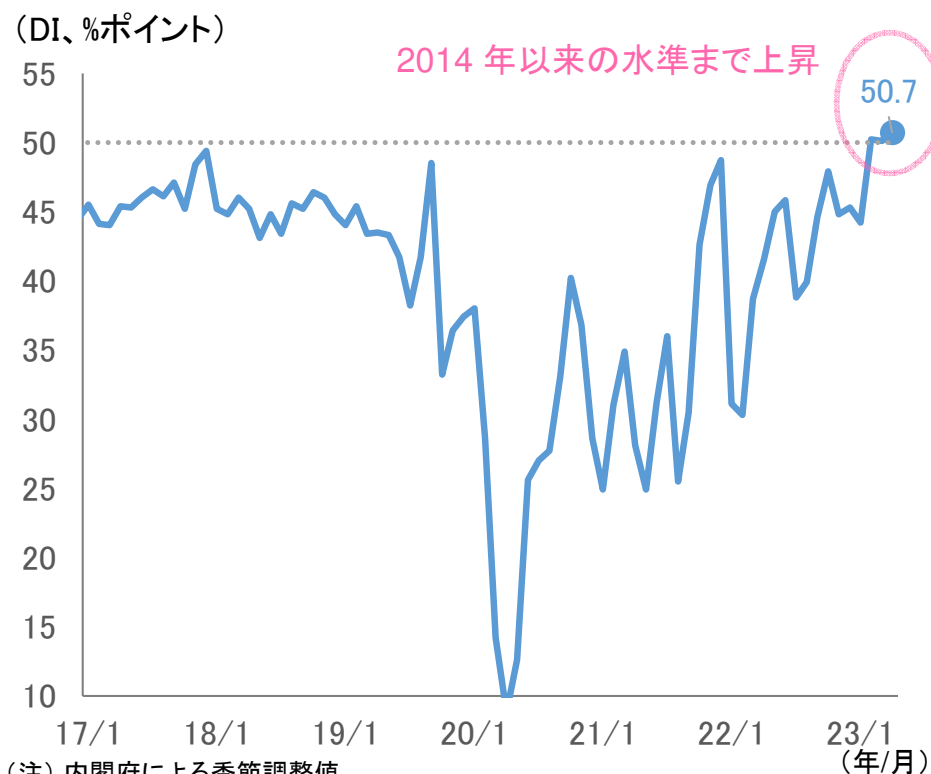


(注) 破線は予測指数。予測指数は過去3カ月間の修正率を用いて補正した値
(出所) 経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

景況感に比べて鈍い足元の消費回復ペース

- 家計動向関連の景況感は、感染対策緩和やインバウンド回復の追い風を受けて飲食・サービス関連を中心に改善
 - 4月の景気ウォッチャー調査では、家計に関する現状水準判断DIが飲食関連やサービス関連がけん引する形で上昇。2014年3月(53.9)以来の水準に
- 一方、クレジットカードの利用履歴に基づく4月の消費総合指数は前月比▲1.3%と弱含み
 - 小売(財)は持ち直したもののサービスが下押し。旅行は回復基調を維持したが外食・交通が重石となった格好

景気ウォッチャー調査の現状水準判断DI(家計関連)



(注) 内閣府による季節調整値

(出所) 内閣府「景気ウォッチャー調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

クレジットカードデータでみた個人消費の動向



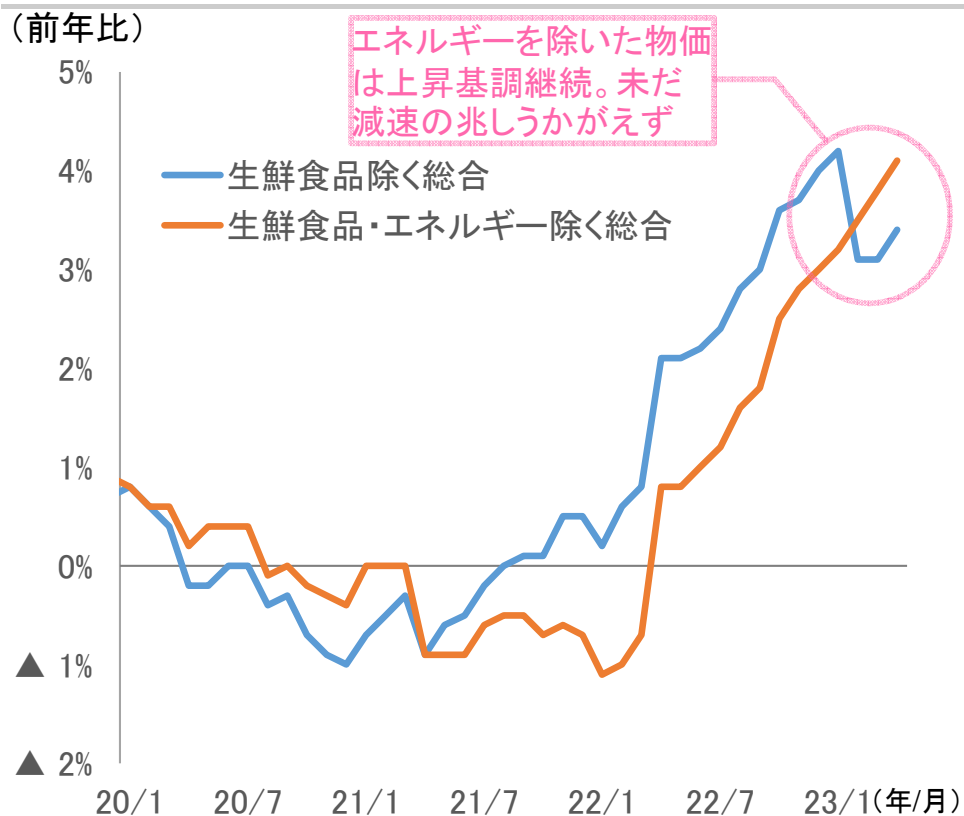
(注) 名目ベース。みずほリサーチ&テクノロジーズによる季節調整値

(出所) JCB消費Nowより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費を巡る「向かい風(物価高)」と「追い風(賃上げ)」

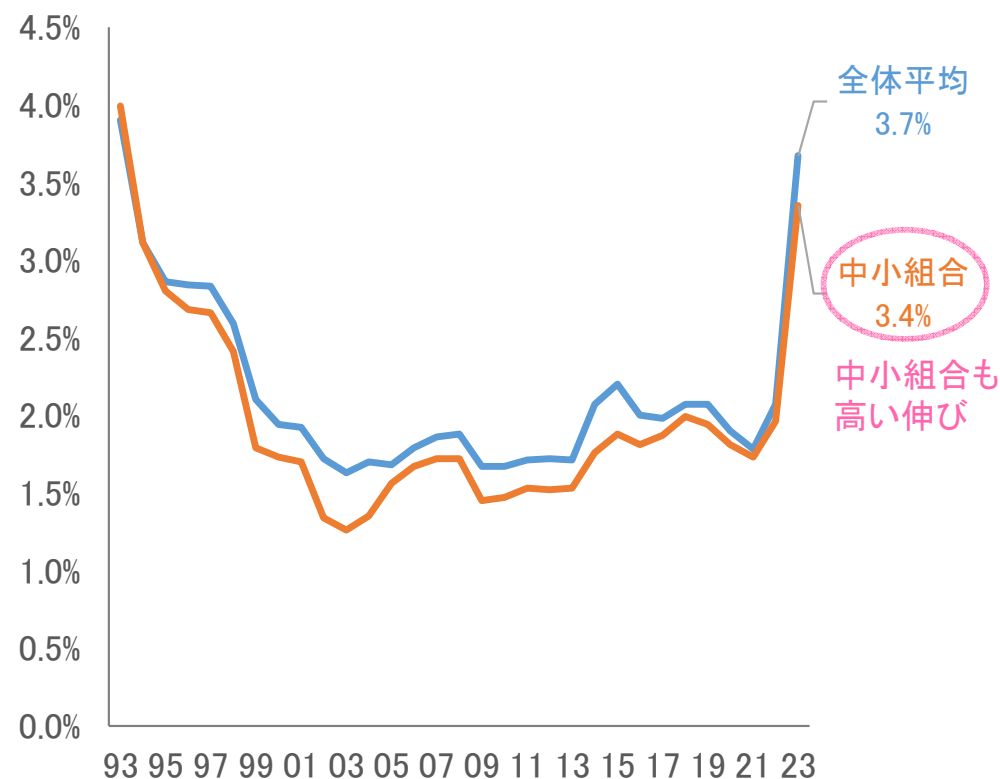
- 4月の生鮮食品除く消費者物価(コアCPI)は前年比+3.4%(3月同+3.1%)と上昇幅が拡大
 - 政府の物価対策がエネルギー価格を下押しする一方、食料品や外食、宿泊の価格上昇が押し上げ。生鮮・エネルギーを除く日銀版コアCPIは前年比+4.1%(3月同+3.8%)と上昇に歯止めかからず
- 2023年春闘賃上げ率(第5回回答集計)は全組合平均で3.67%と3%後半をキープ
 - 注目された従業員規模300人未満の中小組合も3.35%と健闘。賃上げの流れが広がりを伴っていることを確認

コアCPIの項目別寄与度分解



(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

春闘賃上げ率

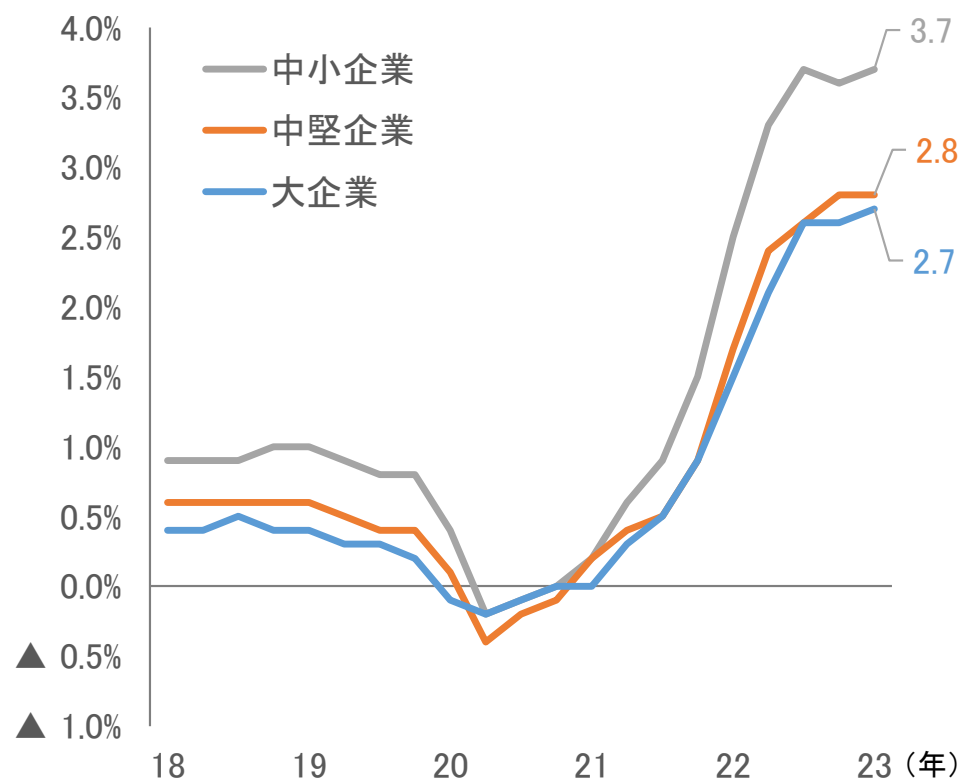


(注) 2023年は第5回回答集計(5/10)結果。その他は6月最終集計結果
(出所) 連合より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

どうする？ 日銀：企業の価格設定行動に変化の兆し。薄れる価格転嫁への躊躇

- 日銀短観3月調査によると1年後の販売価格見通しは3.3%と過去最高を更新
 - 中小企業で価格改定意欲が総じて強い。業種別にみた1年後販売見通しでは飲食宿泊の上昇幅が大
- 4月政策決定会合では賃金上昇を伴う形で2%物価目標を持続的安定的に実現することを目指す方針を明記
 - 総裁会見では過度な緩和の弊害よりも、拙速な政策変更で物価目標が未達となるリスクを強調。日銀政策委員の保守的な物価見通しも相まって市場は政策変更には慎重と判断

1年後の販売価格見通し（現状の水準と比較した変化率）



（出所）日本銀行「全国短期経済観測調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日銀政策委員の大勢見通し（2023年4月）

	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2023年度	1.8%	2.5%
前回予測	1.6%	1.8%
2024年度	2.0%	1.7%
前回予測	1.8%	1.6%
2025年度	1.6%	1.8%

（注）対前年度比%。（）内は政策委員見通しの中央値
（出所）日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

2%を下回る

「絵」は口ほどにものをいう？ 植田総裁になって変わった挿し絵

2023年1月

強力な金融緩和を継続する



日本銀行は、2%の「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現を目指しています。また、感染症からの回復を支援するため、資金繰り支援と金融市場の安定に努めていきます。

2023年4月

強力な金融緩和を継続する



日本銀行は、内外の経済や金融情勢を巡る不確実性がきわめて高い中、経済・物価・金融情勢に応じて機動的に対応しつつ、粘り強く金融緩和を継続していくことで、賃金の上昇を伴う形で、2%の「物価安定の目標」を持続的・安定的に実現することを目指していきます。

（出所）日本銀行 (<https://www.boj.or.jp/mopo/outlook/highlight/index.htm>) より転載

世界経済見通し：停滞の2023年・緩慢(かつ不安定)な回復の2024年

世界経済見通し総括表(2月見通し)⇒6月改訂予定：欧米は上方修正、日本・アジアは下方修正か

(前年比、%)

	2021	2022	2023	2024	2025
		(着地見込)	(見通し)		
世界実質GDP成長率	6.2	3.4	2.4	2.9	3.2
日米欧	5.3	2.6	▲ 0.1	0.6	1.7
米国	5.9	2.1	▲ 0.3	0.5	2.2
ユーロ圏	5.3	3.3	▲ 0.1	0.6	1.4
英国	7.4	4.1	▲ 0.7	0.9	1.6
日本	2.1	1.1	1.1	1.2	0.6
アジア	7.3	4.2	5.0	4.8	4.7
中国	8.4	3.0	5.3	4.9	4.9
NIEs	5.6	2.1	1.9	2.0	1.7
台湾	6.5	2.4	1.9	2.1	1.7
ASEAN5	3.3	5.9	4.7	4.5	4.6
インド	8.3	7.0	5.7	6.3	5.9
オーストラリア	5.2	3.6	1.9	2.0	1.7
日本(年度)	2.6	1.3	1.2	0.9	0.6

