

ゆうちょ資産研レポート

2013年1月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
「アベノミックス」の下での2013年経済金融展望	
メリルリンチ日本証券株式会社 チーフ日本エコノミスト 吉川 雅幸	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
デフレ脱却に必須の成長戦略	
東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト 加藤 出	
マーケット・アウトLOOK	13
歴史的債券低利回り局面は終焉を迎えるか？	
野村證券株式会社 投資調査部 シニアエコノミスト 美和 卓	
資産研コーナー	19
アベノミクスと地域金融機関	
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	25
ゆうちょ関連データ	31

ファンダメンタル・アナリシス (1)

「アベノミックス」の下での2013年経済金融展望

メリルリンチ日本証券株式会社 チーフ日本エコノミスト 吉川 雅幸

2013年の経済金融情勢を展望する上で焦点になるポイントは二つある。一つは昨年12月に発足した安倍政権の経済政策がどのような効果を持つかである。デフレ脱却に向けたわが国の試みについては、その成否や影響がグローバルな観点からも注目を集めつつある。第二はグローバルな経済環境が好転してゆくかである。現状から判断すると、米国のバランスシート調整の進展をどう考えるかが重要な論点になりつつあるように思われる。以下では、まず安倍政権の経済政策＝アベノミックスのインパクトを評価した後、グローバルな経済環境を分析する。その上で、2013、2014年の日本経済の動向について展望したい。

(1) 「アベノミックス」の評価

安倍内閣は、その発足当日の12月26日に閣議決定した政権の「基本方針」において、4つの重要政策分野の第一に「経済の再生」を掲げ、経済の改善を最優先課題と位置づけている。それによれば、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」という3つの政策手段を使って、「長引くデフレ・円高から脱却し、雇用や所得の拡大を目指す」としており、その具体化第一弾が1月11日に閣議決定した「緊急経済対策」である。今回の政策が、2013-2014年の成長・物価見通しに与える影響については以下のように整理できる。

金融緩和策・円高是正策：プラス要因

今回の緊急経済対策はその冒頭部分で「デフレからの早期脱却に向けて政府と日本銀行の関係を強化する仕組みを構築」と述べた上で、「その際、明確な物価目標の下で、日本銀行が積極的な金融緩和を行ってゆくことを強く期待する」と明記している。1月(21-22日)の決定会合で2%程度のインフレ目標を含む政府と日銀の政策協定が締結することになり、3、4月に総裁・副総裁を新政権が任命することを考えると、日銀派、米FRBが試みてきた政策と類似した方向で、金融緩和が強化してゆく可能性が高い。

金融政策が経済に影響を与えるチャネルは複数あるが、企業金融が極めて緩和



して貸出しの伸びが加速し難い日本の場合、金融緩和が効果を発揮する最も有力なるルートの一つは円高修正である。今回の安倍政権による日銀に対する緩和圧力は、単なる量的拡大だけでなく、インフレ目標や緩和の長期継続へのコミットなど質的变化も含むため、市場の期待に働きかける効果が強くなるとみられ、円高をある程度是正し成長、物価にプラスに働く可能性が高い。実際、既に期待効果は顕在化しつつあり、円の名目実効レート指数(日銀算出の日次指数、99年1月4日=100)は110前後と2011-12年平均に対して11-12%程度の円安水準まで下落している。弊社の分析によると、10%の円安は成長率を0.6%、消費者物価を0.5%程度押し上げる傾向がある。

なお今回の対策では「為替市場の安定に資する施策」が金融政策に関する部分とは別項目としてリストに入っており、具体策として国際協力銀行(JBIC)出資による海外展開支援のためのファシリティ、EMS債の購入、さらに外為特会を活用した新たな思索の検討が挙げられている。為替市場介入との批判を避ける必要を考慮すると、短期間に大規模な資本移動を発生させるタイプのものとは予想していないが、継続的な資本還流(日本からの対外投資継続)を通じて緩やかな円安要因となる可能性がある。

財政出動：プラス要因

今回の緊急経済対策で13,1兆円(GDP比2.8%)の補正予算が盛り込まれている。これらのうち2.8兆円は公的年金の国庫負担分で既に支出されている資金の会計上の処理であるため、残りの10.3兆円分がい

わゆる真水となる。うち、約半分の5.2兆円が公共投資に使用される。残り半分は企業の海外進出や投資を支援するためのファンド、産学協同の研究開発への出資、および設備投資や雇用を促進するための企業向け減税など、企業向け補助金や減税ためのコスト、福祉充実のための人件費など政府消費に分類されるものなど、多様なタイプの支出が含まれている。

このうち短期的な景気押し上げ効果をもつのは公共投資の部分であろう。5.2兆円は対GDP比では約1.1%であり、公共支出の財政乗数はほぼ1とみられるため、1%強の成長押し上げ効果を持つと見られる。問題はタイミングであるが、7月の参院選挙を控え、安倍政権としては、2013年4-6月、7-9月の成長率を押し上げることが必要と考えているため、4-6月、7-9月に2~4兆円(GDP比0.5~0.8%)、10-12月以降に1~3兆円(同0.3~0.6%)の追加支出につながると予想される。

公共投資以外の支出については、内容が多様であり、どの程度成長押し効果があるか、算定しにくい。ただ、企業向け補助金や基金への出資は実物投資を誘発しなければ、成長押し効果は持た

緊急経済対策の概要 (兆円)

歳出		歳入	
復興・防災対策	3.8	新規国債発行 (うち建設国債)	7.8 -5.2
成長による富の創出	3.1	剰余金など	5.3
暮らしの安心・地域活性化 (うち地方向け交付金等)	3.1 -1.4		
年金国庫負担	2.8		
その他	0.3		
合計 (うち公共事業)	13.1 -5.2	合計	13.1

出所:内閣府、日経新聞

ない。人件費や公的機関による各種購入などは政府消費となってGDPにプラスに働くはずであるが、実際の支出はある期間(2～3年)に分散して出てくるため、各年で見ると影響は緩やかではないかとみられる。

成長戦略：現段階での評価は保留

3本の矢のもう一つの成長戦略についても、今回の対策では、各種の基金の設立や投資促進税制などと言う形で織り込まれているが、特徴としていえることは、重要と考えられる産業や支出項目について、選択的に影響を与えようとするターゲティング型の政策が目立つ。こうした政策は、衰退産業の保護などを通じて非効率な資源配分をもたらすのか、それとも市場が十分にリスクをとれない公共財的な分野を補完するかによって経済に与える影響は大きく異なってくる。規制緩和や法人税率の全般的引き下げ、TPP参加などについても不透明な要素が残っている。アベノミックスに含まれる成長戦略について、2013-2014年の成長率、物価見通しにどのように影響するかの評価は現段階では保留したい。

全体としての影響：、2013、2014年のGDPをそれぞれ、0.8-0.9%、0.6-0.7%押し上げ

以上を総合すると、2013年は財政支出の影響を中心に、0.8-0.9%の景気押し上げ要因となりそうである。一方、2014年に入ると、財政効果は縮小してくるが、円安是正(円安)効果が1年程度のラグをもって効果を持ち始めるとみられる。1ドル90-95円程度の円安(2011-12年の平均値と比較して10-15%)を想定すると、2014年については、0.6-0.7%のプラス要因となると予想される。

評価・課題・リスク

今回の対策は民主党政権時の所得分配中心の経済政策から成長重視に転換、日本経済の最大の問題であるデフレと円高是正の姿勢を明確化して、成長率を押し上げる政策となっている点は評価できる。課題があるとすれば、成長戦略におけるターゲティングポリシーのあり方、さらに規制緩和にどの程度踏み込むかなどが明確でない点だろう。規制改革については「潜在力の発揮を可能とする規制改革」という項目を立てたものの、1パラグラフ、約4分の1ページに止まっており、規制緩和を通じた市場の活用については今後の具体化が望まれる。上でも述べたがTPP関連政策や法人税率引き下げなどの具体化も待たれよう。

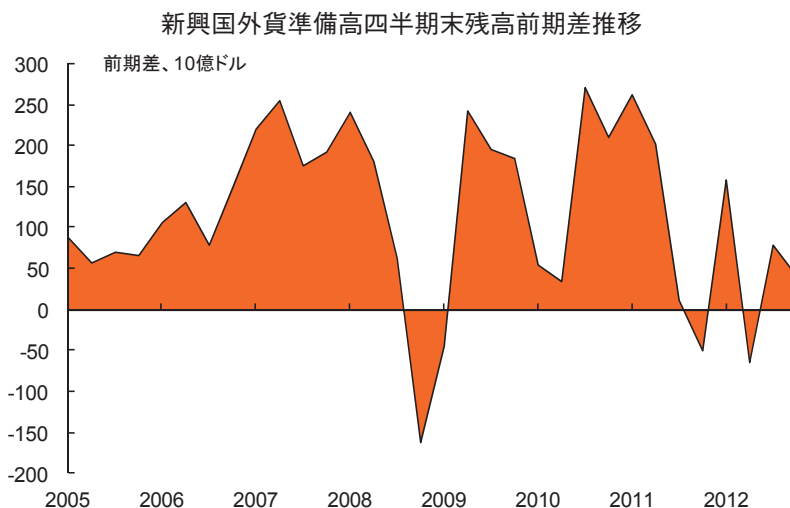
メインシナリオとしては大きな問題は発生しないとみているが、ダウンスайдリスクがあるとするれば、安倍政権の大きな政府路線(高額所得者増税や相続税の引上げとデフレ脱却の増収効果で比較的大きな規模の政府を維持してゆく方向)の下での、財政赤字・政府債務の増加に対する長期金利の反応が上げられるかもしれない。こうしたリスクを回避する上では、早期のデフレ脱却に実際に成功すること、中期的財政再建プランの呈示、エネルギー政策が貿易収支に与える影響などが重要なポイントとなってくるだろう。

(2) 温度差を残しつつ国際経済・金融情勢は安定化へ

以上のように、中長期の成長政策といった点に不透明要因を残しつつも、「アベノミックス」は少

なくとも当面の1-2年については景気にポジティブな影響を及ぼす可能性が高い。但し、それもあくまで国際経済情勢の安定があつてこそ、である。

主要地域・国の経済情勢を展望すると、新興国は、地域・国の格差を残しつつ大きな方向性としては回復してゆく想定される。第一に、中国などは低所得層向け住宅など政府が固定資本投資を増やすことによって軟着陸を果たす可能性が高い。第二に、2012年と比較して新興国を巡る資本移動が安定してきている。主要新興国(BRICsに韓国を加えたもの)の外貨準備の増減をみると、2012年には外貨準備



出所：各国中央銀行

が減少する四半期がみられた。グローバルなリスク回避傾向の中で、資本が流出傾向となり、過剰な通貨の下落を抑制するため、外貨準備を取り崩して介入をしたことが重要な要因であり、一定の金融引き締め効果を持った可能性が高い。しかし、2012年後半以降は外貨準備が増加し始めており、2013年にかけて新興国は回復傾向に向かう可能性が高いことを示唆していると考えられる。

欧州については、欧州中(ECB)が2012年8月に条件付ながら、スペインなどの国債について上限を設けずに購入する政策(OMT)を打ち出し、政府にとっての「最後の貸し手」となる姿勢を明確にしたことから、周辺国の債券利回りが急騰し、最終的にはユーロ圏からの離脱が議論となるような「メガリスク」が発生する可能性はかなり限定されたと言えよう。ただ、欧州では、政赤字削減を継続せざるを得ない国が多い上、金融機関のバランスシートの圧縮がしばらく続くと思われる。いわゆるデレバレッジが続く中で、設備投資や住宅投資といった民間投資が低迷すると予想されるため、2013～2014年とゼロを挟んだレンジでの低い成長が続くとみられる。

こうした中で、最も変化しうるのは米国ではないかと考えられる。2013年前半は米国も財政の崖の影響で成長率が抑制されるとみられる。財政の崖の影響は赤字カットの規模と、解決に要する時間の長さで決まるが、GDP比2%程度の財政赤字カットとなり、解決が2月中下旬までかかる想定すると、景気への悪影響は1%強となるとみられる。FRBが2012年12月12日の公開市場委員会で量的緩和第3弾の強化に踏み込んだ理由はこのマイナスの衝撃を弱めるためであったとみられる。

しかし、広く知られているように、米国では極めて低いレベルからではあるが、住宅価格が回復し始めており、家計の純資産も増加に転じている。これは今回の米国発の金融危機の中核的な問題(住宅の過剰投資、住宅価格の下落、家計と金融機関のバランスシートの縮小)に関して、完全解決とまではいわないまでも、最悪期を過ぎつつあることを意味している。財政の崖の悪影響が一巡してきたとき、住宅投資や企業投資の緩やかな上昇局面に入る可能性が高まっている。

以上を考えると、2013年前半は米国の政策の組合せは財政緊縮・金融緩和という典型的な低金

利・通貨安型の組合せになるが、年後半に入ると、民間の資金需要が底打ちに向かうため、FRBが金融緩和を継続していても、米国の長期金利はゆっくりと上昇に向かう可能性があることを意味している。米国における景気回復と長期金利上昇は、ドル高傾向やイールドカーブのステイプ化などを通じて、日本の経済にプラスに働くと共に、長期金利と株価の底打ちの要因となつてこよう。

(3) 2013-14年の日本経済見通し

求められる成長エンジンのスイッチ

2012年の日本経済は7-9月期GDPが年率3.5%のマイナス成長となるなど、年後半は停滞色が強い状態となった。背景には外需の悪化がある。しかし、上で分析したとおり、2013年には、アベノミックスのもとでデフレ脱却にむけた政策対応が強まり、財政・金融政策両面から景気刺激策がとられる。さらに、年後半には消費税引き上げ前の駆け込み需要により、消費、住宅投資が増加することになろう。この間、海外景気も米国、アジア新興国を通じて持ち直してくるため、を受けて外需も下げとまると予想される。したがって、年度で2.3%、暦年でも1.5%程度の成長となると予想している。

問題は2014年である。復興関連支出がピークアウトする中、消費税の引上げも予定されており、財政政策の効果はマイナスに転ずる。このため、日本経済は外需のサポートを必要とすることになる。現段階での予測としては、(1)米国経済の回復、(2)アベノミックスの下での日銀の金融緩和強化による過剰な円高の是正を前提として、2014年には外需が回復傾向となり、財政政策がマイナスに転ずることによる内需の鈍化をある程度相殺すると考えている。消費税引き上げのマイナス効果が0.7%程度は働くため、前年と比較して成長率が加速するという展開までは予想できないが、年度で0.7%、暦年で1.5%成長と持ち応えるという展開をメインシナリオと考えている。大きな構図としては2013年までは財政主導の回復の後、2014年に入り、外需が改善し、それが民間需要に波及する形の

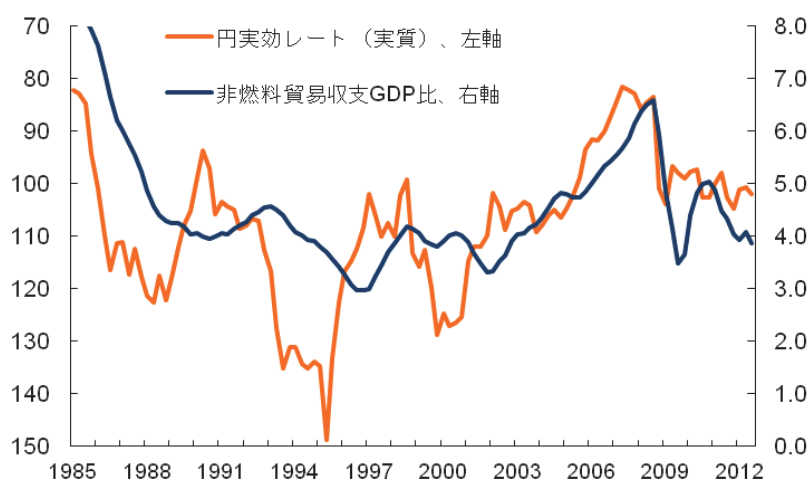
世界経済見通し

世界 先進国 新興国	2012年		2013年		2014年	
	GDP	CPI	GDP	CPI	GDP	CPI
世界	3.1	3.2	3.2	3.3	3.9	3.3
先進国	1.2	1.9	1.0	1.6	1.9	1.8
新興国	4.9	4.4	5.3	4.8	5.7	4.8

米国	2.3	2.1	1.6	1.7	2.8	1.8
ユーロ圏	-0.4	2.5	-0.4	1.9	0.8	1.6
英国	0.9	3.2	-0.1	2.3	2.2	2.0
日本	1.7	-0.1	1.5	0.0	1.5	1.7
中国	7.7	2.6	8.1	3.0	7.7	3.5
ブラジル	1.1	5.8	3.6	5.6	3.4	6.0

