

「異次元緩和」と「国債リスク」の関係をどう読み解くか

調査情報担当室

2014年10月20日、「異次元緩和」と「国債リスク」の関係をどう読み解くか」をテーマとした講演会が開催されたので、その内容を紹介する。

なお、本稿に掲載されているデータ等は、講演会開催時点の情報に基づくものであり、講演会の資料（スライド）は末尾に添付している。

基調講演

森田 長太郎 氏（SMB C日興証券株式会社 チーフ金利ストラテジスト）

○森田氏（以下、敬称略） SMB C日興証券の森田と申します。本日はよろしくお願いいたします。

現在、異次元緩和という未曾有の金融政策が行われておりますが、このことが財政にどのような影響を及ぼしていくのか、あるいは日本の将来において財政破綻に結び付く可能性があるのか。本日は、こうした問題意識から、タイトルを「異次元緩和」と「国債リスク」の関係をどう読み解くか」として、現在行われている金融政策を中心としたマクロ政策が将来の日本の財政リスクにどのように影響するのかという観点から議論をしていきたいと思います。

本日、御説明する内容は、大きく二つのパートに分かれております。前半部分は、一般的な話で、日本の財政状況が非常に悪いことは言うまでもないのですが、こうした非常に厳しい財政状況の中でも、この十数年間、国債発行は円滑に行われており、しかも金利はとても低い状況にあることについて解説をさせていただきます。後半では、金融政策について、アベノミクスにおける異次元緩和に関する財政的なインプリケーションを説明する、といった章立てで進めて参ります。全般的に原理原則のようなところを多く含んだ内容となると思えます。

1. 国債暴落論とソブリンリスクの本質

（1）J G Bの信用リスクとは何か？

まず、そもそも日本国債（J G B）あるいは日本政府そのものの信用リスク

とは何かということです。この議論は、2010 年から 2012 年においてヨーロッパの一部の国の債務が非常に厳しい状況(欧州債務危機)となり——ヨーロッパの債務問題はまだ解決はしてないですが——、国際的な金融市場において非常に大きな話題(トピックス)となりました。この期間には、ギリシャの実質破綻があり、南欧諸国も実質的に財政援助を受けることになったわけです。しかし、これと比較して、そもそも日本国債はそのような状況には至っていないわけですし、何が違うのだろうかということを考えたいと思います。



森田 長太郎 氏
SMBC日興証券チーフ金利ストラテジスト

国債は、債券(ボンド)ですから、これがデフォルトするということは、要するに返済できなくなるという当たり前の話ではありますが、実際にこれがギリシャで起きています。ただし、デフォルトといっても、ギリシャが全く債務を返済しないというわけではなく、融資条件を変えて、実質的に返済内容を変えるということが行われました。それでは、そもそもデフォルトというのはどういうことなのでしょう。国債のデフォルトとは、社債などといった一般的な債券と同じなのでしょう、違うのでしょうか。

そこで、デフォルトの類型を整理したいと思います。

まず、全く返済できないという状況は、「狭義のリスク」の定義に入ります。額面 100 円で発行したものに対して 100 円の元本を返せないのは、まさにデフォルトそのものです。ただし、先ほどのギリシャのケースは、全く返さないという話ではなくて、返済条件を緩和するということであり、その中には返済年限を延期する(リスケジュール)という話も含まれています。つまり額面を 100%返済しないということ以外に、実質的なデフォルトというものがあります。ヨーロッパのケースは、大部分がこのケースに該当します。実質的なデフォルトを含めた狭義のリスクに関しては、国債であっても、社債等のリスクと全く同じものになります。

一方、「広義のリスク」としては、四つのケースが考えられます。国債のリスクの多くは、こちらのカテゴリーに入ってきます。まず、一つ目は、ハイパーインフレーションです。例えば、額面 100 円の国債について、数年後に額面ど

おり 100 円で返済したとしても、その間インフレを起こすことによって減価させることで実質的価値をほとんど失わせてしまうことができます。実際に過去にはいくつか事例もあります。その他の広義のリスクとしては、預金封鎖、大增税、通貨安があり、これらについては解釈も様々ですが、実質的には一種のハイパーインフレーションに近い状況と考えられます。なお、ここで挙げた大增税は、誤解を招きやすいのですが、増税をして国債を返済することではなく、例えば国債保有者に対して特別な税を徴収（チャージ）する方法です。この方法による増収額を原資として国債の額面 100 円を返済したとしても、国債の保有者は徴税された分だけ損失を被ってしまうことになります。このように、政府債務の場合は、色々な形の広義のデフォルトが十分あり得るということです。

日本国債の場合、これらに該当するものが将来起こり得るかどうかを考えると、恐らく狭義のリスクは生じないと思います。現在のところ、国全体としては、海外からの債務が実質的に存在していないので、全く返済できないリスクは実際には起きないでしょう。ただし、実質的に価値を毀損するリスクは、ミディウムケースとして、いくつかあり得るだろうと考えております。

（２）ＪＧＢの安定ファイナンスはなぜ維持されているのか？

日本国債は危ないのではないか、財政が破綻してしまうのではないかということは、比較的早い議論としては 1990 年代の半ば頃から指摘されています。国債の格下げが 1998 年に初めて行われていますので、少なくとも 1990 年代の後半では、日本の財政は危なく、将来破綻のリスクもあるといった議論が一般的に行われるようになりました。それから現在まで 15 年程度経過しているわけですが、足元の状況を見ますと、1990 年代後半にこのことを指摘していた論者は、大方予想を裏切られています。財政状況が悪いことは変わらないのですが、日本の国債は問題なく発行されていますし、今のところ破綻リスクが目前に迫っているという状況も見られません。まずは、この理由を整理していきたいと思います。

我々が国債市場で、これまで十数年間、ＪＧＢの動きを見てきましたが、少なくとも国債を買う資金が無くなって、金利が上がってくる感覚をほとんど持ったことはありません。要するに、資金が過剰であれば、常に国債は買われ、むしろ買われすぎてしまうという状況が続いております。一つの企業であれば、放漫な財務戦略が行われると借金が返せなくなるケースがあるわけですが、国の債務の場合は、金融を含めたマクロ経済と表裏一体の関係にあるため、国がどんどん借金をしても、資金が余剰であるならば、そのようなケースは生じに

くいのです。

こうした貯蓄超過の問題は、日本の場合、バブル崩壊以降——バブル崩壊自体が25年も前の話ではありますが——、一貫して続いております。マクロ経済全体のバランスの中で、民間部門においては、貯蓄が超過して投資が不足するという不均衡な状況が続いております。通常、貯蓄超過・投資不足であれば、金利が低下して投資が刺激され、貯蓄と投資はバランスしていくこととなりますが、1990年代の半ばから後半の比較的早い段階で、日本の短期金利はほぼゼロになってしまいました。金利に対する投資の感応度が非常に低くなり、いわゆる流動性の罠という状況に陥ることになりました。

最近では、こうした状況が少し変わってきたという議論も存在しないわけではありません。實際上、マクロ的な需給ギャップを見ると、ほぼ均衡状態にあるのですが、必ずしもそこまで楽観できる状況であるとは思っておりません。本質的には、投資不足・貯蓄超過という構図はあまり変わっておらず、こうしたマクロ的な状況が続く限りにおいては、恐らく国債市場において金利が急騰して発散してしまうことは、なかなか起こりにくいだろうと思います。こうした話は、政治的な議論においては、経済とは別の観点、つまり純粋に予算や財政赤字などから考えるという見方になりますが、我々金融市場の関係者は、資金の需給というのを常に意識しております。こうした二つの異なる観点から考えるため、見方に微妙に違いが出てくるのかもしれませんが。

それでは、もし国債が本当に暴落なり、金利急騰が起きるとすれば、冒頭で整理した二つのリスクのうち、どちらが生じるのでしょうか。日本の場合は、「広義のリスク」の方に関係して発生する可能性が高いのではないかと考えています。具体的に申し上げますと、まず貯蓄超過・投資不足が構造的に終了していきます。その一つの帰結としてインフレという経済状況が起きることになると考えられます。ここには色々なプロセスがあると思いますが、中央銀行の政策が一つ関与してくるだろうと思います。そうしたインフレが、ある意味アンコントロール（制御不能）な状況に陥っていきます。通常、インフレがアンコントロールになるというのは、通貨の価値を毀損しているということと表裏一体の関係になりますので、それが起きるときは当然、通貨の価値イコールその国の信用そのものの毀損となります。このようなパス（経路）で国債暴落、いわゆる財政破綻に近い状況に向かうことになるだろうと考えております。

こうした状況が起きるか否かを考える上で、なぜ貯蓄超過が生じているのかを考える必要があります。これについては、20年間程度の日本経済に関して

色々な分析が行われていますが、必ずしも一つの定説に絞られているわけではありません。仮説の一つとして、人口動態の問題があるかもしれません。もう一つは、新興国の問題も何らかの影響を与えているかもしれません。

（３）日本の政府債務規模

日本の政府債務の規模を見る際に、一般によく使われる指標として、政府債務残高（対名目GDP比）があります。言うまでもなく日本はかなり大きな規模になっております。1990年代以降、日本の財政状況について、格下げも含めて懸念が持たれましたが、やはりこのグロスの債務比率が非常に高かったことが背景にあると思います。

ただし、最近よく指摘される点ですが、日本の政府債務残高についてはネット（純計）とグロス（総計）の格差（スプレッド）が非常に大きくなっています。ネットとグロスの概念の違いは、政府の債務残高の反対側である資産サイドにある様々な金融資産を加味するか否かということです。政府資産の代表的なものとしては、外貨準備や公的年金準備金があります。ただし、公的年金資金を含めるかどうかについては解釈が色々あるところです。さらに、日本の場合には、財政投融资という非常に大きな制度があり、金融負債と金融資産が両建てで計上されています。いずれの国も外貨準備は存在しますが、日本は、財政投融资という固有の事情もあって、グロスとネットのスプレッドが他国に比べて圧倒的に大きくなっているという状況です。

企業債務の信用問題を見る場合でも、グロスの債務残高だけで、破綻のケースを考えるというのは一般的にはあり得ません。資産サイドにどれだけ資産を持っているか、さらに言えば、その資産の流動性はどの程度あるか、といったことで企業の信用は評価されますので、日本政府を見る際にもこの観点は重要です。外貨準備は十分に流動性が存在していますが、財政投融资についてはやや微妙かなと思います。流動性は必ずしも高いとは言えないですし、返済可能性という点では、公的セクターへの融資・出資である場合には政府信用、すなわち国の財政赤字と同義だとの見方もできます。ただし、いずれにしろ、他国との比較において、単純にグロスだけでは評価できない部分もあるのではないかと思います。

（４）日本の政府債務は民間貯蓄対比では平均水準

もう一つ、日本が比較的大きなグロスの債務を持ちながらも安定した債務調達ができたというのは、財政状況が非常に悪く、ネットベースで見ても債務残

高がかなり大きいという状況にあっても、経済全体での貯蓄の水準が非常に高いことがあると思います。

各国の財政収支と民間貯蓄（家計部門と企業部門の貯蓄の合計）の関係を表した散布図について、1990年代（1992年）と直近（2013年）の二つの比較をします。まず、世界的に見ても、1990年代までは、両者の関係が比較的安定的な右肩下がり、つまり財政の悪い国は、比較的民間貯蓄の水準も高いという関係が見られます。要するに、財政が悪化している時には、経常収支によって一方的に調整されるのではなくて、民間側の貯蓄が増えることによってある程度バランスが取られることとなります。ただし、この関係自体は、国によってばらつきが大きく、財政が悪化している時に、経常収支に影響が出る国と民間貯蓄が創出される国があることが分かります。いずれにせよ、日本とドイツは民間貯蓄が突出しており、日本の財政の状況は確かに悪い一方、ドイツは極端に財政が一番良い状況ですが、両国とも民間貯蓄の比率が他国に比べると圧倒的に高いということです。

一般的に企業債務や企業財務の評価をするときには、債務の残高に対してキャッシュフローがどの程度創出されているかということが一番重要な指標になるわけですが、国の場合には、何を見て解釈するかというと、恐らく民間の貯蓄になってくるのだらうと思います。家計部門、企業部門を含めて民間部門がどれだけ貯蓄を持っていて、最終的に政府の債務に対してどれだけ保証（ファイナンス）しているかということです。ただし、どれだけ民間の貯蓄が多くても、徴税できなければ国の債務返済には関係ないのではないかという議論もあります。実は、政府債務のファイナンスの裏側には、いわゆる徴税力の問題があり、これも信頼感を左右する一つになると思います。日本の場合は、民間部門は多くの貯蓄をしており、しかも徴税能力も非常に高いので、二つの点においてポイントが高いと思われます。逆に、ギリシャのケースは典型で、貯蓄があっても税金を取らないため、国の債務を返済できない。この二点からしても日本はかなり特徴的であると思います。

（５）国債残高が家計の金融資産を上回ったら財政破綻か？

もう一つの議論は、日本の政府債務がどんどん膨らんでいっても、国債が安定的に消化されているのは、家計が金融資産を大量に持っているからだというものがあります。家計の金融資産は1,500兆円程度あるが、これ以上政府が借金をしたら返すことができなくなる、あるいは金利が急騰するのではないかと言う人も多くいます。まだその状況に至っていないので分かりませんが、実際

に政府の債務残高が家計の金融資産残高を上回った場合に何か起きるかもしれませんが、そもそもの前提として、家計の金融資産はどういう状況で増えたり減ったりするのかということを考えておく必要があります。

