

ゆうちょ資産研レポート

2018年1月号

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
日本経済・政策展望： 18年マクロ経済の焦点は設備投資とYCC微調整	
<small>岡三証券株式会社 グローバル金融調査部 マクロ経済分析グループ チーフエコノミスト</small> 愛宕 伸康	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	1
6年目に入る日銀超緩和策とその副作用	
<small>東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト</small> 加藤 出	
マーケット・アウトック	7
日本銀行が金融政策正常化に動けない5つの理由	
<small>野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト</small> 美和 卓	
資産研コーナー	13
わが国の信用補完制度改革 ～中小企業の資金調達の多様化に向けて	
<small>ゆうちょ資産研究センター 研究員</small> 宮下 恵子	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

2018.1

ファンダメンタル・アナリシス (1)

日本経済・政策展望：18年マクロ経済の焦点は設備投資とYCC微調整

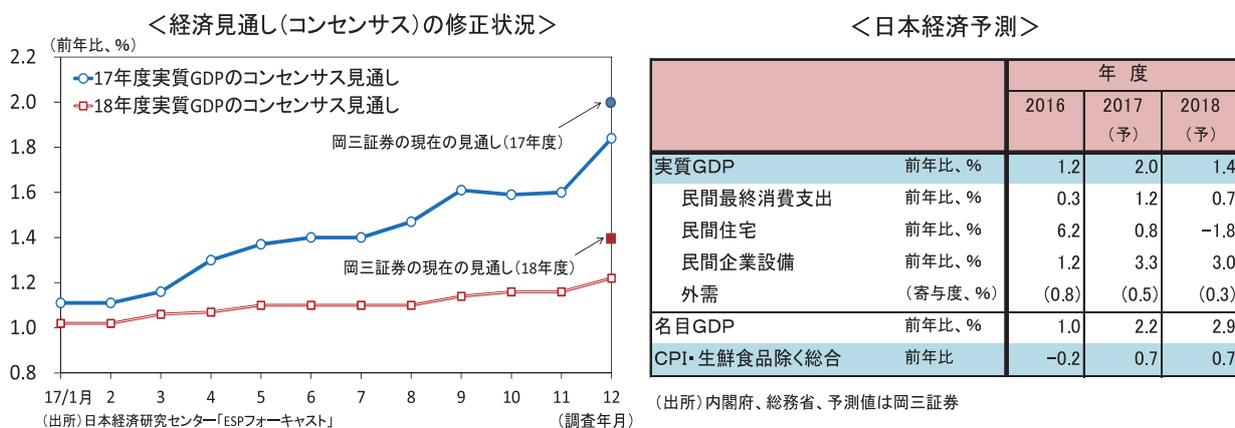
岡三証券株式会社 グローバル金融調査部

マクロ経済分析グループ チーフエコノミスト 愛宕 伸康

1. はじめにー日本経済の景気循環上の立ち位置ー

昨年はエコノミスト泣かせの年であった。昨年1月号の「17年の日本経済と統計によるアベノミクス点検」と題する拙稿で、筆者は17年度実質GDP成長率1.1%という見通しを紹介した。市場コンセンサス(ESPフォーキャスト)と同じだったのだが、家計貯蓄率が上昇し設備投資が低迷を続ける中で、当時はこれでも楽観的という印象だった。しかしその後、GDP四半期速報が公表されるたびに上方修正を余儀なくされ(図表1左図)、今では筆者の見通しが2.0%(図表1右図)、市場コンセンサス(12月時点)が1.84%である。

【図表1】見通しの修正状況と現在の経済見通し

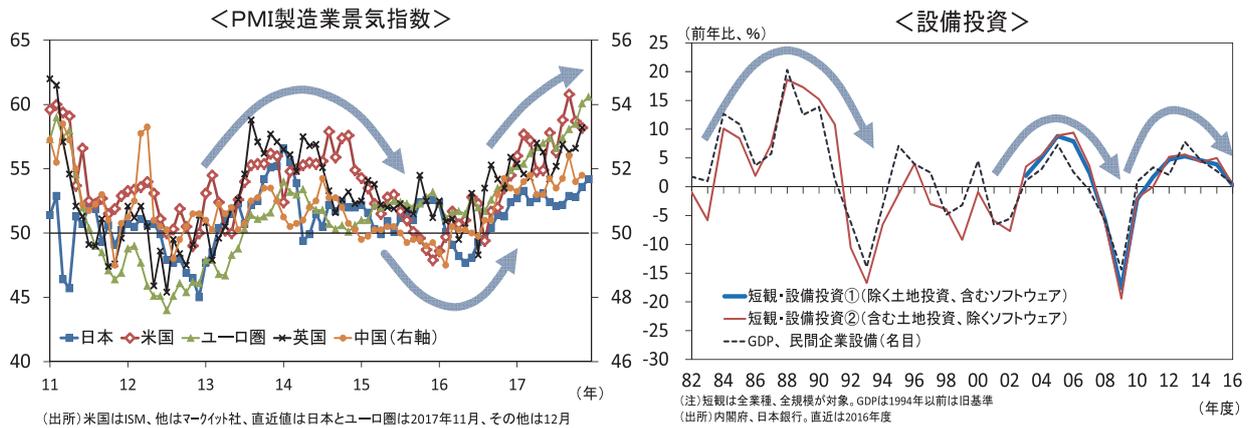


特にどの需要項目が大きく上振れたというわけではない。消費、設備投資、外需とも全般に実績値の方が強かった。こうした現象は景気拡大期のピークにかけて発生することが多い。計量モデルによる予測を想像すると分かりやすい。十分なサンプルをとって計測したパラメータであっても、所詮は計測期間における平均的な姿を描写したものに過ぎない。景気のピークやボトムでは、どうしても推計値と実績値との乖離が拡大しやすくなる。段階的接近法など積上げ方式の予測手法でも基本的には同じだ。需要項目全般に上振れたということは、まさに景気循環を予測が追えなかったということを示唆している。

したがって、まずは日本経済の景気循環における現在の立ち位置を確認しておく必要がある。図表2左図は主要国・地域のPMI製造業景況指数を比較したものだ。これらから二つの特徴点を見出すことができる。一つは、各国・地域の指数が大雑把に連動している点。非製造業と違って生産は貿易財を通じてグローバルに連動する。二つ目は、それらが約3年周期で循環している点。まさに

これが在庫循環（キチン循環）であり、現在、在庫循環のピークに位置している。つまり、17年中の景気の強さは生産が起点となっていたことが分かる。

【図表2】景気循環



景気循環には設備投資を起点とする10年周期のジグラー循環もある（以下ではこれを設備投資循環と呼ぶ）。図表2右図は、GDPの「民間企業設備」（名目）と日本銀行の全国企業短期経済観測調査（以下、短観）の設備投資計画を比較したものだ。グラフから設備投資がざっくり8～9年周期で循環している様子が確認できる。しかも、現在、直近の設備投資循環の終盤に差し掛かっている。

以上から、今年の景気を見る上での最大のポイントは、上述した生産の強さが設備投資に波及するかどうかであることは明らかだろう。もちろん他にも重要な点は多くある。しかし以下では設備投資に焦点を絞り、18年度の見通しを詳しく紹介する。結論から言えば、短観や様々な要因を前提とする限り、設備投資循環のモメンタムは今後回復に向かう。その下で、図表1に示した通り、筆者の18年度実質GDP成長率見通しは1.4%と強めである。

本稿の後半では金融政策も展望する。今年はおそらく前半のうちに「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（以下、YCC）の微調整に対する思惑が強まることになる。背景はマクロ経済の改善だ。まず、消費者物価（生鮮食品除く、コアCPI）が前年比1%を回復する可能性がある。また、賃金が企業売上の好調や政府による賃上げ対策等を受けて予想以上に上振れる可能性もある。マクロ経済環境の改善が進めば金融緩和の度合いが強まることになるため、異次元緩和の副作用への対応もやりやすくなる。筆者は、今年中にYCCの微調整が実施されると踏んでいる。日本銀行の情報発信にもその予兆が伺われている。

2. 生産から設備投資へのバトンタッチ

① 17年度実質民間企業設備は3%台まで伸びを高める

さて、18年度の設備投資動向を議論する前に、17年度の設備投資を確認しておこう。図表2の右図で見た通り、GDPベースの「民間企業設備」を予測する際、短観の設備投資計画が参考になる。例えば、2017年12月短観でGDPベースに近い「ソフトウェア・研究開発を含む設備投資額（除く土地投資額）」

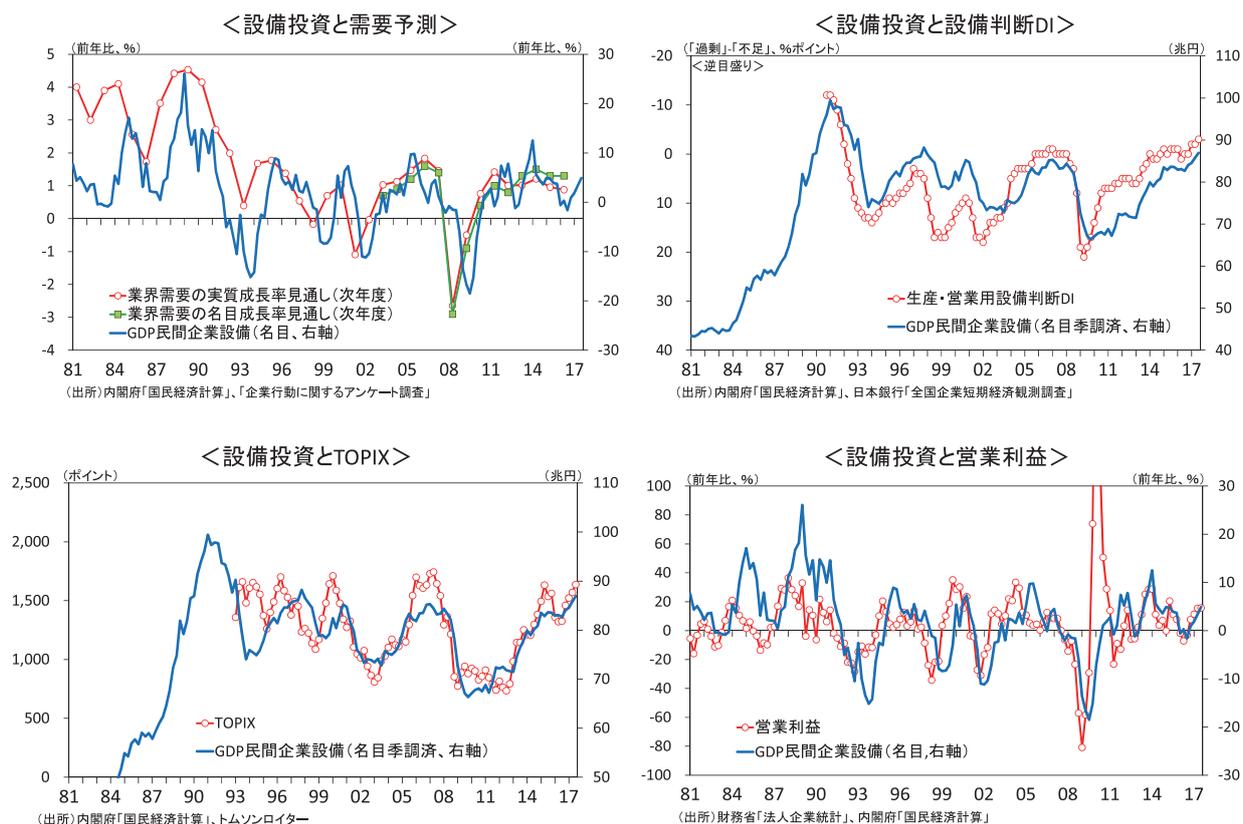
を見ると、16年度の実績値は前年比0.3%であり、GDPの「民間企業設備」(名目)0.4%とほぼ変わらない。その12月短観の17年度設備投資計画は前年比7.5%である。

