

世界経済の動向と国債市場

SMBC日興証券株式会社

金融経済調査部 部長 金融財政アナリスト 末澤豪謙

資料作成2015年6月12日



1. 海外経済と金融政策の動向、 金融市場の状況

IMFの世界経済見通し(15年1月) 米国は上方修正、資源国主体に全体は下方修正

1月19日発表のIMF見通しでは、原油安や米国の利上げ観測等が、先進国と新興国では異なった影響⇒欧州ではユーロ安の恩恵が顕在化も

単位: 歴年、%	前年比 見通し				2014年10月見通し からの変化	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
世界経済成長率	3.3	3.3	3.5	3.7	-0.3	-0.3
先進国	1.3	1.8	2.4	2.4	0.1	0.0
米国	2.2	2.4	3.6	3.3	0.5	0.3
ユーロ圏	-0.5	0.8	1.2	1.4	-0.2	-0.3
ドイツ	0.2	1.5	1.3	1.5	-0.2	-0.3
フランス	0.3	0.4	0.9	1.3	-0.1	-0.2
イタリア	-1.9	-0.4	0.4	0.8	-0.5	-0.5
スペイン	-1.2	1.4	2.0	1.8	0.3	0.0
日本	1.6	0.1	0.6	0.8	-0.2	-0.1
英国	1.7	2.6	2.7	2.4	0.0	-0.1
カナダ	2.0	2.4	2.3	2.1	-0.1	-0.3
新興市場及び途上国	4.7	4.4	4.3	4.7	-0.6	-0.5
ロシア	1.3	0.6	-3.0	-1.0	-3.5	-2.5
中国	7.8	7.4	6.8	6.3	-0.3	-0.5
インド	5.0	5.8	6.3	6.5	-0.1	0.0
ASEAN5	5.2	4.5	5.2	5.3	-0.2	-0.1
ブラジル	2.5	0.1	0.3	1.5	-1.1	-0.7
メキシコ	1.4	2.1	3.2	3.5	-0.3	-0.3
サウジアラビア	2.7	3.6	2.8	2.7	-1.6	-1.7
ナイジェリア	5.4	6.1	4.8	5.2	-2.5	-2.0
南アフリカ	2.2	1.4	2.1	2.5	-0.2	-0.3

IMFの世界経済見通し(15年4月) 米国は下方修正、欧州・日本は上方修正

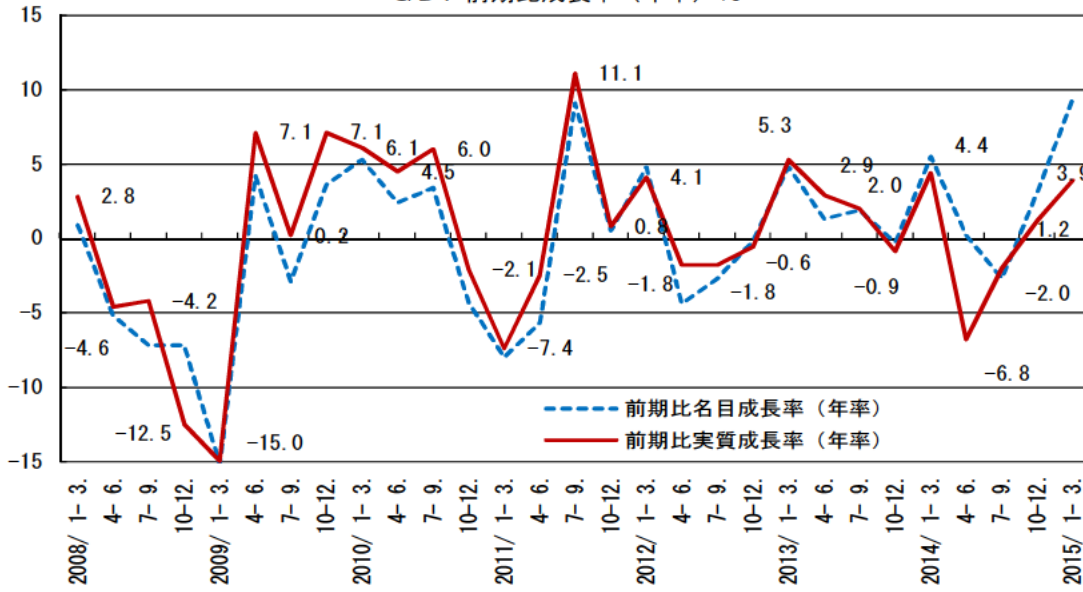
4月14日発表のIMF見通しでは、原油安やドル高等が、各国では異なった影響

⇒欧州ではユーロ安の恩恵が顕在化、日本・インドも上方修正、米国・カナダ・ロシア・ブラジル等は下方修正

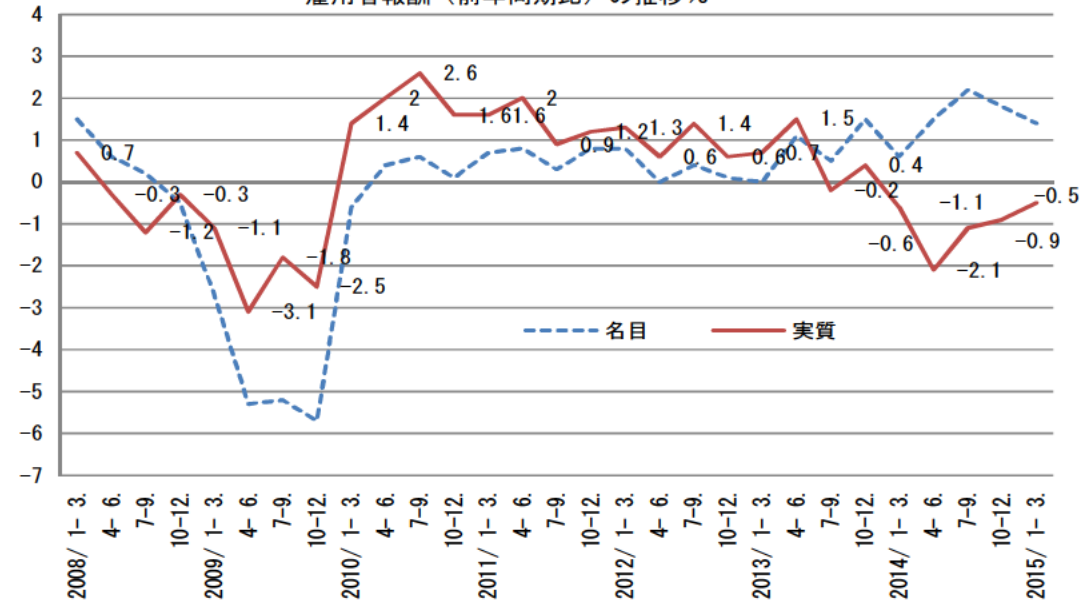
単位: 暦年、%	前年比				2015年1月見通しからの変化	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
世界経済成長率	3.4	3.4	3.5	3.8	0.0	0.1
先進国	1.4	1.8	2.4	2.4	0.0	0.0
米国	2.2	2.4	3.1	3.1	-0.5	-0.2
ユーロ圏	-0.5	0.9	1.5	1.6	0.3	0.2
ドイツ	0.2	1.6	1.6	1.7	0.3	0.2
フランス	0.3	0.4	1.2	1.5	0.3	0.2
イタリア	-1.7	-0.4	0.5	1.1	0.1	0.3
スペイン	-1.2	1.4	2.5	2.0	0.5	0.2
日本	1.6	-0.1	1.0	1.2	0.4	0.4
英国	1.7	2.6	2.7	2.3	0.0	-0.1
カナダ	2.0	2.5	2.2	2.0	-0.1	-0.1
新興市場国及び途上国	5.0	4.6	4.3	4.7	0.0	0.0
ロシア	1.3	0.6	-3.8	-1.1	-0.8	-0.1
中国	7.8	7.4	6.8	6.3	0.0	0.0
インド	6.9	7.2	7.5	7.5	1.2	1.0
ASEAN5	5.2	4.6	5.2	5.3	0.0	0.0
ブラジル	2.7	0.1	-1.0	1.0	-1.3	-0.5
メキシコ	1.4	2.1	3.0	3.3	-0.2	-0.2
サウジアラビア	2.7	3.6	3.0	2.7	0.2	0.0
ナイジェリア	5.4	6.3	4.8	5.0	0.0	-0.2
南アフリカ	2.2	1.5	2.0	2.1	-0.1	-0.4

08年以降のGDP・物価・雇用者報酬動向 2015年1-3月期は2四半期連続でプラス成長に

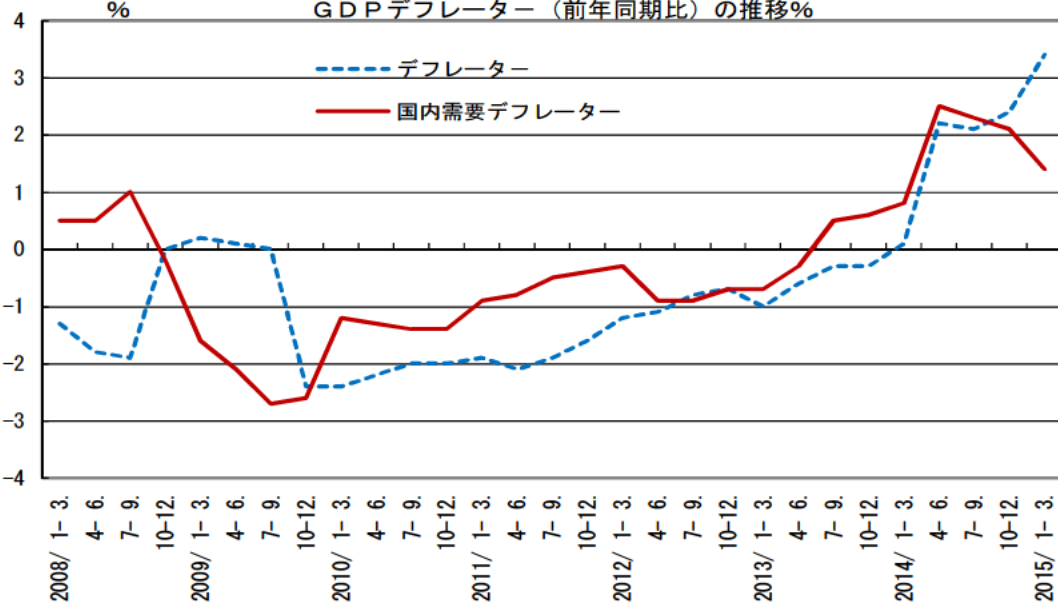
GDP前期比成長率（年率）%



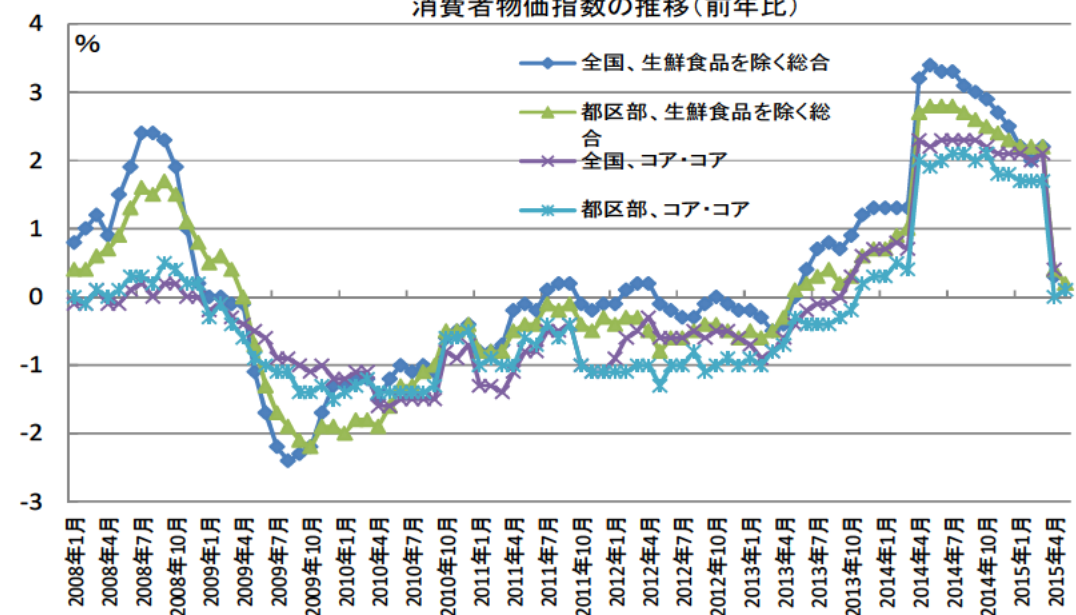
雇用者報酬（前年同期比）の推移%



GDPデフレーター（前年同期比）の推移%



消費者物価指数の推移（前年比）



各国の名目GDPの内訳 米国は個人消費、中国は民間・公共投資、ドイツは輸出

個人消費の割合: 米国 > 英国 > イタリア > 日本 > ドイツ > フランス > 中国

総固定資本形成: 中国 > 日本 > フランス > ドイツ > 英国 > イタリア > 米国

純輸出の割合: ドイツ > イタリア > 中国 > フランス > 英国 > 日本・米国

各国の2014暦年の名目GDP内訳

(速報ベース)

	日本		米国		ドイツ		英国		フランス		イタリア		中国(2013)	
通貨単位	兆円	%	百億ドル	%	百億ユーロ	%	百億ポンド	%	百億ユーロ	%	百億ユーロ	%	千億元	%
名目GDP	488.0	100.0	1741.9	100.0	290.4	100.0	178.8	100.0	214.2	100.0	161.6	100.0	587.0	100.0
個人消費	295.8	60.6	1193.0	68.5	160.5	55.3	115.2	64.4	118.2	55.2	98.3	60.8	212.0	36.1
政府支出	100.8	20.7	317.5	18.2	56.1	19.3	35.2	19.7	52.0	24.3	31.4	19.5	80.0	13.6
総固定資本形成	109.1	22.3	277.0	15.9	58.1	20.0	30.4	17.0	46.2	21.6	27.1	16.8	269.0	45.8
在庫投資	▲ 2.5	▲ 0.5	8.2	0.5	▲ 3.3	▲ 1.1	1.3	0.7	0.7	0.3	▲ 0.4	▲ 0.3	11.0	1.9
内需	503.2	103.1	1795.7	103.1	271.4	93.5	182.1	101.9	217.1	101.3	156.5	96.8	572.0	97.4
外需	▲ 15.2	▲ 3.1	▲ 53.8	▲ 3.1	18.9	6.5	▲ 3.3	▲ 1.8	▲ 2.9	▲ 1.3	5.1	3.2	14.0	2.4
輸出	86.3	17.7	233.7	13.4	132.6	45.7	50.7	28.4	60.9	28.4	47.5	29.4	150.0	25.6
輸入	101.5	20.8	287.5	16.5	113.7	39.1	53.9	30.2	63.8	29.8	42.3	26.2	136.0	23.2

(注1) 米国の政府支出は政府消費及び投資、総固定資本形成は民間設備投資と民間住宅投資の合計

(注2) 中国のみ2013年の値

(出所) 内閣府、米国商務省経済分析局、イギリス政府統計局、Eurostat、中国国家統計局、中国国家外匯管理局

日米欧の最近の金融政策動向

日本:2013年04月 量的・質的金融緩和(異次元緩和)導入

2014年10月 異次元緩和強化(国債残高増加額年間50兆円→80兆円等)

ユーロ圏:2012年以降利下げ継続(政策金利は現在0.05%)

2014年06月 預金ファシリティ金利をマイナス圏に(現在▲0.20%)

2015年03月 量的緩和(PSPP)導入、月額600億ユーロ規模の国債等買入開始

米国:2012年09月 量的緩和第3弾(QE3)導入

2013年12月 量的緩和縮小決定

2014年10月 量的緩和終了

2015年 利上げと償還減開始
の可能性

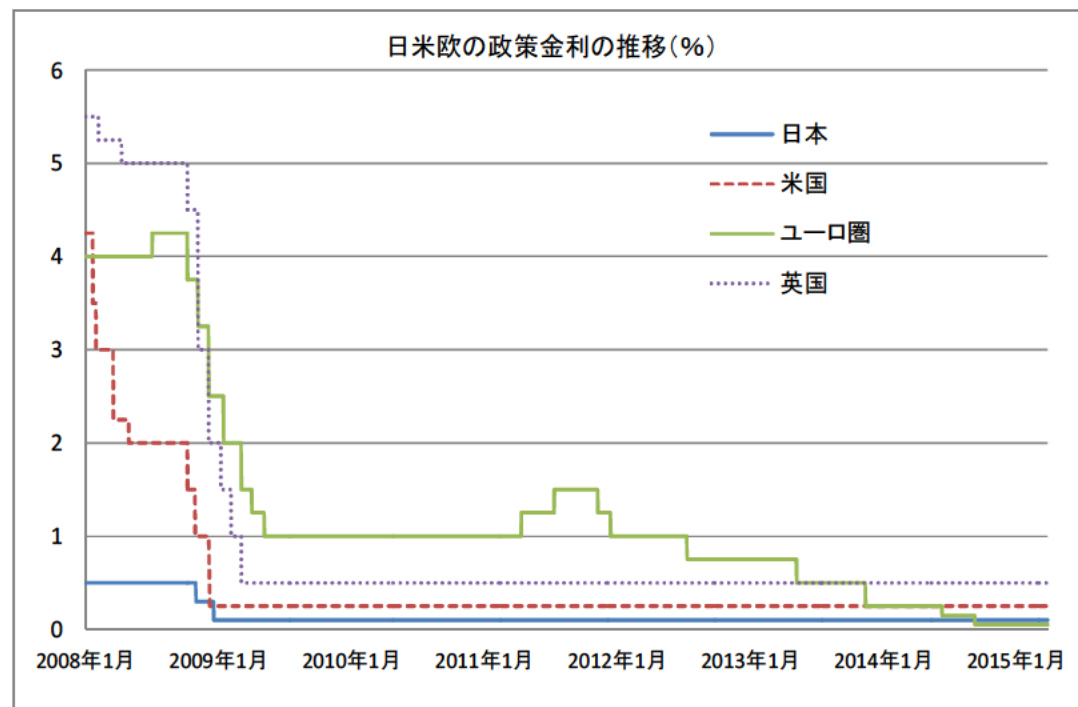
英国:政策金利は2009年3月以降据置

2012年7月 量的緩和終了・残高維持

2015年以降利上げの可能性も

(市場予想は2016年初に利上げ開始見通し)

**⇒2015年は日ユーロ圏と米英で金融政策の
方向性が異なる可能性**



米国の2004年の利上げ局面と今回の比較

2004年

11月に大統領選⇒ブッシュ再選

04年1月「considerable period」削除
「patient」導入

2月グリーンSPANFRB議長議会証言
⇒利上げに慎重姿勢

3月分、4月分の雇用統計が強い結果

5月「patient」削除、「measured」導入

6月利上げFF目標1.0%⇒1.25%
「measured pace」維持

06年6月利上げ停止、FF目標5.25%
(毎回0.25%×年8回、2年で4%利上げ)

2015年

第114議会で上下両院で共和党が多数派に
⇒オバマ大統領レームダック化

夏以降、予備選運動本格化

14年12月「patient」導入

15年1月「considerable time」削除
「patient」維持

2月イエレンFRB議長議会証言
⇒利上げに慎重姿勢

「次の2回の会合 (next couple of meetings)では利上げせず」

3月 2月分の雇用統計が強い結果

3月「patient」削除、「reasonably confident」導入

6月以降「measured pace」的文言導入

9月ないし12月に利上げ開始の可能性(議長記者会見のあるFOMC)

但し、利上げペースは緩慢に

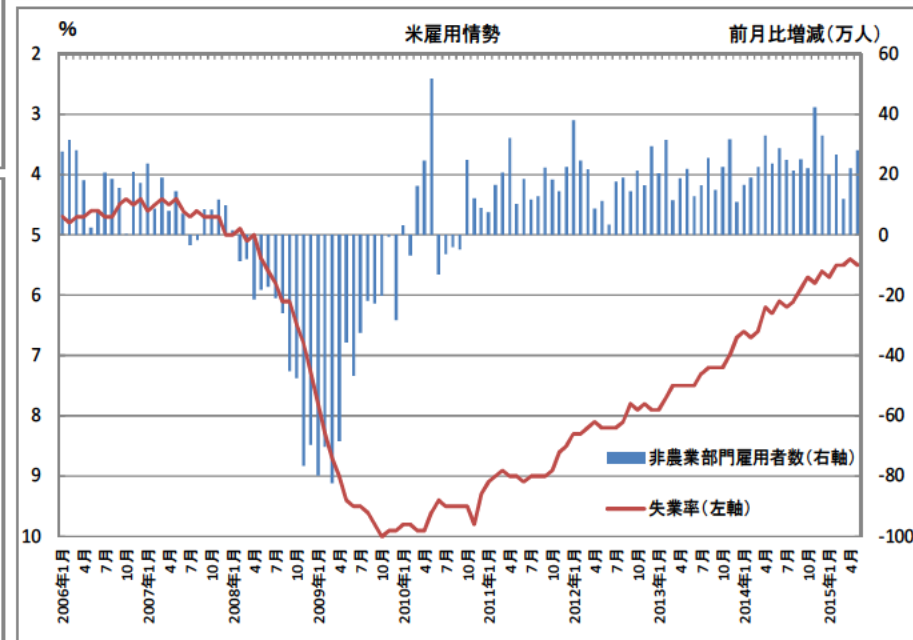
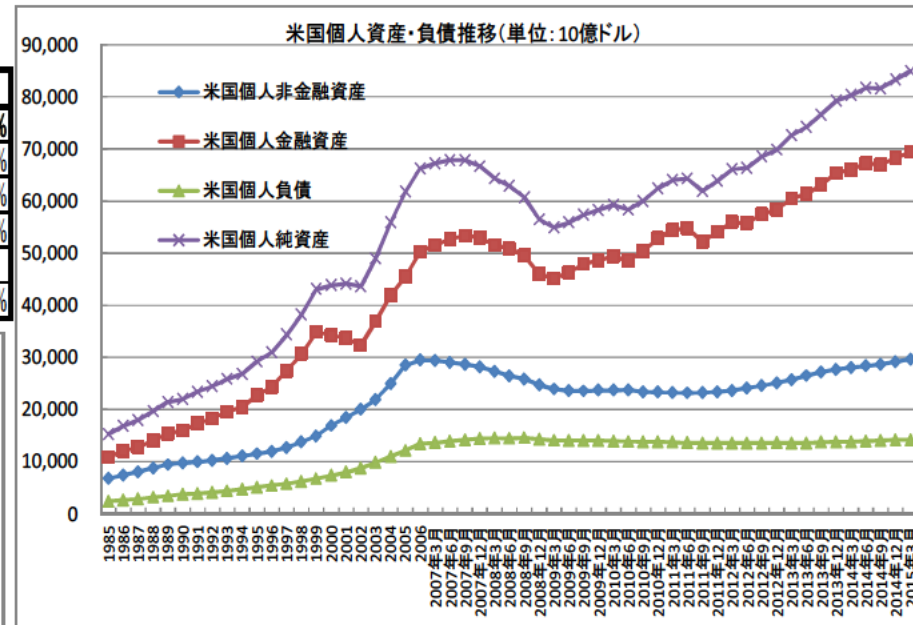
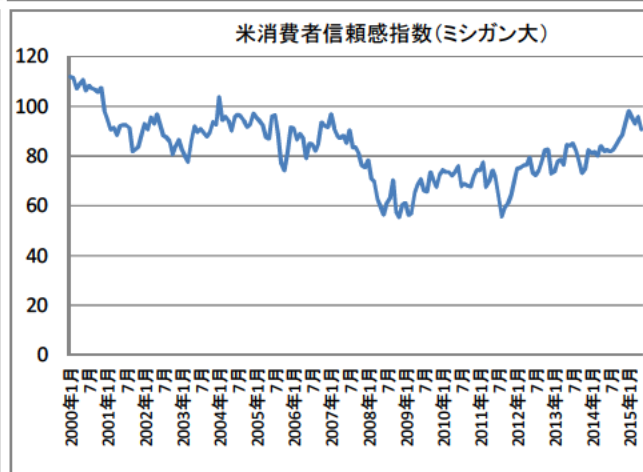
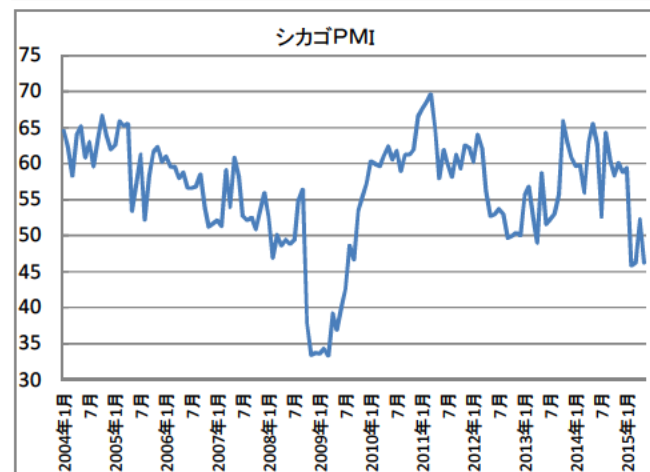
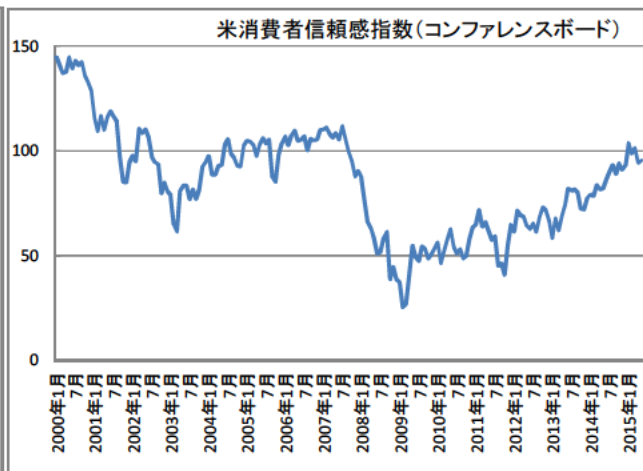
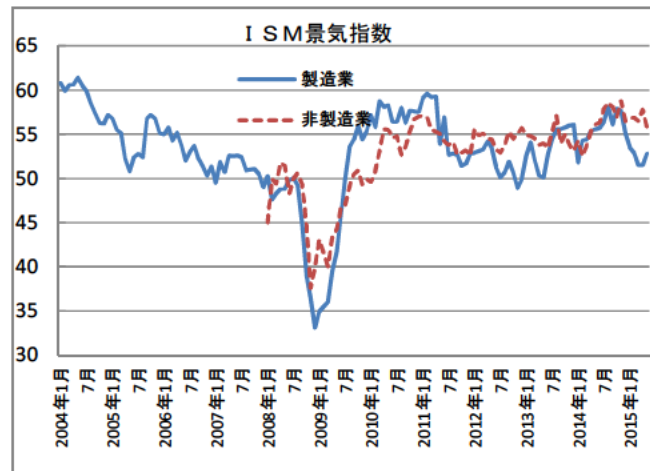
(ex.隔回0.25%×年4回、2年で2%利上げ)

米国経済 米国経済は個人消費主体⇒個人純資産は過去最高更新、雇用は緩やかに回復 原油安は短期的には設備投資・生産・雇用抑制要因、中期的には個人消費拡大要因

世界経済のエンジン役は米個人消費。個人消費の実額、米:日:中=10:2:3

・名目国内総生産

米国	億ドル	2014年	日本	兆円	2014年	中国	億元	2013年
個人消費支出	119,303	68%	個人消費支出	295	61%	個人消費支出	212,188	36%
民間国内総投資	28,516	16%	民間国内総投資	82	17%	国内総投資	280,356	48%
純輸出	▲ 5,382	-3%	純輸出	▲ 15	-3%	純輸出	14,151	2%
政府支出	31,752	18%	政府支出	125	26%	政府消費支出	79,978	14%
国内総生産	174,189	100%	国内総生産	488	100%	国内総生産	586,673	100%



