

ゆうちょ資産研レポート

2015年1月号

ファンダメンタル・アナリシス（1） 1

2015 年経済予測：「底堅い実質成長+高い名目成長」

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

限界に直面する「第一の矢」

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

2014年の債券市場回顧と2015年の展望

野村證券株式会社 投資情報部 マーケットエコノミスト 美和 卓

資産研コーナー 19

ソーシャル・インパクト・ボンドと地域金融

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)

2015 年経済予測：「底堅い実質成長 + 高い名目成長」

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

2014 年の日本経済は暦年ベースでゼロないしごく小幅のプラス成長、年度では消費増税後の反動減が長引いたことを受けてマイナス成長になる見通しである。ただ、デフレから脱却しインフレ率がプラスに転じたため、実質成長率とインフレ率を合わせた名目成長率をみると、暦年ベースではむしろ加速、年度ベースでも 1% 半ばを維持し、ほとんど減速していない。いわば「弱い実質成長 + 底堅い名目成長」の組み合わせだったといえる。

2015 年は実質成長率が持ち直す中で、デフレ脱却傾向と原油安のプラス効果により名目成長率がかなり押し上げられる見込みであり、「底堅い実質成長 + 高い名目成長」のコンビネーションとなると予想している。

世界経済：成長率は回復方向だが低インフレが継続

日本経済を考える上で無視できない世界経済の現状をまず整理しておきたい。弊社の世界経済見通しでは、成長率はバラツキを残しながら、全体としては回復方向に向かう（世界経済の成長率は 2014 年の前年比 3.2% に対し、2015 年は同 3.7%）と予想している。米経済の成長率が 2014 年の 2.5% から 3.5% に加速するとみられることが大きい。米経済回復の背景として、(1) 金融機関や家計のバランスシート改善、(2) 財政政策が景気をかく乱するリスクが小さいこと、(3) 需給ギャップの大きさや、ストック循環のポジションから判断すると景気回復がまだ「若い」局面にあること、などが指摘できる。これに対して、中国は財政金融政策両面での対策によって 7% 前後の成長に軟着陸すると予想される。米国の回復が新興国経済に関してもプラス材料となり、新興国経済の成長率も全体としては 2014 年の 4.3% から 2015 年は 4.5% に小幅加速する見通しである。一方、なお問題含みなのはユーロ圏である。欧州中銀の緩和強化などによって景気下支えを図りつつ、1% 程度の低成長を何とか維持するという「マドルスルー」型の展開を予想している。

このように世界的にみると成長率は地域によりバラつく見通しであるが、2015 年世界経済の特徴は低インフレが続くとみられることだ。金融危機の後遺症として多くの先進国で需給ギャップがなお大きい。それに加えて、供給増加を背景に、原油価格を代表格に商品価格も低水準で推移し、インフレ率を抑制しよう。このため、世界的に金融政策は緩和的な状況が続く可能性が高い。弊社では、米連邦準備制度理事会（FRB）は 2015 年 9 月より短期金利の引き上げを開始すると予想しているもの、その後の利上げのペースは極めて緩慢なものになると予想している。欧州中銀（ECB）はインフレ率の下振れを受けて国債の購入を含む量的緩和に踏み切り、日銀は 10 月 31 日に既に決定した通り、今年よりも速いペースでバランスシートを拡張する見通しである。

緩やかな円安がメインシナリオ

日銀が引き続きハイペースでバランスシートを拡張すること、公的年金を含め国内の金融資産の海外分散が続くこと、等を考えると、世界の金融市場がよほどのリスクオフモードにならないければファンダメンタルズからは円安傾向が続くことが予想される。但し、上で述べたように海外主要国の金融政策も緩和的な状態が続くため、海外でも低金利（長期、短期とも）が続くことから、日本からの資本流出は比較的緩やかに進行するだろう。また、円安がようやく輸出の回復につながり始めたことに加え、原油安によって経常黒字がかなり回復することも円売りに一定の歯止めになる可能性がある。これらを考慮し、弊社金利・為替戦略チームは緩やかなペースの円安（2014 年末 115 円、2015 年末 123 円）を予想している。

2015 年は 1.6%成長に回復

2014 年は予想されたほど円安が輸出増につながらなかった（あるいは円安が輸出増加につながるまでのタイムラグが予想より長かった）ことと、消費増税の効果が長引いたことで成長率を予想外に低迷した。しかし、それでも日銀の金融政策のレジーム転換による円の過大評価の解消によってデフレが収束し、プライシングパワーが回復したことによって、企業部門の収益性が大幅に改善し、それが設備投資の増加や雇用・賃金の増加を可能にするというアベノミックスの基本メカニズムは崩れていない。加えて、2015 年は経済政策が景気刺激の性格を強めるため、日本経済は回復軌道に復帰できるとみている。

設備投資には、1) 売上高経常利益率の上昇、2) リーマン危機後の過剰能力削減、3) マイナスの実質金利、4) 円の為替レートの正常化に伴う一部設備投資の国内回帰、5) 法人税減税による期待収益率の上昇などがプラスに働く。政策や海外情勢からネガティブなショックを受けなければ、設備投資は回復基調を維持する公算が大きい。

また、企業の利益率の改善を背景に、2014 年度春闘程度の賃上げ・ボーナス引き上げは、2015 年も継続可能な状況にある。2014 年 7-9 月期 GDP 統計は全体としてはネガティブサプライズだったが、ポジティブな材料もあった。雇用者総報酬は名目でみると前年比 2.6%と伸び率が加速していることが確認されたことである。1 人当たりの賃金が前年比 1%程度増加していることに加え、雇用が 1.6-1.7%伸びているためとみられる。2014 年 7-9 月期の場合、消費税の影響を含めると消費デフレータが 3.2%上昇しているため、実質では 0.6%のマイナスとなった。しかし、消費税の影響を除いた場合弊社の試算ではプラス 1.6%である。2015 年は消費税引き上げが送られることになり、現状程度の雇用・賃金増が続くだけでも実質ベースでも家計所得が明確なプラスに転ずる可能性が高い。

こうしたことから、設備投資、家計消費という民間国内需要の堅調が日本経済をサポートする可能性が高い。海外環境については、日本経済にとっても米景気が欧州景気からある程度デカップリングすることが重要である。米景気が 3%超の成長を維持するとの予想が崩れなければ、欧州景気停滞の影響がある程度相殺されるはずで、輸出や緩やかな回復に向かうとみており、外需もプラス寄与に転ずると予想している。原油安も一定のプラス効果を持つことを考えると、2015 年は 1.6%（年度ベースでは 2.1%）と 0.6-0.8%程度とみられる潜在成長率を明確に上回るペースに戻るとみられる。

名目成長率の重要性

冒頭でも振れたが、アベノミックスの下での日本経済を考える上で、軽視すべきでないのは実質成長率にインフレ率を加えた名目成長率である。2014 年の実質成長率が予想を下回ったのは事実だが、名目でみると 1.7%と 2013 年（1.1%）を上回ったと推定される。年度ベースでみても、2013 年度の 1.8%から 1.5%に小幅減速に止まるだろう。実質ベースでは低成長（年度ベースではマイナス成長）となったにも関わらず、企業収益の大幅改善が続き、設備投資、雇用、賃金の増加につながった背景には、名目成長率が堅調であったことが大きい。これはデフレが少なくとも一時的には終わり、GDP デフレータの上昇率が前年比 0.5%前後のマイナスから 1.5-2.0%程度のプラスに転換したことによる。201 年は緩やかなインフレに加え、実質成長率も回復し、名目成長率は 3%前後に高まるとみられる（以下に詳述するが原油安の効果が大きければ名目成長率はこれを上回る可能性もある）。

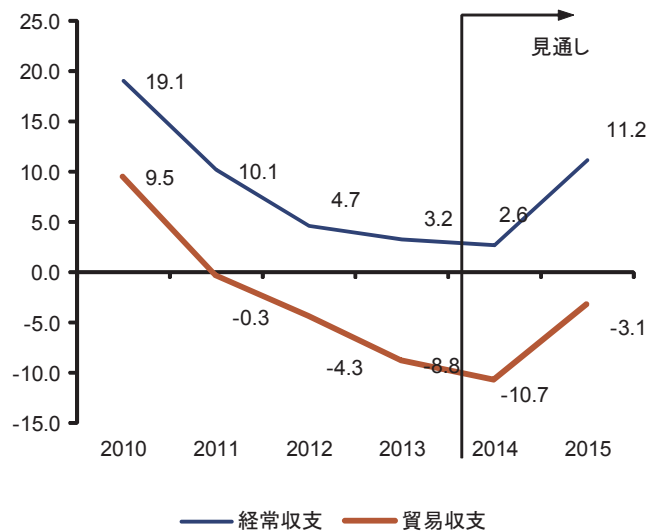
原油安（1）－成長率・経常収支への影響

原油価格は 2014 年後半から徐々に低下傾向にあったが、2015 年 1 月に入りブレントでみて 1 バレル 40 ドル台へとさらに低下した。弊社商品戦略チームは年前半に一時的には 30 ドル台をつけるもののその後年後半には 50 ドル台後半から 60 ドル前後に戻るパターンを想定しつつ、2015 年平均（ブレント）を 1 バレル 52 ドルと予測している。これは、120 円台への円安進行を前提としても、日本にとっての原油輸入価格（円建て）が従来の予想と比較して、35-40%低下することを意味する。

日本の場合、2013 年の鉱物性燃料輸入は 27.4 兆円で日本の輸入全体の約 3 分の 1、名目 GDP 比でも 5.7%にまで上昇した。2014 年についても 1-11 月までのデータで試算するとほぼ同ペースで推移している。鉱物性燃料分野の輸出は加工製品が 1.5 兆円程度あるのみであり、日本の鉱物性燃料に関する貿易はほぼ輸入のみでそれが GDP 比 6%に迫るという極端な構造になっている。

鉱物性燃料は原油に加え、天然ガスや石炭も含まれるため原油価格にすべてを決めるわけではない。しかし、日本の場合は天然ガスの輸入価格についてもドバイ原油の価格に連動して決められている部分があり、鉱物性燃料全体の輸入価格が原油価格に約 8 割程度は連動する。このため、円建てでみた原油輸入価格の 35-40%の下落は、7.5-8.5 兆円の輸入コストの節約となるとみられる。輸出については、上で述べたように鉱物性燃料分野の輸出は非常に小さい。日本の輸出全体について、地域別構成比でみると産油国向けよりも石油消費国向けの方が明らかに大きい。これらを考えると、少なくとも輸出への影響はマイナスにはならないと考えてよかろう。したがって短期的には（輸入数量が価格変化に対して弾力的ではない期間では）輸入コストの減少分が名目 GDP 及び経常・貿易収支の改善にほぼ直結、名目 GDP が 1%以上改善すると共に、経常黒字は 2014 年の 2.5-3.0 兆円から 10-11 兆円に改善するとみられる。（図 1）

図1: 日本の経常収支と貿易収支(兆円)



出所: 財務省、日銀、BofAMLグローバルリサーチ

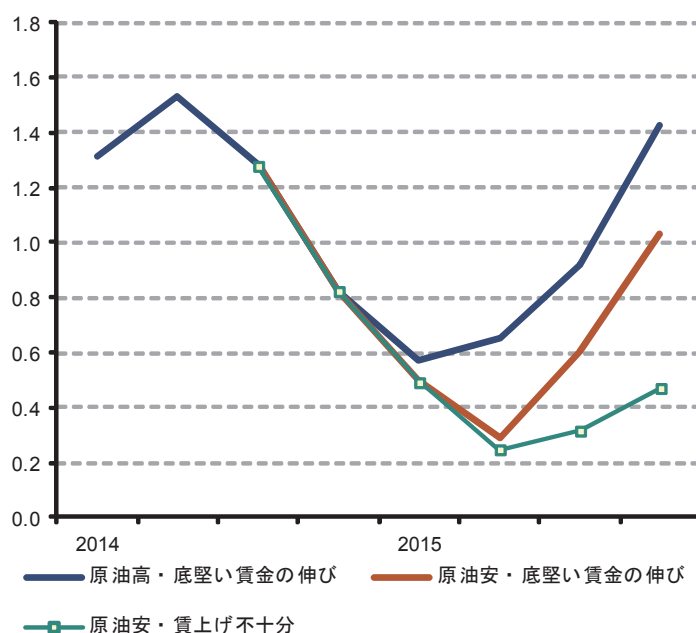
鉱物性燃料の輸入コスト低下による企業収益の改善、およびエネルギー関連の物価低下による家計の実質購買力改善がどの程度実際の支出につながるかによって、名目 GDP の改善がどの程度実質 GDP の増加につながるかが決まってくる。過去のパターンからみると 2 年程度の期間に 45 割が支出され、実質 GDP を押し上げる傾向がみられる。これらを考えると 2015 年に絞っても年後半に入ってから 0.3-0.4% の押し上げ効果を想定するのが妥当と考えられる。

これらは原油安が日本の景気にとってプラスになると共に、一部で懸念されていた経常収支の赤字化・円安のさらなる加速というリスクが 2015 年に関しては非常に小さくなったことを意味している。

原油安 (2) —インフレ率と日銀の政策への影響

日銀が目標に使っている「生鮮食料品除く総合」指数はエネルギーを含むため、原油安に影響される。図 2 及び表 1 は原油価格と時間当たり賃金の上昇率に関する前提をかえてコア CPI の前年比についてシナリオ分析を行ったものである。原油価格の前提を年平均 73 ドル（弊社の旧予測、図中では「原油高・底堅い賃金の伸び」のケース）から同 52 ドル（弊社の新予測、「原油安・底堅い賃金の伸び」）に引き下げることによって、年平均の物価上昇率は 0.3% ポイント程度の方修正となる。しかし、インフレ期待の下振れが回避され、今春闘での賃上げやボーナス引き上げが昨年を上回って、時間当たり賃金が 2% 程度上昇すれば、年後半にかけて 0.7-0.9% ポイント程度、コア CPI を押し上げると推定される。このため、10-12 月期にはコア CPI 全体でも上昇率が 1% 超に戻ってくると試算される。この場合、インフレ見通しの下方修正は原油価格の下落が主因であり、一時的なものであるとして、日銀としては現在の資産買入れペースを維持するのではないかと予想している。現段階では弊社はこちらをメインシナリオ（確率 70% 程度）としている。

図2:シナリオ別コアインフレ率の予測(前年比、%)



出所:総務省、BofAMLグローバルリサーチ

表1:シナリオ別コアインフレ率の予測(2015年度)

	原油高 73ドル/バレル	原油安 52ドル/バレル
底堅い賃金の伸び 2.0%	1.2%	0.9%
賃上げ不十分 0.5%		0.5%

出所:BofAMLグローバルリサーチ

しかし、原油安に伴うインフレ率の低下がインフレ期待の低下にもつながり、春闘での賃上げが不十分なものに止まる場合（平均 52 ドルの原油価格に加え、時間当たり賃金の上昇率が 0.5% に止まる場合、「原油安・賃上げ不十分」）には夏場以降のインフレ率のリバウンドは極めて限定的なものに止まり、1%を下回るインフレ率が継続してしまう。この場合には日銀が追加金融緩和を検討する可能性が高まろう。企業の利益率が歴史的な高水準にあり労働市場の需給がタイト化している中で、こうした展開はあくまでもリスクシナリオではあるが、家計・企業サーベイにおけるインフレ期待指標、3 月の春闘での賃金・ボーナスの引き上げの動向、及び夏場以降のインフレ率の変化が追加緩和の可能性を左右するキーフaktorといえよう。

アベノミックス 2.0 開始

昨年 12 月 14 日に実施された衆院総選挙に勝利したことにより、安倍首相は政治的キャピタルを再充填することに成功し、アベノミックスが継続されることになった。

第三次内閣発足直後の 12 月 27 日に安倍政権は景気刺激策のパッケージを決定したが、今回は 3 兆円程度の規模で昨年の 5 兆円程度と比較すると規模がやや抑制されており、円安による輸入原料コストの上昇の影響が相対的に大きい地方経済をサポートする内容が中心になっている。アベノミックス 2.0 の最初のステップとしてむしろ注目されるのは、12 月 30 日に発表された税制改革大綱で決定された法人税減税の効果と春闘における賃上げだろう。法人税減税については今後 2 年間で少なくとも 3.29% ポイント、法人所得税を引き下げることが決定された。税率引き下げの一方で、課税ベースの拡大による増税措置が行われているためネットの減税規模は 2015-16 年度の 2 年間の合計 4200 億円となっている。キャッシュフローの増加による株価や設備投資の促進効果は限定的であろう。しかし地方法人税について法人所得（利益）に対する税率を引き下げ黒字企業の税負担を下げ一方、課税ベース拡大策として地方レベルの法人事業税における外形標準課税を拡大すると共に、繰越損失（過去の損失）を損金として課税所得から控除できる上限を引き下げたことは、いずれも、企業に対しリスクをとって利益を出すことを促す方向の改革であり、ROE 引き上げを目指すコーポレートガバナンス強化とは整合性がとれた内容となっている。実際にどの程度企業行動に影響するかが注目されよう。

