2020.2　No.94

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

「実感なき景気循環」の背景と教唆……1

経済の動き

欧州経済観測　2020年上期
～依然残る製造業部門の弱さ～……3

産業の動き

好業績下でも再編が進む米国の銀行……10

時論

「実感なき景気循環」の背景と教唆

かれこれこの 10 年間(もっと長いか？)、景気が回復しようが後退しようが、「実感なき」が決まり枕詞となっている。景気循環に実感が伴わなくなったのはなぜか。

情報通信技術の進歩は著しく、米国では GAFA という巨大企業が生まれている。それにもかかわらず、米国も日欧も経済成長率がなかなか高まらないという「技術革新と成長のパラドックス」に陥り、「長期停滞論」すら台頭しているのはなぜか。

第4次産業革命だの Society5.0 だのスマートシティだの、AI、IoT 等をフル活用したデジタル経済領域が成長分野として期待され、社会の大変革期と喧伝されている。それにもかかわらず、「投資が投資を呼ぶ」ような投資ブームは見られず、かつての「三種の神器」のような大衆に広く行き渡る大型ヒット商品が生まれないのはなぜか(スマホは急速に普及しているが、保有率は 20 代・30 代では 90%超、70 代では 19%、80 代では6%と世代間の差が大きい)。

近年、人々の素朴な疑問として口の端に上る話題であり、最近の経済論壇を賑わしているテーマであり、筆者ごときには解けない謎であるが、世界共通の要因として、「経済のデジタル化」の影響がいよいよ無視できなくなってきたことが挙げられるのではないか。

デジタル化とはラフに表現すれば、文字・音楽・画像・動画等がことごとく0と1に変換され、誰でも簡単に再生産・コピー・編集・転送できるようになることである。この技術を活かした様々な商品・サービスにより、個人の生活レベルの利便性は大きく向上したが、マクロ経済的には「実感なき」「パラドックス」「長期停滞」をもたらす面も強くなっているのではないか。

これは GAFA 等の巨大プラットフォーマーのビジネスモデルや周辺領域が受けた影響を思い浮かべると直感的に理解できるが、次のような要因であろう。すなわち、①デジタル化によって「誰でも簡単に再生産・・・」できるため、限界費用・取引費用ひいては販売価格を大幅に引き下げる力が強まること、②このため、伝統的な小売業など既存の業態や商品の収益が圧迫されるとともに、デジタルビジネス領域でもマネタイズは容易ではなく、収益や賃金は上がりにくいこと、③こうした中では成功者は限られ、新規参入・敗者復活・下克上は起こりにくくなり、GAFA のような「一人勝ち」が生まれやすくなること、④GAFA のような業態は巨額の設備投資は必要とせず、企業成長のピッチほど雇用も賃金も増やさないため労働分配率は低いこと、⑤豊富な資金は企業買収や、近年の株主重視の流れもあって株主配当・自社株買いに向かいがちであること、⑥このため、「企業成長の果実が他産業や雇用者に広く分配される」度合いは低くなり、生産・雇用誘発効果も家計部門へのトリクルダウン効果も、自動車・家電といった伝統的なリーディング産業ほどは高まらず、生産・所得・需要の好循環が起動しにくくなることーというものであろう。

こうしたマクロ経済への影響は、少し前までは「考えられる一つのストーリー」であったろうが、今や現実のものであり、かつますます強まっているのではないか。先進国で押しなべて物価や賃金の上がり方が鈍いのはその表れではないか。

また、デジタル化はネットオークションやシェアリングエコノミーに代表されるように、個々の消費者のニーズにきめ細かく応える多品種少量取引を可能とした。これは、デジタル化によって取引費用が大幅に

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

低下するとともに、ネット上で個人間の売買・貸借のニーズを吸い上げてマッチングさせることが可能となり、従来ではコストがかさんで採算が取れなかったり、地理的・物理的に困難であったりした取引も、事業化できるようになったためである。

かくして、チマチマ売ってチマチマ儲けるというチマチマ市場や、人知れず伸張しているステルス市場が多数生まれるようになり、「三種の神器」のように同じ商品・サービスを国民がこぞって買い求めるというブーム的現象は起こりにくくなった。

チマチマ市場やステルス市場はその全てを集計すれば相応の規模になっていると見られるが、既往の経済統計ではそれらが十分把握されないこともあって、消費ひいては景気がなかなか活性化しない印象を人々に与えるようになり、「実感なき」を生む一因となったのではないか。

日本経済については固有の要因もあるだろう。それは、労働力不足に起因する供給制約が、様々な経路を通じて経済成長の制約要因となっていることである。

すなわち、①景気回復が続いても、やがては供給制約あるいはそれに起因する局所的物価上昇が景気引き締め効果として作用するようになり、景気回復の勢いを削ぐ、②公共投資中心の財政支出を増やしても、工事進捗の遅延によりその効果が減殺されるばかりか、労働力不足を一段と強め、財政赤字を拡大させるという副作用を増幅させる、③供給制約を常に意識した企業は設備投資にも雇用増にも慎重になり、これが需要の伸びを抑える－という具合に、供給制約が景気回復、財政支出効果、企業成長、国内需要の限界と天井を決めるようになっている。

供給制約により、日本経済の実力が低下し、かつ高まりにくくなっているということであり、景気循環のパターンが従来のような単純な需要主導ではなくなっているということでもあり、財政支出のオプションが狭まり、その効果も低減しているということであり、現下の厳しい財政事情の下で懸念される非ケインズ効果（景気下支えへの期待よりも、将来の増税につながる財政赤字拡大が意識され、支出が抑制されること）が、さらに強まるということでもある。

「実感なき」「パラドックス」「長期停滞」には、ほかにも諸要因が絡んでいるであろうし、異論もあるだろうが、少なくとも今後は景気判断においても経済政策形成においても、「デジタル化」「供給制約」がもたらす影響と作用を十分認識しておくべきであろう。

経済成長が物足りない原因を需要不足と誤認し、単純な需要追加型の財政支出をむやみに増やすことは避けなければならない。望まれるのはデジタル化の優れた点を最大限活用し、負の側面を極小化する政策であろう。2%の物価上昇目標はグローバルスタンダードと言われてきたが、今もこれからも的確なものなのだろうか。

経済見通しや政策効果分析は、需要項目の積み上げという旧来目線に止まっていないか。安易なトリクルダウン効果を前提としていないか。企業やプロジェクトの事業計画に供給制約は考慮されているか。

令和の時代は、経済変動のメカニズム解明において旧来のモノサシを取り替え、より多面的な洞察が求められる時代でもある。

（上席理事 調査部主管 主席研究員　金木 利公：Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

欧州経済観測 2020 年上期
～依然残る製造業部門の弱さ～

＜要旨＞

2019 年7～9月期のユーロ圏成長率は、懸念された外需の落ち込みに一旦歯止めがかかり、安定した消費に支えられプラスを維持した。非製造業部門で良好な雇用環境が続いているため、この先直ぐに、ユーロ圏全体が景気後退局面に入るとは見ていない。

しかし、企業部門の設備投資に対する姿勢は依然として弱く、特にドイツでは製造業部門の弱さが目立っている。そのため、製造業の低迷が、非製造業の景況感や、雇用の悪化まで波及して消費が低迷し、景気後退局面に入る懸念は残っている。

