

資料 4

国の債務管理の在り方に関する懇談会

グローバル金融財政環境について

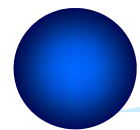
2019年 3月 8日

みずほ総合研究所

専務執行役員 チーフエコノミスト

高田 創





1. 世界経済と金融市場環境

世界経済は2020年にかけて減速

○ 2019年は中国の停滞やITの減速、2020年は米国の政策効果はく落によって、予測対象地域の成長率は2年連続で低下

【世界経済見通し総括表】

	(前年比、%)						(前年比、%)		(ポイント)	
	2015年 暦年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2018年 (12月予測)	2019年 (12月予測)	2018年 (12月予測からの修正幅)	2019年 (12月予測からの修正幅)
予測対象地域計	3.5	3.4	3.9	4.0	3.7	3.5	3.9	3.8	0.1	▲ 0.1
日米ユーロ圏	2.4	1.6	2.2	2.2	1.8	1.4	2.2	2.0	-	▲ 0.2
米国	2.9	1.6	2.2	2.9	2.7	1.7	2.9	2.7	-	-
ユーロ圏	2.1	2.0	2.4	1.8	1.3	1.4	1.9	1.5	▲ 0.1	▲ 0.2
英国	2.3	1.8	1.8	1.4	1.3	1.5	-	-	-	-
日本	1.2	0.6	1.9	0.7	0.5	0.5	0.7	1.0	-	▲ 0.5
アジア	6.2	6.2	6.1	6.2	5.8	5.8	6.2	5.9	-	▲ 0.1
中国	6.9	6.7	6.8	6.6	6.2	6.1	6.6	6.2	-	-
NIEs	2.1	2.4	3.2	2.8	2.3	2.0	2.7	2.3	0.1	-
ASEAN5	4.9	4.9	5.3	5.2	5.0	4.8	5.2	5.0	-	-
インド	7.6	7.9	6.2	7.5	7.2	7.2	7.5	7.2	-	-
オーストラリア	2.5	2.8	2.4	3.1	2.5	2.3	3.1	2.5	-	-
ブラジル	▲ 3.5	▲ 3.3	1.1	1.4	2.4	2.3	1.4	2.4	-	-
メキシコ	3.3	2.9	2.1	2.0	1.8	1.7	2.2	2.2	▲ 0.2	▲ 0.4
ロシア	▲ 2.5	▲ 0.3	1.6	2.3	1.3	1.7	1.6	1.3	0.7	-
日本(年度)	1.3	0.9	1.9	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7	▲ 0.2	▲ 0.1
原油価格(WTI,\$/bbl)	49	43	51	65	56	54	65	68	-	▲ 12

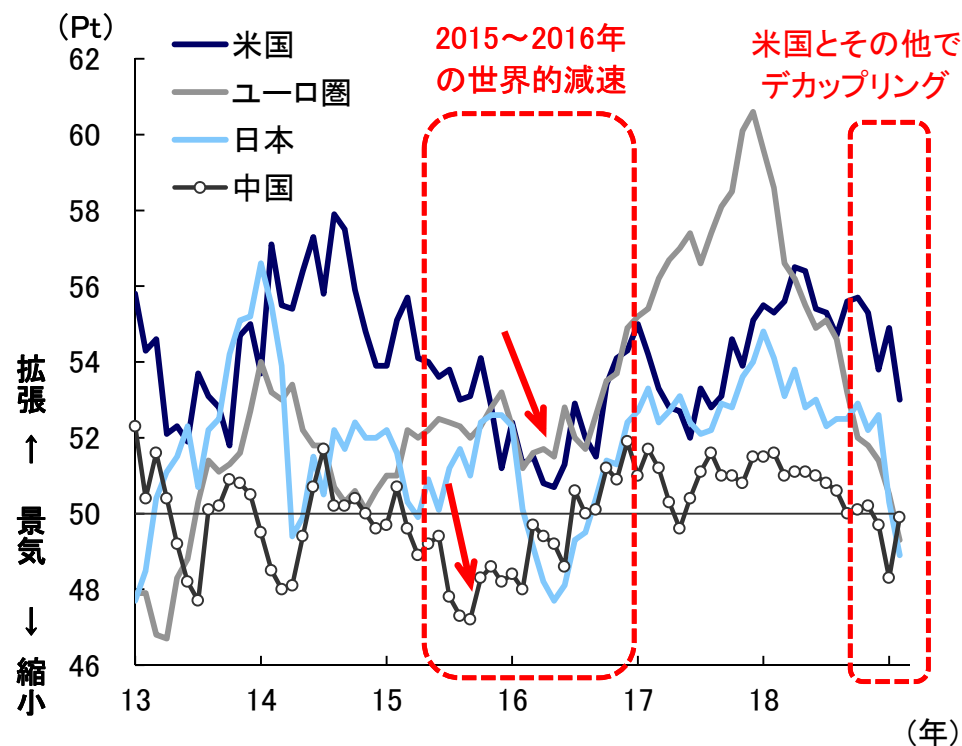
(注)網掛けは予測値。予測対象地域計はIMFによる2016年GDPシェア(PPP)により計算。(資料)IMF、各国・地域統計より、みずほ総合研究所作成

世界経済にとっての2019年 ～ 拡大局面のピークアウトが意識される年に

- 世界経済は堅調な米国を支えに2019年も底堅さを維持、財政支援という米国のカンフル剤が切れる2020年には減速か
- ・ リスク要因は、米中貿易摩擦の激化、中国経済の急減速、英EU離脱など欧州政治の混乱、新興国不安の広がりなど。2015～2016年の世界的な景気減速再来の懸念も

【 グローバル製造業PMI 】

【 2019年の主な政治イベント 】



日程	政治イベント
3月	米国債務上限復活
3月	英国EU離脱期限
4月	日本新元号発表、統一地方選挙
4月	インドネシア大統領・議会選挙
5月	日本新天皇即位
5月	欧州議会選挙
5月迄	インド下院選挙
6月	シカゴ連銀金融政策コンファレンス
6月	G20サミット(大阪)
7月	日本参議院選挙
10月	日本消費税増税
10月	ドラギECB総裁任期満了

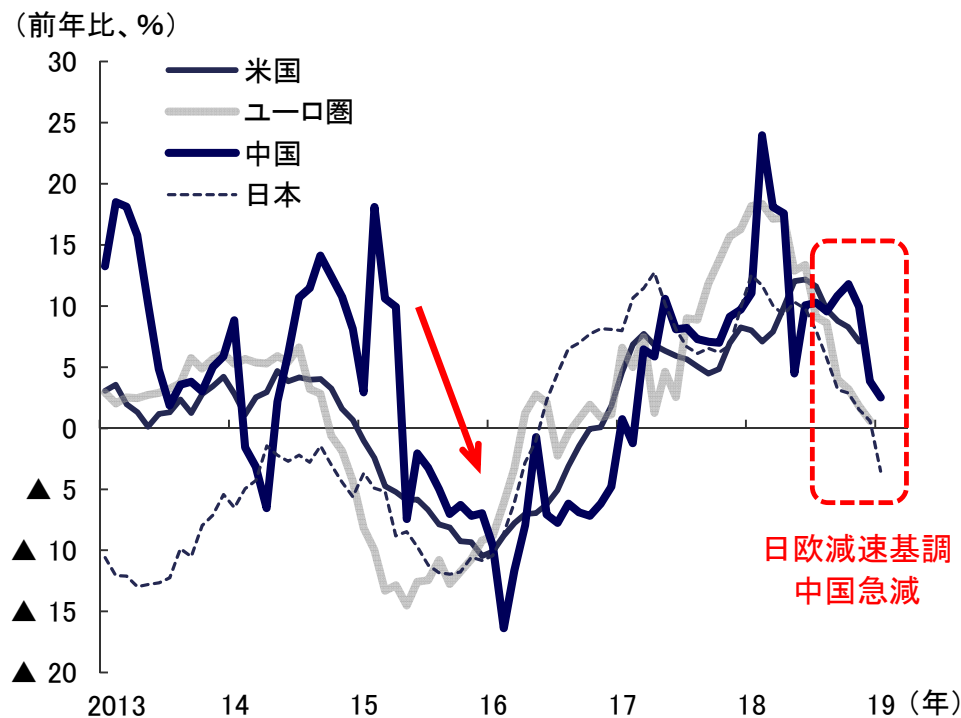
(資料) Markitより、みずほ総合研究所作成

(資料) みずほ総合研究所作成

2015～2016年の世界的な景気減速再来の懸念

- 世界経済は堅調な米国を除けば、ソフトパッチの様相を呈しており、今後2015～2016年のような世界的減速に至る不安も
 - ・ 2016年は中国を中心とした新興国経済の減速が、米国、ユーロ圏など先進国経済にも波及
 - ・ 中国経済の減速やITサイクルのピークアウトなど当時と似た状況が見られ始めており、米中貿易摩擦の激化などで一段の下振れリスクがあるほか、今後は米国経済の変調にも警戒

【 主要国の輸出金額 】



(注)前年比の3カ月移動平均。

(資料)米商務省、Eurostat、中国国家統計局、財務省より、みずほ総合研究所作成

【 2015～2016年の景気減速要因と現状 】

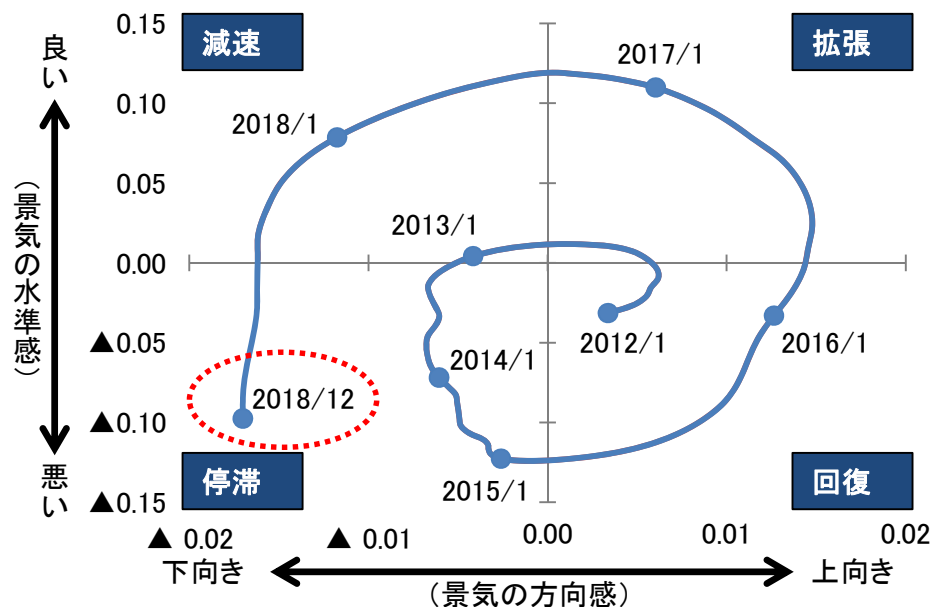
景気減速要因	現状
中国経済停滞	中国経済は減速 (停滞局面入り)
ITサイクル悪化	半導体売上高の伸び は減速基調に転化
原油価格急落	原油価格は昨年末急落
2016年は対円高	円高不安
欧州政治不安 (Brexit決定)	英国、イタリア、ドイツなどで 不安材料

(資料)みずほ総合研究所作成

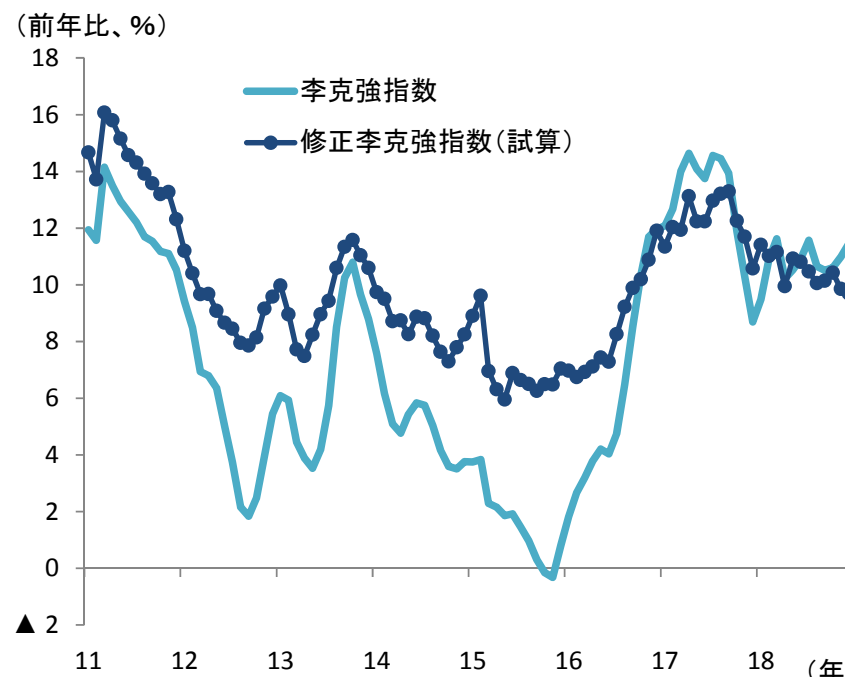
2016年との類似点①、中国：ビジネスサイクルクロックは停滞局面入り

- 中国経済は停滞局面入り。今後は貿易摩擦の影響で輸出の下振れが強まり、停滞局面が続く可能性
 - ・ 景気動向指数のビジネスサイクルクロックは2018年8月以降停滞局面入り
 - 景気対策等により投資がやや持ち直すものの、小売や企業収益の下振れが強まったため
 - ・ 修正李克強指数は2017年末より緩やかに低下するも、2018年末時点で2015年前後より高めの水準を維持

【中国景気動向指数のビジネスサイクルクロック】



【修正李克強指数(試算)の推移】



(注) 景気動向指数は、生産、社会消費品小売総額、固定資産投資、輸出、求人倍率、企業収益の6指標についてそれぞれ基準化・トレンド除去・外れ値処理などを実施後、同一ウェイトで合成。Y軸はトレンドからの上振れ・下振れ、X軸は循環成分の時系列変化(前月差)。

(資料) 中国国家统计局、中国海関総署等より、みずほ総合研究所作成

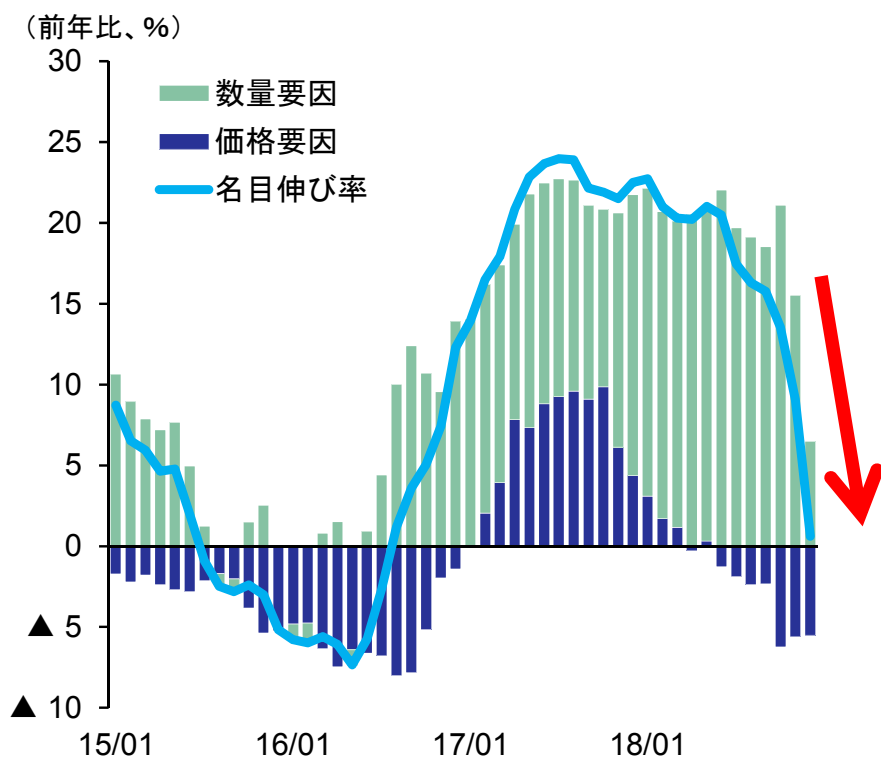
(注) 李克強指数は、中長期貸出残高、電力消費量、鉄道貨物輸送量の3カ月移動平均値の前年比伸び率をそれぞれ1/3のウェイトで合成した指数。修正李克強指数は、鉄道貨物輸送量を貨物輸送量総計(鉄道・道路・水路・空路)に置き換えて計算。

(資料) 中国人民銀行、中国電力企業連合会、中国国家统计局、中国鉄路総公司・国家鉄路局より、みずほ総合研究所作成

2016年との類似点②、半導体：先行きは減速基調で推移

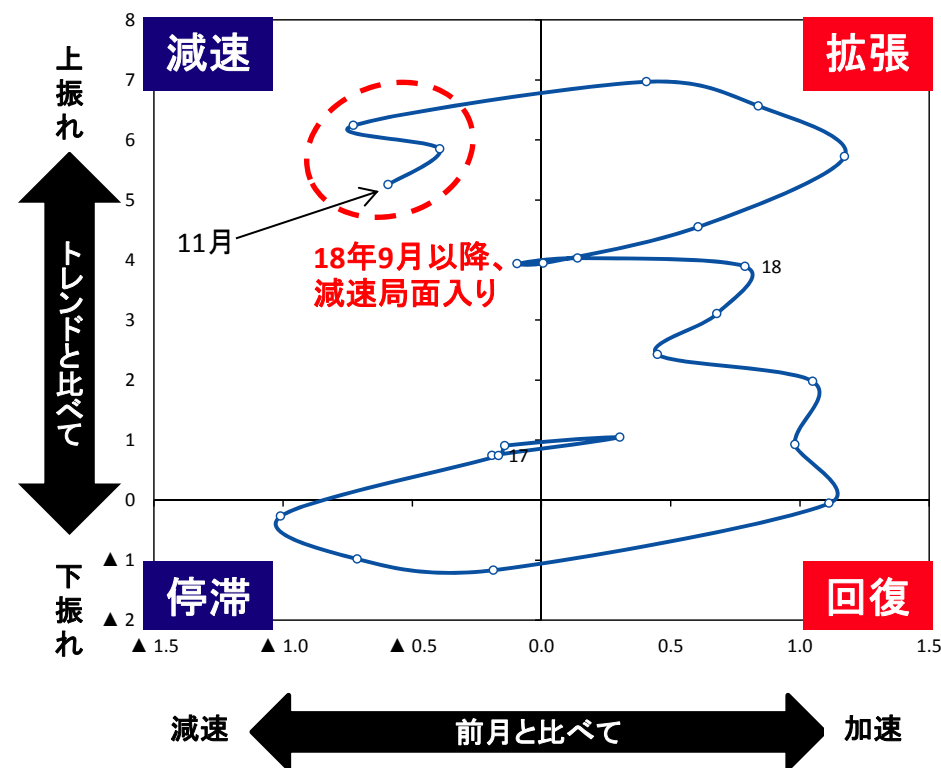
- 半導体売上高(前年比ベース)は10~12月期に減速が顕著に。SCIは減速局面で推移
- 2019年半ばまで半導体市場は調整局面で推移。2019年後半に底打ちと予想
 - ・ 在庫調整の進展や新しいデータセンターへの投資がプラス要因とみられる
- ただし、米中摩擦による不確実性の高まりや中国経済の減速などが重石となることで、半導体需要が2017年時ほど加速することは見込みにくいと予想。半導体市場が世界経済のけん引役となる公算は低い

【半導体売上高】



(資料)CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

【SCIのBCC】

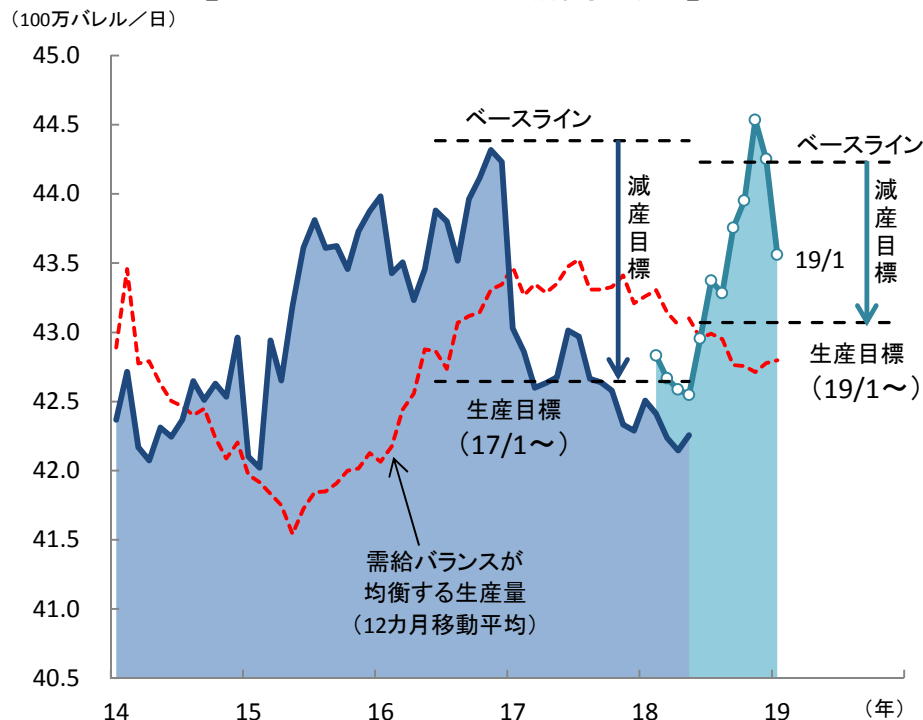


(資料)みずほ総合研究所作成

2016年との類似点③、原油価格の下落

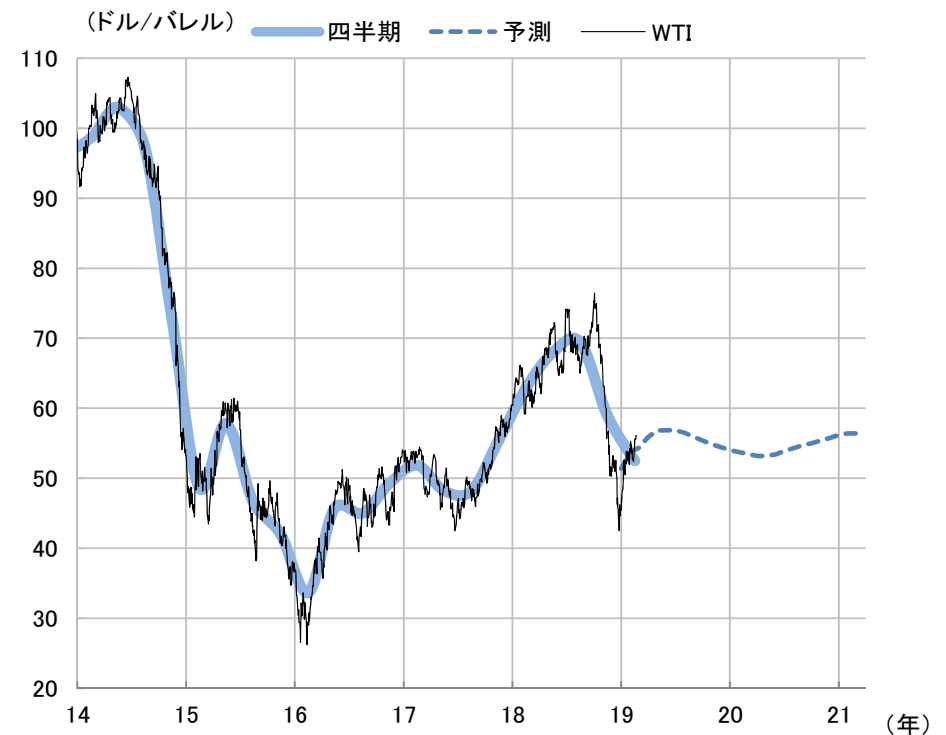
- 原油相場の続落回避を目的に再度減産するも価格は下落
 - ・ OPECとロシア等(OPECプラス)の協調減産が功を奏し2017年後半から上昇基調で推移。一方、足元では世界的な景気減速と減産緩和による供給超過により急落

