ゆうちょ資産研レポート

2019 年 11月号 隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

6			- 4		
					The Real
					-
1		7-2007-2011 - 7-112-7 (1)			1
3		ファンダメンタル・アナリシス(1)			
0	Marie .	低金利長期化のストレスが生み出す 経済 ・産業変革の芽			
100		野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト	美和	卓	
-0		ファンダメンタル・アナリシス(2)			7
,	-	緩和競争の先にある世界を考える			,
39		TUD TO	杉嵜	3/.—	
				-	
(3)		マーケット・アウトルック			13
1		債券ニュー・ノーマル時代における			
-		投資ユニバース拡大の必然性			
	50	三菱UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 インベストメントリサーチ部 チーフエコノミスト	李	智雄	
0	0	資産研コーナー			19
9	0 0	ソフトバンク・ビジョン・ファンド (2)			
0		ゆうちょ資産研究センター 主任研究員	室	博和	
	0	統計データ集			25
1		ゆうちょ関連データ			
	ACC 1000	the last the	400	400	

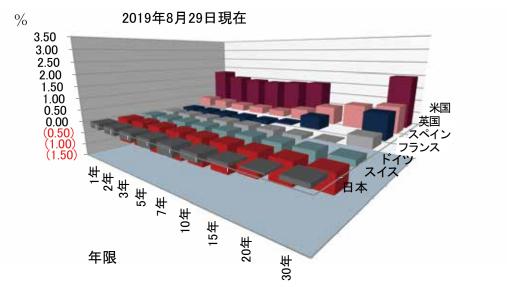
2019.11

低金利長期化のストレスが生み出す経済・産業変革の芽

野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

【世界的な低金利の進行と定着】

19年8月には、世界的な金利低下が進行した。米国財務省証券10年債利回りは、7月31日時点の2.01%(ブルームバーグジェネリックベース)に対し、8月27日には、1.47%まで低下した。この水準は16年米大統領選直前の10月初旬に記録して以来の低水準である。ユーロ圏のドイツ及びその周辺国、スイスでは、30年債などの超長期債に至るまでほぼ全年限がマイナス利回りを記録する事態となった。世界的金利低下を受け、日本の10年国債利回りも8月29日には16年7月以来の低水準となる-0.290%まで低下した。ブルームバーグ・バークレーズ・グローバル・マイナス利回り債券指数の時価総額として表わされる全世界のマイナス利回り債券の残高は、一時17兆ドルを超えた。



図表 1 主要国の国債利回り及び利回り曲線の形状

出所:ブルームバーグ資料より野村作成

8月時点の市場においては、Race to the bottom(底辺への競争)と形容される世界各国・地域中央銀行による政策金利引き下げ競争が世界的金利低下の原因との見方が多かった。しかし、野村では、主として高齢化などの人口動態の構造変化を背景とした期待成長率の低下、基調的インフレ率の低下、さらには経済主体の時間選好の変化、すなわち現在と将来の支出に対する相対的選好の変化、貯蓄と支出に対する相対的選好の変化が、低金利の定着をもたらしている可能性があると考えている。こうした背景から世界的に長期の年限にまでわたる低金利が定着する状態は、金利の「平原状態」と形容できる。

構造的低金利の背景と目される基調的な経済成長率の低下については、技術革新の停滞傾向も要因の一つと考えられる。技術革新の停滞によってもたらされた基調的な低成長、低金利状態は、「極低温」状態の経済と形容できるかもしれない。

加えて、低金利の構造的長期化の背景には、いわゆるグローバル化も存在していると考えられる。グロ

ーバル化に伴う生産拠点やサプライチェーンの新興国への広がりが基調的にインフレ率を低位安定させたことがその一因であろう。一方、新興国がこうしたサプライチェーンの構築や集約を通じて輸出主導の経済成長軌道に乗ったことで、輸出によって獲得された外貨資産が蓄積され、かつて 2005 年にバーナンキ元米 FRB 議長が用いた「世界過剰貯蓄状態(Global Saving Glut)」が生み出されたことも、金利の平均的な水準を押し下げることに寄与したと考えられるだろう。

【構造的な低金利定着=中央銀行の非力化】

こうした構造的な環境変化を背景に低金利が定着した場合、中央銀行による政策金利引き下げ競争が一巡しても、世界の金利体系は大きくは変化しない可能性がある。一見すると、各中央銀行が政策金利引き下げ競争から脱却すれば、金利体系は変化する可能性があるようにもみえる。しかし、中央銀行による金融政策運営とは、究極的には、自然利子率に対し金利体系全般を相対的に引き上げるか引き下げるか、に過ぎない。このとき、基軸となる自然利子率自体が上記のような構造的背景によって低下していれば、中央銀行の政策変更が金利体系を変化させる余地は自ら狭まっていくと考えざるを得ない。

さらに言えば、基軸となる自然利子率水準が低下している下では、中央銀行が金利の期間構造に働きかけ、長短金利差など利回り曲線の形状を変化させることも難しくなるだろう。人口高齢化等の人口動態の構造変化に伴い、貯蓄(将来支出)と支出(現在支出)の相対的選好が、より貯蓄を好む方向に変化することにより、一般的に長めの金利に上乗せされるプレミアム(ターム・プレミアム)を構造的に押し下げている可能性がある。また、期待成長率や期待インフレ率の構造的低下を反映して自然利子率が低下している下で、いくら金融緩和をおこなっても、中長期的期待成長率や期待インフレ率を押し上げる力自体が弱まっている可能性もある。さらには、極低温経済の元凶の一つであるイノベーションの停滞が、期待成長率や自然利子率低下の原因になっているとも考えられる。これらの要因により自然利子率が低下しているとすれば、足元の金融緩和効果によって中長期金利の期間構造を変える力が弱くなっていることを意味するだろう。



図表 2 海外投資家の日本国債保有比率と米ドルヘッジベース米日国債利回り

出所: 日本銀行、ブルームバーグ資料より野村作成

さらに皮肉なことに、いわゆる「名目金利のゼロ制約」を打破すべくマイナス金利政策を採用すると、自 国通貨以外の外貨で運用する投資家にとり、為替ヘッジを行うとプレミアムが発生することになる。マイナス 金利は、全年限にわたって利回りが低下する下にあっても、外貨ベースの投資家にとって中長期債のヘッ ジベース利回りを上昇させる効果を持つ。こうした単純な資金需給の観点からも、金融政策による期間構造 への働きかけは弱まることになる(図表 2)。

以上は、まさに長短金利操作(イールドカーブコントロール)を通じ、金利の期間構造そのものを政策操作目標に掲げている日本銀行の金融政策が必ずしも有効に機能しない一因になっているとも考えられる。

【低金利が持続可能ではなくなる契機ー金融機関経営に対するストレス】

低金利定着は、極低温経済の持続性を高める面を有する。ほとんどの経済主体にとって、資金調達コストが大きく上昇することを懸念することなく、経済活動が継続できる状況を生み出すからである。もっとも、極低温経済においては、そもそも構造的に資金需要が低調になっているため、低金利定着のメリットそのものが薄れている面もある。

低金利定着が、極低温経済の持続性を揺るがし、翻って「平原状態」に至った金利環境を変質させる原動力が生じるとすれば、低金利定着によって金融機関経営に及ぶストレスが金融機関の収益構造を変革させる動機となることによってであろう。

銀行業など預金を受け入れ、それを原資として信用創造を行うビジネスモデルの金融機関にとって、付加価値の源泉は、まさに金利の期間構造にあると言ってよい。期間の短い負債で調達した資金を、期間の長い資産への投資に充当するという期間変換機能こそが銀行業の収益基盤であり、それを生み出しているのはターム・プレミアムや金利の期間構造が生み出す長短金利差だからである。中央銀行の金融政策も、金利の期間構造を変えることによって、銀行業の期間変換機能を通じたリスクテイク意欲に働きかけてその政策効果を発揮しようとしていると言える。

ところが、現在目の当たりにしている世界の金利体系の構造変化は、長短金利差縮小とその定着を通じて、金融機関の収益の源泉そのものを喪失させる動きでもある。日銀が長期にわたる大胆な金融緩和には副作用があると自認し、その是正を図るべく16年9月に現状の長短金利操作付き量的・質的金融緩和へと政策の枠組みを転換したのも、こうした問題意識に基づくものであったはずだ。もっとも、長短金利操作政策により金利の期間構造を人為的に好ましい姿に留めるのに限界があることについては、先述した通りである。

【低金利定着のストレスが及ぼす金融機関の経営革新】

低金利定着のストレスを契機として極低温経済に変化が起きるとすれば、差し当たりその起点はストレスの当事者である金融機関の経営革新から、となろう。

最も現実的なシナリオは、低金利定着による収益環境悪化に対し、金融機関が現状のビジネスモデルを維持しつつ抗おうとする動きであろう。以下、日本の金融機関が低金利定着・長期化によって直面する収益環境の変化と、それに対しいかなる対抗措置が考え得るかについて、簡単なシミュレーションをおこなってみた。

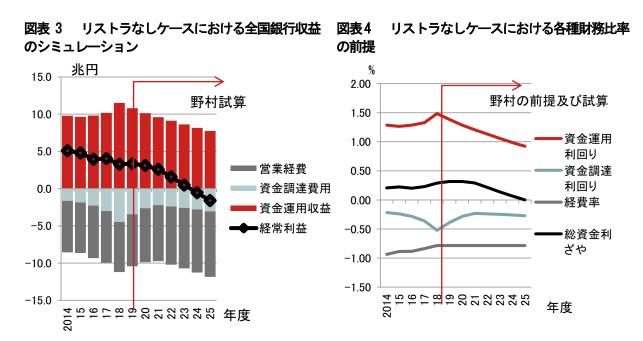
まず、シミュレーションの前提について整理する。

シミュレーションのユニバースは、「全国銀行」とする。全国銀行財務諸表分析に基づき、収益環境を足元について概観すると、国内業務における資金運用利回りの傾向的低下に直面する下、ここ 1~2 年程度は、国際業務拡充、有価証券運用における分散投資拡大により、運用利回り及び運用収益を改善させてい

る様子が窺われる。但し、これは為替ヘッジ等に伴う相応のコスト増加も伴っており、資金調達利回りの上昇にも結び付いている。

先行きについては、ベースシナリオについて以下のような機械的仮定を置いた。現状、主として海外向け投融資拡充によって実現している運用、調達両面での利回り上昇は、海外でも今後低金利定着・長期化に見舞われることにより反落に向かい、従来国内で生じていた利回りの漸減傾向が生じると仮定している。 貸出金、預金等、主要資産・負債項目については、過去 5 年間のトレンドを延長した漸増傾向が続くと仮定している。

その上で、特段のリストラ実施を前提としないベースシナリオでは、足元(2018 年度)の経費率が維持されると仮定し、いわゆるリストラ効果を織り込まずに、どの程度収益力が悪化するかについてシミュレーションした。なお、本シミュレーションにおける経費率は、人件費、物件費、税金の合計を預金、譲渡性預金の平残で割ったものである。結論的には、2024 年度(2025 年 3 月期)以降、全国銀行ベースで経常利益が赤字化するとの結果が得られた(図表 3、4)。



出所: 全国銀行協会資料より野村作成

次に、こうした収益力の低下に対し、どの程度のリストラを実施すれば現状の収益力が維持可能であるかについてシミュレーションした。具体的には他のパラメーターをメインシナリオと同一にしつつ、経常利益率(但しここでは総資産ではなく総預金残高を分母とした)を現状と一定に保つように、経費を削減していった場合の経費率の変化に注目した。2025 年度時点で、現状と同じ経常利益率を維持するには、経費率を2018 年度の 0.78%から 2025 年度には 0.27%まで低下させる必要があるとの結論が得られた。

出所: 全国銀行協会資料より野村作成

依然として終身雇用制度の壁などに直面し変動費化が進捗していない人件費の削減余地が限定されること、支店統廃合等が進んでいるものの必要最低限のフランチャイズ維持や地域貢献の点で今後限界に直面する可能性のある物件費削減余地が小さいことに鑑みると、ここまでの経費率低減は非現実的であると考えざるを得ないだろう。

