

2012年2月15日

日本化現象 日本化現象化は日本固有の現象でない

みずほ総合研究所

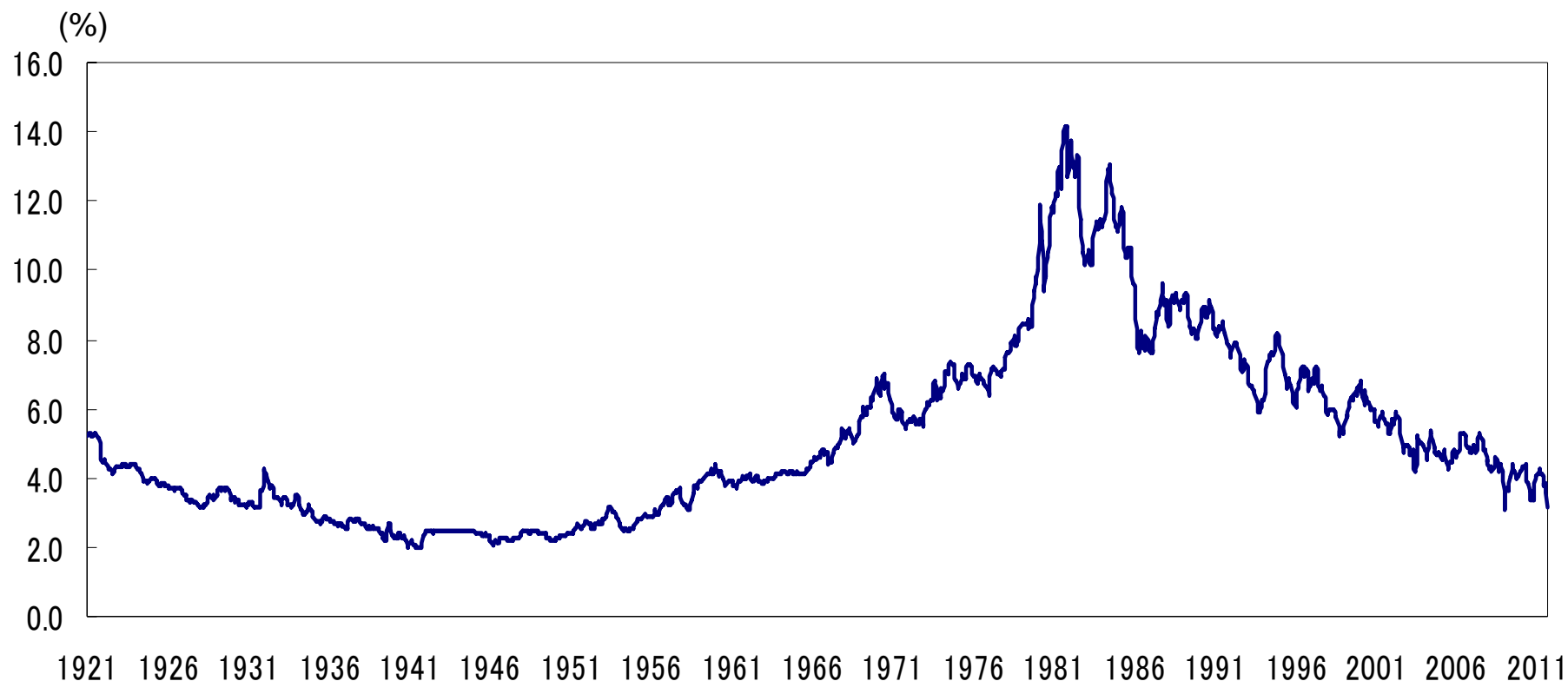
常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