(出所)FRB、米商務省、米労働省、内閣府、中国国家統計局資料等よりSMBC日興証券作成

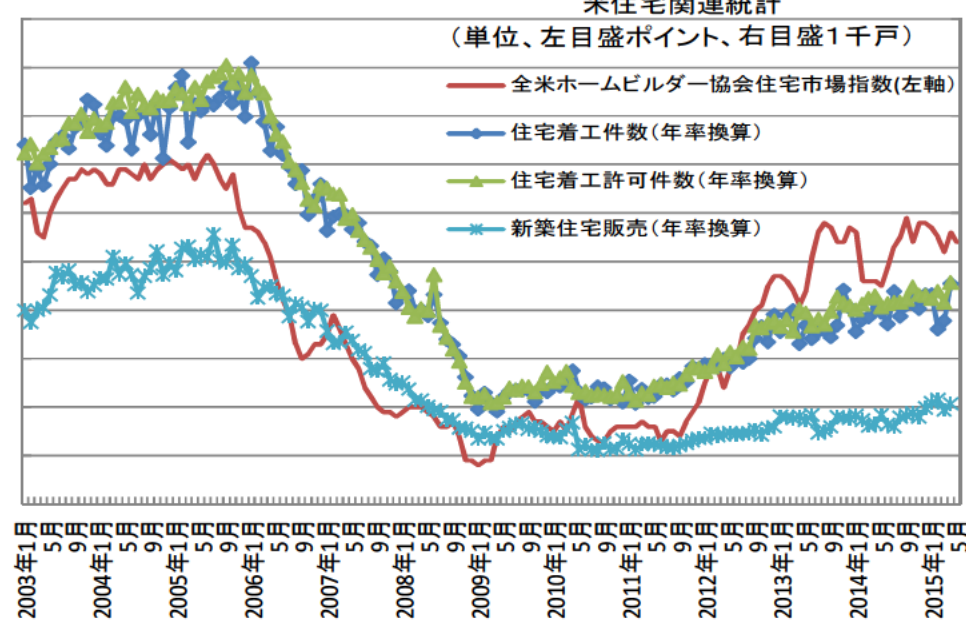
米住宅市場の状況

住宅投資は反転基調にあるが、春は東海岸の大雪の影響も

米住宅関連統計

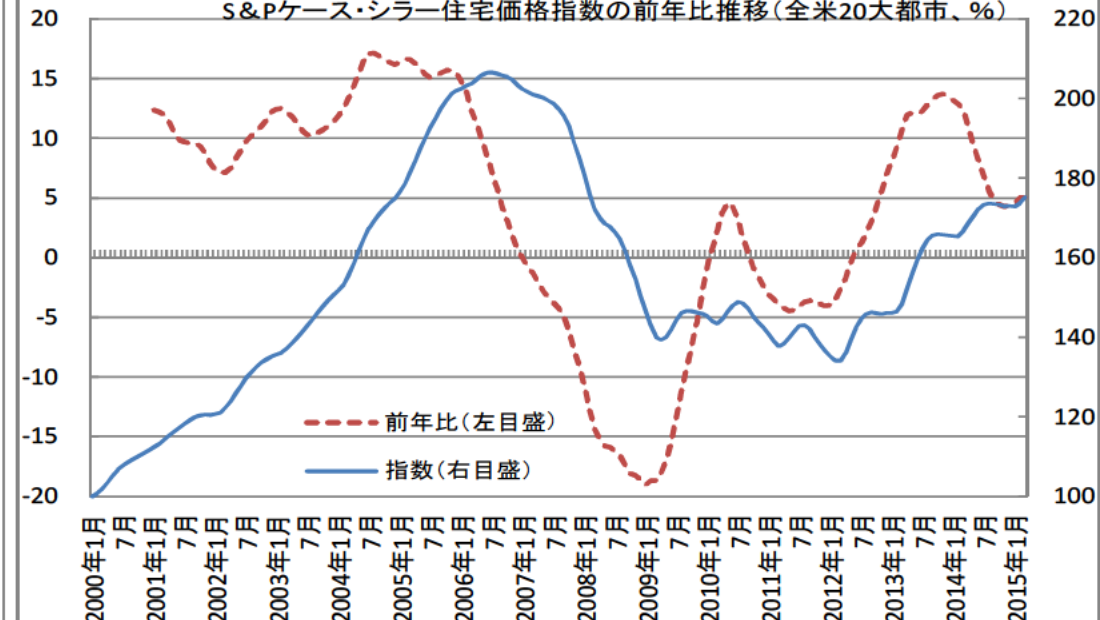
(単位、左目盛ポイント、右目盛1千戸)

- 全米ホームビルダー協会住宅市場指数(左軸)
- 住宅着工件数(年率換算)
- 住宅着工許可件数(年率換算)
- 新築住宅販売(年率換算)



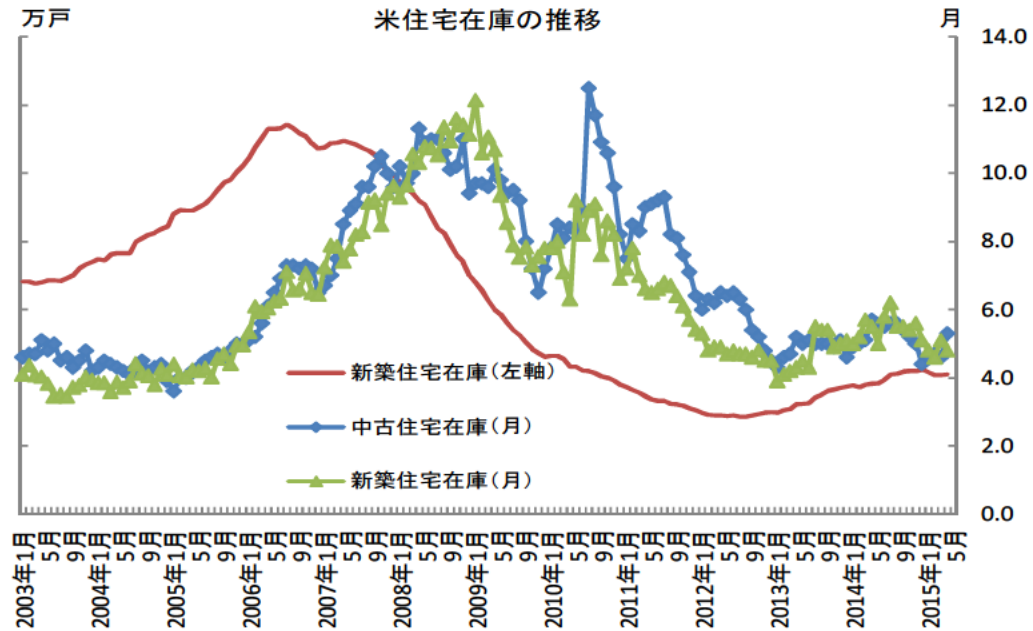
S&Pケース・シラー住宅価格指数の前年比推移(全米20大都市、%)

- 前年比(左目盛)
- 指数(右目盛)



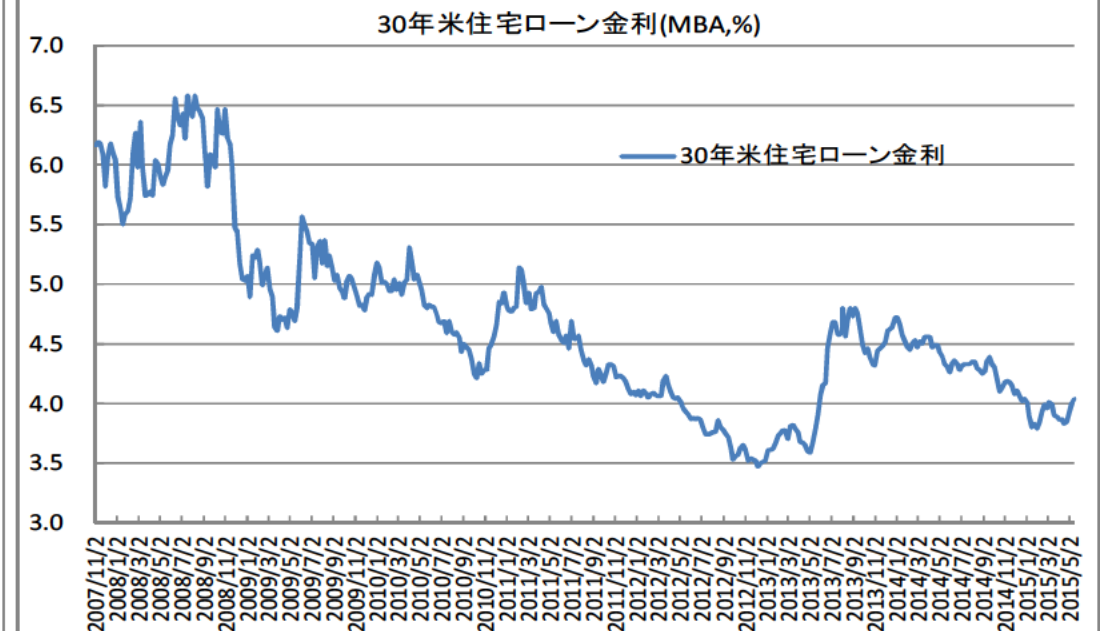
米住宅在庫の推移

- 新築住宅在庫(左軸)
- 中古住宅在庫(月)
- 新築住宅在庫(月)



30年米住宅ローン金利(MBA,%)

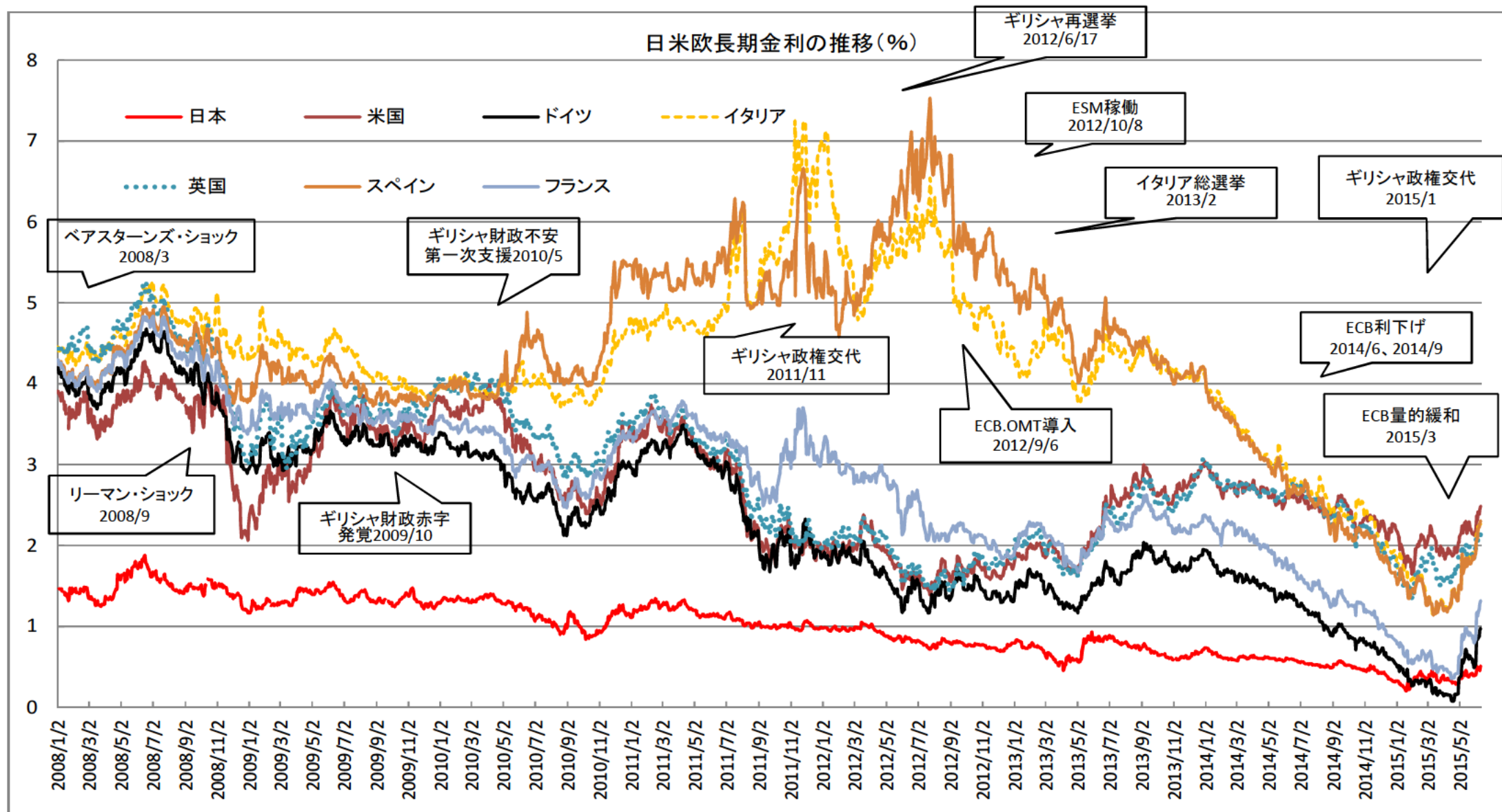
- 30年米住宅ローン金利



(出所)米商務省、S&P、MBA資料等よりSMBC日興証券作成

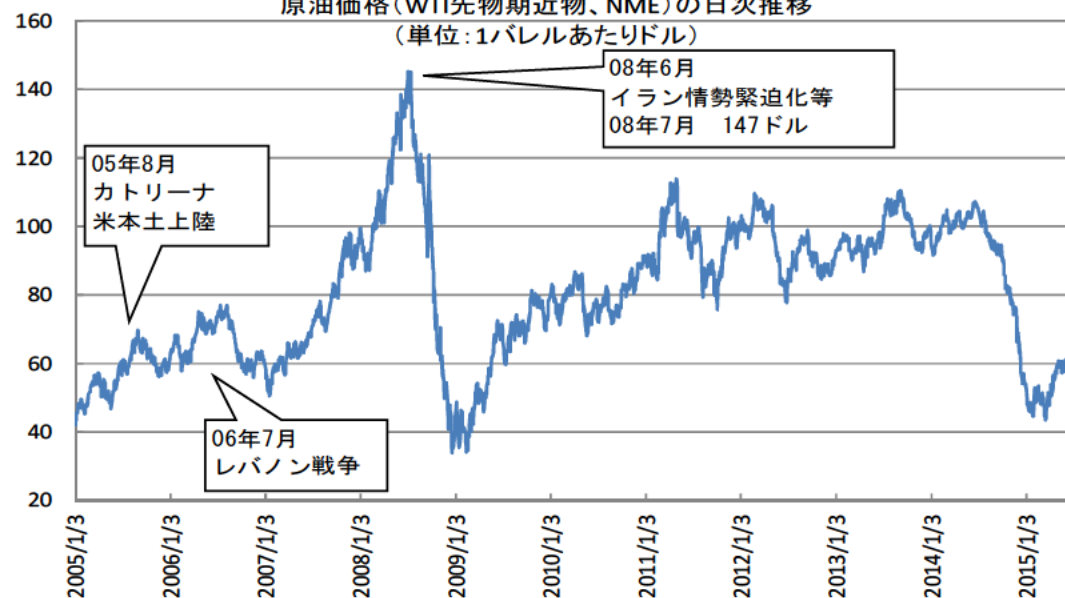
2008年以降の日米欧の長期金利の推移

日欧では金融緩和を受けて、長期金利が急低下、一時ドイツ金利は我が国の金利を下回った
米国及び英国では利上げ観測からやや反発、米英金利はイタリア・フランス金利を上回った

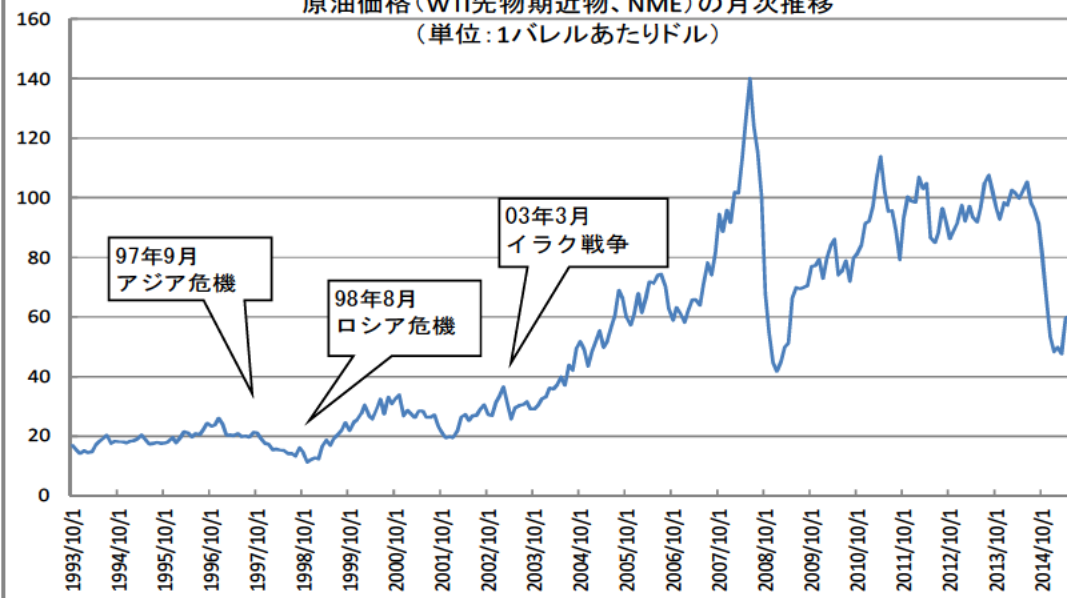


原油価格動向 地政学的リスクが高まった2008年比安定⇒シェール革命で米原油在庫潤沢・中国の需要鈍化⇒投機筋の投げで急落⇒14年11月OPEC総会で減産見送り⇒一段下落⇒生産調整進展へ

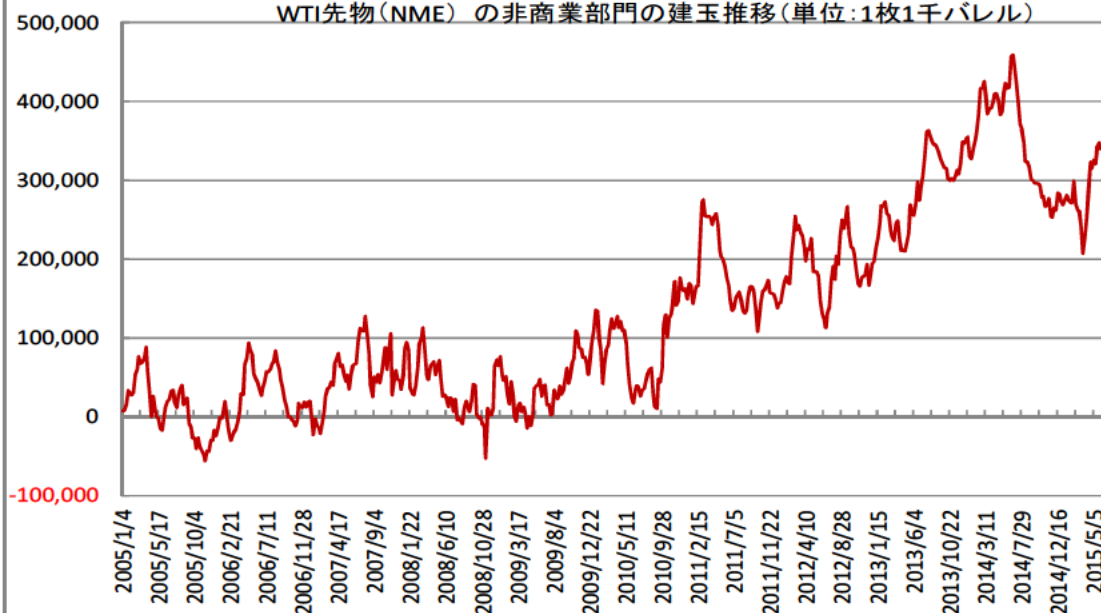
原油価格(WTI先物期近物、NME)の日次推移
(単位: 1バレルあたりドル)



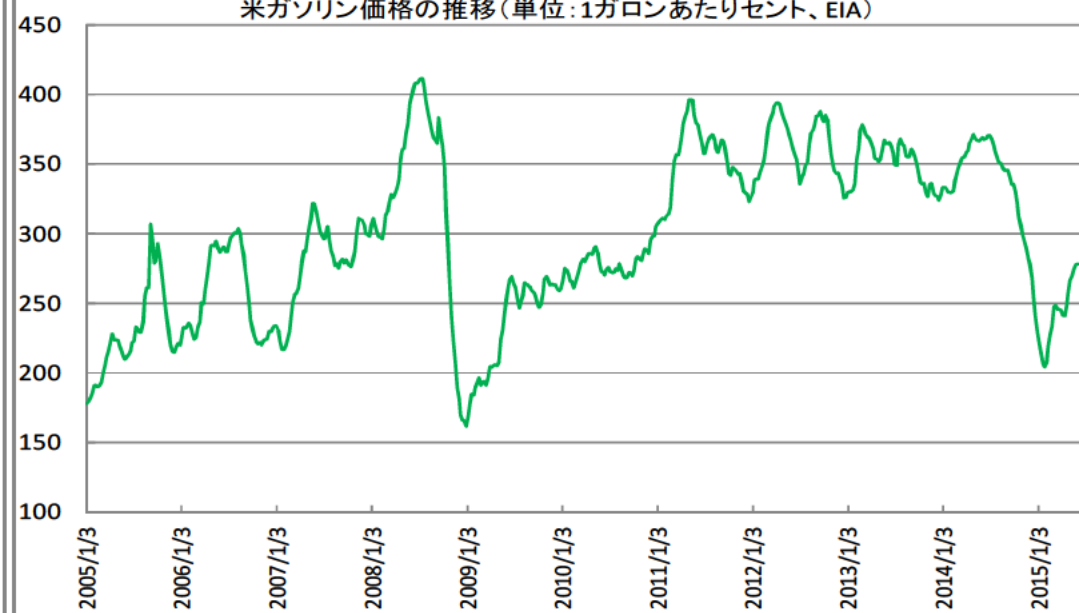
原油価格(WTI先物期近物、NME)の月次推移
(単位: 1バレルあたりドル)



WTI先物(NME) の非商業部門の建玉推移(単位: 1枚1千バレル)

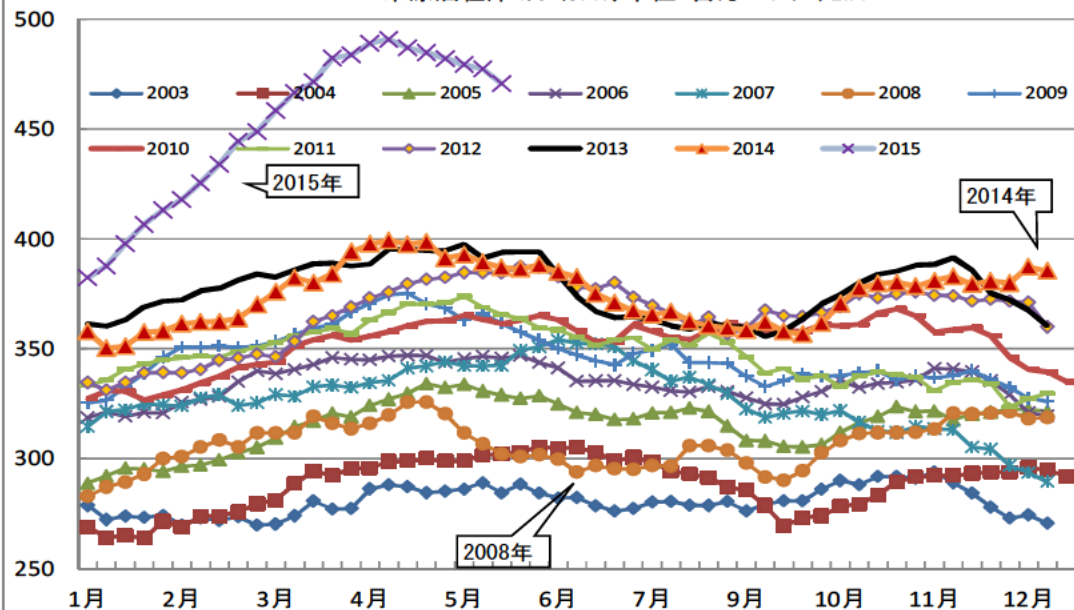


米ガソリン価格の推移(単位: 1ガロンあたりセント、EIA)

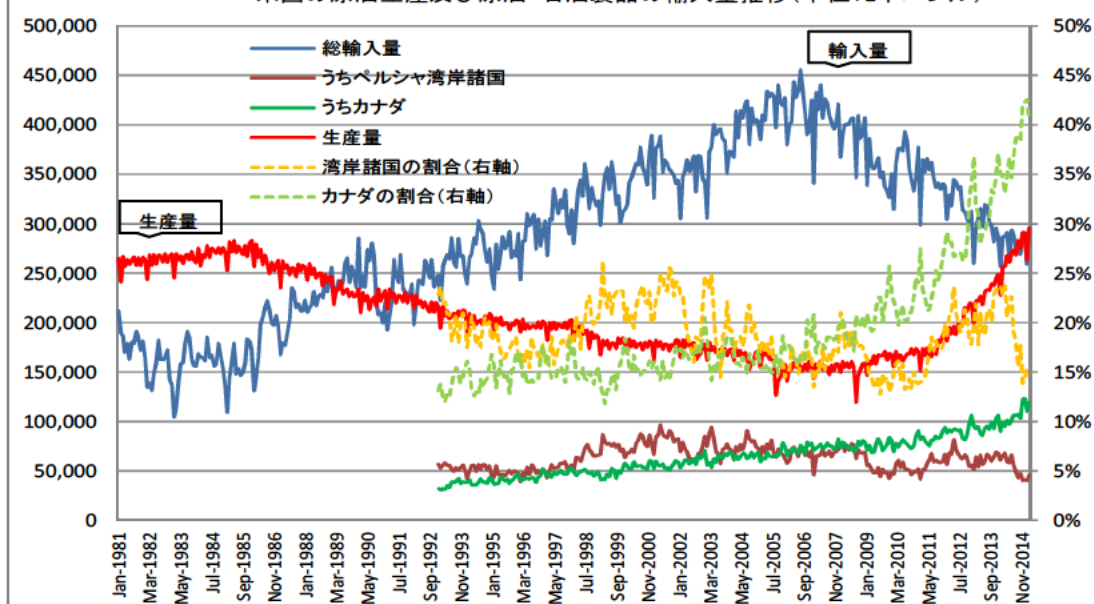


原油価格動向 米原油在庫は過去最高水準、シェール革命で生産増・輸入減、輸入はカナダ主体

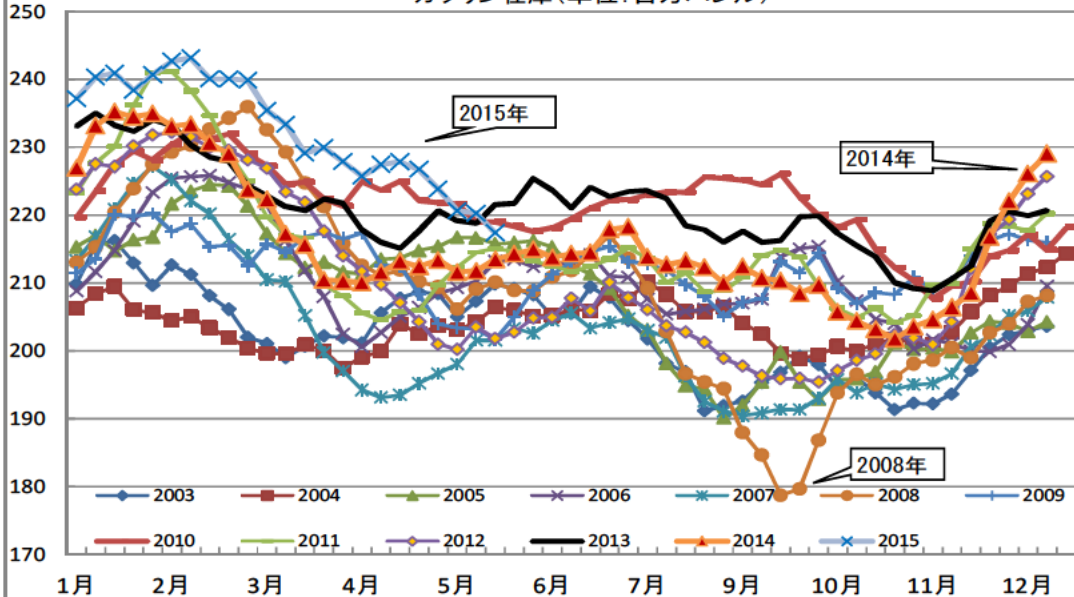
米原油在庫(除くSPR、単位:百万バレル)EIA



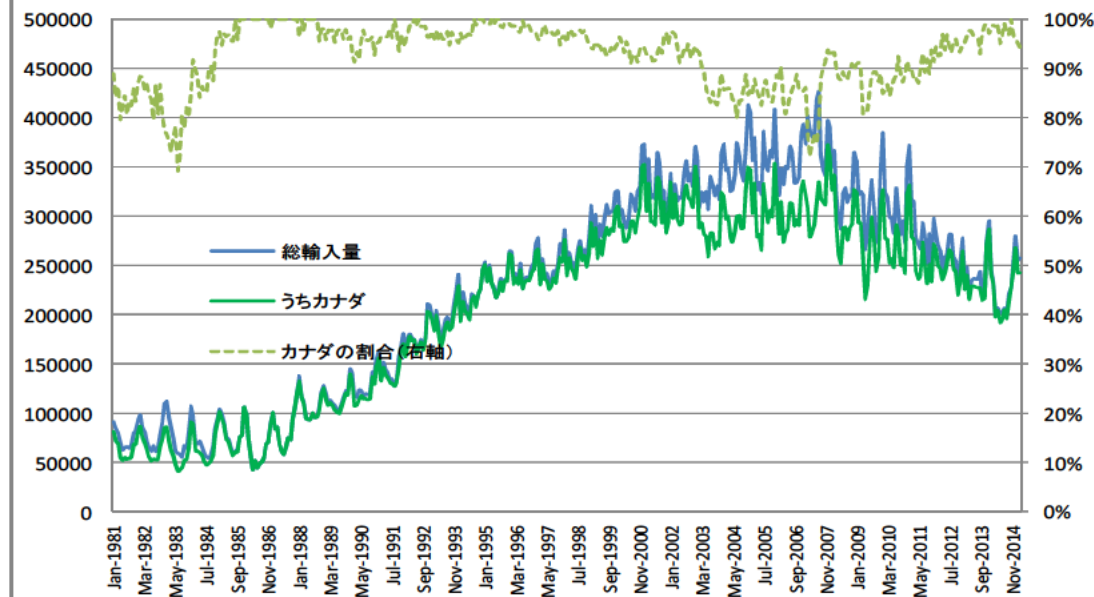
米国の原油生産及び原油・石油製品の輸入量推移(単位:1千バレル)