出所: BofAメリルリンチ・グローバルリサーチ

円実効レートと貿易収支（鉱物性燃料除く、GDP比、%）



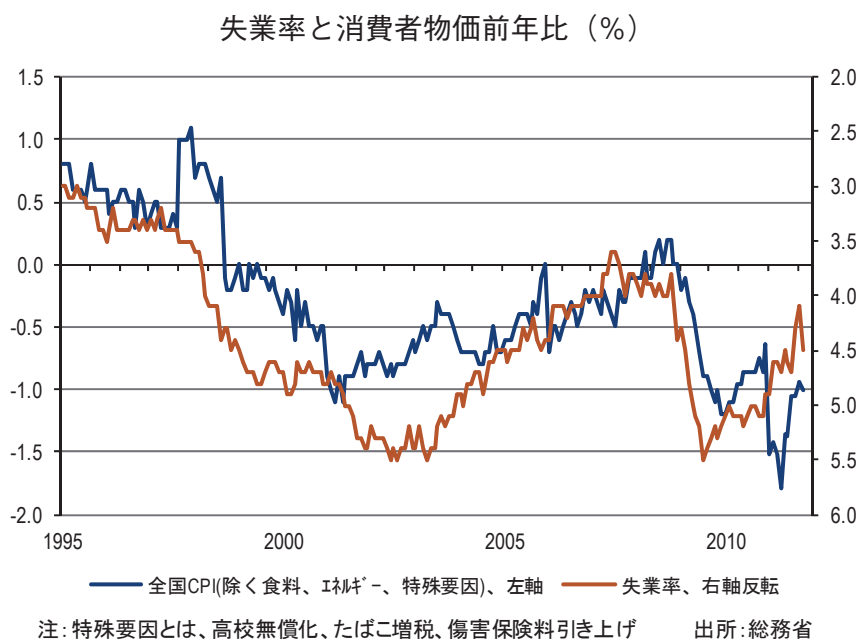
出所: 財務省、日銀

成長にスイッチする展開を予想している。

インフレ率は2014年に小幅のプラスに転換の可能性

ベビーブーマー世代が2012年から65歳に達し始め、労働力人口の現象ペースがやや速まりつつあることから、日本の潜在成長率は1%を下回っている可能性がある。したがって2012～2014年の成長率が上記のメインシナリオに近い内容となった場合、需給ギャップの縮小が緩やかに続くと見られる。ただ、消費者物価(エネルギー・食品を除くベース)がプラスに転換するには失業率が3.5%近辺にまで低下することと、円レートの安定が続くことが必要であり、これらの条件がそろうのは2014年と予想している。エネルギー・食品を除く米国型のコア消費者物価の上昇率については、2012年に前年比マイナス0.7%、2013年に同マイナス0.3%とデフレが継続した後、2014年に消費税引き上げの影響を除くベースで0.3～

0.5%となると予想している(消費税の影響を含めると2.0%)。生鮮食料品のみを除く(したがってエネルギーを含む)日銀のコア消費者物価についてはエネルギー価格の動向次第で2013年にほぼゼロ、2014年には、消費税の影響を除いても小幅プラスになる可能性はある。しかし、なお日銀として金融緩和からの出口は視野に入らない公算が大きい。



経常赤字・債務危機の可能性

足下のデータはエネルギー輸入の高止まりと円高の影響から日本の経常黒字が予想よりも縮小していることを示している。日本の経常黒字は2012、2013年にはGDP比1.0～1.5%に止まり、2014年にやや回復するものの同2%前後に止まると予想される。ただ、経常赤字化は避けられる見通しであり日本全体としてはなお貯蓄超過であるため、復興や景気刺激のために一時的に拡張的な財政政策をとっても、長期金利の急騰など財政危機の発生は避けられると予想している。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

デフレ脱却に必須の成長戦略

東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト 加藤 出

デフレからの脱却を望む人は多く、安倍政権も日銀にその実現に強く求めている。しかし、日銀が12月に実施した「生活意識に関するアンケート」によると、85%の人々が「物価上昇はどちらかというと好ましくない」と答えている。これはどういうことなのだろうか？デフレ脱却のためには、当然ながら物価が上がる必要がある。

多くの日本国民が切実に願っているのは、単なるインフレではなく、実質所得の増加なのだと思う。給料が上がらないのに、物価だけ上がったら、将来不安が高まって、実質消費はかえって慎重化する確率が高い。

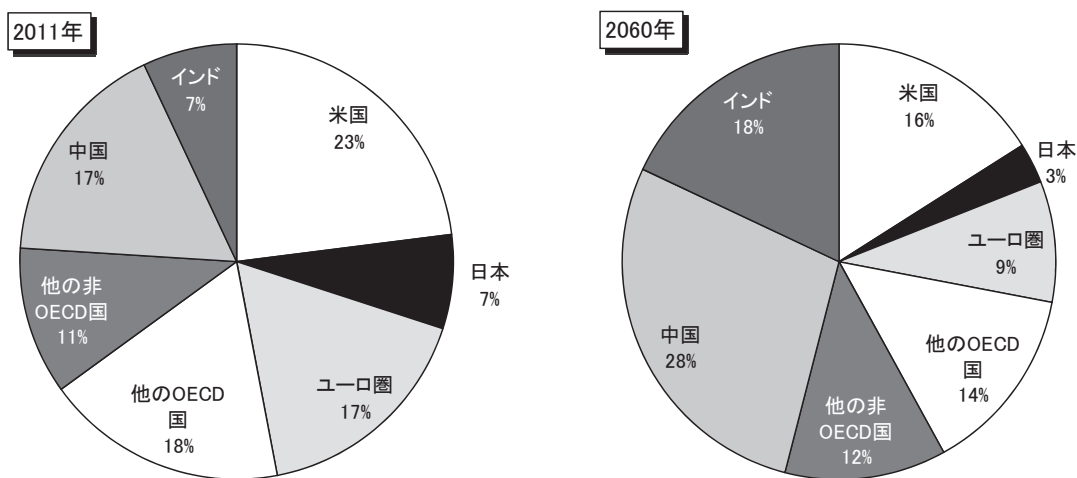
日銀の資金供給が足りないからデフレが長期化しているのだろうか？実は日銀は既にかかなりの緩和策を実施している。日銀は見せ方が愚直で控えめなため、金融緩和をあまりやってこなかったように誤解されている。しかし、12月までに決定された緩和策が予定通り2013年末までに実施されるなら、日銀総資産のGDP比は40数%になる。超低金利政策が始まる前の1990年代前半までのその比率は、長く10%前後で推移していた。よく2008年のリーマン・ショックの際の日銀の資産膨張は米FRBよりも著しく消極的だったと批判する声が聞こえるが、日銀のバランスシートは経済規模比で既にFRBよりも遥かに巨大だった。FRBが今年末までいわゆる「QE3」を継続しても、FRBの年末の総資産はGDP比25%前後だろう。

また、「流動性のわな」のような状態も起きている。紙幣とコインを合わせたキャッシュの流通残高のGDP比は、現在20%前後だ。G7の中では異様に大きい。預金金利がゼロ%に近くなった90年代後半から日本のその比率は異様な上昇トレンドを示し続けている。ユーロやドルの紙幣は、円と異なって、非居住者も多く持っている。それを考慮すれば、居住者一人あたりのキャッシュ保有高は、日本は米国の4倍以上になるだろう。家庭に眠っているお札の中には、1980年代までに発行されていた古いお札もある。もし政府が、それらは1年以内に通用しなくなると宣言すれば、消費や実物投資を一時刺激する可能性はある）。

企業が今の有利な低金利環境を生かさないで日本国内で設備投資を積極化させないのは、人口減少の影響も大きい。人口が増えて行く社会では、企業がもし過剰な投資を行っても、数年経てば、経済の拡大によって、その過剰な部分は吸収される。つまり、「結果オーライ」になる。数年前までの中国がまさにそれだった（目をつぶって「根性」でエイヤっと設備を拡大したものが勝利を得てきたが、今は中国経済も中成長に移行しようとしているため、さすがにそうはいかなくなっている）。日本のように、人口が減る社会で、もし企業が投資を過剰に行ってしまうと、その失敗がいつの間にか成功に転じる幸運に恵まれる確率は限りなくゼロに近い。このため、企業は設備投資に慎重になりやすい。

このように、日本の問題は、中央銀行による資金供給が不足してきたことにあるのではなく、中央銀行が供給した莫大な資金が有効に活用されない成長期待の低さにあると考えられる。「アベノミクス」は、円安、株高の流れのきっかけを作ってくれたが、日本経済を本質的に改善するためには、政府による構造改革、成長戦略によって、日本経済が健全に成長していくイメージを家計や企業に抱かせることが非常に重要である。

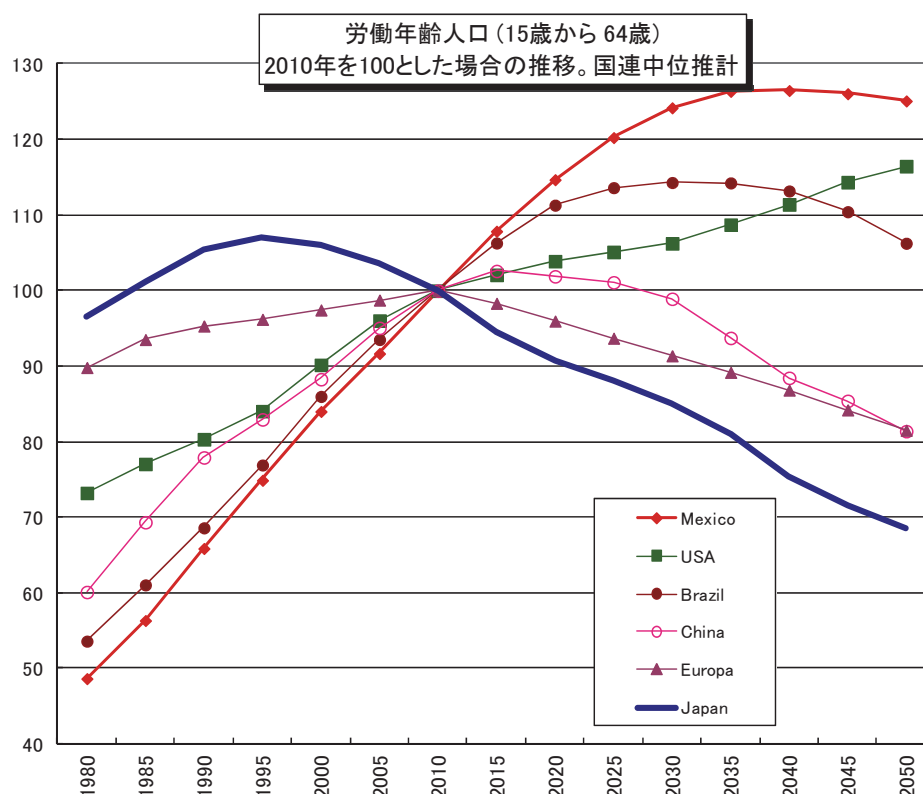
世界経済における日本経済の「立ち位置」を概観してみよう。OECDが昨年11月に発表した長期経済予測によると、購買力平価ベースの日本のGDPの世界におけるシェアは、2011年7%、2030年4%、2060年3%と縮小していく。米国、ユーロ圏、日本を合わせたシェアも低落傾向で、2011年47%、2030年34%、2060年28%である。一方、中国、インドを合わせたシェアは、2011年24%、2030年39%、2060年46%と拡大基調だ。つまり米欧日と中印のプレゼンスが見事に入れ変わることが予想されている。日本のような人口減少社会では、消費のパイは縮小しやすいため、新興国の中間層の需要拡大を狙うことは非常に重要となる。



英国のエコノミスト誌が昨年発表した2050年の経済予測は日本経済に対してより悲観的だった。購買力平価ベースの世界のGDPに占めるシェアは、日本は2010年は5.8%だったが、2050年は1.9%に縮むという。筆者はその様子は悲観的過ぎるように思われるが、同誌は日本の人口減少の悪影響をかなり強めに見ているようだ。

もっとも労働年齢（15～64歳）人口ひとりあたりの成長率は実は日本は優秀である。米国、ユーロ圏、英国よりも、過去10年、日本のそれは高い水準にあった。働くわれわれ一人一人の生産性が欧米を凌駕していることは誇らしく思うべきだが、労働年齢人口は1995年をピークに世界に類をみない勢いで減少している。先行きもその勢いは続いていく。働く人の数が減っては、全体の成長率は鈍化してしまう。その点、米国は先進国では希有な国で、労働年齢人口は2050年まで見渡しても

増加を続けていく。金融・不動産バブル崩壊以降の足取りは、いずれ米国と日本とでは決定的に異なってくるだろう。



労働年齢人口に対する0～14歳と65歳以上の人口の比率も経済には大きな影響を与える。この比率が下がると、家庭における働かない人の比率が下がるので、消費が活発化する。よく言われるように、それは「人口ボーナス」と呼ばれる。

日本のその比率のボトムは1990年、ちょうどバブル経済のピークだった。多くの日本人は、当時の経済ブームの要因のひとつに人口ボーナスがあったことに気づかずに、そのブームが永遠に続くと思っていた。国連の予想によると、日本のその比率はどんどん悪化し、2050年には96%になる。働く人と働かない人の比率が100に近づくという状況では、財政は成り立たない。おそらく、現実には、65歳を超えても働き続けなければならない人が多数でてくるだろう。

日本の政府債務（グロス）のGDP比は200%を超えて世界最悪となっている。今後も増加が見込まれている。しかし、歴史を紐解くと、英国の政府債務残高は、1819年対GDP比で337%に達したことがある。しかし、1世紀後の1914年にその比率は29%まで改善した。その話を聞くと、「なんだ、日本もまだまだ大丈夫じゃないか」と思われるだろう。しかし、英国の財政状態が劇的に改善した最大の要因は、産業革命と人口増加にあった。日本でこれから産業革命のような爆発的な生産性向上と経済のパイの拡大が起きる可能性は低いだろう。また、前述のように、日本は人口増加ではな

く、減少の問題で苦しんでいる。1800年代の英国よりも厳しい状況にある。

赤ん坊から最高齢のお年寄りを並べた場合、真ん中にいる人の年齢が「メディアン年齢」と呼ばれる。日本のそれは現在およそ45歳である。中国は34歳、インドは25歳、ブラジルは29歳、メキシコは27歳だ。その差は、街を歩いていても実感できる。東京の新橋、神田では夜遅い時間に酔っぱらった中年サラリーマンの姿を多数見かける。しかし、そういった新興国でおじさんの群れを見かけることはまずない。

メディアン年齢（国連中位推計）

	日本	米国	中国	インド	ブラジル	メキシコ
1950	22.3	30.0	23.9	21.3	19.2	18.7
1955	23.6	30.2	22.5	20.6	18.9	17.9
1960	25.5	29.6	21.8	20.0	18.6	17.2
1965	27.3	28.4	20.4	19.4	18.2	16.7
1970	28.9	28.2	19.7	19.2	18.6	16.6
1975	30.4	28.8	20.6	19.7	19.4	16.8
1980	32.6	30.1	22.1	20.2	20.3	17.5
1985	35.1	31.5	23.6	20.6	21.3	18.6
1990	37.4	32.8	25.0	21.1	22.5	19.9
1995	39.6	34.0	27.2	21.7	23.9	21.6
2000	41.4	35.1	29.6	22.6	25.3	23.4
2005	43.1	36.0	32.1	23.7	27.0	25.1
2010	44.7	36.6	34.2	25.0	29.0	26.6
2015	46.6	37.2	35.6	26.5	31.3	28.3
2020	48.6	37.9	37.1	28.1	33.6	30.1
2025	50.6	38.7	38.9	29.9	35.8	32.2
2030	52.2	39.5	41.1	31.7	37.9	34.2
2035	53.5	40.3	42.8	33.5	39.9	36.1
2040	54.4	40.8	44.1	35.3	41.9	38.1
2045	54.9	41.2	44.9	36.9	43.8	40.0
2050	55.1	41.7	45.2	38.4	45.6	41.8

日本の家電メーカー、ソニーは、かつては、今のアップルのような魅力溢れる企業だった。ソニーがウォークマンを開発したのは1970年代後半だ。当時の日本のメディアン年齢は31歳だった。31歳が真ん中の社会に比べ、今のような45歳が真ん中の社会では、革新的な発想は生まれにくいだろう。

かつてアップルのスティーブ・ジョブスは「収益向上にとって必要なのはコストカットではない。イノベーションだ」と述べていた。しかし、近年の日本の大企業では、働く人の平均年齢が上昇してきた結果、それとは逆の動きが増えてきたように見える。幹部が残りの在任期間を逆算で数えて、長期的な成長のために必要なリスクはとらず、コストカットで収益を支えようとする傾向が近年の日本企業に多くみられた。若手社員の数が減ると、そういった経営に異議を申し立てる空気が生まれてこない。それは賃金削減を招き、経済全体では消費が停滞して企業業績はさらに悪化するという合成の誤謬を起こした。労働者の間では賃金デフレ予想が強固に定着してしまった。従来

は日本企業の方が欧米企業よりも長期的な戦略を持っていると言われたものだが、最近では、オーナー経営者が多いアジアの新興企業の方が、長期的観点でアグレッシブな戦略を展開している。

もっとも、高齢化をポジティブに利用することは工夫次第では可能とは思われる。日本は世界で最も早い速度で高齢化が進んでいるだけに、高齢者のニーズをつかんだ、医療・介護用品の開発はうまくやって行ける可能性がある。今後、先進国や中国でも高齢者が爆発的に増加する。特に中国には、富裕層の高齢者が多数現れるだろう。彼らの需要は、日本にとって大きなチャンスである。

労働年齢人口の減少を補う政策として、①ひとりあたりの生産性を高めるための教育制度の拡充、②長期的な出生率の向上、③女性の労働市場参加率の向上、④スキル・経験の豊富な高齢者の活用、といったことが必要である。さらに移民の検討もタブー視はできないだろう。