ただし、短観の設備投資計画には調査が進むにつれて下方修正されるという癖がある。その過去の修正パターンから7.5%を修正すると、4%台半ばの伸びになる。さらに、設備投資デフレーター(注)の17年度の伸びを予測すると前年比1.0%になるため、それで割り引くと、17年度の「民間企業設備」(実質)は図表1にある通り前年比3.3%になる。

② 18年度実質民間企業設備は17年度並みの高い伸びを維持

18年度は短観のデータがまだないため、設備投資に影響を与える要因から推計する必要がある。設備投資には、需要見通し、設備ストックあるいは稼働率、キャッシュフロー(資金の Availability)、税制、金利動向、マインドなど様々な要因が影響を与える。

【図表3】設備投資に影響を与える各種要因



図表3は、参考までに、需要見通しとして「企業行動に関するアンケート調査」(内閣府)の「業界需要の実質成長率見通し(次年度)」、設備ストックの稼働状況として短観の「生産・営業用設備判断DI」、マインド指標としてTOPIX、資金の Availability として営業利益を取り上げ、それぞれ「民間企業設備」(名目)と比較したものである。こうした観察を参考に、「民間企業設備」(名目)を推計した(図表4)。

【図表4】「民間企業設備」（名目）の推計結果

被説明変数	説明変数				
	名目設備投資 (前年比)	営業利益 (前年比)	業界需要の 実質成長率	TOPIX (前年比)	生産 (前年比)
係数		0.22	0.90	0.04	0.93
t値		5.27	2.11	1.31	6.15

推計期間・・・1981-2016年度、補正 $R^2=0.82$ 、TOPIXと生産は1年ラグ付き
(出所)内閣府、財務省、経済産業省、トムソンロイター

18年度はこの係数を利用し、各説明変数を延長することによって試算した。その際の前提条件は次の通りだ。まず、「業界需要の実質成長率見通し(次年度)」はここ数年の伸びに近い1%と想定。営業利益は17年度横這いとした。また、ラグ付き変数である生産とTOPIXは、前者を筆者の17年度見通し4.3%を丸めて4%とし、後者は18年1-3月を17年末値で横這いとして数値を作成した。

試算の結果、18年度「民間企業設備」(名目)の前年比は4%程度となったため、設備投資デフレターを17年度と同じ1%として割り引き、「民間企業設備」(実質)を図表1で示した通り前年比3%とした。以上をまとめると、現在の良好なマクロ経済環境を前提とする限り、設備投資循環のモメンタムは回復に向かうということになる。

3. 今年はYCC微調整が実施される可能性が高い

① コアCPI前年比が1%台を回復する

前述した通り、今年はおそらく前半のうちにYCC微調整への思惑が市場で強まることになるだろう。その背景の第一はコアCPIの動きだ。1月27日に発表される12月の前年比が、消費税調整済みで見て2014年8月以来2年4ヵ月振りとなる1%台を回復する可能性がある。場合によっては1月も1%を維持するだろう。

中身もさほど悪くない。マクロの需給バランスを示すGDPギャップがプラスで推移する中、「生鮮食品及びエネルギー除く総合」の前年比プラス幅がゼロ%台後半まで拡大する可能性がある。そうなればデフレ脱却というムードが強まり、一足飛びに「出口」という話にはならなくとも、債券による運用難といった強い副作用を緩和するためのYCC微調整、特に「長期金利操作目標」の引き上げに対する思惑にはつながりやすくなる。

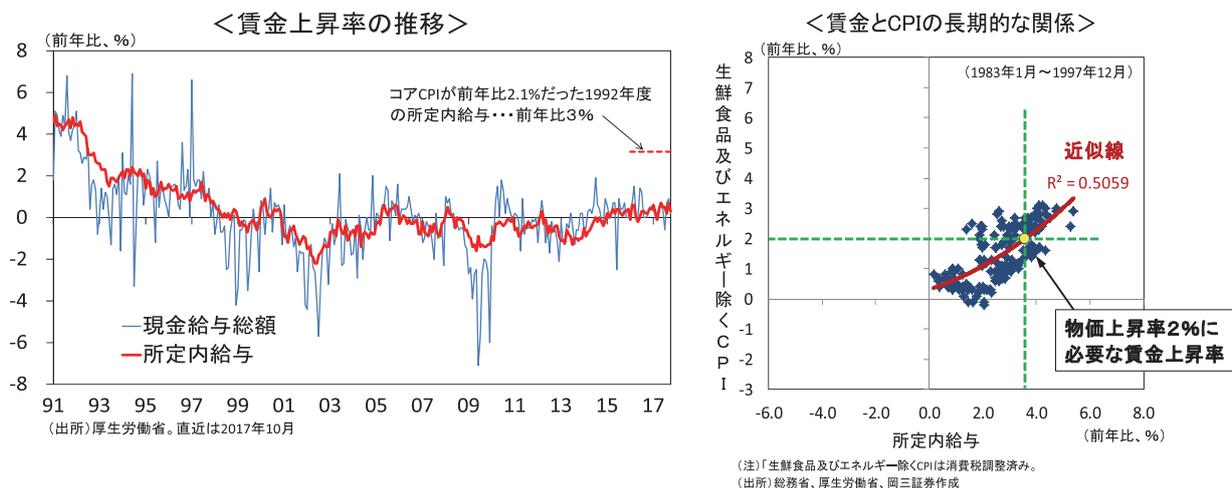
② 18年度の賃金上昇率に上振れリスク

それでは1%台に乗ったコアCPIは、その後も上昇幅を拡大させていくのか。その鍵はやはり賃金が握っている。その賃金に上振れリスクがある。労働生産性に大きな影響を与える企業の売上が17年度は好調だ。売上の増加で労働生産性が高まり、労働需給の逼迫や政府による3%賃上げ要請と相俟って、18年度の賃金を予想以上に押し上げる可能性がある。

企業売上高で単純に所定内給与を回帰し18年度を推計してみると、前年比1%弱となる。これは、例えばコアCPIが前年比2.1%だった1992年度の3%、あるいは賃金の下方硬直性が失われたとされ

る1998年度より前のデータから割り出される、物価安定目標2%に必要な所定内給与の伸び4%弱には遠く及ばない(図表5)。

【図表5】賃金の推移と物価との関係



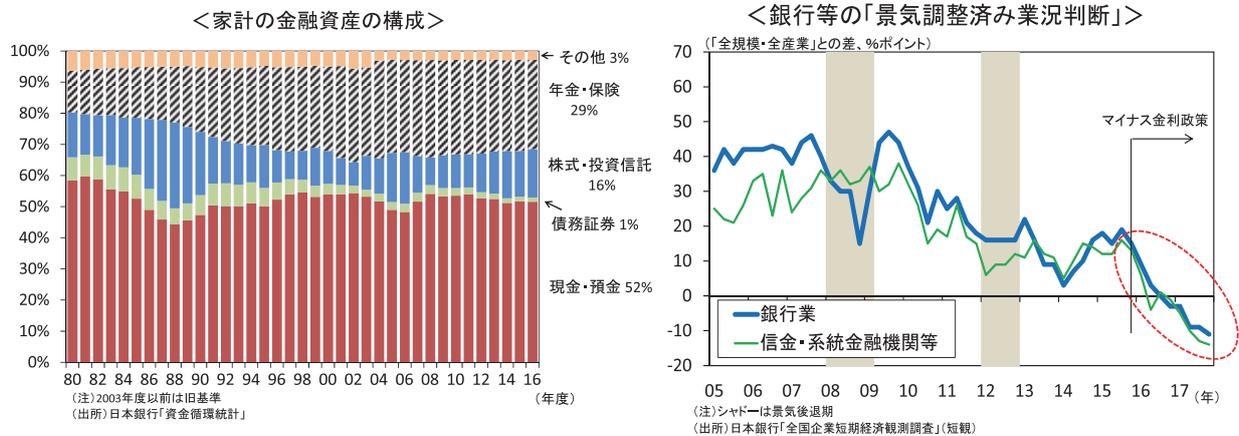
しかし、97年度の0.9%以来の高い伸びではあるし、そこに18年度の税制改正大綱に織り込まれた賃上げ対策(大企業を対象に3%賃上げすればその増加額の15%が税額控除可能といった措置等)の効果加わることになるのだから、上振れリスクがあると言わざるを得ない。消費や物価の上振れは「均衡イールドカーブ」の上振れや実質金利の下振れにつながり、金融緩和度合いが強まることを意味する。YCC微調整を後押しすることになる。

