

2014年 7月 3日

# 金融市場パネル

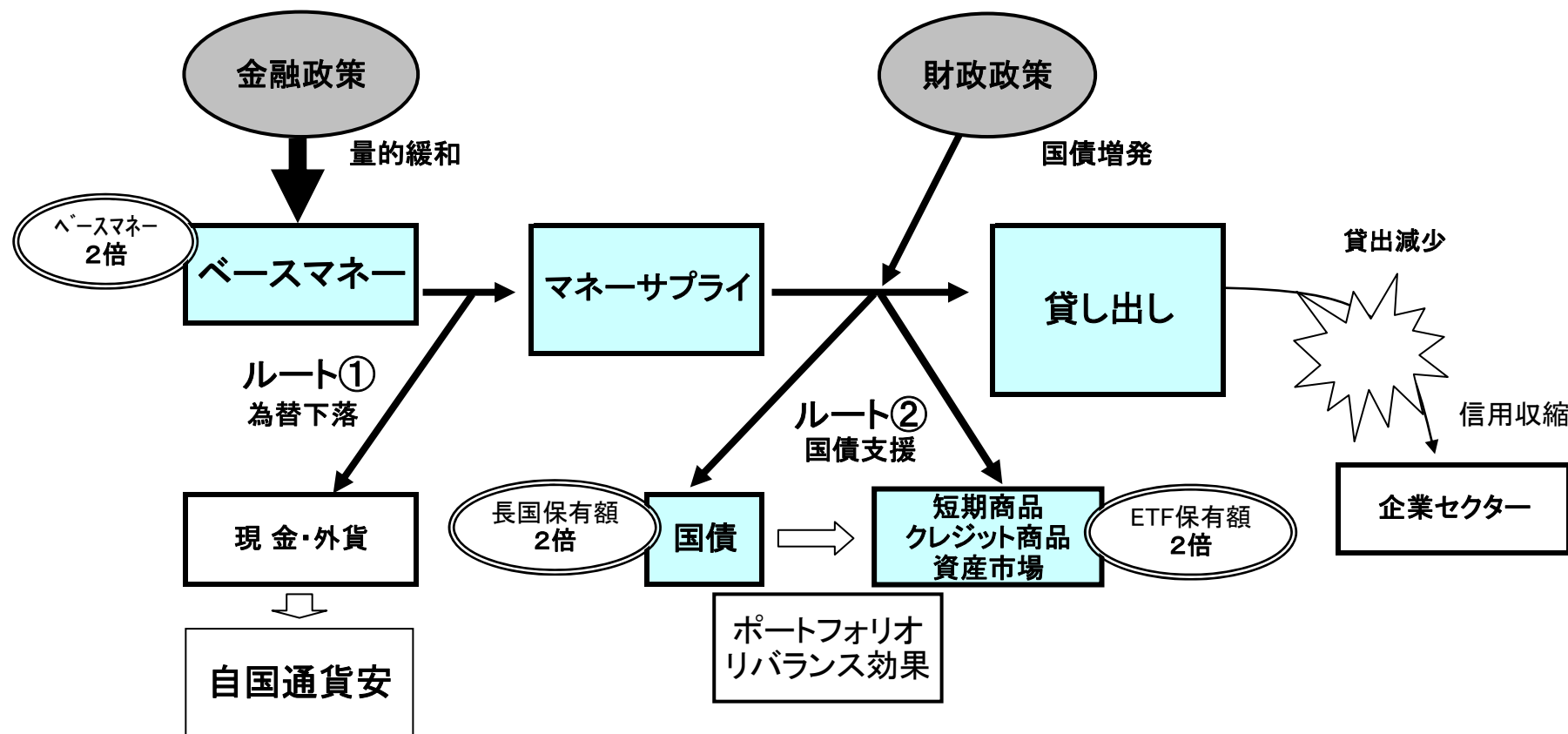
常務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創

