

2004年10月1日

国債市場とその影響

みずほ証券株式会社
投資戦略部

チーフストラテジスト 高田 創

本日の話題

1. なぜ消化されてきたか
2. 国債保有構造
3. 長期金利とその影響

本日の話題 1

なぜ消化されてきたか

外人の疑問

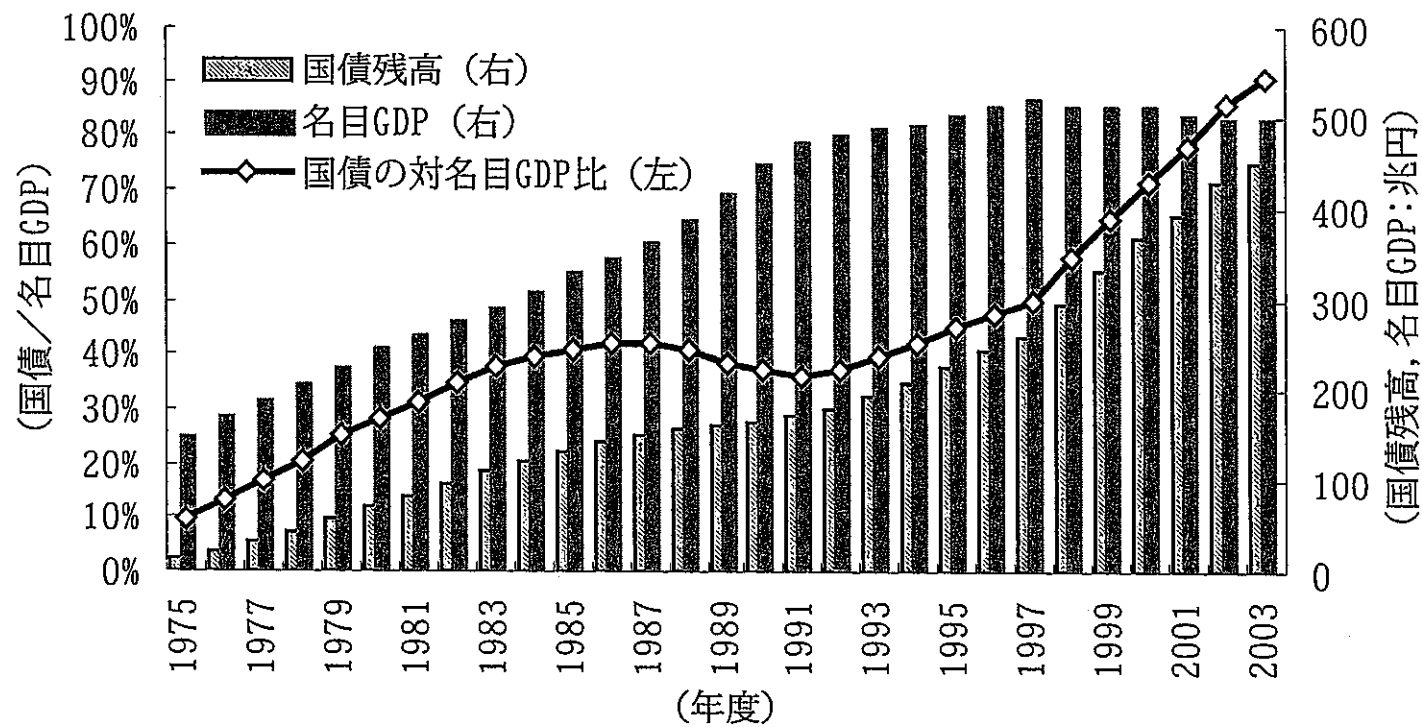
MIZUHO

- ・ なぜ日本国債の金利が低いのか
- ・ なぜ、国債の大量発行でも金利が下がるのか
- ・ なぜ、日本の銀行は国債に投資するのか
- ・ なぜ、日本の投資家は外国に投資しないか

日本の財政状況

MIZUHO

国債は増発が続くが

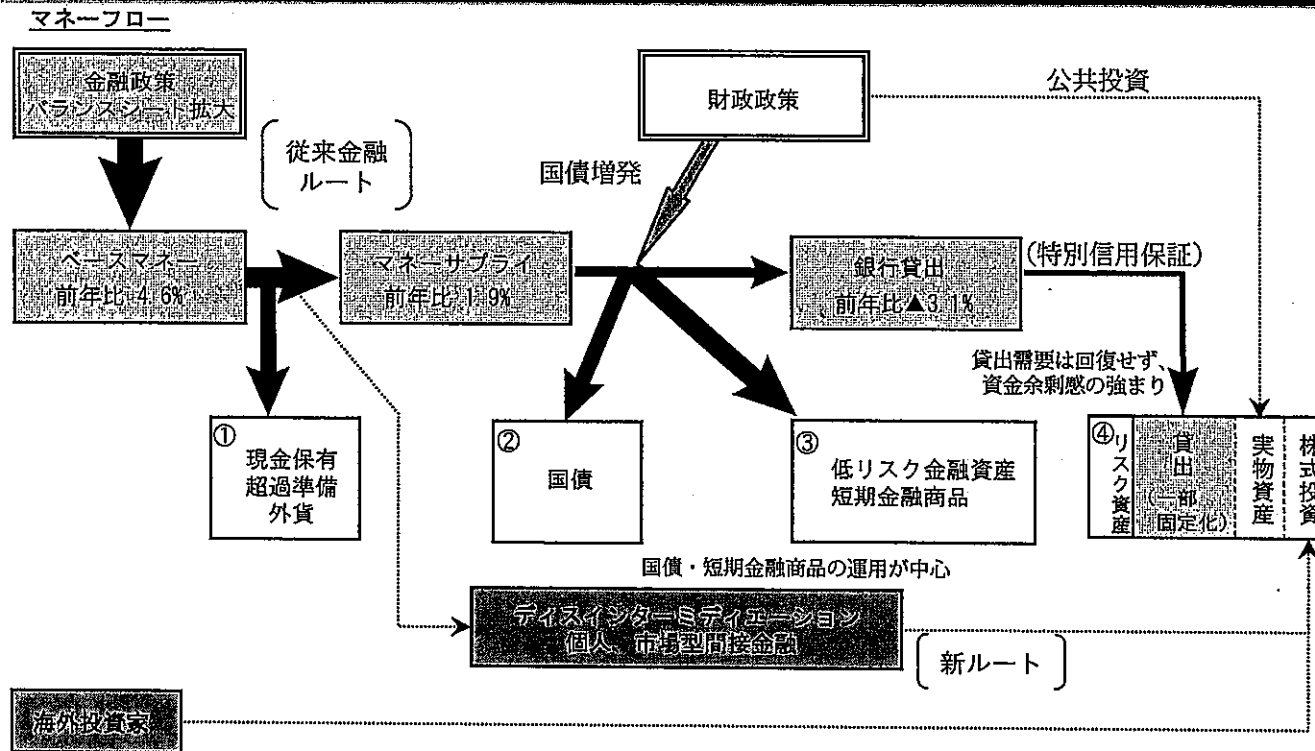


長期金利変動を振り返る

(1985年以降の債券市場総括)



なぜ資金は国債に行くのか



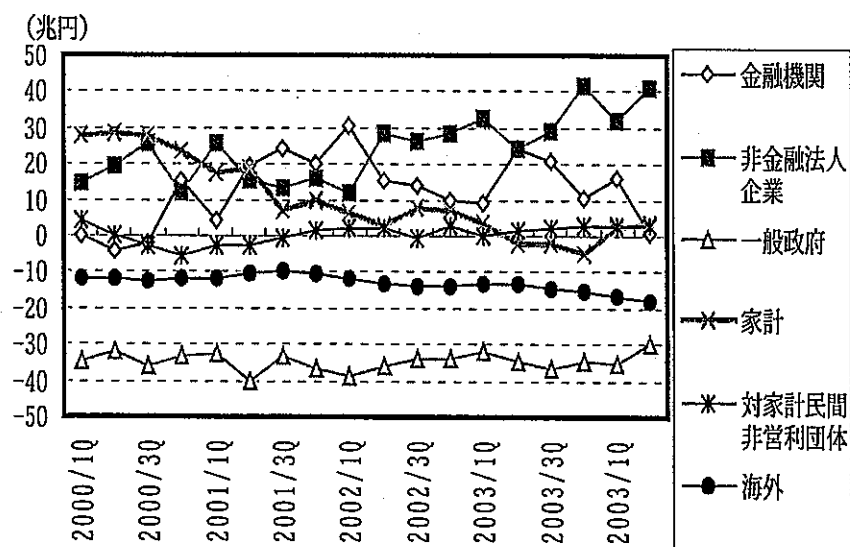
(注) ベースマネー、マネーサプライ及び銀行貸出（主要5業態）は日銀統計2004年8月の値

