

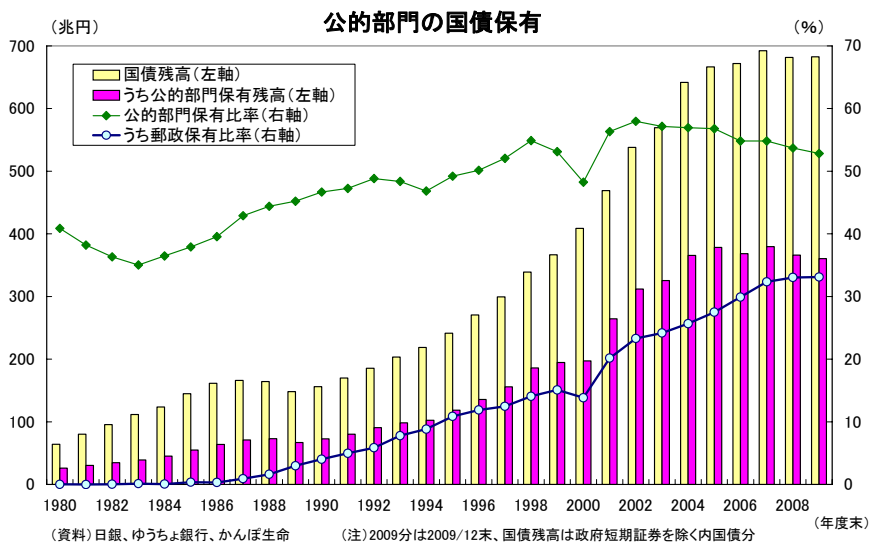
# Weekly エコノミスト・ レター

## 金融市場の動き(6月)

～郵政改革がもたらすものは？財政規律のゆるみか金融の歪みか

経済調査部門 シニアエコノミスト 上野 剛志  
TEL:03-3512-1870 E-mail: tueno@nli-research.co.jp

1. (財政赤字と郵政改革) 国債残高が積みあがる中、郵政の国債消化機関としての位置付けが高まっている。今後も国債が増えるのは確実であり、郵政への政府の期待は続くだろう。限度額引き上げとなれば、思惑どおり国債市場の安定に繋がるかもしれないが、財政規律をゆるめ、金融システムを歪める懸念がある。
2. (日銀金融政策) 0.1%という超低金利長期化のシナリオは変わらず。日銀の出口開始はFRBの利上げ後。「成長基盤の強化」を目指す新しい融資制度の骨子を発表。これは国債買入増額への圧力をかわし時間を稼ぐ戦略とも言えそうだ。
3. (長期金利) 市場ではユーロ圏への懸念が高まるたびにリスク回避姿勢が強まり、円高株安→債券高の構図となっている。今後も先行き不透明感が払拭できず、当面安全資産としての国債需要は続くだろう。
4. (為替) 円ドルレートは、ユーロが売られる中で、円が消去法的に買われることで円高の流れになっている。今後欧州問題の米国株式市場へのさらなる波及や政策効果の剥落などが早期利上げ期待の修正に繋がれば、ドルが弱い状況になる。