# 金融政策の効果は円安と株高に

- ・ 90年代から日本で資金は国債(ルート②)か、海外に(ルート①)しか行かなかった
- ・ アベノミクスは、円安・株高で企業に資金が向かうべく「湿った薪を乾かす」戦略

【資金フローの概念図】

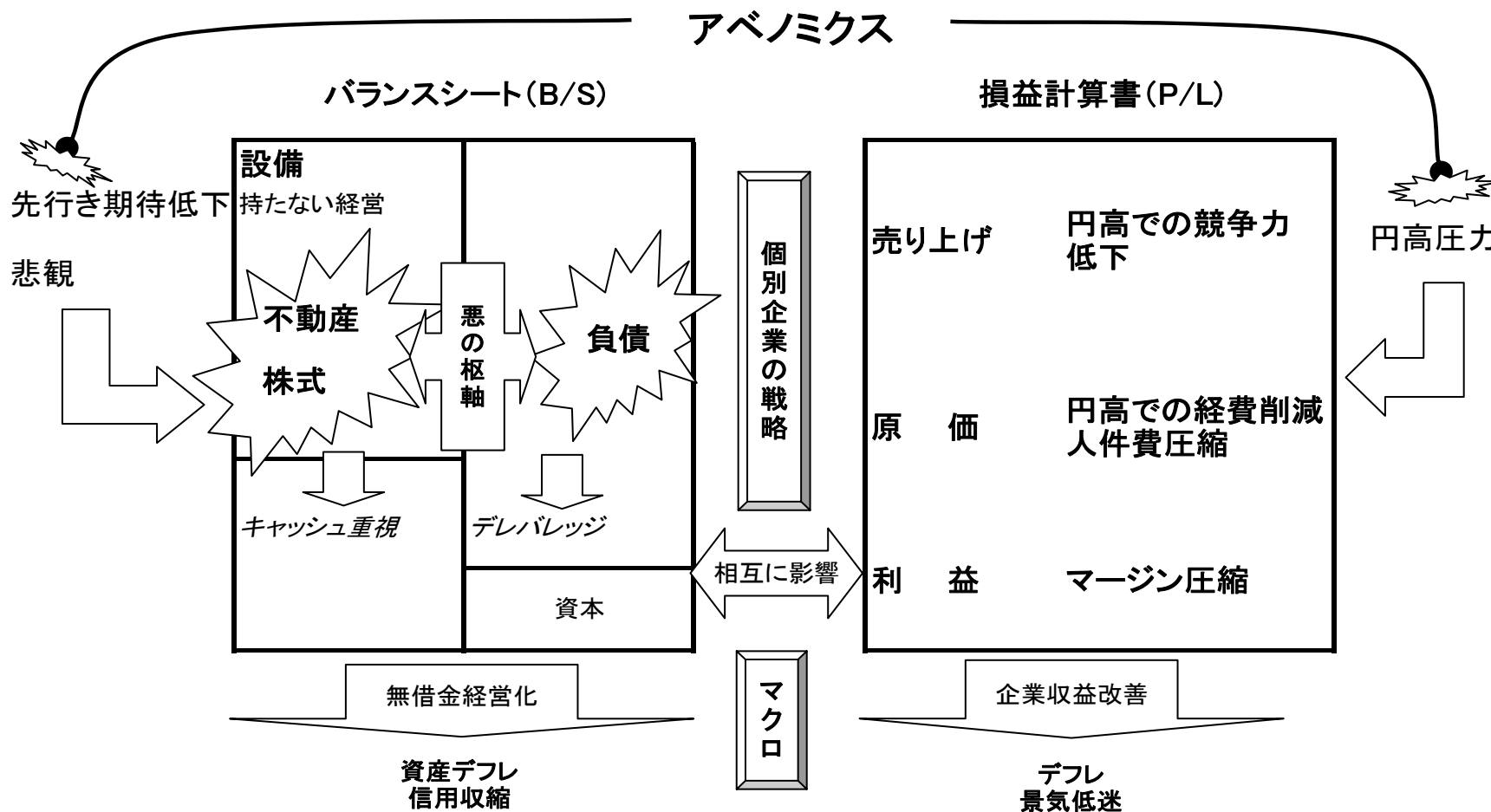


(資料) みずほ総合研究所

# なぜ企業行動は変わらなかったか、2014年には「薪が乾く」転換も

- ・ 企業行動の生き残り戦略が招いたデフレ圧力
- ・ アベノミクスのポイントは企業行動の原因となった、円高是正による成長戦略と先行き改善
- ・ 転換に向けて必要な「時間軸」とマインド改善に至る政策総動員策、2014年は変化の兆しも