不安材料は、(a)海外への資金逃避(①)、
(b)短期・流動性バイアス(②→③)

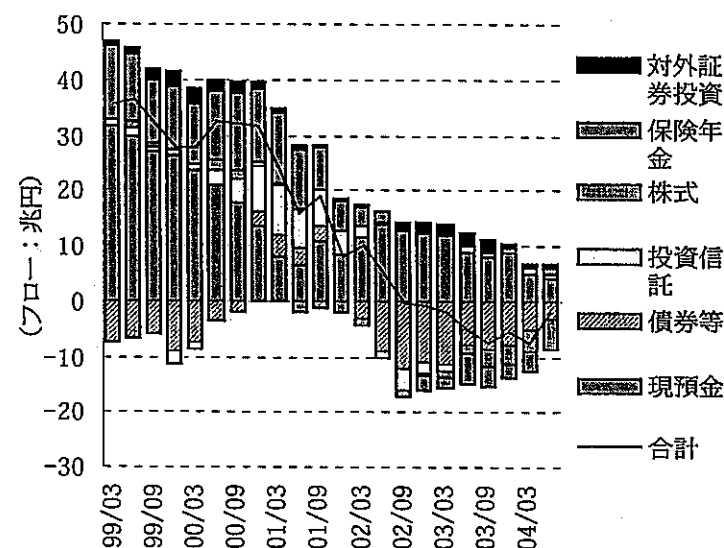
資金が国債へ行く前提

- ・ 企業部門の資金余剰度が増加
- ・ 家計はフローベースで資金不足、金融資産は依然として預金中心の動き

部門別資金過不足



家計の金融資産フロー

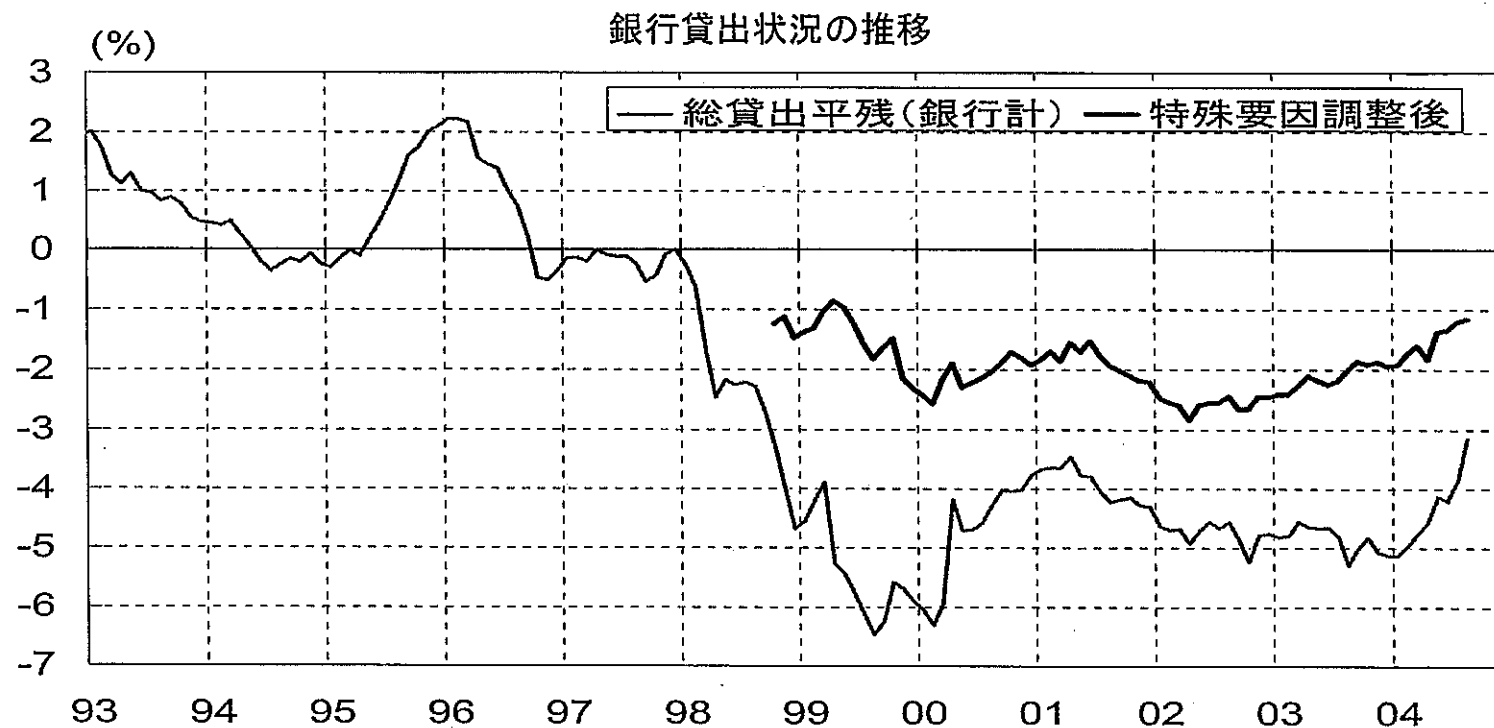


(注) 過去4四半期累計ベース。(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

