

内閣府「資産の有効活用等に関する検討会」資料



BNP PARIBAS

日本経済と国債市場

BNPパリバ証券会社
投資調査本部長
チーフストラテジスト
島本 幸治

October 2010

< 内容 >

- I . 先進国デフレとアジアン・バブル …… P. 3
- II . 財政赤字のサステナビリティ …… P. 13
- III . 長期金利水準に関する考察 …… P. 22
- IV . 国債暴落を防ぐ処方箋 …… P. 26



I - 先進国デフレとアジアン・バブル

- ・日本経済は、緩やかな成長軌道が続く見通し

〔 当社の世界経済の見通し 〕

日米欧中の成長率・物価の見通し（前年比、%）				
日本	2009（実績）	2010	2011	2012
（年度） 実質GDP	-1.9	2.5 (1.93)	1.6 (1.58)	1.6
CPIコア	-1.6	-1.0 (-0.89)	-0.4 (-0.12)	0.2
米国型CPIコア	-1.0	-1.4	-0.5	0.2
（暦年） 実質GDP	-5.2	3.2	1.6	1.6
CPIコア	-1.3	-1.0	-0.7	0.1
米国型CPIコア	-0.7	-1.3	-0.8	-0.1
米国（暦年）	2009（実績）	2010	2011	2012
実質GDP	-2.6	2.6 (2.76)	1.6 (2.41)	2.6
CPI	-0.3	1.7	1.4	0.7
CPIコア	1.7	1.0	0.5	0.3
ユーロ圏（暦年）	2009（実績）	2010	2011	2012
実質GDP	-4.0	1.7	1.1	1.4
HICP	0.3	1.6	1.6	1.0
HICPコア	1.4	1.0	0.6	0.3
中国（暦年）	2009（実績）	2010	2011	2012
実質GDP	9.1	9.8 (9.97)	8.4 (9.09)	9.0
CPI	-0.1	2.9	3.0	3.6