優秀な人材を取り込むための国際競争が起きていることには注意が必要である。オバマ米大統領は2011年5月に、移民を制限しようとする共和党に対抗するために、「グーグル、インテル、ヤフー、イーベイは、皆、移民が起業した。次のグーグル、インテルが、中国、インドにできないように望む」と述べた。また、ダラス連銀は「政府債務がGDP比50%のとき、選別的移民政策で40～44歳の高技能の移民を1.6百万人受け入れれば、財政は5年で均衡、最後には政府債務は消滅する」と説明している（2010年年次報告書）。保守的に見えるドイツでも、連邦議会の「移民制度改革に関する委員会」が10年ほど前に次のような見解を表明していた。「19世紀に大国が領土と天然資源をめぐって競い合っていたように、現代の大国はブレインパワー、つまり、国際経済のエンジンとなる科学者や技術者、起業家、有能な経営者を求めて競い合っている」（フォーリン・アフェアーズ・リポート2011年4月号）。

その点、シンガポールが行っている移民政策、高齢化対策には参考になるポイントが多々ある。シンガポールの最近の失業率は2%程度と非常に低い。同国政府は、国民の雇用機会を維持しつつ、経済成長を促進させるための選択的な移民政策を行ってきた。同国経済に貢献しそうな生産性が高い人物は歓迎するが、そうでない人には就労許可が降りにくいというシステムである。

2010年以降は、急激な流入を抑えるためと、国内労働者の雇用機会を守るために、審査基準が一段と厳しくなっている。外国人向けの、管理・専門職向け許可証「EP」と中技能向け許可証「Sパス」の審査も昨年から厳格化した。低技能向け許可証「WP」の発行も絞られている。「WP」保持者は技術試験を課せられ、熟練労働者と非熟練労働者に分類される。雇用者に課せられる外国人雇用税は前者と後者と異なってくる。また、「EP」「Sパス」保持者が配偶者、子供を帯同する場合の基準が昨年7月から引き上げられ、月給が4,000シンガポール・ドル以上であることが必要となった（参考：ジェトロ通商弘報7月19日、10月1日号）。10月25日には「Sパス」の発行をさらに厳しくする方針が発表された。裏返していえば、それだけ、シンガポールで働きたがる人が増加しているといえる。

シンガポールでは今後20年の間に高齢化が急速に進むと見られている。昨年9月にシンガポール政府は高齢化問題に関するレポートを発表した。それを叩き台に国民の意見を集め、高齢化対策の政策が今年決定される。同レポートは、経済成長は、「労働力の増加」＋「生産性の増加」で実現される、と説明している。前者の労働年齢人口が減ることに関しては、今後も選択的移民政策で調整を行っていく方針が示されている。

後者の生産性に関しては、資本とイノベーションが2大要因となる。ひとりあたり資本を伸ばして、設備などの能力を高めていければ、ひとりあたりの生産は増加する。また、イノベーションを起こせる若い才能を活用できれば、労働力減少の悪影響を補っていける。

OECD加盟国の高所得国で、1990～2010年にかけて、メディアン年齢が35歳以上だった国と、35歳未満だった国の全要素生産性の伸びを比較すると、後者が前者を圧倒的に上回っている、と同レポートは述べている。メディアン年齢が上昇した社会ではイノベーションが起きにくくなるという指摘は、日本に正に当てはまっている。

先日のシンガポール出張時に、香港、上海、シンガポールでそれぞれ長く働いた経験を持つ中華系ビジネスマンに、「仕事や生活の上でどこが一番よいか？」と尋ねてみた。彼はシンガポールだと即答した。理由としては、①政治が安定しており、政府はビジネスを発展させるために戦略的に動いている、②犯罪が少なく家族にとっても安全である、③所得税が低い、④先進国並みの生活スタンダードがある、⑤空気汚染がない、などの点がよいという。

世界銀行/IFCが昨年10月に発表したビジネスを行い易い国のランキングでは、世界185か国の中で、シンガポールは7年連続の1位に輝いていた。2位香港、3位ニュージーランド、4位米国、5位デンマーク、6位ノルウェー、7位英国、8位韓国で、日本は24位である。シンガポール政府は、優秀な移民を招き入れて国家を成長させるための下地をしっかりとつくっている。

日本経済の長期停滞の原因が、本来は循環的に回復すべきときになんらかの一時的な障害によってそれが妨げられていたというのなら、財政・金融政策によるカンフル剤でその障害を吹き飛ばすのは有効な手段となる。しかし、上記のような高齢化から生じる問題や、あるいはアジアのライバル企業の猛烈な追い上げによる日本企業（家電など）の競争力低下といった問題が存在する中では、財政・金融政策によるカンフル剤だけでは状況の改善は一時的なものにとどまってしまうだろう。

筆者は日本人の勤勉さ、生真面目さが今後も日本経済を支えていくと信じているのだが、政治が長期的な戦略を描けずに今後も迷走するようなことがあると先行きは楽観できなくなる。

マーケット・アウトLOOK

歴史的債券低利回り局面は終焉を迎えるか？

野村證券株式会社 投資調査部 シニアエコノミスト 美和 卓

【世界的・歴史的低利回りが実現した2012年】

2012年は、主要な先進国において長期債利回りが歴史的水準まで低下した年であった。米国財務省証券10年債利回りは、7月に歴史上最低となる1.38%まで低下した。このほか、ドイツ連邦債、英国国債においても、長期債利回りは史上最低記録を更新している。

長期国債利回りの歴史的低下と並行して、短期国債利回りが一部先進国でマイナス圏まで低下したのも特筆される。2012年7月にかけて短期債利回りがマイナスを記録した国には、スイス、デンマーク、ドイツ、フィンランド、オランダがある。

世界的・歴史的な長期債利回り低下の主因となったのは、欧州債務危機であった。ギリシャ、スペインなど、ユーロ圏周縁国の財政不安の高まりから、それら諸国の国債市場からの資金逃避が生じ、逃避資金が相対的に信用力の高い先進国国債市場に流入したことが、歴史的な利回り低下を引き起こしたと考えられる。

世界的な長期債利回り低下と連動して、わが国国債利回りも大きく低下した。多くの先進国において長期国債利回りが史上最低を記録した7月には、わが国10年国債利回りは、0.72%まで低下した。12月の総選挙直前には、9年ぶりとなる0.6%台まで低下するなど、2003年に記録した史上最低水準こそ更新しなかったものの、わが国長期債利回りも他の先進国と同様に歴史的な低水準で推移した。

図表 1 主要国10年国債利回り推移



【政権交代を契機とした利回り上昇】

2012年12月の総選挙では、自民・公明両党が325議席を獲得し圧勝した。総選挙の結果誕生した安倍政権が、円高是正を通じたデフレ脱却を強く打ち出していることへの期待から、為替市場においては、円安が進行している。2013年年初には、米国のいわゆる「財政の崖」現実化が回避されたこともあり、円相場は対ドルで1ドル=88円台まで下落した。

同時に、安倍政権は、景気浮揚に向けた大型補正予算の編成を示唆するとともに、中長期的にも災害対策やインフラの老朽化に対応した大規模な公共事業実施の可能性に含みを残している。

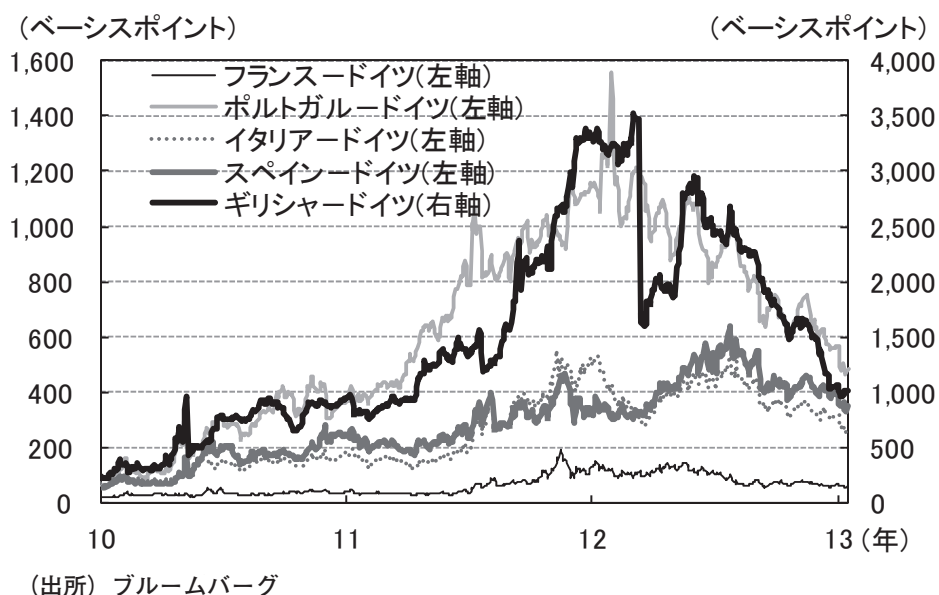
円高是正とそれを通じたデフレ解消期待は、中長期的なインフレ予想の上昇を通じて長期債利回りを押し上げ始めている可能性がある。また、短期的な景気対策や中長期的な大規模公共事業に向けた財政支出拡大への思惑は、債券需給を悪化させるとの懸念を浮上させている。こうした動きを背景に、総選挙以降、わが国長期国債利回りは上昇に転じており、2013年年初にかけて10年国債利回りは0.8%台まで上昇した。

【世界的なリスク回避傾向も終息】

世界的にみても、2012年に歴史的な長期債利回り低下の主因となった欧州債務危機は、小康状態にある。2012年9月6日にECB(欧州中央銀行)が発表した国債買い取り策が市場に一定の安心感をもたらしている上、ギリシャの財政再建達成期限が延長され財政支援継続の見通しが立ったことなどから、2012年に焦点となったユーロ圏周縁国の財政不安が後退している。ユーロ圏全体で金融機関の監督を一元化し、域内全体の安全網であるESM(欧州安定メカニズム)から金融機関への公的資金投入に道を開く銀行同盟について一定の前進がみられたことも評価されている可能性がある。

先述の通り米国の「財政の崖」が回避され景気回復が継続する期待が高まったこと、中国をはじめとする新興国経済にも持ち直しの機運がみられることなども相まって、これまで一部先進国の長期国債利回りを低下させてきた金融市場の「リスク回避傾向」は終息しつつある。こうした点からも、わが国長期国債利回りが今後上昇に向かうのではないかと懸念が芽生えつつあるとみられる。

図表 2 ユーロ圏諸国国債利回りの対ドイツ連邦債スプレッド(10年満期)



【問われる新政権の財政・金融政策の実効性】

わが国長期国債利回りが歴史的な低水準を脱し、上昇に向かうかどうかの試金石となるのは、安倍新政権下の財政・金融政策が真に実効性を持ち、経済の成長力底上げとデフレ脱却という実を結ぶかどうか依存していると考えられる。

インフレ目標2%を掲げた政策連携協定を日銀との間で締結するとした政権公約は実現に向けて動きは始めているようにみえる。また、それを織り込む格好で、円安が進んでいる実態もある。しかし、これまで累次にわたる金融緩和を通じた資金供給の拡大によっては、需要の押し上げとデフレ解消が必ずしも実現しなかった。「インフレ目標2%」の設定が形式的に実現しても、それに現実味が伴わなければ、いずれ金融市場に失望感が生じ、円安傾向が反転したり、また、それにより将来のインフレ予想が低下することを通じて、長期債利回りが低下へと逆戻りする可能性もあろう。

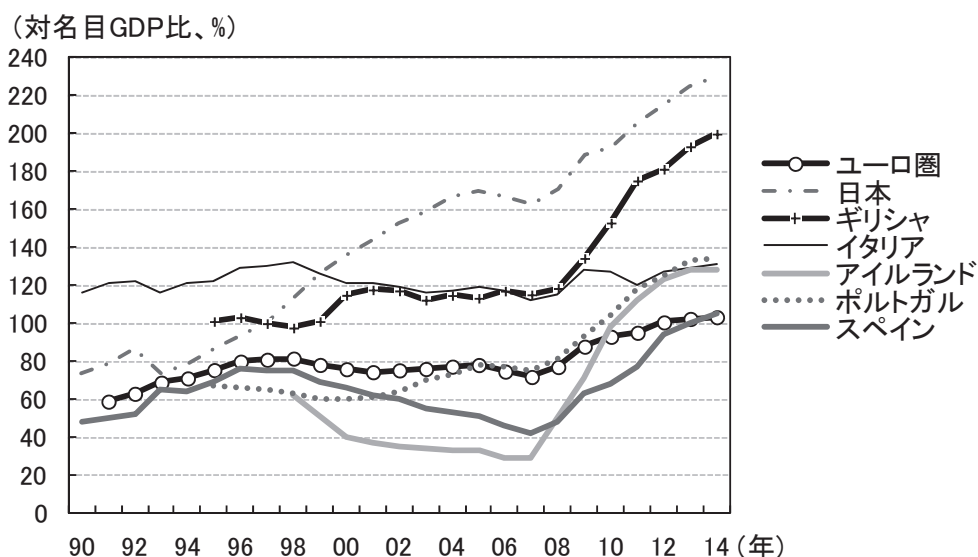
2013年は翌2014年4月に控えた消費税率引き上げの是非を判断するタイミングであるだけに、景気底上げに向けた大規模な財政支出拡大が許容されやすいとの見方も根強い。しかし、政府与党内にも、財政不安に対する警戒感や世論の根強い「無駄遣い批判」に呼応して、財政支出の規模を単純に上積みすることに対する抵抗が少なからず存在していると考えられる。2012年末に10年国債利回りが0.8%台に乗せたタイミングで政府・与党内部から「公債発行抑制」に関する指示や発言が飛び出してきたのは、その証左であろう。

【残る「リスク回避」の種】

2012年に世界的かつ歴史的な長期国債利回り低下をもたらした「リスク回避」要因も、完全に消滅したわけではないと考えられる。

欧州債務問題は、前述のような一定の政策対応の前進から、小康状態に入っている。しかしながら、厳しい財政緊縮などを背景とした実体経済の悪化がかえって税収の大幅な減少をもたらし、財政再建のスピードを遅らせてしまう悪循環は解消されていないと考えられる。財政不安を抱えるユーロ圏周縁国の政府債務残高のピークアウトが展望できない状態は、継続する可能性が高い。

図表 3 ユーロ圏諸国の一般政府債務残高



(注) 2011年までは実績。それ以降は、OECDによる予測値。

(出所) OECD (経済協力開発機構)

財政緊縮を背景とした実体経済の低迷は、ユーロ圏周縁国のみならず、ドイツ、フランスといった主要国においても、緊縮財政路線に対する世論の支持を低下させる傾向がみられはじめている。これまでに整備されてきた欧州債務問題に対するセーフティーネット(安全網)が、相対的に信用力の高い主要国の負担に依拠しており、それ自体も主要国の財政に対する負荷となる懸念がある。2013年は、9月ないし10月に想定されるドイツ総選挙を契機としてドイツの財政運営路線が修正される可能性があることなどから、債務問題や財政不安が周縁国から主要国に広がりをもよおさせる恐れもある。

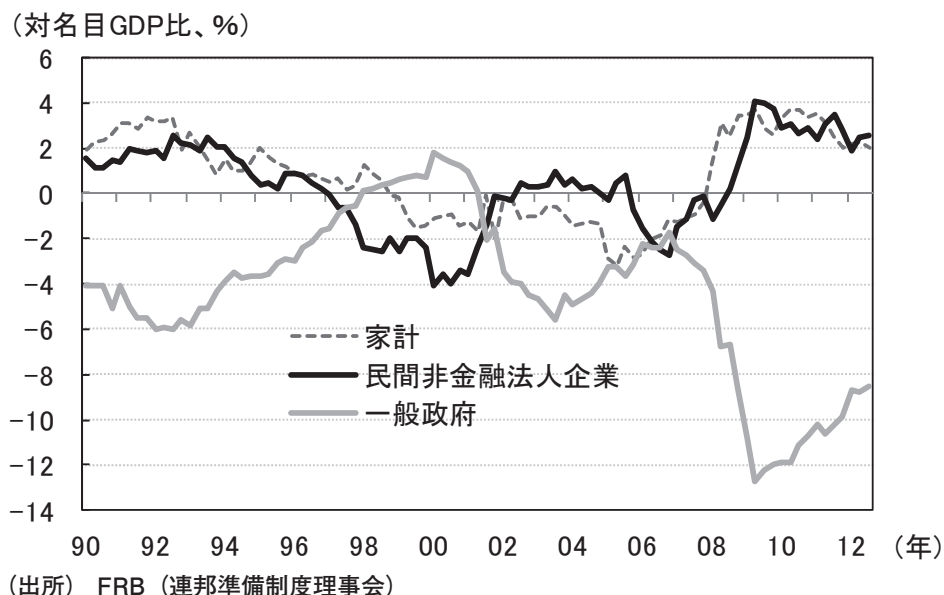
【米国経済の構造変化とFRB(連邦準備制度理事会)の金融政策】

いわゆる「財政の崖」が回避され、景気楽観論が台頭しやすくなったと考えられる米国経済においても、2008年のリーマンショック以降に生じた構造調整圧力が残存し、景気下押し圧力となる恐れが残されていると考えられる。

