

ゆうちょ資産研レポート

2018 年 9 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

ファンダメンタル・アナリシス 1

日銀の金融政策と地域金融機関の収益動向

SMBC日興証券株式会社 金融経済調査部 金利ストラテジスト 山崎 祐司

マーケット・アウトLOOK 7

来年 3 月末までの長期・超長期金利の見通し

東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦

資産研コーナー 13

キャット・ボンドの現状と運用の多様化

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

統計データ集 21

ゆうちょ関連データ 27

2018.9

ファンダメンタル・アナリシス

日銀の金融政策と地域金融機関の収益動向

S M B C 日興証券株式会社 金融経済調査部 金利ストラテジスト 山崎 祐司

◆ 概要

7月30・31日の日銀金融政策決定会合では、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」が導入され、イールドカーブ・コントロールが導入されて以来となる金融政策の調整となった。今回の政策調整の目的は、展望レポートで物価見通しを下方修正したのに伴い、金融緩和のコミットメントを強化しつつ、金融政策の持続性を強化することであると日銀は説明している。本稿では、これまでの金融政策を振り返るとともに、金融政策による低金利環境が地域金融機関の収益に与える影響について確認した。

◆ これまでの金融政策の流れ

日銀は、2016年1月に2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するために、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」を導入した。しかし、マイナス金利の導入により、20年債金利が一時マイナス圏に入る等、大幅にJGB金利の低下が進んだことで、一部生命保険会社の資本の減少や年金の積み立て不足が拡大するなど、金融緩和の副作用が顕在化するリスクが高まり、いわゆるリバーサルレートに差し迫った状況に陥ってしまったと見られる。日銀は2016年9月に「総括的な検証」を実施し、長期金利をゼロ%程度に誘導するイールドカーブ・コントロールを導入して、カーブの過度なフラット化を修正したと考えられる（図表1）。その間の物価上昇率はインフレ目標である2%まではなお距離のある状況が続いている（図表2）。2018年7月31日に公表された展望レポートでは、消費税率引き上げの影響を除くケースの消費者物価指数の見通し（政策委員見通しの中央値）が、2018年度が+1.1%（4月+1.3%）、2019年度が+1.5%（4月+1.8%）、2020年度が+1.6%（4月+1.8%）に大きく下方修正された。それに伴って、日銀は金融緩和のコミットメントを強化しつつ、金融政策の持続性を強化する観点から、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を導入し、主に以下の措置が導入された。

- ・政策金利のフォワードガイダンスの導入
- ・長期金利ターゲットの変動幅拡大
- ・ETF、REIT買入れの柔軟化と銘柄別の買入れ額の見直し
- ・完全裁定後のマイナス金利適用残高の縮小

今回の金融政策の調整は、物価見通しの大幅な下方修正にもかかわらず、追加緩和は実施されず、副作用に軽減を図り、緩和の持続性を高める措置となった。政策金利のフォワードガイダンスについても、「日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」

とされたが、あくまでも現状の想定にとどまっており、コミットメントとしては弱い。物価が中々上昇しない中で、金融緩和の副作用が累積してきており、日銀は難しいかじ取りを迫られている状況になっている。

図表1. YCC 導入以降は概ね横ばい圏での推移

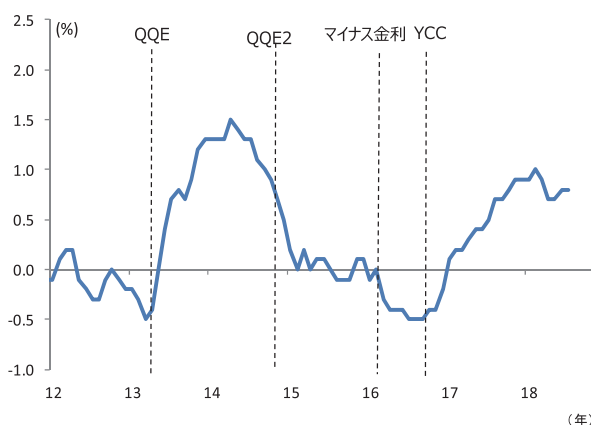
JGB 金利の推移



出所:ブルームバーグ、SMBC日興証券

図表2. インフレ目標 2%の達成まではまだ距離がある

コア CPI の推移(前年比)



出所:ブルームバーグ、SMBC日興証券

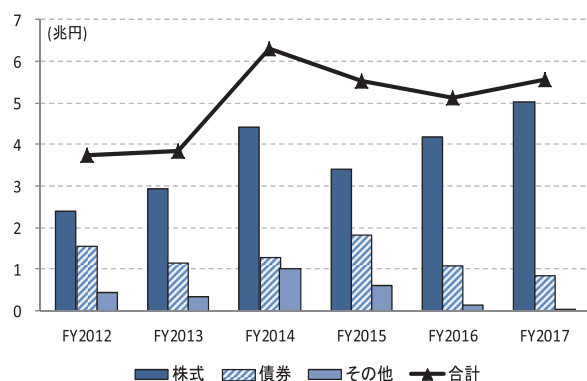
◆ 地域金融機関の影響

金融緩和の代表的な副作用としては、貸出金利の低下による銀行収益の圧迫が挙げられる。その中でも、メガバンクと比べて、国内の貸出が収益に占める比率が高い地方銀行の方が金利低下の影響をより大きく受けるため、金融庁レポートや日銀のシステムレポートでも地方銀行の収益状況などに与える金融緩和の影響が注視されている。低金利環境の長期化による地方銀行の収益圧迫が与える影響としては、リスク許容度の低下による貸出の消極化を通じて、企業への資金供給が滞ることが挙げられる。しかし、現在のところは、地方銀行が高い自己資本比率を有していることに加えて、貸出残高の伸び率が高水準を維持していることや、日銀短観のデータから銀行の貸出意欲が過去最高水準となっていることを踏まえると、銀行の貸出が消極的になることで資金供給が滞る懸念はまだ小さいと見られる。また、それら以外の要因としても、地方銀行が保有する株式の評価損益が高水準となっていることが挙げられる(図表3)。地方銀行が保有するその他有価証券のうち、「債券」や「その他」の評価益は、ともに2015年度をピークに減少しており、2017年度末の評価益の水準は過去数年度で見ても最低の水準になっている。その一方で、「株式」の評価損益は、全体で5兆円程度と記録的な高水準で、「債券」や「その他」の評価益の縮小を補っている。有価証券の評価益は、国内基準行の場合、自己資本に算入されないが、資本バッファとして機能することで、リスク許容度が高まる側面がある。その為、有価証券の評価益が高水準であれば、貸出等のリスク性資産の積み増しに積極的になることができる。また、収益面でも2017年度決算では、高水準の株式売却益を計上しているが(図表4)、評価益が潤沢であることから、経常収益を下支えする余力はまだ十分にあると見られる。今回の金融政策の調整では、ETF買入れについては、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるとされた。しかし、ETF買入れ額は、国債買入れのように「めど」ではないため、買

入れ額が減少したとしても6兆円から大きな乖離は見られないだろう。ETF買入れ額が6兆円前後で維持される中で、買入れ期間が長期化すればするほど、いわゆるストック効果が働くことが見込まれる。そのため、日銀のETF買入れが株価を下支えする構図は継続し、現状では株価の大幅な下落を見込み難いことから、「株式」の評価益は高水準を維持できるだろう。

図表3. 株式の利益確定余地は十分にある

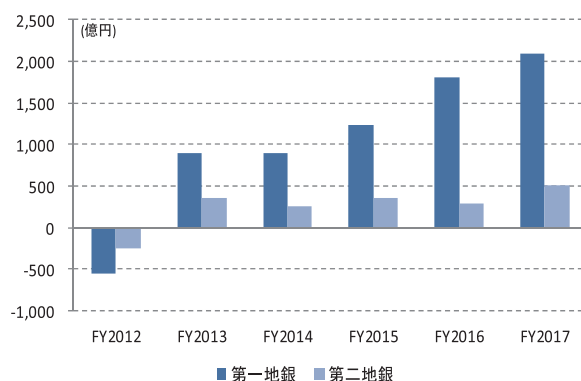
地方銀行の其他有価証券の評価損益



出所: Astra manager, SMBC日興証券

図表4. 高水準の株式売却益を記録

地方銀行の株式等売却益の推移



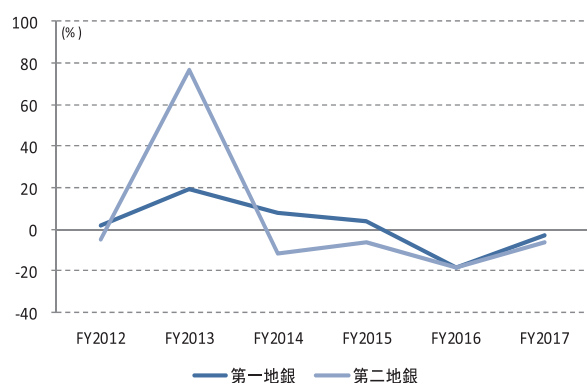
出所: 全国銀行協会, SMBC日興証券

◆ 地域金融機関間の体力格差

しかし、地方銀行の状況をより細かく見れば懸念も存在する。地方銀行の決算を見てみると、2017年度の経常利益は、第一地銀が前年度比▲2.4%、第二地銀が同▲6.1%と第二地銀の減益幅が大きかった(図表5)。第一地銀と第二地銀間で経常利益の減益率に差が生じた背景としては、本業である貸付金利息収入の差が一因として挙げられる。図表6は第一地銀と第二地銀の貸付金利息の前年比の伸び率を比較したもの。2017年度の決算では、第一地銀の貸付金利息は、2013年の黒田日銀の金融緩和以降で、初めて前年比▲1%を上回っており、貸付金利息の減少により一服感が見られた。その一方で、第二地銀は前年比▲3%と貸出金利息の減少にまだ歯止めがかかっておらず、貸出金利の低下による貸付金利息収入の減少を貸出残高の増加で補えていない。第一地銀と第二地銀

図表5. 収益の悪化は続く

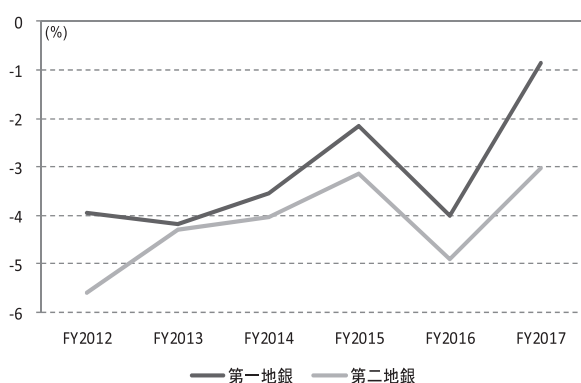
地方銀行の経常利益の推移(前年比)



出所: 全国銀行協会, SMBC日興証券

図表6. 第二地銀の貸出金利息はまだ下げ止まっていない

貸付金利息の伸び率(前年比)



出所: 全国銀行協会, SMBC日興証券

の収益構造を比較すると、業務粗利益に占める貸付金利息の比率（2017年度決算時）は、第一地銀が68%に対して、第二地銀は75%と高いため、第二地銀の貸付金利息が下げ止まっていないことは収益の悪化に直結する。また、有価証券の保有状況にも大きな違いが見られる。地銀全体でみれば、その他有価証券の評価益の合計は、5.6兆円程度あるが、その内訳は、第一地銀が5兆円、第二地銀が0.6兆円で、そのほとんどが第一地銀に偏っている。前述の通り、有価証券の評価益の大きさは、銀行のリスク許容度にも影響する。第二地銀は一行当たりの評価益が第一地銀と比較して圧倒的に少ないため、第一地銀ほどのリスクを取れていないことが貸付金利息の減少の一因になっている可能性も考えられる。現行の金融緩和が一段と長期化していく中で、第二地銀の貸出金利息の減少が続き、体力がそがれるようであれば、金融仲介機能の一部支障が生じてくる懸念がある。

◆ 地域金融機関のリスク

現行の金融政策が一段と長期化し、地方銀行の収益力の低下が続く中、市場で意識されつつあるようなグローバルな景気後退局面が訪れた場合はどのような影響が見られるだろうか。まず、第一に、企業・個人の資金需要の後退と信用コストの上昇が挙げられる。現在の堅調な貸出残高の伸びは不動産向けが中心となっていると見られる（図表7・8）。貸出債権の質については、マクロデータからは判断ができないが、もしこれが貸付金利息の減少を補うために無理な貸出につながっているのであれば、景気後退時において、貸出引当金を含む信用コストの大幅な増加は避けられない。また、不動産向け以外にも、日銀のシステムレポートで指摘されているように、優良企業に比べて信用リスクが高いにも関わらず、それに見合った貸出金利が設定されていない先への貸出が増加傾向にある。そういった企業は財務状況が悪い会社も多いと見られるが、低金利環境が続いていること等から貸出を積極化していると見られる。しかし、景気後退局面が訪れれば、貸出先企業の業績悪化により、銀行の想定を上回る損失が発生する可能性がある。また、企業業績の悪化により、株価が下落すれば、地方銀行の保有する「株式」の評価益は縮小する。現在、地方銀行の収益を補完する役割

図表7. 高水準の伸びが継続

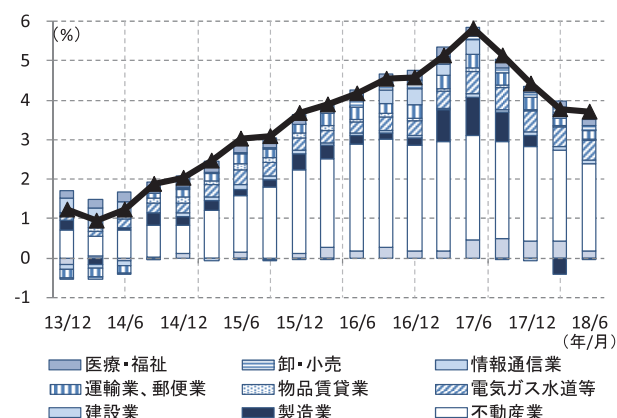
地方銀行の貸出残高の伸び率(前年比)



出所:日本銀行、SMBC日興証券

図表8. 不動産向け貸出の寄与度が大きい

中小企業の業種別貸出伸び率(前年比)



出所:日本銀行、SMBC日興証券

を担っている株式の益出しが大幅に縮小することに加えて、有価証券の評価益の減少が地方銀行のリスクテイクの消極化につながることも考えられる。また、現行の金融政策のまま、景気後退に突入した場合は、政策金利の引き下げ余地も乏しいため、国債を中心とする円建て債券の評価額の上昇も期待しがたい。グローバルに景気後退した際は、海外金利の低下による外債の評価益の拡大が見込まれるが、地方銀行の保有する有価証券のうち、「外国証券」の割合は2018年7月時点で13%程度。2018年4月の日銀システムレポートによると、地方銀行の投資信託残高のうち、海外金利のウェイトは半分程度になっている。地銀が保有する有価証券の「その他」の半分程度が海外金利を背景としたリスク資産であるとしても、その割合は保有する有価証券の20%程度にとどまっており、現在、外国債券等の含み損を抱えている銀行もあることを踏まえれば、円債ほどの益出し余地は期待できず、本業の収益力の悪化がダイレクトに決算に影響してしまうだろう。

◆ 7月31日の金融政策調整が与えるインパクト

7月30・31日の日銀金融政策決定会合において、金融政策の変更に至った背景としては、展望レポートの物価見通しの下方修正に加えて、市場機能の低下に配慮したことが挙げられた。一方で、金融仲介機能については、低金利環境が長引けば、将来的なリスクは存在するものの、現状では大きな問題は生じていないとの認識に変化は見られなかったが、今回の金融政策の変更が地域金融機関にどのような影響を与えるだろうか。

最初に7月末の日銀金融政策調整前後のマーケットの反応を確認すると、長期金利ターゲットの変動幅拡大や、ETF買入の購入配分の見直しについて報じられたことで、超長期を中心に大幅に金利が上昇し、JGBカーブはベア・スティープ化した。ところが、実際に公表された内容は、フォワードガイダンスが導入されたことに加えて、長期金利ターゲットの変動幅拡大も経済・物価情勢に応じてという条件付きと解釈され、市場はポジティブな反応を示し、金利が低下した。しかし、7月31日の黒田日銀総裁の記者会見で、長期金利の変動幅をゼロ%程度から上下0.1%だったところから、上下0.2%程度に即時に拡大すると示されたことで、8月に入ってからJGB金利は再び大きく上昇。日銀としては今回の政策変更では、金利引き上げを意図していないという立場だったことから、JGB金利の急激な上昇に対して、8月2日に日銀が異例のタイミングでオペを実施し、金利上昇をけん制したことで、長期金利の上昇は一服した。日銀は市場機能の回復を狙って長期金利の変動幅拡大を容認したが、長期金利の上昇は結局0.05%から0.10%と5bp程度の上昇にとどまっており、金利の変動幅についても政策調整前と同様に小さい状況は続いている。