日本の場合、経常収支は安定的に推移しています。もちろん最近では原発事故の問題に関連して貿易収支が悪化していますが、国全体の貯蓄投資バランスの中で、家計の貯蓄を大きく左右するものは、経験的・実証的には財政です。財政収支において赤字が増えてくる、あるいは財政支出が増えてくると家計の貯蓄が積み増されていく構造になっています。ですから家計の金融資産を政府の債務が上回ったら金利が急騰するという議論に対しては、そもそも前提が少し間違っているのではないかと思います。政府債務が家計貯蓄を上回ることは基本的にはあり得ないのではないかと、財政赤字が膨らんでいく状況では恐らく家計の金融資産もまた増えていくのではないかととも言えます。もちろん厳密な動学モデルで試算すると、いずれかの時点で追いつくという議論もあります。ただし、少なくとも5年、10年ぐらいのスパン（期間）で見ると、追いつくことはないと思います。そのような意味では、家計の金融資産で財政破綻を全て説明するのは、無理があるのではないかと思います。

（6）潤沢な民間貯蓄が財政赤字をファイナンス

次にフローの資金過不足について、政府、企業、経常収支、家計の4主体のそれぞれの動きを整理します。大雑把に言いますと、家計に代表される民間貯蓄が潤沢となっており、これが政府債務をカバーしています。日本の場合は、政府の債務が拡大するという事になったときに、民間貯蓄が潤沢に創出されるという関係が成り立っています。

実は、アメリカも最近はこのような状況になっています。1980年代、アメリカには「双子の赤字」の問題があり、財政と経常収支の両方が悪くなっても民間の貯蓄はあまり増えないという構造問題がありました。一方、1990年代の日本は基本的に財政が悪化しても、民間の貯蓄は潤沢になっています。金融危機以降のアメリカは、実はこの日本型になっており、財政状況がどんどん悪くなる一方で民間貯蓄は増えていくという構造になっているので、金融危機によって財政状況は相当悪くなりましたが、アメリカの国債市場も予想を覆してこの数年間かなり安定しています。この意味で、アメリカにおけるマクロ経済、金融動向も日本化していると言えるかもしれません。

繰り返し申し上げますと、財政がどこまで安定的であるかということ、例えば過去の貯蓄の額などだけで測るのは不十分であり、財政が悪化するときに、

民間の貯蓄動向が対応するかどうかのも一つのポイントとなります。世界の主要国においては、債務の拡大が経常収支に一方的に反映されるというよりは、民間貯蓄が増えることで対応しているケースが多いように思います。国債の価格が財政赤字に対してダイレクトに反応しないということは、ここ数年間の一つの傾向ではないかと思います。

（７）企業の過剰貯蓄はなぜ生じているのか？

これまで民間貯蓄の話をしてきましたが、家計のほかに、もう一つの重要な企業について話をします。むしろ企業の方が、この10年程度は重要な役割を果たしています。企業が貯蓄超過主体になったのは、この十数年の状況です。減価償却を上回る設備投資をしない、あるいは減価償却額以内の範囲でしか設備投資をしないというのが、常態化しています。この状況は企業の貯蓄となります。企業が貯蓄をするといっても、企業にとってみれば、実際に銀行預金が増えるケースもありますが、ほとんどの場合、債務返済にはなりません。企業は、通常、外部資金を調達して、それを原資として投資をし、そこから得られた利益を出資者なり債務者に返済していくという経済主体ですから、永遠に貯蓄し続ける企業は理論的にはあり得ません。永遠に貯蓄をし続けると債務のバランスシートがゼロになってしまうことなので、企業が消滅してしまうことになります。しかし、日本の場合、現実には十数年間、企業の貯蓄が続いており、要するに企業は債務の返済を続けています。企業のバランスシートはゼロにはならないので、この状況はいずれ限界が来るとは思いますが、企業の貯蓄の動きはしばらく続いていくのかなとも思います。

日本の企業のキャッシュフローの内訳を見てみると、この十数年間においては景気の良いときもありました。ITバブルの時には小さな山が存在します。キャッシュフローベースで言えば利益が上がっています。その後の2005、2006年前後の世界的に経済が好調だった時期で、小泉政権における小泉改革があった時期ですが、企業の収益がとても増えています。しかし、こうした企業のキャッシュフローが増えていった時期、少なくとも1990年代末以降においては、日本企業はそれを設備投資にあまり回していませんし、それ以上に人件費にも回していない。単なる余剰資金の増減にとどまっていたというのが、十数年間の日本の企業財務の状況です。余剰資金が発生したら、企業は借金を返すしかありません。バブル経済の1980年代の頃であれば、この余剰資金を何か別のもので資金運用をする——かつて「財テク」という言葉がありましたが——こととなりますが、現在の企業は、資金運用でなく借金を返済していきます。です

から景気が良い時に、設備投資が行われて関連産業が潤っていくとか、賃金が上がって一般家計が潤っていく形での景気回復の実感がほとんどなかったのは、こうした企業の財務行動にほぼ起因しています。ただし、企業の貯蓄は、民間の貯蓄に含まれます。政府が借金を重ねる中で、民間はせっせと貯蓄を増やしている状況なので、資金需給的な観点から言えば、国債市場は安定した状況が一貫して続いてしまうということです。

こうした状況が変わるのか変わらないのかという点が現在注目されています。安倍政権も企業の余剰資金を賃金、あるいは設備投資に回させようと色々な施策を行っていますが、残念ながら、現段階で日本企業の構造が抜本的に変わっているようには見えません。今後1～2年で変わっていくかどうかは大いに注目すべき点ですが、逆にこうした構造が変わらない限りは、国債市場の資金需給環境はあまり変わらないということになります。

（８）人口成熟化のフロントランナーとしての日本

話は飛びますが、2000年代以降の日本経済における大きなトピックの一つとして、人口の成熟化があります。これも日本の国債市場の安定という点で何かしらの影響があったと思います。政府債務の調達を巡る資金の動きという観点から見ると、人口が成熟化して少子高齢化が進み、いわゆる国内のマーケットが縮小してくるということが明確に企業内で認識され始めたのが、1990年代の終わりから2000年代の前半頃にかけてです。企業が国内における期待成長をどんどん引き下げていきました。これによって企業が利益を上げて、国内で設備投資をやらないということが常態化してきました。これが貯蓄増加につながっている一つの説明になっていると思います。

（９）銀行貯蓄が政府ファイナンスの最も重要なパスに

貯蓄が過剰である状況は、国債市場において実際にどのように作用しているのかということを議論したいと思います。

貯蓄が生まれると、家計は一般的に銀行に預金をします。これは非常に分かりやすい例だと思います。ただし、もう一つ存在するのは、先ほど説明したように企業の貯蓄は、その貯蓄の全部を銀行預金として積み上げているわけではなく、債務の返済に充てられます。債務の返済が行われると、目に見える形で銀行預金の残高は増えませんが、銀行など金融機関にとっては、企業に対する与信（貸出し、出資）がどんどん減っていくことになります。一方の家計の預金は減らない状況なので、金融機関のバランスシートにおいては資金がどんど

ん余剰になっていきます。これは預超もしくは預貸ギャップという言い方がされますが、このことが、先ほどから申し上げているような企業の貯蓄が国債の購入資金に変換したということを指します。

他方、銀行の国債投資動向を見たいと思います。特徴的なのは、現在、銀行預金、特に普通預金の金利はゼロですが、それでも家計の預金が増えています。これが銀行にとっての余剰資金になるのですが、この要因の一つとして、実質ベースで見た金利は実は高かったという点が挙げられます。実質ベースはインフレを控除したもので、名目金利がゼロ%の銀行預金であってもデフレのため実質ベースでは金利はかなり高くなり、家計の貯蓄が銀行に集まって、銀行はこれを国債投資に振り向けたというのが、この十数年間の経緯です。

国債ファイナンスが不安定化する一つのプロセスにおける起点は、やはりインフレーションなのだろうと思います。インフレ率がどんどん上がってくれば、少なくとも現在のようにゼロ金利の普通預金に資金が集中することがだんだん解消されてきます。アベノミクスの異次元緩和でインフレ率が少し上がってきたといっても、実質金利ベースで見るとようやく過去の平均レベルより、少し高い程度になっただけで、この程度では銀行の預金がどんどん流出することは恐らくないと思います。ただし、インフレ率が2%、3%、4%と上がってきますと、いずれどこかの時点で銀行から資金が流出をし始めることが考えられます。もちろん、そのお金はどこかに存在するので、最終的には国債を買うかもしれないが、一時的に不安定化することが起こるかもしれません。

(10) ソブリンデフォルトの本質は何か？

資金を巡るお話をしましたが、繰り返しになりますが、整理してもう一度お話をさせていただきます。

冒頭に申し上げたように、先進国であるヨーロッパの債務危機が2010年から発生して、いよいよ先進国のデフォルトが意識されましたが、過去の事例を見ると、本当に財政が悪化して国家が破綻したケースは、実はそれほど一般的ではありません。また、その多くのケースでは、破綻の定義も色々と、実質デフォルトやIMF管理になるということなどがありますが、こうした状況に陥った国の多くは、どちらかと言えば、経常収支危機、外貨準備危機が原因でした。その意味では、日本は、少なくとも経常収支危機、外貨準備危機に陥るといふリスクがあるようには思えません。

それでは、財政悪化だけで破綻した国家の事例は本当はないのかと言います

と、少し遡ってみると 1920 年代頃のケースがあります。

1920 年代にデフォルトが最初に頻発した時期がありましたが、この時代に起こったのは、まさにハイパーインフレーションデフォルトで、ドイツ、ハンガリー、オーストリアなど第一次世界大戦後のヨーロッパのいくつかの国に起きたケースです。一方、財政悪化の要因だけで破綻したわけでない事例としては、最近では、1997 年の韓国があります。IMF 管理に入った時点での韓国の財政状況は、実は財政収支黒字であり、典型的な外貨準備危機でした。

このように議論を整理すると、ヨーロッパの債務危機に至るのは、債務危機と名が付いているものも含めて 1970 年代以降、中南米の問題もアジア通貨危機の問題もそうですが、基本的には経常収支、国際収支の危機がまず根本にあります。そうしますと、現在の日本は少なくともこれらには該当していないことが事実であり、日本のデフォルトの可能性を議論するのであれば、広義のデフォルトリスクに該当するものであり、最も可能性があるのはハイパーインフレーションだということになると思います。

このように日本が外貨準備危機、経常収支危機に該当していないというのは明白ですが、この点は、対外純資産の額から語ることができると思っています。

現在、日本は世界最大の対外純資産の保有国です。ただし、このことを申し上げると、でもフローベースの経常収支は赤字化し海外からの資金調達が必要になってくるという話があります。実際にそうなるとしても、一般の企業で例えて言いますと、業績が少し悪くなって赤字になりましたが、過去の資本ストックによって自己資本比率は非常に高く、また有用で流動性のある資産を多く保有している場合、この企業に対して、赤字になったからと言って銀行が突然資金を貸さなくなるということは、全くないわけです。これが 10 年、20 年と続いて資本を毀損し始めれば別ですが、その状況から程遠ければ、赤字が続いていたとしても、銀行は低利で貸すことになると思います。日本は、現在のところ、こうした状況に近いと思います。日本の対外純資産においては、企業の海外投資が非常に大きなウエートを占めていますが、日本政府の外貨準備も入っています。企業の海外投資などは流動性が低いという議論もあります。企業の財務に例えて言えば、保有資産に流動性があるに越したことはありませんが、流動性がなくても担保価値は存在します。日本は多くの対外純資産を持っているということは、資金調達という観点からすれば十分な担保価値を保持していることになります。

(11) 経常収支赤字化でも長期金利の「非連続的」な急騰はない

経常収支が赤字化したら日本の政府債務に焦点が当たるという議論もありますが、必ずしもすぐには当たらないと思っています。データを見ても、経常収支は、過去においてはイールドカーブ（10年新発債と5年新発債の金利差）と関連を持っていたようにも見えますが、この数年間、特に大震災後は、経常収支が急速に悪化方向に動いているにもかかわらず、金利は低下しており、両者の関係が完全なくなっています。このことは経常収支が赤字化すると金利が突然急騰するという仮説を否定する一つの実証データとして見てもよいのではないかと思います。基本的には、フローベースの資金収支に関しては、海外から調達する必要があることは間違いない一方、国全体の対外純資産の担保価値が信頼されている状況であれば、引き続き低利での資金調達は可能であると思います。しかも金利商品として借りる必要があるわけでもなく、株式投資でも良いのです。短期の資金でも長期の資金でも株式投資でも直接投資でも何でも構わないのです。そのように考えたときに、日本全体の対外純資産が明確に巨大なものである限り、短期的に資金を借りられなくなることは恐らく国際的には生じないということです。

なお、日本の財政状況は確かに悪いのですが、政府規模を各国と比較して見た場合、日本はギリシャと大分違うのではないかと思います。いわゆる「放漫財政」という言葉は、日本の財政条件にはあまり当てはまらず、財政の使われ方としてはかなり抑制されていると思っています。ただし、問題はその歳出に比して税収があまりにも少ないことが、現在の日本の財政状況に関して国際的な比較から導き出される結論だと思います。

2. アベノミクスとマネタイゼーション

（1）中央銀行がコントロールできる通貨の範囲は？

前段部分でかなり本質的な内容を含めて話をしましたが、アベノミクスとマネタイゼーションの話題について、金融政策との関係について議論をしたいと思います。

まず、大前提として、この異次元緩和とは一体何かという話です。言われているとおり、中央銀行のバランスシートを膨大な量に拡大するものですが、中央銀行の発行する現金、つまり日銀券というのは通貨ですが、この日銀券の額は極めて安定的にしか動かないもので、増えも減りもしません。現在、日銀が拡大させている通貨は、日銀当座預金残高＝銀行が保有する現金という形であり、一般国民が直接その通貨を保有しているわけではありません。日銀券と日銀当座預金残高を合計したものがマネタリーベースです。教科書的に言います