【革命的な金融機関のビジネスモデル変革の必要性と可能性】

では、金融機関のリストラが不十分なものに留まり収益力の十分な回復が見込めない場合、どのような打開策が考えられるだろうか。低金利定着・長期化が、そもそも金融機関の付加価値の源泉を喪失させるという根本的な変化をもたらしている点に鑑みると、それを打開する方策も自ずとドラスティックなものになる可能性を有している。すなわち、金融機関が金利を収益の源泉とする構造そのものを転換する動きである。

金利の大平原状態の先にある、具体的な金融機関や金融環境のあり方についてのヒントは近年の情報 技術革新に求め得るだろう。昨今の情報技術革新は、これまで「マネー」や「価格」に内包されていた、さま ざまな需要者と供給者をマッチングさせ需給を均衡させる機能を、代替する可能性を秘めていると考えられ る。換言すれば、異時点間、遠隔地間での財・サービス、労働力等の需給をマッチさせるのに必要不可欠 であった通貨や価格の機能を、コンピューターやその上で稼働するプログラムが代替しうるようになってき ていると考えることができる。

このように考えると、低金利の定着や長期化により、収益の源泉の先細りに直面した金融機関自身が、預 貸業務を通じて提供していた信用創造機能、広義の通貨供給機能を、情報技術を利用して代替するような 技術革新を進めていくか、さもなくば、他のプレーヤー、典型的にはプラットフォーマーと呼ばれる独占的 な情報技術サービス提供企業によって淘汰されていく動きが想定されるだろう。

【低金利定着がもたらすマクロ的変革(1)―財政依存の高まり】

マクロ政策的なストレスから、極低温状態脱却が模索される可能性もある。低金利環境の定着・長期化は、金利を付加価値の源泉とする金融機関にストレスを与えるだけではない。自然利子率の基調的低下と定着が生じた場合、その水準を軸として政策金利を設定することが基本的な政策ツールである中央銀行には政策の実効性低下というストレスが及ぶことになる。名目金利のゼロ制約が存在する世界ではなおさらである。

マイナス金利政策導入によって(名目)金利のゼロ制約が克服され、低金利の構造化によるストレスを免れ得たかにみえるが、マイナス金利(政策)の副作用が議論される実態に鑑みると、引き続き低金利定着のストレスが中央銀行や金融政策に及び続けているとみるべきだろう。

低金利定着のストレスから中央銀行が逃れる術として、財政への依存を強めていく可能性が考えられる。 実際、各国・地域中央銀行の金融政策が量的緩和やフォワードガイダンスなどの非伝統的領域に踏み込ん だり、再び追加的な非伝統的政策の採用が必要となる可能性が意識されたりする下で、財政政策の活用や 財政政策との連携を主張する声は大きくなっているように見える。

9月日銀金融政策決定会合における「主な意見」には、「追加緩和と併せて、コミットメントの強化や財政政策との連携強化を行うことが適当である」との主張がみられた。ドラギ ECB(欧州中央銀行)総裁(当時)は、退任間際の英 Financial Times 紙とのインタビュー(9月30日)において、「財政支出の拡大は従来以上に必要性が高まっている」「ユーロ圏が他の経済圏と競争していく上では、長期的な財政同盟へのコミットが肝要である」との見解を示した。米国でも、下院民主党の一部に MMT 理論(現代貨幣理論)に基づく財政支出拡大を主張する動きが台頭している。これらは、今後、中央銀行金融政策の効力低下を財政によって補完しようとする動きが一段と拡大していく可能性を示唆しているようにみえる。ただ、こうした動きが現実化した場合、財政・政府債務の持続可能性と極低温経済とのかかわりという別の論点を提供することになるはずだ。

【低金利定着がもたらすマクロ的変革(2)―基軸通貨、国際通貨システム革新の可能性】

極低温経済の下で、金融機関や中央銀行に生じるストレスの源泉は、グローバル化の進展により特に新興国において米ドル建て資産、負債が積み上がったことで、米ドルの自然利子率低下が引き起こされただ

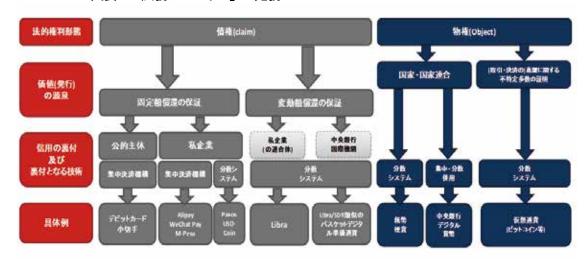
けでなく、世界的に金融政策の米国従属、米ドル従属が生じたことにも原因があると考えられる。

だとすれば、今後、金融機関や中央銀行が被るストレスの打開策として、米ドル基軸体制脱却を図る動きが生じる可能性もあるだろう。その際、「リブラ」に類似するようなデジタル仮想通貨を、中央銀行自らが発行する考え方や、各国・地域中央銀行のイニシアティブにより、各国・地域通貨のバスケットを裏付けとする「リブラ」類似のデジタル通貨を創設し準備通貨としての米ドルを置き換えていくという考え方があり得る。

「リブラ」登場について各国・地域金融当局が警戒感を隠さず、法定通貨、決済手段としての承認を拒否する構えを見せている点から、このような発想、構想が現実的でないとの批判もあり得よう。また、一般に仮想通貨、デジタル通貨と呼ばれる新たな「マネー」については、不正な取引や詐欺的行為が入り込みうるような技術的、制度的欠陥が指摘されることも多い。

しかし、一口に仮想通貨、デジタル通貨と言っても、図表 5 にあるように、その権利形態、価値の裏付け、 技術基盤は多様である。特定の中央銀行が単独で、または、世界の一部の中央銀行が協調し、国際基軸通 貨として「リブラ」に類似したデジタル(仮想)通貨を位置づけるとすれば、議論は全く異なったものになるは ずだ。

カーニー・イングランド銀行総裁が、19年8月のジャクソンホール会議における"The Growing Challenges for Monetary Policy in the current International Monetary and Financial System"と題する演説において、同様の問題を提起したのは、米国の同盟国でもある英国の中央銀行トップが、米ドル基軸体制の問題点に触れ、また米ドル基軸体制への「挑戦」の可能性を指摘した点で、画期的な出来事であった。これはまた、バンコールという名のバスケット通貨を米ドルやかつての英ポンドに代わる基軸通貨、国際準備通貨として創造しようとしたケインズの発想の再来であるとも言えるだろう。



図表 5 広義の「マネー」の定義

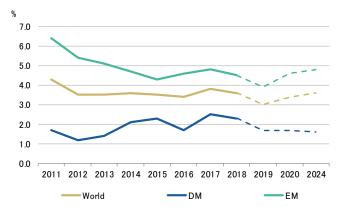
出所:IMF 資料より 野村作成

緩和競争の先にある世界を考える

モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社 債券ストラテジスト 杉嵜 弘一

米中貿易交渉にまつわる不透明感や Brexit の行方等にまつわる不透明感がグローバルで設備投資を抑制し、それがセンチメントデータへと現れている。輸出の低下等を通じて実体経済へと影響を与えるのも時間の問題である。IMF は 10 月の見通し変更で、世界経済の実質 GDP 成長率見通しを 7 月時点よりもさらに引き下げ、2019 年を 3.0%、2020 年を 3.4%としている(図表1)。世界経済見通しの引き下げ要因として、IMF は特に関税の直接的な影響よりはむしろ、貿易摩擦が続くことによる企業心理の悪化、金融市場や生産性への影響といった二次的被害の影響を重視している。

図表1 IMFのグローバル実質成長率見通し(2019年10月時点)



出所 IMF、モルガン・スタンレー・リサーチ

グローバルの中央銀行は、こういった地政学的リスクからくる不確実性が実体経済や物価に与える影響を懸念し、利下げ等を通じてより緩和的な環境をつくることに努めている。過剰な流動性供給や利下げを通じても多くの中銀目標である 2%の物価目標がまだ見えてこないことから、各国中銀は緩和的な状況を続けざるを得ない状況であるといえよう。以下では、なぜこれほどまでに緩和を継続しているのにもかかわらず、物価が上がらないのか、また貿易問題が長引く前提の下、緩和競争が続く場合将来的にどのような世界に変わっていく可能性があるのか等について議論したい。

なぜ物価は上がらないのか?

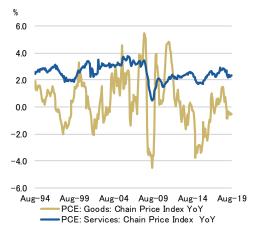
労働需給はタイトな状況にも関わらず、物価が上がらない。これは日本だけではなく、グローバルで見られる光景である。まだ労働市場にスラックが残っているのか、はたまた労働生産性が改善していることで、企業が賃金上昇圧力を吸収できてしまっているのか。中央銀行は従来の経済学で使用されているフィリップスカーブが機能しないことに頭を悩ませている。

主な中央銀行は、細かな違いはあるにせよ概ね 2%の物価目標を設定している。これは毎年の物価 上昇率を 2%程度に維持することを意味するが、筆者はそもそも GDP でも物価でもなんでも伸び率で測 ること自体が目標の達成を難しくしていると考えている。2%がなぜ重要なのかそこに説得力のある論拠 は存在しない。日銀はなぜ 2%の物価安定目標が重要なのかという点について、景気後退時の金融政策 による対応力を高めるために、のりしろとして高めの数字を維持したい、消費者物価指数は高めに出や すい、2%がグローバルスタンダートであるとの回答をしているが、なぜ 2 という数字が重要かについての 明確な回答はない。各中銀も大方過去のトレンドが 2%ぐらいだったからというのがほとんどであろう。で もよく考えてほしい。過去の2%と今の2%の達成の難しさは大きく異なるのである。

ある企業が売り上げを 1000 万円から 1020 万円に増やすのは簡単かもしれない。では 1 兆円の売り上げを 1 兆 200 億円に増やすのはどうだろうか? 両方とも 2%であるが、絶対値でみれば前者は 20 万円、後者 200 億円である。後者の方が圧倒的に達成が難しいのは間違いないであろう。成長にしても、物価にしても同じ比率で今後も成長できるという前提が全てを狂わしているのである。プロ野球選手にしてもサッカー選手にしても、成長のピークは存在し、ピークを付けた後はむしろ後退していく。経済成長にしても、同じことがいえるのではないか。成長途上であるうちは、潜在的な需要が多く、成長の余地があるが、ある程度成長し、便利な世の中が達成できた国において、技術革新等により新たな需要を創出することは相当困難と言えるだろう。"伸び"率で見た場合、そこが低下するのは至極当然のことである。

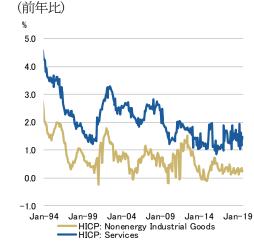
インフレについても同様のことが言えるのではないだろうか。インフレについて詳しく見ていくと、先進国においてサービス価格はグローバルで比較的高い伸び率を維持しているものの、食料や原油といった天候や地政学的リスクの影響を受けるものを除いたコア財に関しては、物価は伸び悩んでいる(図表 2、3)。コア財の物価が上がりにくくなったことで、消費者物価指数というカテゴリーでみた指数は、コア財の価格の伸び悩みの分上がりにくくなっているわけである。

図表 2 米国コア財、サービス PCE の推移 (前年比)



出所 ~イバーアナリティクス、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表3 欧州コア財、サービス HICP の推移



出所 ヘイバーアナリティクス、モルガン・スタンレー・リサーチ

ではなぜコア財の価格が伸びなくなってきているのか。需要と供給が価格を決めるが、物価を考える うえでもう一つ重要な事項は情報の非対称性である。例えばインターネットが普及していない時代に冷 蔵庫を買おうと思ったら、近くの家電量販店で買うしかない。もちろん、他の店へのアクセスツールがな いので価格比較ができずその店の言い値で買わないといけない。