政策調整を受けて、カーブはベア・スティープ化したのが、貸出については大きな影響は与えていないと見込んでいる。地方銀行の貸出金利の構成は、短期プライム連動貸出と短期市場金利（Tibor等）連動貸出が半分程度、残りが固定金利貸出である。7月末の日銀政策決定直後の短期金利の水準は、政策変更を受けて若干上昇したものの、政策変更期待の高まった2月の水準までも届いていない。また、固定金利貸出については、貸出平均年限が4年程度であるため、中期ゾーンの金利上昇の影響を受ける可能性はある。但し、貸出金利の水準は各行の調達コストや人件費等の経費との見合いでフ

ロアが設定されていると見られ、中期ゾーンの金利が上昇したといっても、いまだマイナス圏で推移していることを踏まえれば、貸出金利に与える影響は軽微と考えられる。

運用面についても貸出と同様に影響は限定的と見ている。7月の公社債店頭売買高では、JGB10年が金利上昇したタイミングで地方銀行が長期債への投資を積極化していたことが確認された。しかし、JGB10年が0.05%から0.10%程度まで上昇したにすぎず、これから高いクーポンの国債が次々に償還を迎えることを踏まえれば、有価証券利息を押し上げるまでには程遠い状況だろう。また、完全裁定後のマイナス金利適用残高が10兆円程度から5兆円程度に引き下げられたことによる収益への影響も限定的だろう。2018年の7月積み期間では、地方銀行全体のマイナス金利適用残高は590億円。マイナス金利が年率▲0.1%であるから、マイナス金利適用分が直接収益に与える影響は年間5,900万円程度のマイナスと計算される。しかし、地方銀行の経常利益は約1.3兆円であるため、マイナス金利適用による直接的な影響は元々限られていることを踏まえれば、今回の措置による収益押し上げは見込み難い。

◆ 今後の金融政策に望まれること

それでは、地域金融機関の収益悪化や景気後退時のリスクを考慮して、日銀が取れる対策としては何が考えられるだろうか。鈴木日銀審議員は講演の中で、「累積していく政策の副作用については、将来どこかの時点で顕現化してしまいますと、その時点ではうまく対処することが難しくなることや、手遅れとなるリスクがあることに、十分注意を払う必要があります」と述べており、低金利環境の長期化による銀行収益の悪化等による副作用が本格的に顕在化する前に、あらかじめ対処する必要がある旨を発言している。地域金融機関は、地方の企業数や人口の減少、オーバーストッキングによる貸出競争の激化等といった構造的な問題を抱えていることもあり、景気後退時のリスクに備えるためにも、金利の引き上げにより収益力を改善させる必要があるだろう。しかし、金融緩和が地方銀行に与える副作用としては、貸出金利低下の影響が最も大きいため、仮に、日銀が収益悪化に配慮した政策調整を行うとすれば、マイナス金利を解除し、短・中期ゾーンを金利上昇させることで、貸付金利息収入を改善させる以外抜本的な解決策はない。しかし、収益悪化の要因が金融緩和による副作用だけではないことや、どのような状況であれば、地域金融機関の経営に深刻な問題が生じてきているのかという線引きが難しい。また、インフレ目標が未達の状況でマイナス金利を解除することは、日銀がギブアップすることに他ならないため、銀行収益に配慮した早期正常化は期待しがたいだろう。

マーケット・アウトLOOK

来年3月末までの長期・超長期金利の見通し

東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦

1. 強力な日銀のイールド・カーブ・コントロール

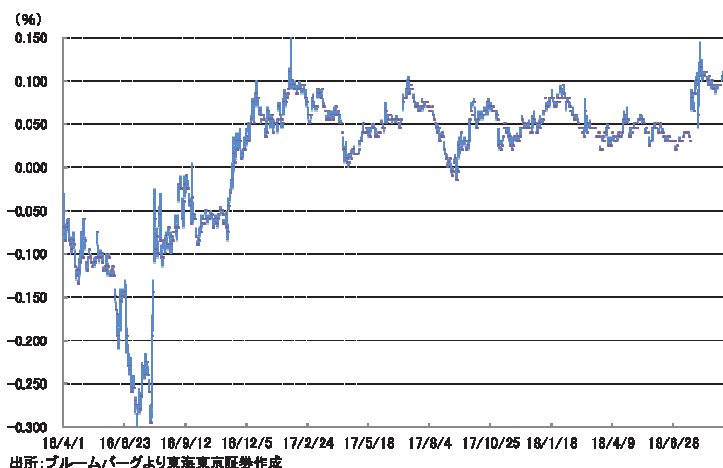
2016年9月21日、日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。それ以来、短期金利と長期金利を各々▲0.10%、0%程度で推移するように金融市場調節を実施し、イールド・カーブをコントロール、長期金利のレンジは▲0.10～0.10%程度と認識されていた。日銀は0.1%強の水準で指値オペを行い、上限を示した。一方、2017年以降で0.00%を下回ったのは、米国と北朝鮮の軍事衝突の可能性が懸念され、リスク・オフの動きが強まった昨年9月だけである(図表1、以下同じ)。プラス圏での推移が続いている背景には、世界的な景気回復と金利上昇がある。それに従い、昨秋以降は0.00～0.10%という狭いレンジで推移してきた。

そして、日銀は大量の国債を市場から買い続けた。確かにイールド・カーブ・コントロール(YCC)政策導入後の購入量は基調的に減っている(図表2)。しかし、ストック効果の存在を考えると、減額しなければ利回りを必要以上に押し下げ、長期金利を0%程度で維持させることが難しくなってしまう。

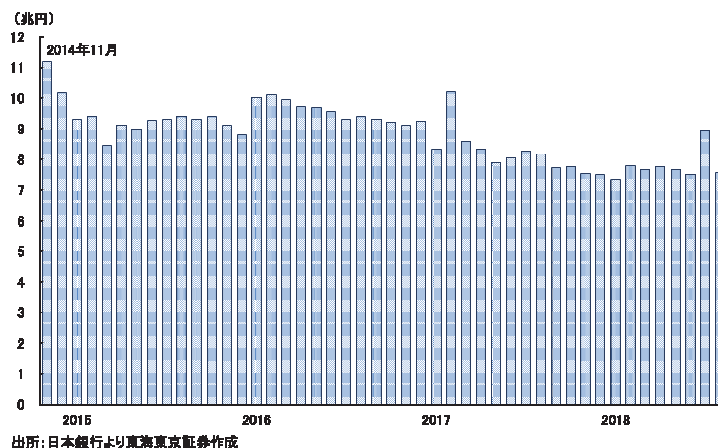
日銀が長短金利を固定、大量の国債を購入すれば、ボラティリティは低下する。それに従い、市場参加者の売買意欲が削がれ、流動性は損なわれる。その結果、10年国債の業者間売買が行われない日も目立つようになってきた。YCCが強力に働いている証拠でもあるが、国債市場の機能度が落ちており、問題だという指摘が増えてきた。

そして、日銀がそれに対する配慮も見せ、今年7月30、31日の金融政策決定会合において金融政策の修正を行った。

(図表1) 10年国債利回り推移(2016年4月～)



(図表2) 日銀の長期国債買入れ額推移



2. 7月30、31日の金融政策決定会合

7月31日、日銀は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した。その二本の柱は「政策金利のフォワードガイダンス」と「現行緩和策の持続性を強化する措置」だった。

前者の導入の背景は、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めることであり、具体

的には、「日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している（出所：日本銀行、以下同じ）」と示された。後者の中心になるのは、長期金利の変動幅拡大の容認であり、記者会見で黒田総裁自身が「概ね±0.1%の幅から上下その倍程度に変動し得ることを念頭に置いている」と述べた。もちろん、前項で挙げた国債市場の機能度低下への対応である。他の措置では、(1)ETFやJ-REITの買入れ額の変動、(2)TOPIXに連動するETFの買入れ額拡大、(3) マイナス金利適用の政策金利残高を減少（平均して10兆円程度から5兆円程度へ）…などが決まった。

さて、日銀が長期金利の変動幅を▲0.20～0.20%程度に拡大することを容認しても、市場がすぐに下限や上限をうかがうといった動きにはなるまい。前述のようにマイナス圏で推移するには、世界的なリスク・オフが進むなどの変化が必要だろう。火種がないわけではないが、来年3月末までのタイム・ホライズンにおいて、0.00%を下回る想定は難しいと考えている。

一方、上限と見られる0.20%に向って上昇する背景では、米長期金利上昇が第一候補に挙げられる。そこで、次項では米国経済・金利の考察を行う。

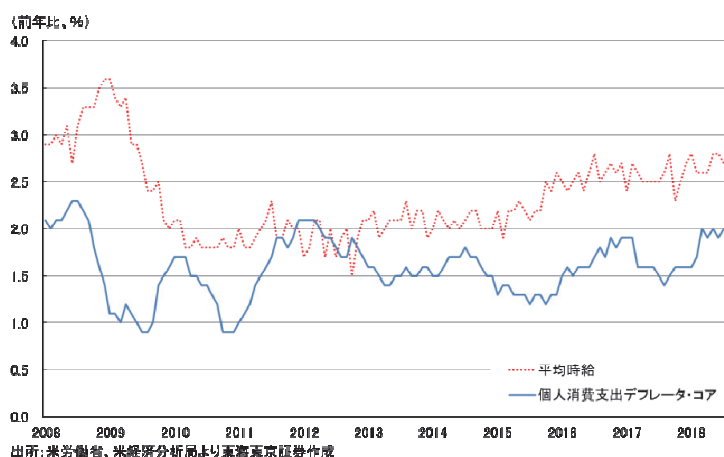
3. 米国経済・金利

従来から米国のデフインフレは構造的と考えている。大量消費世代であるベビーブーマーが退職時期を迎え、個人消費の足枷になっていよう。彼らが労働供給をしなくなることも合わせて、経済成長率の下方屈折に働いていると見られる。その下方屈折が未だにリーマン・ショックの後遺症の影響の方が大きいとしても、企業経営者がより高い賃金を払って新規の雇用を増やすことを躊躇する理由には変わらない。グローバル化は地域を広げ、IT化はアマゾン・エフェクトなど形を変えながら、賃金と物価の安定に寄与している。3月から携帯電話サービス料金の引き下げの影響が前年比で剥落したが、個人消費支出デフレータ・コアは2012年以降のレンジを上抜けていない(図表3)。加えて、期待インフレ率(BEI)も安定している(図表4)。米連邦準備理事会(FRB)の利上げは当面続き、この安定に寄与しよう。

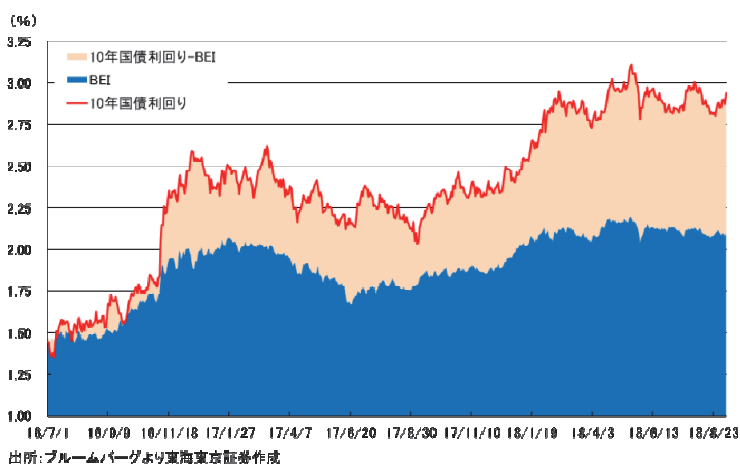
今年前半は「トランプ減税」が景気拡大を牽引している。もっとも、来年はこの減税や歳出拡大の効果が前年比で剥落しよう。昨年までは株価上昇による資産効果が個人消費の牽引役の1つだったが、それには期待できなくなっている。金利上昇の悪影響も見込まれる。来年は景気減速の可能性が高くなると判断している。

以上を踏まえると、米国の長期金利が3%を超えて持続的に上昇するとは

(図表3) 米賃金・物価動向



(図表4) 米10年期期待インフレ率(BEI)と実質金利



予想し難い。このメイン・シナリオが覆るとしたら、恐らく、11月の中間選挙で共和党が大勝する場合だろう。減税など「トランプ政策」の上乗せが想定されるからだ。

しかし、米国景気の拡大が続いたとしても、我が国の消費者物価上昇に強く働くまでには至るまい。すなわち、米長期金利上昇が10年国債利回りを変動上限の0.20%に誘う要因にはなっても、日銀が長期金利ターゲットを引き上げる理由となる公算は小さい。

FRBの金融政策に関し、今年4回、来年2回までの利上げは既定路線になりつつあると言える。これに沿えば、来年6月にF.F.O/Nターゲットは2.75～3.00%のレンジに引き上げられ、それはFRBが見込む中立金利に合致する。したがって、経済が前掲メイン・シナリオである「構造的デフレーション」は続き、景気減速に従う際、その後の利上げは難しくなると考えている。

4. 消費者物価とドル/円相場

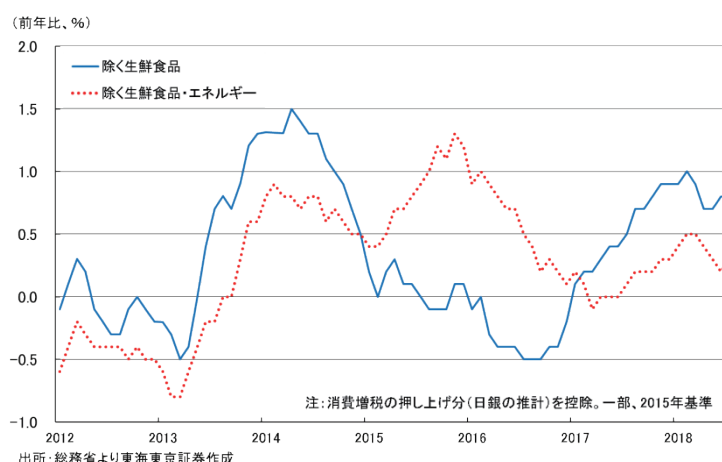
新年度に入った4月以降、日銀は消費者物価が上昇すると期待していたはずである。しかし、その期待は大きく裏切られ（図表5）、7月30、31日の金融政策決定会合では、物価見通しの下方修正を余儀なくされた。そして、ほとんどのエコノミストが物価目標である2%の実現は難しいと見ている。

それでも、除く生鮮食品・エネルギー（コア・コア）の前年比が2%はともかく、1%前後に上昇するのなら、長期金利ターゲットを引き上げる余地が生まれよう。その物価上昇の主因に期待されるのはドル高円安である。

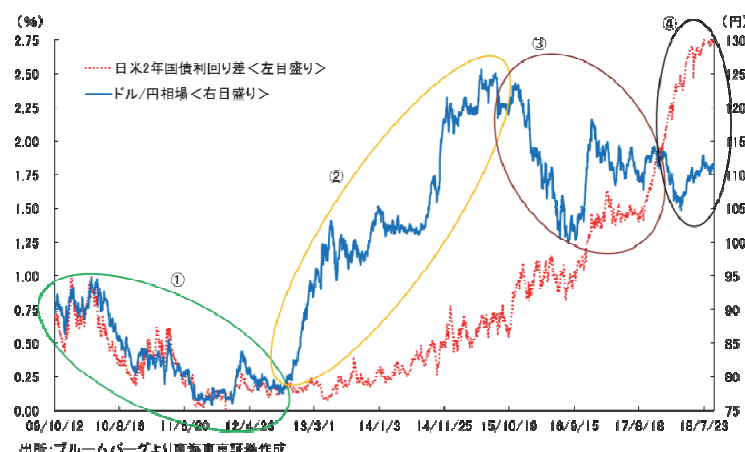
ドル/円の長期的均衡水準は購買力平価で示されるというのは極めて有力な考え方だ。そして、短期的には日米名目金利差、特に2年金利差が強い手掛りになる（図表6）。長期金利差なら期待インフレ率を勘案した実質化が必要だろう。また、米国長期金利の上昇の背景が「財政悪化懸念によるリスク・プレミアムの拡大」の場合、それはドル安要因となるはずである。