と、このマネタリーベースを増やすと、一国経済のマネー全体（マネーストック）が増えるかもしれない。現在、日銀が行っているのは、デフレが問題であったので、インフレ率を上昇させようというものです。経済全体のマネーが増えればインフレ率は上昇することを前提にして政策を実施しています。しかし、マネタリーベースを増やすとマネー全体が本当に増えるというのは、必ずしも正しくはありません。

マネタリーベースとマネーストックの関係は、長い目で見れば、あるのかもしれませんが、必ずしも一意的な関係ではなく、アメリカのケースでは、全く関係ないのです。中央銀行が供給するベースであるマネタリーベースと、いわゆる広義のマネーであるマネーストックは全く関係なく動いてしまうという関係です。日本で両者に関係があるように見えるのは、金融システムに占める銀行のウェイトがかなり高いことが背景にあるのかもしれませんが。銀行が保有する日銀当座預金残高を増減させることによって、アメリカよりは広義のマネーに対する影響力をまだ持ち得るところがあります。ただし、これは一対一の関係ではなく、日銀がマネタリーベースを増加させるため、日銀当座預金残高をどんどん増やしていくことによって比例的にインフレ率が高まるというのは、少し乱暴な議論ではないかと思います。

（２）異次元緩和は経済、物価にインパクトを与えているのか？

それでは異次元緩和はどのように経済、物価に効いているのかということになります。

日銀がマネタリーベースを増やす政策を始めてから顕著に変わっていることは、資産価格が動いたことです。ドル・円の為替市場と日経平均は連動しながら大きく変化しています。異次元緩和のスタートが 2013 年 4 月ですが、それより前の段階から、異次元緩和を織り込む形で動いていました。資産価格（株価）と個人消費を比較すると、実際に個人消費にかなりの影響を及ぼしていることが分かります。教科書で書かれているような、日銀が資金を供給してマネタリーベースが増えるとマネーストックも増えて、インフレ率も上がるというメカニズムがどの程度働いているかについては疑わしいのですが、少なくとも資産価格が上がって、消費が刺激される形で実体経済の押上げに効いていることは確認できます。実体経済が上向きになれば、基本的にインフレ率も多少は上がっていきますので、こうした経路をワープしているのが今の異次元緩和ではないかと思います。

このことは黒田総裁が実験を行わなくても、F R B が 2008 年以降、量的緩和

に踏み切っており、既に結論はほぼ出ております。今年、退任しましたバーナンキ前F R B理事長は、いわゆるQ E（量的緩和）の効果について、「実体経済への直接的な影響は限定的であるかもしれない。ただし、金融緩和の効果は非常に明確に存在する」とかなりそれに近い発言をしています。

要するに、資産価格を通じた効果というのが実は大きく、その意味では異次元緩和のインフレ率に対する影響は、ポジティブであると思います。

（３）日本は 2011 年以降、金融政策と共に財政政策も全開にしてきた

ただし、日本のG D Pの内訳を見ますと、資産効果を中心に金融政策の効果が出ているといっても、経済全体で見ると、この数年間は、実は財政政策の押し上げ効果が非常に大きかったのです。アベノミクスは、いわゆる第一の矢（金融政策）と第二の矢（財政政策）の両方を実施するものなので、金融緩和を極端に実施する裏側で、財政を拡張する政策を行っています。アメリカの政策と比較すると明確ですが、アメリカはF R Bが量的緩和をどんどん拡大して金融緩和を強化していく中で、政府は財政緊縮方向で3年間を運営するという日本とは逆の政策を取っています。日本とアメリカで実施している政策は、その意味では方向が違います。日本の異次元緩和は、現在のところ、ある程度効果が出ているという評価にはなるとは思いますが、金融政策そのものの効果については、後から検証する必要があると思います。異次元緩和と物価の動きを照らし合わせて見ると、確かに物価は上がり、デフレが緩やかなインフレになったことは言えるものの、客観的に評価すれば、為替のインパクトが過半を占めていることは疑いようのない事実です。為替は、金融緩和によって資産価格への効果が発揮できれば、これは重要な波及経路なので、物価上昇に効いている部分もあります。しかし、実体経済を通じた金融政策の効果とは必ずしも言えず、むしろ財政政策が効いている可能性があります。その意味で、日銀が実施する政策は、後々になって様々な客観的な評価がされると思います。

（４）日本のC P I 上昇は構造要因とワンオフ要因の双方が寄与

日本の物価に関して、日銀がバランスシートを拡大させて金融緩和をすれば必ずインフレ率が上がるという議論は個人的には信じていないわけですが、そもそも日本の物価は、アメリカと比較して長期にわたって低い水準を維持しています。日本の物価が上がらないのは10年、15年間の「デフレ」という話ではなくて、ほぼ40年にわたる一つの傾向になっています。これが1990年代の終わり頃から世界的に物価水準が下がってきたことによって、元々低かった日

本の物価がマイナス圏に入ってしまったのが、2000 年代の最も客観的な評価だと思いますので、中央銀行の政策の失敗でデフレになったという評価は違うと思います。やはりグローバルな物価状況、つまりデysinフレ状況が日本の物価に反映しています。

日本の物価が 40 年間、相対的に低かった理由について、日銀が色々な説明をしています。例えば、期待インフレが下落し続けると物価は低くなるという説明もありますが、見落としてはいけないのは、日本は先進国の中でも貯蓄の水準が高い国だったということです。貯蓄が高いと何を生むかと言いますと、貯蓄が潤沢でしかも投資の規模を上回ることになり、需要に対して投資が不足してしまいます。資金が余剰になって、投資が相対的に過剰な投資になってしまう。つまり、過剰供給、過当競争です。金利が低すぎることの弊害としてこのようなこともあると思います。

世界のインフレ率の推移を見てみますと、日銀がいくら大規模な緩和政策を実施しても、それだけでは簡単にインフレにはならないことが言えます。世界のインフレ率は実は 1990 年代を通じて下がってきているということが一つの大きなポイントです。つまり、これは新興国の台頭という非常に構造的な問題を孕んでいます。その比較ケースとして、例えば、イギリスの 19 世紀のケースがあります。当時のイギリスにとっての新興国はドイツ、ロシア、アメリカ、そして日本だったわけです。相対的に賃金の低い国がどんどん設備投資をし、ストックを積み上げて工業生産力を上げてきました。これによって、イギリスは 19 世紀のかなりの期間において、デysinインフレーションになり、時期によってはデフレの状況を経験しています。これが現在の先進国全体を覆っているデysinインフレの最もメジャーな理由で、金融政策の失敗とする議論はやや極端な議論だと思います。

もし簡単にインフレが起きないのだということが恒常的な問題だとすると、かつ日本は韓国のような経常収支・外貨準備型の危機にも陥らないという大前提があるとすると、日本の財政が陥る可能性として唯一存在すると考えられる「広義のデフォルト」——例えば 1920 年代のドイツのようなケースでみられたようなハイパーインフレ型の債務デフォルト——に陥る確率は、客観的に見て極めて低いのではないかという結論になります。このような経済学的な説明をすると、それならば日本の財政再建は必要ないではないかという反応が返ってきますが、それが正しい議論かは別として、客観的に見るとこうした構造になっていることは引き続き考えられるだろうと思います。

もう一点だけ気にしておきたい前提があります。インフレになりにくい前提

に関しては、先ほどの新興国の問題のほかに、先進国独自の問題として人口動態があります。国内需要が縮小してくるときに果たして企業がどんどん投資をする、あるいは家計がどんどん消費をする行動に出るかどうかという点です。普通に考えるならば、そうした行動には出るとは思えないので、その意味で、貯蓄過剰である状況はあまり変わらず、結果として国内発のインフレはなかなか起こりにくいはずと考えられます。

（５）マネタイゼーションとは何か？

アベノミクスがスタートし、異次元緩和がスタートしましたが、これに関しては長期的なリスクが、異次元緩和導入以前と比較して若干上昇している部分はあると考えております。

戦前のドイツのケースは、ハイパーインフレーションですが、戦争があったのでインフレ地合があったことが起点にあるのですが、そのインフレがコントロールできなくなった最初の大きな理由は、やはり中央銀行の政策にあるわけです。この順番はしっかり押さえておかないといけません。まずインフレがあって、それを中央銀行が増幅させるような政策を取ってしまったことが、1920年代のハイパーインフレーションのプロセスです。

日本の場合には、その前提となるインフレが起きにくい構造にあり、なかなかスタート地点に立てないのですが、仮に何かしらのインフレを生じさせる材料が突発的に出てきた場合——例えば、オイルショック、安全保障リスクが発生した場合、グローバル的に突然供給途絶が起きた場合など——には、予期せざるインフレが起きるかもしれませんし、可能性はゼロではありません。インフレが起きた時、しかもマクロ的には需給が均衡している状況の中においては、ドイツの1920年代のケースでもそうですが、当然、中央銀行としては金融引締め政策が検討されます。

さらに、もう一つ重要なことは、財政がその時に抑制的に運営ができる自由度があるかどうかということです。例えば、安全保障といった問題がクローズアップされてしまったときには、軍事費の支出が必要であるなど財政はむしろ拡張方向にいかざるを得ない可能性もあり得ます。この時は、中央銀行はなおさらのこと強烈的な金融引締めをやらなければなりません。

しかし、現在の問題は、中央銀行が財政のファイナンスにあまりにも大きくコミットしてしまっていることにあります。日本銀行は膨大な国債の量を買っているわけですから、短期的には金融緩和を止めること、政府の財政ファイナンスのコミットメントを外すことができないわけです。こうした中で、も

しインフレーションが起きて、しかも政府の財政支出が削減できない、むしろ拡大するという状況が起きたときに、インフレーションを抑制すべき政策主体が、日本中のどこにも無くなってしまうことになります。だからこそ中央銀行は独立性が確保されていなければならない。財政が硬直的になったとき、独立した中央銀行がインフレを抑制しなければ、最終的にインフレはアンコントロールになってしまうリスクがあるということです。この点は教科書どおりの説明です。

その意味では、今回始まったアベノミクスは政府債務に対してコミットを強めすぎているのではないかと思わざるを得ません。日銀は市場に一回放出された国債を市場から買っているので、財政ファイナンスではないという議論はありますが、重要な点は中央銀行が国債を市場で買い支えているから、財政の拡大が可能であると政府が判断してしまうことにあります。あるいは中央銀行の政策が政府の財政運営の判断に影響を与えてしまうことが本質的なマネタイゼーションだということです。

マネタイゼーションと言うと、どこまでやったらマネタイゼーションになるのですかという質問をよく受けるのですが、中央銀行が国債の何十%を保有したらマネタイゼーションですという数値で測れるものではありません。中央銀行の政策スタンスが、財政政策当局の行動に影響を与えてしまうことが、マネタイゼーションの萌芽であると個人的には理解しています。今回のアベノミクスは、第一の矢、第二の矢を実行して景気を良くするという政策ミックスですが、財政を拡張し中央銀行も全開で国債を買っていくことは、アメリカでは行われておらず、F R Bは全開で国債を買っていますが、財政は緊縮方向に運営されています。これはアメリカの政治体制にもよるところがあり、共和党政権から民主党政権に変わりましたが、共和党は明確な財政再建原理主義という流れを持っていますので、議会においてそうした圧力が強いことも背景にあります。

（６）日本の財政破綻パス

近著では、日本の財政破綻のパスについて、場合分けをして樹形図にして描いたのですが、確率的には、ほとんどのケースは、何となく悪いまま 10 年、20 年も続いていくのが結論に近いところです。ただし、いわゆるテールリスクに類する部分として、ほんの数パーセントですが財政破綻がもし起こるとするならば、全く返せないとか、返済条件を変えるというような狭義のデフォルトよりも、ハイパーインフレーションが発生する確率の方が若干高いだろうと考え

ています。もちろん、この樹形図は恣意的なものですし、数値の置き方についても異論のあるところだと思います。

これらのリスクは異次元緩和がスタートしたことによって、テールリスクとして若干の上昇があるのではないかと思います。財政破綻に向かっているということは確率の議論ではありません。日本のマクロファンダメンタルズを考えれば、むしろインフレは生じないのではないかと考えているほどです。ただし、何か起きたときには、中央銀行の政策が財政に対する大きなインパクトを持ち、財政破綻へのプロセスを後押ししてしまうような政策になってきていることは、客観的な評価としてあり得るのではないかと考えています。

今後、消費増税決定という大切なプロセスにおいて、日銀がどのように政策を行っていくのかという議論があると思います。個人的には、現在の消費者物価指数1%程度のインフレというのは日本にとって問題ないレベルであり、これを2%に押し上げるために、無理に国債を買い続けていく政策が正しいのかどうか、客観的に見直すべき時期が近づいているのだらうと考えていますが、なかなかそうした方向には政策は動かないだらうともあわせて思っています。

御静聴ありがとうございました。

○質問者1 多岐にわたったお話をいただきましたが、金融政策に関わる話について伺います。御説明にもありましたが、現在、日銀が国債を買っていることに関して、その出口戦略について国会で議論されても、まだ物価の状況を踏まえるとそれについての答弁はしませんという答えが返ってくる状況にあります。ただし、少し先を見据えて、異次元政策の出口が見えてきたときに、米国FRBとは違う日本の状況において、国債買い入れを縮小していくときに、日本国債の消化についてどのようなことが想定されるのか、あるいは日銀はどのようなことを行っていくのかについて、お考えを伺いたいと思います。