（注）（ ）は、ESPのコンセンサス

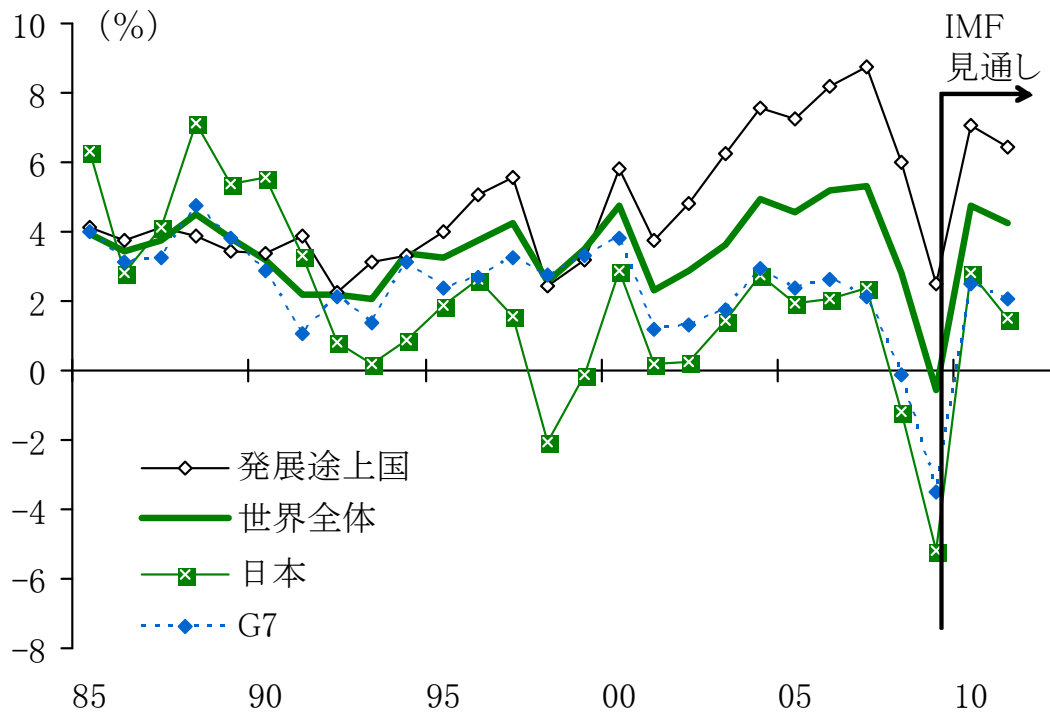
（出所）BNPパリバ証券作成



I - 先進国デフレとアジア・バブル

- ・ 90年代以降の世界経済は、先進国の低迷と新興国の堅調が定着（ニューノーマル）

〔世界経済の実質GDP成長率〕



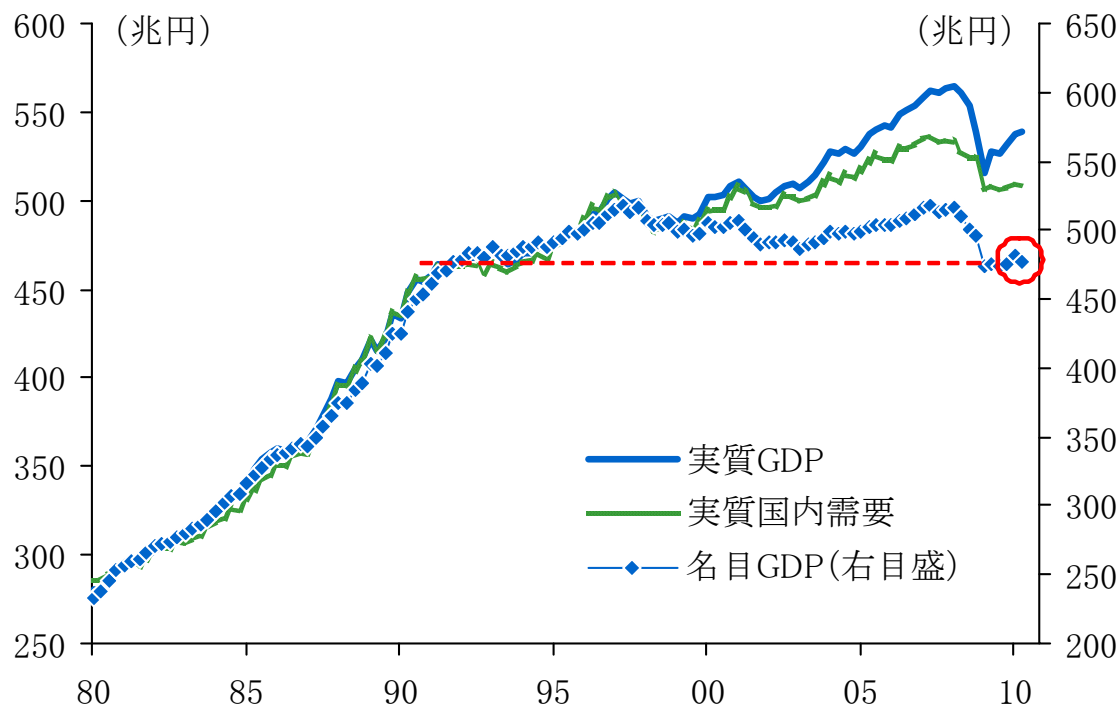
(出所)BNPパリバ証券作成



I - 先進国デフレとアジア・バブル

- ・日本の名目GDPは、19年前の水準で依然として低迷

〔日本：GDPの推移〕



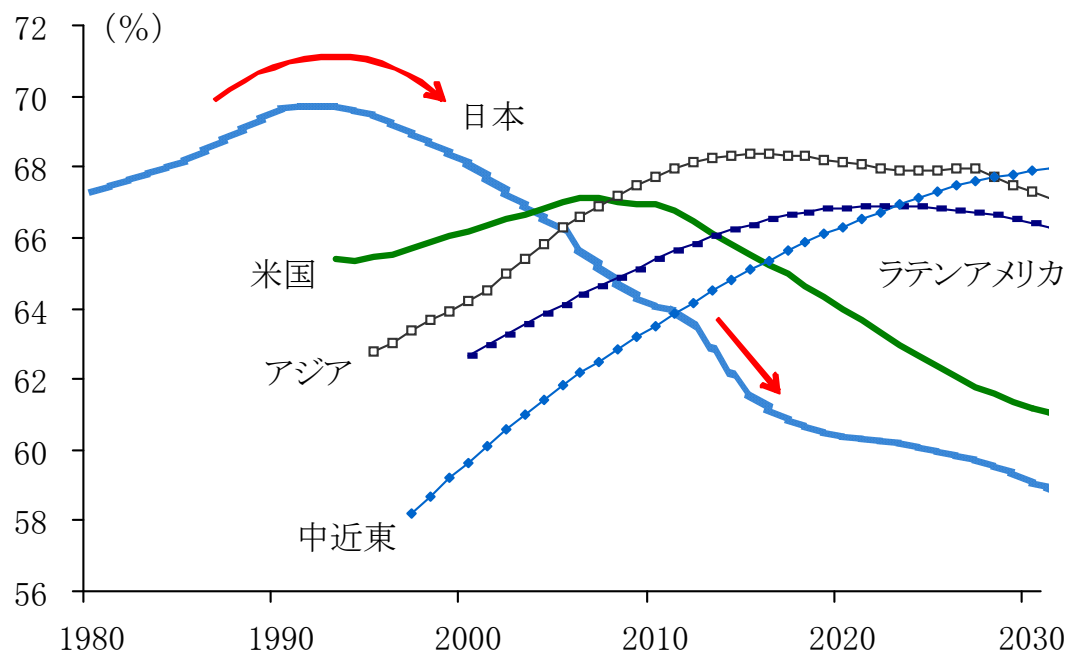
(出所)BNPパリバ証券作成



I - 先進国デフレとアジア・バブル

・日本経済は、世界で先駆けて「人口オーナス」の局面に移行

〔生産年齢人口の比率〕



(出所) BNPパリバ証券作成

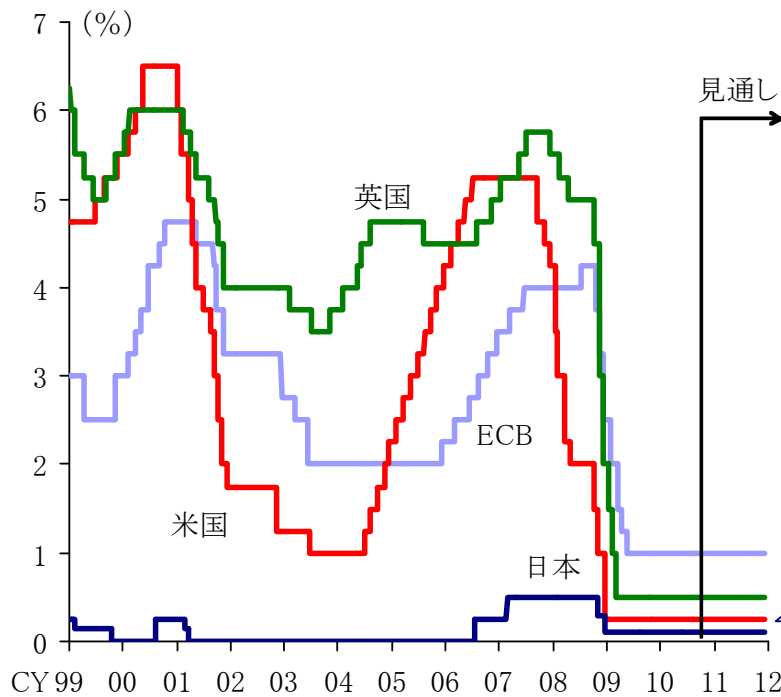