賃上げについては、選挙直後の 12 月 16 日に政労使会議が開催され、安倍首相からの要請を受け、「経済界が賃金の引き上げに向けて最大限の努力を図る」ことなどを盛り込んだ合意文書を発表した。原油と物価に関する項でも分析したように、3 月にかけて実施される 2015 年度の賃上げ交渉の結果が景気、インフレの改善の鍵を握ることはいうまでもない。

成長戦略は効果を評価するのに数年を要する性格のことが多いが 2015 年の金融市場にとってイベントとなりうるものとしては、(1) 労働市場の規制緩和、(2) スチュワードシップコードやコーポレートガバナンス強化、(3) TPP 交渉の成否の 3 点が注目されるところだろう。

リスクファクター

アップサイドリスクでは、特区での規制緩和の成功、非製造業での省力化投資の増加継続、などがあげられよう。一方ダウンサイドでは当面、国内的には家計のコンフィデンスの回復の遅れ、海外では原油が過度に低下した場合は金融市場がリスクオフになる一方、日本の経常黒字がさらに拡大するため、円高が再燃するリスクがあるほか、欧州景気が想定より悪化する場合があげられよう。

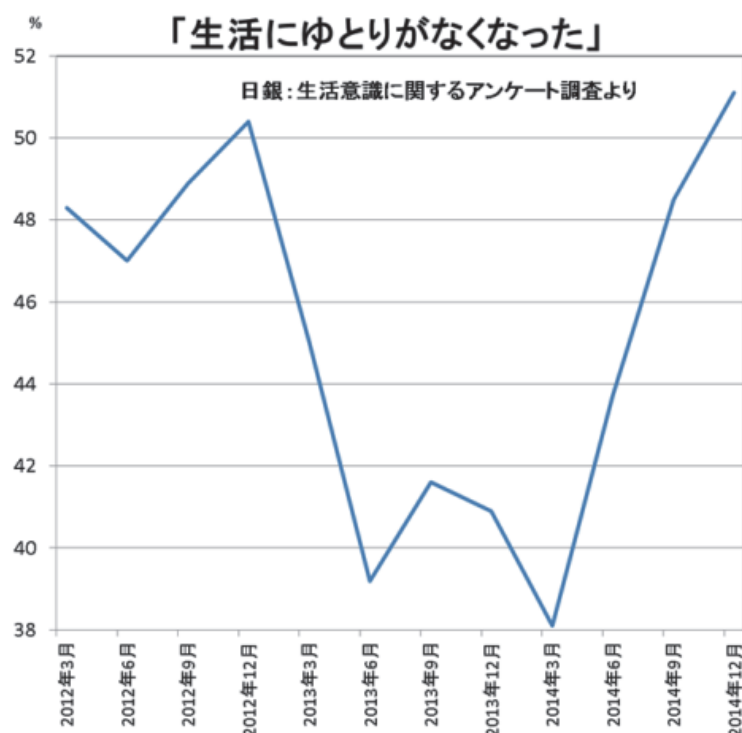
ファンダメンタル・アナリシス (2)

限界に直面する「第一の矢」

東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト 加藤 出

デパートの初売りは今年は比較的好調だったようだ。ただし、それらの売り上げを最も牽引したのは、インバウンド、つまり海外（特にアジア）からの観光客の消費だったようだ。現時点では多くの日本国民は物価上昇への警戒感から消費マインドを慎重化させている。

日銀の「生活意識に関するアンケート調査」にそれが現れている。「生活にゆとりがなくなった」と答えた人は、昨年3月は38%だったが、12月は51%へ上昇した。アベノミクスが始まって以来、最高である。その主要因は、物価の上昇にある。「物価上昇はどちらかと言えば困ったことだ」と答えた人は、2014年6月に78%まで低下していたものの、その後反転上昇し、12月は84%となった。「今後一年間に消費を減らす」と答える人も増加し、12月は52%を超えた。



政府・日銀はインフレ率を2%へ引き上げることが日本経済回復の重要なポイントだと主張している。しかし、皮肉なことに、日銀が量的質的緩和策（いわゆる異次元緩和策）を推し進めれば進めるほど、国民は生活コストの上昇を心配して財布の紐をきつく縛ってしまう。

長期的に日本経済は上昇していく、言い換えれば、自分の実質賃金は長期的に増加していくと予想する人が多ければ、足元のインフレ率の上昇は消費マインドにさほど大きなダメージを与えないはずだ。

しかし、日銀のアンケートでは「長い目で見たとき日本の成長力は高まる」と予想する人が、2013年6月をピークに顕著に減少を続けている。日本経済の先行きに楽観的になれない人が増えているといえる。

もっとも、ガソリン価格の下落によるインフレ率の低下に加え、今後起き得る大企業の賃上げによって、国内の消費は今後上向いてくるとは思われる。原油価格次第ではこれからコアCPI（生鮮食品を除いた消費者物価指数）前年比はゼロ%近辺、あるいはマイナスになる可能性がある。しかし、これは日銀にとっては悩ましい展開だ。2013年4月に異次元緩和策を開始したときに日銀は、インフレ率を2年程度で2%に引き上げると宣言したからである。

日銀は今は「15年度中には2%に行く」と主張している。原油価格上昇と賃上げによって景気が上向いてくれば、コアCPI（エネルギーと食品を除いた消費者物価指数）が上昇をはじめ、15年度後半に原油相場が上昇すれば2%は達成されとの見方だ。しかし、さすがにその予想の実現が困難となったら日銀は追加緩和策を決断するだろう。

問題なのは、冒頭で述べたように、単にインフレ率が上がるだけでは人々は先行きを楽観視できないという点である。また、根本的な問題として、日本経済が抱えているのはリアルな問題であって、マネタリーな問題ではない。巨額の政府債務・少子高齢化から連想される将来の社会保障制度への不安は、日本の消費者を楽観視させない大きな要因である。また、インフレ率を持続的に上回る賃上げを企業が実施するには、国内外で収益率が高い市場を創造していくイノベーションが必要だ。電機産業などかつての日本企業にはそれができたが、近年の日本企業にはそれが欠けている。そういったリアルな問題を放置したまま、日銀が国債を大量に購入してマネーを金融市場に注入し続けたところで、円安になっても日本経済の長期的な成長力を信じることは難しい。

よって日銀が2%インフレの達成のために異次元緩和策を拡大していくことは間違った処方箋といえる。カナダ、ニュージーランドなど多くのインフレ目標採用国は、原油などのコモディティ価格の急変動によるインフレ率の目標からの乖離は例外条項による許容するとしている。これだけの激しい原油価格下落の影響を金融政策で相殺することは無茶である。

しかも、今の日銀の大規模国債購入によって、国債の利回りは4年物までマイナス金利、5年物はゼロ%近辺となっている。金利が下がると消費や投資が活発化するならよいが、その効果は限定的である（前述のようにリアルな面での不安を多くの経済主体は感じているからである）。むしろ、金融機関の収益を深刻に悪化させ、日本企業の長期的発展に必要なだがリスクを伴う融資・投資を行うのに必要な体力を奪ってしまう恐れがある。

無理に「第一の矢」でインフレ率を挙げようとするのではなく、「第三の矢」（成長戦略）を推し進めながら、企業収益の向上⇒賃金の増加という好循環をじっくりと育んでいくべきといえる。

内閣官房が昨年6月に作成した「やわらか成長戦略」という説明資料は、アベノミクスを次のようにイラストで解説していた。「第1の矢」でビジネスマンがカバンを持って走り出す。「第2の矢」で男は上着を脱いでズボンのベルトを外しながらジャンプを始める。「第3の矢」で彼はスーパーマンに変身、「持

続的な経済成長（富の拡大）成長率3%」へ向かって飛んでいく。

それが実現できればよいのだが、多くの国民はそれに疑念を抱いていると思われる。米有力誌フォーリンアフェアーズ（日本語版 2015 年第 1 号）にも、第 3 の矢への懸念を表す R・カッツ氏（オリエンタル・エコノミスト・アラート誌代表）の論文「ゾンビ・アベノミクス」が載っていた。ポイントを引用してみよう（一部原文を参考）。

- ・アベノミクスとして知られる経済戦略がそれほど見事な再生プランなら、なぜ 2 度目の消費増税のタイミングを先送りしなければならなかったのか。経済が堅調なら、5%から 8%という小幅な消費税率引き上げ程度でリセッションに陥ることはない。
- ・アベノミクスは、金融緩和だけで、インフレを通じた「アニマルスピリット」を刺激して、成長を実現しようとしている。黒田総裁は、ひどい喘息持ちでも酸素を大量に与えれば走れるようになる、と主張する医師のように振る舞っている。患者が片方の足が折れて手術（構造改革）が必要だと訴えているのに、では酸素を倍に増やしましょうと黒田氏は提案している。
- ・安倍政権が 3 本の矢を本当に利用するつもりなら、景気刺激策と金融緩和を、構造改革という困難で時間のかかる手術をするための麻酔薬として利用したはずだが、長期にわたって景気刺激策と金融緩和策を、痛みを感じないようにする麻酔薬として用いただけだ。

ところで、世界的に見て、イノベーションが牽引する成長戦略の最大の「お手本」は、米シリコンバレーといえるだろう。先日の出張時に同地を訪問してみたのだが、あらためて話を聞いてみると、彼我の差を強く感じさせられた。

サンフランシスコ市内から車で内陸方向に 50 分前後走るとシリコンバレーと呼ばれるハイテク企業が集積した地域がある。アップル、フェイスブック、インテル、ヤフー、グーグル、オラクル、ユーチューブなどハイテク企業の広大な本社キャンパスが次々と現れてくる。

グーグル本社のカンパスには屋外に大きなカフェテリアがあって、社員が爽やかな空気の中でランチを楽しんでいた。社員は 3 食無料だ。注目されるのは、社員の人種が極めて多様という点である。世界中から最高に優秀な人材をグーグルはかき集めている。同様の傾向は、他のハイテク企業にも見られる。



カリフォルニア大学バークレー校のエンリコ・モレッティ教授は著書「年収は「住むところ」で決まる」の中で、一時あれだけ世界を席卷していた日本のハイテク産業が90年代以降顕著に退潮した大きな原因のひとつは、ソフトウェアエンジニアの人材の層が薄かったことにありと指摘している。

「アメリカが世界の国々から最高レベルのソフトウェアエンジニアを引き寄せてきたのと異なり、日本では法的・文化的・言語的障壁により、外国からの人的資本の流入が妨げられてきた」「専門的職種の労働市場の厚みは、その土地のイノベーション産業の運命を決定づける」。

優秀な移民を多数入社させることが企業の最大の成長要因だと考えている経営者はシリコンバレーには多い。フェイスブックのM・ザッカーバーグらは、オバマ政権に対して、外国籍の高度人材がアメリカで就労するのに必要なビザ（H1B）の発行枚数を大幅に増加させるように激しく働きかけている。このH1Bの年間発行枠は現在85万人なのだが、毎年4月初の受付開始と同時に申し込みが即殺到し、数日で枠が埋まる状態になっている。

ドイツの自動車産業が強い要因のひとつも、高技能移民にあると言われている。欧州の自動車産業のセンターとして、ドイツには世界から有能なエンジニア、デザイナーが集まってくる。

日本は少子高齢化で若い有能な才能の数が減ってきているだけに、海外からの高度人材の受け入れは必須と思われる。しかし、実際はなかなか来てくれないのが実情だ。日本で成長戦略を考えるときに、シリコンバレーと同じ土俵ではとても歯が立たないといえる。優秀な人材に日本で働いてもらえるような環境整備を続けつつも、日本は日本なりの成長戦略を模索していく必要がある。

日本は世界最速で高齢社会に突入しているが、それをハンディキャップにせず、逆に生産性向上にポジティブに利用することは工夫次第では十分可能とは思われる。今後、先進国や新興国でも高齢者が劇的に増加する。特に中国では2016～35年の20年間で65歳以上の高齢者が1.5億人も増える（国連中位推計）。沿岸の大都市部には、富裕層の高齢者が多数現れるだろう。

日本企業の幹部・社員の平均年齢も上がっているのも、若い人々のニーズをつかむのは以前よりも明らかに不得手になってきているように思われる。しかし、高齢者のニーズをとらえる上では有利なはずである。医療・介護などでの新しい市場を創造し、それを海外の富裕層へも販売していければ巨大なビジネス・チャンスが生まれるだろう。その点で、2020年の東京パラリンピックは、高品質の福祉関連用品を世界にアピールして、そのブランド力を高めるいい機会になり得る。

ただし、注意が必要なのは、得てしてマーケティングを軽視してしまう日本企業の悪癖である。「ものづくり」の伝統として職人を尊ぶカルチャーがマイナスに働いてしまっている面がある。消費者が欲しいものを緻密に調査するのではなく、技術者が作りたいものを作ってしまう傾向があるのだ。

マーケティングが重要な市場のひとつに、海外の白物家電を挙げることができる。地域によってニーズが全く異なるからである。例えば、アメリカでは家屋が大きいので、洗濯機はリビングやキッチンから離れた部屋や地下に置かれている。このため、日本メーカーが得意なコンパクトさや静音はあまり求

められない。むしろ、最近では、離れていても進捗状況が分かるように Wifi でスマートフォンに情報が送られてくるような機能に人気がある。そういった細やかなニーズを韓国系メーカーはすぐ察知するが、日系にはなかなかできない。

米コンシューマー・リポート誌（2014 年 8 月）は、消費者に推奨できる洗濯機 40 台、乾燥機 20 台の「格付け」を掲載していた。ブランド別に見てみると、米系ブランドが 30 台、韓国系ブランドが 30 台であり、なんと日系ブランドはゼロだった。アメリカの白物家電のハイエンド市場は巨大であり、利幅がかなり厚い機種も多数売れている。同誌が最優秀と認定した LG の洗濯機は 1,600 ドルもする。乾燥機のも最優秀機はサムスンで、1,520 ドルだ。しかし、日系はアメリカの洗濯機・乾燥機、および冷蔵庫市場からはほとんど撤退したような状態になっている。全く同様の傾向を欧州でも観察することができる。

洗濯機（正面出し入れ式）			
	メーカー／商品名	価格(US\$)	スコア
1	LG WM8500HVA	1,600	82
2	Kenmore Elite 41073	1,200	82
3	Maytag Maxima XL MHW8000AG	1,300	81
4	LG WM8000H[V]A	1,200	80
5	Samsung WF457ARGS[GR]	1,550	80
6	Samsung WF56H9100AG	1,520	80
7	Maytag Maxima XL MHW7000AW	1,150	79
8	Whirlpool Duet WFL98HEBU	1,500	79
9	Whirlpool Duet WFW88HEAW	1,000	78
10	LG WM3070H[W]A	900	78
11	LG WM3470H[W]A	1,100	78
12	Kenmore Elite 4147[2]	1,100	78
13	Samsung WF435ATG[WR]	1,300	77
14	Kenmore 4137[2]	1,050	77
15	Whirlpool Duet WFW86HEBC	1,100	77
16	Whirlpool Duet WFW70HEBW	800	77
17	Kenmore 41182	700	77
18	Maytag Maxima X MHW4200BW	1,000	77
19	Whirlpool Duet WFW96HEA[W]	1,300	76
20	Whirlpool Duet WFW94HEX[W]	1,100	76

洗濯機（上部出し入れ式）			
	メーカー／商品名	価格(US\$)	スコア
1	LG WT5680HVA	1,200	73
2	Kenmore Elite 31412	950	72
3	LG WT1701CV	1,100	72
4	LG WT1001CW	600	72
5	Samsung WA422PRHD[WR]	750	72
6	Maytag Bravos XL MVWB725BW	800	70
7	GE GTWN7450DWW	800	70
8	LG WT5070C[W]	1,000	70
9	Maytag Bravos XL MVWB980BW	1,000	69
10	Samsung WA50F9A8DSP	1,200	69
11	Kenmore 28102	800	69
12	LG WT1101CW	700	69
13	Samsung WA456DRHD[WR]	900	69
14	Samsung WA50F9A8DSW	1,000	69
15	Samsung WA400PJHD[WR]	700	68
16	Samsung WA56H9000AP	1,500	68
17	GE Adora GHWN8350DWS	1,000	68
18	Whirlpool Cabrio WTW8900BW	1,000	67
19	LG WT4870C[W]	800	67
20	Whirlpool Cabrio WTW5800BW	700	65

半導体市場の話ではあるが、日本企業と極めて対照的に韓国系企業はマーケティングを重要視してきたことを「電機・半導体大崩壊の教訓」（湯之上隆）が鋭く指摘している。サムソンのメモリ事業部には、市場のニーズをつかむための専任マーケッターが 230 人もいるという（2005 年当時）。最も優秀な人材がその仕事を担う。同社は更に世界中からマーケッターをスカウトしている。役員には 1 年で最低 1 人は優秀なマーケッターを採用する責務があり、そのスカウト費は無制限である。