○森田 長期金利は、基本的には、教科書的に言えば、インフレ期待と実質金利からなって、実質金利の部分に関しては、財政リスクプレミアムや需給プレミアムとして説明がされます。ただし、財政リスクプレミアムであるか、需給プレミアムであるかについては、明確な区分は計量的にはできないわけです。現状を大まかに把握するとすれば、この10～15年位、日本の金利市場において形成されるインフレ期待はあまり変わっていません。これは黒田総裁の前の白川総裁の時代、あるいはその前の福井総裁の時代もそうかもしれませんが、インフレ率に関しては、いわゆる「のりしろ」としてだいたい1%程度を目指す

のが適当ではないかという議論がずっとされ、債券市場で織り込まれている長期のインフレ期待もだいたいこの辺りの数値で収斂しているという状況で、実際にあまり上昇していません。

この部分が一番大きなポイントで、現在、長期金利が 0.5%程度しかありませんが、インフレ率が 1%としても、これはいくらなんでも低すぎます。リスクプレミアムは区別できないと説明しましたが、日銀が国債を買いすぎることに伴う需給プレミアムによって実質的に金利が低くなってしまっていると思います。この先、日銀が異次元緩和の出口に向かうときの前提条件であるインフレ率が 2%で定着をしているのであれば、インフレ期待は 100 ベーシス(1.0%)程度跳ね上がりますので、その後も日銀が国債を買い続けるとしても、長期金利は 1~1.5%ポイント程度は跳ね上がる可能性が高いと思います。加えて、出口時点では、日銀の買入れが縮小し需給プレミアムも無くなってきますので、現在の 0.5%程度の長期金利は 3%程度になったとしても、全く変ではないと思います。

ただし、インフレ期待があまり変わらないまま推移して、いずれかの時点で、日銀が、2%達成は難しい、これ以上国債購入はできない、異次元緩和の出口を考えると言い始めた場合、マーケットにおいては、インフレ率 1%程度で需給プレミアムが正常化するので、金利水準としては 0.5%の長期金利が 1~1.5%程度のところで収斂していくと思います。

御質問のように、出口政策が行われる中で誰が国債を買うのかという点については、マーケットがしっかりとメカニズムとして働いていれば、ファンダメンタルズに則した水準が達成されてくれば、必ず買い手は出てきます。最終的には、日本のマクロ経済の貯蓄構造や海外収支構造などが変わっていないならば、1~1.5%程度の長期金利でしっかりと民間の買い手は現れるだろうと考えております。ただし、一時的には、0.5%から 1.5%まで上昇すると 1%ポイントの金利上昇ですから、投資家、金融機関、銀行、生命保険会社などに大きな損失が出る可能性がある点是否定できませんが、マクロ全体で見れば十分に吸収されて適正な水準で買い手は出てきます。

アメリカと日本は違うという議論はありますが、実際に、アメリカの去年のテーパリングに向けた動きを見れば、これが妥当な見方だと思います。アメリカも膨大な国債を買っていましたが、去年の 5 月に、F R B 議長が国債買入れを停止すると示唆しただけで金利が 1%ポイント程度跳ね上がりましたが、跳ね上がったレベルで最終的に需要が出てきました。その後は、発言以前の状況よりも低い金利水準になっている現状なので、日本のように、対外純資産を G D

P比で60%程度持っているような国では、最終的に長期金利はインフレ率で説明できると思います。現在のところはそのような見方をしています。

○質問者2 本日は日本経済のファンダメンタルズの面から、ハイパーインフレーションになるという声がある割には、なぜ物価は上がらないのかという議論に対して、マクロ的なインプリケーションをいただきました。それに関して伺いますが、貯蓄投資バランスについて、事後的にはバランスするものではあり因果は含められないので注意しなければならないのですが、仮に政府が赤字になれば、その分民間の貯蓄が増えなければならない。現在、民間貯蓄の主体はほとんどが企業なので、企業と政府の貯蓄投資の動きがちょうど対称的になると思っています。逆に考えると、民間企業が投資を始めると財政の買い手がつかなくなるという表と裏の関係になっていると思います。政府は基本的に生産性が低いとされていますので、日本経済を良くするためには企業の投資が増えていかなければならない。その時には、財政のファンダメンタルズは変わらなければならないと思いますが、日本が経済成長をするためには、企業が積極的に投資行動をするように変わったとき、財政はどのようにならなければならないのかという面について、教えていただきたい。

○森田 マクロの需給ギャップの水準は、重要な前提だと思います。数年前の状況であれば、企業が設備投資を増やすにしても、財政を急激に減らせば、需給ギャップが開いてデフレに戻ってしまうことだったと思うのですが、現在の状況では、2014年1-3月期の時点では、ほぼ需給均衡まで来ているので、企業が本格的に設備投資を増やし始めた場合、つまり企業の貯蓄が減り始めた場合には、財政は緩やかに再建・緊縮の方向に動いていくべきだと思います。

逆に言うと、それがもしできなかった場合には、先ほど申し上げたように、インフレ率が上がってくるのだと思います。金融政策の効果は限界的ですが、財政は強制的な投資であり強制的な需要の創出ですから、民間が投資貯蓄のバランスを変えつつある中で、財政が従来と同じ政策スタンスを取り続ければ、当然インフレ率は上昇していくことになります。しかし、インフレ率が上昇し、金融政策が引締めで対応している中、それでも財政を緊縮しないということは、常識的に考えて、先進国において、そのようなマクロポリシー（政策）はあり得ないと思います。民間の家計や企業の立場からしても、民主主義国家において、街を歩けば景気がそれなりに良くなっていると感じれば、財政を拡大する必要はないという議論になるはずです。

ただし、強制的に歳出削減できない状況が起きたときはリスクであるというのは、先ほど申し上げたとおりです。最大の要因は安全保障のリスクです。国として経済の状況に応じて裁量的に財政が運営できない状況は、まさに安全保障リスクが高まっているとき以外には、先進国では恐らくあり得ないと思っています。安全保障リスクは、戦争なのか、最近のエボラ出血熱なのか、国内での極めて大きな災害なのか、実際には分かりません。ただし、そうした非常事態でなければ、国民の合議として一定の緊縮財政の方向に向かっていくのは当然だと思いますし、そうしなければインフレ率が高まってしまうという帰結になるのだと思います。

○質問者 3 マーケットを普段御覧になっている先生にお越しいただいたので、お伺いします。株式市場であると、例えば、突発的なことやイベントが起こったので買ったとか売ったとかが、まことしやかに言われることがありますが、その一方、債券市場は、結構、理詰めで判断するという話を聞いたり、本日の内容からも経済学的なオーソドックスな議論で行動したりすると改めて確認しました。そこで、印象論的な質問となるのですが、債券市場のトレーダーや市場を見ている関係者というのは、基本的に理詰めの判断で投資するというのが大勢を占めているという理解でよろしいでしょうか。

○森田 トレーダーと言っても、短期で売買する者は、株式市場に参加する者と基本的には何ら変わりません。明日の値段が上がるか下がるかのみで判断していると思います。一方で、債券市場の投資家層が何を一番見ているかと言うと、「金利」なので、基本的には金融政策が根本になります。金融政策の変動に対して、どのようなリスクプレミアムを付けて見るか、将来の期待値をどのように見るのかが債券市場における価格形成の根本となります。株価形成においては、これは企業収益になります。企業収益がどのように変わっていくかということと、金融政策がどう動いていくかということとの違いが、その値段になります。イベントに対する反応の違いなのだろうと思います。中央銀行は当然理詰めですし、この十年程度は、特にその傾向が強いと思うのですが、いわゆる学界の方が金融政策に具体的に関与するケースが増えてきて、アメリカでもF R Bのボードメンバーは学者の比率が高まっています。理論付けが重視されてきていることは、債券市場において国際的にあるかもしれません。なお、株式市場の参加者の方が、やや多様ではないかという感じであり、日本の株式市場は、個人の投資家の比率もそれなりにある一方、債券市場は機関投資家のみの

マーケットですから価格変動の違いが少し出ているのかなという感じはしています。

○質問者 4 現状の財政状況とか今後の国債の見通しと、今の円安の状況について先生はどのように関連付けてお考えになっているのでしょうか。

○森田 現時点で、円安がなぜこうした水準になるかという結論は、私の中でも半信半疑の部分があります。短期的にはアメリカが緩やかに金融引締めに向かっているので、ドルが上がって、円とユーロが下がっているというように理解されていると思います。ただし、アメリカの債券市場で織り込まれているアメリカの利上げペースは非常に緩やかなものです。アメリカの政策金利と為替を単純に回帰分析してみると、円が 110 円になるほど、アメリカの将来の金利上昇がマーケットに織り込まれているわけではありません。

これに対して、恐らく二つの解釈ができると思います。

一つは、日本の金融政策があまりにも極端な方向にあって、将来、何らかの形で日本に対する信認の低下が起きるのではないかという漠然としたマーケットの懸念があるのではないか。これは「円安日本破綻」論を言う方もいますが、それに近い議論です。

もう一つは、より現実的な話になりますが、リーマン危機の後、世界経済は明らかにそれ以前よりも相当程度弱くなってしまっているにもかかわらず、金融資産の積み上がりだけは世界的にどんどん加速している状況で、金融規制が強化され、例えば、いわゆるシャドバンキングやヘッジファンドなどにお金が行っていることがあります。金融危機のときには、ヘッジファンドは随分潰れたのですが、ヘッジファンドのトータルの金融資産残高は、金融危機の前よりも遥かに積み上がった状況です。こうした資金の性格は、端的に言えば、上がるものがあればそこに向かって行くし、下がるものはそこについて行くものです。少なくとも普通に米国債を保有したり、ヨーロッパの債券を保有したり、ましてや日本の国債を保有したとしても、彼らが要求する期待収益を得られません。このため、理由はともかくとして、何か材料がありそうなところに一気にお金は入っていくという傾向が世界的に強くなっています。アベノミクスがスタートした 2012 年の秋に、なぜあれほどの為替が急に動いて、なぜあれほど株が上昇したのかは、まさにそのような投資家に格好の材料を与えたからであり、今回もアメリカが利上げすることに対して、リスクプレミアムがどうなるかということも一切構うことなく、一気に資金が為替に流れて、投機されるこ

とが現実には起きています。

この二つの解釈を踏まえると、現在の円安水準について、前者の見方がもし本当であるとすれば日本にとって非常に危険な話です。このように日本が長期的に信認を失ってくると危険になる可能性があるので、気にしなければなりません。現実には起こっているのは、後者の影響が高いと思います。いずれ行き過ぎの反動は起こりますし、既に一回、起こっています。もし1～2年後にアメリカの景気にはかばかしくない事態が起きたときに、FRBが利上げしない話が出れば、一気に巻き戻しが起きる可能性も含んでいると思います。

○質問者5 先生の論点で1%台のインフレをおっしゃいましたが、現在、円安による原油高で、消費者物価指数でも原油の影響が増して、いわゆるコストプッシュインフレという形になっていると思います。それは教科書的には好ましくないインフレであって、できれば需要が引き上げていくようなインフレであった方が良くとされますが、同じ1%であってもインフレの質について先生のお考えや注目されている点はございますか。

○森田 端的に申し上げますと、為替の影響やエネルギーの影響、つまりインポートに基づく輸入インフレの部分と需給に基づくインフレのウェイトが現在どの程度かと言うと、感覚的に、インポートインフレが6～7割を占めているのではないかと思います。ただし、仮にインフレが始まった時点がインポートインフレであったとしても、恒常的にインフレ率が高ければ、インフレ期待も上昇して、企業の価格決定のメカニズムが変わってくることによって、恒常的にインフレ率が上昇するパスも無い訳ではありません。日銀はこの点に期待している部分もあると思いますが、現実の問題として、そのような形でのインフレが本当にどこまで起こっているのかは疑わしいところです。

特に日本の場合、消費者物価指数のコア指数を見て判断していますが、エネルギーと食料を含んでいますので、これを除いたアメリカベースでのコア指数とで見ると、0%台半ばというのが現在の実力ですので、本来であればこの数値を冷静に見るべきだと思います。ただし、この中にも、円安効果による物価押し上げ分も含まれているので、この先、為替の前年比上昇率がゼロになると、0%台半ばのインフレを維持するためには、それなりの努力が必要ではないかという感じはします。結局、企業が値段を上げられる、あるいは賃金が自然に上がるという恒常的なインフレの部分はまだ3割程度でしかなく、インポートによるコスト部分が6～7割を占めている状況が続くと、一般的な受け止め方とし

ては、コストが上がっているように感じ、どちらかと言えば、マイナスなのが現状ではないかと思います。

○進行 予定の時間となりましたので本日の講演会を終わらせていただきます。本日は、森田先生、大変御多忙のところ、ありがとうございました。(拍手)

【参考文献】

土屋剛俊・森田長太郎『日本のソブリンリスク』東洋経済新報社、2011年6月
森田長太郎『国債リスク 金利が上昇するとき』東洋経済新報社、2014年2月

「異次元緩和」と「国債リスク」の関係をどう読み解くか

SMBC日興証券株式会社
金融経済調査部

2014年10月

森田 長太郎

チーフ金利ストラテジスト

この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたもので当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時の当社の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。投資判断等のご利用に際してはご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。本資料についての注意事項は末尾をご覧ください。