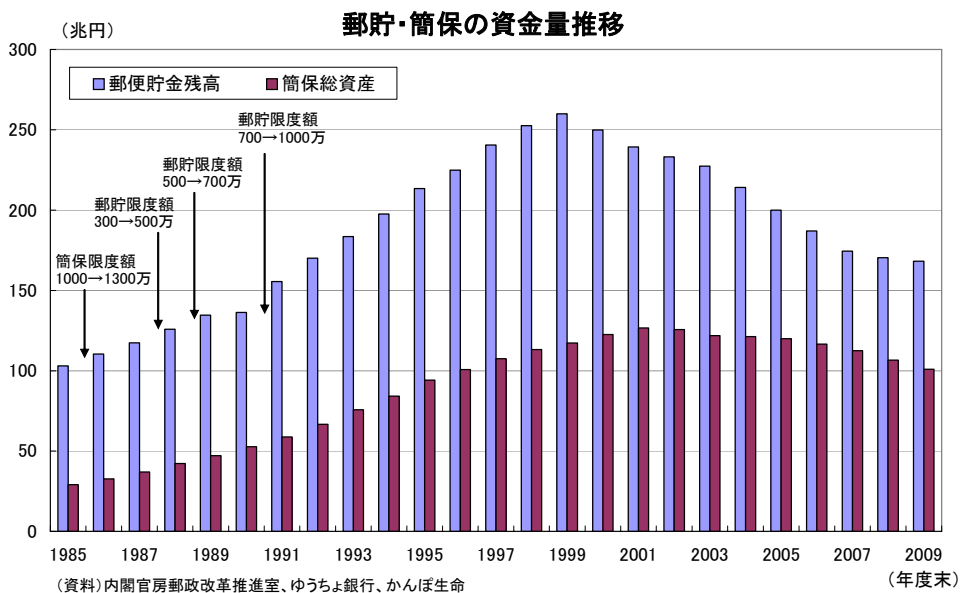


# 1. 郵政改革の行き先：財政規律をゆるめ、金融システムを歪める懸念

## (郵貯・簡保が資金を吸収)

郵政改革法案は 5/31 に衆議院を通過したが、首相の退陣で今国会会期中の成立が流動的になっている。ただし、与党の法案成立への思いは強く、仮に今回廃案ということになっても、それで終わりという訳には到底いかないだろう。今回の郵政改革案で注目されるのが、郵貯・簡保の限度額引上げ（郵貯預入限度額 1000 万→2000 万、簡保保険金上限 1300 万→2500 万円）だ。なぜ、今限度額引き上げを望むのか、背景には郵貯・簡保で続く資金流出がある。2000 年以前には郵貯・簡保に順調に資金が流入していたが、その後は一転、高金利時代の商品の満期到来もあって資金流出が続いている。ピーク時との比較では、郵貯残高が▲35%（▲92 兆円、1999 年度比）、簡保総資産が▲20%（▲26 兆円、2001 年度比）とそれぞれ大幅減になっている。資金量増加→運用資産拡大→運用収益拡大→全国網の維持、のためには限度額の引上げが有効との判断だろう。

過去の限度額引上げ経緯を見ると、1985 年度以降 90 年代初めまでに、郵貯は 3 回、簡保は 1 回の引上げを行っている。そもそも、当時は資産が拡大トレンドにあったため、引上げによる資金量増加の影響を把握するのは難しいが、今回、これまでになく大幅な引上げを実施することになれば、「暗黙の政府保証」を求めて資金が郵政に集まる可能性が高い。



