

# 日本の財政破綻を見据えた今後の資産運用

---

## (1) 想定される財政破綻までのシナリオ

2019年12月18日(水)  
岡三証券(株)  
チーフ・エコノミスト  
愛宕 伸康

---

# 目次

## I. 財政

- 財政赤字拡大のポイントは社会保障制度改革の遅れと景気対策の大盤振る舞い

## II. 経済

米国経済

- 景気後退のトリガーを引くのは誰か？
  - …米国の景気後退はいつくるのか？バブルは繰り返されるのか？

日本経済

- …日本の景気後退はいつくるのか？消費増税の影響は？

## III. 金融

金融政策

- シナリオに大きな影響を及ぼす金融の脆弱性

副作用①

- …エスカレートする日本の金融政策
- …高まる邦銀の対外投資と市場の国際連動性

副作用②

- …脆弱化する金融機関

## IV. シナリオ

- 想定され得るシナリオ

# I. 財政

# II. 経済

米国経済

日本経済

# III. 金融

金融政策

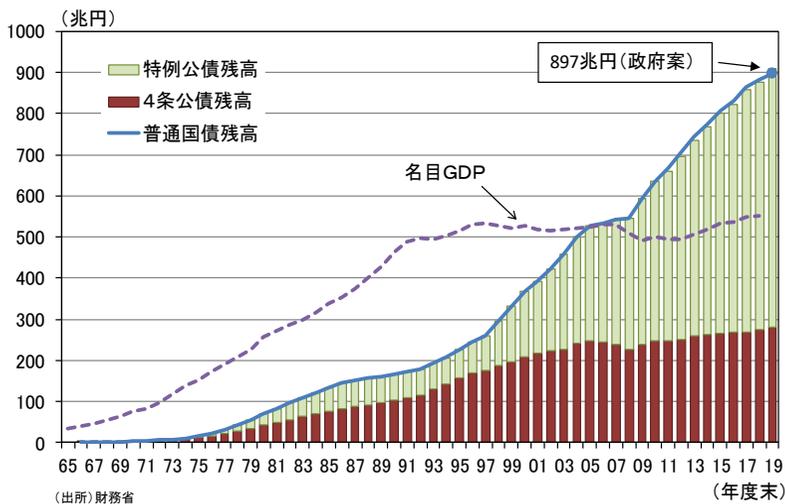
副作用①

副作用②

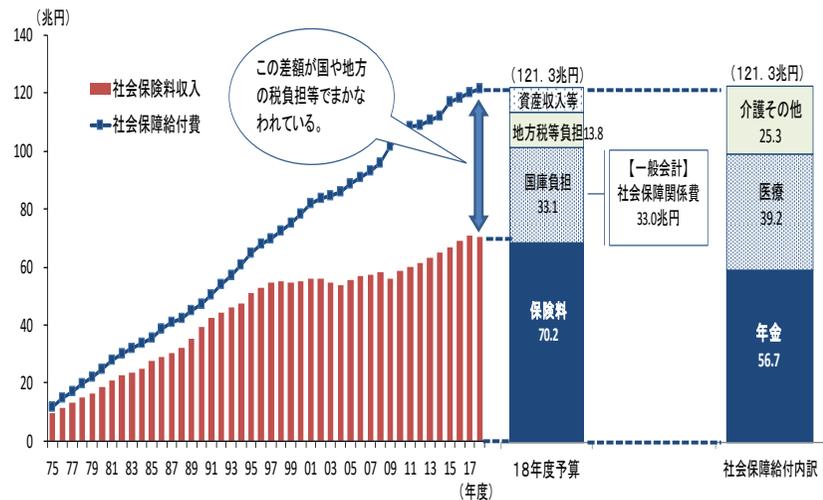
# IV. シナリオ

## 社会保障制度改革の遅れと景気対策の大盤振る舞い

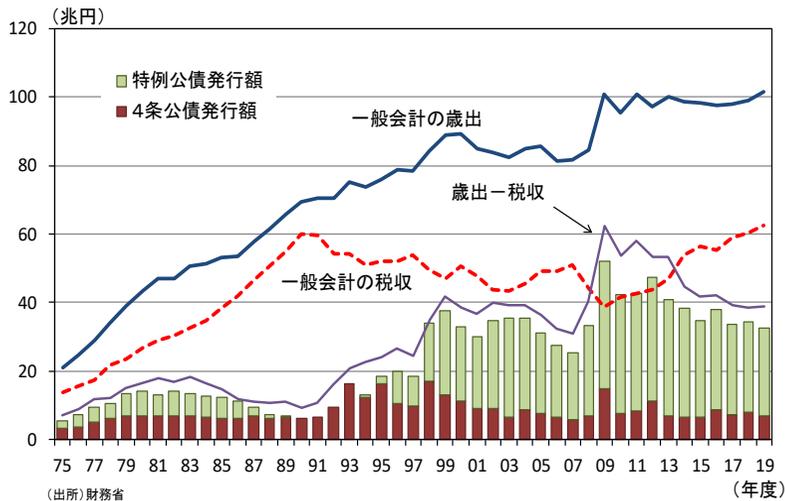
### 低成長と膨らむ公債残高



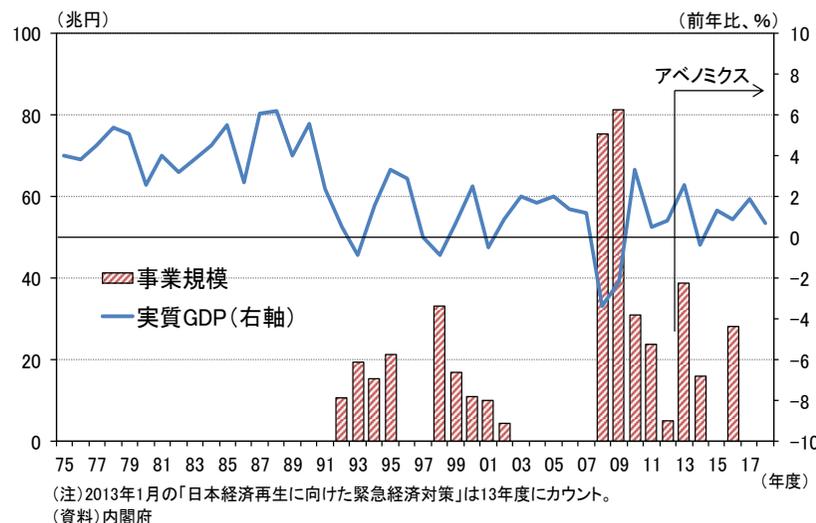
### 社会保障関係費による赤字が大半を占める



### 98年度や09年度も国債発行が大幅に拡大



### 経済対策の事業規模



# I. 財政

# II. 経済

米国経済

日本経済

# III. 金融

金融政策

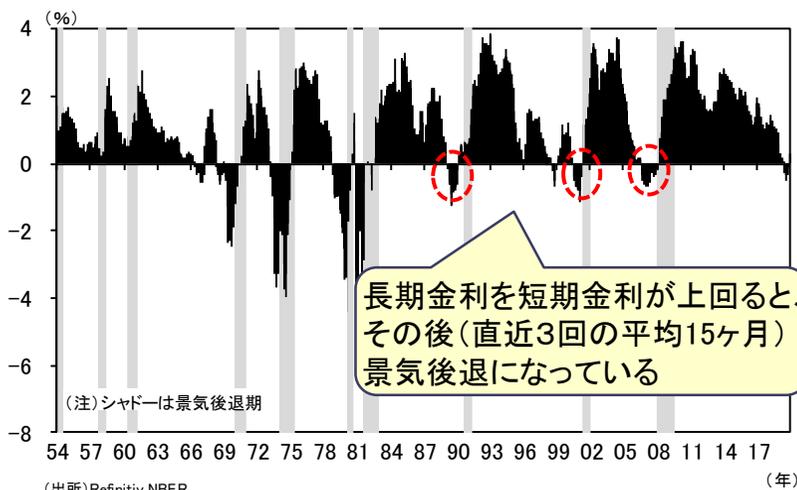
副作用①

副作用②

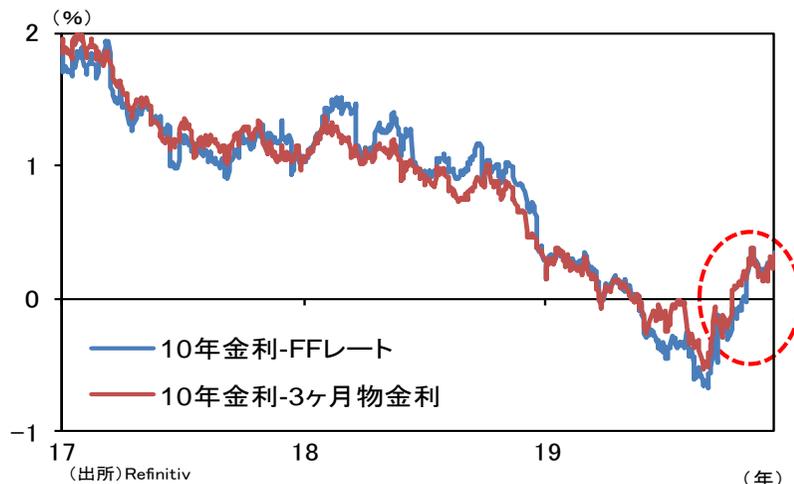


## 米国はミニリセッションから脱し、景気拡大を継続

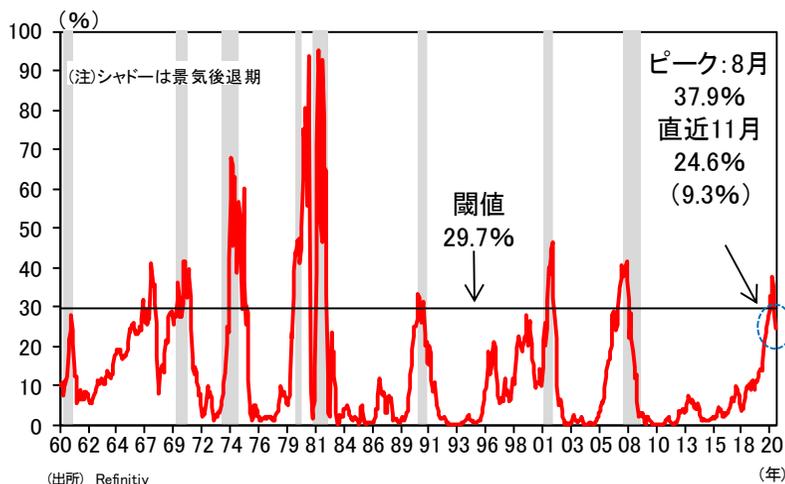