みずほ総合研究所

未体験ゾーンに入った市場

- 米国長期金利は1950年代以来、約60年ぶりの水準
- 市場参加者の誰もが体験したことのない世界に踏み入った

米国10年金利推移



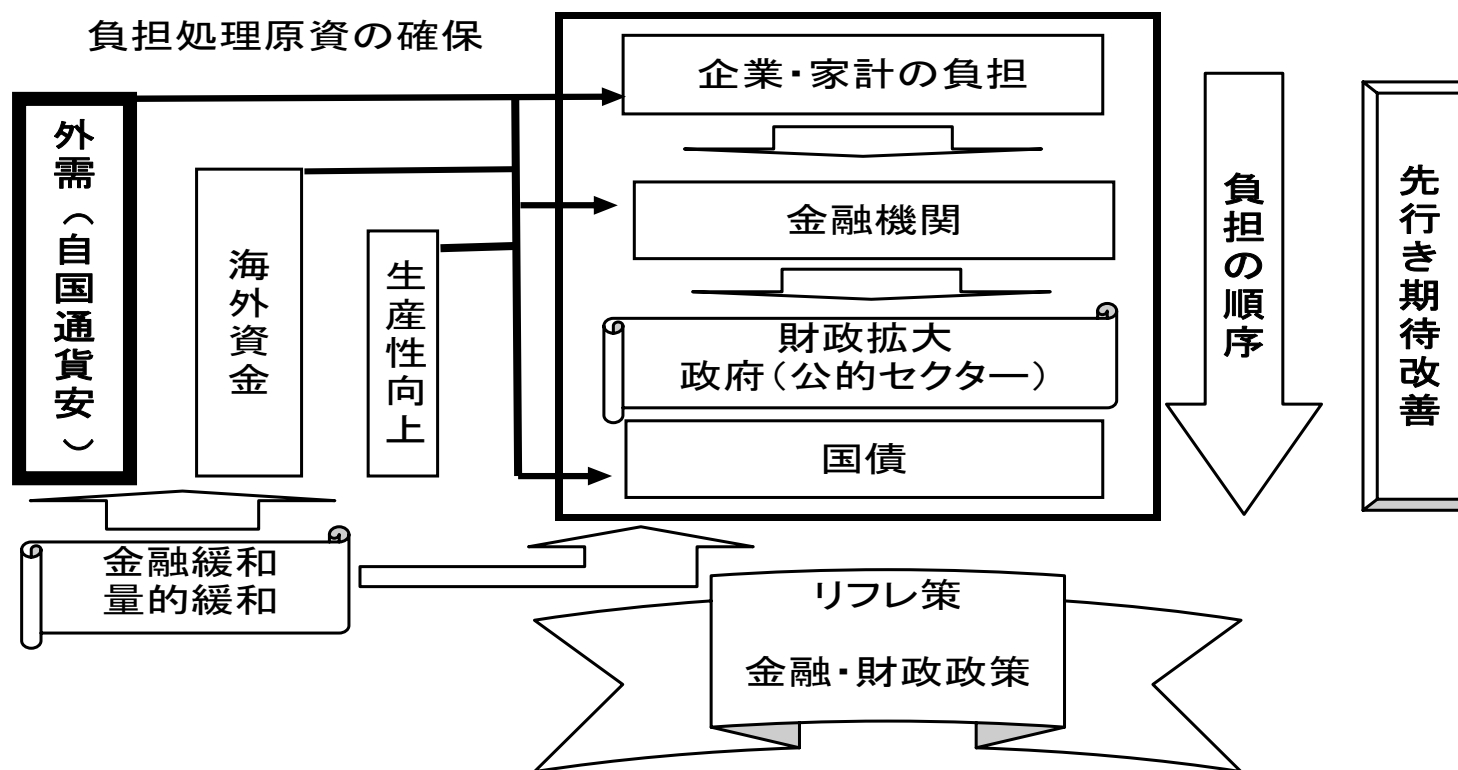
(※)10年以上の金利の月中平均

(資料)U.S.Treasuryよりみずほ総合研究所作成

日本化現象：バランスシート調整における共通現象

- バランスシート調整の基本は、債務肩代わり、自国通貨安、先行き改善

債務処理過程における「負担」と「処理原資」の概念図

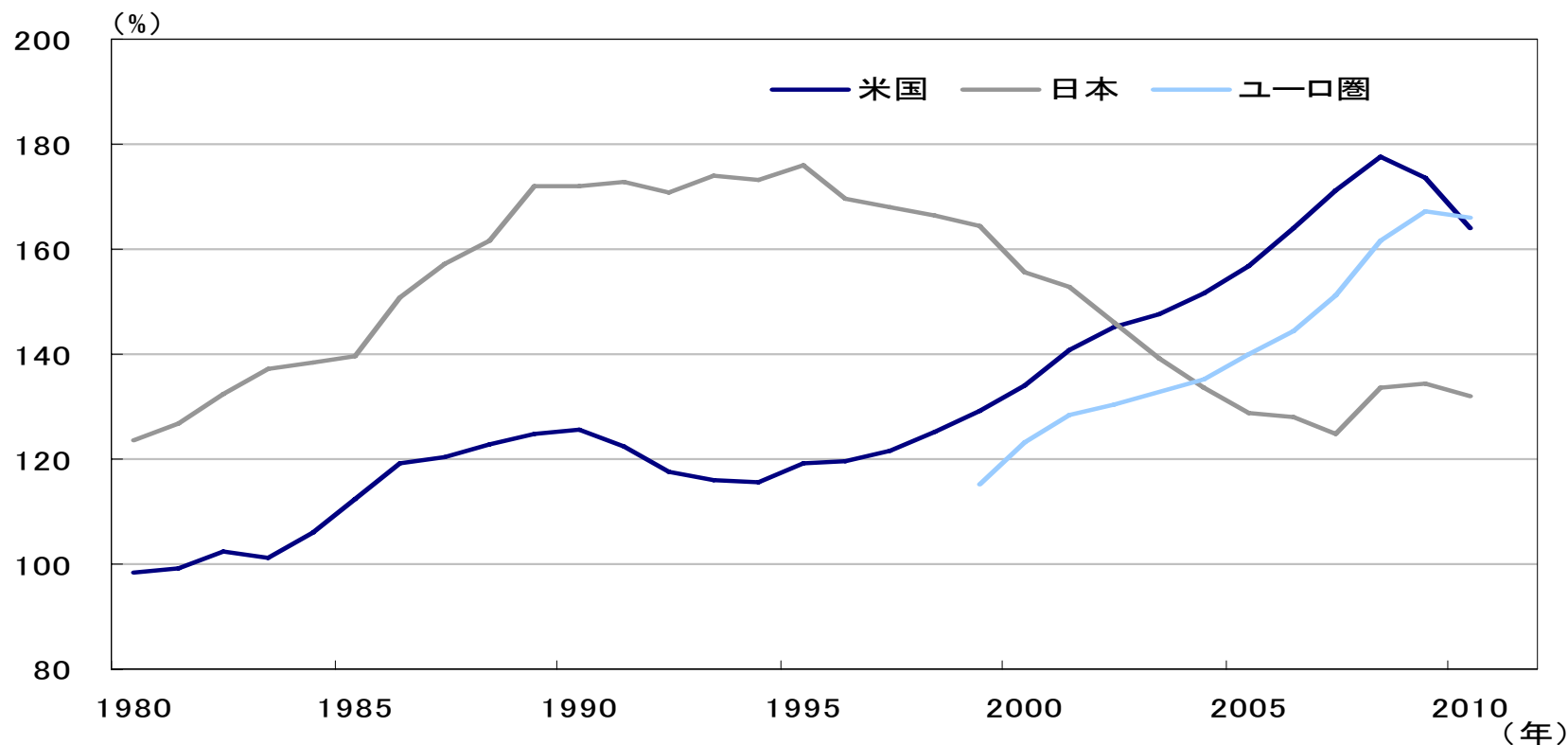


(資料) みずほ証券金融市場調査部

欧米のバランスシート調整で「日本化現象」

- バランスシート調整、米国は家計/住宅を中心に残存、欧州はソブリン・住宅
- 起点は日本が90年。欧米は2007年 ⇒ 17年前の日本を平行移動した状況か？

民間債務対名目GDP比率



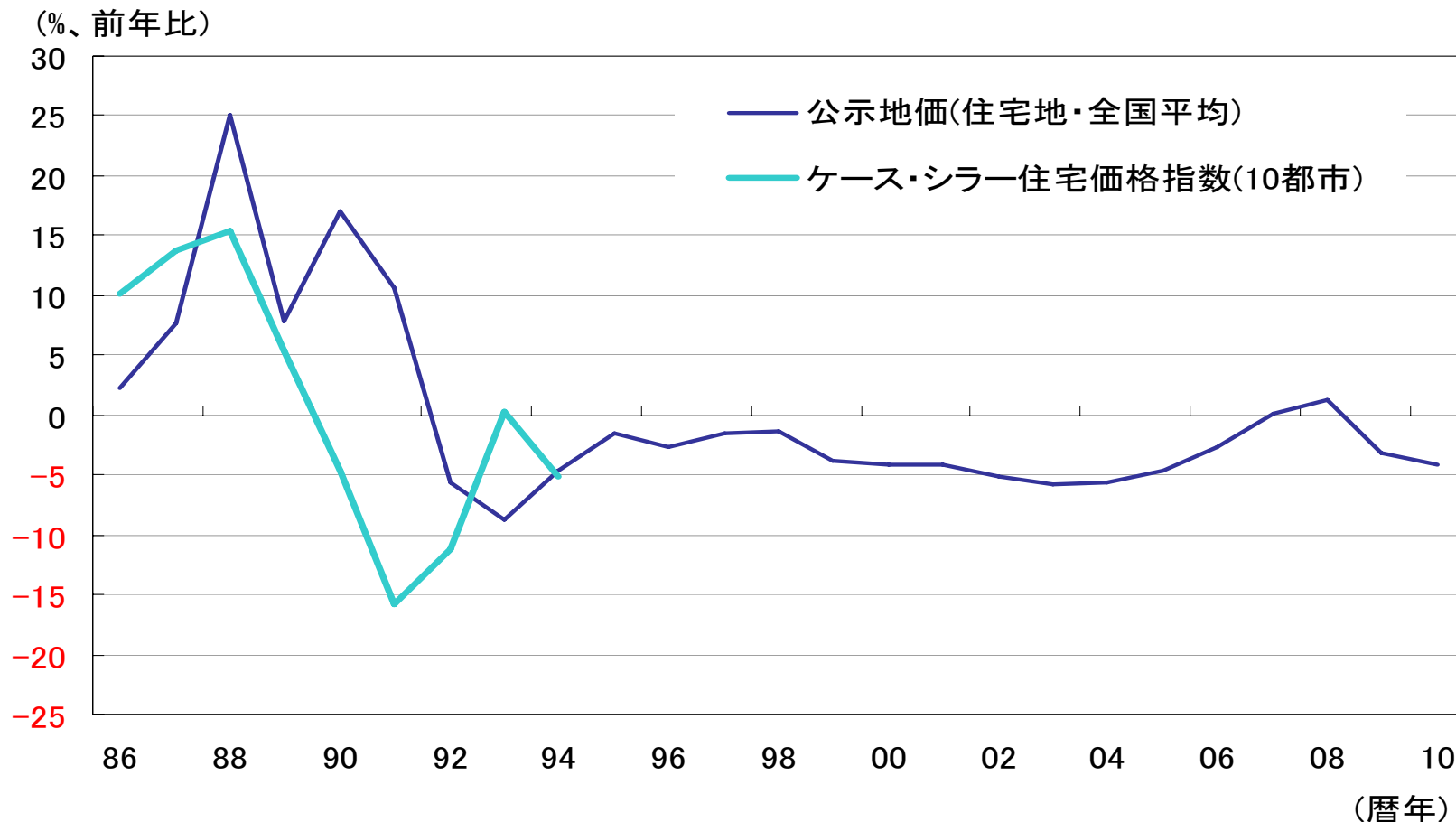
(注)米国・ユーロ圏は暦年、日本は年度。民間は民間非金融法人企業+家計として算出。