しかしながら、現在は冷蔵庫が欲しければ、インターネットで容易に価格比較できる。そして機能が ほとんど変わらなければ一番安いところで購入すればよい。インターネットの普及によって莫大な情報 に容易にアクセス可能になったことが、価格競争を誘発し、あらゆる財のマージンを下げたことに寄与し ているといえるだろう。サービスのように、人件費が直接的に反映されやすく、かつ他の商品(サービス) との差別化がしやすい分野では、価格競争に発展しにくく、また比較的容易に新規の需要を創出できる ために、堅調な物価の伸び率を保つことができているのではないだろうか。

一方でコア財等ではこれは難しい。世の中はすでに便利になりすぎているため、"モノ"で新規の需要を創出することが難しくなっている。タイムマシーンのような斬新的な商品が発売されるのであれば、話は違ってくるが、1年ごとに技術革新を経て新たな斬新な商品(モノ)が作られることは想像しにくい。いずれにせよ、コア財の価格の上昇が昔と今ではけた違いに難しくなっているといえる。そのため、消費

者物価という指標の下では、コア財の価格が伸び悩む分だけ、2%の達成は 1990 年代より難しくなって いるといえよう。それでも中銀は、金融緩和という麻薬を注入して 2%を無理やり達成しようとしているの が現在の世界である。そして金融緩和の限界もささやかれる中、財政刺激策への注目も集まってきている。

貿易問題と緩和競争の最中に資金はどこへ向かっているのか

物価が低迷しているもとで、中銀は蔓延する地政学リスクを背景に緩和的なスタンスを貫いている。 緩和的な環境が保たれる一方で、地政学的リスクからくる不確実性が晴れないうちは、企業等は大規模な設備投資等に踏み切ることができない。結果としてグローバルの流動性は資産へと向かい、どのアセットクラスにおいても堅調なパフォーマンスが維持されているといえる。

では資産はどこに向かっているのか。それは言うまでもなく米国であり、ドルである(図表 4)。 貿易問題が長引くことが想定されている中、投資家が考えているのはどの国の資産が一番安全であるかということであろう。 世界で一番ロバストな経済が米国であり、 基軸通貨であるドルに資金が還流しているわけである。

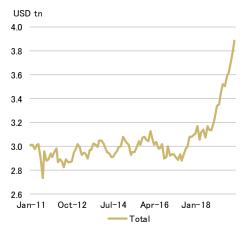
図表4 ドルインデックスの推移



出所 ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

実際に貿易問題が本格化し始めた2018年以降、米国のMMFのAUMの増加幅が大きくなり始めており、ドルに資金が向かっていることがわかる(図表5)。グローバルで最もロバストな経済があり、かつ無リスク金利が2%程度と高い国が他にあるだろうか。結果として金余りとリスク回避的なドルへの需要がドルインデックスのパフォーマンスや、各国対比での米国株の強さにつながっているといえる(図表6)。

図表5 米国 MMF の資産残高の推移



出所 OFR Analysis、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表6 各国株式のドル建て相対パフォーマンス (2018年1月1日=1)



出所 ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

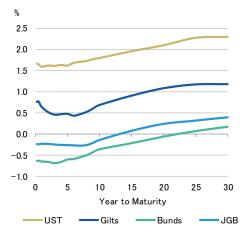
また資産クラス別でみると、安全資産が選好されており、株よりも債券、EM 通貨よりもドルや円、ユーロ、ハイイールド債よりも投資適格債がアウトパフォームしており、典型的な質への逃避が起きていた。 貿易摩擦が悪化すればするほど、市場は最終的な勝者が誰かということを考え、結果として資本を基軸通貨のドルに振り分ける。米国経済は軟調になるものの、資本アウトフローを通じて海外経済を犠牲にすることで、相対的に底堅く推移することが予想される。その結果さらにドル高が進み、貿易赤字を改善したい米国にとって逆風となるという負のサイクルである。

10月に入って、米中が部分合意に至る可能性やソフトBrexitの可能性が高まってきたことから、金融市場は楽観的なプライシングになってきてなってきており、ドルからより高金利通貨に資本が移動する動きが一部みられるものの、貿易問題の不確実性が完全に払しょくされない限りにおいては、ドルからの根本的な資本の動きの転換は難しいかもしれない。

市場は何を織り込んでいるのか?

次にこの貿易問題と緩和競争の行方について債券市場が何を織り込んでいるのか見て行こう。債券市場で最も顕著なのは、イールドカーブがほとんどの国でスプーン型の形状を取っていることである(図表 7)。カーブのベリーゾーンまでが逆イールドになっている事実は、グローバルで貿易問題等をきっかけとして成長へのダウンサイドリスクが高まる中、各国中銀がいずれ利下げを行わざるを得ないという見方を反映していると思われる。

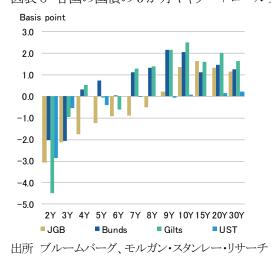
図表 7 G4 のイールドカーブ形状



出所ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

ただし、イールドカーブに織り込まれているのは成長のダウンサイドリスクだけではない。中銀が過剰 な流動性を提供した結果としての、タームプレミアムの低下もイールドカーブは映し出している。このス プーン型のカーブが問題な点は、手前のゾーンが全てネガティブキャリーとなってしまうことである(図表 8)。このため、中銀が利下げサイクルに入るという明確な自信がなければ、これらのゾーンを保有できな いことであろう。スプーン型のイールドカーブ形状が続く限り、短中期を保有している投資家はネガティ ブキャリーに苦しめられることになるため、ポジティブキャリーが得られる超長期ゾーンへとシフトしてい かざるを得ない。こういったプラスのポジティブキャリーを求める動きが超長期ブーンのタームプレミアム を押しつぶし、フラットニングトレンドを加速させているといえよう(図表9)。

図表8 各国の国債の3か月キャリー+ロールダウン



図表9 G3タームプレミアムの推移



出所 モルガン・スタンレー・リサーチ

これまで唯一の例外であったのは米国債であった。というのも FED が、グローバル経済の不確実性 に対処するために、利下げサイクルに入るとの見方から、ネガティブキャリーを払ってでも保有すること ができたためである。

一方ですでにゼロ金利やマイナス金利を採用している国では、中央銀行の利下げ余地が小さい、あ るいは利下げへのハードルが高いと市場が考えるために、積極的な利下げを織り込めず、リスクオフ材 料が出ると、景気後退リスクを織り込みにいき、将来のロングラン金利が低下することを市場は織り込み にいくのである。このように、スプーン型のイールドカーブはタームプレミアム、政策金利期待の両者に低下圧力をかけるため、ブルフラットニングが加速しやすいといえる。これが今世界同時多発的に、ブルフラット化が進んできた原因であろう。

日本では、こういったブルフラット化によって、生保や年金の運用利回りが低下し、将来の年金が目減りするとの懸念から、消費者センチメントが悪化するのではと日銀が懸念し始め、超長期金利の過度な低下を止めようと、直近積極的に超長期の国債買い入れ額を減らしてきている。10 月に入り地政学的リスクが緩和する方向に向かっていることから、結果的に幾何か超長期ゾーンの金利低下は抑えられているが、日銀が売りオペに動くことが難しい中では、買入れ額を減らすにも限度が出てこよう。一方で、過剰流動性をできるだけ利回りの高い商品に投資したい需要は非常に強いために、日銀のけん制が効かなくなるのも時間の問題かもしれない。

こういった流れが変わるには、蔓延する地政学的リスクが完全に払しょくされるか、中銀が思い切った利下げを行い、市場に対して中銀がグローバル経済のダウンサイドリスクに対して、全力でコミットする姿勢を見せつけ、再度市場の信認を得るしか方法はないと思われる。市場を満足させるに至らなければ、失望感が広がり、カーブ全体がラリーするため、スプーン型のイールドカーブを正常に戻すことはできないだろう。そして残念ながら、現状後者の可能性が高いだろう。緩和余地が少ない中で、フォワードガイダンス等をうまく用いることで緩和を小出しにするのが、今の中銀のスタンスである。最終的には、多くの中銀が流動性の罠に陥るリスクが出てくると考える。

緩和競争が継続した場合の結末は?

それでは短期金利をリバーサルレート近くまで引き下げ、QE を限界まで行ったにもかかわらず物価が上昇しない場合、中銀の残された手段は何であろうか。中銀にできることは持久戦に持ち込むことであり、そのやり方は日銀が教えてくれている。"lower for longer"というように最小限の力で緩和的な状況を維持するイールドカーブコントロールが最終形になるのではないだろうか。FED のメンバーにも何人かは金融緩和の最終形としてイールドカーブコントロール政策に目を向け始めている。ここまでの流れを見て行くと、暗い将来しか見通せない気がしなくもないが、超金融緩和によるポジティブな面ももちろん存在し、その芽が徐々に芽生え始めているのも事実である。

政策金利がゼロまたはマイナスの世界が当たり前になれば、それはある意味リスクフリーレートが 0、またはマイナスであることを意味する。これは最早無リスクで資産を増やすことができない世界を指しており、金利はそれ相応のクレジットリスクをとって初めて得られるものとなる。将来有望なビジネスを見極めて、リスクをとって投資し、成功したものだけが富を得ることができるという、ある意味フェアな世界であるう

近年日本でも若いうちからスタートアップを起業する人々が増えているが、こういった活動が増えた背景に筆者は大規模金融緩和があると考えている。国債の金利が1-2%あるなら、そもそもベンチャーキャピタル自体に資本はあまり多く集まらないだろう。余計なリスクをとる必要がないからである。結果としてスタートアップやベンチャーへの出資も難しくなる。足元のような超緩和的な環境においては、ベンチャーキャピタルへの豊富な資金流入から、多くのスタートアップ企業にビジネスチャンスが生まれてきている。新規の需要を創出する金の卵を生み出すという意味では、金融緩和は確かに将来的な潜在成長率の改善の種を植え付けているともいえる。新しい需要を創出しようとする人にはいくらでもチャンスが与えられ、既存のビジネスモデルに執着する人には厳しい世界が待っているといえるだろう。

債券ニュー・ノーマル時代における投資ユニバース拡大の必然性

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 インベストメントリサーチ部 チーフエコノミスト 李 智雄

長期金利は図1のとおり、今年3月7日以来8カ月間、マイナス圏で推移している(11月8日現在の終値ベース)。足元では水面浮上をうかがっているが、以下の背景・原因を考慮すると、マイナス期間が前回(2016年2月22日~11月14日)を超えて長期化する可能性は残っている。そうして水面下が常態化してゆくならば、わが国債券市場がニュー・ノーマル(新しい常識・常態)時代を迎えた公算は一段と濃厚になる。



図1:2度目のマイナス圏が長期化している長期金利動向

債券ニュー・ノーマル時代の最大の原因は、もとより短期政策金利を▲0.1%、長期金利操作目標をゼロ%程度とする長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)付き量的・質的金融緩和である。背景は表1のように要約できる。大別すると(1)中長期的な予想物価上昇率の著しい低迷と、(2)過去最低水準やマイナス圏で推移する米欧金利。後者の原因としては、①米欧経済の「日本化」あるいは長期停滞、②米中覇権争いに伴う世界的なリスクオフ基調、③米欧中銀の大規模資産のストック効果などがある。

(1) 中長期的な予想物価上昇率の著しい低迷
(2) 過去最低水準やマイナス圏で推移する米欧金利
① 米欧経済の「日本化」あるいは長期停滞
② 米中覇権争いに伴うリ世界的なスクオフ基調
③ 米欧中銀の大規模資産のストック効果

表1:債券ニュー・ノーマル時代の主な背景

出所:三菱UFJモルガン・スタンレー証券

(1) 中長期的な予想物価上昇率の著しい低迷

中長期的な予想物価上昇率は、日銀がイールドカーブ・コントロール運営の観点から重視している指標の一つ。それが上振れ/下振れすると、実質金利が低下/上昇して需給ギャップが拡大/縮小し、物価のモメンタム(勢い)が加速/減速する。代理変数として 10 年物価連動国債のブレークイーブン・インフレ率とインフレ・スワップ 5 年先スタート 5 年物フォワードレート を見てみると、図 2 のとおり、いずれも昨年 8 月以降は平均 0.1%強という、異次元緩和がスタートした 13 年度以降の概ね最低水準で低迷している。