### 長短金利(10年とFFレート)と景気後退



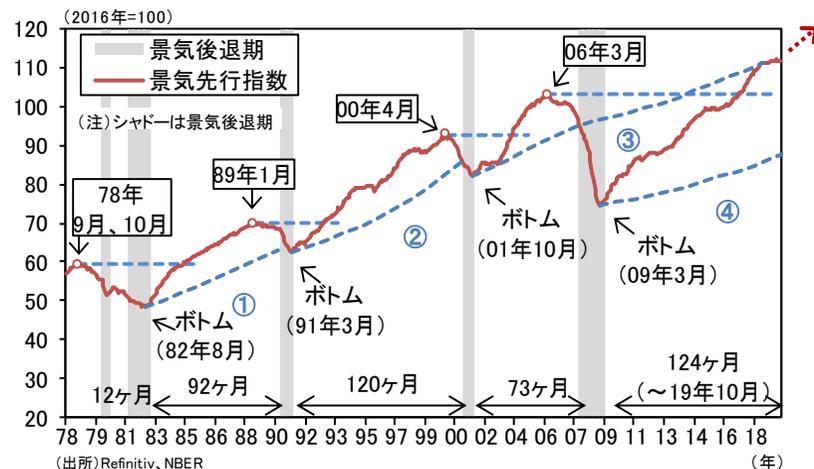
### 長短金利逆転は利下げにより足元解消



### ニューヨーク連銀の景気後退確率



### ミニリセッションから脱し、景気拡大を続ける



I. 財政

II. 経済

米国経済

日本経済

III. 金融

金融政策

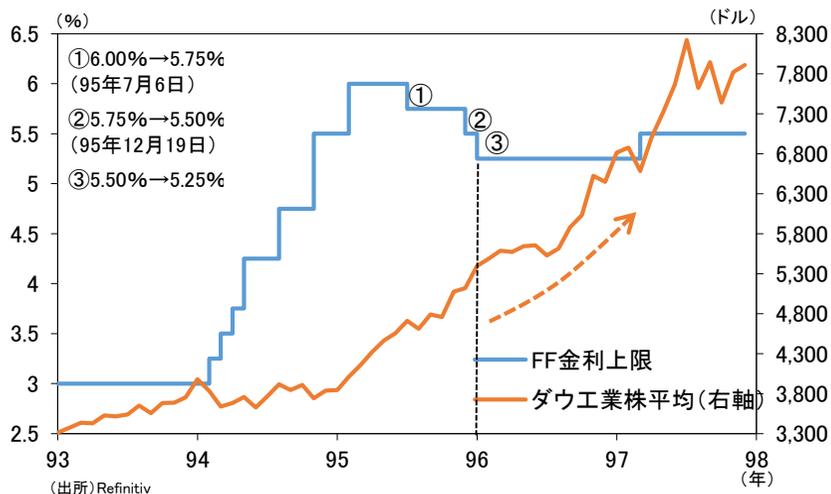
副作用①

副作用②

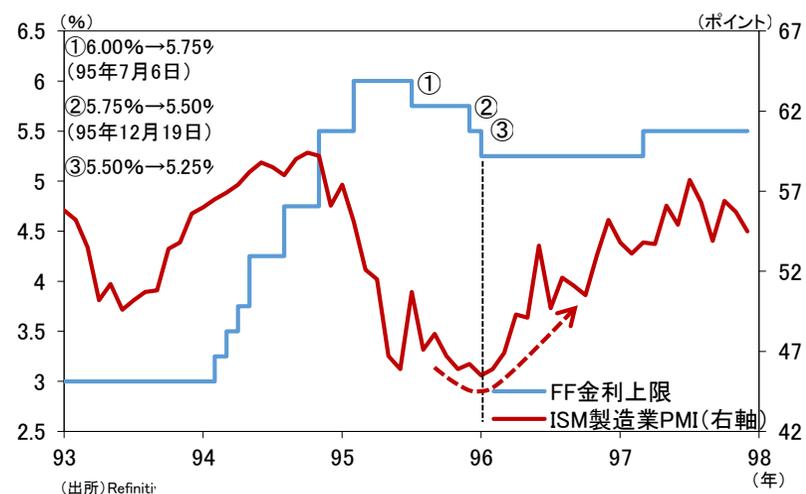
IV. シナリオ

# 繰り返すのか、95-96年の景気・相場展開

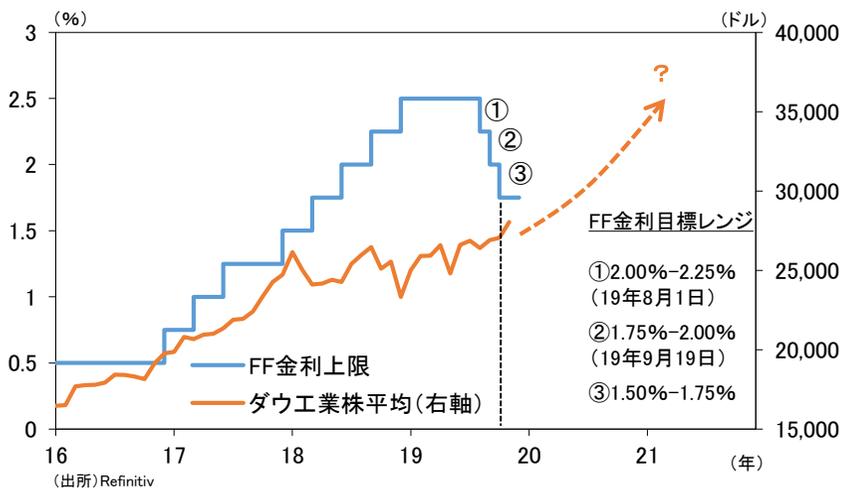
FF金利誘導目標とNYダウ(95-96年)



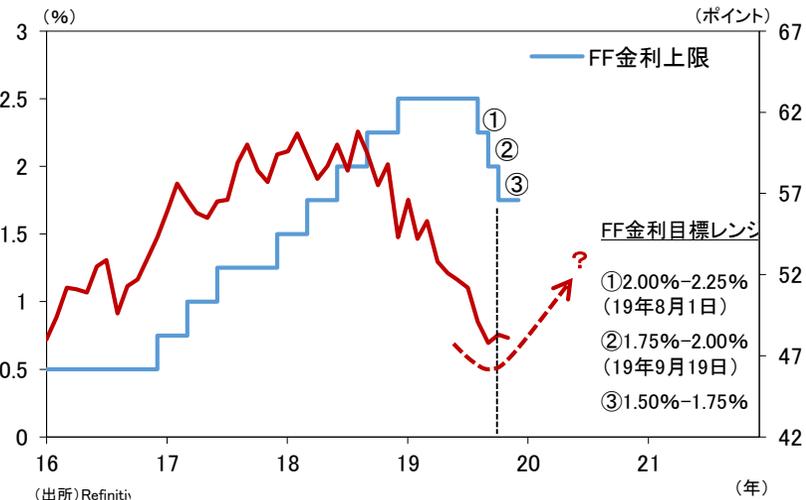
FF金利誘導目標とISM製造業(95-96年)