足元の米国経済指標においては、個人消費、住宅投資といった家計関連指標が全般に好調に推移する一方、生産、景況感をはじめとする企業関連指標が弱めの動きを続ける傾向がみられる。特に、非金融法人企業の設備投資は、リーマンショック以降一貫して企業の手元資金の範囲内に抑制され続けている。こうした企業の慎重姿勢は、雇用統計などにあらわれる見かけの数字以上に、企業の雇用拡大や家計への分配拡大を抑制している可能性がある。

設備投資抑制を通じた米国企業の資金余剰傾向は、それ自体が米国債券利回りを構造的に低下させる要因になっている可能性がある一方、米国企業が雇用拡大に慎重な姿勢を取り続けられれば、着実な雇用の回復を条件としている現下のFRB(連邦準備制度理事会)の金融緩和策の時間軸が長期化することを通じて中長期の債券利回りの上昇を抑制する傾向が続くことにもつながりうる。

図表 4 米国経済部門別貯蓄投資バランス

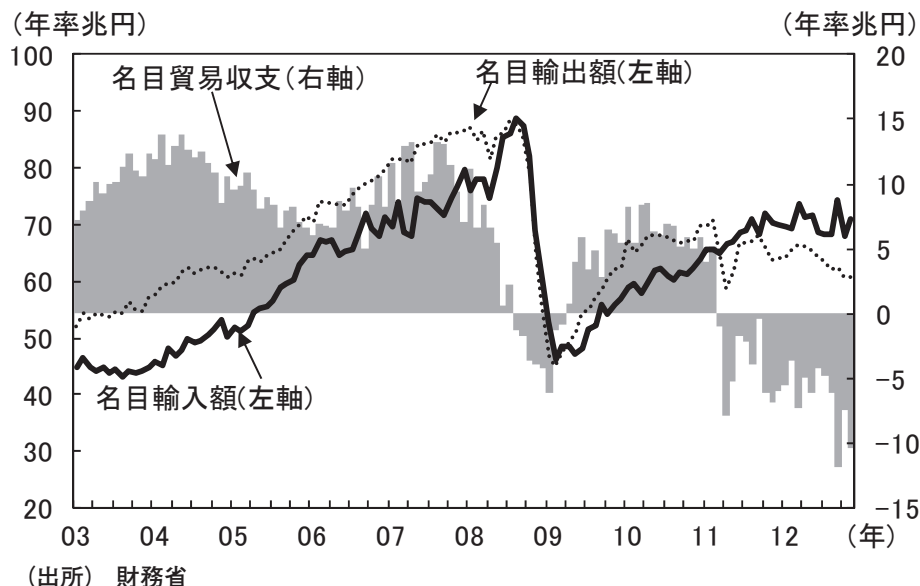


【根強い国内の資金余剰傾向】

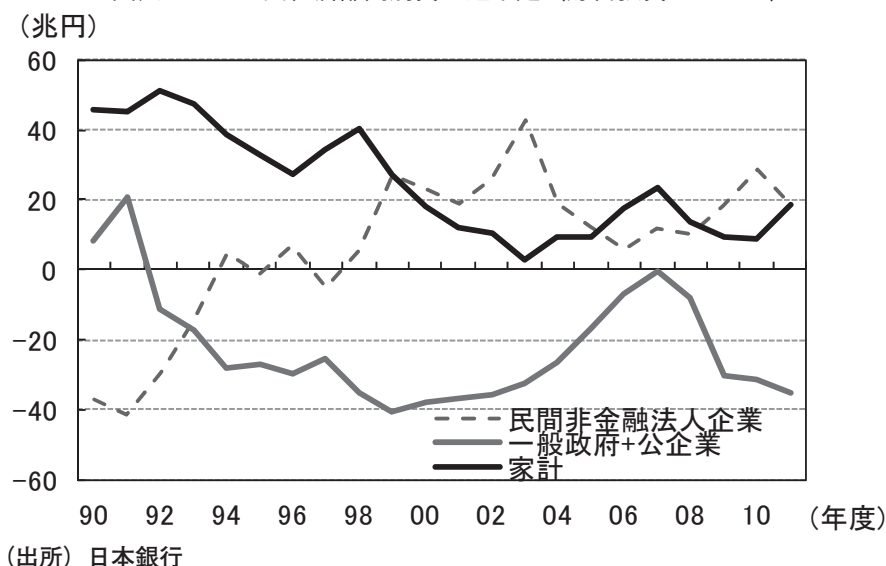
一部では、わが国政権交代に伴う政策期待の高まりや、世界的なリスク回避傾向の終息といったポジティブな要因だけでなく、貿易赤字基調の定着にみられるわが国の対外バランス悪化やその裏返しでもある国内貯蓄減少といったネガティブな要因から、わが国の国債需給の悪化とそれを受け

た長期債利回りの上昇がはじまるのではないかと懸念も生じている。特に、中国における反日デモや日本製品不買運動が激化した2012年9月以降は、貿易赤字が従来と比べて大幅に拡大したことを受け、こうした懸念が強まっているようにも見受けられる。

図表 5 わが国輸出入と貿易収支の推移



図表 6 わが国経済部門別資金過不足（貯蓄投資バランス）

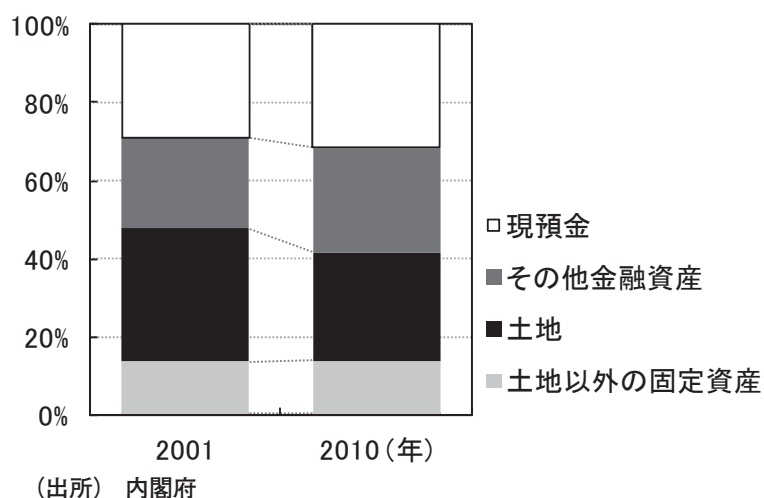


しかし、現段階では家計、民間非金融法人企業を中心とする国内民間経済主体の貯蓄が大幅に減少することなどを通じて、わが国の国債需給の安定が脅かされる懸念は極めて小さいと考えられる。資金循環勘定でみる限り、これまでのところ、家計、企業の貯蓄超過が顕著に縮小している兆候は見受けられない。

もちろん、中長期的にはさらなる人口高齢化の進展により、家計貯蓄がマイナスに転じながら、わが国の経常収支が赤字に転落することは不可避であると考えられる。しかしながら、高齢化に伴って家計貯蓄が縮小したり、マイナスに転換した際に起こりうる資産の取り崩しは、一般的に想

定されているように預貯金を中心とした金融資産からではなく、不動産を中心とした実物資産から発生する可能性が高いと考えられる。実物資産の取り崩し(売却)によって得られた資金は、差し当たり預貯金を中心とする金融資産の積み上げに向かうことから、家計貯蓄のマイナス転換は、直ちに国債需給悪化に繋がるとは必ずしも考えられない。最近10年程度を振り返ってみても、わが国家計資産の構成比は、土地を中心とする実物資産から預貯金を主体とする金融資産へと比重が移行している様子がうかがわれる。

図表 7 わが国家計資産の構成比率の変化



【円安への期待と不安】

注意すべきなのは、2012年12月の総選挙を受けて誕生した新政権が掲げている円高是正やデフレ脱却という政策課題が現実味を帯びてきた場合、実体経済の改善効果より先に、前述したような国内資金循環の構造を大きく変化させることを通じて、国債の需給バランスを悪化させ国債利回りの上昇に結びつきうる潜在的なリスクを有していることであろう。

これまで国内民間部門が潤沢な貯蓄を維持し続けてきたのは、円高を一因としたデフレが長期化する下であって、家計・企業の支出性向が構造的に低下していたためであると考えられる。また、高齢化に伴う家計貯蓄の減少に対し、家計の資産取り崩しが不動産などの実物資産から着手されるのも、デフレ下において実物資産の価格下落予想が根強いことを背景としている可能性がある。

円高是正などを通じてデフレ脱却への期待を強めることは、それ自体が家計や企業の支出性向を押し上げ実体経済の活性化をもたらす側面もある。しかし一方では、家計や企業の資金余剰を顕著に縮小させたり、資産取り崩しの順序を不動産などの実物資産からではなくインフレによって実質価値が低下しやすい預貯金などの金融資産からへと変化させる可能性も生じてくる。特に、円高是正やデフレ解消が国内民間経済主体の期待(思惑)の変化に主導されて実現した場合、実体経済の活性化よりも先に資金循環構造を変化させる効果が先行してあらわれる恐れがある。

2013年の国債市場動向を占う上で、とりわけ、2012年に実現した歴史的な低利回り環境が国債需給の悪化を伴いながら利回り上昇傾向へと転じていく可能性の有無を考える上では、新政権の下で円高是正やデフレ脱却が実体経済の改善とは独立して実現するのではなく、あくまで実体経済の活性化という成果の上に立って実現していくのかどうか、という点に注目していく必要があると考えられるだろう。

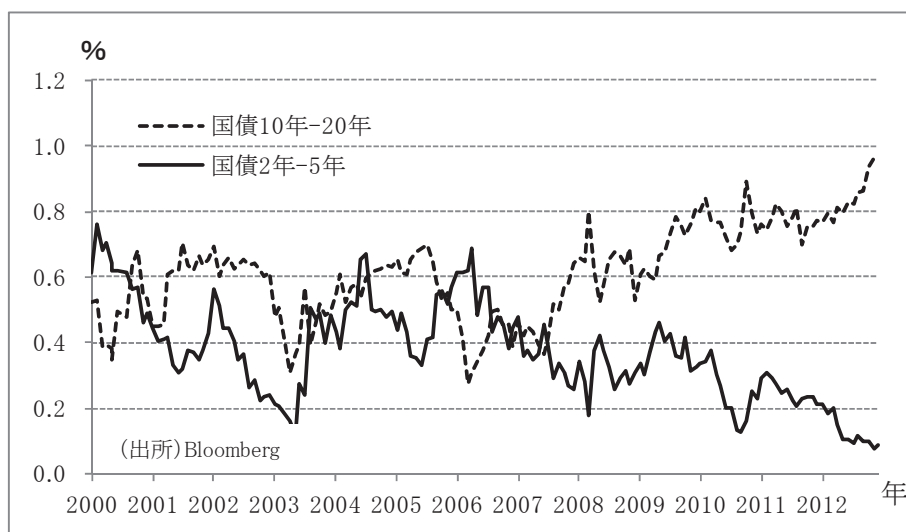
アベノミクスと地域金融機関

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

12月16日の衆院総選挙において自民党が政権に返り咲き、安倍内閣が発足した。衆院解散が事実上決まった11月14日以降、リフレ政策と積極財政を主張する「安倍首相の誕生」を織り込み、市場は円安・株高の反応を見せてきた。政府は日銀法改正も視野に日銀に物価目標を設定した上での大胆な金融緩和策を求めていることを背景に、日銀は1月21-22日の金融政策決定会合で2%のインフレ目標導入を検討する。金融緩和強化により足元の金利は5年程度まで抑えられる一方、財政懸念から超長期ゾーンには金利上昇圧力がかかり、イールドカーブの歪みは進行している（図1）。これにより影響を受けやすいのは、体力が低下している地域金融機関（地銀・第二地銀・信金）であろう。地域金融機関を取り巻く環境変化と今後の課題について考えていくこととしたい。

（図1）10-20年、2-5年スプレッドの推移



1. 預貸率は特に地方で低下

金融機関の基礎的な収益力は国内業務の不振により趨勢的に低下している。都銀は海外業務が収益を下支えしているものの、収益の源泉の多くを国内業務が占める地域金融機関は引き続き厳しい環境にある。地方圏は人口減少と高齢化により地域経済が低迷しており、地元向け貸出が伸びない状況にある（図2）。日銀が公表した都道府県別預貸率（地域金融機関を対象に、預金対比でみた中小企業向け貸出と住宅ローン残高）の変化をみると、全国的な預貸率の低下の中でも地方圏の落ち込みが顕著である。また、地域ごとには預貸率50%未満が25道県に上り（10年前の6倍以上）、そのうち40%に満たないところが5県（青森・秋田・宮城・福島・山梨）あった。主に東日本大震災の影響で復興資金流入により預金増加したものの、復興の遅れから資金が停滞していることを表しているといえよう。

(図2) 預貸率（中小企業・個人向け貸出の対預金比率）



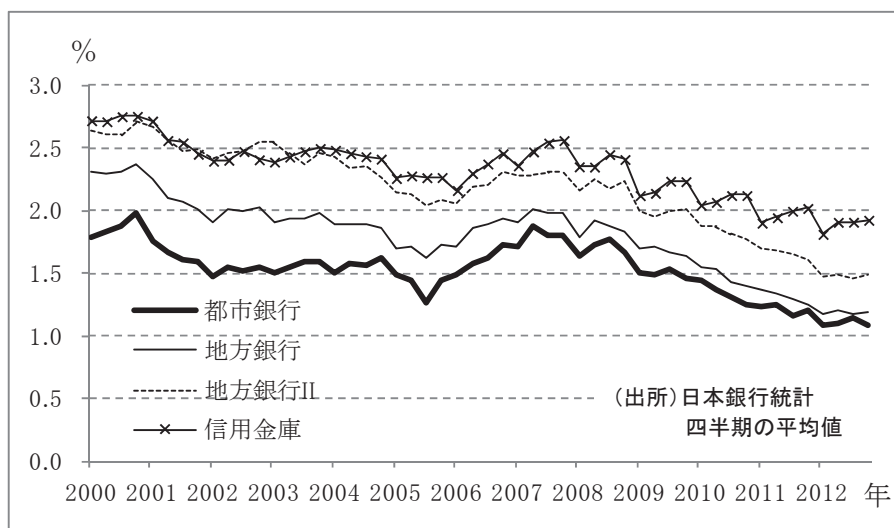
(注)1.大都市圏は本店所在地が南関東、東海、近畿の金融機関の合計。地方圏はそれ以外の地域の金融機関の合計。

(注)2.集計対象は地域銀行と信用金庫。左図の直近は12年3月末。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート」2012年10月

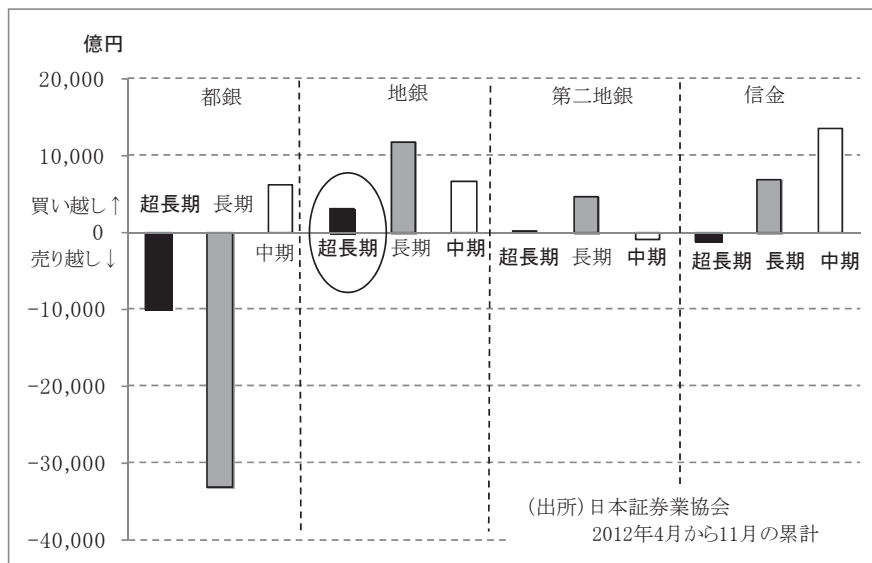
さらに低金利長期化の中、競争激化により貸出金利のトレンドは下降している。これは特に高格付け（優良）企業で顕著であり、メインバンクである都銀の貸出金利低下に現れている（図3）ほか、地銀でも優良先を県外に求めて営業範囲を拡大するなど、都銀に肉薄する状況となっている。一方、地元の中小企業を対象とした信金は高止まりの状況にある。

(図3) 新規貸出金利の推移（1年以上の長期）



企業向け・個人向け貸出が伸びない中、拡大する運用資金は地公体向け貸出や国債投資に振り向けざるを得ない。地公体向け貸出は、公共事業等に充当されるため一般に長期貸出になりやすい。また、今年度の国債売買動向をみると（図4）、都銀が超長期債を売り越す一方、地銀ではこれまでになく超長期債を購入しており、保有債券の長期化が進んでいるとみられる。