【 OPECプラスによる協調減産 】



(注)2017/1からの減産はイラン、リビア、ナイジェリア、コンゴを含まないベースでの集計。また、2019/1からの減産はイラン、リビア、ベネズエラを含まないベースでの集計。なお非OPECは協調減産の参加国のうちアゼルバイジャン、カザフスタン、メキシコ、オマーン、ロシアを合算。
(資料)EIA、IEAより、みずほ総合研究所作成

【 原油相場の見通し 】



(資料)Refinitiv、EIAより、みずほ総合研究所作成

2016年との類似点④: 2016年の悪夢は為替の円高転換

- 2016年リスクの原因は円高転換による好循環の転換
- 今後の最大のリスクは、再び円高転換が生じること、その背景には米国の利上げシナリオの転換も
- 2016年に、①マイナス金利、②ETF買い増し、③YCC導入に追い込まれたことのトラウマも

【 円ドルレートと想定為替レートの推移 】



【 2016年の日銀の主な政策変更 】

決定時期	決定内容	
1月29日	「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入	・金融機関が保有する日銀当座預金に ▲0.1%のマイナス金利を適用
7月29日	金融緩和の強化	・ETF買入れ額の増額(3.3兆円⇒6兆円) ・成長支援資金供給・米ドル特則の拡大等
9月21日	「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入	・長短金利操作(イールドカーブ・コントロール) 短期金利: 日銀当座預金のうち政策金利 残高に▲0.1%のマイナス金利 を適用 長期金利: 10年国債金利をゼロ%程度で 推移するよう国債買入れ

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

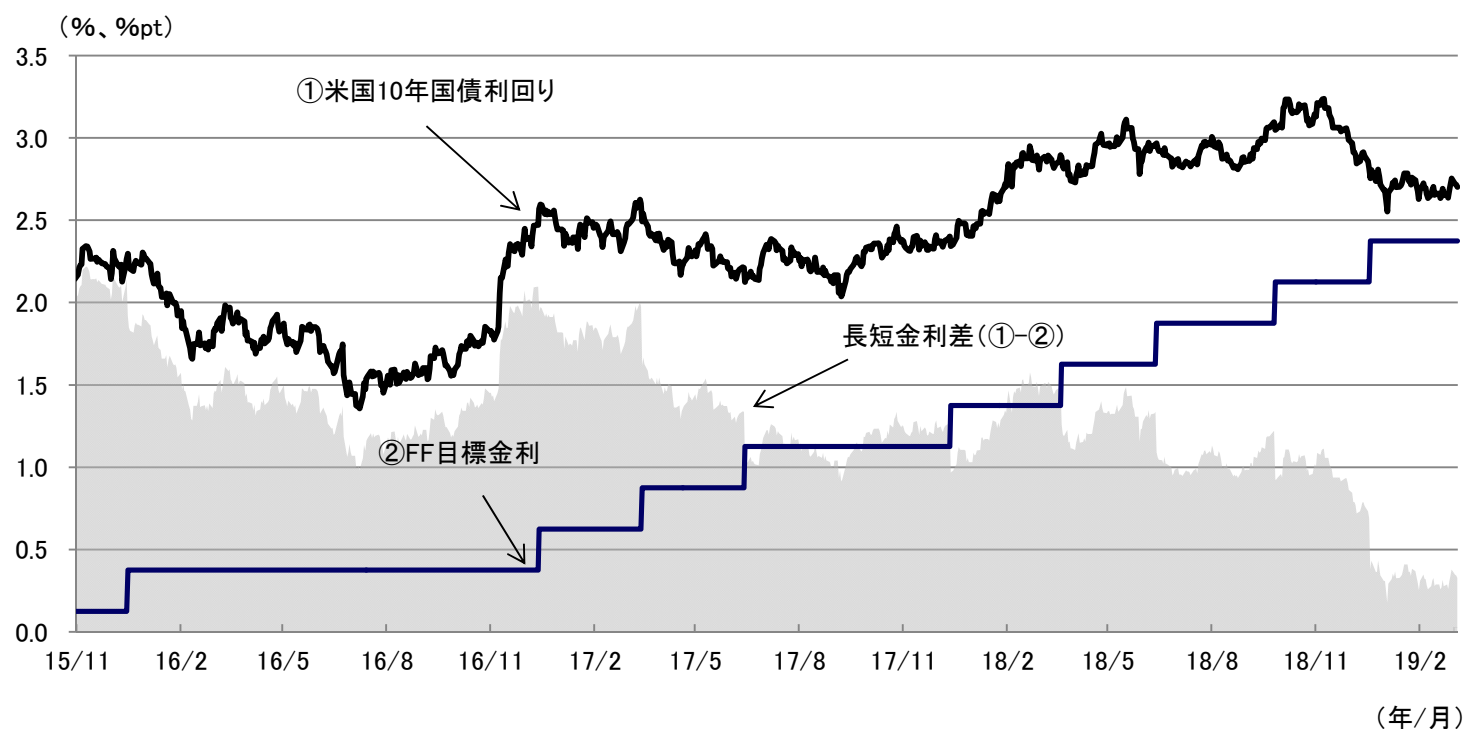
(注) 想定為替レートは日銀短観の製造業、大企業ベース。上期は3月調査、下期は9月調査想定レートを参照。

(資料) 日本銀行、Datastreamより、みずほ総合研究所作成

米国債券市場、2016年同様に利上げ休止シナリオ

- 10年国債利回りとFF目標金利のスプレッドが接近。市場では2019年の利上げが休止されるとの観測浮上。休止は2016年不安の再来、今回は利上げ打ち止め観測も

【米10年国債利回りとFFレートの変遷】



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

1970年代以降、政策金利の世界的連動と「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

- ①1970年代以降日米欧の政策金利サイクルが一致
- ②日銀は日米欧で常に最後に利上げ
- ③日銀の利上げの翌年はすべて世界同時減速
- ④世界的な金融市場の変動と新興国問題、
- ⑤原油価格変動期に相応

○1970年代以降、6回目に踏み出したが

- ①今回も米国が先頭
- ②日銀の利上げは米国が引き上げる途上でないとできない
- ③今回も日銀は最後になるのか、そもそも出口はあるのか
- ④世界的な金融市場の変動と新興国問題に留意

不都合な真実 「5回のジンクス」 ～日本は6回目の出口を逸するリスクも

- 過去の日米欧金融政策の出口局面では、欧米の利上げ後の最期に日銀が金融引き締めを実施するサイクルの繰り返し
- FRBが利下げに転じれば、日銀は利上げが困難となる可能性が高く、出口戦略の猶予期間は限定
- 海外要因の不透明感から、「6回目」の猶予期間を失った可能性も

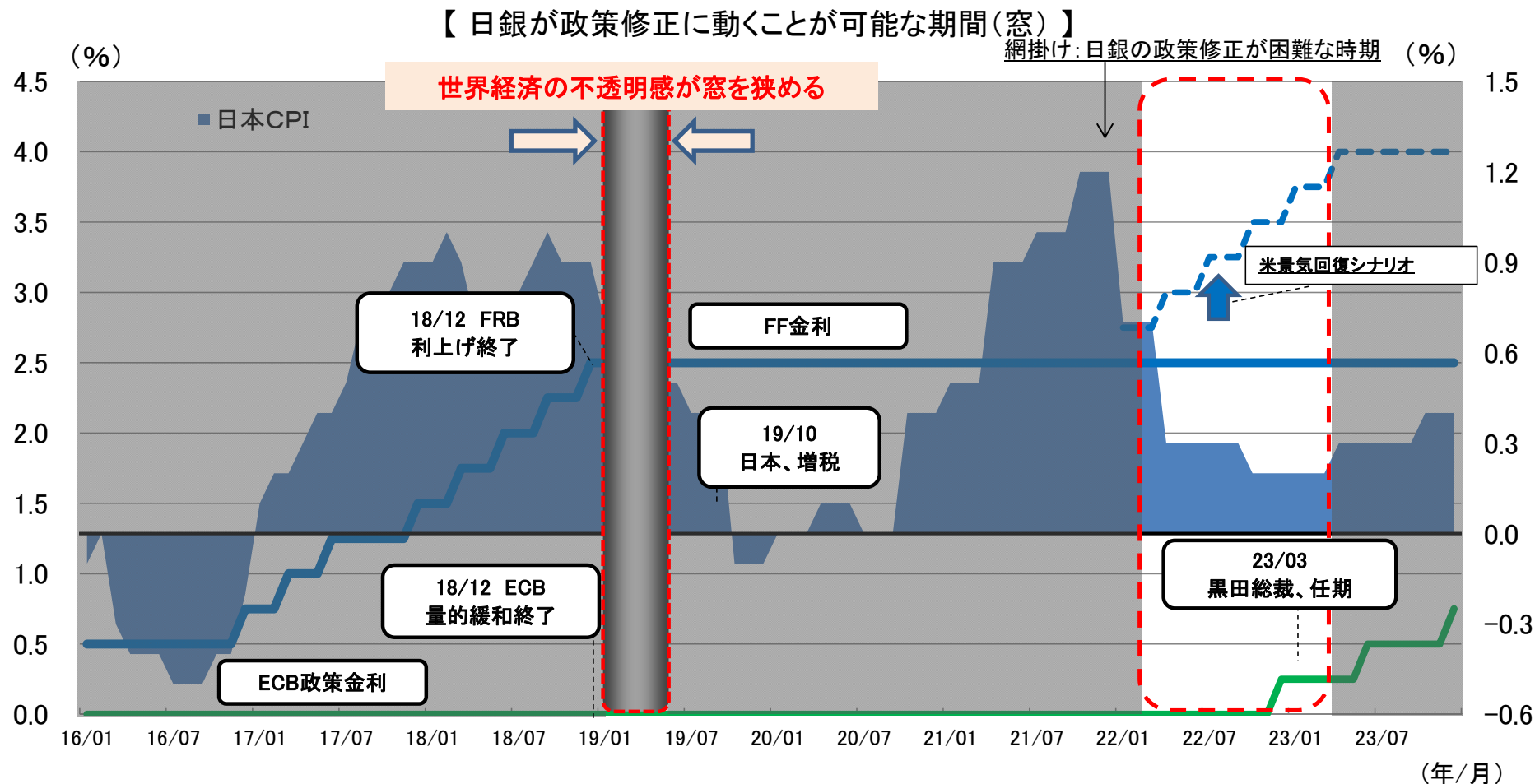
【 金融市場の「5回のジンクス」と6回目の展望 】

	米国引き締め開始時公定歩合	ドイツ(ECB)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 ラ米問題	第二次 石油危機
3回目 1980年代 後半	1987/9(最初) 5.5% → 6%	1988/7(二番目) 2.5% → 3%	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	1999/6(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)	2006/7 利上げ(最後) 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	2015/12(最初) 0.25% → 0.50% (FFレート)	2019年夏以降出口を志向 していたが封印も	出口見えず		

(資料) みずほ総合研究所作成

世界経済の不透明感が高まる中、出口政策封印も

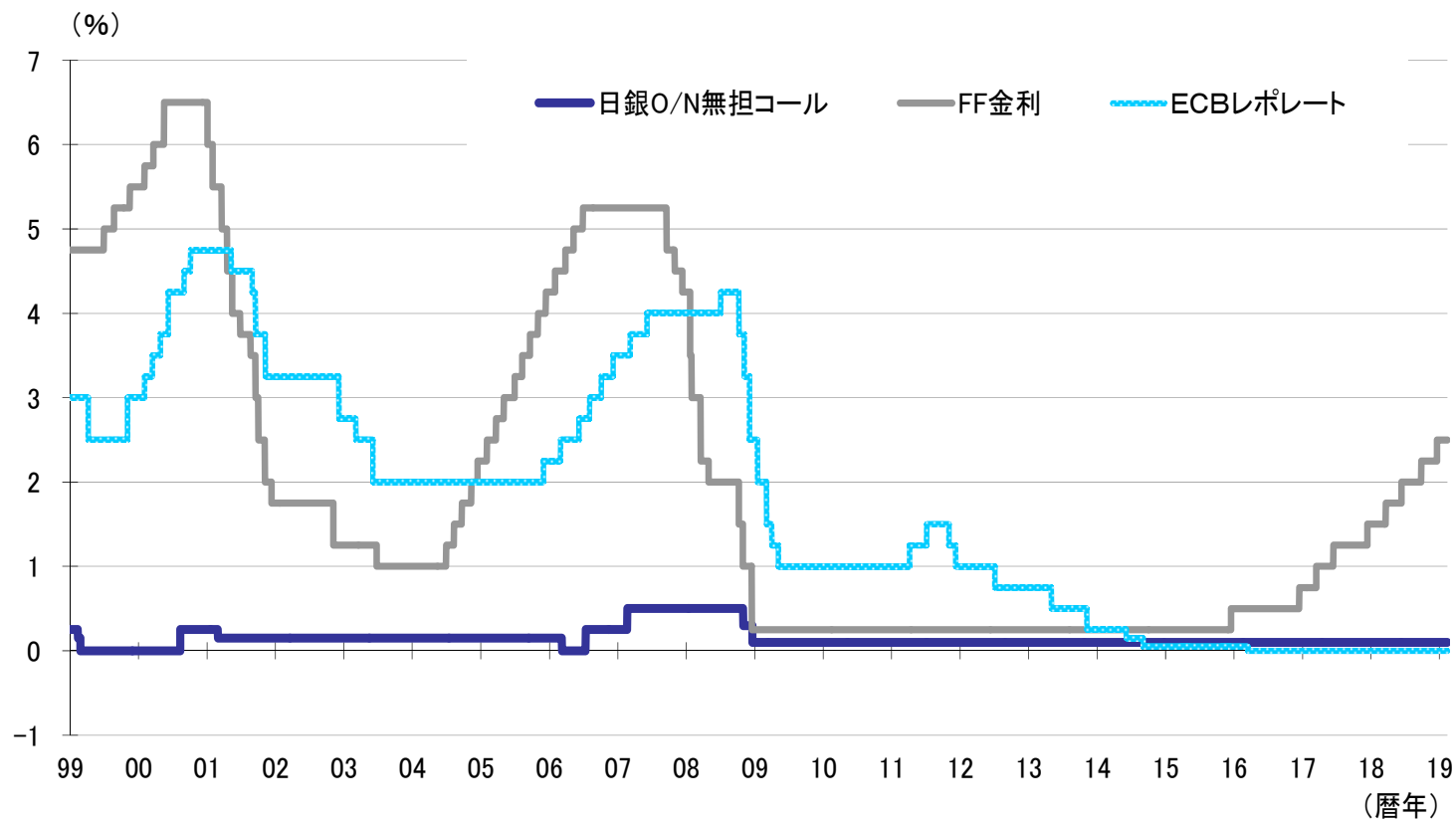
- 中国経済減速や半導体サイクル転換等、世界経済の不透明感が高まる。7月会合で出口の第一歩を踏み出すも、今後の出口政策封印も



(注)2019年1月以降はみずほ総合研究所の見通し。(資料)Bloomberg、総務省より、みずほ総合研究所作成

日米欧の政策金利が未曾有のゼロからの出口を模索してきたが、再び節目に

【日米欧政策金利の推移】

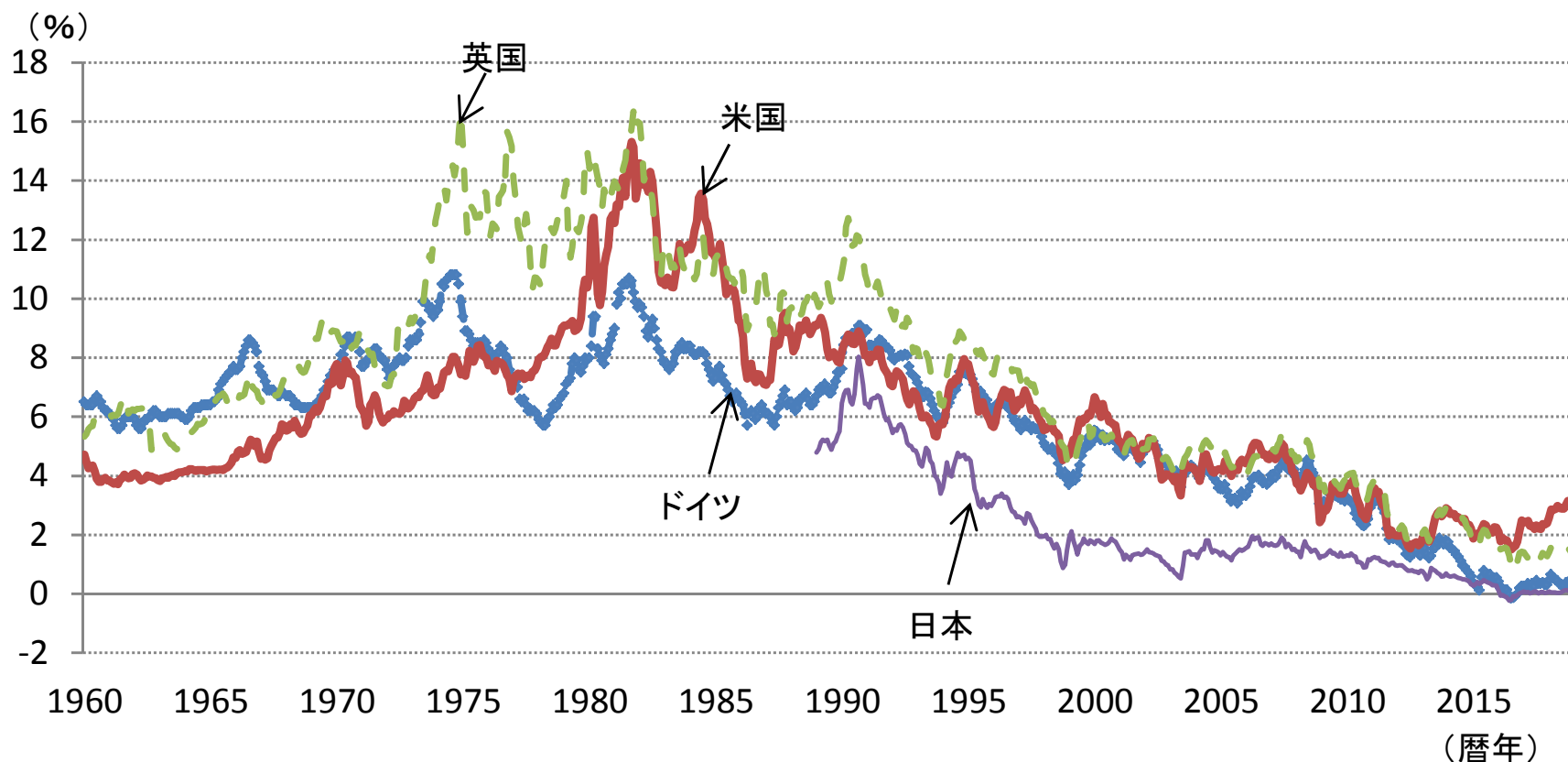


(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

世界経済の長期停滞が長期金利の趨勢的な低下に

- 主要先進国の長期金利は、1970年代後半から80年代前半をピークに長期的な低下トレンド
- 長期金利は世界経済の緩やかな鈍化傾向を映じたもの。リーマン・ショック以降、長期金利の低下ペースが加速