日銀も分析していたが、かつては日米2年金利差のドル/円相場の説明度が極めて高かった（図表6の①）。しかし、黒田総裁が誕生、日銀の「量的・質的金融緩和」が市場参加者の強い円安期待をもたらしたと解釈できる（図表6の②）。その際、拠り所となったのは、「ドル/円は日米マネタリーベース比率に従う」とするソロス・チャートである。「マネーを供給すれば景気は回復する。その供給が過度なら景気は強くなり過ぎてインフレが起こる。インフレになった国の通貨は売られやすい」と考えると理解が容易になる。「量的・質的金融緩和」によって我が国のマネタリーベースは大きく拡大した。すなわち、為替市場参加者の中心的目線が「金利」から「マ

（図表5）消費者物価指数推移



（図表6）日米2年金利差とドル/円



ネーの量」に変わったと言える。

しかし、「量的・質的金融緩和」の下で拡大するマネタリーベースのほとんどが超過準備であり、したがって、ソロス・チャートは使えないと考えるのが妥当である。金融機関が付利を求め、日銀に国債を売って、その資金を超過準備にとどめておこなら、マネタリーベースの拡大は景気を刺激しないからだ。それ故、その後、過度の円安は修正されることになったと考えられる(図表6の③)。

別の角度からもアプローチする。多くの市場参加者がソロス・チャートを信じていたからこそ、日銀のマイナス金利政策の導入が円高をもたらしたという解釈ができる。それは一部の超過準備の付利がマイナスになるため、マネタリーベースの増加率が落ちるからだ。マイナス金利政策が日米金利差の拡大からドル高円安に働くという見方はミスリードの側面がある。

さて、最近の日米2年金利差の拡大傾向からすれば、一段とドル高円安が進むとの解釈が可能になる(図表6の④)。「マネーの量」の観点では、昨年10月からFRBがバランスシート(B/S)の圧縮を始めており、これは米国のマネタリーベースの減少を通じてドル高円安要因と認識されやすい。したがって、「1ドル=120円を目指す」という見通しも成り立とう。しかし、市場は既にFRBの利上げ停止を視野に入れているのかもしれない。B/S圧縮で減少するマネーは超過準備であり、それがドルをサポートするという見方は間違っているとも言える。

以上を踏まえ、「消費者物価の持続的上昇に働くドル高円安は見込めない」を結論とする。

5. 本邦投資家の外債投資など

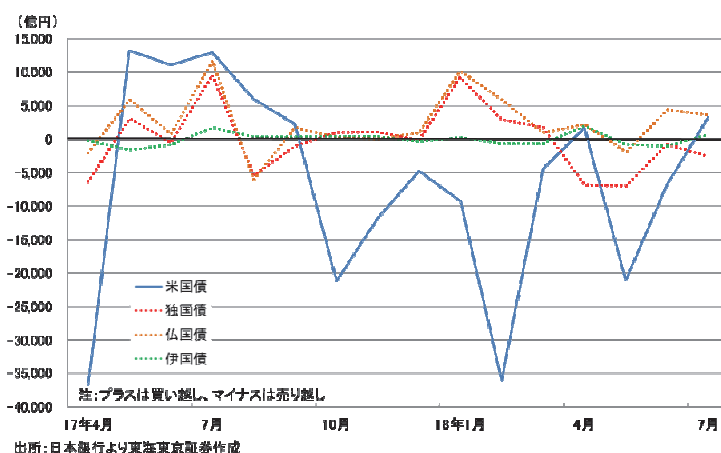
昨年度、本邦投資家は米国債(中長期債、以下同じ)を8兆円近く売り越したが、その基調は今年度に入っても変わっていない(図表7)。米金利上昇による国債価格下落という直接的な売却理由に加え、主にFRBの利上げに起因するドルの調達・ヘッジコストの継続的上昇が背景である(図表8)。それは新たな投資の制約にもなり、たとえば、米10年国債利回りが3.0%であっても、ドル・ヘッジコストの2.6%を差し引くと0.4%にしかない。さらに、今後もFRBの利上げは続き、そのコストは一段と上昇することが必至である。

したがって、米国債が基調的な買い越しに転じるとは考え難い。

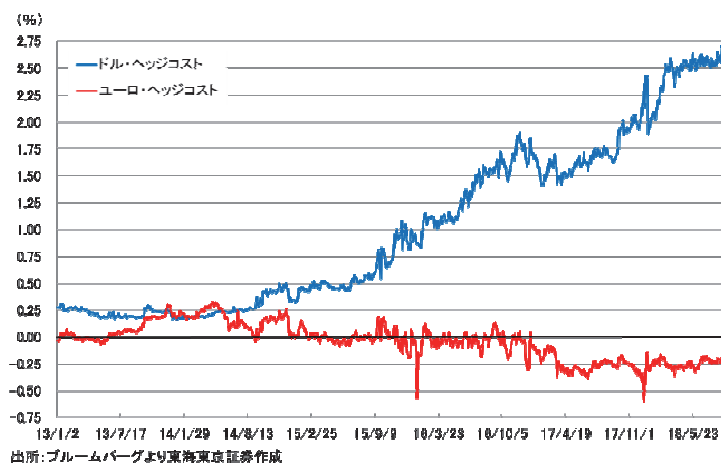
一方、昨年度の欧州国債投資は仏国債と独国債の買い越しが目立った(図表7)。

欧州のアンカー役とも言える独国債の利回りは低い(図表9)。しかし、欧州中央銀行(ECB)による深いマイナス金利政策はイールド・カーブを立たせ、ロールダウン効果を通じた長期債投資の魅力を高めている。加えて、円

(図表7) 対外証券投資・欧米ソブリン債・中長期債



(図表8) ドル&ユーロ・ヘッジコスト (3カ月)



保有者のユーロの調達・ヘッジコストはマイナスとなっており、金利が貰える状況にある(図表8)。

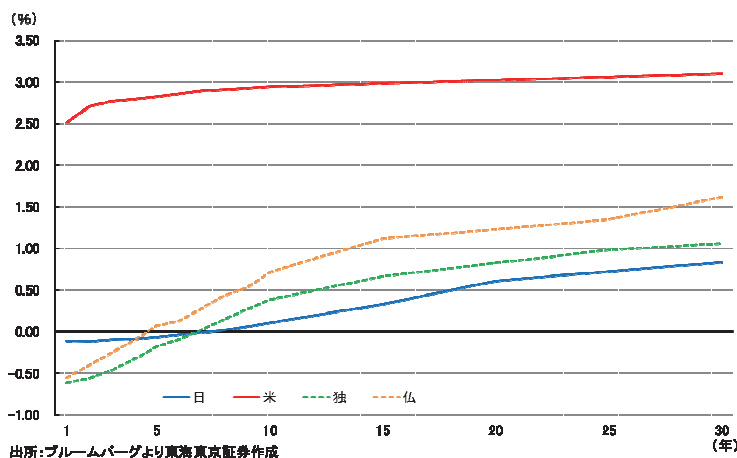
欧州債投資の見通しを結論付ける前に欧州経済のファンダメンタルズを確認してみよう。

今年前半の実質GDPは昨年と比べると明らかに減速している(図表10)。寒波や仏のストといった一時的要因もあったのは事実だが、やはり、昨年から出来過ぎだった感が強い。これまでの景気回復を支えてきた低金利とユーロ安の効果が薄れているのは間違いないだろう。

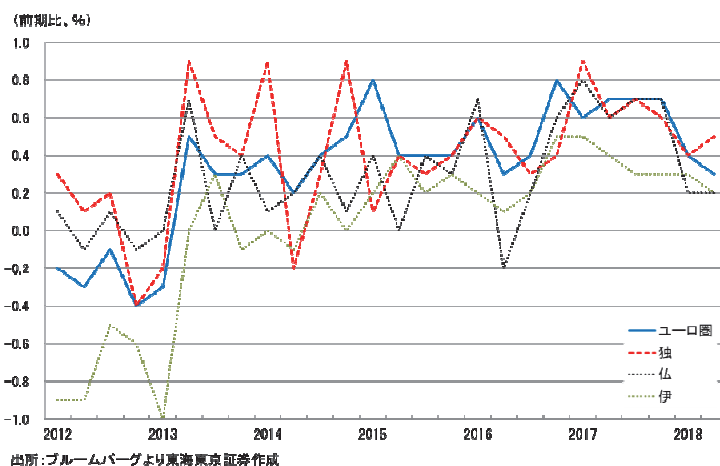
ECBは資産買入れを今年末に停止する。しかし、来年夏までは現行の政策金利水準を維持すると表明している。前者は以前から市場に織り込まれており、後者は概ね今後1年間の良好な投資環境が維持される保証になる。加えて、可能性は高いと見ているが、今年に入ってから景気減速が一時的でなければ、来夏以降も政策金利の引き上げは難しくなる。

したがって、今年度も独仏国債は有力な投資先と映る。一方、利回りの低さは妙味があるものの、財政悪化懸念が払拭できない伊国債の投資はリスクな状況が続くだろう。

(図表9) 日米独仏・国債イールド・カーブ



(図表10) 欧州GDP推移



6. 来年度のリスク・シナリオ…日銀の金融政策正常化

前述のとおり、7月30、31日の金融政策決定会合でフォワードガイダンスの導入が決まった。この決定前までは以下に解説する「日銀は来年4～6月に金融政策の正常化を検討する」というシナリオをメインに置いていた。「日本銀行は、2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」はカレンダーベースの約束ではないと強調されても、増税後もしばらく、政策変更は難しいと判断するのが妥当だろう。加えて、後述するように物価目標を長期化するにしても、金融政策正常化の開始にはコア・コアの前年比上昇率が1%を目指すモメンタム程度は最低限必要と見られる。したがって、前掲の金融政策正常化のシナリオをリスク・シナリオに格下げした。ただし、その実現の可能性は排除できない。

さて、シナリオ・ライティングは次のとおりである。「物価目標の2%を達成できずに日銀が金融政策の正常化を始める必要条件是政府のデフレ脱却、経済正常化の宣言である。経済が正常化すれば、金融政策だけ異常という状況は不自然だからだ。安倍晋三首相の最大の政治目標が憲法改正にあることを踏まえると、それに必要な手続きである国民投票を実施する前に、これまでの経済政策の成果を強調してデフレ脱却宣言を行うという流れは考えやすい。国民投票は来年7月の参院選と併せて行うのがコスト面で安く、さらに10月には消費増税も控えている。こういった政治日程を踏まえると、

来年4～6月がデフレ脱却宣言の時期として有力視される。金融政策の正常化においては日銀が自ら課した2%の物価目標が最大のハードルになる。黒田総裁の下ではその撤廃はもちろん、引き下げも想定し難い。結局、『長期化』という選択になるのだろう。」

もう少し具体的に正常化の過程を示そう。来年4～6月に検討を始め、「物価目標の長期化」と「長期金利ターゲットの引き上げ」を7～9月に行うとしたい。前者は上記のとおりだが、後者は「長期金利急上昇のソフトランディングのために利用」と考えている。紙面の関係上、ここでの解説は省くが、金融政策が正常化するなら、長期金利のコア・レンジは0.5～1.0%に切り上がると見ている。たとえば、長期金利ターゲットを0%程度から0.2%、0.4%と段階的に引き上げていけば、指値オペを使う必要はあるだろうが、10年国債利回りは0.40%、0.60%に張り付くように推移しよう。これで利回りの急上昇は避けられる可能性が高い。もちろん、長期国債の年間保有残高の増加目処の80兆円程度は撤廃され、ETFの年間買い入れ額も減額されよう。そして、2023年3月までにイールド・カーブ・コントロールから短期金利ターゲットへ戻し、マイナス金利政策からも脱却、B/Sの圧縮を開始すると想定している。しかし、所詮はリスク・シナリオである。

7. 結論

最後に今年度内、来年3月末までの長期・超長期国債の年限別利回り予想を示す(図表11)。

これまで解説してきたとおり、長期金利ターゲットの引き上げなど日銀の金融政策の変更は想定していない。現在、日銀が許容する10年国債利回りの上限は0.20%程度だが、それを予想上限としている。すなわち、変動幅の再拡大も見込んでいない。それは、「±0.3%は0%程度とは言わない」といった非常に単純な理解に基づいている。一方、日銀が示す下限は▲0.20%程度である。しかし、マイナス利回りを予想していない。前述したとおり、0.0%を割り込むような世界的リスク・オフなどの要因を予見できないからだ。

超長期ゾーンの利回り予想には次の考え方が反映されている。

「日銀のターゲットは短期金利と長期金利のみである。しかし、ターム・ストラクチャーが存在するため、超長期ゾーンの利回り変動も限定的にとどまる。バーベル・ブレット取引を考える。『ブレット・ポジションを10年国債、その利回りを0.200%とする。バーベル・ポジションは2年国債と20年国債で組む。この平均年限は11年。利回りは2年債が▲0.100%と置き、20年債は0.700%まで上昇したとする。バーベルの平均利回りは0.300%。』この状況では、利回り0.200%のブレットを売り、同0.300%のバーベルを買う裁定取引が活発になり、20年債利回りが反落すると見込まれる。」

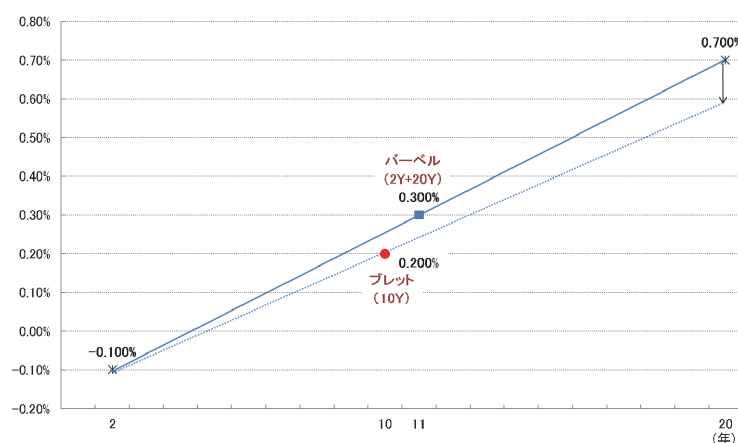
そして、最終投資家は利回りが0.50%に届かない国債を積極的に買うインセンティブに欠けるはずであり、YCCがもたらす低ボラティリティがデデュレーションリスクの忌避行動を緩和しよう。

(図表11) 年限別国債利回り予想

	現在～2019年3月
10年	0.000%～0.200%
20年	0.450%～0.700%
30年	0.625%～0.925%
40年	0.775%～1.075%

出所: 東海東京証券

(図表12) バーベル・ブレット模式図



キャット・ボンドの現状と運用の多様化

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

今月4日台風21号が25年ぶりに「非常に強い勢力」を保ったまま上陸し、甚大な被害をもたらした。また、6日に発生した北海道胆振東部地震では大規模停電となるなど、自然災害の損害額が増えている。台風・地震などの自然災害リスクを保険市場から金融・資本市場に転嫁する代替的リスク移転(ART: Alternative Risk Transfer)と呼ばれるリスクファイナンス手法が注目されている。

本レポート2018年5月号においては曲率とボラティリティに焦点をあて、リスクファクターの相関を捉えた運用の有効性について言及した。今号においては、主にキャット・ボンド(大災害債券)に焦点をあてながら、運用の多様化について考察していく。

1 保険リンク証券(ILS: Insurance Linked Securities)の分類

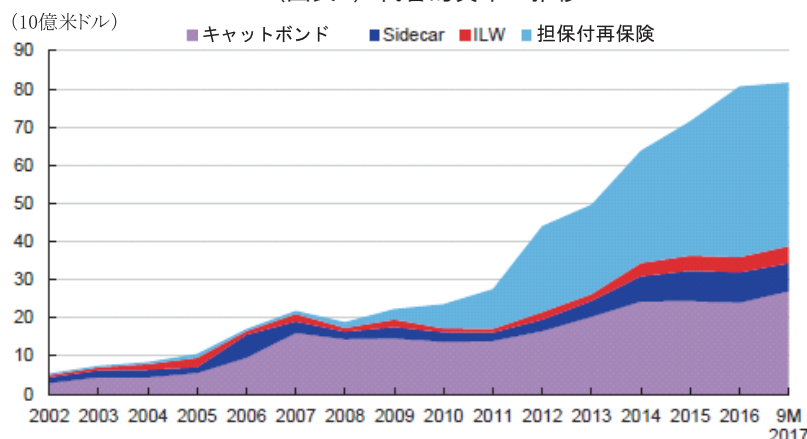
ARTのひとつである保険リンク証券とは、主に保険会社が保有する保険金支払いリスクを金融・資本市場に移転する仕組みを持つ証券である。保険金支払いリスクを引き受ける対価としてのプレミアムがリターンの源泉となるが、災害等の発生により元本の一部または全額が毀損するリスクを