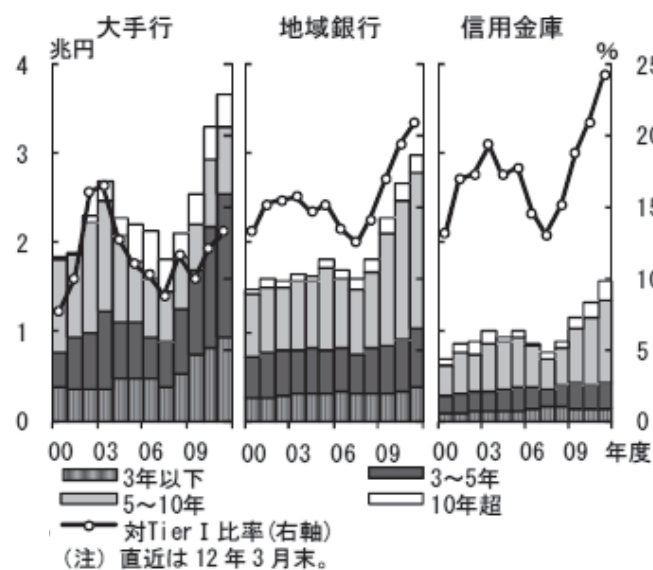
(図4) 国債投資家別売買動向 (2012年度)



2. 金融機関の金利リスクは増加傾向

日銀が2012年10月に公表した「金融システムレポート」によると、地域銀行（地銀+第二地銀）と信用金庫では、国債投資の増加などを背景に金利リスク量¹が増加している（図5）。全年限の金利が同時に1%ポイント上昇する場合を想定した金利リスク量（100bpv）は、全般的に増加傾向にあるものの、年限の内訳をみると大手行（都銀+信託）が主に5年以下中心であるのに対し、地域銀行の長期ゾーン拡大が目立つ。信用金庫についてはTier I 対比で25%に迫り急速に拡大している。

(図5) 国内債券の金利リスク量（100bpv）

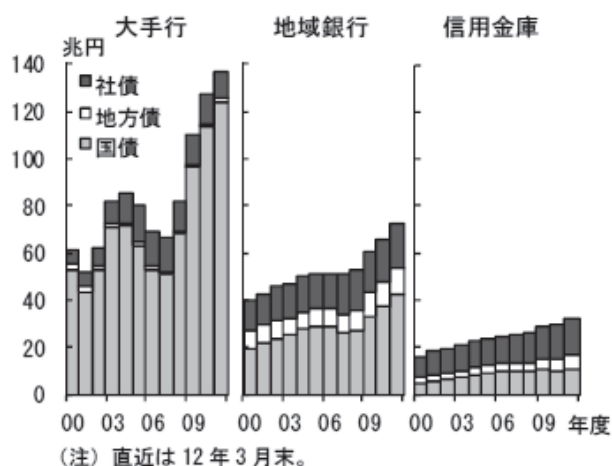


(出所) 日本銀行「金融システムレポート」2012年10月

¹ ここでの金利リスク量は、円資産・円負債にかかるリスクを対象としており、外貨建て資産・負債は対象としていない。また、調達サイドの金利リスク量の計測について、流動性預金は3か月以内で流出すると仮定している。

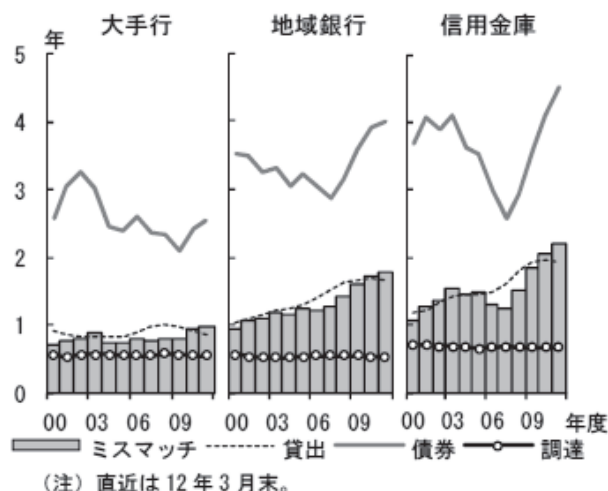
この金利リスク量の増加は、債券投資残高の増加と平均残存期間の長期化の双方の要因による。国内債券の投資残高は大手行中心に増大しているが、大手行は国債中心である一方、信用金庫は社債が半分を占める（図6）。また、国内債券の平均残存期間をみると、大手行では2年半ば程度に抑えられているのに対し、長期ゾーンへの投資に傾斜した地域銀行では4年程度、信用金庫では4年半ばに達し、期間ミスマッチは拡大傾向にある（図7）。苦渋の選択の結果とはいえ、こうした金利リスクの膨張により、金利上昇局面でのリスク管理・ALM管理能力を一層強化する必要がある²。

（図6）国内債券の投資残高



（出所）日本銀行「金融システムレポート」2012年10月

（図7）平均残存期間と期間ミスマッチ



（出所）日本銀行「金融システムレポート」2012年10月

3. 貸出増への施策

12月19-20日の金融政策決定会合において、「貸出増加を支援するための資金供給」の詳細が決定された。従来の「成長基盤強化を支援するための資金供給」とともに、貸出支援基金の運営として行うものである。供給額は四半期毎に算出する民間向け貸出増加分に応じて決まる。これは、イングランド銀行（英中央銀行：BOE）が8月より運用している「融資のための資金調達スキーム（FLS）」を倣ったものである（表1）。FLSは家計・企業向けの融資実行を条件に、金融機関に低利で資金を提供する制度であり、9月末時点での融資利用額は、43億6000万ポンド（約6,200億円）、融資の純増額は4億9600万ポンド（約700億円）であった。1月3日にBOEが公表した融資状況の四半期調査（Credit Conditions Survey 2012Q4）によると、7-9月期に比べて10-12月期の家計向け・法人向け融資が大幅に改善し、FLSが融資増に寄与していることが示された³。

² 2014年3月から地域金融機関を対象とした新たな自己資本規制が導入される。自己資本の定義を厳しくし劣後債や劣後ローンを除外する一方、貸倒引当金の資本算入比率を大手行と同程度の1.25%へと倍増し、資本の質を高める。また、保有証券の含み損が発生しても自己資本から差し引かなくて良いとする時限措置を恒久化する。最低自己資本比率は従来の4%（国内基準）を維持する。

³ 英金融機関の貸出動向指数（3ヶ月前比）は、家計向けで10-12月期26.2（7-9月期21.9）、法人向けで同29.4（同-5.5）と調査開始（2007年Q2）以降の最高を記録した。

(表1) 貸出増加支援制度の日欧比較

	BOE	日銀(貸出支援基金)		<参考>ECB:LTRO (Long-Term Refinancing Operations)
	FLS (Funding for Lending Scheme)	貸出増加支援	成長基盤強化	
対象	貸出純増額+ 既存貸出(家計・企業向け)残高の5%	貸出純増額	成長分野への投融资	(金融機関の資金繰り支援)
金利	原則0.25% (貸出減の場合段階引き上げ:最大1.5%)	政策金利(現状0.1%)		政策金利(現状0.75%)
機関	最長4年	最長4年		最長3年
担保	必要(ABS、中小企業向け融資等含む)	必要(共通担保)		必要(ABS等含む)
総額の上限	無制限	無制限	5.5兆円	無制限
期限	2014年1月	2014年3月		-
貸出信用リスク	民間金融機関	民間金融機関		民間金融機関

(出所) 各国中央銀行HPより

これまでに実施された成長基盤強化の資金供給は、2010年8月31日の第1回以降計10回で3兆円超が供給されている(表2)。第6回までの借換状況では、2回目の借換(第1・2回分)でも残高ベースで半数超がロールされており、長期貸付の傾向が伺える。当初、大手行が成長基盤強化に対応したファンドを創設したのを皮切りに、地域金融機関でも自らの顧客基盤や地域特性に応じた多様なファンドを立ち上げるなど広がりを見せ、116行に約2兆円が供給されている。

6月に第1回が実施予定の貸出増加支援供給は、期間が2014年3月末までの15ヶ月間で、規模(完了期)は15兆円超が見込まれて⁴いる。目論み通りに貸出が増えるかどうかは、民間の資金需要にかかっている。

一方、3月末に中小企業金融円滑化法が期限切れとなるのを前に、企業再生ファンドを立ち上げる動きが活発化している。時事通信が全国の銀行を対象に行った「中小企業金融円滑化法アンケート

(表2) 成長基盤強化を支援するための資金供給の実施結果

本則による新規貸付	大手行	地域金融機関等	合計
第1回	10 先 3,204 億円	37 先 1,421 億円	47 先 4,625 億円
第2回	12 先 5,987 億円	94 先 3,996 億円	106 先 9,983 億円
第3回	12 先 2,627 億円	110 先 4,594 億円	122 先 7,221 億円
第4回	10 先 2,125 億円	116 先 6,171 億円	126 先 8,296 億円
第5回	7 先 228 億円	92 先 1,167 億円	99 先 1,395 億円
第6回	7 先 305 億円	78 先 1,324 億円	85 先 1,629 億円
第7回	6 先 221 億円	74 先 1,248 億円	80 先 1,469 億円
第8回	6 先 462 億円	81 先 2,434 億円	87 先 2,896 億円
第9回	7 先 878 億円	64 先 1,244 億円	71 先 2,122 億円
第10回	6 先 402 億円	74 先 1,754 億円	80 先 2,156 億円
本則による借換	大手行	地域金融機関等	合計
第1回の借換(2回目)	9 先 1,872 億円	28 先 825 億円	37 先 2,697 億円
第2回の借換(2回目)	10 先 4,567 億円	69 先 2,105 億円	79 先 6,672 億円
第3回の借換(1回目)	12 先 2,193 億円	96 先 3,427 億円	108 先 5,620 億円
第4回の借換(1回目)	9 先 1,887 億円	101 先 4,819 億円	110 先 6,706 億円
第5回の借換(1回目)	5 先 224 億円	81 先 1,015 億円	86 先 1,239 億円
第6回の借換(1回目)	6 先 305 億円	69 先 1,226 億円	75 先 1,531 億円

(参考) 2012年12月7日時点の貸付残高および貸付先数の見込み(注1、2)

	貸付残高	貸付先数
大手行	12,800.10 億円	11 先
地域金融機関等	19,541.80 億円	116 先
合計	32,341.90 億円	127 先

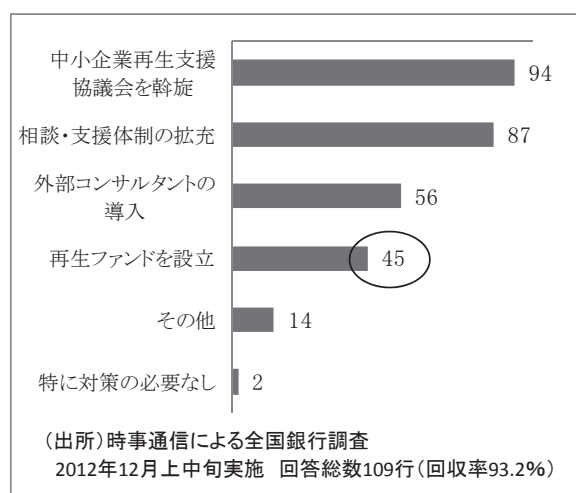
(注1)「大手行」は、みずほ、三菱東京UFJ、三井住友、りそな、みずほコーポレート、埼玉りそな、三菱UFJ信託、みずほ信託、三井住友信託<本則・第7回までは、中央三井信託および住友信託>、新生、あおぞらの11行。「地域金融機関等」は、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、系統上位金融機関、政府系金融機関、外国金融機関、証券会社等。

(注2) 期日前返済および借り換えによる減少があるため、貸付残高は、各回号の貸付(予定)額の合計とは一致しない。
(出所) 日本銀行HP

⁴ 最近の貸出実績を前提に日銀が推計した。

ト」によると、再生ファンドを設立した銀行は回答総数109行のうち4割超に当たる45行に上り（図8）、地銀を中心に再生ファンドや官民ファンド⁵を立ち上げる動きが各地で広がりをみせている。ただし、円滑化法の運用実態をみると、支援が行われるケースは再生の見込みのある中小（主に中堅）企業に偏りがちである。再生後の事業に優位性（企業価値の向上）が認められるような企業を選別する必要があるため、これから参入する地域金融機関には、企業価値や再生可能性を精査する専門性の育成や実績のある他社との連携が必要である。

（図8）円滑化法後の対策（複数回答）



4. おわりに

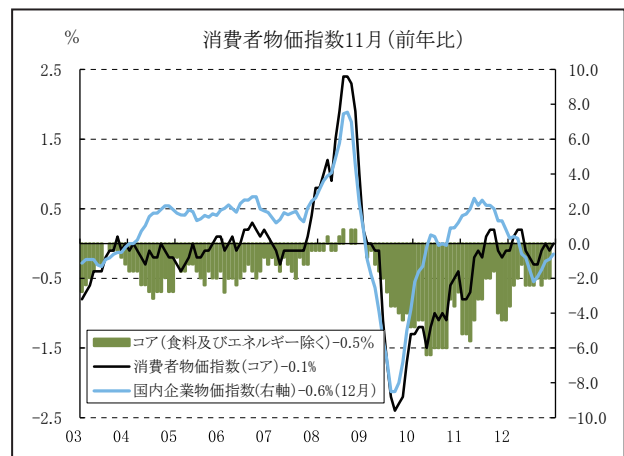
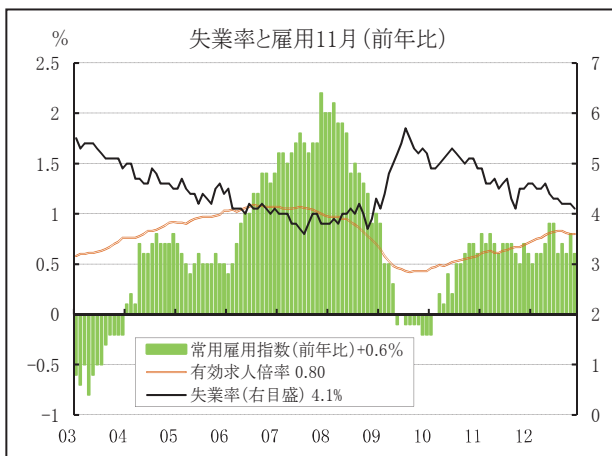
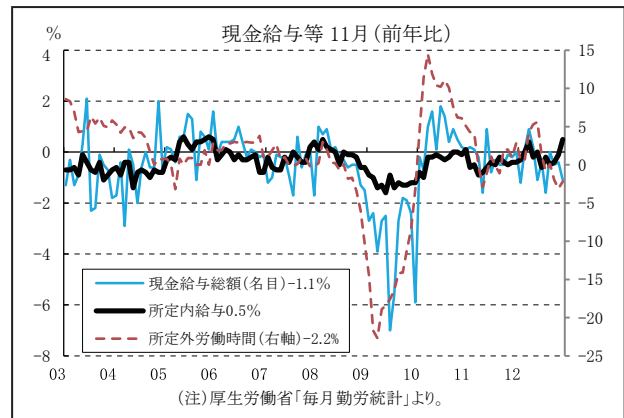
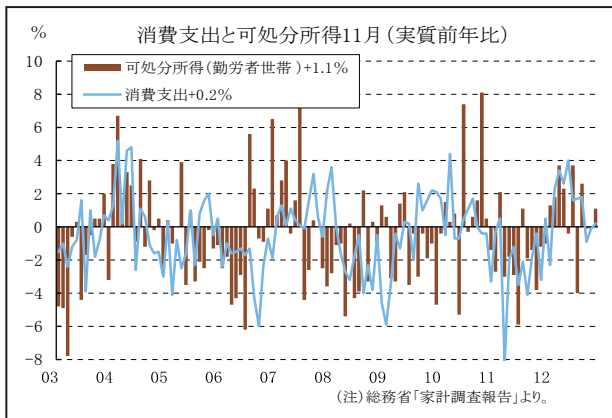
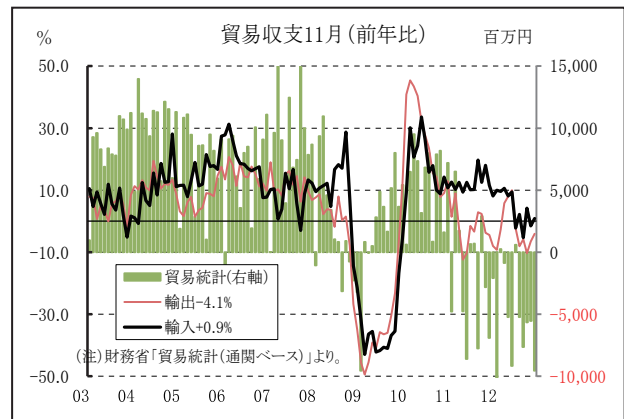
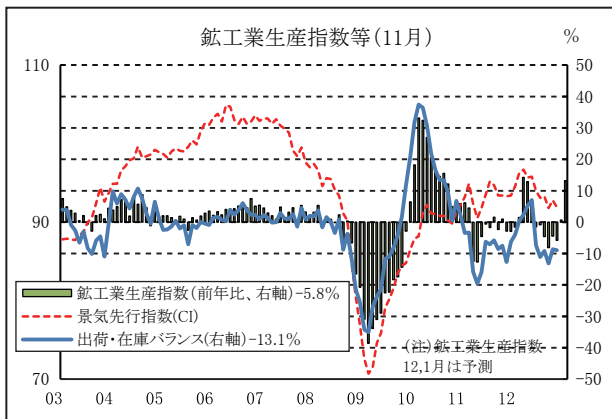
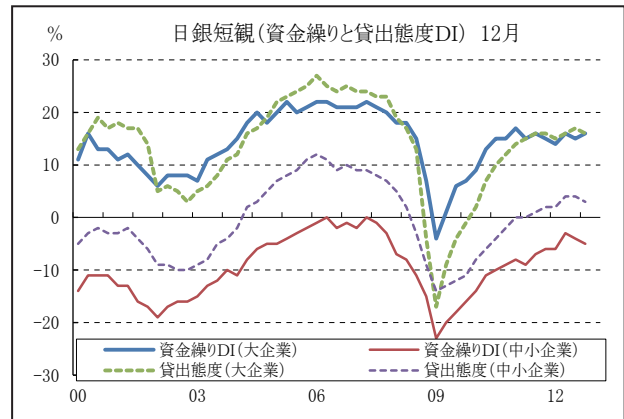
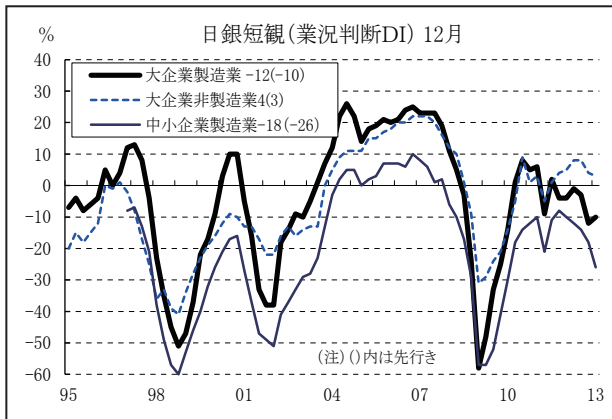
民主党政権では新規国債発行額を44兆円以下に抑える方針を維持してきたものの、2012年度補正予算においては公共事業の大幅上積みを中心に5兆円規模の国債増発を伴う見込みで、ついに44兆円枠を突破する。金融緩和と圧力から短い年限で金利が硬直する一方、財政懸念から超長期ゾーンには上昇圧力がかかる構図はしばらく続こう。

