

Weekly エコノミスト・ レター

金融政策・市場の動き(11月)

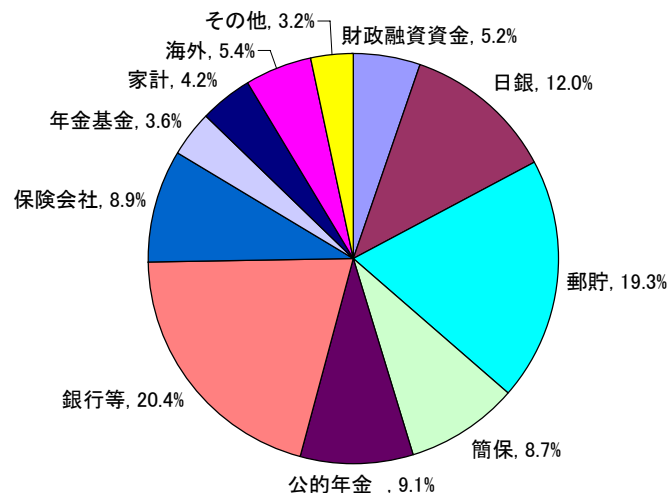
～郵政見直し:資金調達能力を引き上げるか、ソブリン・ウエルス・ファンドの設立を目指すのかなど注目

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

1. 郵政見直しに金融市場の注目が集まっている。今以上の国債消化機関になるかどうかは預金動向が鍵。マネーフローを大きく変化させるだけにその改革の方向性は注目だ。
2. (日銀金融政策) 10月30日「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を公表した。消費者物価指数は2011年度まで3年連続で下落するとの見方を示した。CP・社債買い取りを年末で打ち切り、企業金融支援特別オペは来年3月末で終了することを決めた。昨年9月のリーマン・ショック後に導入された一連の緊急対策を打ち切るのは初めてだ。
3. (長期金利) 長期金利は、国債増発による需給悪化懸念、各国の出口政策が意識され上昇圧力が高まってきた。円高、デフレなどから日本の出口はまだ遠く、本格的な金利上昇となる地合いにはない。引き続き低位安定が続く。
4. (為替) 米FRBが出口に向けて動き出すとの思惑がでている。しかし、米国の実際の景気、バランスシート調整の改善は緩やかにとどまっておろ、早期出口への期待は終息するだろう。統計などの悪化をきっかけにドル安・円高が急激に進むリスクは高い。

国債保有状況：郵政はさらに巨大国債消化機関となるのか？

2007/9末(合計659兆円)



1. 郵政見直し：資金調達能力を引き上げるか、ソブリン・ウエルス・ファンドの設立を目指すのか注目

(国債消化機関として何らかの期待がされる郵政)

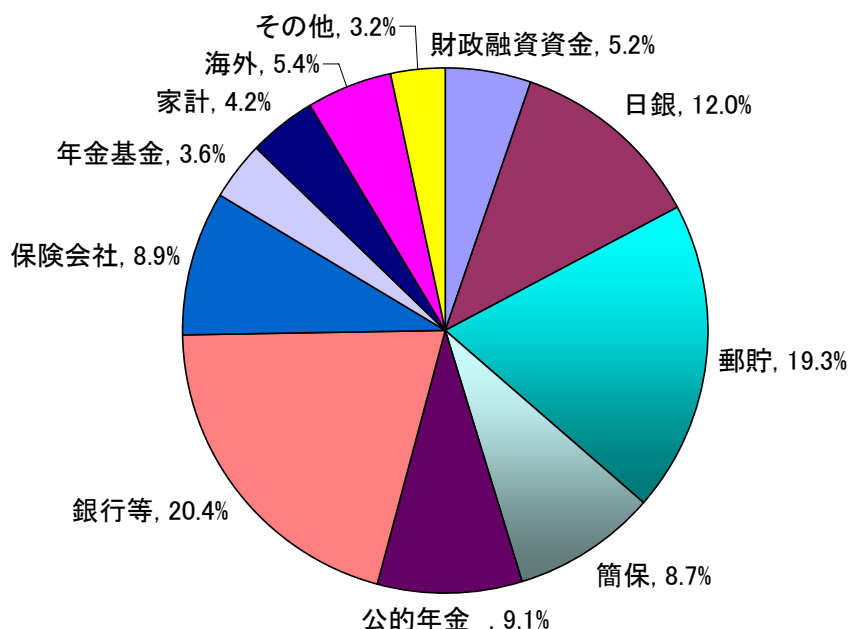
社長を筆頭に役員が大幅に刷新された日本郵政に関して、金融市場の注目が集まっている。