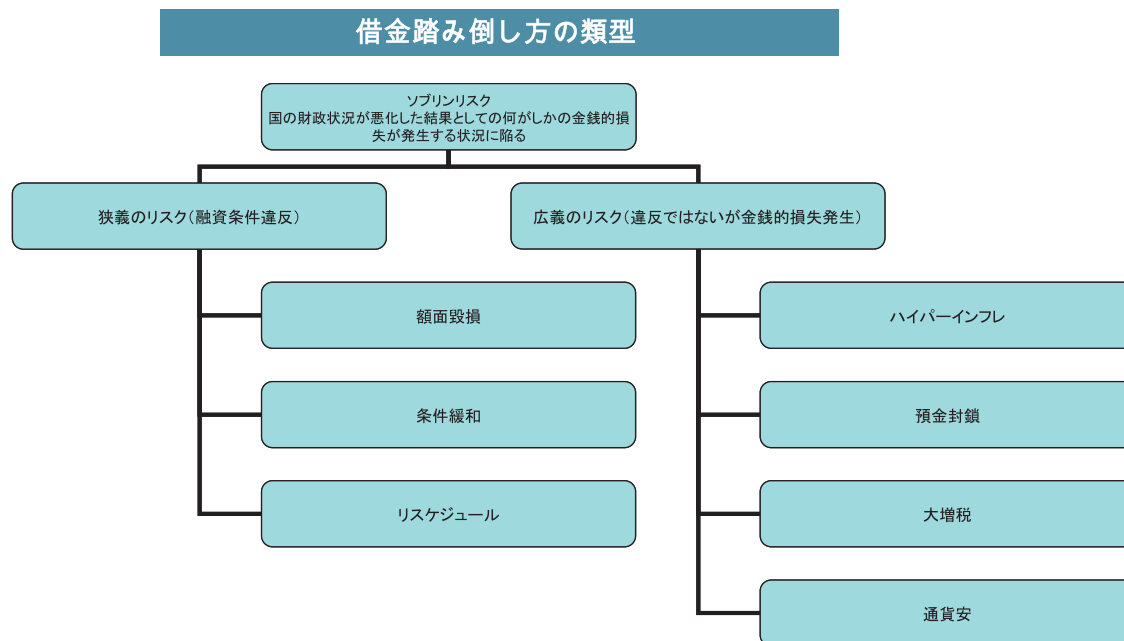


SMBC日興証券

1. 国際暴落論とソブリンリスクの本質



SMBC日興証券



ソブリンリスクは負担の配分問題

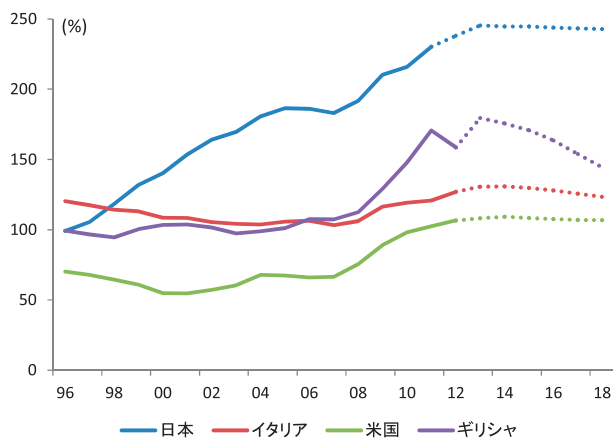
出所: SMBC日興証券

JGBの安定ファイナンスはなぜ維持されているのか？

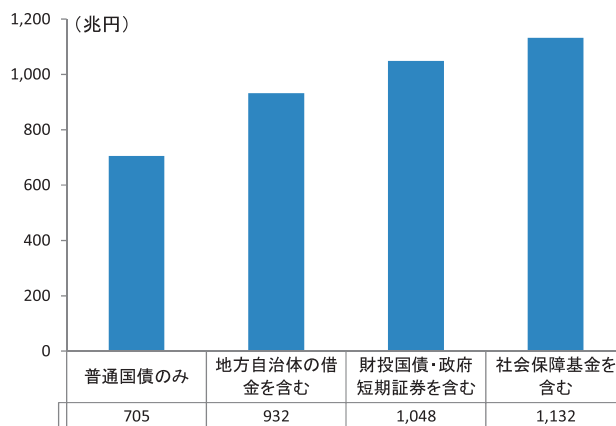
- JGB安定の根本的な要因は「貯蓄と投資の不均衡」
 - ▶ 事前的な「貯蓄超過」は、経済理論では「金利変動」によって調整されて均衡する。しかし、長らく日本は「流動性の罠」に陥っており、恒常的な「貯蓄超過」の状態が続いた。
 - ▶ JGBの発行がないと「投資不足」となり、デフレが進行する。事後的な「貯蓄超過」はJGBへの「無限の需要」を発生させ、金利の急騰は回避され続ける。
- 国債暴落までのパスは一般に想定されるよりも遥かに長い
 - ▶ 「貯蓄超過・投資不足の解消」⇒「デフレからインフレ基調への転換」⇒「民間の資金需要を財政需要が圧迫」⇒「政治的理由で財政需要の抑制が遅れる」⇒「金利上昇傾向・通貨下落傾向」⇒「中央銀行による財政ファイナンス」⇒「通貨暴落・インフレ加速」⇒「金利急騰・国債暴落」⇒「財政破綻」
- 「貯蓄超過」の要因は何なのか？
 - ▶ 「人口動態」による「期待成長の低下」が投資を抑制？ or 「空洞化」が投資を抑制？
⇒ しかし、「人口動態」は供給力も抑制するため、過剰貯蓄との因果関係は曖昧。
 - ▶ 新興国からのチープレイバー輸入(＝グローバル化)、労働慣行および企業ガバナンスの変化による「賃金抑制」⇒企業に「超過収益」が発生。

日本の政府債務規模

政府債務残高(対名目GDP比)



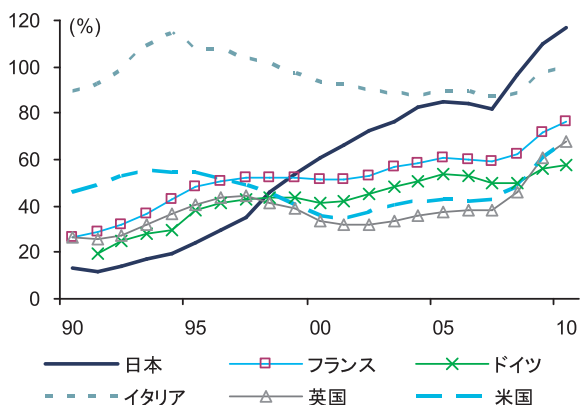
日本の政府債務規模(2013年3月末)



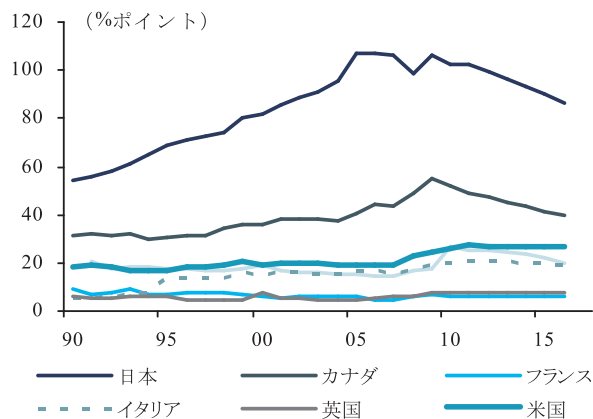
✓ 日本の政府債務規模は、グロスベースで見れば世界最悪であることは間違いないが、数値に関しては定義による相違も大きい。

日本政府は膨大な金融資産を保有している

ネット政府債務残高(対GDP比)



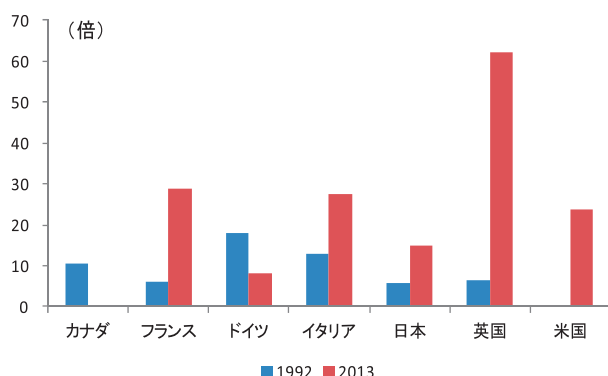
政府債務残高のネットーグロス スプレッド



✓ 日本政府の保有する「外貨準備」、「公的年金準備金」、「財政投融资」などの金融資産を控除したネット政府債務残高(対名目GDP)はまだイタリアと同程度。
✓ 政府保有の金融資産は総額でGDP比80%に達する。

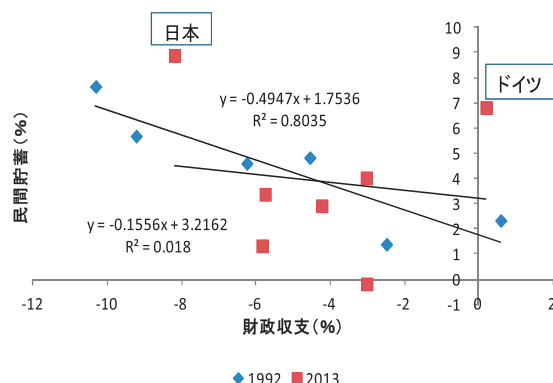
日本の政府債務は民間貯蓄対比では平均水準

ネット債務残高／民間貯蓄倍率



注: ネット政府債務残高÷民間貯蓄
出所: IMF、SMBC日興証券

財政収支と民間貯蓄

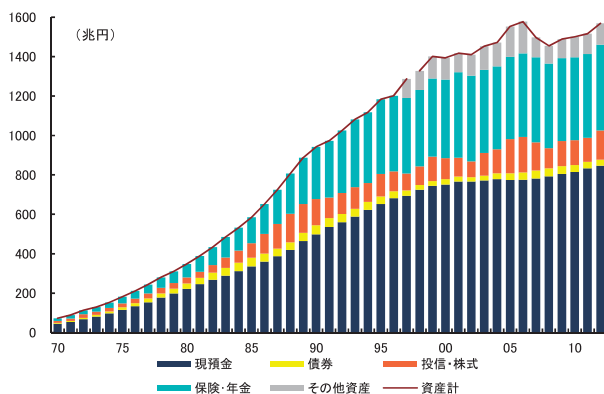


注: 対名目GDP比率
出所: IMF、SMBC日興証券

- ✓ 日本は、政府債務(ストック)に対する民間貯蓄(フロー)の比率が現在でも先進国の平均並みを維持。
- ✓ 財政収支と民間貯蓄の関係は世界的に従来より不安定化している。その中で、日本とドイツは財政状況は全く異なるが、民間貯蓄の過剰度合いが大きい点では共通。

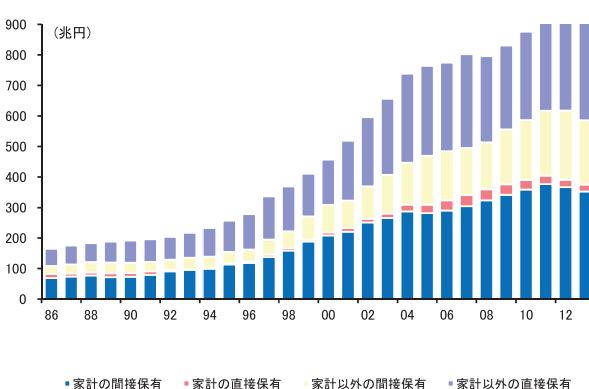
国債残高が家計の金融資産を上回ったら財政破綻か？

家計の金融資産



注: 1998年以前は旧基準の統計なので、分類が若干異なる
出所: 日銀、SMBC日興証券

家計の間接・直接の国債保有

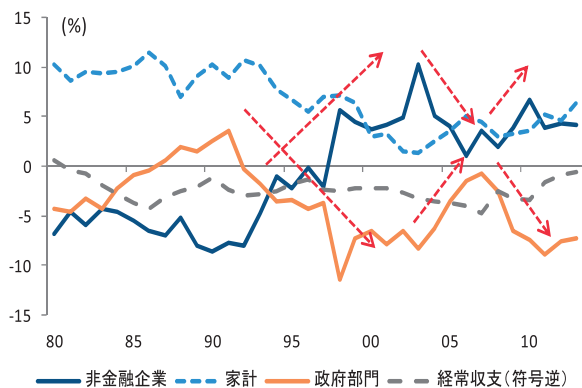


注: 非金融企業と家計の債務残高
出所: 日銀、SMBC日興証券

- ✓ 日本の家計金融資産が急増していた時期は1990年代半ばまで。
- ✓ 家計以外の間接・直接の国債保有額も大きい。

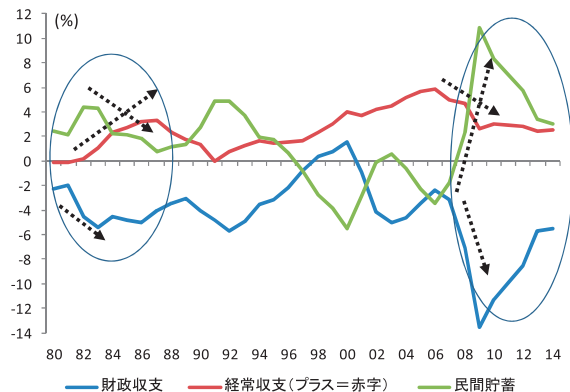
潤沢な民間貯蓄が財政赤字をファイナンス

各経済主体の資金過不足(GDP比)



注: 4四半期移動平均
出所: 日銀、内閣府、SMBC日興証券

米国の各経済主体の資金過不足(GDP比)



出所: FRB、SMBC日興証券

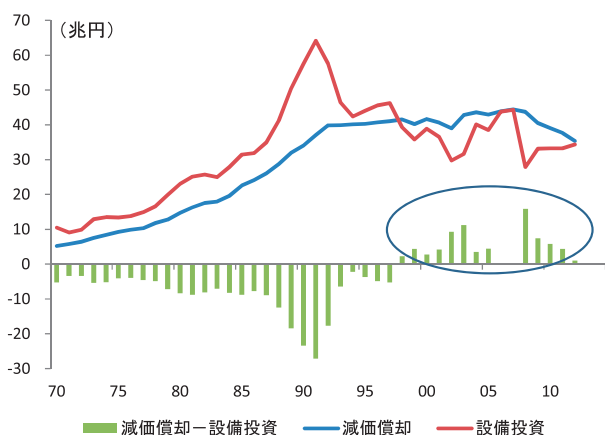
- ✓ 日本では、財政収支悪化に対して経常収支が殆ど反応しない。80年代の米国は財政収支と経常収支が連動したが(=双子の赤字)。
- ✓ 財政赤字を民間貯蓄がファイナンスする状況は、現在は日米に共通する現象となっている。