ガソリン在庫(単位:百万バレル)



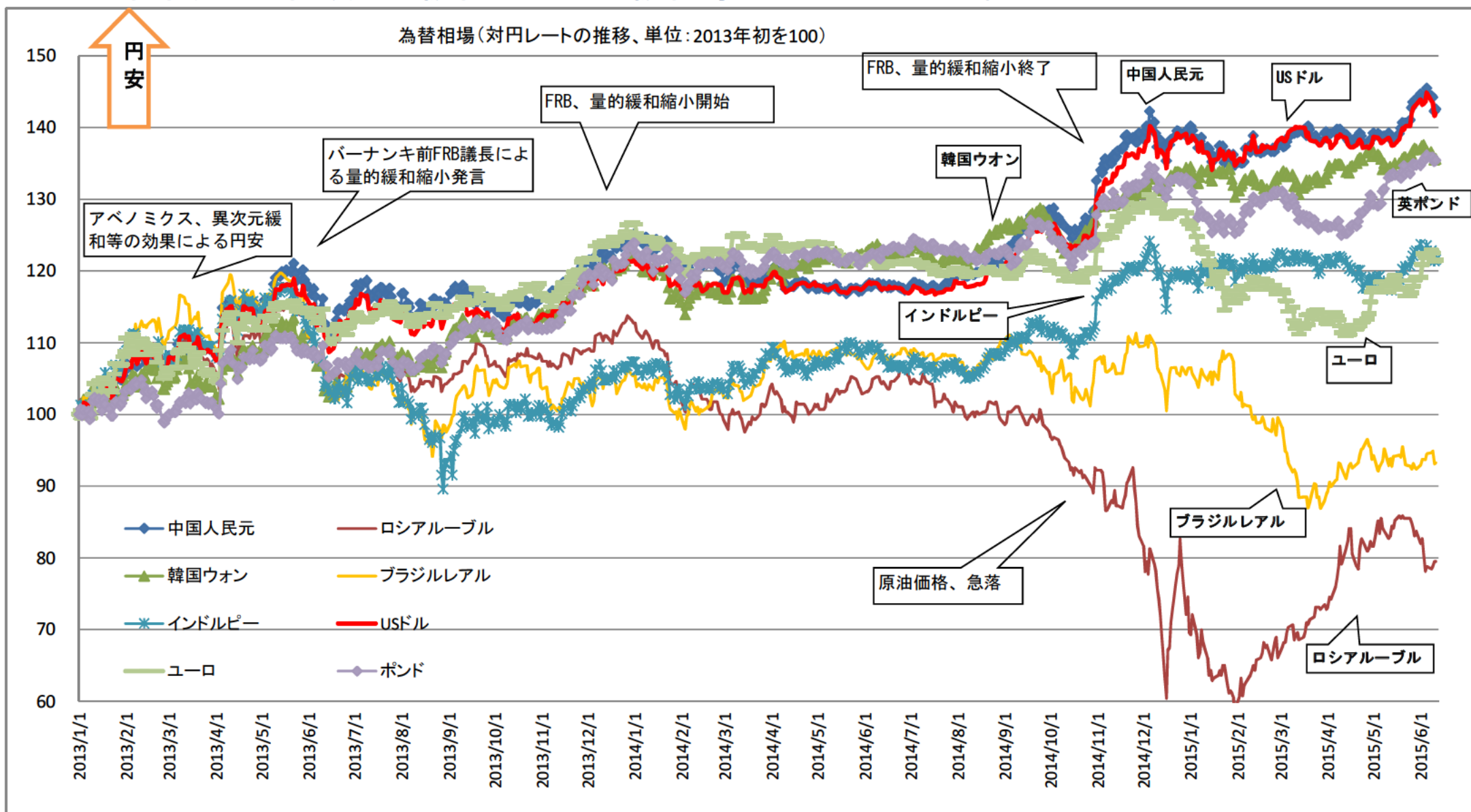
米国の天然ガスの輸入量推移(単位:百万CF)



(出所)EIA資料等よりSMBC日興証券作成

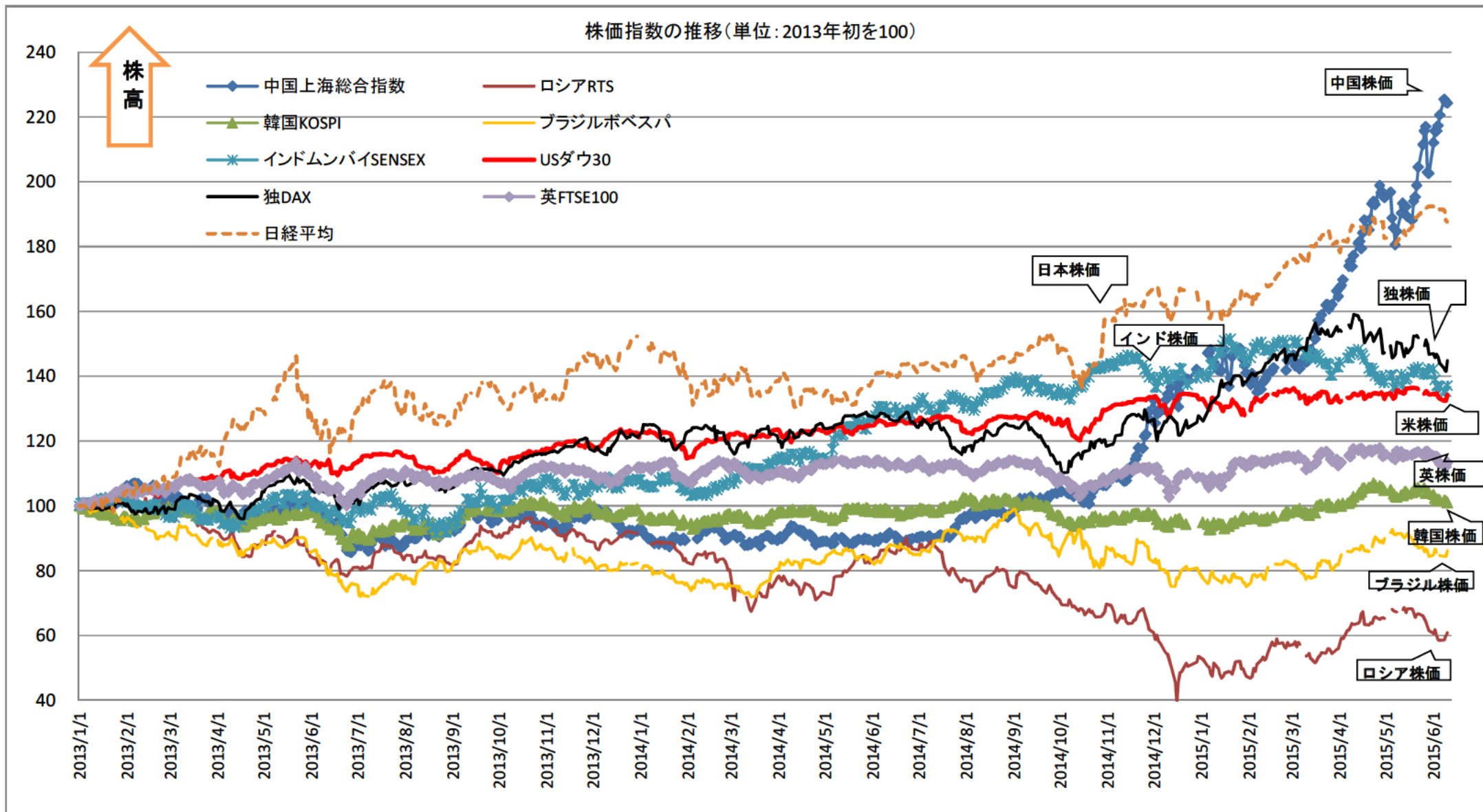
2013年以降の各国通貨の対円レートの推移(2013年初100)

2014年後半以降、資源国通貨が下落、米利上げ観測から米ドル及び同ペッグ通貨上昇
2015年年明け以降、追加緩和及び量的緩和導入でユーロが下落



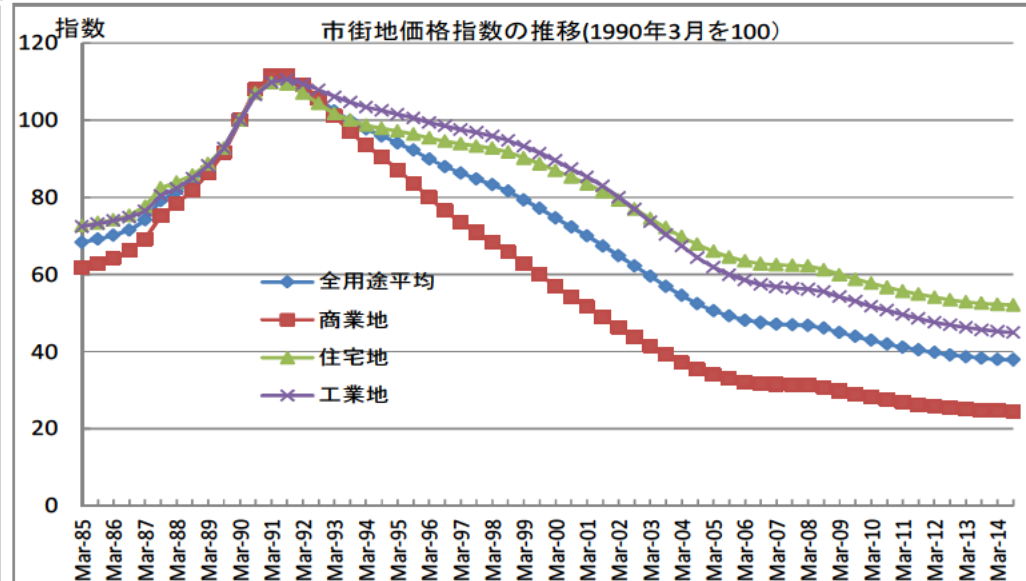
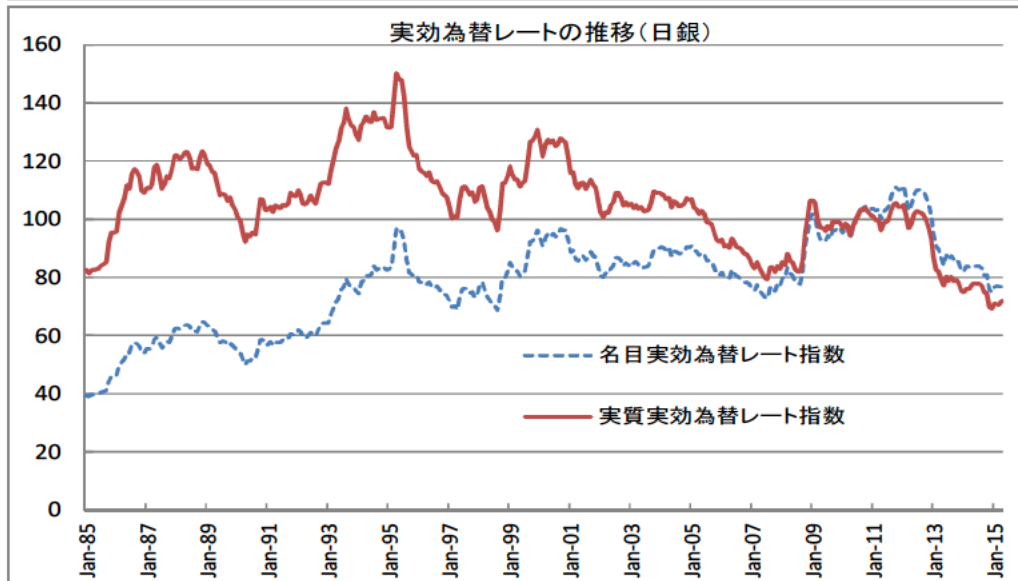
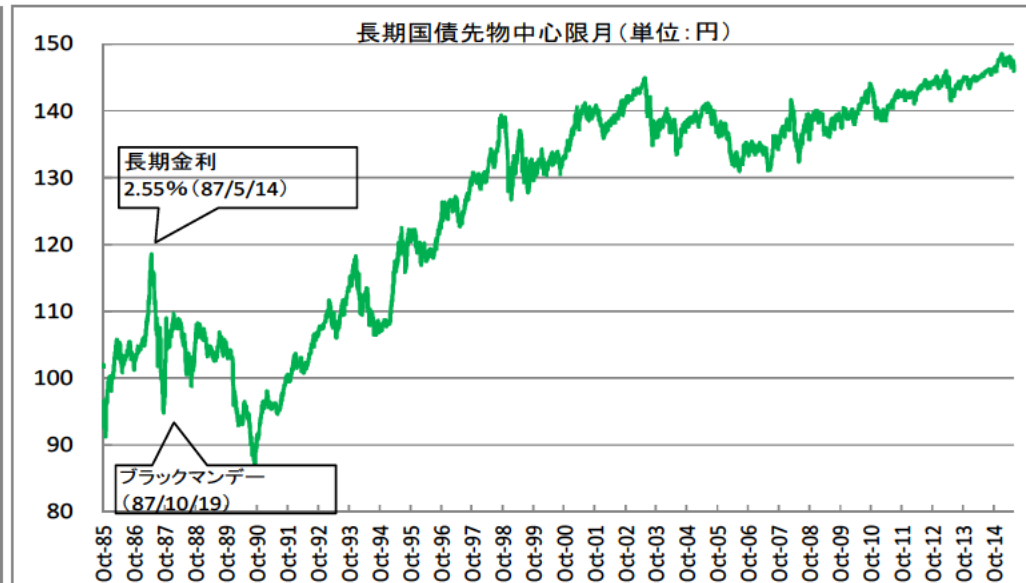
2013年以降の各国株価の推移(2013年初100)

米独、インド等で過去最高値更新、中国株価も急反発、足元では米利上げ観測が重しに
ウクライナ問題や原油安を受けて、ロシアや資源国株価下落



1985年以降の金融・不動産市場の推移 株価は割安、それとも国力低下を反映？

日経平均株価は2000年4月以来の2万円台。PERは当時は70倍台、現在17倍台、円ドルレートは当時1ドル:105円程度、現在1ドル:120円程度、NYダウは当時約1万ドル、現在約1万8千ドル



2. リスク要因

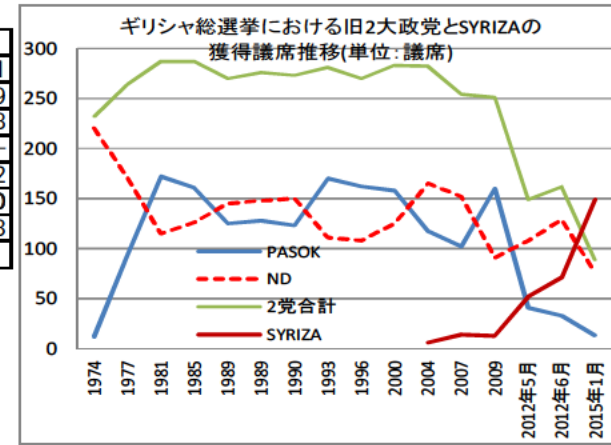
ギリシャ問題・米財政問題と
地政学的リスク・気候変動リスク

ギリシャ問題① 支援4ヶ月延長、市場影響は従来比限定的、ユーロ圏離脱の可能性高まる ⇒ 新政権は支援延長拒否・再編主張、民間金融機関償却済、外交面でも親露姿勢、F16事故(仏人9名死亡)等

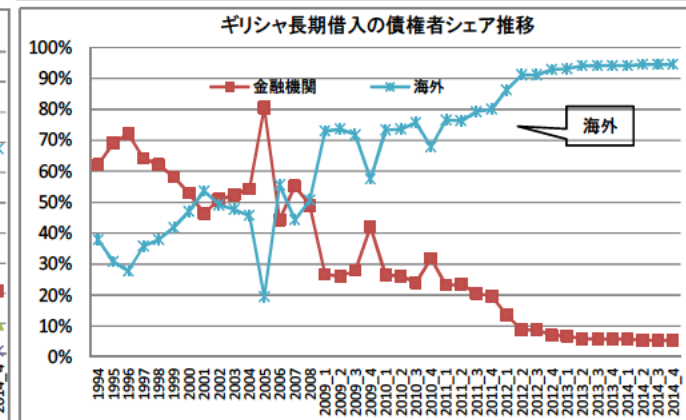
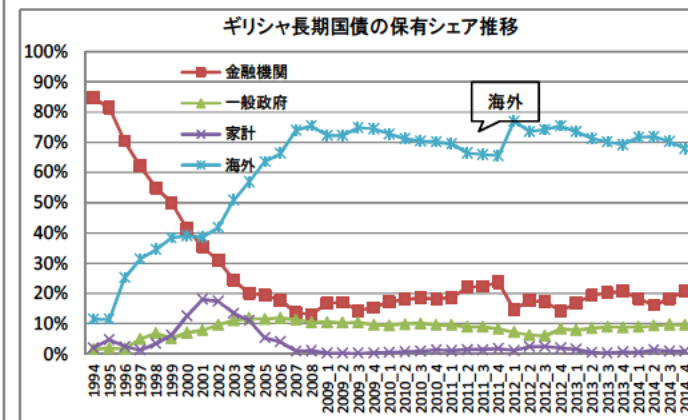
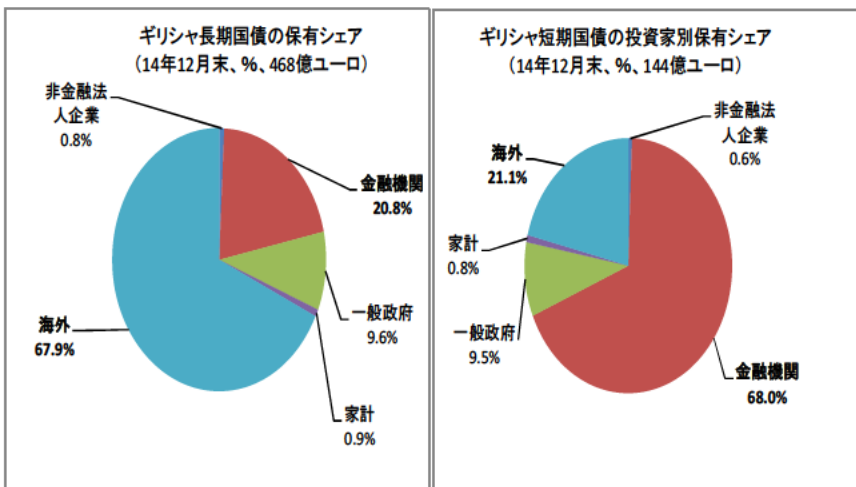
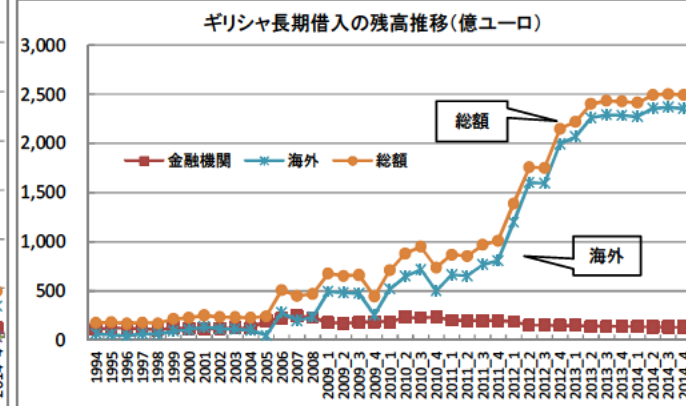
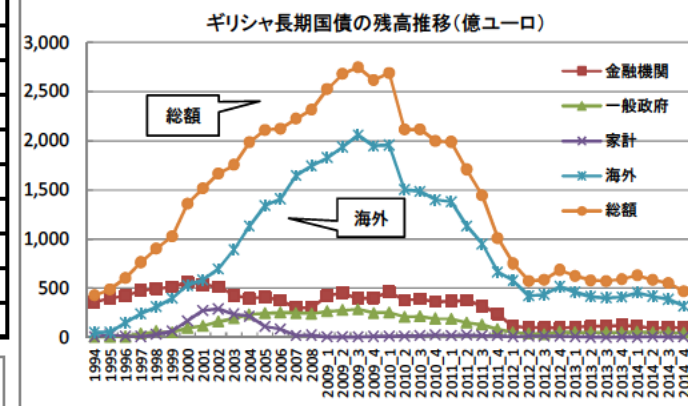
年月	略史
1821年	オスマン帝国から独立戦争
1946～1949年	内戦
1952年	NATO加盟
1967～1974年	軍事政権
1974年	君主制廃止、共和制へ
1974年～1981年	新民主主義党 (ND) 政権
1981年	EU加盟
1981年～1990年	全ギリシャ社会主義運動党 (PASOK) 政権
1990年～1993年	ND政権
1993年～2004年	PASOK政権
2001年	ユーロ導入
2004年～2009年	ND政権
2009年10月～	PASOK政権、パパンドレウ首相、前政権の財政粉飾発覚
2010年5月	ユーロ圏とIMFが総額1,100億ユーロの金融支援決定
2011年11月～	PASOK、ND等の連立政権、パパデモス前ECB副総裁が首相に
2012年2月	ユーロ圏が1,300億ユーロの追加支援決定
2012年5月6日	総選挙、2大政党合計で過半数割れ
2012年6月17日	再選挙、ND主体の連立政権、サマラス首相
2014年12月8日	ユーロ圏がギリシャ支援の2カ月延長決定
2014年12月29日	議会で大統領選第3回投票でも与党候補信任されず議会解散
2015年1月25日	総選挙、急進左派連合 (SYRIZA) 主体の連立政権、ツィプラス首相
2015年2月20日	ユーロ圏がギリシャ支援の4カ月延長決定 (27日ドイツ議会が承認)

2015年1月25日投票(開票率100%)

	獲得議席	得票率 (%)	前回獲得議席
急進左派連合 (SYRIZA)	149	36.34	71
新民主主義党 (ND)	76	27.81	129
黄金の夜明け	17	6.28	18
ボタミ	17	6.05	-
共産党	15	5.47	12
独立ギリシャ人	13	4.75	20
全ギリシャ社会主義運動 (PASOK)	13	4.68	33
合計	300		



○ギリシャ長期国債・長期借入の投資家別残高・シェアの推移(ギリシャ銀行)



ギリシャ問題② ギリシャの命運はECBが当面握る、トロイカ(EU、IMF、ECB)との交渉が不調に終われば、6月末(IMF宛返済約16億ユーロ)、遅くとも7月までには資金繰りに窮する可能性

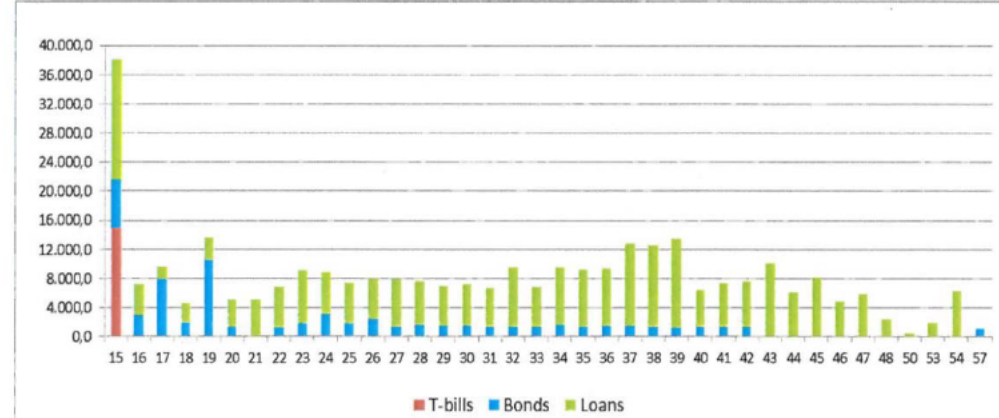
・ECBの対応と交渉期限

- ①ギリシャ国債をECBの適格担保から除外
- ②3月9日に開始した量的緩和(国債買入)の対象外
- ③ELA(Emergency Liquidity Assistance)は継続、6月10日、ギリシャ銀行向け限度額を807億ユーロ⇒830億ユーロへ引き上げ(報道ベース)
- ④6月18日のユーロ圏財務相会合までの最終決着

・ギリシャ政府の要求(債務減免等を除く)

- ①欧州金融安定基金(EFSF)に対し、銀行救済基金(HFSF)残額の12億ユーロを請求⇒現時点ではEFSFは拒否
- ②ECBがギリシャ国債保有で得られた利益19億ユーロ返還
- ③包括的な経済改革案を提出(4月1日、6月1日)、つなぎ融資と第2次支援最終分72億ユーロの融資を要請
- ④ナチス・ドイツによる占領時損害賠償額2,787億ユーロ

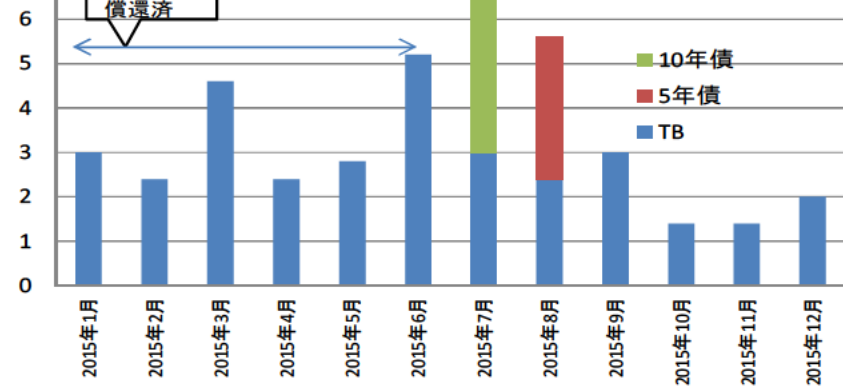
Redemption schedule of Budgetary Central Government Debt on 31/03/2015
(amounts in million euro)



(注) 利付国債の償還額は当初は、10年債が95.9億ユーロ、5年債が80.0億ユーロ。現時点では、10年債が34.9億ユーロ、5年債が31.9億ユーロ。2015年の利付国債の償還総額は66.8億ユーロ。

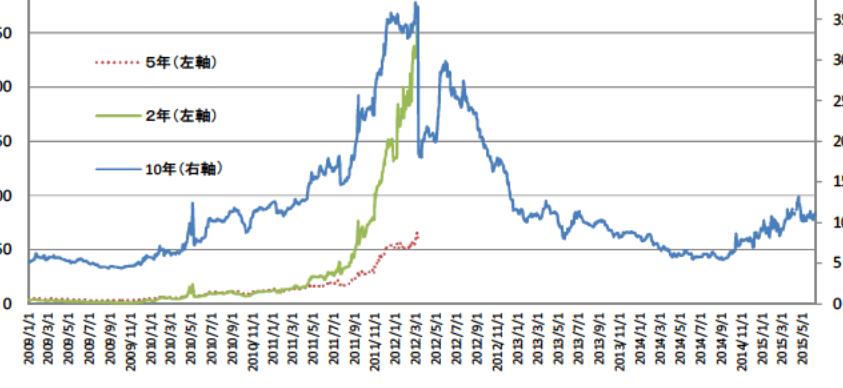
ギリシャ国債の償還スケジュール

(15年6月12日時点、単位: 10億ユーロ)