¹⁵年後からの5年間を平均したインフレ率に関する市場参加者の予想値。中長期的な予想物価上昇率の代理変数として各国金融当局が注目している。

米中貿易摩擦や消費増税(19 年 10 月)などによる国内経済の先行き不透明感が影を落としている格好 だ。日銀はこのような状況下では、実質金利の上昇を未然に防ぐために名目金利の上振れを抑えたり、 実質金利の低下を促すために名目金利の下振れを追認したりしていかなければならない。実際、日銀は 10月31日の政策委・金融政策決定会合で「新しい政策金利のフォワードガイダンス」を導入。政策金利 について、『「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金 利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定』とコミットした。なお、黒田東彦総裁は 11 月 5日の会見で、『長期金利操作目標の変更(引き下げ)はあり得るが、そのことと政策金利のフォワードガイ ダンスとは別の話である』と述べ、これまでと同様、"利下け"より"事実上の低め誘導(下振れ追認)"を優 先する方針を示唆した。



図2:低迷著しい市場の中長期的な予想物価上昇率

(2)過去最低水準やマイナス圏で推移する米欧金利

米欧の長期金利水準は、図3・表2のとおり、日長期金利の低下に先導され趨勢的に切り下がってきた。 特に目立つのが欧州。ここはユーロ圏コア国のドイツを代表として取り上げているが、2013年頃より、米長 期金利が心理的な節目の 2.0%前後で底打ちしたのとは対照的に、日長期金利に裁定されるように一段 と低下した。そして、今年 5 月 7 日以降は終値ベースでマイナス圏が常態化している。結果、今年ここま での平均値は▲0.20%と、日本(▲0.11%)とともに水面下となっている(11 月 8 日現在)。 ちなみに、終値 ベースの過去最低値は、米国が 16 年 7 月 8 日の 1.35%、ドイツが今年 8 月 28 日の ▲0.71%、日本が 16年7月27日の▲0.295%である。



-14-

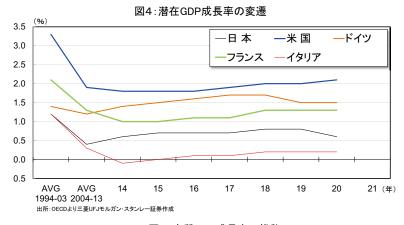
表2: 日米独長期金利の年代別の期間平均値

					[単位;%]
	1990年~99年	2000年~09年	2010年~14年	2015年~	(19年)
日本	3.85	1.45	0.88	0.07	(▲0.11)
米 国	6.65	4.44	2.52	2.23	(2.18)
ドイツ	6.59	4.17	1.97	0.27	(▲0.20)

注: 週末値の期間平均。19年は11月8日現在 出所:ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

①米欧経済の「日本化」あるいは長期停滞

このように米欧金利を低下・低迷させている第1の根本原因が、"米欧経済の「日本化」あるいは長期停滞"である。「日本化」とは、日本経済でバブル崩壊以降に観察されている低成長/低インフレの長期化のこと。それは「失われた20年」とも称されたように、長期停滞と言い換えられる。長期停滞とは、構造的な貯蓄余剰/投資不足により、長期的に潜在成長率に近似する均衡実質金利が低下・低迷する経済状況のこと。実際、近年の米欧の潜在GDPと実質GDPの成長率、および中長期的な予想物価上昇率と実際の物価上昇率を俯瞰すると、図4~7のとおり、08年の世界金融危機(リーマン・ショック)による落ち込みの後、リバウンドしたものの、総じて伸び悩んでいる様子がわかる。こうしてみると、実勢利回りの構成要素であり、適合的な期待形成の要素が強い。期待潜在成長率と期待インフレ率もまた、伸び悩み、低迷を強いられていると推測される。米欧長期金利は上がりにくく、引き続き過去最低水準やマイナス圏で推移していきそうだ。





2 長期停滞論は、1938 年の米国経済学会の講演でハンセン会長<当時>が唱えた、大恐慌後の米国経済の停滞は半永久的に続くという仮

説。2013年に米ハーバード大学のサマーズ教授(元財務長官)が米欧経済の現状を論じるために持ち出し、再び脚光を浴びた。

³ 実際の経済成長率や物価上昇率の高まりが期待成長率や期待インフレ率を押し上げていくという意味。

図6:中長期的な予想物価上昇率の推移



図7:物価上昇率の推移



②米中覇権争いに伴う世界的なリスクオフ基調

第2は"米中覇権争いに伴う世界的なリスクオフ基調"。二大国の覇権争いは、最前線となっている貿易取引のほか、経済全般、ハイテク技術、通貨制度、軍事など多方面にわたる。よって、長期化必至が衆目の一致するところ。一般に、そのような覇権争いを巡る不確実性が上昇/低下すると、市場ではリスク回避志向が強まり/弱まり、安全資産とされる国債が買われ/売られ、長期金利が低下/上昇する。図8は横軸に米貿易政策の不確実性指数¹、縦軸に米長期金利をとり、両者の相関関係を見たもの。注目すべきは、米国が対中制裁関税・第1弾を発動した昨年7月以降である。当該指数が断続的に上振れし、米長期金利が下がるというトレードオフの関係を確認できる。それが特に顕著だったのが、この8月だ。トランプ米大統領が第4弾の発動を突如表明したため、当該指数が2,000近くに跳ね上がって過去最高を大きく更新。米長期金利は2.0%から1.5%へと0.5%ポイントも急低下した。一方、9月以降は、米中が部分合意に向け歩み寄りの素振りをのぞかせているため、当該指数が急反落となり、米長期金利は反発している。しかし、事は覇権争いだけに、「部分合意の積み上げ→制裁・報復関税の段階的撤廃」がトントン拍子で実現するとは思えない。鍔迫り合いが延々続くのではないから。とすると、当該指数は下げ渋ったり、トランプ米大統領のちゃぶ台返しで反発したり、米中の平行線状態を映して高止まりしたりしていくだろう。そのようにリスクオフ・ムードが完全払拭されないうちは、米国をはじめ日欧の長期金利の上昇余地は広がりにくいと予想される。

^{4「}経済政策不確実性指数<EPU>」とは、"Economic""Policy""Uncertainty"に関連した単語が用いられた新聞記事などのテキスト・データを抽出し、指数化したもの。

⁵ 中国政府は 10 月 7 日、『米中は発動済みの追加関税を段階的に撤廃する方針で一致した』と発表。これに対しトランプ米大統領は 8 日午前、『(関税撤廃では)何も合意していない』と述べ、中国政府の発表を否定した。

(%) 3.50 ○2016年1月~18年6月 3.25 ■2018年7月<対中関税·第1弾発動>~ 3.00 0 2.75 平 2.50 期 2.25 金 利 2.00 = -0.0008x + 3.0142 19年7月 $R^2 = 0.456$ 1.75 10月 9月 1.50 8月 1.25 500 2,000 2,500 (1985年~2009年平均=100) 【米貿易政策の不確実性指数】 出所: Economic Policy Uncertainty Project (HP)とブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図8:米貿易政策・不確実性指数と米長期金利動向の関係

③米欧中銀の大規模資産のストック効果

第3の原因は、"米欧中銀の大規模資産のストック効果"である。ストック効果とは、具体的には、ターム プレミアムやリスクプレミアムの押し下げを通じて長期金利の上昇を抑制したり、低下させたりする作用の こと。「量的緩和が金利動向に及ぼす影響は中銀が保有する総資産残高や長期国債残高などストック量 の多寡に依存する」というストック・ビューに基づいている。 日銀は昨年10月1日に公表したワーキングペ ーパーシリーズで、『長期国債買い入れによるタームプレミアムの押し下げ効果のうち 9 割以上がストック 効果によるものだった』との実証分析結果を提示。黒田総裁も、『米国では資産大量購入に伴うタームプ レミアムの縮小効果が持続しているので、米長期金利が比較的低く保たれている』(9月5日)といみじくも 指摘した。

さて、FRB は図9のとおり、17年10月よりバランスシートの正常化を目指して保有資産残高を圧縮して きたが、7月31日のFOMCで当初想定より2カ月早い前倒し終了を決定。そして、10月8日にはパウエ ル議長が短期金利の上昇抑制策として再拡大を表明。足元の FRB 保有資産残高はすでに 4 兆ドルの大 台を回復している。ECBも9月12日の理事会で量的緩和の再開(月額200億ユーロ<ネット>の資産買い 入れ)を決めた。現在約4.6 兆ユーロと過去最大規模のECB 保有資産残高はなお漸増していく見通し。 こうしてみると、米欧中銀の大規模資産の強力なストック効果は持続して、米欧長期金利の上昇を抑え込 んだり、潜在的な低下圧力をかけたりしていきそうだ。ちなみに、日銀の保有資産残高も、長期国債買い 入れの減額によりペースこそ鈍化しているものの拡大基調には変わりがなく、足元では約570兆円に達し ている。

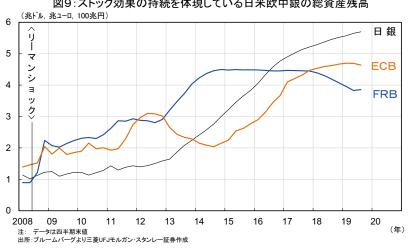


図9:ストック効果の持続を体現している日米欧中銀の総資産残高

以上のように、国内債券市 場がニュー・ノーマル時代を迎 えた現在、資金運用の活路は "投資ユニバースの拡大"に求 めるほかない。イールドハント (想定的な高利回り追求)対象 を、超長期利付国債・社債から 為替ヘッジ付きの外債、為替 オープンの外債へ、さらには 内外株式やオルタナティブ資 産へと広げる必要があることは 論を俟たない。このところ、米 欧債券市場のニュー・ノーマル 時代入りを主因にヘッジ外債 の利回り妙味も総じて乏しくな っているだけに(図 10)6、外債 以外へのユニバース拡大のイ ンセンティブは一層強まってい る。問題はリスク許容度だが、イ ールド・ハンティングという運用 方針に則るなら、20年利付国債 利回りの約 10 倍の株式配当利 回り(図 11)や、約 14 倍の J-REIT 分配金利回り(図 12)は魅 力的に映る。特に、「逆利回り革 命(株式配当利回り>国債利回 り)7」の恩恵享受は一考に値す ると思われる。

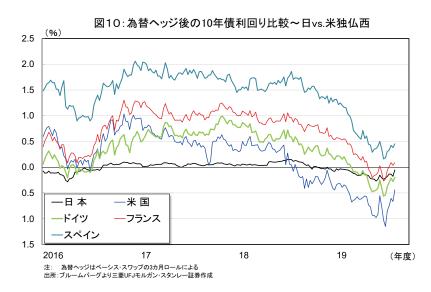


図11:株式配当利回りvs.超長期利付国債利回り



図12:東証REIT指数と分配金利回りvs.20年利付国債利回り



⁶ 日本国債利回りを下回っているか、または、プラス(日本国債利回り<ヘッジ外債利回り)のスプレッドが縮小している。

⁷ 従来、企業業績の成長期待を背景に長期国債利回りを下回っていた株式利回り(=利回り革命)が、期待低迷を背景に、逆に上回っている 状況のこと。

ソフトバンク・ビジョン・ファンド(2)

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. ソフトバンク・ビジョン・ファンドの仕組み

最近の新聞紙上では、ソフトバンク・ビジョン・ファンド(SVF 以下SVFと記す)の損失の話題が大きく取り上げられている。SVFはその規模 10 兆円とPFファンドして群を抜いて大きいので話題になりやすいともいえよう。