世界経済は上方修正も、2023年の停滞感の強い展開は不変。2024年は緩慢な回復

労働市場のひっ迫は継続し、2023年2Q～4Qに景気後退は後ずれ。インフレ鎮静化は緩やかで、2024年の回復は限定的

暖冬によるガス価格下落で2023年を上方修正も、利上げ・高インフレの継続からマイナス成長の見通し維持

コロナ感染は2023年春に収束
サービス消費中心の回復へ

インバウンド需要がけん引し、欧米がマイナス成長のなかでも相対的に堅調な推移

(注) 網掛け部分は予測値。予測対象地域計はIMFによるGDPシェア(PPP)により計算
(出所) IMF、各国・地域統計より、みずほリサーチ＆テクノロジーズ作成

市場に残存する「そこはかとない不安(気持ち悪さ)」

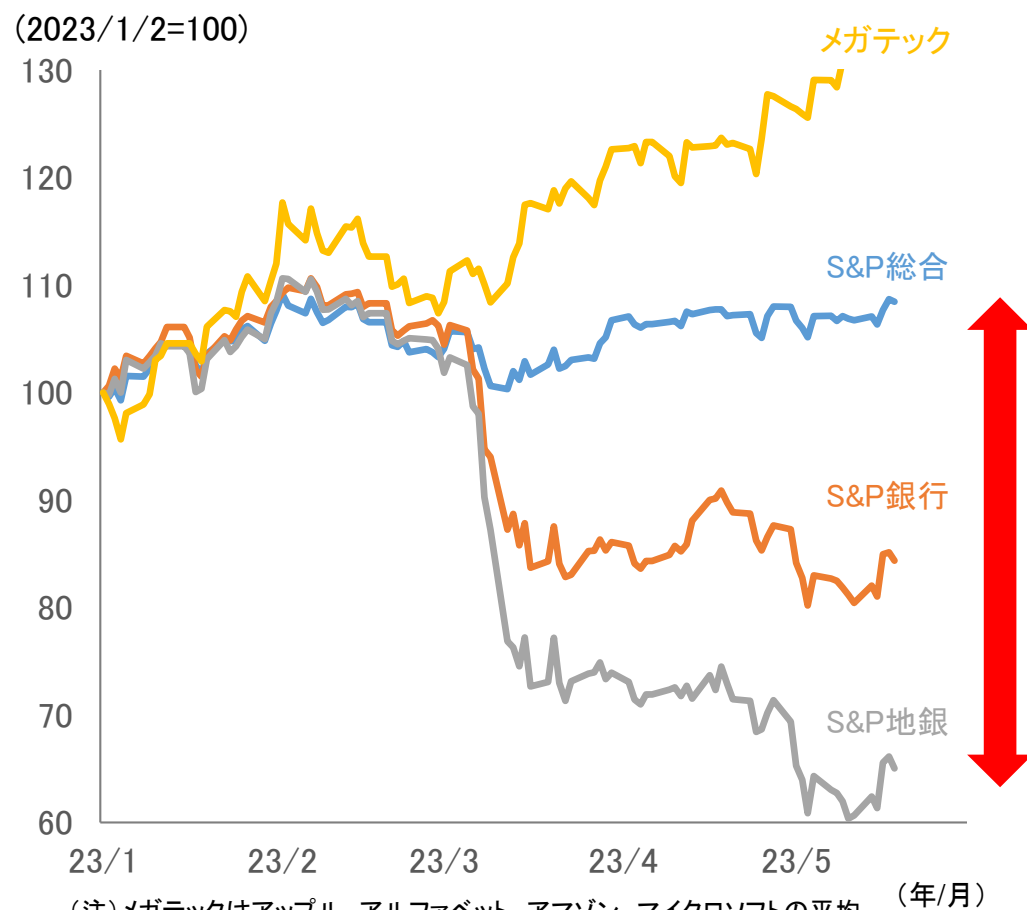
- SVB破たん後に急上昇したボラティリティは大きく低下。市場の動揺は一先収束
- 一方で、米株式市場では銀行株の低迷が継続。とりわけ地銀の戻りの鈍さ際立つ

株式市場と債券市場のボラティリティ



(出所)Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

銀行株指数



(注)メガテックはアップル、アルファベット、アマゾン、マイクロソフトの平均
(出所)Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

よみがえる記憶

想定外に身構える様子は金融危機を彷彿



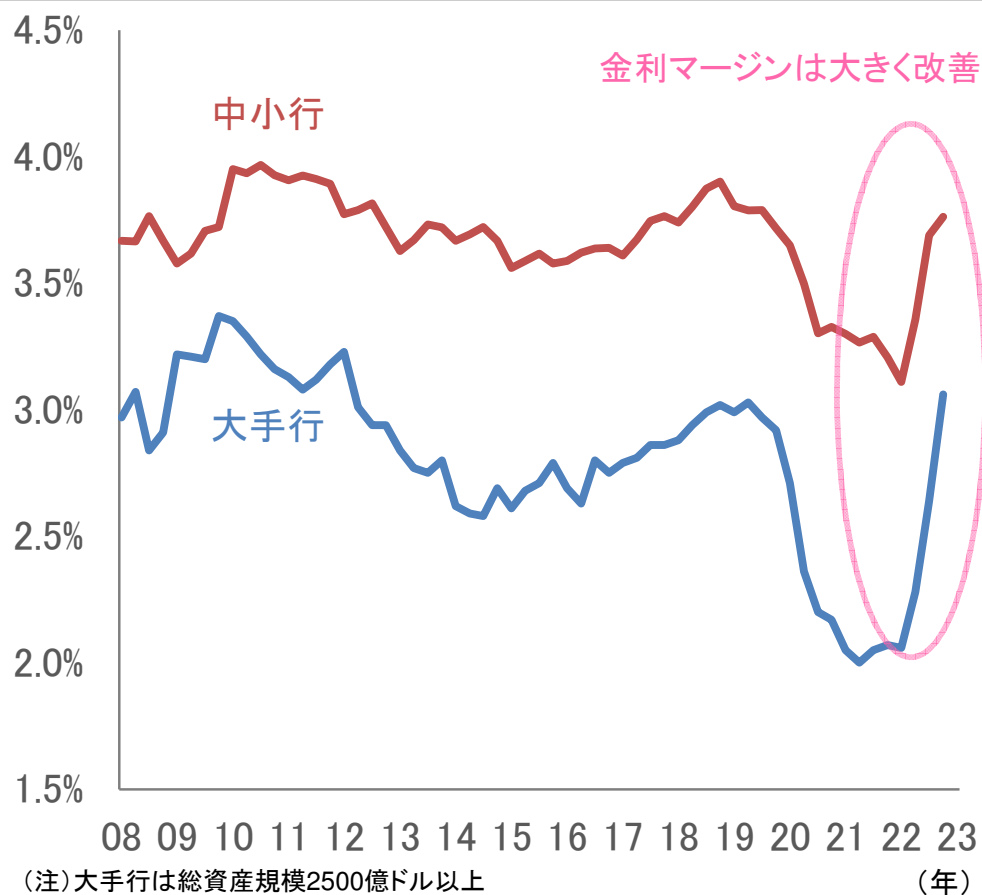
(出所) The Economist (Oct. 11th, 2008)より転載

利上げは銀行経営にプラス。良好な経済環境から不良債権比率も過去最低水準

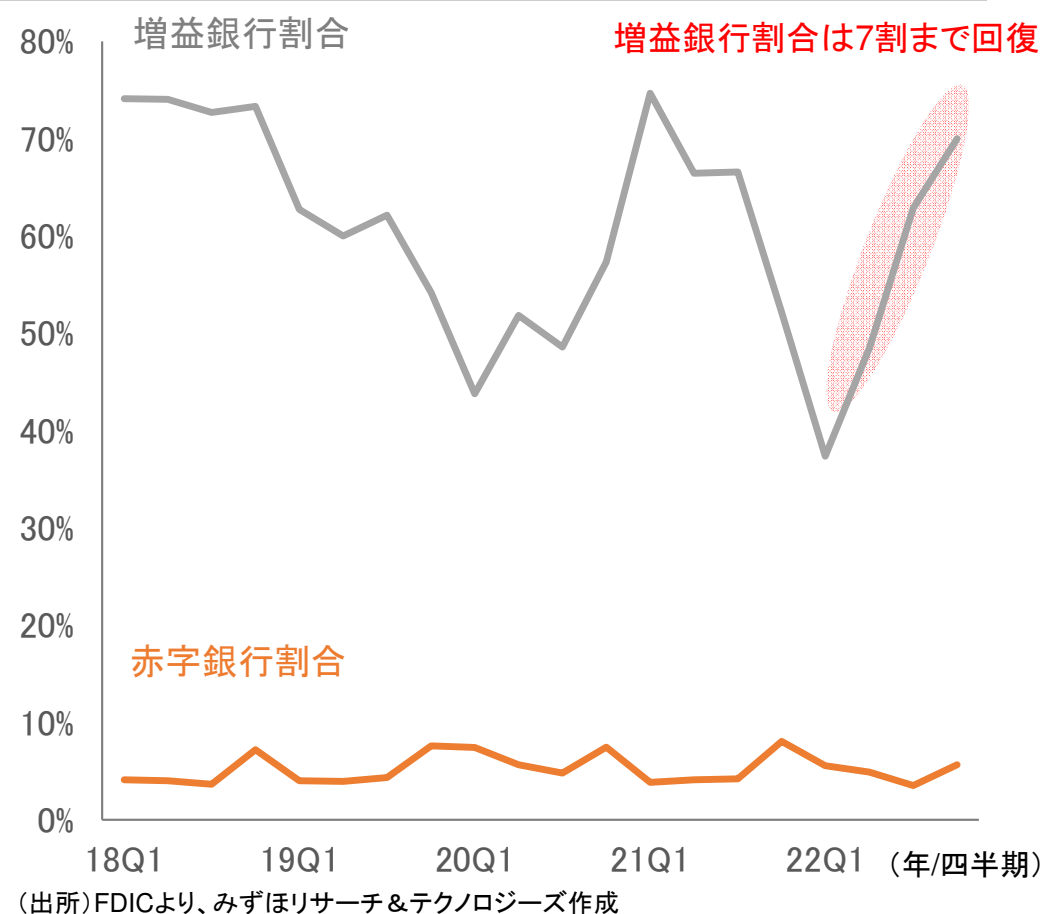
■ FRBによる利上げを反映して銀行の金利マージンは大きく改善

- 大手行は3.06%と2012年6月以来の水準。中小行も3.67%とコロナ禍前の水準に回復。7割の銀行が前年比増益を記録
- 不良債権比率は低位安定。堅調な経済に支えられ、急ピッチの利上げでも与信コスト増には至らず

金利マージン



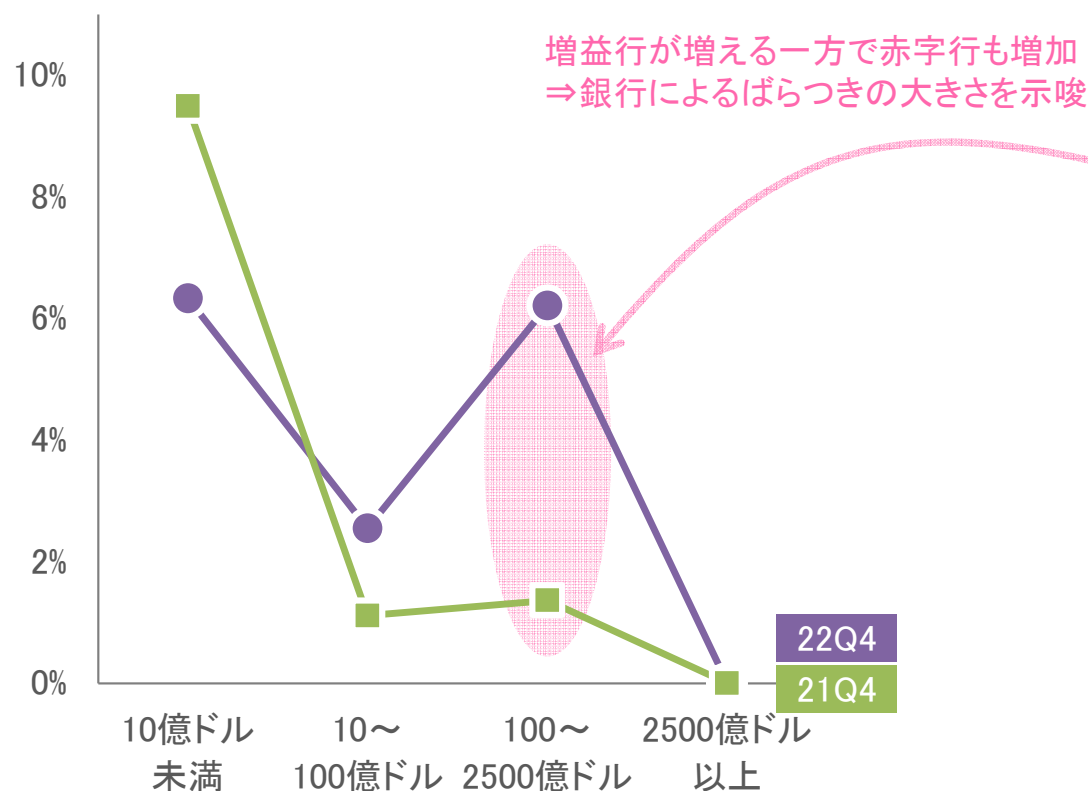
増益銀行割合と赤字銀行割合



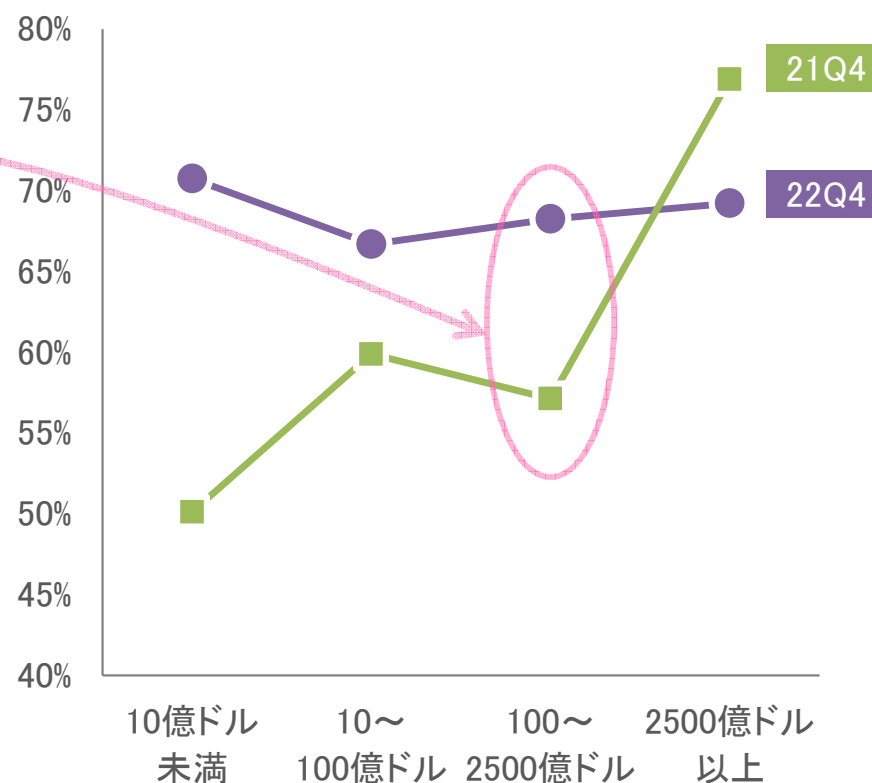
地方中堅銀行間で業績にばらつき。課題を抱える銀行の存在を示唆

- 地方中堅銀行で赤字になる銀行が増加（赤字銀行割合：21Q4:1.4%⇒22Q4:6.2%）
 - 一方で増益となった銀行も増加（増益銀行割合：57.1%⇒68.3%）しており、同規模の銀行間で業績にバラツキ。地域経済やビジネスモデルに加え、マネジメント能力の差異も背景に