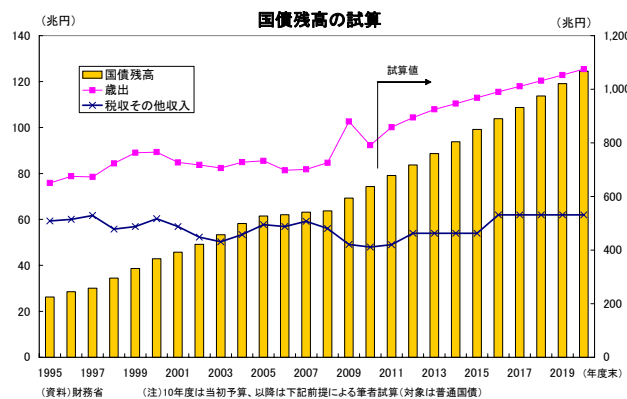
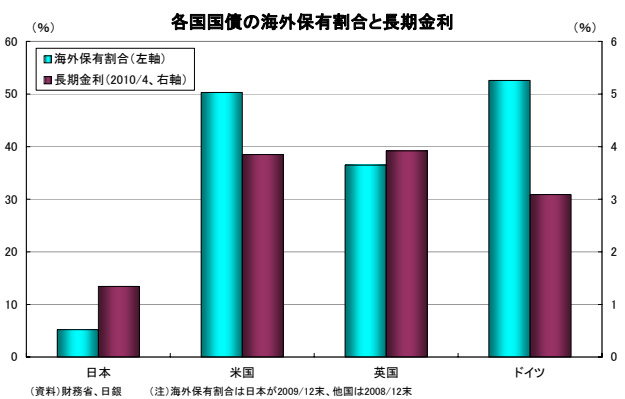
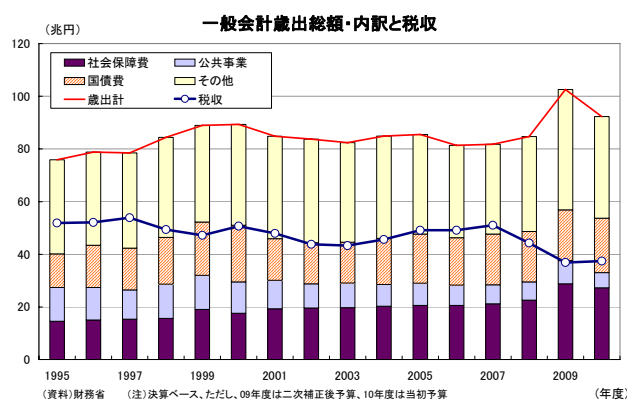
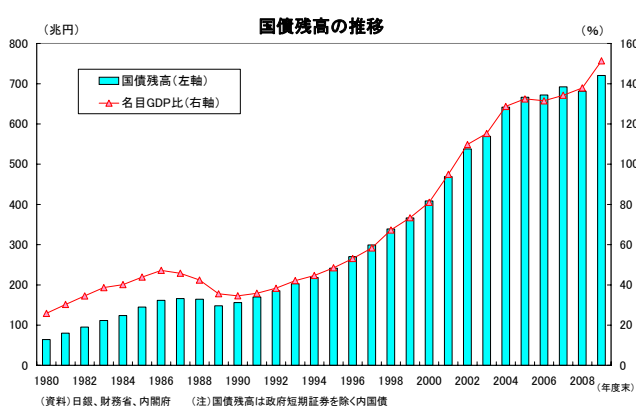
## (今後も国債残高の増加は確実)

周知の通り、財政赤字を要因として国債残高は急激に増加してきた。一般会計の税収と歳入には大きな開きがあり(10 年度当初予算で 55 兆円)、これを埋蔵金などその他収入(同 11 兆円)や新規国債の発行(同 44 兆円)で埋める構造が続いている。結果、日本の国債残高の GDP 比は諸外国に比べ高い水準になっているが、一方で長期金利は 1%強と、欧米の 3~4%という水準と比べて極端に低い。

低金利の要因として、日本はデフレで期待インフレ率が低いという物価要因もあるだろうが、国

債消化構造も大きく影響していると言っているだろう。日本は国債残高の95%を国内投資家が保有しており、海外投資家はわずか5%と、4~5割が一般的である欧米先進国と大きく異なる。外債への投資には為替リスクと情報コストがかかるため、その見合いとして海外投資家は高い金利を求めるとされる。従って、日本が今後とも金利の上昇を押さえ込むには、出来る限り国債を国内消化するという視点が重要になる。

ただし、分母となる国債は今後も増加を続けるのは明らかな状況だ。マニフェスト関連の支出増や社会保障費の自然増を認めるならば、今後も歳出の拡大は避けられない。一方で、歳入は景気回復に伴って法人・所得税の増加は見込まれるものの、埋蔵金が枯渇しつつある中、かなり厳しい状況だ。2016年度に消費税を8%に引き上げても、2020年度には国債の残高が1000兆円を超える水準、すなわち2009年度から500兆円弱(80%)増加すると予想される。



※国債残高試算の前提

[歳入]: 法人税・所得税は95年度以降の名目GDPの伸びと税収から試算(前提成長率1.7%)、消費税は2016年度に3%分引上げ、その他税収は2010年度予算で一定、その他収入は2010年度予算から一時的なものを控除

[歳出]: 社会保障費の自然増を毎年度1.1兆円加算、国債の平均金利は直近判明の1.4%で一定、マニフェスト関連予算を工程表に基づいて加算、公共事業費その他は一定