I - 先進国デフレとアジア・バブル

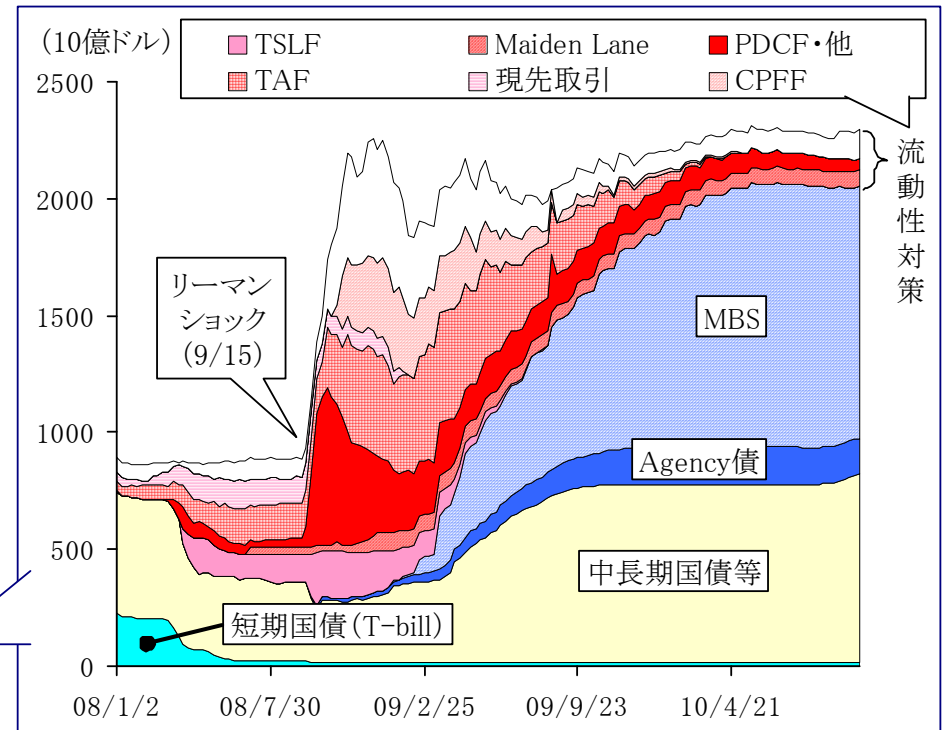
・FRBを始めとする各国の中央銀行は、非正統的な金融緩和を推進

〔先進国の金融緩和政策〕

< 主要国の政策金利 >



< FRBの資産項目の変化 >



(出所) BNPパリバ証券作成

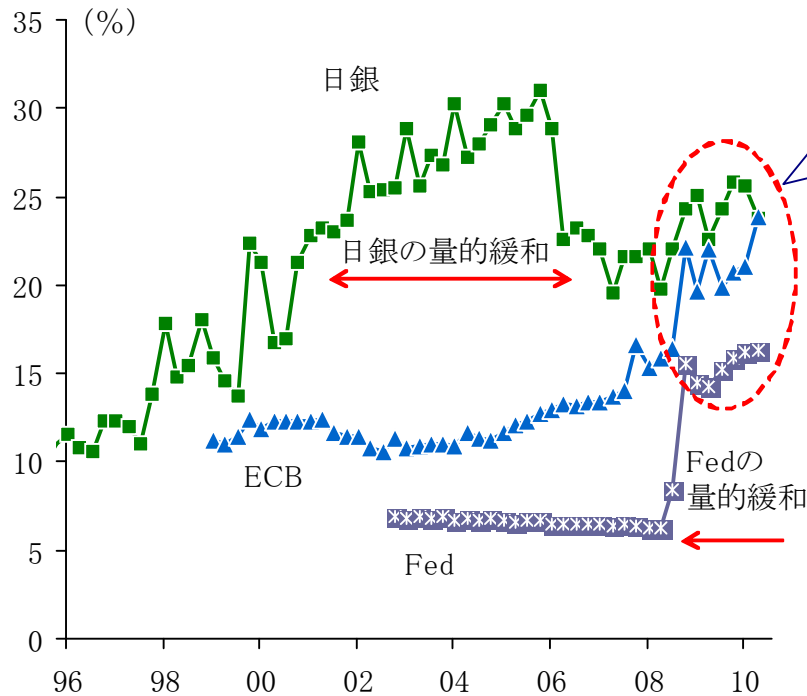


I - 先進国デフレとアジア・バブル

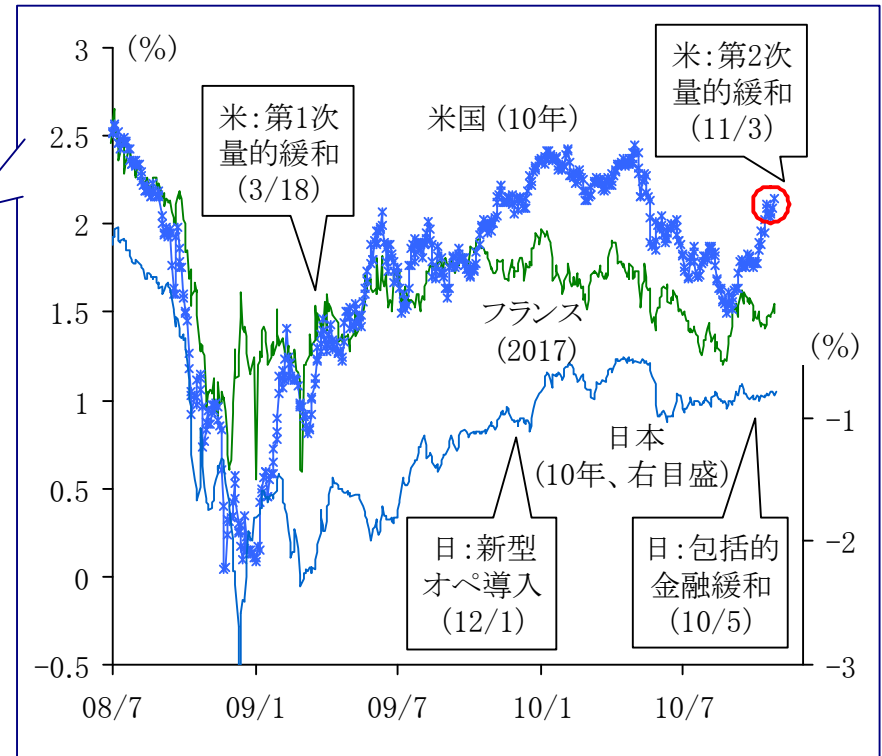
・三極通貨の番人は、競うようにバランスシートを膨らます展開

〔 中央銀行の資産規模とインフレ期待 〕

＜ 中央銀行のBS/GDP比率 ＞



＜ 日米仏:期待インフレ率(10年BEI) ＞



(出所) BNPパリバ証券作成

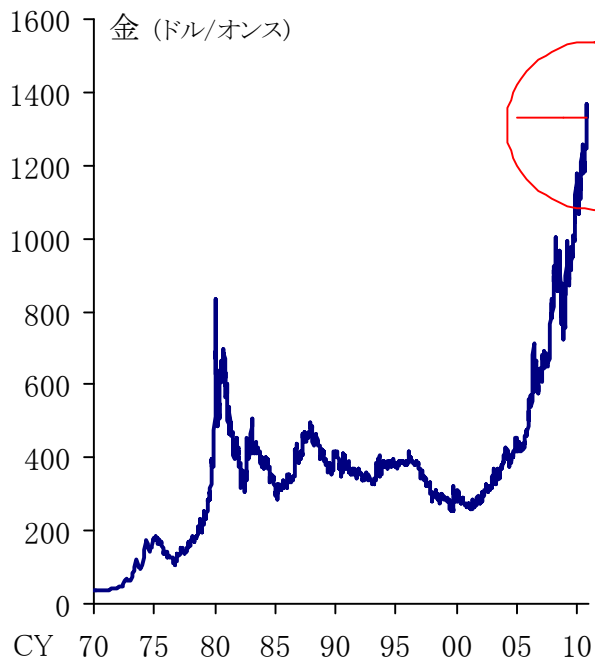


I - 先進国デフレとアジア・バブル