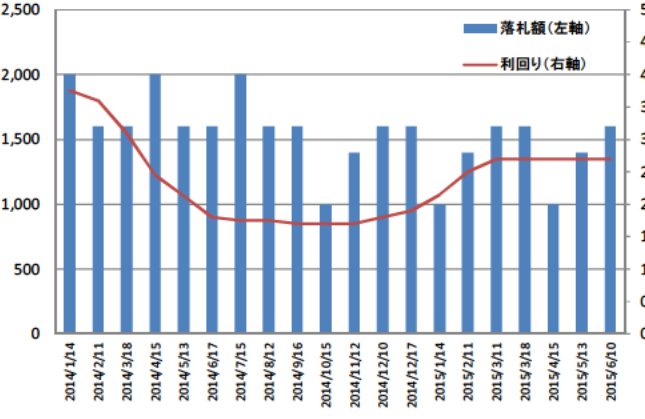


ギリシャ2年、5年、10年国債の利回り推移

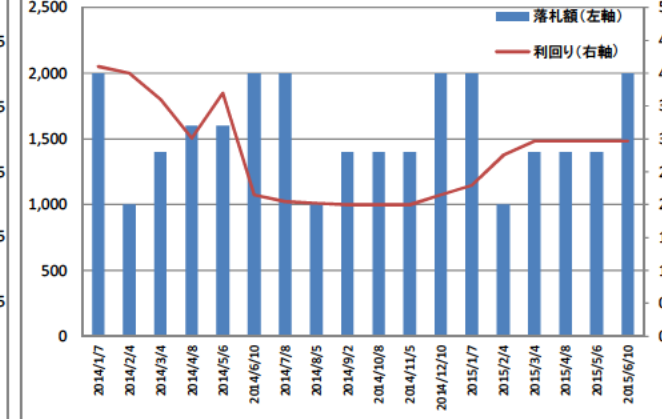
(%, 2009年～、ブルームバーグより当社作成)



ギリシャ13週物TB落札結果推移(百万ユーロ、%)

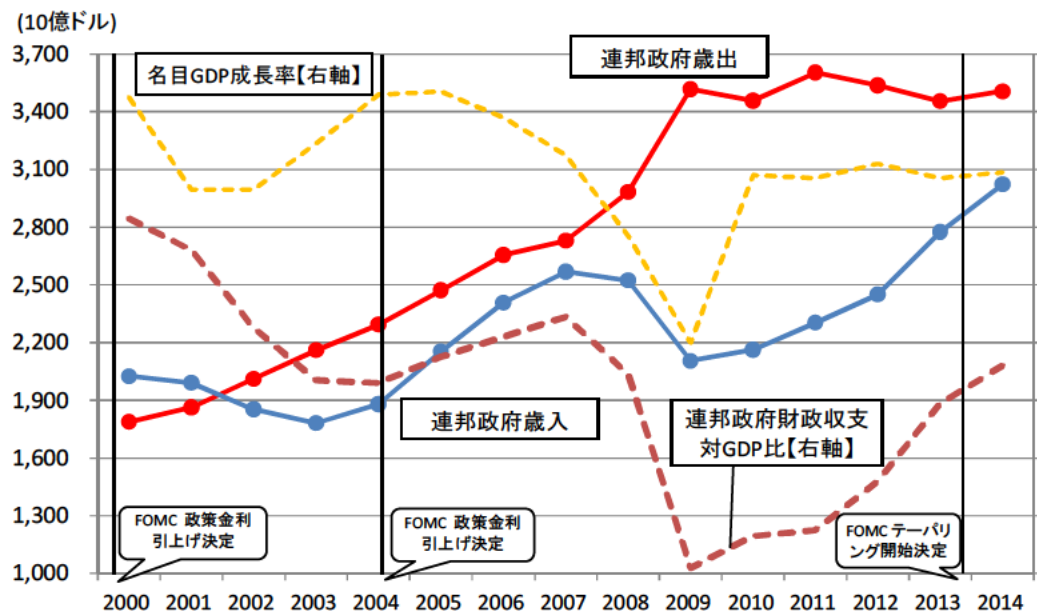


ギリシャ26週物TB落札結果推移(百万ユーロ、%)



(出所)ギリシャ財務省資料等よりSMBC日興証券作成

米財政問題 歳出抑制と税収増が寄与し、米財政収支は改善中だが、秋に閉門



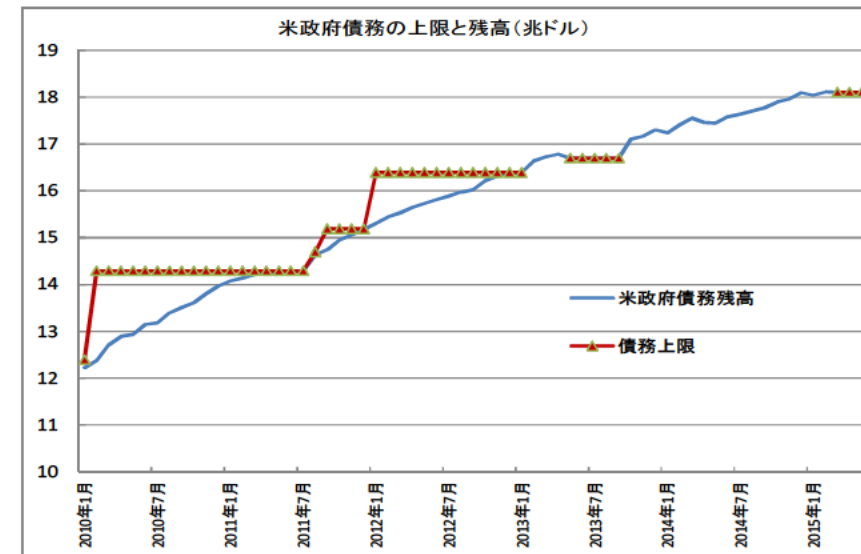
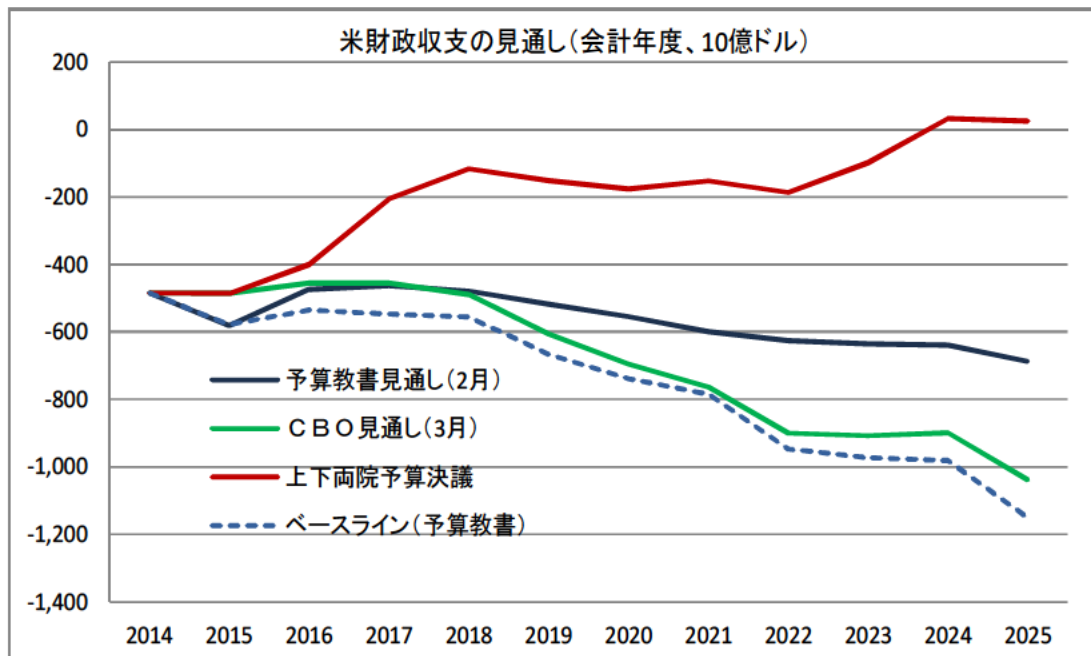
・オバマ大統領が2月2日議会に提出した予算教書では2016年度会計予算は強制歳出削減を撤廃し、4,743億ドルの赤字(対GDP比2.5%)。

米議会は、共和党主導で10年で4兆ドル規模の歳出削減を柱とし、2024年度に財政均衡を目指す予算決議を可決(上院5月5日、下院4月30日)。

⇒大統領選予備選運動が本格化する中、9月末期限の2016会計年度予算の編成・成立は難航か

・米政府債務上限撤廃法は2015年3月15日に失効済
⇒2016年10月頃には資金繰り逼迫

(注)現状、18.1兆ドルの債務上限＝債務残高に対し、財務省が緊急措置発動(①州・地方政府支援の停止、②公務員退職年金向けの国債発行の停止、③為替安定基金の国債への転換停止)⇒計2,000億ドル程度の資金繰り改善効果



(出所)米OMB,CBO、上院、下院資料等よりSMBC日興証券作成

2015年は地政学的リスク及び気候変動リスクが拡大する可能性

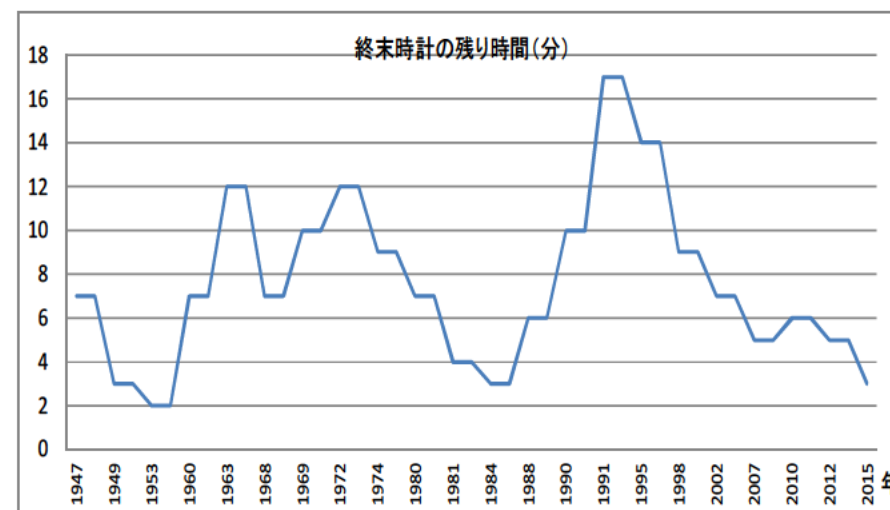
- ・WEF(世界経済フォーラム)の2015年版「グローバルリスクレポート」で発生可能性の高いグローバルリスクの第1位に初めて「地域に重要な結果をもたらす国家紛争(地政学的リスク)」が選出、過去5年間、主要リスクに地政学的リスクは挙がらず。

発生する可能性の高い 上位5グローバルリスク	影響がある 上位5グローバルリスク
1 地域に重要な結果をもたらす国家紛争 (地政学的リスク)	1 水危機 (社会リスク)
2 異常気象現象 (環境リスク)	2 感染性疾患の迅速かつ広範囲にわたる蔓延 (社会リスク)
3 国家統治の失敗 (地政学的リスク)	3 大量破壊兵器 (地政学的リスク)
4 国家の崩壊または危機 (地政学的リスク)	4 地域に重要な結果をもたらす国家紛争 (地政学的リスク)
5 高度の構造的失業または過少雇用 (経済リスク)	5 気候変動への適応失敗 (環境リスク)

(出所)WEF資料よりSMBC日興証券作成

- ・米核問題専門誌BAS(Bulletin of the Atomic Scientists)が発表しているいわゆる

「終末時計(Doomsday Clock)」が1月22日に
3年ぶりに2分進められ「ミッドナイトまであと3分」に
核軍縮の停滞と地球温暖化が主な要因。
人類滅亡までの残り時間が3分となったのは、
冷戦期の1984年以来。過去最も終末に近かった
のは1953年の残り2分前。

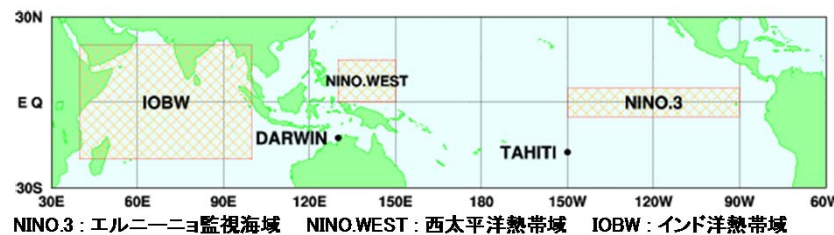


(出所)BAS資料よりSMBC日興証券作成

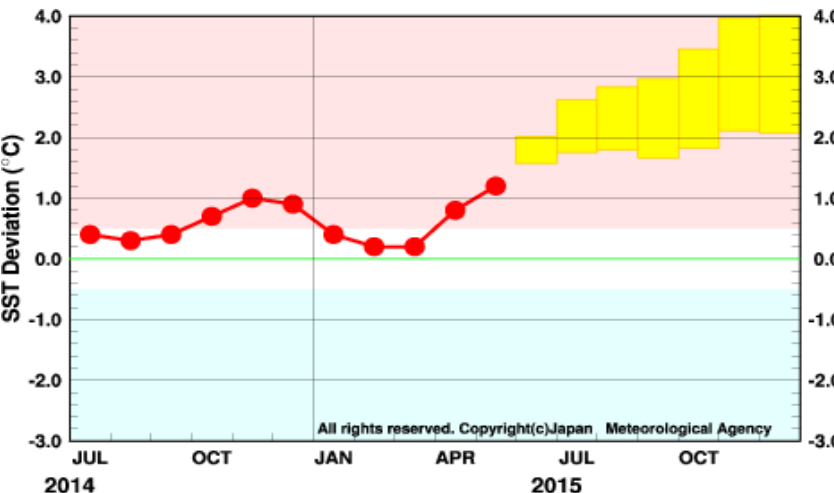
エルニーニョ現象が今夏拡大し、過去最強規模となる可能性(日豪気象庁予測)

- ・**エルニーニョ現象**: 太平洋赤道域の日付変更線付近から南米のペルー沿岸にかけての広い海域で海面水温が平年に比べて高くなり、その状態が1年程度続く現象。気象庁で2014年夏から発生と認識。同じ海域で海面水温が平年より低い状態が続く現象はラニーニャ現象。
- ・**同現象発生時の影響**: 日本では梅雨明けが遅れ、冷夏(温暖化で気温は上昇、大雨・洪水に警戒要)や暖冬になりやすいとの見方も。日本を含め世界中で異常な天候が起こりやすい。今年は、豪州やフィリピン、インド等でも既に少雨に。過去最強の1997年から1998年を上回る可能性。

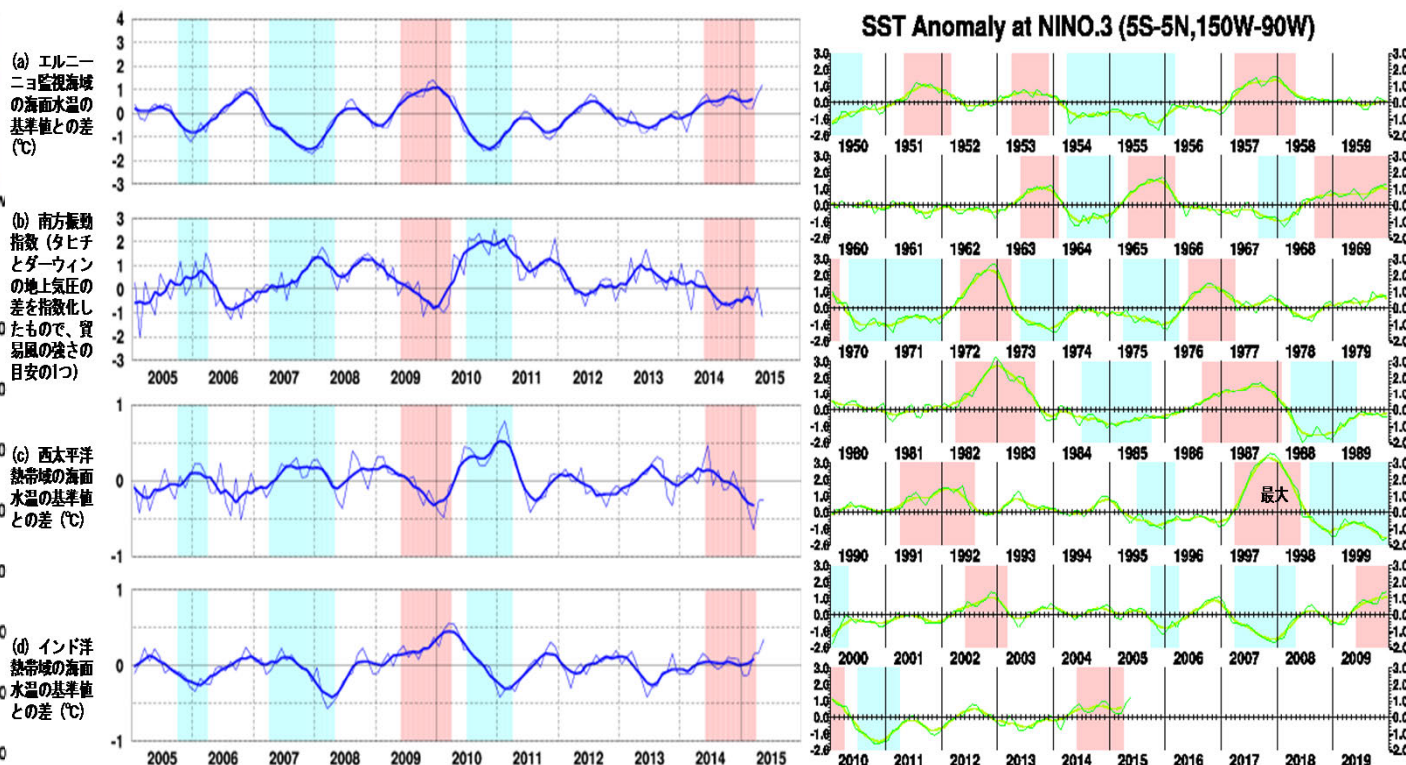
・5月のエルニーニョ監視海域の海面水温の基準値との差は+1.2℃



・エルニーニョ監視海域の海面水温の基準値との差と今後の予測



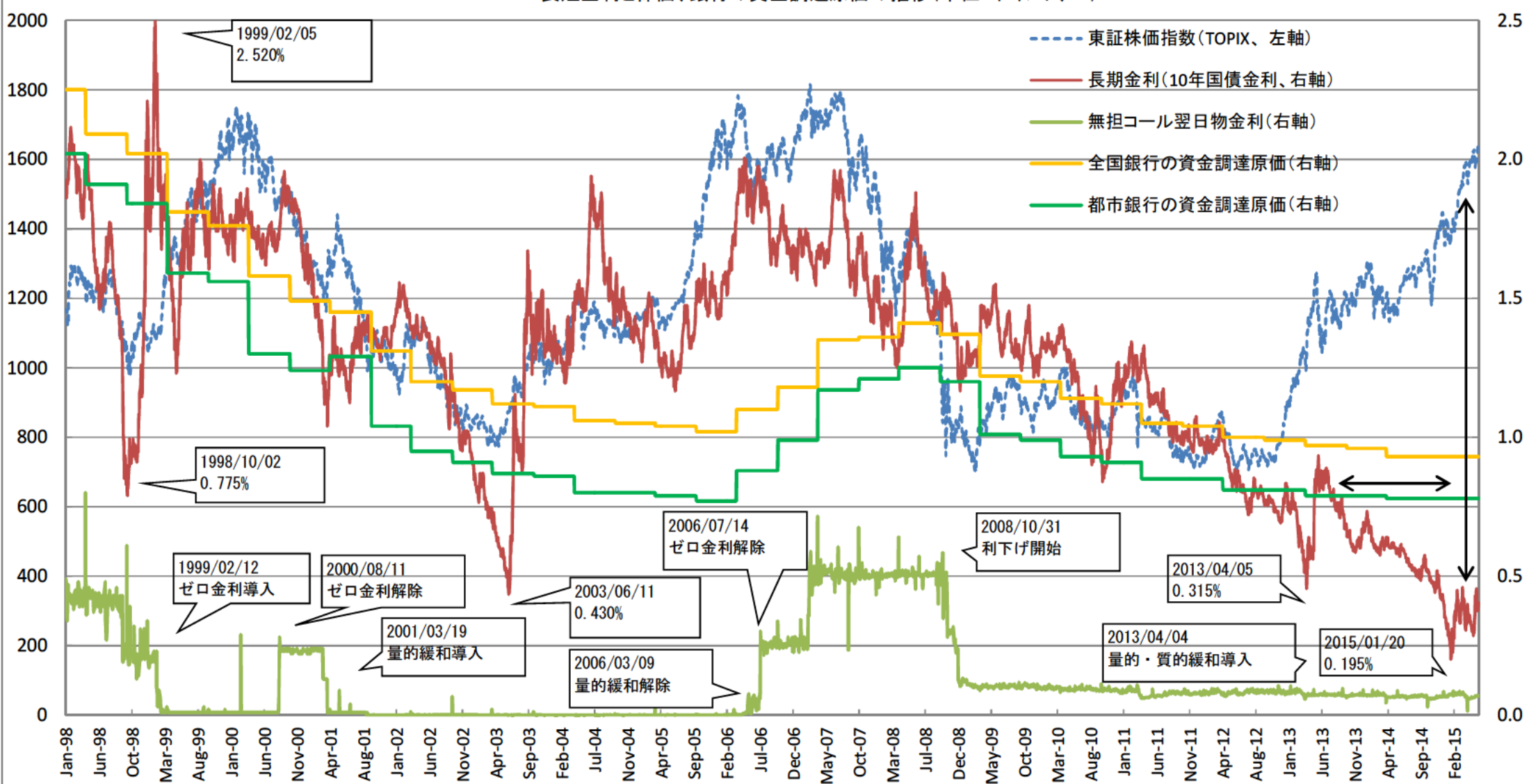
・各監視指数の最近10年間の経過とエルニーニョ現象(赤)とラニーニャ現象(青)の過去の発生期間



3. 最近の国債市場の状況と課題

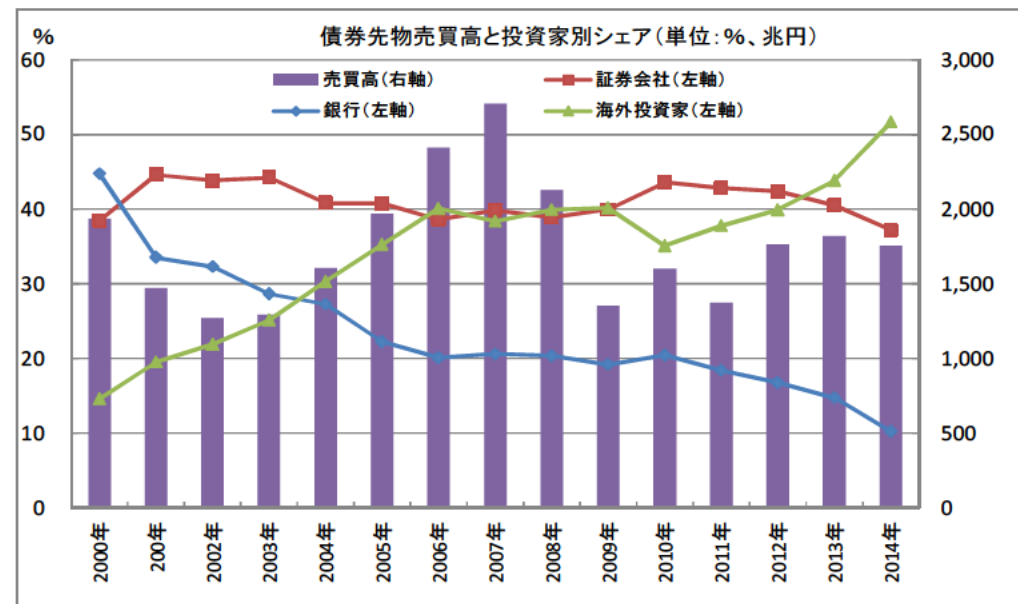
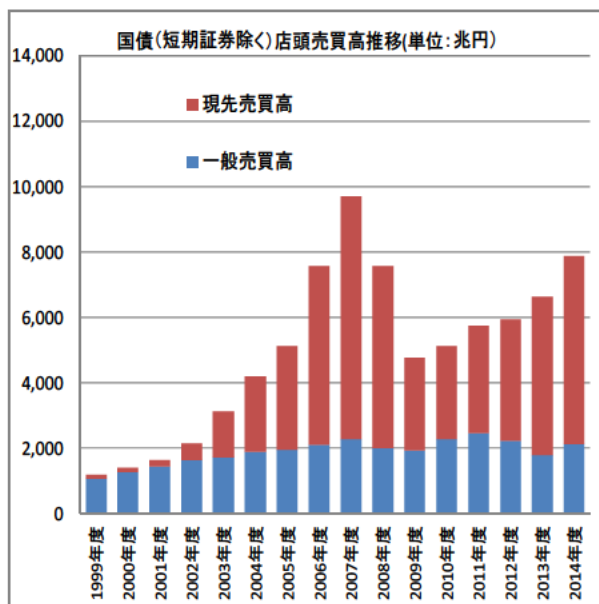
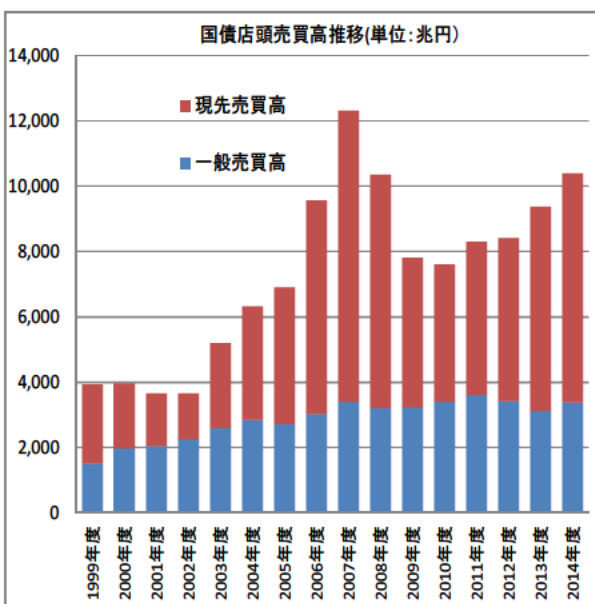
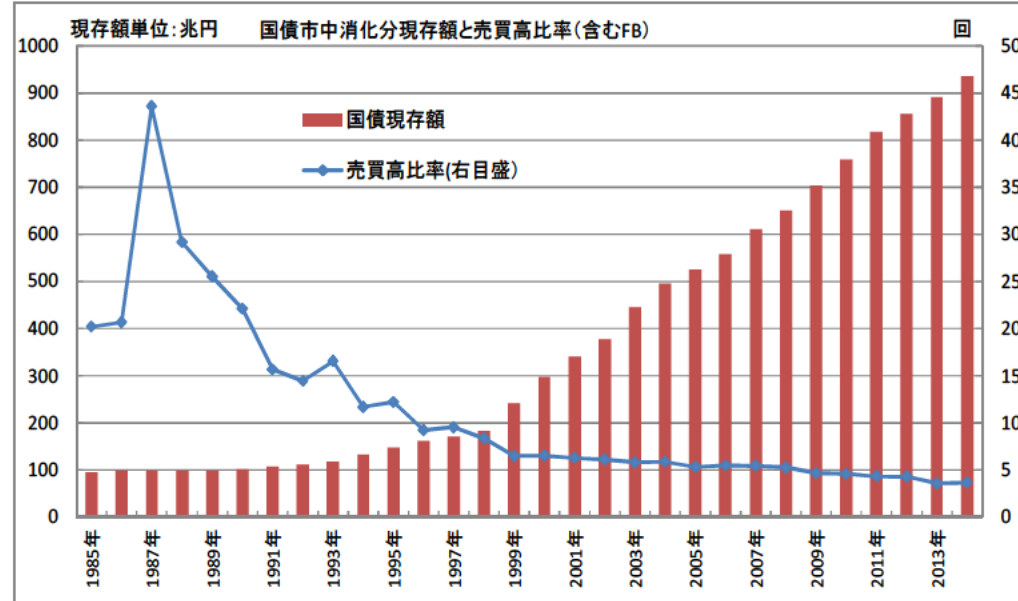
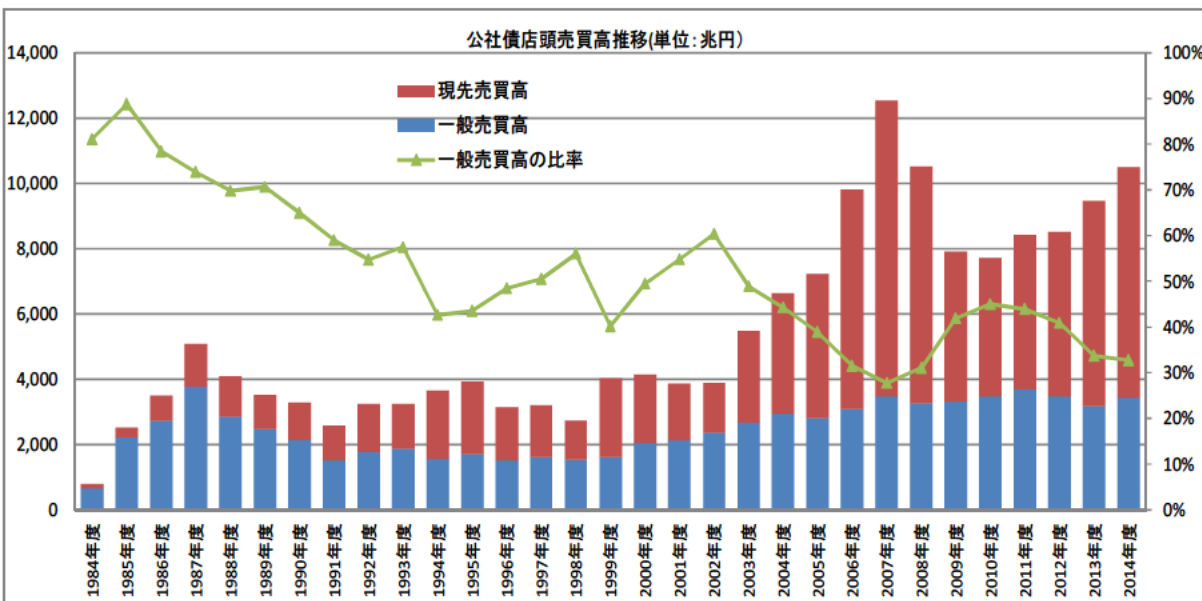
長期金利等の推移(1998年以降) 長期金利と株価・都銀資金調達原価の関係は異次元？