(資料)Haver,内閣府,Eurostat,欧州委員会よりみずほ総合研究所作成

日本化現象の実際 日米住宅市場の類似性

- 日米のバランスシート調整のベースとなる不動産問題
- 問題は回復に要する時間軸

日米の住宅価格の推移



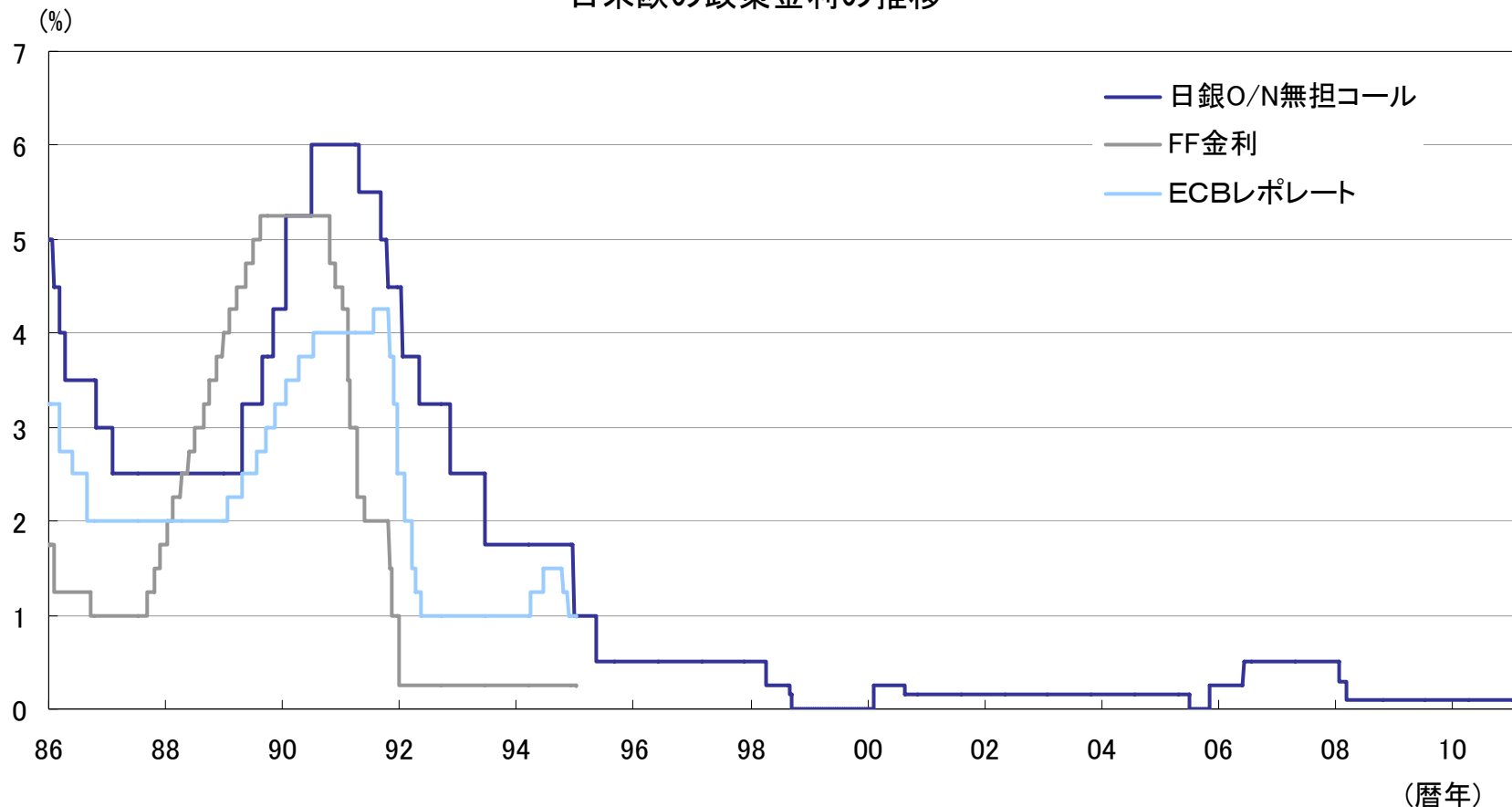
(注)日本の1990年と米国の2007年を対応させて表示

(資料)Bloomberg

政策金利の日本化: 長期安定への意識強まる

- 米国は2014年後半までの時間軸
- 欧州は2011年に利上げを行い、現在は修正に

日米欧の政策金利の推移



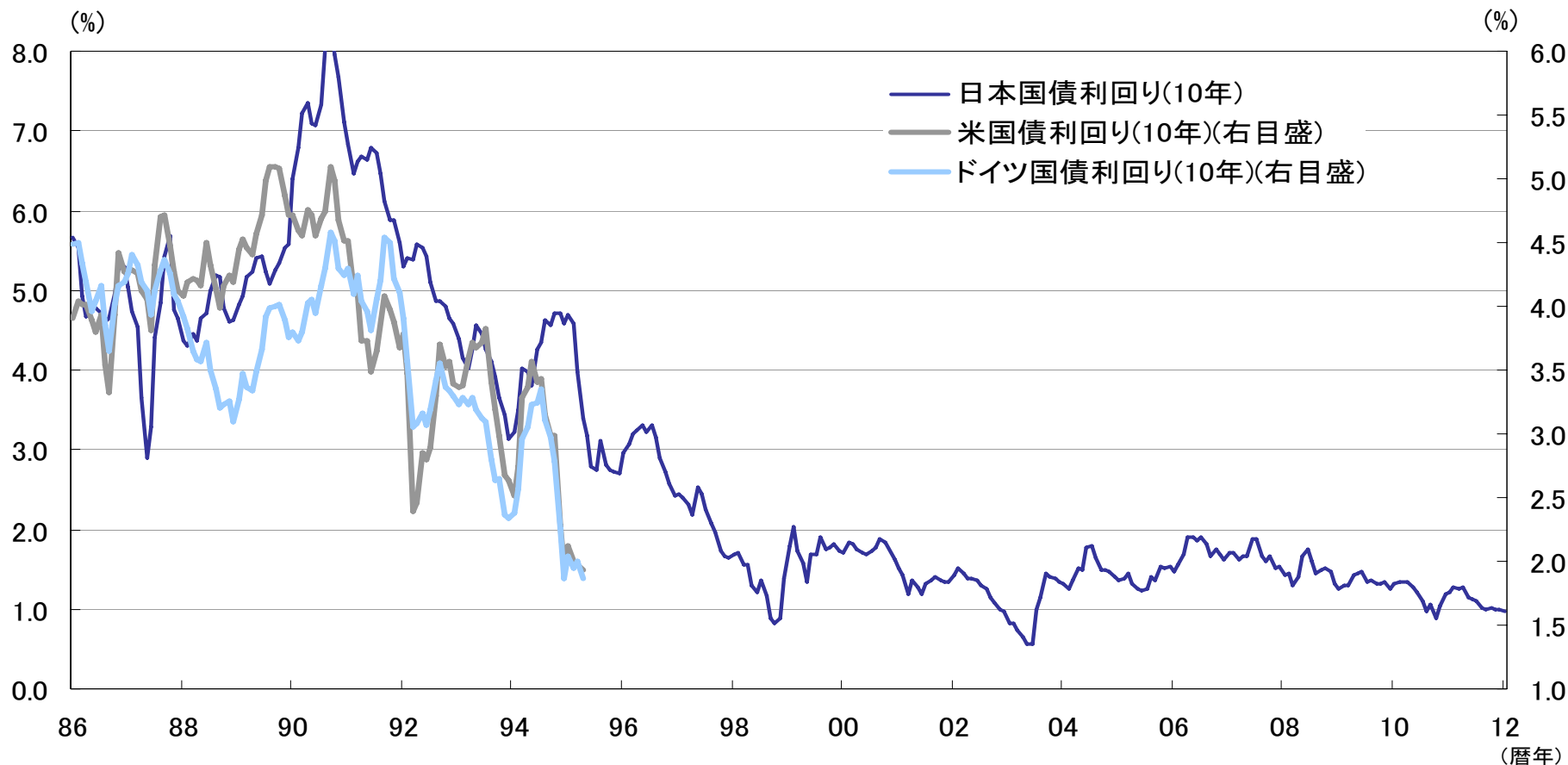
(注)日本の1990年10月と米国・ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示

(資料)Bloomberg

日米の長期金利の日本化: 低金利継続

- 日米独自の長期金利の動きは極めて類似性が強い
- 長期金利は低金利継続か

日米独自の10年金利の推移



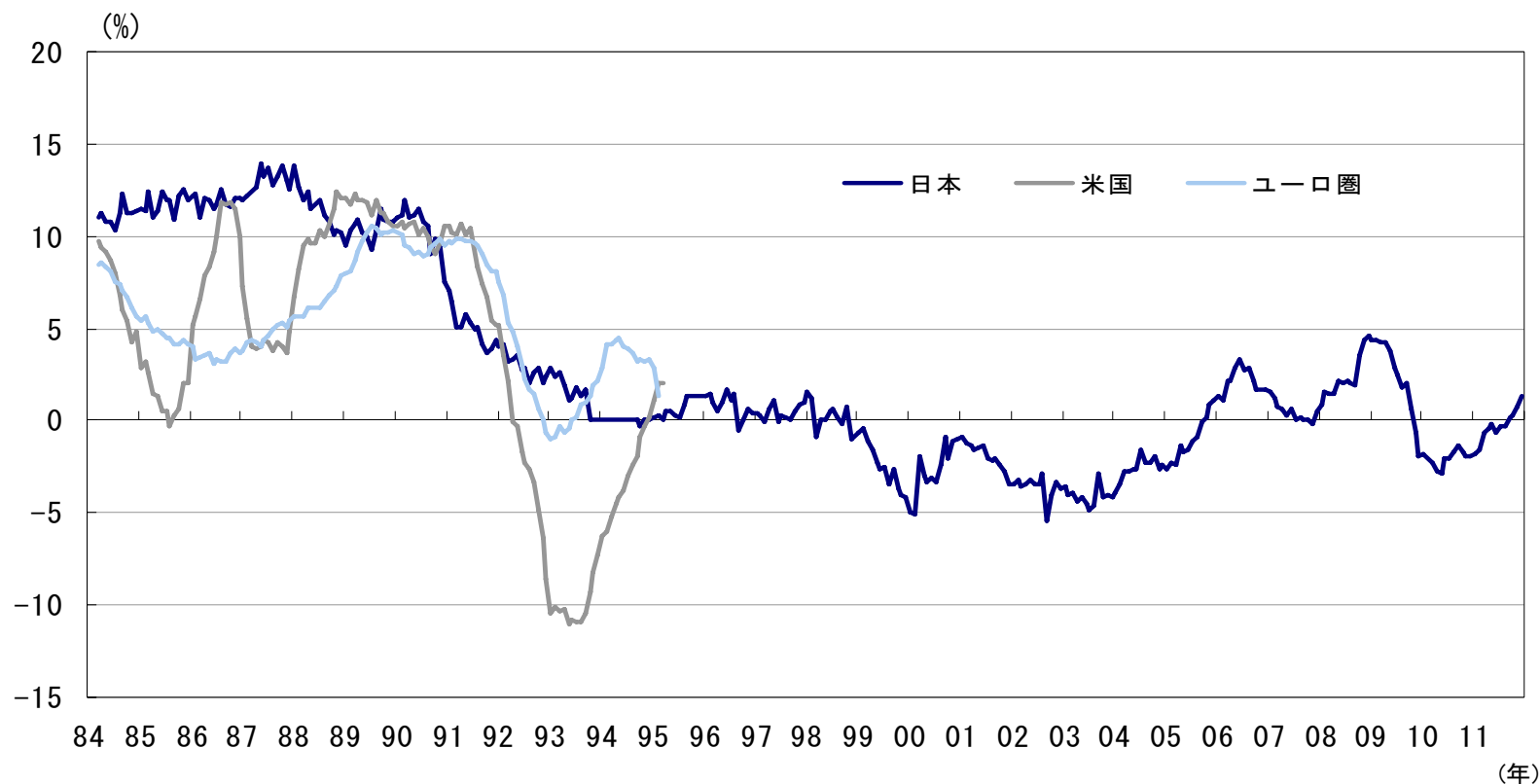
(注)日本の1990年10月と米国・ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示