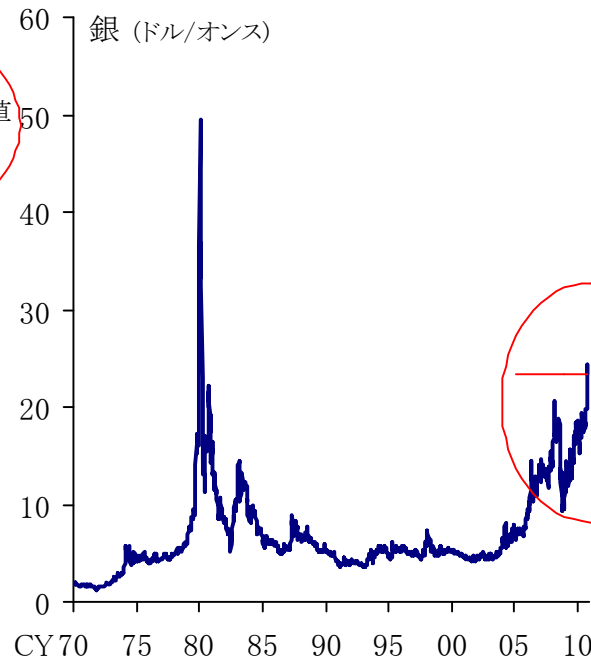
・ 貴金属など国際商品市況は、軒並み歴史的な高水準に

〔 貴金属の市況 〕

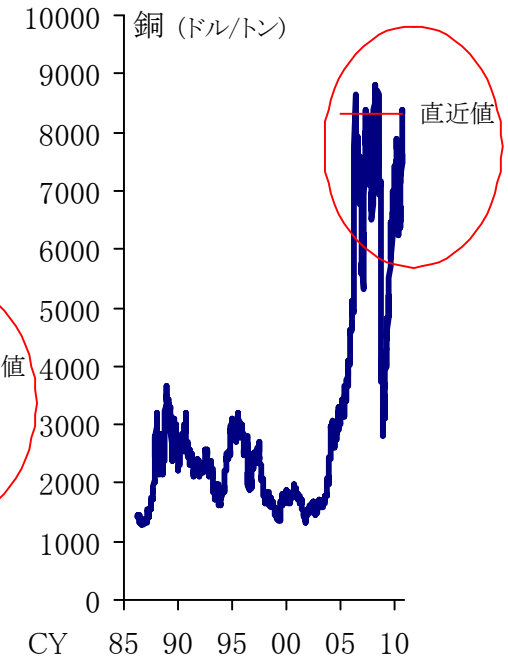
< 金価格 >



< 銀価格 >



< 銅価格 >



(出所) BNPパリバ証券作成

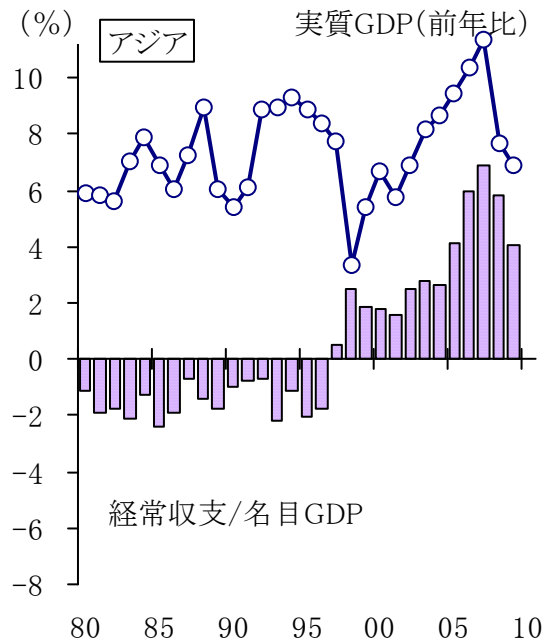


I - 先進国デフレとアジア・バブル

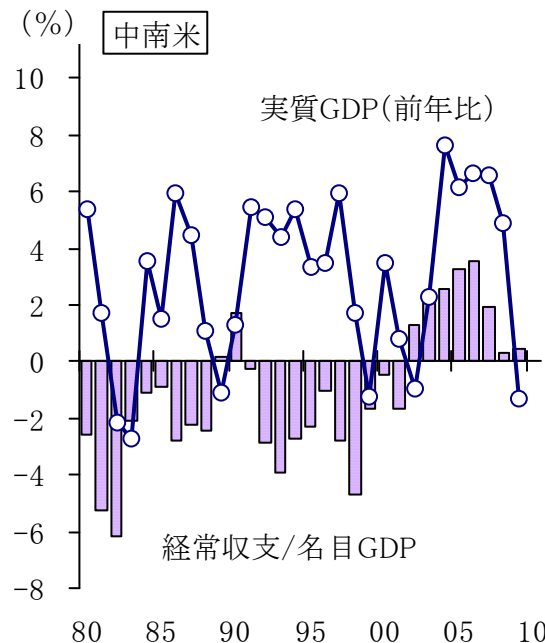
・新興国経済圏のなかでは、アジアの良好なファンダメンタルズが目立つ

〔新興国経済圏の比較〕

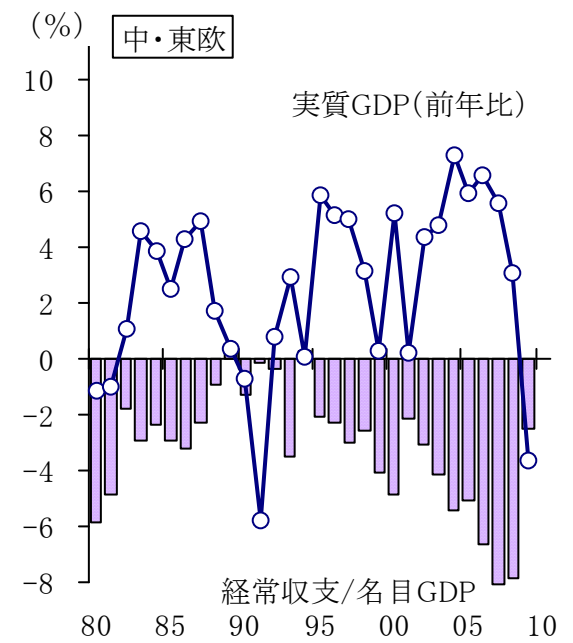
< アジア >



< 中南米 >



< 中・東欧 >



(出所) BNPパリバ証券作成

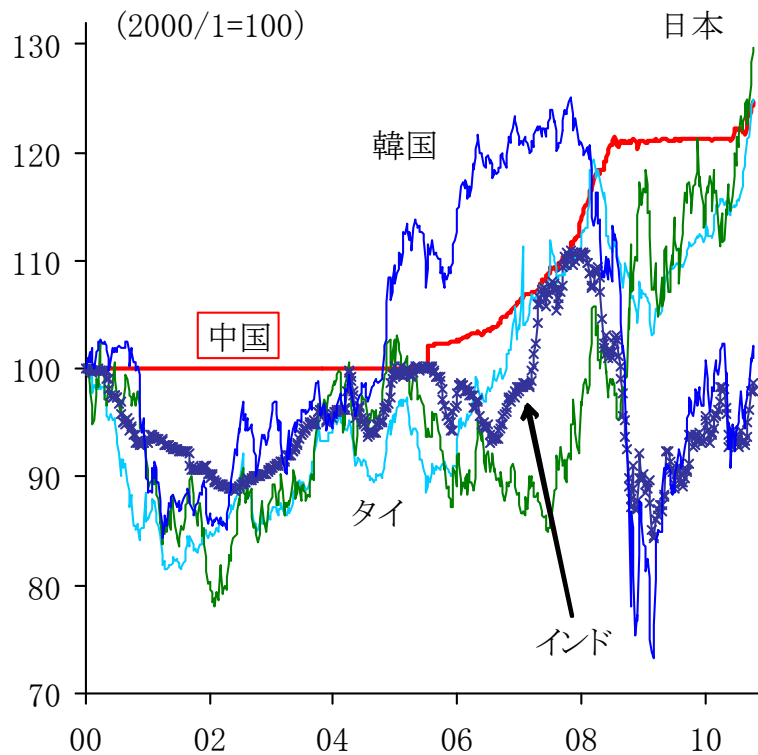


I - 先進国デフレとアジア・バブル