長短金利と株価、銀行の資金調達原価の推移(単位:ポイント、%)



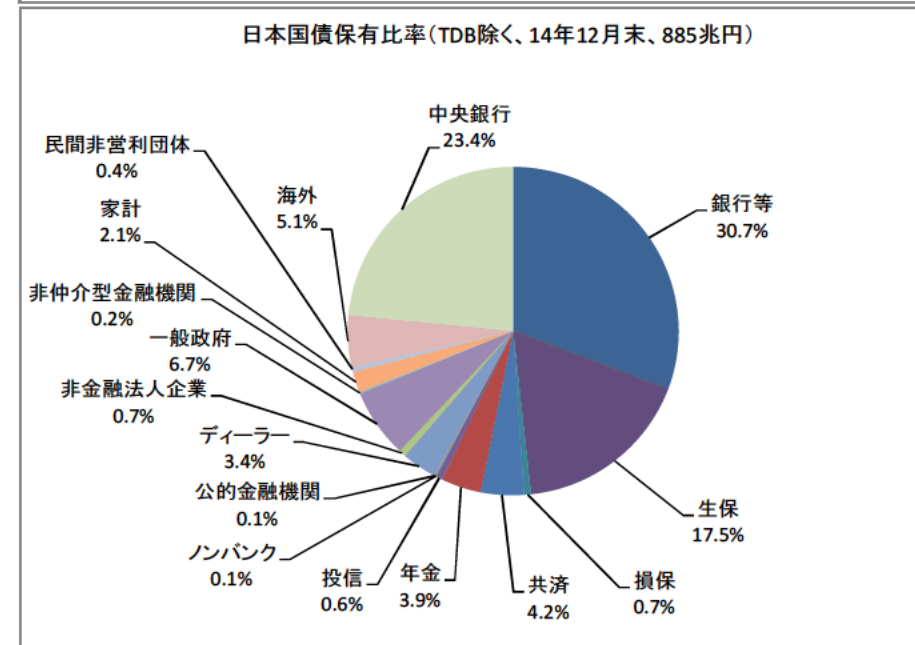
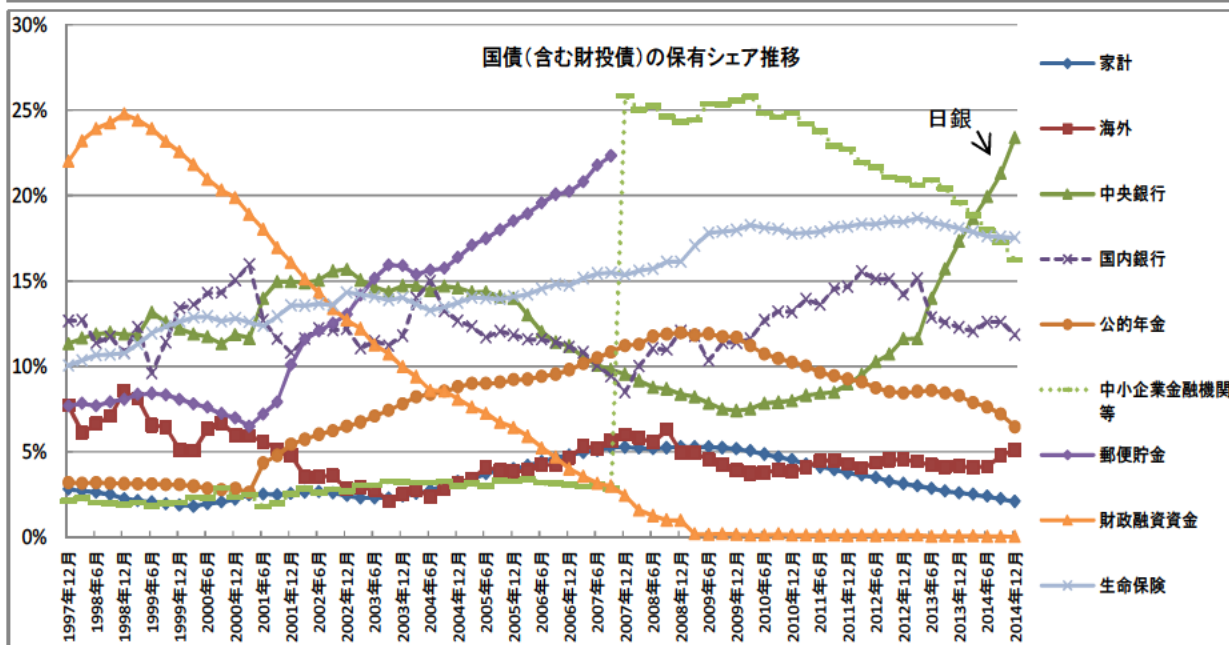
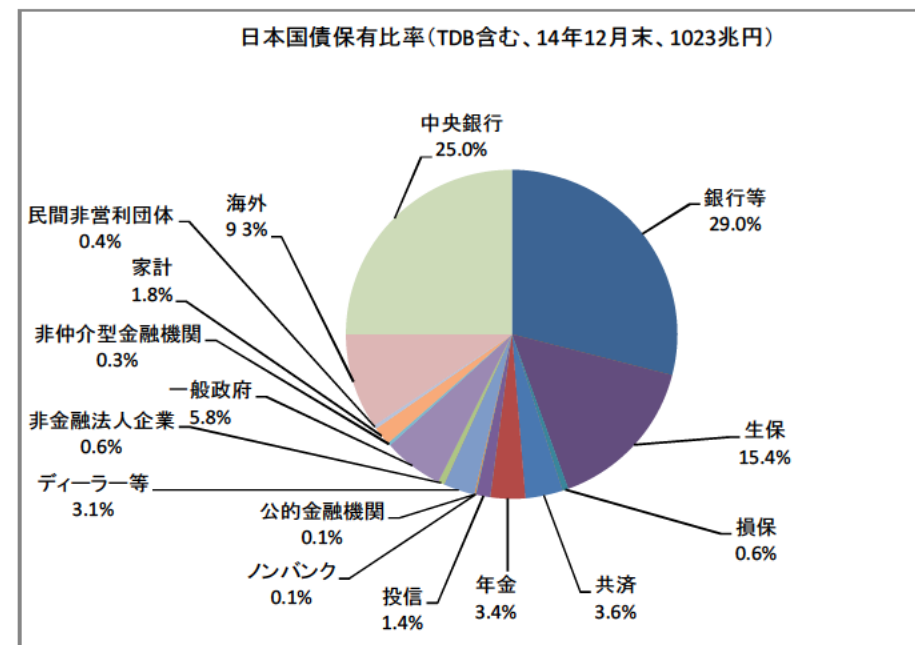
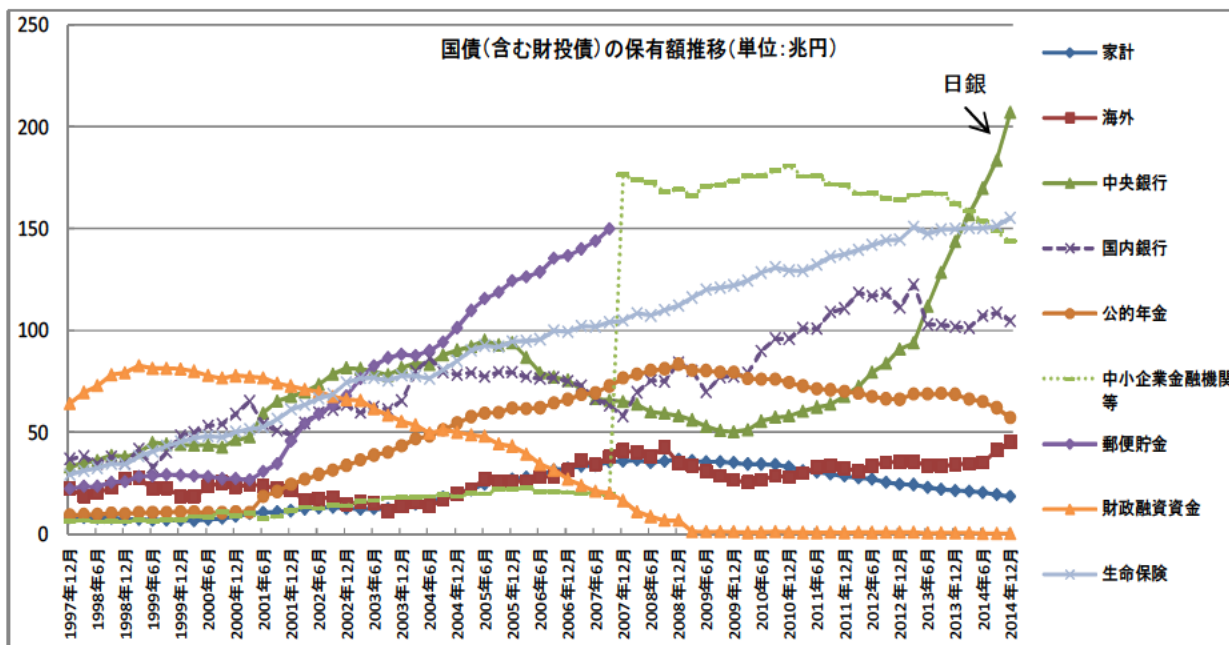
公社債店頭売買高及び債券先物売買高の状況

現物売買高は過去3番目の高水準、一般売買高比率低下、海外投資家の先物売買高が過半に



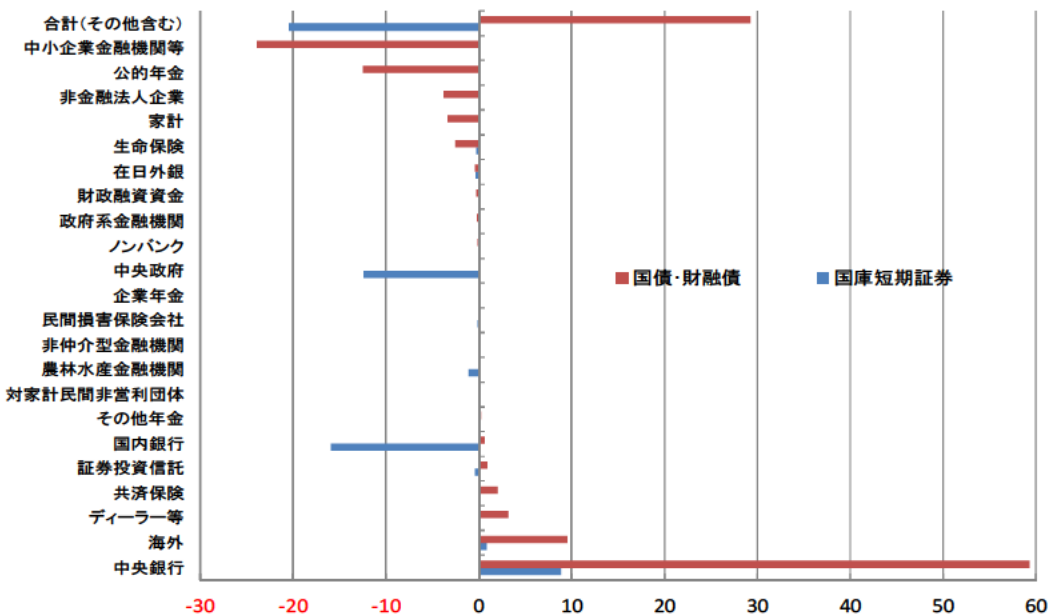
国債の保有構造

国債の保有構造は近年・大きく変化

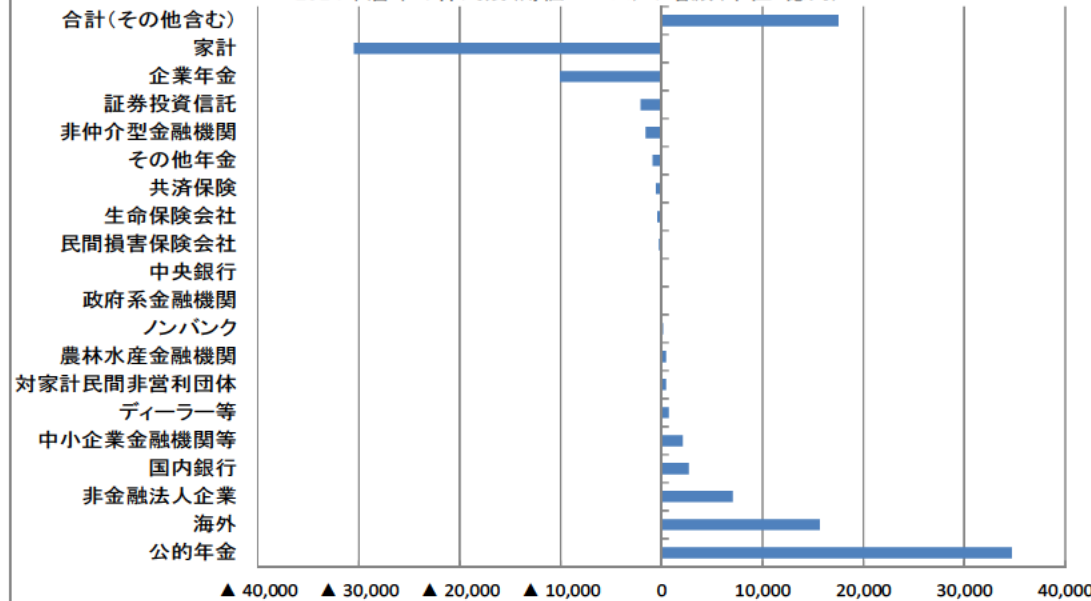


各部門の債券運用動向 日銀の存在感が圧倒的、海外投資家も欧州金利の低下等受け買い越し

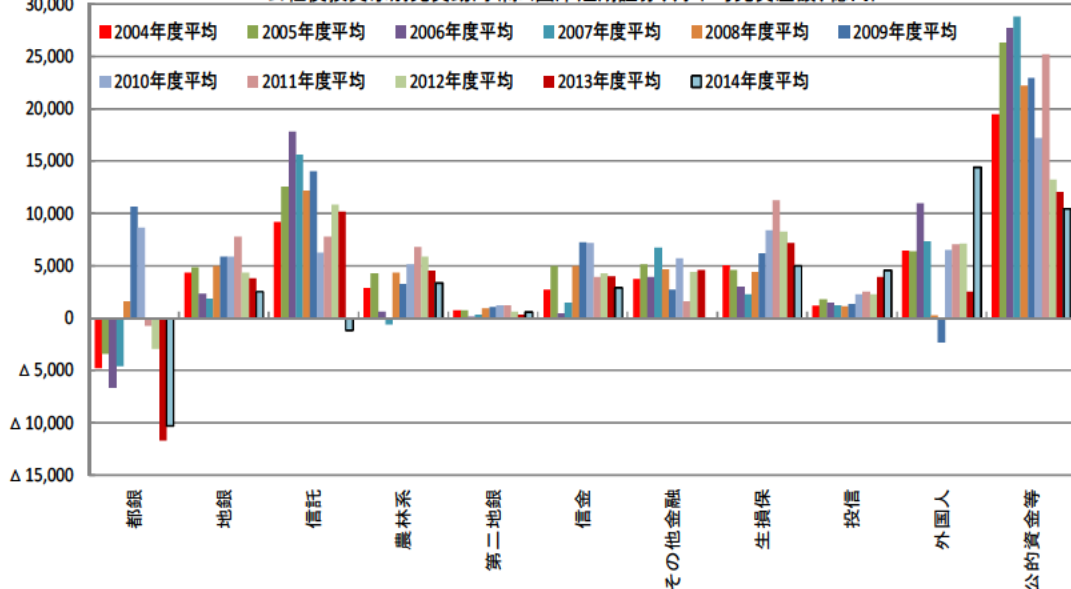
2014年暦年の国債・TDB残の増減(単位:兆円)



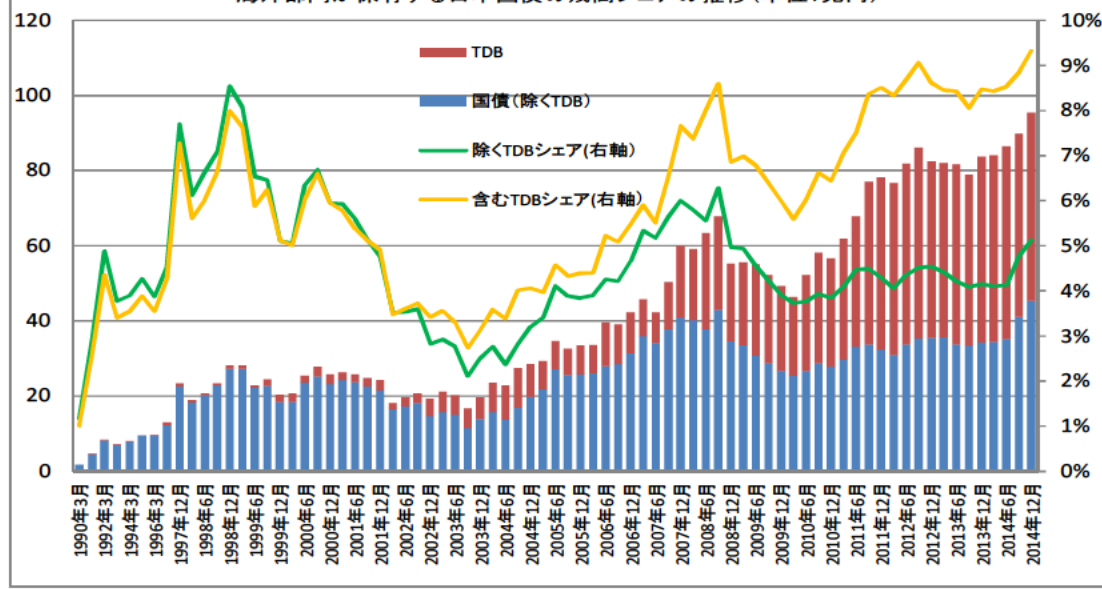
2014年暦年の株式残(簿価ベース)の増減(単位:億円)



公社債投資家別売買動向(除く国庫短期証券、月平均売買差額、億円)

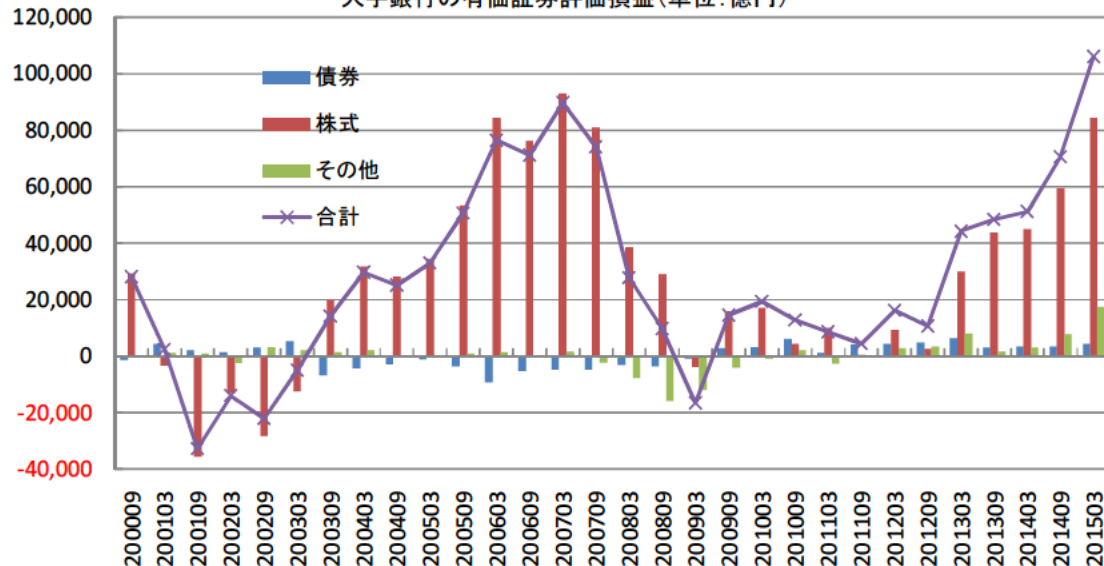


海外部門が保有する日本国債の残高シェアの推移(単位:兆円)



主要行の有価証券評価損益と都銀の国債残高の推移 国債残高は減少傾向

大手銀行の有価証券評価損益(単位:億円)

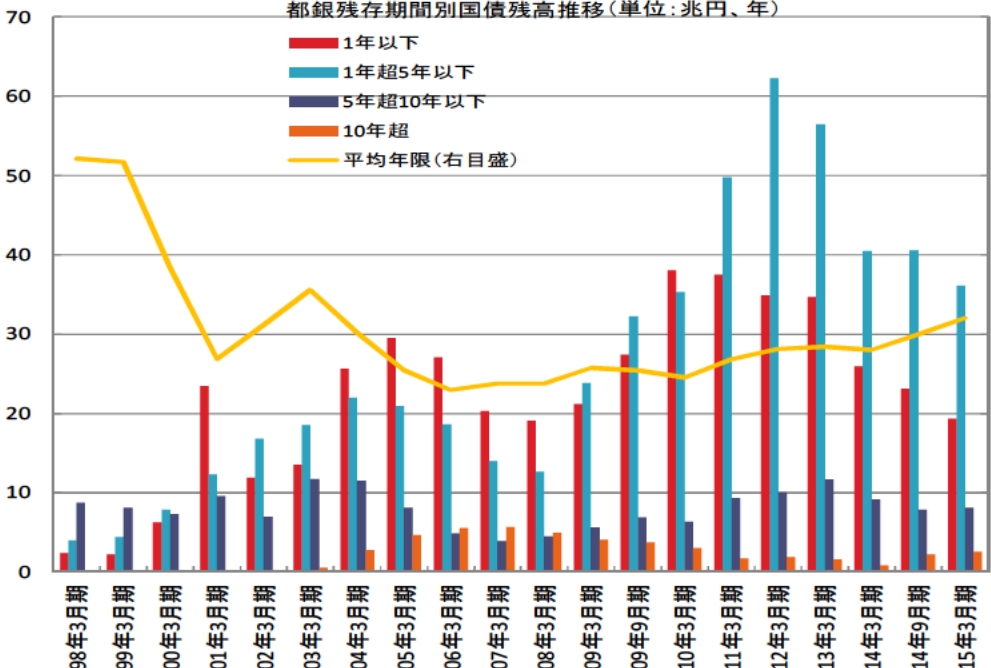


単位: %

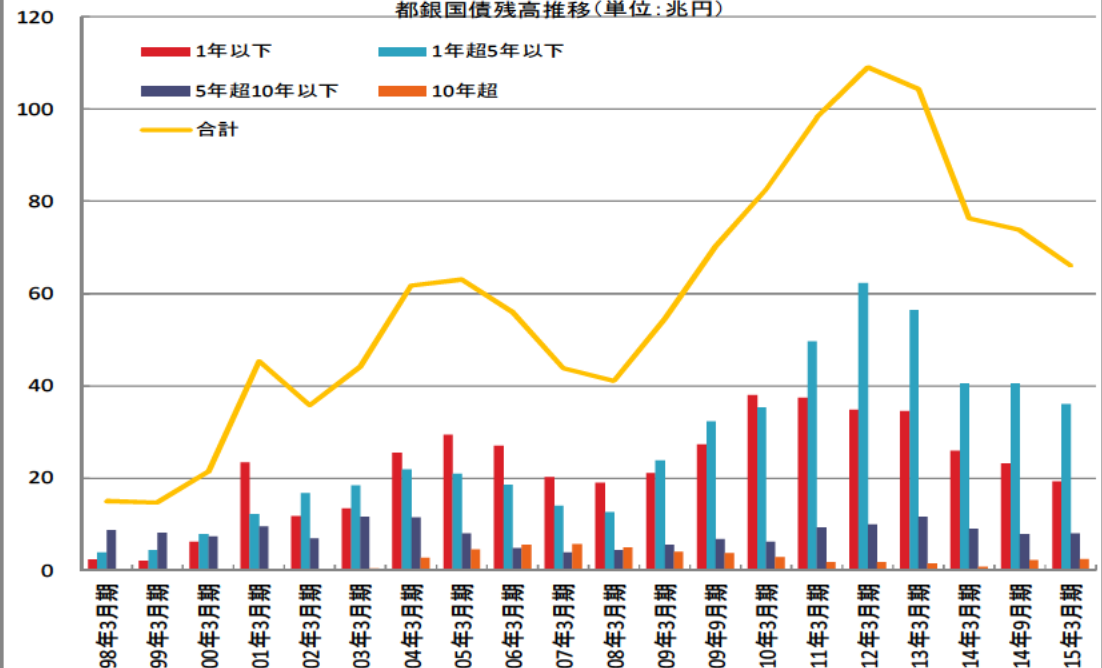
	全国銀行		都市銀行	
	14年度上期	前年度比	14年度上期	前年度比
資金運用利回り (A)	1.04	△ 0.09	0.88	△ 0.07
貸出金利回り	1.31	△ 0.09	1.18	△ 0.09
資金調達原価 (B)	0.93	△ 0.04	0.78	△ 0.01
預金債券等利回り	0.06	△ 0.02	0.04	△ 0.01
経費率	0.92	△ 0.02	0.81	0.01
総資金利鞘 (A) - (B)	0.11	△ 0.05	0.10	△ 0.06

	地方銀行		地方銀行Ⅱ	
	14年度上期	前年度比	14年度上期	前年度比
資金運用利回り (A)	1.21	△ 0.09	1.39	△ 0.12
貸出金利回り	1.41	△ 0.10	1.65	△ 0.11
資金調達原価 (B)	1.01	△ 0.04	1.21	△ 0.05
預金債券等利回り	0.06	0.00	0.09	△ 0.01
経費率	0.95	△ 0.03	1.13	△ 0.03
総資金利鞘 (A) - (B)	0.20	△ 0.05	0.18	△ 0.07

都銀残存期間別国債残高推移(単位:兆円、年)

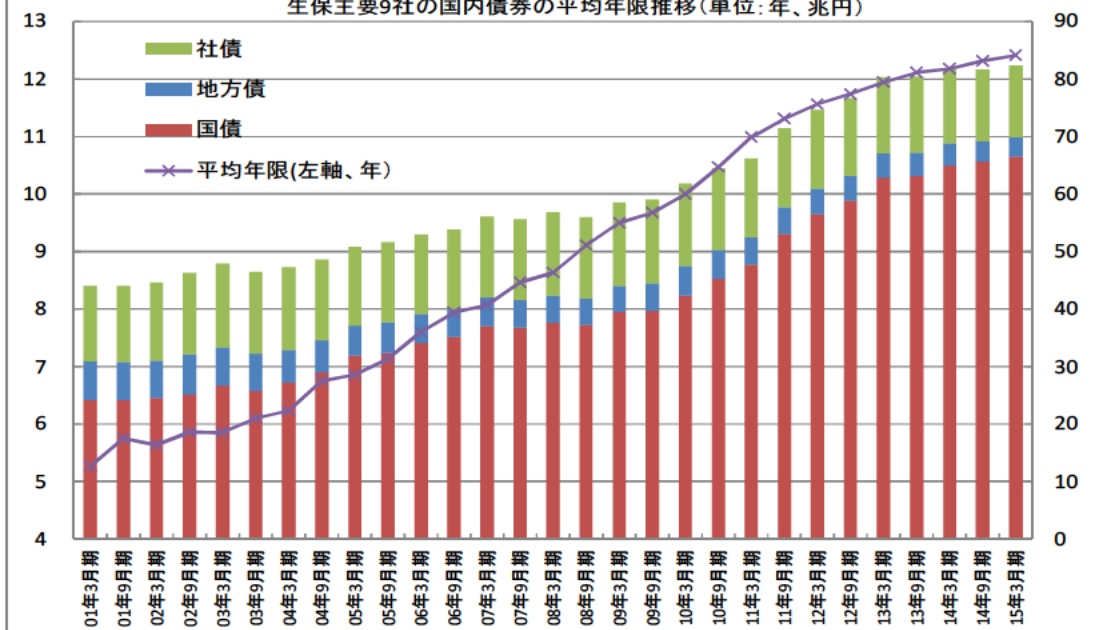


都銀国債残高推移(単位:兆円)