(図表1) ARTの手法と市場規模

タイプ	名称	概要	市場規模 (2017.2Q)
債券型	キャット・ボンド	大災害リスクの証券化	250億ドル
保険契約型	再保険	(伝統的再保険)	自己の引受能力を超える保険リスクを他の保険会社に分散させる (5180億ドル)
		担保付再保険	再保険を引き受ける外部の投資家が担保を提供する相対取引 430億ドル
	Sidecar		比例再保険を利用して保険会社の事業リスクをシェアするSPVを設立し資金調達する 90億ドル
	ILW (Industry Loss Warranty)		保険業界全体が被る損害額を保険金支払いトリガーとする契約 50億ドル

(出所)Aon Benfield『Reinsurance Market Outlook 1.2018』より

(図表2) 代替的資本の推移



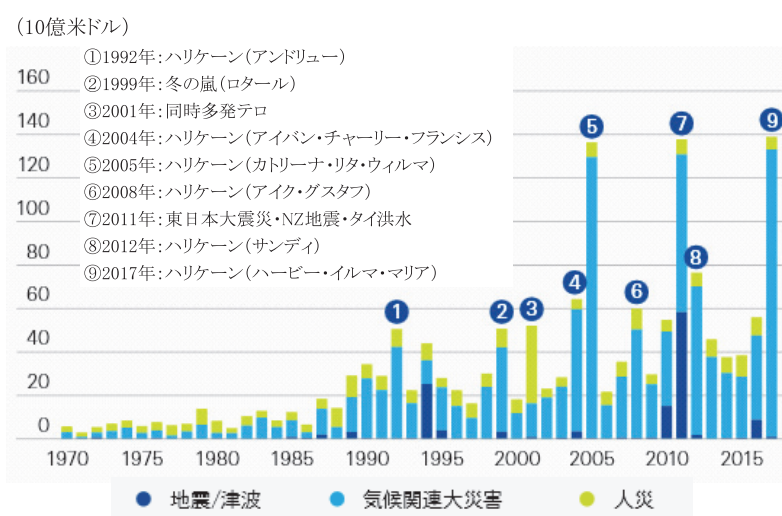
(出所)Aon Benfield『Reinsurance Market Outlook 1.2018』より

有する。この災害発生リスクは基本的にファンダメンタルズとは連動せず、したがって株式・債券・不動産等の伝統的資産との相関が低くなることから、分散投資の一つとして注目されている。

その代表として大災害 (Catastrophe) リスクを証券化したキャット・ボンド (CAT Bond) がある。代替的資本のひとつであるが、図表1の通り市場規模は伝統的再保険に比べるとまだ僅かである。

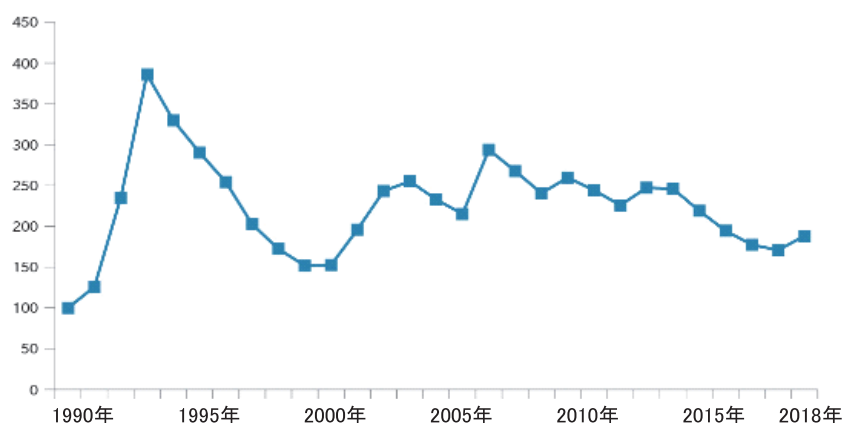
世界の保険損害額をみると (図表3)、昨年の米国ハリケーン⑨、2011年の東日本大震災⑦、2005年の米国ハリケーン⑤の年が突出している。保険損害額は年々拡大傾向にあり、特に損害が増えた後は保険料が上がる傾向にある。

(図表3) 1970～2017年の大災害による保険損害額の推移



(出所) Swiss Re Institute 「Sigma No1 2018」

(図表4) 再保険料率指数の推移



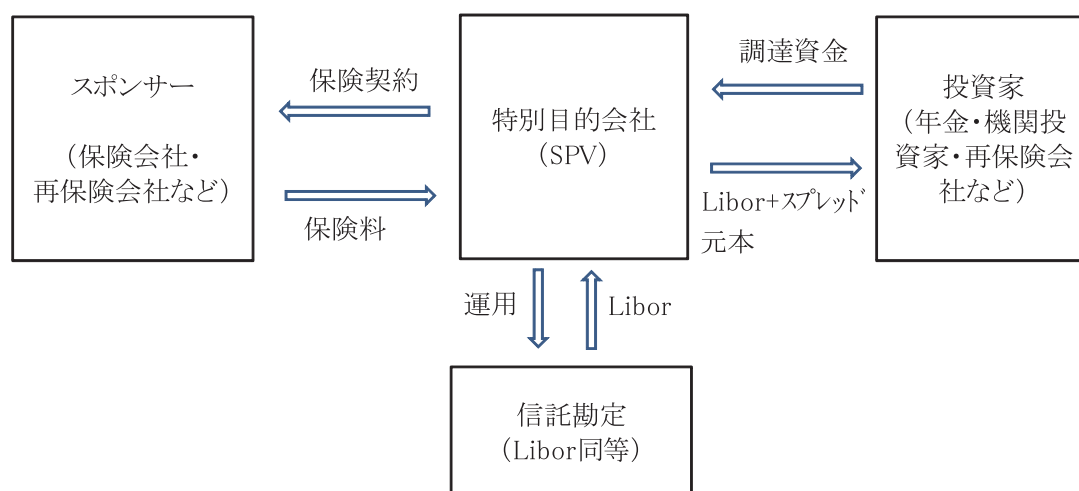
(出所) Guy Carpenters “Global Property Catastrophe ROL Index” May16th, 2018

ILSは災害のない平時には安定的なリターンが得られる一方、大災害発生時には大きな損失となることから、リターンは正規分布に従わず、リスクは標準偏差では測れない。災害分析モデルの確率的分析に基づく期待損失率や、テールリスクを示す期待最大損失率等が取引のリスク尺度として用いられている。

2 キャット・ボンドの概要

ここではILSの代表格であるキャット・ボンドを取り上げる。これは、元受保険会社や再保険会社・一般事業会社等がスポンサーとなり、特別目的会社（SPV：Special Purpose Vehicle）を通して投資家から資金を集め、一般の債券よりも高い利回りが得られる反面、一定以上の大規模な自然災害（台風・洪水・地震等）が発生した場合にデフォルトとなり、元本が毀損する可能性のある債券である。つまり、自然災害リスクを投資家が負担する仕組みといえる。満期は通常3～5年に設定され、クーポンは変動金利（Libor+固定スプレッドなど）が一般的である。調達した資金は信託勘定で運用される¹が、Liborと同程度のリターンを得られる短期国債や銀行預金などが運用対象となる。流通市場において売買可能である。

（図表5）キャットボンドの一般的な仕組み



投資家に損失負担を生じさせるトリガーの設定には大まかに4つあり、実際に発生した損害額に基づくIndemnity、個別の推計モデルを基準とするModeled loss Index、業界全体の損害予測額を基準とするIndustry loss Index、損害額でなく物理的な観測指標を基準とするParametric Indexがある。

実害額と補償額との乖離はベシス・リスクと呼ばれ、その大きさはIndemnity < Modeled loss Index < Industry loss Index < Parametric Indexとなるが、一方でインデックス型はプロセスが単純で透明性が高く、支払いに要する期間が短いというメリットがある。

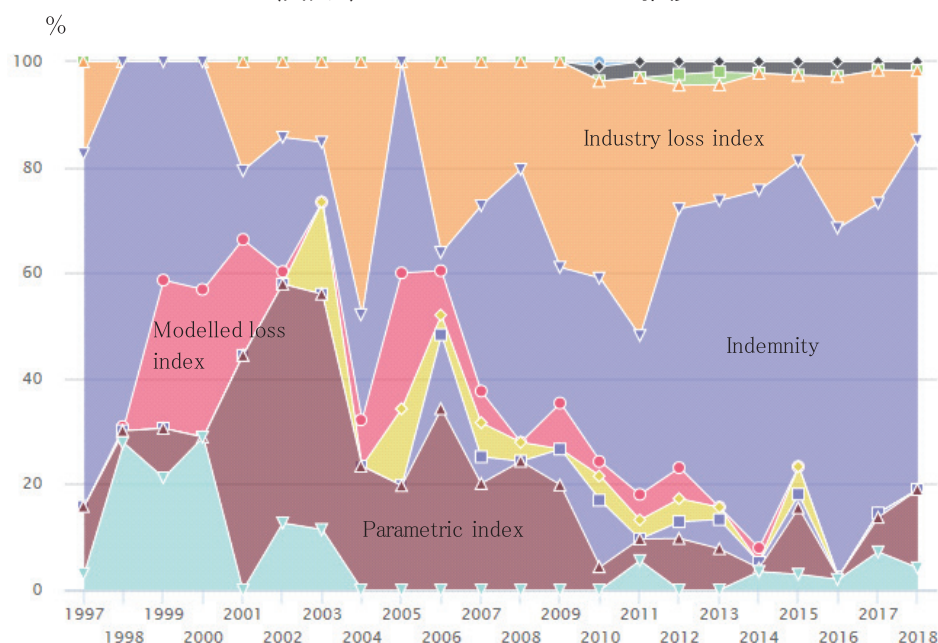
3 キャット・ボンド市場の動向

前掲図表2の通り、キャット・ボンド市場は堅調に拡大している。リーマンショックによるカウンターパーティリスクの顕在化から2008年以降一旦発行額が減少したものの、ストラクチャーが見直された後は順調に回復していることが分かる。増加の背景としては、保険市場と比べ市場規模の大きい金融・資本市場にリスクを移転できること、トリガーをインデックスにすることで仕組みが

¹ 2008年のリーマンショック以前は銀行等とのトータル・リターン・スワップ（TRS：Total Return Swap）契約が一般的であったが、リーマンブラザーズをスワップカウンターパーティとした4つの保険リンク証券がデフォルトしたことからストラクチャーの見直しがなされ、現在ではTRSの利用はほとんど見られない。

分かりやすくなり資金回収までの時間が短縮できるなどのメリットの認知が広がったことが挙げられる。ただし、前述の通りインデックス型はベース・リスクが高くなることから、最近では再び Indemnityが多くなっている（図表6）。

（図表6） ILSのトリガータイプの推移



出所) ARTEMIS HP

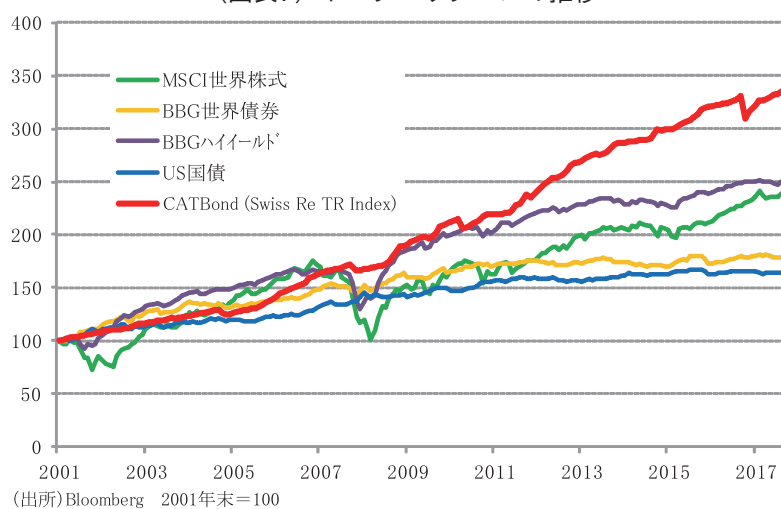
トリガーの対象別には米国のハリケーン・地震、欧州の暴風雨、日本の台風・地震が上位を占め、キャット・ボンドはこれらリスクの一つまたは複数をトリガーとして発行されるケースが多くみられる。近年大規模自然災害が多発していることから損害額は増加傾向にあり、保険市場のリスクを資本市場に移転させたいスポンサー側の意向と、伝統的資産との相関が低く利回りの高いキャット・ボンドをポートフォリオに加えたい投資家のニーズがマッチした結果発行が増えているといえる。

キャット・ボンドのトータルリターンを債券・株式市場のインデックス（トータルリターンベース）と比較すると、損害額の増えた年（例えば2017年のハリケーンなど）に一時的に落ち込みがみられるが、趨勢的には堅調を保っている（図表7）。

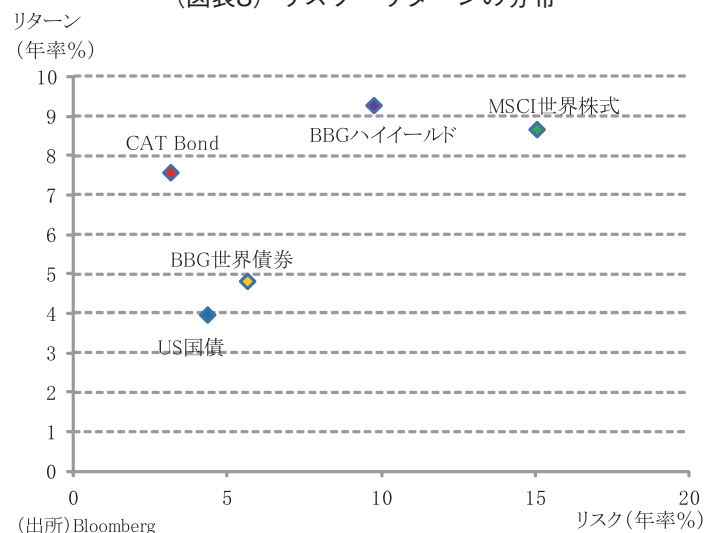
リスク・リターンの分布をみると（図表8）、リターン水準はハイイールドや世界株式に若干劣るものの、リスクが米国債をも下回り最も低い水準であり、シャープレシオの高さは突出している。加えて、他資産との相関係数（図表9）では、ハイイールドと若干の正の相関がみられるものの、他とはほぼ相関がないことから、ポートフォリオの分散効果が期待できる。

なぜこのように長期的なパフォーマンスが安定しているにもかかわらず、収益率が高い水準を維持しているのかは「キャット・ボンドパズル」とも言われ、曖昧性回避や損失回避のバイアスの存在など行動経済学で説明しようとする試みもみられる。

(図表7) トータルリターンの推移



(図表8) リスク・リターンの分布



(図表9) 相関係数

	MSCI世界株式	BBG世界債券	BBGハイイールド*	US国債	CATBond
MSCI世界株式	1				
BBG世界債券	0.299	1			
BBGハイイールド*	0.784	0.428	1		
US国債	-0.304	0.593	-0.129	1	
CATBond	0.146	0.163	0.207	0.096	1

2002年1月～2018年8月の月次データ(N=200)より算出

4 わが国のキャット・ボンドの発行事例と運用

日本の企業がスポンサーとなっている発行事例をみると(図表10)、事業会社は少なく(1999年のオリエンタルランドと2007年のJR東日本のみ)、殆どが損害保険会社である。東京海上グループが「Kizunaシリーズ」、損保ジャパンが「Aozoraシリーズ」、MS&ADが「Akibareシリーズ」、全共連(JA共済)が「Nakamaシリーズ」を定期的に発行している。商品性の認知に従い、スプレッドが徐々にタイト化していることが分かる。