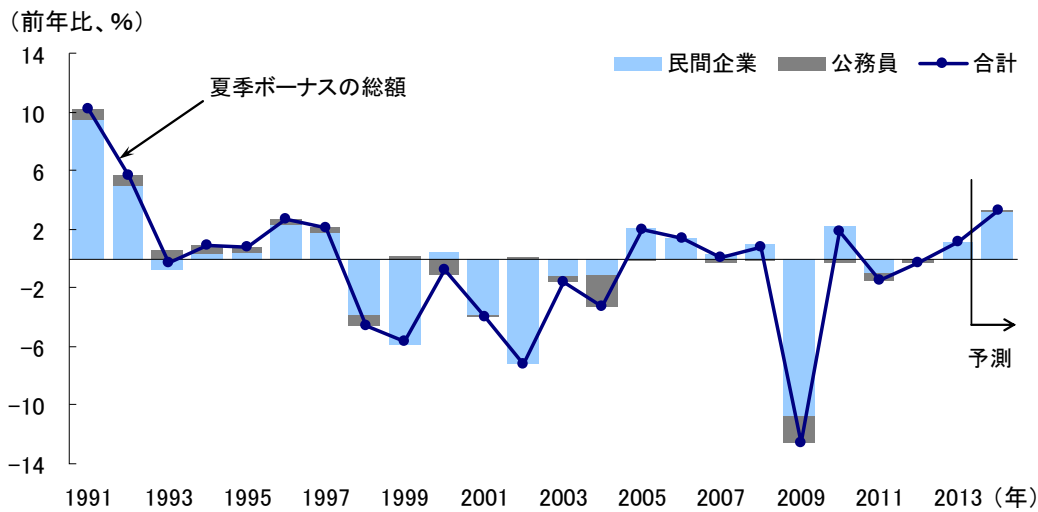
【バランスシート調整における企業財務の概念図】



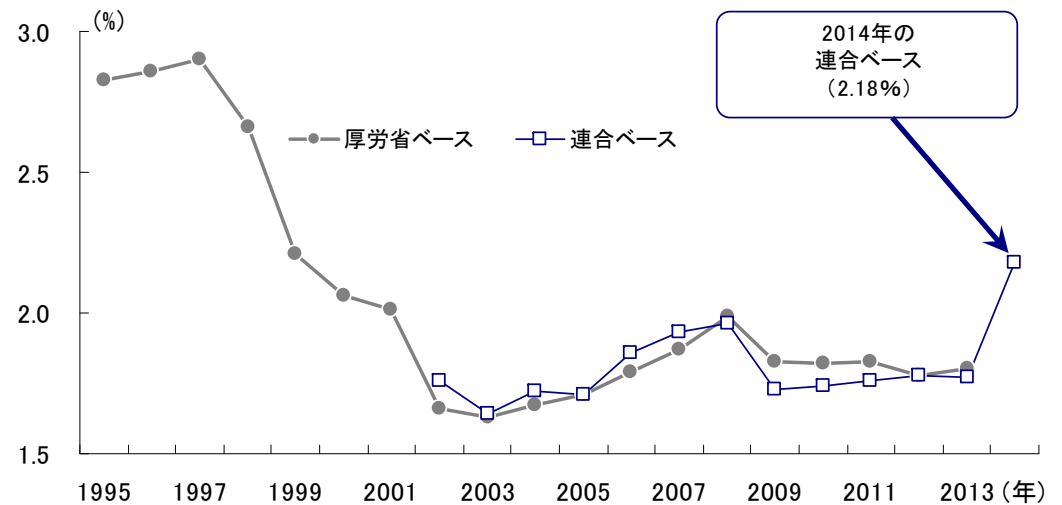
# ベアの上昇、ボーナスも伸び

- 今夏のボーナス総額は2年連続で増加し、その伸びは前年比+3.3%と1992年以来の高い伸びを見込む
- 厚生労働省ベースの春季賃上げ率は2.18%と、1999年並の水準まで回復すると予想

【日本の夏季ボーナスの伸び(長期推移)】



【日本の賃上げ率の推移】



(注) 連合ベースは、毎年の4月中旬頃の集計値。  
 (資料) 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況について」、日本労働組合総連合会「春季生活闘争回答集計結果について」よりみずほ総合研究所作成