(注) 過去4四半期累計ベース。(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

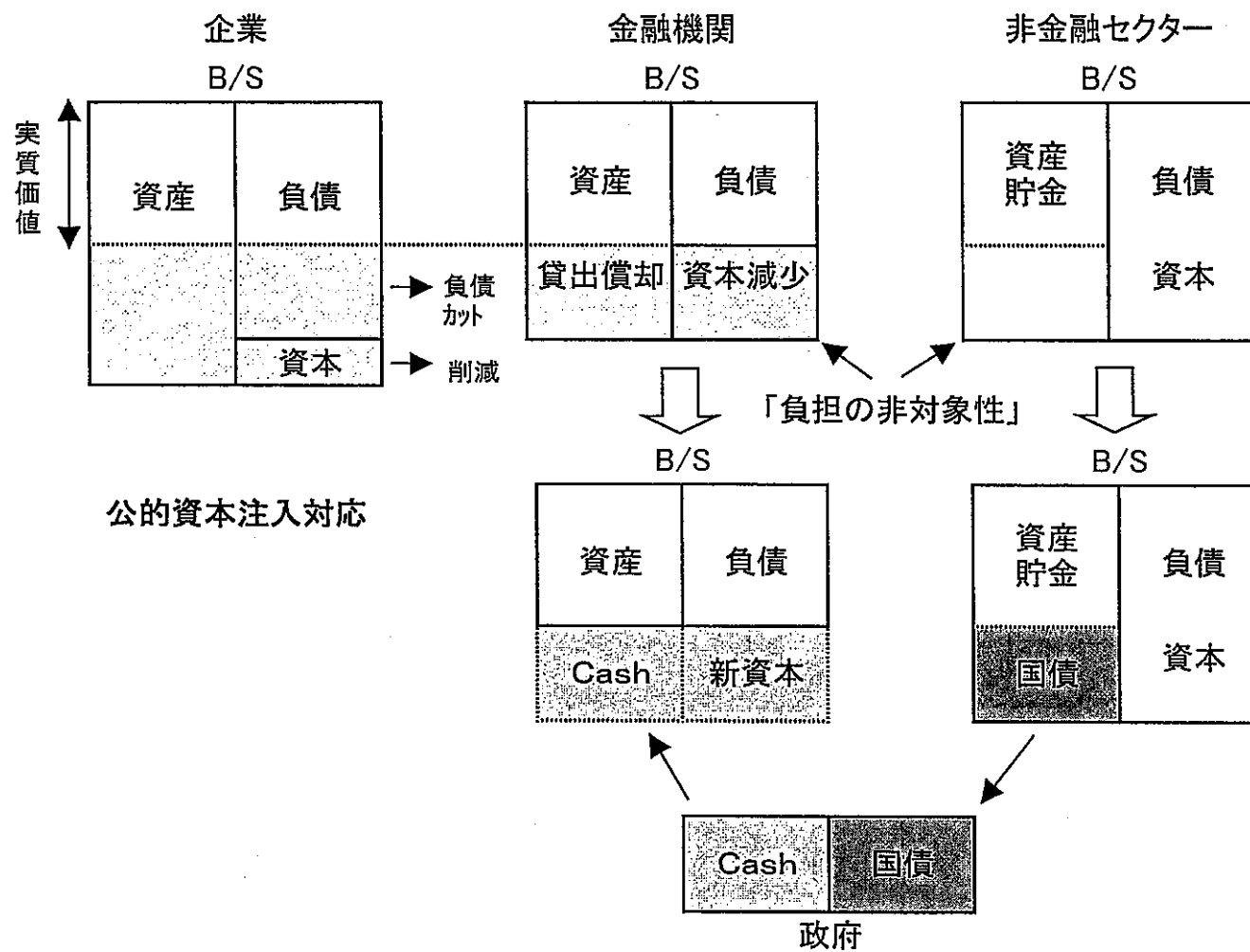
依然続く貸出減少

- 貸出しの減少のなかで代替運用手段が限られる
- 前年比マイナス幅は次第に縮小しているが



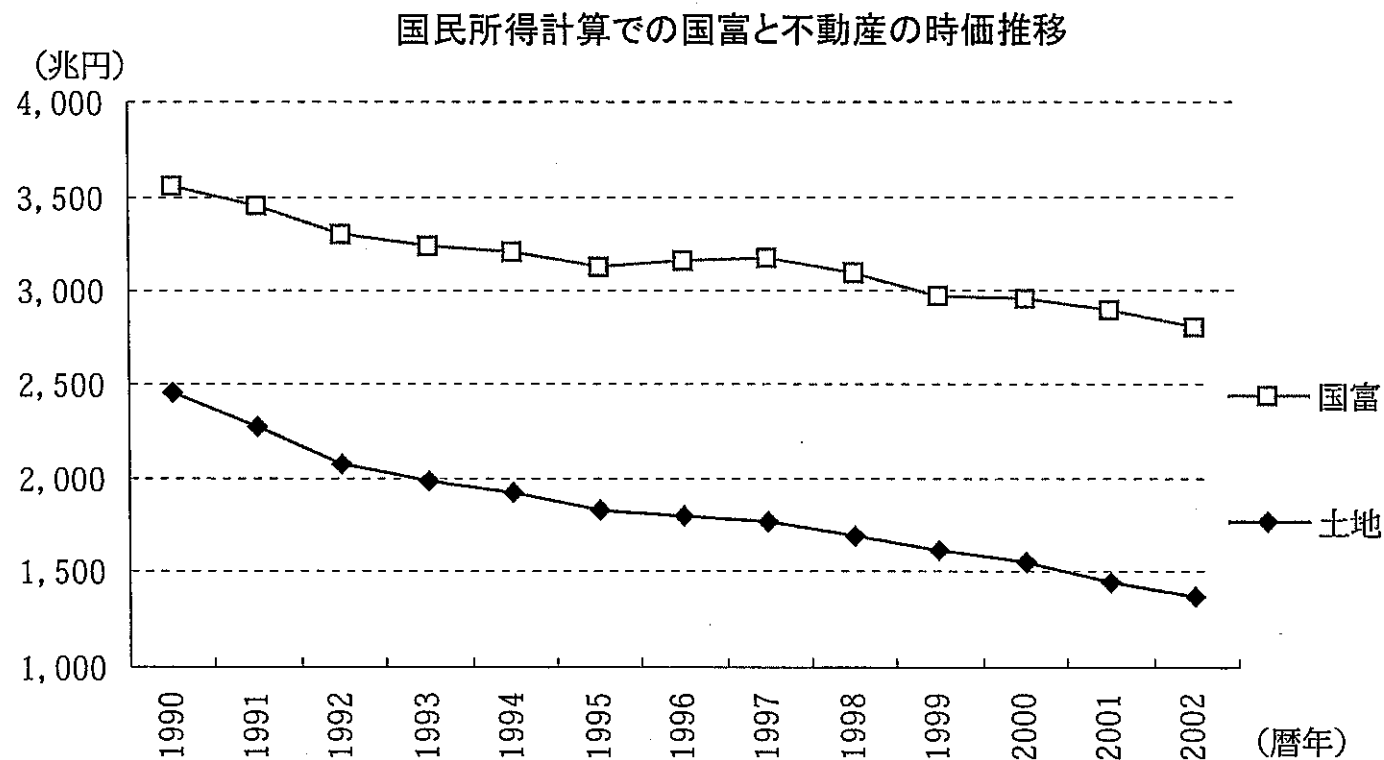
(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等(速報)」