(図表10) 日本企業がスポンサーのキャット・ボンド一覧

発行体	スポンサー	トリガースク	トリガータイプ	発行額	発行日	格付け	担保債券/短期金利へのスプレッド	年限
Kizuna Re II Ltd. (Series 2018-1)	Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co. Ltd.	日本の地震	indemnity	\$200m	2018年3月	NR	1.875	5
Akibare Re Ltd. (Series 2018-1)	Mitsui Sumitomo Insurance Co. Ltd., Aioi Nissay Dowa Insurance Co., Ltd.	日本の台風・洪水・地震火災	indemnity	\$320m	2018年3月	NR	1.9	4
Nakama Re Ltd. (Series 2018-1)	Zenkyoren	日本の地震	indemnity	\$700m	2018年3月	NR	2	3
Aozora Re Ltd. (Series 2017-1)	Sompo Japan and Nipponkoa Insurance Company	日本の台風	indemnity	\$480m	2017年3月	NR	2	4
Nakama Re Ltd. (Series 2016-1)	Zenkyoren	日本の地震	indemnity	\$700m	2016年9月	NR	2.2	3
Aozora Re Ltd. (Series 2016-1)	Sompo Japan and Nipponkoa Insurance Company	日本の台風	indemnity	\$220m	2016年3月	NR	2.2	4
Akibare Re Ltd. (Series 2016-1)	Mitsui Sumitomo Insurance Co. Ltd.	日本の台風	indemnity	\$200m	2016年3月	NR	2.5	4
Nakama Re Ltd. (Series 2015-1)	Zenkyoren	日本の地震	indemnity	\$300m	2015年12月	NR	2.875	5
Kizuna Re II Ltd. (Series 2015-1)	Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co. Ltd.	日本の地震	indemnity	\$290m	2015年3月	NR	2	4
Nakama Re Ltd. (Series 2014-2)	Zenkyoren	日本の地震	indemnity	\$375m	2014年12月	NR	2.125	3
Nakama Re Ltd. (Series 2014-1)	Zenkyoren	日本の地震	indemnity	\$300m	2014年5月	NR	2.5	4
Aozora Re Ltd. (Series 2014-1)	Sompo Japan and Nipponkoa Insurance Company	日本の台風	indemnity	\$100m	2014年5月	BB	2	5
Kizuna Re II Ltd.	Tokio Marine & Nichido Fire Insurance Co. Ltd.	日本の地震	indemnity	\$245m	2014年3月	NR	2.5	4
Nakama Re Ltd. (Series 2013-1)	Zenkyoren	日本の地震	indemnity	\$300m	2013年9月	BB+	2.75	3
Akibare II Ltd.	Mitsui Sumitomo Insurance Co. Ltd.	日本の台風(洪水含む)	MI	\$130m	2012年4月	BB	3.75	4
Kibou Ltd. (Series 2012-1)	Hannover Re for Zenkyoren	日本の地震	PI	\$300m	2012年1月	BB+	5	3
Kizuna Re Ltd.	Tokio Marine	日本の台風	indemnity	\$160m	2011年8月	NR	5.2	3
Muteki Ltd.	Zenkyoren	日本の地震	PI	\$300m	2008年5月	Ba2	4.4	3
Midori Ltd.	East Japan Railway Company	日本の地震	PI	\$260m	2007年10月	BB+	2.75	5
Akibare Ltd.	Mitsui Sumitomo	日本の台風	PI	\$120m	2007年5月	BB+	2.95	5
Fhu-jin Ltd.	Tokio Marine & Fire	日本の台風	PI	\$200m	2006年8月	BB+	-	-
Phoenix Quake Wind II Ltd.	Zenkyoren	地震・台風	PI	\$192.5m	2003年6月	BBB+	-	5
Phoenix Quake Wind Ltd.	Zenkyoren	地震・台風	PI	\$85m	2003年6月	BBB-	-	5
Phoenix Quake Ltd.	Zenkyoren	日本の地震	PI	\$192.5m	2003年6月	BBB+	-	5
Fujiyama Ltd.	Nissay Dowa General Insurance Co.	日本の地震	PI	\$70m	2002年5月	BB+	-	3
Concentric Ltd.	Oriental Land Co. (Disneyland Tokyo)	東京の地震(舞浜中心)	PI	\$100m	1999年4月	BB+	3.1	5
Pacific Re	Yasuda Fire & Marine	日本の台風	indemnity	\$80m	1998年7月	Ba3	3.7	5
Mitsui Marine & Fire Event-linked Swap	Mitsui Marine & Fire	東京の地震	PI	\$30m	1998年4月	NR	-	3
Parametric Re Ltd.	Tokio Marine & Nichido Fire Insurance	東京の地震	PI	\$100m	1997年11月	Baa3	-	10

出所)ARTEMIS HP、各企業HPより作成

2008年に全共連が発行した「Muteki」が、償還まで残り約3ヶ月の2011/3/11に東日本大震災が発生し、その影響により個別銘柄として初めて100%全損となった。投資家にとってはデフォルトであるが、全共連は投資家へ払う元本分を災害保険金の支払いに充当することでリスクヘッジできたことになる。

年金基金や機関投資家は保険専門ファンド等を通してILSやキャット・ボンドへの投資を行っているが、個人向けには公募投信「リビング・アース戦略ファンド(T&Dアセット)」が販売されている。投信分類上は海外債券型であるが、ファンド・オブ・ファンズの形態で、キャット・ボンドに分散

投資するファンド²を組み入れている。そのファンドの組入上位銘柄は主に米国のハリケーン・台風を対象としている（図表11）ため、平均直利が8.45%と高い水準にあるが、2017年のハリケーンの影響により設定（2016.6.22）来リターンが年2回決算コース（設定来分配金ゼロ）で-3.9%、年4回決算コース（同170円）で-3.7%（評価基準日：2018年7月末）となっている。

また、販売手数料は2.16%、信託報酬（委託・販売・受託会社）が年1.3284%に加えて運用対象の外国投資信託の運用報酬が年0.737%と、保有期間にかかる運用コストが計2.0654%であり、公募株式投信全体の最大値2.38%（平均1.08%）³に近い数値となっている。

キャット・ボンドを運用戦略に取り込むには、損害のインパクトを小さくするため、地域やトリガーを分散させることが重要である。ファンドを組み入れる場合でもその構成銘柄の分散度合いに注意する必要がある、運用コストも重要なポイントである。

5 おわりに

地球温暖化などの原因で自然災害が多発・大規模となる傾向にあり、そのリスクファイナンス手法が世界的に注目されている。フィンテックのイノベーションはILSにも及び、リスク移転の効率性や透明性の向上に貢献している。また、ブロックチェーン技術の活用によりILS取引の契約管理や支払プロセスを効率化する実証実験が行われており、キャット・ボンドの低コスト化や流通性向上に貢献することが期待できよう。

世界的なキャット・ボンドの市場規模は未だ大きくなく再保険の機能を補完する程度であるが、市場が大きくなる余地は十分にある。市場規模拡大のためには、組成時やリスク分析のコスト効率化や、流動性を高める環境整備が必要である。キャット・ボンドは伝統的資産との相関が低く、長期的にはリターンが安定する傾向がみられることから、投資対象として魅力的に映るものの、わが国では一部の機関投資家を除き、投資が盛んではない。背景には、商品としてのわかりにくさ・それに伴う不透明性・セカンダリーマーケットの未発達などが指摘できる。個人投資家が参入するにはキャット・ボンドの組み込まれた投資信託が対象となろうが、取扱銘柄の拡大や運用コストの圧縮が待たれる。

² 「セキュリス II ファンド-SPC セグリゲイテッド・ポートフォリオ・セブン-キャットボンド」を構成するクラスの一つである「クラス B JPY」に97%程度、その他は「マネーアカウントマザーファンド」を組み入れている（T & D マンスリーレポート 2018 年 8 月号より）。

³ 『投資信託の主要統計 2018 年 7 月』投資信託協会におけるファンド数 5,186 のデータ

(図表11) 組入上位10銘柄の推移

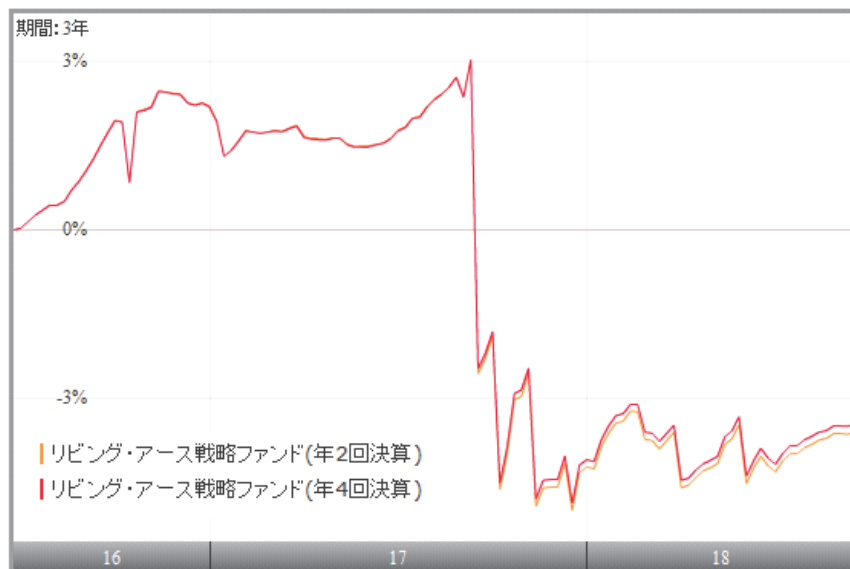
2017年8月末					
順位	銘柄名	クーポン	償還日	比率	自然災害の種類、地域等
1	EVERGL144A1.0%	5.85	2020/5/8	4.80	米国(フロリダ) 暴風
2	NTHSHRFLOAT	7.25	2020/7/6	4.10	米国暴風／地震、カナダ地震
3	CAELUS144AFLOAT	6.34	2024/3/6	4.00	米国暴風／地震
4	ATLAS144AFLOAT	8.53	2020/1/8	3.20	米国／カナダ暴風／地震
5	FORTREFLOAT	4.81	2021/7/7	2.60	米国暴風／地震
6	RESID144AFLOAT	15.79	2020/6/6	2.40	米国暴風／地震／山火事／噴火／隕石
7	KILREL**FLOAT	7.14	2022/4/21	2.40	米国暴風／地震、カナダ地震
8	KILRELFLOAT	11.14	2022/4/21	2.40	米国暴風／地震、カナダ地震
9	CITREL2017FLOAT	7.10	2020/3/18	2.30	米国(フロリダ) 暴風
10	URSAREEFLOAT	6.85	2020/6/27	2.30	米国(カリフォルニア) 地震

2018年7月末						
順位	銘柄名	クーポン	償還日	比率	自然災害の種類、地域等	C変化
1	SANDREFLOAT	7.28	2022/4/7	5.10	米国暴風／地震、山火事、悪天候	－
2	CAELUS144AFLOAT	7.28	2024/3/6	4.80	米国暴風／地震	0.94
3	TRAMLN144FLOAT	10.01	2019/1/4	3.50	米国暴風／地震、欧州 暴風	－
4	NTHSHRFLOAT	8.96	2020/7/6	3.40	米国暴風／地震、カナダ地震	1.71
5	EVERGL144A1.0%	6.67	2020/5/8	3.40	米国(フロリダ) 暴風	0.82
6	ATRASFROAT	8.18	2025/6/9	2.90	米国がバ 暴風／米国がバカナダ地震／欧州暴風	－
7	ATLAS144AFLOAT	9.79	2020/1/8	2.80	米国／カナダ暴風／地震	1.26
8	KILREL144AFROAT	11.00	2019/12/6	2.50	米国／カナダ暴風／地震	－
9	CAELUSC144AFLOAT	9.25	2021/6/7	2.40	米国全ての自然災害	－
10	RESIDFLOAT	8.56	2021/12/6	2.20	米国暴風／地震／山火事／噴火／隕石	－

(出所) T&Dアセットマネジメント マンスリーレポートより

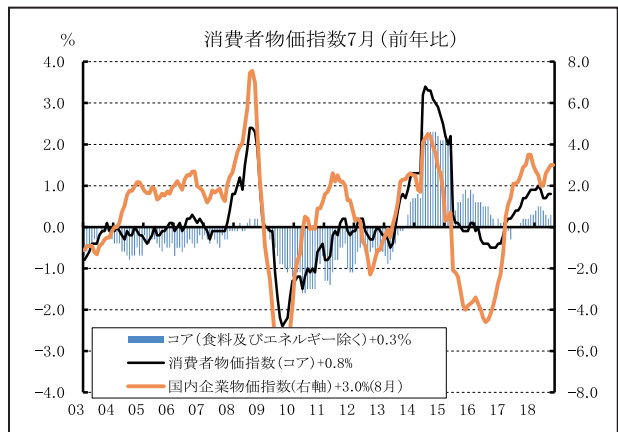
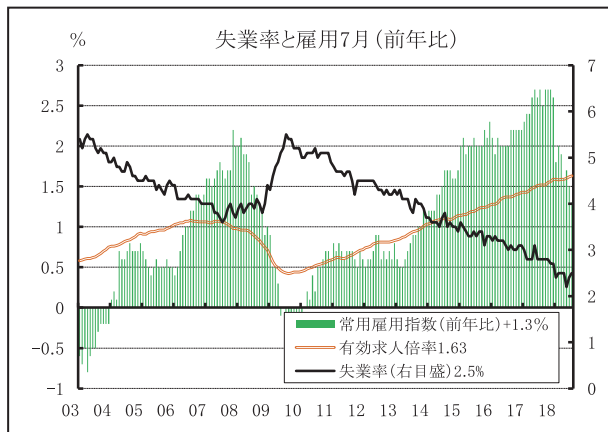
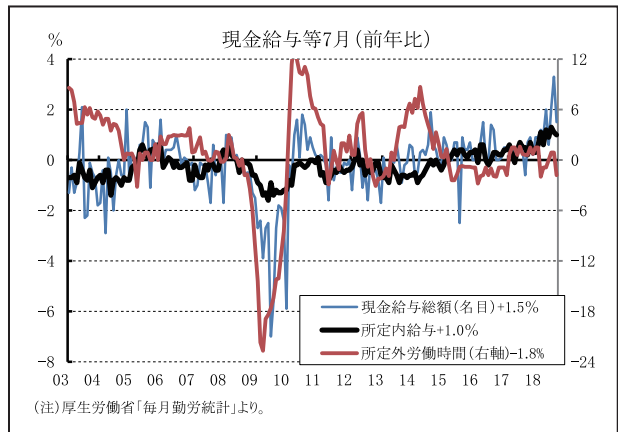
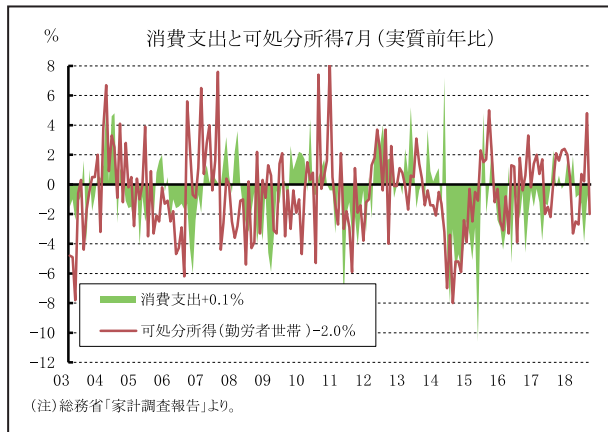
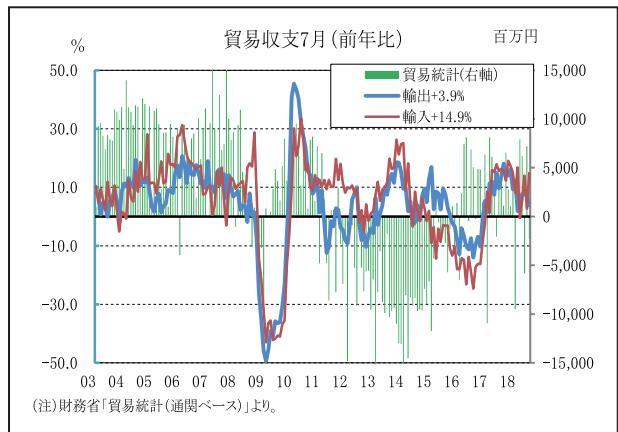
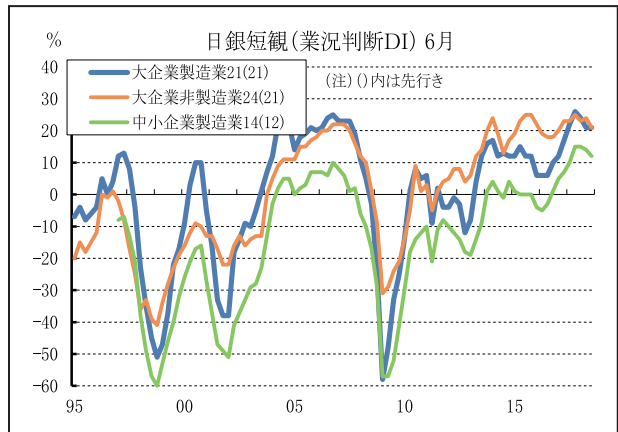
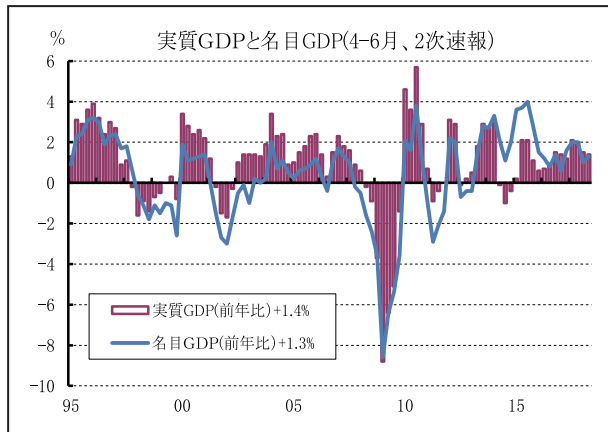
(注) シャドーは同じ銘柄、クーポンは変動金利(短期金利+スプレッド)