総資産規模別にみた赤字銀行割合



総資産規模別にみた増益銀行割合



（出所）FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

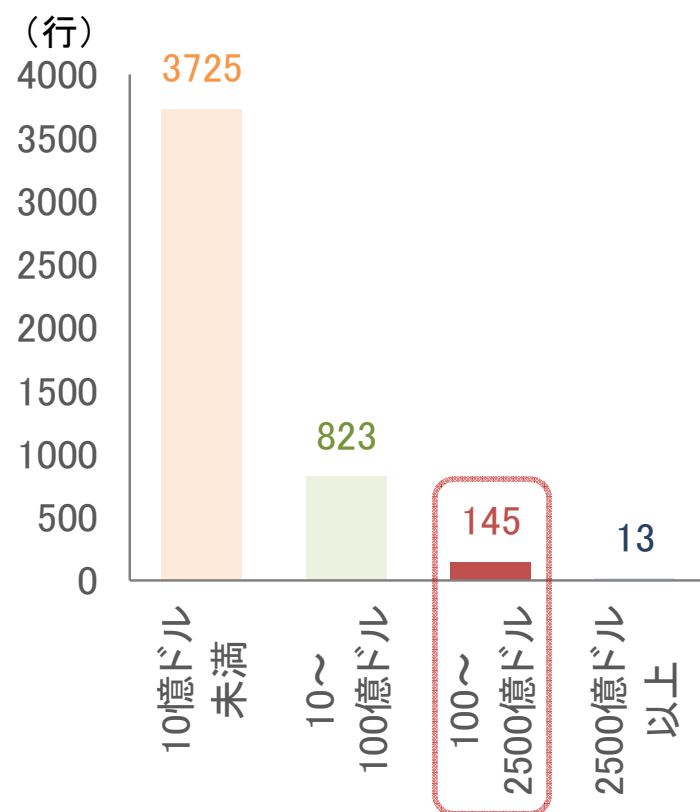
（出所）FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

監督・規制を巡る論議の俎上にあがる中堅地方銀行の立ち位置

■ 総資産100～2500億ドルに該当する銀行は145行

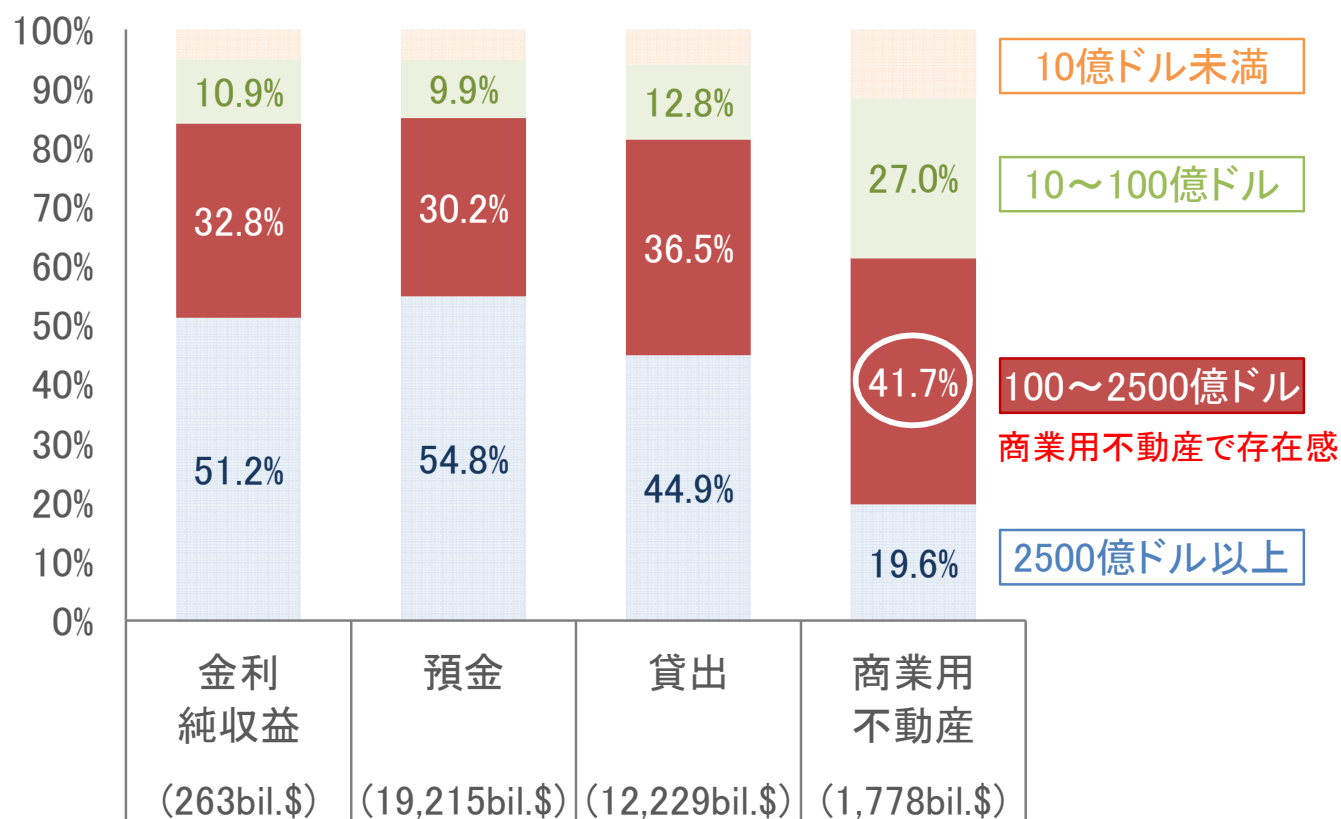
- 資産、金利純収益、預金のシェアは約3割。貸出のシェアは36.5%とやや拡大。不動産関連融資が多く、商業用不動産ローンのシェアは4割超え
- 総資産2500億ドル以上の13行は金利収入・預金で過半のシェア。貸出はC&Iローンと個人向け貸し出しが主力

総資産規模別銀行数



(出所)FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

総資産規模別資産・預金・金利純収入の割合



(出所)FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

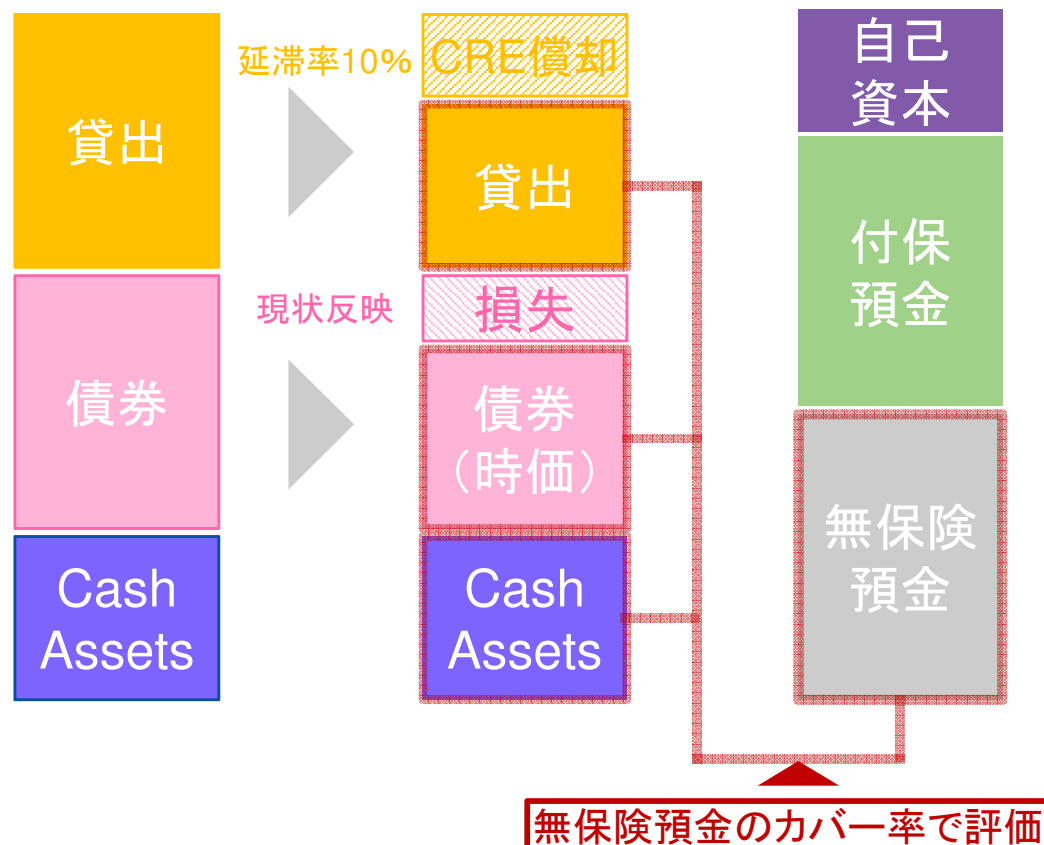
流動性・金利・信用の3リスクで銀行の脆弱性を評価

- SVBのように急成長する銀行を考慮し、**総資産50～100億ドルの銀行も含めた259行を対象にリスク耐性を評価**
 - 具体的には「**流動性リスク**(無保険預金割合と流出に伴う調達コスト増)」、「**金利リスク**(=債券運用の含み損)」、「**信用リスク**(商業用不動産向け貸出の多寡)」の各指標について脆弱上位50行を抽出し重複状況を確認
 - また時価評価した銀行資産の無保険預金に対するカバー率を計算。同比率が2倍以下を流動性リスクに脆弱な銀行と判断(流動性に乏しい資産も考慮)

脆弱性評価の考え方①

対象銀行: 総資産50～2500億ドルの259行	
評価リスク	評価指標
流動性リスク	①預金に占める無保険預金(=流出インセンティブ大)の割合
	②預金流出に伴う調達コスト増(想定値)の純金利収入に対する割合
金利リスク	③保有債券評価損の自己資本に対する割合
信用リスク	④貸出に占める商業用不動産向けの割合

脆弱性評価の考え方②



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

相対的に脆弱な銀行は61行

本店所在地	銀行数		総資産(億ドル)		うち不動産向け貸出(億ドル)	
			対象銀行計	1行当たり	対象銀行計	1行当たり
カリフォルニア	13	(28)	6,698 (30.3%)	515	2,544 (39.0%)	196
テキサス	8	(21)	2,230 (10.1%)	279	433 (6.6%)	54
ニューヨーク	6	(22)	3,873 (17.5%)	645	1,129 (17.3%)	188
モンタナ	4	(8)	649 (2.9%)	162	169 (2.6%)	42
ハワイ	3	(4)	577 (2.6%)	192	244 (3.7%)	81
バージニア	2	(4)	1,783 (8.1%)	891	303 (4.6%)	151
アイオワ	2	(3)	145 (0.7%)	72	52 (0.8%)	26
コロラド	2	(6)	344 (1.6%)	172	175 (2.7%)	88
ペンシルバニア	2	(13)	375 (1.7%)	187	119 (1.8%)	60
フロリダ	2	(8)	621 (2.8%)	311	275 (4.2%)	137
ワシントン	2	(6)	307 (1.4%)	153	105 (1.6%)	53
イリノイ	2	(11)	2,279 (10.3%)	1,140	327 (5.0%)	163
ミネソタ	1	(2)	190 (0.9%)	190	1 (0.0%)	1
メイン	1	(2)	74 (0.3%)	74	42 (0.6%)	42
ネバダ	1	(3)	260 (1.2%)	260	15 (0.2%)	15
マサチューセッツ	1	(10)	226 (1.0%)	226	91 (1.4%)	91
ノースカロライナ	1	(3)	106 (0.5%)	106	53 (0.8%)	53
アーカンソー	1	(1)	53 (0.2%)	53	14 (0.2%)	14
インディアナ	1	(9)	64 (0.3%)	64	21 (0.3%)	21
ニュージャージー	1	(9)	130 (0.6%)	130	88 (1.4%)	88
ユタ	1	(14)	157 (0.7%)	157	30 (0.5%)	30
アラバマ	1	(2)	146 (0.7%)	146	71 (1.1%)	71
デラウェア	1	(7)	198 (0.9%)	198	83 (1.3%)	83
ルイジアナ	1	(2)	96 (0.4%)	96	40 (0.6%)	40
プエルトリコ	1	(3)	561 (2.5%)	561	107 (1.6%)	107
脆弱銀行計	61	(201)	22,141 (100.0%)	363	6,531 (100.0%)	107

(注) 銀行数のカッコ内は集計対象である資産規模50～2500億ドルの銀行数。総資産、不動産向け貸出は61行合計に占める割合。なお58行は表記州以外に拠点
(出所) FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