FF金利誘導目標とNYダウ(最近)



FF金利誘導目標とISM製造業(最近)



# I. 財政

# II. 経済

米国経済

日本経済

# III. 金融

金融政策

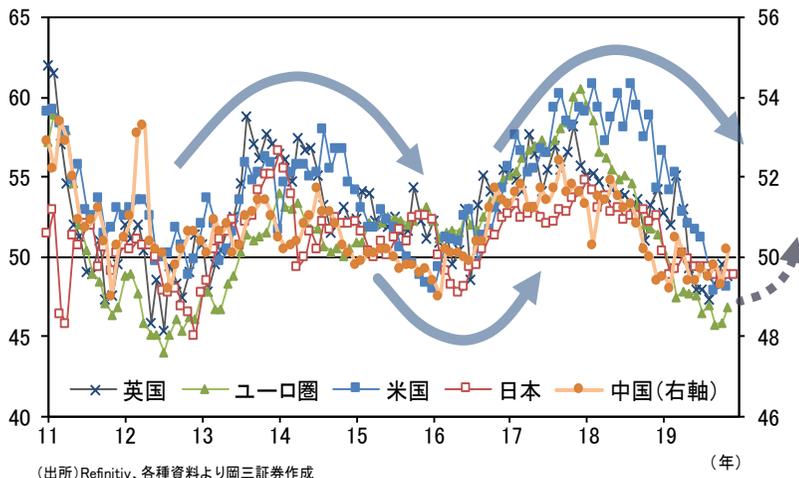
副作用①

副作用②

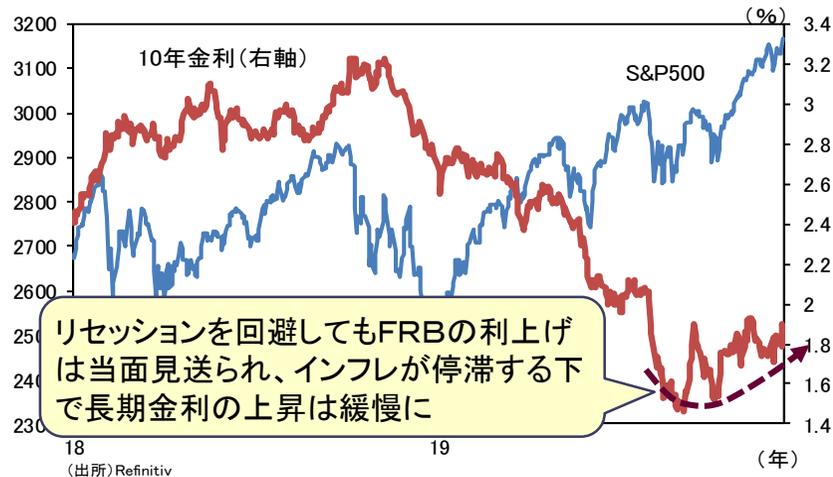
# IV. シナリオ

## 次の景気後退はいつ？バブルのリスクは？

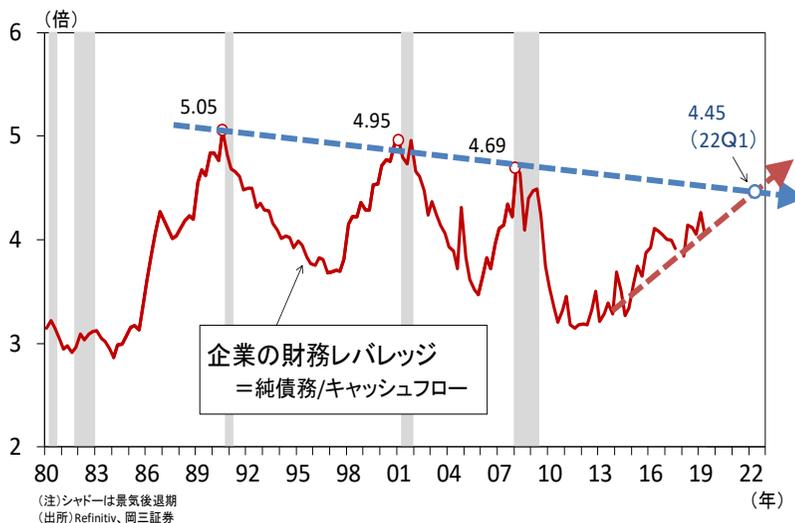
しかし、景気は必ず循環する— 一次は22年？ —



コナンドラム再来？

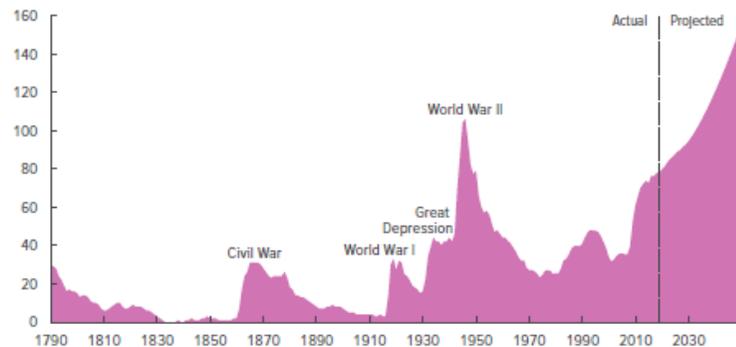


米国企業のレバレッジが徐々に拡大すると？



債務残高は第Ⅱ次世界大戦時を超える

Figure 1-8. Federal Debt Held by the Public Percentage of Gross Domestic Product



Source: Congressional Budget Office.