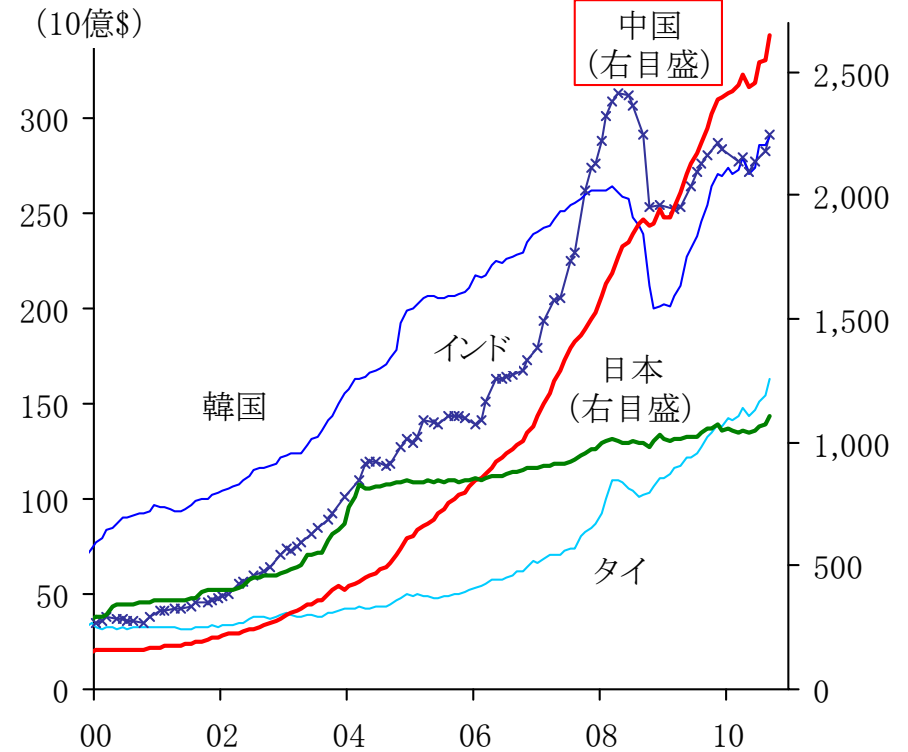
- ・中国バブルは、周辺アジア地域に波及する状況

〔アジア：各国通貨と外貨準備〕

＜アジア通貨の対ドルレート＞



＜アジア各国の外貨準備高＞



(出所)BNPパリバ証券作成



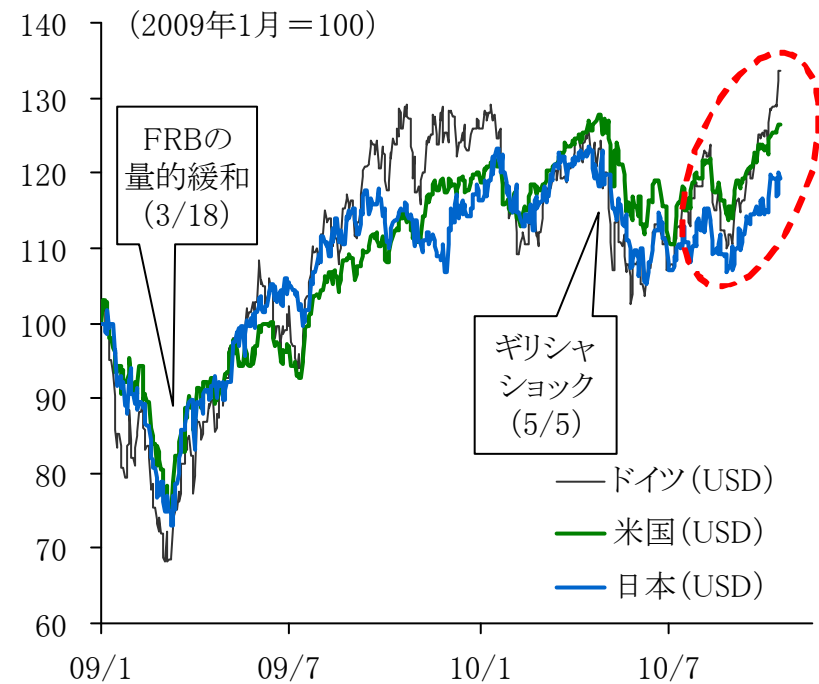
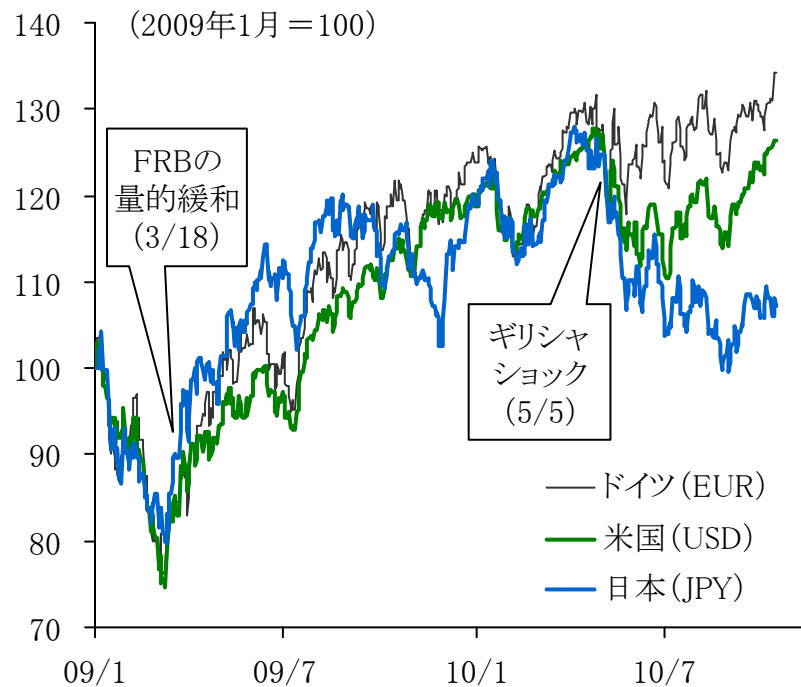
I - 先進国デフレとアジア・バブル

- ・日本経済は閉塞観が強い一方、世界経済には金融緩和の効果も

〔日米独の株価指数〕

＜各国通貨建て＞

＜ドル建て＞



(出所)BNPパリバ証券作成

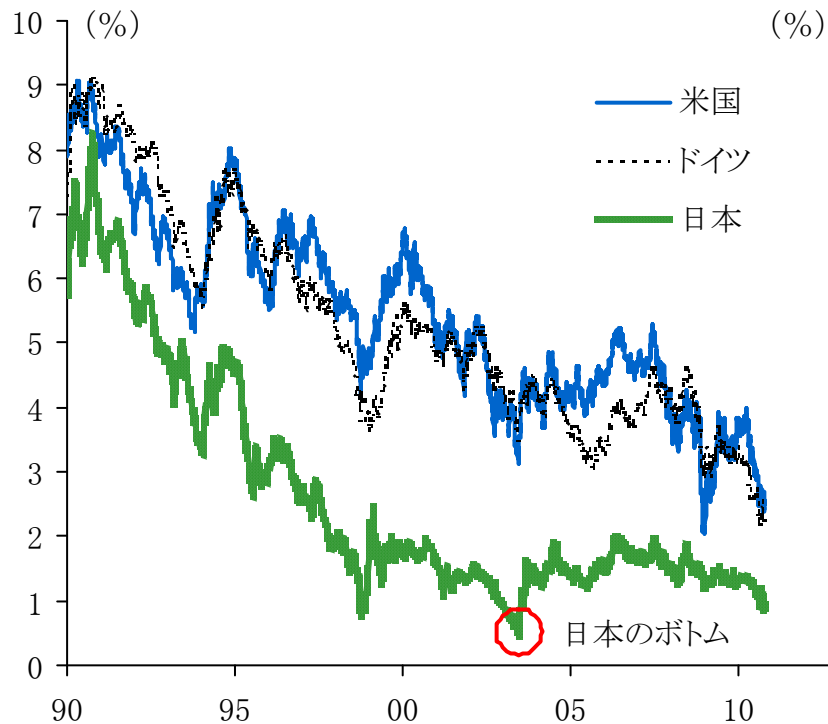


II - 財政赤字のサスティナビリティ

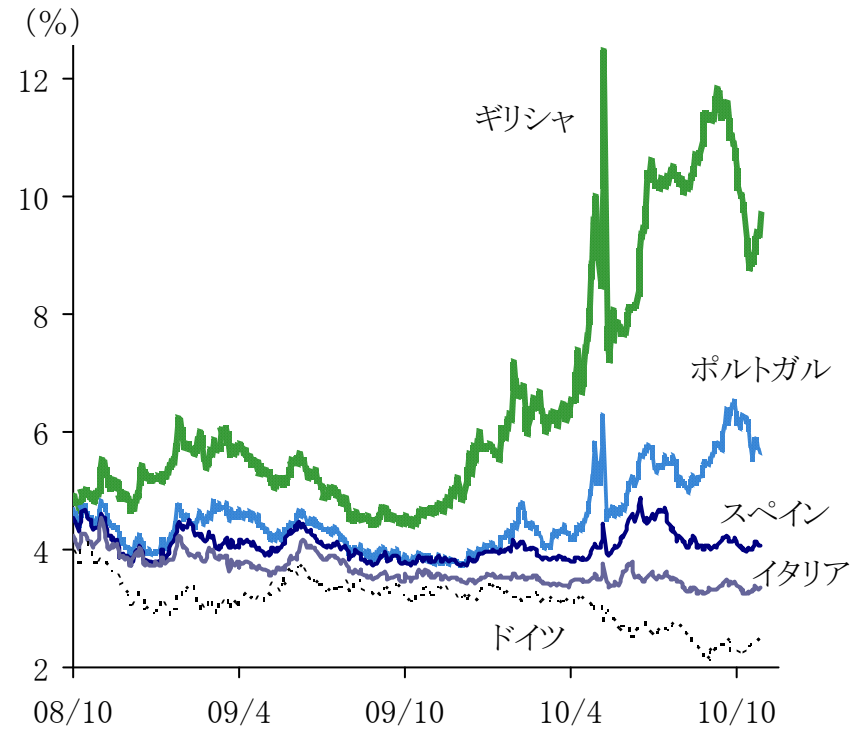
- ・ 欧米主要国の長期金利は日本を追いかける様に低下。他方、財政悪化で急上昇する国も

