

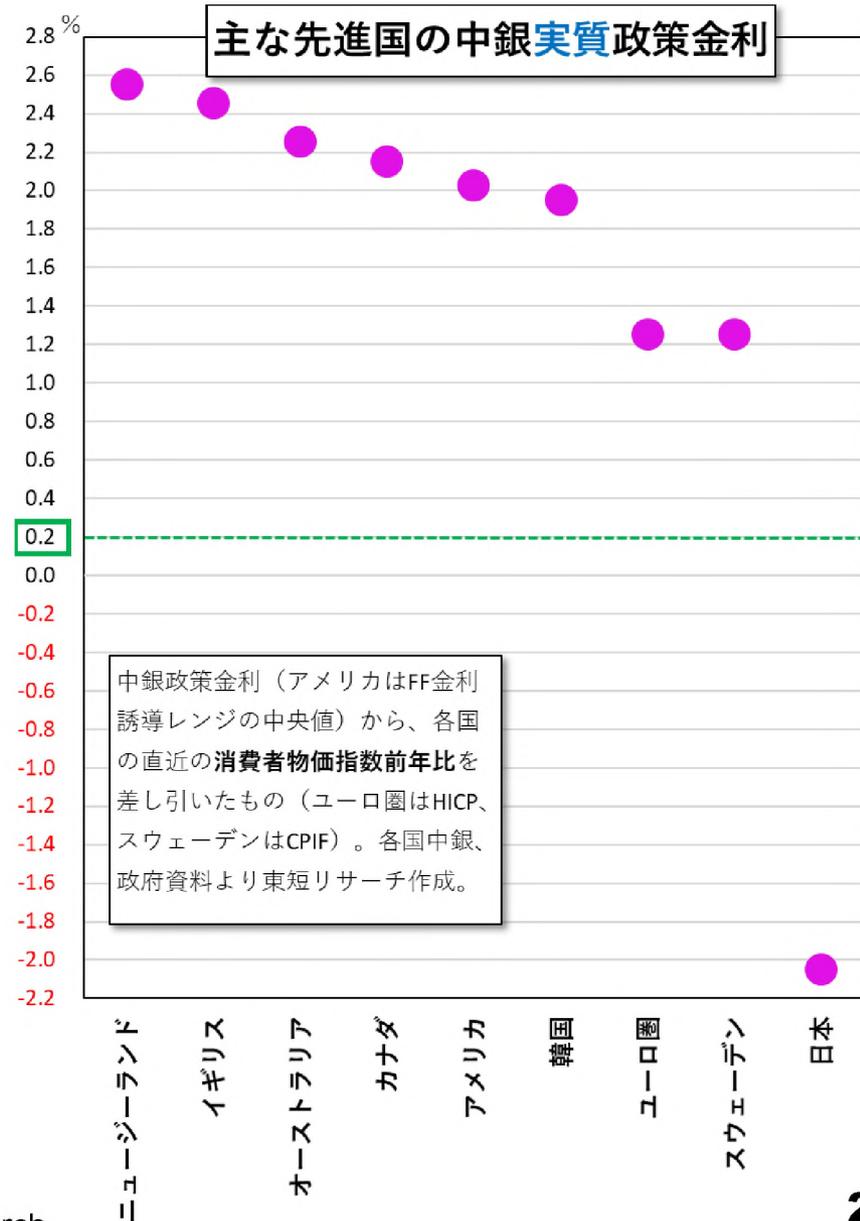
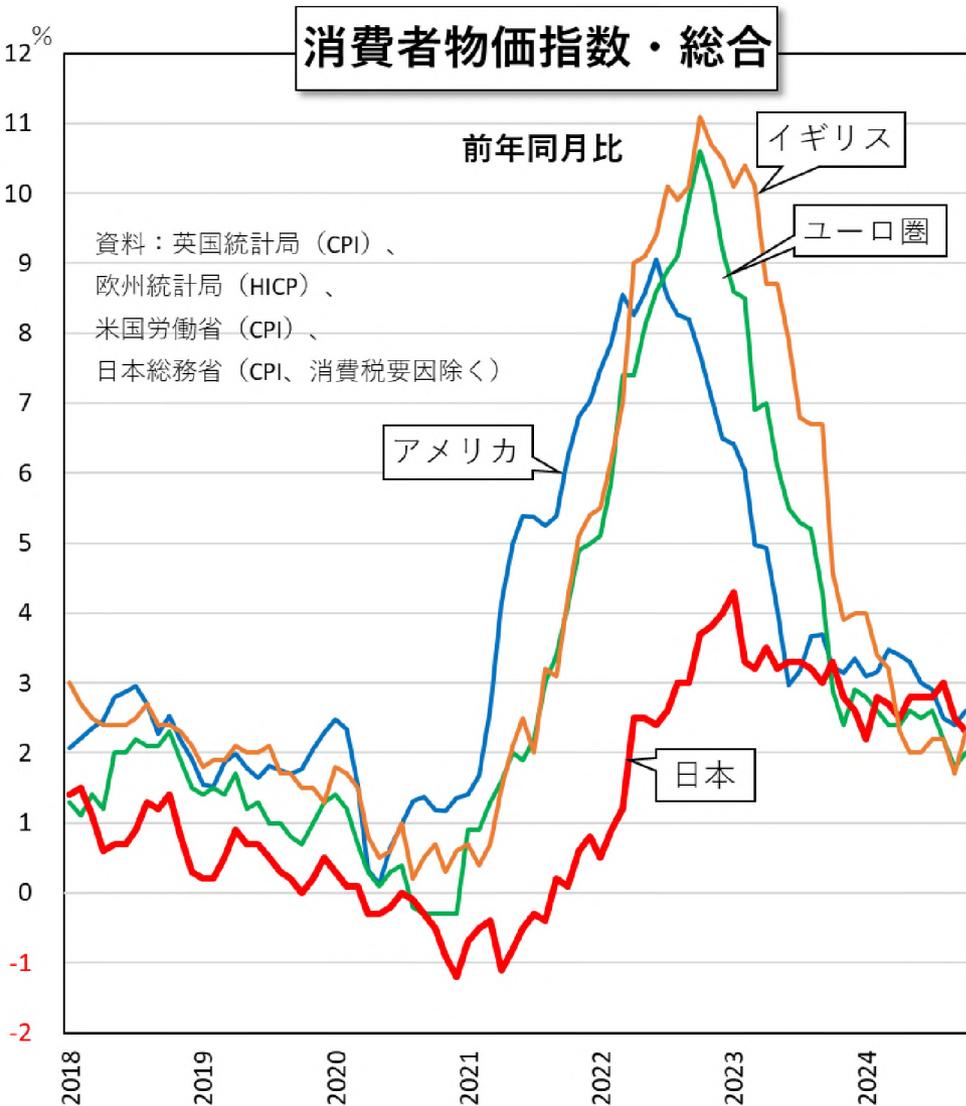