(図表12) トータルリターン比較チャート

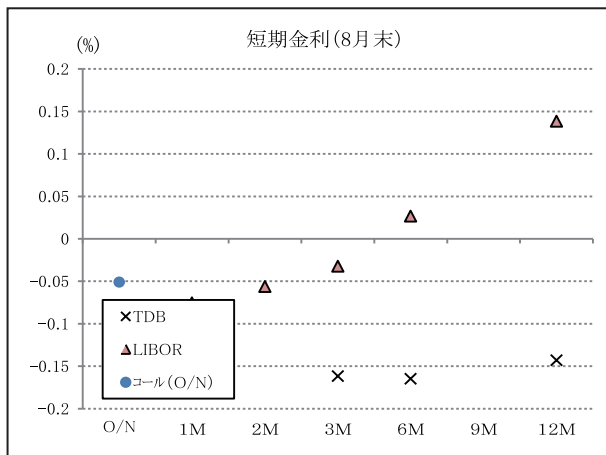
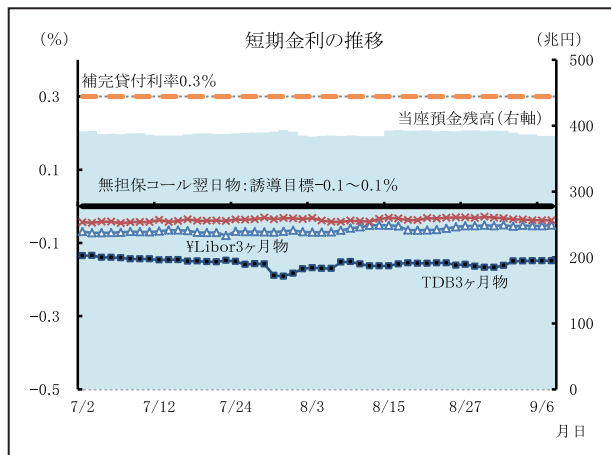
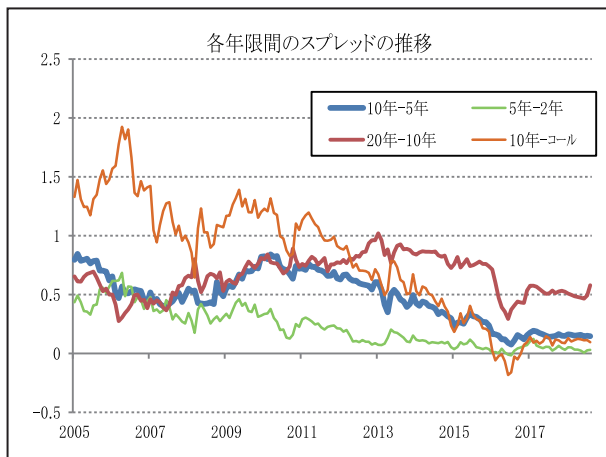
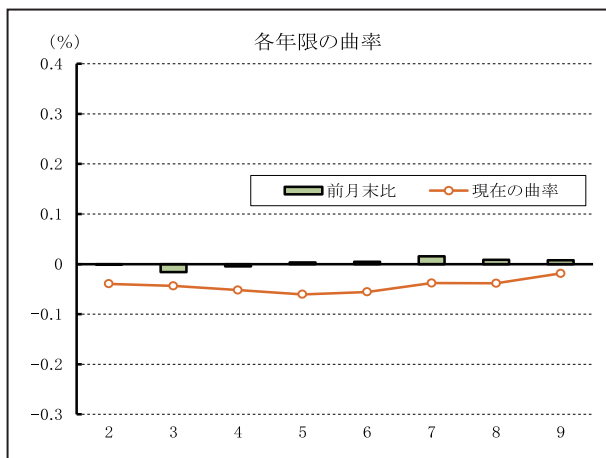
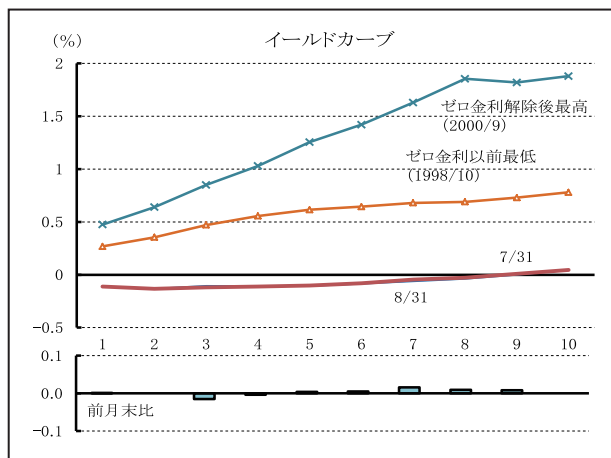
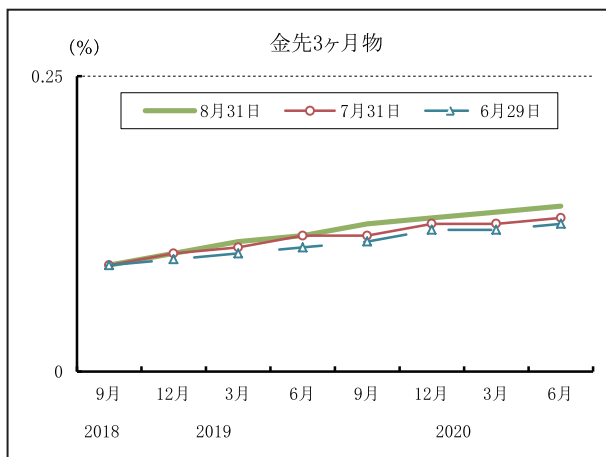
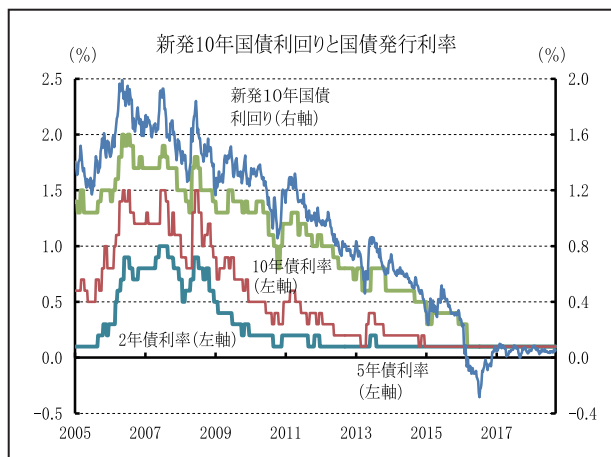


出所) Morningstar HP ファンドデータより

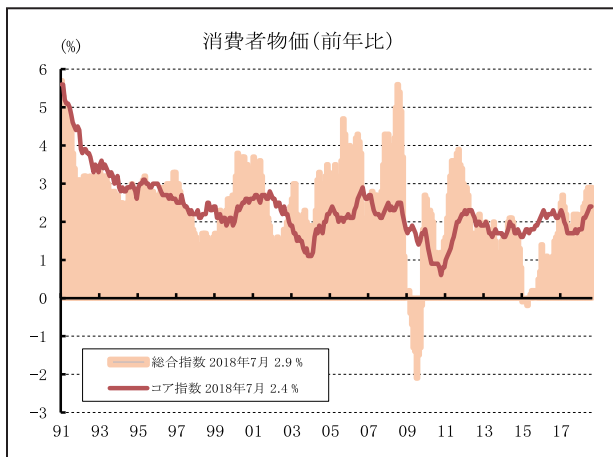
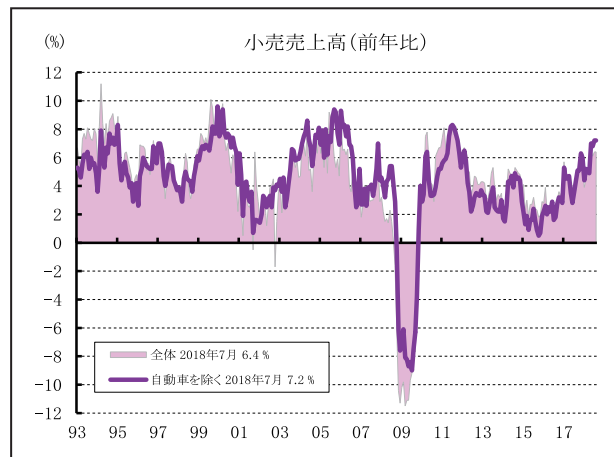
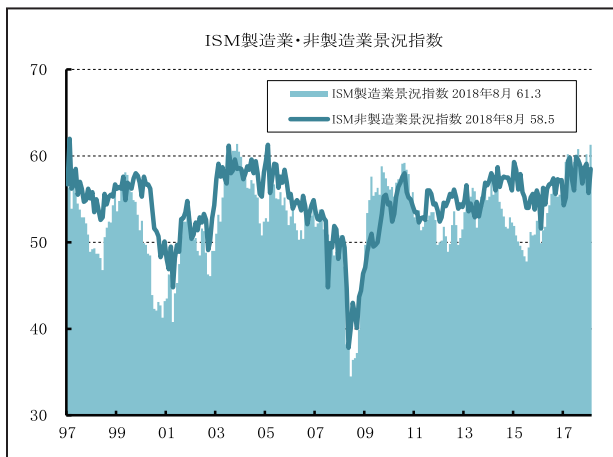
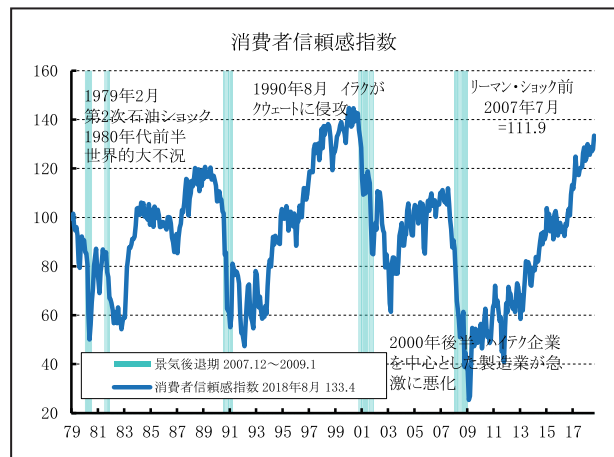
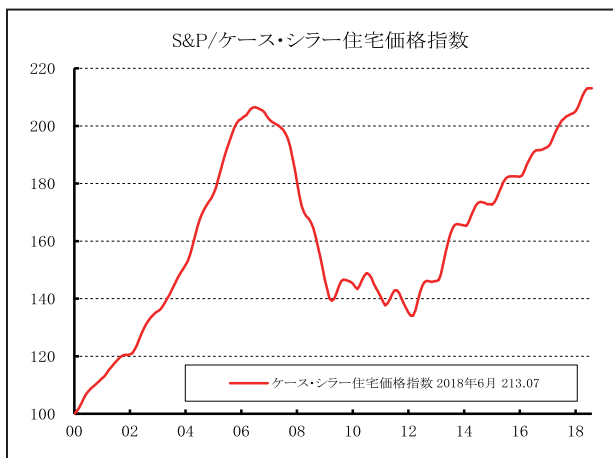
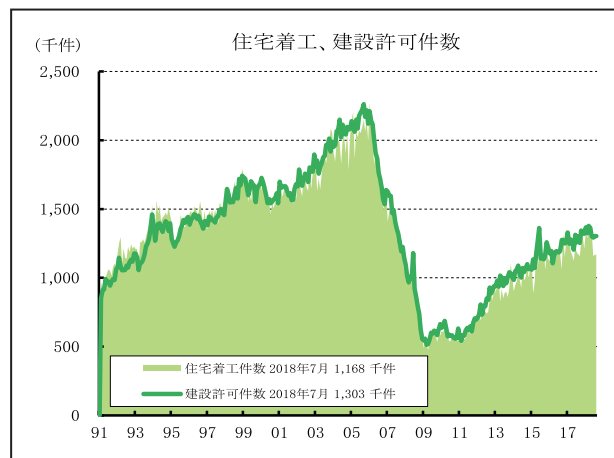
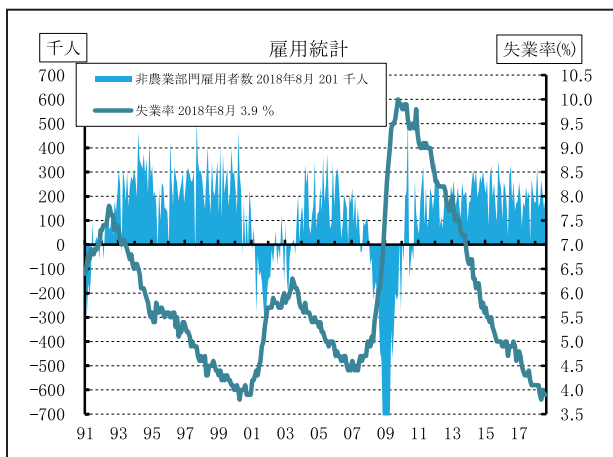
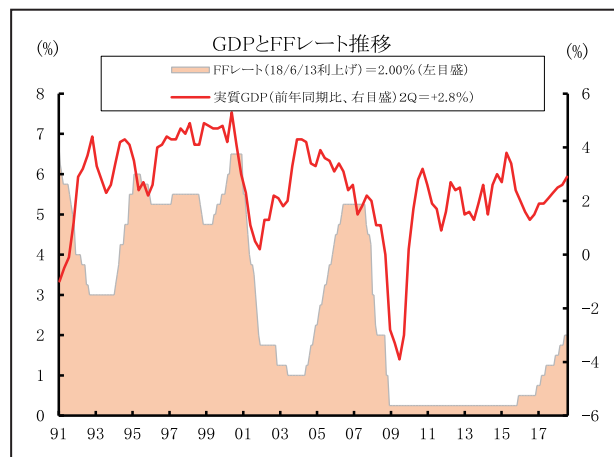
日本 マクロ経済