さらに、ユーロ圏内には、フランスのストライキの長期化や、ドイツ、イタリアの政治リスク、圏外では EU 離脱後の英国との FTA 交渉の不確実性等、複数のリスク要因があり、景気下振れリスクに常に晒され続けることになる。

1. 設備投資が弱まるも、外需と消費が支えるユーロ圏経済

2019年7～9月期のユーロ圏の実質GDP成長率は、前期比＋0.3%と4～6月期の同＋0.2%から上昇した（図表1）。内訳をみると外需（財）がプラスに転じ、個人消費がプラス幅を拡大しており、外需と消費がユーロ圏経済の成長を支える姿となっている。

一方、総固定資本形成（R&Dを除く）は横ばいの動きとなった。国別の動きをみると、フランス、イタリア、スペイン等の主要国が4～6月期と同じ成長率を維持する一方、ドイツがプラスに転じた。ドイツは4～6月期にマイナス成長に陥り、2期連続でマイナス成長に陥るテクニカルリセッションが懸念されていたが、辛うじて回避した格好となった（図表2）。

図表1 ユーロ圏実質 GDP 成長率の寄与度分解

（前期比、%、寄与度、%ポイント）

	2018				2019		
	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ
GDP	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3
個人消費	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.3
政府消費	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
総固定資本形成	▲ 0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	0.0	0.0
在庫	0.1	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.0	▲ 0.1
外需（財のみ）	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.3	0.0	0.2	▲ 0.3	0.1
外需（サービス）	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.8	0.7
R&D	0.1	0.0	0.1	0.2	▲ 0.1	1.1	▲ 0.9

（注）サービスの輸出入に含まれる特許料、総固定資本形成に含まれる R&D 投資は振れが大きいことから分析にあたっては除外した。
（資料）Eurostat

図表2 ユーロ圏各国別 GDP 成長率

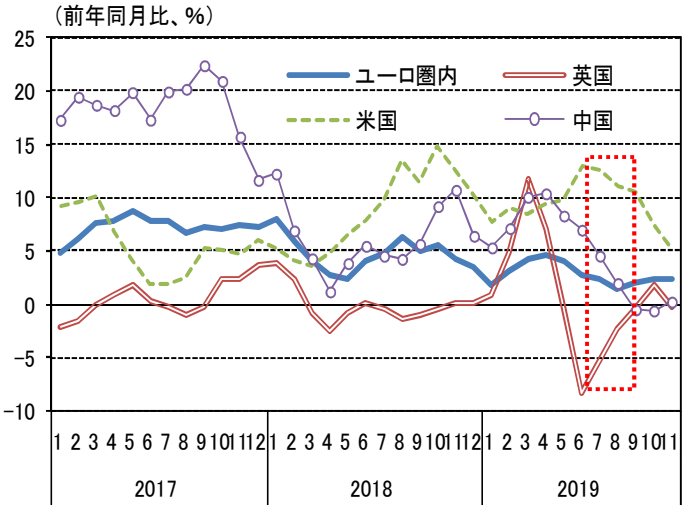
（前期比、%）

	2018				2019		
	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ
ユーロ圏	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3
ドイツ	0.1	0.4	▲ 0.1	0.2	0.5	▲ 0.2	0.1
フランス	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
イタリア	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
スペイン	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
ポルトガル	0.5	0.8	0.4	0.4	0.6	0.6	0.3

（資料）Eurostat

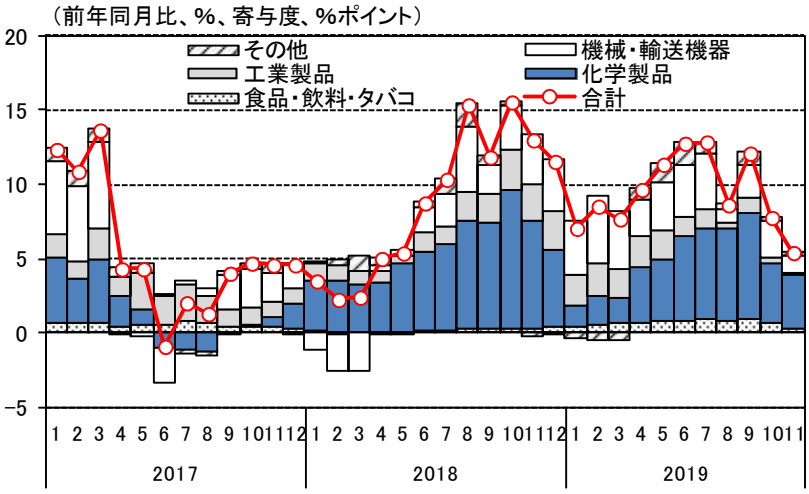
7～9月期の外需がプラスに反転した背景には、英国におけるBrexit交渉の先行き不透明感の高まりによる輸出への悪影響が最悪期を脱して、輸出減少幅が縮小に向かっていたこと、中国向け輸出の減少を米国向け輸出が補完したことがあるとみている。(図表3)。ユーロ圏の米国向け輸出を財別にみると、プラス寄与を保っていた化学製品の輸出が増加している。2018年後半も化学製品の輸出は増加したが、2019年の増加は、米中間の相次ぐ関税措置を受けて、米国が中国からの化学製品輸入を減らし、ユーロ圏からの輸入に切り替えたことによる影響が大きいと考えられる(図表4)。

図表3　ユーロ圏国別輸出



(注)後方 3 ヶ月移動平均を使用。
(資料)Eurostat

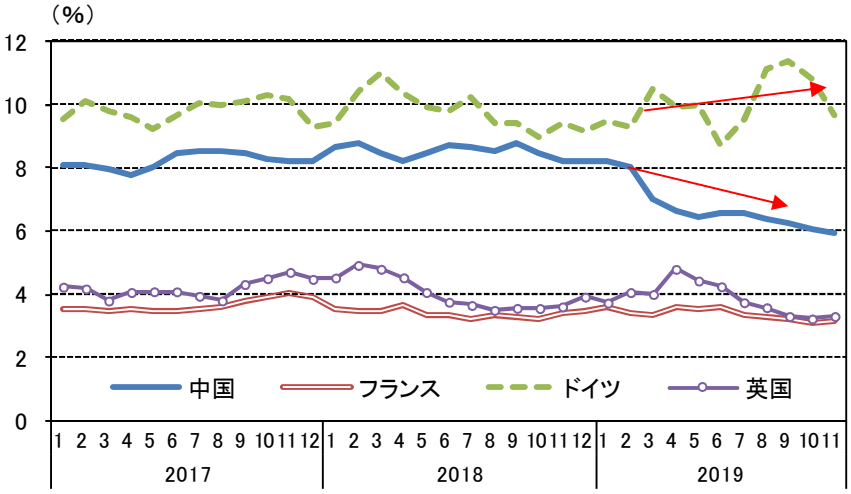
図表4　米国向け輸出の財別寄与度分解



(注)後方 3 ヶ月移動平均を使用。
(資料)Eurostat

実際に2019年に入り、米国の中国からの化学製品輸入比率は低下する一方、ドイツからの輸入割合が伸びており、化学製品の輸入先の代替が進んだことを示唆している(図表5)。