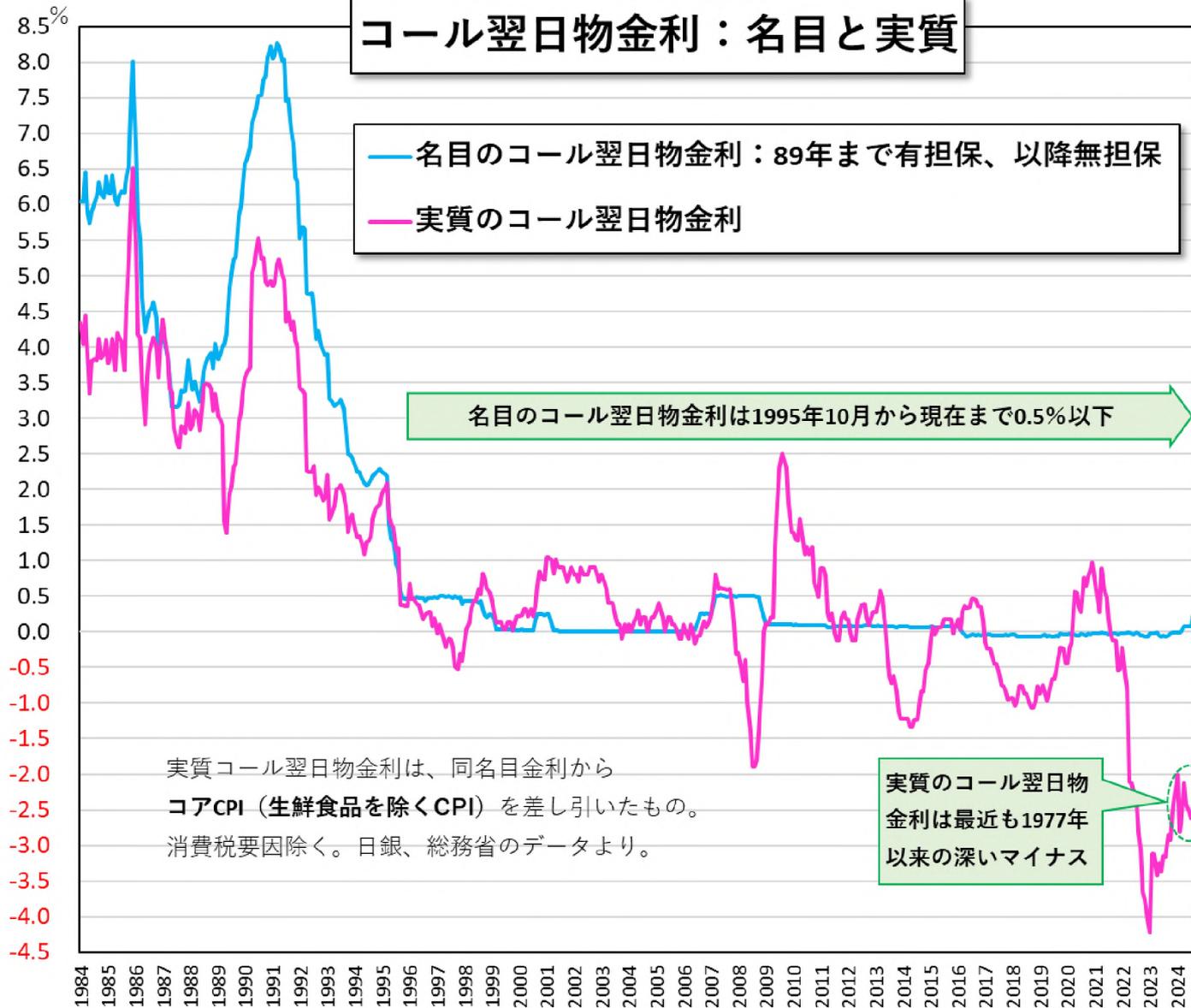
東京財団ウェビナー
金融政策と国債市場

2024年11月26日

東短リサーチ株式会社
チーフエコノミスト
加藤出

<1> 現在の日銀金融政策はまだまだ超緩和状態

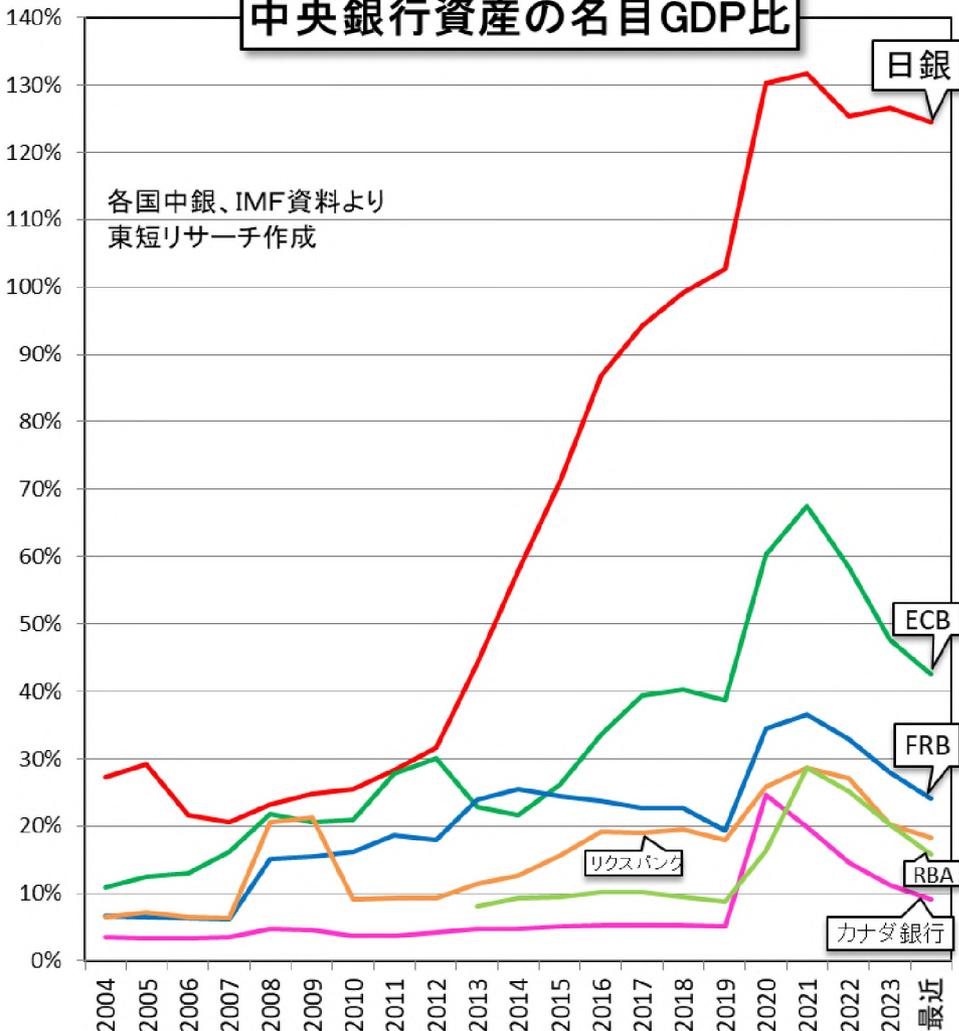




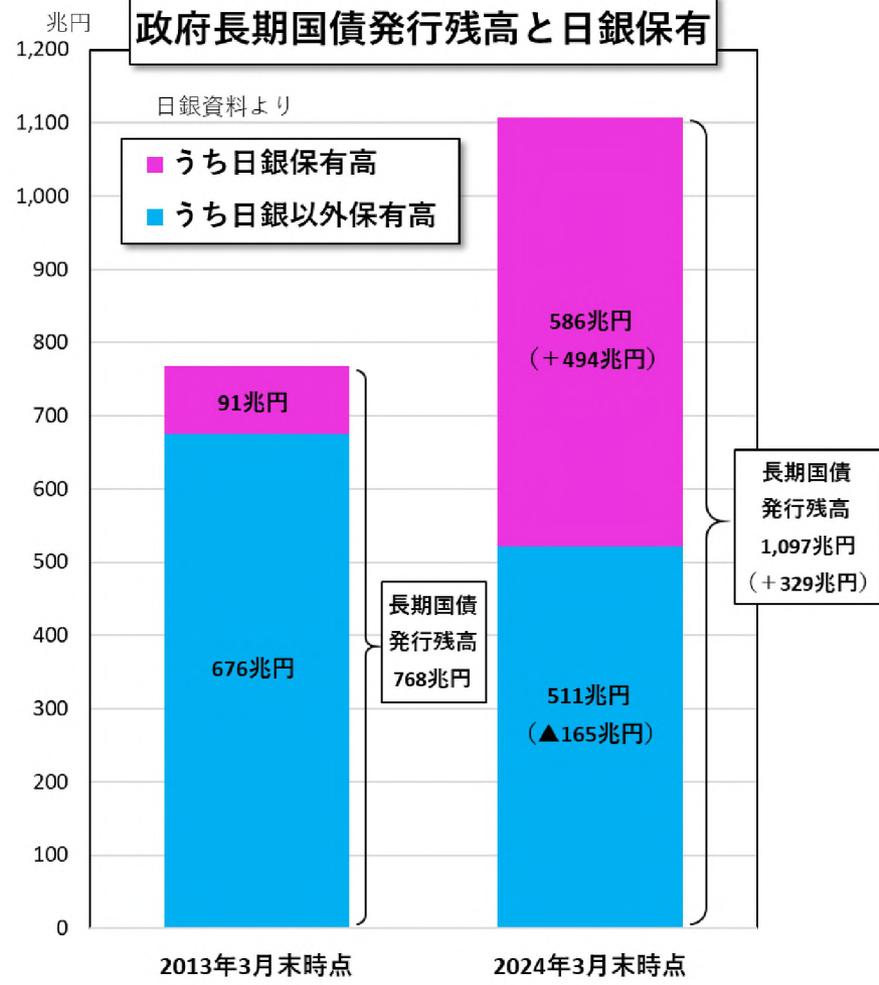
物価は過去3年で1割弱上昇、預金金利はほぼゼロ% ⇒ 預金の実質価値は1割弱目減り

金利だけでなく、日銀バランスシートも依然として超緩和状態。
 黒田緩和以降の国債大規模購入によって、日銀資産は超肥大。
 その間に日本政府は国債発行額を大幅増。

中央銀行資産の名目GDP比



政府長期国債発行残高と日銀保有



2013年3月時点で「日銀以外」が保有した国債は676兆円、当時のGDP(名目)499兆円に対するその比率は**135%**。

135%を2024年3月の名目GDP597兆円にかけると**806兆円**。
 実際の24年3月時点の「日銀以外」国債保有額は**511兆円** ⇒ 差額は**295兆円**。

つまり、単純にGDPを基準にするなら、「日銀以外」は国債保有額を295兆円増やせるはず？ しかし…

長期国債保有額（日銀「資金循環勘定」より） 兆円

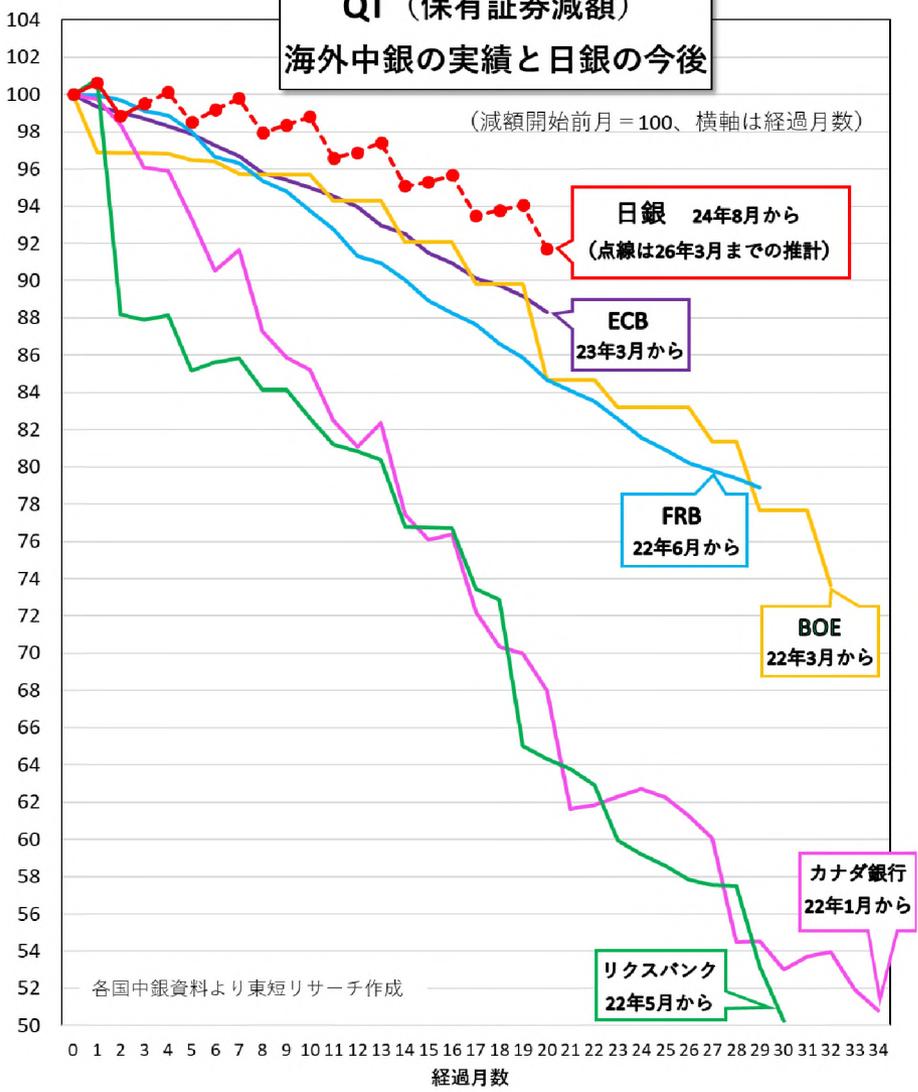
	国内 銀行	農林水産 金融機関	中小企業 金融機関等	保険	証券投資 信託	年金	公的 年金	家計	海外
2013年3月	122	26	168	192	4	32	73	23	36
2024年3月	21	16	59	197	16	32	60	14	70
増減	-102	-10	-109	5	13	0	-12	-9	35