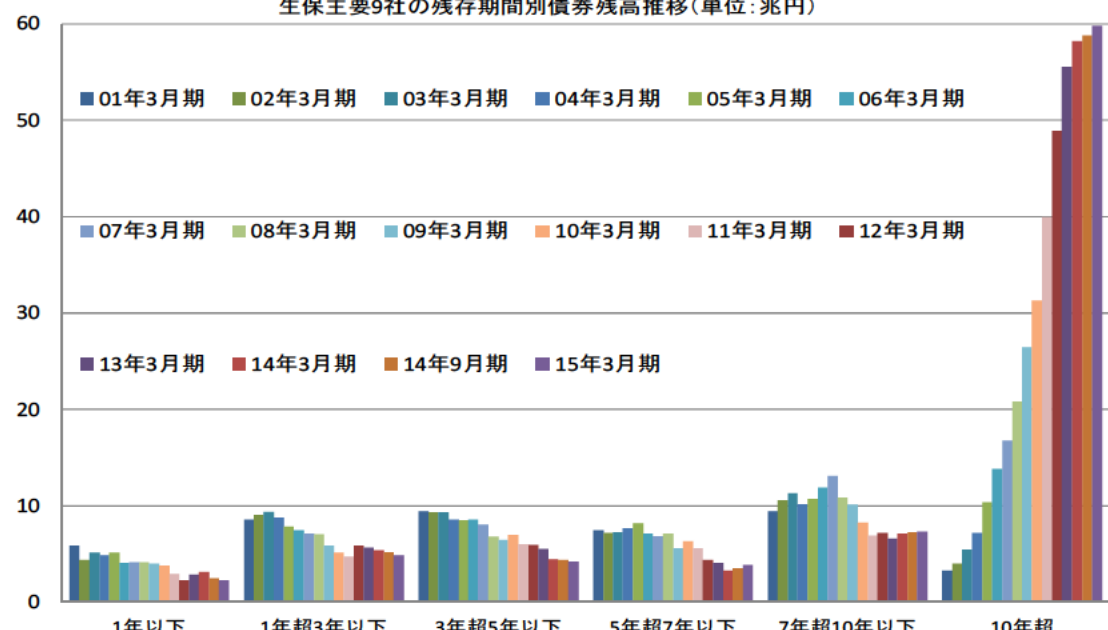


主要生保の債券運用 国内債券残高の増加ペース及び平均年限長期化ペースともに鈍化

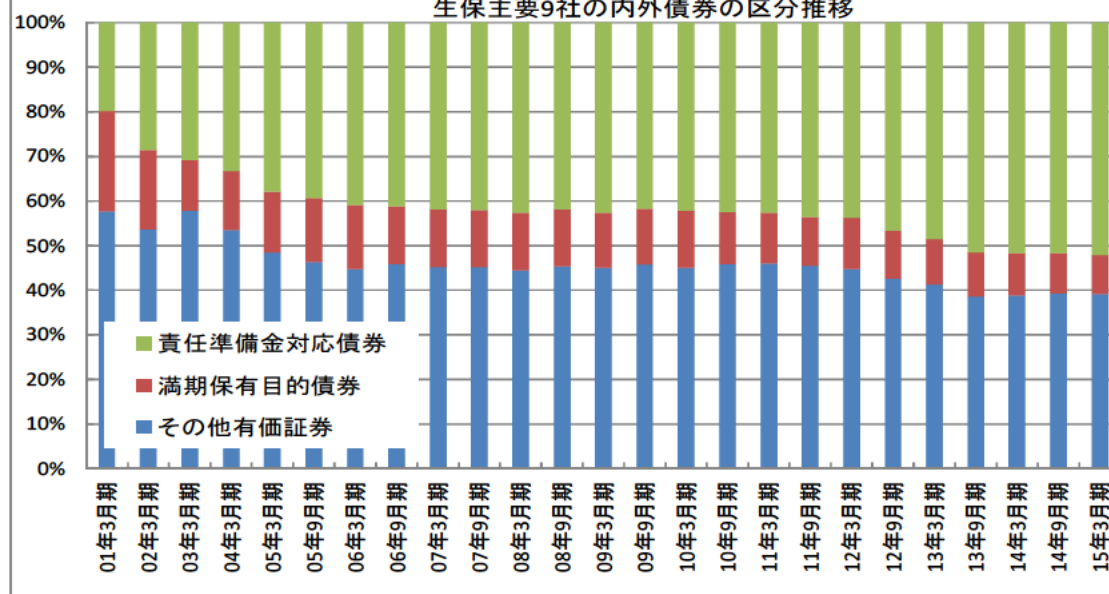
生保主要9社の国内債券の平均年限推移(単位: 年、兆円)



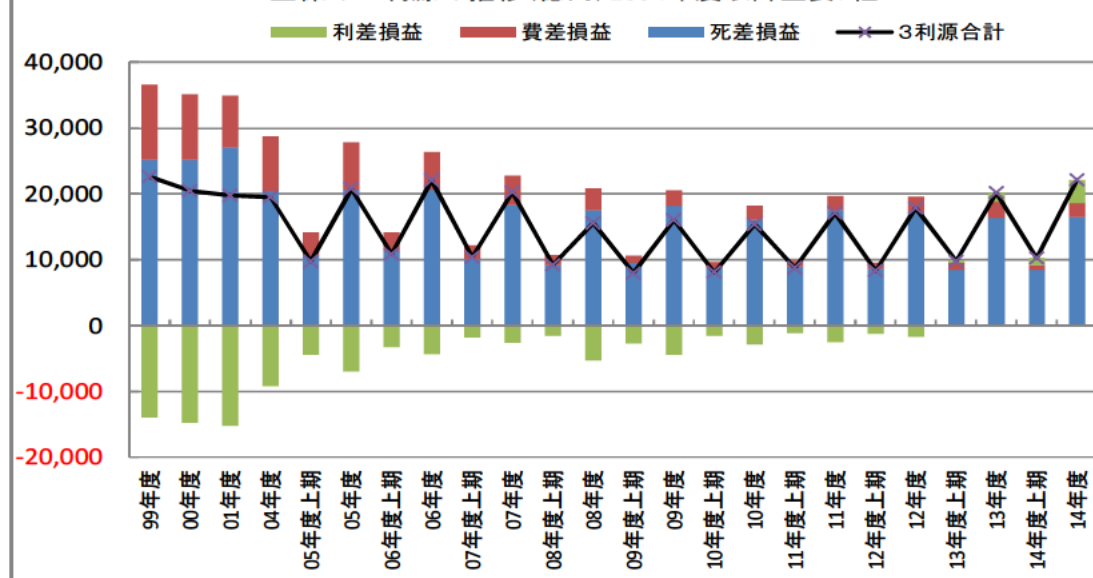
生保主要9社の残存期間別債券残高推移(単位: 兆円)



生保主要9社の内外債券の区分推移



生保の三利源の推移(億円) 2004年度以降主要7社ベース



我が国の長期金利が低位で安定してきた背景と今後の変化

1.デフレ経済の継続→長期金利が2%を安定的に割り込んだのは、日本経済がデフレ入りした1998年以降、デフレが深化すると実質長期金利は上昇→**デフレ脱却が政府の最優先課題**

2.リスク回避志向の強い経済主体→1997年11月の三洋証券の破たん以降、金融システム不安が本格化、銀行不倒神話・土地神話が崩壊、銀行監督規制の厳格化等→個人・金融機関・非金融法人企業等、民間部門のリスク回避姿勢強まる→**異次元緩和はポートフォリオバランスを促進**

3.経常収支の黒字構造の継続と対外純資産世界一→貿易収支に加え、所得収支も黒字化→2011～2013年度は貿易収支が赤字化、経常収支の黒字大幅減少(2013年度0.8兆円)

4.膨大な個人金融純資産と現預金や保険・年金への偏在→デフレに適応した家計ポートフォリオ→インフレ時にはマクロ経済スライド(年金支給額平均▲1.3%)の導入もあり、割り負け

5.少子高齢化の進展→短中期的にはデフレ要因、長期的にはインフレ要因？→需要は短中長期的に減少するも、短中期的には供給過多→**長期的には「産業の空洞化」と医療・介護関連消費の増加等で供給過少となる可能性**

6.日本銀行による金融緩和→量的・質的金融緩和(異次元緩和)の導入(2013年4月)→追加緩和(2014年10月)→**出口戦略はより困難に**

7.国債管理政策の進展と市場との円滑なコミュニケーション→国債市場懇談会(2000年)、国債市場特別参加者制度(日本版PB制度、2004年)の設置・導入等

国と地方の長期債務残高と個人金融資産、資金過不足

2014年12月末の個人金融資産は1,694兆円

ローン等除いた個人金融資産負債差額は1,329兆円

一方、2014年3月末の国と地方の長期債務残高は972兆円、15年3月末では1,009兆円程度の見込み。

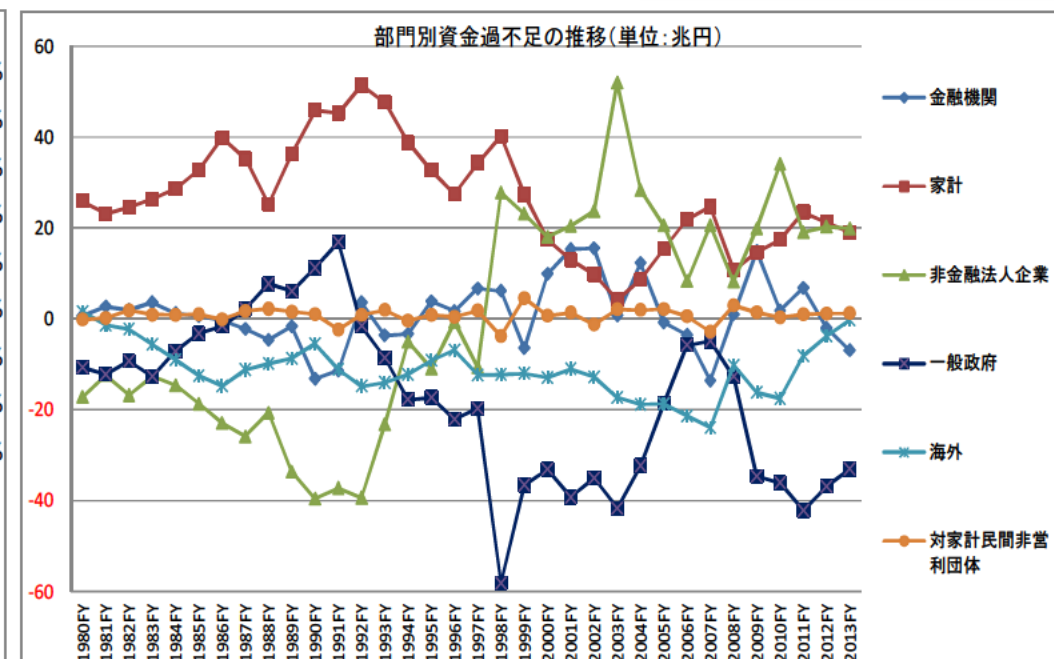
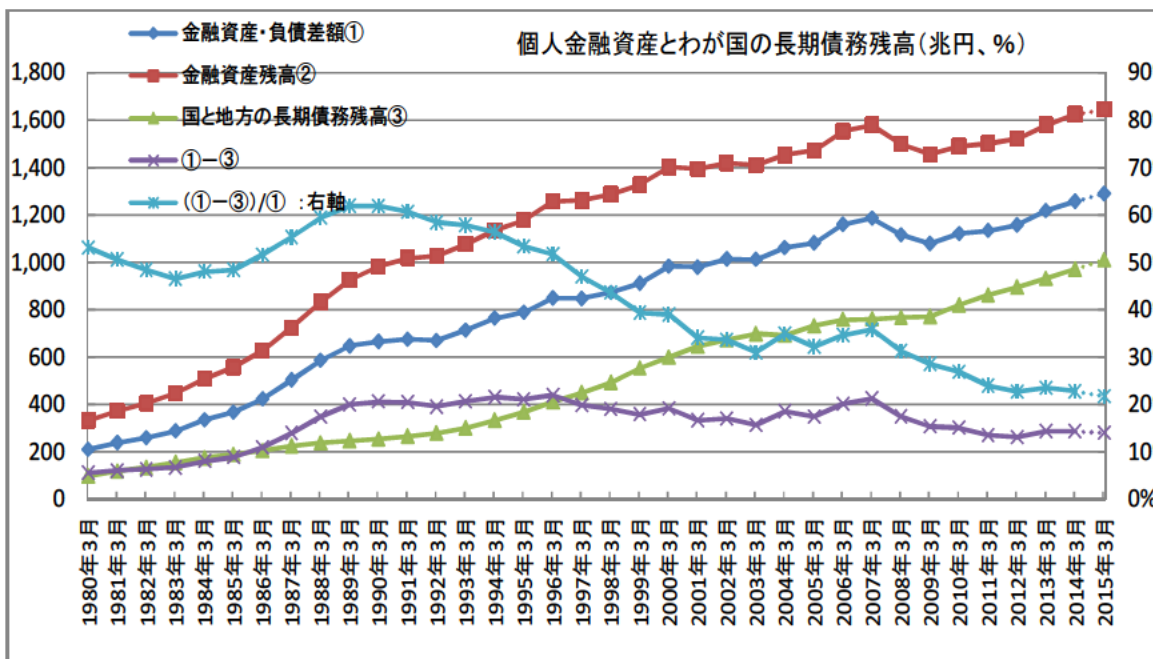
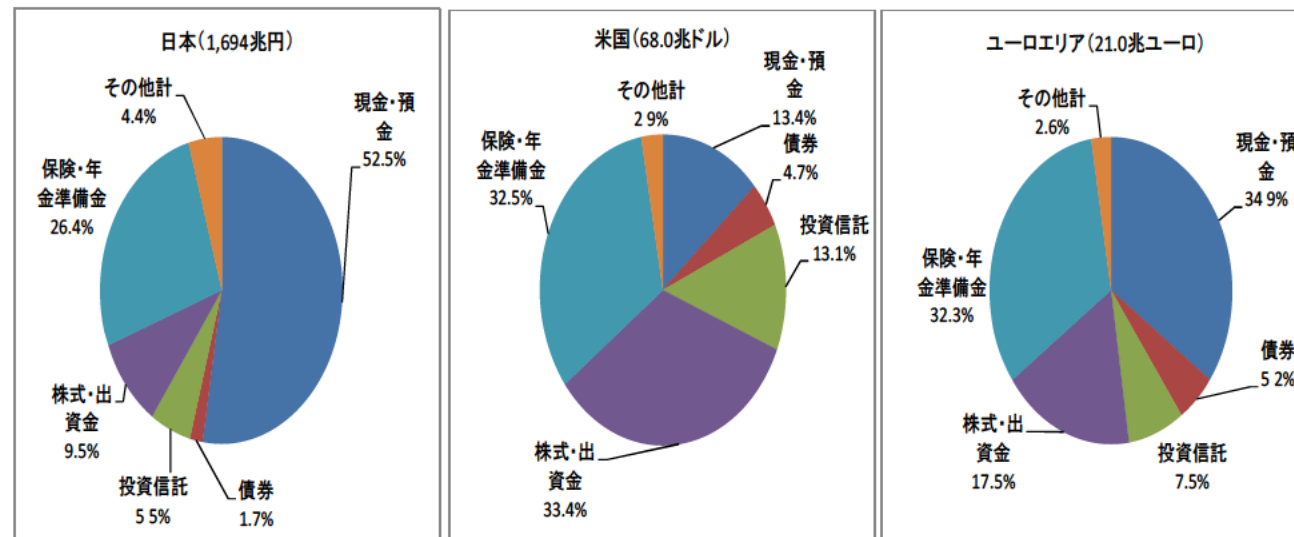
依然、バッファは300兆円程度確保される見込み。

→ホームカンントリーバイアスと安全志向の強い個人金融資産の存在が長期金利低位安定要因の1つ。

部門別資金過不足では、海外は1980年度を除き、1981年度以降2013年度まで33年間不足セクター

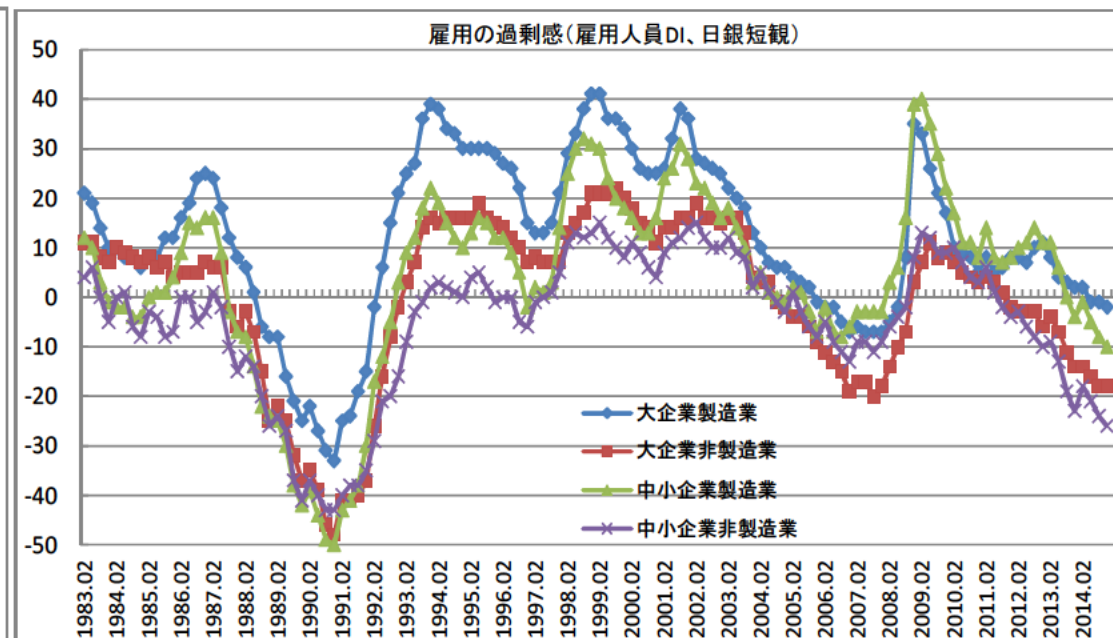
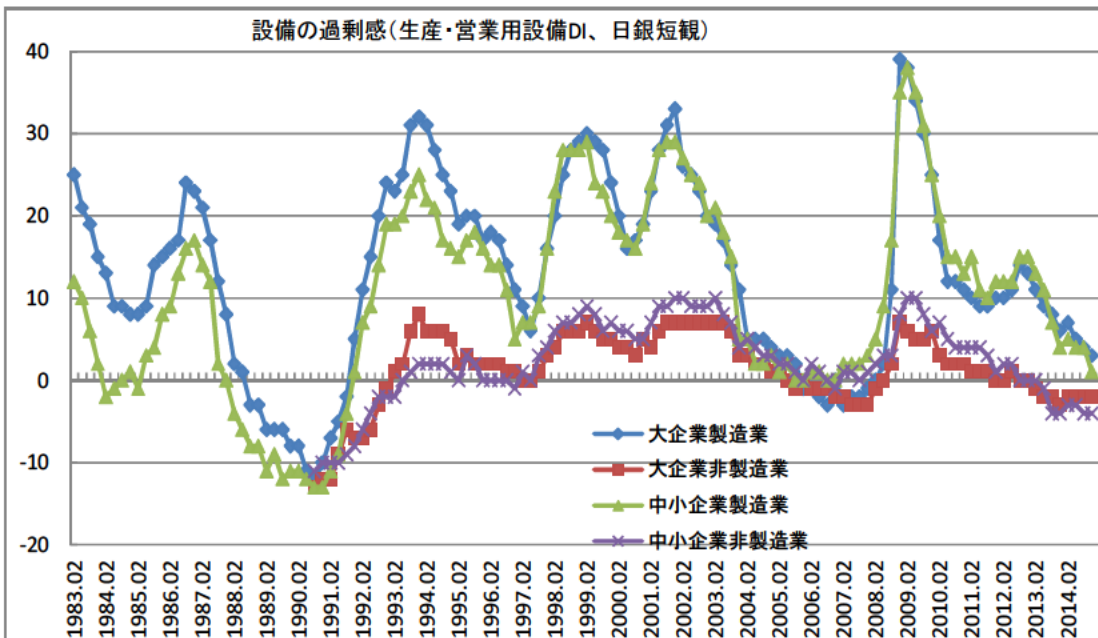
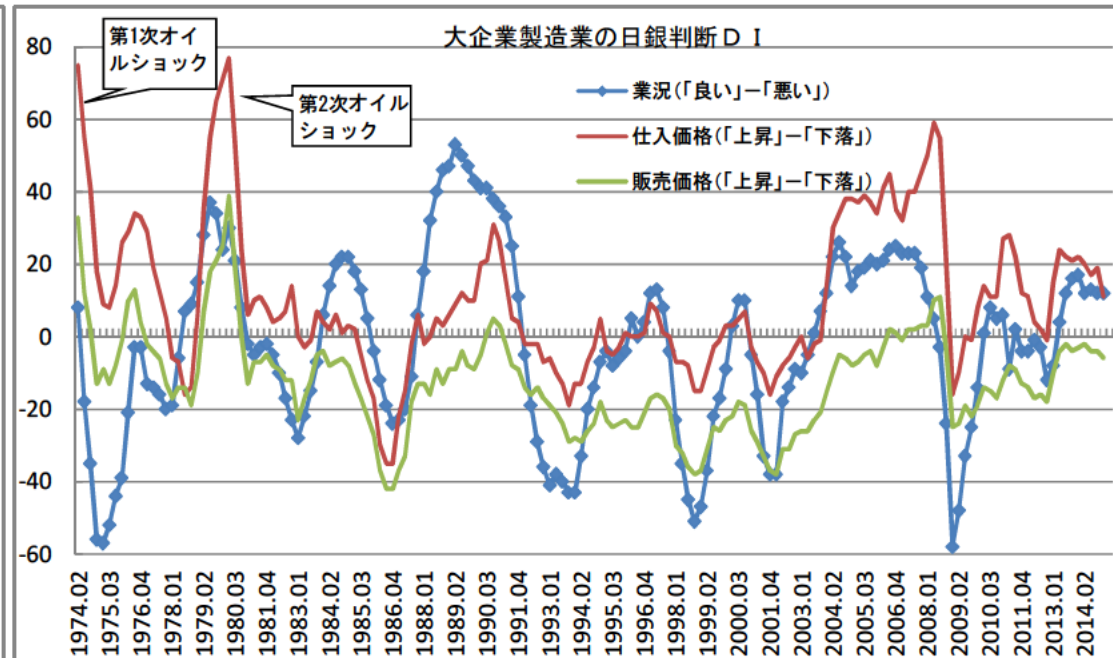
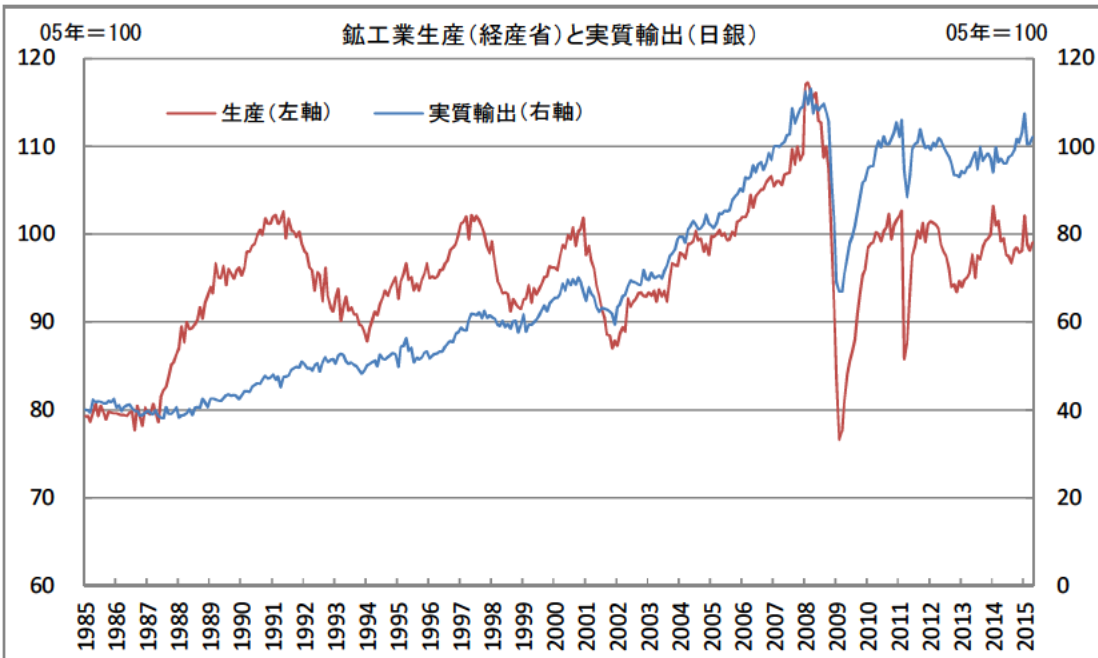
○日米欧個人金融資産の比較（日米は2014年12月末、ユーロは2014年9月末、日銀、FRB、ECB）