図表5　米国化学製品の国別輸入比率の推移

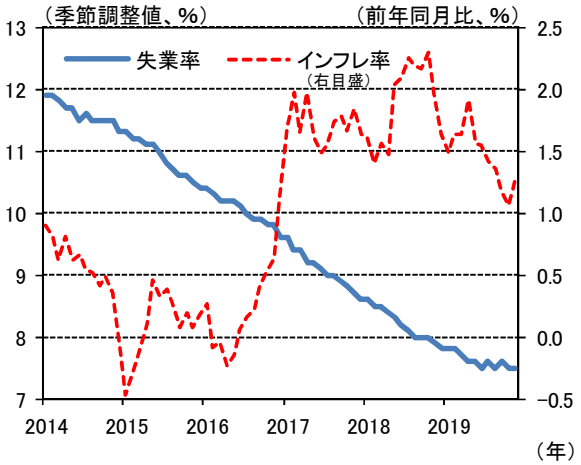


(注)後方 3 ヶ月移動平均を使用。
(資料)米国国勢調査局

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

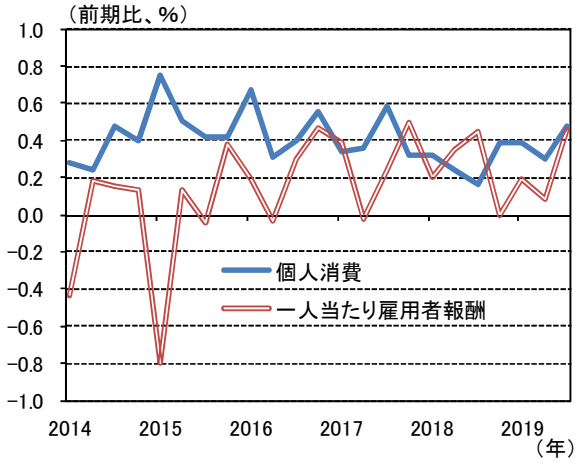
個人消費のプラス寄与拡大の要因は、良好な雇用環境を背景にした賃金上昇である。2019年11月の失業率は7.5%と低水準を維持しており、労働市場の逼迫を受け賃金も上昇した。加えて、7～9月期の物価上昇が緩やかだったことで、一人当たり実質雇用者報酬が大きく伸び、個人消費を押し上げた(図表6、7)。

図表6　失業率とインフレ率



(資料)Eurostat

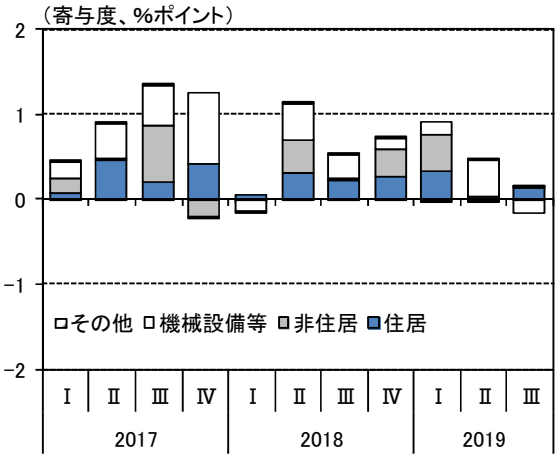
図表7　消費と雇用者報酬(実質)



(資料)Eurostat

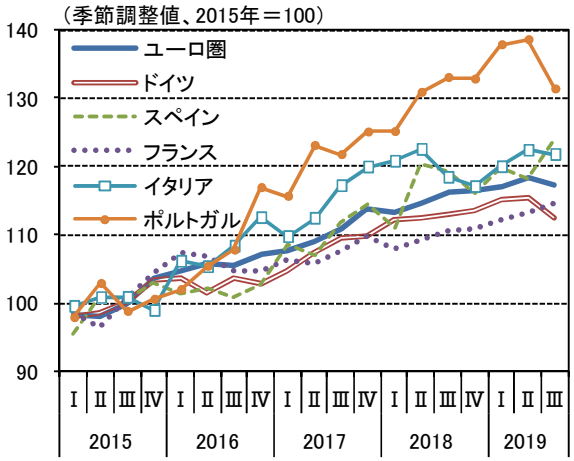
総固定資本形成は4～6月期から横ばいに留まり、外需や個人消費と比べると停滞が目立つ。7～9月期の中身を見ると、住宅の寄与はプラスだった一方、企業部門の需要である非住居はほとんどゼロで、機械設備投資はマイナスになっている(図表8)。各国別に動きをみても、ドイツを筆頭に7～9月期は前期比マイナスになっている国が多く、ユーロ圏全体でもマイナスに留まるなど、機械設備投資の動きは総じて弱い(図表9)。

図表8　ユーロ圏総固定資本形成の寄与度分解



(注)R&D 投資は除いている。
(資料)Eurostat

図表9　ユーロ圏機械設備投資の推移



(資料)Eurostat

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

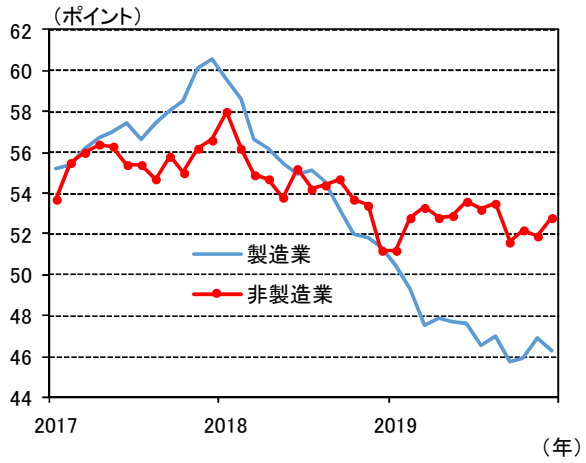
2. 今後のユーロ圏経済を見通す上でのポイント

前章でみたユーロ圏経済の現状を出発点に、この先を見通す上でのポイントとなるのは、個人消費を支える雇用・所得環境と、その背景にある企業のマインドや雇用・投資に対する姿勢である。この点に関する基本的な見方は、前回の欧州経済観測（2019年7月号）で示した「製造業において景況感が悪化し、設備投資が落ち込み、雇用環境も悪化し、消費にマイナスの影響を及ぼすリスクがある」というものから大きく変わっていない。

企業を取り巻く環境を改めてみると、既述の通り外需は7～9月期に前期比プラスになったものの、10月以降の米国向け輸出は伸びが減速し、足元の設備投資はマイナスに陥り、企業マインドの悪化が設備投資に悪影響を及ぼし始めた兆候がみられる。

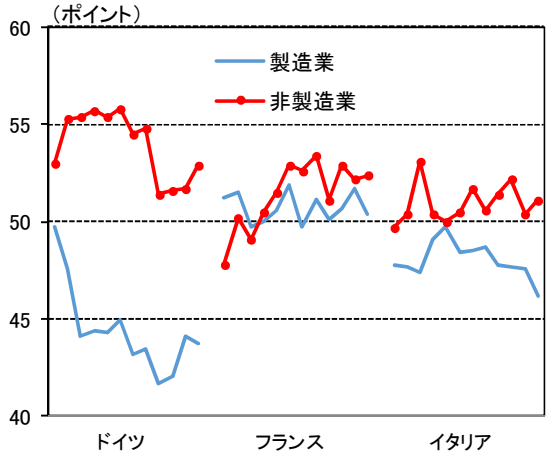
まず、企業マインドの動きを PMI 指数でみると、非製造業は堅調を保つ一方で製造業は 50 を下回る状況が続いており、主要国間ではドイツの落ち込みが大きい（図表 10、11）。