(資料)Bloomberg

銀行貸出の日本化

- 欧米は日本よりも早い段階で貸出マイナスに突入
- 日本の特徴は、その後、長期にわたる低迷継続

日米欧の貸出推移(前年同月比)



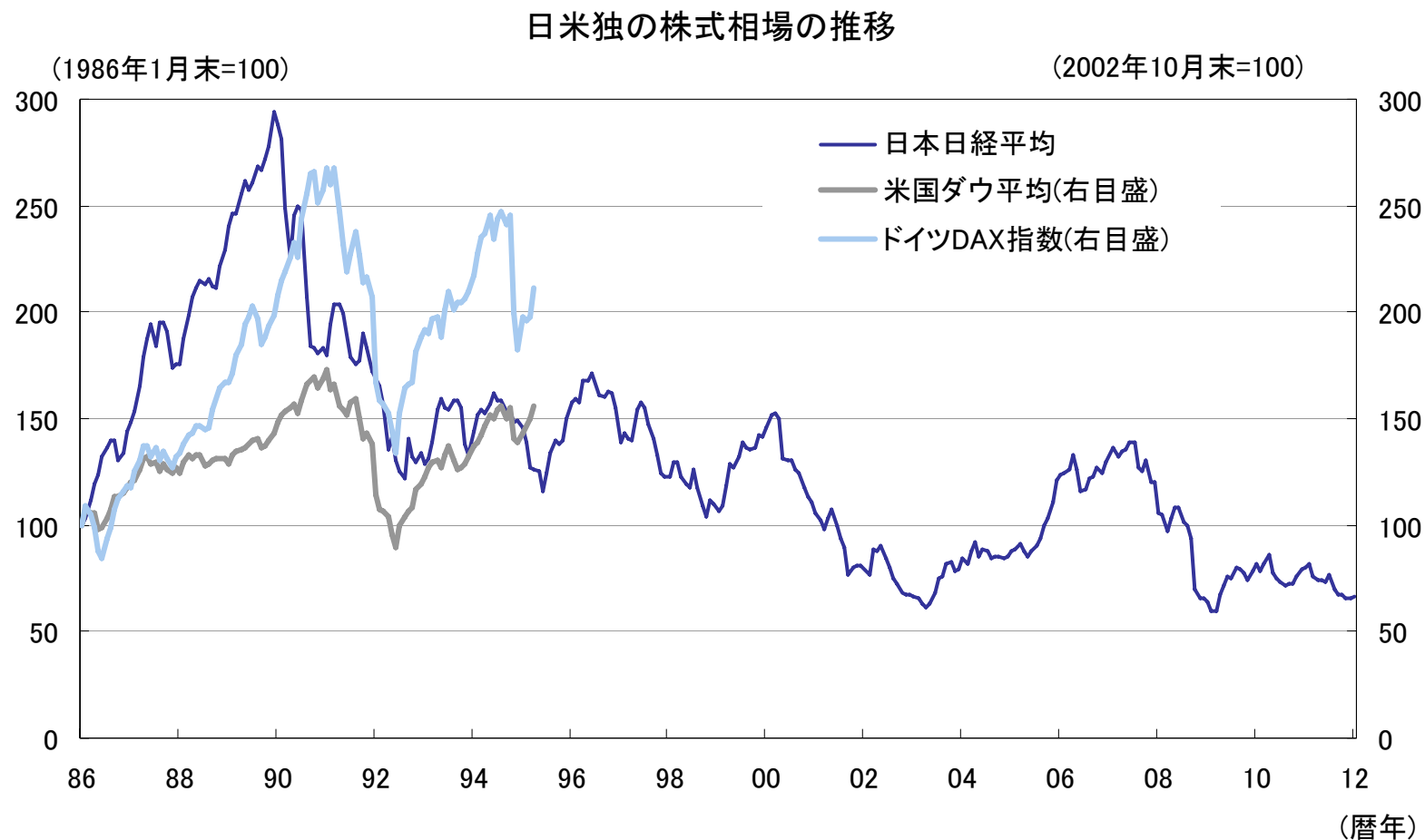
(注)日本の1993/10~1994/9分は非開示、米国は2010/4の会計規則変更を過去に遡って修正、

ユーロ圏はインターバンク向け貸出を除く、日本の1990年10月と米国、ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示

(資料)日本銀行、Haver、ECBよりみずほ総合研究所作成

米株式はまだ日本化になっていないが

- QE2以降、日米の株式市場には違い(米の主体は家計、ドル安メリット)



(注)日本の1990年10月と米国・ユーロ圏の2007年7月を対応させて表示

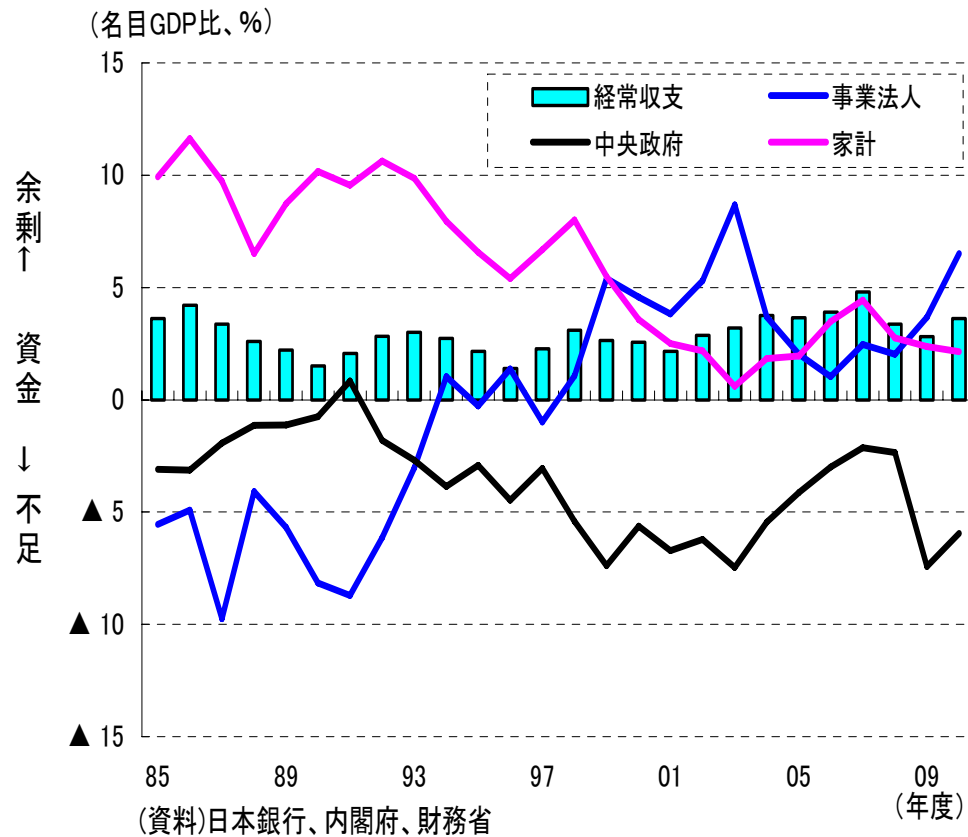
(資料)Bloomberg

日本化現象の背景にある日米のISバランス類似化

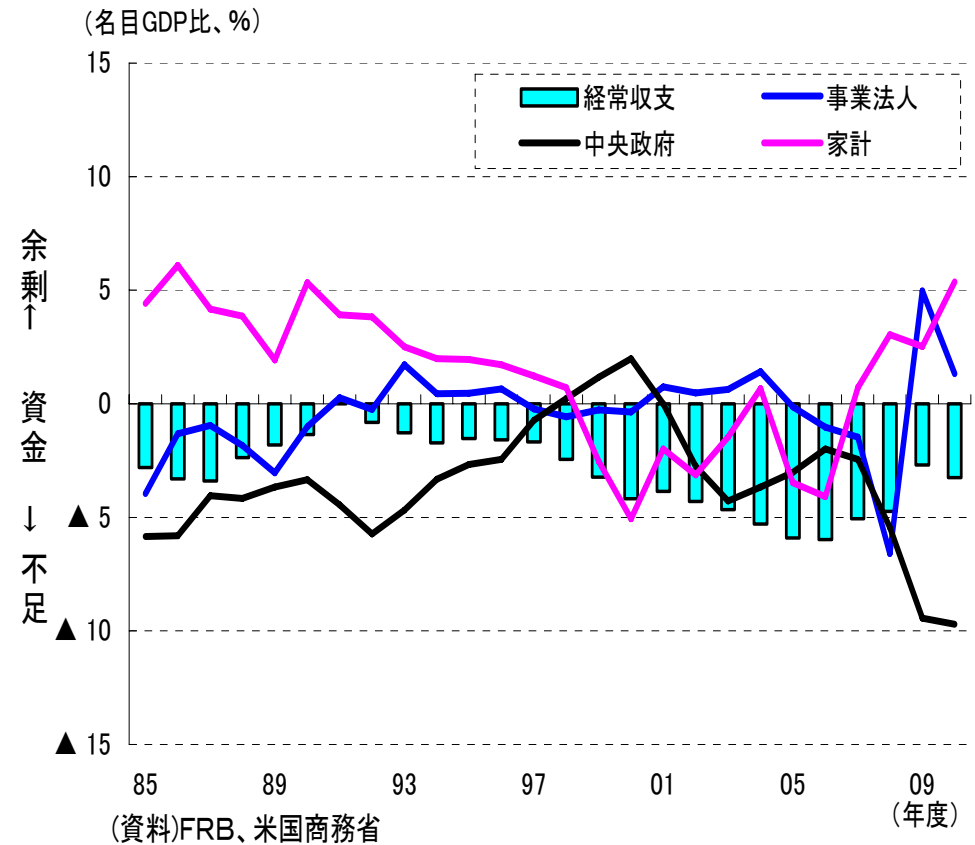
- 米国も日本と同様、事業法人と家計が余剰化
- 「伝統的金融政策」の背景にある、事業法人の不足と家計の余剰(預貸モデル)の存在