③ 景気拡大に隠れて静かに進行する副作用

静かに進行する副作用も重要だ。物価安定目標2%の下で断続的に異次元緩和が強化され、特に国債による運用が困難となっている。わが国家計の金融資産は昨年9月末で1,845兆円。このうち5割が現預金、3割が年金や保険であり、その大半が金融機関を通じて国債をはじめとする債券で運用されている(図表6左図)。それが16年初めのマイナス金利政策導入以降、相当厳しくなっている。

金融機関の収益環境にも響いている。前出の12月短観では、大企業製造業の業況判断DIが11年振りの高い水準にまで改善したことが話題となった。しかし、こうした好調なヘッドラインの陰に隠れて「銀行業」や「信金・系統金融機関等」のDIは低迷している。景気循環の影響を均すため、それらのDIから全産業のDIを差し引いた「景気調整済み業況判断」を見ると(図表6右図)、マイナス金利政策導入後、業況判断が急速に悪化していることが浮き彫りとなる。

【図表6】異次元緩和の副作用



④ 今年はYCC微調整の可能性あり

もちろん、異次元緩和の副作用は債券運用難だけではない。しかし日本銀行はこれをもっとも重視している節がある。一昨年来、「経済・物価情勢の展望」(展望レポート)で決まり文句のように記述されていた「低金利環境が続くも、金融機関収益の下押しが長期化すると、金融仲介が停滞方向に向かうリスクや金融システムが不安定化するリスクがある」という点を、黒田総裁は昨年後半頃からことあるごとに強調するようになった。昨年11月のスイス・チューリッヒ大学での「リバーサル・レート」発言もその一つだ。

また、12月28日に公表された「金融政策決定会合における主な意見(2017年12月20、21日開催分)」では、「先行き、経済・物価情勢の改善が続くと見込まれる場合には、長短金利操作付き量的・質的緩和の枠組みのもとで、その持続性を強化する観点も含め、金利水準の調整の可否を検討することが必要になる可能性もあるのではないか」との意見が初めて掲載された。金融政策決定会合でもすでに議論が出ている。

ただし、ここでいうYCC微調整とは、10年金利ゼロ%程度としている「長期金利操作目標」の小幅引き上げのことで、「出口」への動きではない。あくまで「金融仲介が停滞方向に向かうリスク」を緩和するための副作用への対応であり、YCCの枠組みを維持した上での緩和強化の一環である。「出口」の議論が本格化するのはその後、もっと言えば政府によるデフレ脱却宣言の後になる。

「出口」を巡っては、1990年代後半以降、必ずと言って良いほど政治との軋轢を生んできた。日本銀行が「出口」に向かうためには政府との良好な関係が欠かせない。その象徴として政府の「デフレ脱却宣言」には意味がある。2006年3月に参議院予算委員会に提出された「デフレ脱却の定義と判断について」という資料によれば、「デフレ脱却」の基準となる指標として、消費者物価、GDPデフレーター、需給ギャップ、ユニットレーバークストの4つが指摘されている。まずはこれらを見定める必要がある。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

6年目に入る日銀超緩和策とその副作用

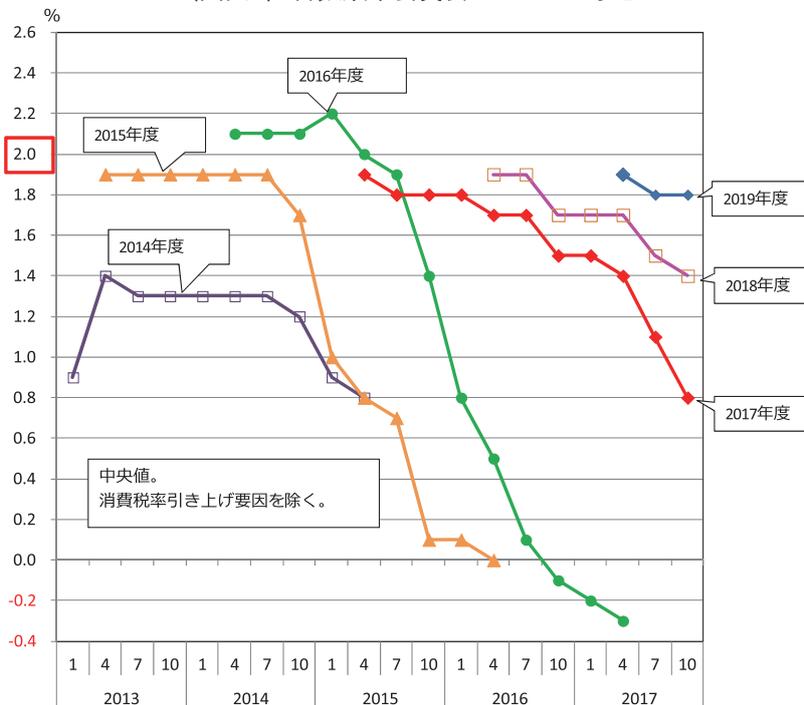
東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト 加藤 出

この4月で黒田体制の日銀が異次元緩和策を開始してから丸5年が経過する。現在の日本経済は好調だが、これは海外経済から来る恩恵の影響が非常に大きい。一方で、日銀が重視する生鮮食品を除いた消費者物価指数(コアCPI)前年比は直近の2017年11月時点は0.9%だ。

2年で2%を実現すると宣言して導入された空前の緩和策だが、図表1にあるように、四半期ごとに発表される日銀政策委員会の先行きのインフレ予想はこれまで激しい下方修正が続いてきた。目標達成時期予想は5回先送りされたが、今年中に6度目が決まるだろう。

11月のコアCPIからエネルギー価格の影響をそこから取り除くと僅か0.3%になる。欧米では物価の基調をみるために、日本と異なって、インフレ指標から食料全体とエネルギーを除いたCPIを「コアCPI」と呼んでいる。日本の11月のそれは0.1%だ。こうして見ると、デフレ(持続的な物価下落)とはいえなが、2%はまだまだ遠く、目標達成時期は予見できない状況にあるといえる。

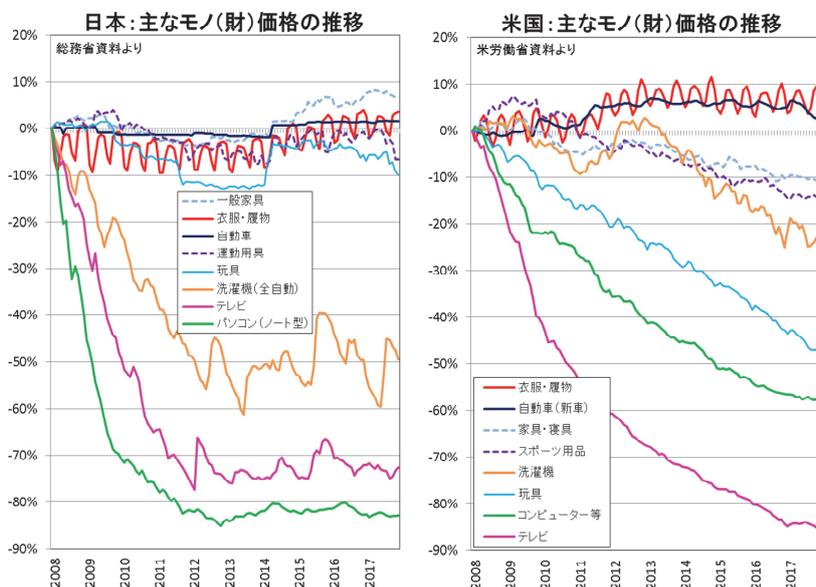
(図表1) 日銀政策委員会：コアCPI予想



「安定的な2%」を日本で実現することの困難さは、アメリカの物価の状況と比較すると分かり易いだろう。

アメリカの17年11月の食料とエネルギーを除いた消費者物価指数(コアCPI)は1.7%、FRBがより重視している個人消費支出価格指数のコアは1.5%だ。日本よりは高いがFRBが目指しているインフレ目標(2%)には達していない。

(図表2)

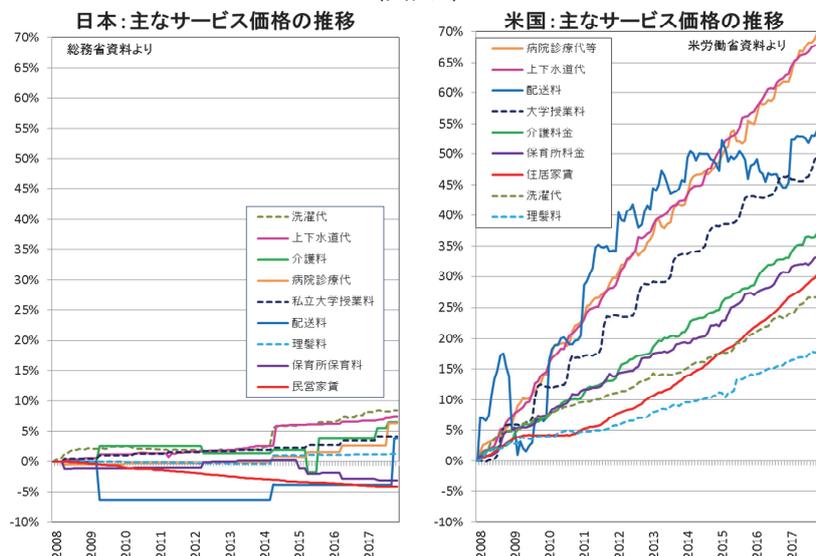


CPIを構成する品目は、大きくはモノ(財)とサービスに分けることができる。2007年12月以降の10年間ほどのモノの価格水準を日米で比較したものが図表2だ。日本の多くの品目は2012年から下げ止まり傾向にある。為替レートが円安気味になったことの影響が大きいだろう。

近年は日本よりもアメリカの方がモノはデフレだ。アマゾンなどeコマースとリアルな店舗の間の価格競争は日本よりも激烈である。また、日本の消費者は家電などにおいて「日本ブランド信仰」が根強いが、アメリカ人は中国や台湾の製品をどんどん受け入れており、テレビなどの価格下落はより激しい。逆に言うと、日本のモノの価格は実は下げ余地がまだあるように思える。2%インフレ達成の牽引役にモノの価格になることは先行き期待しにくい。