バランスシート調整と国債

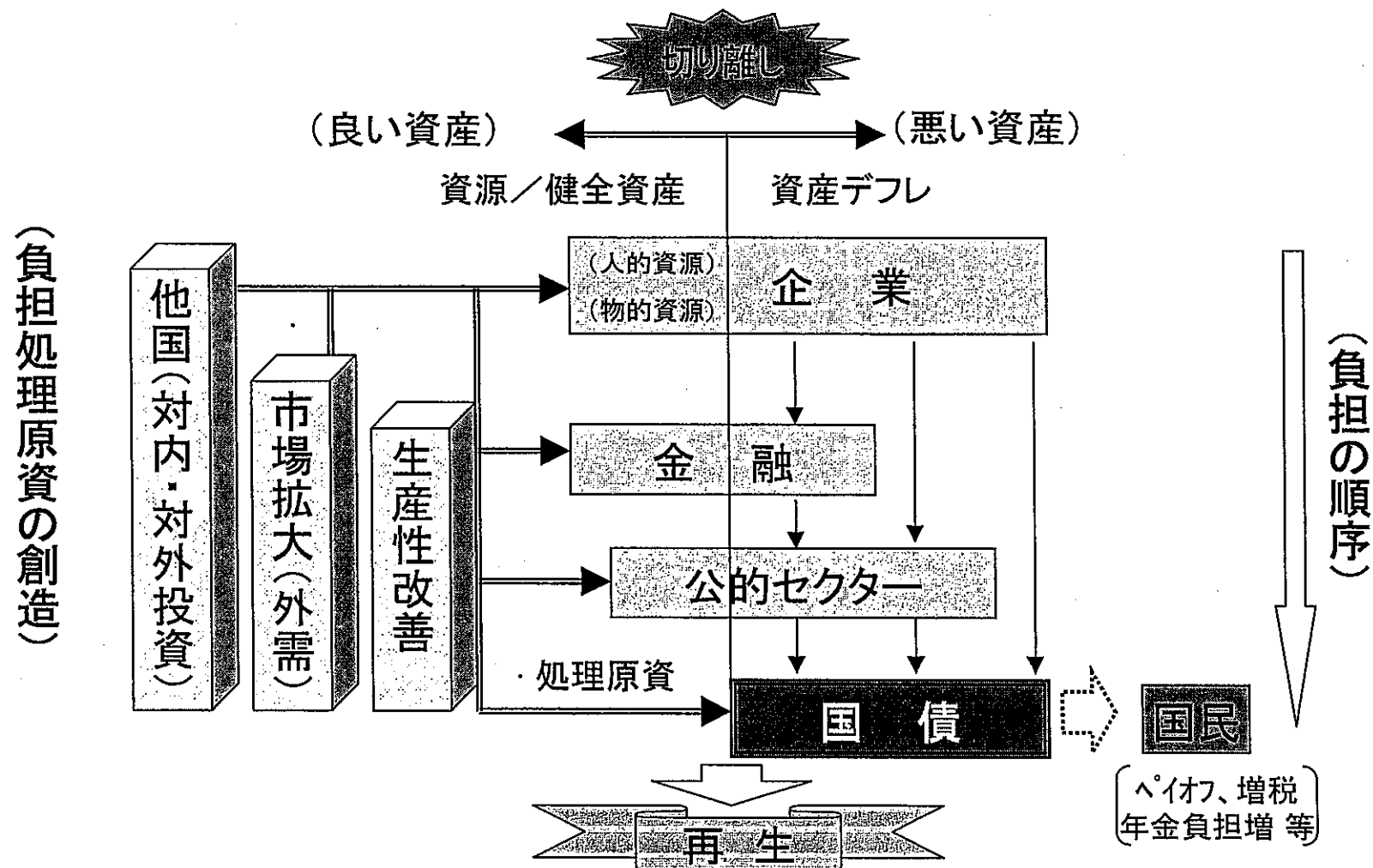


資産デフレの規模

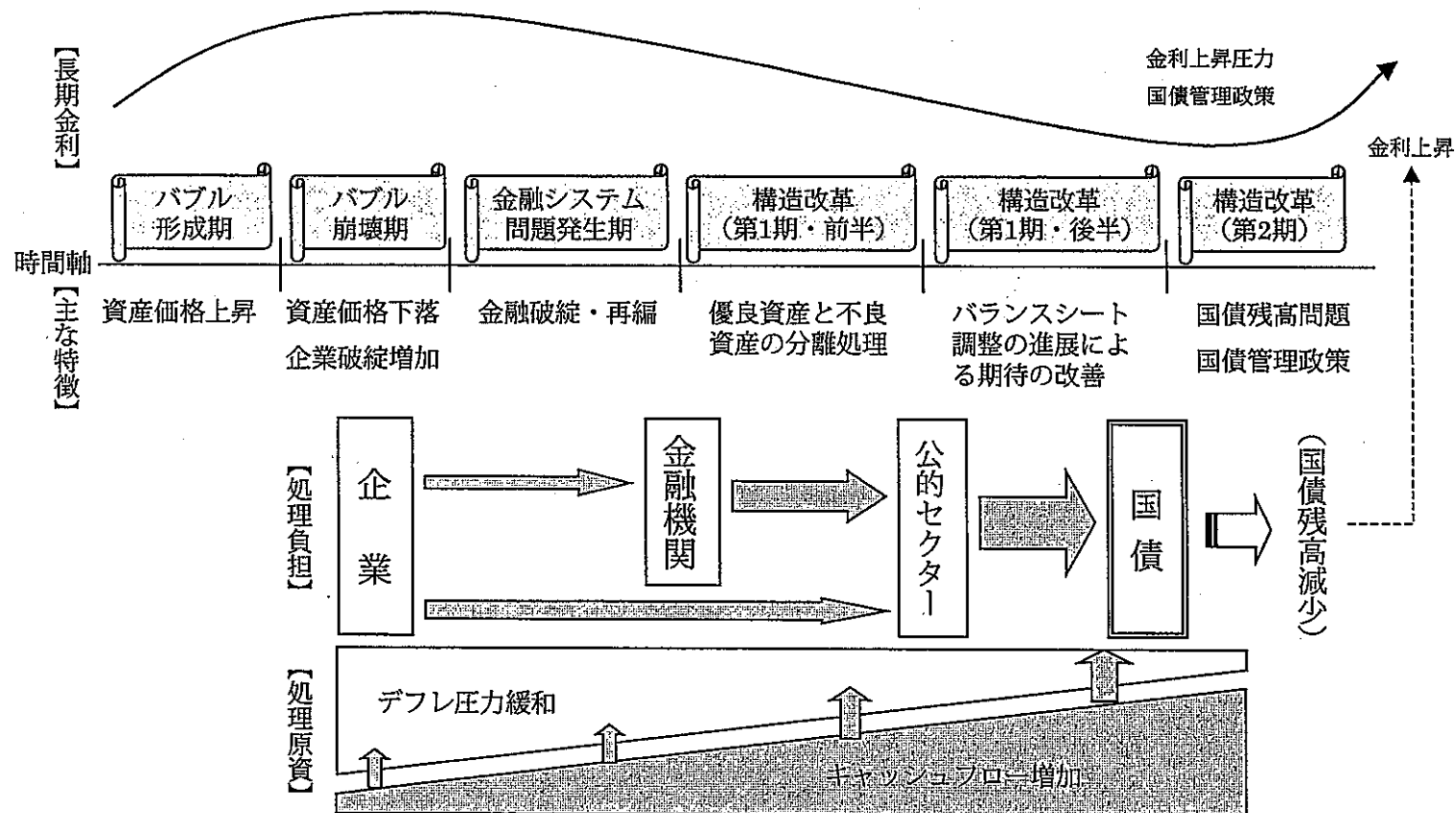
- ・ バランスシート調整の出発点は資産価値の消失



国債に負担が寄せられた構造



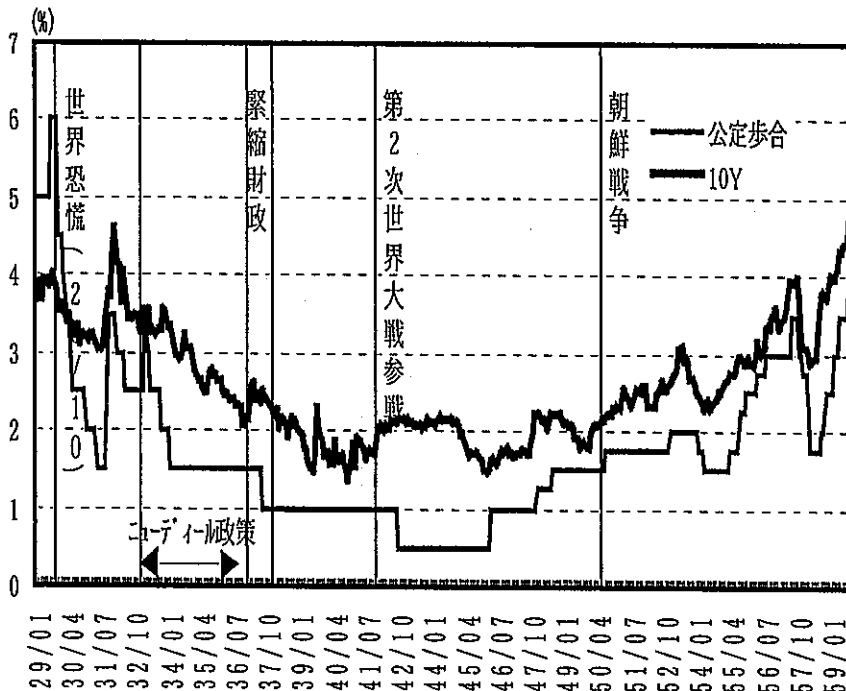
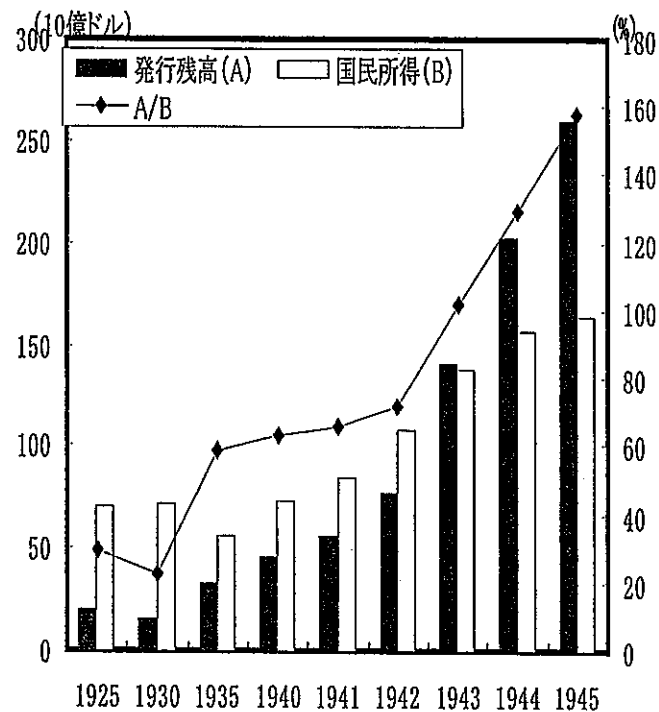
「国債暴落」とエクジット戦略



1930.40年代米国との共通性

MIZUHO

国債は増発が続いたが、金利は安定していた



MIZUHO

本日の話題2

我が国の国債保有構造

日本のI-Sバランスの特徴

$$\begin{array}{l} \text{国内貯蓄} \\ (S-I) \end{array} = \begin{array}{l} \text{対外バランス（経常収支）} \\ (T-G) \end{array} = \begin{array}{l} \text{（Ex - Im）} \end{array}$$