主体別資金過不足状況推移(対名目GDP比)

(日本)



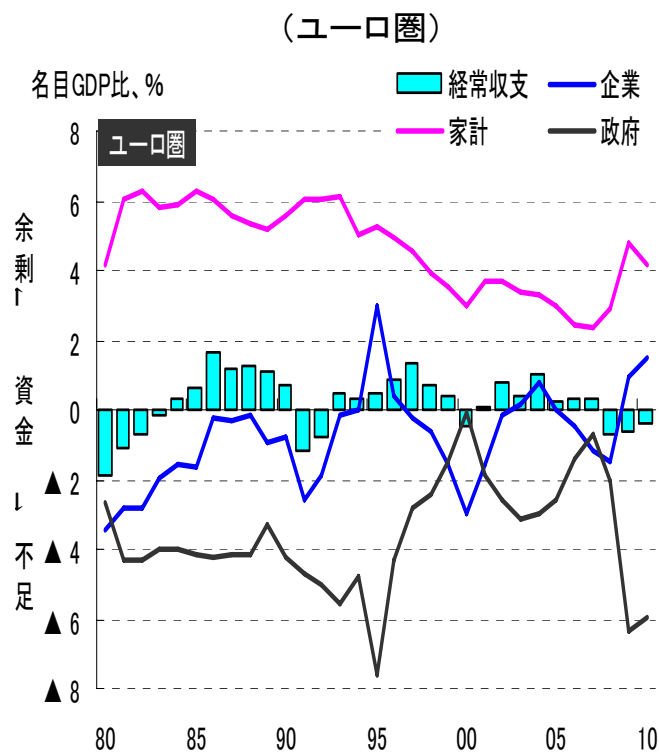
(米国)



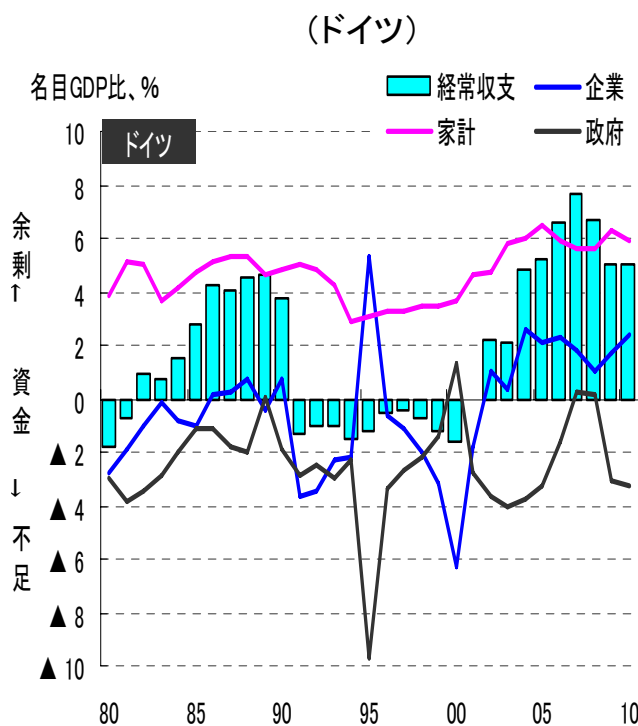
欧州のISバランスも日本化に

- ユーロ圏でも日米と同様、家計と事業法人が資金余剰
- 日米欧で家計と企業が同時に余剰になる戦後初の事態

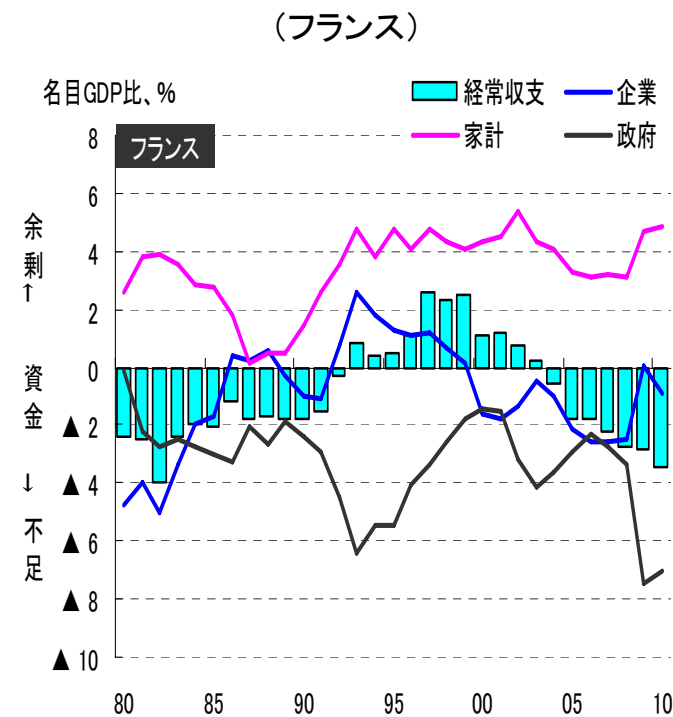
主体別資金過不足状況推移(対名目GDP比)



(注)ユーロ圏12カ国ベース。2000年以前でデータの無い国は除外して算出
(資料)欧州委員会



(注)90年以前は西ドイツ
(資料)欧州委員会



(資料)欧州委員会

金融政策の日本化と金融機関行動の日本化

- ・バランスシート調整下での金融政策⇒民間(家計・企業)に資金需要がなく、
預貸モデルを前提にした伝統的金融政策の機能不全(利下げ等)
- ・政府は資金不足 ⇒ 金融政策が国債管理政策に影響
- ・海外は資金不足 ⇒ 金融政策が為替政策に影響

金融環境の3つの「日本化現象」

「日本化現象」の分野	状 況
資金フローの日本化現象	バランスシート調整に伴い、ISバランス上で、家計と企業の資金余剰化で資金需要が後退
金融政策の日本化現象	①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策
金融機関運用の日本化現象	期待水準を引き下げ、債券への長短金利差(キャリー)確保重視の運用に

(資料)みずほ総合研究所

金融政策は日本化のプロセス

- 日本では、①ゼロ金利、②国債購入、③量的緩和、④時間軸政策のプロセス
- 米国の金融政策はすでに「日本化」、欧州はこれから

日米欧の金融政策比較

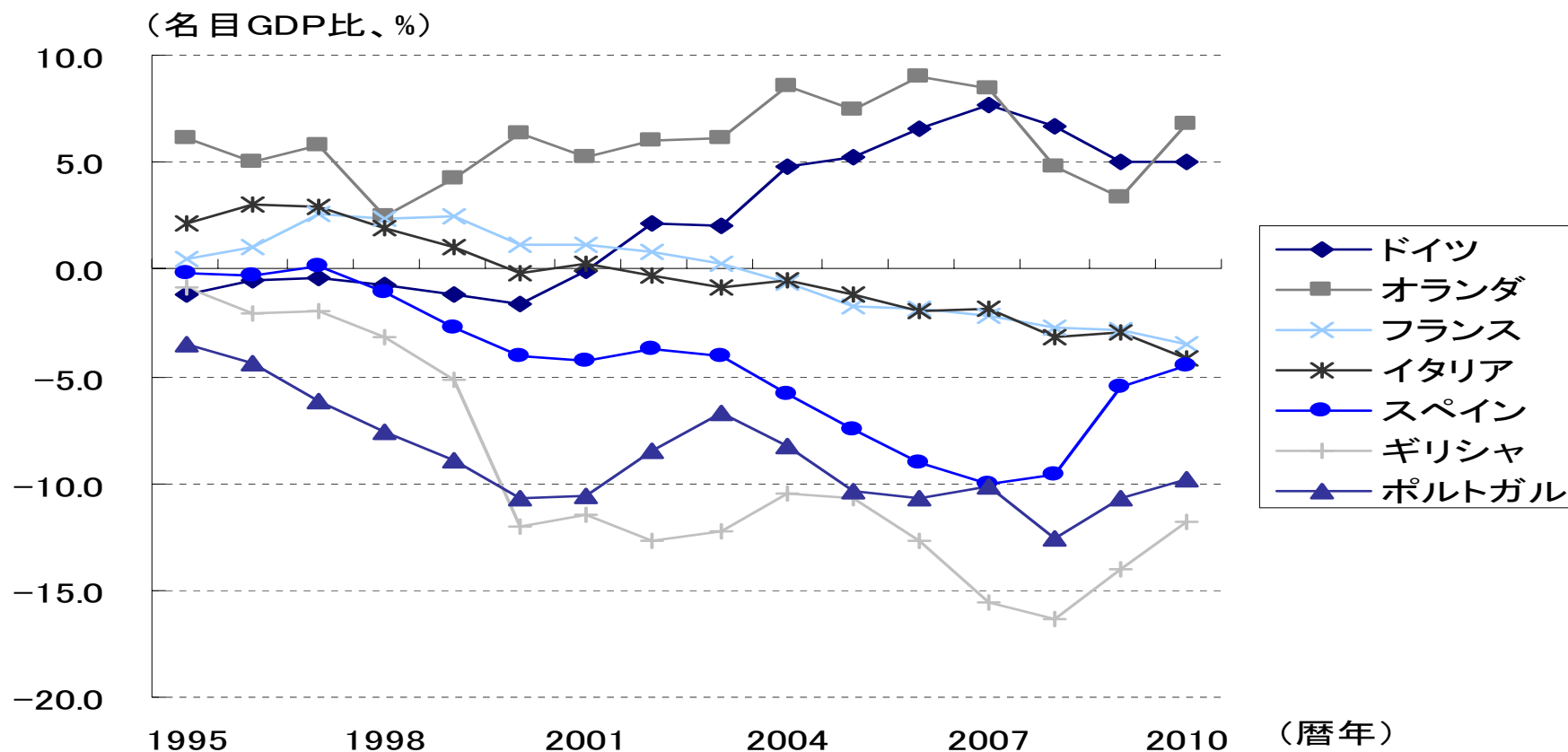
	日 本	米 国	欧 州
金利引き下げ (ゼロ金利策)	1999年にゼロ金利実施 2001年にゼロ金利再び実施	2008年に実質ゼロ金利	2011年11月に利下転換
国債購入	1990年代後半から拡大	QE1以降、実施済	2010年5月から実施するも 明示的でない
量的緩和	2001年以降	2008年にリザーブ供給で開始 2009年、QE1 2010年、QE2	2011年に3年オペ
時間軸	2001年以降 CPIが安定的にゼロ以上になるまで継続	2011年夏に政策金利据え置きコミット 2012年1月にパスの提示	2011年に3年オペ
備考	非伝統的政策も 当座預金水準ターゲット	信用緩和分野も ツイストオペで長期金利に影響	