財務省「国債投資家懇談会」2024年3月議事要旨

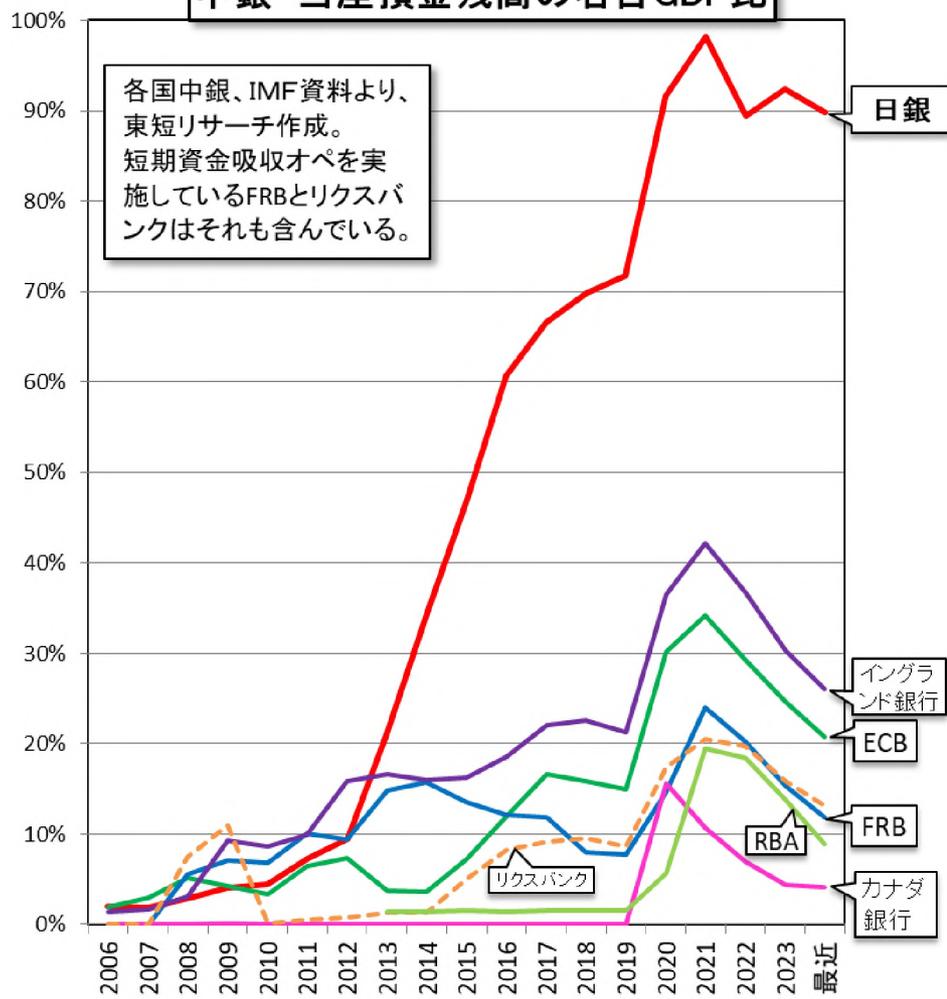
- ・金融緩和前(2010年代前半)と同程度まで日本国債の保有を増やすことは**難しい**。当社内の規制に加え、IRRBB等の外部の規制が厳しくなっており、金利リスクをどこまで取れるのかは日銀買入の動向等も含めた全体量の中で様子を見ながら進めていく。
- ・IRRBB等の規制があり、銀行が従来のように国債を購入することができなくなったため、日本銀行がある程度介入しないと、現在の国債残高は消化できないと考える。

日銀は長期金利急騰を恐れており、海外中銀よりもQTのペースが遅い。
 その結果、膨張した異様な当座預金の状況も長期化する可能性が高い(⇒付利も長期化)

QT (保有証券減額)
 海外中銀の実績と日銀の今後

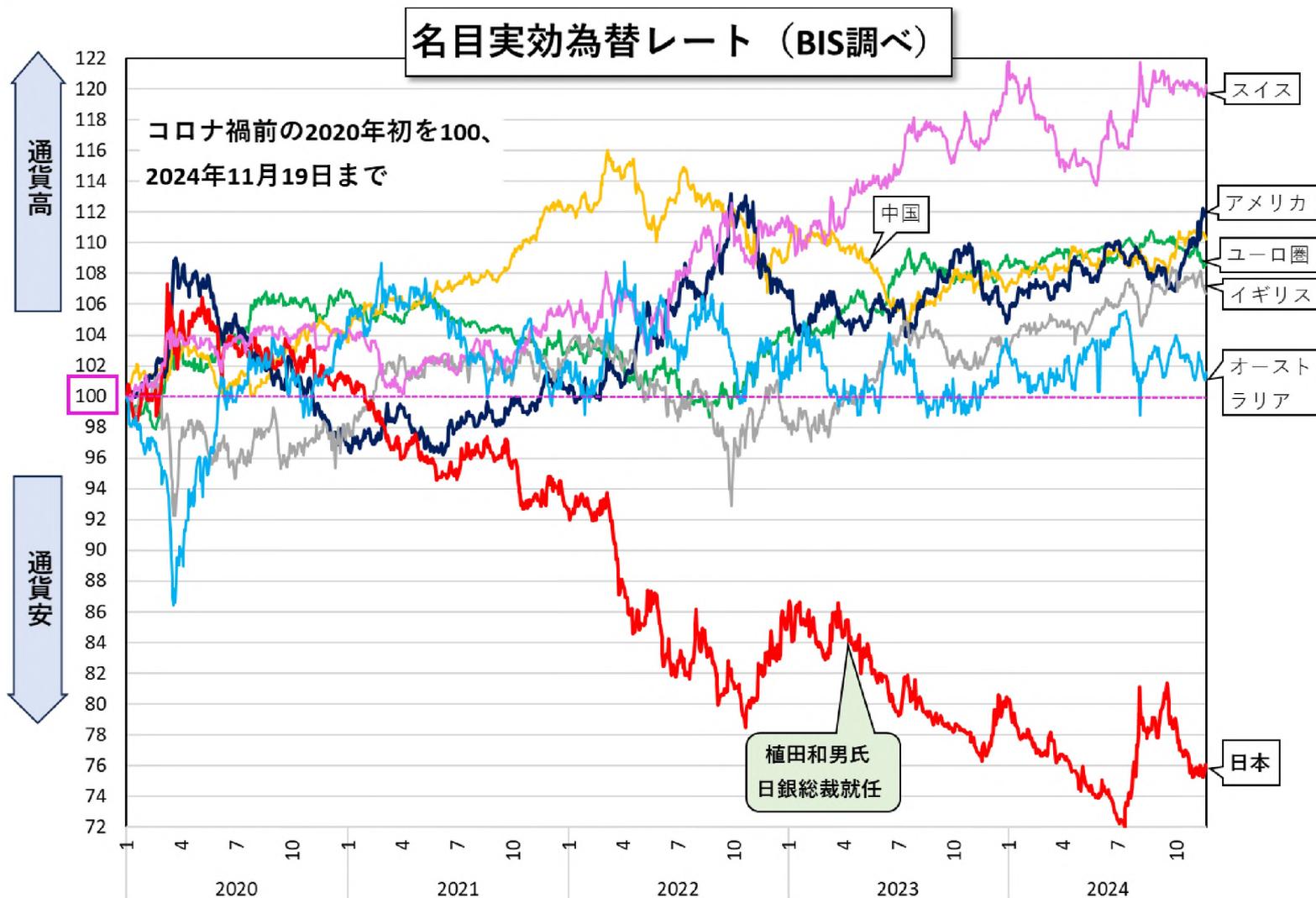


中銀・当座預金残高の名目GDP比

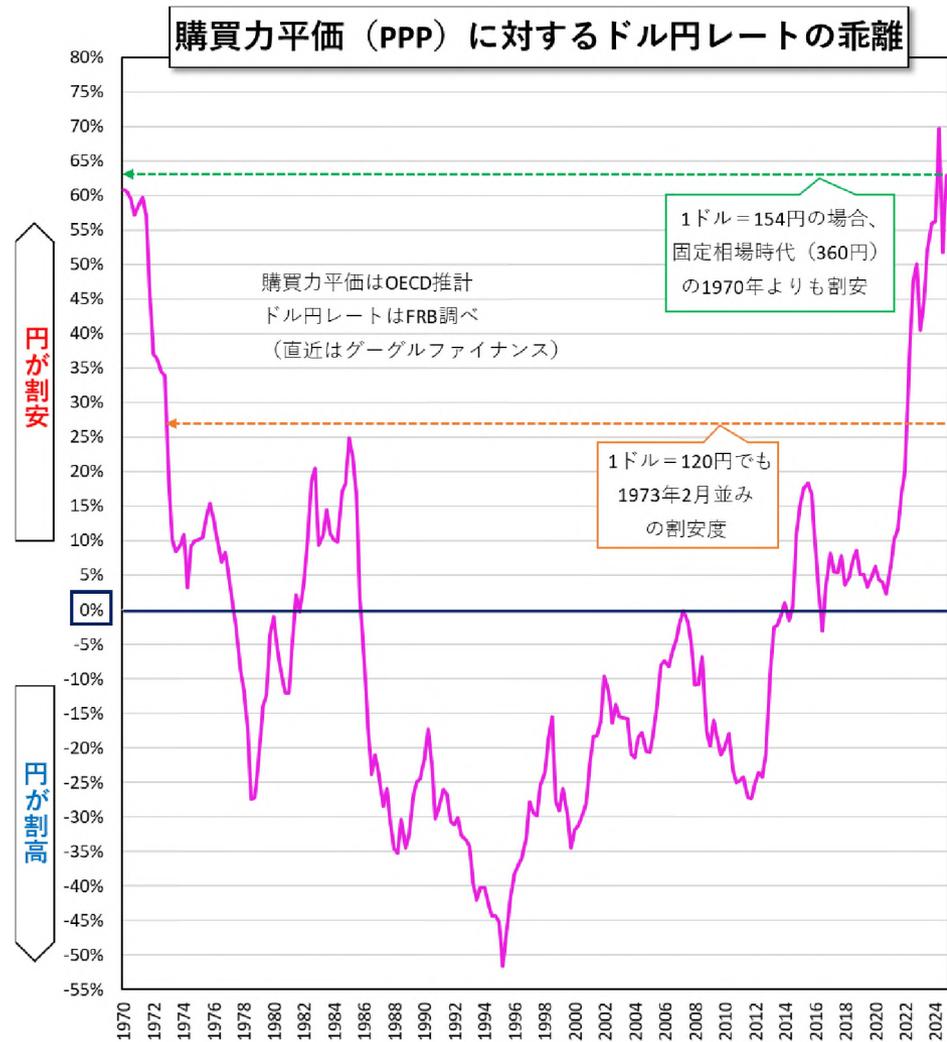
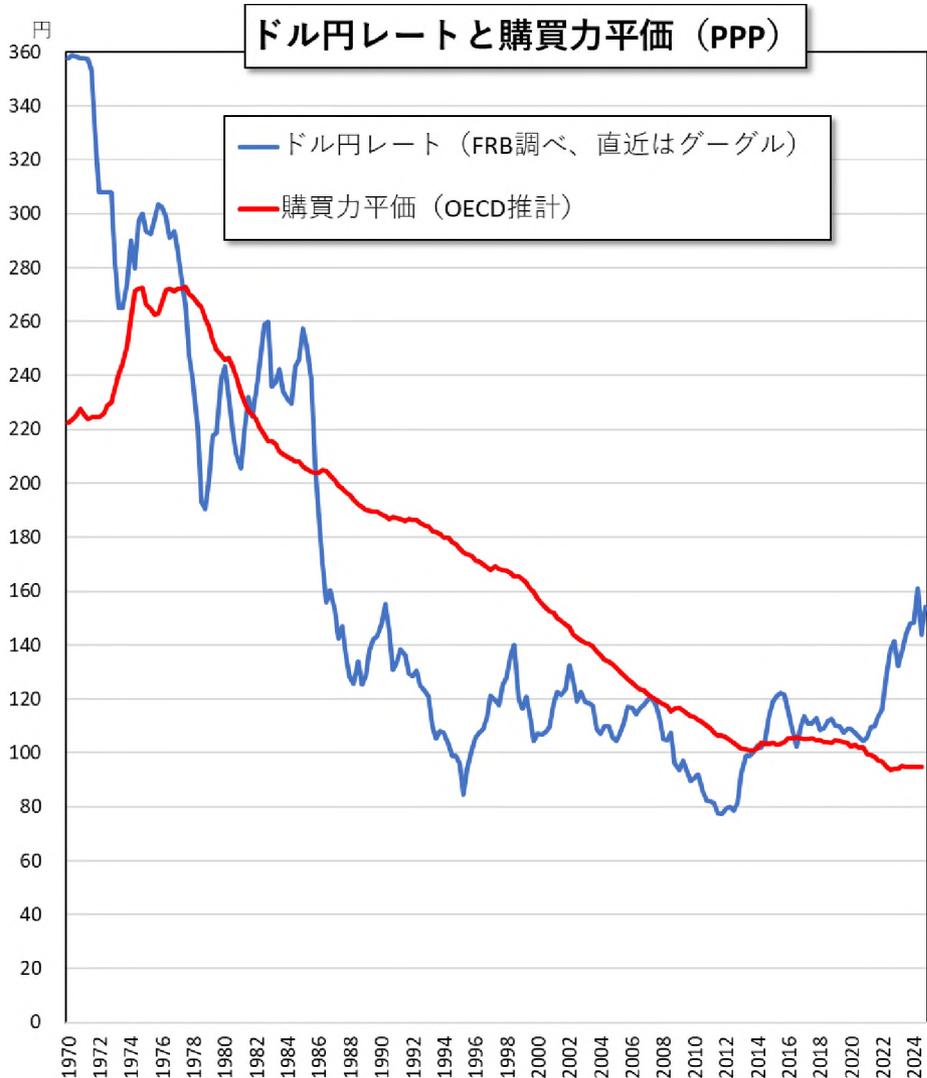