【 主要国の長期金利の推移 】

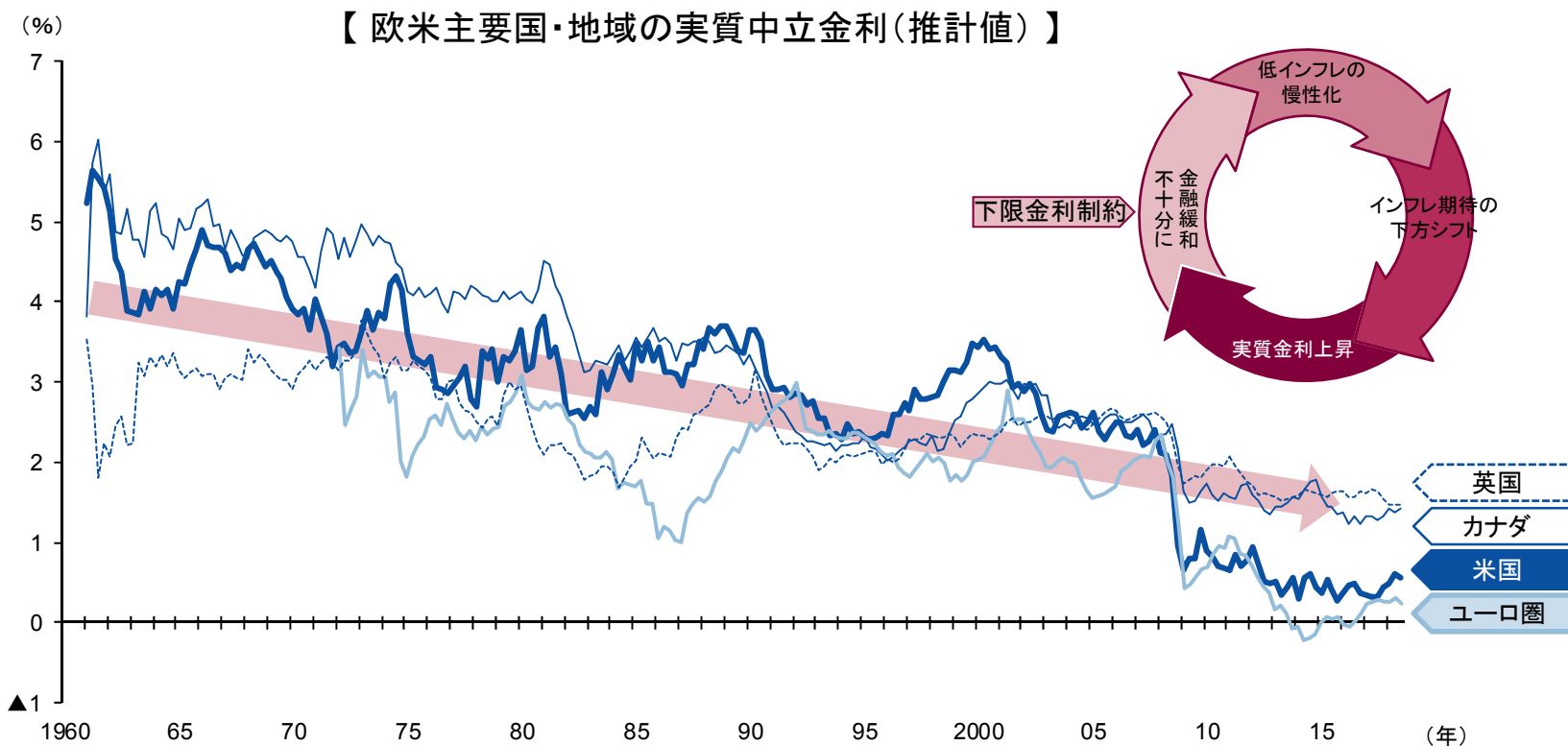


(注) 10年国債利回り。

(資料) OECDより、みずほ総合研究所作成

金融政策の枠組み再考：中立金利の低下を踏まえた新たな枠組みが必要に

- 既存枠組みでは、中立金利低下によって、インフレ期待の恒常的低下と実質金利の上昇が起きるリスク大
 - ・ 米国の中立金利は国際金融危機以前から長期的低下傾向。ユーロ圏等でも同様
 - 背景：①少子高齢化(労働力人口の伸び低下と貯蓄増)、②生産性上昇率の低下、③安全資産需要の増加等
 - ・ 中立金利が低いほど、経済活動に負のショックが生じた場合に下限金利制約に直面する確率増大。十分な金融緩和ができず、低インフレが慢性化するおそれ。その結果、インフレ期待も恒常的に低下、実質金利が上昇
 - ・ FRBは、2019年6月シカゴ連銀での研究カンファレンス等を通じて、新たな枠組みの議論を進める方針



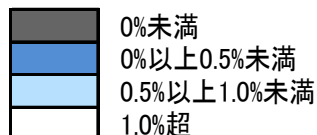
(資料) ニューヨーク連銀より、みずほ総合研究所作成

再び金利は水没に

- 再び、金利の水没地域拡大に
- 世界的にも金利は再び低下に戻る

【世界の金利水没マップ】

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.75	-0.74	-0.67	-0.62	-0.56	-0.49	-0.42	-0.38	-0.30	-0.24	-0.17	-0.10	-0.05	0.01	0.06	0.22	0.32	0.36
日本	-0.14	-0.14	-0.13	-0.14	-0.14	-0.14	-0.13	-0.11	-0.05	0.01	0.05	0.10	0.14	0.19	0.23	0.46	0.65	0.73
ドイツ	-0.53	-0.50	-0.47	-0.38	-0.28	-0.23	-0.14	-0.05	0.06	0.17	0.22	0.27	0.32	0.37	0.42	0.60	0.80	
デンマーク	-0.48	-0.56	-0.48	-0.39	-0.31	-0.19	-0.08	0.04	0.16	0.28	0.31	0.35	0.38	0.41	0.44	0.61		
オランダ	-0.54	-0.53	-0.50	-0.40	-0.27	-0.17	-0.05	0.05	0.17	0.27	0.33	0.38	0.44	0.49	0.55	0.66	0.87	
フィンランド	-0.18	-0.38	-0.39	-0.29	-0.17	-0.10	0.05	0.15	0.29	0.43	0.50	0.58	0.66	0.73	0.81	0.90	1.09	
スウェーデン	-0.35	-0.36	-0.28	-0.19	-0.04	0.00	0.04	0.25	0.41	0.56	0.61	0.66	0.71	0.76	0.81	1.05		
オーストリア	-0.42	-0.43	-0.28	-0.19	-0.05	0.07	0.22	0.29	0.40	0.52	0.59	0.66	0.74	0.81	0.88	1.01	1.26	
フランス	-0.51	-0.43	-0.30	-0.19	-0.05	0.01	0.14	0.28	0.36	0.56	0.65	0.74	0.84	0.93	1.02	1.15	1.55	
アイルランド	-0.42	-0.44	-0.28	-0.12	0.05	0.22	0.38	0.57	0.69	0.81	0.89	0.97	1.05	1.14	1.22	1.34	1.60	
スペイン	-0.31	-0.27	-0.09	0.00	0.18	0.43	0.65	0.83	1.01	1.15	1.26	1.37	1.48	1.59	1.70	1.94	2.40	
ポルトガル	-0.32	-0.24	-0.07	0.14	0.29	0.60	0.91	1.11	1.31	1.46	1.55	1.65	1.75	1.84	1.94	2.20	2.55	
イタリア	0.13	0.32	0.89	1.26	1.65	1.94	2.20	2.24	2.48	2.71	2.82	2.93	3.04	3.16	3.27	3.43	3.65	
英国	0.80	0.81	0.86	0.94	1.00	1.04	1.09	1.18	1.16	1.29	1.35	1.40	1.46	1.52	1.58	1.71	1.78	1.68
ノルウェー	1.09	1.15	1.21	1.27	1.33	1.39	1.49	1.58	1.65	1.73								
カナダ	1.77	1.74	1.75	1.76	1.76	1.77	1.80	1.83	1.86	1.88	1.90	1.92	1.95	1.97	1.99	2.10	2.16	
オーストラリア	1.77	1.72	1.66	1.68	1.76	1.87	1.96	2.04	2.14	2.16	2.21	2.26	2.31	2.36	2.41	2.56		
米国	2.53	2.54	2.52	2.53	2.53	2.58	2.63	2.66	2.69	2.72	2.74	2.75	2.77	2.79	2.81	2.90	3.08	
中国	2.47	2.66	2.82	2.96	3.08	3.16	3.23	3.28	3.30	3.31	3.33	3.35	3.37	3.39	3.41	3.60	3.76	
インド	6.57	6.65	6.89	6.96	7.05	7.58	7.39	7.57	7.56	7.38	7.69	7.70	7.77	7.78	7.79	7.78	7.77	

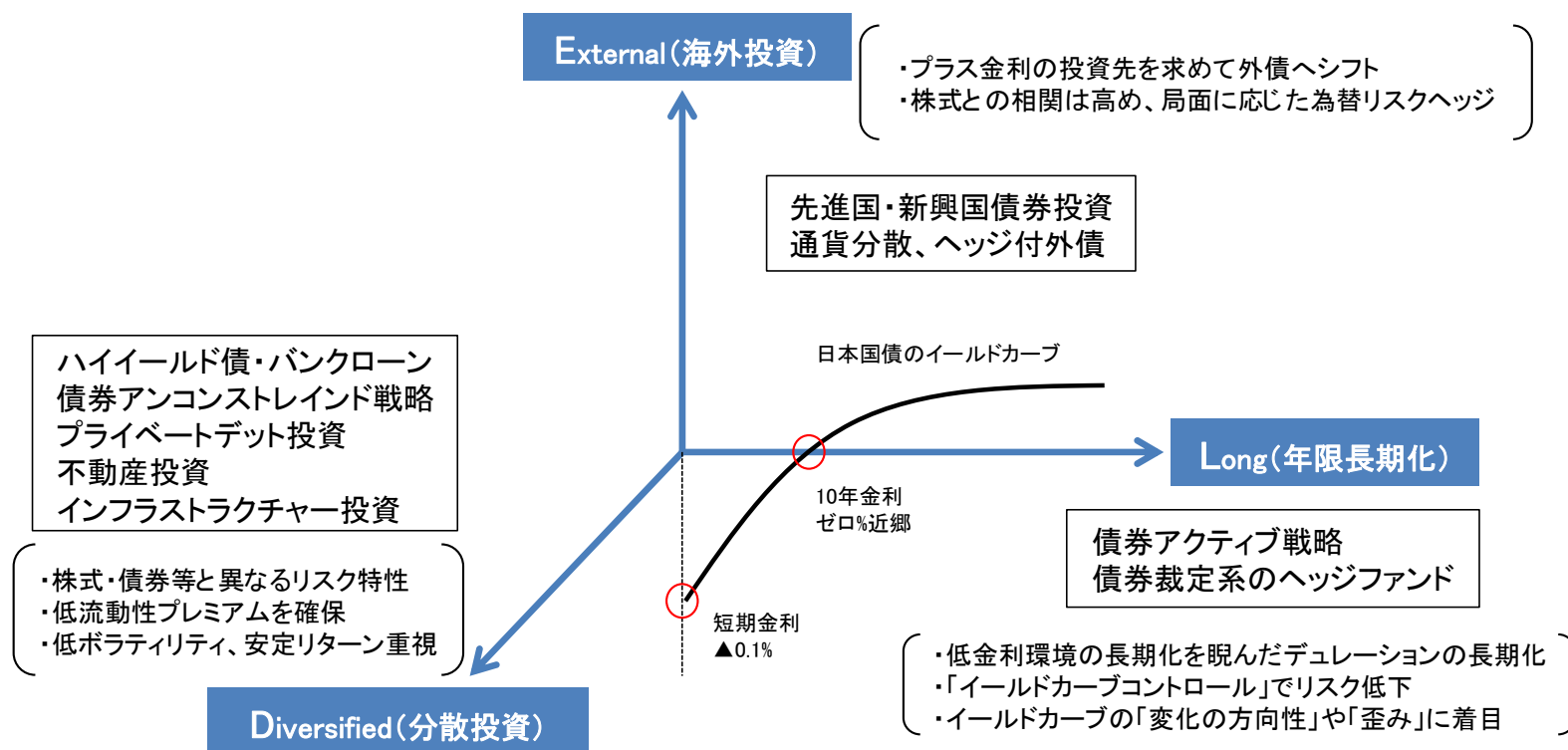


(注)2019年3月5日の値
 (資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

金利水没下での投資方針－「LED戦略」

- 金利が「水没」した状況で資産運用を行うには、「LED戦略」の選択肢
 - ・ 「①長期(Long)、②海外(External)、③金利以外の多様なリスク(Diversified)」
 - 「L」: まだ生体反応が残る長期、長期の分野にデュレーションを延長
 - 「E」: 当該国の債券市場が「水没」するなら、それよりも高い利回りが期待できる海外の市場を狙う
 - 「D」: 金利以外の多様なリスクを取りに行く

【 LED戦略の方向性 】

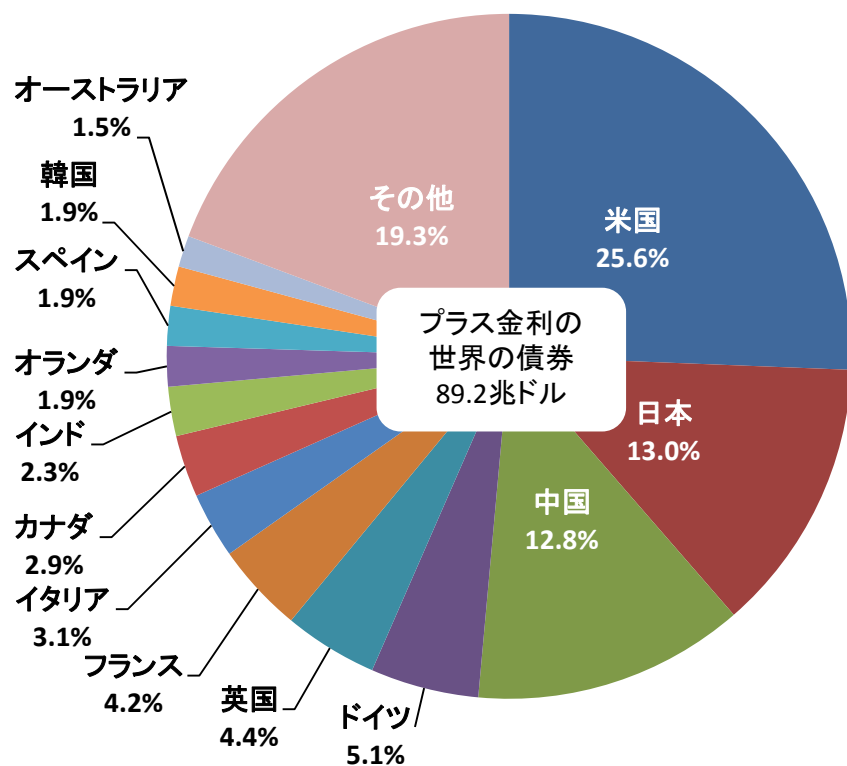


(資料)みずほ総合研究所

プラス金利が残っている市場フロンティアはどこか？

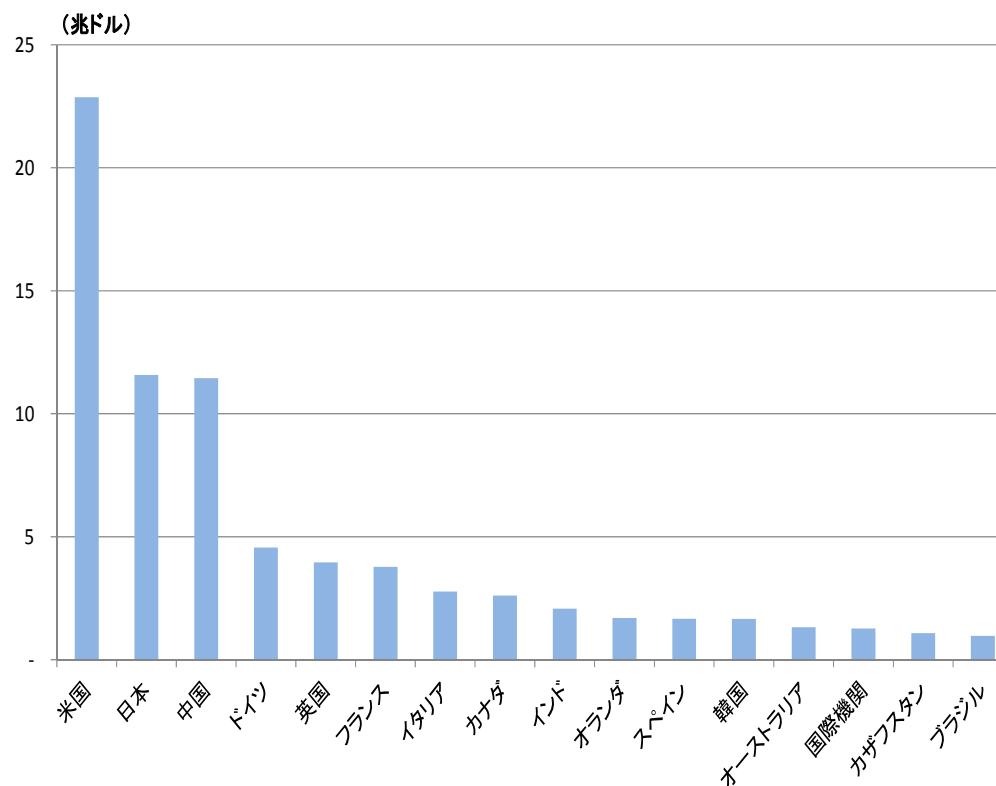
- 世界でプラス金利が残っている債券残高は89兆ドル。このうち、米国の債券残高が全体の4分の1を超える規模。日本、中国が全体の1割を超え、その後ドイツ、英国、フランスと欧州主要国が続く

【 利回りがプラスの債券の国別構成比 】



(注) 国債と社債の合計。2019年2月12日現在。
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

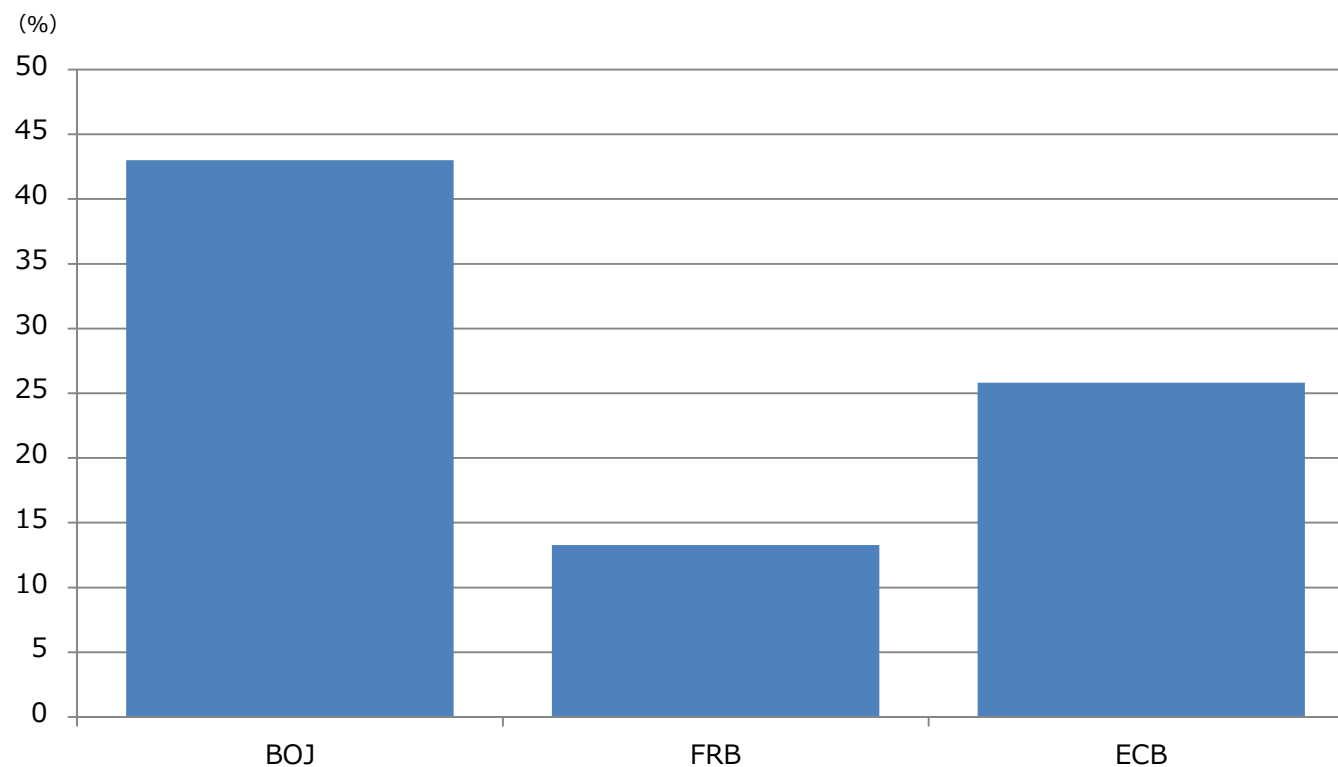
【 利回りがプラスの債券残高(国別) 】



(注) 国債と社債の合計。2019年2月12日現在。
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

中央銀行のプレゼンス拡大、日銀は国債発行残高の4割超を保有

【 各国・地域の国債市場における中銀のプレゼンス 】



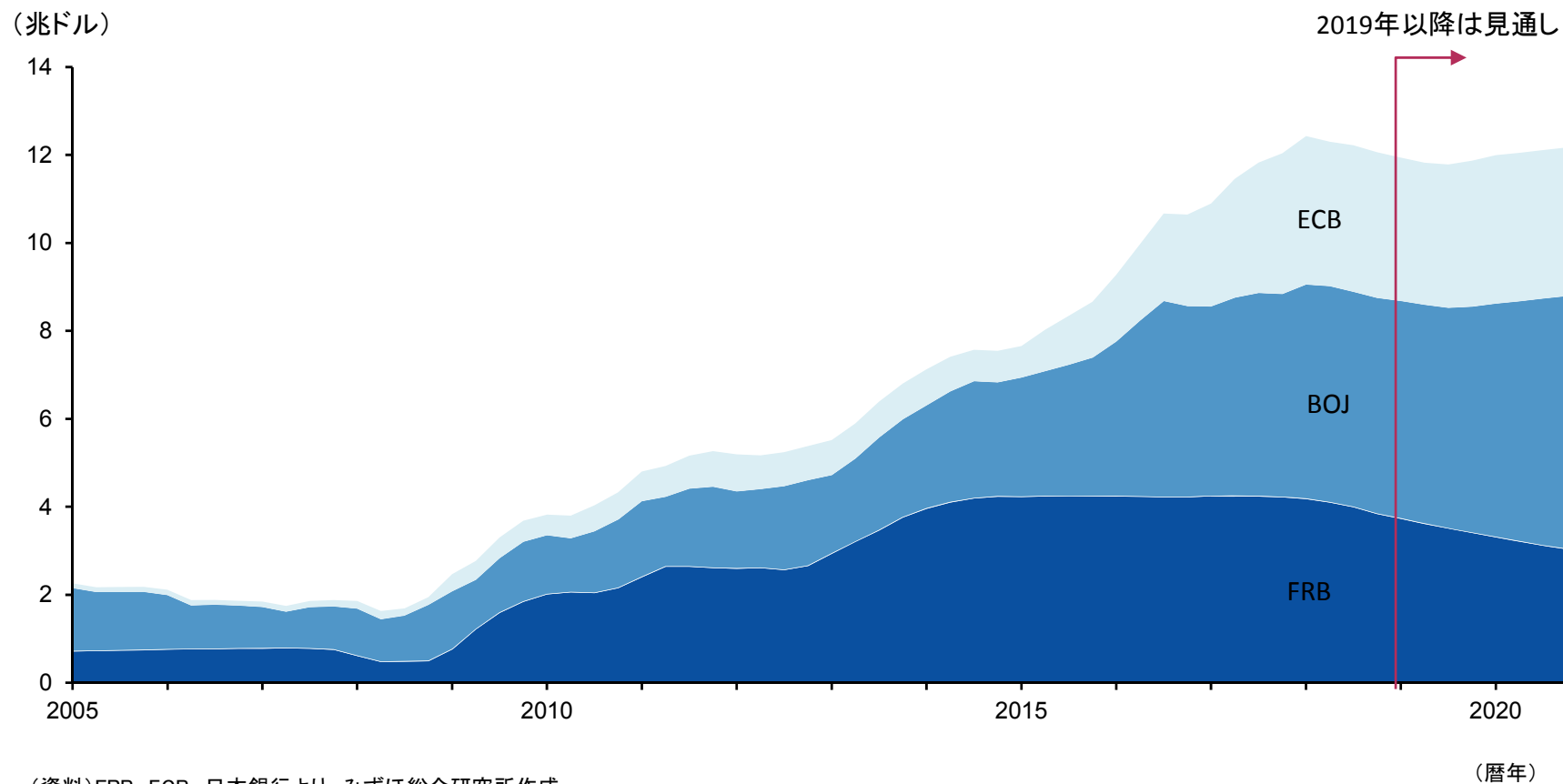
(注) 国債発行残高に対する中銀保有残高の比率。ただしECBはユーロ加盟国のグロス一般政府債務残高(債券)を分母、PSPPIによる購入額を分子としたもの。2018年9月末時点。