民間貯蓄

財政黒字

一構造的な経常黒字、貯蓄過剰

一大幅な民間貯蓄過剰を埋め合わせる財政赤字

■ISバランス比較

	S-I	T-G	EX-IM
エマージング諸国	赤字	赤字	赤字
日本	大幅黒字	赤字	黒字
欧州（80年代）	不安定	赤字	赤字が多い
米国（90年代）	大幅赤字	黒字	赤字

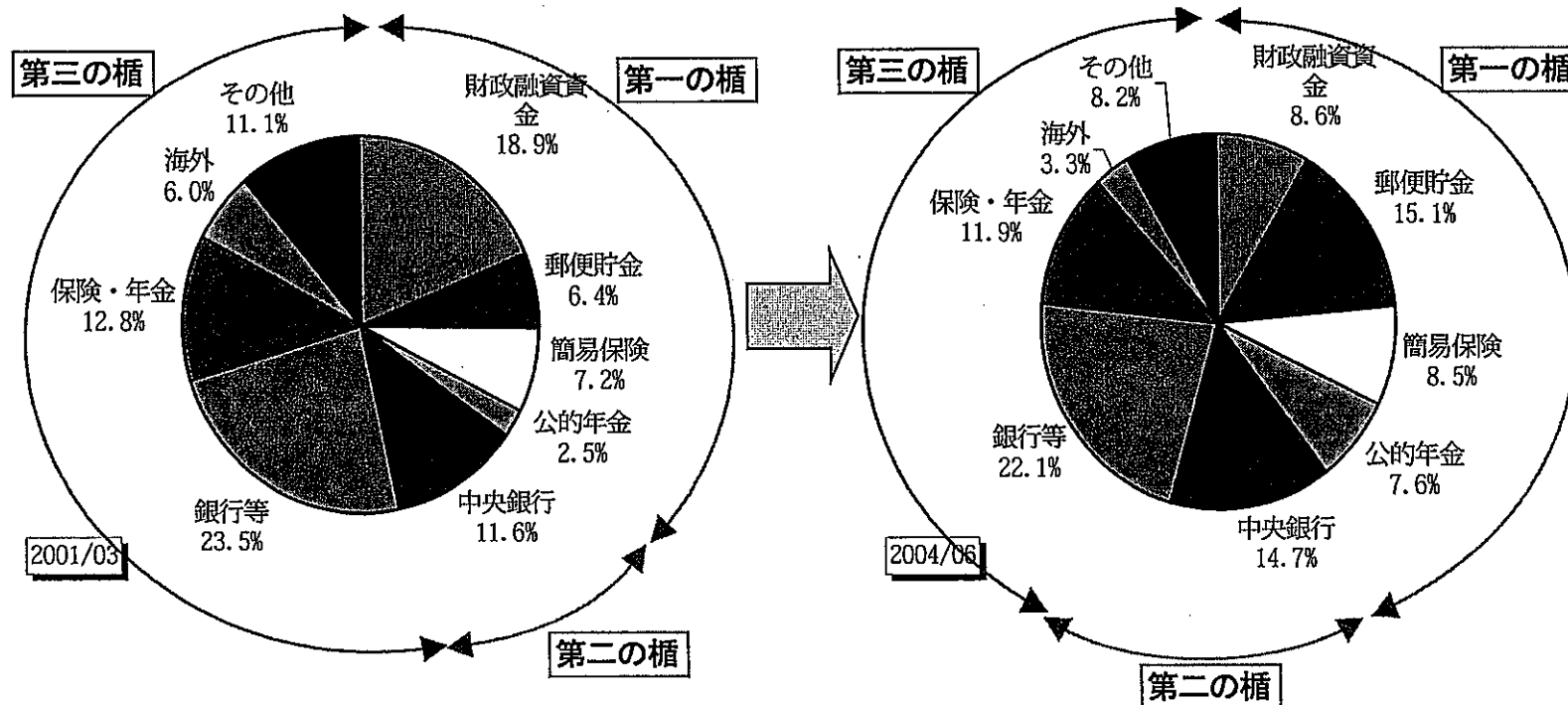
日本国債の格付

MIZUHO

- ・ 日本国債の構造は「お父さんとお母さんのやり取り」
- ・ 重要なのは両者の信任の維持、信任が崩れれば「資本逃避」
- ・ 日本国債は約97%は居住者が保有
- ・ 格付会社は「一家」の信任を評価しづらい
- ・ 信任を本当に維持できるのか

国債保有の「三つの楯」

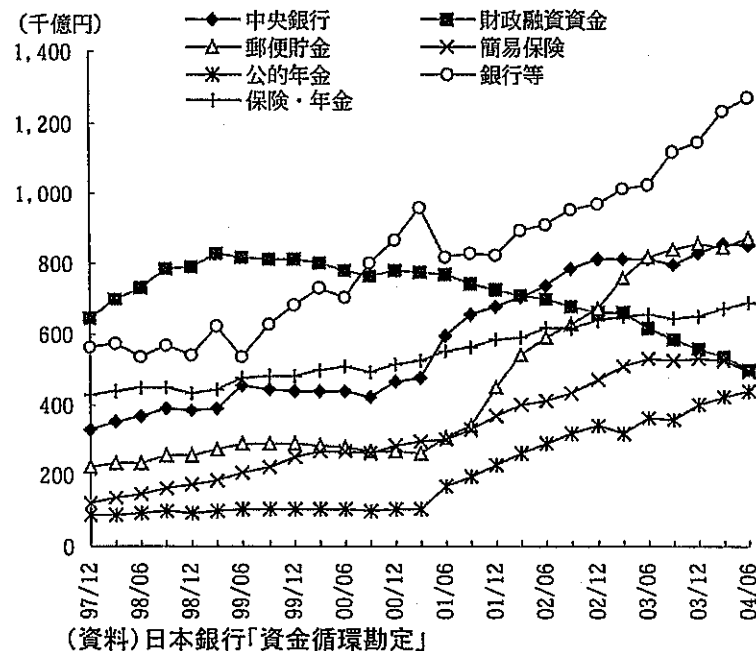
- 「第一の楯」＝政府等（財政融資資金、郵貯、簡保、年金）
- 「第二の楯」＝日本銀行
- 「第三の楯」＝銀行を中心とした民間保有者



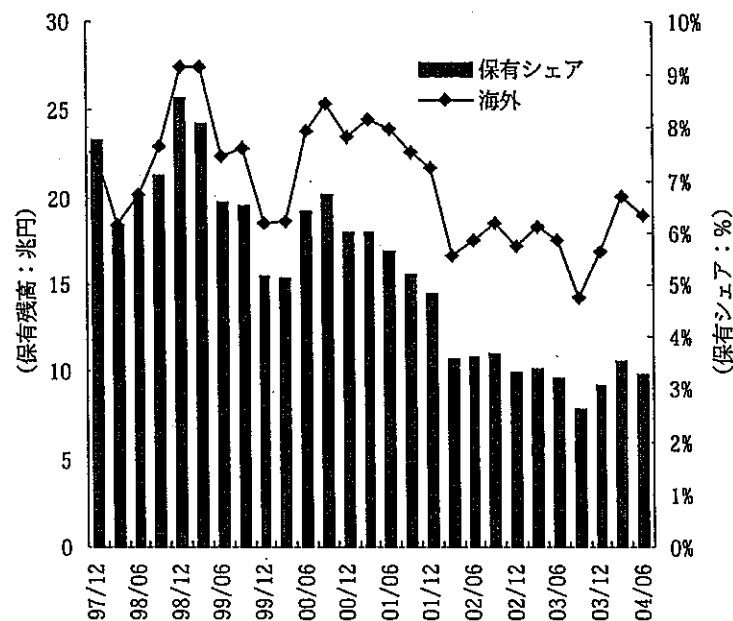
日本国債の保有状況

- 日本国債の保有は公的部門が54.5%を占める
- 海外保有は03年9月に2.6%まで低下した後、04年6月現在3.3%に回復(公的保有分を除けば8.8%のシェア)