・実質的な株式投資比率は、日本の約11%に対し、米国は約45%（筆者試算）



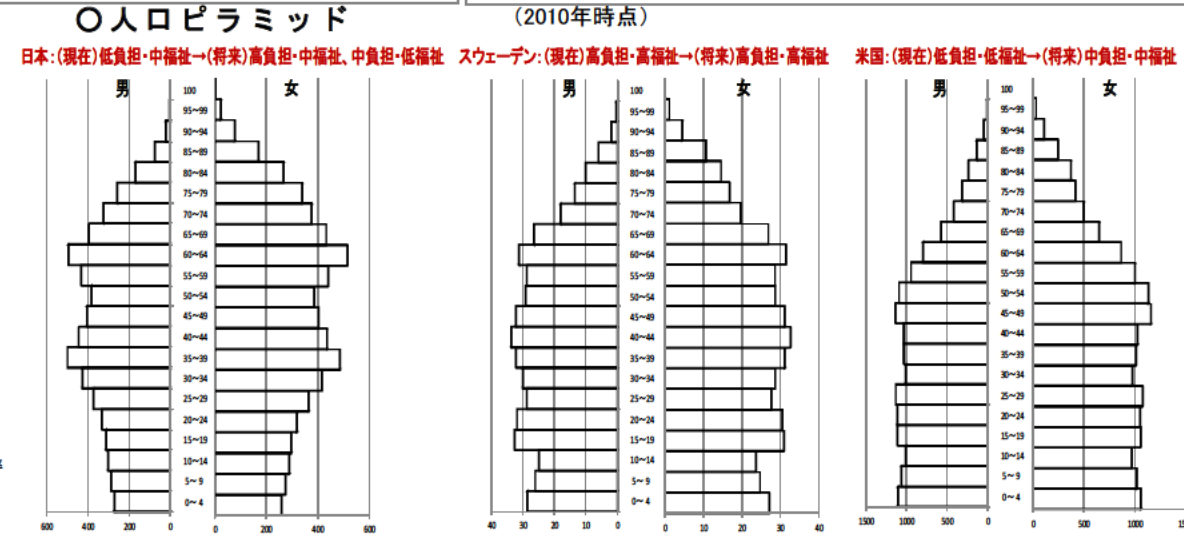
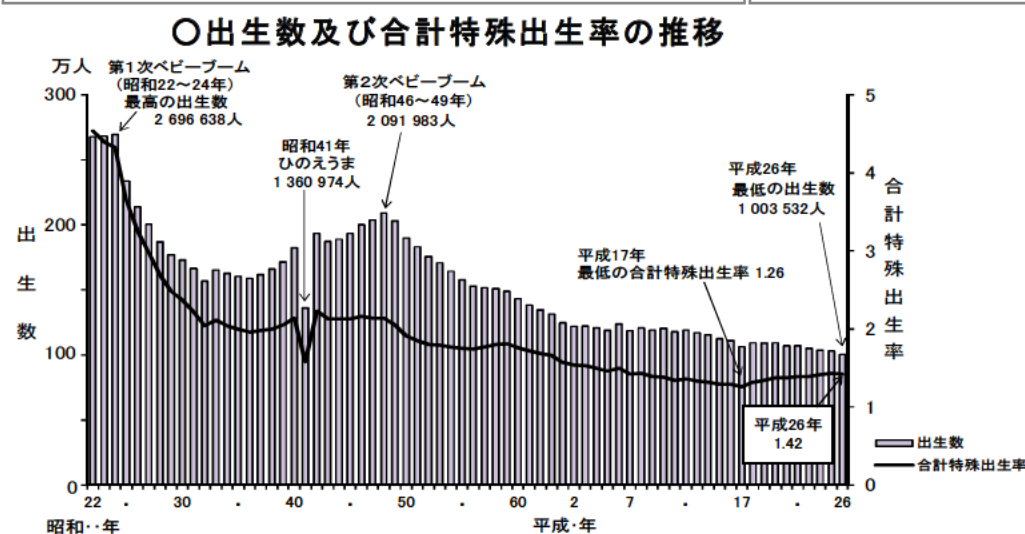
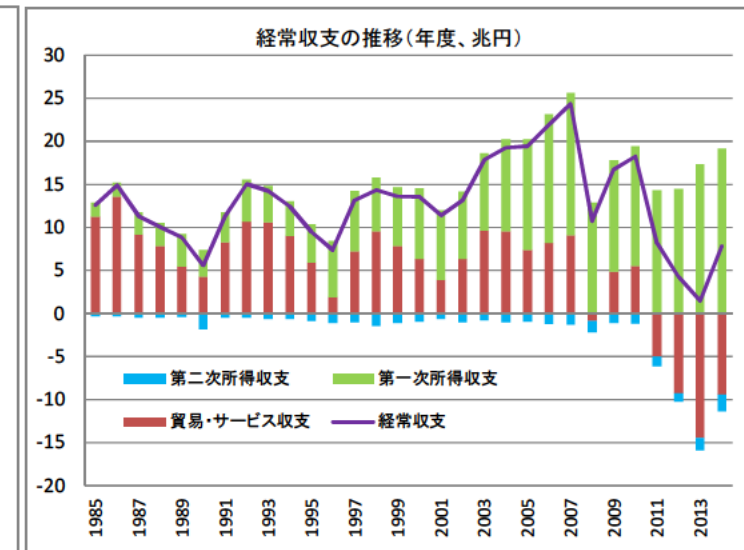
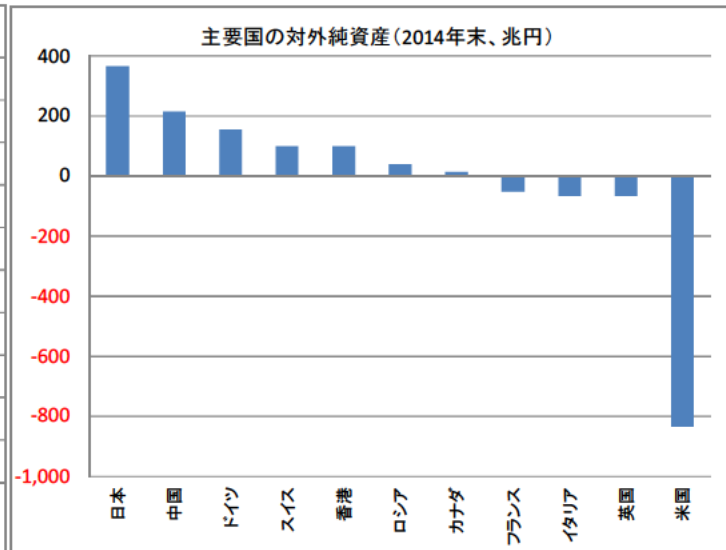
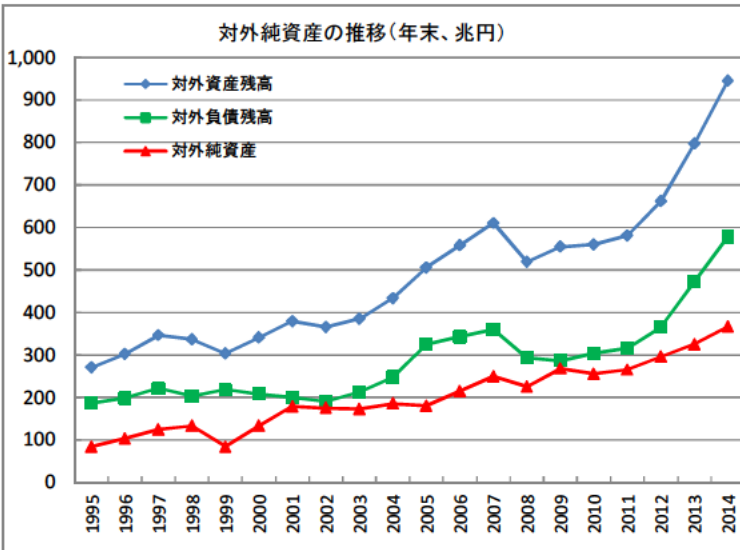
国内経済 1980年代と現在の違いはグローバル化(新興国の台頭等)と少子高齢化の進展

⇒生産年齢人口ピークの1995年までは内需、その後は外需、人口減スタート後の2010年代は海外生産が主体に

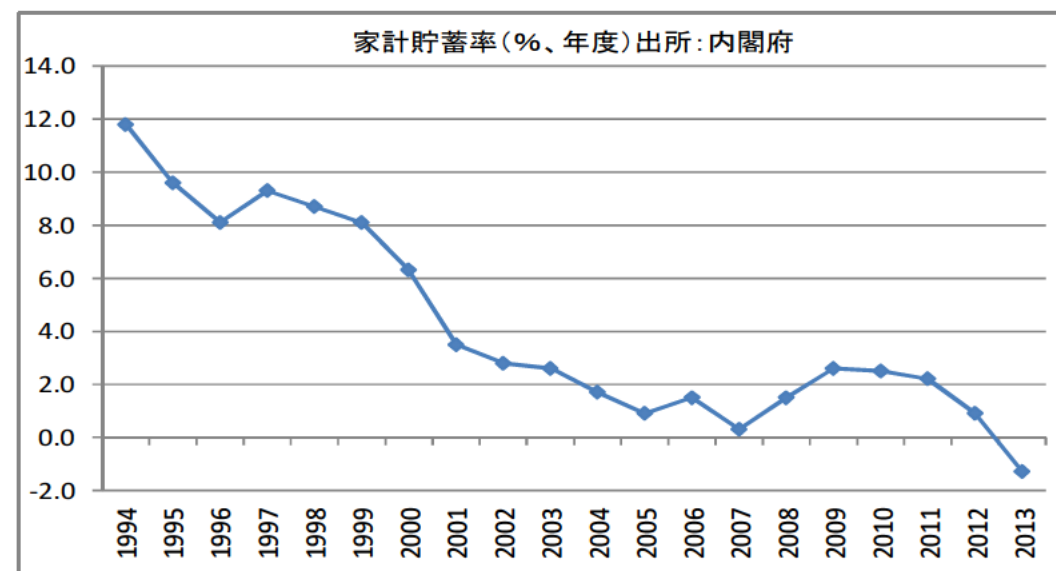
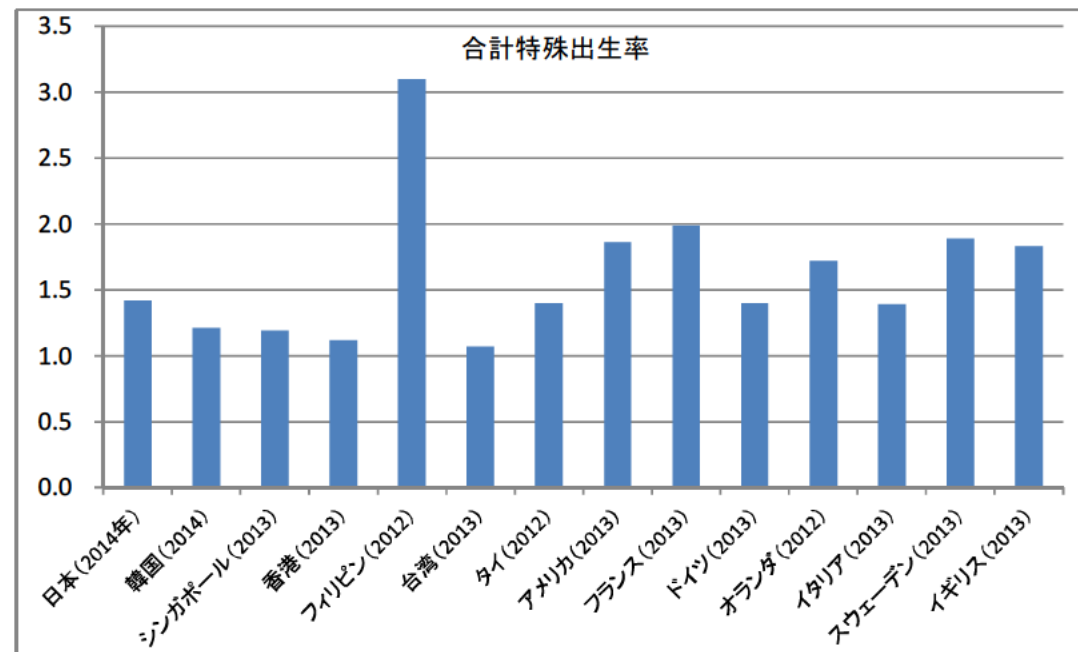
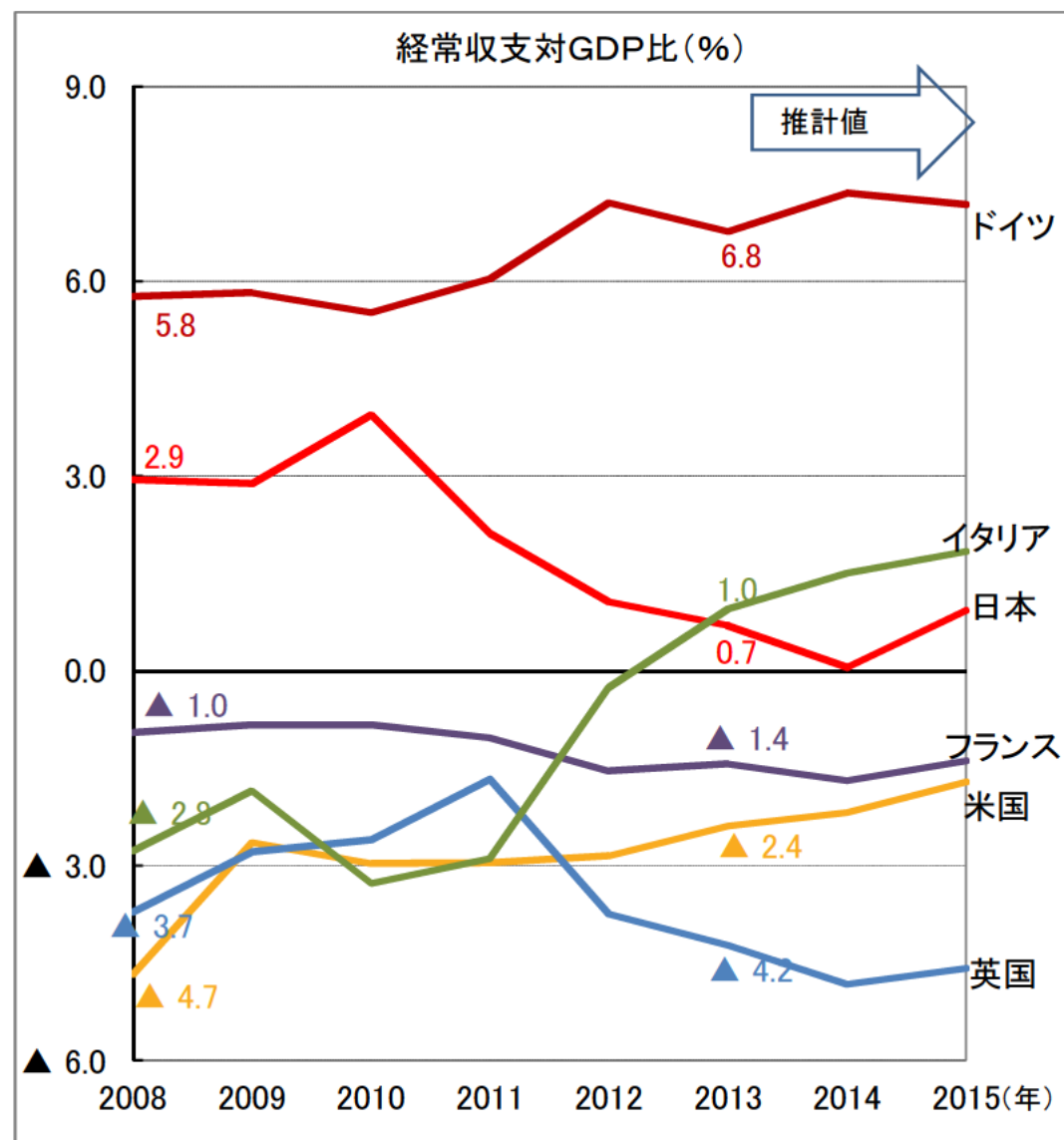


2015年問題 2015年から25年に向けて、家計貯蓄率の一段の低下、経常収支の赤字化リスク高まる

- **団塊世代**(出生数806万人、現在約650万人)が**65歳以上に**(25年には75歳以上)⇒**前期高齢者**(後期高齢者)に
 - **団塊ジュニア世代**(出生数816万人、現在800万人程度)が**40歳以上に**⇒**合計特殊出生率が再低下へ**(13年ピーク?)
- ⇒**少子高齢化本格化元年、グローバル化(新興国の台頭)と企業の多国籍化が一段と進展の可能性**



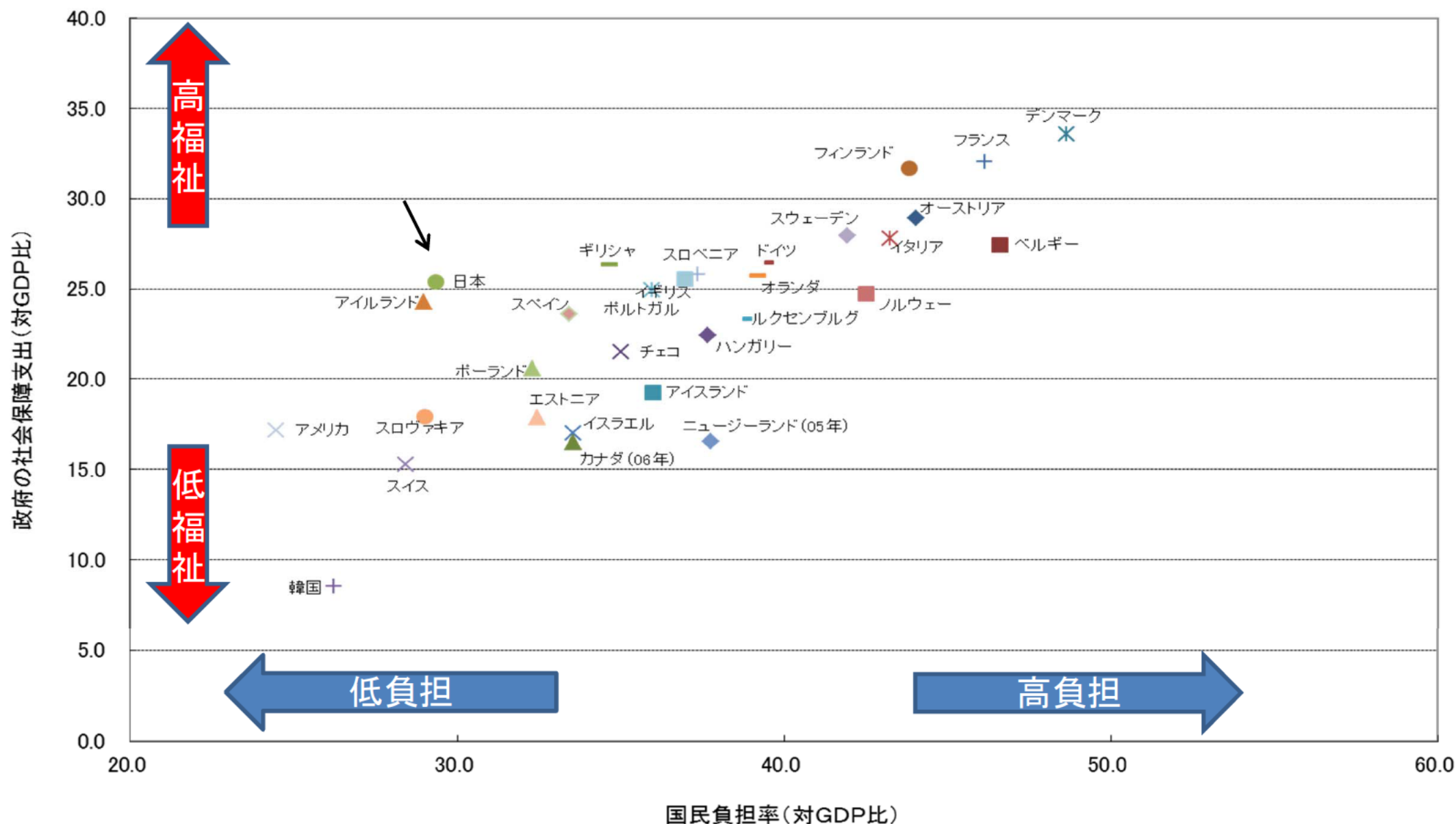
経常収支と人口動態統計の国際比較 13年度は景気回復もあり家計貯蓄率がマイナスに



人口ボーナス⇒人口オーナス

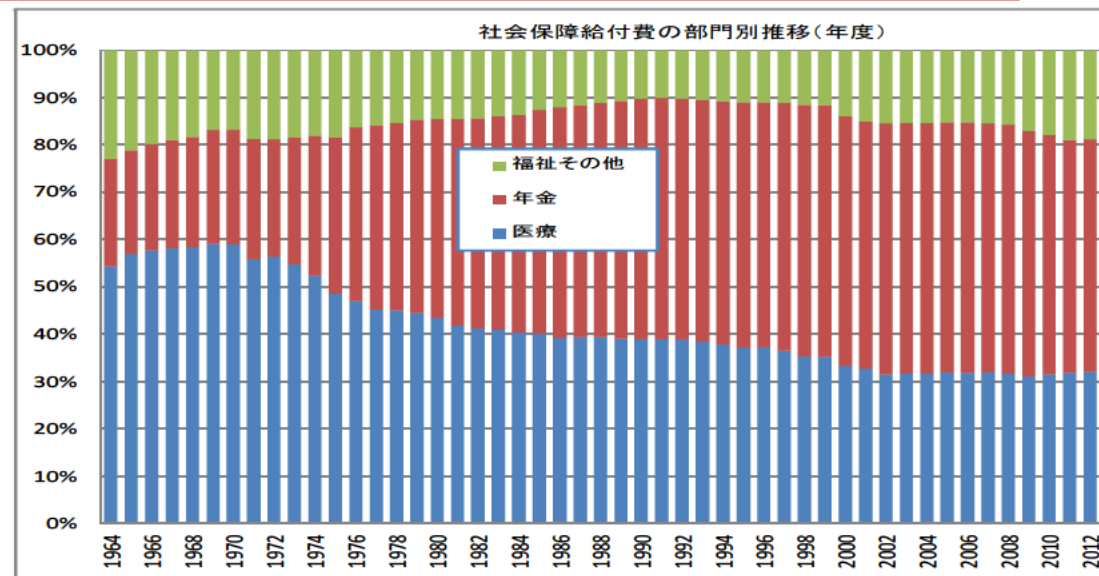
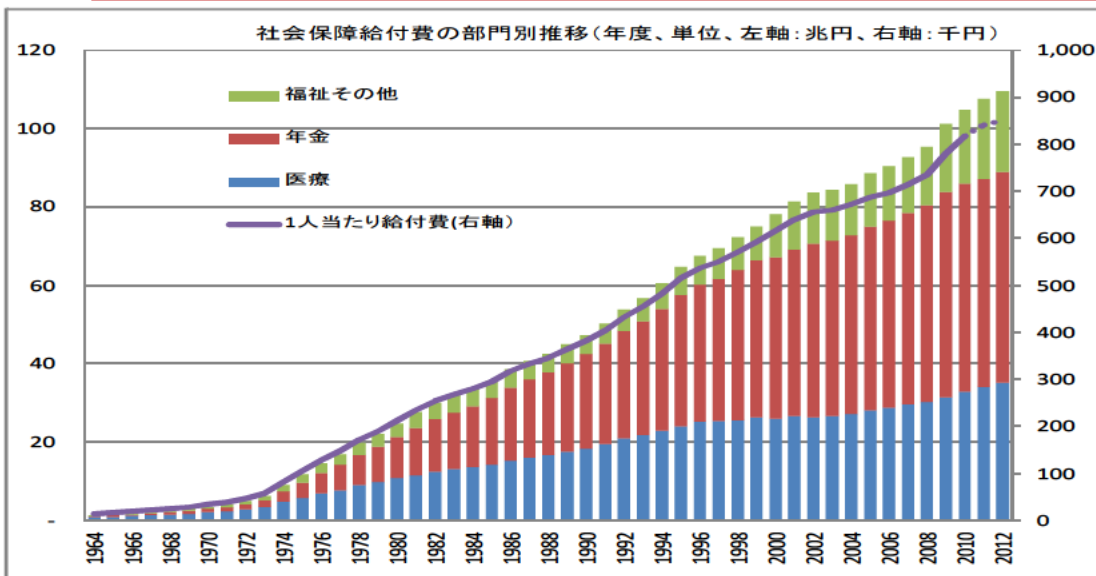
「低負担・中福祉」⇒「高負担・中福祉」か「中負担・低福祉」へ変化

OECD諸国における社会保障支出と国民負担率の関係(2011年、単位%)



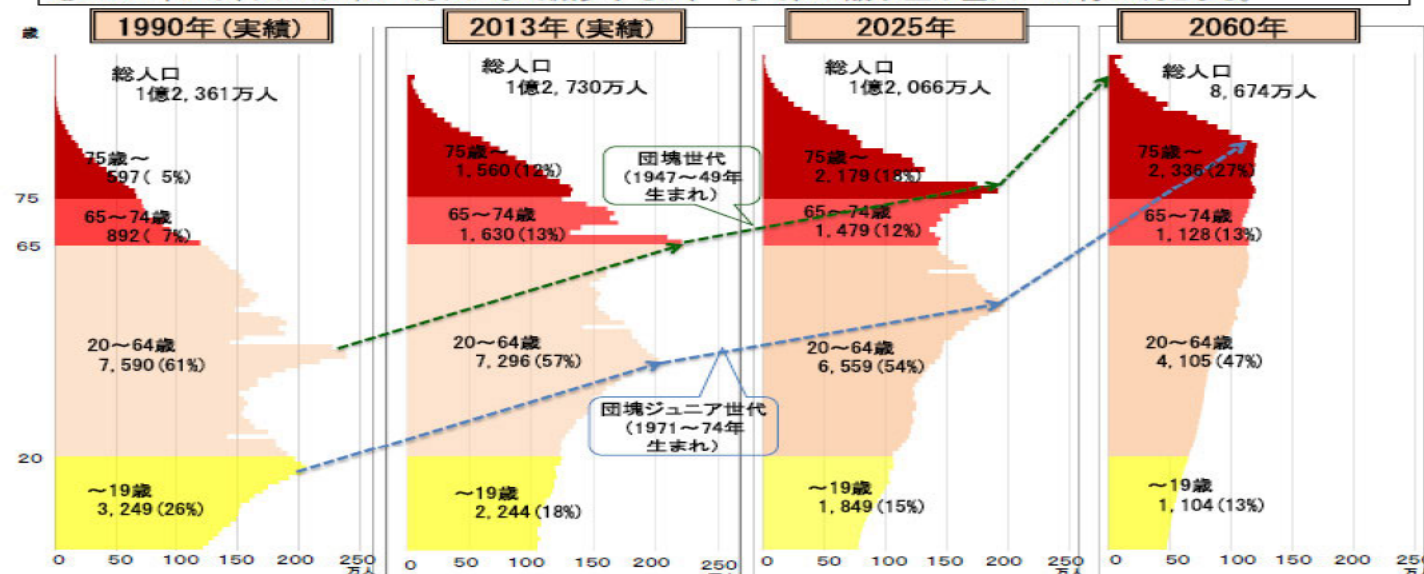
高齢化の影響で医療・介護費が急増

医療費は2011年度の34.1兆円が25年度には54兆円へ(49兆円へ圧縮方針)



日本の人口ピラミッドの変化

- 団塊の世代が全て75歳となる2025年には、75歳以上が全人口の18%となる。
- 2060年には、人口は8,674万人にまで減少するが、一方で、65歳以上は全人口の約40%となる。



(出所) 総務省「国勢調査」及び「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成24年1月推計):出生中位・死亡中位推計」(各年10月1日現在人口)

出所: 国立社会保障・人口問題研究所資料よりSMBC日興証券作成

1人当たり国民医療費 2011年実績

64歳以下 : 17.5万円

65歳以上74歳以下 : 55.3万円

75歳以上 : 89.2万円

5倍

2025年見通し

64歳以下 : 26万円

65歳以上74歳以下 : 83万円

75歳以上 : 134万円

1人当たり介護給付費 2011年実績

65歳以上74歳以下 : 5.0万円

75歳以上 : 46.1万円

9倍

2025年見通し

65歳以上74歳以下 : 9万円

75歳以上 : 83万円

日銀は2013年4月4日「異次元金融緩和」を導入 ボトムアップ型からトップダウン型金融政策に変化

「量的・質的金融緩和」の導入について（青字部分は2014年10月31日変更）

1. 日本銀行は、本日の政策委員会・金融政策決定会合において、以下の決定を行った。

（1）「量的・質的金融緩和」の導入

日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する。このため、マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに**次元の違う**金融緩和を行う。

①マネタリーベース・コントロールの採用

量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレート（オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、金融市場調節方針を以下のとおりとする。「マネタリーベースが、年間約60～70兆円→約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。」

②長期国債買入れの拡大と年限長期化

イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円→約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、現状の3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度→7年～10年程度（最大3年程度延長）に延長する。

③ETF、J-REITの買入れの拡大

資産価格のプレミアムに働きかける観点から、ETFおよびJ-REITの保有残高が、それぞれ年間約1兆円→約3兆円、年間約300億円→約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。新たにJPX日経400に連動するETFを買入れの対象に加える。