図表 10　ユーロ圏の PMI 指数



（資料）QuickFactset

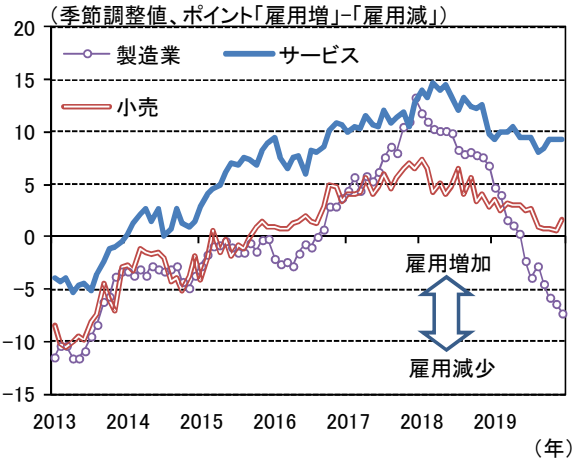
図表 11　ユーロ圏主要国の PMI 指数（2019 年）



（資料）QuickFactset

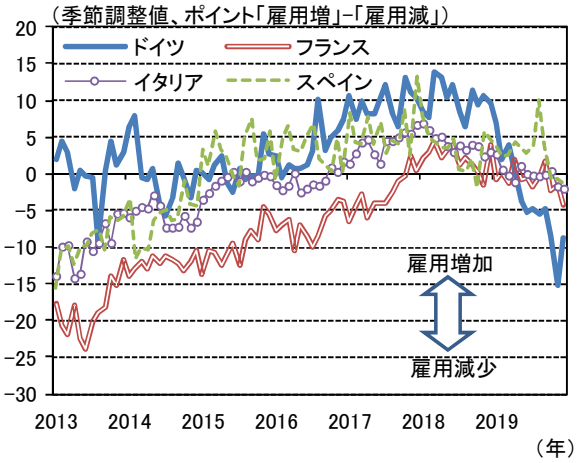
企業の雇用に対する姿勢を見ると、製造業の雇用見通しの数値はゼロを割り込む水準まで悪化が続き直近までマイナス幅の拡大が続いている。国別では、ドイツの雇用見通しが大きくマイナスで、先行き労働需要が縮小する懸念が他の国よりも大きい（図表 12、13）。

図表 12　ユーロ圏の産業別の3ヶ月先の雇用見通し



（資料）EC

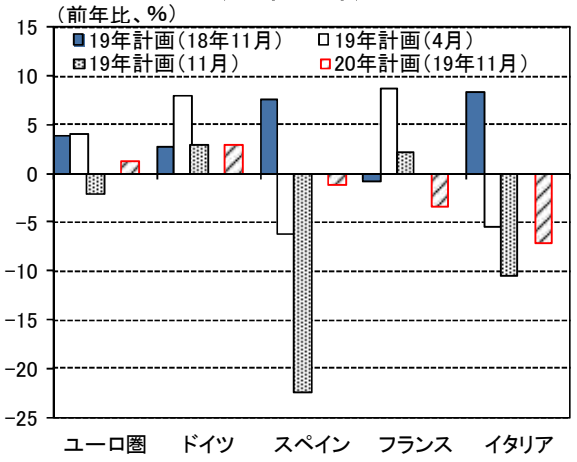
図表 13　ユーロ圏主要国製造業の3ヶ月先の雇用見通し



（資料）EC

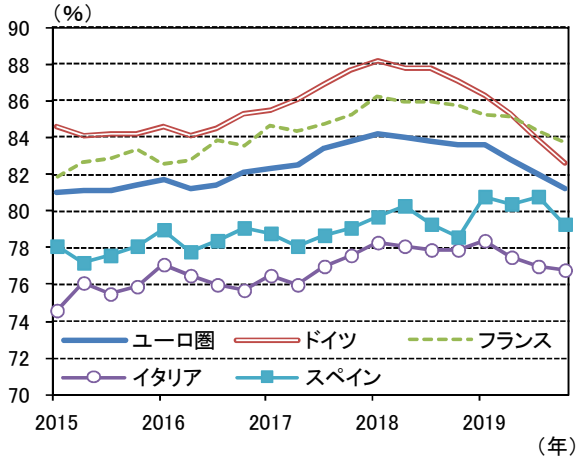
主要国の製造業設備投資計画のサーベイによると、ドイツの 2020 年の計画は前年比プラスを維持しているが、ここ1年ほど設備稼働率低下が続き、しかもそのペースが他の国よりも速いことを踏まえると、実際にプラスの伸びになるかは慎重に見るべきだろう(図表 14、15)。また、フランスでも設備稼働率低下が続いている他、図表 14 では、足元まで機械設備投資の回復が続いていたスペインとフランスの投資計画が 2020 年にマイナスになるなど、ユーロ圏全体でも弱い。ユーロ圏の製造業部門において、企業の姿勢は雇用・設備投資双方に対して弱くなっていることがわかる。

図表 14　ユーロ圏製造業の実質設備投資計画（19 年・20 年）



（資料）EC

図表 15　ユーロ圏製造業の設備稼働率

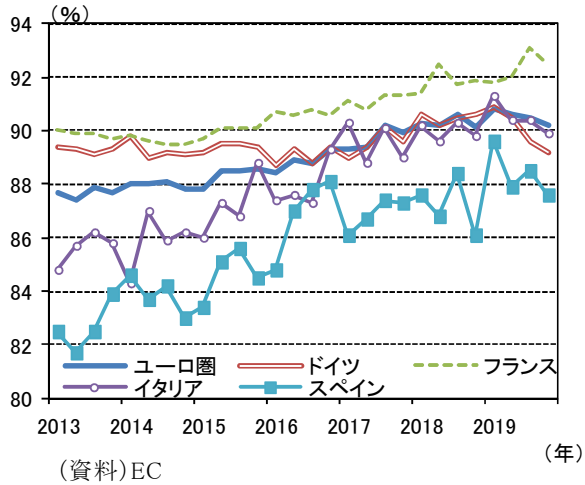


（資料）EC

他方の非製造業をみると、PMI でみたマインドは、ドイツ、ユーロ圏全体ともに堅調、雇用環境についても、ユーロ圏の雇用者の大半を抱える非製造業のサービス、小売業の雇用見通しはプラス圏内にあり、(前掲図表 10、12)、短期間に雇用環境が悪化する可能性は低い。