■日本国債の保有シェア



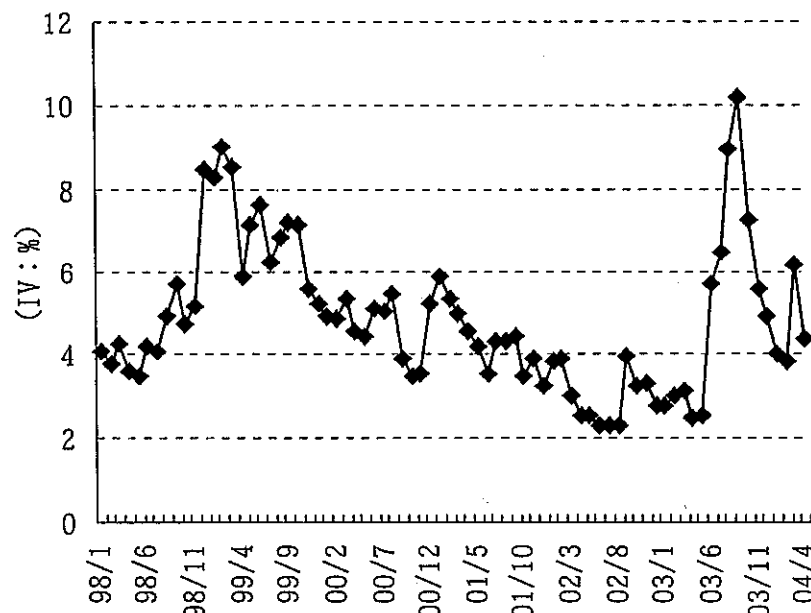
■日本国債の海外保有シェア



相場下落時の市場変化

- 経験的には国債市場のボラティリティは急速に高まる
- 転換点における金利変化はオーバーシュートしやすい

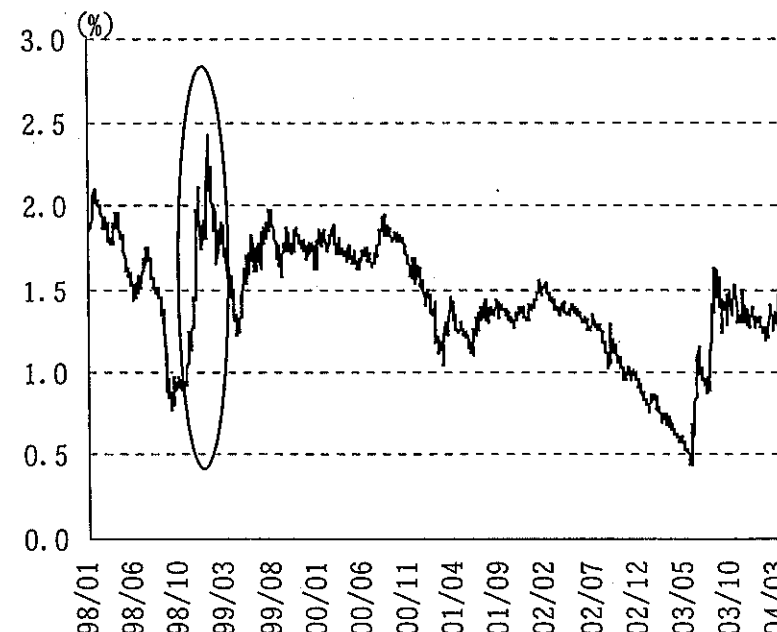
(ボラティリティの推移)



(注) 10年国債店頭オプションATM CALL1ヶ月物のIV。

(資料) みずほ証券

(10年金利推移)



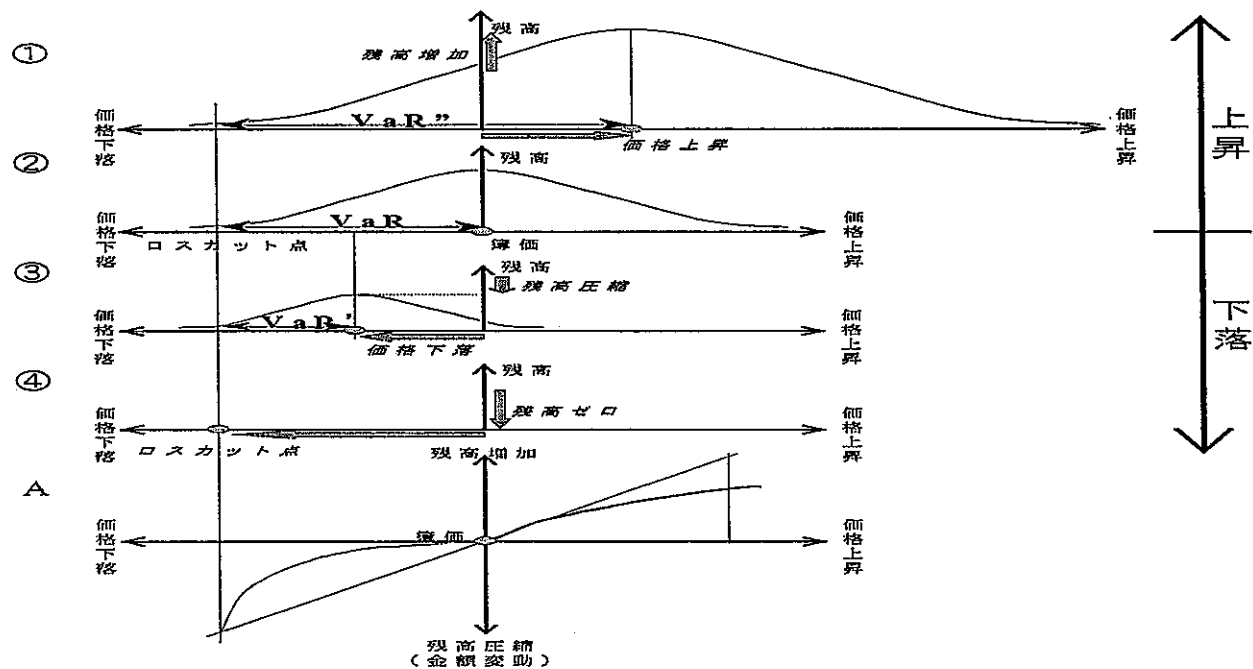
(資料) みずほ証券

ミクロのリスク管理はマクロの変動

VaR(バリューアットリスク)管理は相場変動を順張りに

- 金利上昇時の変動加速要因 → 国債管理政策の必要

(VaR管理での変動)