<2> 超金融緩和長期化の副作用

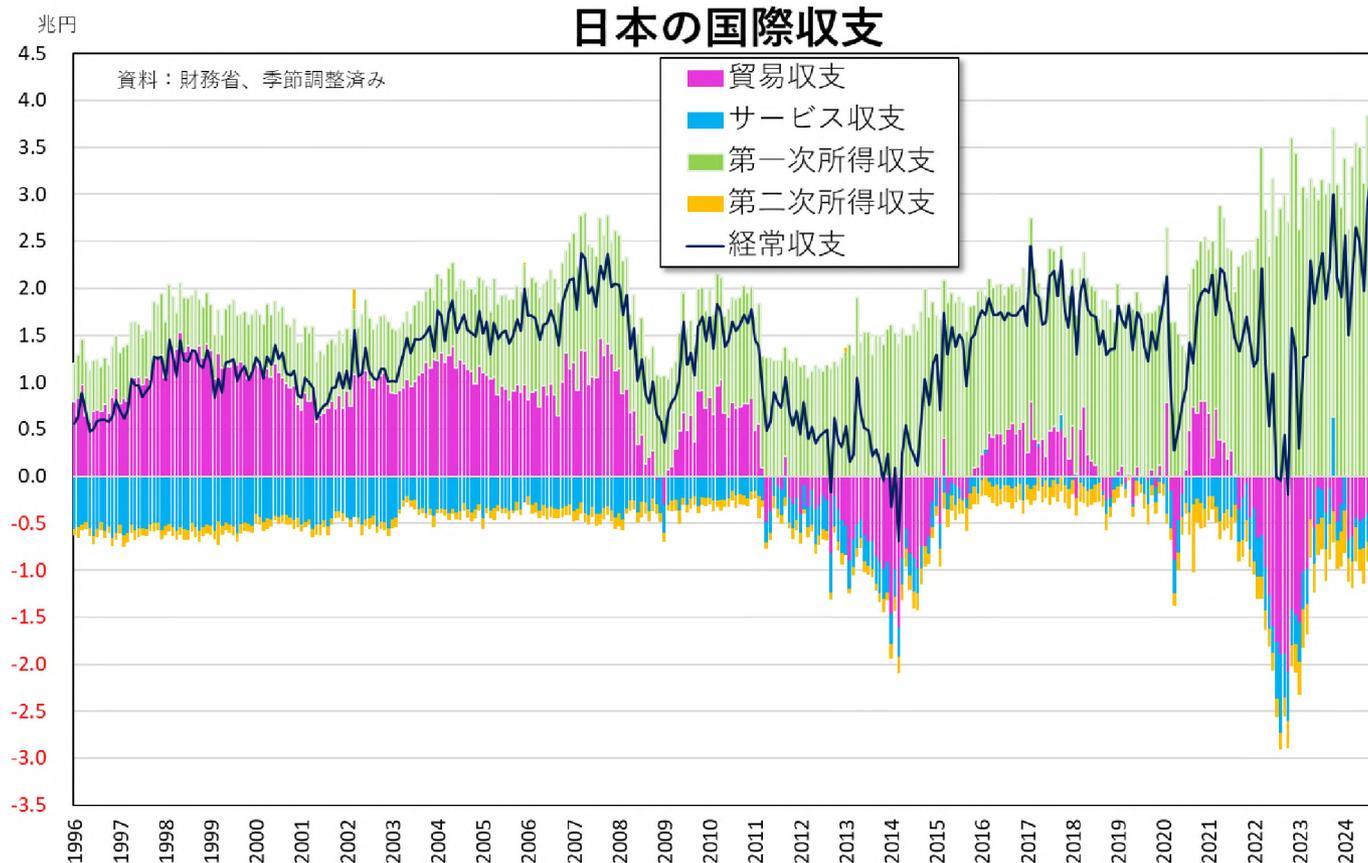
① 歴史的な超円安



購買力平価と比較すると今の円は1970年(1ドル=360円固定相場制時代)よりも弱い



円安の背景にある構造要因: 実需として円を買う力が弱くなっている

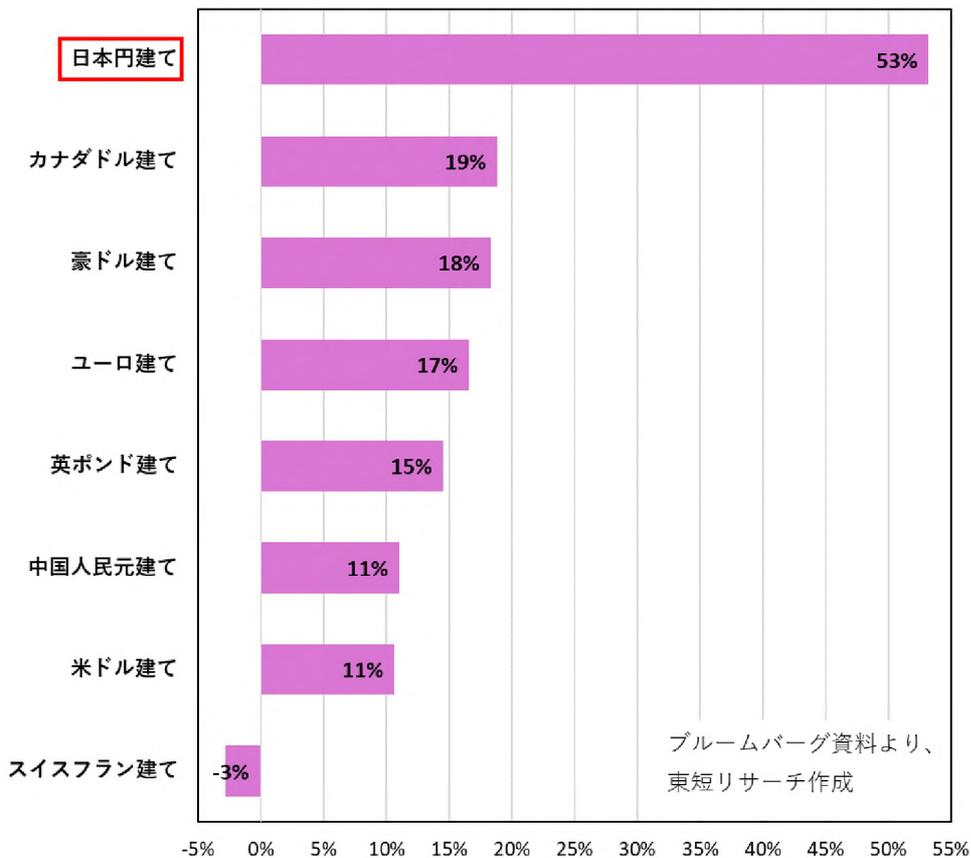


貿易収支: かつては巨額の黒字だったが、日本企業の競争力低下、生産拠点の海外移転、2011年の原発停止により、資源価格高騰時は赤字に転落し易くなっている。

サービス収支: 外国からの旅行者の消費は黒字要因だが、デジタル赤字がそれを上回る。

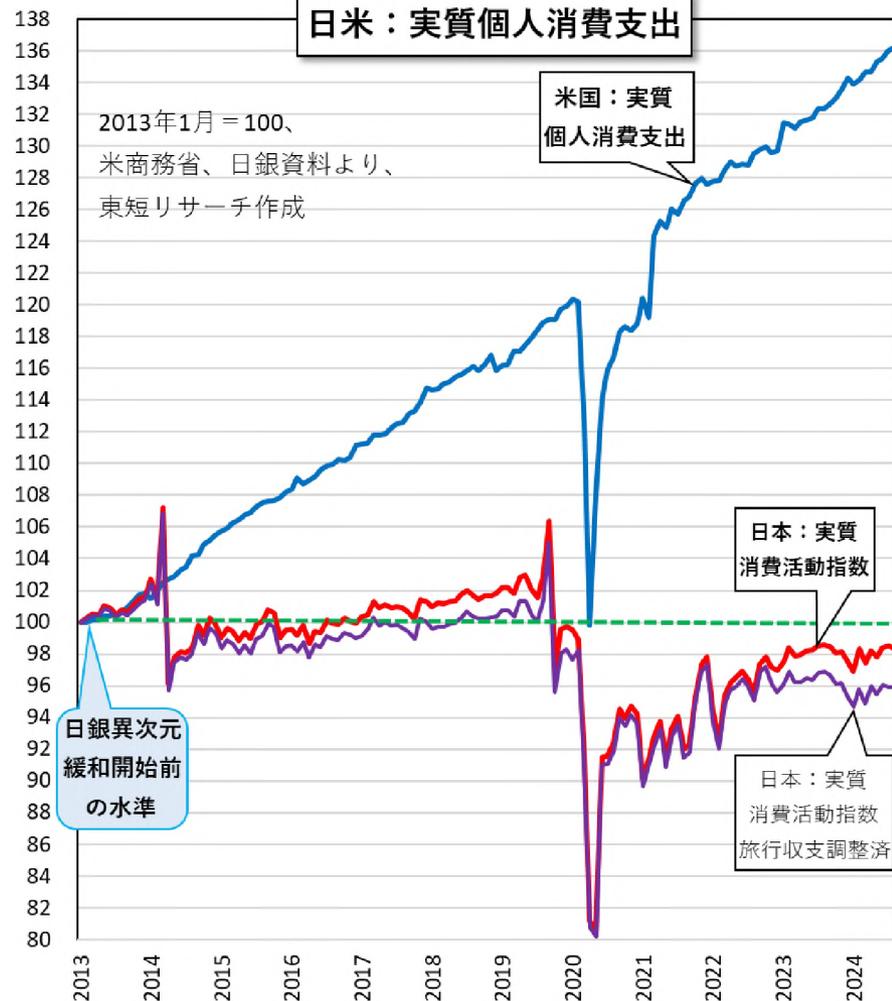
第一次所得収支: 黒字だが、海外に再投資する日本企業が多く、国内への還流は限られる。