民間貸出が伸びない中で、地域金融機関の余剰資金は地公体向けや国債投資にふり向けざるを得ず、しかもその年限が長期化しているため、残高・年限双方の要因から金利リスク量は増大している。さらに超低金利の長期化により貸出金利が趨勢的に低下する中、市場競争は激化する一方で、確実に地域金融機関の体力は低下している。

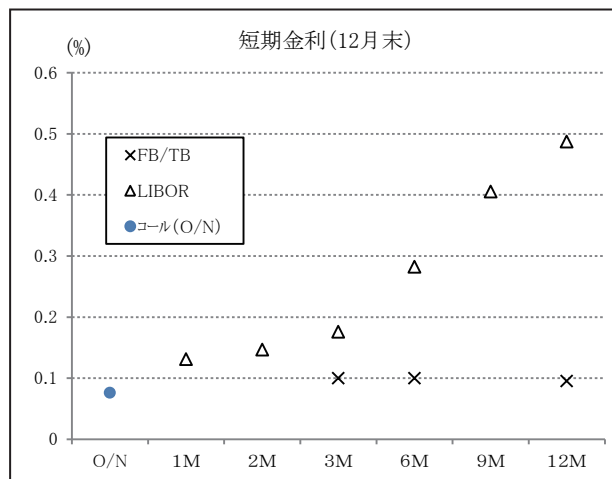
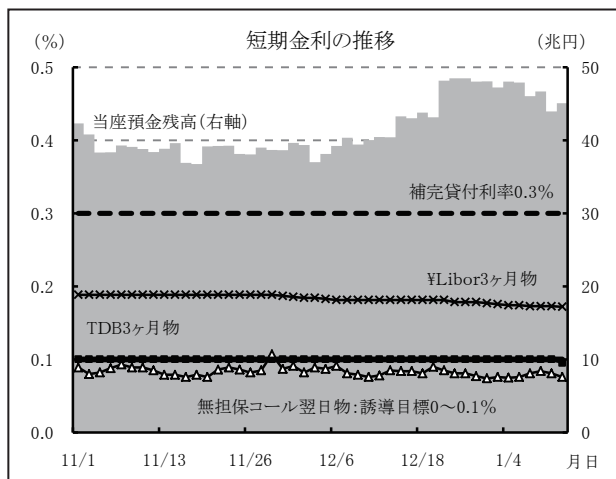
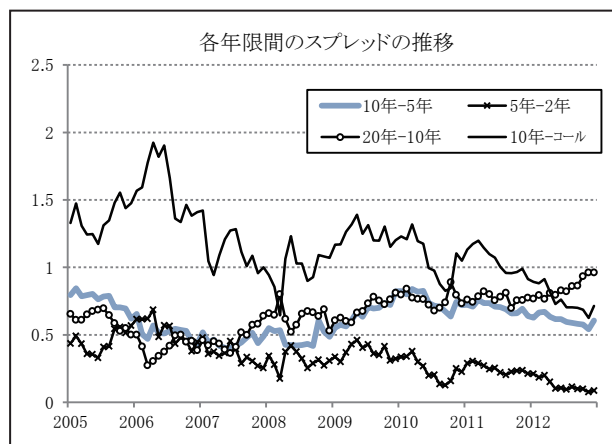
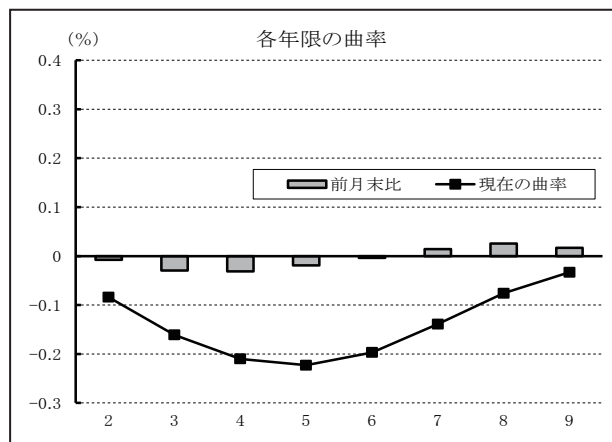
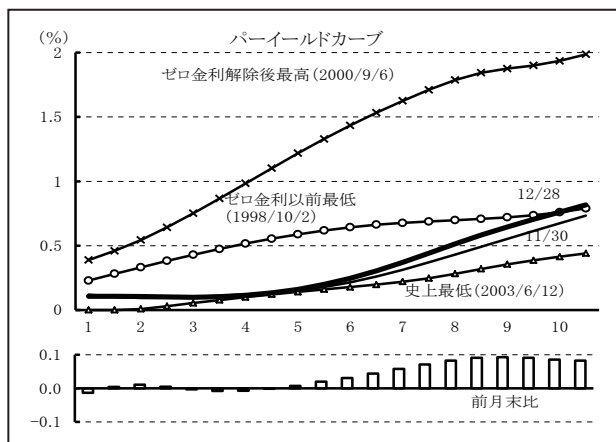
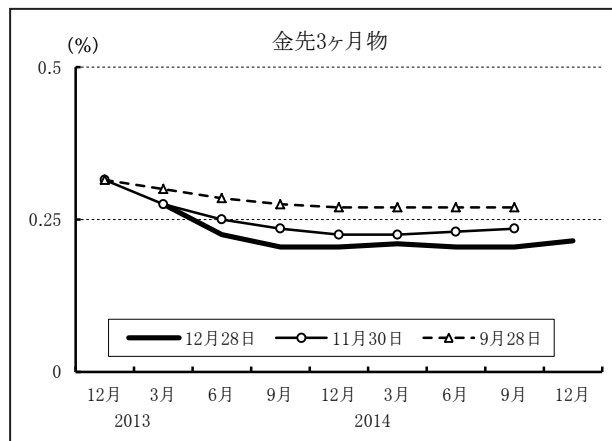
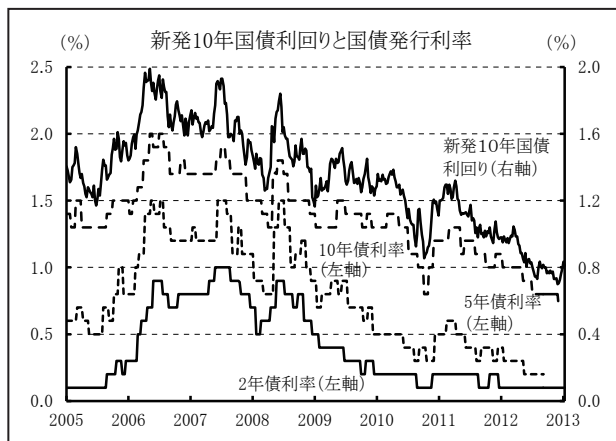
デフレ脱却のため、大胆な金融政策と機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略という3本柱のもとに1月11日に閣議決定された緊急経済対策は、公共投資と地域活性化を主軸に事業規模は20兆円を上回った。中には、産業革新機構によるベンチャー企業支援、民間主導でのまちづくりを支援する「良質な不動産形成のための官民ファンド」創設、事業再生ファンド・地域活性化ファンドへの専門家派遣などが盛り込まれている。地域金融機関にとって、こうした事業再生・地域活性化・ベンチャーファンドなどへの積極的な取り組みは、地域密着の強みが生かせるビジネスチャンスでもある。リスク管理態勢を十分強化した上で、新しい成長領域を見極め、価値ある企業を選別する専門性を高めることが経営改善への糸口となるかもしれない。民間資金需要を喚起し、資金循環を正常化させることができるのか、デフレ克服には地方経済の活性化が必須である。その鍵をにぎる地域金融機関の取り組みに期待がかかる。

⁵ 中小企業基盤整備機構によると、12年10月現在の官民ファンドの組成実績は24ファンド、総額852億円、投資先累計は188社である。

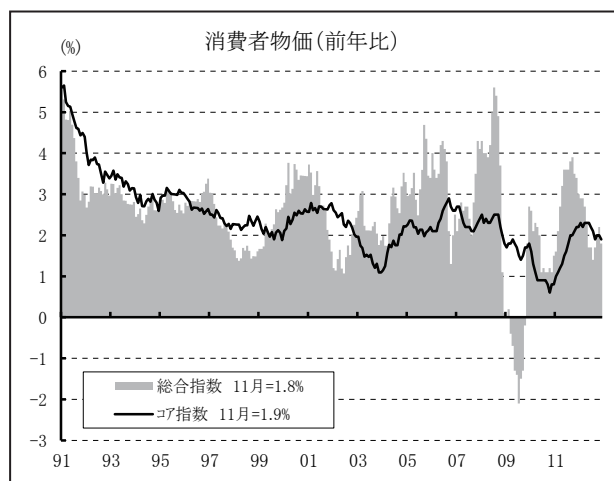
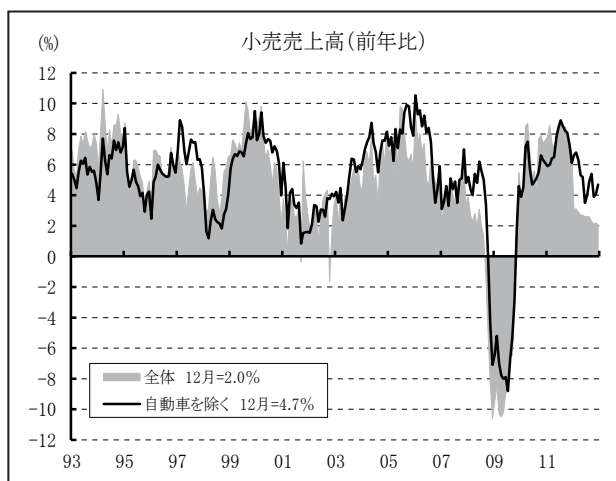
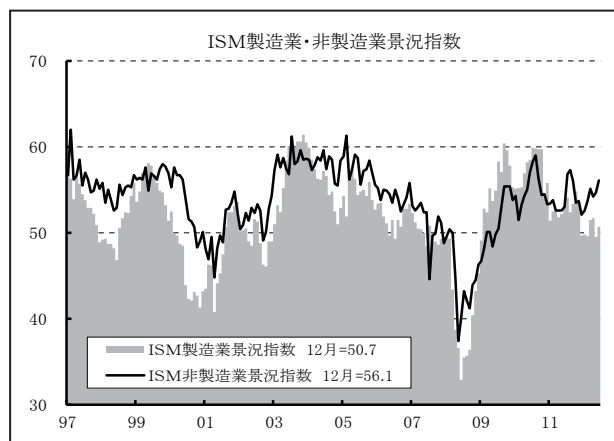
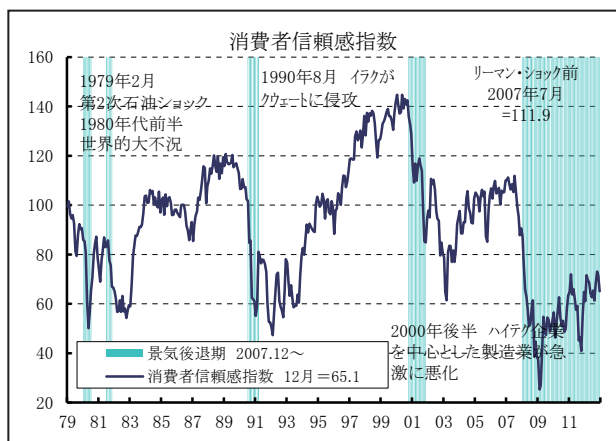
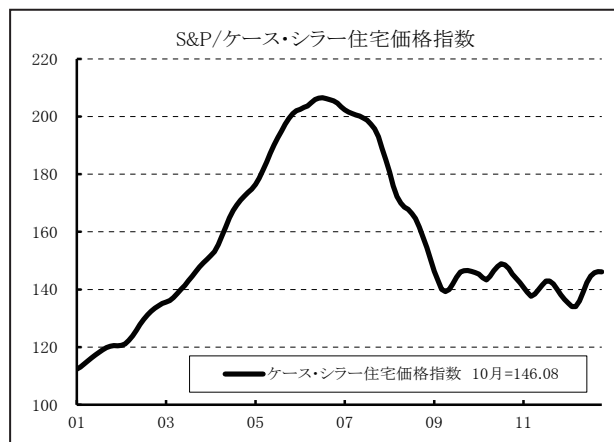
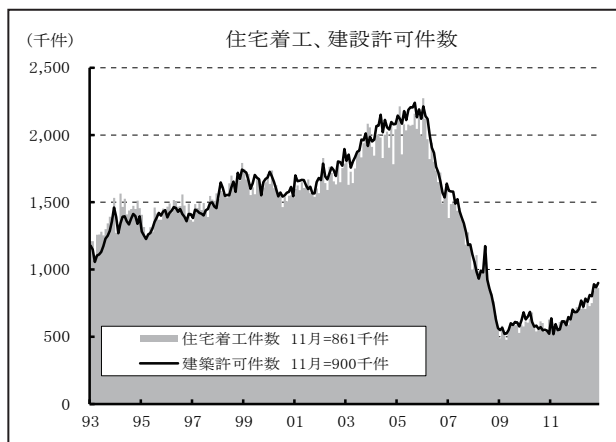
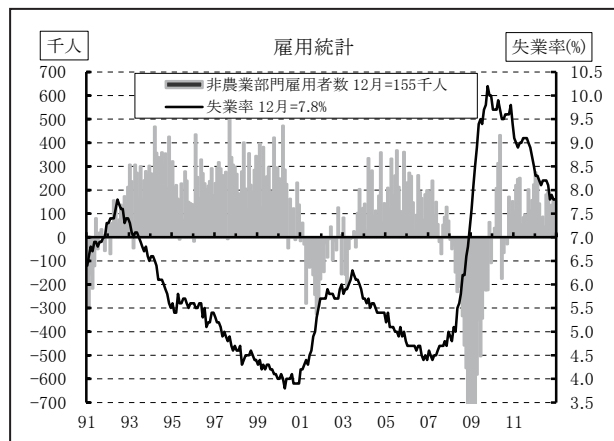
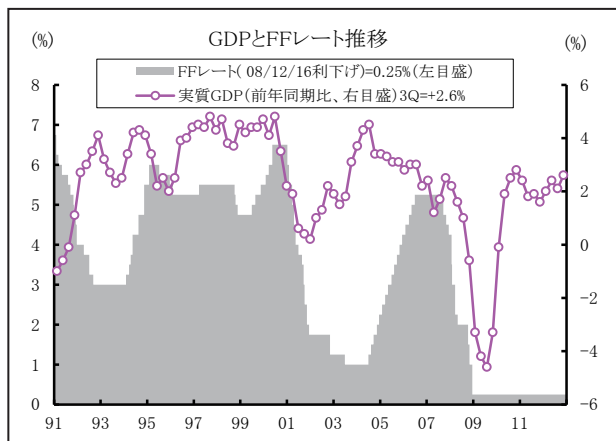
日本 マクロ経済