# I. 財政

# II. 経済

米国経済

日本経済

# III. 金融

金融政策

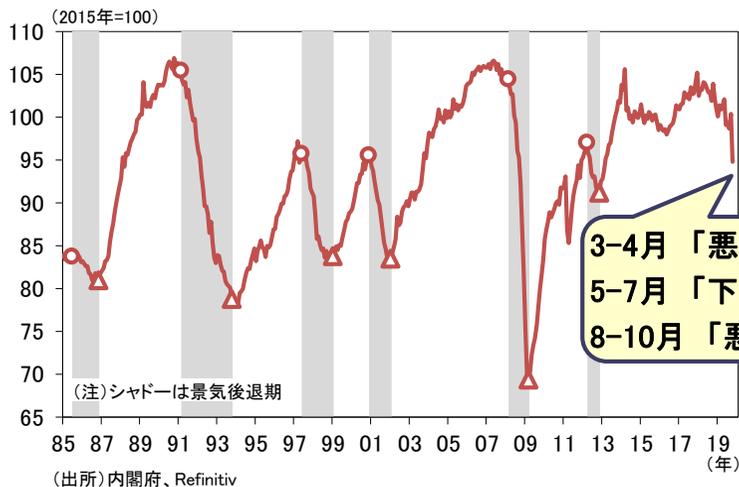
副作用①

副作用②

# IV. シナリオ

## 日本も補正予算を組んで景気後退を回避

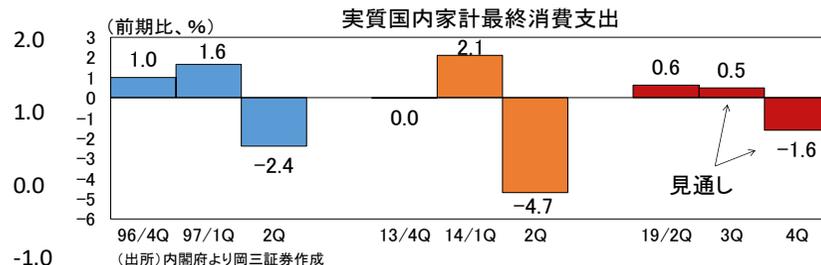
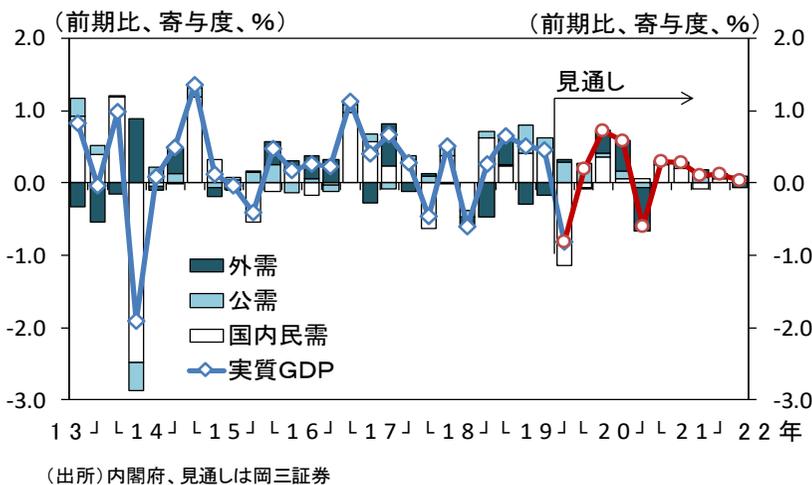
### 景気動向指数(一致指数、CI)と景気後退



### 「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」

	(財政支出)	(事業規模)
I. 災害からの復旧・復興と安全・安心の確保	5.8兆円程度	7.0兆円程度
II. 経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援	3.1兆円程度	7.3兆円程度
III. 未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上	4.3兆円程度	11.7兆円程度
合計	13.2兆円程度	26.0兆円程度

### 日本経済の見通しー消費増税の伴う駆け込み・反動は小さいー



実質成長率見通し	2018年度	2019	2020	2021
弊社	0.7(実績)	0.9	0.8	0.5
日銀		0.7	0.9	1.1
ESPフォーキャスト		0.7	0.4	0.6

(出所)内閣府、日本銀行、日本経済研究センター、見通しは岡三証券

# I. 財政

# II. 経済

米国経済

日本経済

# III. 金融

金融政策

副作用①

副作用②

# IV. シナリオ

## 物価安定目標は実現せず、金融政策はエスカレート

### エスカレートする日本の金融政策

#### 【2013年4月『量的質的金融緩和』】QQE

- 物価安定目標2%を2年程度を念頭に実現させる。
- マネタリーベース・コントロール採用  
…年間約60~70兆円に相当するペースで増加させる(2012年末138兆円⇒2014年末270兆円)
- 長期国債の保有残高を、年間約50兆円に相当するペースで増加させる。
- ETFとJ-REITの保有残高を、それぞれ年間約1兆円、年間約300億円に相当するペースで増加させる。

#### 【2014年10月『量的質的金融緩和』拡大】QQE II

- マネタリーベースを年間約80兆円に相当するペースで増加させる。
- 長期国債の保有残高を、年間約80兆円に相当するペースで増加させる。
- ETFとJ-REITの保有残高を、それぞれ年間約3兆円、年間約900億円に相当するペースで増加させる。