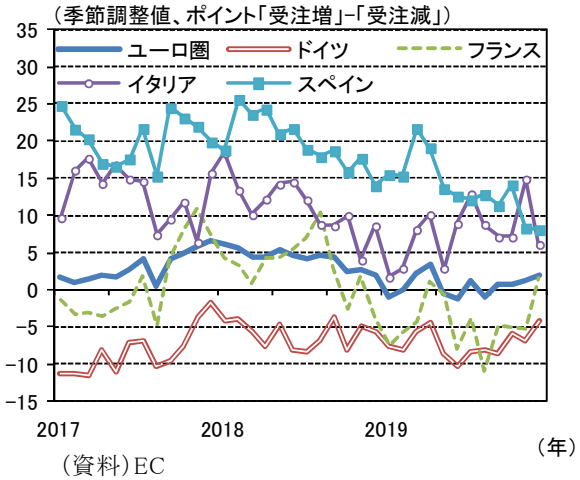
但し、非製造業の事業環境を仔細にみると、各国で、製造業部門の低迷が、非製造業の投資マインドの悪化に波及するリスクが残る点には注意を要する。サービス業では、フランスを除く主要国で 2019 年以降の設備稼働率が低下しており、製造業と同じく設備投資需要に押し下げ圧力が強まっている可能性が高い(図表 16)。また小売業の受注見通しも、ドイツはマイナス圏で推移し、フランスはゼロ近傍、イタリア、スペインはプラス圏だが減少傾向で、積極的な投資行動を取りづらい状況にある(図表 17)。

図表 16　ユーロ圏サービス業の設備稼働率



（資料）EC

図表 17　ユーロ圏小売業の受注見通し



（資料）EC

以上から、各国で製造業部門の低迷が非製造業部門まで波及するリスクには依然として注意する必要があると考えている。10 月以降、米国向け輸出も縮小しており、製造業部門の景況感が更に下振れる可能性が高い。特に、製造業関連の指標が弱いドイツでは、非製造業の景況感や雇用の悪化まで波及して消費が低迷することで景気悪化を招く懸念が他の国よりも強い。ドイツ経済の落ち込みが深まり、ユーロ圏経済の成長の足を引っ張るような事態になった場合には、短期的にマイナス成長になる可能性もある点には注意を要する。

次に、ユーロ圏経済に影響を及ぼす政治リスクの幾つかを詳しく見ていく。

3. 欧州各国の政治リスク

(1)ユーロ圏内の政治リスク

各国の抱える政治リスクで、ユーロ圏経済への直接的な影響が懸念されるのは、フランスのストライキの長期化である。フランスでは、現在 42 種の年金制度を一本化し、ポイント制とする政府の改革に反対し、2019 年 12 月 5 日に国鉄の職員らによるストライキが始まった。国鉄は大幅な間引き運行を行っており、またパリ市内ではメトロがほぼ運行しておらず、観光客だけでなく市民生活にも大きな混乱が続いている。ストライキが長期化することで、個人消費、観光を含めたサービス業中心の同国経済に大きな痛手となり、ユーロ圏経済の押し下げ圧力となり得る。

ドイツでは中道右派「キリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)」と中道左派「社会民主党(SPD)」の中道2大政党を軸とした安定政治に綻びが見え始めている。ドイツでは CDU・CSU と SPD の支持率低下が続き、有権者離れが加速する一方、反移民・難民の極右「ドイツのための選択肢」は旧東独で、環境重視の「緑の党」は旧西独の都市部を中心に躍進しており、メルケル辞任後の 2021 年総選挙に向けて、ドイツ政治の先行きが見通し難くなっている。米中貿易摩擦や中国経済の減速などドイツを取り巻く環境は激変しており、先細る輸出を補うため内需主導の成長戦略が求められている。しかし、弱体化するメルケル政権には財政出動など抜本的な政策を打ち出す余力はなく、また次期首相と期待される CDU のクランプカレンバウアー党首は、十分な支持を集めるには至っていない。ドイツ製造業が低迷する中で、与党が勢力を失い続けると、効果的な政策が打ち出せないまま、ドイツ経済の回復が遅れ、ユーロ圏経済の下振れリスクを高めることになる。

イタリアでは、2019 年8月に五つ星運動と同盟によるポピュリスト連立政権が解消され、政治的危機を迎えたが、9月に5つ星運動と、EU 支持を表明する中道左派の民主党による政権が成立し、コンテ氏が再び首相に就任した。EU との対決姿勢を弱めたものの、ライバル関係にあった政党同士の連立のため、政策運営を巡り足並みの乱れが目立ち始めている。連立関係が解消され、解散総選挙となれば、EU に批判的なサルヴィーニ氏率いる同盟による政権が誕生し、反EUスタンスが再び強まるリスクがある。

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

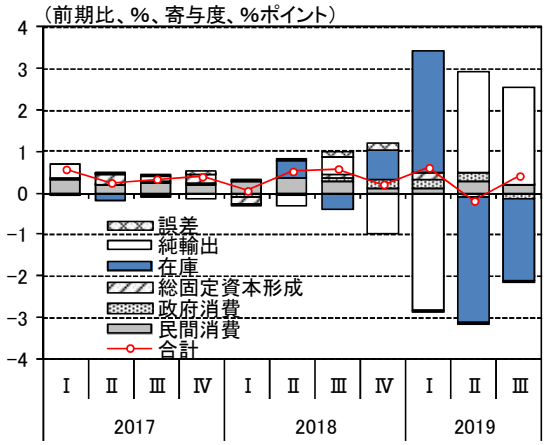
(2)EU 離脱後の英国経済

2019 年 12 月 12 日の総選挙で、ジョンソン首相率いる与党・保守党は 650 議席中 365 議席を獲得し、1987 年のサッチャー政権以来の大勝を収め、2020 年 1 月 9 日には、離脱協定案が英国下院で可決されたことで、1 月末の EU 離脱が確実となった。続く焦点は EU との通商面を中心とした FTA 交渉の合意となる。ジョンソン首相は 2020 年末までの移行期間の間に交渉を終わらせるとしているが、期間内に合意がまとまる可能性は低い。交渉がまとまらずに移行期間が終了した場合、英・EU 間の貿易では関税や税関手続きが生じることになり、「合意なき離脱」と同じ状態に陥るため、Brexit を巡る不確実性は完全には解消していない。

通商交渉では、規制や税制など、EU と英国間の「同一競争条件」を巡る駆け引きが焦点となる。英国が規制緩和や税率引き下げで競争力を高めようとすれば、英国との「対等な条件での競争」を主張する EU は、関税引き上げや労働法制や環境基準、補助金などの面で対抗する可能性は高い。英国は EU との交渉と同時に日本や米国、中国などとも FTA 交渉を進める見通しで、英国政府の交渉力の「キャパシティー不足」を懸念する声もある。