# 政策金利の世界的な連動と「5回のジンクス」

## ・ 1970年代以降、日米欧の政策金利は連動と5回のジンクス

- ①日銀は日米欧で常に最後に利上げ
- ②日銀の利上げの翌年はすべて世界同時減速
- ③世界的な金融市場の変動と新興国問題、原油価格高騰

【世界の金融市場の5回のジンクスと6回目の展望】

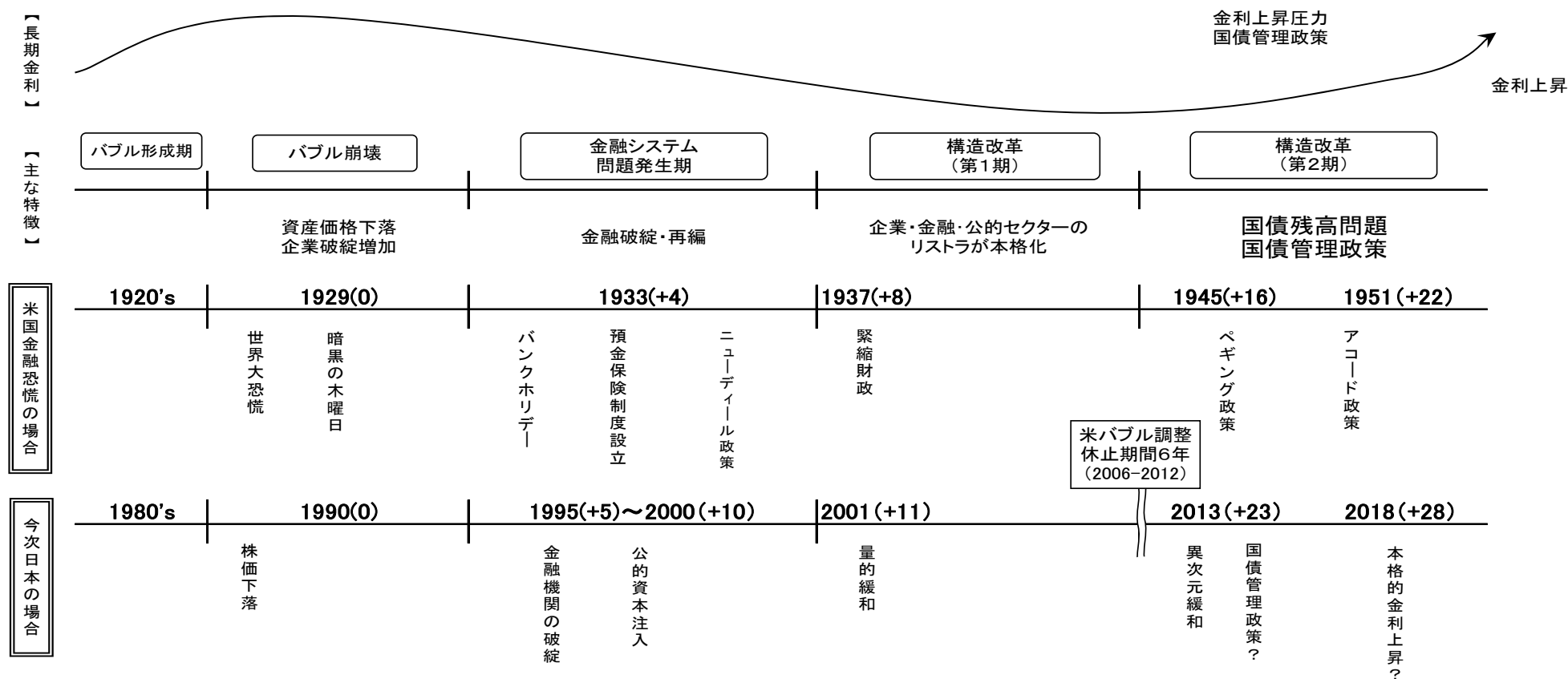
	米国引き締め開始時 公定歩合	ドイツ(ユーロ圏)引き 締め開始時公定歩合	日本の引き締め 開始時公定歩合	日本利上げ後の環境	原油価格動向
1回目 1970年代 前半	1973/1(二番目) 4.5% → 5%	1972/10(最初) 3% → 3.5%	1973/4(最後) 4.25% → 5%	74年から 世界的不況 独ヘルシュタット銀行問題	第一次 石油危機
2回目 1970年代 後半	1977/8(最初) 5.25% → 5.75%	1979/3(二番目) 3% → 4%	1979/4(最後) 3.5% → 4.25%	80年以降 世界的減速 ラテンアメリカ問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	1987/9(最初) 5.5% → 6%	1988/9(二番目) 3% → 3.5%	1989/5(最後) 2.5% → 3.25%	90年以降 世界的減速 S&L、LBO問題	イラク侵攻 原油価格上昇
4回目 1990年代 後半	1999/5(最初) 4.75% → 5% (FFレート)	1999/11(二番目) 2.5% → 3% (ECB政策金利)	2000/8(最後) 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	01年 ITバブル崩壊	10年ぶり 原油価格高騰
5回目 2000年代 半ば	2004/6(最初) 2.5% → 2.75% (FFレート)	2005/12(二番目) 2% → 2.25% (ECB政策金利)	2006/3(最後) 量的緩和転換 2006/7利上げ 0% → 0.25% (O/Nコールレート)	07年 サブプライム危機	原油価格高騰
6回目 今回	QE3からの出口を 模索	出口見えず	出口見えず		

(資料) みずほ総合研究所

# 米国大恐慌に学ぶ「ペギング」と国債管理政策の重要性

- ・大規模なバランスシート調整のプロセスで米国大恐慌後の類似性
- ・日本は米国の「ペギング(釘付け)」に伴う国債市場の長期金利管理化の可能性も
- ・日本においてこれから一層の重要性を増す国債管理政策と財政規律