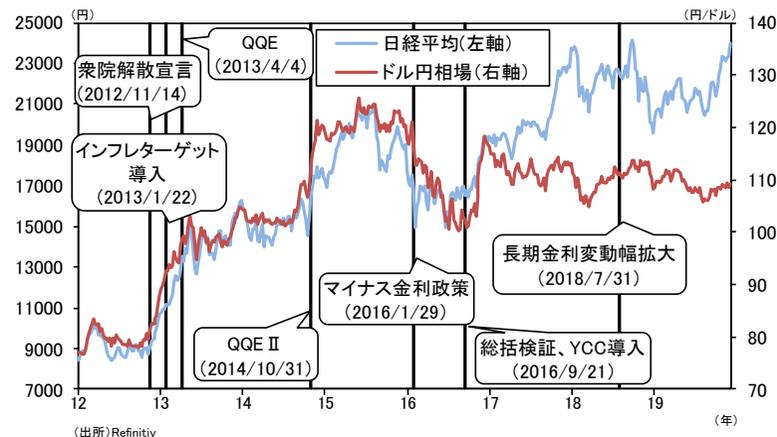
#### 【2016年1月『マイナス金利付き量的・質的金融緩和』】

- 金融機関が日本銀行に預ける「日銀当座預金」の一部(20数兆円)に▲0.1%のマイナス金利を課す。

#### 【2016年9月『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』】

- 総括検証…物価目標が達成できていない理由を説明
- イールドカーブコントロールを導入。
  - ① 短期金利操作目標…▲0.1%
  - ② 長期金利操作目標…10年金利ゼロ%程度
- 長期国債は保有残高の増加額年間約80兆円をめどとして、ETFとJ-REITは保有残高がそれぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう、買入れを行なう。

### 金融政策の変更と株価・為替



### 膨張する日銀のバランスシート

＜2013年3月末＞		＜2018年3月末現在＞	
-兆円		-兆円	
資産	負債および純資産	資産	負債および純資産
金地金 0.4	銀行券 83.4	金地金 0.4	銀行券 104.0
現金 0.3	当座預金 58.1	現金 0.3	当座預金 378.2
国債 125.4	其他預金 0.7	国債 448.3	其他預金 21.4
OP等 1.2	政府預金 0.0	国債 448.3	政府預金 15.1
社債 2.9	引当金勘定 0.0	社債 3.2	引当金勘定 4.9
ETF 1.5	資本金 0.0	ETF 18.9	資本金 1億円
J-REIT 0.1	準備金 0.0	JREIT 0.5	準備金 3.2
信託財産株式 1.4		信託財産株式 1.0	
貸付金 25.5		貸付金 46.4	
外国為替 5.0		外国為替 6.6	
合計 164.3	合計 164.3	合計 528.5	合計 528.5

注: 2013年3月末の国債(125.4)と2018年3月末現在の国債(448.3)の差は+323兆円。2018年3月末現在の当座預金(378.2)と2013年3月末の当座預金(58.1)の差は+320兆円。総増額は+329兆円。