まず、SVFの概況から見ていこう。図表1には、2019年9月30日時点でのSVFの概況が示してある。出資コミットメント総額は986億ドルとなっているが、3ヶ月前のSVF概況には970億ドルとあり、内訳には外部投資家の出資コミットメントが639億ドルとなっていた。つまり、この3ヶ月の間に、外部投資家にうち誰かが16億ドルコミットメントを上げたことになる。リミテッド・パートナー(外部投資家)の欄のコミットメント額は、はっきりしない面もあり、全部を合計しても655億ドルにはならないが、おおよそはこのとおりだと思われる。リミテッド・パートナーの一番最初に書かれているパブリック・インベストメント・ファンドはサウジアラビアのムハンマド副皇太子らによるファンドであり、ムバダラ開発公社は、UAEアブダビ政府100%出資の投資会社である。このパブリック・インベストメント・ファンドとムバダラ開発公社の出資コミットメントをあわせると、600億ドルにも達し、リミテッド・パートナーの出資コミットメントの大部分を占める。

図表1 SVFの概況

名称	ソフトバンク・ビジョン・ファンド
出資コミットメント	986億ドル
	SBG:331億ドル 外部投資家:655億ドル
ジェネラル・パートナー	SVF GP(ジャージー島)Ltd.
	パブリック・インベストメント・ファンド:450億ドル
	ソフトバンク・グループ:331億ドル
	ムバダラ開発公社:150億ドル
 リミテッド・パートナー	アップル:10億ドル
	クアルコム:10億ドル
	ラリー・エリソン個人事務所:10億ドル
	鴻海精密工業:10億ドル
	シャープ:10億ドル
投資期間	2019年9月12日に終了
存続期間	2029年11月20日まで(原則)

投資の判断はジェネラル・パートナーであるソフトバンク・グループの子会社が決めるのであるが、投資の際SBGより多くの出資をするパブリック・インベストメント・ファンドの意見を無視するこ

とはできない。ラリー・エリソン個人事務所はオラクルの共同創業者の個人事務所であり、鴻海精密工業は、シャープを買収した台湾の電子機器を受託生産する世界大手企業である。このリミテッド・パートナーは、8 社しかないが、有名な会社ばかりである。また、ジェネラル・パートナーの所在地はジャージー島となっているが、このジャージー島はイギリスとフランスの間にある小さな島で、世界的に有名なタックス・ヘブン地区である。

次に、SVFの資金の状況を図表2に示してある。出資コミットメントに関しては、2018年末から 総額970億ドルは変わっていないが、2019年9月時点でちょっと増えた。支払い義務合計額に 関しては、順調に増加してきており、2019年9月時点で716億ドルと出資コミットメント総額の 72%にまで達した。2019年9月12日時点で、累計投資額が出資コミットメント総額の85%に達 したとして、SVFの投資期間が終了したとしている。これからは、売却期間に入ることになる。

図表2 SVFの資金の状況

(単位:10億ドル)

	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30
出資コミットメント	97.0	97.0	97.0	98.6
ソフトバンクG	33.1	33.1	33.1	33.1
外部投資家(LP)	63.9	63.9	63.9	65.5
支払い義務合計額	45.2	50.9	56.2	71.6
ソフトバンクG	15.3	17.5	19.6	25.7
外部投資家(LP)	29.9	33.4	36.6	45.9
LPへの返還額	△ 2.5	△ 2.5	△ 2.5	△ 5.5
ソフトバンクG	△ 0.9	△ 0.9	△ 0.9	△ 0.9
外部投資家(LP)	△ 1.6	△ 1.6	△ 1.6	△ 4.6
コミットメント残額	49.3	46.1	40.8	27.0
ソフトバンクG	16.9	15.6	13.5	7.4
外部投資家(LP)	32.4	30.5	27.3	19.6

2. ソフトバンク・ビジョン・ファンドの投資状況

図表3には、SVFの投資の状況が示されている。時系列的にみると、取得価格と公正価格は、2019年度第2四半期までは順調に推移しているが、2019年度第3四半期からは急減速しているのがわかる。特に評価益は2019年度第2四半期の159億ドルから2019年度第3四半期は69億ドルとほぼ1/3にまで減少している。

図表3 SVFの投資状況

(単位:10億ドル)

	取得価格	公正価格	評価益	銘柄数
2017/9/30	18.4	20.2	1.8	7
2017/12/31	27.4	29.7	2.3	20
2018/3/31	29.7	33.0	3.3	25
2018/6/30	27.1	32.5	5.4	29
2018/9/30	28.1	35.8	7.7	38
2018/12/31	45.5	55.3	9.8	49
2019/3/31	60.1	72.3	12.2	69
2019/6/30	66.3	82.2	15.9	81
2019/9/30	70.7	77.6	6.9	88

図表4には、SVF の未実現利益(評価益)と実現利益の四半期別の推移が示されている。未 実現利益の累積の欄は図表3の評価益の欄とほぼ一致している。図表3は単位が米ドルである が、図表4は単位が円であるため違って見えるが、図表4は為替換算した後の数字である。SVF は投資する際ほとんどが米ドルで投資している。備考欄には、実現利益を捻出した銘柄が記入 されている。2017 年 11 月に SVF が設立して以来 3 銘柄しか売却していない。

図表4 SVFの未実現利益と実現利益

(単位:百万円)

	未実現利益	累積	実現利益	累積	備考
2017/6/30	106,871	106,871			
2017/9/30	87,465	194,336			
2017/12/31	56,772	251,108			
2018/3/31	94,867	345,975			
2018/6/30	246,311	592,286			
2018/9/30	257,148	849,434	146,682	146,682	Flipkart
2018/12/31	188,937	1,038,371		146,682	
2019/3/31	319,932	1,358,303	149,849	296,531	NVIDIA
2019/6/30	408,514	1,766,817		296,531	
2019/9/30	△ 982,234	784,583	34,805	331,336	Guardant Health

図表5には、2019 年度第2四半期時点(2019 年 9 月 30 日)での投資状況がしめされているが、Real Estate & Construction(不動産)と Transportation & Logistics(運輸)セクターの評価益がマイナスになっている。原因は、不動産部門では、WeWork(ウイーワーク)、運輸部門ではUber(ウーバーテクノロジー)、DiDi(滴滴出行)、Grab(グラブ)の評価が下がったこととされている。

図表 5 SVFの2019年度第2四半期時点での投資状況 (単位:10億ドル)

セクター	銘柄数	取得価格	公正価格	評価益
Consumer	16	10.7	15.8	5.1
Enterprise	8	2.2	3.1	0.9
Fintech	11	4.1	4.5	0.4
Frontier Tech	10	10.8	11.6	0.8
Health Tech	9	2.7	4	1.3
Real Estate & Construction	11	8.8	7.5	△ 1.3
Transportation & Logistics	23	31.4	31.1	△ 0.3
合計	88	70.7	77.6	6.9

次に図表6にはセクター別の評価益の推移が示されている。合計の欄には、SVF 全体の評価益の推移が示されているが、2019 年 6 月 30 日が最高値 (159 憶ドル)を示しその後急落となっている。評価益率をみても 6 月 30 日の 24%から 9 月 30 日は 10%と急落している。セクター別では、Real Estate & Construction & Logistics が評価益から評価損になっており、中でも WeWork が入っている Real Estate & Construction の評価損の額 (13 憶ドル)が大きい。逆に Consumer は評価益が増加している。

図表 6 SVFの評価益の時系列推移

(単位:10億ドル)

セクター	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30
Consumer		2.2	4.7	5.1
Enterprise		0.6	1.4	0.9
Fintech		0.5	0.5	0.4
Frontier Tech		0.4	0.7	0.8
Health Tech		1.9	1.9	1.3
Real Estate & Construction		2	2	△ 1.3
Transportation & Logistics		4.6	4.7	△ 0.3
合計	9.8	12.2	15.9	6.9
評価益率(評価益/取得価格)	22%	20%	24%	10%

次に図表7には2019年9月30日時点での投資銘柄一覧が示されている。この一覧は、セクター別になっている。このポートフォリオは、Transportation&Logisticsの割合が大きく、取得価格ベースで44%を占める。SVFは未公開株の投資なので、将来有望なセクターはTransportation&Logisticsに含まれる場合が多いということであろう。このセクターの主な銘柄はUber、DiDi、GRABといった配車サービスの企業が多く、取得価格もこの3銘柄で50%を占める。

図表7 SVFの投資銘柄一覧(2019年9月30日現在)

図表7 SVFの投資銘柄一覧		AR New AND CONTROL OF	
セクター	会社名 Brainbees Solutions Private Limited (First Cry)	投資額(億ドル)	事業内容 ベビー用品小売り業者
	Brandless, Inc.		ECサイト
	Bytedance Ltd.	30	動画共有アプリTikTok運営
	Coupang LLC		ECサイト Coupang運営
	Esquared Capital Limited (Klook)		旅行予約サービス
Consumer	Fanatics Holdings, Inc. GetYourGuide AG		スポーツ関連商品イーコマース 旅行ガイドオンライン予約サービス
	Grofers International Pte. Ltd.		オンライン食料品配送サービス
	Oravel Stays Private Limited (OYO) (and its two affiliates)		ホテル予約サイト
	Plenty United Inc.		屋内野菜工場
	PT Tokopedia	12	ECサイト Tokopedia運営
	Wag Labs, Inc.		散歩代用マッチングプラットフォーム
	Zuoyebang Education Limited		小中高生向け教育
	Automation Anywhere, Inc.		RPA技術
	Cohesity, Inc. (and its one affiliate)	2.5	データストレージ
Enterprise	Globality, Inc. GPCY Holding (Gympass)	3	フィットネスジム
Interprise	MapBox Inc.		地図情報ブラットフォーム
	OSIsoft LLC		産業用IoTソリューション
	Slack Technologies, Inc.	2.5	ビジネスチャットツール
	Creditas Financial Solutions, Ltd.	2	オンライン金融会社
	Etechaces Marketing and Consulting Private Limited	3.52	保険商品比較サイト PolicyBazaar運営
	(Policybazaar) Greensill Capital Pty Ltd.		金融サービス
	Kabbage, Inc.		オンライン金融
Fintech	OakNorth Holdings Limited		
	One97 Communications Limited (PayTM)	14	オンライン決済サービス
	OneConnect Financial Technology Co., Ltd.		フィンテックソリューション
	Pollen, Inc. (C2FO)	2	金融テクノロジー
	VNLife Corporation Joint Stock Company		m
	Zhongan Online P&C Insurance Co., Ltd. (and its one affiliate)		衆安在線財産保険 半導体テクノロジー
	Arm Limited Brain Corporation		AIを活用した自立走行システム
	CloudMinds Inc.	1.1-	/ CAMORITE NO A
	Energy Vault, Inc.	1.1	電力貯蔵技術
Frontier Tech	Fungible Inc.	2	データセンター向けブラットフォーム
	Improbable Worlds Limited		VR/AR開発ツール
	Light Labs, Inc.		コンピュテーショナルイメージング
	Petuum Holdings Ltd.	0.93	
	Zymergen, Inc.		微生物加工技術
	10x Genomics, Inc. CollectiveHealth, Inc.	0.55	次世代シーケンス解析サービス
	Guardant Health, Inc. (and its one affiliate)	3.6	ゲノム解析によるガン診断システム
	HealthKonnect Medical and Health Technology Management		医療機関向け保険手続きプラットフォー
Health Tech	Company Limited (Ping An Medical and Healthcare)		厶
ricular reon	Ping An Healthcare and Technology Company Limited (Ping An	4	オンライン医療ポータル
	Good Doctor)		新薬開発エンジン
	Relay Therapeutics, Inc. Roivant Sciences Ltd.		AIを活用した医療品開発
	Vir Biotechnology, Inc.		AIを活用した感染症用医療品開発
	CLUTTER INC.		ストレージ会社
	Katerra Inc. (and its one affiliate)	15.65	建築設計テクノロジーブラットフォー
Real Estate & Construction	OpenDoor Labs, Inc.	4	不動産売買プラットフォーム運営
teal Estate & Constituction	The We Company (and its three affiliates)		コワーキングスペース
	Urban Compass Inc. (Compass)		不動産仲介
	View Inc.		ダイナミックガラス製造
	ANI Technologies Private Limited (Ola) APPARATE USA LLC (Uber ATG)	2.5	電気自動車事業
	Auto1 Group GmbH	4.6	中古車販売ブラットフォーム
	Cambridge Mobile Telematics Inc.		運転行動分析
	Delhivery Private Limited		物流
	Doordash, Inc.	11.35	食品宅配
	Fair Financial Corp.		
	Flexport, Inc.	10	貨物輸送
	Full Truck Alliance Co. Ltd (and its one affiliate)	-	h 2. 711.18
	Getaround, Inc. GM Cruise Holdings LLC		カーシェアリング 自動運転技術
Fransportation & Logistics	GRAB HOLDINGS INC. (Grab)		配車アプリ GrabTaxi運営
portation & Logiotics	Guazi.com Inc.	00	HO// Gravian)走台
	Local Services Holding Limited (Alibaba Local Services)		
	Loggi Technology International	2.11	配送アプリ
	Nauto, Inc.	1.59	AIによる安全運転支援サービス
	Nuro, Inc.		自動運転配達
	Rappi Inc.		宅配アプリサービス
	Reef Global Inc. (formerly ParkJockey)		駐車管理プラットフォーム
	Uber Technologies, Inc. (Uber)		配車アプリ Uber運営
	Xiaoju Kuaizhi Inc. (DiDi) Zume, Inc.		ライドシェアサービス ビザのロボット宅配
	Zume, inc. AdvancedTechnology Group		Uber自動運転技術部門