本日の話題3

国債金利と影響

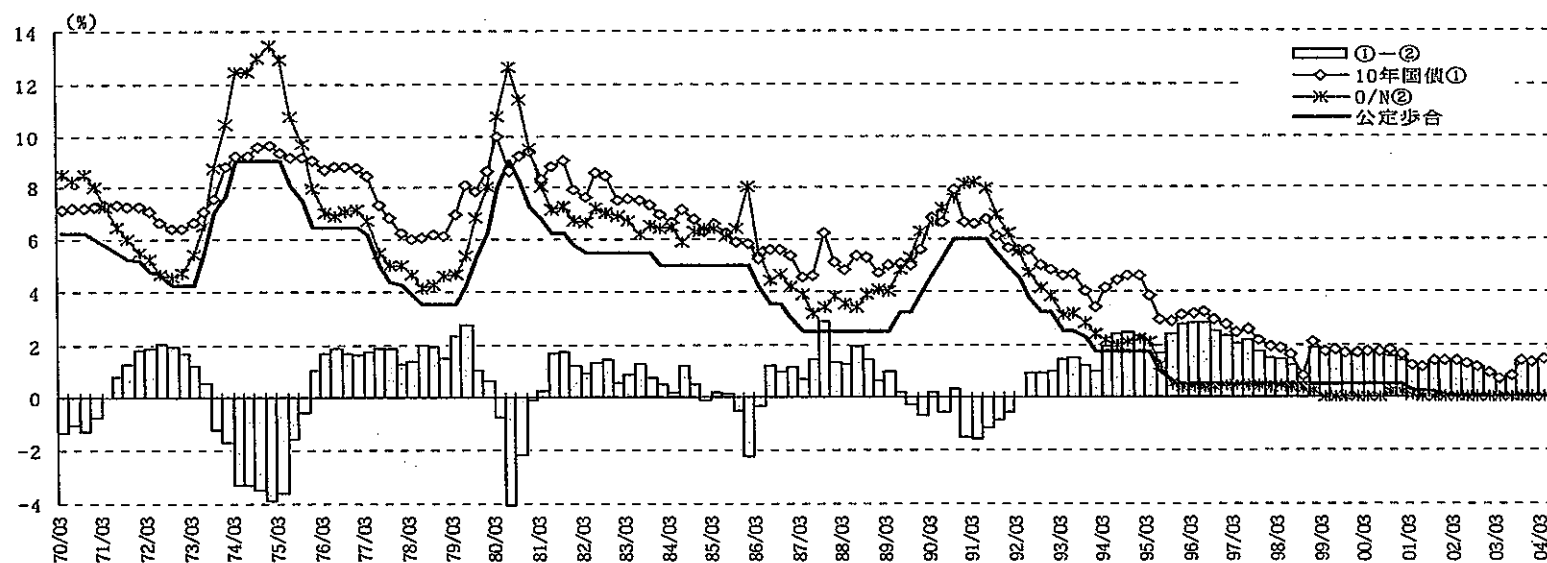
長期金利の目処

MIZUHO

$$\text{長期金利} = \text{O/N金利} + \text{長短金利差}$$

- 長短スプレッドは景気モーメントのバロメーター(過去引締転換時Maxで2%程度、平均的に1.2-1.5%)。

(長短金利の推移)



サステナブルな金利上昇

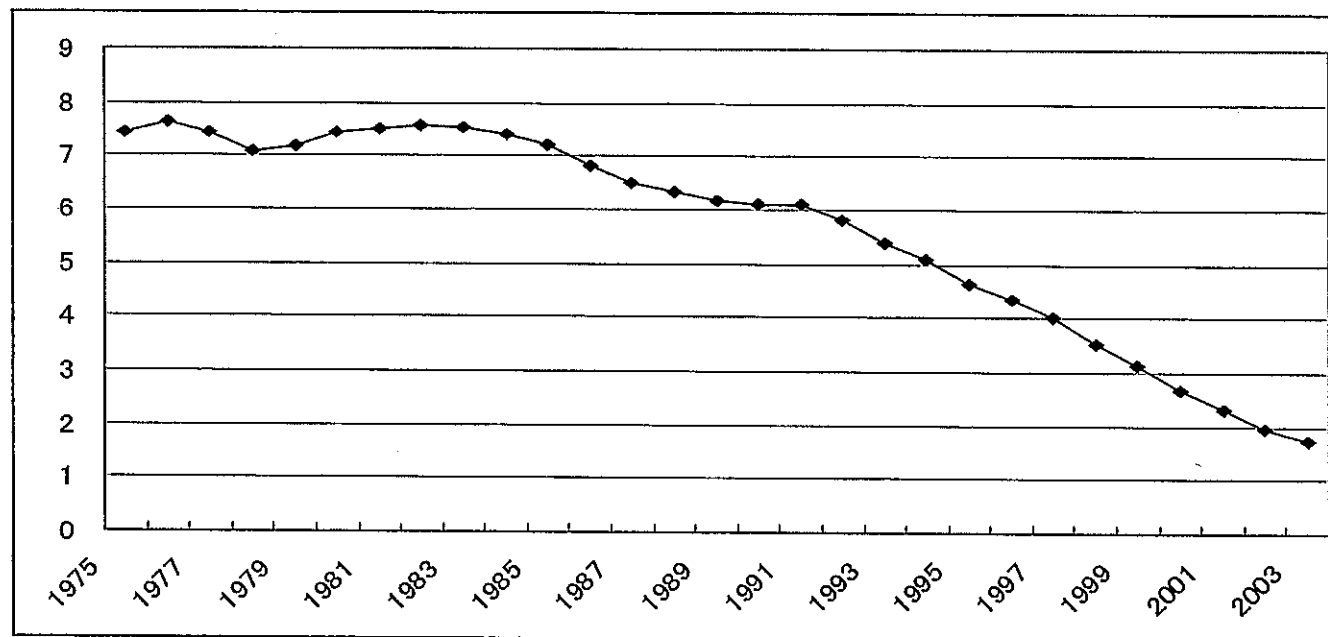
- ・基本は①プライマリーバランス、②名目成長率、③国債金利
- ・重要なプライマリーバランスの改善（財政の健全化）
- ・持続的改善には
名目成長率>国債金利

- ①持続的な経済成長
- ②サステナブルな金利上昇（良い金利上昇）
- ③国債管理政策、リスクプレミアム安定、信認確保

低下が続く国債利回り

2003年度末の加重平均利回り:1.72%

(国債利率加重平均利回り推移)

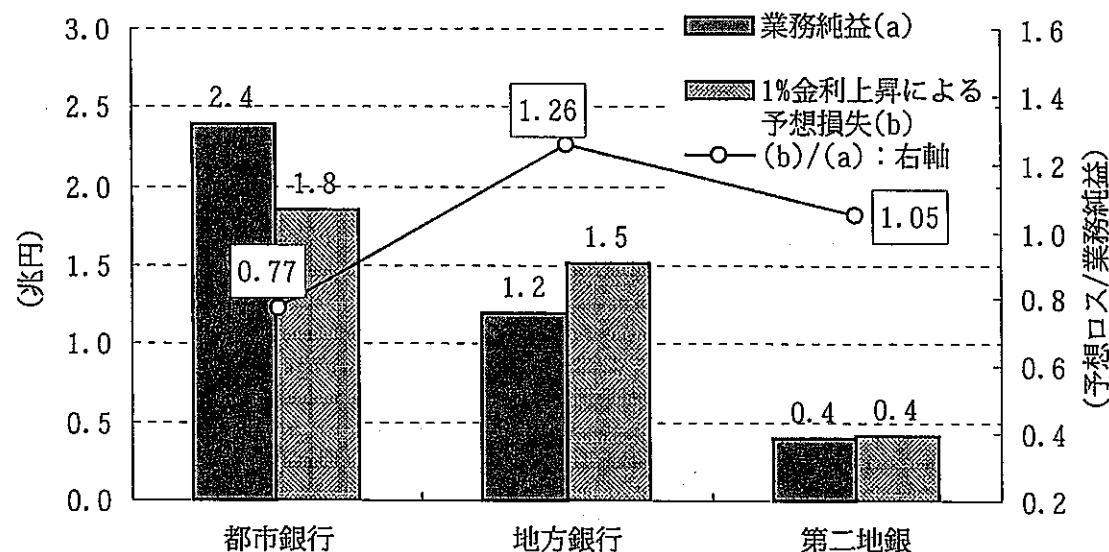


(出所:財務省)

銀行の金利上昇耐久度

- 1%の金利上昇による保有債券の含み損は業務純益
- 金利上昇コストをカバーする金利収入増加、逆相関資産(良い金利上昇)

業務純益と金利上昇時の予想損失額の比較



企業の金利上昇耐久度

- 金利上昇による影響は「非製造3業種」に集中
- 製造業など大部分の業種では金利上昇耐久力が向上

業種別債務状況、2004/3

		有利子負債 (兆円)①	キャッシュフロー (兆円)②	債務償還年 数(年) ①/②	キャッシュフローがゼロ となる金利上 昇幅(%)	負債圧縮必 要額(兆円) (注)	支払利息 (兆円)③	支払利率 (%)③/①
全産業		494.4	56.4	8.8	12.6	0.0	10.2	2.1
製造業		117.2	18.6	6.3	18.0	0.0	2.6	2.2
非製造業	3業種計	224.0	13.0	17.3	6.4	64.7	4.1	1.8
	不動産	76.1	2.9	25.8	3.3	17.1	1.3	1.7
	卸小売	114.9	8.1	14.2	7.9	34.0	2.1	1.8
	建設	33.0	1.9	17.1	8.1	13.7	0.7	2.2
	その他	153.2	24.9	6.2	17.5	0.0	3.5	2.3
	運輸通信	42.0	7.4	5.6	20.1	0.0	1.2	2.9
	電気	23.8	3.1	7.8	13.9	0.0	0.6	2.7
	ガス水道	2.1	0.6	3.7	27.0	0.0	0.0	2.1
	サービス	80.4	13.3	6.0	17.3	0.0	1.5	1.9