＜19年10月20日現在＞  
 国債…482兆円  
 当座預金…407兆円  
 合計…572兆円

I. 財政

II. 経済

米国経済

日本経済

III. 金融

金融政策

副作用①

副作用②

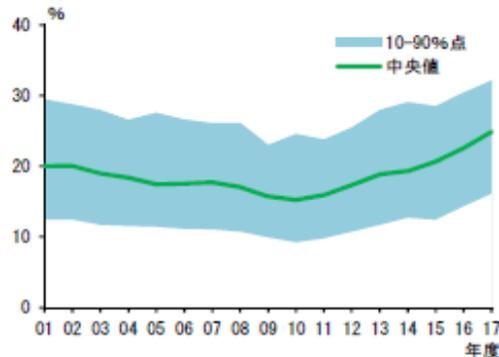
IV. シナリオ

# “Search For Yield” で日本勢の対外証券投資が拡大

## 膨らむ邦銀のリスクテイク(日銀FSR19年10月号)

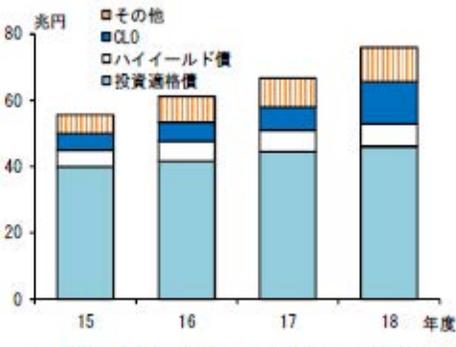
## 膨らむ対外証券投資

図表IV-2-9 金融機関の低採算先貸出比率

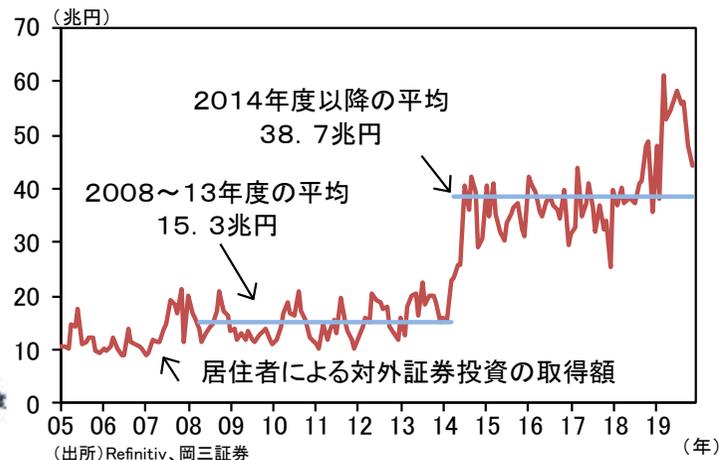


(資料) 帝国データバンク

図表III-1-25 大手行等の海外クレジット投資残高



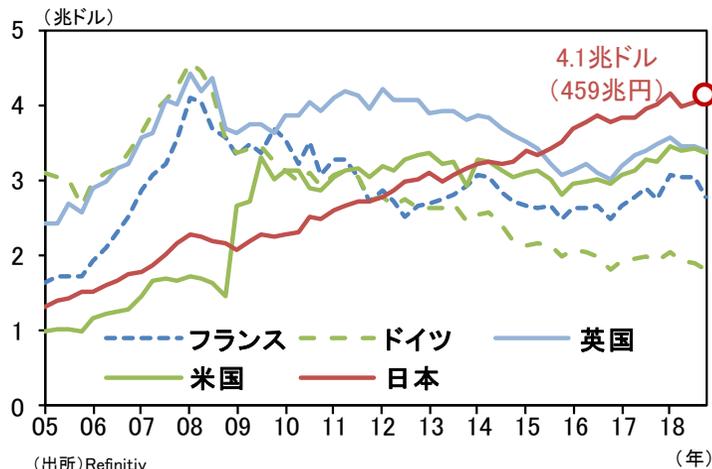
(注) 集計対象は、大手行のほか、ゆうちょ銀行や一部の系統上部金融機関を含む。



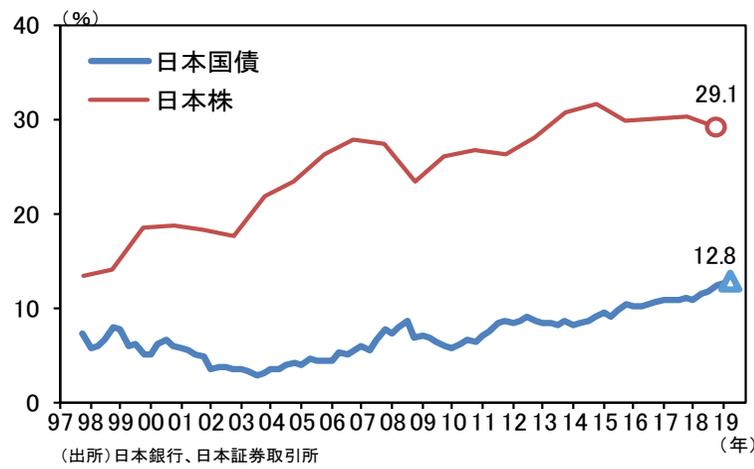
(出所) Refinitiv、岡三証券

## 邦銀の対外エクスポージャーは今や世界一

## 日本市場での海外勢のプレゼンスも高まっている



(出所) Refinitiv



(出所) 日本銀行、日本証券取引所