〔各国の長期金利〕

< 日米独(1990年以降) >



< 南欧諸国(リーマンショック後) >



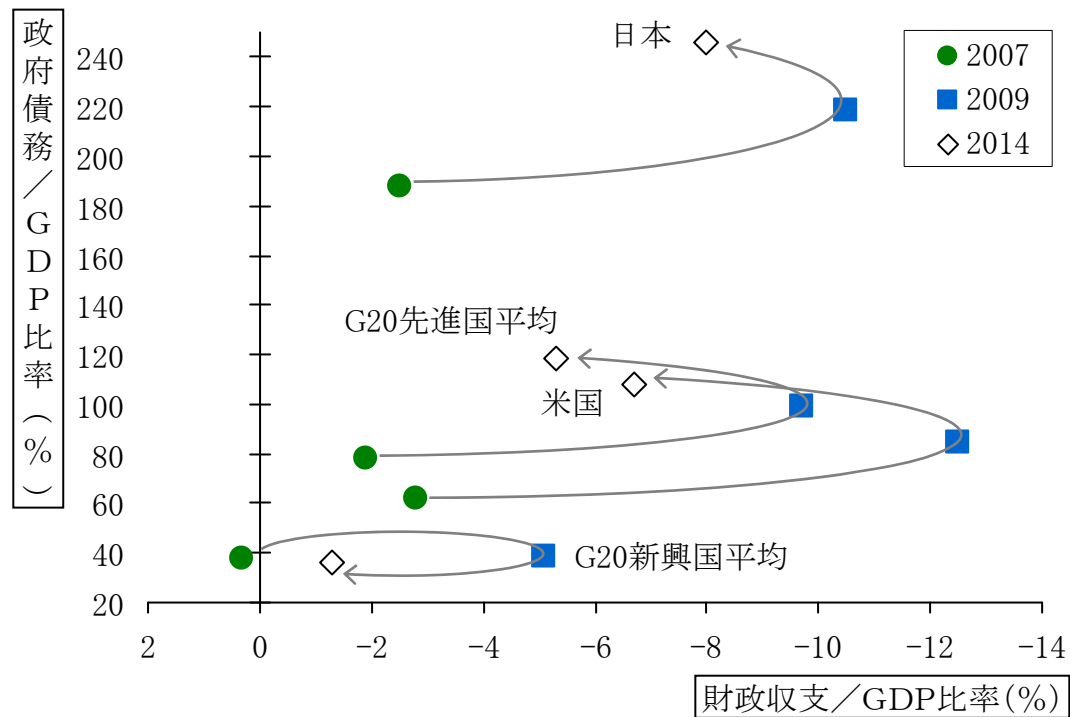
(出所) BNPパリバ 証券作成



II - 財政赤字のサスティナビリティ

・日本の政府債務の比率は、先進国の中でも突出して高い

〔 政府債務と財政赤字 〕

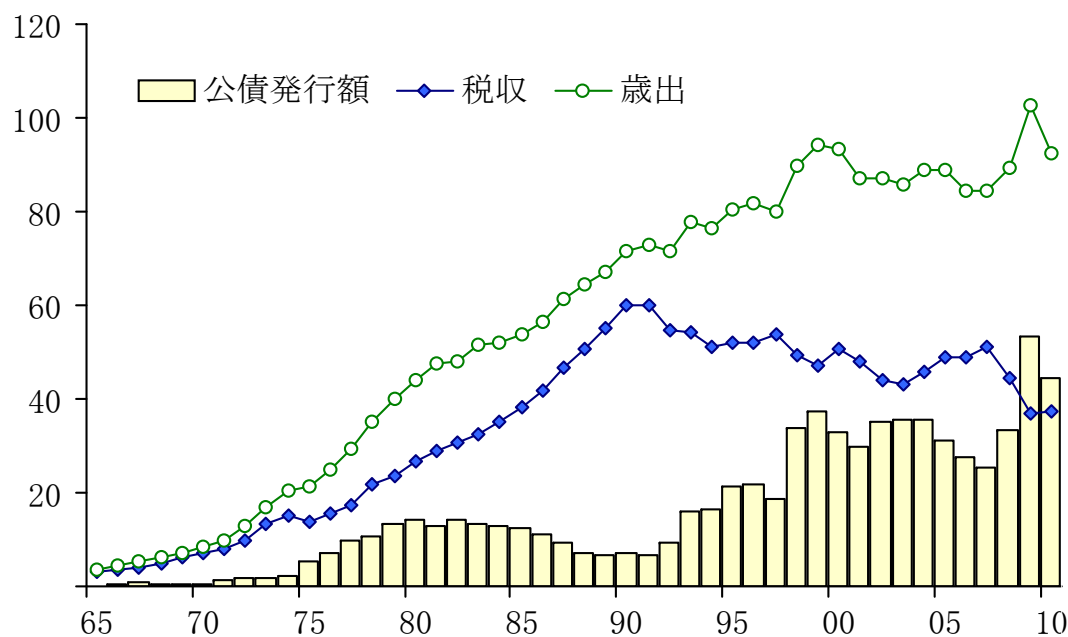


(出所)IMF資料よりBNPパリバ証券作成

II - 財政赤字のサステナビリティ

・日本の財政悪化は、主にデフレに伴う税収低迷を反映

〔一般会計の歳出と税収〕



(出所) BNPパリバ証券作成

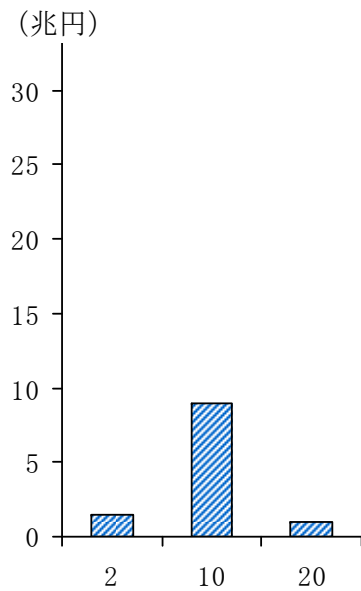


II - 財政赤字のサステナビリティ

- ・日本政府は、国債発行の多様化と年限の長期化を推進

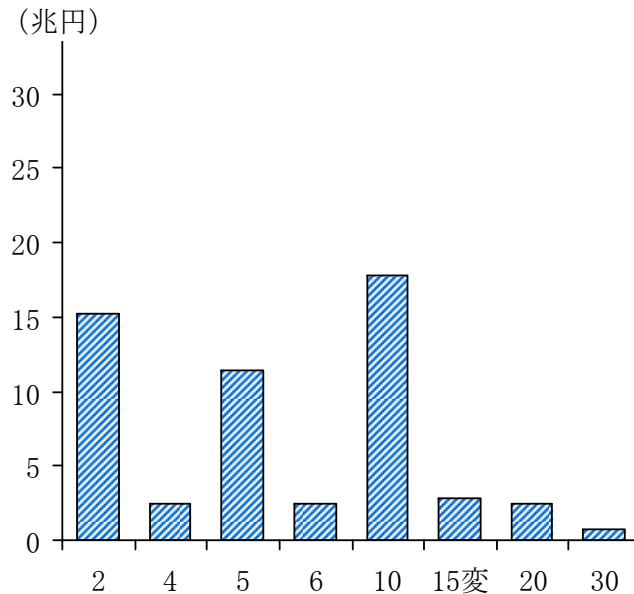
〔 年限別国債発行額の変遷 〕

< 1990年度 >



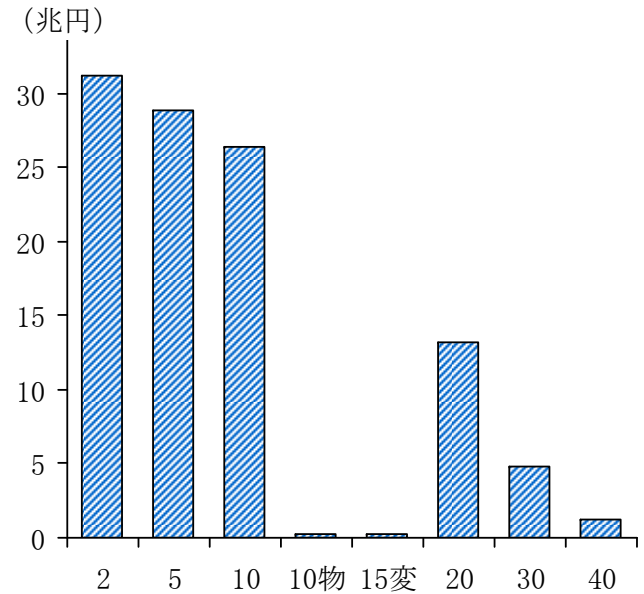
平均償還年限: 6年3ヶ月

< 2000年度 >



平均償還年限: 5年0ヶ月

< 2010年度 >



平均償還年限: 7年6ヶ月

(出所)BNPパリバ証券作成

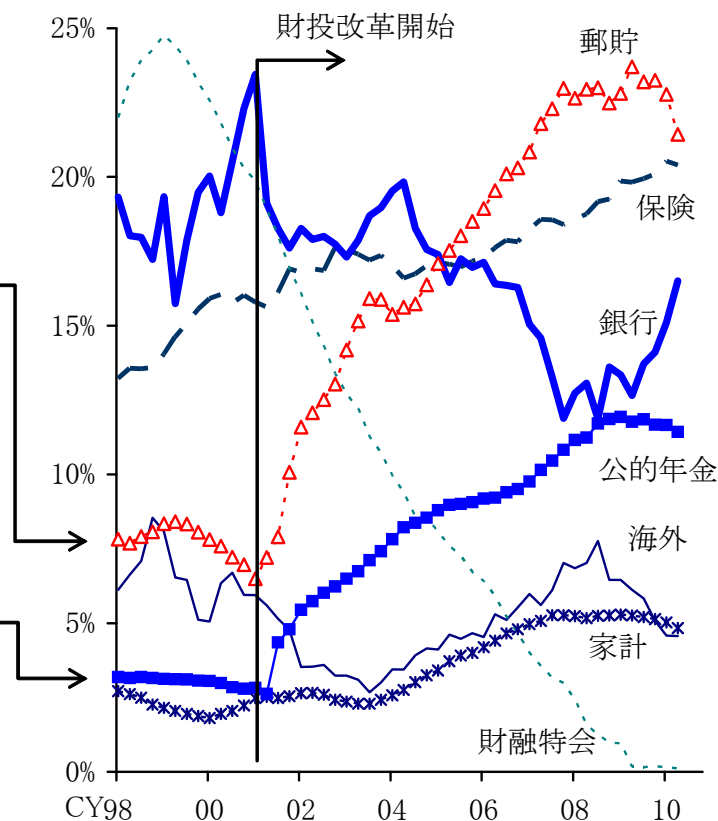


II - 財政赤字のサステナビリティ

- ・ 国債保有シェアを見ると、郵便貯金や公的年金に代わり、保険や銀行の存在感が高まる状況

〔 国債保有主体別構成 〕

(単位:兆円)	直近 (2010/06)		相場高値 (2003/6)		増減	
	残高	構成比	残高	構成比	残高	構成比
中央銀行*	56.3	7.9%	78.9	14.4%	▲22.6	▲6.5%
銀行等	117.3	16.5%	100.3	18.4%	17.0	▲1.9%
国内銀行	73.7	10.4%	59.7	10.9%	13.9	▲0.6%
在日外銀	3.6	0.5%	5.6	1.0%	▲2.0	▲0.5%
農林水産金融機関	16.9	2.4%	18.6	3.4%	▲1.7	▲1.0%
中小企業金融機関等	23.1	3.2%	16.3	3.0%	6.7	0.3%
郵便貯金(自主運用)*	152.3	21.4%	82.7	15.1%	69.6	6.3%
保険	144.9	20.4%	94.4	17.3%	50.5	3.1%
公的生保*	66.4	9.3%	49.9	9.1%	16.5	0.2%
民間生保	78.5	11.0%	26.7	4.9%	51.8	6.2%
損保	4.6	0.6%	2.7	0.5%	1.8	0.1%
共済保険	21.6	3.0%	15.1	2.8%	6.5	0.3%
年金(除く公的)	27.7	3.9%	18.7	3.4%	9.0	0.5%
投資信託	11.1	1.6%	9.3	1.7%	1.8	▲0.1%
財政融資資金*	0.9	0.1%	61.5	11.3%	▲60.6	▲11.1%
ディーラー・ブローカー	27.8	3.9%	18.4	3.4%	9.4	0.6%
一般政府*	80.3	11.3%	39.4	7.2%	40.9	4.1%
公的年金	77.8	11.0%	37.9	6.9%	40.0	4.0%
家計	34.4	4.8%	12.5	2.3%	21.9	2.6%
対家計民間非営利団体	14.7	2.1%	5.5	1.0%	9.2	1.1%
海外	32.4	4.6%	17.6	3.2%	14.8	1.3%
その他	10.4	1.5%	7.0	1.3%	3.4	0.2%
合計	710.4	100%	546.0	100%	164.4	0.0%
内)公的部門計(*)	356.1	50.1%	312.3	57.2%	43.7	▲7.1%



(出所) 日銀資金循環よりBNPパリバ作成

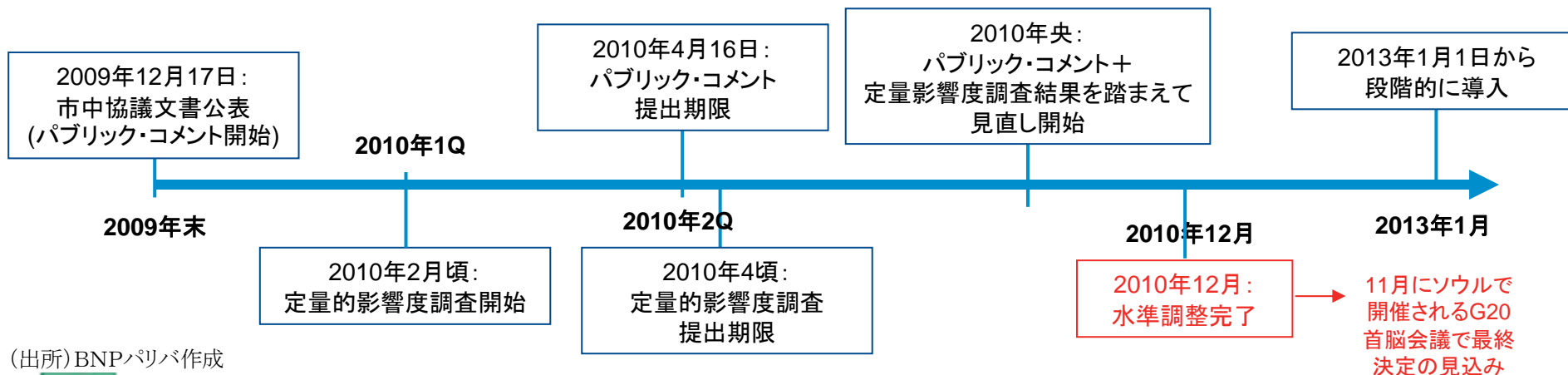


II - 財政赤字のサステナビリティ

- ・ 国際的な銀行規制の強化が与える影響にも留意の要

〔 バーゼルⅢ改革案の骨子 〕

- 銀行セクターの強靱性の強化
 - 自己資本の質の強化
 - リスク捕捉の強化(カウンターパーティ・リスクの取扱いの強化等)
 - レバレッジ比率規制(補完的指標)の導入
 - プロシクリシティ(景気変動増幅効果)の抑制
- 流動性リスク計測、基準、モニタリングのための国際的枠組
 - 流動性規制の導入