SMBC日興証券

8

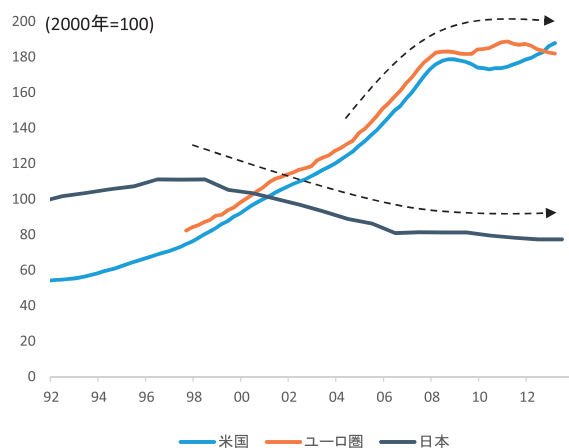
債務返済という「企業の貯蓄」

企業の設備投資と減価償却



出所: 財務省、SMBC日興証券

日米欧の信用残高の推移



注: 非金融企業と家計の債務残高
出所: 日銀、FRB、ECB、SMBC日興証券

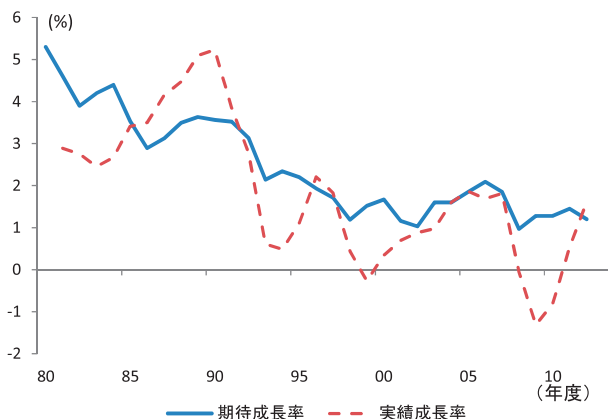
- ✓ 日本企業は90年代後半以降、設備投資は減価償却の範囲内で行うようになった。企業の貯蓄は、金融資産の保有だけではなく外部負債の返済という形でも行われる。
- ✓ 欧米も2000年代末以降、日本企業と同様に外部負債に依存しなくなっている。

SMBC日興証券

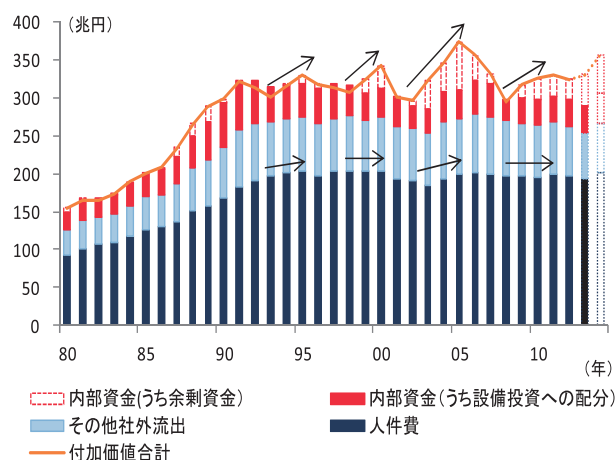
9

企業の過剰貯蓄はなぜ生じているのか？

企業の期待成長率



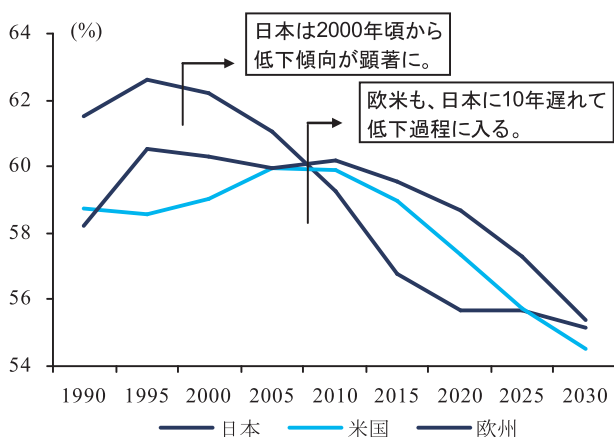
キャッシュフローの増減要因(全規模全産業)



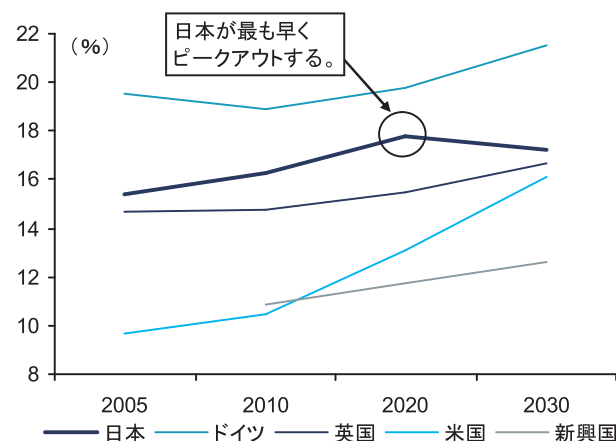
- ✓ 企業の過剰貯蓄の源泉は、「投資抑制」と「労働コスト抑制」の2つ。
- ✓ 「労働コスト抑制」は90年代後半以降のアジア新興国勃興と連動している。

人口成熟化のフロントランナーとしての日本

主要国の生産人口比率



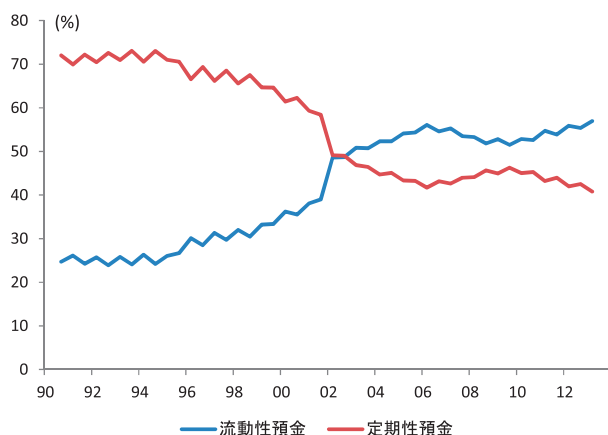
高齢化に伴う社会保障費の増大(主要国)



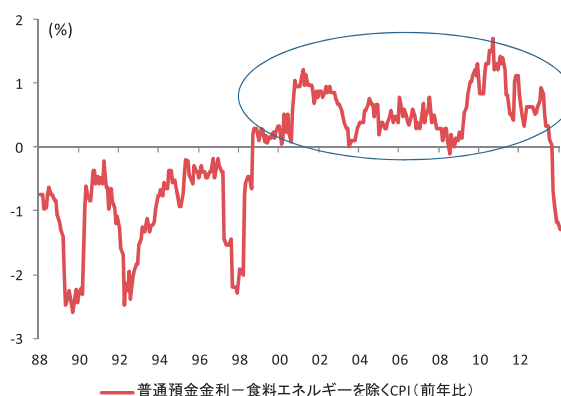
- ✓ 日本の生産人口は1990年代後半にピークアウト。欧米主要国は約10年遅れてピークアウト。
- ✓ 高齢化に伴う社会保障費も日本は2020年代に一旦ピークに到達。欧米はそこから増大。

銀行預金が政府ファイナンスの最も重要なパスに

国内銀行の預金構成比



実質ベースの普通預金金利



- ✓ 現在、流動性預金は全預金の50%以上を占める。
- ✓ 「デフレ」によって、実質ベースの流動性預金金利が異常に高かった。

財政再建は「なぜ」、「いつ」、「どの程度」必要なのか？

- 財政悪化だけで国家は破綻するのか？
 - ▶ 財政悪化だけで国家は破綻しない。近代国家の破綻は「外貨準備危機」である。
 - ▶ 90年代後半に韓国がIMF管理に陥った時、韓国は「財政黒字」だった。
- では、財政再建は不要なのか？
 - ▶ 対外ファイナンスのない現在の日本では、「世代間の不公平解消」こそが財政再建の主目的であるべき。単純な「財政収支均衡」は適切な目的ではない。
 - ▶ 「世代間の不公平」は現役世代家計の消費を抑制し、デフレを助長した面も。
- いつ財政再建をするべきか？
 - ▶ 「新興国との賃金格差」はいつか縮小する。「高齢化の波」もピークアウトする いずれは「投資超過」の時代がやってくる。同時に「経常収支」も赤字化する公算大。
⇒しかし、それは5年後ではない。
 - ▶ 民間が「投資超過」に転じれば「インフレ基調」に転じてくる。その時に政府が「財政需要」を速やかに抑制できるメカニズムが必要。「物価」は日銀の専管事項ではなく、政府も財政政策を通じて責任を負うべき。

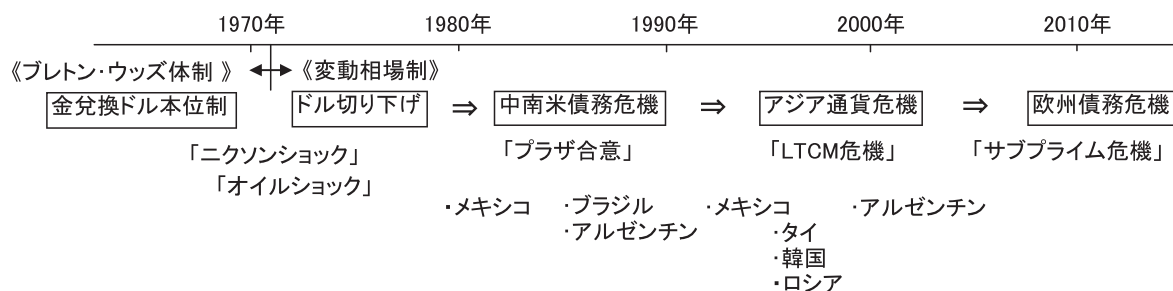
ソブリンデフォルトの本質は何か？

ソブリンデフォルトの発生件数

		1800～24年	1825～49年	1850～74年	1875～99年	1900～24年	1925～49年	1950～74年	1975～99年	2000～06年
狭義デフォルト	アフリカ				1	1	1	0	1	19
	アジア						1	2	4	5
	ヨーロッパ	13	9	7	5	2	12	0	7	0
	中南米		15	10	22	13	18	11	31	5
	合計	13	24	18	28	17	32	16	62	9
ハイパーインフレ	アフリカ					0	0	0	1	1
	アジア					0	2	1	0	
	ヨーロッパ					4	3	0	2	
	中南米					0	0	0	7	
	合計					4	5	1	10	1

出所：Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff「This Time Is Different」、SMBC日興証券

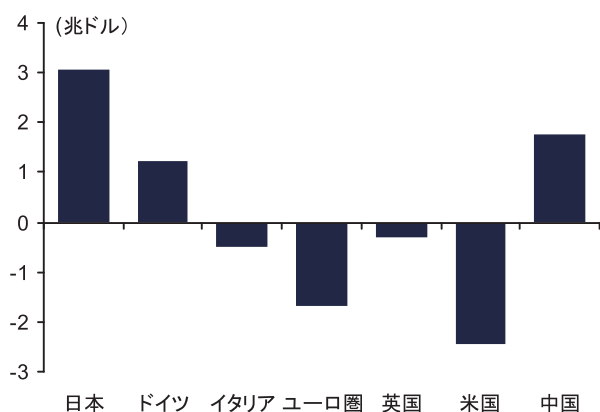
ポスト・ブレトンウッズのソブリンデフォルト



出所：SMBC日興証券

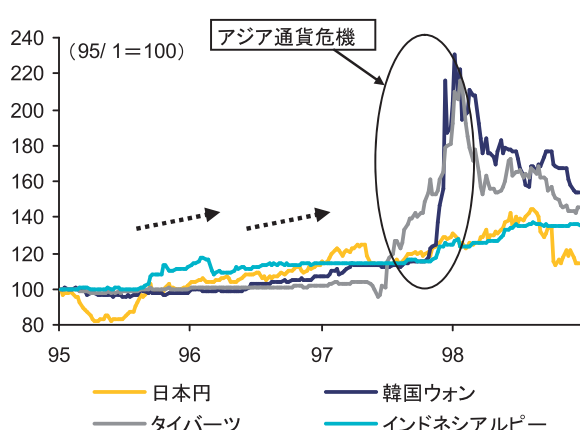
ソブリン・デフォルトの大半は財政危機ではなく通貨危機

対外純資産



出所：IMF、SMBC日興証券

アジア通貨危機前後のアジア通貨

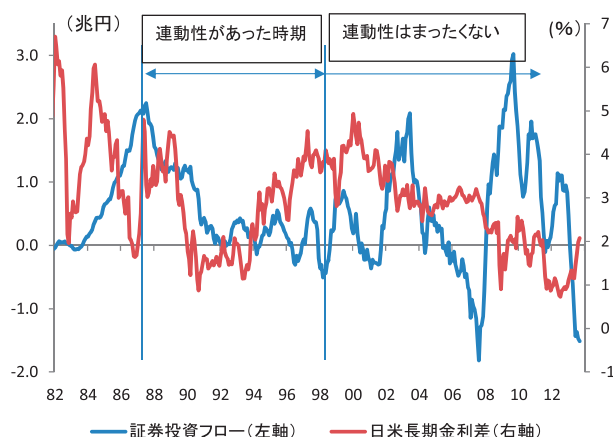


出所：Bloomberg、SMBC日興証券

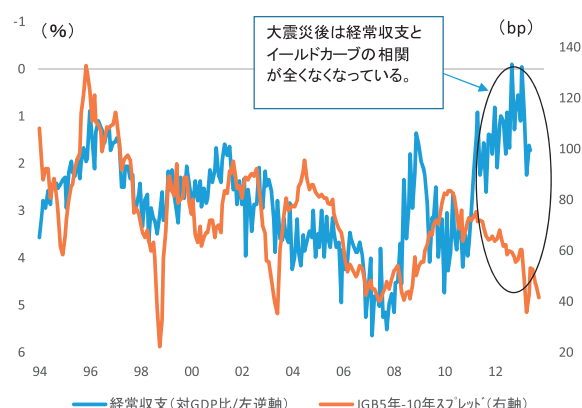
- ✓ 膨大な対外純資産を抱えたままの国家破綻はあり得ない。
- ✓ アジア通貨危機時のソブリン・デフォルトは、全て通貨安がその前兆となった。