郵政の閣議決定の内容 (<http://www.kantei.go.jp/jp/kakugikettei/2009/1020yuseikaikaku.pdf>) を見ると、株式の市場売却が止まり、実質的な国有化となるようだ。運用面では地方に資金を流すなどの基本合意がなされている。また銀行法以外の適用ということが盛り込まれており、巨大な公的金融が復活する見込みだ。

鳩山政権は、財政ファイナンスの道筋がまだはっきりせず赤字を減らすメドが立たないまま、消費税を（最速で）引き上げるまでの向こう3年間程度は国債増発の流れにある。新社長となった斎藤氏は年末までに基本的な体制・方針を示すとしているが、上記環境からすれば郵政公社＝国債消化機関としての受け皿との期待がかかるのは必然のように思われる。

現在の郵政は300兆円の資産規模で国債を約75%、225兆円保有している。今後金利上昇となれば、民間金融機関もキャピタル損を嫌がり、また日銀もインフレ抑制的に資金吸収として国債の売却を行わなければならない、安定的な消化先として、郵政に国債消化機関としての役割が高まりそうだし、そうした思惑は高まることは必至だろう。

2007/9末(合計659兆円)



1999年度末 郵政事業B/S

資産		負債	
資金運用部預託金	257.7	通常郵便貯金	31.1
貸付金	1.0	定額郵便貯金	228.3
郵政事業特会受入未済金	3.3	未払費用	1.8
その他	1.8	その他	0.6
本年度損失金	1.9	積立金	3.9
合計	265.7	合計	265.7

資産		負債	
有価証券	65.8	保険契約準備金	116.3
うち国債・政府機関債	49.8	その他	0.3
貸付金	30.2		
うち国、地公体向け	24.2		
資金運用部預託金	3.3		
その他	18.0	剰余金	0.7
合計	117.3	合計	117.3

資産		負債	
有価証券	65.8	郵便貯金	259.4
うち国債・政府機関債	49.8	保険契約準備金	116.3
貸付金	31.2	その他	2.7
うち国、地公体向け	24.2		
資金運用部預託金	261.0		
その他	23.1	ネット剰余金・積立金	2.7
合計	381.1	合計	381.1

(資料)総務省

2008年度末 ゆうちょ銀行・かんぽ生命B/S

資産		負債	
有価証券	173.6	郵便貯金	177.5
うち国債	155.5	その他	10.8
貸付金	4.0		
その他	18.9		
		純資産	8.2
合計	196.5	合計	196.5

資産		負債	
有価証券	83.3	保険契約準備金	102.7
うち国債	69.7	その他	2.8
貸付金	18.3		
うち機構貸付(注)	18.1		
		純資産	1.1
合計	106.6	合計	106.6

資産		負債	
有価証券	256.9	郵便貯金	177.5
うち国債	225.2	保険契約準備金	102.7
貸付金	22.4	その他	13.6
その他	23.8		
		純資産	9.3
合計	303.1	合計	303.1

(注)機構貸付は、管理機構を通じて地方公共団体に流れている模様
(資料)日本郵政株式会社

（ただし郵貯の資産残高は 80 兆円近く減少。今以上の大きな国債消化機関になるかは、預金動向が鍵。また別の道ソブリンファンドに向かうかも注目だ）

ただし、今以上の国債消化機関としてその役割が果たせるかは、資産拡大ができるかが大きな鍵となりそうだ。資産残高は 99 年対比で見ると約 80 兆円減少している。それはそのまま郵便貯金の残高減少に他ならない。民間金融機関対比で有利な利回り条件、預け入れ条件の緩和などの動きとなり、再び資産拡大の道を進むのかがポイントとなりそうだ。

また、国債消化機関のその先の動きも注目しておく必要があるだろう。郵貯マネーや簡保マネーを原資として、ソブリン・ウェルス・ファンドを立ち上げるような憶測記事もでている。

国債、地方経済などへの貸付を増加し財投の役割がどの程度拡大するのか、その先に日本が出遅れているソブリンファンドとしての思惑がでてくるのかなど、郵政改革は国内外のマネーフローを大きく変える要因となるだけに今後の動きが注目だ。

2. 日銀ウオッチ：3年連続のデフレ予想、CP・社債買取は年末、企業金融支援特別

オペは年度末で終了

(日銀の出口を意識させない情報発信の必要性が高まる)

日銀は30日、金融政策決定会合を開催し、「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)を公表した。日本経済は緩やかな持ち直しを続け、成長率は2010年度からプラス成長に回復するものの、消費者物価指数は2011年度まで3年連続で下落するとの見方を示した。