(資料)みずほ総合研究所

ユーロ地域の本当の問題は経常収支の不均衡

- 「ソブリン・ワールドカップ」は経常収支での市場での生き残りゲーム
- 国債市場で評価を得た国が生き残る、「勝者」は、「敗者」は

ユーロ圏経常収支バランス推移

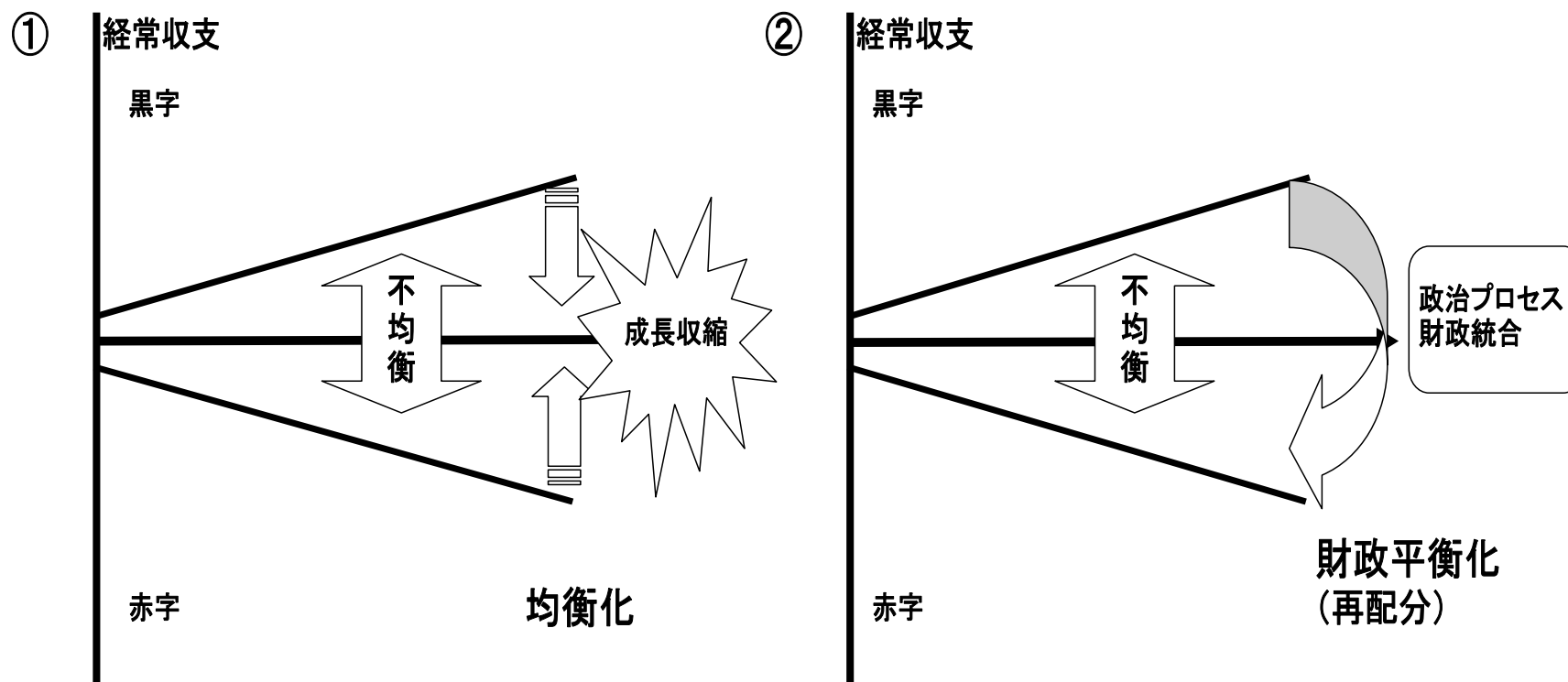


(資料)Bloomberg

ユーロ地域の国債は「地方債」、ただし「地方交付税がない地方債」

- ユーロ地域の国債は、地方交付税がない地方債のようなもの
- 今日、欧州地域が行うのは各国の財政規律強化で均衡化、しかし緊縮の副作用
- 「交付税」で財政平衡化ができる前提にある、「同胞意識」の存在