しかし、日本メーカーの場合、同様の職種は数人しかおらず、しかも社内での地位も得てして低くて、開発部隊に対して強く言える状況になっていないという。近年はさすがにこの欠点に日本企業も気づいているはずで、何らかの対応をとっていると思いたいですが、マーケティングができていなければ、持続的な賃金上昇につながり得る企業収益向上の実現は難しいだろう。

他方で、政府は成長戦略として日本経済に対して何ができるのだろうか？

まずは、新規参入が行いやすくなるような規制緩和が必要である。そこから先に関しては、アメリカでも「政府はどのような産業振興政策を行うことができるか？」という議論が最近活発に行われている。

共和党によく見られる財政保守派は、財政支出削減の観点もあって、政府は産業振興策に金を使わない方がいい、と主張している。彼らは「シリコンバレーのリバタリアン（無政府主義者）のような経営者の連中は、政府の援助がなくとも勝手に企業を育ててきたではないか」と考えている。

一方で、政府による長期的な研究・開発費の投入がなければ今日のシリコンバレーの繁栄はなかったという反論もある。

インターネットは60年代に軍事用に開発されたプログラム（ARPANET）の転用である。GPSも70年代に軍部で作られた。iPhoneなどに使われているタッチスクリーンを開発した企業の創業者は、公的資金で運営されている大学の教授だったし、その企業に国立科学基金やCIAの資金が投入されていた。iPhoneの音声認識プログラムであるSiriも公的研究所からスピノフした企業が開発した。つまり、間接的ではあるが、政府の資金がなければ、スティーブ・ジョブスはiPhoneを作ることはできなかったといえる。グーグルも、国立科学基金から資金調達していた。

また、エネルギー関連でいえば、政府系研究機関が調査・提言を行わなければシェールガスに民間企業が興味を抱くことはなかったし、フラッキングのために必要な地底の3Dマップはエネルギー局が作成したものだ。

つまり、政府による産業振興政策が必要だと考える論者は、民間がとれないリスクの高い投資、民間では当面採算が合わない長期的な研究・開発などには、政府が資金を投入すべきだと主張している。ただし、リスクの見極め、投資資金のリターンを高める手法、援助した企業の納税回避策（海外移転など）を防ぐ手段などに関しては検討余地がかなりあると見られている（参考：「The Innovative State」M. Mazzucato, Foreign Affairs, January/February 2015）。

日本で仮に高齢者向けの産業を成長産業と位置付けるなら、やはり同様の観点で政府はサポートを行っていくべきだろう。医療・介護の世界にもハイテク機器はどんどん導入できるはずである（介護ロボットなど）。民間ではリスクがとりにくい研究への投資や、あるいは生産コストが下がるまでの間の補助金等々、「第三の矢」で取り組むべき課題は多数あるように思われる。

2014 年の債券市場回顧と 2015 年の展望

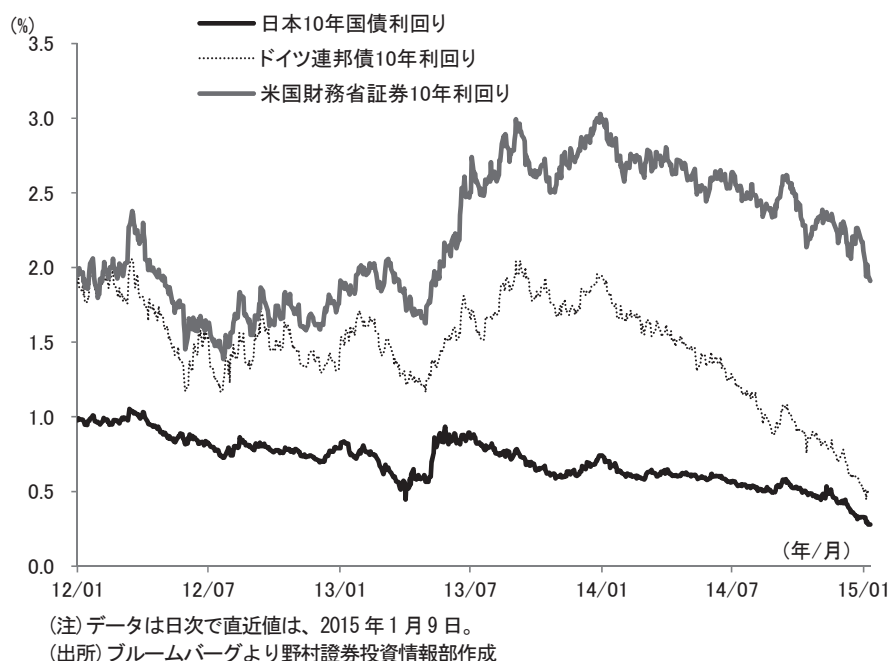
野村證券株式会社 投資情報部 マーケットエコノミスト 美和 卓

【世界的な債券利回り急低下】

2015 年は、世界的な債券利回りの急低下で幕を開けた。日本の 10 年国債利回りは、1 月 6 日に史上最低となる 0.28% まで低下した。米財務省証券 10 年債利回りは、同日、2014 年 10 月以来となる 2% 割れを記録した。2015 年年明け早々の世界的債券利回り急低下の背景は、言うまでもなく、原油安やギリシャのユーロ圏離脱懸念の再燃などに起因する、金融市場でのリスク回避的な動きであった。

しかし、グローバルな実体経済環境、金融政策の動向を客観的に見た場合、むしろ債券利回りの上昇に結びつくと考えられる要素もないわけではない。現下世界的な市場のリスク回避的傾向を招来している要因が剥落した場合、債券利回りは一転して上昇に転じると考えるべきなのであろうか。

図表 1 日米独 10 年国債利回りの推移



【転機を迎えた米金融政策】

2015 年に世界の債券市場で利回りの上昇傾向が生じはじめる最も有力な契機となりうるのは、米国金融政策が緩和から引き締めへと方向転換を遂げる可能性であろう。米 FRB（連邦準備制度理事会）は、2014 年 10 月の FOMC（連邦公開市場委員会）で、量的金融緩和第 3 弾（いわゆる QE3）の終了を決定した。2008 年のリーマンショック後の未曾有の金融危機に対応し、先進地域の中央銀行が実施してきた「非伝統的」金融政策は、金融危機の震源地であった米国においてまずその転機を迎えることとなった。

QE3 の終了を受け、市場では米 FRB が現行の実質ゼロ金利政策を解除し利上げを開始するタイミングがいつ頃になるのかに関心が集中しはじめている。2014 年最後となる 12 月の FOMC では、以下の点から FRB が未だ利上げ開始を急いでいないとの解釈が有力となった。第一に、従来 FOMC 声明文に盛り

込まれてきた「相当の期間」(0～0.25%のフェデラルファンド金利誘導目標水準を維持することが適切)との文言が残されたこと、イエレン議長定例記者会見において「少なくとも今後数回の会合で金融政策の正常化を開始する可能性が低い」との言質が得られたこと、である。

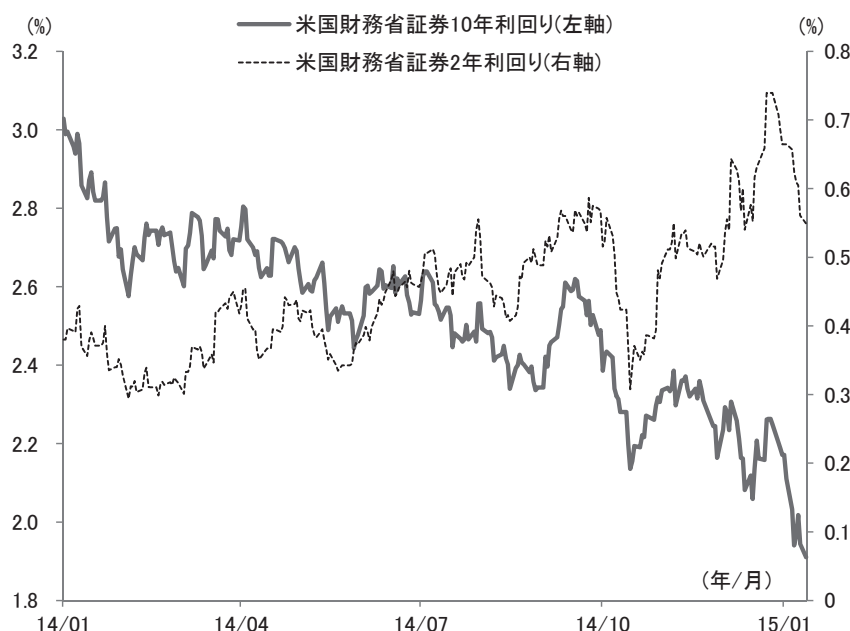
しかし、これらの証左を基礎として利上げ開始まで未だ猶予があると想定するのは早計であろう。12月 FOMC 声明において利上げ時期を示唆するメッセージとして最も重要と思われるのは、「金融政策正常化の開始をまだ辛抱できる (can be patient)」との文言であろう。その上で、声明に残された「相当の期間」は、「相当の期間 (実質ゼロ金利政策を維持できる)」とした前回声明文の文言と「正常化の開始をまだ辛抱できる」とした声明が「整合的である」ことを例示する文脈で用いているに過ぎない。また、イエレン議長が金融政策正常化を開始する可能性が低いとしている、「今後数回の会合」とは、原語が the next couple of meetings であることから、2015 年年初から 2 回の会合では利上げしないとの保証しか与えていないとの解釈も可能だからである。

足元の米景気指標が全般に強含みで推移していること、2014 年年末に向けての世界的な原油・資源市況の下落にもかかわらず、米国物価指標が FRB の政策目標である 2% に近づく動きを示していること、などから FRB が金融政策の正常化 (= 実質ゼロ金利政策解除に端を発する利上げ) を開始する時期は着々と近づきつつあるとみるべきであろう。

【米金融政策の転換と米長期債利回り低迷】

しかし、2014 年の米国債市場は、金融政策が緩和から引き締めへの転換点を迎えている状況を踏まえると実に不可解な展開を辿ったと言わざるを得ない。金融政策、特に政策金利の先行きに関する予想が比較的忠実に反映されやすい短期債利回りこそ時間を追うごとに水準を徐々に切り上げていく動きをみせたが、2014 年の米国長期債利回りは、年間を通してみると低下トレンドを辿ったと考えられる。米財務省証券 10 年債利回りは、量的緩和縮小が開始された 2014 年年初こそ 3% を上回る水準を記録していたが、2014 年年末には 2.1% 台まで低下した。

図表 2 米国長短財務省証券利回りの推移



(注) データは日次で直近値は、2015 年 1 月 12 日。

(出所) ブルームバーグより野村証券投資情報部作成

金融政策の引き締めへの転換が近づきながら、長期債利回りが低迷・低下を続けるという不可解な傾向が持続するのか、それとも金融引き締めが開始されることにより長期債利回りも持続的な上昇傾向を辿るノーマルな状態に回帰するのかが、2015年の世界債券市場にとって大きなテーマとなろう。それを占う意味においても、2014年に米金融政策が転換点を迎えながら長期債利回りの低下傾向が続いた背景を探っておく必要があるだろう。

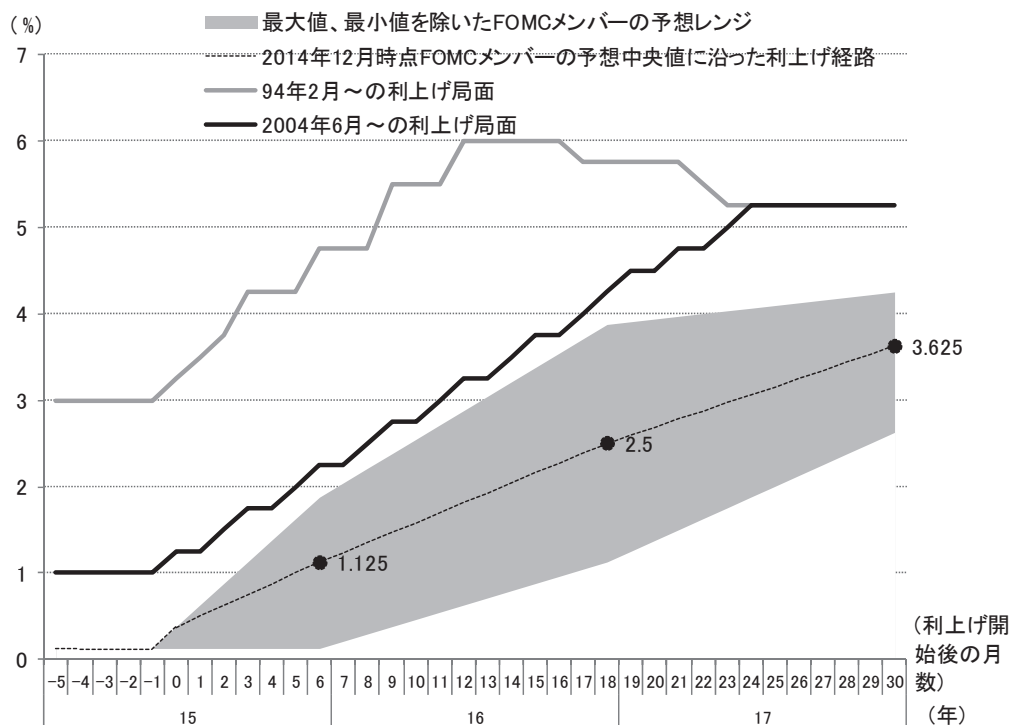
【米国の潜在成長率低下とその金融政策への影響】

FRBが「利上げ近し」のメッセージを送りはじめているにもかかわらず米長期債利回りの低迷が続いている理由の一つは、利上げ開始後に想定されている金融政策のパス（経路）が過去のそれとはかなり異なるものになっている点にあると考えられる。

FRBは四半期ごとのFOMCにおいてFOMC参加メンバーの経済、金利見通しを公表している（通称「ドッツ」）。FOMCメンバーの想定する金利見通しから逆算される利上げ後の政策金利の経路を、過去の利上げ局面と比べてみると、1) 利上げのペースが過去と比べゆっくりとしたものが想定されている、2) 利上げのピーク時の金利水準が過去と比べて低い水準が想定されている、という点で相違が見いだせる。

特にこのうち、利上げのピーク時の金利水準のイメージと一致しているとみられる「長期的に正常と考えられる政策金利水準の見通し」が、過去の利上げ局面のピーク金利と比べて大幅に低い水準にとどまっている背景には、米金融政策当局者の間で、米国の潜在成長率が低下しているとの認識が浸透している可能性が指摘できよう。

図表3 FOMC（連邦公開市場委員会）メンバー金利見通しと過去の利上げ局面



(注) 横軸下段は、実質ゼロ金利解除が2015年6月であると仮定した場合に対応した年号。想定利上げ経路については、各年末時点の見通しを単純直線補完したもの。

(出所) FRB (連邦準備制度理事会) 資料より野村証券投資情報部作成

【グローバルなインフレ圧力の低下】

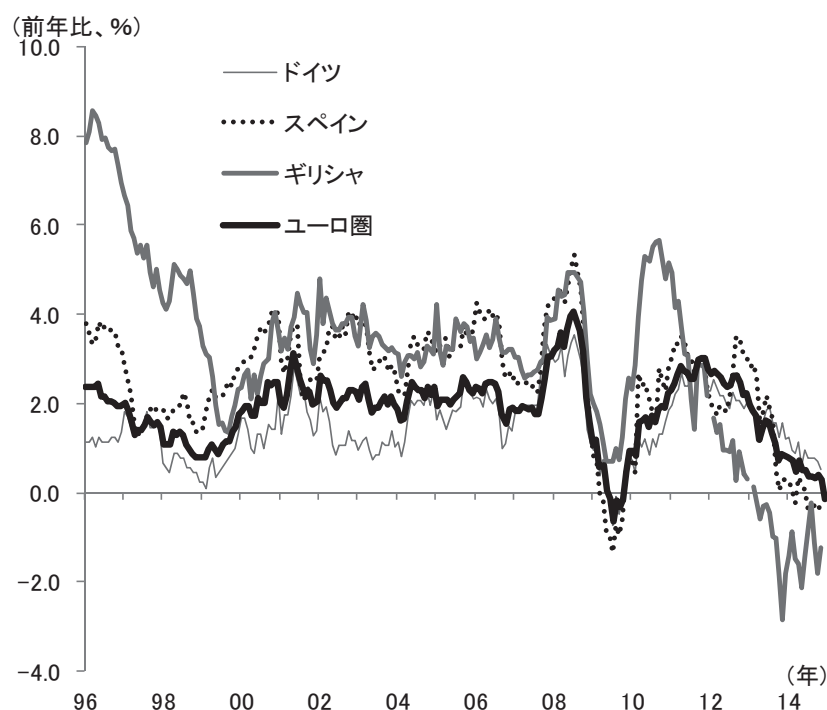
米金融政策が転換点を迎えながら米長期債利回りの低迷が続いているもう一つの背景には、グローバルなインフレ圧力低下を反映した世界的な金利低下圧力の根強さが挙げられよう。このようなインフレ圧力低下の要因としては、大きく分けて二つの点が指摘できる。