(資料) sifma、Bloombergより、みずほ総合研究所

拡大した中央銀行のバランスシートは一時縮小に転じたが

- 日米欧中銀のバランスシートは拡大が続いてきたが、FRBが縮小を進めるとともに、ECBが昨年12月の政策理事会で新規資産買入れの停止を発表するなど、縮小に転じる。日銀も国債保有増加ペースは足元鈍化

【中央銀行バランスシート】



(資料)FRB、ECB、日本銀行より、みずほ総合研究所作成

海外の年限別の国債発行

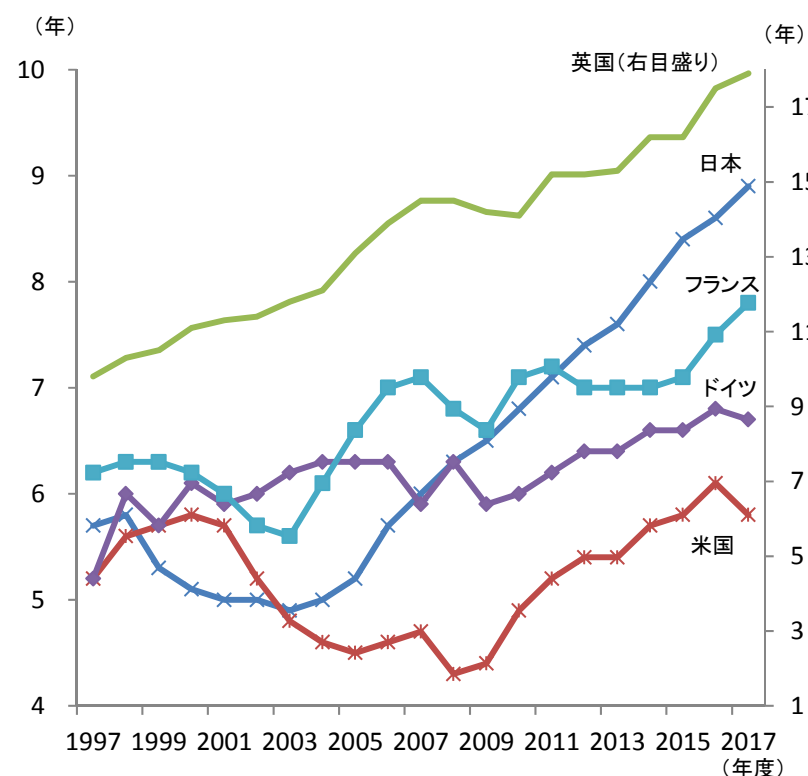
- 日本国債も発行年限の長期化が継続。2012年に日本の発行年限はフランスを抜いた
- 市場規模が大きい場合、コンベンショナル方式による通常の入札方式以外の手法で安定的な国債発行を実現
 - ・ イギリス、ドイツ、フランスでは、超長期債又は物価連動債の一部でシ団方式を採用している

【日本及び諸外国の債務管理政策】

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
短期債	2ヶ月程度、3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月	4週、13週、26週、52週	1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月	6ヶ月、12ヶ月	1年以下
中期債	2年、5年	2年、3年、5年、7年	1～7年	2年、5年	2～5年
長期債	10年	10年	7年～15年	10年	8～50年
超長期債	20年、30年、40年	30年	15年～55年	30年	
その他	物価連動債(10年)	物価連動債(5年、10年、30年)、変動利付債(2年)	物価連動債(5年～55年)	物価連動債(5年、10年、30年)	物価連動債(2～30年)
発行方式	コンベンショナル方式(40年債・物価連動債のみダッチ方式)	ダッチ方式	コンベンショナル方式(物価連動債:ダッチ方式)(超長期債・物価連動債の一部でシ団方式を採用)	コンベンショナル方式(以前は物価連動債の一部でシ団方式を採用)	コンベンショナル方式(超長期債・物価連動債の一部でシ団方式を採用)

(資料) 財務省「債務管理レポート2018」

【G7諸国の平均償還年限】



(資料) 財務省より、みずほ総合研究所作成

超長期債の発行市場への関心高まる

- 投資家の投資年限の長期化を反映して超長期債市場の発行が増加
- 50年以上の国債・政府機関債の発行額は2017年以降で440億ドル。先進国では英国の超長期市場が大きい

【世界の50年以上の国債発行(2017-2018年)】

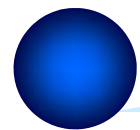
	発行額(10億ドル)	発行件数
世界計	44.34	11
中国	16.41	4
英国	15.2	1
オーストリア	5.46	1
アルゼンチン	5.35	2
韓国	1.12	1
スロバキア	0.58	1
アイルランド	0.11	1

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【世界の50年以上の社債発行(2017-2018年)】

	発行額(10億ドル)	発行件数
世界計	37.01	78
英国	9.58	11
米国	8.08	22
カナダ	6.53	7
日本	5.40	8
スウェーデン	2.71	5
イタリア	1.76	4
デンマーク	0.87	3
ドイツ	0.57	1
インド	0.23	3
マレーシア	0.05	1
アイルランド	0.05	1
パナマ	0.01	3

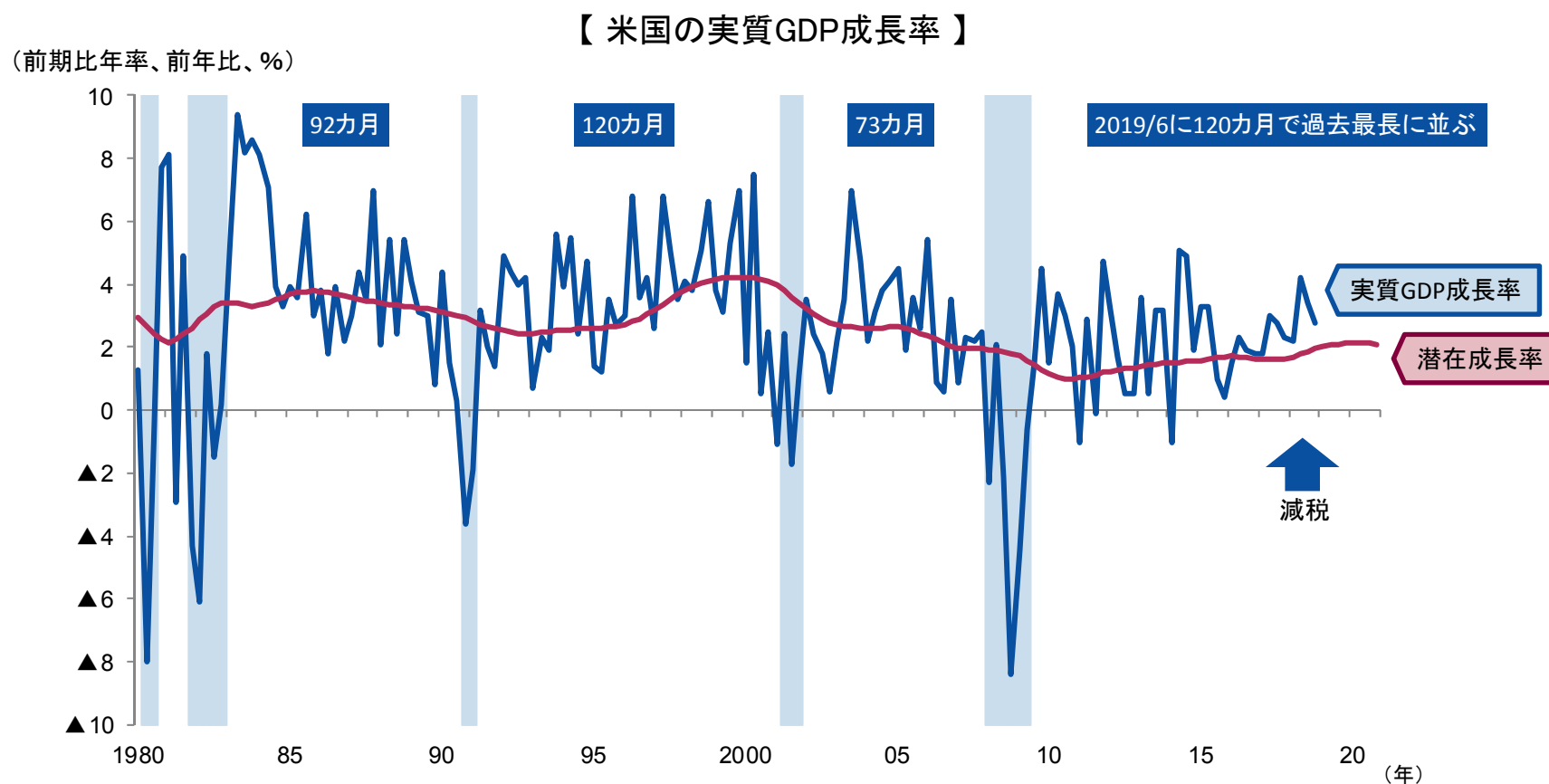
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成



2. 米国金融財政政策の論点

米国経済：減税・財政支出により拡大。2019年夏には過去最長の景気拡張期間に

- 足元までの米国経済は拡張的財政政策の追い風を受け、潜在成長率を上回る勢いで拡大
 - ・ 2018年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.6%と減速も、1.8%の潜在成長率(CBO)を大幅に上回る伸び
 - ・ すでに米国史上2番目の景気拡大期間。今年6月には、10年の最長記録に並ぶことに



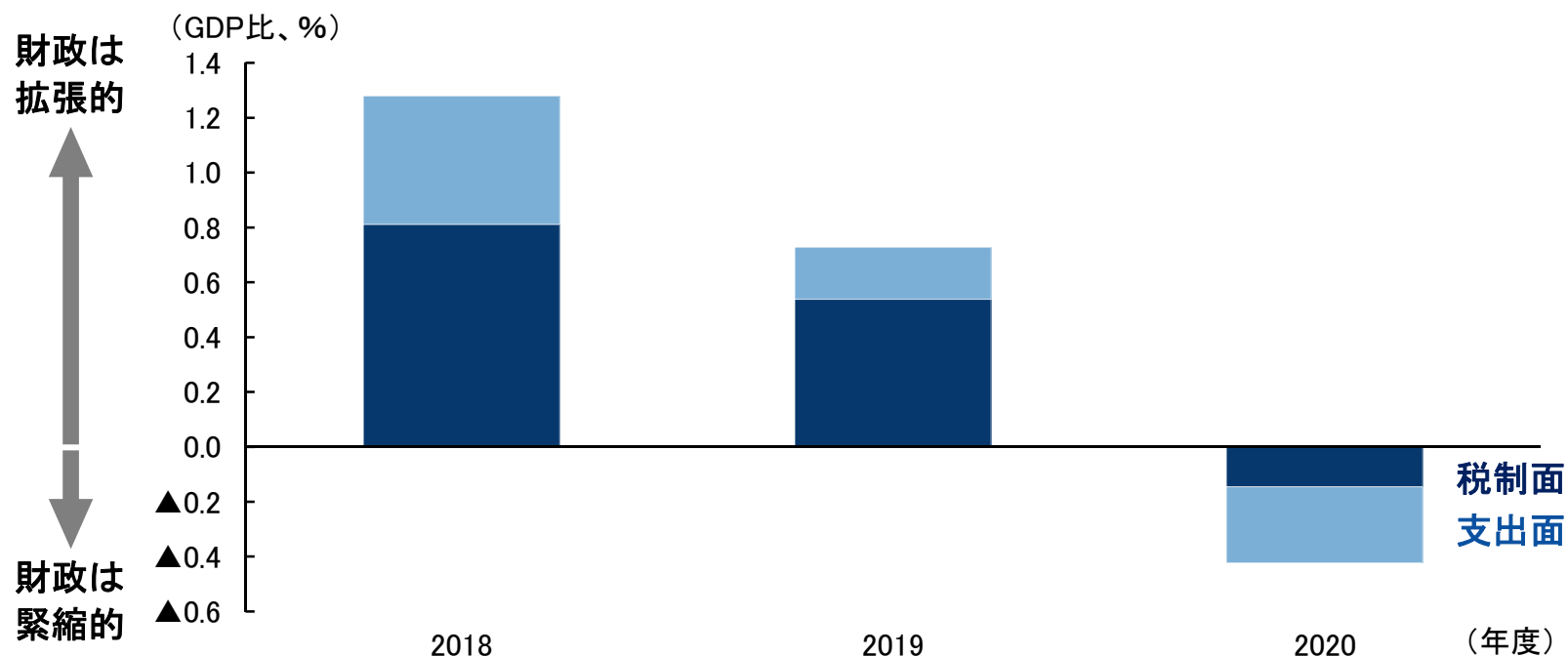
(注)潜在成長率は前年比、実績は前期比年率。2018Q4実績はアトランタ連銀のGDPNow(1/8時点)。

(資料)米国商務省、NBER、アトランタ連銀よりみずほ総合研究所作成

米国：財政リスク、2020年度財政の行方にも要警戒（2019年夏が第一のヤマ場）

- 過去2年続いた拡張的財政から、2020年度（2019／10～2020／9）には緊縮財政に転換
 - ・ 緊縮規模はGDP比▲0.4%相当
 - ・ 債務上限引き上げ問題と共に、2020年度の財政を巡る政権・議会の攻防にも要警戒
 - 2020年大統領選を前に財政支出拡大等で合意できるかどうか、高い不確実性

【 財政政策の変化 】



(注) Tax Cut And Jobs Actによる減税と、2018年2月の財政合意の影響。
(資料) JCTより、みずほ総合研究所作成

米国経済：物価は目標近傍。金融コンディションはタイト化。利上げを急ぐ必要なし

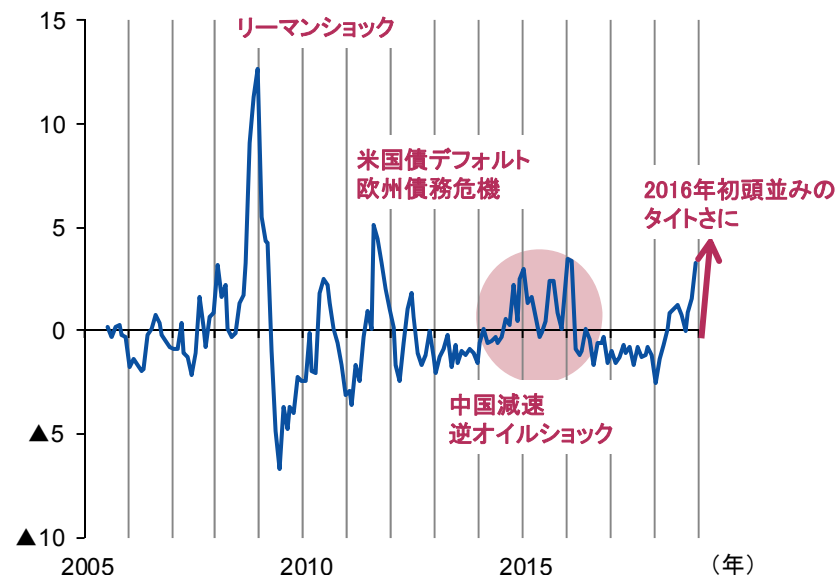
- インフレ率は前年比+1.9% (2018/12)とFRBの目標近傍で小幅下振れ。金融コンディションは2016年初以来のタイト化
 - ・ 追加関税や資材逼迫によるインフレ圧力の高まりが指摘されてきたが顕在化せず
 - ・ 株安、社債リスクスプレッドの上昇、ドル高、米国債利回りの低下など、金融市場は総じてリスク回避的な動きに

【コア・インフレ率】



(注) 食品・エネルギーを除く個人消費支出デフレーター上昇率。
 (資料) 米国商務省より、みずほ総合研究所作成

【金融コンディション指数】

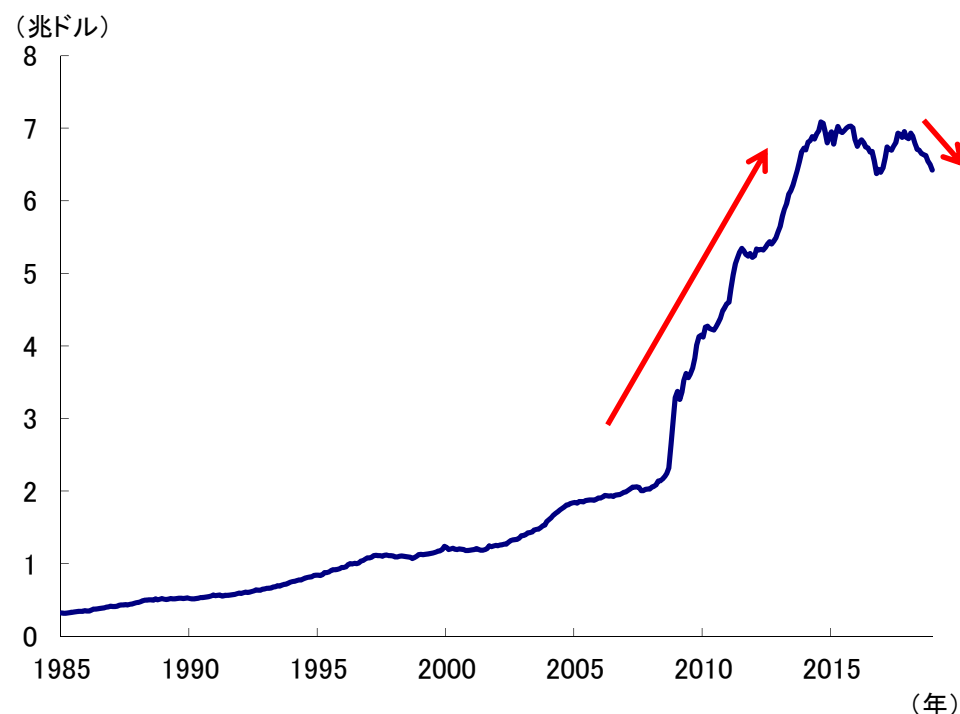


(注) S&P500株価指数(対数)、米社債リスクスプレッド(BB+, 10年)、FRBドル貿易加重実効レート(対数)、米国債10年利回りの4指標(月平均)の変化から主成分分析を用いて作成(2005/7~2018/12、第一主成分)。指数は規格化されており(平均ゼロ、標準偏差1)、数字が大きいほど金融コンディションはタイト。
 (資料) FRB等より、みずほ総合研究所作成

市場は米国を中心としたBS縮小による過剰流動性相場の転換を懸念

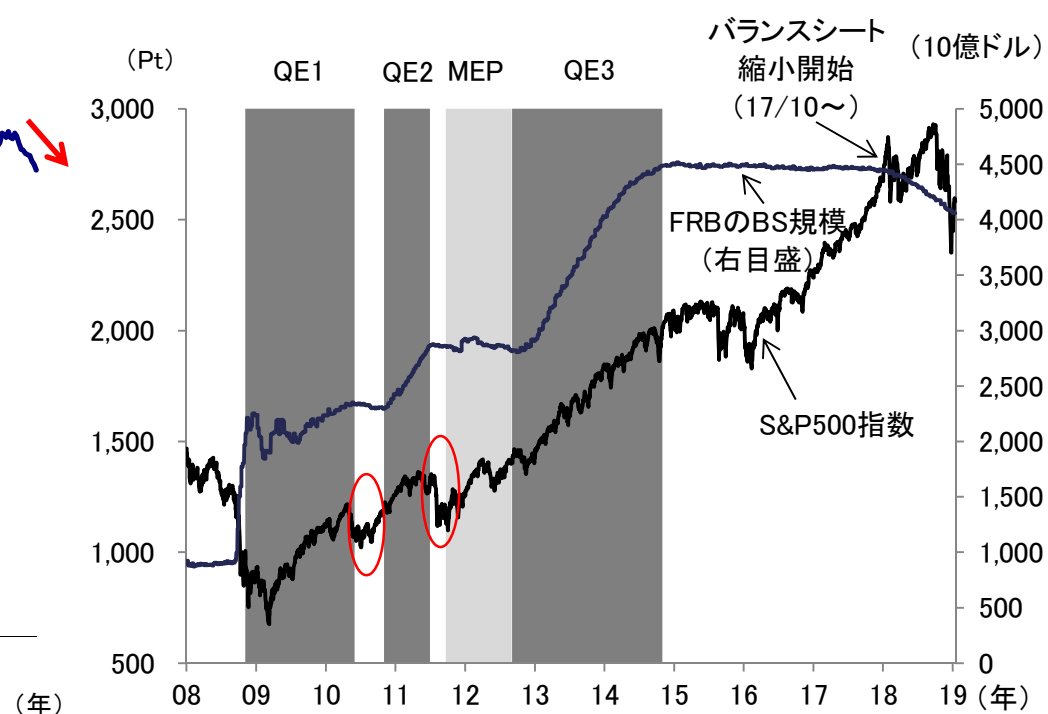
- 過剰流動性を図る一つの尺度であるワールドダラーは金融危機後に急膨張
 - ・ 株価を中心とする資産価格の上昇の背景にこうした過剰流動性があるとの見方は根強い