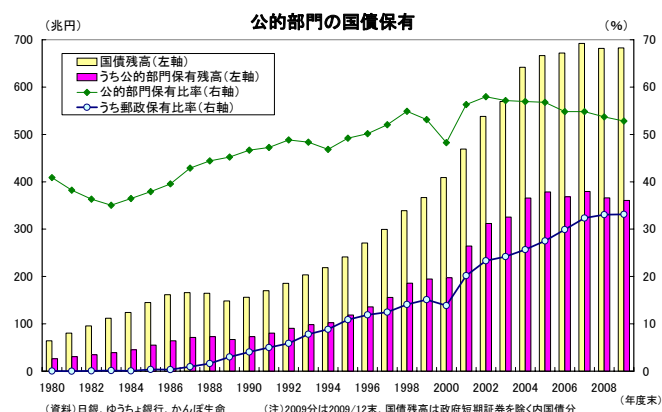
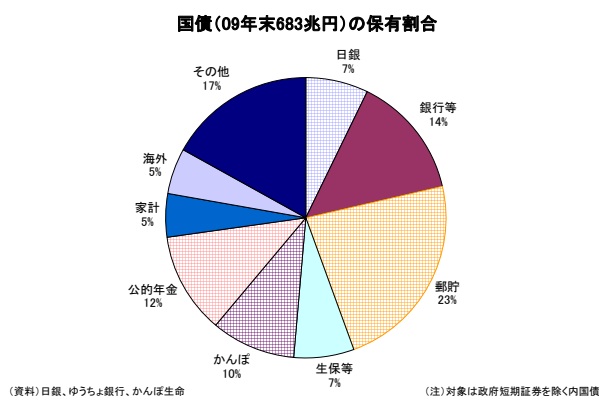
(安定消化に繋がるか? 財政規律のゆるみと金融のゆがみの懸念も)

現在、国債のうち、公的部門(日銀、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、公的年金、公的金融機関など)が保有する割合は53%と半分以上を占めるが、この比率は2002年の58%をピークに低下傾向にある。その中で郵貯、簡保の国債保有機関としての存在感は高まっている。現在、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の資産の大部分が国債投資に充てられている(各80%、67%)。確かに民間銀行も企業向け貸出の低迷などから現在

は国債を積極的に保有しているが、この構造が続くかは貸出その他の資産運用の環境次第の面がある。運用の多様化を模索するとはいえ、ノウハウの蓄積には時間がかかる。政府の影響化にあり、今後資金量の増加が見込まれる郵政は、今後も増加する国債の安定的な引き受け手として期待される位置付けにある。

その結果としては、「郵政が国債を買うだろう」という市場のコンセンサスが、国債保有の安心感を高めて、金利の安定にも繋がるかもしれない。一方で、政府のお財布的存在になって財政規律のゆるみに繋がる懸念がある。

また、日銀の白川総裁が4月の会見で、「今回の金融危機の震源地である米国を例にとると、GSE(政府支援法人)という暗黙の政府保証を有した公的金融機関の経営難が問題となったわけです。このことから明らかなように、政府と金融の関わり方は極めて重要であり、郵政改革も、長い目で見てわが国の金融システムや金融市場に大きな影響を与える可能性があることを十分に踏まえて実行する姿勢が大事である」と述べている。郵政見直しが金融の歪みをもたらす可能性にも十分な注意が必要だ。



## 2. 日銀ウォッチ：景気判断を上方修正、成長分野への資金供給制度の骨子発表

### (景気判断を上方修正：持ち直し ⇒ 回復)

日銀は5月20・21日の政策決定会合で、政策金利の誘導目標を0.1%前後に据え置くことを全員一致で決定した。景気の現状判断について「海外経済の改善を起点として緩やかに回復しつつある」とし、これまでの「持ち直しを続けている」から判断を上方修正した。

個別項目では、設備投資については「持ち直しに転じつつある」とし、4月の「下げ止まっている」から上方修正。個人消費は「耐久消費財を中心に持ち直している」と先月と同じ判断となったが、4月の「厳しい雇用・所得環境が続いている」との文言がなくなった。