▽2009～2011年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2009年度	-3.3～-3.2 <-3.2>	-5.3～-5.0 <-5.2>	-1.5～-1.5 <-1.5>
7月時点の見通し	-3.7～-3.0 <-3.4>	-6.0～-5.8 <-5.9>	-1.5～-1.2 <-1.3>
2010年度	+0.8～+1.3 <+1.2>	-1.5～-1.0 <-1.4>	-0.9～-0.7 <-0.8>
7月時点の見通し	+0.6～+1.1 <+1.0>	-2.1～-1.5 <-2.1>	-1.2～-0.7 <-1.0>
2011年度	+1.6～+2.4 <+2.1>	-1.0～-0.3 <-0.7>	-0.7～-0.4 <-0.4>

政策金利は現行の0.1%に据え置き、超低金利政策を継続して景気を粘り強く支援していく考えを示した。しかし一方で、CP・社債買い取りを年末で打ち切り、企業金融支援特別オペは来年3月末まで延長するものの年度末で終了することを決めた。昨年9月のリーマン・ショック後に導入された一連の緊急対策を打ち切るのは初めてだ。

今回のCP・社債買取の年末打ち切り、特別オペの3月末終了宣言は、事前に観測報道がなされていたこともあり、市場にとっては予想の範囲内で大きな混乱はない。

日銀は、短期金利から長期金利に上昇圧力(特別オペ停止で少なからずターム物金利に上昇圧力はかかりやすくなった)がかからないように、市場調整を行うとともに、超低金利政策を今後も継続していくと市場に伝える難しい情報発信がいままで以上に必要になったといえる。