日米でより大きな相違があるのはサービス価格だ。図表3を見て分かるように、日本では10年経っても多くのサービス価格があまり変化しない。しかし、アメリカでは、病院での診察料金や上下水

(図表3)



道管理費は10年で7割近くの上昇、授業料、介護費、保育料、家賃なども毎年しっかりと上がっていく。

17年秋にヤマト運輸が宅配便の値上げを行ったことは日本で大きな話題となった（グラフ上では「配送料」）。しかしアメリカでは「配送料」は特にマスメディア上で大騒ぎされることもなく10年で55%も値上がりしている。

日本のCPI全体においてサービス価格は約5割を占めている。このため、それがアメリカ並み、あるいはそれ以上に上がっていかねば安定的なインフレ目標の達成につながらない。だが、それは容易ではない。第一に、公共料金や制度に影響されるサービス価格は日銀の緩和策に反応しない（政府が率先して引き上げていく必要があるが、それは大きな政治的反発を招くだろう）。第二に、CPIに大きなウェイト（比重）を占める家賃（およびそれに連動する帰属家賃）は、人口減少によって空家が深刻な社会問題になっている日本ではアメリカのように上昇することはない。

最近原油価格が上昇しているが、そういった一時的要因でインフレ率が2%を瞬間的に超えても、出口にはいかないと日銀は従来から説明している。インフレ目標自体を変えない限り、出口政策は見えてこない。しかし、アベノミクスが続く限り、2%という目標は変更されないだろう。もし政府が経済政策の成功をアピールしたくて「デフレ脱却宣言」を行うとしても、日銀に対しては今後も2%を目指すよう要望すると思われる。

政府は本音では2%の実現にこだわっていないように推測される。しかし、無理筋の目標を目指して日銀が大規模な緩和策を継続することは、政府にとってとても心地よい状況を生み出す。長期国債の発行金利は超低位（マイナスやゼロ%近辺）に抑え込まれ、ETF（株式上場投信）の大規模購入による株価押し上げ策も継続されるからである。

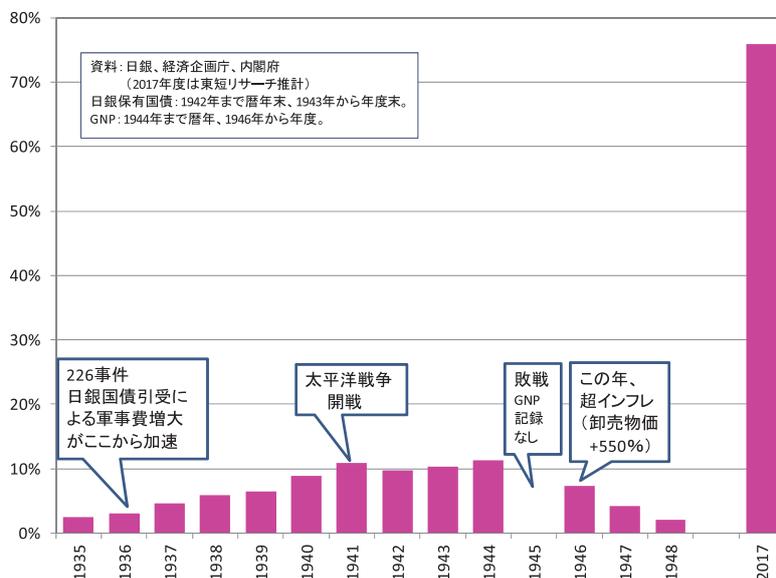
18年1月9日に日銀金融市場局が超長期国債の買入れオペを200億円減額したところ、為替市場では「日銀が出口に向かって動き始める」との見方が広がり、その後円高が進んだ。しかしながら、この為替市場の解釈は深読みし過ぎの感がある。

第一に、金融政策決定会合の合間に日銀の事務方がオペの金額で政策スタンスの変更を市場に示唆することは、1998年施行の日銀法の下ではガバナンス上あり得ない。第二に、4月9日以降の次期日銀総裁が未だ決まっていないタイミングで、日銀が政策変更のアクションを採り始めることは常識的には考えにくい。

日銀は2016年秋に量的質的緩和策を、そのマイナーチェンジ版であるイールドカーブ・コントロール（YCC）政策にシフトさせた。それ以来、10年金利をゼロ%近傍に誘導しつつ、それが維持できる範囲内で日銀は国債の買入れを減額してきた。1月9日の減額もその流れに沿ったものであり、新たな動きではない。また、4月から財務省の超長期債の発行額が減るので、それを見越してオペの額を減らした面もあるだろう。このため、国内の債券市場や短期金融市場の参加者は、為替市場の反応を冷ややかな目で眺めている。

出口は当分来ないとはいえ、日銀の緩和策の異常さは認識しておく必要がある。日銀が保有する長期国債の額を経済規模と比べると、現在のその比率は第二次大戦中よりも圧倒的に大きくなっている。同大戦中の日銀保有長期国債のGNP（国民総生産）比は10～11%程度だった。しかし今年3

(図表4) 日銀保有国債の対GNP比



月末の同比率は70%台半ばに達する物凄い状況だ(図表4)。

戦時中の政府は軍事費拡大による巨額の財政赤字を賄うために日銀に国債を買わせた。しかし、日銀が大量の国債を持ち続けるとインフレが制御できなくなると恐れた政府・日銀は、その国債の大部分を民間に購入させた(日銀は引き受けた国債の約9割を売却している)。

一方、現在の日銀は巨額の国債を買ったまま保有し続けている。こんなに国債を持っても物価の上昇に限られるとなると、現代においては両者の関係が変わってしまっていると見なせる。懸念されるのは、日銀が戦時中をも上回る空前の“打ち出の小槌”と化して政府の資金調達を異様に安楽にすると、為政者および世論の感覚麻痺は酷くなり、財政規律が戦時中以上に壊れていく恐れがある点だ(実際、日銀のこの政策の下で、政府のプライマリーバランス黒字化達成時期は先送りされ続けている)。この傾向が漫然と継続されれば、最終的には円の信認の崩壊につながっていくと思われる。

また、ETFの購入によって株価操作を続ける中央銀行も世界を見渡してどこにも存在しないことにも注意が必要である。

本来は、2%というインフレ目標を目指して大胆な緩和策を実施することはそもそも正しいのか？という議論をこのタイミングで行うことが望ましい。

近年、日本ほどではないとはいえ、景気回復の割りに賃金上昇ペースが遅く、インフレ率の上がり方も鈍い、という現象が多く先進国で観察されている。FRBのJ・イエレン議長は昨年秋以降、「ミステリーだ」とこぼしている。グローバル化やデジタル経済の進展が物価上昇を抑えている面もあり得る。このため英フィナンシャルタイムズ(17年10月5日)は、「多くの経済学者や中央銀行は、約30年前に作られた理論に執着している」と指摘した。

同記事には、次のようなコメントも紹介されていた。「もし我々が完璧に率直になるなら、この問題を避けることは難しい。我々は本当のところ、インフレが起きるプロセスをどの程度分かっているのだろうか？」(C・ボリオ・BISチーフエコノミスト)、「経済がどう機能するのか説明してきた我々

のこれまでの理論が間違っていた可能性があり、中央銀行は既存の理論にこだわらずに、よりオープンマインドになるべきだ」(C・ローマー・UCバークレー校教授)。

かつて日銀に大胆な緩和策を推奨したB・バーナンキ元FRB議長でさえ、昨年日銀本店で行った講演で、中央銀行が決意を持てばデフレ克服は容易だと考えていたことは楽観過ぎていたと述べた。「日本の労働力減少と低い生産性の伸びは長期停滞論と整合的」「緩慢な実質所得の上昇のもとで高齢化が進展していることは、耐久消費財や住宅への需要を抑制してしまう」と、人口減や高齢化の影響といった構造問題に言及していた。

しかしながら、インフレ目標を2%より引き下げる議論は、海外において活発化していない。逆にインフレ目標を3~4%に引き上げればインフレ率は上がってくるはずだ、との困った主張がアメリカの有力経済学者らから出されている。こういった状況では日銀がインフレ目標を引き下げる方向に動き出す可能性は当面ないだろう(日本だけ下げると為替市場で円高の材料にされてしまうため)。

5年前に開始したとき、日銀はこの異次元緩和策を「短期決戦」で終えるつもりでいた。ところが、インフレが思うように上がらないため、終わるに終われない状況になってしまった。黒田総裁の任期は4月8日に終わる。次期総裁は安倍首相が任命する。仮に黒田氏続投であれば、彼は次の5年間を見据えた戦略を組まざるを得ないだろう。インフレ目標を目指す姿勢は全くブレないと思われるが、図らずも「長期持久戦」となってしまったことで生じる副作用に目を向ける可能性はある。

17年11月に黒田総裁は、超低金利が金融機関の資金仲介機能に及ぼす悪影響について、「リバーサル・レート」という言葉を用いて説明した。日銀が生み出している今の金利の状態が続けば、特に地方の金融機関の経営は先行き深刻に悪化し、地域経済における資金の流れが阻害される恐れが出てくる。金融緩和策の継続が、かえって金融緩和効果を減殺してしまうという極めて皮肉な事態になりかねないのである。

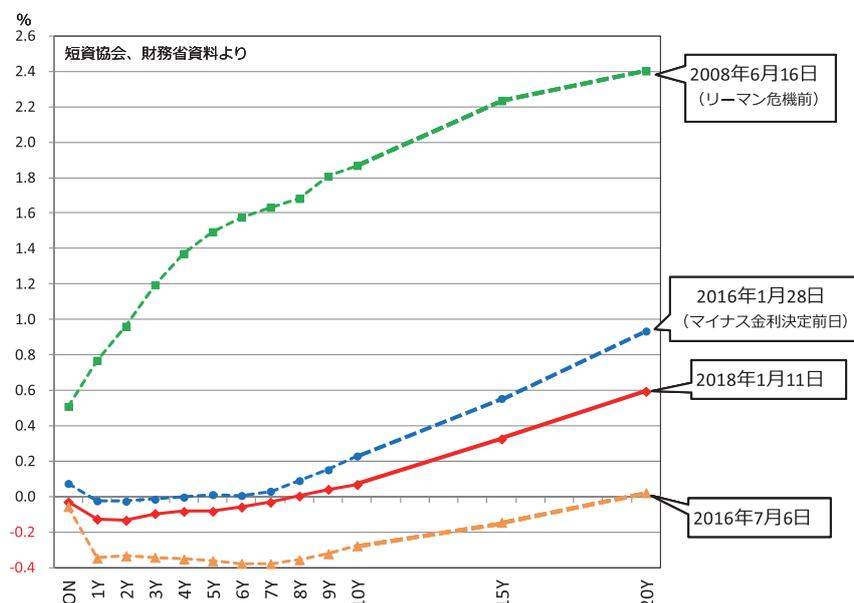
17年11月29日の中曽副総裁の講演では、資料に株価から算出した地方金融機関のデフォルト確率が上昇しているグラフが掲載されていた。