【米国の大恐慌と日本の1990年代以降の国債管理政策】

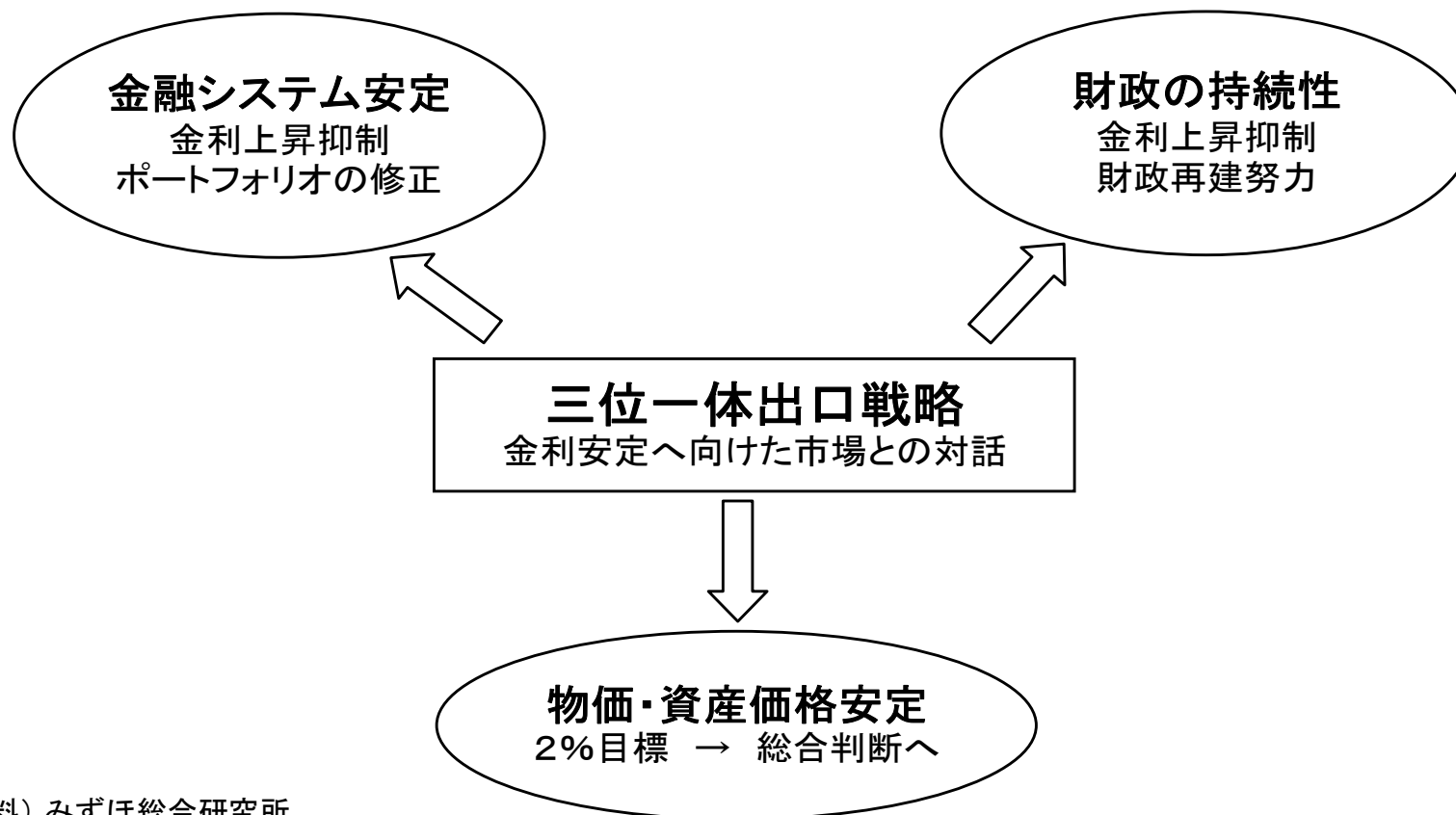


(資料) みずほ総合研究所

# 日銀の「出口戦略」と国債管理政策は猶予期間に

- ・日銀の「出口戦略」の実施が近づくタイミングでは、国債買入れ額の減少から長期金利が急上昇する可能性
- ・市場との対話により、金利上昇に猶予期間(フォワードガイダンス)を用意することがポイントに
- ・低金利持続(金融抑圧)による実質金利マイナスで、財政再建と金融機関の資産配分の見直しに