第一に、中国を中心とする新興国経済の減速懸念と、それを背景とした世界的な資源・一次産品の市況下落である。2014年秋口以降目立ち始めた原油価格の下落を中心とする資源市況の下落は、それ自身がインフレ圧力を低下させる要因となっているだけでない。資源輸出国の実体経済悪化懸念や資源国からの資本流出懸念を生じさせ、一部資源国、新興国の通貨の下落を招いている。通貨急落に見舞われた諸国では、通貨防衛のための政策金利引き上げ等の金融引き締めを迫られ、元来減速が生じはじめている実体経済の一層の悪化を招来するという悪循環に陥るケースもある。

第二に、2012年にかけて政府債務危機が生じたユーロ圏での財政緊縮を背景としたインフレ圧力の後退、デフレ圧力の台頭である。ユーロ圏経済は、2012年の債務危機後の景気後退から一旦立ち直りかけていたが、2014年に入り再び減速感を強めていった。ウクライナ内紛やそれに絡む対ロシア経済制裁の影響から、ユーロ圏各国と貿易関係が比較的密接なロシア、ウクライナ両国経済の減速の影響がユーロ圏にも及びはじめている。もちろん、景気に配慮して多少緩和されたとはいえ、周縁国での財政緊縮継続も、実体経済と物価の下押し圧力として作用し続けている。

以上のように、実体経済が堅調な拡大を続け、金融政策が緩和から引き締めに転じようとしている米国においても、債券利回りを押し下げる要因が依然として強く働き続ける公算は大きいと考えざるを得ない。それに加えて、米国以外の先進地域においては、さらに債券利回りの低下を促す要因が残存している。

図表 4 ユーロ圏と主要国の消費者物価上昇率推移



(注) データは月次で直近値は、2014年12月。

(出所) ECB(欧州中央銀行)

【量的金融緩和実施が確実視されるユーロ圏】

上述のように実体経済面でのデフレ懸念が強まっているユーロ圏においては、デフレ阻止に向けた金融緩和期待が高まっている。ドラギ ECB（欧州中央銀行）総裁を中心とする当局者が実施の可能性を強く示唆していることもあり、2015 年前半中には ECB が量的金融緩和を開始することがほぼ確実とみられている。

ユーロ圏では、ドイツ、オランダ、ルクセンブルグなど北部諸国を中心に、ECB による国債買い入れと量的金融緩和実施に対する根強い抵抗が存在している。一部ではこうした反対論の存在を理由として ECB が国債買い入れを伴う量的金融緩和に踏み切るのは依然として困難であるとの見方もある。

しかし、ドラギ総裁は、デフレ阻止に向けた非伝統的な金融政策手段の採用に関して必ずしも ECB 政策決定理事会の全会一致にはこだわらない姿勢を示唆している。また、2014 年 11 月の定例記者会見では同時点で 2 兆ユーロ程度の規模であった ECB のバランスシートを 1 兆ユーロ程度拡大させる意向を示した。ユーロ圏全体の社債発行残高が 1 兆ユーロ程度であることに鑑みると、ドラギ総裁が示唆する程度の規模でバランスシートの拡大を図るには国債購入に乗り出さざるを得ないことになる。

ユーロ圏主要国の長期国債利回りが史上最低水準の更新を続けているのは、実体経済面においてデフレ圧力が増大しているという背景以外に、デフレ対策としての量的金融緩和実施が確実視され需給面からも国債価格の上昇期待（利回りの低下期待）が根強いことの表れであると考えられる。

【異次元緩和の追加措置を講じた日銀】

日本の国債市場に対しては、2014 年 10 月 31 日に実施された日銀による量的・質的金融緩和（通称、異次元緩和）の拡大措置が、極めて強力な利回り低下要因として作用していると考えざるを得ない。

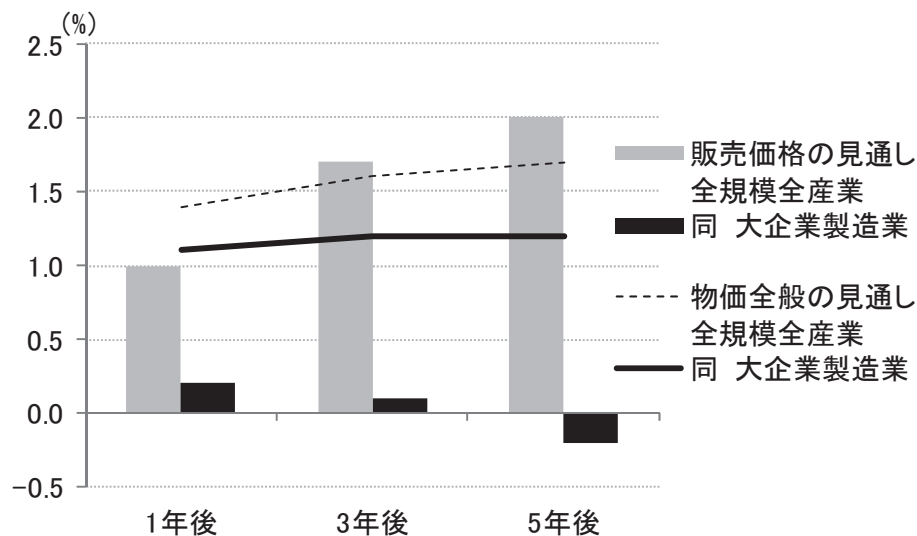
日銀は、10 月 31 日に追加緩和実施に踏み切った根拠を、消費税率引き上げ後の需要弱含みや原油価格下落によって生じた「デフレマインドの転換が遅延するリスク」に対応して、家計や企業の物価上昇予想が下ぶれることを未然に防止する必要性を意識した点に求めている。

しかし、異次元緩和実施によって市中の物価上昇予想を高める効果は、日銀が主張するほど明確とは言えない。日銀は、2014 年 3 月調査の日銀短観から、企業の物価上昇予想の変化を測定する狙いで「企業の物価見通し」と題する調査を開始している。それによれば、消費者物価上昇率の予想を示す「物価全般の見通し」は、異次元緩和開始後に企業の物価上昇予想がある程度上向いていることを示唆している。一方で、企業自身の製品・サービスの値上げの意向を表している「販売価格の見通し」は、物価上昇予想が高まっていることを必ずしも示唆していない。例えば、全規模全産業ベースでは、5 年後までの販売価格の見通しが +2.0% の上昇に留まっており、国内企業の全体平均で 1 年当たりではわずかに +0.4% の価格引き上げしか想定されていないとの結果が出ている。

事後的にみると、2014 年 10 月の追加緩和措置は、異次元緩和措置との因果関係が不確かな市中の物価上昇予想に少しでも下ぶれのリスクが生じれば日銀が極めて大胆な追加策を以って対応する、との強い期待を市場に生じさせた可能性がある。

実際に原油価格の更なる下落により、日銀が目指している異次元緩和開始後概ね 2 年程度での 2% の物価安定目標の実現は一段と厳しさを増している。こうした見方も、日銀が更なる異次元緩和の追加策を 2015 年中にも講じ、国内債券需給を一段と引き締める可能性が高いとの市場の期待を強める格好になっている。

図表 5 日銀短観（2014 年 12 月調査）における企業の物価見通し



- (注) 1. 「販売価格の見通し」は、現在の水準と比べた 1 年後、3 年後、5 年後の価格の見通しについての回答。
 2. 「物価全般の見通し」は、物価全般（消費者物価指数をイメージ）の前年比に関して、1 年後、3 年後、5 年後の見通しについての回答。
 3. いずれも、消費税など制度の変更の影響を除いて回答するよう依頼したもの。
 4. 数値は「見通しの平均」であり、各選択肢の値を選択肢別社数構成比（「イメージを持っていない」を除く）でウェイト付けした加重平均値。
 (出所) 日本銀行より野村証券投資情報部作成

【2015 年も世界的な債券低利回り環境が継続】

2015 年年初に生じた世界的な債券利回り急低下は、原油安、ギリシャ不安等に起因する市場のリスク回避に呼応した過剰反応であった可能性が高い。しかし、2014 年から継続している米国長期債利回りの低下傾向など世界的な長期債利回りの低迷には、さまざまな構造的要因が存在している。

このようにみると、リスク回避的な動きに起因する一時的な債券利回り急低下が終息しても、世界的な債券利回りの低迷傾向は、2015 年年間を通じて根強く継続していく公算が大きいと考えるべきであろう。

ソーシャル・インパクト・ボンドと地域金融

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

「地方創生国会」と謳われた第 187 臨時国会において、地方創生の関連 2 法案が可決・成立した。地方の人口減少抑制をめざす基本理念を定めた「まち・ひと・しごと創生法案」と、地域支援策の申請窓口を内閣府に一元化する「地域再生法改正案」である。その地域政策のひとつである「新しい絆」による地域づくりの手法として、官民連携の社会的投資スキームであるソーシャル・インパクト・ボンド（「SIB」）が取り上げられた。

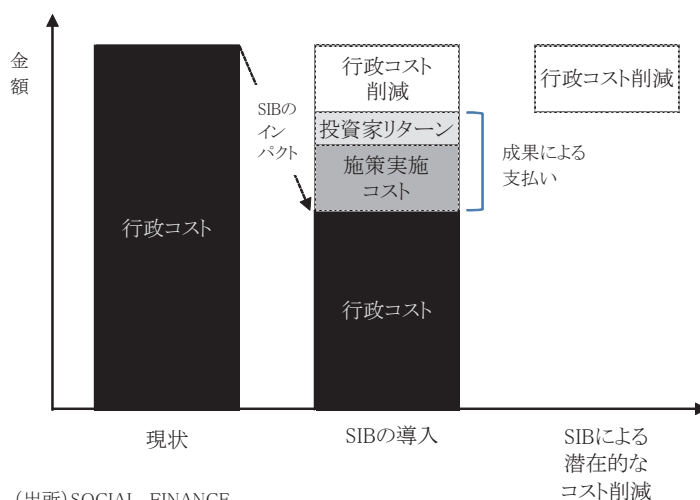
年明けに閣議決定された 2014 年度補正予算案（35,000 億円規模）には、緊急経済対策の目玉として 4,200 億円の地方自治体への交付金¹が盛り込まれ、地域の事情に応じて自治体を選択できる具体的メニューが発表された。バラマキ型施策の経済効果に疑問の声も高いが、地方活性化に重点を置いた取組が進展しつつあるといえよう。

本稿では、地方創生の金融面での柱となり得る SIB の海外事例を踏まえたうえで、我が国へのインプリケーションと地域金融機関の関わりについて考察する。

1. SIB の概要

SIB とは、2010 年に英国で導入された官民連携の社会的投資スキームで、「社会的企業事業が生む社会的効果（公共コストの削減額等）を評価し、投資をしたものへのリターンとして行政費用の削減額に利息をつけて支払う仕組み」²と定義されている。社会的投資には、SRI（Socially Responsible Investment）、再生可能エネルギーファンドや 6 次化ファンドなどの官民ファンド、不特定多数の小口投資家から資金調達するクラウド・ファンディングなどの形態がある。また、行政と民間とが連携して資金調達を行う手法は、PPP（Public Private Partnership）や PFI（Private Finance Initiative）などの形式で従来から存在したが、SIB は Payment by Results と呼ばれる成果主義が基本となっていることが大きな特徴である。これまでは行政サービスを民間業者に委託することはあっても、そのコストはサービスの対価として支払われるものであった。しかし、従来行政が行ってきた社会政策を、NPO 等の民間組織が代行して資金調達し、それを財源に政策プログ

（図表1）SIBの行政コスト削減イメージ



（出所）SOCIAL FINANCE
「A technical guide to developing Social Impact Bonds」より作成

¹ 内訳は、「消費喚起・生活支援型」として、地域商品券の発行・ふるさと名物商品券・子どもが多い世帯への支援などに 2,500 億円、「地方創生型」として、U I J ターンへの助成金・販路開拓・観光振興などに 1,700 億円。

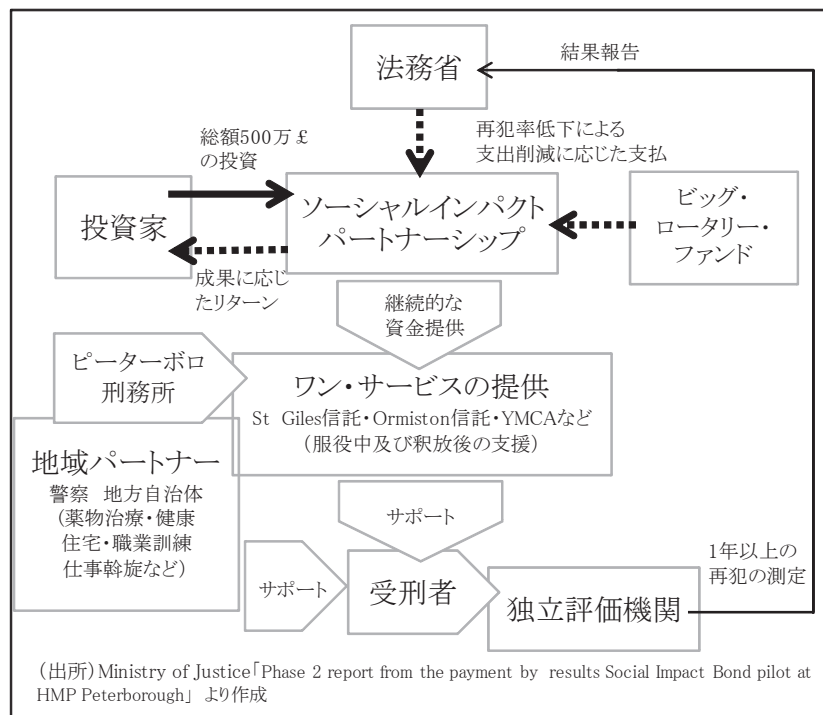
² 内閣府 共助社会づくり懇談会 報告書

ラムを実施することで社会的コストを削減できた場合に、その社会的成果を定量化して算定し、報酬として投資家に還元する仕組みを採るのが S I B であり（図表 1）、経済的利益と社会的利益の双方を期待する「ダブルボトムライン投資」といえる。また、行政サービスの効果に係るリスクを行政から投資家に移転させる仕組みであるともいえる。

（1）英国

S I B 第一号の案件は、2010 年の英国東部のピーターボロ刑務所における男性受刑者に対する出所後の再犯防止プログラムであった。S I B の運営機関が債券を発行し、基金や慈善団体など 17 団体から 500 万ポンド（約 8 億円）が出資され、この資金で、カウンセリングや職業訓練などの社会復帰支援策を実施する 8 年間に亘る再犯防止プログラムを作成した（図表 2）。3,000 人の受刑者を 3 グループに分け、再犯率が全国平均（60%）と比べて 10% 以上低下するグループが 1 つ以上、若しくは 3 グループの平均で 7.5% 以上低下した場合に、利子（上限 13%）を付す仕組みとした。例えば平均で 10% 以上の再犯率低下が確認できれば、7.5% のリターンで償還されるが、目標が達成できなければ償還はなく、寄附となる。2014 年 8 月に公表された中間報告では再犯率低下が 8.4% となり、今後も 7.5% 以上の水準を維持すれば、2016 年に予定通りのリターンが得られる見込みとなっている。

（図表 2）英ピーターボロ SIB のスキーム



（2）オーストラリア

次の事例は、オーストラリア国内での二例目にあたる Benevolent Society Social Benefit Bond である。The Benevolent Society³（「TBS」）が行う家庭回復プログラムに資金を提供するために、New South Wales 州（「NSW」）、Commonwealth Bank of Australia（「CBA」）、Westpac Institutional Bank（「WIB」）及び TBS によって実施されているものである。

³ TBS は、約 200 年の歴史を持つオーストラリアで最初の慈善団体で、家庭や地域への教育やサポートを行っている NPO 法人である。

この S I B は期間 5 年で、家庭内暴力・薬物乱用・精神疾患等の問題を抱えた 400 以上の世帯に対して行う包括的家族支援に資金を提供し、その家庭環境を改善することで、子どもが児童養護施設等の支援を受けなければならない状況に陥らないようにすることを目的としている。また、そのことによって、短期的には里親制度に係る費用を削減することができ、長期的には公営住宅供給や犯罪対策、雇用支援などの分野での歳出削減も可能になるとしている。発行スキームは、倒産隔離の特別目的会社（Special Purpose Entity：「S P E」）を設立し、S P E の運営資金として州政府が 575 万豪ドルの資金を提供し、S P E は総額 1,000 万豪ドルの資金を投資家から調達するものである。