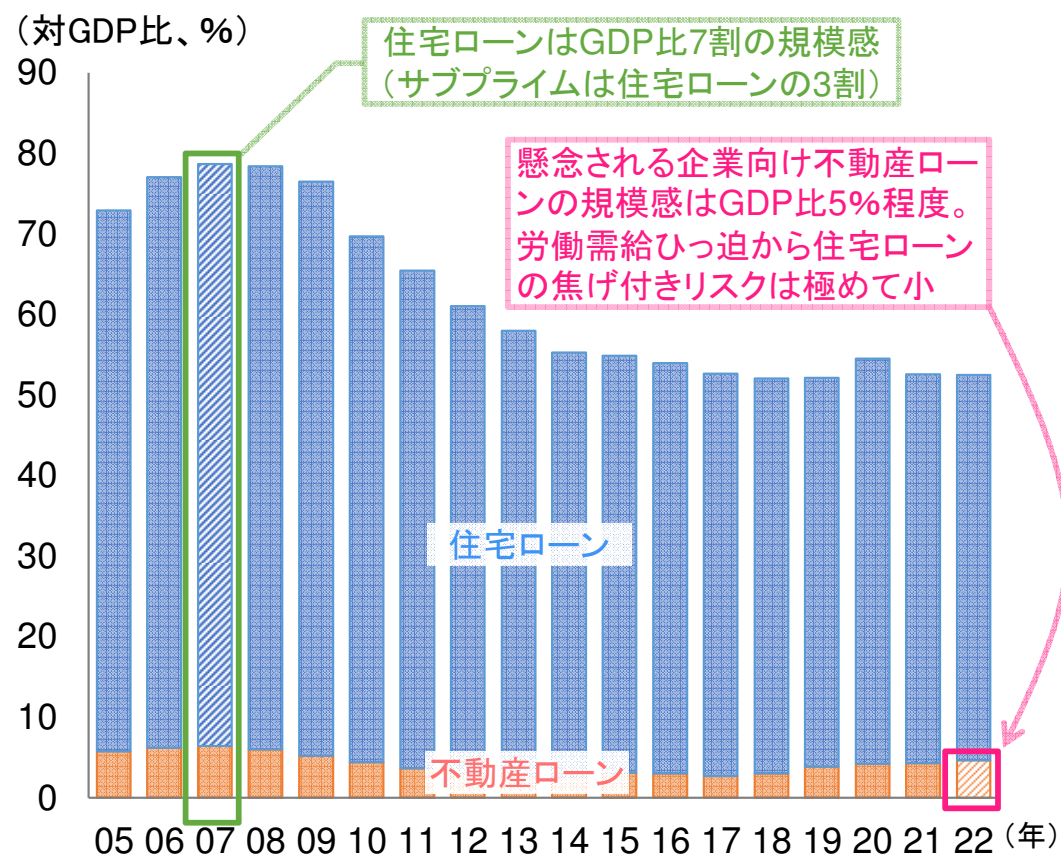
カリフォルニア、テキサス、ニューヨークに脆弱行が集中。カリフォルニアとニューヨークは不動産向け貸出の割合が相対的に大

一方で25州・地域に分散しており、地域的な広がりや全米で拠点を構える大手行に比べて限定的

懸念される原債権の規模は相対的に小。企業のレバレッジも改善傾向

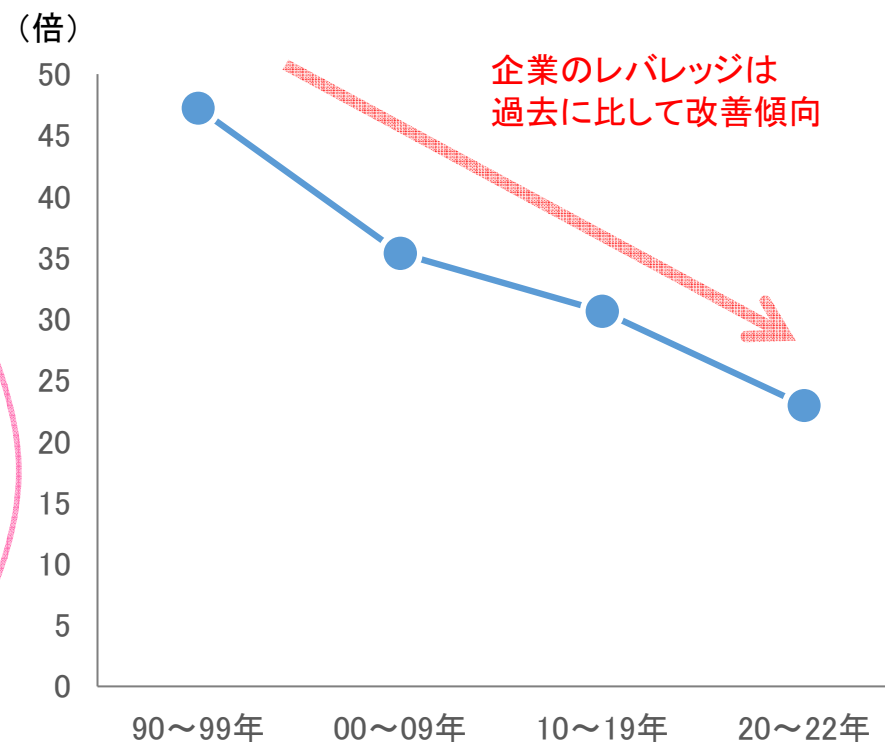
- 今回リスクの火種となり得る企業向け不動産融資の経済へのインパクトは小
 - ー リーマンショック時の住宅向け融資はGDP比7割。サブプライム層は住宅ローンの3割
 - ー 一方、足元の企業向け不動産融資は同5%程度と比較的に小規模にとどまる
- 企業債務は増加しているもののレバレッジ比率は低下。企業の慎重な財務戦略もショックへの耐性向上に寄与

懸念債権規模のリーマンショック時との比較



(出所)FRB、米国商務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業のレバレッジ

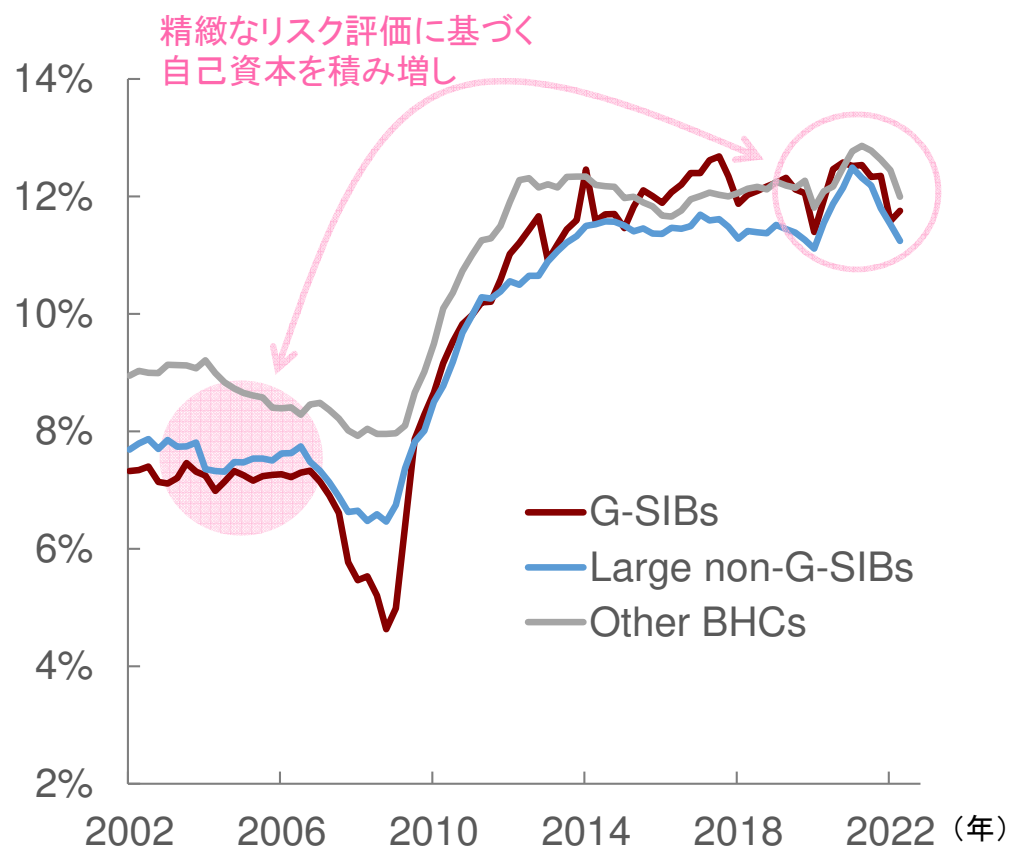


(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

個別行の問題は抱えながらも業界全体でみたショックへの耐性は向上

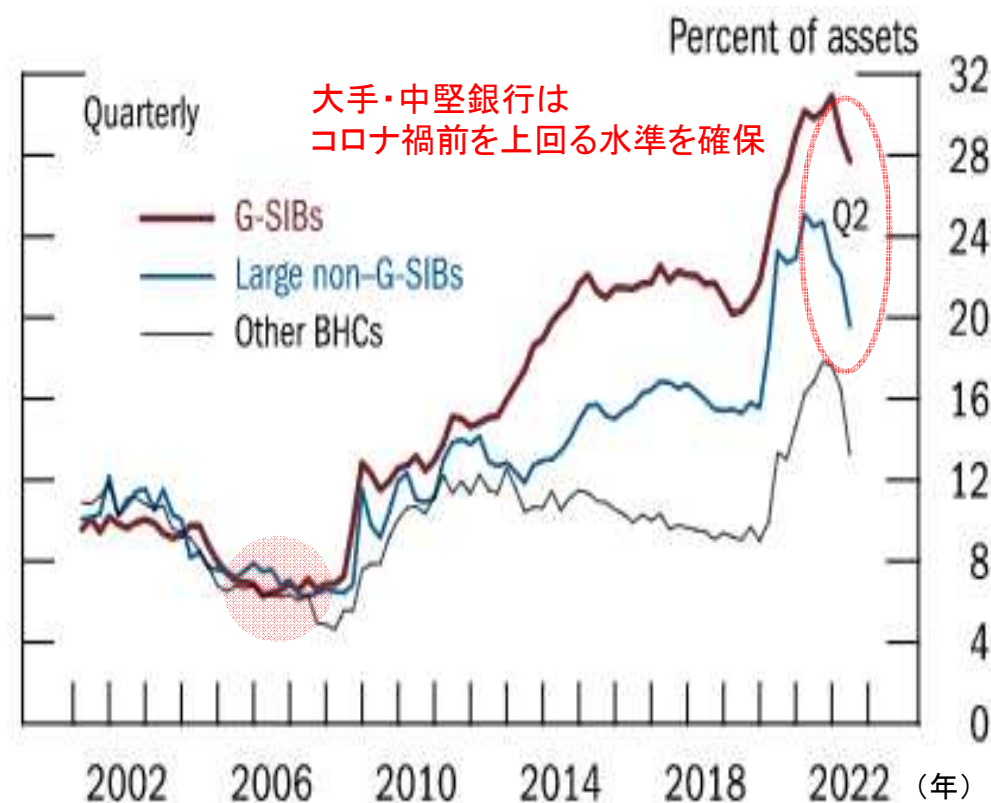
- リーマンショックを契機に精緻なリスク計測に基づく自己資本の積み増しを強化
 - 世界の金融システム上重要な銀行はもとより、米国内銀行は総じて必要十分な自己資本を確保
- 足元で低下しているとはいえ大手・中堅銀行の流動性は質・量ともに高い水準を維持
 - 銀行業界全体でみて資金繰りを懸念する状況にはない

リスクベース自己資本比率



(出所)FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

質の高い流動資産の割合



(出所)FRBより転載

当面は信用収縮の広がり注目。連鎖破綻回避もインフレ動向次第で再燃リスク

グレートモデレー
ションの巻き戻し

根強い物価上昇圧力

果敢な金融引き締め

個別行で適応に遅れ

含み損拡大・資金調達コスト増加・貸出余力低下

銀行危機

チェックポイント①

軽微

信用収縮の深さ・広がり

深刻

個別行決算・企業資金調達環境・地域経済動向 **ポイント**

- 銀行破綻の連鎖回避
- 金融仲介機能低下も底堅い需要が経済下支え
- 比較的軽微な景気後退に

- 銀行破綻の連鎖回避も想定以上に貸出態度慎重化
- 金融仲介機能の更なる低下が経済を下押し

- 銀行危機が再燃。信用収縮から景気が悪化
- 信用リスク増大を受けて海外金融セクターにも波及

チェックポイント②

低下

インフレ圧力

継続

労働市場・企業の価格設定行動・地政学リスク **ポイント**

- 利上げと銀行破綻を受けた金融仲介機能低下で軽微ながらも景気後退
- インフレ圧力鎮静化。労働市場次第で利下げも視野

- 労働市場ひっ迫や企業の価格転嫁促進、地政学リスク等でインフレ圧力継続
- FRBは金融引き締めを強化and/or長期化

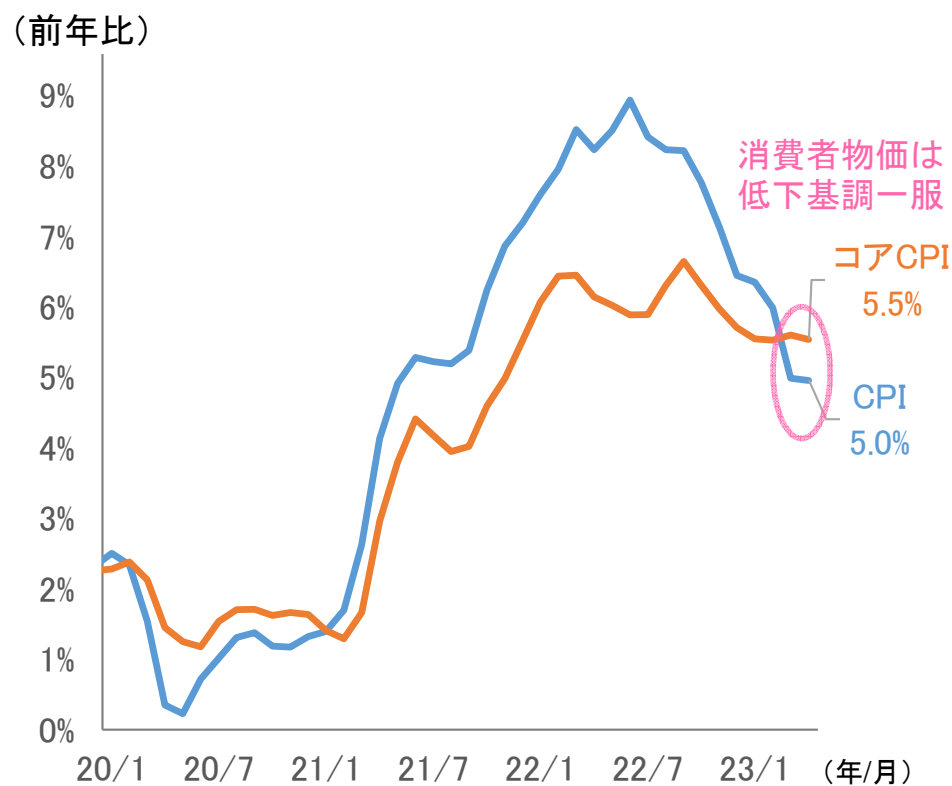
一部銀行に更なる逆風
(銀行破綻懸念再燃)