3. 金融市場（10月）の動き： 国債増発懸念などから長期金利は1.4%に

（10年金利）

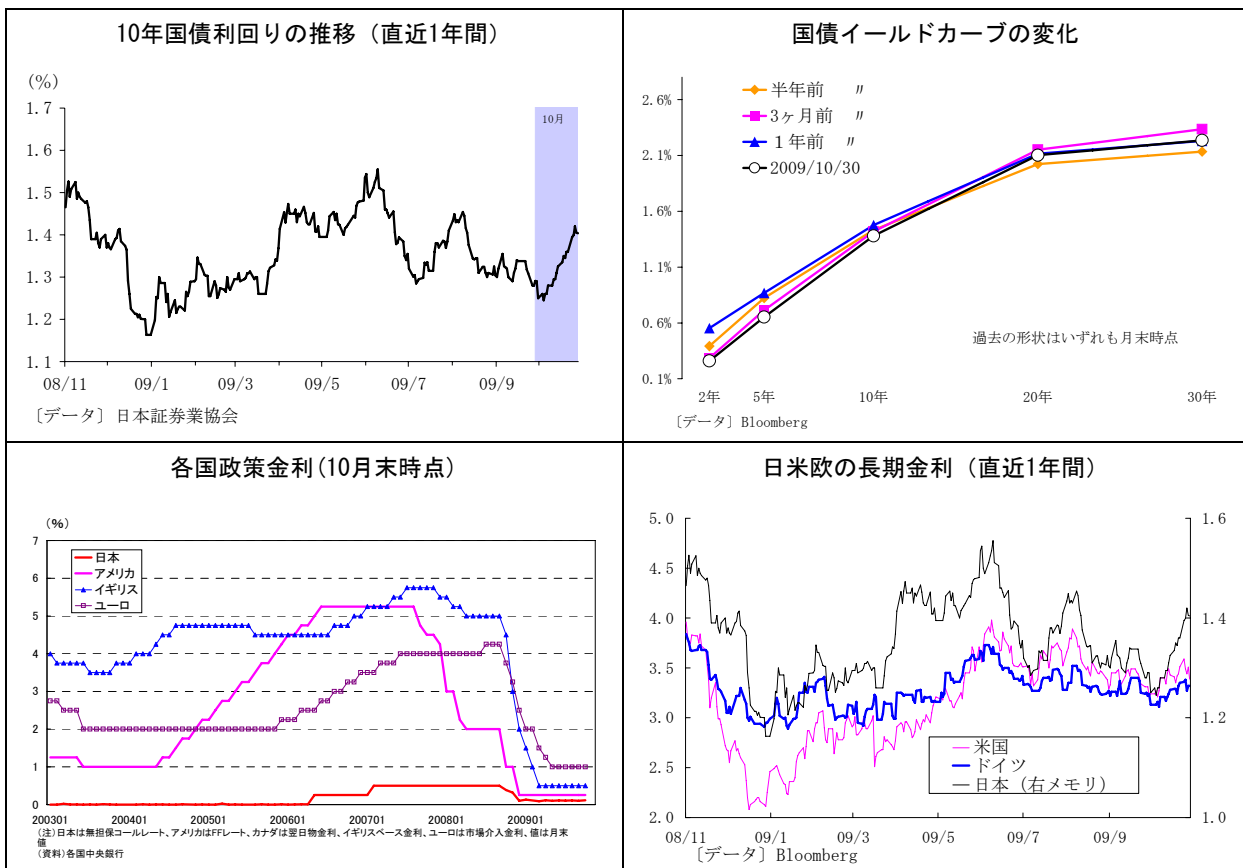
10月の動き

10年国債利回りは、月初1.29%台からスタート、月末1.4%台前半に。長期金利は、世界経済の先行き不透明感の強まり、円高などを背景に1.2%台半ばまで低下した。その後、米株価の堅調な動きを受け、13日には1.3%近辺に上昇した。その後も良好な経済統計を材料に1.3%前半へ。2010年度予算で概算要求総額95兆円、国債発行額が50兆円台との見通しが示され需給悪化懸念が強まり、28日に8月上旬以来の1.42%に。その後株価の続落を受け一旦低下したが、29日に米国で事前予想を小幅上回るGDPの発表などを受け米長期金利が上昇したことで月末は1.4%台前半となった。

当面の予想

長期金利は、国債増発による需給悪化懸念、各国の出口政策が意識され上昇圧力が高まってきた。しかし、実際には出口までには相当な時間があり、円高、デフレ進行から本格的な金利上昇となる地合いにはない。引き続き低位安定が続く。

図表 金利関係図表



(円ドルレート)

10月の動き

円ドルレートは、月初め 89 円台後半からスタートし、月末 91 円台半ばに。

月初 89 円台での推移が続く。アラブ湾岸諸国が原油取引でドル利用の停止との報道を受け 7 日に円は一時 88 円近辺まで円高が進んだ。その後米国企業決算の内容が回復を示し、景気先行き楽観論や米国の早期出口観測が台頭し 92 円台までドルが買われたが、その後米消費者信頼感指数の低下、事前予測を下回る米住宅着工件数を受けて 29 日には 90 円台前半に。その後は事前予測を上回る米 GDP の発表を受けてドルが戻し月末は 91 円台半ばとなった。

当面の予想

米 FRB が出口に向けて動き出すとの思惑がでている。しかし、米国の実際の景気、バランスシート調整の改善は緩やかにとどまっており、早晩、早期出口戦略への期待は終息するだろう。統計などの悪化を受けドル安が進むリスクは引き続き高く急激な円高進展の可能性は常に意識される状況にある。

(ドルユーロレート)

10月の動き

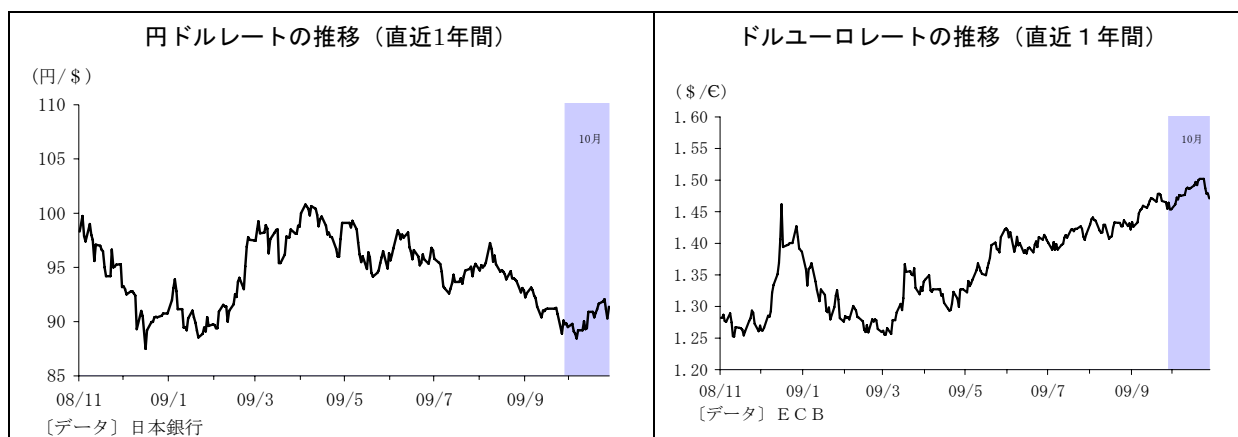
ドルユーロレートは、月初め 1.45 台半ばでスタート、月末 1.47 台前半に。