20日発表の1-3月GDPでも示されているように設備投資が2四半期連続で増加し、企業部門の改善傾向が明確になるとともに、家計部門にも明るさが見え始めている。今回の上方修正も日銀が4月末に示した展望レポートのシナリオどおりとの見方だと思われる。

日銀 景気判断・見通し(黄色は上方修正を示す)

	現状
2010年5月	景気は緩やかに回復しつつある
2010年4月	景気は持ち直しを続けている
2010年3月	(据え置き)
2010年2月	(据え置き)
2010年1月	(据え置き)
2009年12月	(据え置き)
2009年11月	景気は持ち直している
2009年10月	景気は持ち直しつつある
2009年9月	景気は持ち直しに転じつつある。
2009年8月	(据え置き)
2009年7月	景気は下げ止まっている。
2009年6月	景気は大幅に悪化したあとに下げ止まりつつある。
2009年5月	景気は悪化を続けているが、内外の在庫調整の進捗を背景に、輸出や生産は下げ止まりつつある。
2009年4月	(据え置き)
2009年3月	(据え置き)
2009年2月	(据え置き)
2009年1月	景気は大幅に悪化している。

### (成長分野への供給手段：融資制度の骨子を発表)

日銀は5月21日に「成長基盤の強化」を目指す新しい融資制度の骨子を発表した。

貸付利率は無担保コールレートの誘導目標水準。貸付期間は原則1年として借り換えを可能とし、共通担保を担保とする貸し付け(共通担保オペと同様の方式)、対象先は共通担保オペ(全店貸付)の対象先のうち希望する先などである。

日銀は今後、さらに具体的な検討を進めていく予定(6月に公表予定の政府の成長戦略にあわせて詳細がでてくるだろう)だが、成長分野・産業を銀行がどうやって決め、その申請に対してどういう判断基準を日銀が示すのかなど詳細を詰める段階でもめそうな事案は数多く残っている。

#### 成長基盤強化を支援するための資金供給の骨子素案

1. 対象先 共通担保オペ(全店貸付)の対象先のうち希望する先
2. 資金供給の方式 共通担保を担保とする貸し付け(共通担保オペと同様の方式)
3. 貸付期間 原則1年とし、借り換え(ロールオーバー)を可能とする。
4. 貸付利率 貸付時の無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標水準
5. 対象先毎の貸付額 対象金融機関から成長基盤強化に向けた取り組み方針の提示を受け、そのもとで行われた融資・投資の実績に基づき、当該金融機関に対して貸し付けを行う。
6. 貸付総額、貸付受付期限等  
成長基盤強化に向けた融資・投資への金融機関の取り組み状況等を踏まえ、本措置の開始時に、貸付総額、貸付受付期限(新規に貸付を受け付ける期限)、借り換え可能な回数を定める。