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

下げ渋る米国の消費者物価。背景に労働市場のひっ迫による賃金上昇

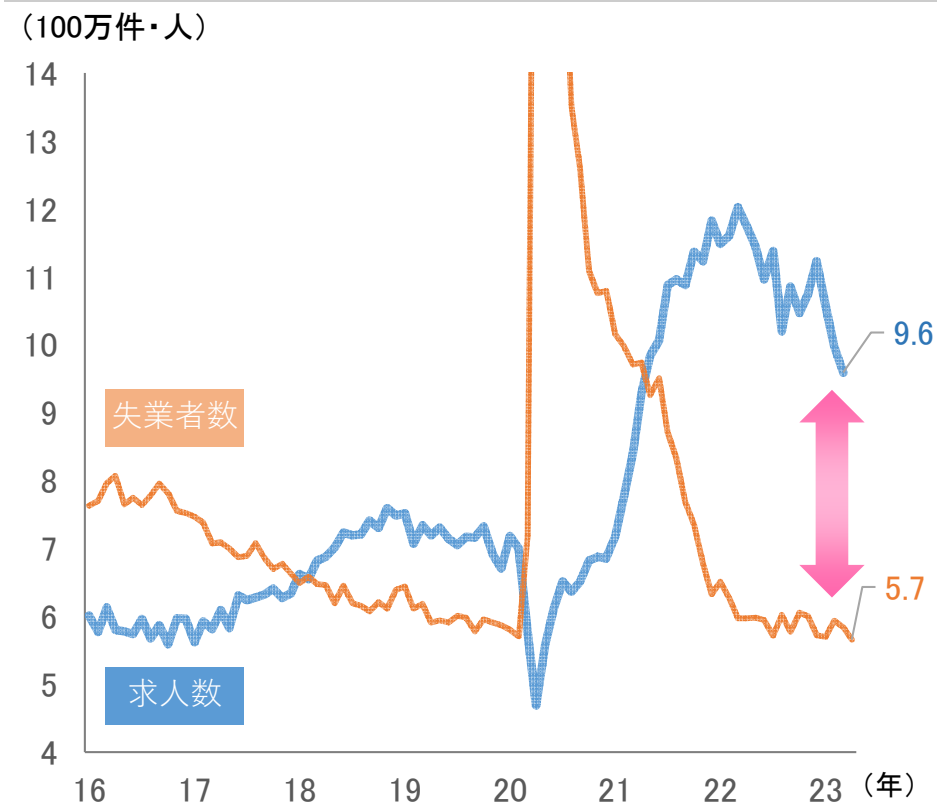
- 4月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.0%と横ばい。食料・エネルギーを除くコアCPIも下げ渋り
 - 物価目標を大きく上回る水準に変わりなし。医療サービスや運輸など広範な品目で伸びが鈍化する一方、中古車価格の下落一服などを受けてコア財価格が反転
- 背景に労働市場のひっ迫。3月求人数は959万件と3カ月連続の減少も依然高水準(求人倍率:1.64倍)
 - 賃金関連指標は上昇一服も減速ペースは緩やか。アトランタ連銀の賃金トラッカーは未だ6%を超える上昇率

消費者物価上昇率



(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

求人数と求職者(失業者)数

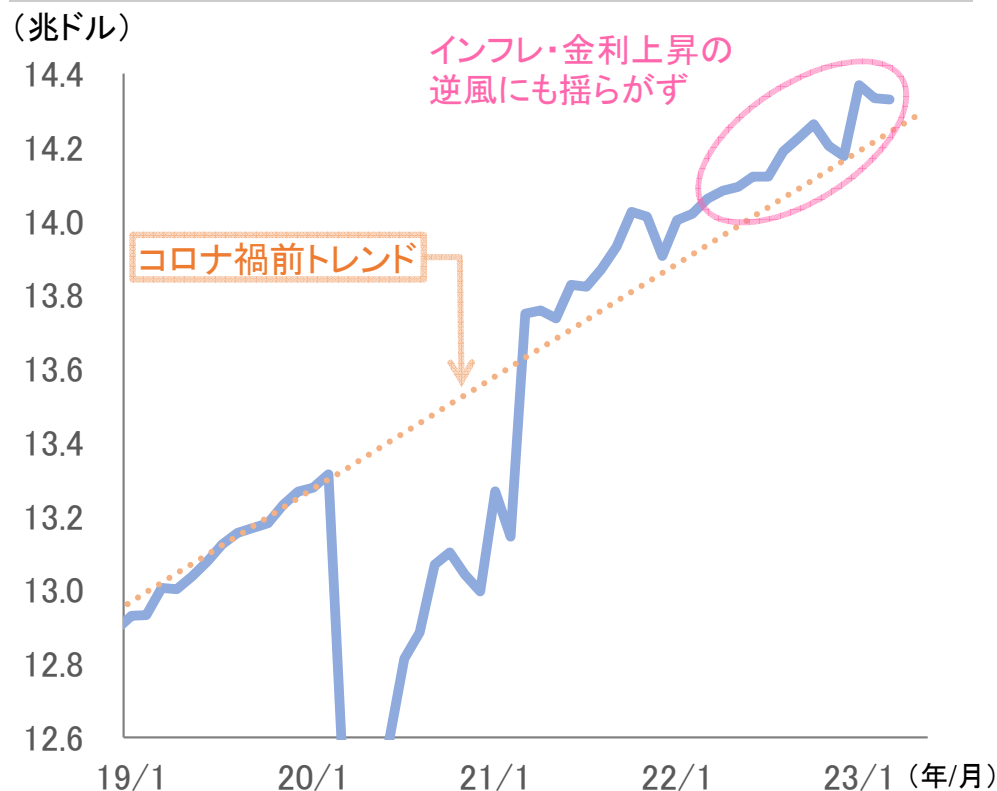


(出所) 米労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

賃金上昇⇒消費拡大⇒企業収益増の好循環

- 実質個人消費はコロナ禍前のトレンドを上回って推移
 - 良好な雇用所得環境のもと、インフレ高進や金利上昇の逆風下でも拡大ペースを維持
- 健全な家計のバランスシートが金融引き締めの影響を緩和
 - 家計の債務残高GDP比は6割前後で推移(2008年12月:87%)。家計債務の7割を占める住宅ローンは過半が長期固定金利で金融引き締めによる金利上昇の影響は限定的。家計の債務返済比率は9.7%と歴史的低水準。

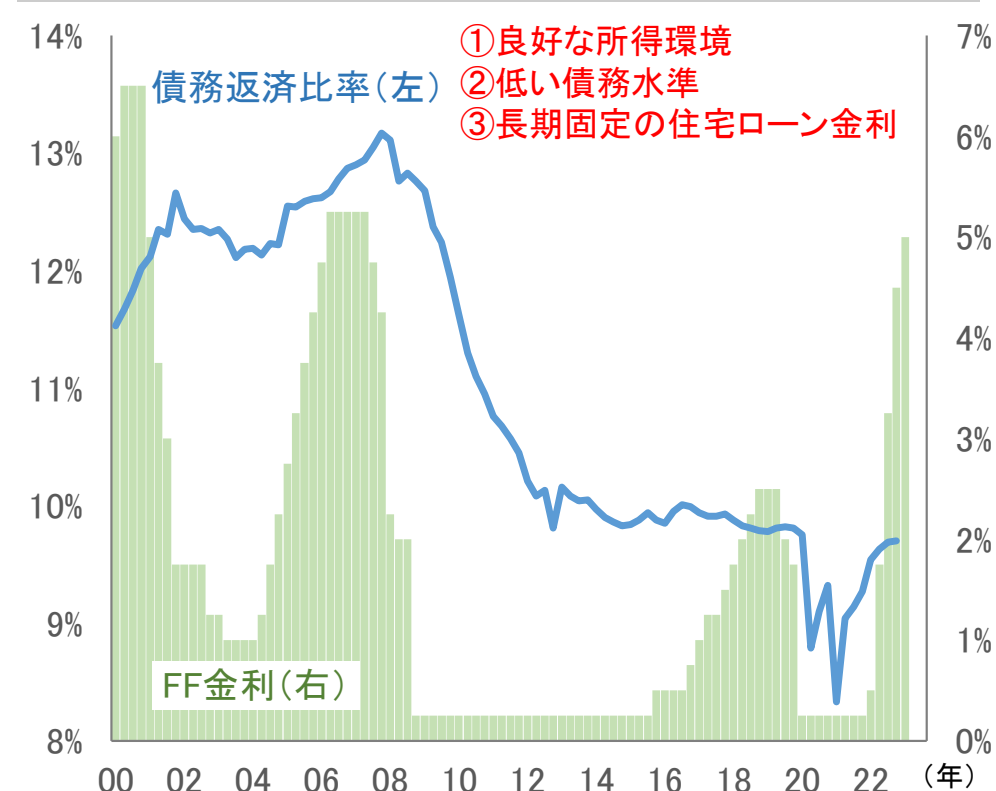
実質個人消費



(注) 点線は2015～19年トレンド

(出所) 米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の債務返済比率



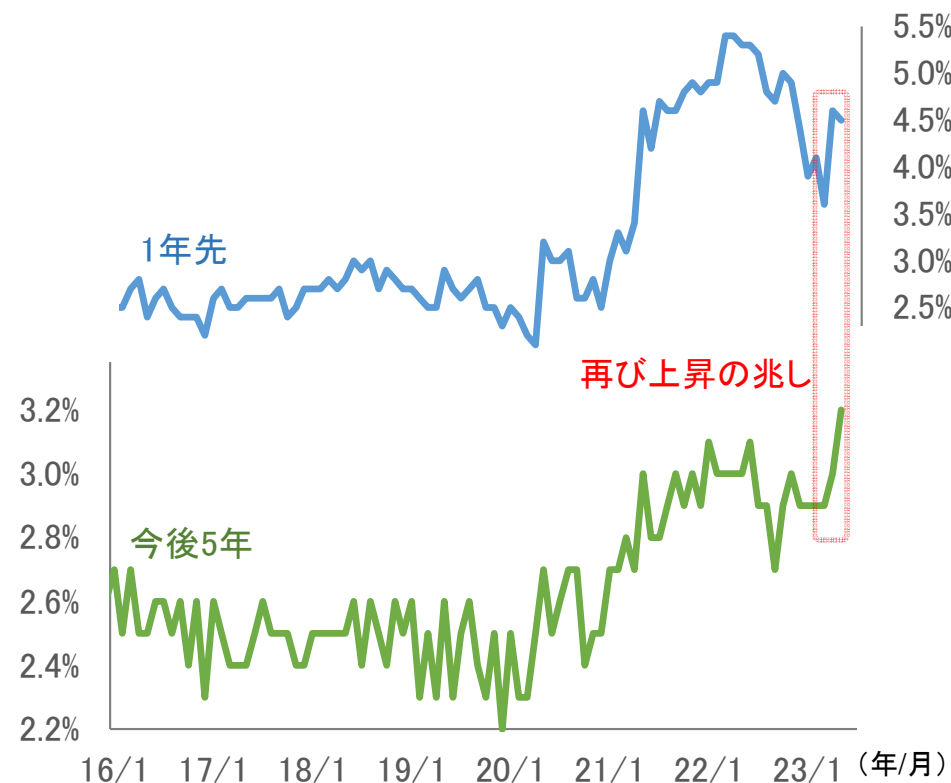
(注) FF金利は四半期末値

(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

消費者の期待インフレ率に再上昇の兆し？市場は利上げ継続を意識

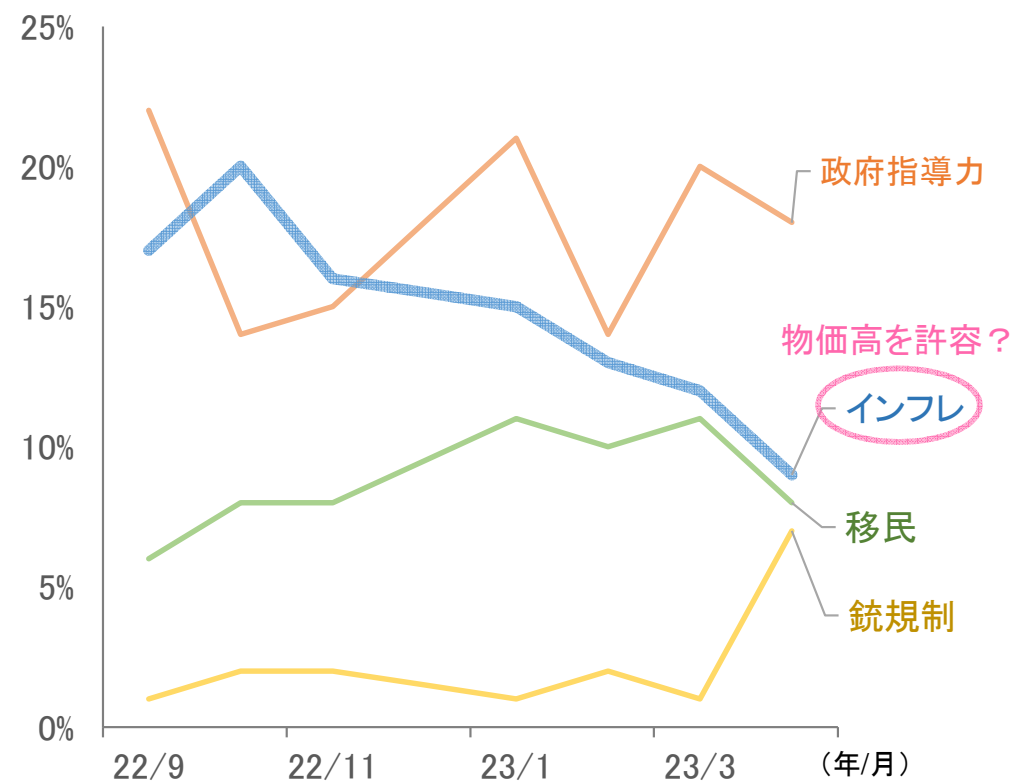
- 根強いインフレ圧力に加え、賃金上昇長期化を受けて消費者の期待インフレ率は再上昇の兆候
 - 1年先インフレ率は4%半ばに上昇。5年先インフレ率は2011年以来の水準に
 - ギャラップ社のアンケート調査ではインフレを懸念する意見が減少(22年10月:20%⇒23年4月:9%)。家計が物価上昇を許容し始めていることを示唆？
- 次回6月のFOMC(6/14・15)で追加利上げを見込む市場参加者が増加(5/2:18%⇒5/22:50%)