16年9月に日銀がYCC政策を開始して、操作変数のターゲットを「お金の量(マネタリーベース)」から「金利」に変更したのは、16年7月のような金利水準、またはもっと低い水準が続いたら、保険会社や年金基金がもたなくなり、それによって国民の不安が増大する恐れがあったためだった(図表5)。

年間80兆円のマネタリーベース増加という「量」のターゲットを実現するために国債購入を続けると、市中の国債は既に大幅に減っていただけに、長期金利は激しく深いマイナス金利になる可能性が高かった。それを避けるために日銀は、10年金利をゼロ%近辺に誘導することを目指して、それに合わせて国債購入額を調整するというスタンスに転換した。

金融機関の収益への打撃を弱めて「長期持久戦」を狙うならば、YCC政策導入時に日銀は10年金利のターゲットをゼロ%近辺ではなく、0.3~0.5%程度にすべきだった。しかし、当時は激しい円高

(図表5) 無担保コールONと日本国債イールドカーブ



が生じるのを恐れて、そこまでの金利引き上げに日銀は踏み込めなかった。

YCC政策下の現在の日銀は、①「物価」、②「経済」、③「金融」の状況を見ながら、インフレ目標を目指して政策を調整すると説明している。③の「金融」に副作用が及び過ぎるのなら、出口政策ではないものの、「微調整としての長期金利の小幅引き上げ(0.3%前後か?)」が今後選択肢として浮上してくるだろう。

ただし、今年18年を逃すと、その実施は非常に困難になる。19年には消費税率引き上げが予定されている。20年になると東京オリンピック関連の投資は終わってしまい、海外経済もさすがに息切れしてくる可能性が高い。FRBやECBが金融政策の正常化(バランスシートの縮小や短期金利引き上げ)を停止し、次の緩和策サイクルを意識し始めたら、日銀は小幅であっても長期金利を引き上げられなくなる。

とはいえ、金融機関の資金仲介機能の悪化を避けるための長期金利目標の微修正が実際に行われるには、次の条件が満たされる必要があるだろう。

第一に、追加緩和に積極的で、緩和策の副作用を考慮しない人物が次期日銀総裁に選ばれないことがまずは重要である(追加策は具体的にはほとんど残っていないが)。第二に、世界的に株価のクラッシュは発生せず、FRBが順調に利上げを続け、日米の長期金利差が拡大して円安傾向の地合いが見られることが必要だろう。第三に、長期金利の小幅引き上げは、出口政策ではなく、「インフレ目標達成のために、金融緩和効果を最大限発揮することを意図した微調整」であり、当面は1回限りであることを、市場参加者(特に海外)に事前に認知させる必要があると思われる。

マーケット・アウトLOOK

日本銀行が金融政策正常化に動けない5つの理由

野村証券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

【高まる日銀金融政策正常化観測】

2017年年末にかけ、内外金融市場では、日本銀行（以下、日銀）が早期に金融政策正常化に動くのではないかと、との見方が高まった。

金融政策正常化の思惑が生じた契機には、2017年10月の衆議院総選挙において連立与党圧勝という成果を出した安倍政権が、過去5年間の政策の成果としてデフレ脱却を宣言するのではないかととの思惑や、同11月13日に黒田日銀総裁がチューリヒ大学での講演において、金融緩和による市場金利の過度の低下が金融機関の収益率悪化などを通じ緩和効果を減殺する転換点としての「リバーサル・レート」の概念に言及したこと、などがあった。

より根本的には、米FRB（連邦準備制度理事会）が着々と利上げを進め、ECB（欧州中央銀行）も資産購入プログラムの縮小開始を宣言するなど、世界的に先進地域中央銀行が過去の金融危機、景気後退、財政危機などに対応して実施してきた「非伝統的」金融緩和策の修正に動きはじめている実態がある。他の先進地域中央銀行が必ずしも2%を軸とするインフレ目標を達成する前に金融政策正常化に着手している以上、日銀もその流れに追随するのではないかととの見方が生じるのは、自然であろう。

日銀金融政策正常化観測浮上の背景には、内外債券市場参加者のフラストレーションも指摘できる。

2017年の米債市場では「コナンドラム（謎）の再来」が話題となった。コナンドラムは、グリーンSPAN元FRB議長が、2005年2月に、FRBによる利上げに反し市場金利が低下していく様を形容した表現である（図表1）。FRBの利上げ継続下で米長期債利回りの低迷が持続しているのは、長短金利操作政策（以下、YCC）の下、日銀が長期金利水準を抑制しているため、本邦投資家が運用利回り向上に向け米債を中心とする外債投資を拡大していることに原因があると解釈された可能性がある。

図表1 グリーンスパン・コナンドラムの再来？



国内においても、YCCの下での国債市場のボラティリティ低迷が、投資家、業者双方の収益機会を大きく損なっているとの不満が高まった。

日銀金融政策の早期正常化は、2018年に現実のものとなるのであろうか？結論を先取りすれば、市場参加者の思惑と期待にもかかわらず、日銀が金融政策正常化に動く可能性は、極めて低いと考えざるを得ない。以下、日銀が金融政策正常化に動くことが困難と考えられる「5つの理由」を挙げて論じる。

【理由(1) - 2%物価安定目標達成の困難さ】

これまで、日銀が「現状の金融緩和策を粘り強く維持していくことが妥当」としてきた基本的理由は、コア(生鮮食品を除く総合)消費者物価上昇率でみたインフレ率が、2%の物価安定目標から程遠い状況にあるという実態であった。

2017年12月東京都区部消費者物価上昇率がコアでもコアコア(生鮮食品または食品・エネルギーを除く総合)でも、事前の市場予想を上回るなど、足元でインフレ率加速の兆候が表れていることから、従来非現実的とみられてきた、2019年度頃に物価安定目標を達成できるとする、日銀政策委員のインフレに関する中心見通しに、多少なりとも実現可能性が生じてきたとの見方も浮上している。

しかし、現実の消費者物価上昇率加速のみを以て、物価安定目標達成の確度が高まり、日銀が金融政策正常化に動きやすくなるとみるのは早計であろう。

日銀が2019年度頃の物価安定目標達成が可能としている根拠は、2%に向けて物価上昇の「モメンタム(勢い)」が維持されているとの基本観にある。日銀は、モメンタムが維持されているかどうかの判断基準として、1) 需給ギャップの改善、2) 予想物価上昇率の高まり、を挙げている。

ところが、日本の家計の予想物価上昇率と消費マインドには、逆相関しやすい傾向が認められる(図表2)。こうした傾向は、特に、家計の予想物価上昇率がエネルギー、輸入食料品など、円安や商品市況上昇といった外的要因によって高まった場合により顕著である。足元、国内消費者物価上昇率の上ぶれを生じさせている主因は、まさにこうした外的要因に他ならない。

図表2 国内家計の物価上昇予想と消費者態度指数



(出所) 内閣府資料より野村作成

今後、現実のインフレ率加速によって家計の消費マインドが悪化し、支出抑制的な傾向が生じた場合、家計消費を中心とする需要の減速によって需給ギャップの改善ペースが緩やかになってしまう恐れがあると言える。日銀が物価上昇のモメンタムが維持されている根拠に掲げる、予想物価上昇率の高まりと需給ギャップの改善は、両立しえない可能性があるとも考えられるのである。

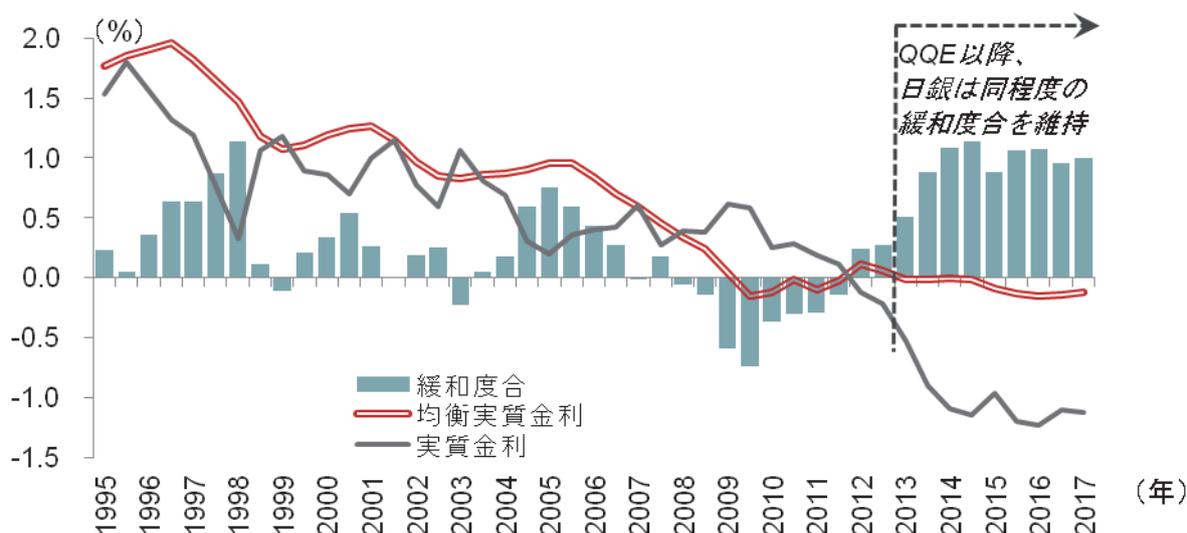
【理由(2)－現実のインフレ率加速で実質金利は低下せず】

YCCを導入した際、日銀は、10年国債金利誘導目標に関しては、一定の条件の下で、政策の引き締めまたは緩和とは関係なく水準を調整する可能性を示唆していた。その条件とは、1) 均衡実質金利の変動、もしくは、2) 現実の実質金利の変動、である(図表3)。2%の物価安定目標達成に依然として程遠い状況であっても、上述のようなインフレ率の加速により市場の実質金利が大きく低下した場合には、それ自体が10年国債金利誘導目標引き上げの根拠となりうる。