ブレント原油価格：パンデミック前（2020年初）からの変化



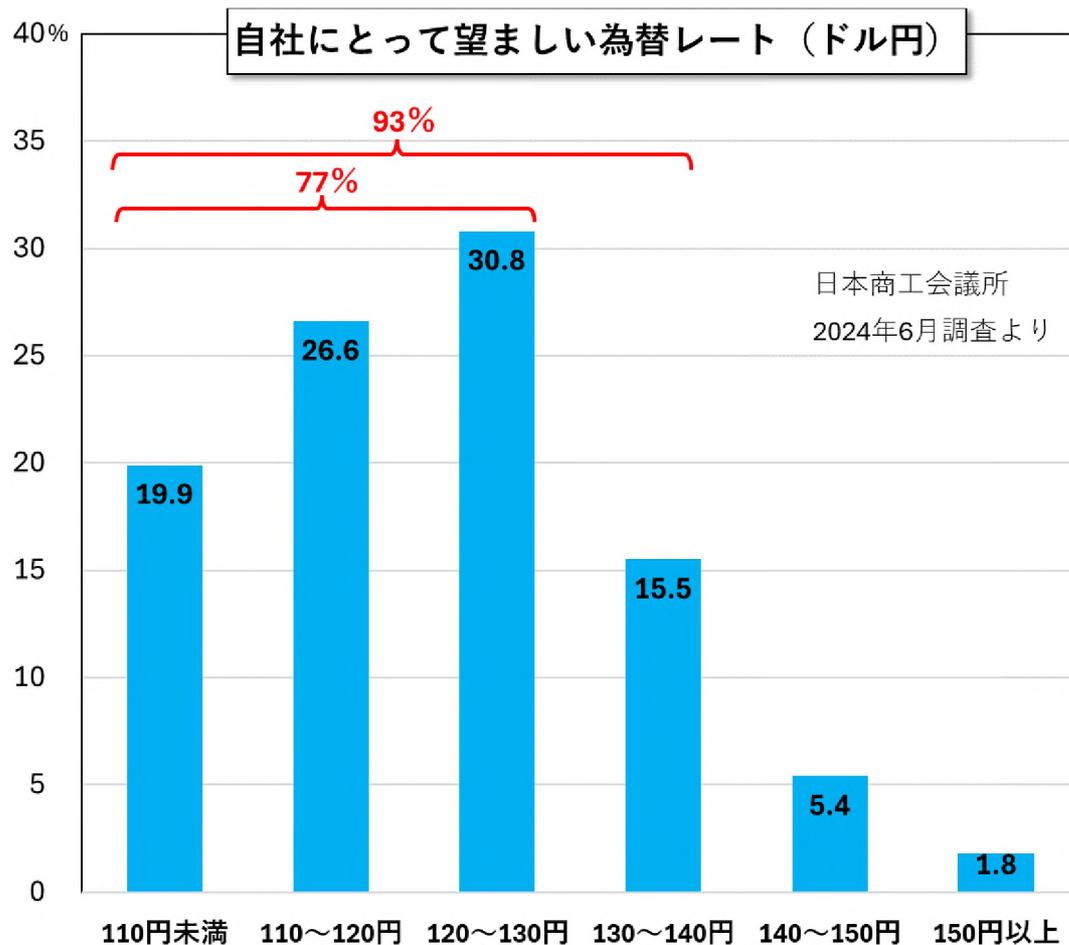
日本のエネルギー自給率13%、
食料自給率38%。
円安による生活コスト上昇は家計に大打撃。

日米：実質個人消費支出



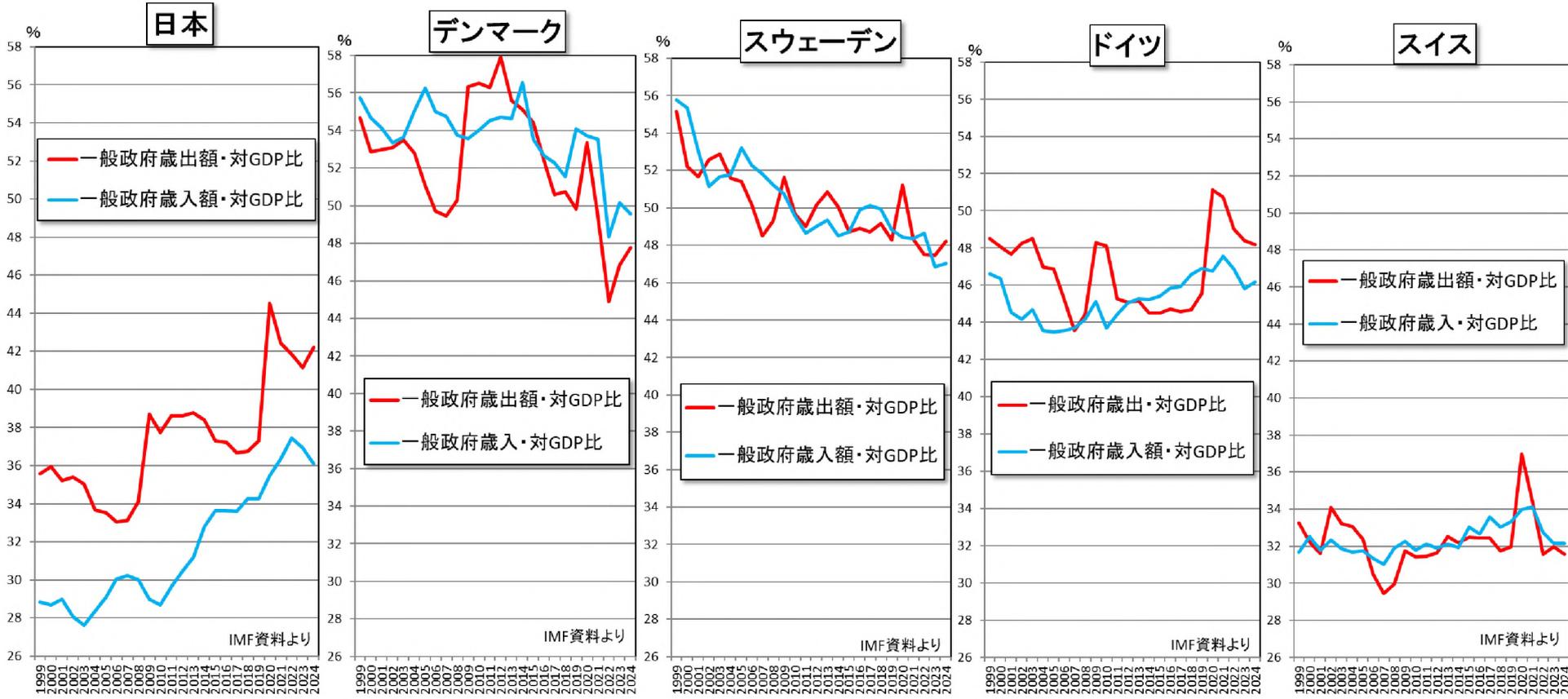
大規模金融緩和を2013年春から
実施しているのに低調な日本の消費
(消費はGDPの5割強を占める)。

大半の中小企業にとって150円台は過度な円安であり、収益圧迫要因。
日本の被雇用者の7割は中小企業勤務。
この円安では「賃金と物価の好循環」は中小企業では限定的。



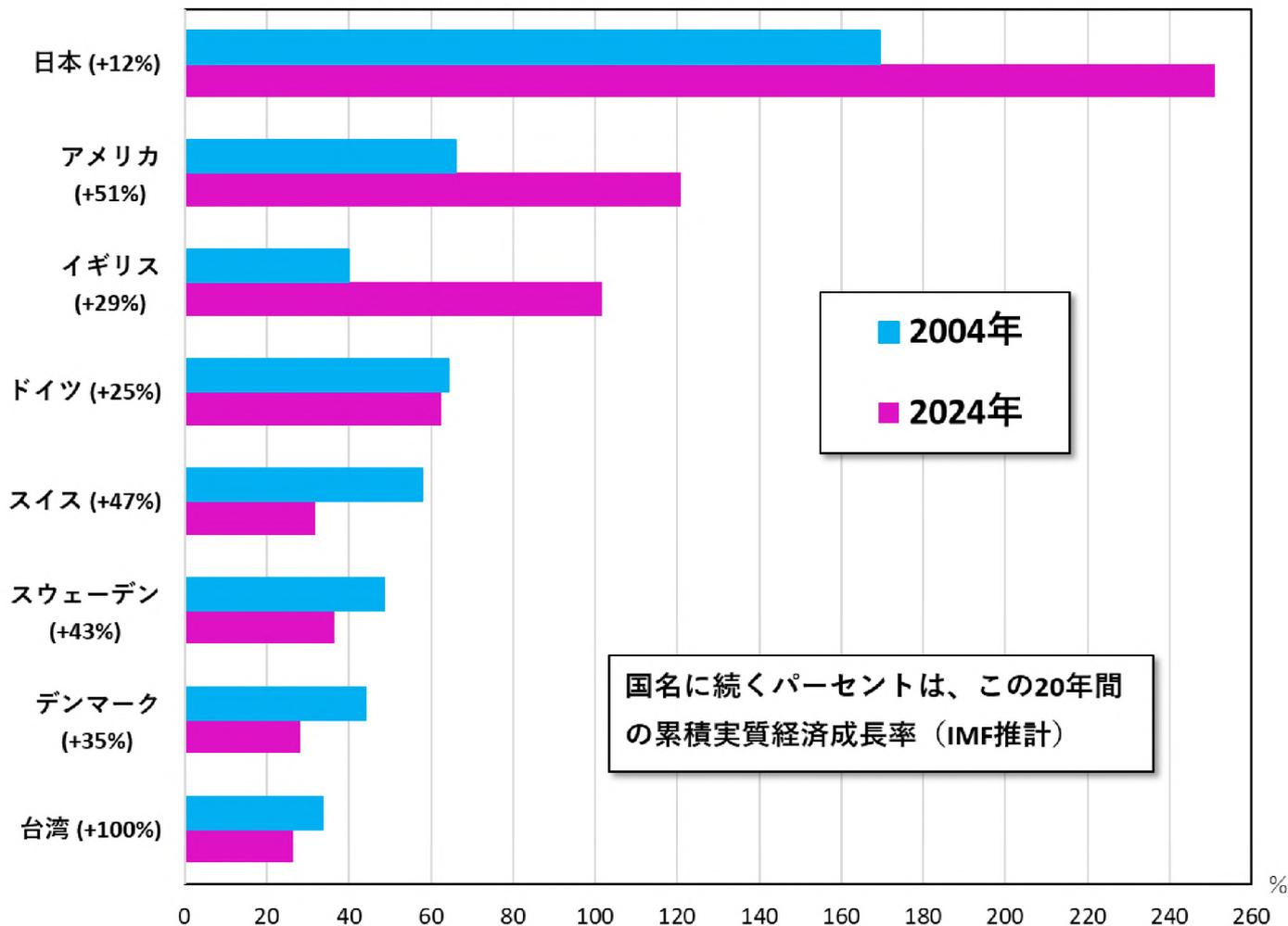
つまり、今の超円安下で事実上、家計と中小企業から大企業輸出企業への巨額の所得移転が起きている。