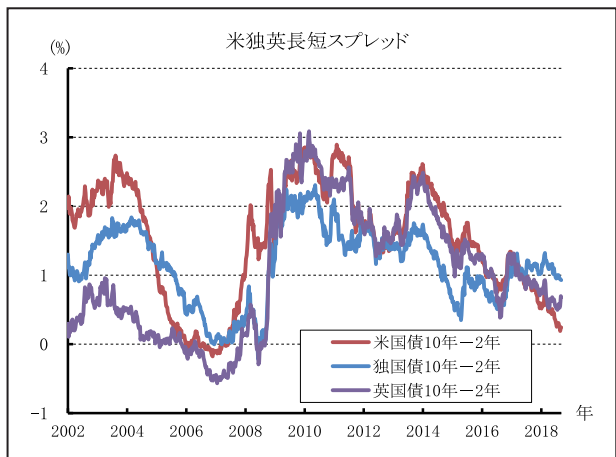
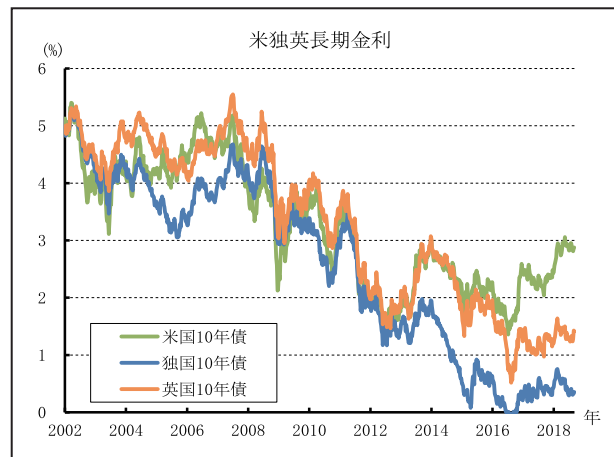
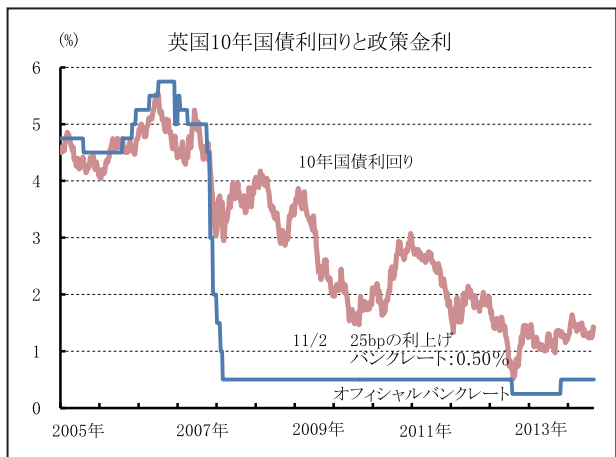
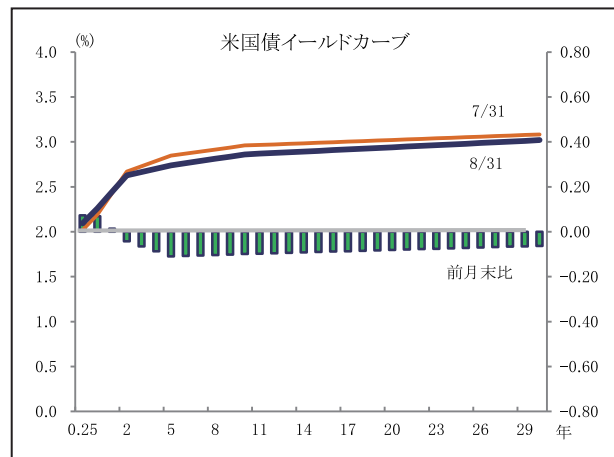
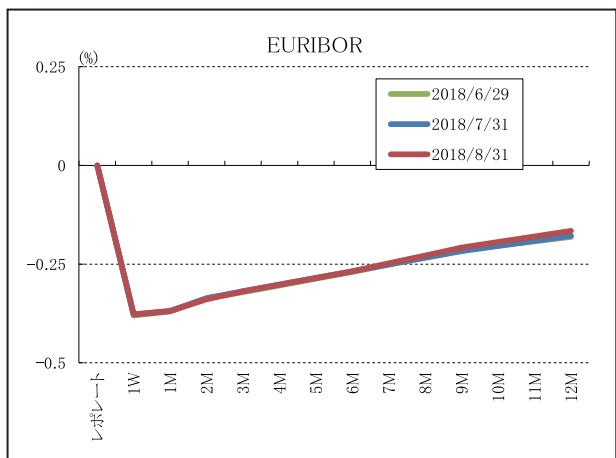
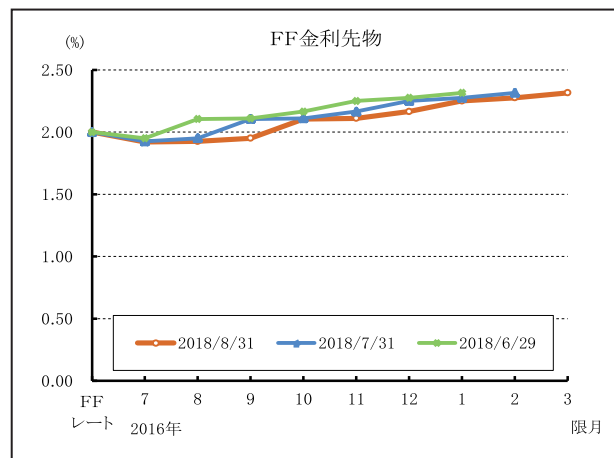
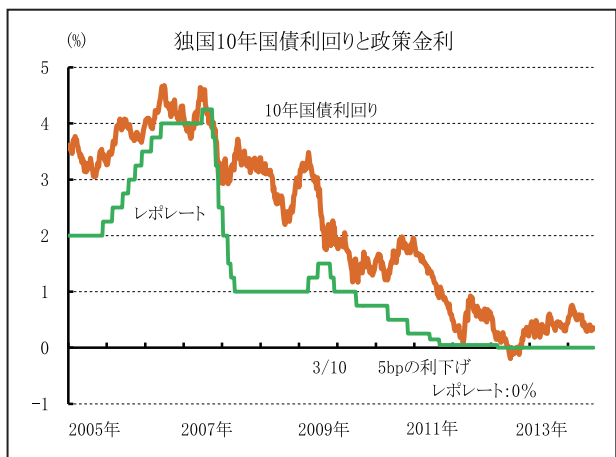
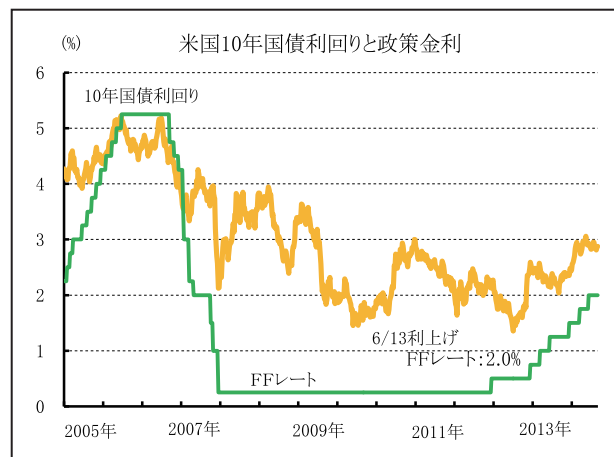
日本 短期・債券市場



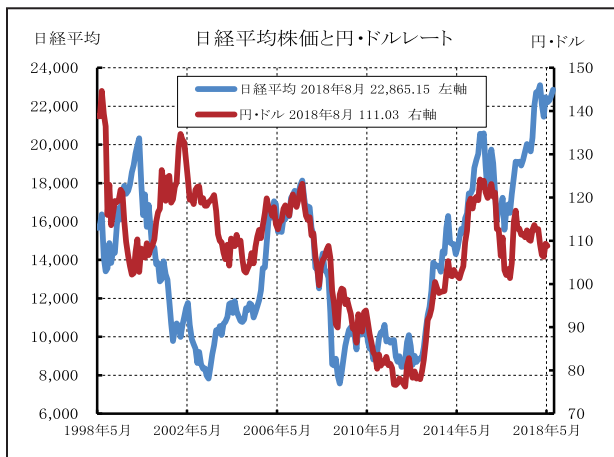
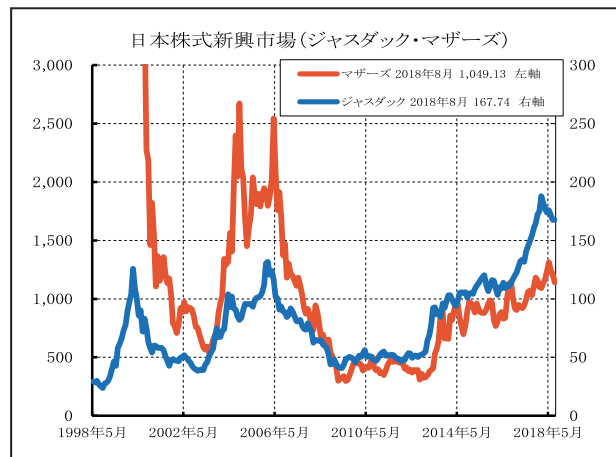
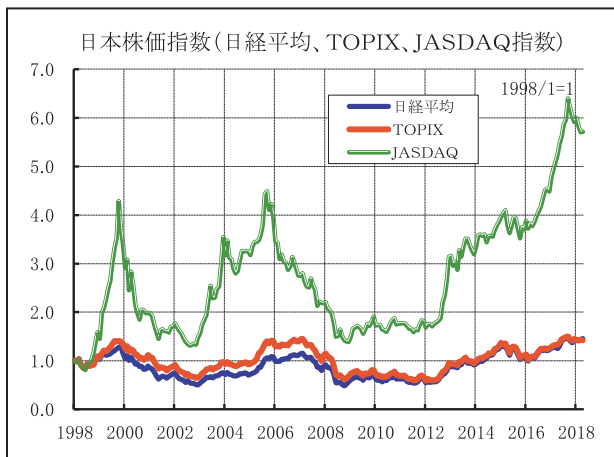
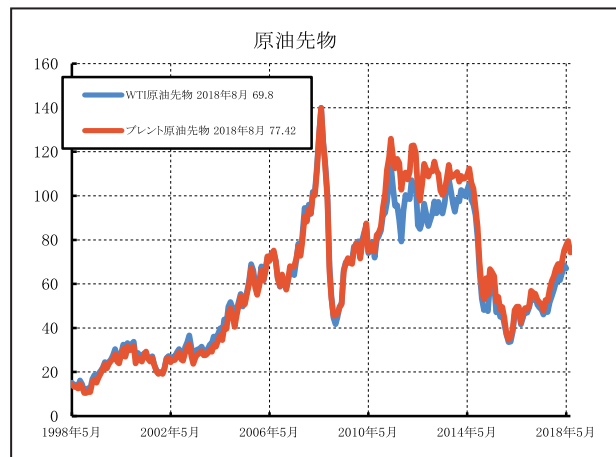
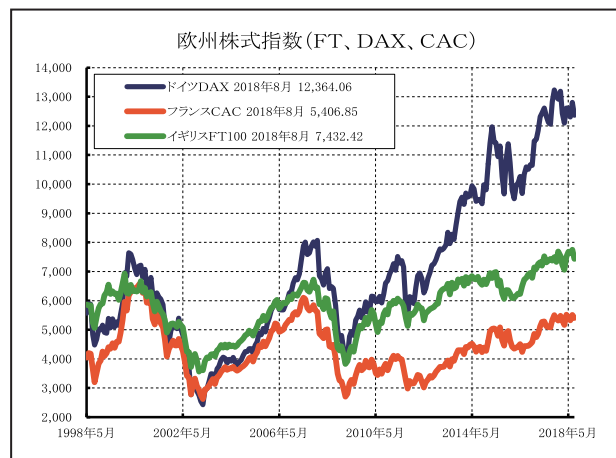
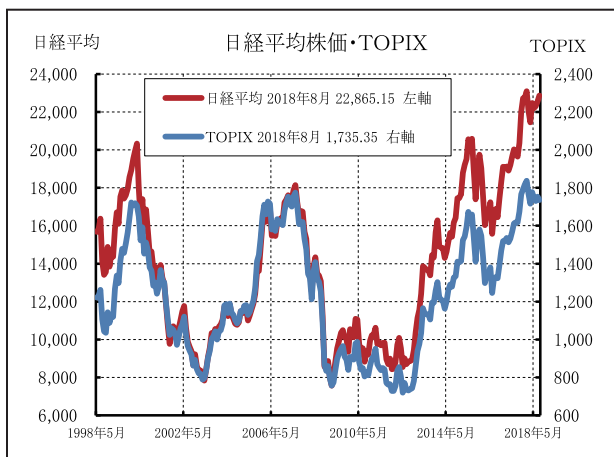
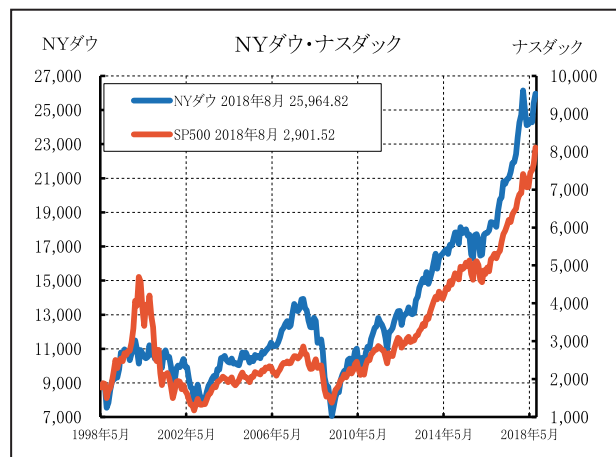
海外 マクロ経済



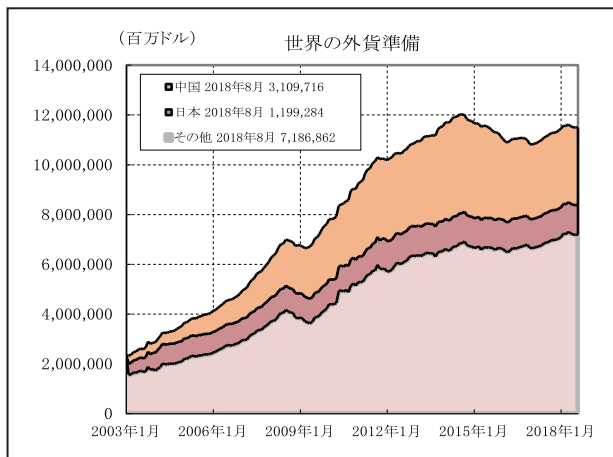
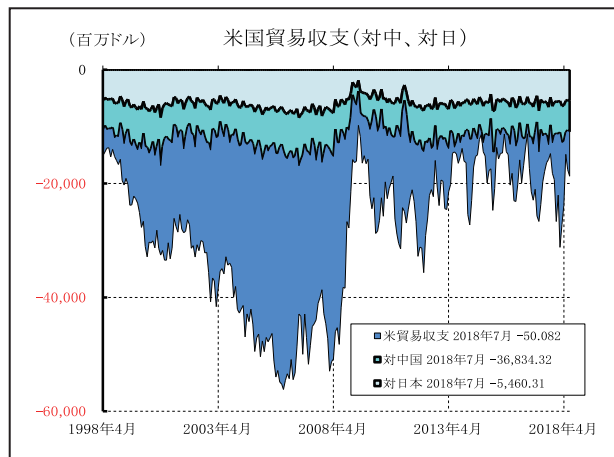
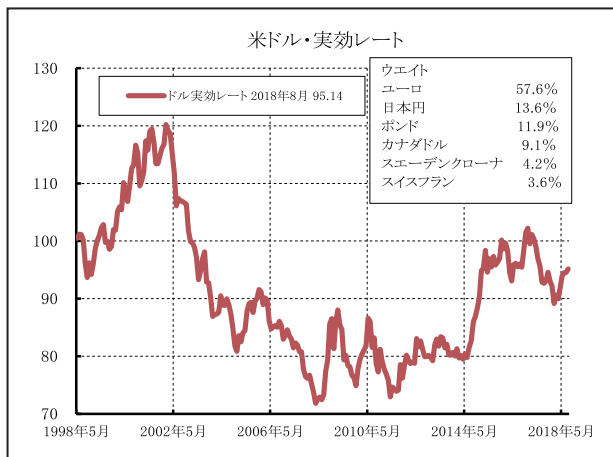
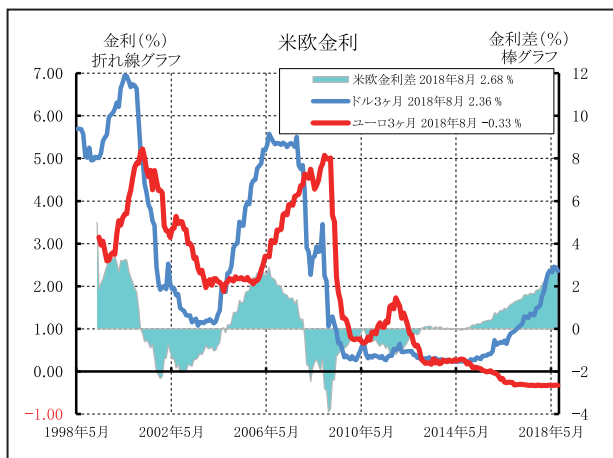
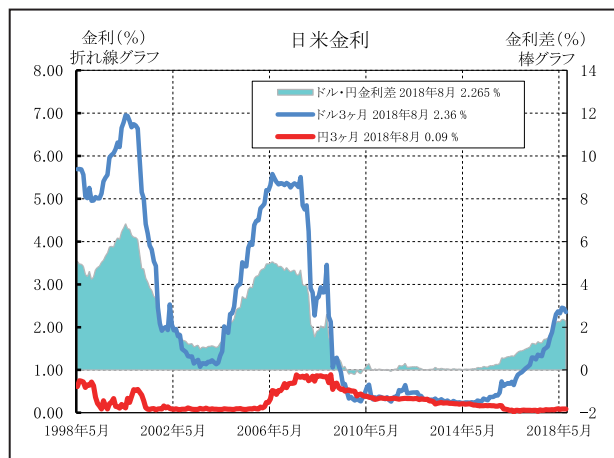
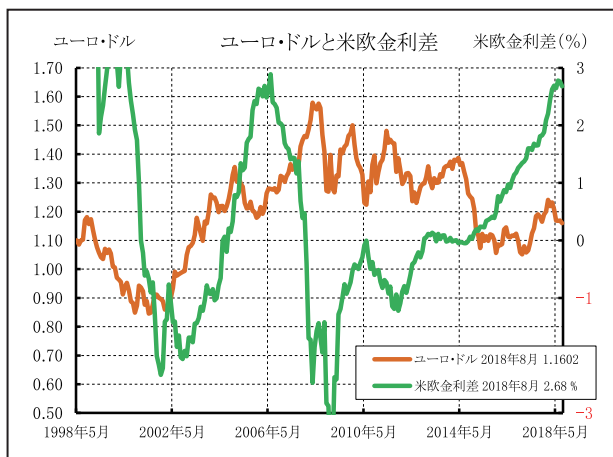
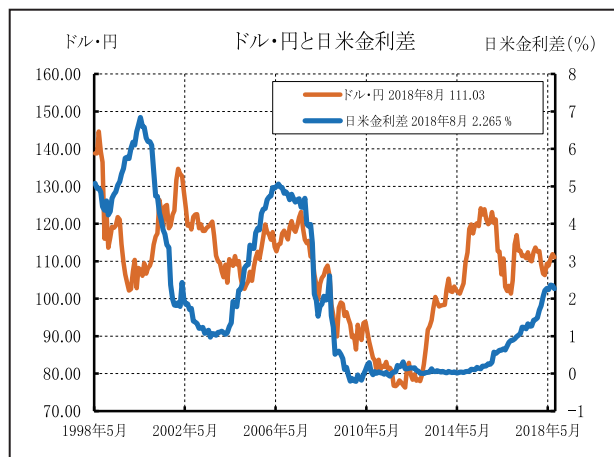
海外 債券市場