足元のインフレ加速傾向が2018年を通じて維持され、市場の実質金利が大きく低下することによって日銀金融政策正常化の前提が整う可能性はあるのだろうか？

10年国債金利目標引き上げの前提としての実質金利低下の可能性を考える場合、考慮しなければならないのは、現実のインフレ率加速が「長期の」予想インフレ率を引き上げるかどうか、である。

図表3 日銀の考える均衡実質金利と市場実質金利の水準



(出所) 日本銀行資料より野村作成

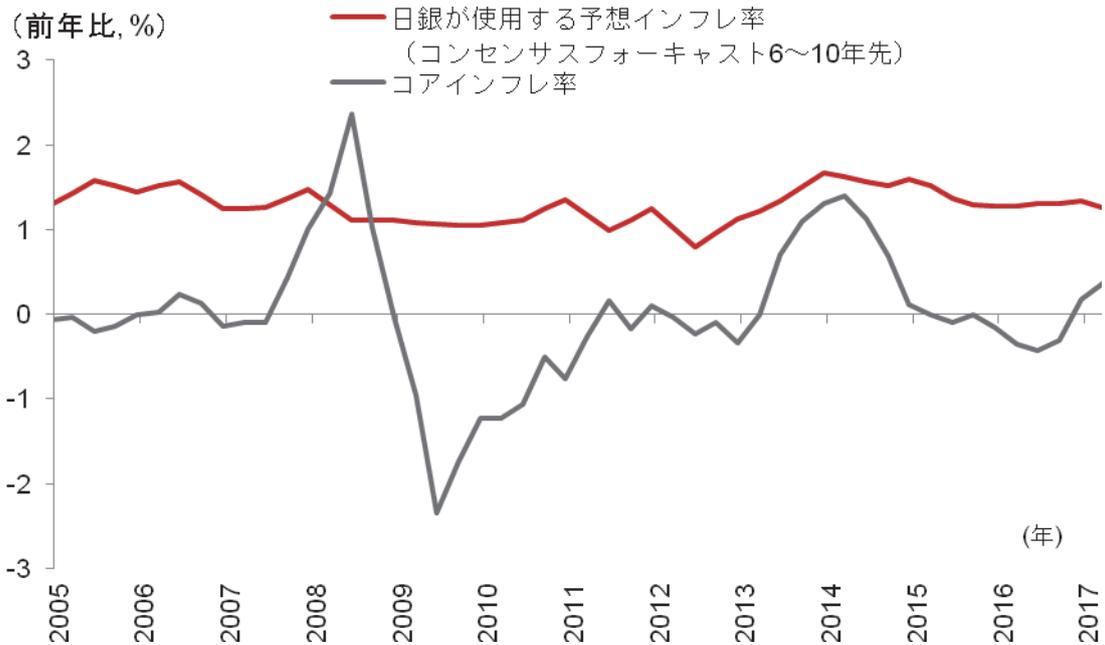
図表4にみられる、過去のコア消費者物価上昇率と長期予想インフレ率の関係を見る限り、現実のインフレ率加速は、長期予想インフレ率に対してほとんど影響を与えない、と考えるべきではないだろうか。今後、インフレ率加速が持続したとしても、10年国債金利目標引き上げの前提となる長期実質金利低下に結びつく可能性は低いと考えざるを得ないだろう。

【理由(3)－リバーサル・レートは金融政策正常化の前提に非ず】

前述の通り、黒田総裁講演における「リバーサル・レート」への言及は、金融政策正常化観測浮上の契機の一つとなった。それ以降、黒田総裁をはじめとする日銀幹部は、リバーサル・レートへの言及が政策変更を意図したものではないとして「火消し」に動いた。実際、これまでの超低金利環境、利回り曲線平坦化という悪条件下でも、国内金融機関の貸出意欲が維持されているのは、国内金融

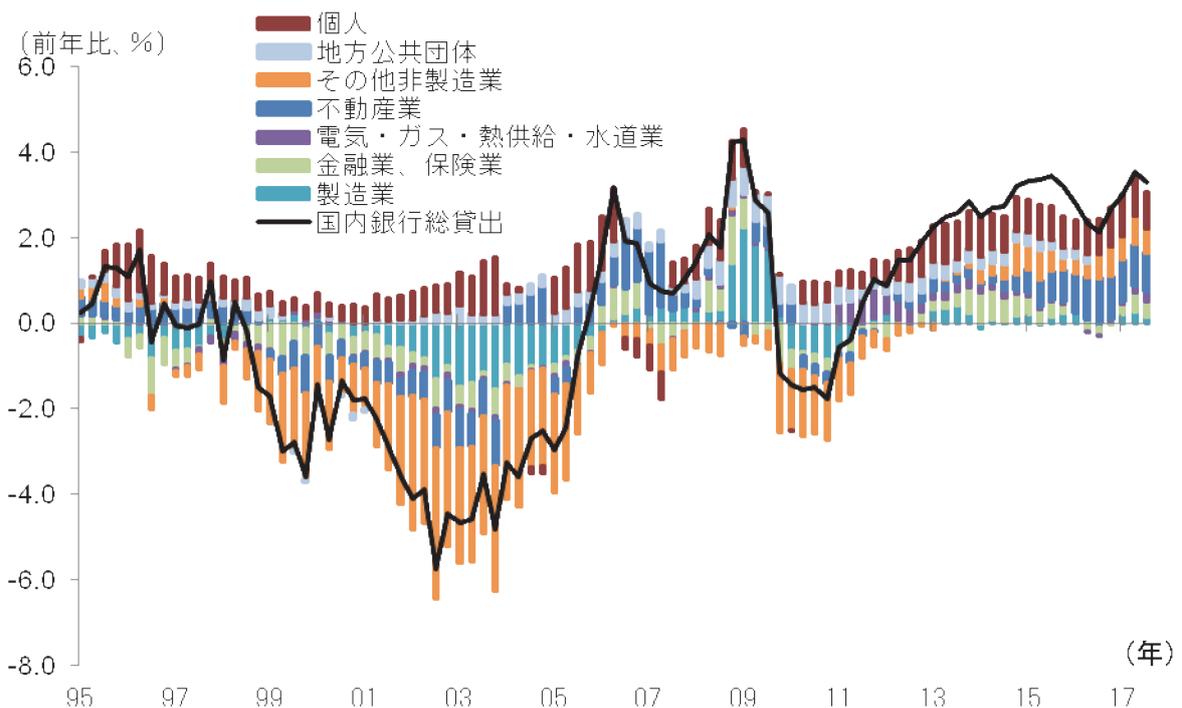
システムがリバーサル・レート到達までまだ猶予を有している証左といえるだろう(図表5)。それに加え、以下のような理由から、リバーサル・レート論を金融政策正常化の布石とみるのは誤りである可能性があるだろう。

図表4 コアインフレ率と長期予想インフレ



(出所) 日本銀行資料より野村作成

図表5 国内銀行貸出先別貸出動向



(出所) 日本銀行資料より野村作成

第一に、リバーサル・レートへの言及が、YCCの長期化を前提とした国内金融機関に対する鼓舞、もしくは、国内金融機関との融和を意図したものであった可能性が指摘できるからである。中曾副総裁が2017年11月29日の講演において、金融機関の収益力維持・向上のため、適正な競争環境の整備や金融サービスの適正対価に対する顧客の理解を得ることなど、金融機関として取り組む余地が残されていることを強調したのも、そうした意図の反映だった可能性があるだろう。

第二に、リバーサル・レート論に、後述のような日銀正副総裁人事とも絡んで残存する追加緩和と圧力に対する事前牽制の意図が込められていた可能性が指摘できる。とりわけ、金融政策の信託を大きく損なう懸念のある、大幅な財政拡張策と連動したリフレ策採用の圧力に対し、リバーサル・レート論を通じて金融緩和の「行き過ぎ」の弊害を訴えることには一定の有効性があると考えられるだろう。

【理由(4)ーリフレ派登用の可能性くすぶる日銀正副総裁人事】

本稿執筆時点では、2018年3月及び4月に任期満了を迎える日銀正副総裁の後継に関する指名は安倍内閣からなされていない。一般的には、安倍首相の信任が厚いとされる黒田総裁の再任が有力視されている。一方で、本田悦朗駐スイス大使が総裁就任に強い意欲を表明するなど、本田氏を含む、いわゆるリフレ派の登用の可能性も取り沙汰されている。

安倍政権にとってみると、過去5年間の政策の成果アピールのため脱デフレ宣言に動こうとした際に、それが日銀による金融政策正常化観測を高め、市場において円高圧力を再燃させてしまうことが一定のリスクとして意識されている可能性がある。こうしたリスクを封じる上で、黒田総裁を再任するにせよ、本田氏もしくは氏に近い考えを持つとされる若田部早稲田大学教授などのリフレ派を、同じリフレ派と目される岩田副総裁の後任として送り込むことには、一定の意味もあるだろう。

冷静に考えれば、日銀正副総裁人事においてリフレ派の登用が取り沙汰されること自体、日銀金融政策正常化の可能性を否定するものとも言えるだろう。特に、2%の物価安定目標未達の状態の日銀が金融政策の正常化に動こうとすれば、日銀内部で、原田審議委員、片岡審議委員らリフレ派が協調して、それに抵抗、反対する可能性が高いからである。本田氏らリフレ派が副総裁に登用されることは、日銀におけるリフレ派の発言力を強めることにもなり、その分、金融政策正常化の余地を狭めるものになるだろう。

【理由(5)ー金融政策正常化に伴う円高リスク】

上記の理由(4)は、日銀が金融政策正常化に動こうとした場合、日本の長期債利回り上ぶれと内外金利差縮小の思惑から為替レートが円高に振れ、国内株式市場を中心とする金融市場の不安定化や実体経済の下ぶれを招くリスクを負うことを強く示唆するものであろう(図表6)。