【世界のドル供給量(ワールドダラー)】



(注)ワールドダラーは、米マネタリーベースとFRBカストディ・アカウント残高の合計
 (資料)FRBより、みずほ総合研究所作成

【FRBのバランスシートとS&P500指数】



(注)MEPIは、Maturity Extension Programの略であり、残存期間延長プログラム。オペレーション・ツイストとも呼ばれる。
 (資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

米国:1月FOMC(1/31)、漸進的利上げ路線撤回、利上げ局面終了も

- 海外景気減速、金融コンディションのタイト化などの「逆流」や、インフレの落ち着きと金融的不均衡リスクの低下が理由
 - ・ 議事要旨では多くの参加者が「不確実性が後退すれば、“辛抱強く” という文言を見直し、異なる文言を使う必要」を指摘
 - ・ 一方、多くの参加者が「今年後半にどのような政策金利の変更が適切なのか未だ不明」と示唆
 - そのうち数名は「予想以上のインフレの高まりがみられる場合に限って利上げができるかも知れない」と指摘
 - 他の数名は「経済が見通し通りなら、利上げが適切」と指摘
 - ・ FOMC参加者は、経済・金融動向に即した柔軟なバランスシート政策の運営で合意。今年後半にバランスシート縮小を停止するとの計画を近い将来(before too long)発表(ほぼ全員が合意)

【1月FOMC声明文のポイントと議事要旨による解説】

◆ **メインシナリオを提示(従来提示なし)**

- 「FOMCは引き続き、持続的な景気拡大、強い労働市場、インフレ率の2%近傍での推移というシナリオが実現する蓋然性が最も高いとみている」

◆ **「概ね均衡」とのリスク判断を削除**

- 世界経済と金融市場の不確実性から、リスク判断の表明は現時点で有益ではないとFOMCが判断

◆ **漸進的利上げ路線から辛抱強く様子見の路線へ**

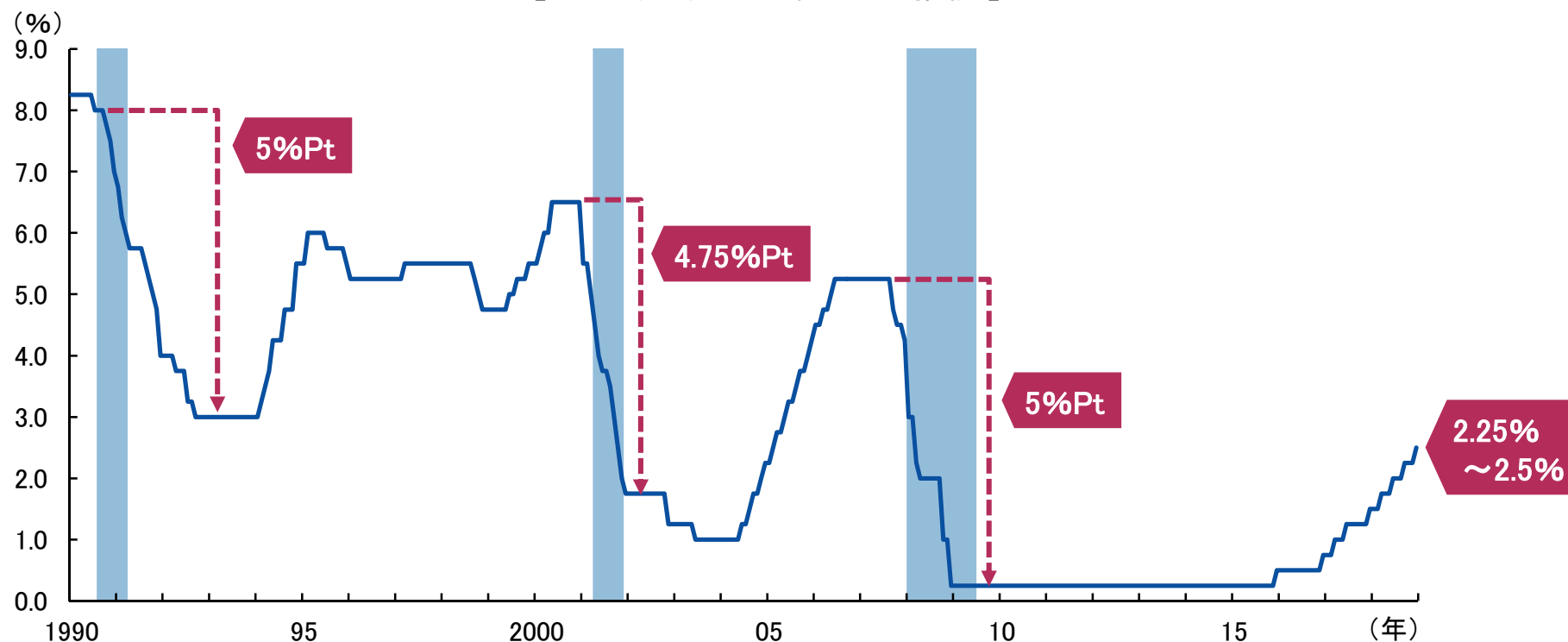
- 「世界経済、金融情勢、及びインフレ圧力の落ち着きを踏まえると、将来どのような政策金利変更が適切なのかを考えるにあたって、辛抱強くいられる」
- 米国経済や世界経済に関して以下を見極めるための時間稼ぎ。**辛抱と柔軟性が必要**との認識
 - ✓ 企業・消費者のセンチメントの行方、物価指標の弱さの持続性、及び金融コンディションのタイト化の総需要への影響、政府閉鎖の経済及び先行きの財政政策への影響
 - ✓ 金融政策の正常化に向けたステップが、経済活動及び物価に与える影響
 - ✓ 国際的な貿易政策、世界経済の行方、及び欧州と中国の景気減速の度合いと持続性

(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

米国：今後の利下げ幅は過去の半分程度。フォワードガイダンスとQEが不可欠な手段に

- インフレ・ターゲティングの見直し・柔軟化も視野（金融政策の枠組み見直し）
 - ・ 1990年代以降の利下げは平均5%Ptほど。一方、足元の政策金利は2.25%～2.5%に過ぎず
 - ・ カナダ中銀では、2%と中心とした1%～3%のインフレ目標レンジを設定

【 1990年以降の政策金利の推移 】



(注) 網掛けは景気後退期。

(資料) FRB、NBERより、みずほ総合研究所作成

金融政策の枠組み再考：フレキシブル・インフレ・ターゲティングが有力な代替案

- すでに様々な代替案が提案されてきているが、実行可能性や透明性、有効性の評価(アカウンタビリティ)などに即して、それらの利点や欠点が評価されていくと推察
 - ・ なお、新たな枠組みに関する議論ではコミュニケーション政策などにも焦点。また、適切なバランスシート(準備)の大きさや、誘導目標としての政策金利の見直し、ドット・チャートの存続の是非などの議論も進展する可能性

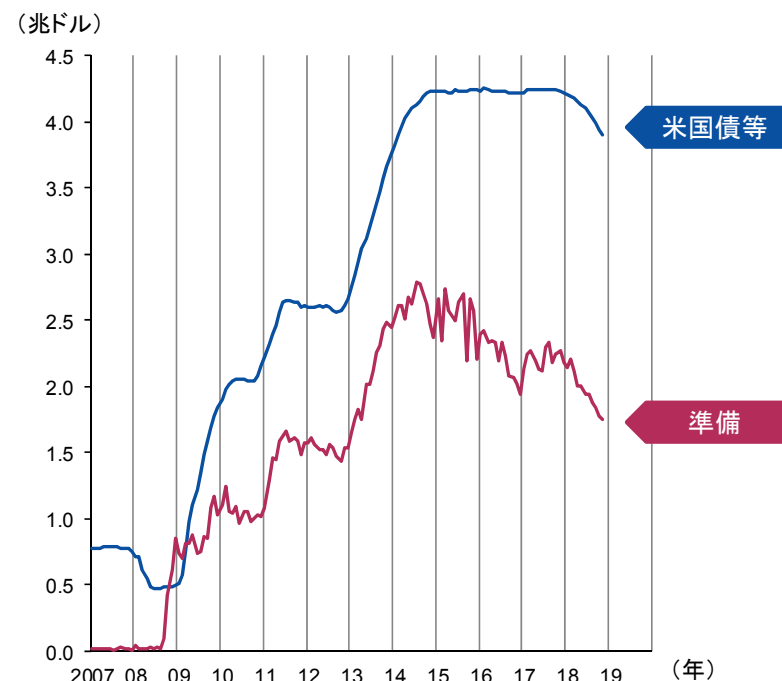
【 代替的枠組みの例 】

代替案1	インフレ目標を引き上げ(3-4%固定)、伝統的な金利政策で対応 または 2%のインフレ目標を維持(ただし、景気悪化時はマイナス金利で対応)
代替案2	【現行の枠組みの延長】 2%のインフレ目標を維持しつつ、非伝統的金融政策(バランスシート政策)を積極的に活用
代替案3	フレキシブル・インフレ・ターゲティング ・インフレ目標は2%に据え置き ・計測期間(過去数年、景気の谷から山まで、下限金利制約に直面して以降等)の平均インフレ率での目標達成を目指す
代替案4	物価水準ターゲティング または名目GDPターゲティング

(注) ウィリアムズ総裁は代替案4のフレキシブル・インフレ・ターゲティング(FIT)を物価水準ターゲティングの一つに分類。一方、FITを平均インフレ・ターゲティングとして分類する識者もいる。

(資料) ウィリアムズNY連銀総裁講演(2018/11/30)等より、みずほ総合研究所作成

【 FRBの保有証券と準備の推移 】



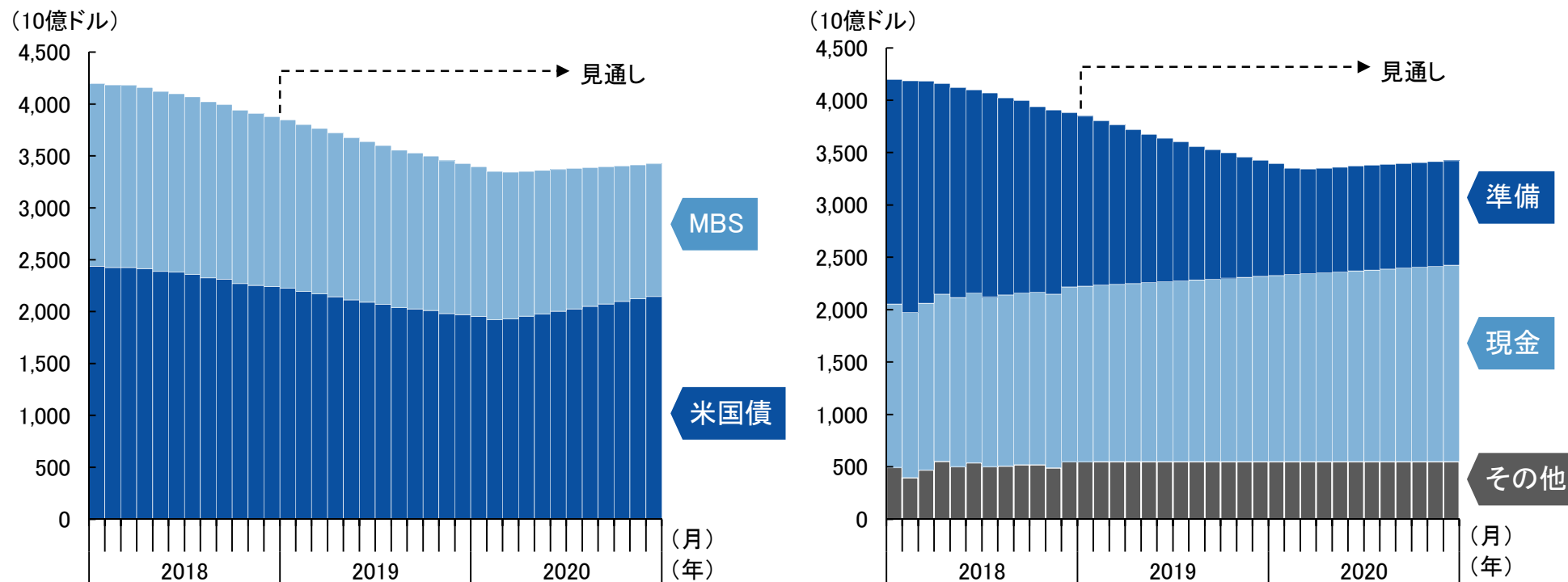
(注) 米国債等は米国債、エージェンシー債、エージェンシーMBSの合計。

(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

米国：準備の最低水準を1兆ドルと仮定し、バランスシート縮小停止は2020年前半

- その後は、現金の伸びとMBS償還に対応するため、FRBは米国債の購入を再開することに
 - ・ 準備の最低水準を低く想定するほど、バランスシート縮小の停止時期は後ずれ

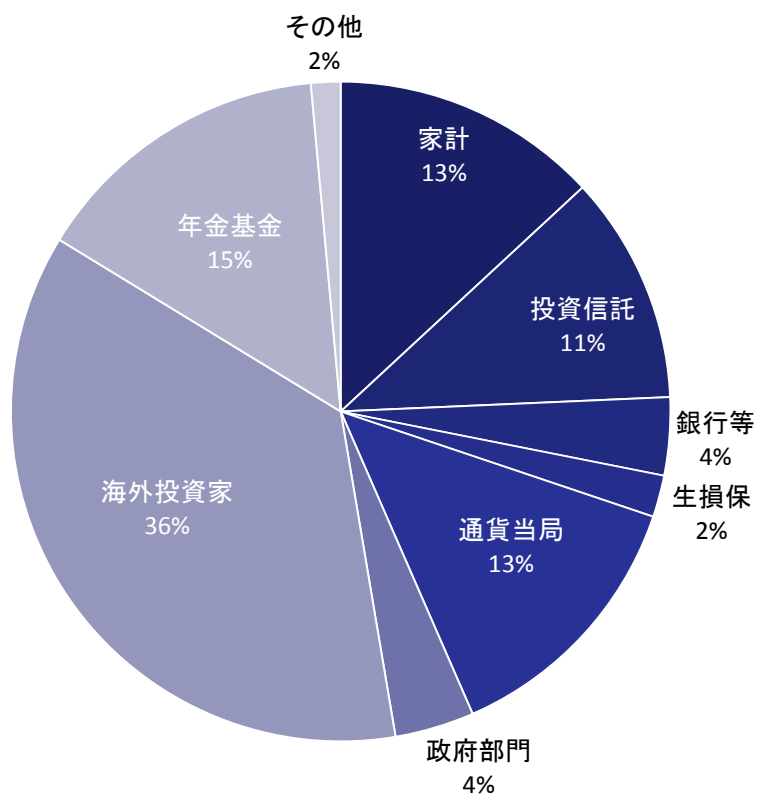
【FRBの保有債券残高・構成と準備残高等の推移】



(注)MBSの償還は1か月当たり150億ドル、準備の最低水準を1兆ドル、現金の伸びを年6%と想定。
 (資料) ニューヨーク連銀より、みずほ総合研究所作成

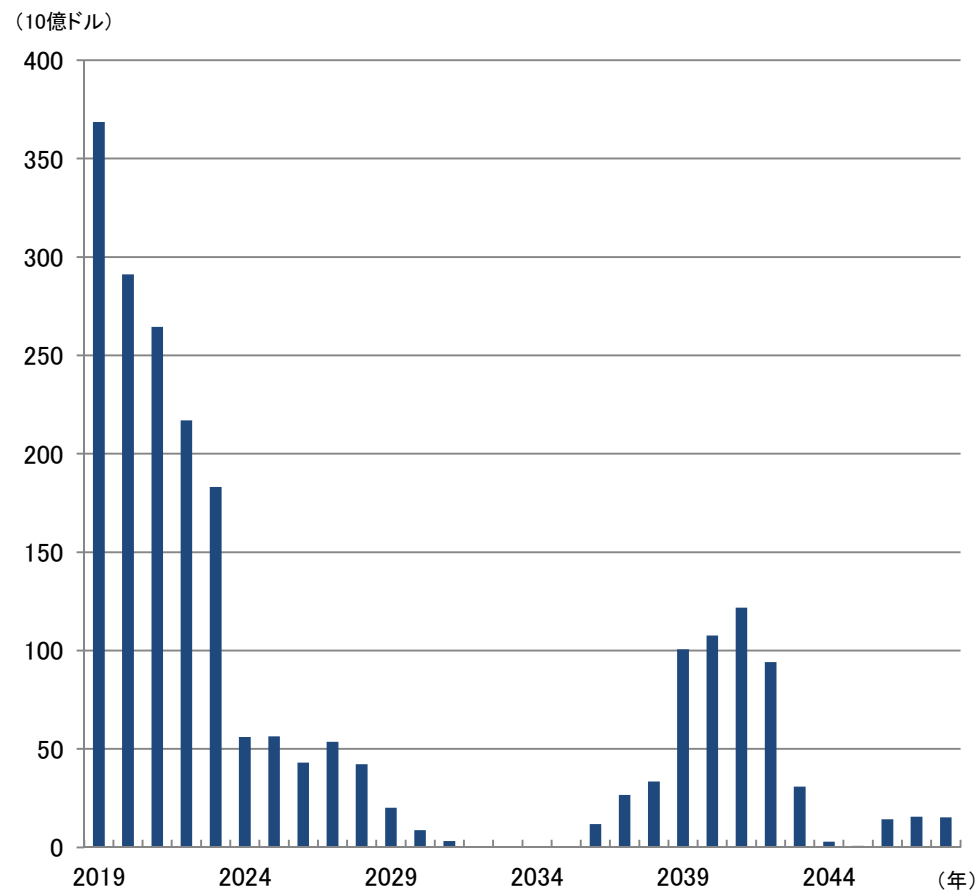
米国債の海外投資家による保有割合は約40%、海外投資家の影響に留意

【 米国債の保有構造(ストック) 】

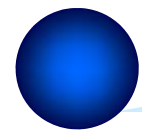


(注)2018年9月末時点。
 (資料)sifmaより、みずほ総合研究所作成

【 FRB保有債券の年間償還額 】



(注)2019年2月13日時点。
 (資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成



3. ユーロ圏経済金融環境の論点

ユーロ圏経済：2019年の成長率は1%台半ばに減速する公算大

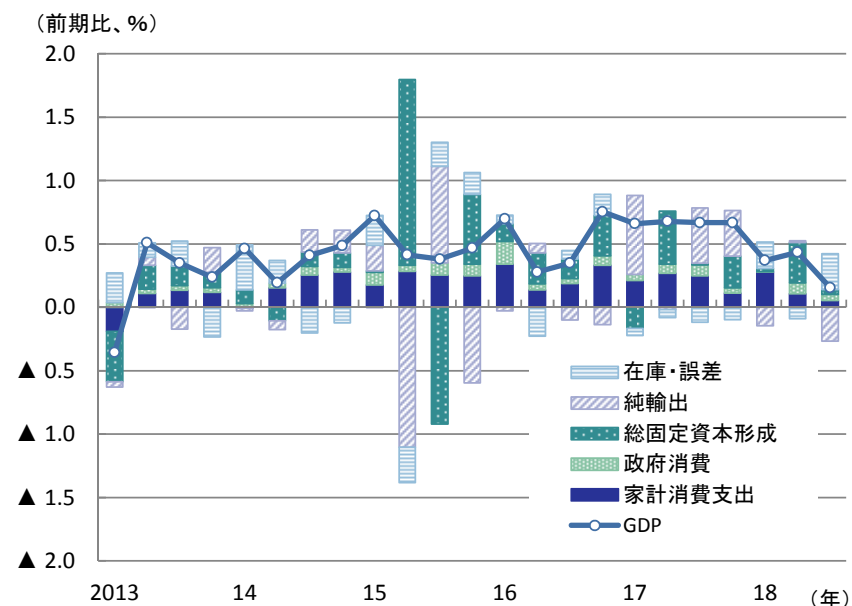
- 2018年の成長率は潜在成長率(約+1.5%)を上回る高成長がコンセンサス
 - ・ 2018年7~9月期のGDPの低迷もあり、2019年は1%台半ばの成長率への減速が見込まれる

【ユーロ圏成長率の見通し】

機関名	公表時期	2018	2019	2020
欧州委員会	Nov-18	2.1	1.9	1.7
ECB	Dec-18	1.9	1.7	1.7
IMF	Oct-18	2.0	1.9	1.7
OECD	Nov-18	1.9	1.8	1.6
ブルームバーグ	Jan-19	1.9	1.6	1.5
みずほ総研	Feb-19	1.8	1.3	1.4

(注)ブルームバーグはエコノミスト予想の中央値。
 (資料)各機関、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏の実質GDP成長率の推移】

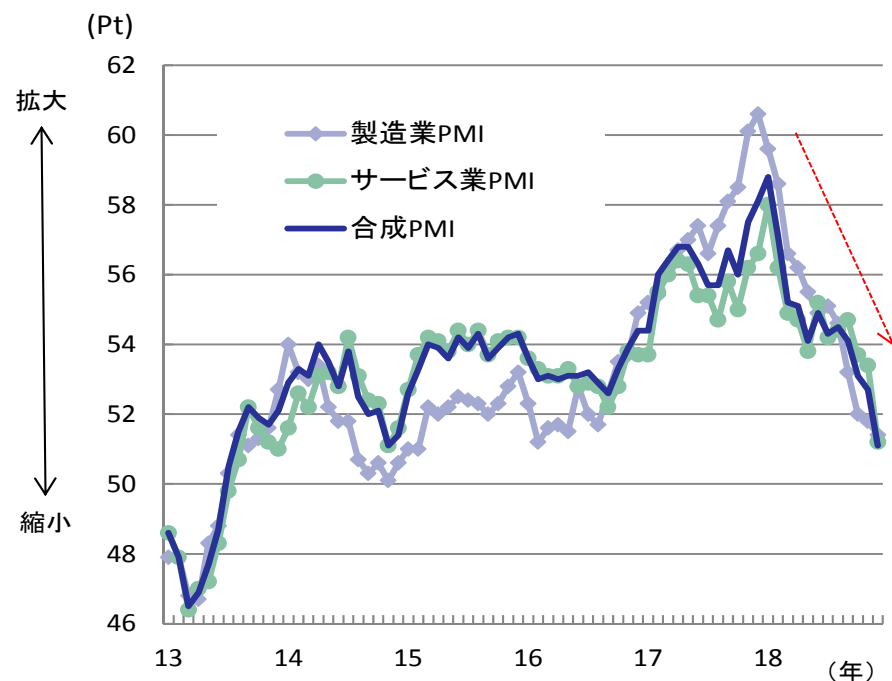


(資料)Eurostatより、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏経済：企業景況感は悪化し、景気停滞局面（ソフト・パッチ）へ