経常収支赤字化でも長期金利の「非連続的」な急騰はない

日米の名目金利差とネット証券投資フロー



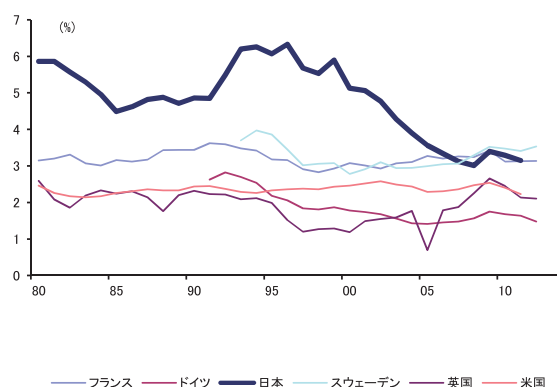
経常収支とイールドカーブ



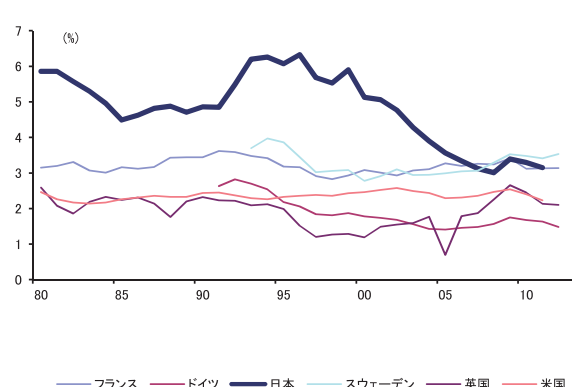
- ✓ 対外ファイナンスは大幅な金利差を必要とするのか？ 現在でも証券投資と金利差の相関はない。
- ✓ 経常収支とイールドカーブには過去には一定の相関があったが、大震災以後は殆どなくなっている。経常収支赤字化が、「非連続的」なスティーピング要因になるとの合理的な理由もない。

日本は「低受益、超低負担」の国

日本の公共投資水準



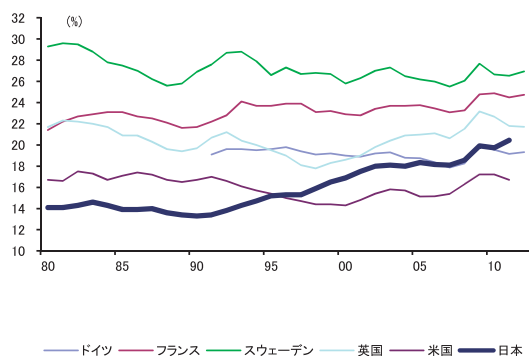
社会保障も含めた日本の政府規模



- ✓ 日本の公共投資は2000年代以降、既に十分に抑制されている。
- ✓ 社会保障も含めた日本の政府規模は主要国中で最も小さい。もはや「中受益、中負担」の国ではなく、実態としては「低受益、超低負担」の国である。

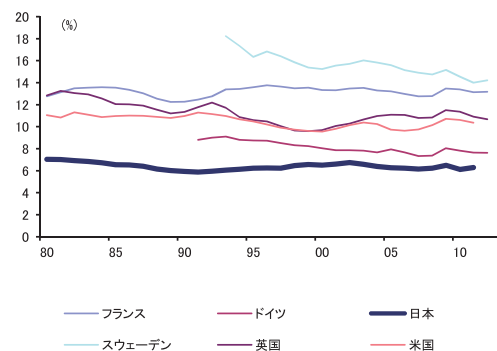
日本の行政コストは十分に抑制されている

日本政府の総行政コスト(政府消費)



注: 政府消費支出(対GDP比)
出所: Eurostat, SMBC日興証券

日本政府の人件費



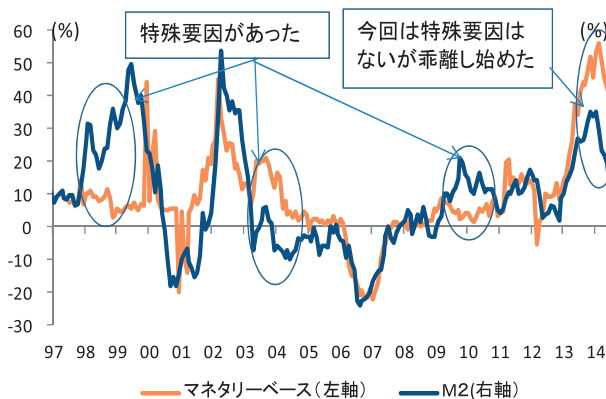
注: 政府支出のうち人件費(対GDP比)
出所: OECD National accounts-government, SMBC日興証券

- ✓ 社会保障費や金融システム安定化コストなどを除いた「行政コスト」は、日本は先進国平均並み。
- ✓ 政府の行政コストの低さは人件費の低さに起因している。

2. アベノミクスとマネタイゼーション

中央銀行がコントロールできる通貨の範囲は？

日本のマネタリーベースとマネーストック(M3)



注: 2004年以前はM3+CD(金銭信託除く)
出所: 日銀、SMBC日興証券

米国のマネタリーベースとマネーストック(M2)



出所: FRB、SMBC日興証券

- ✓ 日本ではマネタリーベースとM2の伸びには一定の関係がみとれるが、米国では短期的に連動している時期が多少あるだけ。日本でもより広義のマネーストックとは関連性が薄くなる。
- ✓ 経済成長に直結するのはより広義のマネーストック。

日銀の異次元緩和の意味合い

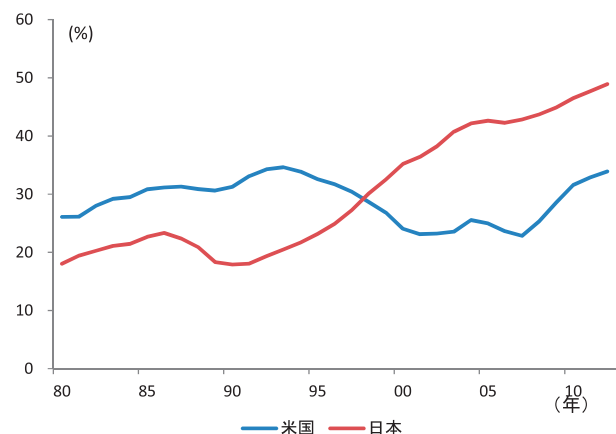
日銀のバランスシート

	12年12月末	13年12月末	14年12月末
マネタリーベース (日銀B/S内訳)	138.5	200.0	270.0
長期国債	89.2	140.0	190.0
ETF	1.5	2.5	3.5
その他リスク資産	5.1	5.5	5.6
貸出支援基金	3.3	13.0	18.0
その他	59.3	59.0	73.0
資産合計	158.4	220.0	290.0
銀行券	86.7	88.0	90.0
当座預金	47.2	107.0	175.0
その他	24.5	25.0	25.0
負債・純負債合計	158.4	220.0	290.0

異次元緩和開始

出所: 日銀、SMBC日興証券

日米の公的負債比率

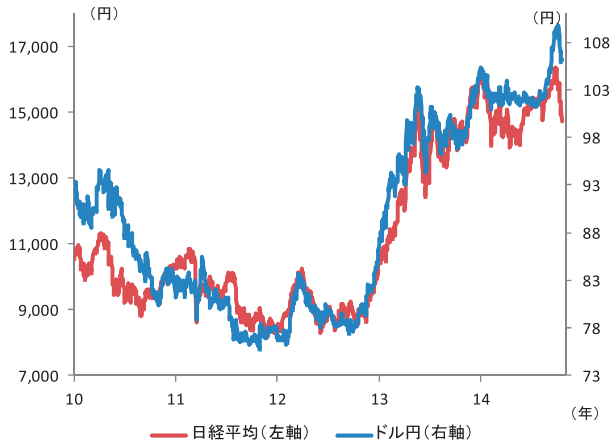


出所: 日銀、FRB、SMBC日興証券

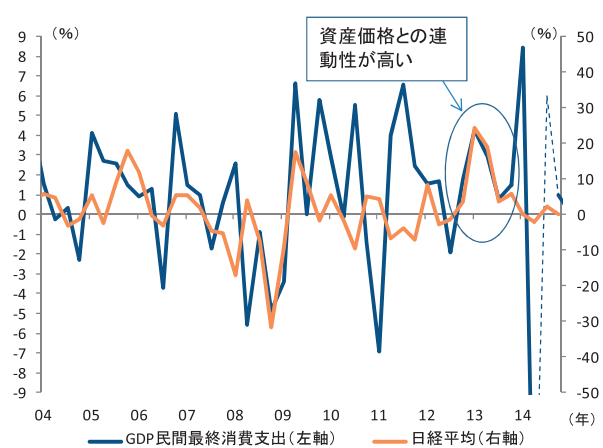
- ✓ 日銀のバランスシートでの国債保有はかつてなく大きくなる。
- ✓ 90年代後半以降の日本の政府債務増加は、民間から公的部門への債務の振り替えという側面が大きい。その一部分を日銀が引き受けている構図。

異次元緩和は経済、物価にインパクトを与えているのか

ドル円と日経平均



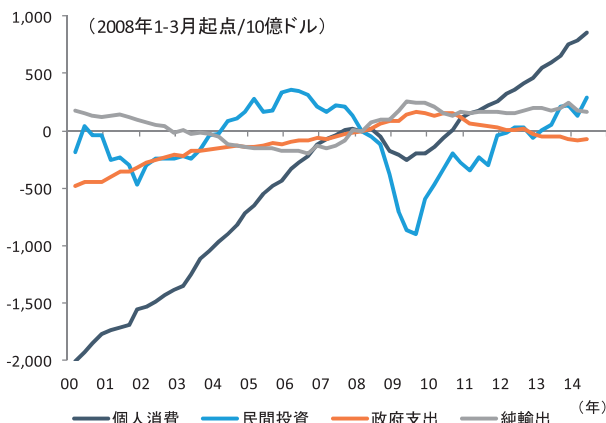
株価と個人消費



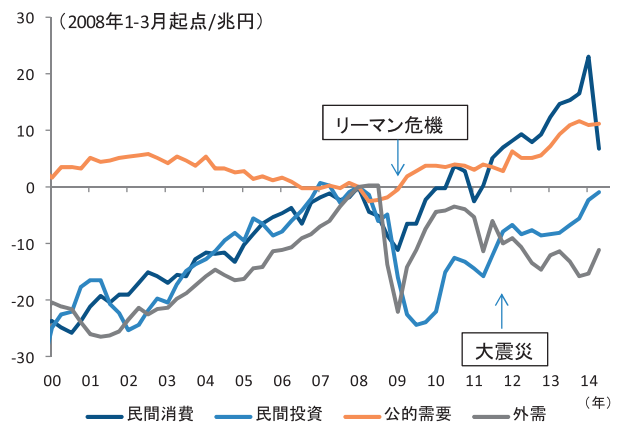
- ✓ 2012年秋以降、基本的に日経平均はドル円とほぼフルに連動してきた
- ✓ QQEは「資産効果」を通じて個人消費を刺激し、政策のタイムラグが殆どない