株式市場



為替市場

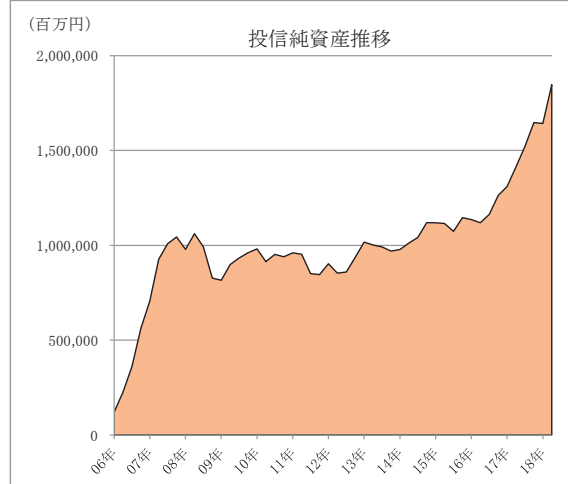
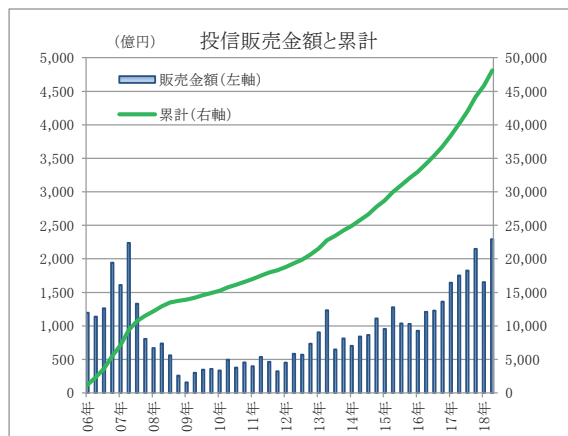


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (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	-	-
2012年4～6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7～9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10～12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1～3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
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	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1～3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4～6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7～9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
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	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10～12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1～3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	-	-
2018年4～6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年度累計	481,000	229,300	-	-
累計	16,184,022	4,580,132	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.9.13)	純資産 (2018.9.13)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.9.13)	純資産 (2018.9.13)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.9.13)	純資産 (2018.9.13)
国内株式	JP日米バランス②	60円	9.707	3,594	eMAXIS 新興国株式※①	なし	14.721	31,250	Navio南アフリカ債券②	540円	6.868	273
	JP4資産 バランス(安定)⑥	60円	10.890	65,182	ビクトラグローバル株式※②	600円	3.216	574,761	Navioブラジル債券②	360円	6.169	87
	JP4資産 バランス(安定成長)⑥	60円	11.672	79,129	ビクトラグローバル株式※①	なし	16.353	10,857	Navioインド債券②	600円	9.844	201
	JP4資産 バランス(成長)⑥	60円	12.471	35,766	JPM北米高配当①	なし	12.479	44	三菱UFJ欧州債券②	120円	9.638	960
	リスク抑制世界8資産⑥	60円	9.914	108,819	新光世界インフラ株式②	640円	14.072	27	同(為替ヘッジなし)②	60円	8.572	18
	東京海上・円資産②	360円	11.374	438,721	グローイング台湾株式②	1500円	10.329	82	ビムコグローバル債券②	480円	12.330	15
	東京海上・円資産①	なし	10.969	93,608	マニウイフカナダ株式※④	なし	9.900	2,583	同(為替ヘッジあり)②	480円	8.280	11
	野村資産設計2015②	120円	10.896	885	グローイングブラジル株式②	200円	9.802	34	メキシコ債券オープン※②	720円	5.609	46,866
	野村資産設計2020②	10円	11.103	825	野村ユーロトップB※②	なし	9.152	6,709	インドネシア・ルピア債券②	480円	7.207	17
	野村資産設計2025②	10円	11.407	879	エマージング好配当①	100円	8.860	16	アジアハイランド債券※②	1200円	6.063	396
	野村資産設計2030②	10円	11.713	811	JPM医療関連株式※④	なし	9.860	65,325	同(為替ヘッジなし)※②	1800円	8.987	971
	野村資産設計2035②	10円	11.612	541	ビクトラプレミアムプラント※④	550円	12.912	21,797	USストラテジックA※②	240円	8.658	2,536
	野村資産設計2040②	10円	11.588	1,141	セノン・資産形成の達人※④	なし	21.622	66,873	同(為替ヘッジなし)B※②	720円	8.231	14,146
	野村資産設計2045②	10円	20.657	136	オーストラリア好配当※②	720円	8.047	35	短期ハイランド債券(ヘッジあり)	20円	9.933	873
	野村資産設計2050②	10円	11.613	202	ニッセイ日本債券②	120円	9.651	16,488	新興国ハイランド債券A※②	260円	6.142	488
	HSBCワールド(安定)①	60円	10.128	29,935	eMAXIS 国内債券※①	なし	11.445	13,899	新興国ハイランド債券B※②	600円	7.392	439
	HSBCワールド(安定成長)①	70円	10.541	43,759	Navioマネーボール②	なし	10.002	5	ビムコハイカム※②	240円	7.240	75,681
	HSBCワールド(成長)①	10円	11.415	20,088	日興五大株債券②	300円	8.144	55,209	同(為替ヘッジ付き)※②	360円	8.111	2,683
	野村6資産(安定)⑥	180円	11.895	51,054	三菱UFJ高金利債券②	840円	7.389	73,269	DIAMアジアゾブリン債券②	なし	8.923	179
	野村6資産(分配)⑥	180円	10.029	117,177	ダイワ成長国セトル債券※②	360円	4.136	21,099	欧州ハイランド債券※②	660円	9.152	7,834
	野村6資産(成長)⑥	180円	12.952	34,235	ダイワ成長国セトル債券※①	なし	8.750	471	同(為替ヘッジなし)※②	960円	11.438	11,264
海外株式	スマートファブ②	480円	9.732	274,264	野村米国ハイランド②	1600円	8.950	24,058	三菱UFJバランス②	240円	8.985	2
	スマートファブ①	なし	12.034	31,775	同(為替ヘッジあり)②	510円	8.979	3,195	同(為替ヘッジなし)②	240円	8.816	3
	セノン・ベンガード①	なし	14.545	166,360	野村米国ハイランド①	なし	12.976	1,028	三菱UFJバランス①	なし	9.749	3
	日本配当追求株②	なし	9.776	12,337	同(為替ヘッジあり)①	なし	11.144	269	同(為替ヘッジなし)①	なし	9.588	2
	大和インテックス225①	250円	16.903	28,091	エマージング・トップリ※②	540円	7.363	25,098	MHAM リート②	960円	10.203	15,510
	SMTAM JPY日経400②	なし	13.592	2,399	同(為替ヘッジなし)※②	480円	8.319	23,394	DIAM世界リート②	600円	3.758	192,824
	GS日本株式※②	1125円	10.591	6,503	エマゾブ(資産成長)※①	なし	13.764	796	ダイワUS-REIT A※②	720円	7.259	5,222
	日本株式SRI①	150円	9.694	2,485	同(為替ヘッジなし)※①	なし	11.385	447	ダイワUS-REIT B※②	740円	3.104	586,061
	フィデリティ日本配当④	810円	10.513	7,946	DWSグローバル公益債券※②	420円	8.850	84,231	ダイワUS-REIT(ヘッジあり)※①	なし	13.814	146
	eMAXIS TOPIX※①	なし	22.086	19,564	同(為替ヘッジなし)※②	480円	10.337	17,487	ダイワUS-REIT(ヘッジなし)※①	なし	17.234	2,192
	三菱UFJ日本優良株①	1050円	10.612	2,868	DWSグローバル公益債券※①	なし	10.653	7,079	eMAXIS 国内リート※①	なし	27.140	10,766
	JPMジャパンプライム①	なし	12.516	97	同(為替ヘッジなし)※①	なし	11.946	1,549	eMAXIS 先進国リート※①	なし	27.434	9,130
	新光日本小型株①	1000円	17.226	14,551	三菱UFJ米高格付債券②	120円	8.861	974	ニッセイ世界リート※②	1440円	6.585	19,480
	生活基礎関連株式①	80円	14.709	2,776	同(為替ヘッジなし)②	120円	8.801	529	ニッセイ世界リート※①	なし	14.569	242
	世界株配当収益追求②	20円	9.580	1,986	高金利先進国債券※②	480円	4.996	161,578	アジアリートオープン※②	240円	13.031	116
	SMTAM NYダウ①	なし	17.003	3,180	高金利先進国債券※①	10円	16.307	11,017	フォーシーズンズ※②	240円	6.236	3,176
	日興5 TOPIX株式④	690円	10.882	17,102	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13.224	13,898	そステートストリートゴールド①	なし	5.944	786
	DIAM好配当株式②	1560円	10.233	20,624	eMAXIS 新興国債券※①	なし	11.828	5,526	そのビムコUSハイカムローン※②	360円	8.736	1,678
	新光サザンアジア株式②	410円	9.834	2,934	Navioオーストラリア債券②	180円	10.514	277	同(為替ヘッジなし)※②	960円	8.330	9,643
	米国成長株オープン①	891円	11.858	758	Navioカナダ債券②	60円	10.654	231				
	eMAXIS 先進国株式※①	なし	27.284	37,322	Navioトルコ債券②	600円	2.526	218	合計			4,149,041

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ②毎月決算型 ⑥年6回決算 ④年4回決算 ②年2回決算 ①年1回決算

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

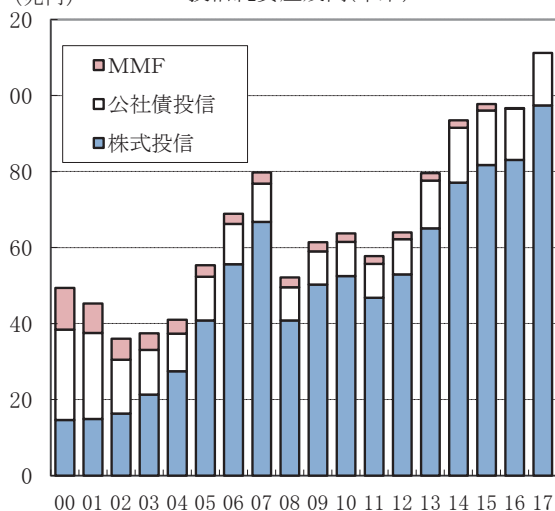
タイプ 未	株式投信								公社債投信					証券投信計	
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		うちMMF		計
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計								
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	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4月	7,620	266,976	255,158	429,487	314,621	10,784	984,488	992,108	57	122,465	115,177	-	0	122,522	1,114,630
5月	7,250	262,840	251,014	424,140	325,354	10,724	975,516	982,766	57	124,713	117,485	-	0	124,770	1,107,537
6月	6,812	265,630	257,539	435,856	343,654	10,821	984,657	991,469	47	125,745	118,566	-	0	125,793	1,117,262
7月	6,601	258,936	254,130	440,807	347,563	10,983	998,169	1,004,771	41	125,196	118,043	-	0	125,237	1,130,009
8月	6,437	252,242	250,721	445,758	351,472	10,902	1,001,666	1,008,104	40	122,896	115,785	-	0	122,937	1,131,041

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

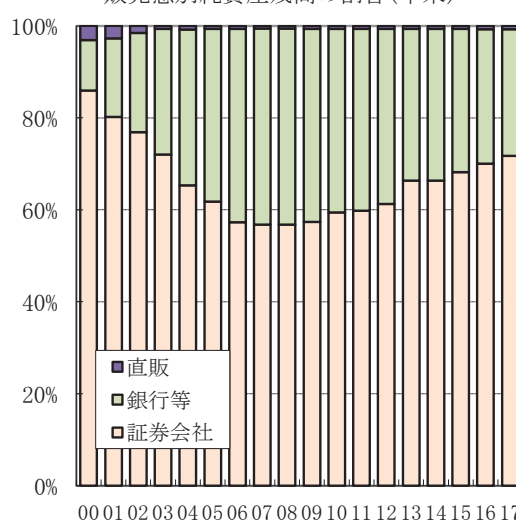
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	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	352,521	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	71.8%	288,865	27.5%	8,987	0.7%	1,111,919	100%
2018年4月	823,784	72.9%	281,910	26.4%	8,936	0.8%	1,114,631	100%
5月	818,662	73.9%	279,986	25.3%	8,891	0.8%	1,107,539	100%
6月	827,280	73.7%	281,089	25.5%	8,898	0.8%	1,117,267	100%
7月	837,360	72.9%	283,636	26.4%	9,017	0.8%	1,130,013	100%
8月	838,124	74.1%	283,861	25.1%	9,059	0.8%	1,131,044	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



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 通算貯金	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定期貯金	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		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
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		2,040,723
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		1,883,012
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	1,858,388
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	1,843,497
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	1,860,017
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	1,888,431
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	1,910,484
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	1,965,490
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	1,955,478
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	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,851	2,418	10,507	1,991,174

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

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

＜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

＜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)

年月	国債		地方債		社債		その他		合計	
	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	2,915,422

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

年月	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	合計
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

< 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			
				国内株式	国内債券	外国株式	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	3,353,468	2,079,290	1,274,178	0	3,353,468			

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合 計	
	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

(注1) RMBSは住宅ローン証券化商品、CLOは法人向けローン証券化商品、その他はクレジット債券等を裏付資産とする証券化商品、CDOは債務担保証券をそれぞれ意味する。

(注2) 2012年9月以降のRMBSは、国外のRMBSを含む。ただし、米国GSE関連ではない。

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライ ヤー比率	VaR		VaR					VaR 期 間
		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	平均値		
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

(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)

年月	エクスポ ージャー額	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	信用リスク・ア セット額	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額				
								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	3,051,401	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	142,586	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	149,475	2,486,339	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	96,541	2,200,499	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	105,846	2,161,043	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	130,107	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	134,826	2,065,931	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	1,938,262	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	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596	394,706

(注1) 機構とは(狭)郵便貯金・簡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)

年月	自己資本 (D)	基本的項目 (A)					リスクアセ ット等 (E)	資産(オン・バラ ンス)項目				自己資本 比率 (D/E)	Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得		資産(オン・バラ ンス)項目	オフ・バランス取 引等項目	OPRを8%で 除して得た額			
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	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	13,482,628		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	18,490,222		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	29,253,213		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	35,906,558		2,873,248	22.22%	-

(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・バランス項目)、オフ・バランス項目、自己資本比率、およびTier1比率の数字は、2011年5月に訂正されている。



お問い合わせ先

〒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

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

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。
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。

非売品