月初 1.45 台で推移してしたが、ドル円と同様にアラブ湾岸諸国が原油取引でドル利用の停止との報道を受け 8 日には 1.47 台までドル売りが加速した。その後も対ドルでのユーロ高が進み 22 日には 1.50 台となる。月末にかけて米 GDP の発表を受けてドルが買い戻され、月末は 1.47 台前半となる。

当面の予想

ドル安が全面的に続く中、ユーロ堅調の動きが続いている。短期的にはドル安の材料が山積となっているが、中長期的にはユーロ圏での金融機関に対する懸念、中東欧問題、圏内の財政格差拡大によるユーロに対する信認低下などユーロ安に対する根本的な問題は先送りされている感が強く、ユーロ安局面への転換が起こると読む。

図表 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

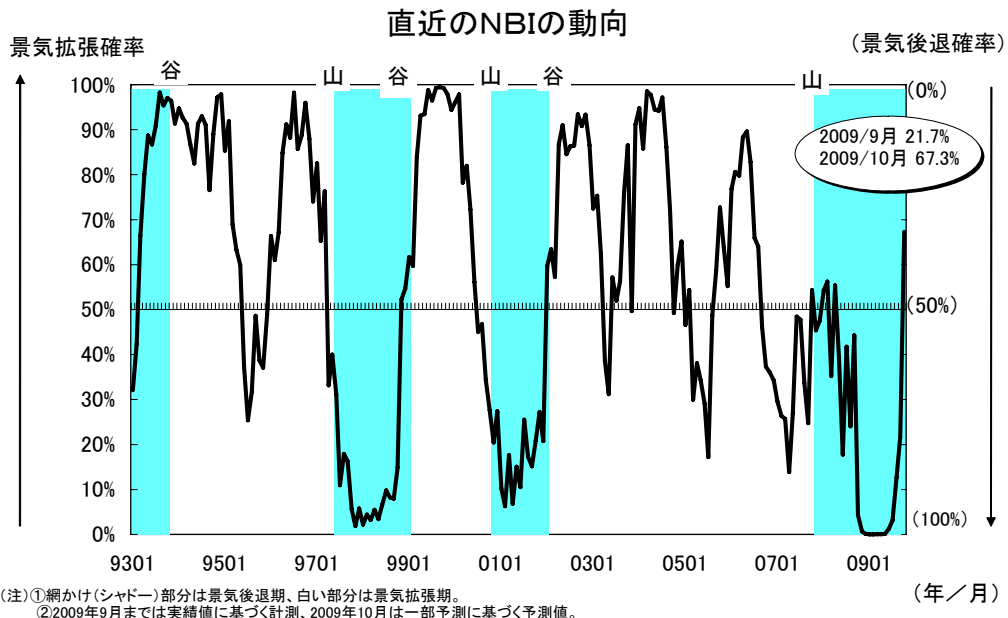


金利・為替予測表 (2009年11月6日現在)

		2009年		2010年		
		7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予測			
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.50
	10年金利 (平均)	3.5	3.5	3.6	3.8	4.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.3	3.3	3.4	3.6	3.8
円ドル	(平均)	94	90	90	90	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.43	1.47	1.45	1.45	1.40
円・ユーロ	(平均)	134	132	131	131	133

<ニッセイ基礎研インデックス>

- ・ニッセイ景気動向判断指数（NBI）～09年9月：21.7%、10月（予測値）：67.3%



	ニッセイ景気動向 判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
08/9	44.3%	555,842	0.8%	33.5%
08/10	4.3%	557,848	0.4%	42.4%
08/11	0.7%	536,101	▲3.9%	47.0%
08/12	0.1%	522,030	▲2.6%	43.4%
09/1	0.0%	521,518	▲0.1%	11.0%
09/2	0.0%	520,715	▲0.2%	-47.4%
09/3	0.0%	521,715	0.2%	-49.6%
09/4	0.1%	522,128	0.1%	-49.8%
09/5	0.1%	522,964	0.2%	-49.5%
09/6	1.3%	523,719	0.1%	-49.3%
09/7	3.1%	523,602	▲0.0%	-49.2%
09/8	12.7%	525,940	0.4%	-49.2%
09/9	21.7%	525,778	▲0.0%	-49.9%
09/10 (予測値)	67.3%			-49.6%
09/11				-49.8%

(注) 基礎研インデックスの見方

- ①ニッセイ景気動向判断指数（NBI）：景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。
- ②月次GDP：GDPを月次化したもの。
- ③為替インデックス：為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。