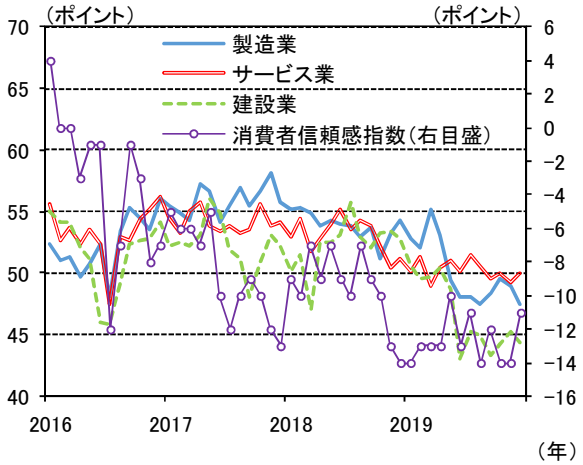
一方で、経済の動きに目を向けると、2019 年7～9月期の実質 GDP 成長率は前期比＋0.4%と4～6月期の同▲0.2%からはプラスに戻した(図表 18)。中身は在庫のマイナス幅の縮小が大きく、民間消費は前期比＋0.2%(4～6月期同＋0.3%)と伸びが縮小、総固定資本形成は＋0.0%の横ばいと内需の力強さは弱まっている。先行きは、離脱を巡る不透明感が後退したことで、弱含んでいる企業や消費者のマインドも徐々に改善し、消費だけでなく設備投資や生産・輸出も徐々に回復に向かうとみられる(図表 19)。但し、英国経済の本格的な回復は FTA 交渉の合意を待つ必要があるため、当面の間は緩やかな成長に留まる。

図表 18　英国実質 GDP 成長率の寄与度分解



(資料)EC

図表 19　英国 PMI と消費者信頼感指数



(資料)QuickFactset

(調査部　ロンドン分駐　加藤　秀忠：Kato_Hidetada@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

好業績下でも再編が進む米国の銀行

＜要旨＞

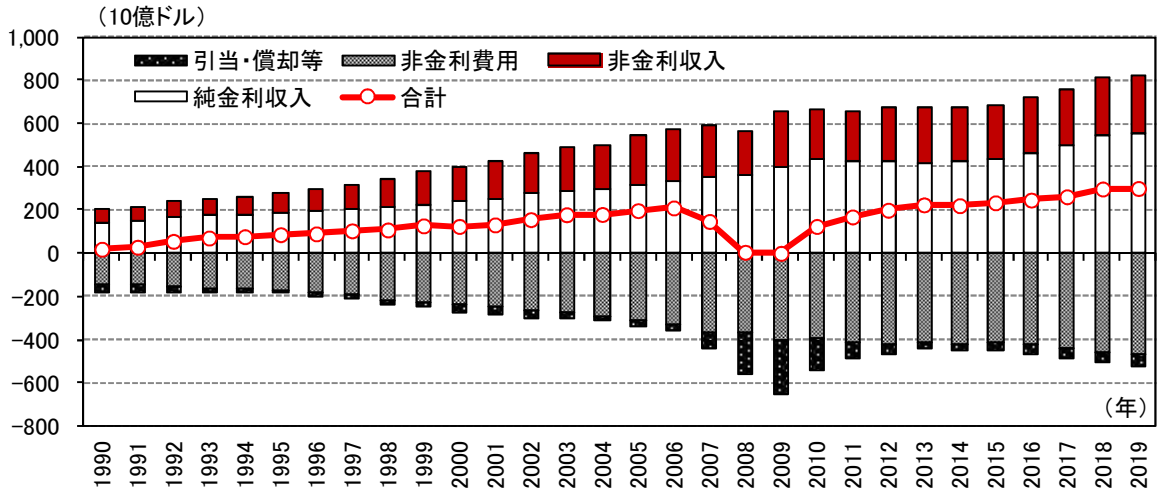
米国の銀行（米銀）の税引前利益は4年連続で最高益を更新中である。リーマンショック以降、証券化手数料の減少等で非金利収入の伸びが鈍化した一方、ここ数年は利鞘が縮小する中においても量的な増加から純金利収入の伸びが高まり、利益を押し上げている。純金利収入/非金利収入の比率は、2000 年代の 148%から 2010 年以降は 183%まで上昇している。この先も、底堅い米国経済の下で、最近の利鞘縮小の影響を貸出量の増加がカバーし税引前利益は高水準を維持しよう。

一方で資産規模別にみると、業界再編により銀行数は減少を続け、大手行の資産シェアは上昇している。米銀が好業績である背景には、再編・寡占化による過当競争回避で利鞘縮小圧力が緩和されたこともあろう。また、好業績下の再編は、将来の業績悪化時の再編とそれに伴う金融システムへの負荷を減らす意味もある。

1. 純金利収入増加を主因として最高益更新

マイナス金利政策の影響が懸念される日本と異なり、米国銀行セクターの税引前利益合計は 2015 年から 2018 年まで4年連続で最高益を更新中である。2019 年の増益率は縮小するものの、高い利益水準を維持すると見込む（図表1）。

図表1　米銀の利益推移



（注）合計は税引前利益。2019 年は9月までの1年間
（資料）米預金保険機構（FDIC）

まず、米国の銀行（米銀）の収益構造と、その長期推移を確認する。米銀の税引前利益は、

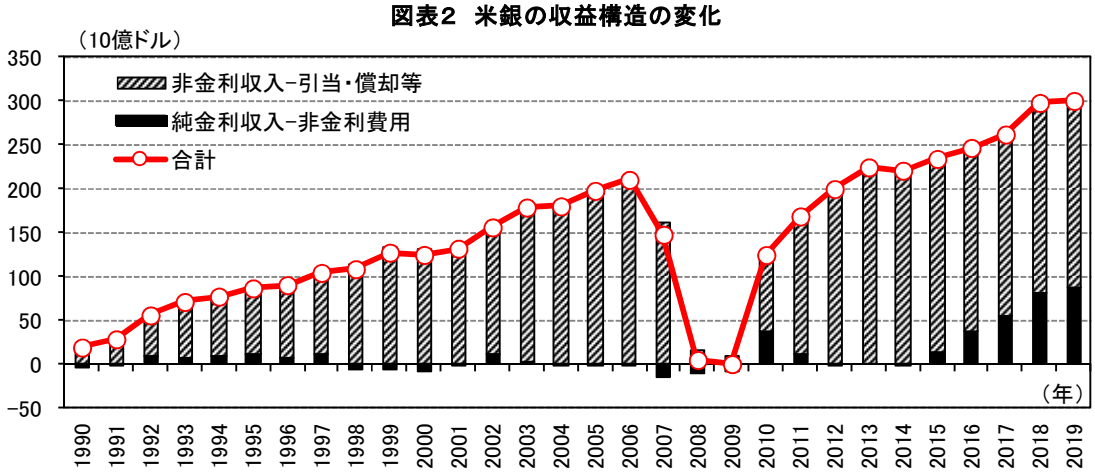
税引前利益＝純金利収入（受取金利－支払金利）+非金利収入
－非金利費用（人件費・物件費など）－引当・償却等

で構成される。預金・その他調達への支払金利は他の費用（非金利費用）とは別に、貸出・有価証券などからの受取金利とネットして「純金利収入」として認識する。非金利収入は、預金・貸出関連手数料や投資銀行業務の手数料などである。そして、上記の式を組み替えると、

税引前利益＝「純金利収入－非金利費用」+「非金利収入－引当・償却等」

となる。このように構造を組み替えて 1990 年からの推移をみると、「純金利収入－非金利費用」は概ね小さく、「非金利収入－引当・償却等」と税引前利益の水準が近い年が多かった。しかし、ここ数年は「純金利収入－非金利費用」の割合が継続的に高まっていることがみてとれる（図表2）。