I. 財政

II. 経済

米国経済

日本経済

III. 金融

金融政策

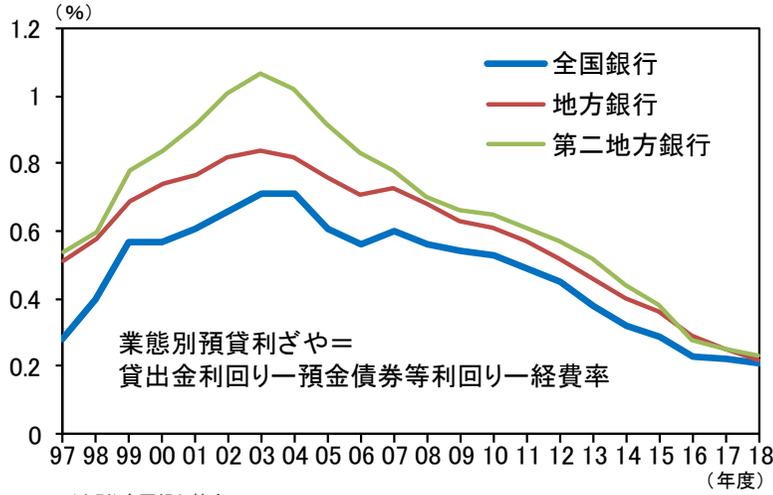
副作用①

副作用②

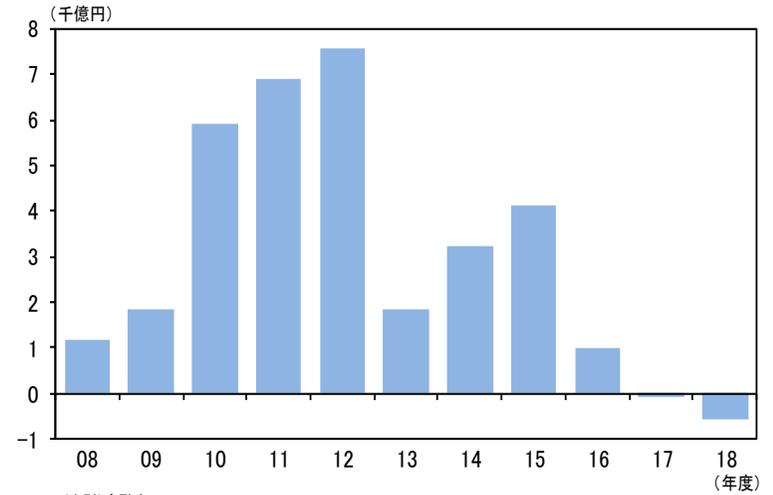
IV. シナリオ

# 金融機関の体力は着実に失われつつある

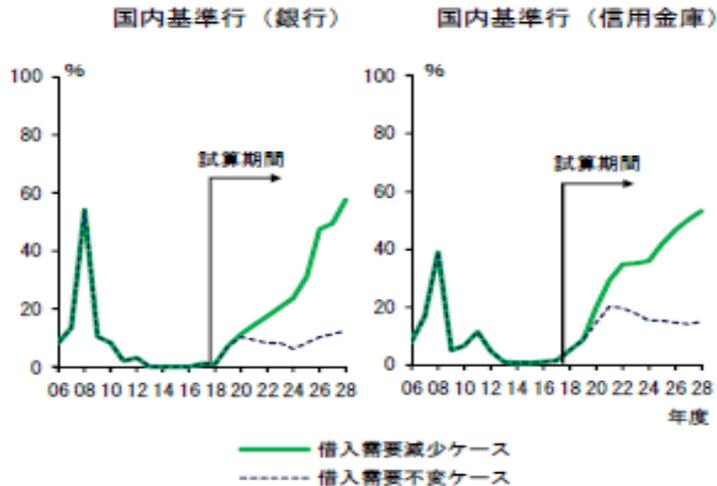
邦銀の業態別預貸利ざや



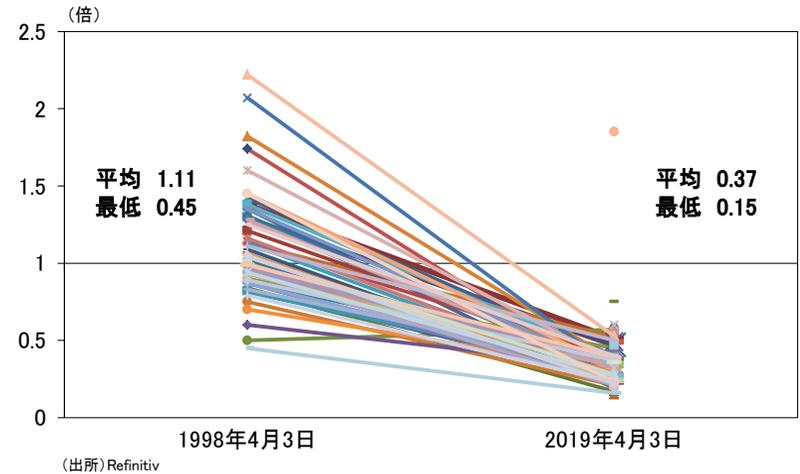
主要銀行の債券等関係損益



日銀FSR(19年4月号)のストレステスト



悪化する銀行株PBR(株価純資産倍率)



I. 財政

II. 経済

米国経済

日本経済

III. 金融

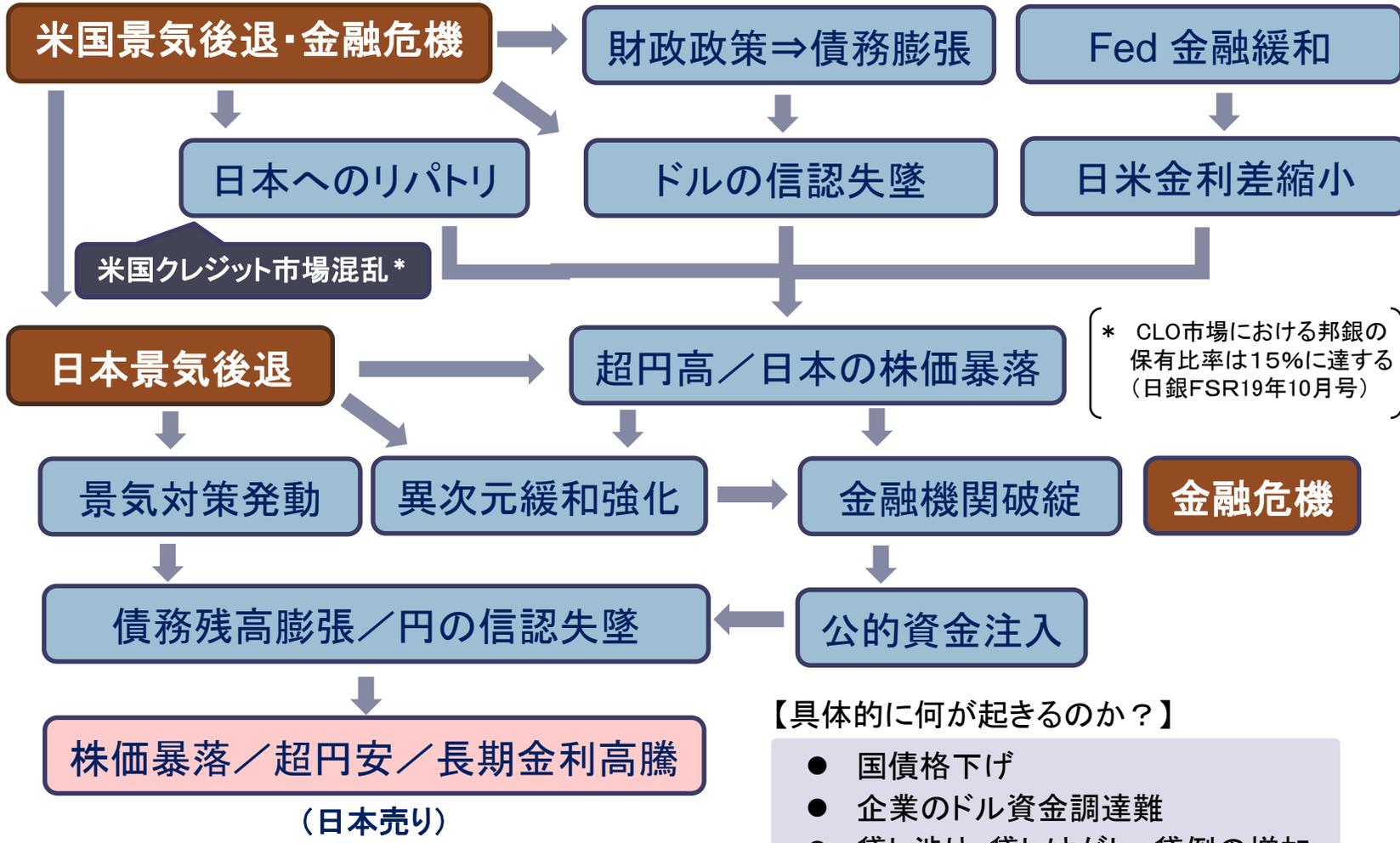
金融政策

副作用①

副作用②

IV. シナリオ

想定され得るシナリオー超円高後の超円安ー



\* CLO市場における邦銀の保有比率は15%に達する (日銀FSR19年10月号)

【具体的に何が起きるのか？】

- 国債格下げ
- 企業のドル資金調達難
- 貸し渋り、貸しはがし、貸倒の増加
- 輸入物価高騰・企業収益圧迫
- 企業倒産の増加、失業率の上昇
- デット・デフレーション

(MEMO)

(注) 当資料の他へのご利用はお控えください。