3. ソフトバンク・ビジョン・ファンドの今後

SVF がソフトバンク・グループの収益に与える影響は非常に大きい。ソフトバンク・グループ は、SVF を立ち上げてから、セクターに SVF を加えた。SVF はいわゆる PE ファンドであり、その 収益の振れは非常に大きい。事業のすべてが未公開株の投資であるためであるが、上場株の 投資でも収益の振れは大きいのに、ましてや未公開株ではもっともっと大きいと考えるのが普通 の考え方であろう。孫社長は、古くはボーダフォンの買収、最近では、スプリントやアームの買収 を手掛け、すべてが大成功とはいかないまでも、大失敗して市場から撤退または事業が倒産す るという事態に陥る会社が枚挙にいとまがないほど多いにもかかわらず、現在日本一に近い大 企業まで押し上げた自信があるのであろう。さらに、普通の PE ファンドを運営する企業は、有望 な企業を発掘して投資する際にキャピタル・コールをかけるのであるが、SVF の場合、先にソフト バンク・グループが投資をして、その後に SVF に売却する銘柄が多い。 孫社長の目利きが正し いので、リミテッド・パートナーに声をかけてキャピタル・コールをしてというような時間をかけずに すぐ投資するという意味で孫社長はやっているのであろうが、副作用としてソフトバンク・グルー プの BS の資産額が非常に大きくなってしまっている。 2017 年度から 2019 年度の 2 年間で 10 兆円以上も膨らんでいる。当然、負債も大きくなっている。ソフトバンク・グループの最近の決算 推移を図表8に示すが、とにかく目立つのが、ビジョンファンドの第2四半期の9702億円の赤字 である。 前述の WeWork、Uber、DiDi、GRAB の株価下落によるものであるが、第1四半期の黒 字幅が大きく、この 6 か月では 156 憶円の赤字に止まっている。 ビジョンファンドの 9702 憶円の 赤字であるが、ビジョンファンドが保有している株式の評価益の減少あるいは評価損の増加の 合計が 9702 憶円に達したということで、実際に欠損を出したというわけではない。それよりも、ビ ジョンファンドが多く保有している AI 関連の事業が伸び悩み、AI 関連の株式市場の停滞が長 引くことのほうがビジョンファンドを危機に追い込む可能性が高いと思われる。

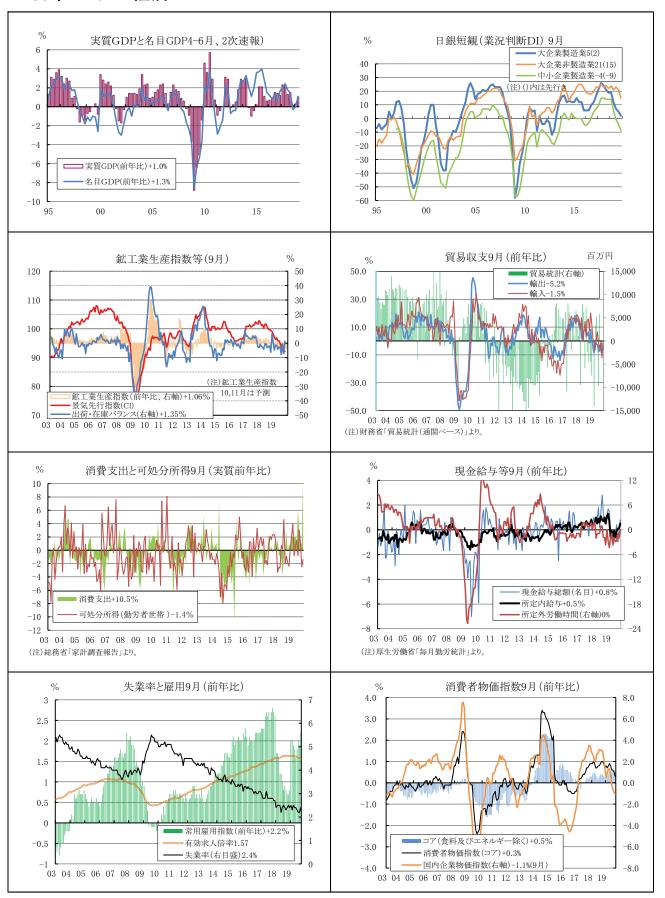
図表8 ソフトバンク・グループの決算推移

(単位:億円)

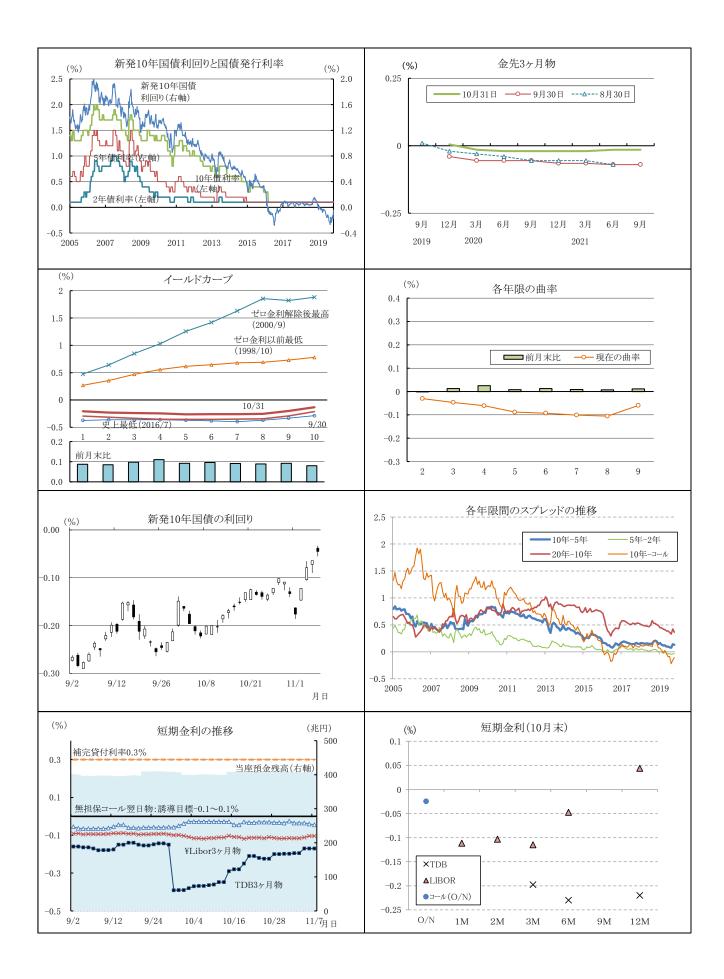
	2017年度	2018年度		2019年度	
	全期	全期	上半期	第1四半期	第2四半期
ソフトバンク事業	6,847	7,251	5,609	2,766	2,843
スプリント事業	2,793	2,803	1,025	633	392
ヤフー事業	1,763	1,349			
アーム事業	△ 314	1,340	△ 268	△ 115	△ 153
ビジョンファンド	3,030	12,566	△ 5,726	3,976	△ 9,702
ブライトスター事業	△ 446	△ 234	△ 29	△ 12	△ 17
その他	△ 218	△ 901	△ 767	△ 162	△ 605
調整額	△ 416	△ 636			
計	13,039	23,538	△ 156	7,086	△ 7,242