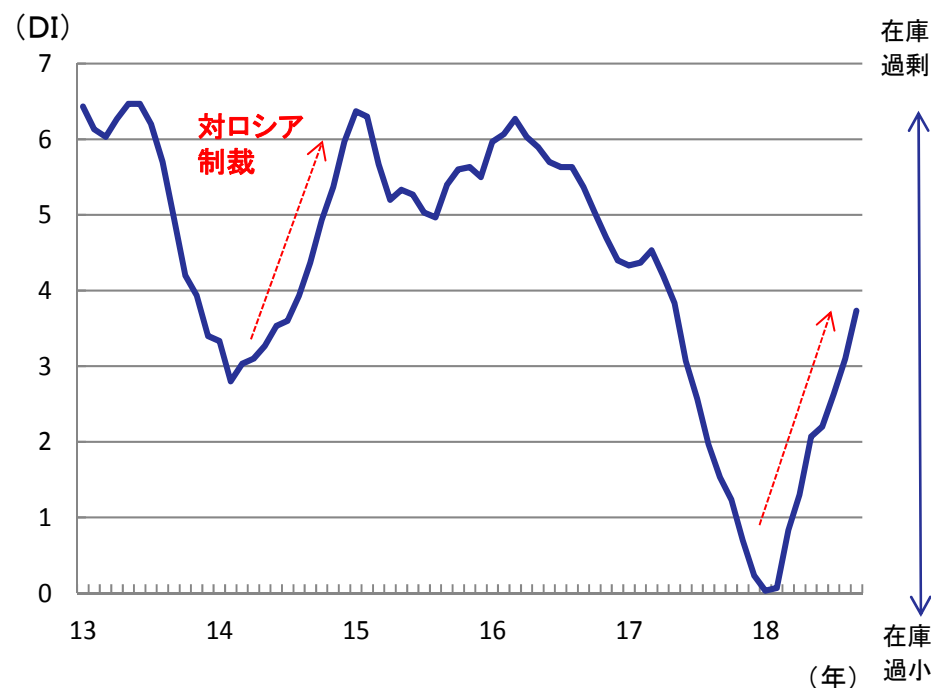
- GDPとの連動が高い購買担当者指数（PMI）は低下し、約4年ぶりの低水準に
 - ・ 米中通商問題の深刻化に伴う域外需要減速への懸念、金融市場の動揺などが背景
 - ユーロ圏経済は、景気停滞局面（ソフト・パッチ）に
 - ・ 在庫判断DIは上昇し、先行きに関する不確実性が高まることで、意図せざる在庫増が起きた模様

【ユーロ圏のPMI】



(資料)Eurostat、Markitより、みずほ総合研究所作成

【ユーロ圏の在庫判断DI】

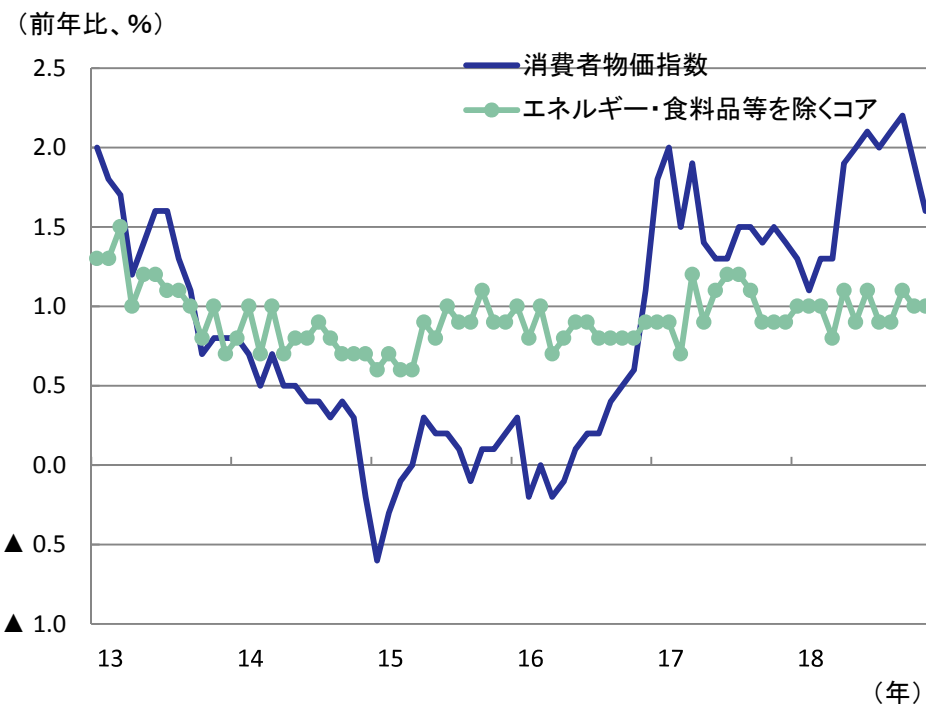


(注)通常の在庫水準と比して、過剰か否かを聞いたもの。ゼロが判断の節目。
 (資料)欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏物価：基調インフレ率の上昇ペースは緩やか

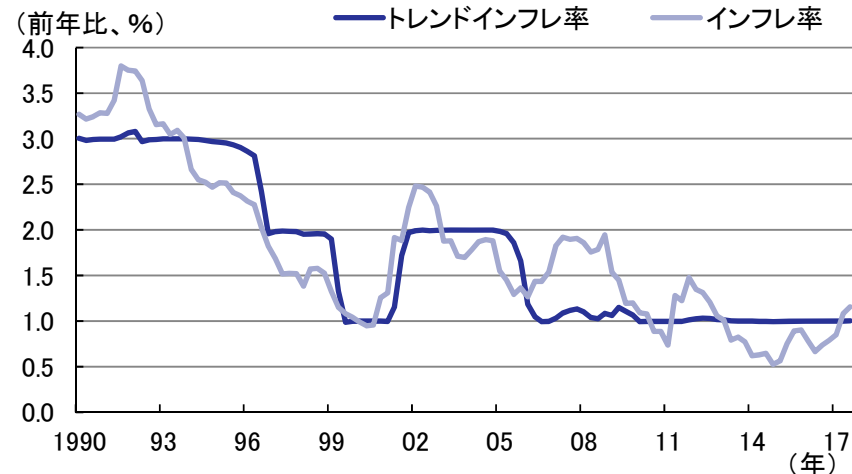
- インフレ率の上昇ペースは緩慢。ヘッドラインのインフレ率が2%に到達することは当面見込み難い
 - ・ コア・インフレ率は景気回復が始まって以降も前年比+1%前後での推移。通信費の持続的な下落等が足かせに
- ユーロ圏の期待インフレ率は1%近傍で固定化してしまっている可能性も
 - ・ コア・インフレ率のトレンド(≒定常状態におけるインフレ率)は過去10年ほど1%近傍で推移

【ユーロ圏のインフレ率】



(資料) Eurostatよりみずほ総合研究所作成

【ユーロ圏コア・インフレ率のトレンド】



- (注) 1. インフレ率 $y(t)$ を、トレンドインフレ率 $m(S_t)$ とGDPギャップ $X(t)$ に回帰したモデル $y(t) = m(S_t) + a(A_t)X(t) + e(t)$ を考える($t=1, \dots, N$)。ただし、 $m(S_t)$ は観測不能だが、マルコフ過程に従う状態変数 $S(t)$ に対応して変動する離散確率変数とする(即ち $S(t) = i \in \{0, 1, 2, 3, 4\} \rightarrow m(S_t) = i$)。GDPギャップの係数 $a(A_t)$ は、マルコフ過程に従う状態変数 $A(t)$ に対応して変動する離散確率変数とする(即ち $A(t) = j \in \{0.0, 0.05, 0.1, 0.15, 0.2\} \rightarrow a(A(t)) = j$)。 $m(S_t)$ の範囲は、過去のインフレ率の変動を全てカバーするように設定。 $a(A_t)$ の範囲は、インフレ率をGDPギャップにローリング回帰して得られた結果に基づく。
2. インフレ率は、エネルギー及び食料を除く総合。推計期間は1990年Q1～2017年Q3。
3. 詳細は、中島・開発(2015)「トレンドインフレ率は変化したか？～レジームスイッチング・モデルを用いた実証分析～」を参照されたい。

(資料) Eurostat、ECB、欧州委員会より、みずほ総合研究所作成

ユーロ圏：2019年内の利上げ困難、2020年の利上げも厳しい

- ECBは1月24日の政策理事会で金融政策の枠組みを据え置き
 - ・ 景気見通しのリスクについては、従来の中立から下方に修正
- 2019年内の初回利上げは困難。2020年の利上げは物価動向次第だが、インフレ率が低迷する中では厳しい状況
 - ・ 基調物価が上昇しない場合、政策金利に関するフォワードガイダンスは変更の必要性あり
 - ・ マイナス金利長期化に伴う、金融仲介機能の低下に対する手段を講じるかも注目材料

【 ECB政策理事会の要旨(2019年1月) 】

景気情勢	ユーロ圏経済は、国及びセクターのいくつかの特殊要因などから外需が弱含んだ結果、最近のデータは引き続き予想よりも弱い。
景気見通し	ユーロ圏の景気見通しを巡るリスクは、 <u>地政学要因、保護主義の脅威、脆弱な新興市場、金融市場のボラティリティの高まり</u> などから、 <u>下方に向かっている(従来の概ねバランス、という表現を削除)</u> 。
物価	基調物価は依然として低迷しているが、緩和的な金融政策、高水準の設備稼働率、賃金上昇などに支えられて、中期的には上昇が予想される。
政策金利のフォワードガイダンスについて	金融市場が2020年の利上げを織り込むにあたり、金利ガイダンスの中の状態依存部分(「いずれの場合でも必要な限り長く」低金利を維持)を織り込んでいる。経済見通しに基づく期待形成で、 <u>市場参加者が我々の政策反応関数を理解していることを示している。</u>
長期リファイナンスオペについて	一部のメンバーにより取り上げられたが、今回は議論されていない。TLTROは、ユーロ圏における金融政策の効果を浸透を回復させるためには非常に有用で効果的だ。個別セクターや個別国に向けた手段では無い。

(資料)ECBより、みずほ総合研究所作成

【 ECBのフォワードガイダンス(2019年1月) 】

	2019/1/24政策理事会	ポイント
政策金利	政策金利は、 <u>少なくとも2019年夏まで、且つ、インフレ率の推移がECBの想定と整合的であるために必要なだけ、</u> 現行水準で据え置き	夏(5~9月?)が過ぎても物価が上昇しない場合、どのような修正をガイダンスに行うか?
再投資	再投資は、 <u>最初の利上げが行われて以降も当面の間、</u> 継続する。流動性環境の良好さや金融政策の緩和度合を維持するのに必要なだけ継続する。	再投資は、キャピタルキーに基づき、購入残高ベースで配分される。如何なる再分配も緩やかに行われる。

(資料)ECBより、みずほ総合研究所作成

ECB人事と欧州議会選：2019年は節目の年、新しいリーダーと新しい議会へ

- 2019年は、欧州委員長やECB総裁など、欧州の主要ポストが交替
 - ・ ドラギ総裁の後任としては、レーン・アイルランド中銀総裁、ビルロワドガロー・仏中銀総裁、リカネン・前フィンランド中銀総裁、バイトマン・独連銀総裁などの名前が挙がる
- 欧州議会選挙(5/23~26)も実施され、EU懐疑政党がどこまで議席数をのばすかが焦点に
 - ・ 伊・同盟や仏・国民連合が属するENFや五つ星運動が属するEFDDが議席を伸ばす公算大

【 2019年に任期を迎える欧州の主要人事 】

役職	氏名	国籍	任期満了日
ECB理事・チーフエコノミスト	ピーター・プラート	ベルギー	2019年5月31日
欧州議会議長	アントニオ・タヤーニ	イタリア	2019年7月
欧州委員長	ジャン=クロード・ユンカー	ルクセンブルク	2019年11月
ECB総裁	マリオ・ドラギ	イタリア	2019年10月31日
欧州理事会常任議長(EU大統領)	ドナルド・トラスク	ポーランド	2019年11月
ECB理事	ブノワ・クーレ	フランス	2019年12月31日

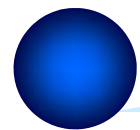
(資料) 欧州委員会、ECBより、みずほ総合研究所作成

【 欧州議会選挙の世論調査に基づく議席予想 】

政党グループ名		所属する主要政党	獲得議席予想	現有議席
EPP	欧州人民党(キリスト教民主)グループ	独・CDU、仏・共和党	177	217
S&D	社会民主進歩同盟グループ	仏・社会党、独・SPD	133	189
ALDE	欧州自由・民主同盟グループ	西・Cs、蘭・D66、独・FDP	70	68
ENF	国家と自由の欧州グループ	仏・国民連合、伊・同盟、澳・自由党、	60	40
GUE/NGL	欧州統一左派・北欧緑左翼連盟グループ	独・左翼党、ギリシャ・シリザ、西・ポデモス	55	52
EFDD	自由と直接民主主義の欧州グループ	伊・五つ星運動	45	42
ECR	欧州保守改革グループ	ポーランド・法と正義	51	74
Greens/EFI	緑・欧州自由連盟グループ	独・緑の党、蘭・緑の党	46	51
LREM	共和国前進(仏)	仏・共和国前進	19	0
その他			49	18
合計			705	751

(注) 2019年1月7日時点の調査。現有議席は2017年1月20日時点。

(資料) Politicoより、みずほ総合研究所作成



4. 中国の金融財政政策の論点

中国：2019年の政策運営は景気安定のため、カウンターシクリカルな調整を強化

- 2018年12月の中央経済工作会議では、2019年にカウンターシクリカルな調整を強化、安定維持を重視する方針を決定
 - ・ 2018年から2019年1月にかけてすでに預金準備率を4回引き下げたほか、2018年10月以降、民営・小規模零細企業への資金供給を強化する支援策も相次ぎ策定するなど、的を絞った金融緩和を実施
 - ・ 財政政策では減税・手数料削減や、インフラ投資向け地方専項債券の発行を2018年比拡大して景気を下支え

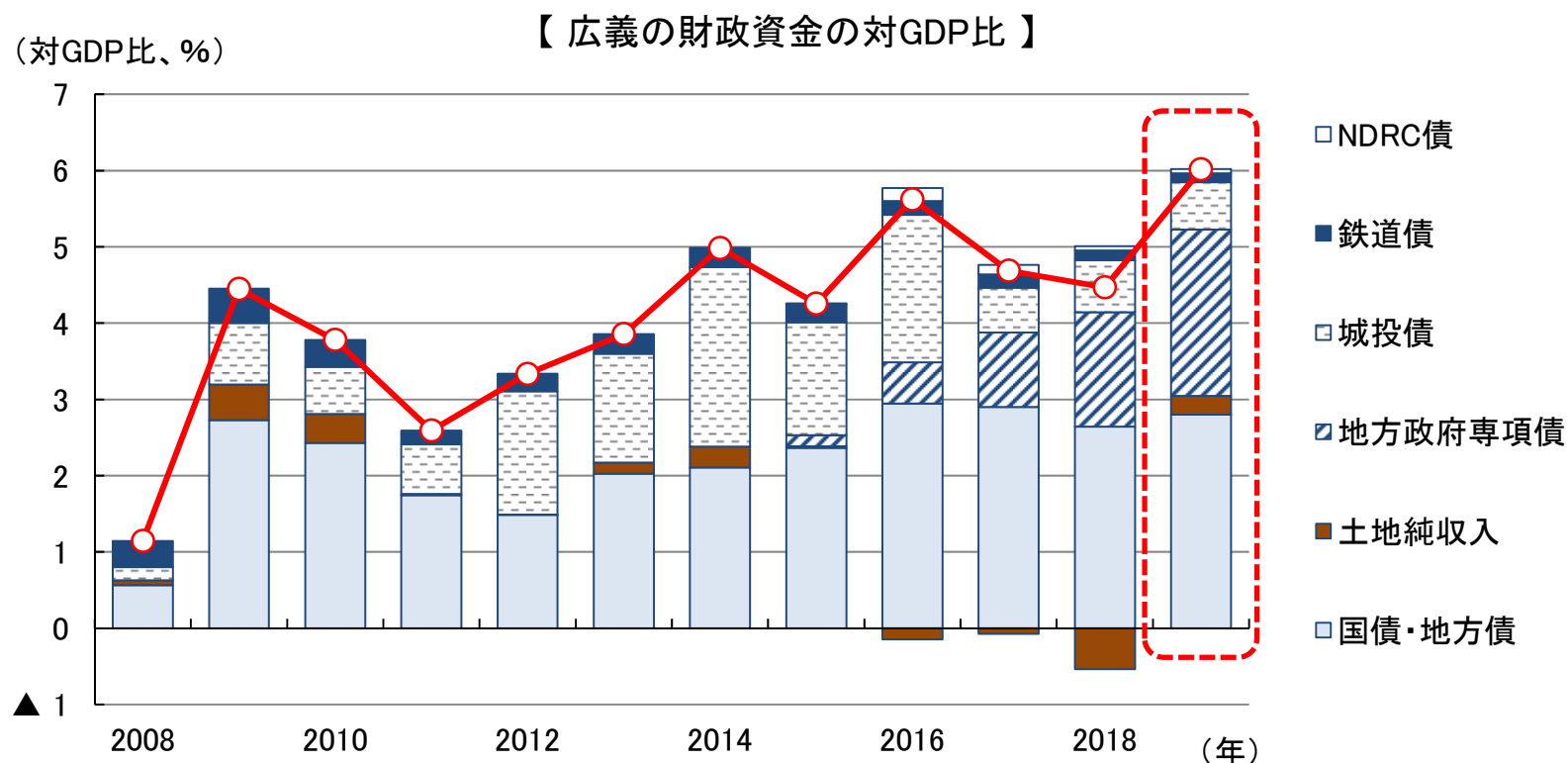
【2019年の主な金融・財政政策】

● 財政政策	
	実施規模(報道ベース)
1. 減税・手数料削減 小規模零細企業等の負担軽減 個人所得税減税	1.5兆元(2018年:1.3兆元) 未詳 3,000億元
2. インフラ投資 地方専項債券発行拡大 鉄道建設投資	2兆元超(2018年:1.35兆元) 8,500億元(2018年:8,028億元)
3. 自動車・エコ家電等購入補助	補助総額500億元
● 金融政策	
1. 預金準備率の引き下げ	
2. 短期金利の低め誘導	
3. 民営・小規模零細企業支援	
<ul style="list-style-type: none"> ・再貸出・再割引限度額の引き上げ ・TMLF(民営・小規模零細企業等に対象を絞ったMLF)創設 ・銀行の新規貸出の一定割合以上を民営企業向けとする「一二五目標」等 	

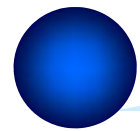
(資料)各種資料より、みずほ総合研究所作成

中国：2019年は財政規模を拡大し、インフラ投資等景気下支えを強める

- 2019年は、景気安定化に用いる財政資金の規模を高水準で維持
 - ・ 3月5日に開幕した全国人民代表大会で、財政赤字の対GDP比引き上げやインフラ建設向けの地方債の発行拡大の方針を表明。このほか、城投債(※)の発行拡大などを通じてインフラ建設の調達資金を拡大する余地が存在
(※)地方のインフラ投資向け資金調達を担う融資平台が発行する債券
 - ・ さらに、政策金融機関による貸出やPPPの利用拡大などの金融的な手段も「准財政」として活用可能



(注)2019年の国債・地方債、土地純収入、地方政府專項債は、2019年予算案に基づく値。城投債、鉄道債、NDRC(国家發展改革委員会)債の規模は、2018年から不変と仮定。
(資料)CEIC Data、Windより、みずほ総合研究所作成

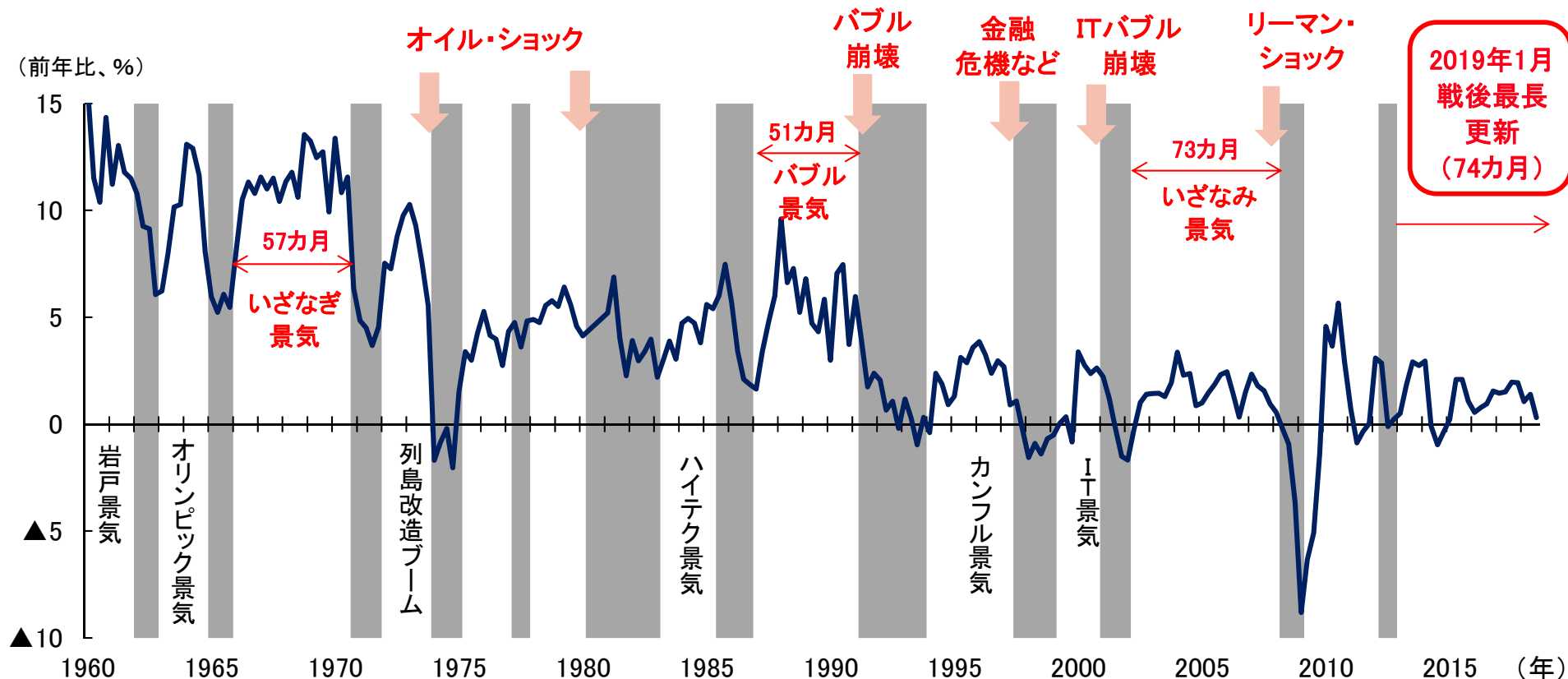


5. 日本の金融財政政策の論点

日本経済にとっての2019年 ~ 景気回復の持続性が試される年に

- 2019年1月に、日本の景気回復期は「いざなぎ景気」を超え戦後最長に
 - ・ 最近の景気拡大期と比べ、雇用の改善が顕著な一方、内需の回復力は緩慢。10月に消費増税も控えるなか、景気回復の持続性が試される年に