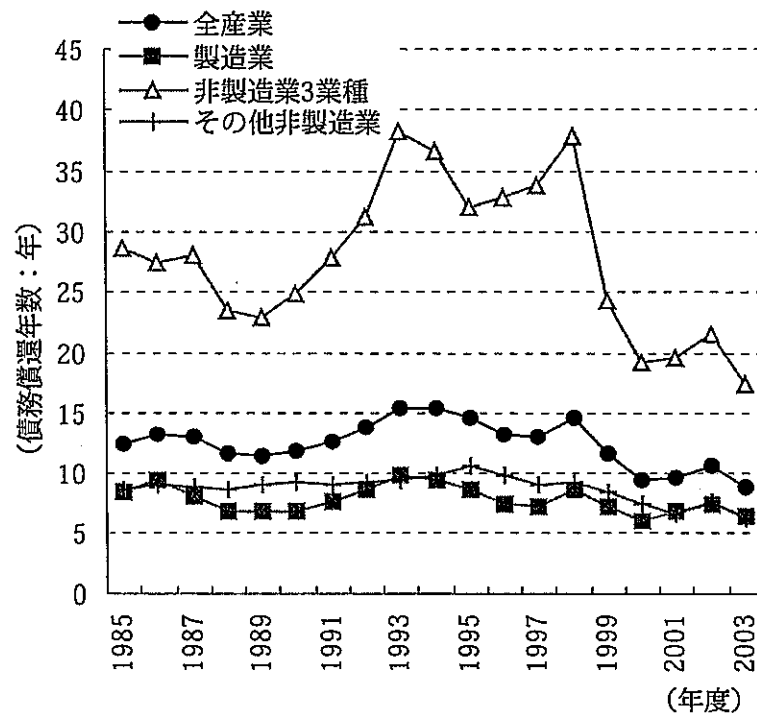
(出所: 法人企業統計年報)

(注: 負債圧縮必要額＝有利子負債金額－キャッシュフローにより10年(不動産のみ20年)で可能な負債金額
キャッシュフローはネット特別損失を組み戻した。キャッシュフローがゼロになる金利上昇幅は税効果を勘案)

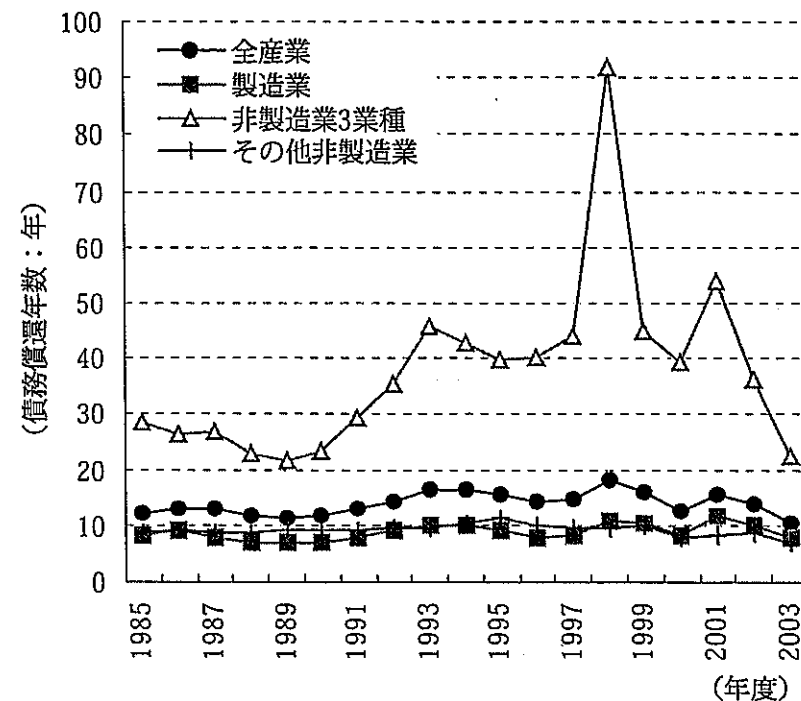
債務償還年数推移

・企業の債務償還能力は向上

債務償還年数(特別損失控除)



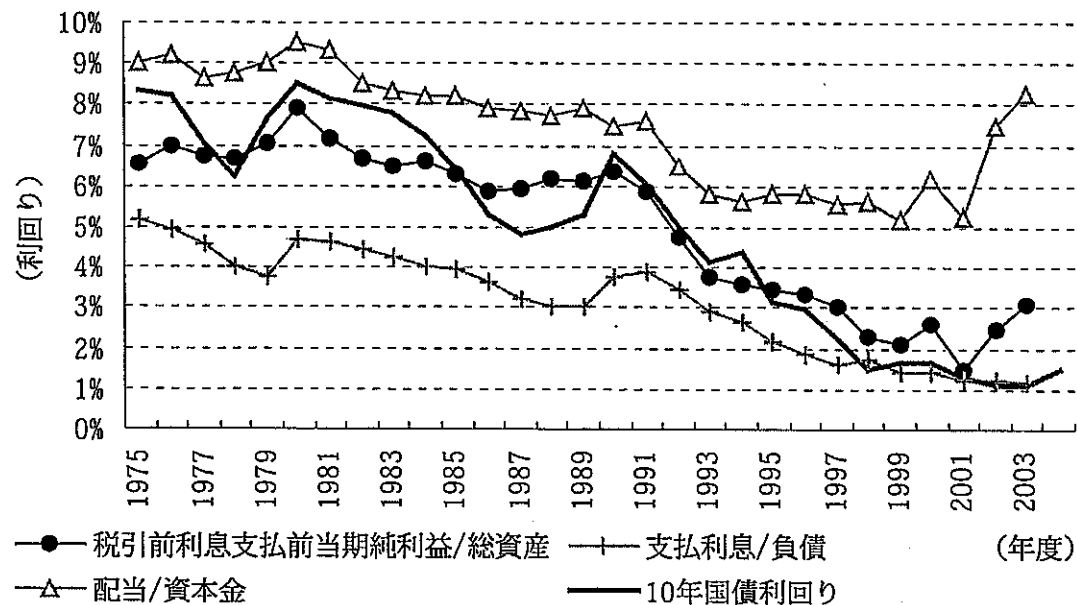
債務償還年数(特別損失勘案後)



キャッシュフローと長期金利

- 長期金利はトレンドは、企業のキャッシュフローの改善を徐々に織り込み始めた

非金融法人企業の財務諸表と長期金利



(資料) 法人企業統計年報

国債管理政策のメニュー

	国債管理政策のメニュー	主な投資家
財務省	買入消却・整理基金オペ 変動利付債のメニュー拡大 個人向け国債の拡大 非市場性国債、私募国債、借入での調達 ユーロ円債等発行の多様化	銀行 銀行・機関投資家 個人 銀行・機関投資家 海外投資家
日本銀行	長期に渡るゼロ金利のコミットメント 中長期金利の期待形成に係るアナウンス タームもの金利も含めた安定 国債買入の増額	
公的セクター	安定的な国債投資の継続	
市場対応など	国債市場特別参加者制度 公社債投信の拡大 時価会計の弾力運用 満期保有概念の利用拡大 変動債への積極的対応	銀行・証券等 個人 銀行・機関投資家 銀行・機関投資家 銀行・機関投資家

国債の重要性

- ・90年代以降の調整最終局面の鍵を握る国債市場
- ・基本的に国内の信頼の問題
- ・「財政の健全化」、「民間セクターの回復」、「債券市場安定（国債管理政策）」実現を不可欠とするナロウパス
- ・国債で日本人が問われる

(本資料に関する問い合わせ)

チーフストラテジスト 高田 創

phone:+81-3-5208-2911, fax:+81-3-3516-7242

e-mail:hajime.takata@mizuho-sc.com

シニアフィナンシャルアナリスト 柴崎健

phone:+81-3-5208-2793, fax:+81-3-3516-7242

email:takeshi.shibasaki@mizuho-sc.com

MIZUHO

みずほ証券株式会社

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。本資料に記載された条件などはあくまで仮定的なもので、市場環境や発行体の事情により予告なく変更されることがあり、また、かかる取引に関するリスクをすべて特定・示唆するものではありません。本取引の内容、リスク等を十分把握し、必要な場合には顧問弁護士、顧問会計士などに御相談の上で、お取り扱い下さい。