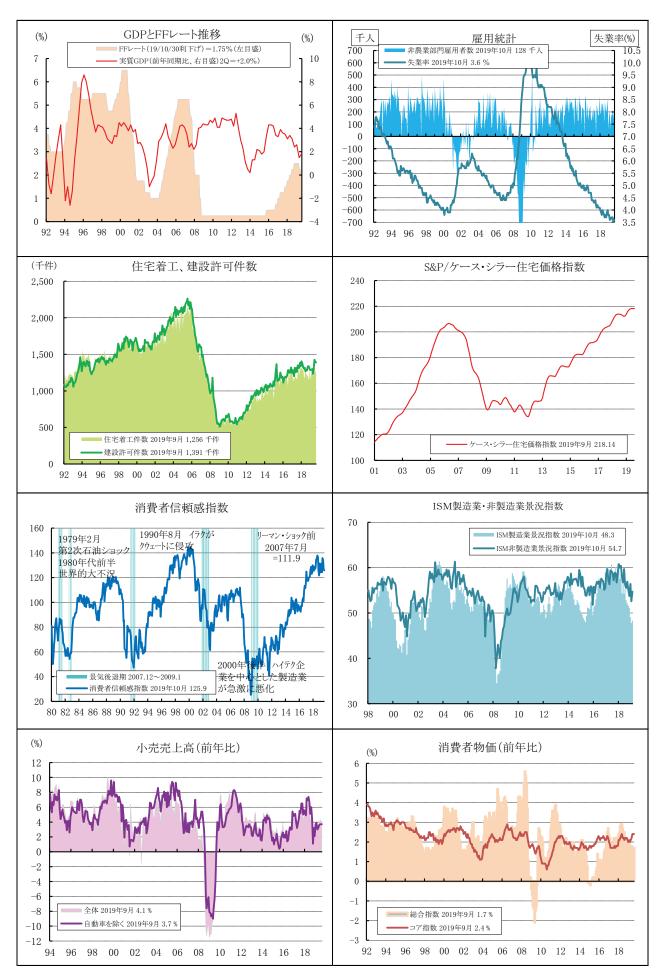
日本 マクロ経済



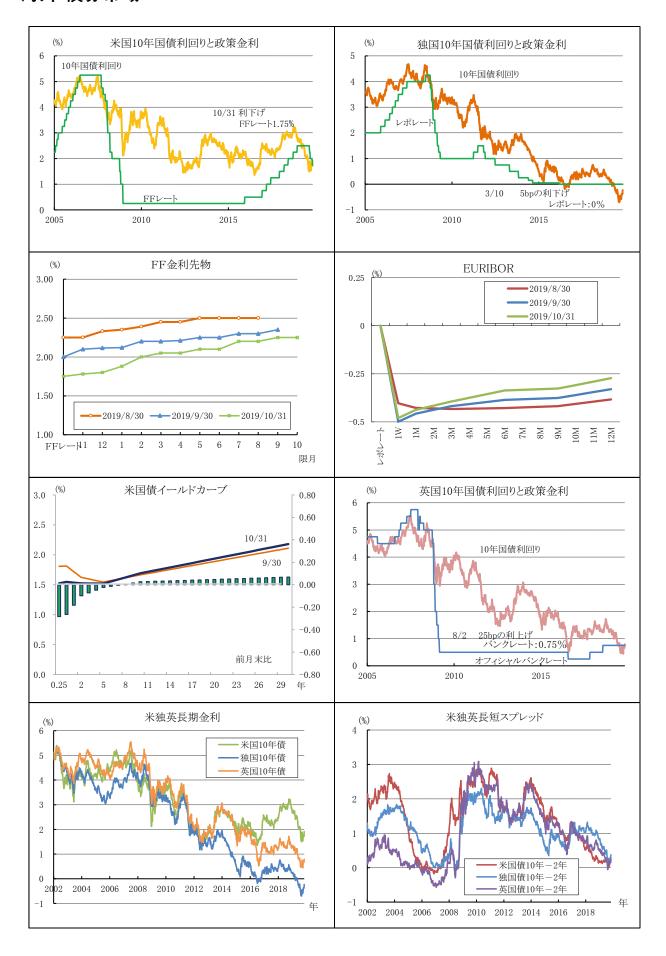
日本 短期・債券市場



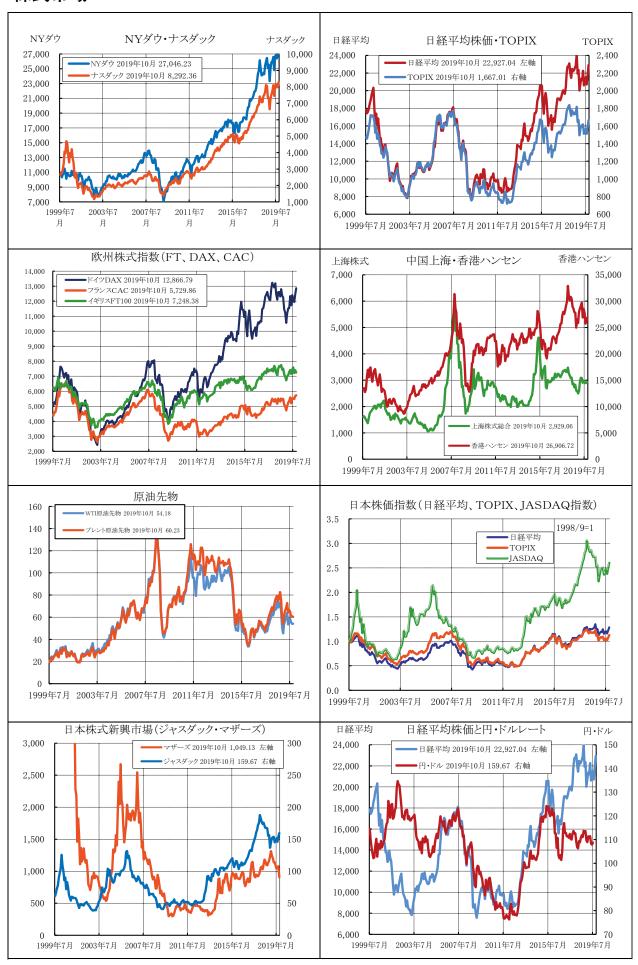
海外 マクロ経済



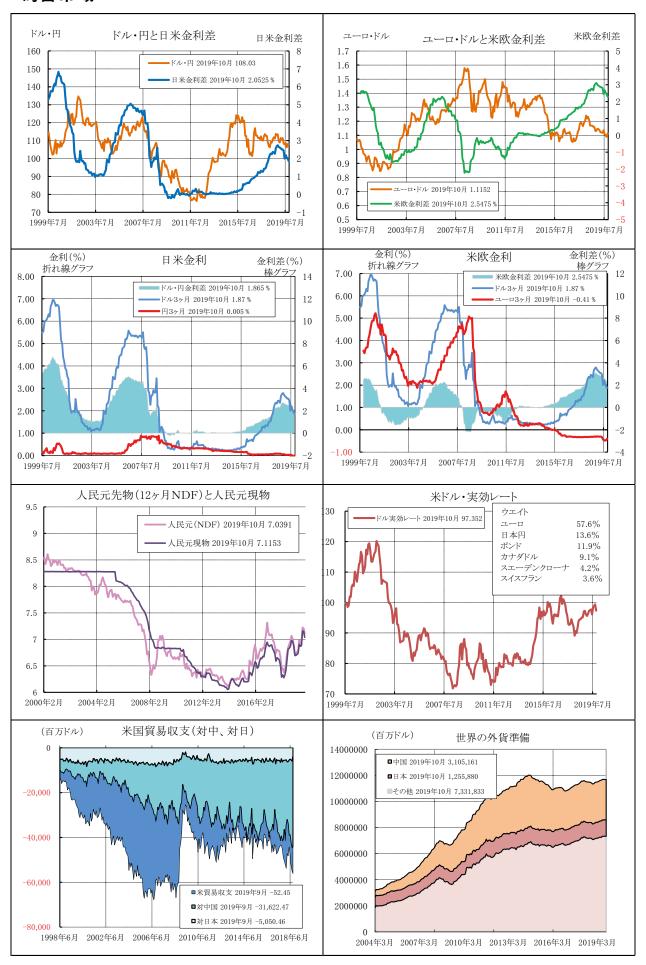
海外 債券市場



株式市場



為替市場

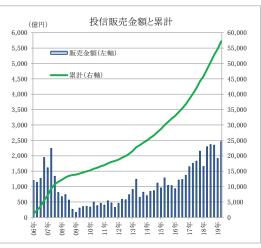


ゆうちょほぼデータ

投資信託

<ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況>

	X. 其. 旧. 此. 拟. 汉			
年月	販売件数	販売金額	保有口座数	純資産残高
1 / 4	(件)	(百万円)	(口)	(百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月 2014年1-3月	220,000 249,000	81,270 70,237	639,000	969,486
2014年1-3月	952,000	339,685	644,000	977,638
2013年及系訂	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年4 0月	256,000	86,404	654,000	1,011,743
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	_	-
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399		_
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月 2017年10-12月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月 2018年1-3月	396,000 449,000	214,883 165,256	843,000 874,000	1,647,255
2018年1-3月	1,544,000	737,878	874,000	1,642,301
2017年及系訂	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年7-9月	547,000	236,300	969,000	2,019,200
2018年10-12月	622,000	234,300	1,024,000	2,067,600
2019年1-3月	653,000	191,100	1,062,000	2,285,900
2018年度累計	2,303,000	891,000		-
2019年4-6月	689,000	246,200	1,129,000	2,420,100
2019年7-9月	•			
2019年10-12月				
2020年1-3月				
2018年度累計	689,000	246,200	-	=
累計	19,176,022	5,717,332	_	_





ゆうちょ銀行取扱のファンド別	パフォーマンス	基準価格	純資産		パフォーマンス	基準価格	純資産		パフォーマンス	基準価格	単位:百万円 純資産
ファンド名	(過去1年)	(2019.11.11)	(2019.11.11)	ファンド名	(過去1年)	(2019.11.11)	(2019.11.11)	ファンド名	(過去1年)	(2019.11.11)	(2019.11.11
P日米バランス②	5.94%	10,069	3,574	DWSグローバル公益債券※⑫	6.42%	10,274	14,955	世界株式トレンド(ロング/ショート) ①	-2.15%	9,629	67
P4資産バランス(安定)⑥	4.32%	11,146	94,742	DWSグローバル公益債券※○①	8.60%	11,303	6,307	日興五大陸株式④	9.18%	10,892	16,97
P4資産バランス(安定成長)⑥	5.29%	12,011	124,267	DWSグローバル公益債券※①	6.41%	12,548	1,378	SMTAM NYダウ⊗①	8.45%	11,207	28
[P4資産バランス(成長)⑥	6.09%	12,890	46,640	エマージング・ソブリン※○⑫	7.34%	8,291	20,943	SMTAM NYダウ①	6.58%	18,014	5,14
IP4均等バランス①	6.22%	10,584	2,866	エマージング・ソブリン※⑫	6.41%	7,300	24,534	DIAM好配当株式⊗⑫	10.79%	10,692	8
野村6資産均等バランス①	11.73%	11,357	8,305	エマソブ(資産成長)※○①	7.37%	12,137	544	DIAM好配当株式@	7.96%	8,753	23,31
つみたて8資産均等バランス	11.24%	11,295	14,387	エマソブ (資産成長)※①	6.45%	14,877	1,064	ピクテグローバル株式※⑫	17.16%	7,480	16,23
リスク抑制世界8資産⑥	7.43%	10,464	124,999	eMAXIS 先進国債券※①	4.41%	13,617	11,042	ピクテグローバル株式※①	17.11%	10,955	8,88
東京海上・円資産(2)	6.29%	11,565	684,691	eMAXIS 新興国債券※①	9.44%	13,325	5,929	ピクテインカム株式※⑫	16.30%	3,004	870,02
東京海上・円資産①	6.30%	11,572	249,890	Navioオーストラリア債券⑫	3.81%	10,592	289	ピクテインカム株式※①	16.45%	18,677	26,54
三菱UFJインカムバランス⑥	2.97%	9,720	1,832	Navioカナダ債券⑫	1.88%	10,726	235	JPM医療関連株式※④	2.78%	9,639	51,71
HSBCワール*(安定)①	6.00%	10,491	29,255	Navioトルコ債券⑫	26.45%	3,877	473		10.44%	12,097	7,39
HSBCワール'(安定成長)①	7.07%	10,964	45,633	Navio南アフリカ債券(2)	3.42%	6,849	305	つみたて新興国株式①	9.36%	10,421	3,44
HSBCワールド(成長)①	8,37%	11,941		Navioブラジル債券⑫	2.15%	6,835		セゾン資産形成の達人※①	9.90%	22,461	86,47
HSBCワールド(インカム)①	7.15%	10,109	5,559	Navioインド債券⑫	9.76%	10,086	257	米国成長株②	8.42%	9,836	71
野村6資産(安定)⑥	6.28%	12,210		ピムコグローバル債券<<>02)	7.08%	8,233		ピクテプレミアム(4)	13.11%	13,162	19,78
野村6資産(分配)⑥	6,88%	10,291	118,331	ピムコグローバル債券⑫	6.30%	12,612	8	新光サザンアジア株式②	12.66%	10,401	2,83
野村6資産(成長)⑥	7.69%	13,387	37,685	メキシコ債券オープン※①	17.87%	5,648	39,244	IPM北米高配当②	8.72%	13,292	5
野村6資産(配分変更)②	9.08%	11,568		インドネシア・ルピア債券⑫	21.27%	8,098	26		14.61%	14,855	3
野村資産設計2015②	5.82%	11,223	825		5.86%	4,993	367	グローイング台湾株式②	14.96%	10,885	12
野村資産設計2020②	5.80%	11,558		アジアハイイールド債券※印	5.16%	7,474	826		8.95%	10,205	2,17
野村資産設計2025②	6,32%	11,917		USストラテジックA※○印	6.08%	8,711		グローイングプラジル②	8.62%	12,780	4
野村資産設計2030②	6.95%	12,292	864		5.82%	7,954	11.105		6.76%	9,153	5,63
野村資産設計2035②	7.85%	12,263	608	1// 1// -//	6.06%	8,133	2,406		7.86%	9,081	2
野村資産設計2040②	7.77%	12,217		ピムコハイインカム※⑫	3.86%	7,183		オーストラリア好配当①	8.05%	7,236	10
野村資産設計2045②	7.43%	21,722		DIAMアジアソブリン債券(2)	7.17%	9,546	192		9.96%	28,696	42.24
野村資産設計2050②	7.47%	12,200	242		5.17%	9.042	6,333	eMAXIS新興国株式①	9.08%	15,540	31,92
スマートファイブ印	8.96%	9,879		欧州ハイイールド債券※⑫	-0.88%	10.056		DIAM世界リート①	15.96%	3,439	215,47
スマートファイブ①	8.98%	12,931	48,482	三菱UFIバランス〇印	4.71%	9.038	4	MHAM IU—1-02	31.26%	11,645	27,19
セゾン・バンガード①	7.41%	15,228	192,813		4.19%	8,949	3	ダイワUS-REITA※○⑩	21.05%	7,237	7.85
ニッセイ日本債券位	0.50%	9,535	16,546		4.71%	10,063	3	ダイワUS-REITB※位	19.81%	2,918	572,55
eMAXIS 国内債券①	2.97%	11,688	13,397	三菱UFIバランス①	4.12%	10,040	5	ダイワUS-REIT※○①	21.06%	15,481	42
Navioマネープール②	0,00%	10.002	31		-4.15%	9,579	8 106	ダイワUS-REIT※①	19.91%	19,571	4,40
大和住銀先進国国債※①	4,60%	10,375		大和インデックス225①	6.28%	17,170	29,215		33.37%	35,025	16,88
日興五大陸債券(2)	5.19%	8,136	50,957		8.57%	16,584	15,691	eMAXIS 先進国リート※①	14.26%	29,745	10,58
三菱UFI先進国高金利債券位	4.00%	7,187	58,282		3.66%	11,093	4,184		9.80%	5,069	81,86
三菱UFJ先進国高金利債券①	4.04%	10,492		SMTAM IPX日経400①	4.22%	14,024	2,036		9.73%	15,176	58
が17成長国セレ外債券※位	8.21%	4,389	19.154		-3.68%	10.015	2,423		23.02%	15,031	31
が77成長国セン外債券※①	8.22%	10,052		GS日本株式※②	0.55%	10,187		フォーシーズン※⑫	-0.34%	5,989	2,47
野村米国ハイイールド○⑫	-0.26%	8,384	2,453		1.55%	9.310		ステートストリートゴールド〇①	16.87%	6.833	1.61
野村米国ハイイールド⑪	-1.16%	8,207	-,	フィデリティ日本配当④	-3,02%	9,989		ピムコUSハイインカムローン※〇〇	-0.23%	8,278	1.00
野村米国ハイイールド〇①	-0.24%	10.890	201	11 11 11 11 11	4.73%	12,559		ピムコUSハイインカムローン※印	-0.94%	7.454	5.69
野村米国ハイイールド①	-1.15%	12,851	886		3.20%	13,904	1.921	CD	0.31/0	1,707	0,03
高金利先進国債券※位	1.24%	4,505	118,202		3.42%	22,644	19,764				
高金利先進国債券※①	1.22%	16,524	9,457		-2.84%	9,198	735			—	
三菱UFI米高格付債券△⑫	5.01%	8,971	975		10.76%	10,651	177				
三菱UFJ木同幣刊頂赤〇〇 三菱UFI米高格付債券⑪	4.32%	9,050	424		8.10%	10,631	1.079			—	
二変UFJ本同俗的頂牙也 DWSグローバル公益債券※〇億	8,59%	9,000		世界株式トレンド(ロンケ)(1)	7.38%	9,587	690	合 計			5,219,17
フロントニノ ソレ公益収券祭〇世	0.00%	3,100	00,341	四クアリカよく ドレン ト(ロンツ ノし)	1.30%	2,007	090	'O' FI			0,417,11