消費者の先行き物価見通し(=期待インフレ率)



(出所)ミシガン大学より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

最も重要な課題

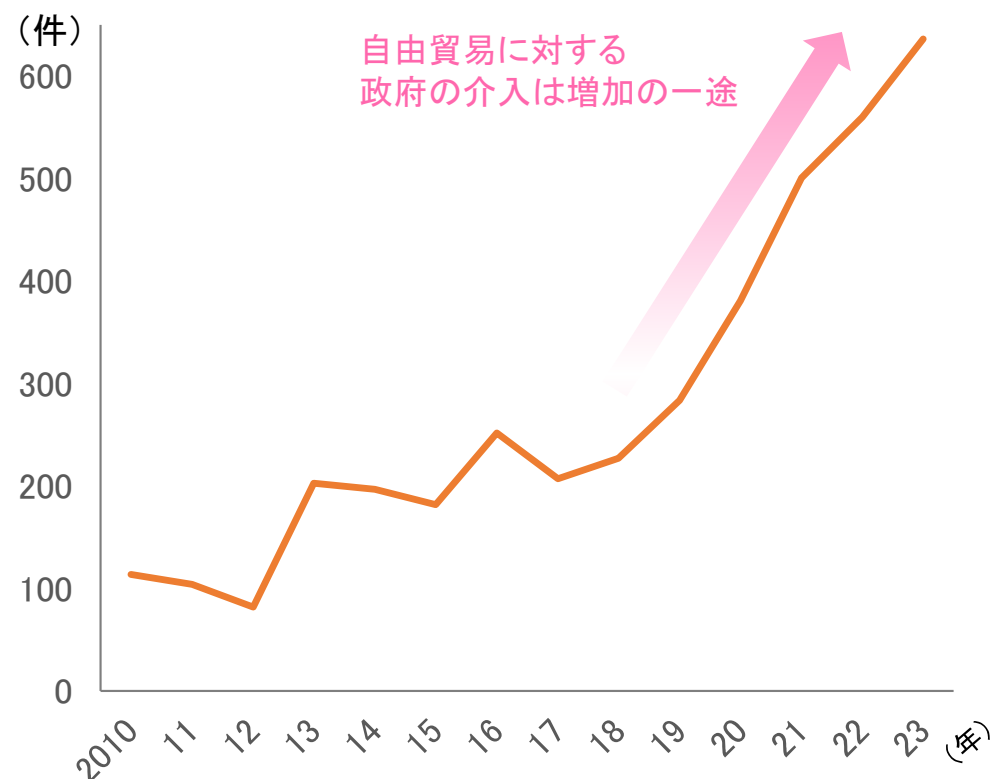


(出所)Gallupより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

変質するグローバル化。分断化する世界経済

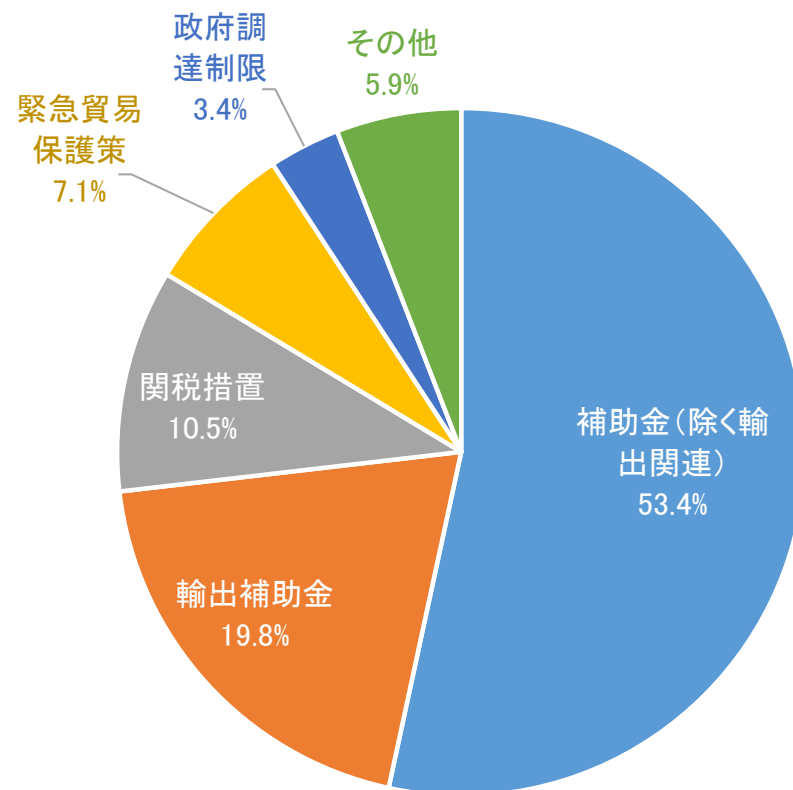
- 自由貿易に対する政府の介入は増加の一途
 - 5/14時点で636件の反自由貿易的措置が新たに導入。2023年の導入実績は過去最速ペース
- 2009年以降に導入され、現在も継続している措置は34,371件。過半が国内産業保護などの補助金
 - 輸出補助金は全体の2割程度。関税措置(10.5%)や緊急貿易保護策(7.1%)、政府調達制限(3.4%)と続く

自由貿易に反する政府の新規介入措置件数



(注) 財のみ(サービス、投資、移民関連の介入は除く)。各年とも5/14時点の件数
 (出所) IMF “Global Trade Alert”より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政府介入措置の内訳



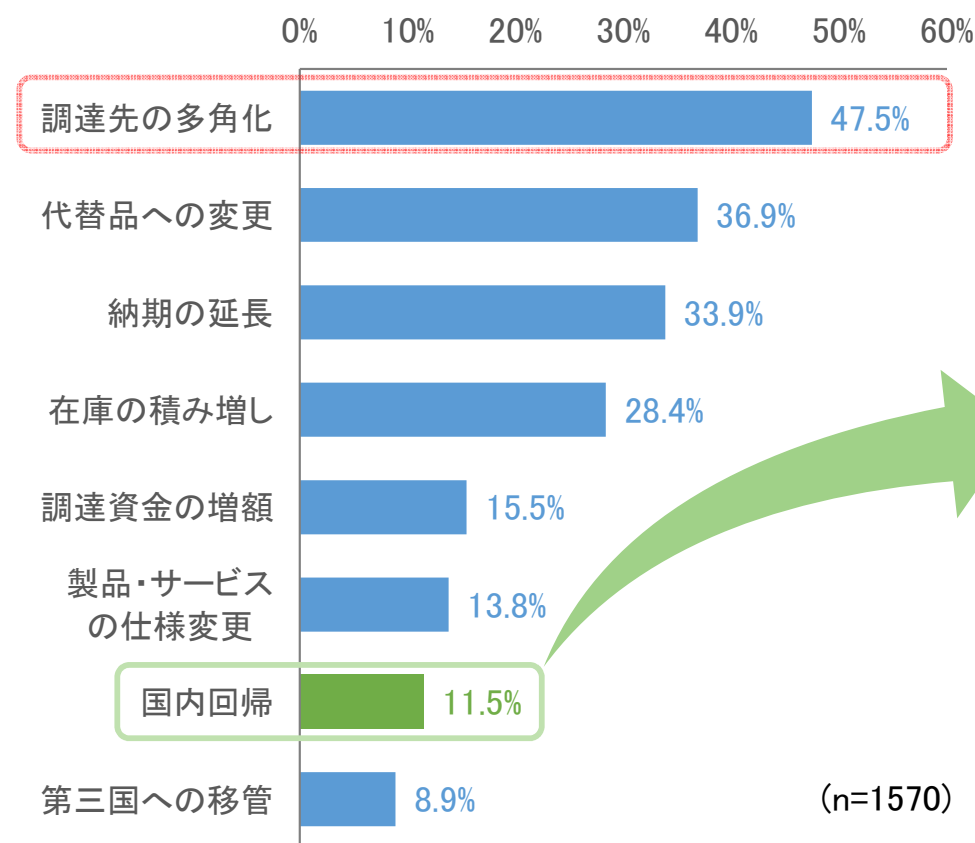
(出所) ジェトロより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

サプライチェーン強化策のトップは調達先の多様化。国内回帰は少数派

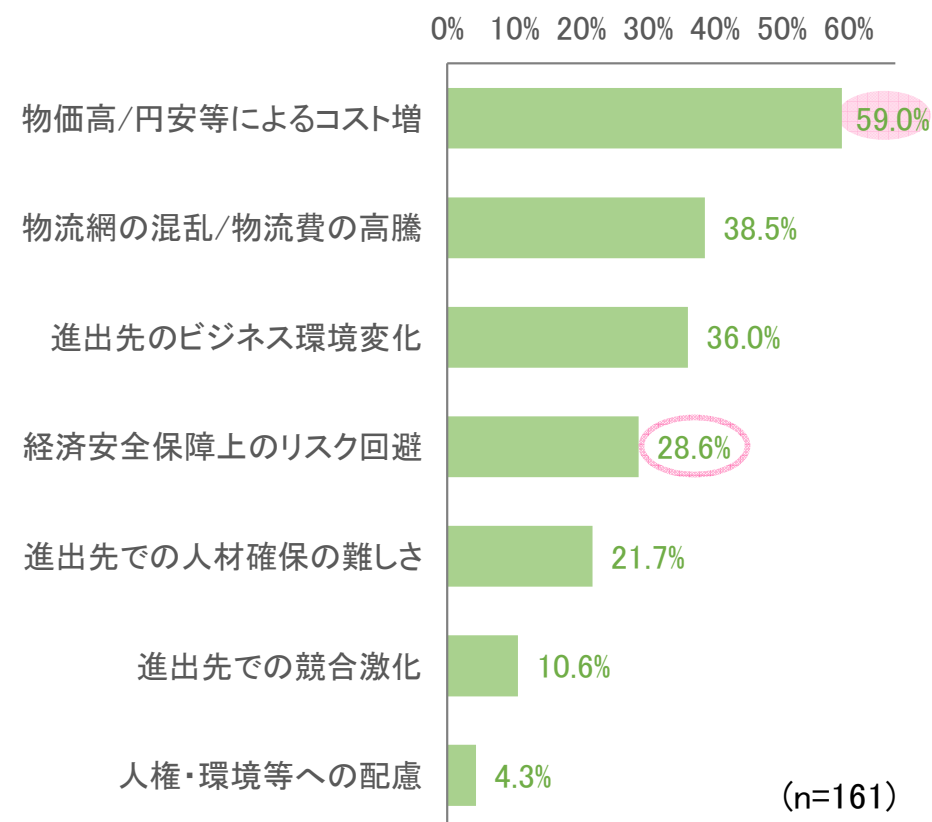
■ 供給不足への対応策では「調達先の多角化」が47.5%とトップ

- 「代替品への変更(36.9%)」や「納期の延長(33.9%)」が続く。日本への国内回帰は11.5%と少数派
- なお国内拠点への移管を「実施」もしくは「検討中」とした企業にその理由を尋ねると、「物価高や円安などによるコスト増」との回答が最多。「経済安全保障上のリスク回避」をあげる企業は3割弱

サプライチェーン強靱化の取り組み



国内拠点への回帰を実施もしくは検討する理由



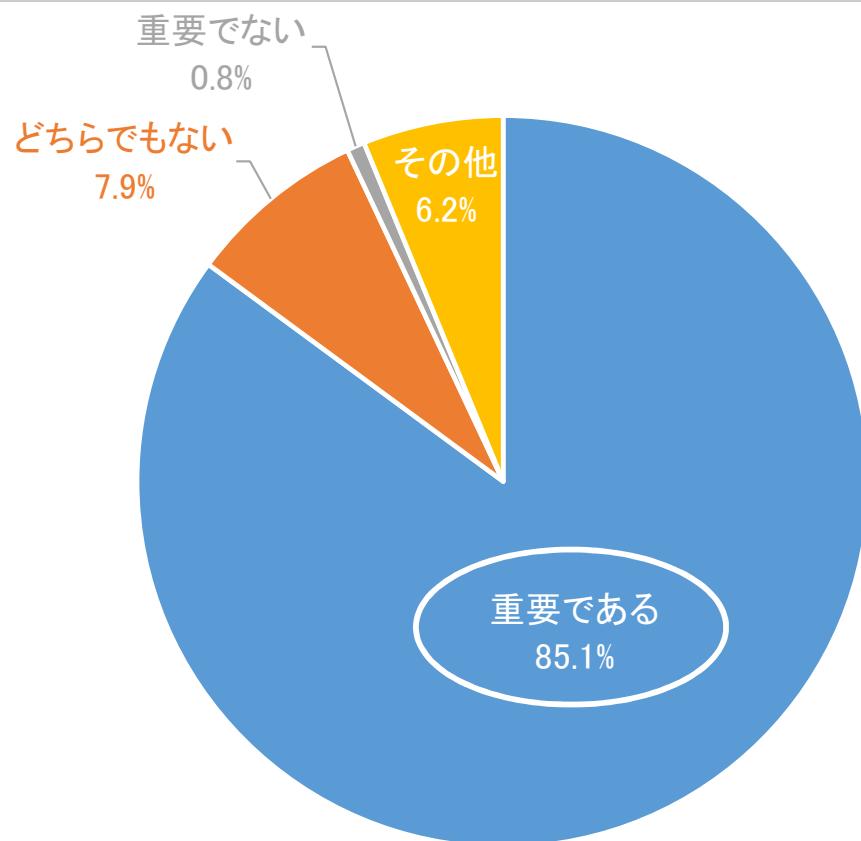
(出所) ジェトロより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) ジェトロより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