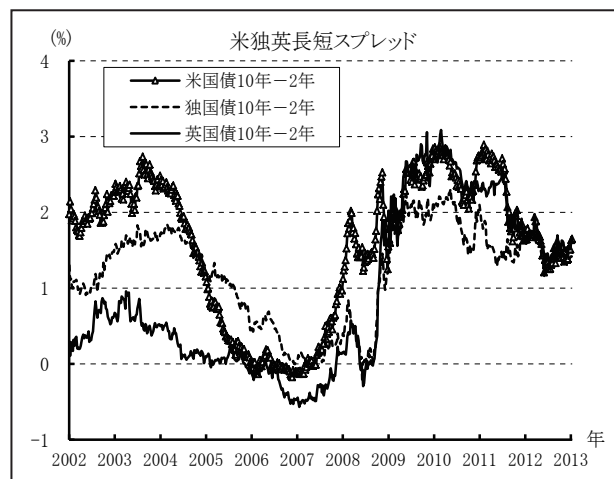
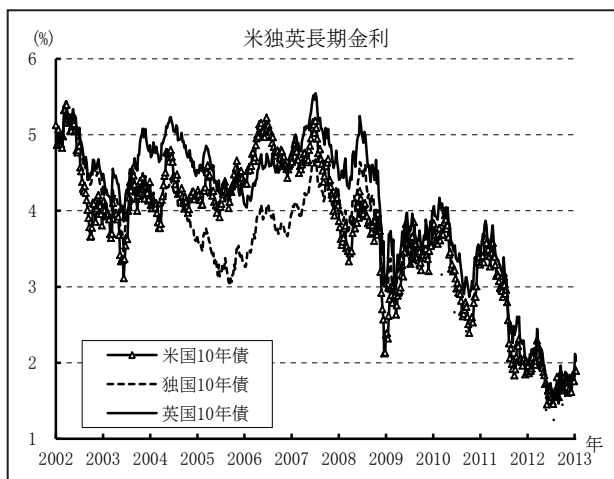
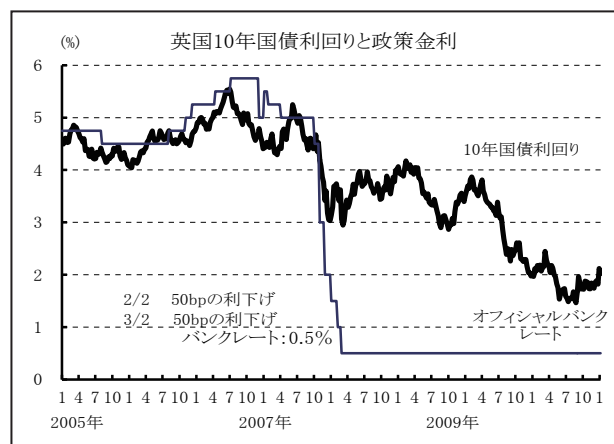
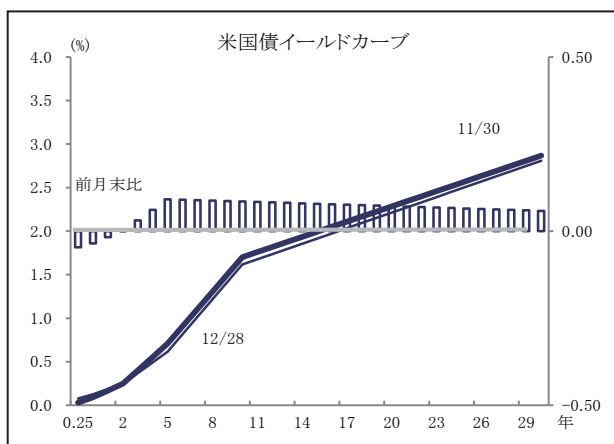
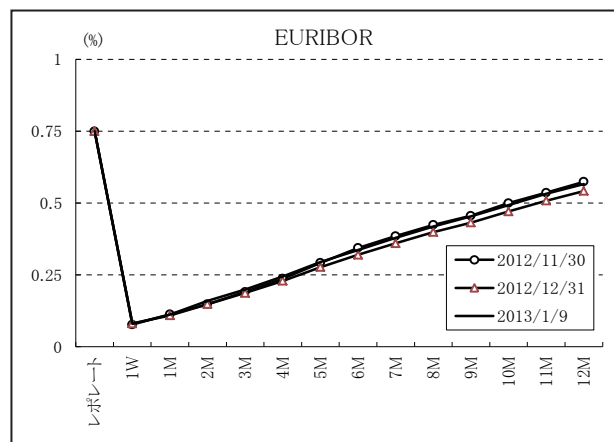
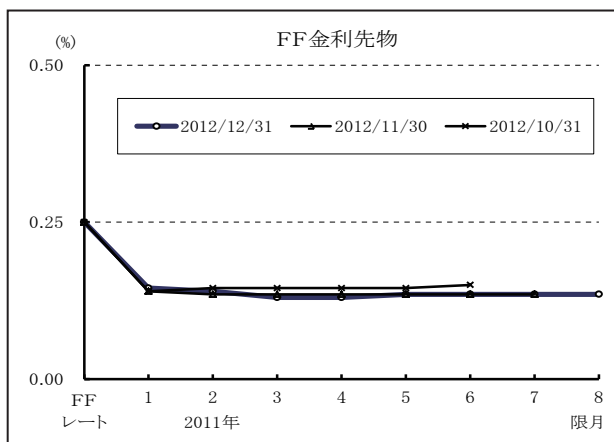
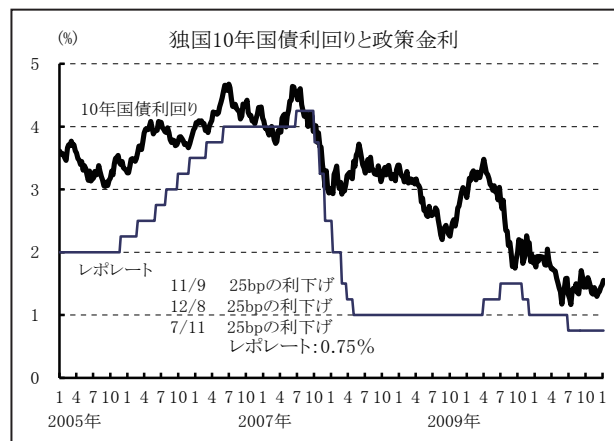
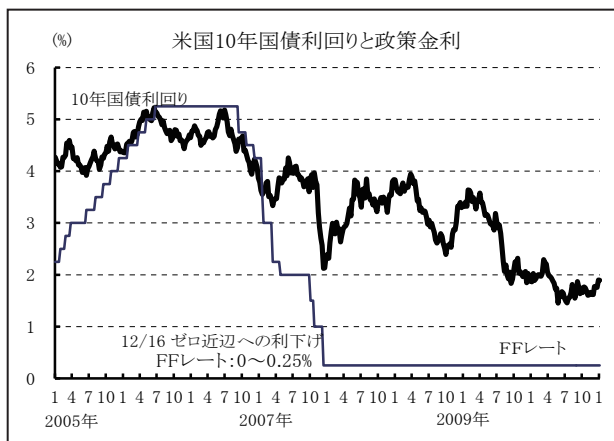
日本 短期・債券市場



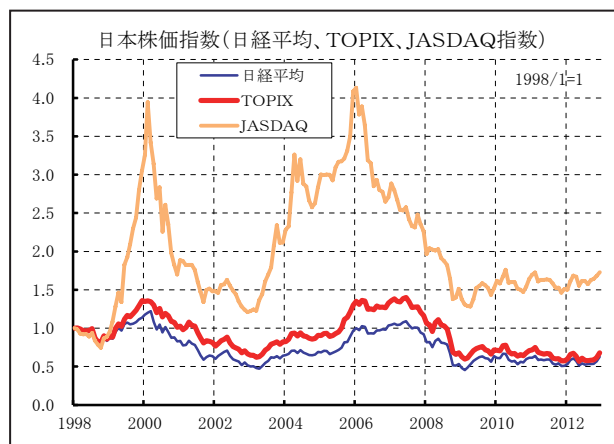
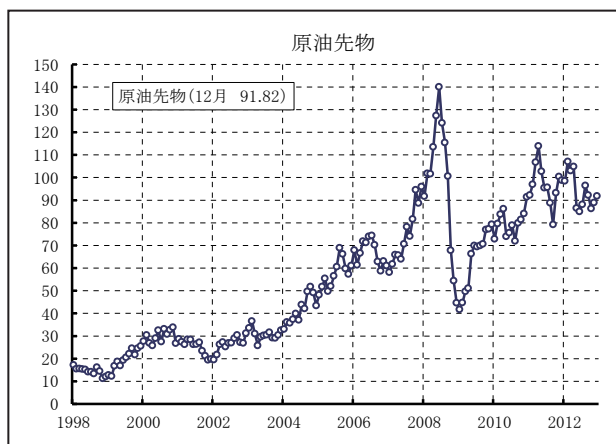
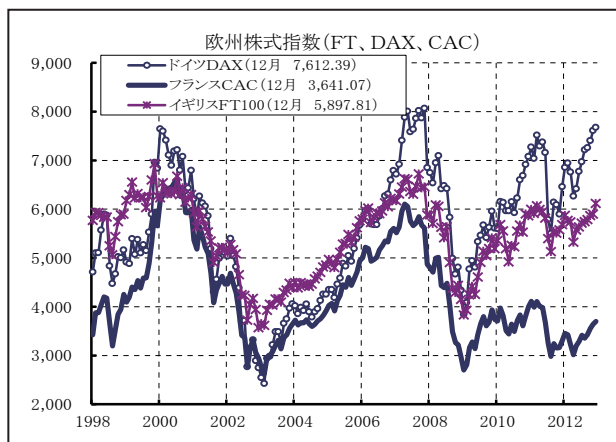
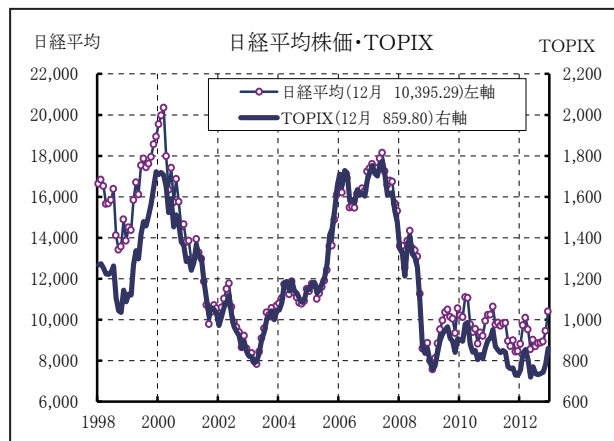
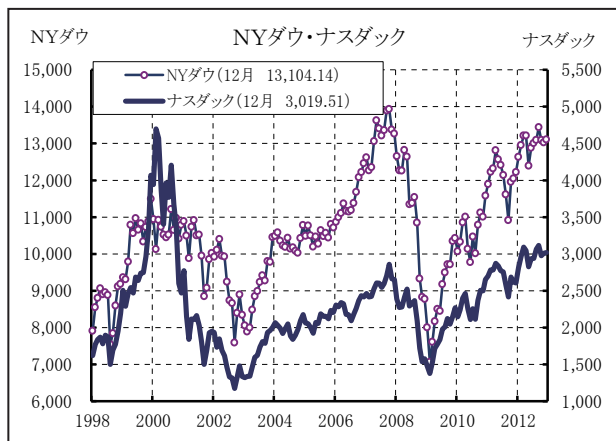
海外 マクロ経済



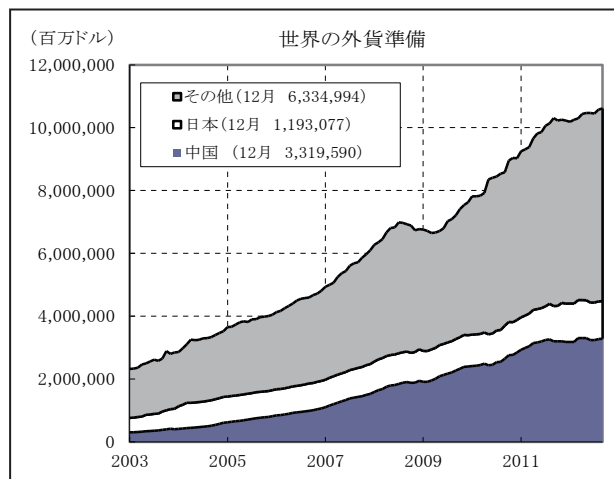
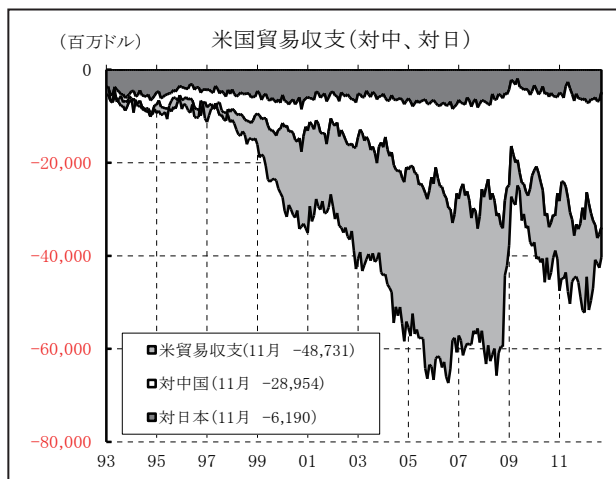
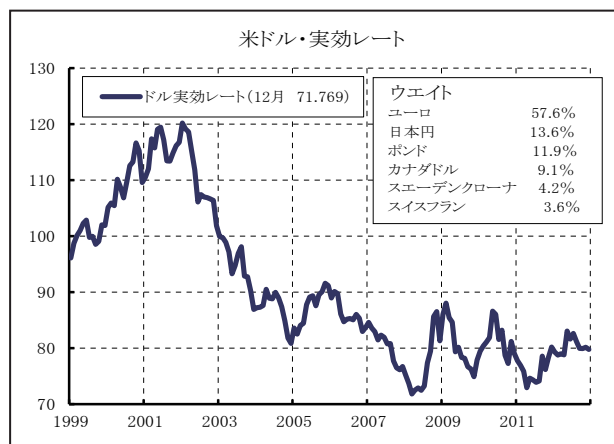
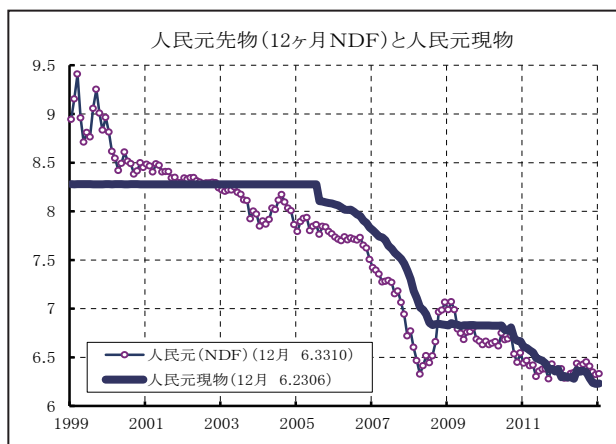
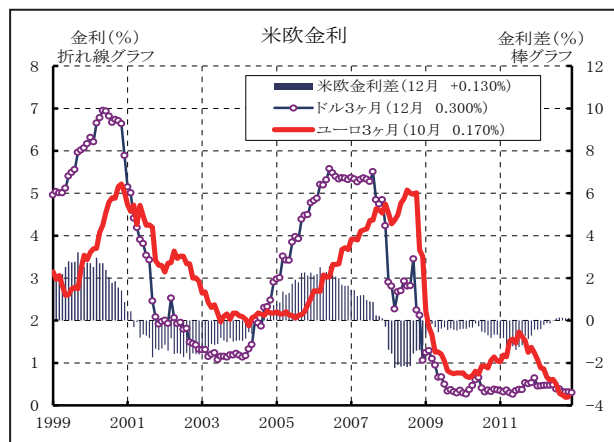
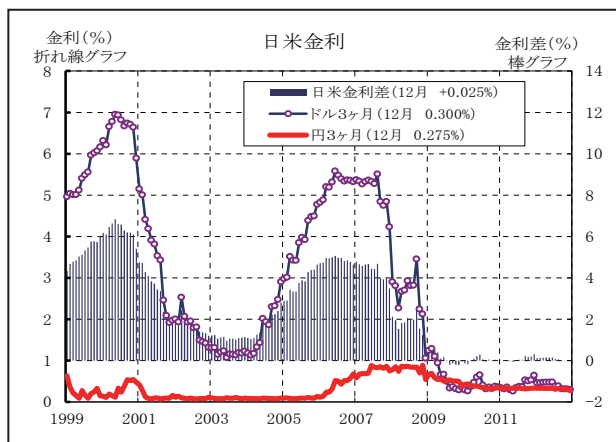
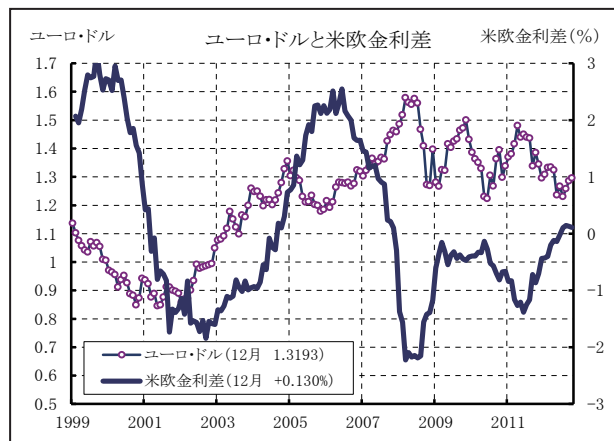
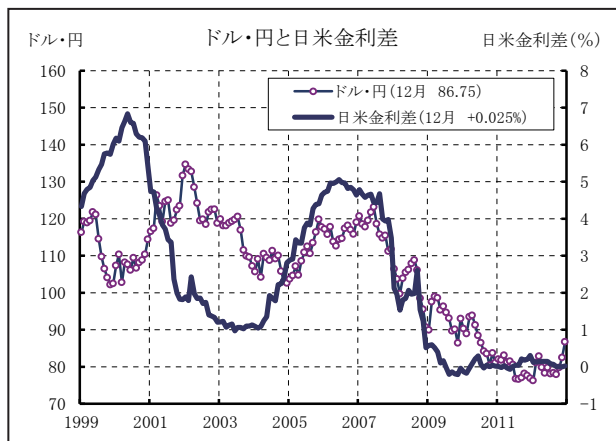
海外 債券市場