S I B の成果測定には、図表 3 に示したとおり 3 つの指標が用いられている。それぞれの指標の数値を、この S I B による家庭回復プログラムを受けている子どものグループ（Intervention Group）と、このプログラムを受けていない類似環境の子どものグループ（Control Group）のそれぞれで算出・比較し、それぞれの指標の成果率を算出する。最終的には成果率計算式を用いて全体の成果率を算出することになり、各指標にウェイトが配分されている。この成果率に応じてそれぞれの債券の利率（年利）が設定されている。

この S I B では、オーストラリアの四大銀行のうちの 2 行が参加するとともに両行が投資家としても関わっている点、リスク特性の異なる 2 つのトランシェに分かれている点が特徴といえる。

(図表3) The Benevolent SocietyのSIB概要

資金総額	1,000万豪ドル (Class P:750万豪ドル Class E:250万豪ドル)		
満期	5年		
目的	家庭環境回復プログラム (家庭内暴力や精神疾患等の問題解決)		
効果	児童養護施設・里親制度に係る費用削減 犯罪対策、雇用支援などの分野での歳出削減		
措置期間	1家庭につき9-12ヶ月		
対象	400家庭以上		
成果指標	①OOHC ②HelpLine ③SALA	: 児童養護施設入所率 : ヘルプライン報告数 : 通報を受け家庭を訪問した件数	
成果率計算式	(OOHC×66%) + (HelpLine×17%) + (SARA×17%)		

(出所) socialventures.com HPより

債券の種類	債券の発行額	元本	利率
Class P	750万豪ドル (約6億5千万円)	100%保証	0～10% (成果に応じて)
Class E	250万豪ドル (約2億円)	保証なし	0～30% (成果に応じて)

(出所) socialventures.com HPより

成果率	Class P 利率(%)	Class E 利率(%)
5%未満	0 (breakeven)	0 (100%loss)
5%～15%未満	5	8
15%～20%未満	6	10.5
20%～25%未満	7	15
25%～35%未満	8	20
35%～40%未満	9	25
40%～	10	30

(出所) socialventures.com HPより

(単位:%)

投資家別内訳	Class P (750万豪ドル)	Class E (250万豪ドル)
企業	13.3	6
宗教団体	6.7	0
金融機関	34.7	26
財団	12.7	22
個人	23.3	26
慈善団体	6.7	20
信託	2.7	0
計	100	100

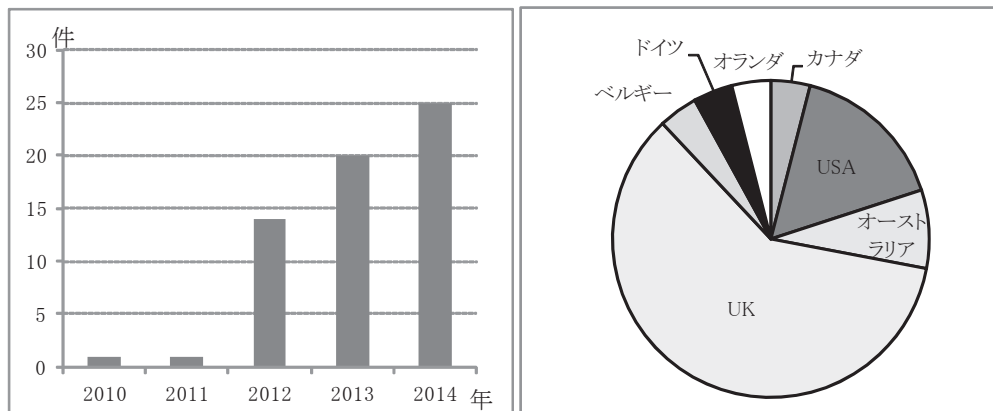
出所) KPMG「Evaluation of the Joint Development Phase of the NSW Social Benefit Bonds Trial」

これらの事例から、S I B の特性は償還期日がありリターンの上限が固定されているという債券的側面と、元本保証が無く成果に応じてリターンが変動するという株式的側面の双方を持っているといえる。

(3) 世界の SIB 規模

S I B の設定は 2012 年以降拡大傾向にあり、2014 年 8 月時点で英国 15 件、北米 5 件、オーストラリア 2 件、その他欧州で 3 件となり（図表 4）、調達された資金は 1 億ドルを超える。さらに 100 件を超える S I B 導入計画が検討されており、我が国をはじめ、ニュージーランド、イスラエル、南アフリカ、韓国などが挙げられている。

(図表4)世界のSIBの組成件数と国別内訳(2014年)



(出所) <http://www.socialfinance.org.uk/>「THE GLOBAL SOCIAL IMPACT BOND MARKET」より作成

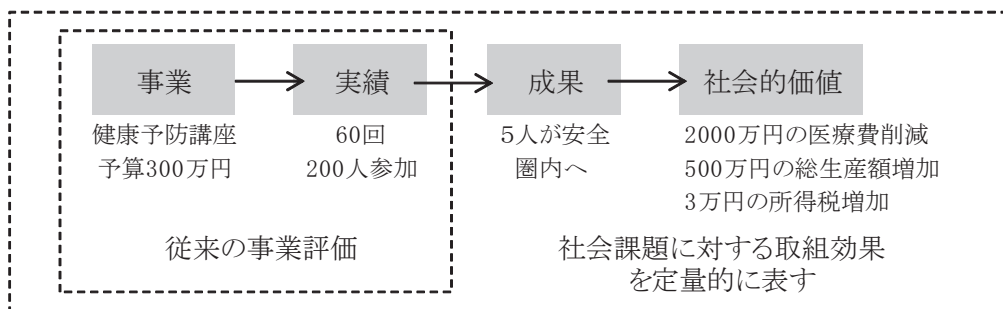
2. SIB と社会的投資収益率 (SROI)

S I B は財源不足に悩む行政府のコスト削減と、経済的利益とともに社会改善を志向する投資家のニーズを結びつけたものであり、またN P Oにとっても寄附や助成金等よりも資金調達しやすいというメリットがあるといわれる。一方、目標の達成(アウトカム)が優先されれば、合理性の追求からサービス受給対象者へのきめ細かな対応ができなくなる可能性もある。また、投資家はプラスのソーシャル・インパクトを望みそのリスクを負った上で資金を出すのではあるが、寄附となるかリターンが得られるかの振れ幅が大きい。安全・安心・幸福といった無形の成果をいかに定量的に算出できるかという課題がある。

そこで、成果を算出する一つの指標として、社会的投資収益率(S R O I : Social Return on Investment)がある。S R O I⁴とは、社会的貢献度を価値換算して評価する手法である。S R O Iは費用便益分析(Cost-Benefit Analysis)と同様に、事業に対する費用と事業から得られる便益とを比較することで事業価値を評価するものであり、S R O Iが1を越えていれば、投資価値があると判断できる。具体的な計算式と分析のプロセスは次のとおりである。

$$SROI = \text{貨幣価値換算された社会的価値} / \text{投入された費用}$$

(図表5) SROI による事業評価のイメージ



(出所) 国土交通省HP「地域づくり活動の事業効果測定方法及び政策への導入可能性に関する研究」より作成

⁴ S R O Iは1990年代後半、米ファンドのRoberts Enterprise Development Foundationによって開発され、その後英シンクタンクのNew Economics Foundationにより応用・発展されてきたといわれる。

(図表6) SROI分析のプロセス

1	ステークホルダーの確定	分析対象範囲と事業への関与者(ステークホルダー)を明確にする
2	インパクトマップの作成	ステークホルダーとインパクトマップを作成し、インプット(投入費用)・アウトプット(実施活動)・アウトカム(成果)の関係性を明確にする
3	アウトカムの定量化と貨幣価値化	アウトカムの元になるデータを定量的に捉え、貨幣価値換算する
4	インパクト(価値)の確定	アウトカムに対しdeadweight/displacement/attributionを加味し、正味のインパクトを確定する
5	SROIの計算	ステークホルダー毎に特定されたインパクトを合計し、投入費用と比較する
6	レポートニングによる活用	ステークホルダーと結果を共有し、効率的な運営への改善を図る

＜インパクト確定の際のキーワード＞

deadweight (死荷重)	: 当プロジェクトがなくても生じたであろうアウトカム
displacement (置換効果)	: 当プロジェクトによって対象者の効果の代替として非対象者に影響を与えてしまう割合
attribution (寄与率)	: 当プロジェクト以外にアウトカムに影響を与えた要因の割合
drop-off (ドロップオフ)	: アウトカムが時間経過により低減する割合
PV (現在価値)	: 長期に亘る将来推計を行う場合、割引率を用いて将来価値を現在価値に割引くこと

(出所) the sroi network.org「A guide to Social Return on Investment」より作成

SROIは、インプットやアウトカムの評価が恣意的になり易く、投資判断の指標としては中立性・信頼性に欠けることが課題といえる。こうしたSROIの恣意性のある程度排除するための統一基準として研究・普及が進められているのが、IRIS (Impact Reporting and Investment Standard) である。これは、インプット・アウトプット・アウトカムのうち、客観評価が可能な部分について共通の基準をつくり、アウトカムの目標値・設定レベル・設定方法などを標準化したものである。

先進的な英国などでは、IRISに準拠したSROIを算出して結果を公表し、投資家への説明責任を果たすなど活用されている。我が国においても、NPO事業の評価や、数値化が困難とされる環境保全活動の行動プロジェクトに対するインパクト評価を試みる動き⁵が広がり始めている。

3. SIBと地域金融

こうしたSIBのスキームは、地方分権を進める中での地方財政健全化の流れに沿いながら、財政的問題・社会的問題を解決しうる有効なツールといえよう。地域金融機関は、地方自治体と密接に関わりながら、地域の企業や家計の定性情報も蓄積しており、SROI計測のための基礎データを保有しているともいえる。IRISのような統一的な評価手法が確立されれば、SIBへの参入も可能と思われる。地域金融機関の関わり方としては、以下が想定される。

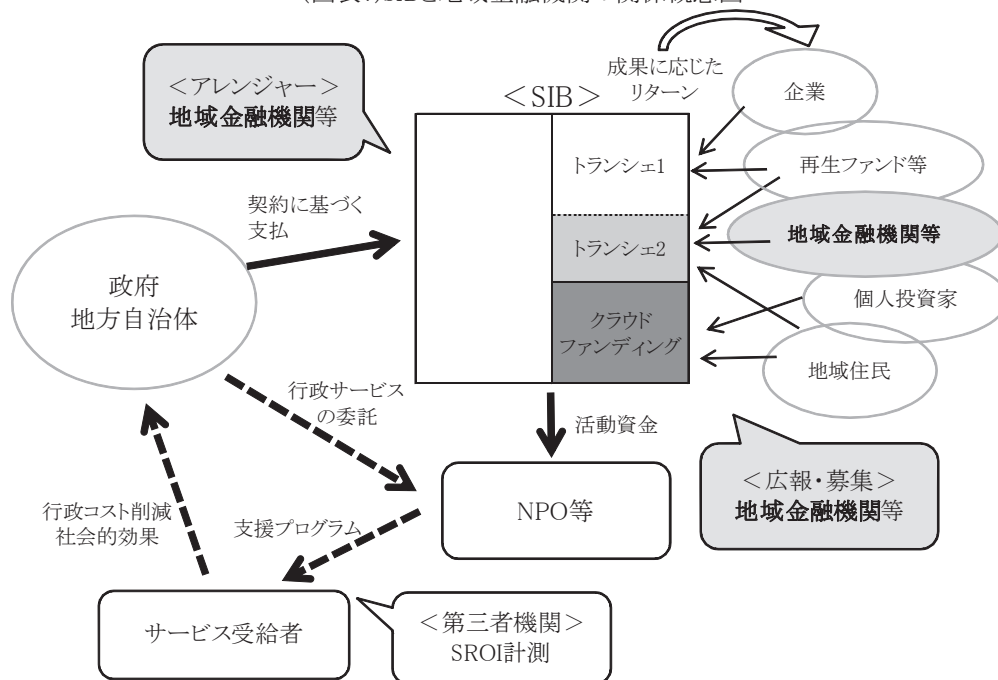
- ① 出資者(投資家)として資金を提供する
- ② アレンジャーとして自治体とNPOとの橋渡しとなり、コンサルティング業務を担当する
- ③ NPOと共同でSPEを立ち上げる
- ④ 投資家に対する広報活動・募集の窓口となる

また、SIBの形態としては、事例でみたようなプレーンタイプ・複数ランシェタイプに加え、リスク特性の異なる複数ランシェに一部クラウド・ファンディングを加えたミックス型も有用だと思わ

⁵「SAVE JAPAN プロジェクト」SROI評価報告書(2014年7月)

れる。元本保証率を高めに設定した低リスク・低リターン的一般債券に近いトランシェと、高リスク・高リターンのエクイティ投資に近いトランシェとに分け、個人投資家がネットで参入し易いクラウド・ファンディングの枠も設定するなど、投資家にリスク特性と資金提供の方法について多くの選択肢を与えることも必要と思われる。

(図表7)SIBと地域金融機関の関係概念図



地域金融機関は各々のリスク許容度に応じて資金提供するか、アレンジャーとして参加するかなど、SIBへの参入の方法は様々となろう。とはいえ、地域金融機関やNPOが主導でSIBを立ち上げるにはまだハードルが高く、まずは政府がSIB導入の方向性やIRISの普及などを推し進めるマイルストーンを提示することが必要である。SROIが有効に計測されるためには長期に亘るデータ整備も必要であり、プロジェクトは長期的な視点が求められる。

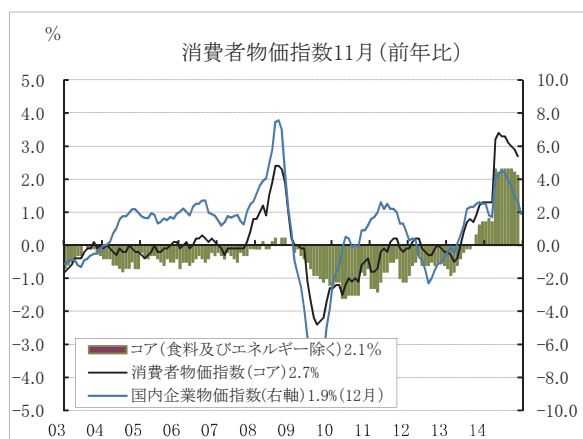
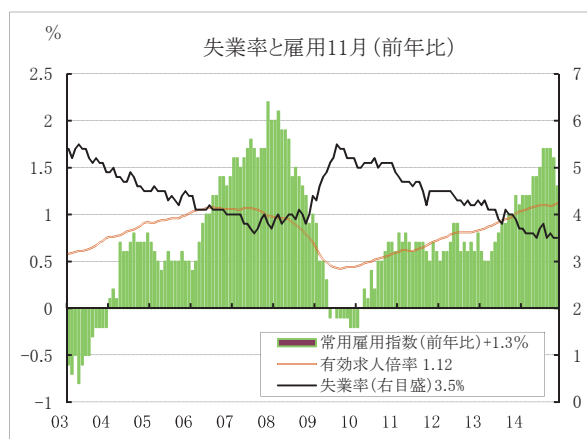
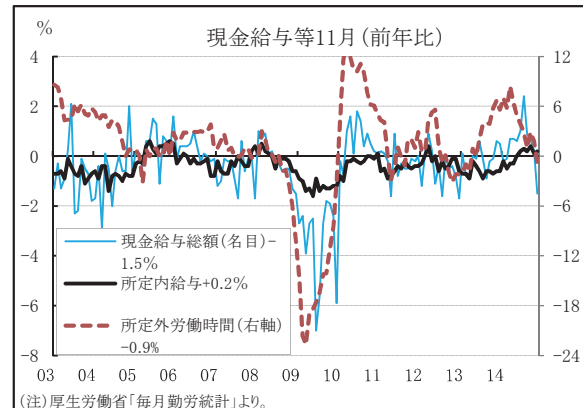
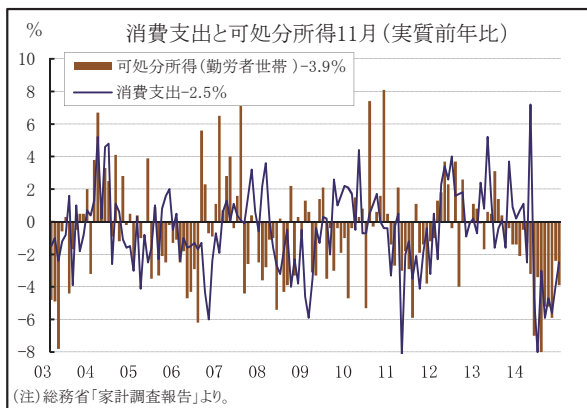
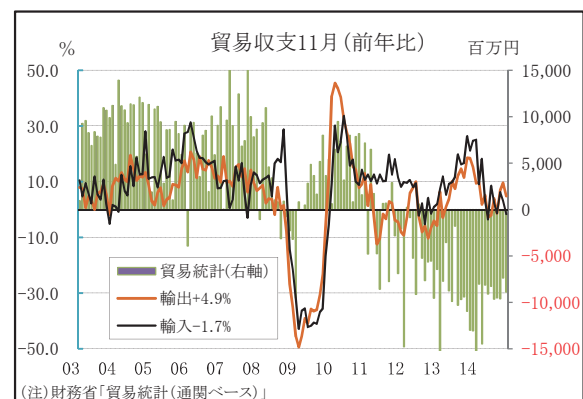
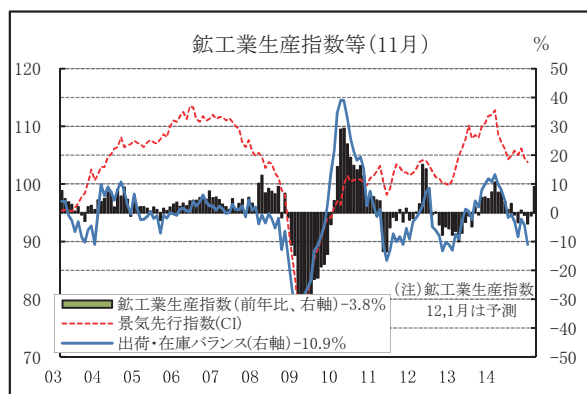
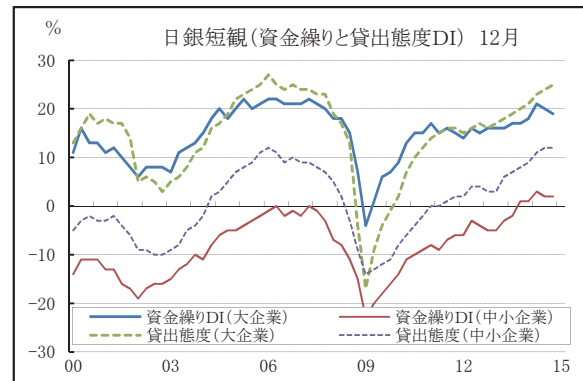
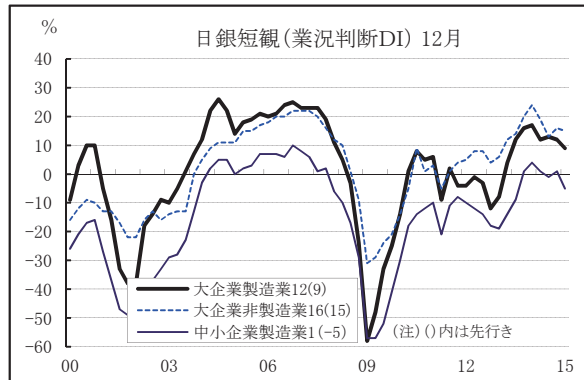
社会貢献に興味のある企業・個人の資金を取り込みながら、地域の社会問題・財政問題に取り組むことは、地域経済活性化の重要なポイントである。SIBは生活保護や教育などの分野に限らず、環境・エネルギーや子育て支援、医療・介護など今後取り組むべき社会活動全般に対しても応用が可能と思われ、地方創生のキーとなろう。