【出口における三位一体戦略の概念図】

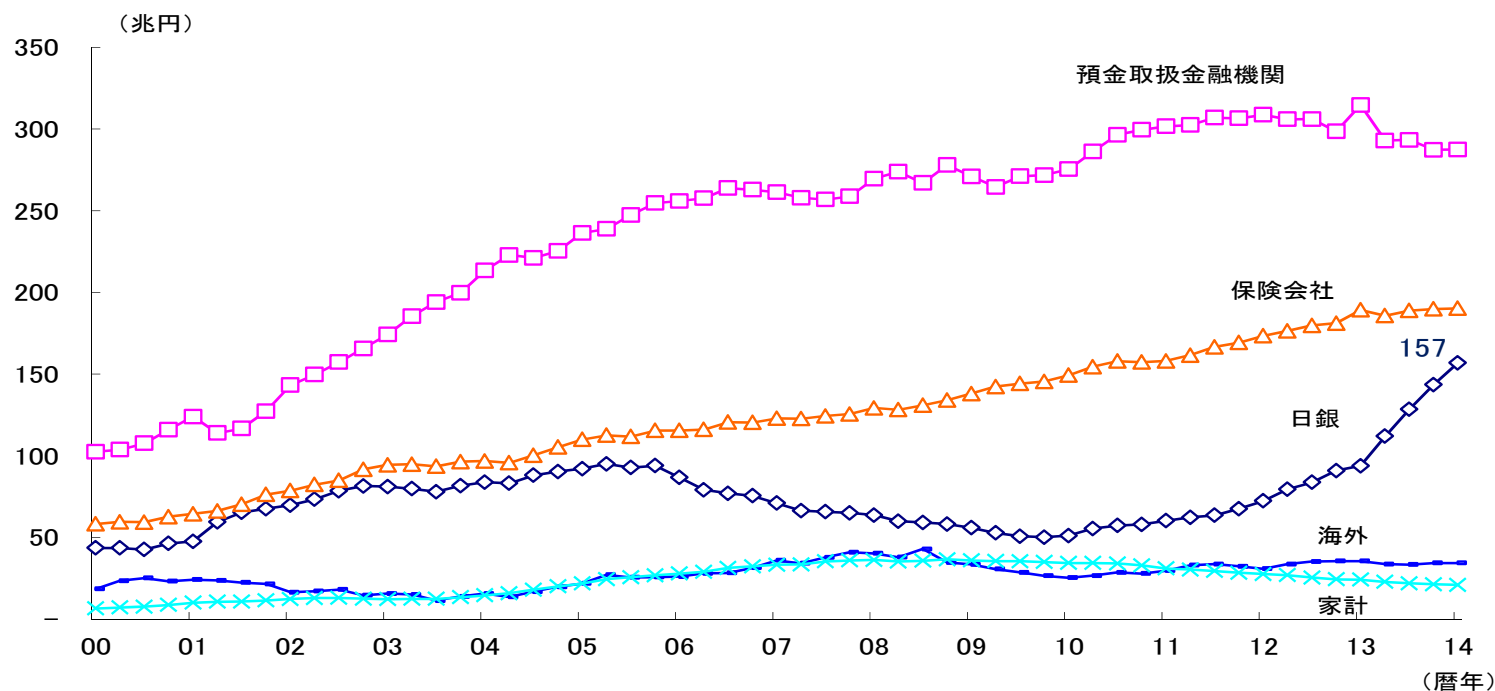


(資料) みずほ総合研究所

# 国債保有は銀行から日銀に

- ・銀行の国債保有は次第に縮小
- ・日銀が保有の20%を超える拡大に(日銀が金利リスクを肩代わり)