(出所) BNPパリバ作成



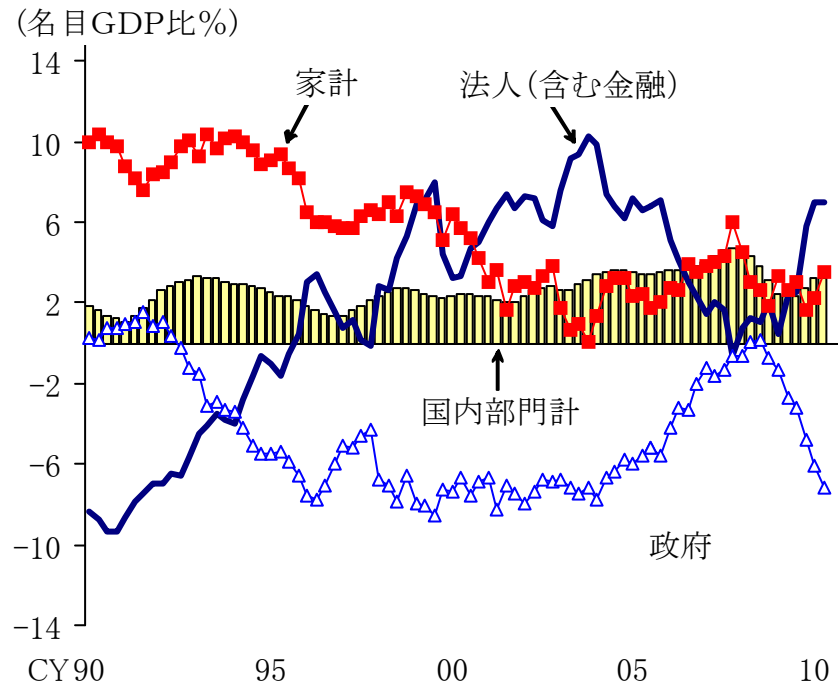
BNP PARIBAS

II - 財政赤字のサステナビリティ

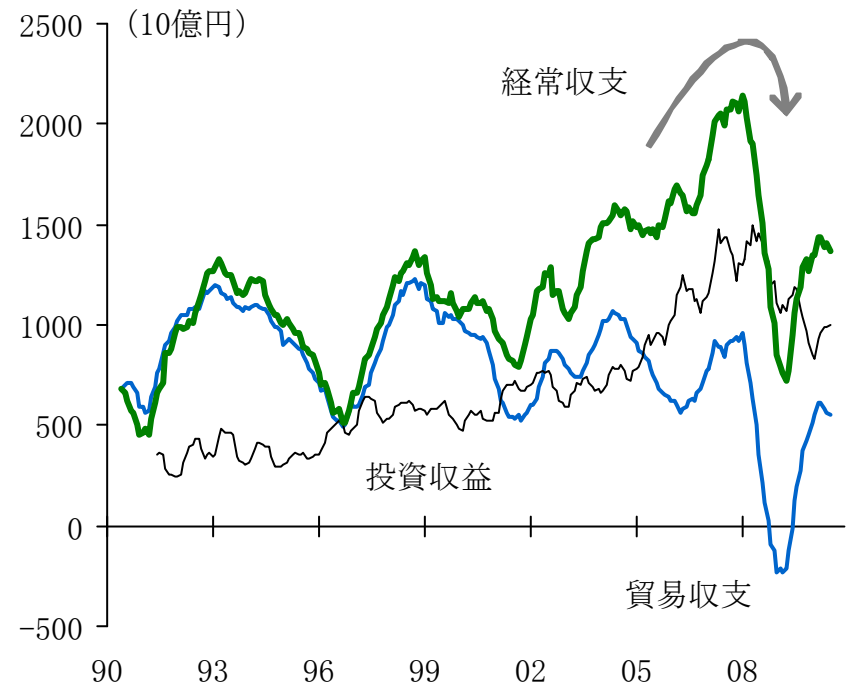
- ・ 国債安定消化に貢献してきた国内資金余剰に変化の兆しも

〔 国内資金余剰の動向 〕

< 部門別資金過不足 >



< 経常収支のトレンド >



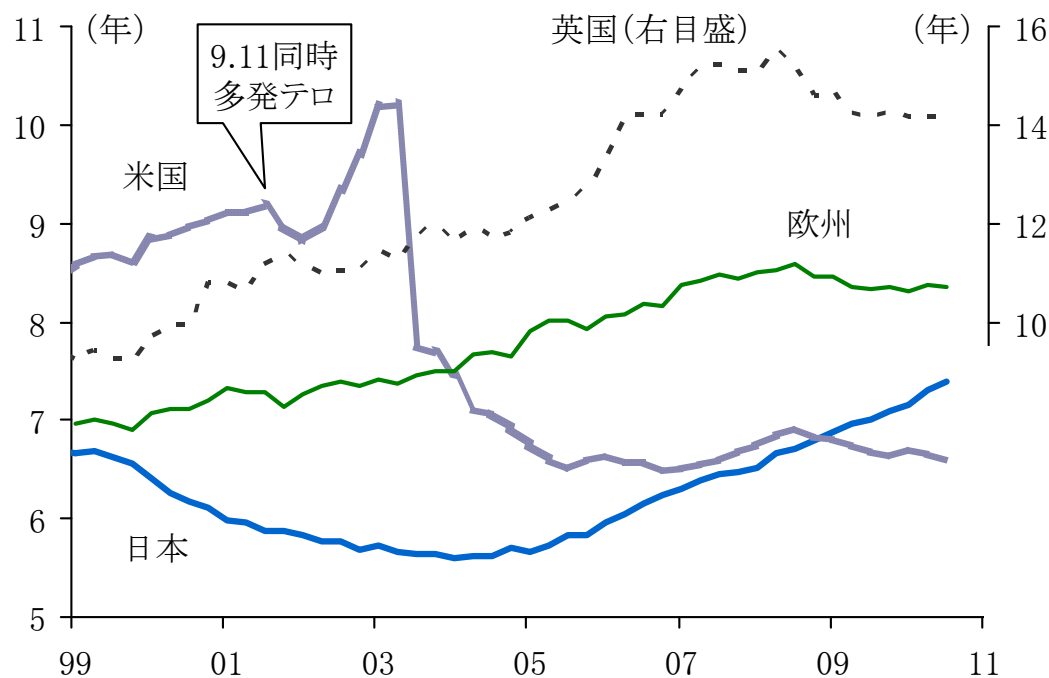
(注) ネット資産・負債残高はSNA統計より
(出所) BNPパリバ証券作成



II - 財政赤字のサスティナビリティ

- 投資家層拡大やリファイナンスリスク抑制の為に、発行国債の年限長期化が必要に

〔各国の国債平均年限〕



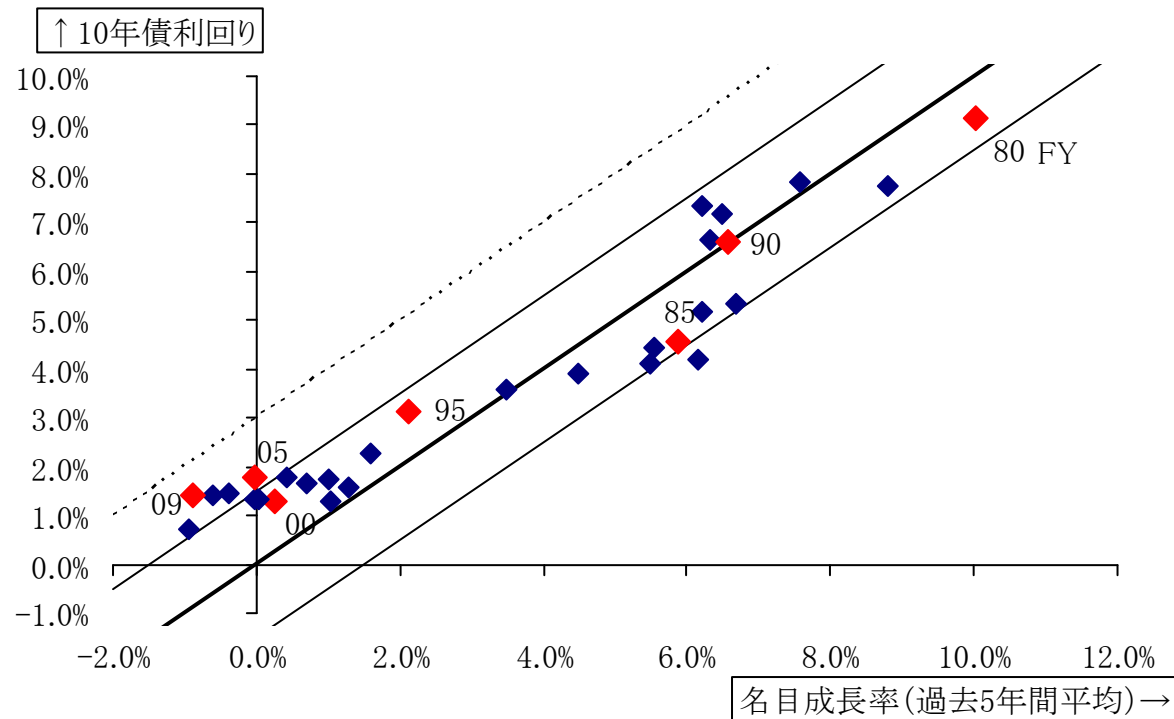
(出所) BNPパリバ証券作成



Ⅲ - 長期金利水準に関する考察

- 一般に、長期金利は名目成長率と同程度に収斂する傾向がある

〔日本の長期金利と名目成長率の関係〕



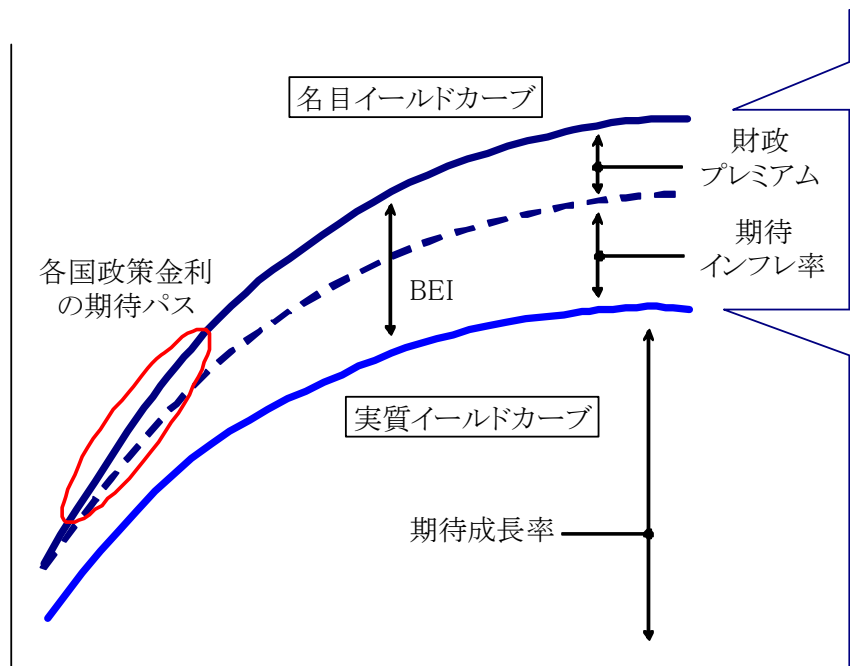
(出所) BNPパリバ証券作成

Ⅲ - 長期金利水準に関する考察

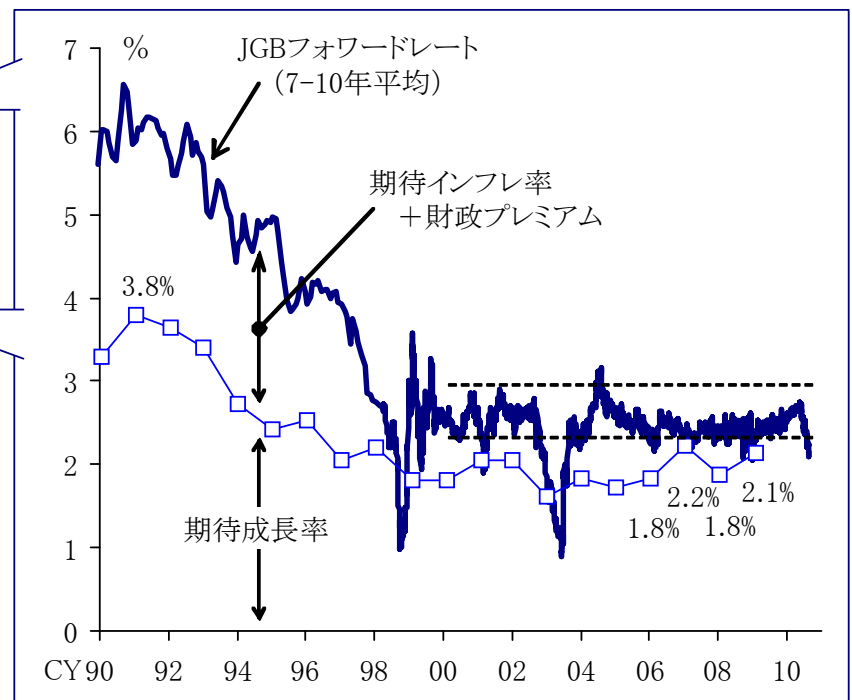
- ・ 今後はイールドカーブに内包される財政プレミアムの行方が焦点に

〔 長期金利 = 期待成長率 + 期待インフレ率 + 財政プレミアム 〕

＜ イールドカーブの概念図 ＞



＜ 均衡金利水準と期待成長率 ＞



(出所) BNPパリバ証券作成

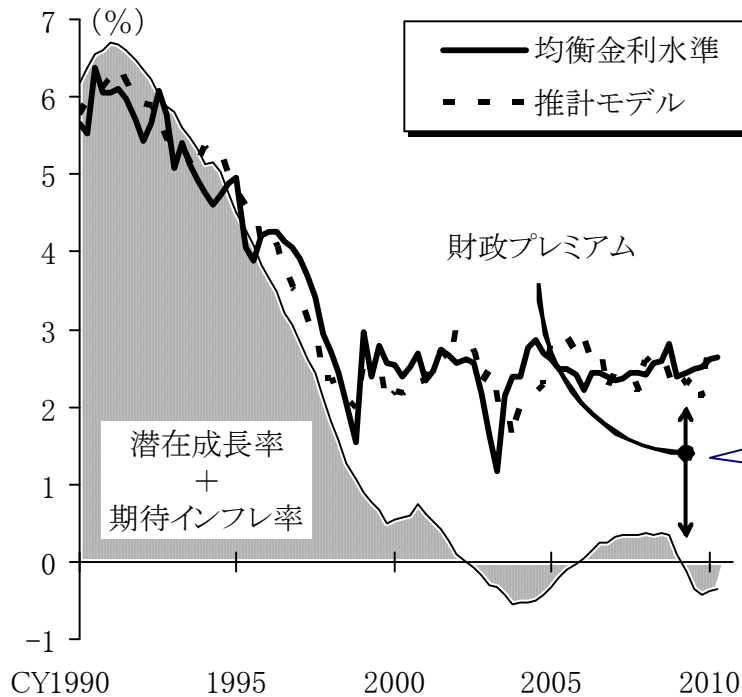


Ⅲ - 長期金利水準に関する考察

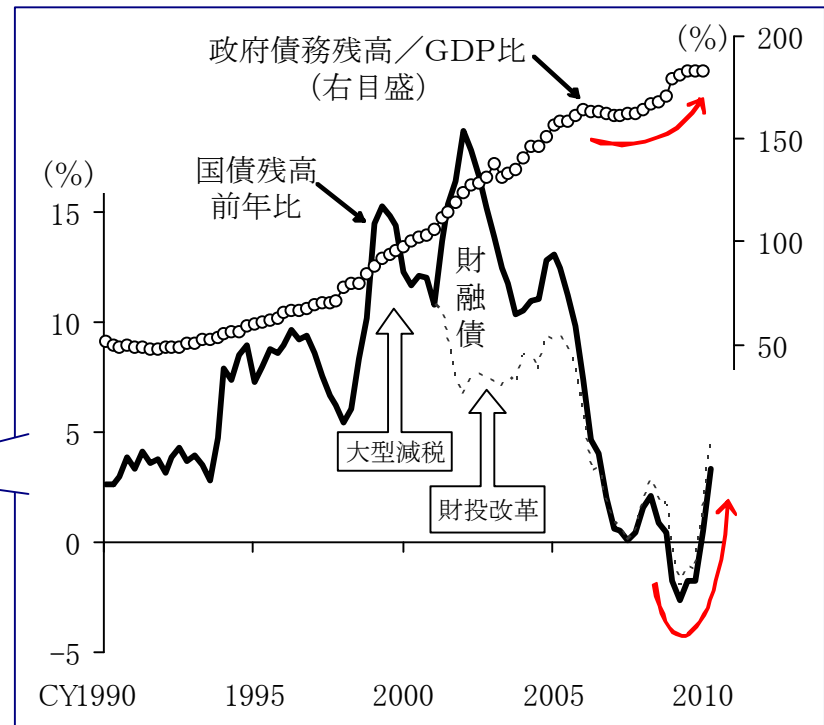
- ・ JGBイールドカーブの均衡金利水準は、財政悪化等を背景に徐々に上昇する公算

[JGB財政プレミアムの考察]

< 財政プレミアムの推計 >



< 財政赤字のフロー要因とストック要因 >



(注) 財政プレミアム = 0.0939 * フロー要因 + 0.0598 * ストック要因 - 1.917
 (t値) (11.06) (27.34)

推計期間: Cy1990/1Q~2010/1Q、自由度修正R2=0.91、D.W.=0.930

財政プレミアム = 均衡金利水準 - 名目GDPの23期移動平均、均衡金利水準: JGBフォワードレートの7~10年後の平均