日本は2011年以降、金融政策と共に財政政策も全開にしてきた

米国のGDP内訳



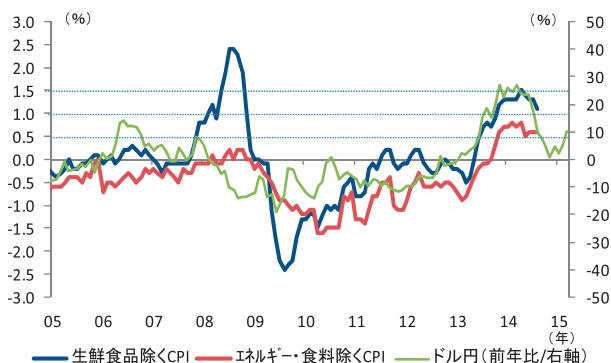
日本のGDP内訳



- ✓ 米国は過去3年間、財政刺激の縮小が成長を抑制してきた
- ✓ 日本の財政刺激依存度は過去になく大きくなっている

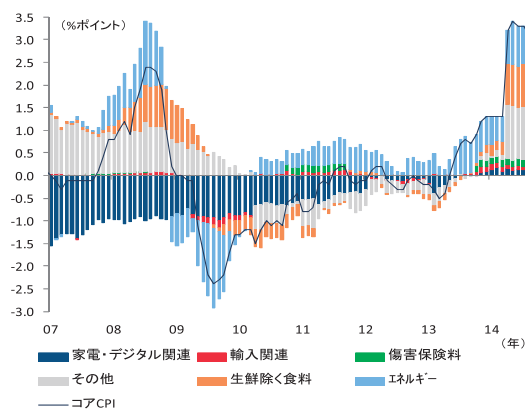
日本のCPI上昇は構造要因とワンオフ要因の双方が寄与

CPI前年比とドル円



注: 為替はドル円前年比6カ月先行させている
出所: 総務省、Bloomberg、SMBC日興証券

コアCPI前年比の寄与度分解

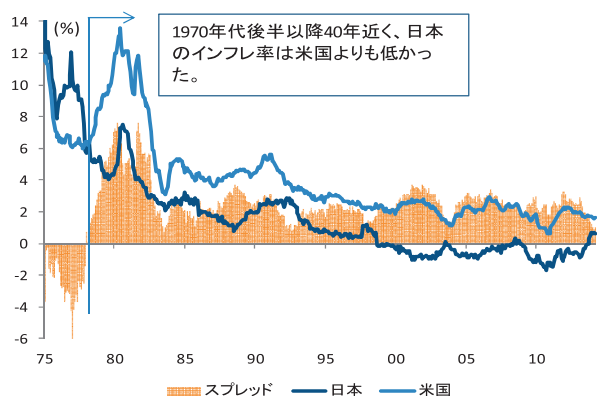


出所: 総務省、SMBC日興証券

- ✓ 為替変動がCPI変動に波及するタイムラグはおおよそ6カ月。
- ✓ デジタル製品の価格下落終了は構造的押し上げ要因だが、一時的要因も大きい。

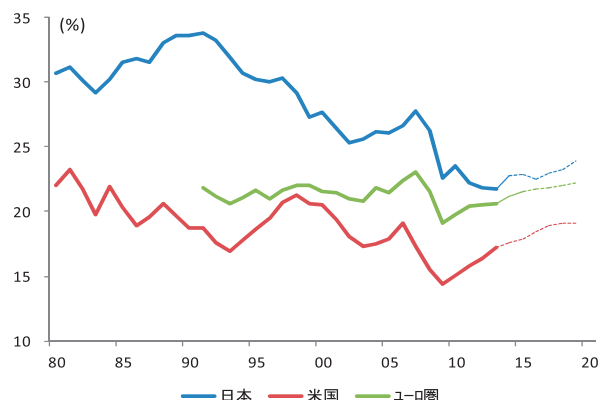
日本の相対的な低インフレ率は40年継続している

日米CPIの長期推移



注: 前年比。米国はコアCPI。日本はエネルギー・食品を除くベース。消費税引き上げ分は控除
出所: 米労働統計局、総務省、SMBC日興証券

貯蓄率の推移

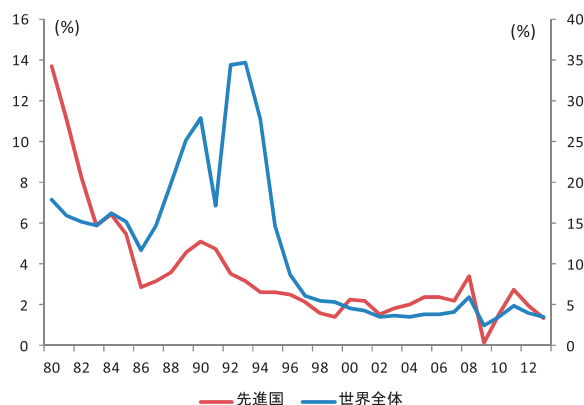


注: 総貯蓄(対GDP比)
出所: IMF、SMBC日興証券

- ✓ 日本のインフレ率が米国を下回るようになったのは既に70年代後半のこと。
- ✓ 日本の貯蓄率の高さが過剰投資、低インフレ率の構造を生んだ可能性も。

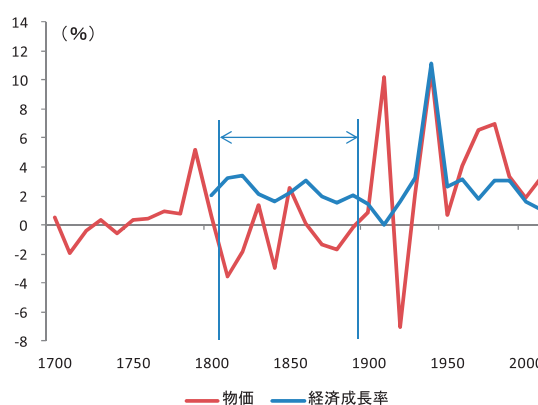
過去20年間、世界的にインフレ率は低下している

世界のインフレ率推移



注: CPI前年比
出所: IMF、SMBC日興証券

イギリスの物価と経済成長率

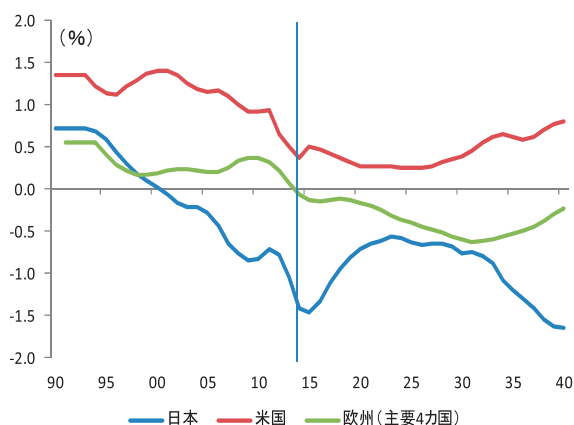


注: シュンペーター・ギルボーイ指数、ルソー物価指数、ザワベック物価指数、小売物価指数を連続。1980年代以降はCPI指数を使用
出所: イギリス歴史統計、IMF、SMBC日興証券

- ✓ 先進国は過去30年間、新興国も含む世界全体でも過去20年間は基本的にインフレ率は低下傾向。
- ✓ 歴史的にみれば、成熟した先進国で長く低インフレが続いた事例として、約80年間デスインフレとデフレが続いた19世紀のイギリスのケースがある。しかし、経済成長率は20世紀とあまり変わらなかった。

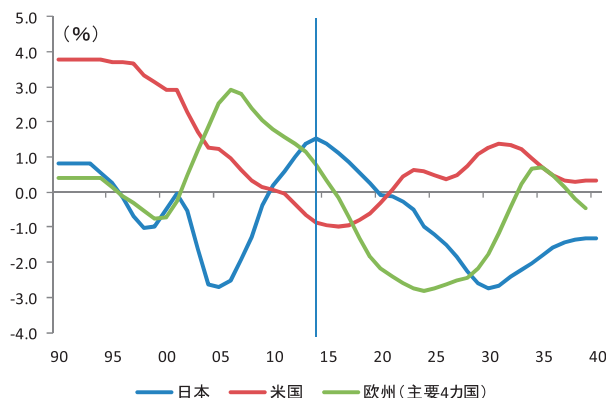
人口動態とデフレの関係

生産年齢人口の伸び率



注: 生産年齢人口=20~64歳
出所: 国連、SMBC日興証券

コア消費年齢人口の伸び率



注: コア消費年齢人口=40~54歳
出所: 国連、SMBC日興証券

- ✓ 生産年齢人口の減少は潜在成長率を押し下げる⇒インフレ的
- ✓ コア消費年齢人口の減少は総需要を押し下げる⇒デフレ的

マネタイゼーションとは何か？

- ◆財政支出の拡大を伴わない中央銀行の国債買い入れは、「流動性の供給」ではあっても「貨幣の増刷」ではない。

⇒中央銀行が市場に存在する国債を全額購入したとしても、「マネタイゼーション」と言えるかどうかはわからない。

- ◆中央銀行の国債引き受けの問題点は、中央銀行の国債購入が政府のファイナンスコストを低減させ、そのことが政府の財政支出拡大のインセンティブになり得ること。

⇒つまり、中央銀行の国債引き受けが「麻薬」の効果を持ち、歯止めなく政府の財政支出が拡大していくことによって、最終的にハイパーインフレーションが発生する。

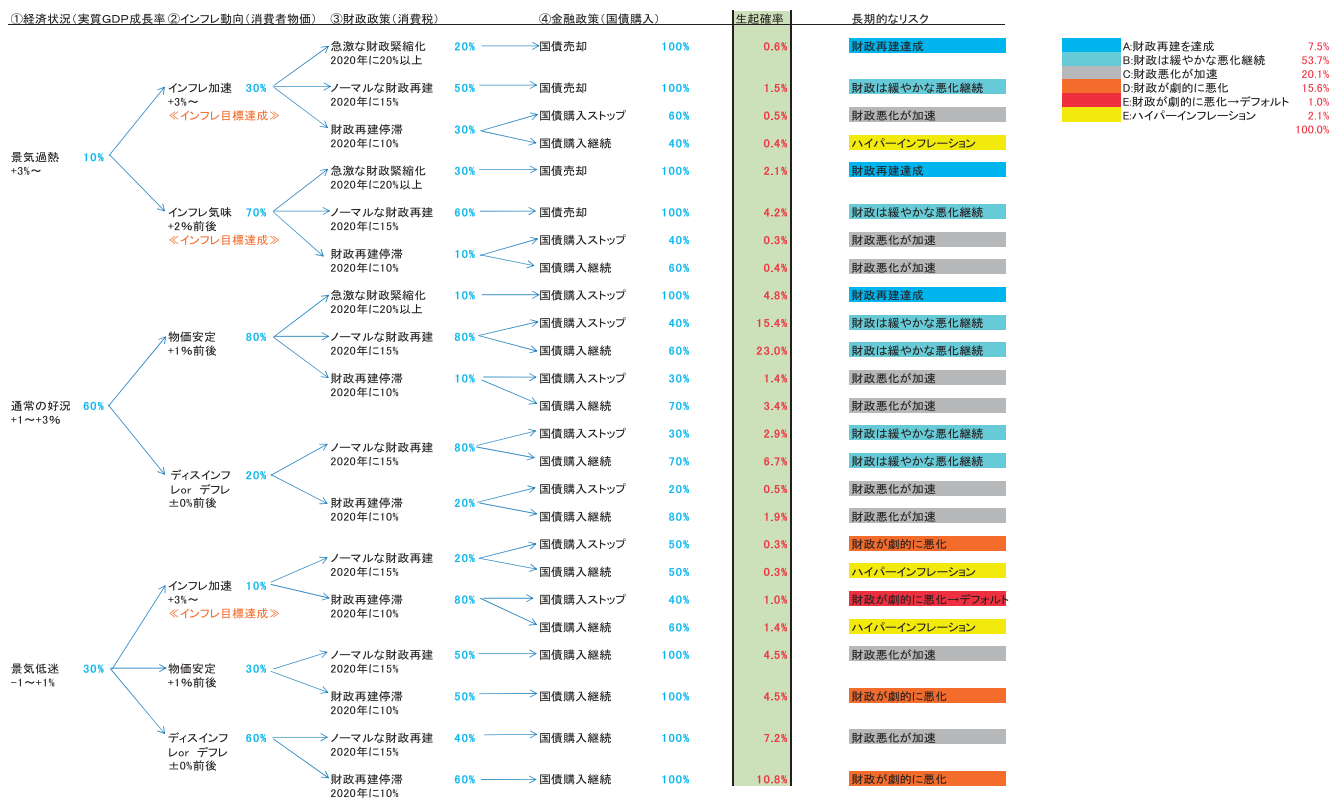
- ◆マネタイゼーションの定義は、政府の財政需要が経済にインフレ圧力をもたらす状況において、中央銀行が国債買い入れを進めること。

⇒国債を中央銀行が直接引き受けるか市場で購入するかの違いは本質的ではない。

⇒発行国債の何%を中央銀行が購入しているかという数値も本質的ではない。

⇒政府の行動と中央銀行の行動の有機的な関連性を定性的に判断するしかない。

日本の財政破綻パス



本資料について ①

【免責事項】

本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ません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本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。本資料は将来の結果をお約束するものではありません。本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。本資料は、本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員等は、本資料で言及されている証券、その派生商品又は本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。

本資料は、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本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。本資料は弊社の著作物です。本資料のいかなる部分についても電子的または機械的方法を問わず、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(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1.2420%(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。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入される場合は、購入対価のみをお支払いいただけます(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、または異なる外貨間で交換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

本資料について ②

【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

国別・地域別の開示事項

日本国外へのプレゼンテーション資料配布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。本プレゼンテーション資料または本プレゼンテーショ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] 本プレゼンテーション資料は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。本プレゼンテーション資料の作成に部分的、全体的に関与し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。本プレゼンテーショ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。本プレゼンテーショ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。本プレゼンテーション資料を受領した投資家は当該プレゼンテーショ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。本プレゼンテーショ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] 本プレゼンテーション資料は証券売買の勧誘をするものではありません。本プレゼンテーション資料は証券の一般的な利点とリスクについて書かれているのみで、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。本プレゼンテーショ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] 本プレゼンテーション資料はSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本プレゼンテーション資料は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] 本プレゼンテーション資料は、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。本プレゼンテーション資料は、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テーショ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テーショ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] 本プレゼンテーション資料はSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.によって、Financial Advisors Act, Cap110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。本プレゼンテーション資料または本プレゼンテーショ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。本プレゼンテーショ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。本プレゼンテーション資料に起因する事項及び本プレゼンテーション資料の情報に関するお問合せはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.までお願いします。

[EU、中東およびアフリカ] 本プレゼンテーショ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EMEA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、本プレゼンテーショ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)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。(No.02418137)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: 本プレゼンテーション資料は、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、本プレゼンテーショ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テーション資料は利用可能とされております。本プレゼンテーション資料の内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可も登録も受けておりません。