地政学リスクの重要性は認識も「拠点戦略見直し」にまで踏み込む企業は1割未満

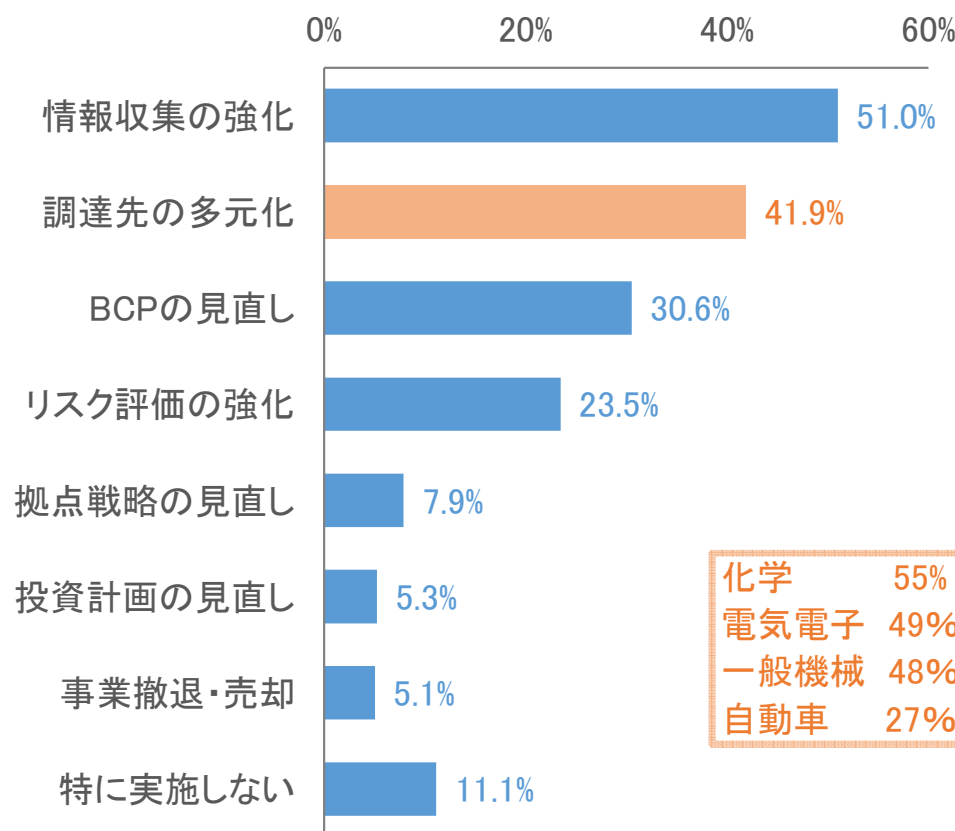
- 日本企業の85%が事業戦略における地政学リスクの重要性を認識
- 地政学リスクへの対応策トップは「情報収集の強化(51.0%)」。生産拠点の見直しにまでは至らず
 - 「調達先の多元化」を検討している企業は41.9%。化学(55%)や電気電子(49%)などで相対的に高く、自動車は27%と全産業平均を大きく下回る(仕様等から代替調達のハードルが高い模様)

事業戦略における地政学リスクの重要性



(注) 海外現地法人を3社以上(うち生産拠点1社以上)保有する企業を対象
(出所) 国際協力銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

地政学リスクへの対応策

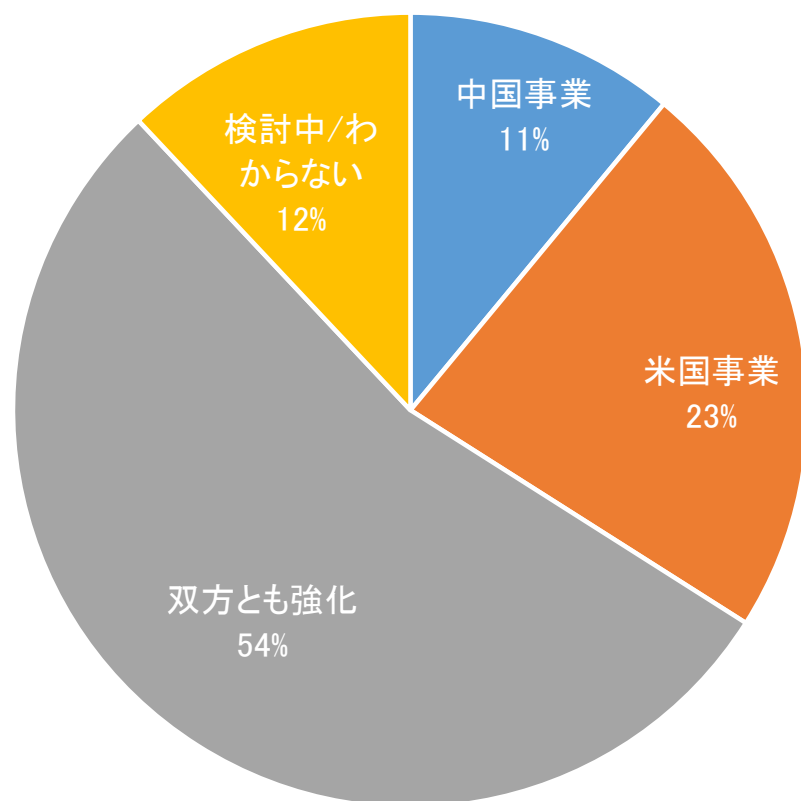


(注) 海外現地法人を3社以上(うち生産拠点1社以上)保有する企業を対象
(出所) 国際協力銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

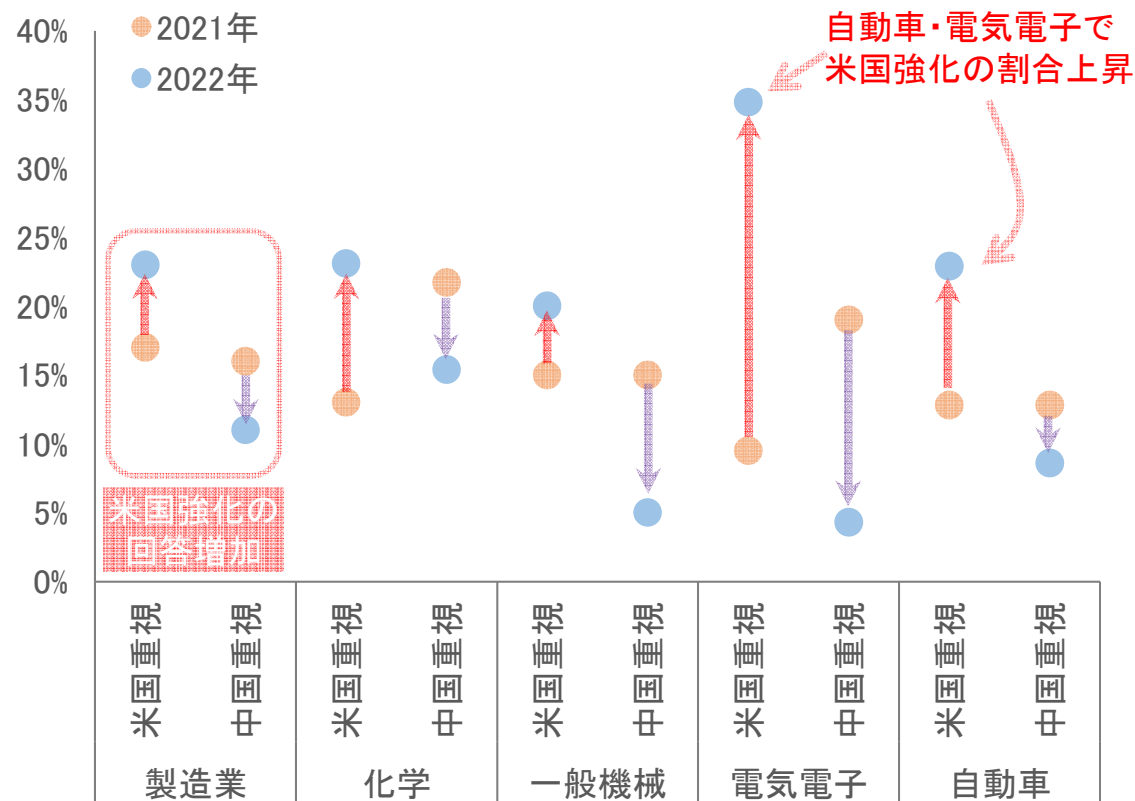
日本企業にとって米中はともに重要な戦略市場

- 事業強化の優先順位については54%の企業が「双方とも強化」と回答
 - 2021年度対比では、中国のゼロコロナ政策に伴う経済活動の低迷などから、中国事業を強化するとの回答割合が低下する一方で、米国事業を強化するとの割合が上昇
 - 主要業種では電機・電子や自動車で米国重視の傾向が鮮明。米中摩擦先鋭化の影響がうかがえる状況

米中事業強化の優先順位



米中事業強化の優先順位の変化(2021年度対比)



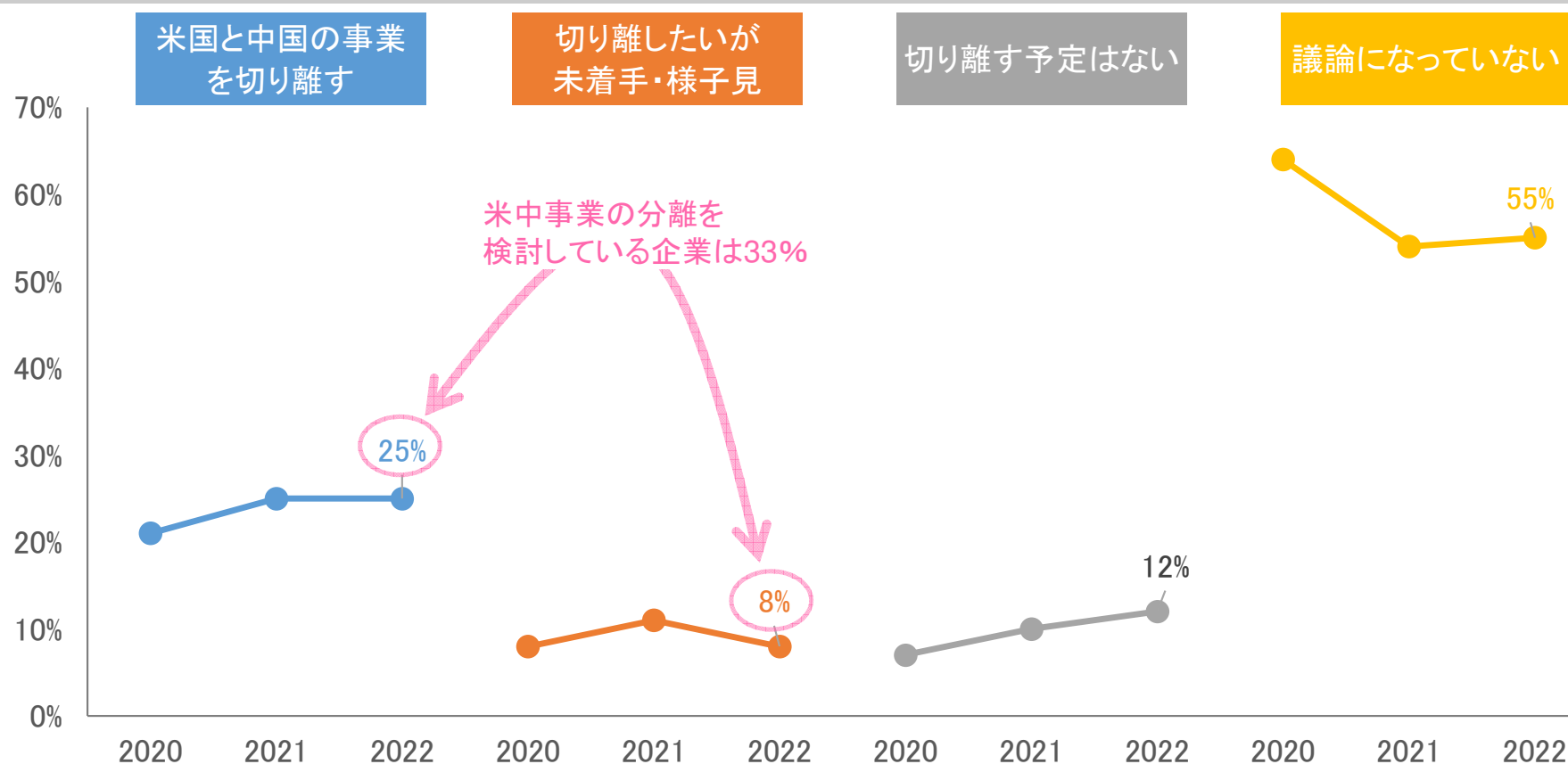
(注) 海外現地法人を3社以上(うち生産拠点1社以上)保有する企業を対象
(出所) 国際協力銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(注) 海外現地法人を3社以上(うち生産拠点1社以上)保有する企業を対象
(出所) 国際協力銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

米中摩擦の激化を受けて米中事業の切り離しを検討する企業はおよそ3割

- 米中摩擦先鋭化を受けて25%の企業が米国と中国の事業を切り離すと回答
 - 様子見姿勢を維持しつつも、米国事業と中国事業を切り離したい(=切り離すべきだ)と考える企業も含めると、およそ3割の企業が米中摩擦のもとで従来のビジネスモデル転換が迫られている格好
 - なお過半の企業が議論すらしておらず、米中対立は半導体関連など今のところ一部業種に限定されている模様

日本企業における米中ビジネスデカップリングの状況



(注) 海外現地法人を3社以上(うち生産拠点1社以上)保有する企業を対象
(出所) 国際協力銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

経済ブロック化(技術的デカップリング)はいずれの陣営も副作用大

- 経済ブロック化で影響を受ける貿易取引はおよそ3兆ドル弱(10%程度)
 - IMFは米中間でハイテク財・サービスの国境を越えた取引が停止された場合(それ以外の国は取引自由)、米国経済を▲0.5%、中国経済を▲2.0%下押しすると試算。他の国を含めてブロック化した場合はマイナス幅が拡大。ユーロ圏(▲1.0%)や日本(▲2.0%)でも負の影響
 - なお米国陣営でも食糧・エネルギーの対外依存度に相違。日本独自の外交戦略が重要に