②財政：超低金利長期化で、国債発行コストが政治家や国民に意識されず、財政赤字恒常化
 下のグラフは日本と長期債務格付けトリプルAの国々との財政収支の比較。



低調な景気が続く中、財政のバラマキに傾きがちな日本では政府債務が顕著に拡大

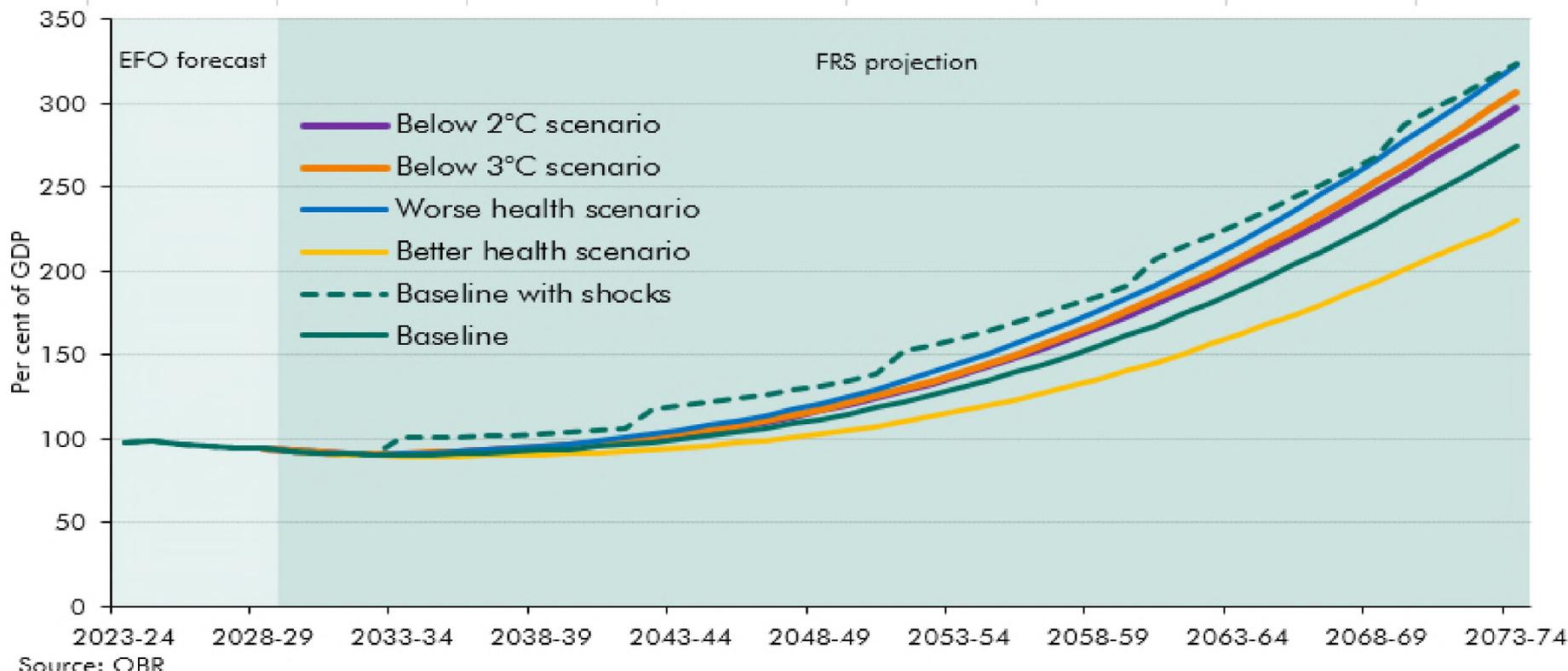
一般政府債務残高・対名目GDP比 (IMF推計)



日本の巨大な政府債務は将来世代に引き継がれていくが、
働く世代の人口は先行き急激に減少 ⇒ 1人あたり政府債務は重くなっていく...

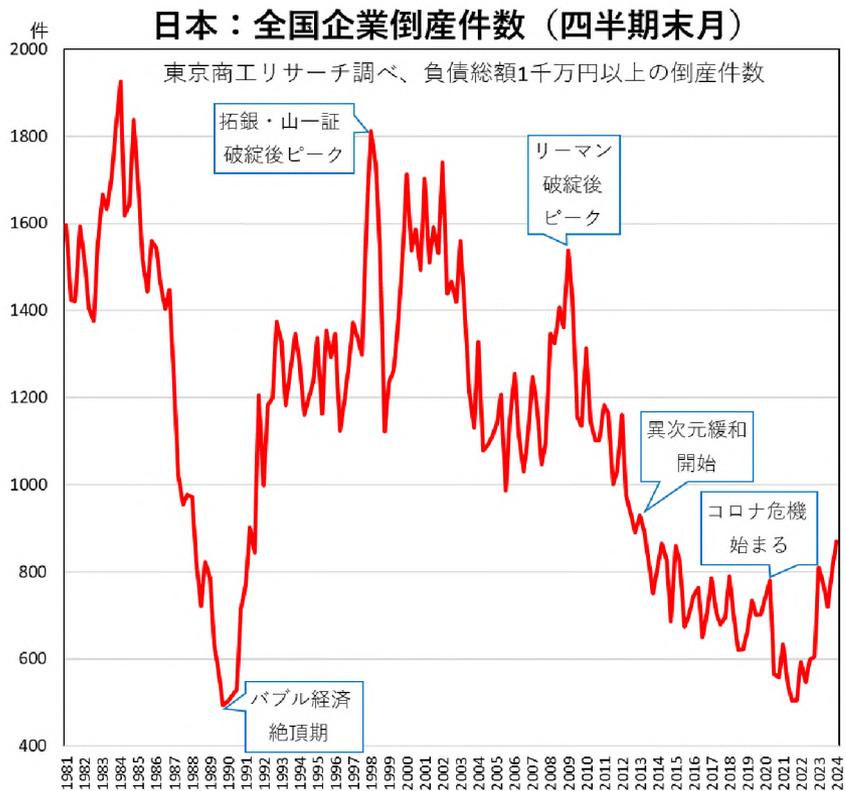
イギリス独立財政機関OBR (Office for Budget Responsibility)による 今後半世紀の政府債務予想(2024年7月12日公表)

Baseline with shocks and scenarios: public sector net debt



③低収益企業存続

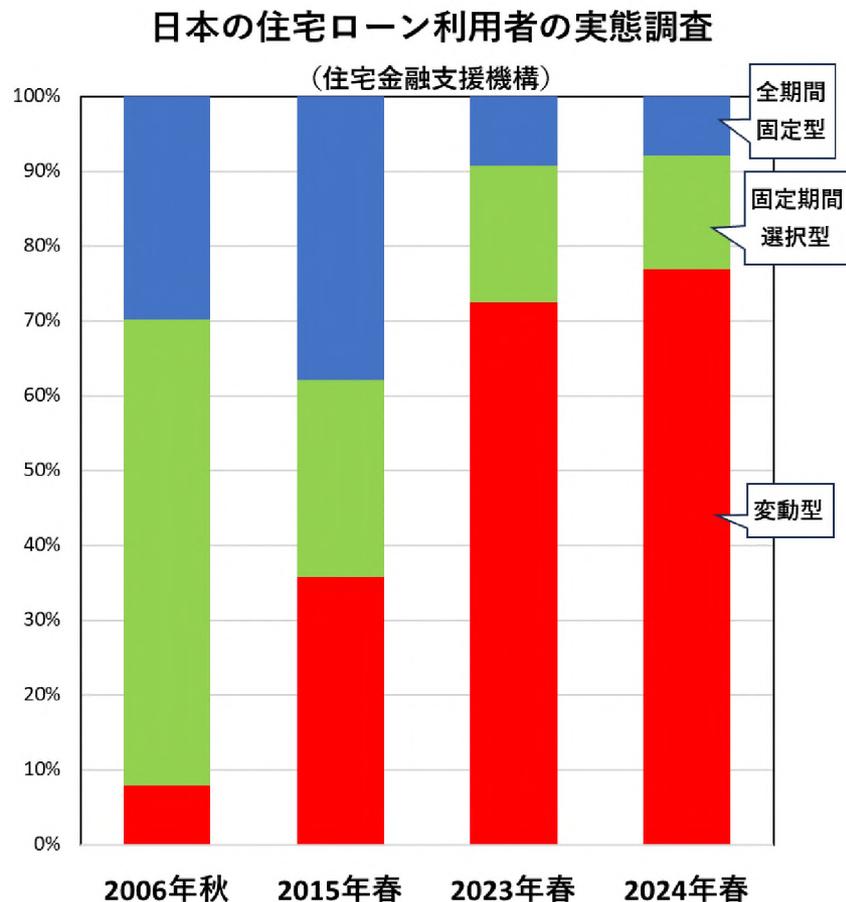
日銀の大規模緩和、政府の資金繰り支援策により、企業が潰れにくい経済が実現された
 ⇒ 失業率は低いが、新陳代謝も低調に