ユーロ圏経常収支の調整概念図

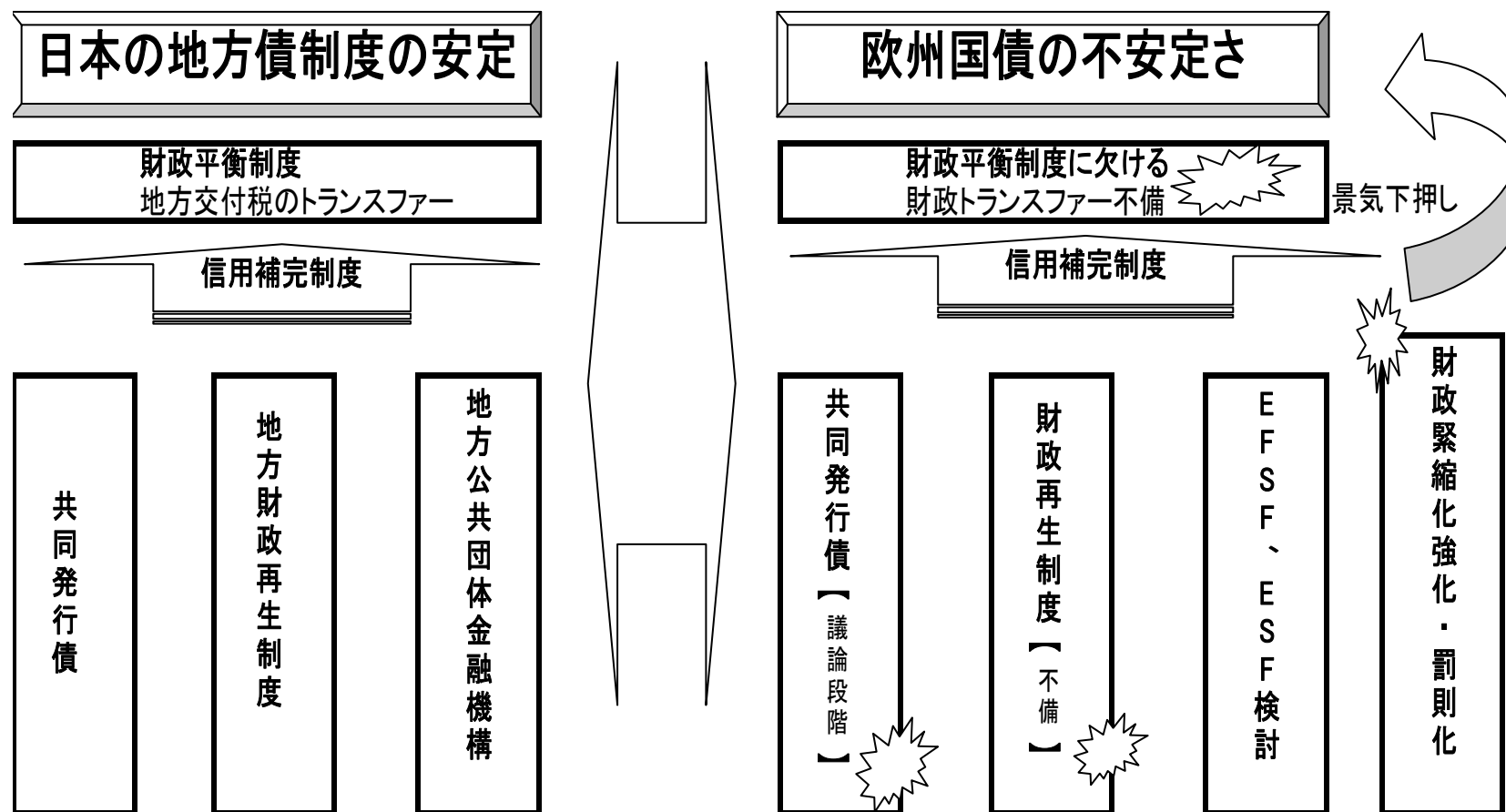


(資料)みずほ総合研究所

欧州が学ぶ日本の地方債制度

- 欧州が学ぶ日本の地方債制度のサポート要因
- 「地方交付税なき地方債」に不可欠なサポート要因

日本の地方債制度と欧州国債

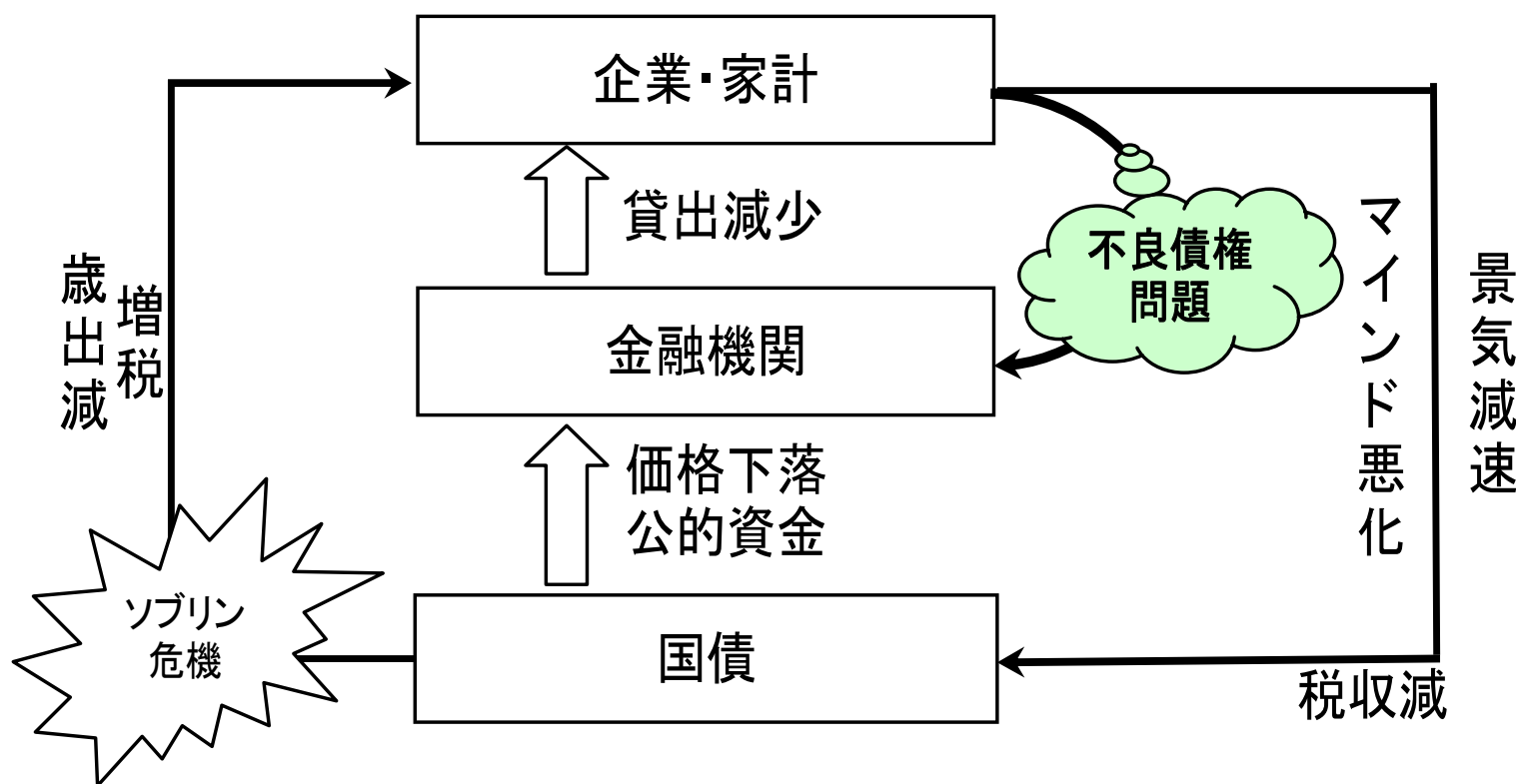


(資料)みずほ総合研究所

欧州のネガティブ・フィードバック、「本番」はこれから

- 欧州問題の「本番」はネガティブフィードバックで实体经济への波及
- ギリシャ国債は20数兆円程度に過ぎず、「本番」は民間貸出債権の不良債権化

欧州ソブリン危機での「ネガティブ・フィードバック」概念図



(資料) みずほ総合研究所

新興国向け与信の7割は欧州系金融機関から

- 新興国向け与信残高の7割、09年以降の与信フローの6割が欧州系金融機関からの与信

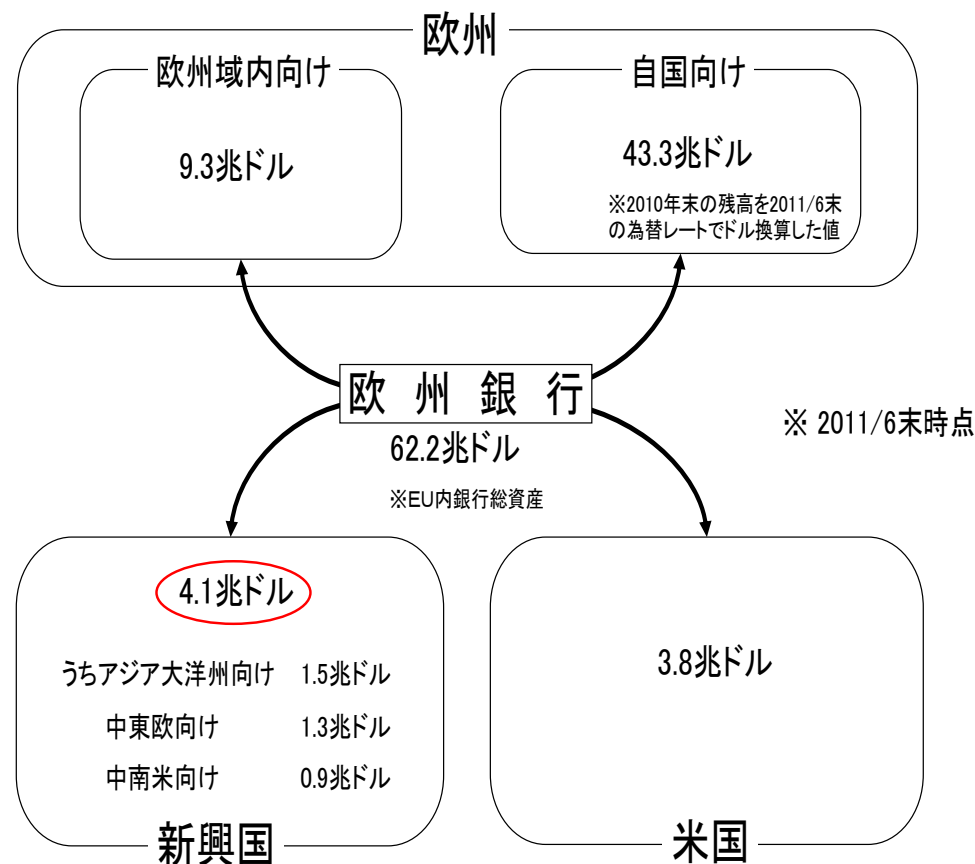
クロスボーダーの与信構造

(単位:兆ドル)

債権国 (銀行の国籍)	上段		Jun.2011 残高			うち米国
	BIS 報告銀行 計	うち欧州	金融危機後(Mar.2009 → Jun.2011)			
			英国	PIIGS	その他欧州	
先進国	20.1	14.1	2.6	2.1	9.4	2.4
	+0.81	▲ 0.83	▲ 0.02	▲ 0.12	▲ 0.69	+0.86
	+8.48	+7.06	+1.12	+1.31	+4.64	+0.36
新興国	5.9	4.1	1.4	0.9	1.8	0.9
	+1.77	+1.05	+0.56	+0.27	+0.23	+0.33
	+2.23	+1.81	+0.33	+0.34	+1.14	+0.18
アジア大洋州	2.6	1.5	0.9	0.05	0.6	0.5
	+1.05	+0.54	+0.39	+0.02	+0.13	+0.19
	+0.76	+0.50	+0.18	+0.02	+0.31	+0.10
中東欧	1.4	1.3	0.06	0.4	0.9	0.08
	+0.19	+0.16	+0.03	+0.09	+0.04	+0.03
	+0.88	+0.83	+0.02	+0.22	+0.59	+0.02
中南米	1.3	0.9	0.2	0.5	0.2	0.3
	+0.43	+0.28	+0.09	+0.15	+0.04	+0.10
	+0.34	+0.26	+0.05	+0.10	+0.12	+0.04