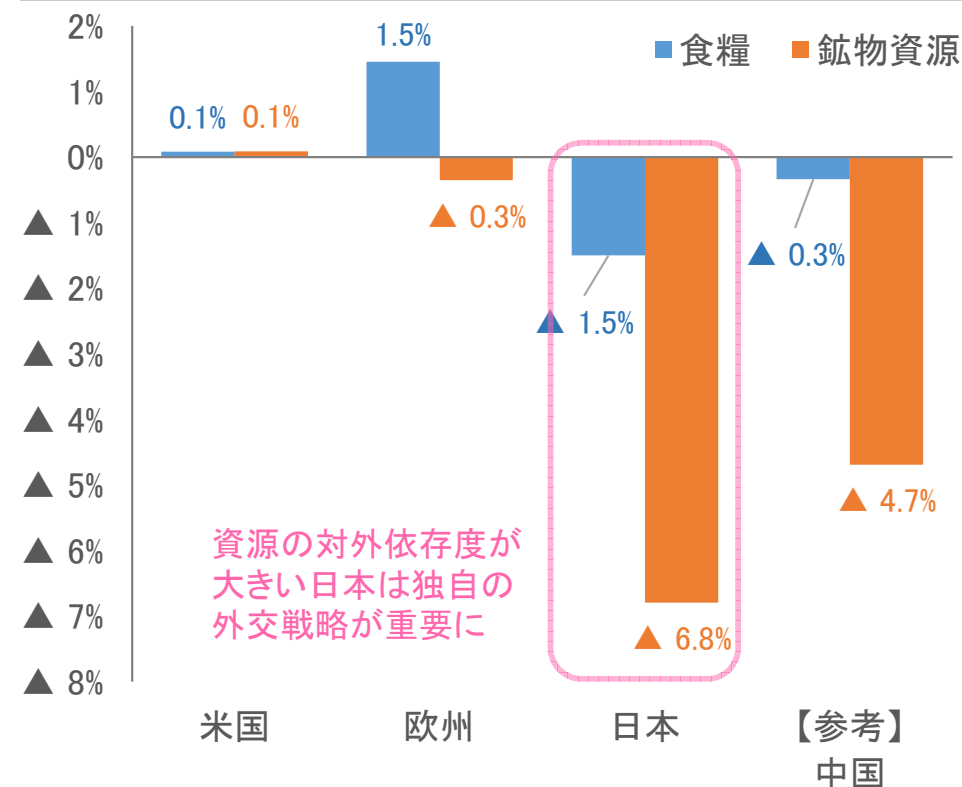
米中陣営間の貿易取引(2019年実績)

Trillion USD		Importer:輸入元		
		米国 ブロック	中立	中国 ブロック
Exporter:輸出元	米国 ブロック (114カ国)	13.3 (54%)	1.3 (5%)	2.5 (10%)
	中立 (14カ国)	1.3 (5%)	0.4 (2%)	0.7 (3%)
	中国 ブロック (90カ国)	3.0 (12%)	0.6 (2%)	1.5 (6%)

対立ブロック間の貿易取引

(注)コロナ禍の影響を考慮し2019年実績を採用
(出所)Capital Economics “Mapping decoupling”より転載

食糧ならびに鉱物資源の貿易収支対GDP比



(注)2022年
(出所)CEICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

崩れる前提。予測不能な不確実な世界で求められるデザイン思考

目的設定型アプローチ (コーゼーション)

目的を達成するため何をすればいいか

ある程度予測可能な領域



(目的)
市場／機会

最適な手段を選び出す



問題解決型アプローチ (エフェクチュエーション)

手段を用いて何ができるか

予測不能な不確実な領域



手段を用いて結果をデザインする



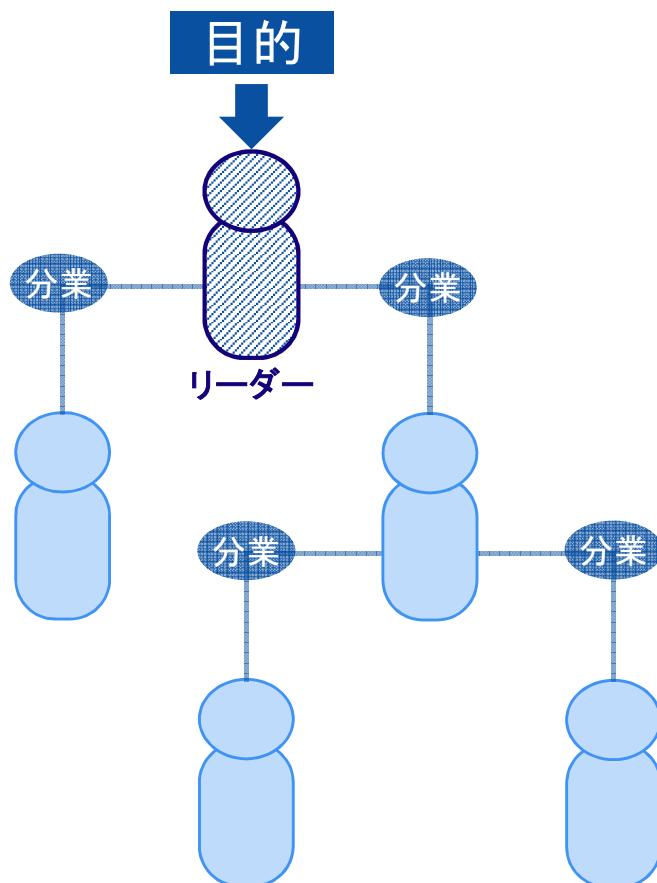
(手段)
技術・情報・経験

(出所) Wikipedia、LIBERSHOT等より、
みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

デザイン思考に適した組織とリーダーの役割

目的設定型アプローチ (コーゼーション)

目的を達成するため何をすればいいか

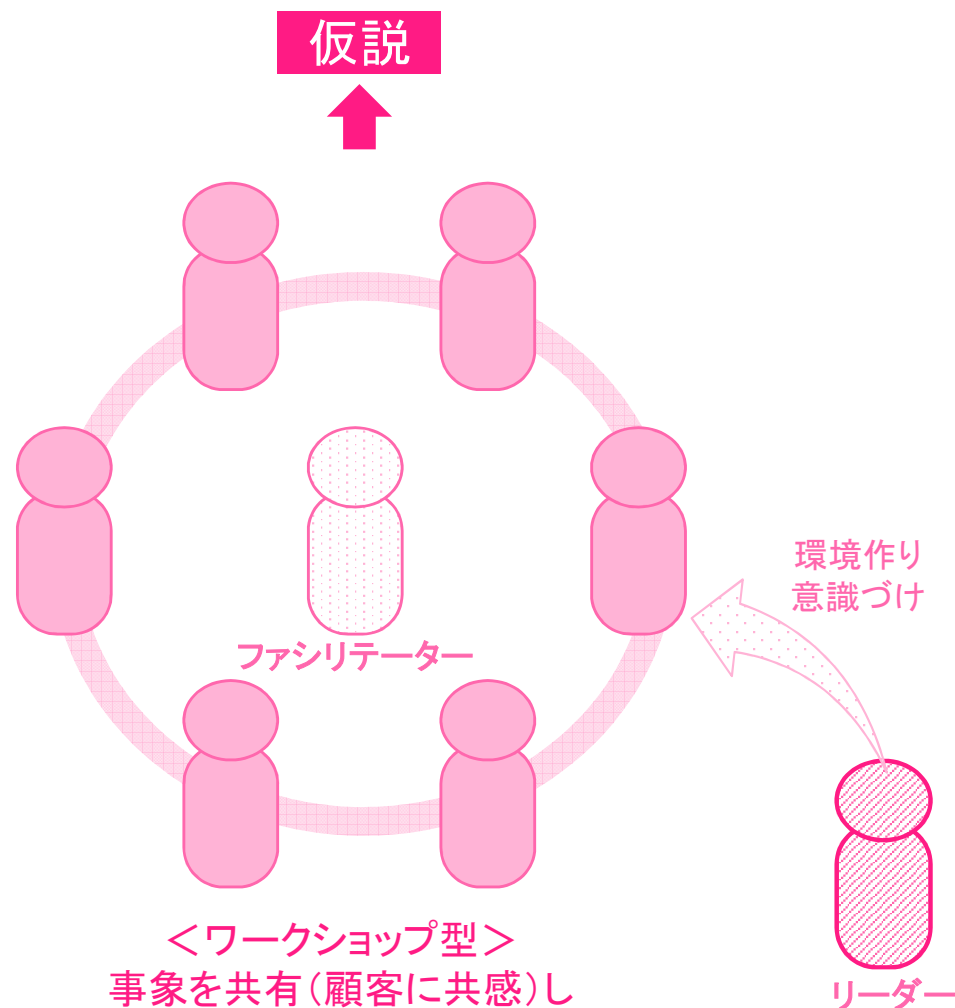


<ファクトリー型>

役割分担して目的達成のための課題を解決

問題解決型アプローチ (エフェクチュエーション)

手段を用いて何ができるか



<ワークショップ型>

事象を共有(顧客に共感)し
アイデアを出しあい試行錯誤しながら解決

岸田首相が最初の所信表明演説で採用した「アフリカのことわざ」

If you want to go fast, go alone;
If you want to go far, go together

早く行きたければ一人で行きなさい。

遠くまで行きたければ、みんなで行きなさい。



(出所) African Elephants (*Loxodonta africana*) :[https://commons.wikimedia.org/wiki/File:African_Elephants_\(Loxodonta_africana\)_\(17331113511\).jpg](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:African_Elephants_(Loxodonta_africana)_(17331113511).jpg)より転載

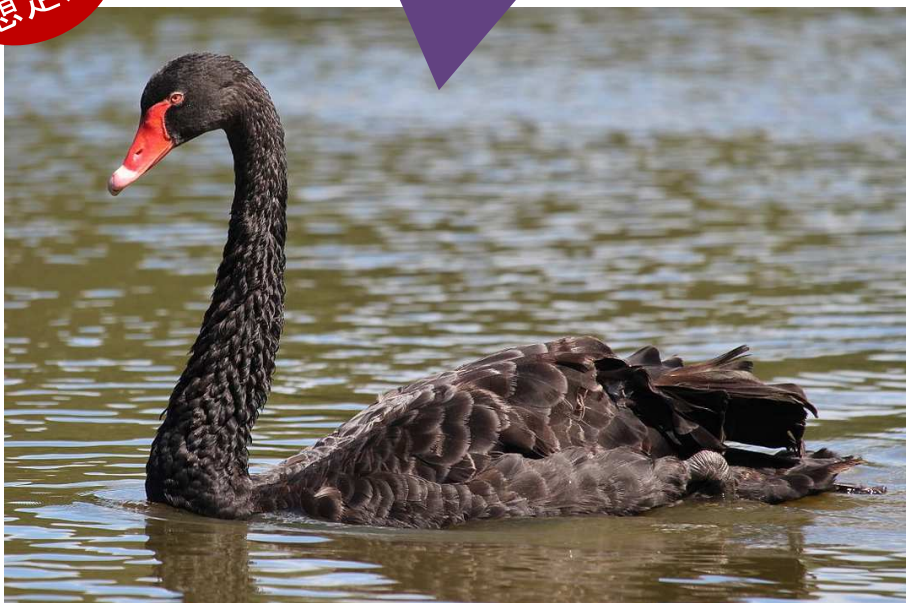
繰り返される「想定外」の背景にある認知バイアス

「認知すらしない」

「起きてほしくない」

出現してほしくないことほど、見落としたいとの認知バイアスが働きやすい

本当の
想定外



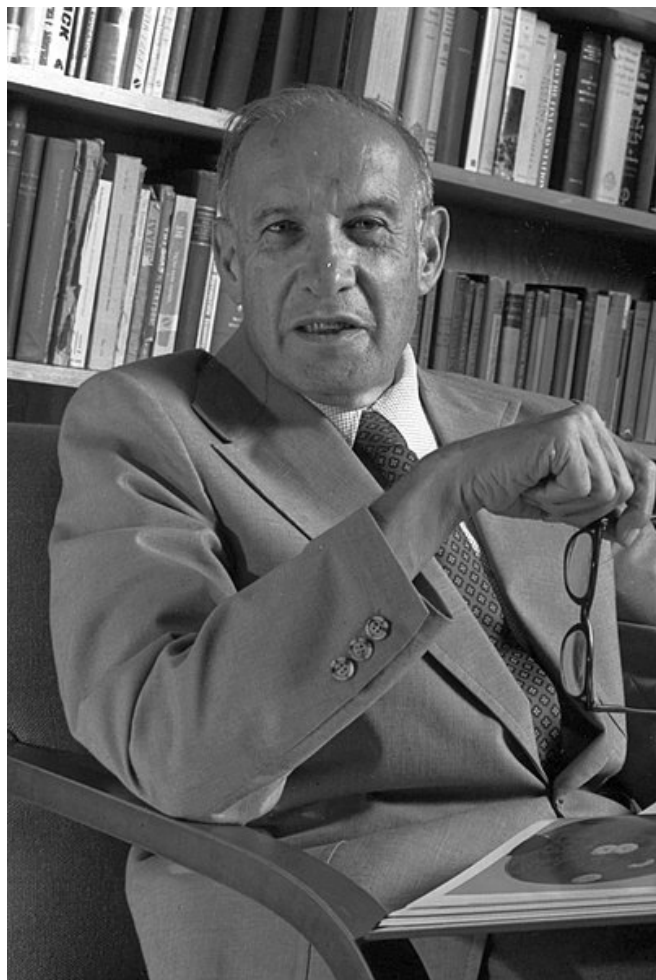
Unknown unknowns(ブラックスワン)
事前の予測が困難で発生した場合に
甚大な影響をもたらすリスク



Known unknowns(グレイリノ)
深刻な影響をもたらす可能性が高い
にもかかわらず軽視されているリスク

(出所) https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Black_Swan_in_Australia.JPG Author EllieRH、https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Square-lipped_rhinoceros_standing_close_up_-_DPLA
Digital Public Library of America

「想定外」とは過去の延長線上では描けない未来のこと



(出所) Jeff McNeill -
<https://www.flickr.com/photos/jeffmcneill/5789354451/in/photostream/>より転載

*A time of turbulence is
a dangerous time,
but its greatest danger is
a temptation to deny reality.*

Peter Drucker

乱気流の時代は危険な時代である。
しかし、その最大の危険は
現実を否定する誘惑である。

ピーター・ドラッカー

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、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。