おわりに

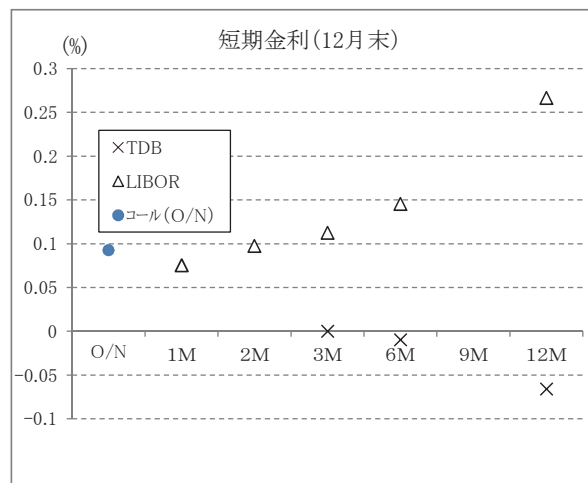
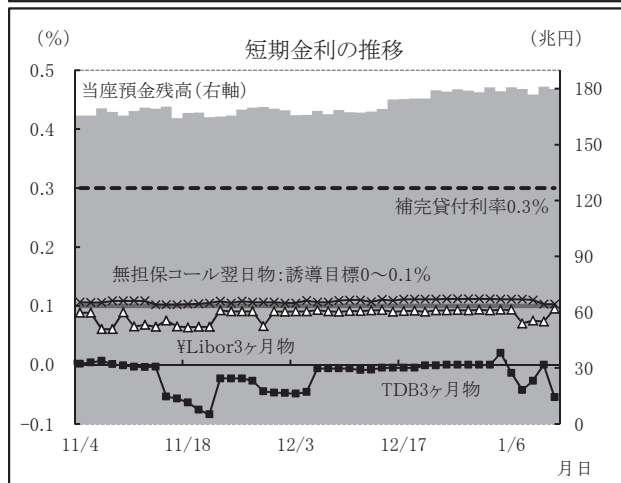
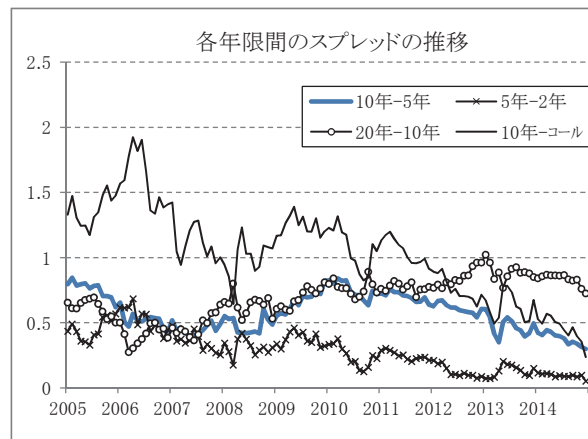
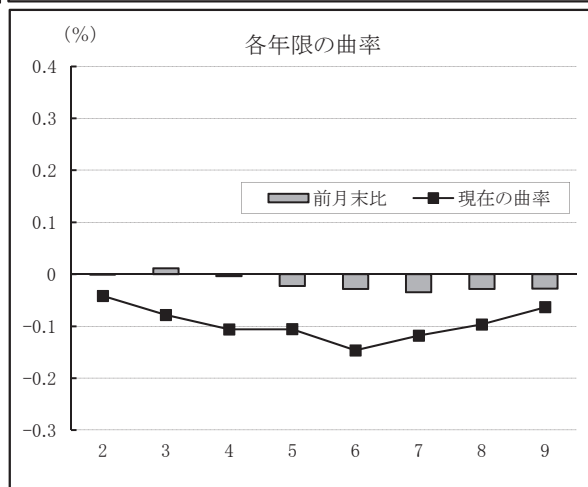
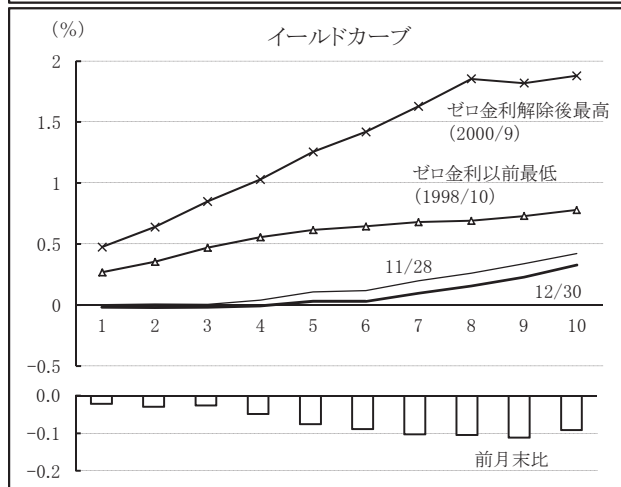
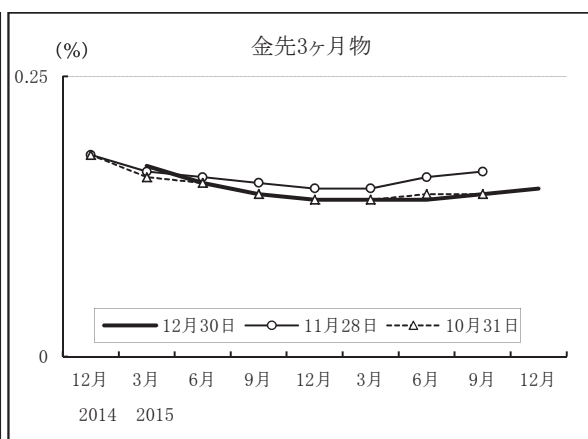
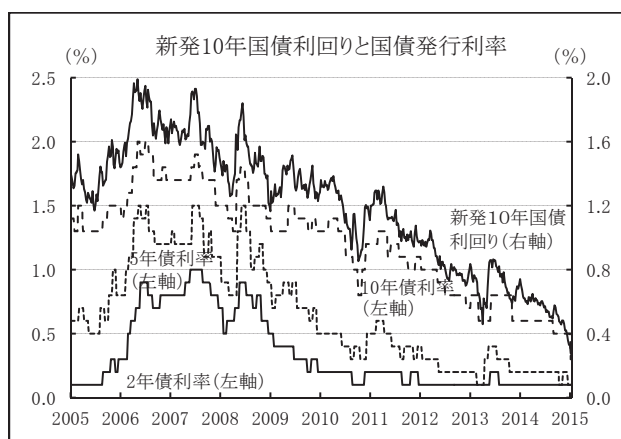
財務状況の健全な地方銀行同士の経営統合が話題となるなど、金融庁主導での地域金融機関の再編は加速しているが、地方創生の要としての期待も増している。地域経済活性化のためにはいかに資金の流れを良くするかが重要であり、従来の枠にとらわれない柔軟な発想も必要である。今回取り上げたSIBが我が国において普及していくためには、社会的効果を明確にするための基準や評価プロセス・評価機関の確立などいくつかの課題があるが、人口減少・高齢化に伴う財政削減の必要性から、公的セクターの役割の見直しを含め、行政サービスの提供方法や資金調達を多様化する視点も求められている。また、震災の復興支援等で個人の社会的貢献という意識の広がりや、持続可能な地方財政の在り方についての議論も高まってきているなか、SIBが地域金融を円滑にするための一つのツールとして発展することを期待している。

統計データ集

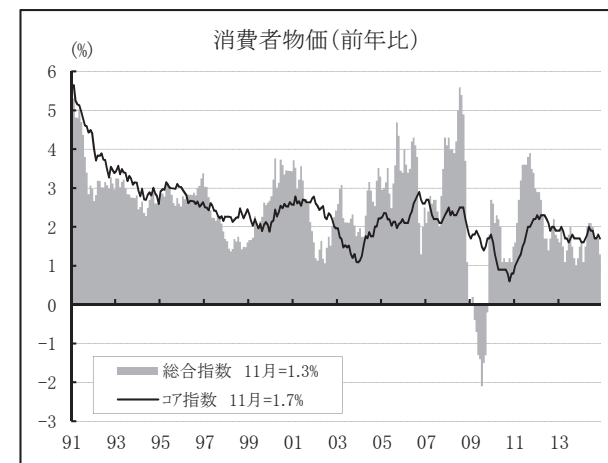
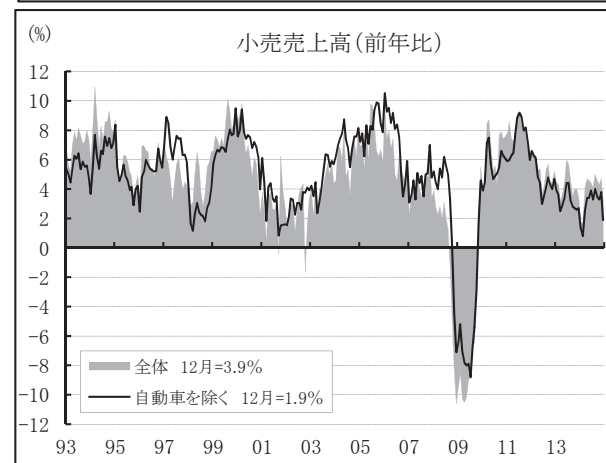
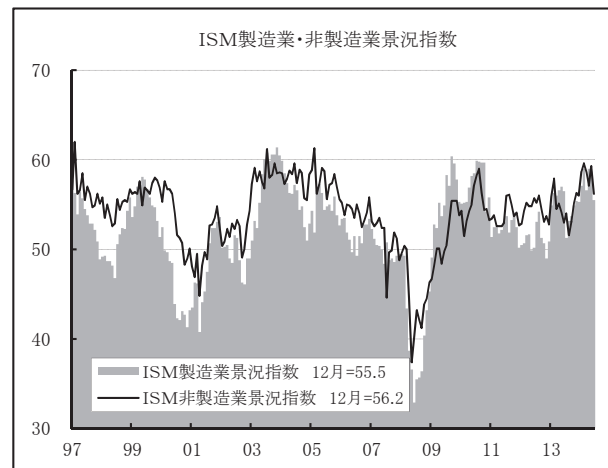
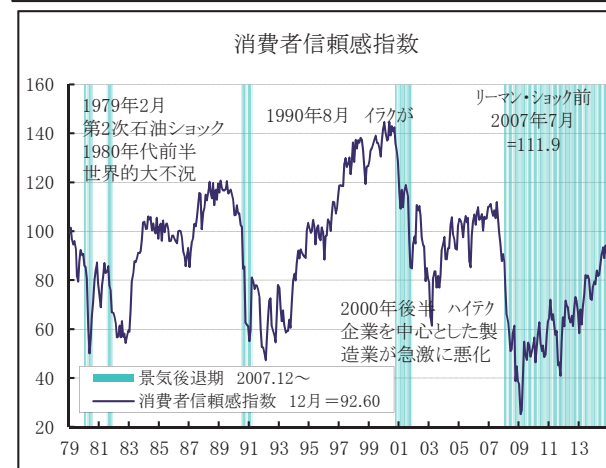
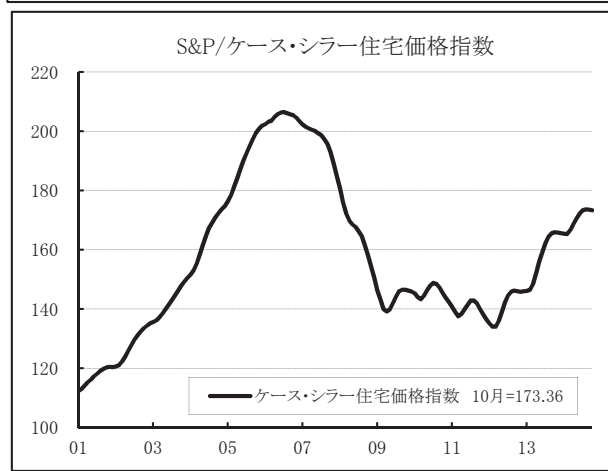
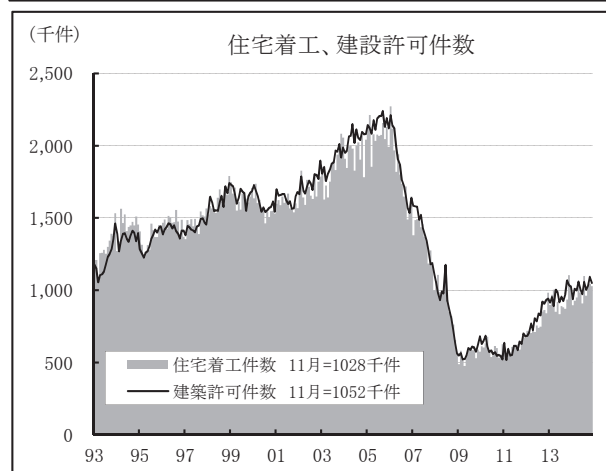
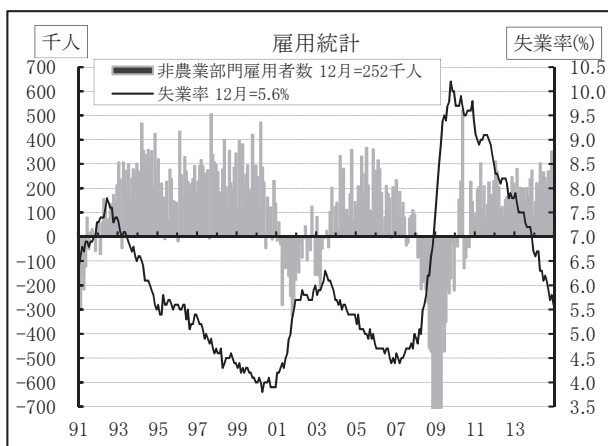
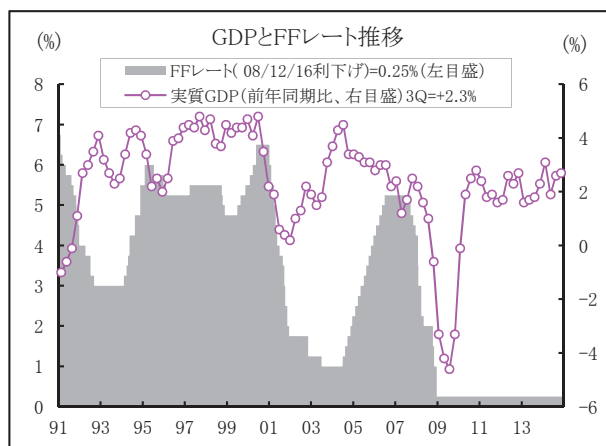
日本 マクロ経済