【日本の成長率と景気循環】

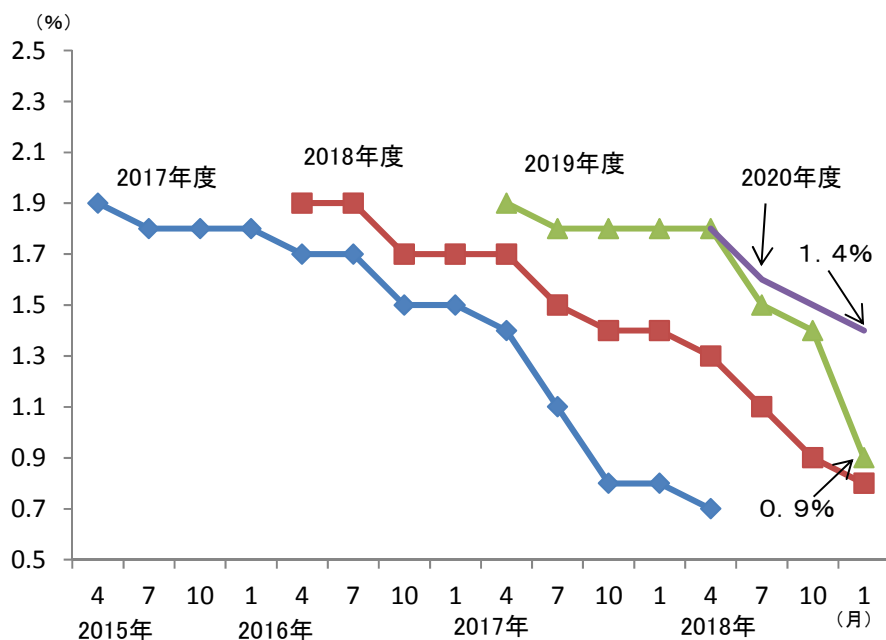


(注) 網掛けは景気後退期。景気回復期の名称は通称。
 (資料) 内閣府「国民経済計算」、「景気循環日付」より、みずほ総合研究所作成

日銀は物価目標の早期達成を断念、持久戦の構えに

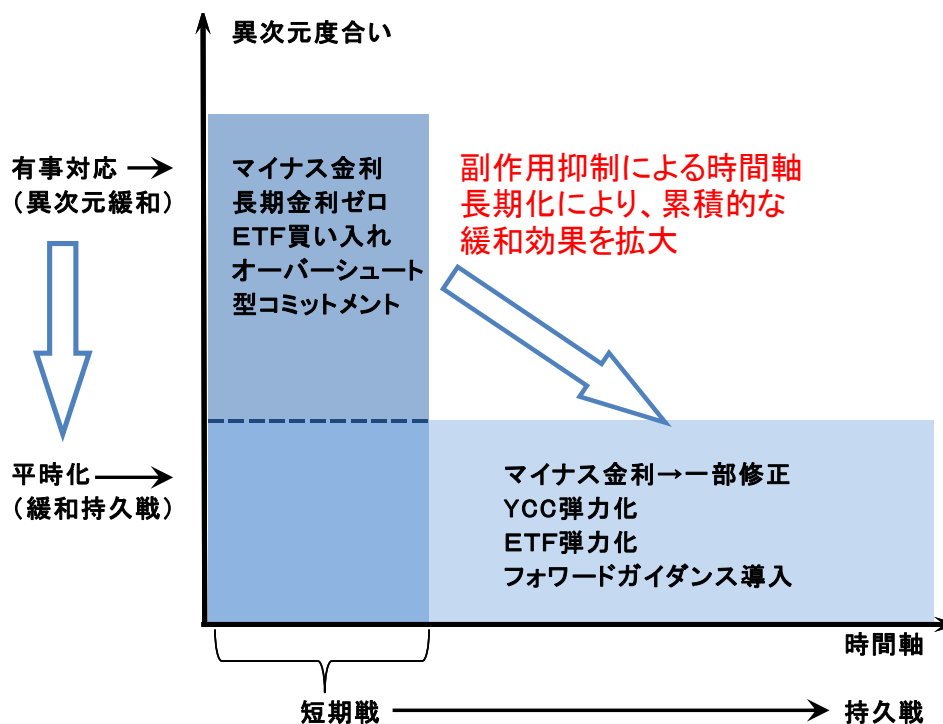
- 日銀の物価見通し達成のめどは立たず。昨年4月に発表した展望レポートでは、物価目標達成時期の記載を削除するとともに、見通し期間内での物価目標達成が困難との見方を示す
- 有事から平時に移行する中、短期戦から持続的な持久戦に転換。7月会合ではイールドカーブ・コントロールを柔軟化するとともに、ETF買入れも下振れ余地を確保。フォワードガイダンスで時間軸を強化し、緩和効果を面積の観点で拡大

【 展望レポートにおける物価見通しの推移 】



(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【 金融政策転換の概念図 】



(資料)みずほ総合研究所作成

金融緩和の長期化が見込まれる中、日銀は副作用への警戒も

- 日銀は昨年10月の展望レポートにおいて、金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて「(金融仲介機能の)先行きの動向に注視していく必要がある」との文言を追加。これまでよりも副作用への警戒を高める
- 主な意見によると、昨年10月会合では金融仲介機能への副作用について活発な議論がなされた模様。ミドルリスク向け貸出の増加が景気下振れ時のリスクを高めるとの意見も

【 展望レポート(2019年1月) 】

(対前年度比、%)

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	
			消費税率引き上げ の影響を除くケース
2018年度	+0.9~+1.0 (+0.9)	+0.8~+0.9 (+0.8)	
10月時点の見通し	+1.3~+1.5 (+1.4)	+0.9~+1.0 (+0.9)	
2019年度	+0.7~+1.0 (+0.9)	+1.0~+1.3 (+1.1)	+0.8~+1.1 (+0.9)
10月時点の見通し	+0.8~+0.9 (+0.8)	+1.5~+1.7 (+1.6)	+1.3~+1.5 (+1.4)
2020年度	+0.7~+1.0 (+1.0)	+1.3~+1.5 (+1.5)	+1.2~+1.4 (+1.4)
10月時点の見通し	+0.6~+0.9 (+0.8)	+1.5~+1.7 (+1.6)	+1.4~+1.6 (+1.5)

(注) 政策委員の大勢見通し。()内は政策委員見通しの中央値。
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

【 主な意見(金融仲介機能に対する意見) 】

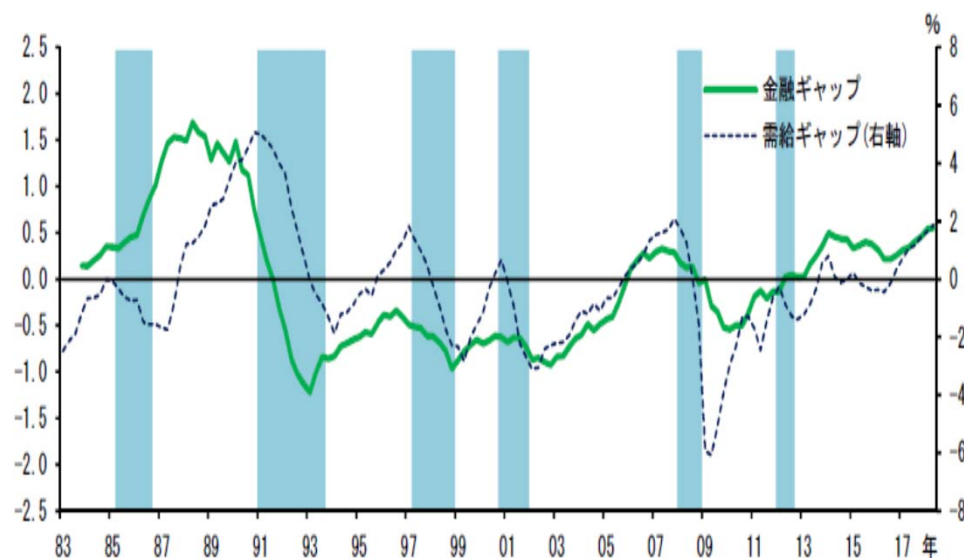
- ・ 地域金融機関では、貸出金利が低下傾向にある中で相対的にリスクの高いミドルリスク企業向け貸出等を増やしており、仮に景気後退局面となり信用コストが顕在化した場合には、加速度的に収益悪化が進む恐れがある。
- ・ 金融システムに関するリスクの点検に当たっては、モデルで必ずしも描写しきれない構造変化など、様々な要因についても目配りする必要がある。
- ・ 金融仲介機能の低下といった問題に対応するための政策ツールとして、金利変更など金融政策に焦点を当てた見方も見受けられるが、プルーデンス政策の重要性を見落としてはならない。
- ・ 金融業の規模に対して、十分な借入需要がないという構造問題を、金融政策で解決することはできない。

(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

金融システムレポートでは低金利が先行きの景気下振れリスクを高めていると指摘

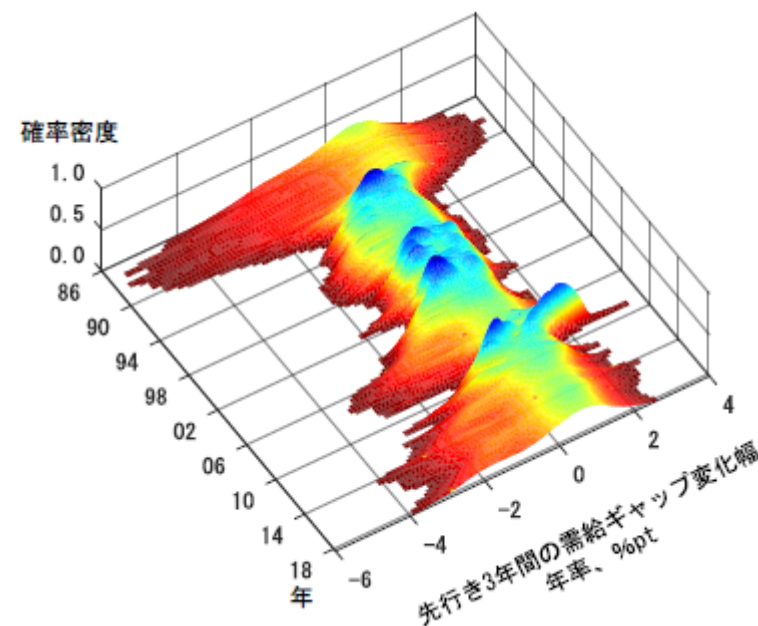
- 金融システムレポート(2018年10月)では、金融活動指標のトレンドからの乖離率を加重平均することで「金融ギャップ」を示す。バブル期を下回る水準ながら、緩やかながらも着実にプラス幅を拡大していると分析
- また、現在の金融ギャップが実体経済(需給ギャップに)及ぼす確率分布を計測。短期的な影響は抑制されるも、先行き3年間を見ると、バランスシートの調整圧力を溜め込むことで、下方のテールリスクを高める方向に作用と分析

【金融ギャップと需給ギャップ】



(注)直近は2018年4~6月。シャドーは景気後退局面を表す
(資料)日本銀行「金融システムレポート(2018年10月)」

【金融脆弱性と先行き3年間の景気変動リスク(GDP at Risk)】

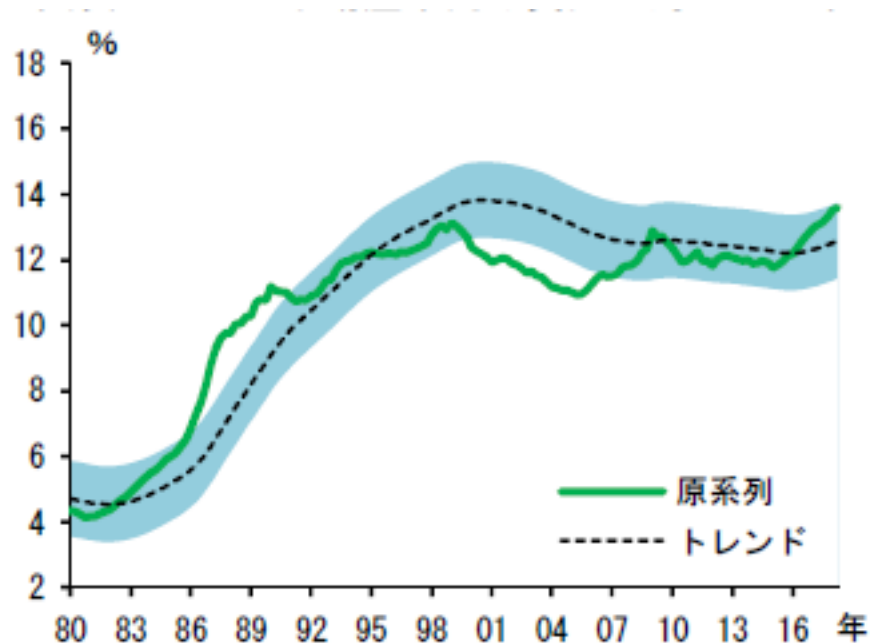


(注)各時点における、先行き3年間の需給ギャップ変化幅(年率換算値)に関する確率分布を時系列表示
(資料)日本銀行「金融システムレポート(2018年10月)」

金融システムレポートでは不動産を中心に副作用を注視するスタンス

- 金融システムレポート(10/22)では、「低金利環境が長期化する中で、金融脆弱性を的確に評価することが一層重要となっている」との認識を示し、テールリスクの定量的評価を実施(GDP at Risk)
- 金融活動指標のトレンドからの乖離はバブル期以来(バブル期は下回っているが)の水準、景気の変動リスクが高まっていると評価。特に、不動産市場については貸出残高がGDPを上回るテンポで増加を続けることを指摘、市場の過熱感を警戒

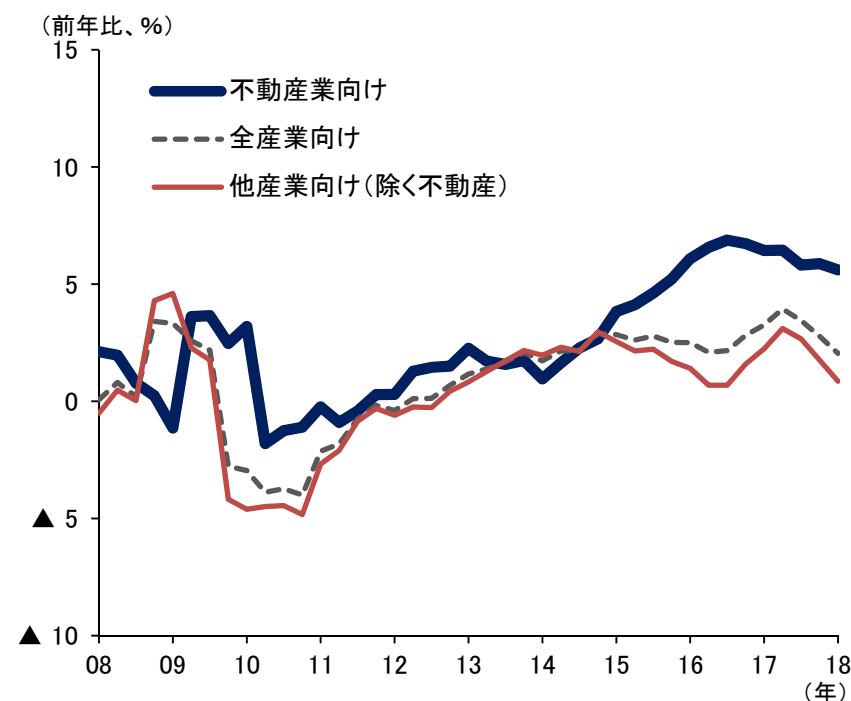
【 不動産業向け貸出の対GDP比率 】



(注)「トレンド」は片側HPフィルターにより算出。シャドーはトレンドからの乖離の二乗平均平方根の範囲を表す。後方4期移動平均。直近は2018年4~6月。

(資料)日本銀行

【 貸出動向と不動産向け貸出 】



(資料)日本銀行より、みずほ総合研究所作成

マイナス金利政策の勝者は政府・企業、敗者は金融機関・家計

- マイナス金利導入により、事業会社(非金融法人企業)の財産収支が改善。政府部門は国債利回りの低下に加え、マイナス金利による超過収入(発行収入金と額面価格との差額)による恩恵も
- 金融機関は預貸金利回り差低下の影響から大幅な損失超。保険、年金の運用にもマイナス。家計については、住宅ローン金利低下の効果を資産収益減少でほぼ相殺する結果

【 マイナス金利政策導入後の金利低下による部門別所得移転の効果(概算) 】

(億円)

	資産 (損失)	負債 (利益)	差し引き
家計	-618	458	-160
非金融法人	-105	4,528	4,423
一般政府	-641	6,831	6,191
預金取扱機関	-11,441	3,854	-7,587
保険年金基金	-1,244	67	-1,177
その他金融仲介機関	-4,572	3,648	-924
中央銀行	-1,856	1,718	-138

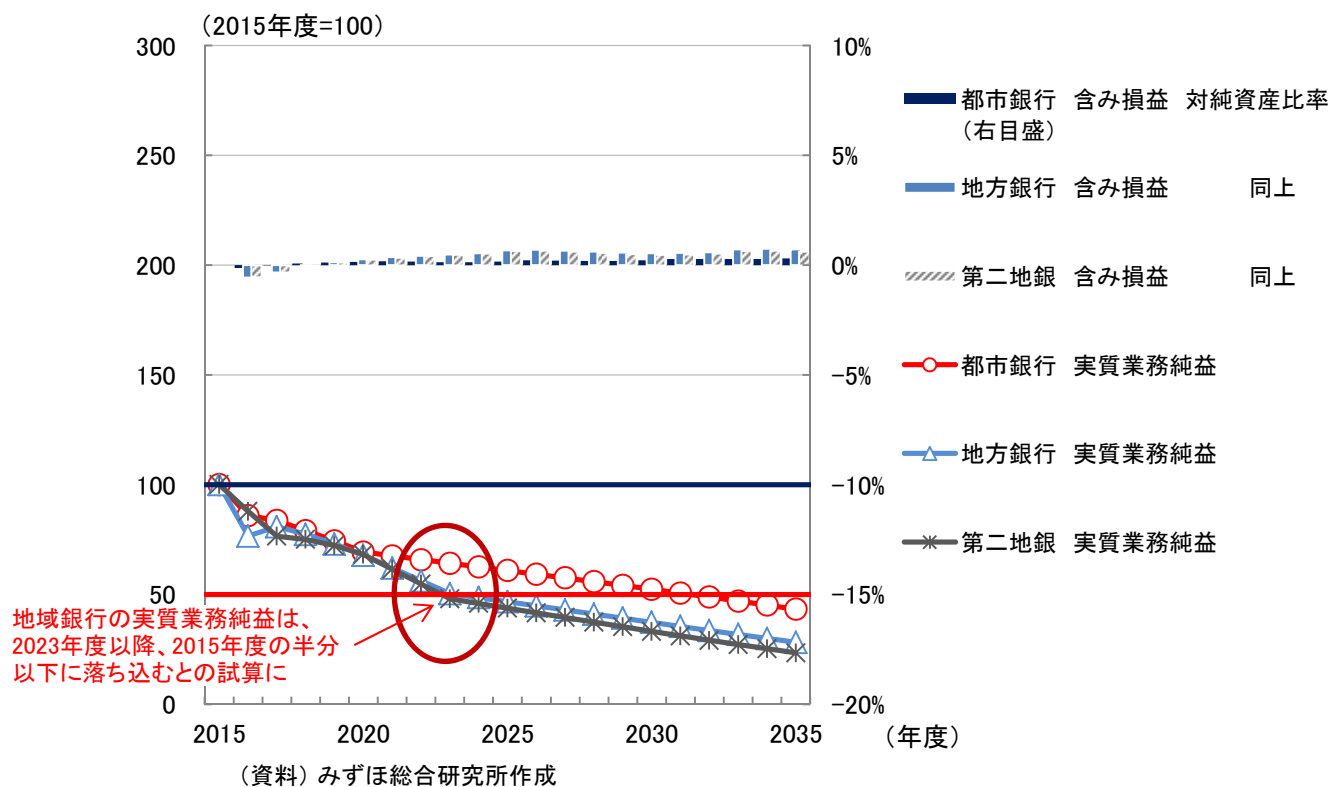
(注)2016年1Qから2018年2Qまでの効果の累計。一般政府の利益には市中発行額の超過収入(28年度実績)を含む。

(資料)日本銀行「資金循環統計」より、みずほ総合研究所作成

金融機関への影響シミュレーション、マイナス金利で2023年問題も

- 金利が現状維持なら、金融機関は減益が継続
 - ・ 有価証券含み損益は小幅プラスが続くが、有価証券利回りのゼロ水準と貸出金利回りの低下の長期化で利益減少に歯止めがかからず。とりわけ都市銀行よりも地域銀行（地方銀行及び第二地方銀行）の利益落ち込みが厳しい
 - ・ 地域銀行の実質業務純益は、2023年以降、2015年度の半分以下の水準に落ち込むとの試算となり、何らかの抜本策を講じなければ、経営が危ぶまれる金融機関も生じかねない