日銀金融政策正常化の前提としてしばしば指摘される点に、安倍政権が脱デフレ宣言を発することや、2%の物価安定目標の引き下げが行われること、などがある。しかし、両者がいずれも日銀金融政策正常化の布石と市場でみなされた場合には、為替市場が円高に反応するリスクが伴うことになろう。

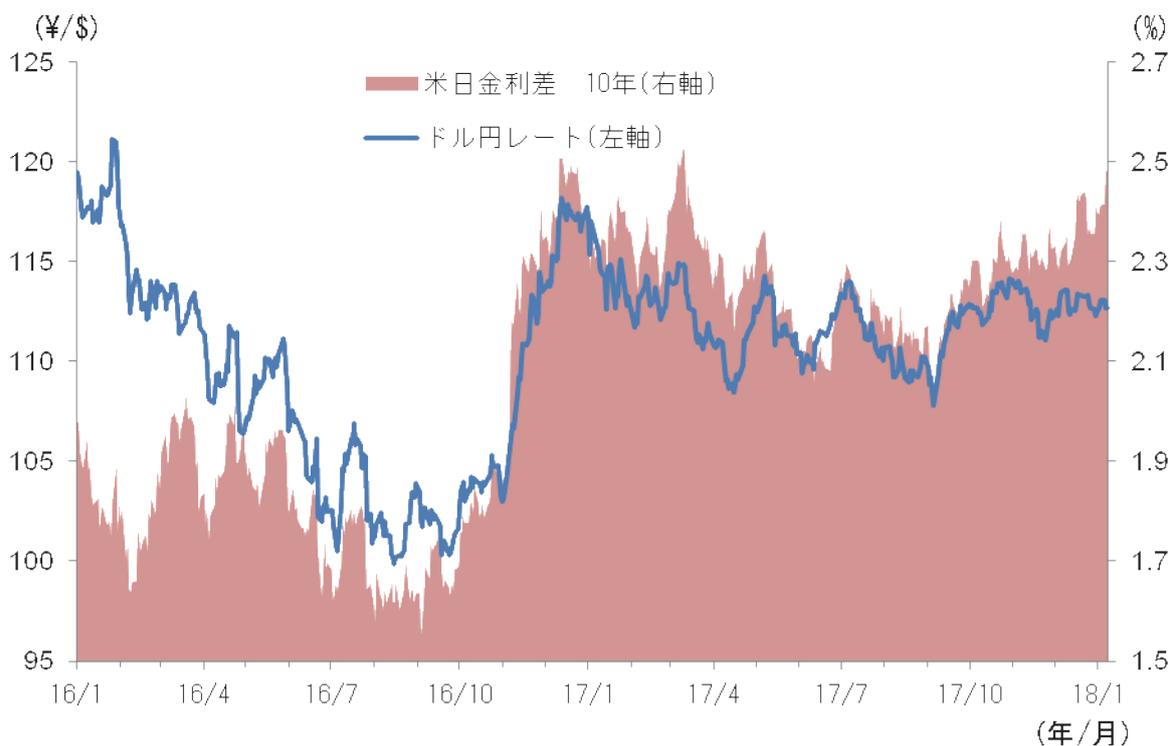
円高圧力再燃は、日銀にとって早まった金融政策正常化という政策判断ミスに対する批判の口実となるだけでなく、安倍政権にとっても支持率低下など政権不安定化のリスク要因ともなりうる。

こうした側面からも、金融政策正常化に向けてのハードルは極めて高いと考えざるを得ないだろう。

【日銀金融政策正常化への過剰な期待は禁物】

長引く低金利持続と利回り曲線平坦化によって収益基盤の脆弱化に直面している内外債券投資家にとって、確かに、日銀金融政策の早期正常化は救世主となりうる側面を有していよう。しかし、上に議論した「5つの理由」を勘案すれば、日銀金融政策の早期正常化の可能性は極めて低いと考えざるを得ない。内外債券投資家は、むしろ、YCCの長期化という「不都合な真実」を前提とした投資判断と投資戦略の構築を急ぐべきではないだろうか。

図表 6 日米10年国債利回り格差とドル円レート



(出所) ブルームバーグより野村作成

わが国の信用補完制度改革～中小企業の資金調達の多様化に向けて

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

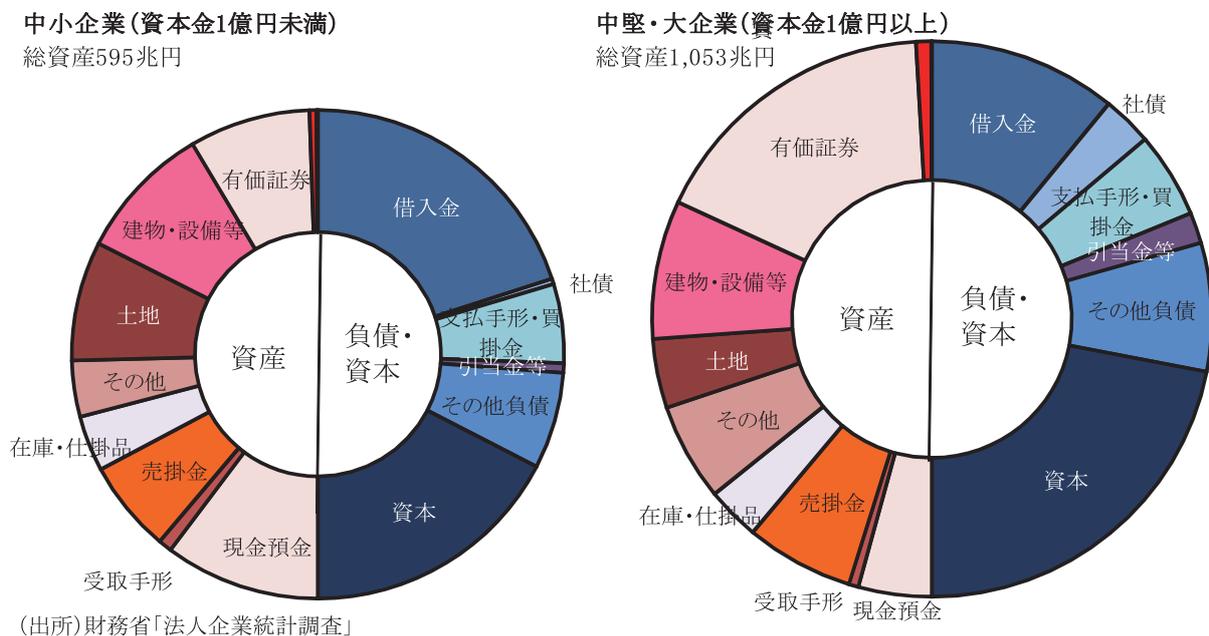
昨年6月に中小企業信用保険法等改正案¹が可決・成立し、本年4月1日より施行される。これまでの手厚い信用保証から小規模事業者や創業期等の支援に重心を移し、信用保証協会²と金融機関の連携を図りながら、中小企業には資金調達の自立化を求めていく方向性が示された。

本稿では各国の信用保証制度を概観したうえで見直しのポイントをまとめ、中小企業の資金調達の課題を考察していきたい。

1 企業の資金調達構造の推移

わが国の産業金融は、間接金融を中心としてきた。大企業は自社の信用力の高さから自己資本や社債での直接金融による調達も進める一方、中小企業は不動産担保や代表者の個人保証による借入金の依存度が高い(図表1)。

(図表1) 企業規模別バランスシート (2016年度末)



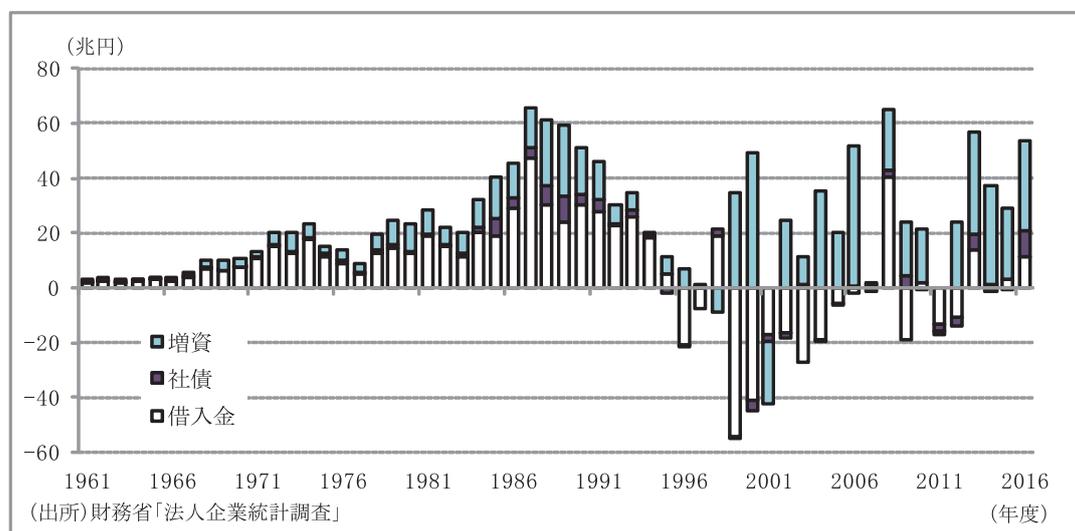
資金調達の内訳をフローでみたものが図表2である。1980年代後半にエクイティ・ファイナンスの流れから増資や社債の発行が増加したものの、調達の中心は借入金であった。しかし、1990年度

¹ 中小企業の経営の改善発達を促進するための中小企業信用保険法等の一部を改正する法律案。

² 信用保証協会は「信用保証協会法」に基づいて設立された特殊法人であり、中小企業が金融機関から融資を受け際に公的に保証する機関である。

後半以降は流動性重視の企業経営を通じて借入金を返済する傾向が明らかとなっている。

(図表2) 資金調達の内訳



ここで中小企業に目を向けると、約250兆円ある借入金残高のうち、10%強に相当する26兆円に信用保証が付与されている。利用者数は137万件であり、中小企業・小規模事業主の1/3に当たる³。1990年代後半の金融システム不安や、2000年代後半のリーマンショック時には、それぞれ30兆円以上の大規模な信用保証プログラムも講じられ、100%保証を中心とした制度が中小企業の経営危機を救ってきた。2007年に金融機関とのリスク分担を旨とする責任共有制度⁴が導入されたものの、リーマンショックや東日本大震災などの危機に際して100%保証が多くを占めることとなった。