【国債保有額の推移】



(資料) 日本銀行よりみずほ総合研究所作成

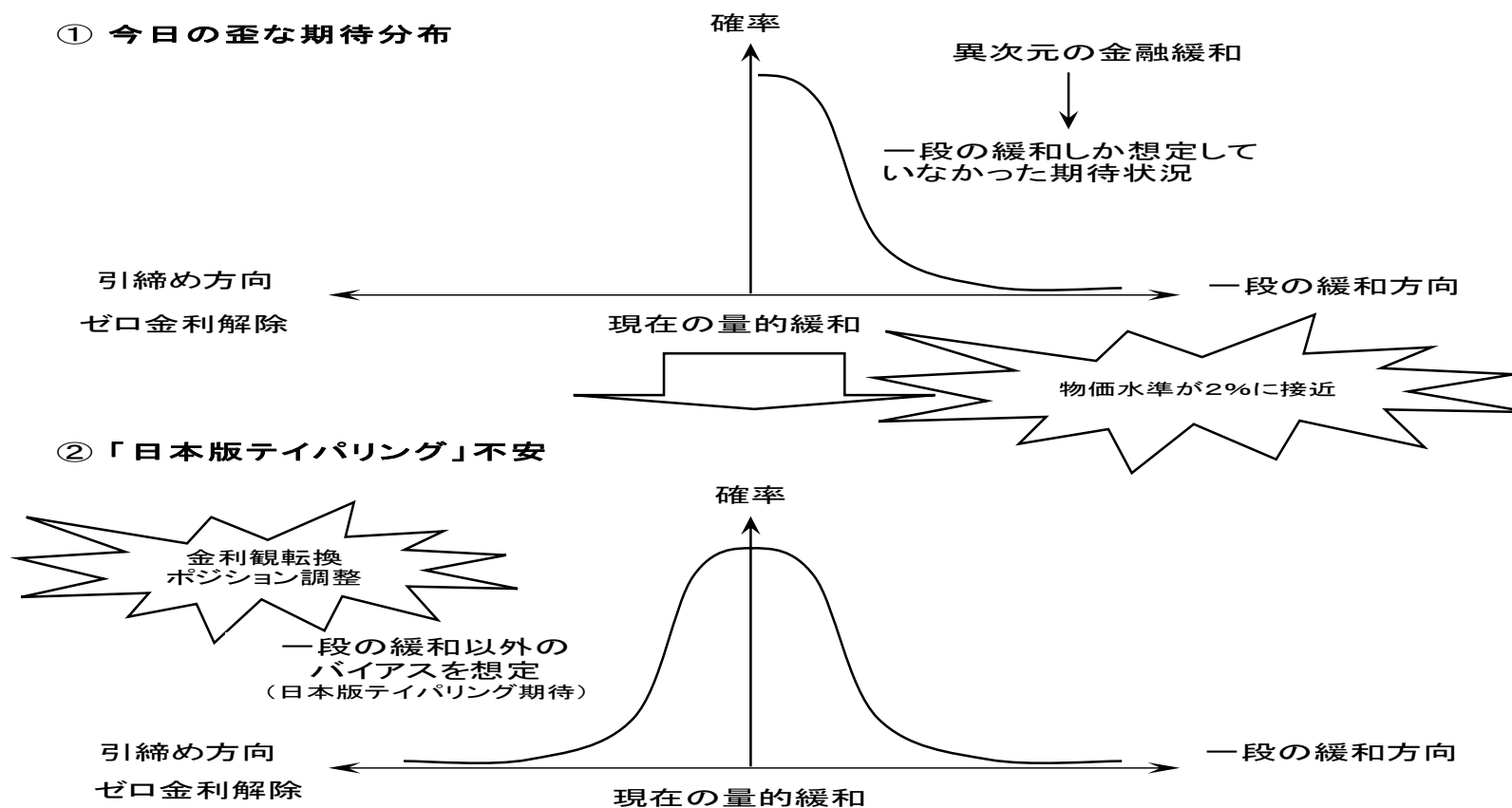


# 今後、JGBの最大の市場リスクは

○ 期待の転換がもたらす非連続的な変動に留意

- ・管理相場の状況は歪な期待形成のうえに成立
- ・追加緩和期待が日本版テイパリング不安に転じることが最大のリスクシナリオに

## 【物価への期待が変わる市場の金融政策の期待分布】



(資料) みずほ総合研究所

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、弊社が信頼に足り且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、弊社はその正確性・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。