フロー要因: 国債残高前年比、ストック要因: 政府債務/名目GDP比率

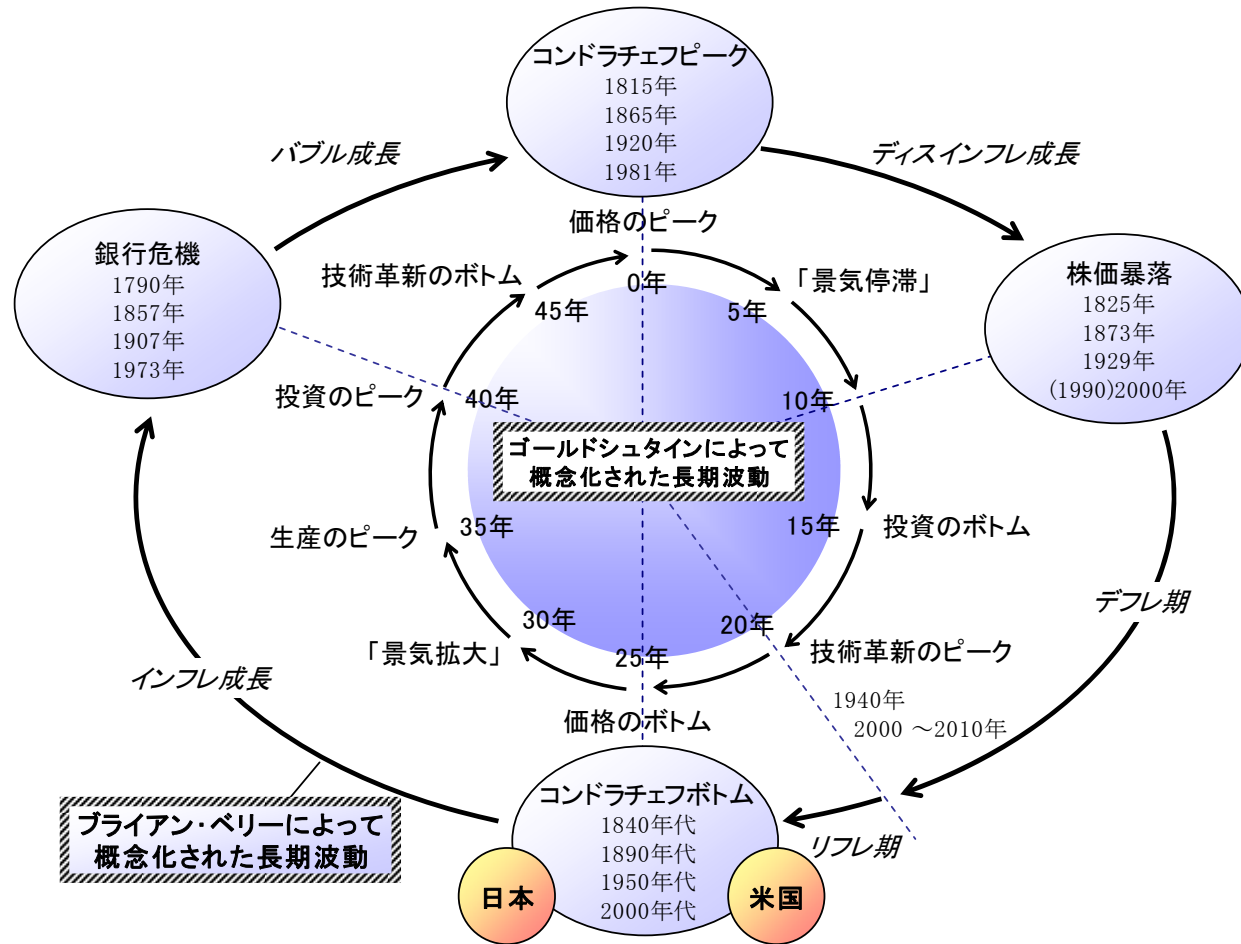
(出所) BNPパリバ証券作成



Ⅲ - 長期金利水準に関する考察

・ 経済政策の潮流は、「小さな政府、規制緩和」から「大きな政府、規制強化」に

〔コンドラチェフ・サイクル〕



(出所) BNPパリバ証券作成



V - 国債暴落を防ぐ処方箋

- 財政改善
 - 歳出削減
 - 増税
 - 経済成長

- 金融緩和
 - 利下げ
 - 緩和の長期化
 - 国債の買入れ

- 国債市場の機能強化
 - 市場との対話
 - 発行の多様化
 - 投資家の拡充



金融商品取引法第37条に定める事項の表示

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的条件が定まっていないため算出できません。)。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/ ビー・エヌ・ピー・パリバ証券会社東京支店
(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第228号)
加入協会/ 日本証券業協会、(社)金融先物取引業協会



このレポートに含まれる情報は、弊社が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。このレポートは、目論見書ではありませんし、このレポートで取り扱われている有価証券の価値についての判断の基準を示す目的で作成されたものではありません。また、このレポートは、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。このレポートに含まれる予想及び意見は、レポート作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社は、このレポートで取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取得することがあります。また、法律で許容される範囲において、このレポートの発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行なうことがあります。弊社はこのレポートの内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。このレポートは限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。