清滝信宏プリンストン大学教授：2023年5月
 「1%以下の金利でなければ採算が採れない
 ような投資をいくらしても経済は成長しない」

④住宅ローン

超低金利長期化により
 人々の金利上昇への警戒が極端に低下



<3> 金融緩和、財政拡張だけでは対処できない日本の構造問題

2019～2029年の累積・実質経済成長率 人口百万人以上の国々 その1

IMF “世界経済見通し2024年10月” より東短リサーチ作成

順位	国	%	順位	国	%	順位	国	%	順位	国	%
1	Ethiopia	94.9	21	Armenia	58.9	41	UAE	44.4	61	Honduras	37.5
2	Rwanda	88.5	22	Mozambique	58.0	42	Mali	44.1	62	Malawi	36.6
3	Bangladesh	81.3	23	Guinea-Bissau	57.4	43	Cameroon	44.0	63	Kazakhstan	34.8
4	Benin	80.7	24	Liberia	56.7	44	Ireland	43.0	64	Croatia	34.7
5	Niger	79.8	25	Egypt	56.1	45	Guatemala	42.3	65	Taiwan	34.3
6	C・te d'Ivoire	78.3	26	Philippines	55.7	46	Serbia	42.1	66	Paraguay	33.8
7	Tajikistan	77.5	27	Cambodia	55.1	47	Kosovo	42.1	67	Oman	33.4
8	Uganda	76.8	28	Burkina Faso	54.8	48	Malaysia	41.4	68	Poland	33.3
9	India	75.2	29	Zambia	54.0	49	Eswatini	40.3	69	Mauritius	32.8
10	Tanzania	72.9	30	T・rkiye	53.2	50	Costa Rica	40.2	70	Saudi Arabia	32.8
11	Uzbekistan	72.3	31	Mongolia	53.1	51	Madagascar	40.2	71	Romania	31.2
12	Georgia	71.3	32	Sierra Leone	51.8	52	Panama	40.1	72	Bosnia Herzegovina	31.2
13	Vietnam	68.8	33	China	51.5	53	Zimbabwe	40.0	73	Nigeria	30.4
14	DRo Congo	67.0	34	Mauritania	51.3	54	Albania	39.8	74	El Salvador	29.9
15	Guinea	66.4	35	Dominican Republic	51.1	55	Israel	39.7	75	Colombia	29.9
16	Togo	65.9	36	Indonesia	51.0	56	Burundi	39.3	76	Lao P. D. R.	29.4
17	Djibouti	64.6	37	Kyrgyz Republic	49.8	57	Pakistan	38.7	77	South Sudan	29.3
18	Senegal	64.5	38	Ghana	47.5	58	Botswana	38.6	78	Chad	28.7
19	Kenya	59.3	39	Nicaragua	45.7	59	Iran	37.9	79	Moldova	28.6
20	The Gambia	59.2	40	Nepal	44.8	60	Somalia	37.6	80	Singapore	28.5

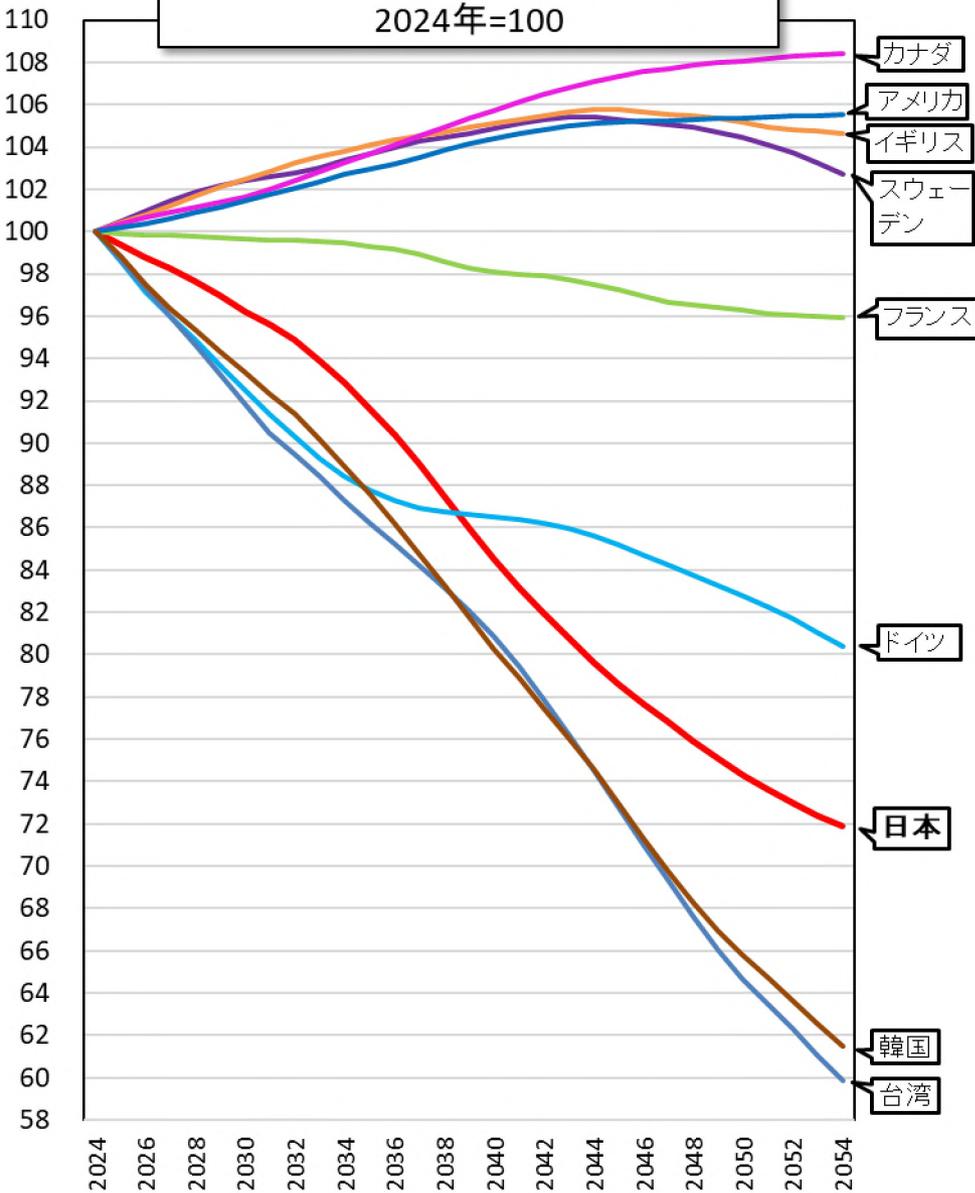
2019～2029年の累積・実質経済成長率 人口百万人以上の国々 その2

IMF “世界経済見通し2024年10月” より東短リサーチ作成

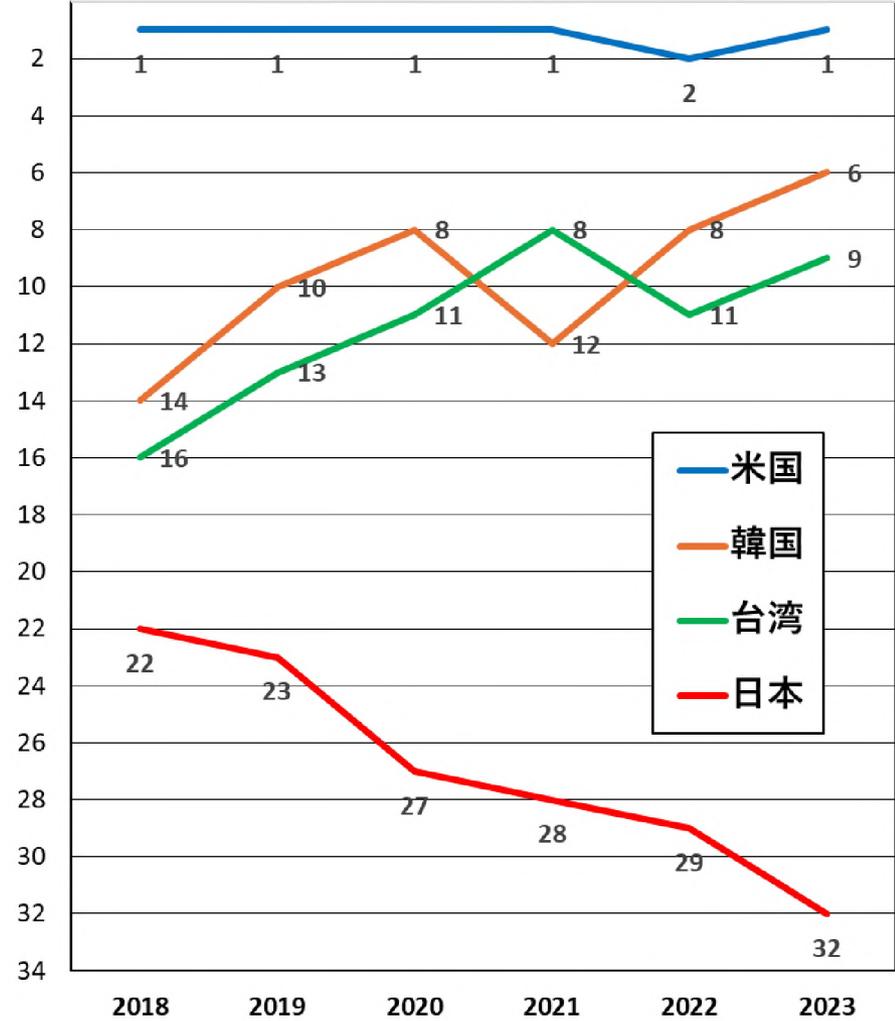
順位	国	%	順位	国	%	順位	国	%	順位	国	%
81	Morocco	28.3	101	Chile	23.1	121	Switzerland	16.8	141	Austria	7.2
82	Qatar	28.3	102	Republic of Congo	21.0	122	Hong Kong SAR	16.6	142	Tunisia	6.8
83	Jordan	27.8	103	Latvia	20.8	123	Norway	16.6	143	Germany	5.6
84	Papua New Guinea	27.7	104	Ecuador	20.5	124	Spain	16.4	144	Japan	5.5
85	Bulgaria	27.7	105	Denmark	20.4	125	Mexico	16.3	145	Trinidad and Tobago	4.8
86	Bahrain	27.4	106	Timor-Leste	20.3	126	Russia	16.2	146	Puerto Rico	2.7
87	North Macedonia	25.7	107	Slovak Republic	20.3	127	Yemen	15.4	147	Myanmar	-5.4
88	Slovenia	25.3	108	New Zealand	20.2	128	Iraq	15.3	148	Equatorial Guinea	-5.5
89	Namibia	25.1	109	Argentina	20.2	129	Lesotho	14.2	149	Ukraine	-5.7
90	Hungary	25.0	110	Turkmenistan	20.2	130	Belgium	13.8	150	Haiti	-5.8
91	United States	24.8	111	Uruguay	19.9	131	Czech Republic	13.8	151	Sudan	-10.7
92	Lithuania	24.8	112	Peru	19.6	132	Belarus	12.6			
93	Azerbaijan	24.5	113	Portugal	19.3	133	Jamaica	12.1			
94	Central African Republic	24.3	114	Sweden	18.3	134	United Kingdom	11.2			
95	Brazil	24.3	115	Libya	18.1	135	France	10.6			
96	Algeria	24.2	116	Bolivia	17.5	136	Kuwait	10.4			
97	Angola	23.8	117	Thailand	17.2	137	Estonia	10.4			
98	Australia	23.7	118	Canada	17.1	138	South Africa	10.0			
99	Korea	23.1	119	Netherlands	17.0	139	Finland	9.2			
100	Gabon	23.1	120	Greece	17.0	140	Italy	9.0			