④「量的・質的金融緩和」の継続

「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方向のリスク要因を点検し、必要な調整を行う。

（2）「量的・質的金融緩和」に伴う対応 ①資産買入等の基金の廃止、②銀行券ルールの一時的適用停止、③市場参加者との対話の強化

（3）被災地金融機関支援資金供給の延長

「量的・質的金融緩和」の波及ルート

①長期金利の低下、資産価格のプレミアム縮小

②ポートフォリオ・リバランス

③期待の抜本的な転換



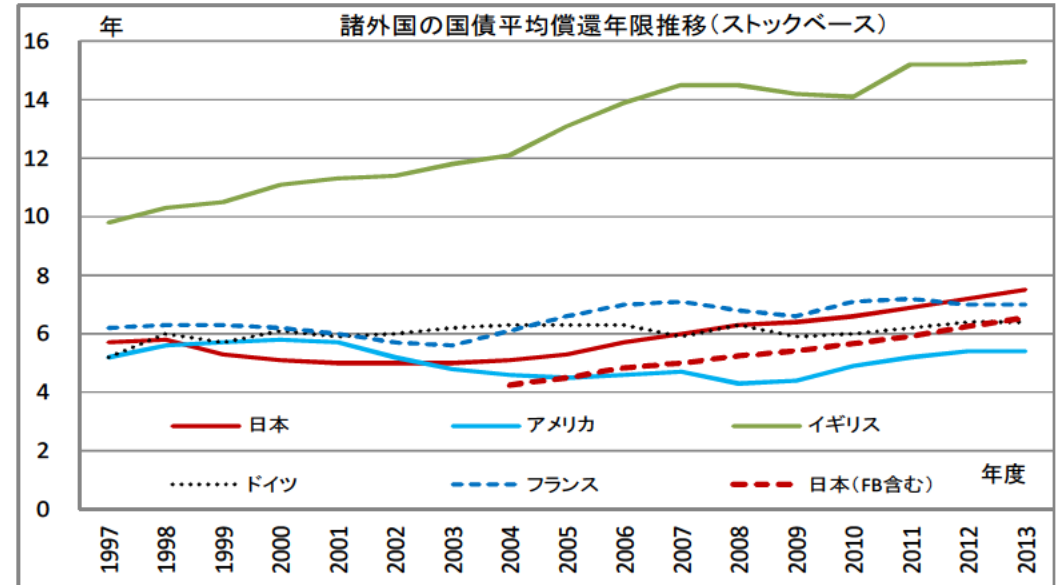
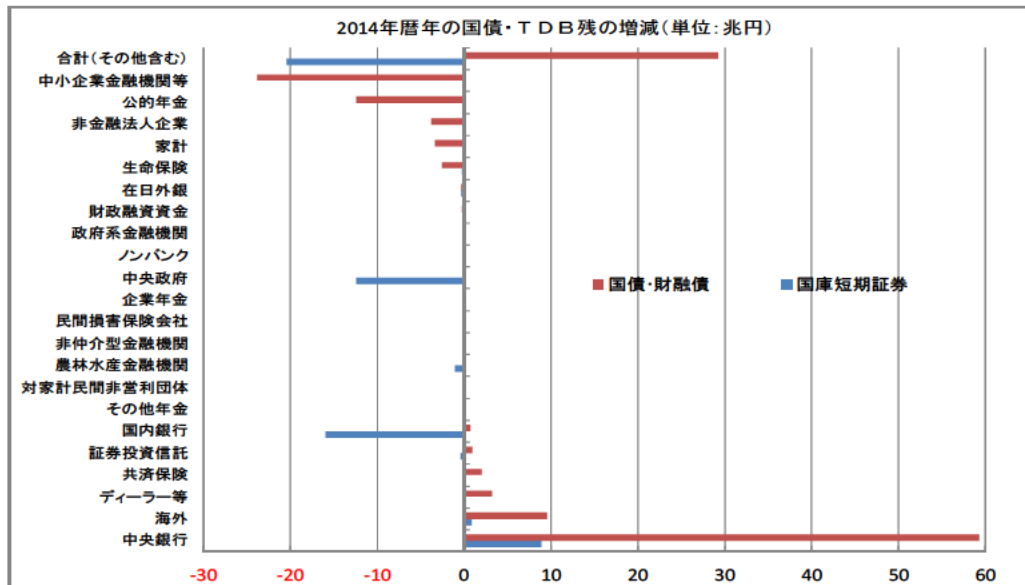
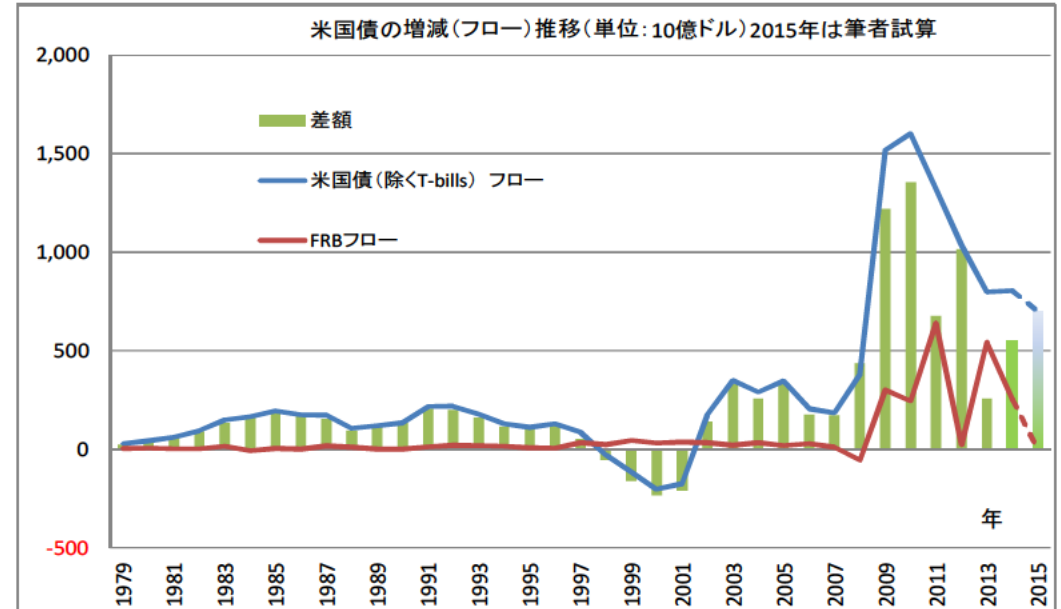
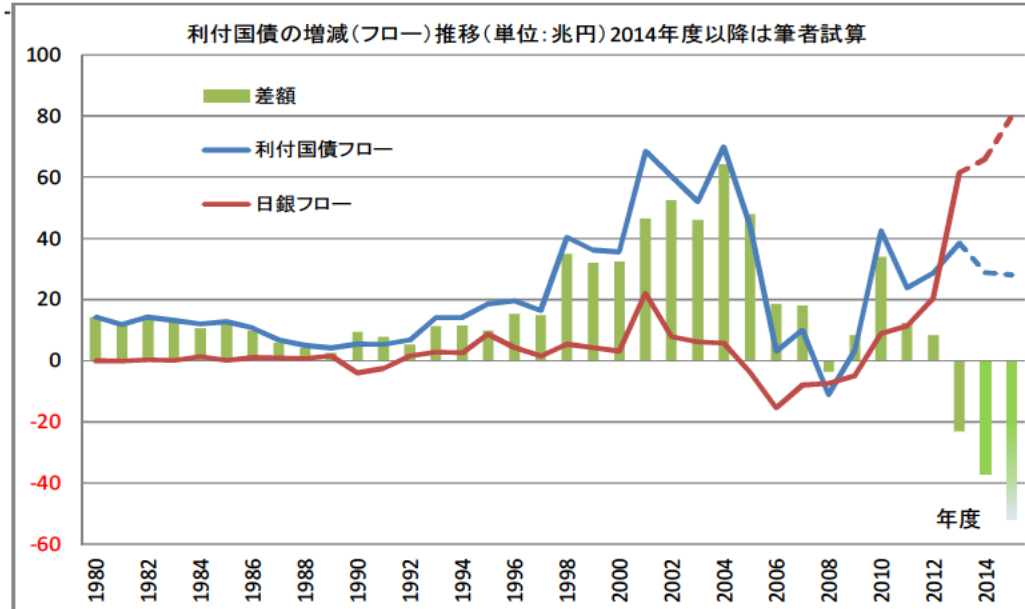
2年程度で2%の物価目標達成

(単位:兆円)									(単位:兆円)					
	12年末 (実績)	13年末 (見通し)	13年末 (実績)	年間 差額	14年末 (見通し)	14年末 (変更後)	14年末 (実績)	年間 差額	今後の年間 増加ペース	12年度末 (実績)	13年度末 (実績)	年間 差額	14年度末 (実績)	年間 差額
マネタリーベース	138.5	200	201.8	63.4	270	275	275.9	74.0	+約80兆円	146.0	219.9	73.8	295.9	76.0
長期国債	89.2	140	141.6	52.4	190	200	201.8	60.2	+約80兆円	91.3	154.2	62.8	220.1	66.0
CP等	2.1	2.2	2.4	0.4	2.2	2.2	2.2	-0.2	残高維持	1.2	1.9	0.6	2.0	0.1
社債等	2.9	3.2	3.2	0.3	3.2	3.2	3.2	0.0	残高維持	2.9	3.2	0.3	3.2	0.0
ETF	1.5	2.5	2.5	1.0	3.5	3.8	3.8	1.3	+約3兆円	1.5	2.9	1.3	4.5	1.6
J-REIT	0.11	0.14	0.14	0.0	0.17	0.18	0.18	0.0	+約3兆円	0.12	0.15	0.0	0.20	0.1
貸出支援基金	3.5	13	9.2	5.6	18	18	24.7	15.5		3.7	12.7	9.0	28.3	15.7
その他とも資産計	158.4	220	224.2	65.8	290	297	300.2	76.0		164.3	240.8	76.5	322.6	81.8
銀行券	86.7	88	90.1	3.5	90	93	93.1	2.9		83.4	86.6	3.3	86.7	0.0
当座預金	47.2	107	107.1	59.8	175	177	178.1	71.1		58.1	128.7	70.5	201.6	72.9
その他とも負債・純資産計	158.4	220	224.2	65.8	290	297	300.2	76.0		164.3	240.8	76.5	322.6	81.8

（出所）日銀「量的・質的金融緩和」の導入について等よりSMBC日興証券作成

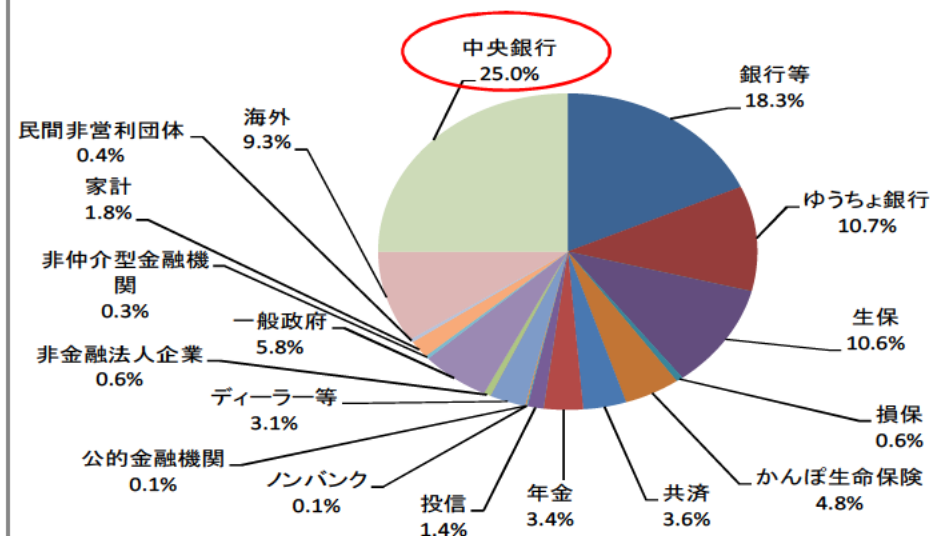
2013年度日銀は利付国債を市中から24兆円吸収、追加緩和により、買入額は利付国債増加額の約1.6倍(13年度)⇒約2.3倍(14年度)⇒約2.9倍(15年度)に

2013年度中に利付国債残高は38.8兆円増加。日本銀行保有残高は62.8兆円増加、ネット24.0兆円を日銀は市中から吸収。追加緩和で、日銀の長期国債年間増加額は50兆→80兆円に拡大⇒14年度では37兆円程度、15年度は50兆円超吸収見通し。

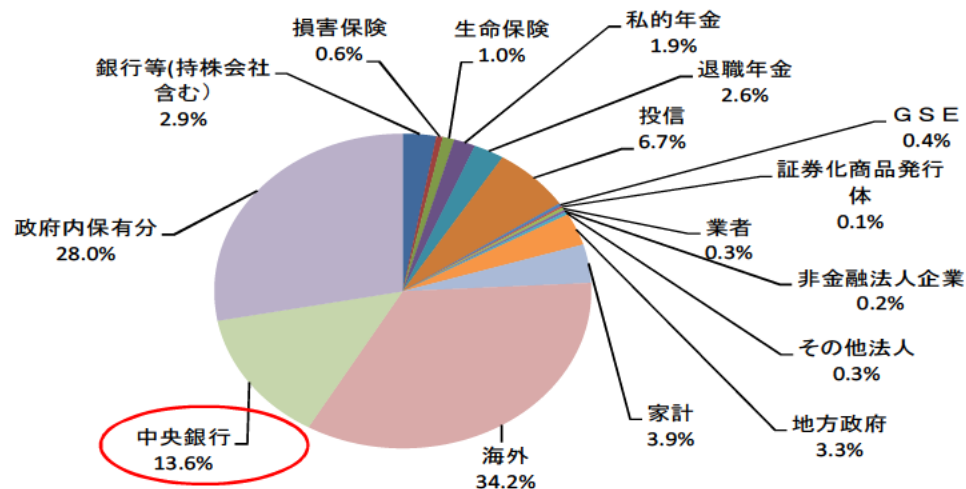


日米国債保有状況(日米同一基準に修正、我が国の借入金を除く)

日本国債保有比率(TDB含む、14年12月末、1023兆円)

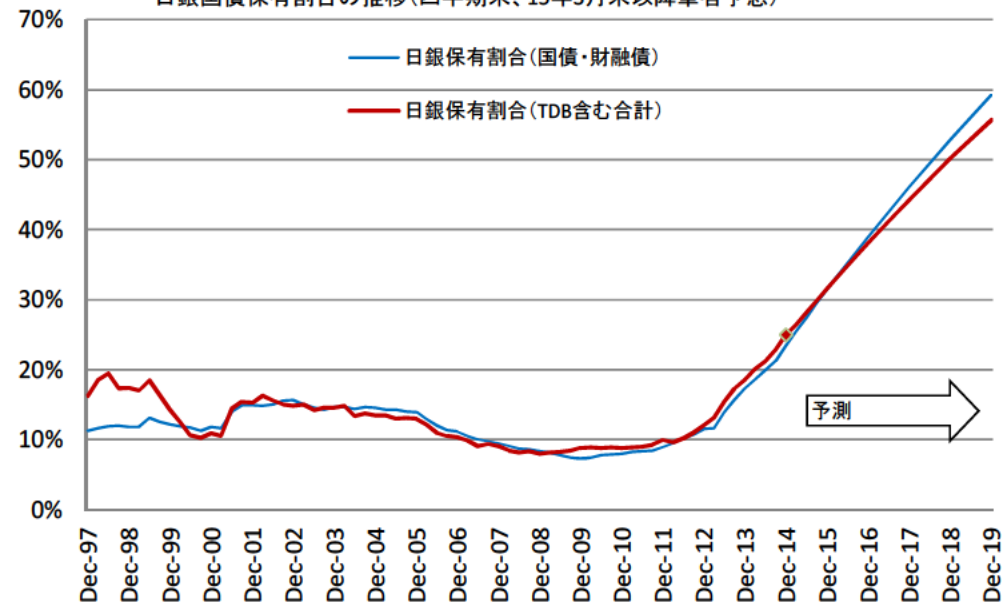


米国債保有比率(政府内保有分含む、15年3月末、18.1兆ドル)

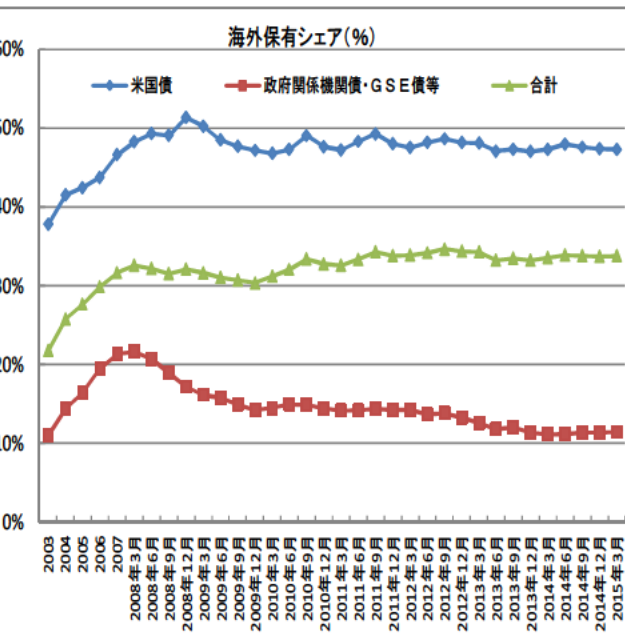
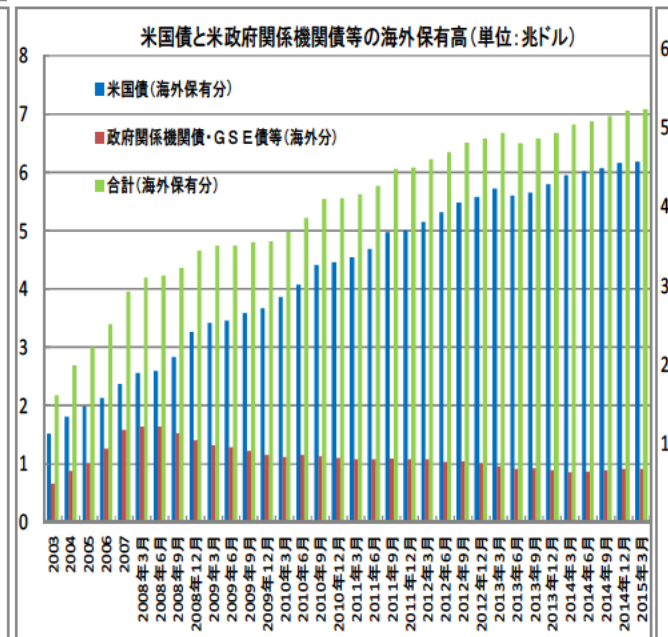
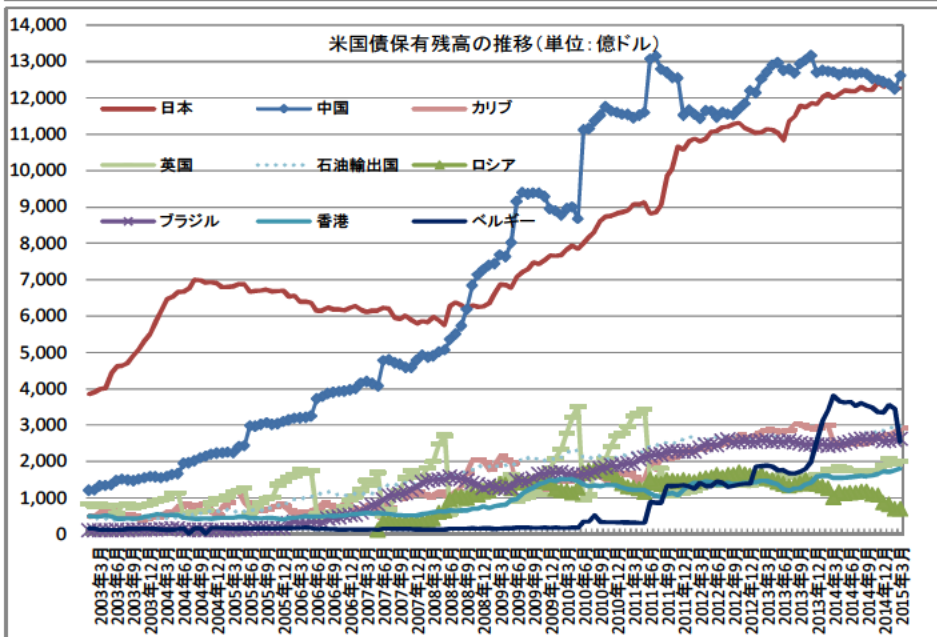
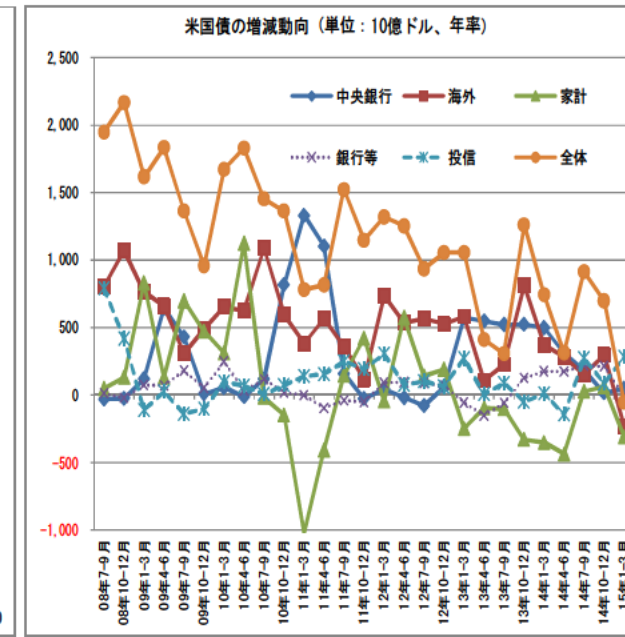
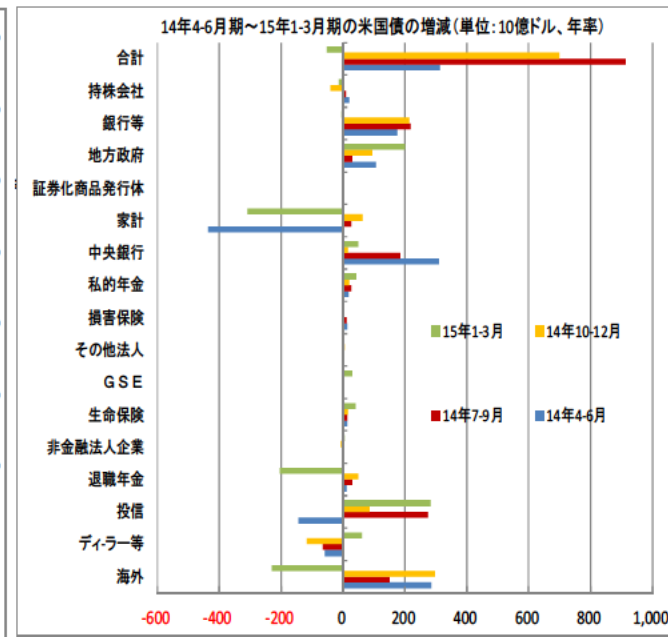
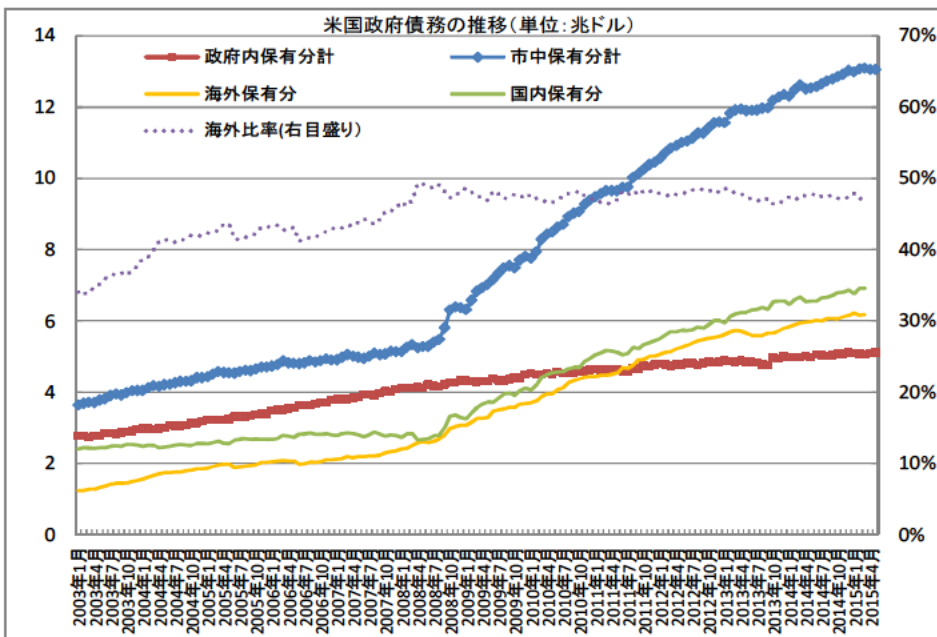


中銀の国債保有割合は、日本の25.0%(14年12月末)に対し、米国は13.6%(15年3月末)と米国の1.8倍
 ⇒政府債務残高の対GDP比は我が国は米国の2倍のため、実質的には4倍弱。米国は財政健全化を進め、既に量的緩和を終了、2015年には利上げと償還減のステージへ移行の可能性
 日銀の保有シェアは、2015年6月には27%程度、同年12月には32%程度に上昇する可能性
 4年後の2018年末には50%台に到達する可能性

日銀国債保有割合の推移(四半期末、15年3月末以降筆者予想)



米国債保有状況 量的緩和の終了でFRBの米国債純増停止、日本が中国を上回るも3月に再逆転



財政の持続可能性を高めるには 国力の充実が重要 アンチ・エイジング

少子高齢化の進展→企業の多国籍化(産業の空洞化)を招く可能性→財政破綻の可能性が拡大(国破れて、多国籍企業在り)→財政の持続可能性を高めるには、**国力を高めること、アンチ・エイジング(抗老化と若返り)が必要、「成熟国」としての安定した社会の構築**

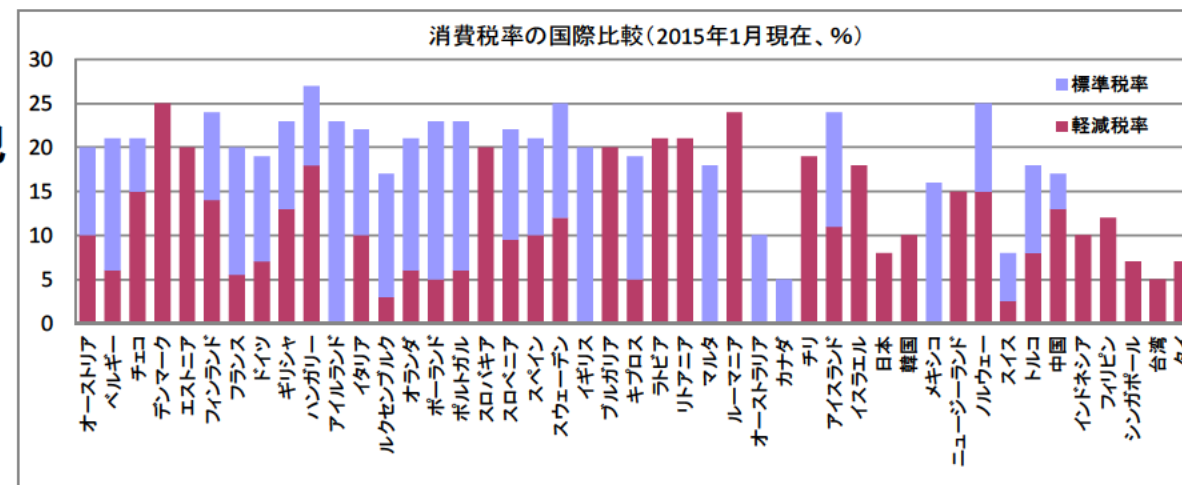
1.次元の異なる成長戦略→我が国の強みを極限まで発揮→長期的なアドバンテージがないとたたない(医療、医薬品、ロボット、産業・工作機械、環境、自動車、食品、アニメ等)

2.次元の異なる人口政策(少子化対策)→フランスの人口政策や移民政策等を検討→中間層が安心して複数の子供を持てる社会→女性の社会進出度の引き上げ、定年延長等

3.対外投資の運用利回り向上→成熟国として、直接投資・証券投資の配当・利子収入で、貿易・サービス収支及び経常移転収支の赤字を全てカバーする構造にすることが必要

4.中長期的な財政再建プランの策定

→国際比較では消費税率の引き上げ余地は大きく、経済への負荷も相対的に小さいと考えられるが、社会保障負担増を勘案すると、増税には限界も、**歳出改革も重要**
⇒**成長戦略と財政健全化は車の両輪**



(出所)財務省資料等よりSMBC日興証券作成

本プレゼン資料について ①

【免責事項】

本プレゼン資料は証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、SMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)が情報の提供を目的に作成したものです。本プレゼン資料は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本プレゼン資料に記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませようお願いいたします。本プレゼン資料は将来の結果をお約束するものでもありませんし、本プレゼン資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本プレゼン資料にある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本プレゼン資料は、本プレゼン資料を受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本プレゼン資料はお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本プレゼン資料で推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役職員は、本プレゼン資料で言及されている証券、その派生商品又は本プレゼン資料の対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。

本プレゼン資料は、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本プレゼン資料に含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本プレゼン資料は弊社の著作物です。本プレゼン資料のいかなる部分についても電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本プレゼン資料に関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本プレゼン資料に記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

【手数料等について】

本プレゼン資料の記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.242%(ただし、最低手数料5,400円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

【リスク等について】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があるとともに、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各店舗までお願いいたします。

【弊社の商号等】

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

【弊社の加入協会】

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本プレゼン資料について ②

国別・地域別の開示事項

日本国外へのプレゼン資料配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本プレゼン資料または本プレゼン資料に含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

[米国] 本プレゼン資料はFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc. (以下「SI社」といいます)の米国外関連会社である弊社のアナリストが作成したものです。本プレゼン資料の作成に部分的、全体的に関わったアナリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本プレゼン資料を作成した米国外アナリストは会員会社に所属しないため、NASD Rule 2711の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピエランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本プレゼン資料は米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本プレゼン資料を受領した投資家は当該プレゼン資料を第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本プレゼン資料で言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

[カナダ] 本プレゼン資料は証券の売買を勧誘するものではありません。本プレゼン資料は証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本プレゼン資料は特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

[香港] 本プレゼン資料はSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本プレゼン資料はSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

[中国] 本プレゼン資料は、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本プレゼン資料は、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本プレゼン資料を送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾] 台湾以外からの本プレゼン資料の配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[シンガポール] 本プレゼン資料はSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd. (以下「NKSG社」といいます)によって、Financial Advisers Act, Cap.110において定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本プレゼン資料または本プレゼン資料に含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本プレゼン資料を受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本プレゼン資料に起因する事項及び本プレゼン資料の情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

[EU、中東およびアフリカ] 本プレゼン資料や第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited (以下「CM社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CM社の見解とは必ずしも一致しません。CM社は、本プレゼン資料内で言及された有価証券を保有している可能性があります。その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited (所在地: One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137))は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority、所在地: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS)の認可を受け、監督下にあります。弊社の利益相反ポリシーについては以下のリンクをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/coidisclosure.pdf>

アラブ首長国連邦: 本プレゼン資料は、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本プレゼン資料にかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank、Emirates Securities and Commodities Authority、Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本プレゼン資料は利用可能とされており、本プレゼン資料の内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。