図表2 米銀の収益構造の変化



（注）合計は税引前利益。2019 年は9月までの1年間
（資料）FDIC

この変化は純金利収入の高い伸びによるものである。5年毎の年平均変化率でみると、2015 年から2019 年9月までの約5年は、純金利収入の伸びは年平均 6.6%となり過去 30 年で最高である。これに対して非金利費用の伸びは 2.9%にとどまる。

加えて、非金利収入の伸びは 1990 年代から 2000 年代半ばまでは純金利収入の伸びを上回ったものの、リーマンショック前後で証券化関連手数料が激減し、ここ 10 年以上は年1%台の伸びに鈍化した（図表3）。その結果、純金利収入/非金利収入の比率は、148%（2000 年代）→183%（2010 年代）と推移し、主に預貸業務からなる純金利収入への収益依存度が高まった。

図表3 5年毎の年平均変化率

（年平均変化率、%）

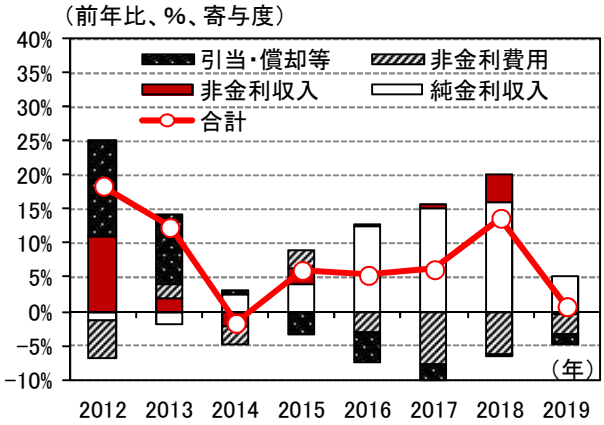
	1990−1995	1995−2000	2000−2005	2005−2010	2010−2015	2015−2019
純金利収入	5.2	5.2	6.1	6.3	0.1	6.6
非金利収入	7.6	13.1	6.2	1.1	1.5	1.2
非金利費用	3.5	7.1	5.5	4.3	1.3	2.9
引当・償却等	−19.2	19.4	−5.8	43.0	−25.8	12.6
合計	34.7	7.5	9.6	−8.8	13.4	6.4

（注）各年末。2019 年は9月末。各項目とも金額絶対値増加がプラス表示
（資料）FDIC

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

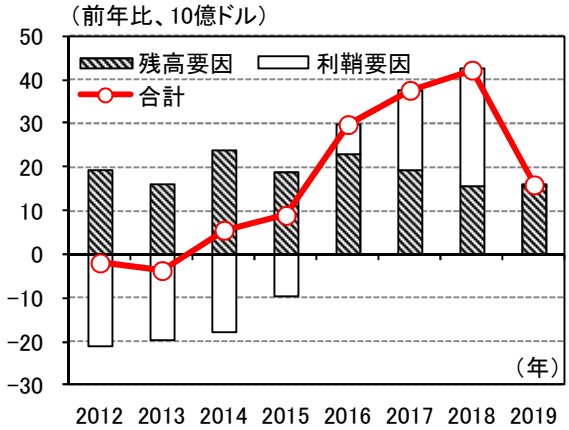
次に、ここ数年毎の税引前利益の変動要因詳細をみると、2012 年、13 年は引当・償却額減少が、2014 年以降は純金利収入増加が継続的にプラス寄与した（図表4）。純金利収入変動は、さらに残高要因と利鞘要因に分解できる。2012、13 年は利鞘要因のマイナス幅が残高要因のプラスを上回ったために、純金利収入は減少した。その後は利鞘要因のマイナス幅が縮小する中で純金利収入は増加に転じ、2016～2018 年は利鞘要因もプラスに転じたことで純金利収入の伸びが加速した（図表5）。

図表4　収益変化率と寄与度



（注）各年、2019 年は9月までの1年間
（資料）FDIC

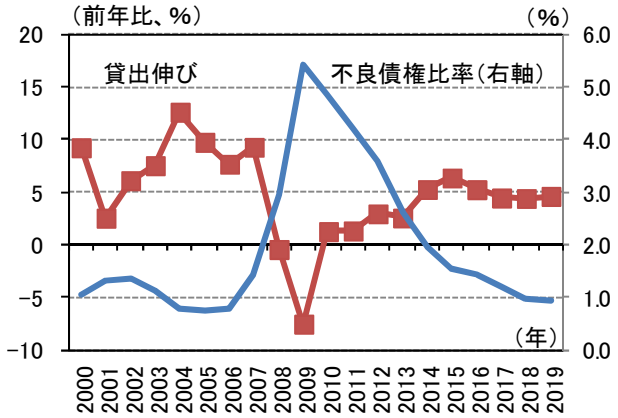
図表5　純金利収入の変動要因



（注）各年、2019 年は9月までの1年間
（資料）FDIC

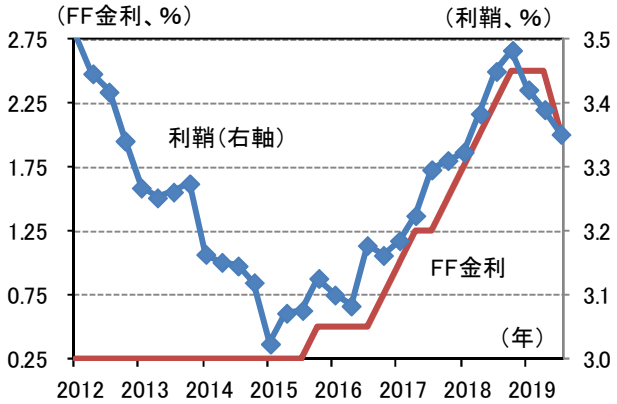
その結果、米銀の税引前利益は 2015 年から 2018 年まで4年連続で最高益を更新中であり、今後も歴史的に高い利益水準を維持しよう。その理由としては、①リーマンショック以前と比較しても貸出ペースは過熱しておらず、不良債権比率も1%未満と既往最低水準であることから底堅い米国経済の下で貸出量の伸びが引き続きプラスにはたらくこと（図表6）、②利鞘要因の方は、利上げ打ち止めから利下げ局面では利鞘は縮小しているが、利下げは継続せず今後の利鞘縮小ペース・減収圧力は緩やかであり、残高要因のプラスでカバーしうること（図表7）、があげられる。

図表6　貸出の伸びと不良債権比率



（注）各年末、2019 年は9月末。不良債権は 90 日以上延滞債権の比率
（資料）FDIC

図表7　FF 金利と利鞘



（注）利鞘は貸出・証券等の収益資産残高に対する運調利回り差
（資料）FDIC

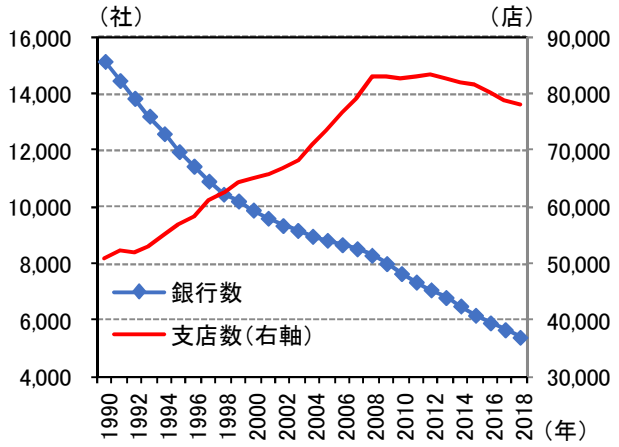
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