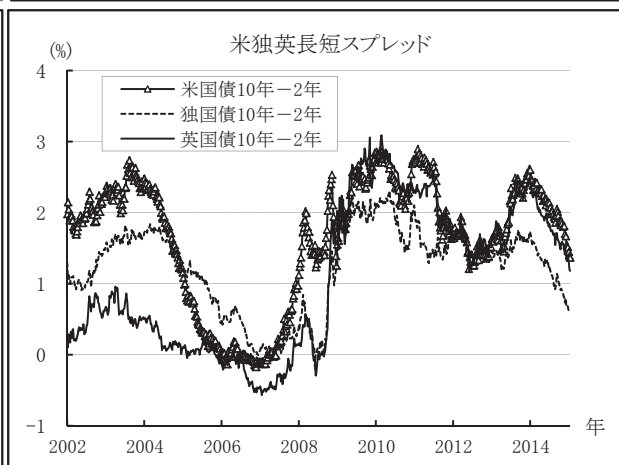
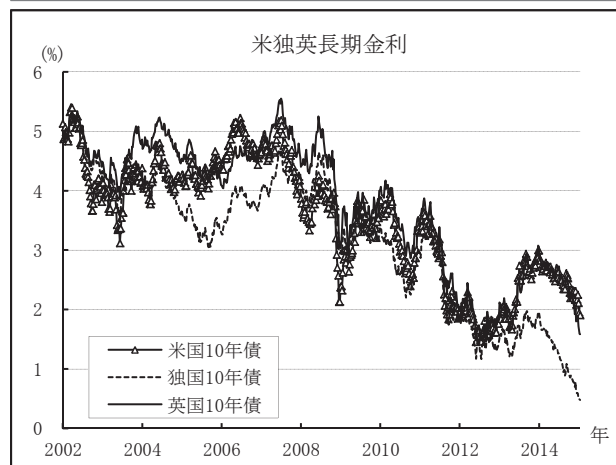
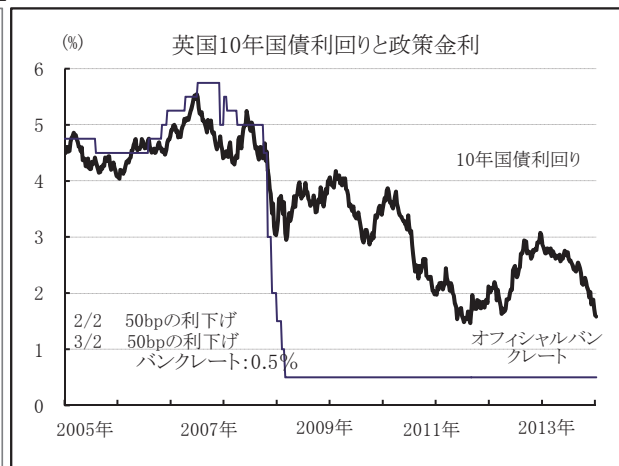
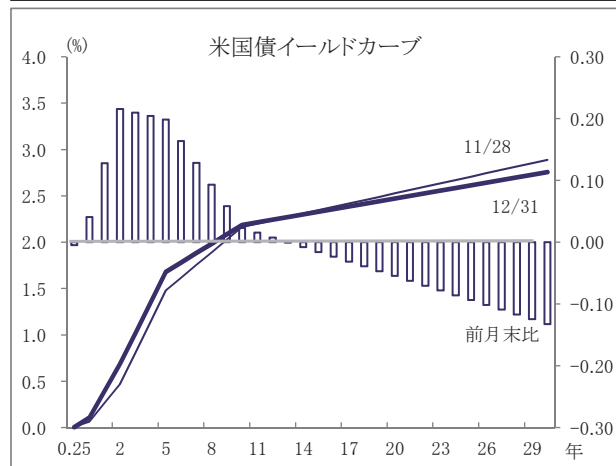
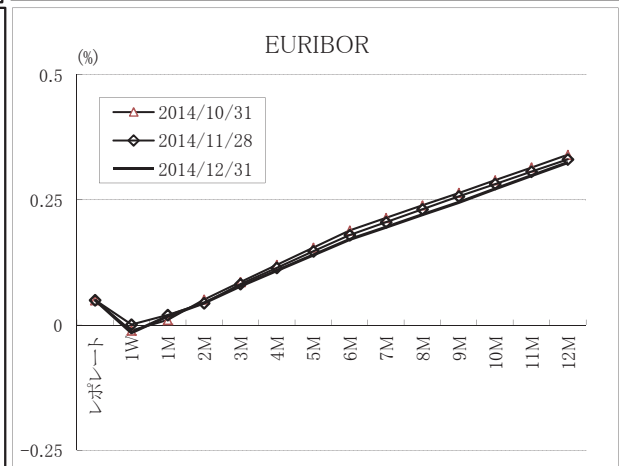
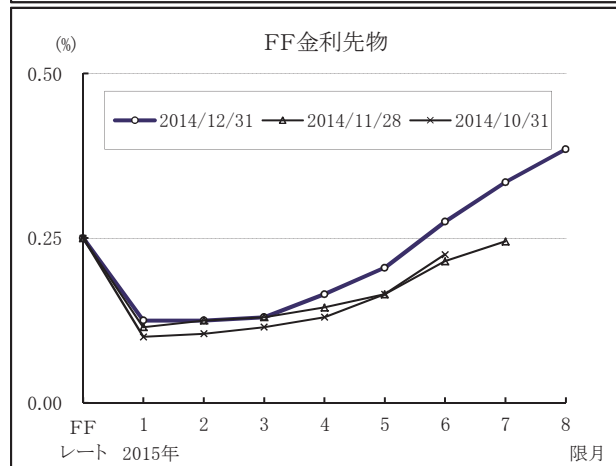
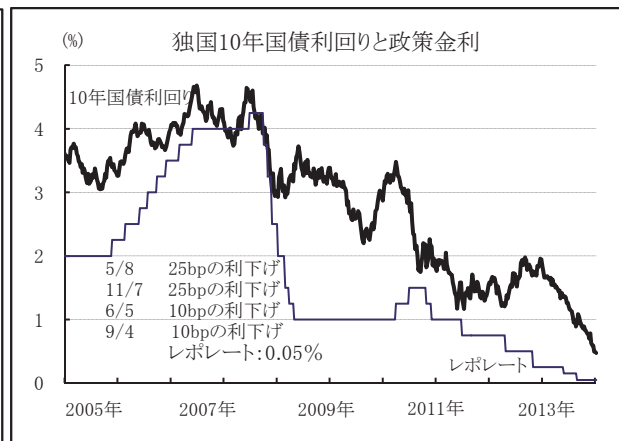
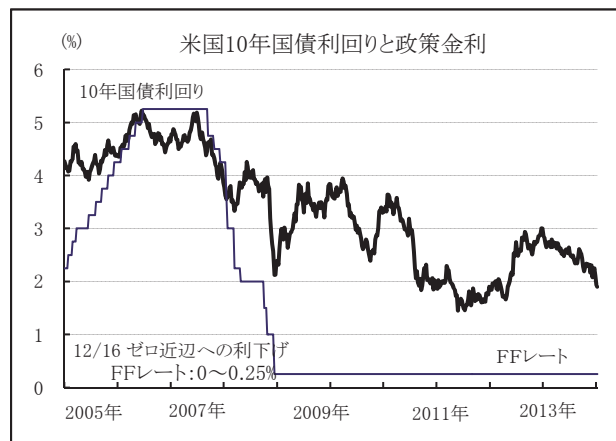
日本短期・債券市場



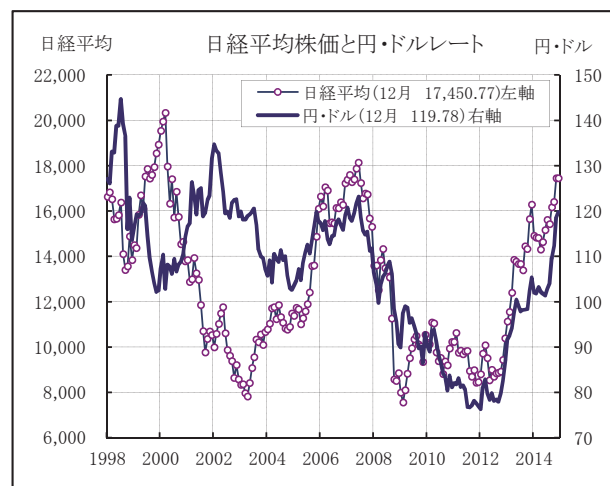
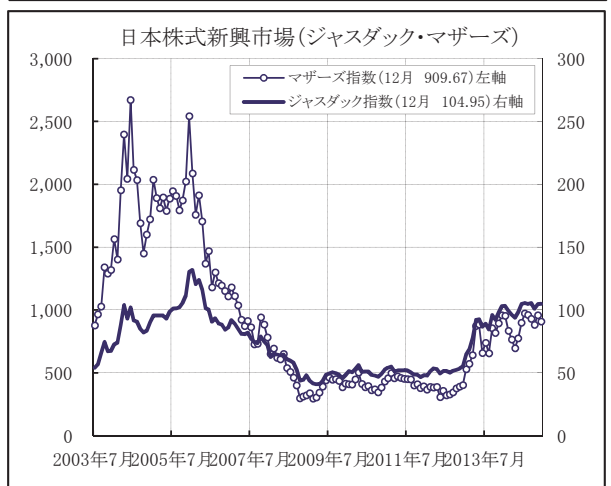
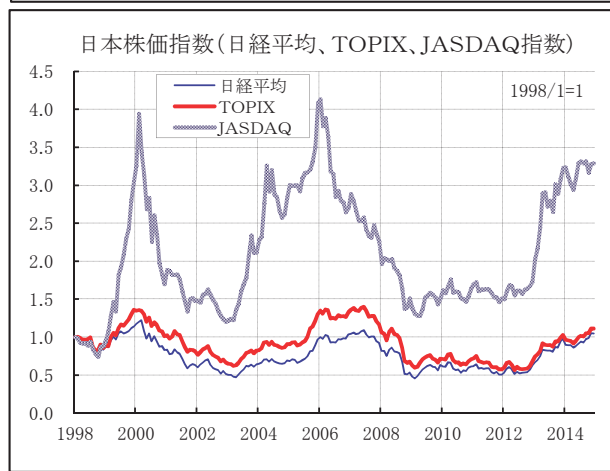
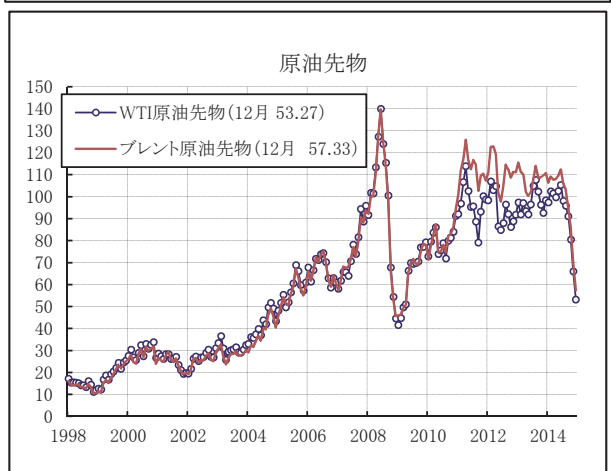
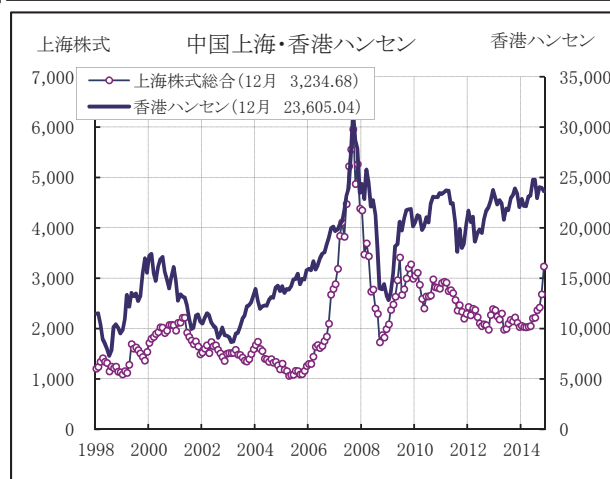
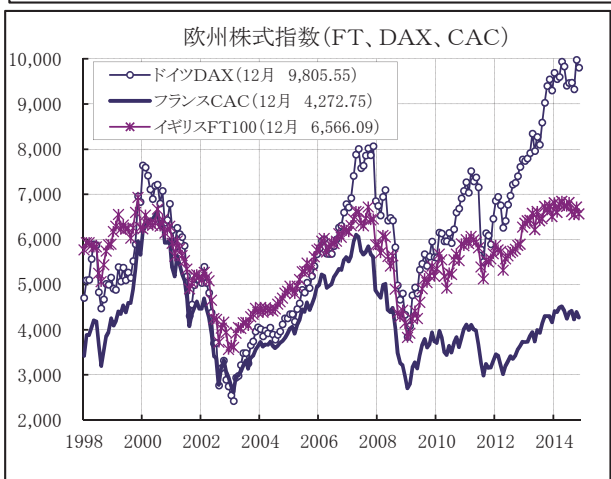
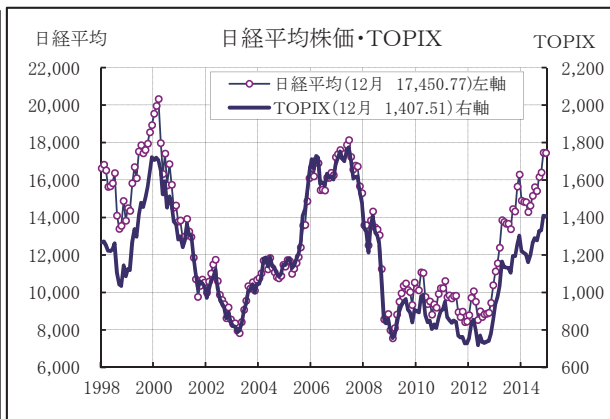
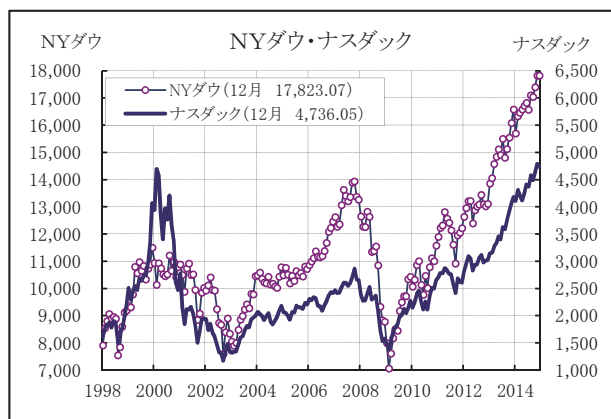
海外 マクロ経済