### 3. 金融市場（5月）の動きと今後の予想：欧州不安で世界が揺れる

#### （10年金利）

**5月の動き** 月初1.2%台後半からスタート、月末1.2%半ばに。

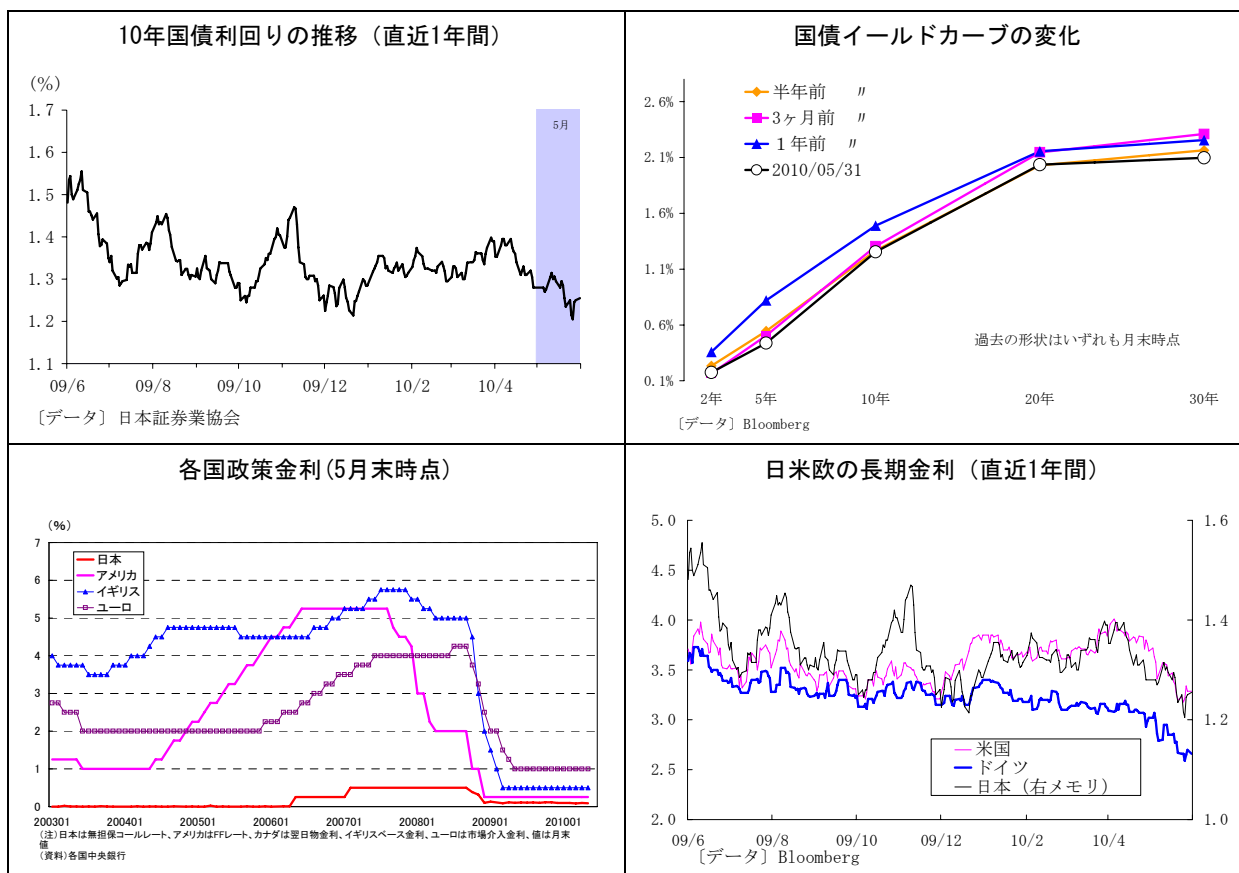
月初から欧州不安から質への逃避が起り低下して始まる。その後米雇用統計の改善から米長期金利が上昇すると10日には1.3%台に上昇。しかし中旬以降、欧州への不安が高まり株安・円高となると低下が続き、25日に約6ヵ月ぶりとなる1.2%台割れに。その後、一方的なユーロ安が止まったことや日経平均株価の下落が止まったことで月末にかけて金利が上昇し、月末は1.2%台半ばとなる。

#### 当面の予想

市場ではユーロ圏への懸念が高まるたびにリスク回避姿勢が強まり、円高株安→債券高の構図となっている。今後も先行き不透明感が払拭できず、当面安全資産としての国債需要は続くだろう。

一方、今月は政府が中期財政フレームと財政再建目標を明らかにする見通しだが、ウルトラCが出てくるとは考えにくく、あるとすればネガティブ要因を再確認するという意味合いになるだろう。上記の安全、消去法的な底堅い国債需要を基本線としつつ、コンセンサスとして財政悪化が意識されれば、悪い意味での金利上昇リスクが高まる可能性もある。

図表 金利関係図表





## (円ドルレート)

**5月の動き** 月初め 94 円近辺からスタートし、月末 91 円台半ばに。

月初から欧州不安によるユーロ安に伴い、7日には91円台まで円高が進行した。その後 ECB の国債買い入れ決定、5 中銀による米ドルスワップ協定の再締結、EU 緊急財務相会合によるギリシャ支援策の拡充合意などから 93 円台半ばまで戻す。18日にユーロ圏国債空売り規制などドイツによる一連の金融規制強化策が報道され、スペインの貯蓄銀行救済の報道で 25日には一時 89 円台前半となる。その後も中国のユーロ建ての外貨準備見直し報道からユーロ安に伴う円高となる場面もあったが、総じてみると 91 円前後での推移となる。