2. 好業績下でも進む再編

以上みてきたように、全体としては好業績の米銀であるが、小規模行中心の再編により銀行数は減少を続けている。具体的には、1990 年から 2018 年の間に銀行数は約 1/3 まで（15,158 社→5,406 社）減少した。S&L（貯蓄貸付組合）危機時の 1990 年に銀行破綻による再編が主だったのを除き、それ以外の年は破綻を伴わない通常の再編が主な減少要因である。

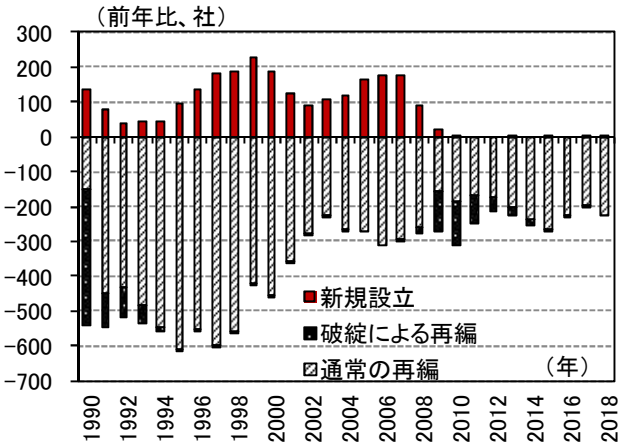
銀行数が減少する中で、店舗規制緩和もあり支店数は 1990 年からピークの 2012 年の間に 1.6 倍となり顧客アクセスは改善した。但し、モバイル端末普及に伴いその後の6年間で支店数は7%減少している（図表8、図表9）。

図表8　銀行数と支店数推移



（注）各年末。支店数は商業銀行対象
（資料）FDIC

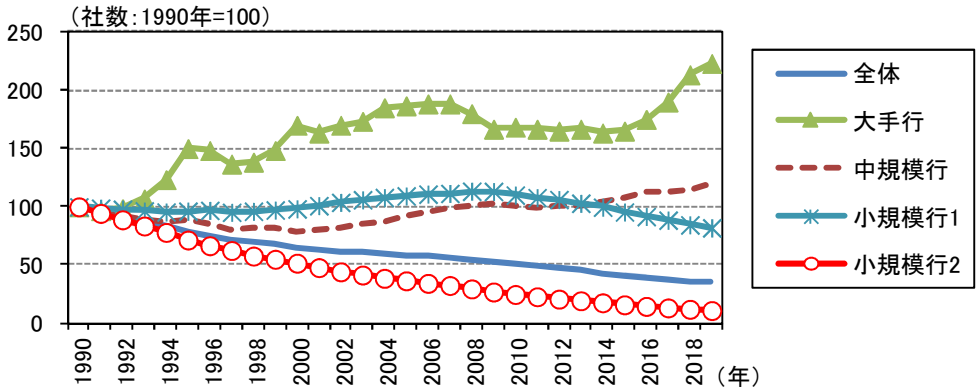
図表9　銀行数の主な変動要因



（注）各年末。対象は商業銀行
（資料）FDIC

規模別にみると、小規模行ほど銀行数は減少してきたが、それでもなお資産1億ドル～10 億ドル（約 110 億円～1,100 億円）の小規模行は 3,247 社、資産1億ドル未満は 1,206 社存在する（図表 10）。そして、小規模行の減少に伴い、社数では3%未満の資産 100 億ドル以上（約 1.1 兆円）の銀行の残高シェアは 1990 年の 34%から 2019 年9月には 84%に上昇し寡占化が進んだ。

図表 10　規模別の銀行数推移（指数）



（注）各年末。2019 年は9月末。大手行は資産 100 億ドル～2,500 億ドル、中規模行は 10 億ドル～100 億ドル、小規模行1は1億ドル～10 億ドル、小規模行2は1億ドル未満。資産 2,500 億ドル以上（1990 年該当なし、直近9社）は表示せず
（資料）FDIC

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

3. 小規模行減少の理由

小規模行ほど銀行数が減少しているのは、米銀全体では好業績の状況においても、小規模行では利益が出にくい高コスト体質が悪化し、単独での存続は徐々に困難となっているためと考えられる。よって、小規模行を巡る再編の動きは継続し、寡占化の流れもこの先なお続くだろう。

最近3年(2017 年～2019 年9月)と、全行平均経費率(57%)がほぼ同じの 2004～2006 年の数値とを比較すると、小規模行ほど経費率が悪化した。大手行の経費率が6割未満のところ、資産1億ドル～10 億ドルの小規模行1では経費率が 66.7%に、資産1億ドル未満の小規模行2に至っては 75.8%に達しており、全行平均との格差は拡大した。この経費率からすると、店舗見直しやモバイルへの顧客チャネル転換が必要でも、小規模行単独では関連するインフラ投資余力は乏しいとみられる。

同期間の利鞘変化をみると、米銀全体では寡占化による過当競争回避により金利水準低下による利鞘縮小圧力が緩和された面はあり、全行平均の利鞘悪化は▲0.15 ポイントにとどまり、大手行は+0.14 ポイント改善した。しかし、小規模行1では▲0.26 ポイント、小規模行2では▲0.39 ポイント利鞘は悪化した。小規模行にとっては大手行のモバイル取引普及で従来顧客の選択肢が増えて競争環境がむしろ厳しくなった可能性があり、さりとて複雑な案件取組みによる運用利回り維持・向上もむずかしかったと推定される(図表 11)。

図表 11　規模別の経費率・利鞘変化

分類	資産規模	平均経費率(%)		経費率	平均利鞘(%)		利鞘
		04年～06年	17年～19年	変化	04年～06年	17年～19年	変化
超大手行	2,500億ドル超	61.3	57.1	−4.3	3.02	2.92	−0.10
大手行	100億ドル～2,500億ドル	52.2	54.2	2.0	3.63	3.77	0.14
中規模行	10億ドル～100億ドル	57.8	60.1	2.3	3.74	3.71	−0.03
小規模行1	1億ドル～10億ドル	63.2	66.7	3.5	4.07	3.81	−0.26
小規模行2	1億ドル未満	71.7	75.8	4.1	4.19	3.80	−0.39
全体	−	57.4	57.1	−0.3	3.50	3.35	−0.15

(注)平均値は各四半期統計の単純平均。2019 年は9月末まで
(資料)FDIC

4. むすび

底堅い米国経済の下で米銀全体は高い利益水準を当面は維持しよう。但し、粗利に占める純金利収入比率が高まっていることから、米銀の収益構造は景気後退に伴う貸出減少、不良債権増加の影響を受けやすくなっている。よって、景気後退が現実となれば元々高コスト体質の小規模行はさらに厳しい状況におかれかねない。そう考えると、好業績下の再編は、「通常の再編」を進めることで将来の「破綻による再編」とそれに伴う金融システムへの負荷を減らす意味もあるのではないか。

(調査部　金融事業調査チーム　吉内　拓：Yoshiuchi_Taku@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。