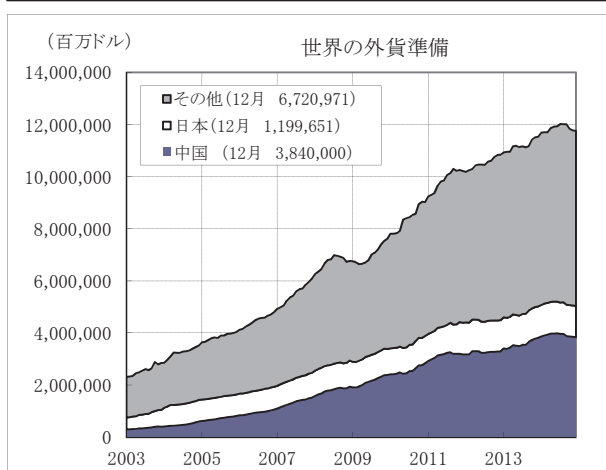
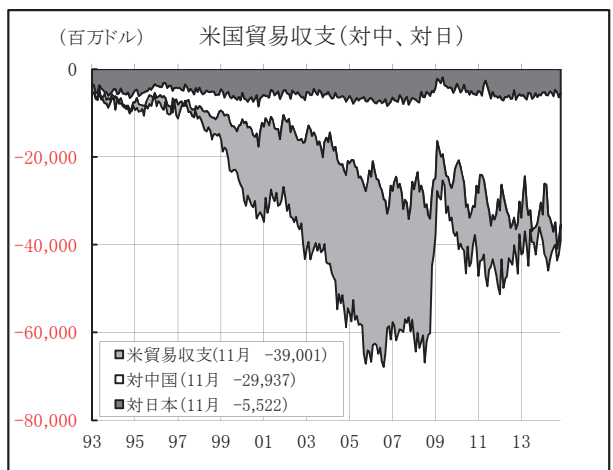
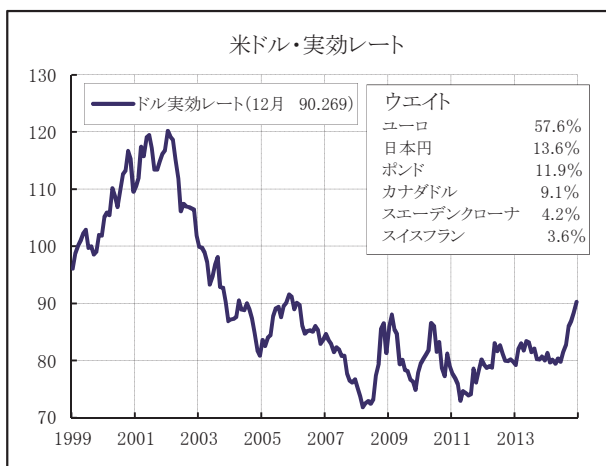
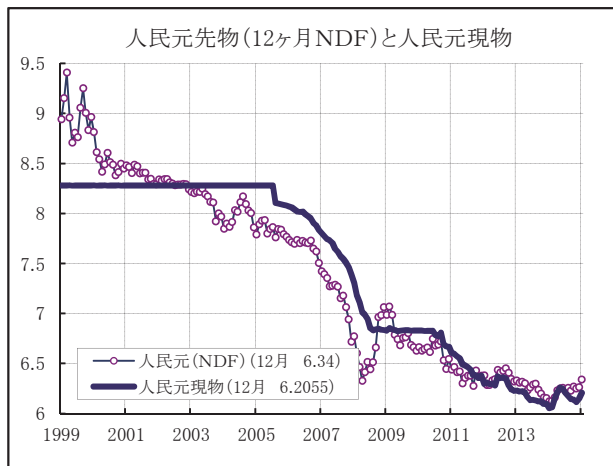
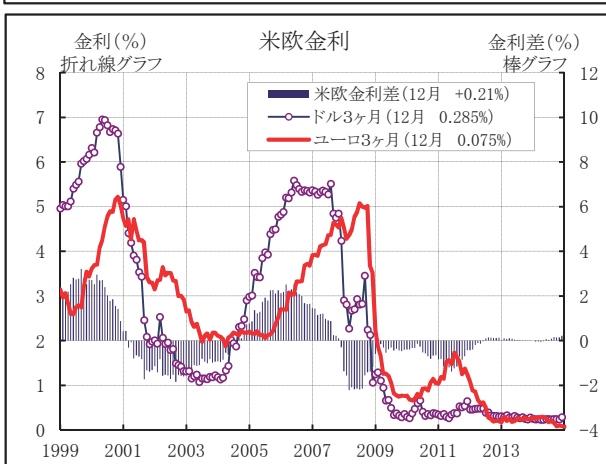
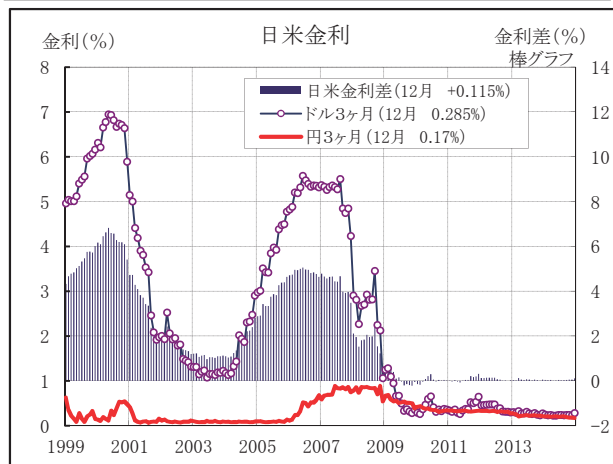
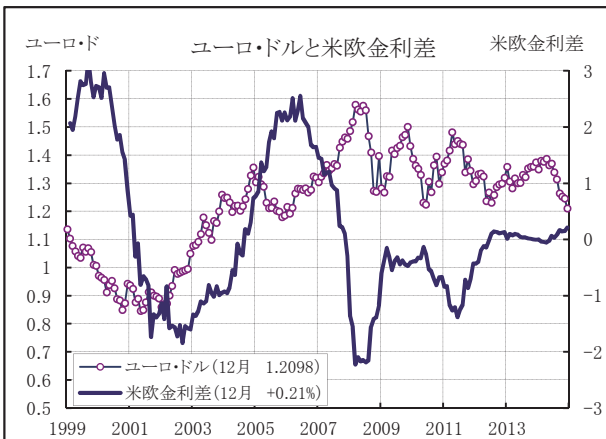
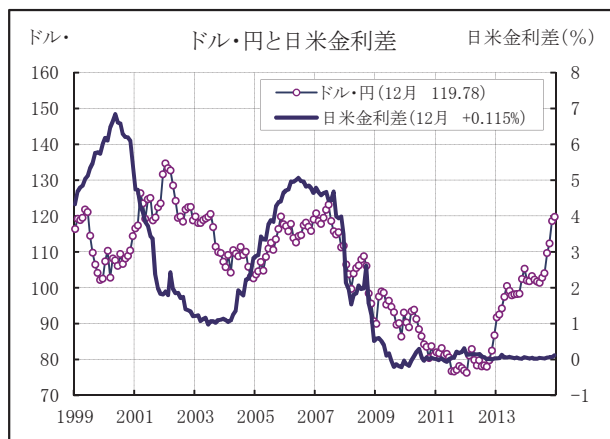
海外 債券市場



株式市場



為替市場

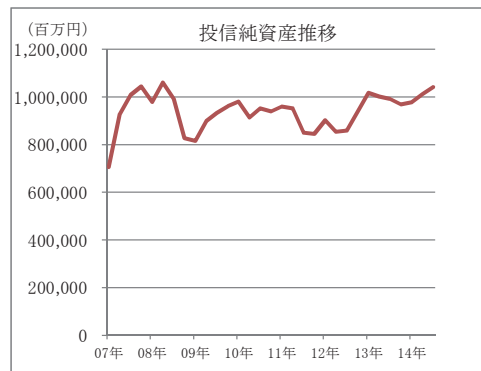
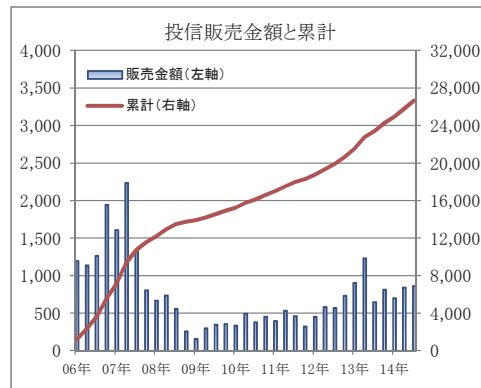


ゆうちょ関連データ

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	-	-
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	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	-	-	-	-
2015年1-3月	-	-	-	-
2014年度累計	490,000	170,508	-	-
累計	11,654,022	2,664,278	-	-



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 (2015.1.14)	純資産 (2015.1.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.1.14)	純資産 (2015.1.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.1.14)	純資産 (2015.1.14)
野村6資産(安定)⑥	180円	11,798	38,186	eMAXIS 国内債券※①	なし	11,242	14,560	グローイング台湾株式②	2700円	11,239	23
野村6資産(分配)⑥	180円	10,412	164,859	eMAXIS 国内リート※①	なし	27,020	10,784	ニッセイ日本債券②	120円	10,024	13,147
野村6資産(成長)⑥	180円	11,334	38,673	eMAXIS 先進国株式※①	なし	21,132	25,176	DIAM世界リート②	450円	5,896	319,713
野村資産設計2015②	なし	10,697	1,831	eMAXIS 先進国債券※①	なし	14,157	9,928	DIAM高配当株式②	1410円	15,333	11,914
野村資産設計2020②	なし	10,504	1,133	eMAXIS 先進国リート※①	なし	26,095	9,362	東京海上・円資産②	300円	12,113	36,080
野村資産設計2025②	なし	10,566	924	eMAXIS 新興国株式※①	なし	13,908	23,296	フィデリティ日本配当④	120円	9,976	14,920
野村資産設計2030②	なし	10,689	770	eMAXIS 新興国債券※①	なし	13,623	4,377	GS日本株式※②	10円	8,566	11,125
野村資産設計2035②	なし	10,433	547	Navioオーストラリア債券②	180円	12,671	281	マニウイフカナダ株式※④	1600円	10,334	9,053
野村資産設計2040②	なし	10,243	1,608	Navioカナダ債券②	60円	12,538	261	ステート・ゴールド①	なし	6,822	81
野村資産設計2045②	なし	17,895	89	Navioトルコ債券②	600円	12,470	414	スマートファイブ※②	360円	11,197	15,377
野村米国ハイイールド②	1540円	14,549	20,713	Navio南アフリカ債券②	540円	10,586	335	スマートファイブ※①	なし	11,707	5,391
同(為替ヘッジあり)②	540円	10,045	7,144	Navioブラジル債券②	360円	8,514	43	DWSグローバル公益債券※②	480円	10,726	120,387
大和インデックス225①	160円	12,392	29,989	Navioインド債券②	600円	12,401	1,297	同(為替ヘッジあり)※②	480円	12,689	25,610
ダイワ成長国セレクト②	960円	7,679	86,739	Navioマネーボール②	なし	10,007	4	メキシコ債券オープン※	1240円	12,116	52,983
日興五大陸債券②	280円	9,791	103,920	三菱UFJ高金利債券②	1540円	11,202	125,812	インドネシア・ルビナ債券②	480円	9,724	5
日興五大陸株式④	240円	10,817	21,331	日本株式SRI①	なし	7,583	4,068	グローイングブラジル株式②	200円	9,617	9
フォーシーズン※②	340円	8,280	15,713	エマージング・ソブリン※②	660円	9,027	42,515	新光日本小型株ファンド	1000円	11,905	24
ビムコ・グローバル債券②	480円	13,885	22	同(為替ヘッジあり)※②	1050円	9,734	77,832	MHAM リート②	550円	14,266	2,136
同(為替ヘッジあり)②	480円	9,673	63	新光サザンアジア株式②	1300円	11,889	3,682	合 計			1,540,070
eMAXIS TOPIX※①	なし	16,547	13,752	新光世界インフラ株式②	720円	17,755	59				

※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

純資産ランキング

(単位: 百万円)

	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート②	319,713	20.8%
2	野村6資産(分配)⑥	164,859	10.7%
3	三菱UFJ高金利債券②	125,812	8.2%
4	DWSグローバル公益債券※②	120,387	7.8%
5	日興五大陸債券②	103,920	6.7%
6	ダイワ成長国セレクト②	86,739	5.6%
7	ES(為替ヘッジあり)※②	77,832	5.1%
8	メキシコ債券オープン※②	52,983	3.4%
9	エマージング・ソブリン※②	42,515	2.8%
10	野村6資産(成長)⑥	38,673	2.5%
計		1,133,433	73.6%

基準価格ランキング

	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	27,020
2	eMAXIS 先進国リート※①	26,095
3	eMAXIS 先進国株式※①	21,132
4	野村資産設計2045②	17,895
5	新光世界インフラ株式②	17,755
6	eMAXIS TOPIX※①	16,547
7	DIAM高配当株式②	15,333
8	野村米国ハイイールド②	14,549
9	MHAM リート②	14,266
10	eMAXIS 先進国債券※①	14,157

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

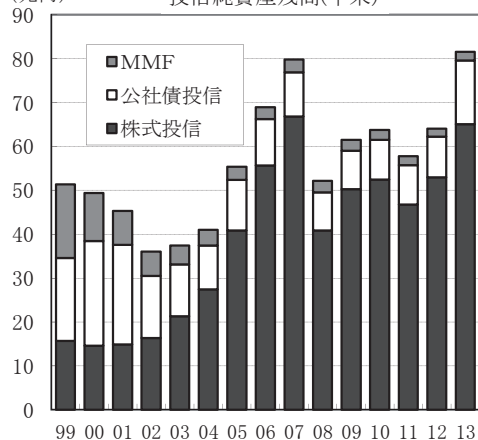
タイプ 末	株式投信								公社債投信				証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMMF	計	
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	350,838	167,909	356,573	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	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	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	133,476	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	124,143	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	130,202	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	128,262	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	112,066	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	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	112,111	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	109,731	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	110,894	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	164,468	19,259	164,713	815,232
2014年8月	18,422	45,250	155,046	121,141	320,956	170,305	691,557	709,978	170	148,932	19,735	149,102	859,080
9月	18,989	45,714	154,765	119,717	324,149	173,828	698,456	717,446	159	153,559	19,636	153,718	871,164
10月	18,458	45,897	156,064	120,642	332,565	179,320	713,846	732,304	158	147,748	19,372	147,906	880,210
11月	18,851	45,535	162,117	124,710	354,017	181,068	742,737	761,589	155	165,213	19,414	165,369	926,957

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

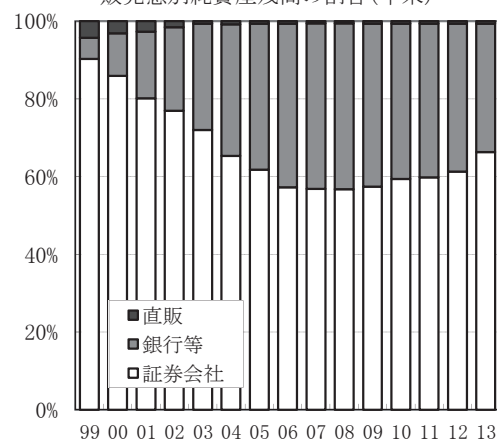
(単位:億円)

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8月	563,452	65.6%	290,113	33.8%	5,516	0.6%	859,080	100%
9月	573,265	65.8%	292,214	33.5%	5,686	0.7%	871,165	100%
10月	576,032	65.4%	298,547	33.9%	5,631	0.6%	880,210	100%
11月	615,035	66.3%	305,962	33.0%	5,961	0.6%	926,957	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									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
		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						
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
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
2014年9月	1,779,465	126,786	486,783	3,947	136,484	783,203	240,159	2,085	119,475		36,334	2,847	12,174	1,950,295

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高						
		前期末増減額	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 その他の貯金
2013年12月	1,776,298	11,800	609,570	9,797	1,164,524	2,521	2,204
2014年3月	1,766,128	▲ 6,658	602,006	▲ 4,061	1,161,577	▲ 3,076	2,545
6月	1,775,082	11,800	614,611	9,797	1,158,264	2,521	2,207
9月	1,779,465	4,383	617,516	2,905	1,159,864	1,600	2,085

＜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 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額	その他郵便貯金 残高
2014年9月	240,159	▲ 3,317	30,850	▲ 1,057	209,290	▲ 2,259	
10月	237,082	▲ 3,077	30,193	▲ 657	206,870	▲ 2,420	
11月	234,311	▲ 2,771	29,781	▲ 412	204,511	▲ 2,359	
12月	230,208	▲ 4,103	28,994	▲ 787	201,195	▲ 3,316	

(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行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構のHPから引用した。

(注)5 未払利子は含まれない。

＜各種金利＞

(単位:%)

年月	財政融資資金		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2014年8月	0.5	0.6	0.04
9月	0.4	0.6	0.04
10月	0.4	0.6	0.04
11月	0.5	0.5	0.04
12月	0.4	0.5	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年未満

(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						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
		国債	地方債	社債	外国債 (その他)						
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
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
2014年9月	1,610,941	1,168,814	56,393	113,669	272,056	30,972		29,005	194,636	169,206	2,034,760

(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、買戻先勘定を含む(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、その他資産、不動産・有価証券、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
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

＜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
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

< 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
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098	0	0	0
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282	0	0	0

(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		RMBS(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
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
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
2013年9月	10,960	456	944	47	19	0	69	1	3,023	360	15,017	866
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065

(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		年度末値	最大値	最小値	平均値	VaR 期 間
		経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)					
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
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

(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	リスクウェ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	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,585	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	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	2,428,620	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	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607

(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)	自己資本比率			Tier1比率 (A/E)	
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額			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		
												自己資本比率 (D/E)
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%
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	-	16,553,324	13,482,628	3,070,695	56.81%	-	-

(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	うち資金運用収益		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
		うち資金運用収益	うちその他収益		うち資金調達費用	うち営業経費				
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
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 - 2014年9月	1,030,975	949,448	81,527	757,956	176,586	564,612	16,758		273,018	181,710

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