20~64歳人口の推移(国連推計)

2024年=100



IMD世界デジタル競争力ランキング



外国からの直接投資残高・対GDP比 (%) OECD調べ

人口800万人以上の国々

1位	オランダ	275
2位	スイス	128
3位	ベルギー	92
4位	イギリス	89
5位	チリ	85
6位	ポルトガル	70
7位	チェコ	70
8位	カナダ	68
9位	コロンビア	68
10位	ハンガリー	59
11位	スペイン	58
12位	南アフリカ	50
13位	メキシコ	47
14位	オーストリア	45
15位	ブラジル	45
16位	イスラエル	44

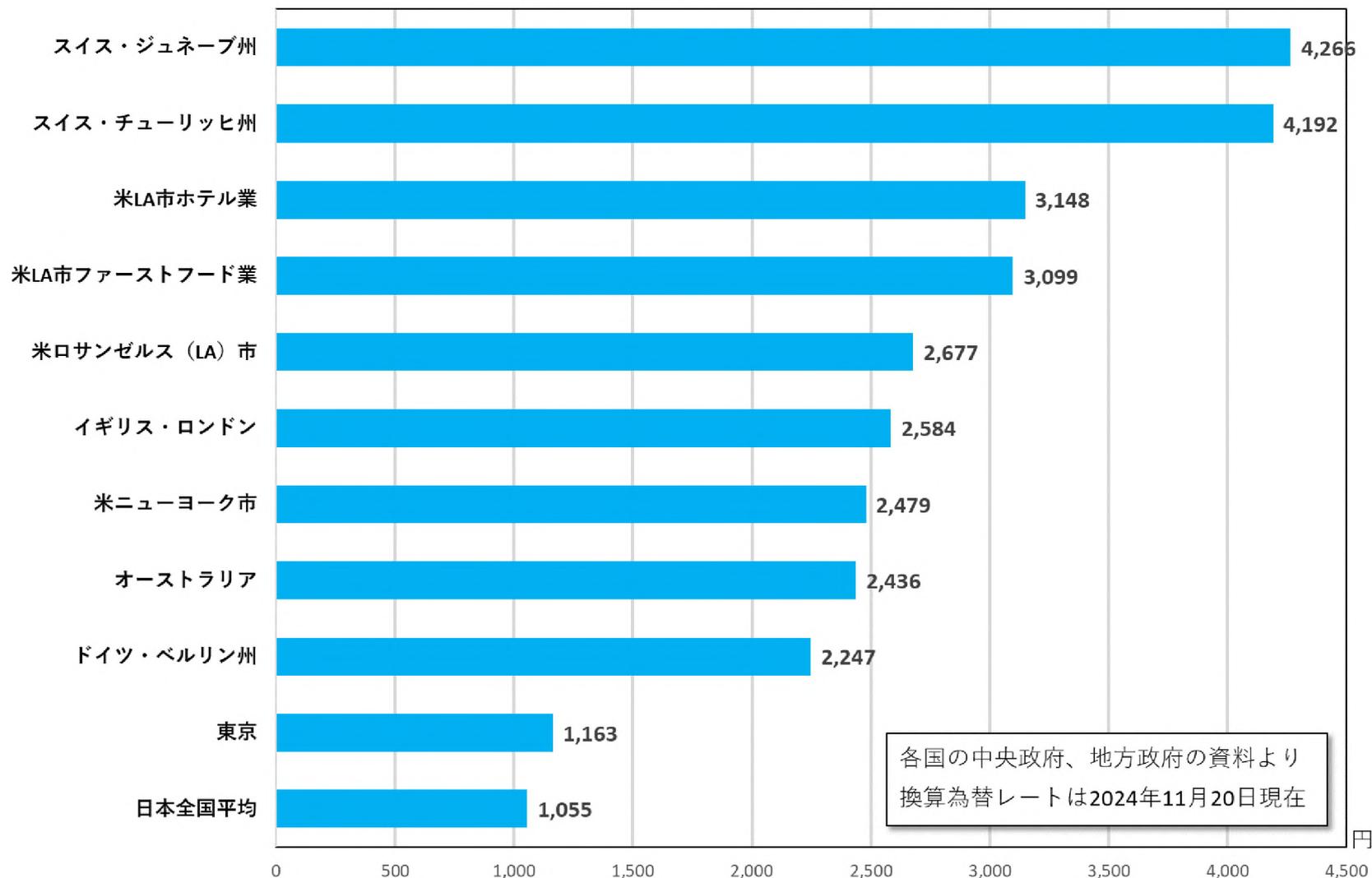
17位	アメリカ	43
18位	オーストラリア	42
19位	ポーランド	39
20位	フランス	32
21位	ドイツ	27
22位	サウジアラビア	27
23位	ギリシャ	23
24位	イタリア	23
25位	トルコ	22
26位	インドネシア	20
27位	中国	19
28位	アルゼンチン	19
29位	ロシア	17
30位	インド	15
31位	韓国	14
32位	日本	5

2023年 IMD世界人材競争力ランキング

1	スイス	23	リトアニア
2	ルクセンブルグ	24	フランス
3	アイスランド	25	ポルトガル
4	ベルギー	26	スロベニア
5	オランダ	27	バーレーン
6	フィンランド	28	クウェート
7	デンマーク	29	キプロス
8	シンガポール	30	カタール
9	オーストリア	31	ニュージーランド
10	スウェーデン	32	スペイン
11	ノルウェー	33	マレーシア
12	ドイツ	34	韓国
13	カナダ	35	イギリス
14	アイルランド	36	サウジアラビア
15	アメリカ	37	ギリシャ
16	香港	38	カザフスタン
17	エストニア	39	ラトビア
18	オーストラリア	40	ボツワナ
19	イスラエル	41	中国
20	台湾	42	イタリア
21	チェコ	43	日本
22	UAE	44	ポーランド

円安とはいえ、日本の最低賃金は低い。スイスは4千円超、生産性の差が背景に

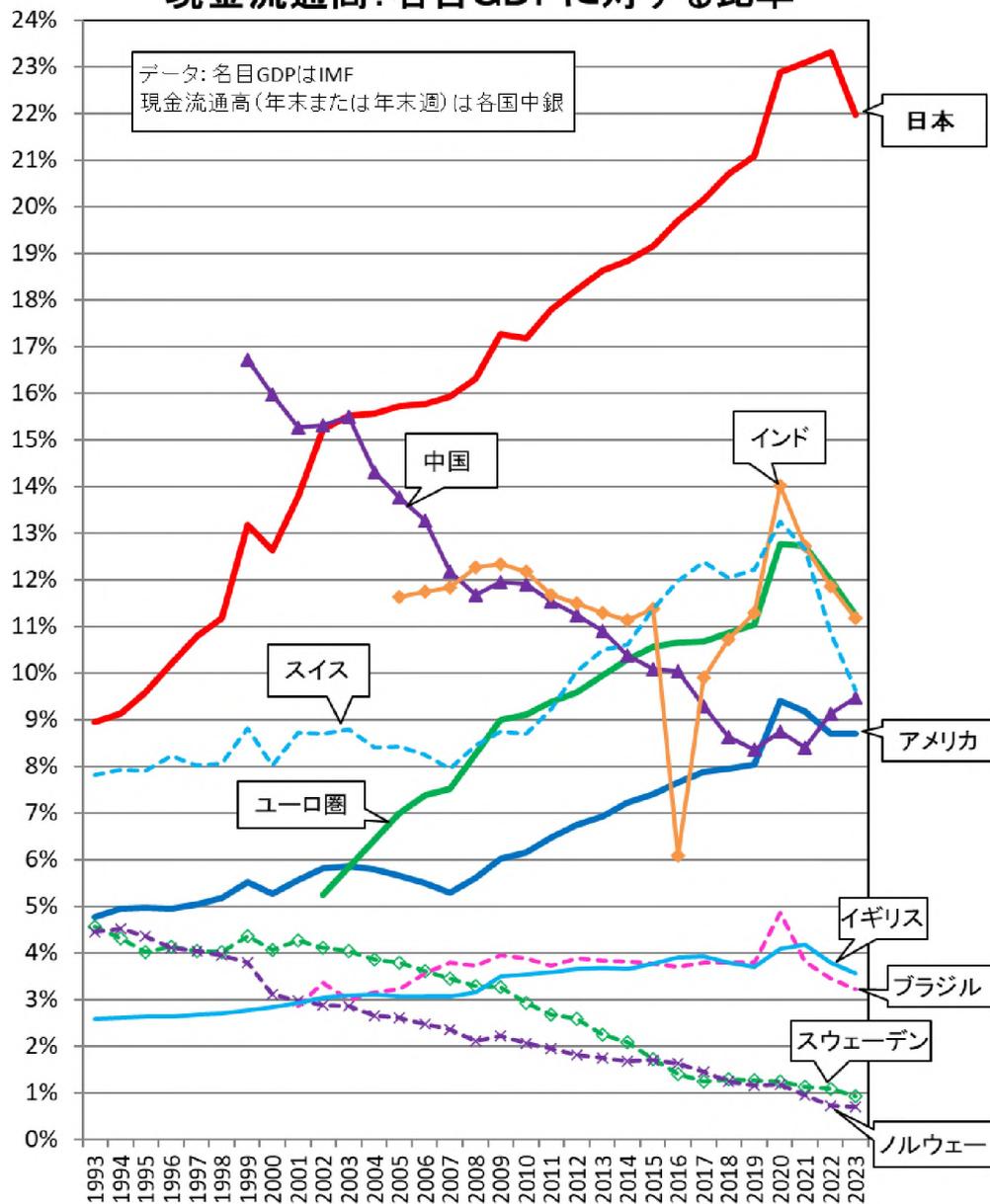
最低賃金（時給）円換算比較



各国の中央政府、地方政府の資料より
換算為替レートは2024年11月20日現在

ご参考:現金流通高

現金流通高:名目GDPに対する比率



本資料は情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、お取引の最終決定は御自身の判断でなされますよう御願い致します。本資料に記載されている内容は、信頼できる情報源に基づき作成されたものですが、弊社はその正確性および確実性を保証するものではありません。また、本資料を無断で転送・引用・複製することを固く禁じます。

東京短資株式会社のお客様へ

本書面の情報に基づき、お取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

◇ お取引に当たっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した手数料をいただきます。また、非上場債券(国債、CP等)等のように購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もあります。

* 手数料の額は、その時々々の市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

◇ 金利等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた証拠金の額を上回るおそれがあります。

◇ 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面、取引説明書等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等:東京短資株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第524号 加入協会:日本証券業協会