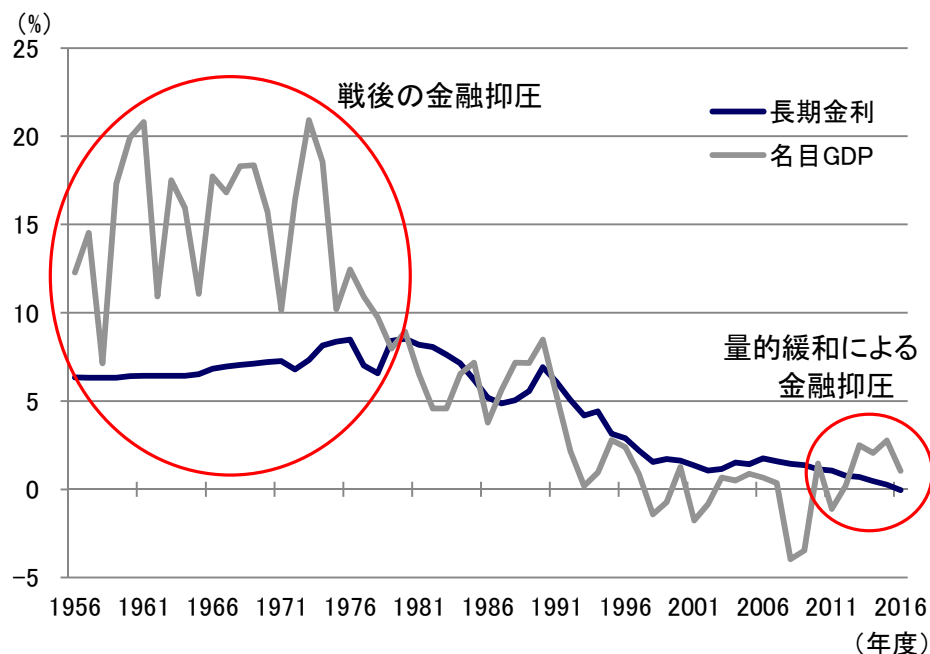
【金融機関：実質業務純益の見通し [金利は現状維持]】



財政への効果～最大の受益者だが懸念される財政規律の緩み

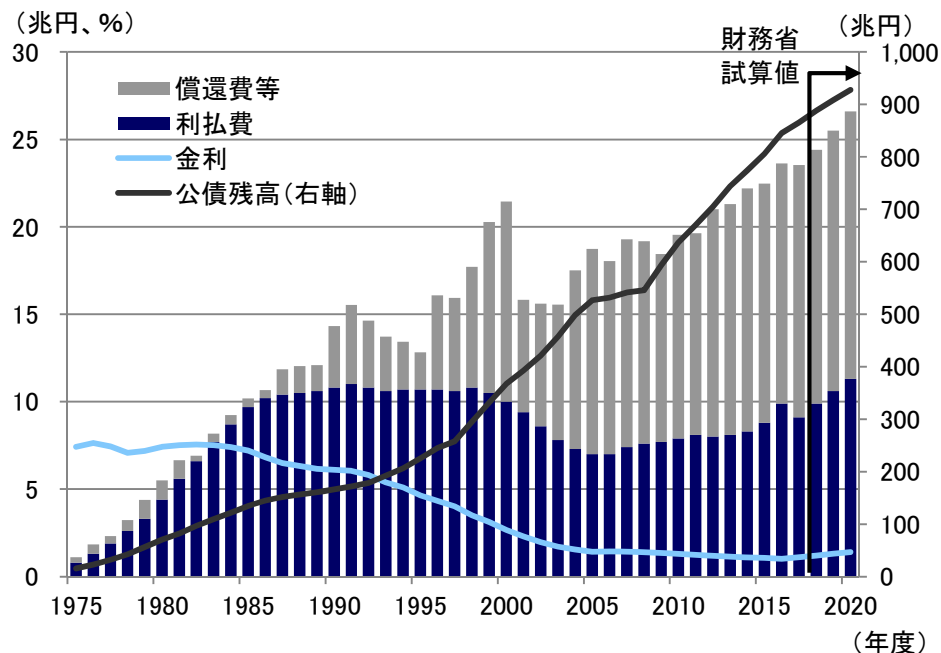
- 国債利回り低下による財政規律の緩みが懸念。公債残高の増加基調が続く中、金融緩和により政府の利払費は低位で推移。2019年度概算要求は100兆円を上回る過去最高水準に
- ・ 長期金利が名目GDPを下回るドーマー条件(*)を充足する状況。政府債務の発散リスクを抑制
 - (*) 財政赤字の持続可能性に関する定理。プライマリーバランスが均衡している場合、名目GDP成長率が公債利回りを上回っていれば、対GDP比で見た政府債務残高は膨張しないという考え方

【 長期金利と名目GDP成長率の比較 】



(注) 長期金利は10年国債金利の年度平均、名目GDPは対前年度伸び率。
 (資料) 財務省、NEEDS-Financial QUEST よりみずほ総合研究所作成

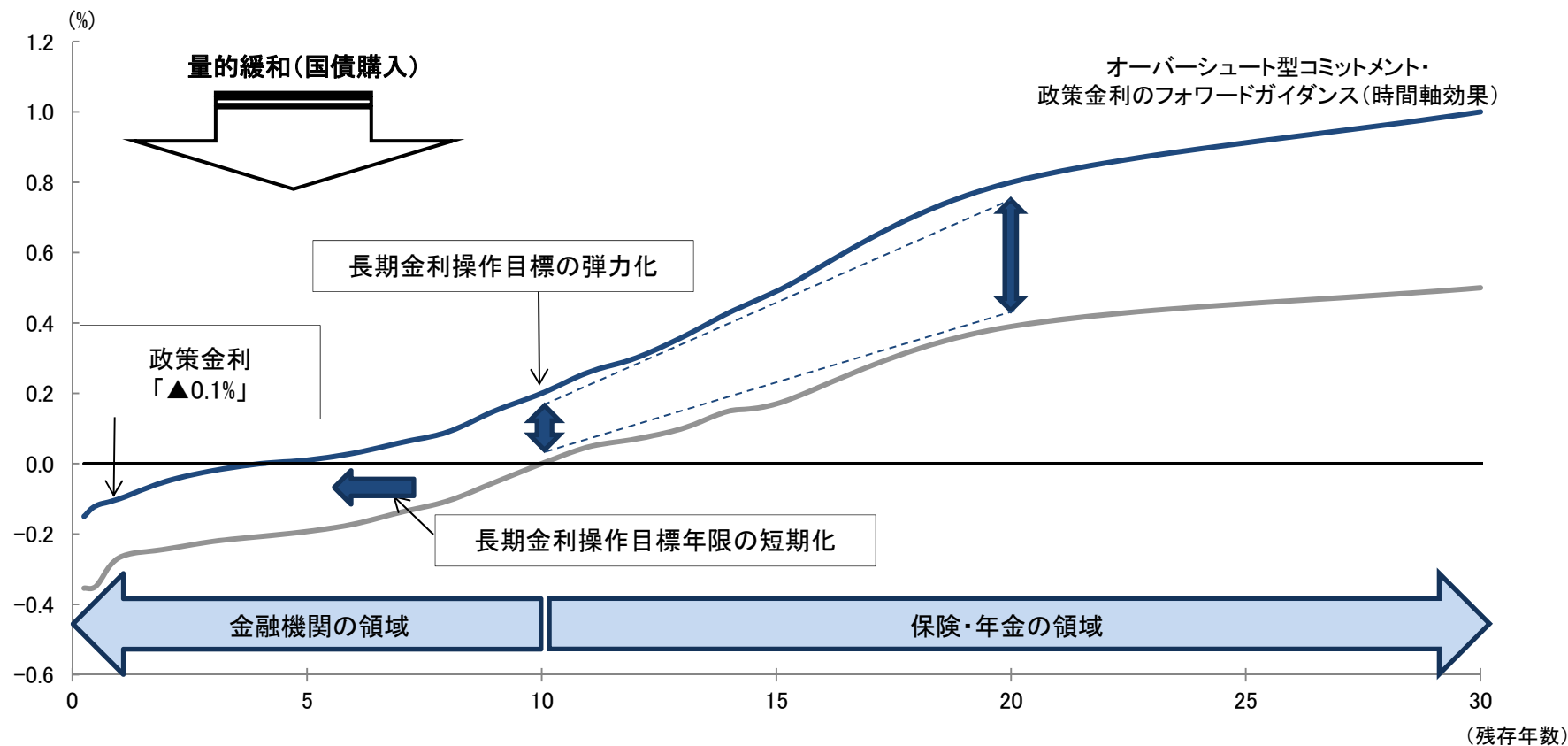
【 国債費の推移 】



(注) 金利は普通国債の利率加重平均。2018年度以降は財務省の試算値。
 (資料) NEEDS-Financial QUESTより、みずほ総合研究所作成

イールドカーブ・コントロールで市場機能低下(麻醉状態)、年限で市場分断も

【 イールドカーブ・コントロール柔軟化のイメージ 】



(資料)みずほ総合研究所作成

金融政策の対応余地限定。財政に依存しやすいが財政規律に留意

- 今後の景気下振れ時の金融政策面での対応余地は限定的。国債買入れ拡大やフォワードガイダンスの強化などが考えられるが、景気への効果は不透明。財政出動に依存しやすい状況
- 財政健全化実現シナリオの観点から過度に2%物価目標が位置付けられたことの副作用も

【金融政策の選択肢】

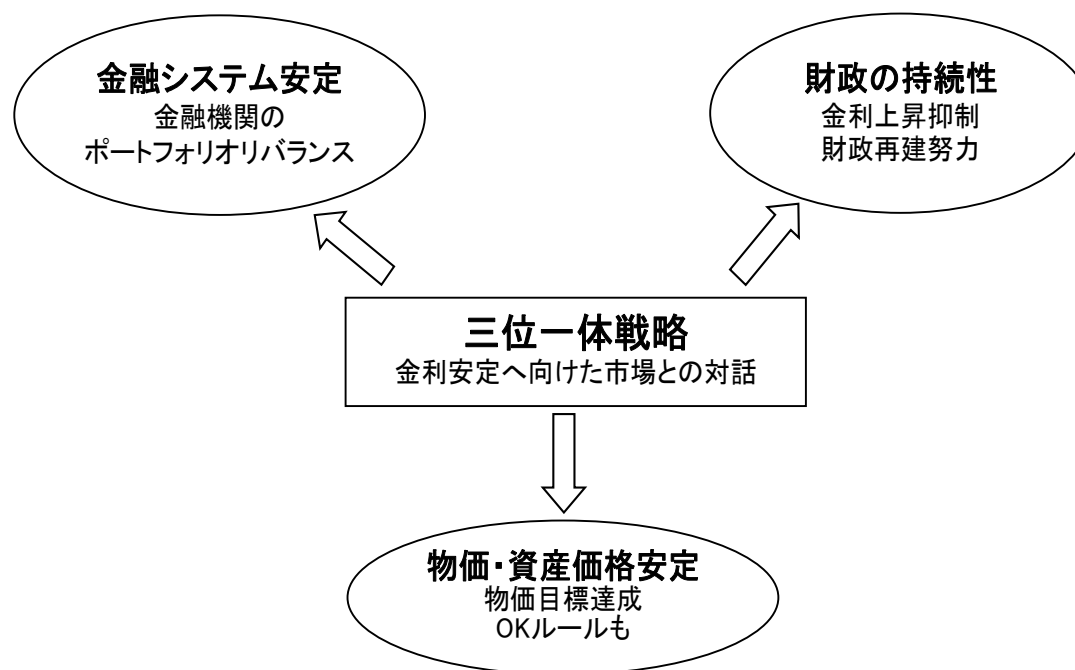
政策手段		評価	効果
マイナス金利の深掘り	<ul style="list-style-type: none"> ・マイナス金利幅を拡大。円高が急激に進行する場合の選択肢 ・長期金利の更なる低下による生保・年金の運用悪化、預貸金利回りの縮小による金融機関収益への影響が懸念 	×	×
貸出支援基金の貸出金利をマイナスに引き下げ	<ul style="list-style-type: none"> ・貸出支援基金の貸出金利をマイナスに引き下げることで、金融機関の収益下振れ懸念に対応するとともに、マイナス金利深掘り余地を確保 ・既存の貸出金利の引き下げ要請につながるリスクがあり、政策効果を副作用が上回る可能性 	×	△
フォワードガイダンスの強化	<ul style="list-style-type: none"> ・政策金利のフォワードガイダンスを強化。「きわめて低い長短金利の水準を維持」する期間について、現状の「当分の間」から更に長期間維持する表現に変更 ・効果は不透明ながら、副作用を拡大させずに緩和強化との説明が可能 	○	△
イールドカーブ・コントロールにおける操作目標年限の長期化	<ul style="list-style-type: none"> ・イールドカーブ・コントロールにおける操作目標年限を現状の10年から20年に長期化することで、イールドカーブ全体の利回りを押し下げを強める ・更なる金利押し下げによる景気や物価押し上げ効果は不透明。また、超長期債利回りの引き下げは年金や生保の運用にマイナス ・金利低下により円に対する需要を押し下げれば、為替への効果が期待 	×	△
ETF買入れの拡大	<ul style="list-style-type: none"> ・ETF買入れ増加額を現状の年間6兆円から増額。株価急落時の下支え策としての効果が期待 ・しかしながら、市場機能を歪める、日銀の損失リスクを高めるなどの副作用が懸念 	△	△
国債買入れの拡大	<ul style="list-style-type: none"> ・景気下振れ、物価押し上げ効果は不透明 ・政策の持続性なく、大幅な拡大は困難 ・財政ファイナンスとの見方を強めるリスク 	×	×
財政との連携（政府の国債発行増と日銀の国債買入れ増加）	<ul style="list-style-type: none"> ・財政出動による景気下支え効果が期待 ・財政ファイナンスとの見方、日銀の独立性への懸念を高めるリスク 	△	短期：△ 長期：××

(資料) みずほ総合研究所作成

日本の金融財政政策の課題、麻酔と手術

○ 金融市場に麻酔がかかった間に、①経済の活性化、②財政再建、③金融機関のポートフォリオバランスを同時達成

【金融財政政策の三位一体手術戦略の概念図】

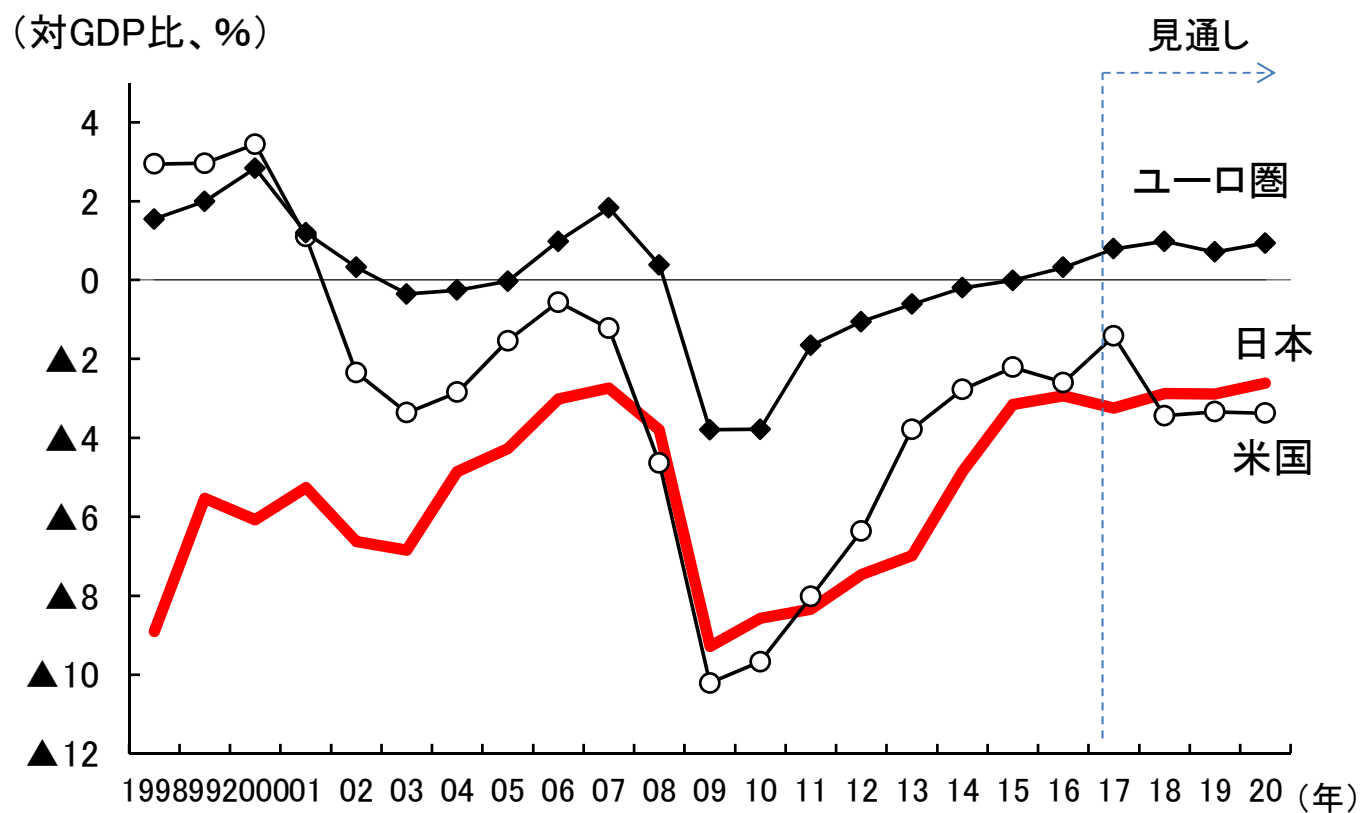


(資料) みずほ総合研究所

財政健全化の課題

- 市場機能が「麻酔状態」の間に、財政再建に向けた「手術」を
 - ・ 「麻酔」により利払い負担が抑制される「猶予期間」に財政再建も進める必要

【日米ユーロ圏のプライマリーバランス推移】

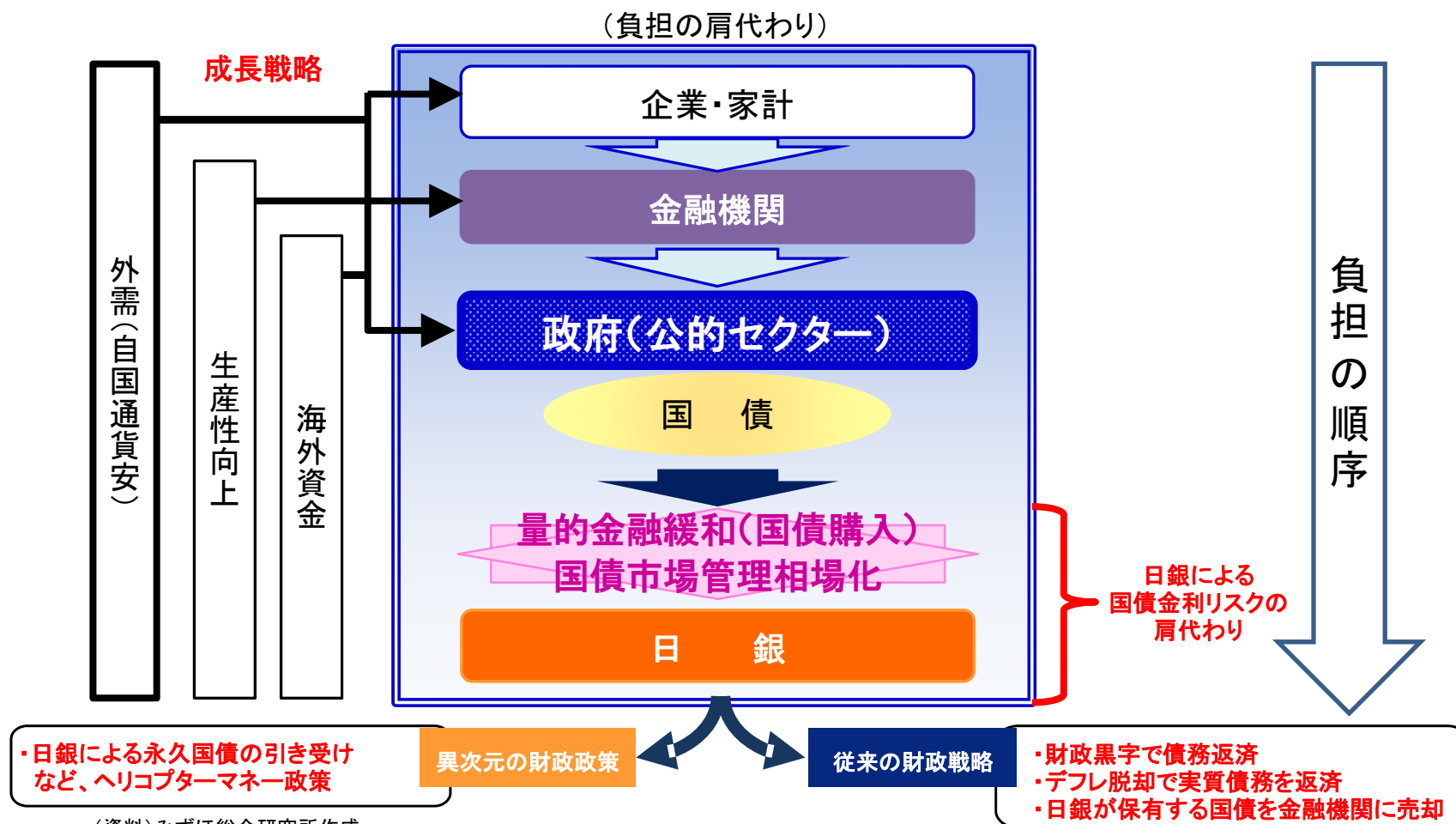


(資料)OECDより、みずほ総合研究所作成

「異次元の財政政策」の回避を

- バランスシート調整の最終段階で、「異次元の金融政策」に加え「異次元の財政政策」に向かう恐れも
 - ・ 非伝統的な財政戦略では、国債の信任を棄損しやすい過度な対応への警戒も

【バランスシート調整の最終局面】



(資料)みずほ総合研究所作成

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。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。