株式市場



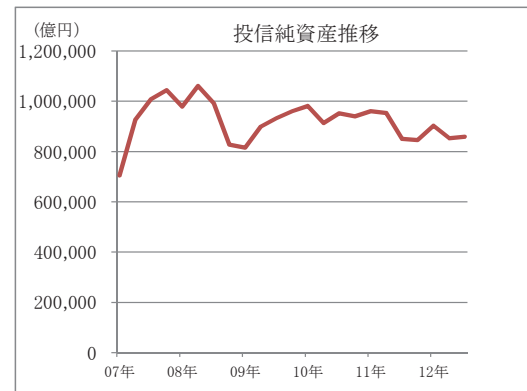
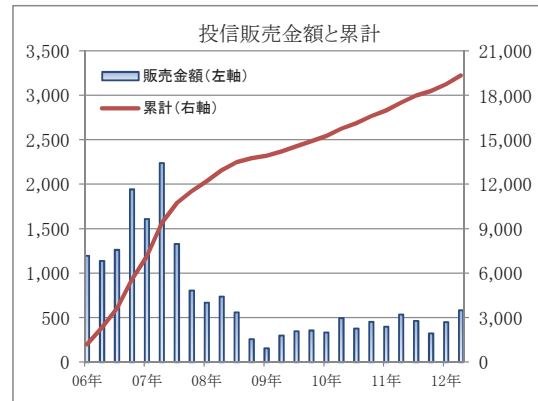
為替市場



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4-6月	570,876	223,810	430,029	926,537
2007年7-9月	593,850	133,090	467,792	1,008,275
2007年9-12月	548,536	80,578	489,984	1,043,958
2008年1-3月	514,559	66,921	508,495	978,531
2007年度累計	2,227,821	504,399	-	-
2008年4-6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7-9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9-12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1-3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4-6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7-9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10-12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1-3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4-6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7-9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10-12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1-3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4-6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7-9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10-12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1-3月	316,000	45,202	615,000	902,646
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	-	-	-	-
2013年1-3月	-	-	-	-
2012年度累計	568,000	115,378	-	-
累計	9,690,022	1,990,276	-	-



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

(単位:百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.1.15)	純資産 (2013.1.15)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.1.15)	純資産 (2013.1.15)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.1.15)	純資産 (2013.1.15)
野村6資産(安定)⑥	180円	9,759	41,602	ビムコ・グローバル債券⑫	320円	11,556	11	三菱UFJ高金利債券⑫	700円	11,719	72,162
野村6資産(分配)⑥	180円	7,927	215,910	同(為替ヘッジあり)⑫	320円	10,537	39	日本株式SRI①	なし	4,784	3,806
野村6資産(成長)⑥	180円	7,696	41,588	eMAXIS TOPIX※⑩	なし	10,705	4,030	エマージング・ソブリン※⑫	600円	7,981	47,571
野村資産設計2015②	なし	8,605	2,344	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,613	2,195	同(為替ヘッジあり)※⑩	1260円	12,069	212,715
野村資産設計2020②	なし	8,107	1,061	eMAXIS 国内リート※①	なし	14,587	2,089	新光サザンアジア株式②	60円	11,687	2,710
野村資産設計2025②	なし	7,848	923	eMAXIS 先進国株式※①	なし	12,745	9,240	新光世界インフラ株式②	なし	11,740	13
野村資産設計2030②	なし	7,674	743	eMAXIS 先進国債券※①	なし	10,660	2,684	グローイング台湾株式②	なし	11,882	3
野村資産設計2035②	なし	7,374	493	eMAXIS 先進国リート※①	なし	15,640	3,499	ニッセイ日本債券⑫	90円	10,004	171
野村資産設計2040②	なし	7,171	1,823	eMAXIS 新興国株式※①	なし	11,545	17,224	DIAM世界リート⑫	420円	4,223	251,951
野村資産設計2045②	なし	12,274	42	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,441	1,284	DIAM高配当株式⑫	600円	11,776	1,621
野村米国ハイイールド⑫	605円	12,656	1,534	Navioオーストラリア債券⑫	60円	11,514	232	東京海上・円資産⑫	なし	10,306	1,033
同(為替ヘッジあり)⑫	135円	10,487	3,799	Navioカナダ債券⑫	30円	11,160	229	フィデリティ日本配当④	115円	6,843	18,721
大和インデックス225①	110円	8,060	28,955	Navioトルコ債券⑫	300円	12,169	370	GS日本株式※②	10円	5,708	11,062
ダイワ成長国セレクト⑫	980円	8,653	76,510	Navio南アフリカ債券⑫	270円	10,890	330	マニウライフカナダ株式※④	1200円	11,480	671
日興五大陸債券⑫	240円	7,990	151,421	Navioブラジル債券⑫	180円	8,675	11	ステート・ゴールド①	なし	9,593	15
日興五大陸株式④	240円	7,386	24,040	Navioインド債券⑫	300円	10,684	967	計			1,331,659
フォーシーズン※⑫	360円	9,590	70,211	Navioマネーボール②	なし	10,005	1				

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ⑫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

純資産ランキング

(単位:百万円)

順位	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート⑫	251,951	18.9%
2	野村6資産(分配)⑥	215,910	16.2%
3	ES(為替ヘッジあり)※⑫	212,715	16.0%
4	日興五大陸債券⑫	151,421	11.4%
5	ダイワ成長国セレクト⑫	76,510	5.7%
6	三菱UFJ高金利債券⑫	72,162	5.4%
7	フォーシーズン※⑫	70,211	5.3%
8	エマージング・ソブリン※⑫	47,571	3.6%
9	野村6資産(安定)⑥	41,602	3.1%
10	野村6資産(成長)⑥	41,588	3.1%
計		1,181,641	88.7%

(注)ES:エマージング・ソブリン

基準価格ランキング

順位	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 先進国リート※①	15,640
2	eMAXIS 国内リート※①	14,587
3	eMAXIS 先進国株式※①	12,745
4	野村米国ハイイールド⑫	12,656
5	eMAXIS 新興国債券※①	12,441
6	野村資産設計2045②	12,274
7	Navioトルコ債券⑫	12,169
8	ES(為替ヘッジあり)※⑫	12,069
9	グローイング台湾株式②	11,882
10	DIAM高配当株式⑫	11,776

(注)ES:エマージング・ソブリン

< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

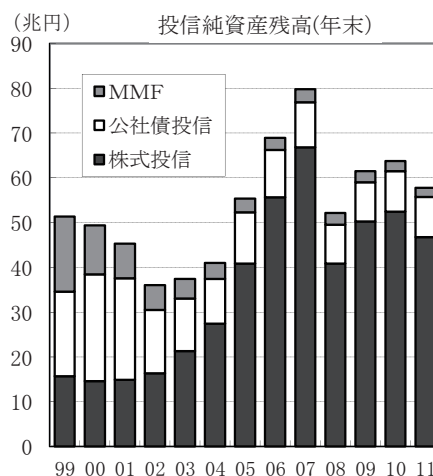
(単位: 億円)

タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年6月	8,937	24,568	148,565	123,831	204,958	91,585	469,676	478,613	329	85,287	85,616	19,344	583,573
7月	9,184	23,496	149,231	124,518	209,439	89,920	472,086	481,270	332	84,914	85,246	19,256	585,771
8月	10,768	23,100	148,169	123,401	208,219	89,861	469,349	480,117	330	85,287	86,617	19,051	585,785
9月	11,191	23,239	147,442	122,672	209,692	91,411	471,784	482,975	308	85,414	85,722	18,772	587,469
10月	11,578	23,134	148,210	123,248	214,338	92,034	477,716	489,294	304	85,287	85,591	18,697	596,226
11月	12,805	23,726	149,447	124,016	219,517	94,859	487,549	500,353	305	85,287	89,754	18,563	608,975

< 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
1999年12月	463,770	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
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6月	353,334	60.5%	226,736	38.9%	3,504	0.6%	583,574	100%
7月	354,361	60.5%	228,000	38.9%	3,410	0.6%	585,771	100%
8月	355,286	60.7%	226,952	38.7%	3,547	0.6%	585,785	100%
9月	356,142	60.6%	227,754	38.8%	3,573	0.6%	587,469	100%
10月	362,672	60.8%	229,940	38.6%	3,615	0.6%	596,227	100%
11月	371,774	61.0%	233,417	38.3%	3,785	0.6%	608,975	100%



< 3ヶ月リターンランキング (QUICK投信平均) >

2012/12/28現在

(リターンの単位: %)

分類名	現在値	1カ月 リターン	3カ月 リターン	6カ月 リターン	1年 リターン	2年 リターン
◎ 日経平均	10,395.18	10.05	17.19	15.42	22.94	1.63
※ インデックス型	8,142	10.15	16.92	15.07	23.14	2.89
◎ TOPIX	859.80	10.02	16.60	11.65	18.01	▲ 4.34
※ 国内株式型	9,086	9.19	15.33	12.39	18.97	0.48
※ 国際株式型	9,110	8.23	14.82	22.20	25.64	1.08
※ 業種別インデックス型	10,201	9.32	14.63	11.62	18.75	0.50
◆ 総合	9,799	6.92	12.67	16.06	22.15	12.41
※ ファンド・オブ・ファンズ	9,050	6.87	12.52	17.82	25.19	15.27
◎ ドル/円レート	86.58	5.43	11.57	9.17	11.37	6.25
※ 転換社債型	15,194	5.99	10.70	14.17	18.84	7.36
※ バランス型	12,782	5.09	10.22	13.03	17.61	16.95
※ 派生商品型	3,830	3.88	9.93	11.86	12.81	▲ 7.08
◎ NYダウ(円換算)		6.07	8.81	11.07	19.45	20.26
◎ NASDAQ総合(円換算)		5.76	8.11	12.31	29.09	20.93
◎ 日経ジャスダック平均	1,413.34	3.32	7.42	5.78	19.77	12.61

※・・・投資信託協会の大分類

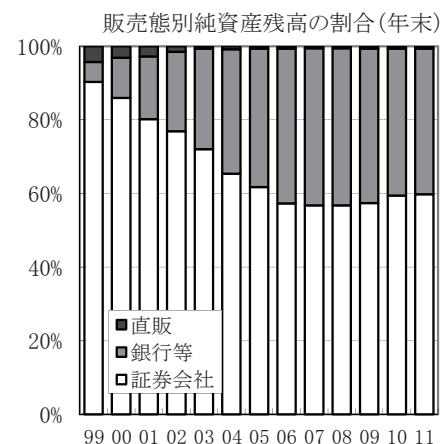
(算出対象期間: 1カ月リターン: 4週間、3カ月リターン: 13週間、

◆・・・総合(全分類対象)

6ヶ月リターン: 26週間、1年リターン: 52週間、2年リターン: 104週間)

◎・・・マーケットの主要な指標(参考値)

(出所) QUICK MoneyLife HP: <http://money.quick.co.jp>



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	繰延税金負 債	負債合計
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599		4,145		517,776	7,064		2,768,867
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

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち 流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	うち その他貯金	その他貯金の 前期末増減額
2011年6月	1,761,866	15,334	616,531	18,062	1,142,187	▲ 2,858	3,149
9月	1,748,784	▲ 13,082	604,986	▲ 11,545	1,140,984	▲ 1,203	▲ 336
12月	1,760,519	15,334	613,697	8,711	1,144,578	3,594	▲ 568
2012年3月	1,756,354	▲ 4,165	601,948	▲ 11,749	1,151,810	7,232	351
6月	1,767,281	10,927	614,522	12,574	1,150,153	▲ 1,657	10
9月	1,757,968	▲ 9,313	600,971	▲ 13,551	1,154,442	4,289	▲ 51

<特別貯金残高と前月末増減額>

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金の 前月末増減額	積立郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 前月末増減額
2012年7月	332,344	▲ 4,535	▲ 638	0	▲ 3,896
8月	327,493	▲ 4,851	▲ 1,154	0	▲ 3,696
10月	319,824	▲ 4,046	▲ 722	▲ 1	▲ 3,322
11月	316,211	▲ 3,612	▲ 564	▲ 1	▲ 3,047
12月	311,647	▲ 4,563	▲ 36	0	▲ 4,526

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

(注)3 特別貯金は、独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの預り金で、同機構が日本郵政公社から承継した郵便貯金に相当する。

(注)4 特別貯金のデータは独立法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構のHPから引用した。

(注)5 未払利息は含まれない。

<各種金利>

(単位:%)

年月	財政融資資金 預託金利	貸付金利	定期貯金
2012年6月	0.9	0.9	0.04
7月	0.8	0.9	0.04
8月	0.7	0.8	0.04
9月	0.8	0.8	0.04
10月	0.8	0.8	0.04
11月	0.8	0.8	0.04
12月	0.7	0.8	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年末満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

<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
2004年3月	1,091,605	892,732	94,835	69,026	35,012	37,761	27,862	74,559	1,573,743	2,805,530
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

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。

(注)2 現金預け金等には、現金預け金、コールローン、買現先勘定を含む(2007年9月以前)。

(注)3 現金預け金等には、現金預け金、コールローン、債券貸借取引支払保証金、買入金銭債権を含む(2008年3月以降)。

(注)4 その他の資産等には、その他有価証券、不動産・動産、貸倒引当金を含む(2007年9月以前)。

(注)5 その他の資産等には、商品有価証券、外国為替、その他資産、有形固定資産、無形固定資産、貸倒引当金を含む(2008年3月以降)。

<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
2004年3月	89,534,978	18,332	9,872,196	387,918	6,996,720	58,919	3,501,161	▲ 134,234	109,905,055	330,935
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

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
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

< 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
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
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

(注) 2008年3月以降の資産残高には、金銭の信託に入っている現預金は含まれない。

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		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
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1			5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1			8,396	▲ 46
2009年9月	8,452	113	713	20	1,942	12	141	0	11,250	146
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0	12,866	197
2010年9月	9,745	400	947	58	605	1	128	3	11,427	463
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1	12,383	221
2011年9月	11,302	370	946	47	320	0	110	2	12,680	420
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	12,908	420
2012年9月	11,676	480	945	54	108	0	90	2	12,821	538

(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 期 間
		損失額	広義の自己資 本(Tier1+Tier2)	年度末値	最大値	最小値	平均値		
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月	
2008年9月	26.73%	21,526	80,505						
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	
2009年9月	22.85%	18,991	83,107						
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	
2010年9月	16.19%	13,835	85,411						
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	
2011年9月	9.60%	8,458	88,026						
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	
2012年9月	9.43%	8,534	90,475						

(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 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	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額					
							信用リスク・ア 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	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2008年9月	3,109,944	470,622	904,195	1,730,502	35	4,590	54,577	2,905,825	74,000	99,241	7,423	23,456
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2009年9月	2,751,751	287,138	686,138	1,775,333	345	2,798	54,432	2,597,155	52,085	60,886	9,959	31,667
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2010年9月	2,555,584	260,059	539,788	1,751,420	1,141	3,175	82,079	2,359,585	53,109	81,592	20,076	41,222
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
2011年9月	2,455,876	354,323	389,174	1,706,527	2,441	3,411	81,560	2,240,307	52,572	89,458	30,253	43,285
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

(注) 1: 機構とは(独)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	自己資本額(D)	基本的項目(A)				補完的項目 一般貸倒	リスクアセット等(E)	資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除した額	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本準備金	利益準備金	社外流出額							
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%	85.90%
2008年9月	8,050,505	3,500,000	4,296,285	333,930	▲ 80,043	331	8,868,512	4,916,947	540,728	3,410,837	90.77%	90.77%
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2009年9月	8,310,728	3,500,000	4,296,285	513,967	-	474	8,795,817	5,397,864	45,288	3,352,664	94.48%	94.47%
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%
2010年9月	8,541,199	3,500,000	4,296,285	744,421	-	491	10,646,673	7,248,772	90,685	3,307,215	80.22%	80.21%
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%
2011年9月	8,802,632	3,500,000	4,296,285	1,005,850	-	495	11,484,032	7,915,374	275,463	3,293,194	76.65%	76.64%
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%
2012年9月	9,042,522	3,500,000	4,296,285	1,250,769	-	466	12,657,564	9,071,301	351,525	3,234,736	71.47%	71.47%

(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。

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金		経常費用	うち資金			経常利益	当期純利益
		運用収益	他収益		調達費用	営業経費	他費用		
2003年4月 - 2004年3月	5,871,450	4,589,446	1,282,004	3,600,665	2,498,814	1,053,867	47,984	2,270,784	2,275,515
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

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区三崎町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(5275)1805

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