### 当面の予想

円ドルレートは、ユーロが売られる中で円が消去法的に買われることで円高の流れになっている。日本の要因にはなかなか反応しづらく、米国経済に対する見方次第の面がある。米国の個人消費はしっかりしてきたが、今後欧州問題の米国株式市場へのさらなる波及や政策効果の剥落などが早期利上げ期待の修正に繋がれば、ドルが弱い状況になる。当面は 90 円前後の展開を予想する。年後半は米国の利上げの可能性が高まる形で 100 円を目指すドル高の局面が生まれよう。

## (ドルユーロレート)

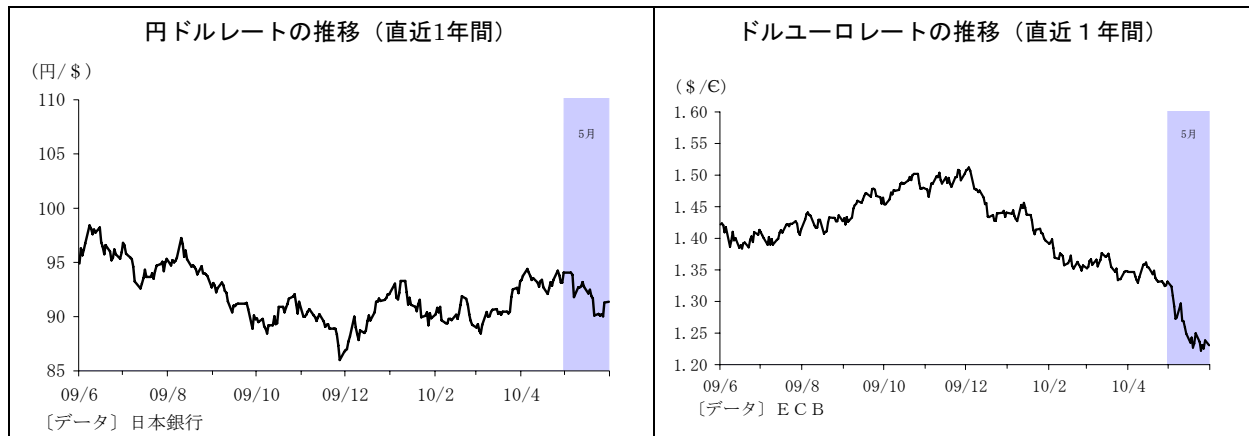
**5月の動き** 月初め 1.32 台半ばでスタート、月末 1.23 前半台に。

月初からユーロ安が続く。EU 緊急財務相会合の合意を受けて 10日に一時 1.31 ドル近辺までユーロが戻したが、その後も欧州に対する不安が高まり、ドイツの金融規制強化で 19日に一時約 4 年ぶりのユーロ安水準となる 1.21 ドル台半ばに。ECB によるユーロ買い介入の観測が高まり一時 1.25 に戻したが、スペイン貯蓄銀行救済、中国のユーロ建て外貨準備の見直し報道で再び 1.21 台へ。月末にかけ若干ユーロが戻し 1.23 台となる。

### 当面の予想

EU などのギリシャ、ユーロ圏諸国に対する支援策が示され、資金繰り不安は後退したが、根本的な解決には繋がっていない。ユーロの信認、枠組みへの懸念は続く。ユーロ反発の可能性は小さい。

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 (2010年6月3日現在)

		2010年				2011年
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		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)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.75
	10年金利 (平均)	3.7	3.6	3.7	3.9	4.1
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 (ドイツ、平均)	3.2	3.0	3.1	3.2	3.3
円ドル	(平均)	91	90	95	98	98
ユーロ・ドル	(平均)	1.38	1.32	1.25	1.25	1.25
円・ユーロ	(平均)	125	119	119	123	123

(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はありません。