(注) BIS国際与信統計でオフショアセンターに分類されている香港、シンガポール、バーレーンはそれぞれアジア、中東に分類。
(資料) BIS国際与信統計

欧州銀行の与信構造

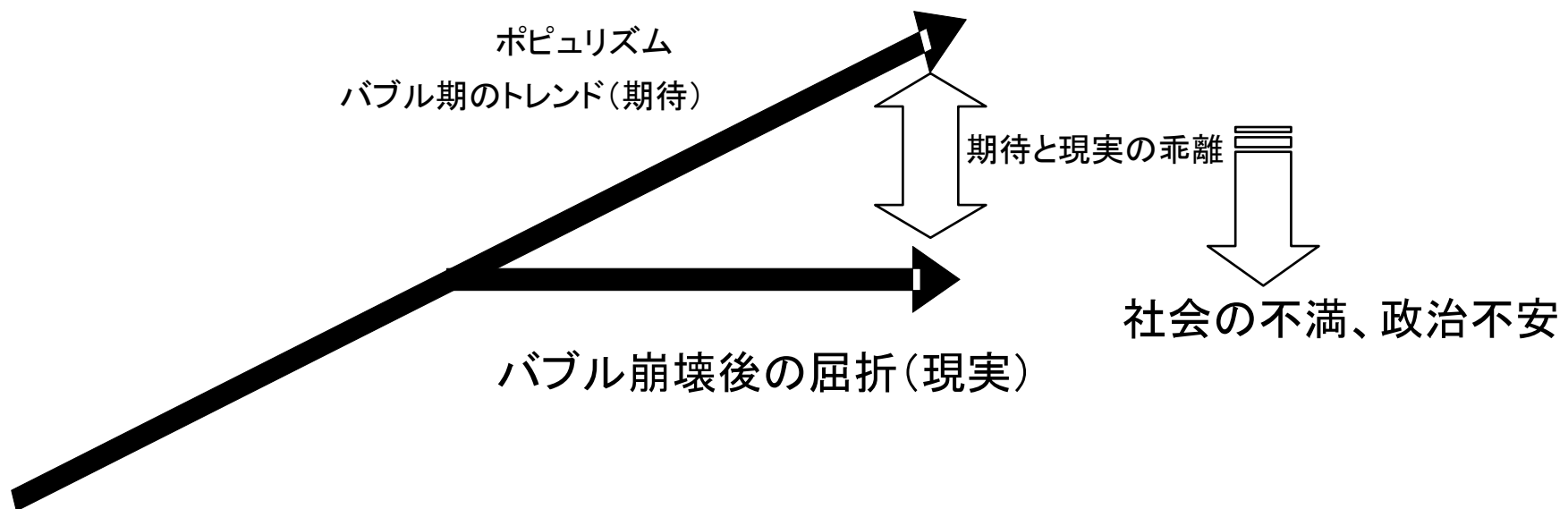


(注) 欧州銀行の自国向け与信は、統計の制約上、非欧州銀行(外国銀行)による与信も含む。
(資料) BIS、ECB、FRB、米MBA

バランスシート調整がもたらす「ギャップ」が社会・政治問題化

- ・ バランスシート調整による期待(甘え)と現実のギャップ
- ・ 「日本化」として、ギャップがもたらす不満と政治の混乱

バランスシート調整でのギャップ状況概念図



(資料)みずほ総合研究所

日本の「政治暦」は9月開始？

- 日本の首相は毎年変わるのなぜ

小泉首相以降、各首相の在任期間

首相名	在任期間	日数
小泉 純一郎	2001/4/26 - 2006/9/26	1980日
安倍 晋三	2006/9/26 - 2007/9/26	366日
福田 康夫	2007/9/26 - 2008/9/24	365日
麻生 太郎	2008/9/24 - 2009/9/16	358日
鳩山 由紀夫	2009/9/16 - 2010/6/ 8	266日
菅 直人	2010/6/ 8 - 2011/9/2	452日
野田 佳彦	2011/9/ 2 -	

(資料) みずほ総合研究所

2011年、PIIGSは全て政権交代に

- 2011年、PIIGS諸国はすべて経済問題で政権交代に追い込まれた

2011年PIIGS諸国の政権交代

2011年	国	旧首相	新首相	備考
3月	アイルランド	カウエン首相	ケニー首相	14年ぶりの政権交代
6月	ポルトガル	ソクラテス首相	コエーリョ首相	6年ぶりの政権交代
11月	ギリシャ	パパンドレウ首相	パパデモス首相	
	イタリア	ベルルスコーニ首相	モンティ首相	ベルルスコーニ氏の 首相在任期間9年
	スペイン	サパテロ首相	ラホイ首相	7年ぶりの政権交代

(資料) みずほ総合研究所

2012年以降のテーマは選挙集中とポピュリズム

2013年にかけての主な注目材料

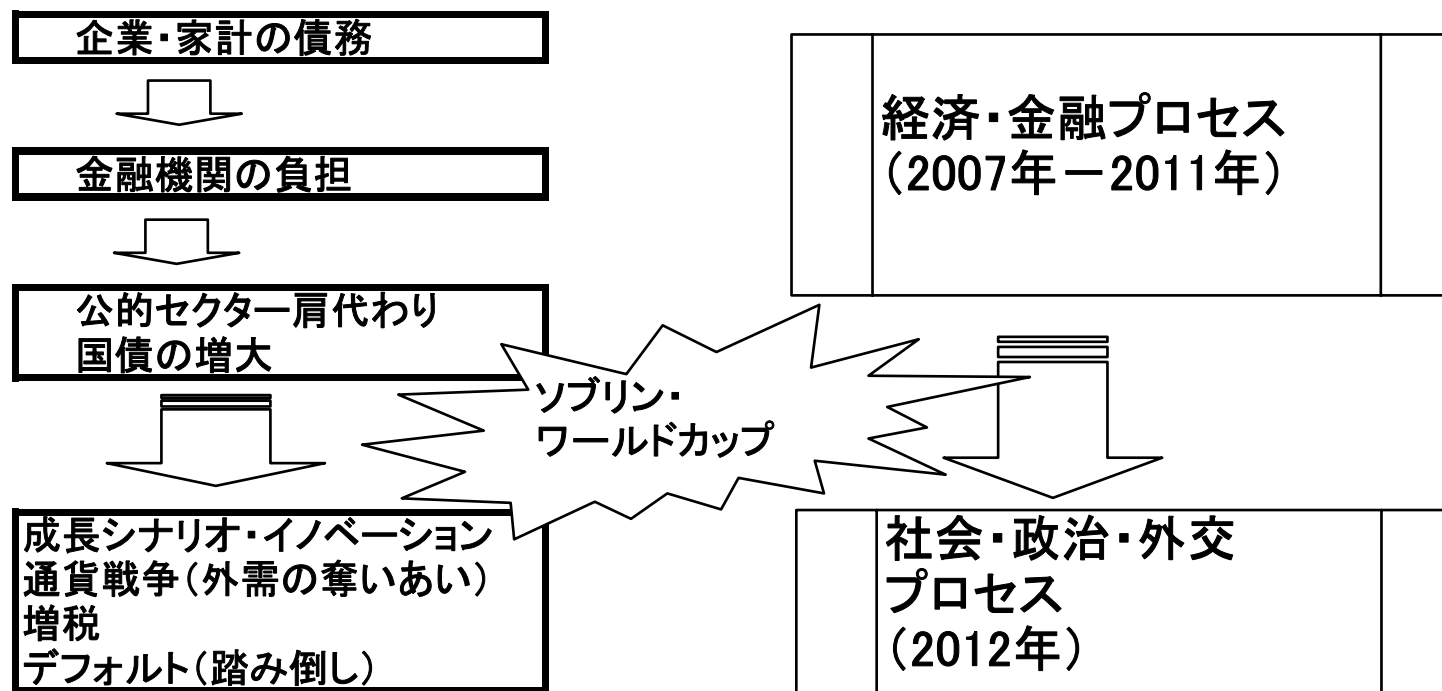
	米 国	欧 州	その他
2011年 7～9月	2011年財政管理法成立(8月)	EU・IMFによるギリシャ・ポルトガルのレビュー(8～9月、以後四半期ごと)	
10～12月	給与税・設備投資減税の終了(年末)	EU・IMFによるアイルランドのレビュー(9～10月、以後四半期ごと) EU首脳会議(10月) ECBドラギ総裁就任(11月) スペイン総選挙(11月)	G20(11月、仏・カンヌ) APEC(11月、ホノルル) COP17(12月、南アフリカ)
2012年 1～3月			ロシア大統領選(3月) 台湾総統選(1月) 中国全国人民代表大会(3月)
4～6月		フランス大統領選(4月、5月)	G20(4月)
7～9月		翌年のポルトガル・アイルランド市場調達再開を控え、追加支援の議論が再燃するリスク	
10～12月	米大統領選(11月) ブッシュ減税失効(年末)		G20(11月) 中国共産党大会(習近平体制発足) APEC(11月、ウラジオストック) 韓国大統領選(12月)
2013年		半ば頃からポルトガル・アイルランドが市場調達を再開の予定	自己資本等規制(バーゼルⅢ)試行期間開始

(資料)みずほ総合研究所

日本化現象：2012年は社会・政治・外交に注目

- ・ バランスシート調整の段階が社会・政治・外交に
- ・ 政治等での不連続的なリスクに留意

バランスシート調整での局面概念図



(資料)みずほ総合研究所

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。