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

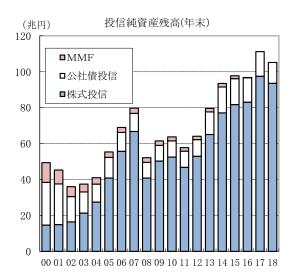
(単位:億円)

				株	式投信						公社債投信	ì		
タイプ				追加	1型									
未	単位型	毎月決算 型	ファンドオ ブファンズ	インデック ス	ETF	特殊型	追加型計	計	単位型	追加型	うちMRF	うちMMF	計	証券投信計
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	1	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	_	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	_	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	_	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	_	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	0	137,594	1,200,486
2018年12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	0	116,040	1,051,592
2019年6月	7,457	229,738	239,513	484,644	382,479	12,758	1,011,198	1,018,654	39	117,385	110,778	0	117,424	1,136,078
7月	7,709	232,210	242,626	486,427	382,271	13,134	1,018,487	1,026,196	39	118,329	111,775	0	118,368	1,144,564
8月	7,504	226,178	236,384	479,750	375,297	13,106	995,837	1,003,341	37	115,086	108,572	0	115,123	1,118,465
9月	7,959	230,623	241,611	507,345	399,118	13,382	1,034,628	1,042,587	37	119,451	112,980	0	119,488	1,162,076

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

(単位:億円)

	販売態	証券会	:社	銀行	等	直販		合計	
末		残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
	2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
	2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
	2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
	2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
	2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
	2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
	2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
	2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
	2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
	2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
	2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
	2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
	2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
	2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
	2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
	2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
	2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
	2017年12月	814,318	74.5%	288,865	24.7%	8,987	0.8%	1,111,919	100%
	2018年12月	778,895	71.8%	264,738	27.5%	7,963	0.7%	1,051,596	100%
	2019年5月	821,982	74.4%	274,803	24.9%	8,347	0.8%	1,105,132	100%
	6月	847,292	74.1%	280,142	25.1%	8,641	0.8%	1,136,077	100%
	7月	852,326	74.5%	283,476	24.8%	8,761	0.8%	1,144,564	100%
	8月	830,384	74.1%	279,670	25.1%	8,410	0.8%	1,118,465	100%
	9月	866,563	74.6%	286,734	24.7%	8,777	0.8%	1,162,075	100%



100% 80% 40% — 直販 — 銀行等 — 証券会社

 $00\,01\,02\,03\,04\,05\,06\,07\,08\,09\,10\,11\,12\,13\,14\,15\,16\,17\,18$

販売態別純資産残高の割合(年末)

0%

ゆうちょ銀行諸指標

〈貸借対照表(負債の部) >												(単位:億円
年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通常貯金	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負債	負債合計
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		427,809	6,991		2,595,9
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,7
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,1
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,2
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,7
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	12,705	1,977,
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,602	2,418	10,507	1,991,
2019年3日	1 809 991	161 435	621 576	4.056	70.963	938 308	12 524	1 125	24 734	129 575	2 411	9 489	1 976

<貸借対照表(資産の部)> (単												
年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信 託	貸出金	現金預け 金等	その他の資産等	資産合計		
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650		
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498		
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282		
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158		
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492		
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808		
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784		
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434		
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199		
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407		
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129		
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793		
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560		
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688		
2018年3月	1,392,012	627,497	64,051	107,162	592,988	42,415	61,455	493,146	88,621	2,077,335		
2019年3月	1,371,352	583,565	63,839	97,957	624,995	39,907	52,974	506,985	118,486	2,089,704		

<損益計算書>								(単位:百万円)
年月	経常収益	うち資金運 用収益	うちその他 収益	経常費用	うち資金調 達費用	うち営業経 費	うちその他 費用	経常利益	当期純利益
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264
2017年4月 - 2018年3月	2,044,940	1,502,747	542,193	1,545,286	331,781	1,042,970	170,535	499,654	352,730
2018年4月 - 2019年3月	1,845,413	1,357,775	487,638	1,471,434	347,157	1,036,400	87,877	373,978	266,189

<有価証券の記	平価(その他有	価証券+満其	開保有目的⊄)債券)>					(< 有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券) > (単位: 百万円) 日 債 地方債 社債 その他 合計												
年月	玉	債	地ブ	7債	社	債	その)他	合	計												
平月	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額												
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182												
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218												
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517												
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512												
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685												
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240												
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097												
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079												
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453												
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991												
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964												
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939												
2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842												
2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718												
2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424												
2019年3月	58,356,567	1,923,234	5,850,490	50,706	9,574,857	109,107	62,851,247	829,600	137,484,544	2,921,775												

<外国債券の	の運用状況:	>						(1	単位: 百万円)
年月				通貨別	残高				合 計
千月	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	H L
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573	16.23%	292,079	1.47%	19,829,503
2017年3月	5,220,018	25.91%	11,515,528	57.16%	2,929,283	14.54%	478,637	2.37%	20,143,467
2018年3月	5,423,335	26.78%	11,507,664	56.84%	3,054,368	15.08%	258,990	1.27%	20,244,358
2019年3月	5,224,319	23.70%	13,629,801	61.85%	2,798,015	12.69%	283,391	1.73%	22,035,528

<金銭の信託> (単位:百万円)

年月	BS計上額	差額	資産残高		資産別残高			通貨	別残高	
平月	B2計工額	左領	質性疾向	国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037		0	
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110		0	
2018年3月	4,162,251	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671		0	
2019年3月	3,990,780	1,122,266	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792	0	

<証券化商品の保有状況> (単位:億円)

年月	RM	BS	CI	O	その)他	CI	00	RMBS	(国外)	CLO(国外)	合	計
平月	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1							8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0					12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1					12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14			13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196			13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537			14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363			16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43			17,025	698
2017年3月	12,760	415	941	16	1,012	▲ 1	20	1	2,403	▲ 100	1,564	40	18,702	371
2018年3月	12,774	361	492	1	1,318	1	15	0	1,711	81	4,958	▲ 168	21,269	112
2019年3月	13,057	401			1,655	0	12	0	997	▲ 116	11,787	▲ 60	27,511	225

<金利リスク(アウトライヤー比率 & Value at Risk)> (単位:億円)

1 1 1 7 7								
	アウトライヤー			VaR		•		
年月	比率	経済価値低下 額	広義の自己資本 (Tier1+Tier2)	年度末値	最大値	最小値	平均值	VaR 期 問
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月~2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月~2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月~2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月~2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月~2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月~2014年3月
2015年3月	9.31%	7,705	82,740	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月~2015年3月
2016年3月	7.03%	5,980	84,993	17,904	20,445	14,243	17,503	2015年4月~2016年3月
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083	2016年4月~2017年3月
2018年3月	11.37%	9,980	87,720	35,428	37,065	31,368	34,365	2017年4月~2018年3月
2019年3月				34,320	37,016	34,017	35,556	2018年4月~2019年3月

(注1)アウトライヤー比率計測の際の金利ショック幅は、保有期間1年、5年の観測期間で計測される金利変動の1%タイル値と99%タイル値による。

(注2) VaR計測に用いる内部モデルについては、ヒストリカル法を採用しており、片側99%の信頼水準、保有期間240営業日(1年相当)、観測期間1200日(5年相当)により算出している。

<信用リス	ク>										(単位	(: 億円)
	エクスポー						信用リスク・ア	リフ	マクウエイト区グ	分ごとのエクス	ポージャー客	頁
年月	年月ジャー額	貸出金・預け金 等	機構への担保 の提供	有価証券	デリバティブ	その他	セット額	0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,400	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,782	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,388	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,898	2,200,498	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	106,484	2,161,042	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	134,826	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	184,902	2,065,932	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,893,217	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,066	1,758,987	51,980	123,653	51,596	394,706
2018年3月	2.320.979	890.901	13.459	1.419.814	5.611	4.652	475.747	1.609.896	43.520	133.394	57.344	490.280

2018年3月 2,320,979 890,901 13,459 1,419,814 5,611 4,652 475,747 1,609,896 43,520 133,394 57,344 490,280 2019年3月 2,230,231 872,034 6,896 1,348,859 3,622 5,714 533,051 1,505,182 44,086 148,957 52,688 485,771 (注1)機構とは(独)郵便貯金 商易生命保険管理機構を意味する。 (注2)デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

<単体自己資本比率(国内基準)> (単位:百万円)

	rin - 1 20er - Luderi							リスクアセット				A 7 20 4 11.	(D) 1 11 sta
年月	自己資本額 (D)			基本的項目(A)			補完的項目	リスクテ セット 等(E)	資産(オン・バラ	オフ・バランス取	OPRを8%で除	自己資本比率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
	(D)	資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得	一般貸倒		ンス) 項目	引等項目	して得た額	+(D/L)	(A/ L)
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	1	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,48	2,628	3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,49	0,222	3,043,268	38.42%	-
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,25	3,213	2,965,316	26.38%	-
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,90	6,558	2,873,248	22.22%	_
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	50,343,515	47,57	3,471	2,768,805	17.42%	-
2019年3月	8 844 213	3 500 000	4 296 285	2 477 878	▲ 93 736	▲ 1.300.926	243	56 033 562	53 33	4 010	2 699 551	15 78%	_

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

(注2)2009年3月および2010年3月のリスクアセット等、資産(オン・パランス項目)、オフパランス項目、自己資本比率、およびTierl比率の数字は、2011年5月に訂正されている。

お問い合せ先 〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4 一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター FAX 03(6831)8970 電話 03(5275)1814 注:この資料は特定の売買を推奨するものではありません。 非売品 この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。 印刷·製本·編集:音羽印刷株式会社