2 各国の信用保証制度

各国の信用保証制度(図表3)をみると、わが国の信用保証は件数・金額とも非常に多く、信用保証への依存度が高い。他国は創業支援や小口の融資が中心であり、経営拡大期には資金調達の自立を促すスタンスを取っている。国際的にも過度な信用保証は企業の競争力を阻害し、成長のディスインセンティブとなるという考え方が主流であり、中小企業政策の中心をこれまでの危機対応から効率的な市場を通じた破たん企業の再編の促進にシフトすることが求められている。

3 わが国の信用補完制度改革

信用補完制度とは、信用保証協会の行う「信用保証」と、これを再保険する日本政策金融公庫の行う「信用保険」とを統括したものであり、中小企業の資金調達を円滑にする目的で、民間金融機関の貸出に対して企業から保証料⁵を取って債務保証を付与する制度(図表4)である。具体的には、中小企業が倒産等で金融機関に返済できなくなった場合に、信用保証協会が代わりに返済(代位弁済)し、

³ 中小企業政策審議会 基本問題小委員会金融WG「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える持続可能な信用補完制度の確立に向けて」2016.12.20による。

⁴ 一般保証の融資額の2割が金融機関の負担となる。

⁵ 保証料率は、中小企業の財務状況などのデータベースを基に信用リスクの定量的評価システムであるCRD(Credit Risk Database)により算出されたデフォルト確率から9段階の区分に分け、それぞれの料率区分から適用される(0.45%~1.90%)。平均保証料率は1.15%である。

政府が再保険などで財政支援する仕組みである。その損失により発生した赤字は公的資金により補填されている。

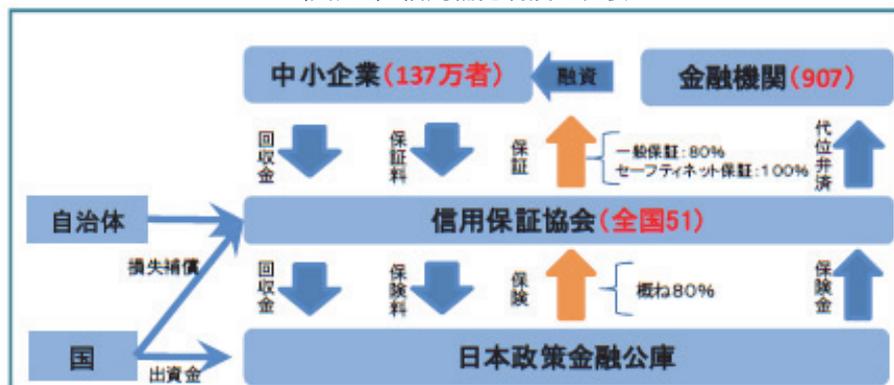
(図表3) 信用保証制度の国際比較

	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス
主務局	金融庁・中小企業庁	-	ビジネス・イノベーション・技能省(BIS)	連邦経済エネルギー省	経済産業デジタル省企業総局(DGE)
保証機関	信用保証協会	中小企業庁(SBA)	British Business Bank plc (BBB)	保証銀行(BB)	公共投資銀行(Bpifrance)
中小企業の定義	従業員300人以下または資本金3億円以下	従業員500人以下	従業員250人未満	従業員250人以下かつ売上高5000万€以下または総資産額4300万€以下	
対象	すべての中小企業	金融機関の保証なしでは融資困難な中小企業	担保不足により借入れ困難な中小企業	すべての中小企業	
概要	創業期・拡大期・安定期・再生期等	創業期・拡大期等	創業期・拡大期・安定期	創業期・事業承継期等	創業期・イノベーション期・拡大期・事業譲渡買取期
保証割合	80～100%	75～85%	75%	～80%	40～70%
保証限度額	普通保証2億円 無担保保証8,000万円	500万\$	100万£	125万€	150万€
保証料率	0.45～1.9%	2.0～3.75%	2.0%	1.0～1.5%	0.6～0.8%
保証規模(年間)	8兆5000億円 66万件 2016年度	239億ドル (約2兆7000億円) 6万3000件 2015年	3.2億£ (約490億円) 2700件 2014年	10.9億€ (約1470億円) 6600件 2015年	34.6億€ (約4700億円) 7万5000件 2015年

出所) 日本政策金融公庫「欧州の信用保証制度調査報告書」2017.3及び
 中小企業政策審議会 基本問題小委員会金融WG「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える持続可能な信用補完制度の確立に向けて」
 2016.12.20をもとに作成
 注) 円換算レート: 1\$ = 113.00円、1€ = 134.94円、1£ = 151.95円(2017.12月末TTM)

また代位弁済に対しては、国による再保険のほか様々な公共団体から損失補償が行われる仕組みになっている。そのため、金融機関は信用保証協会が倒産しないという前提の下にモニタリング機能が発揮されているとはいえない状況にあった。

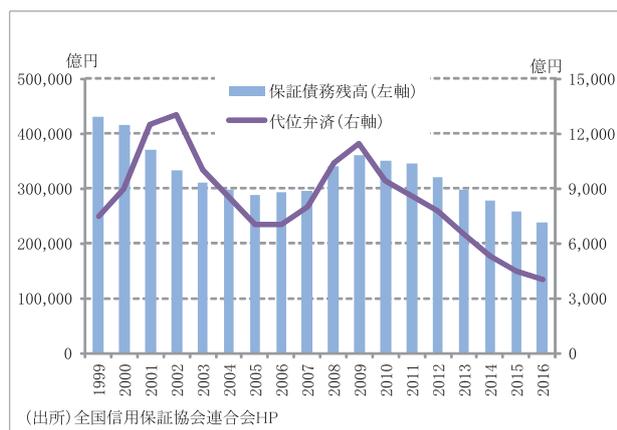
(図表4) 信用補完制度の概要



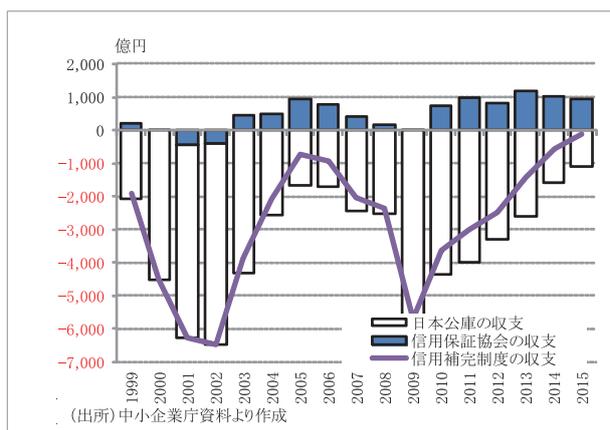
(出所) 中小企業政策審議会 基本問題小委員会金融WG「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える持続可能な信用補完制度の確立に向けて」(2016.12.20)

保証債務残高・代位弁済額ともに縮小傾向にはあるものの(図表5)、信用補完制度の収支は赤字で推移しており(図表6)、財政負担が発生している。また、代位弁済率(図表7)をみると、信用リスクが高くしかも100%保証先が相対的に多くなっていることから、メインバンクが信用力の低い企業に保証付き貸出を勧めているのではないかと、寛容な信用保証制度がゾンビ企業を温存しているのではないかと⁶などのさまざまな指摘がなされてきた。

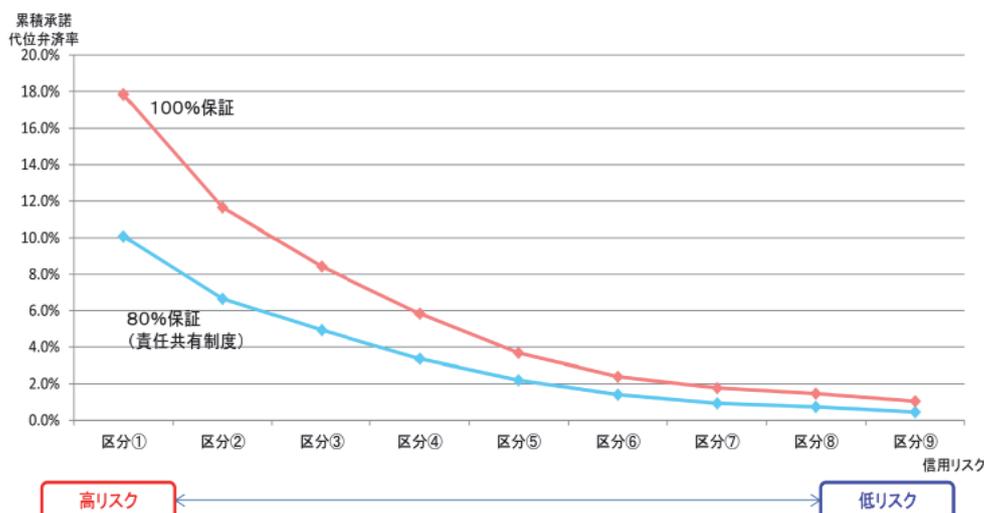
(図表5) 保証債務残高と代位弁済額



(図表6) 信用補完制度の収支



(図表7) 代位弁済率



(出所) 中小企業政策審議会 基本問題小委員会金融WG「中小企業・小規模事業者の事業の発展を支える持続可能な信用補完制度の確立に向けて」(2016. 12. 20)

こうした指摘から信用補完制度について大規模な見直しが提案され、昨年6月に中小企業信用保険法等改正案が可決・成立し、本年4月1日より施行されることとなった。金融危機や東日本大震災といった緊急時対応がほぼ収束した現在、平時における信用保証のあり方が検討されたものである。主な内容は、次の通りである。

⁶ OECDが2015年4月に公表した対日審査報告書において、「寛容な政府保証が再編を遅らせ、生き残れない会社、いわゆる『ゾンビ』企業を温存する」と批判し、「政府保証は限られた期間、若い会社に焦点を当てて行われるべきだ」と指摘している。

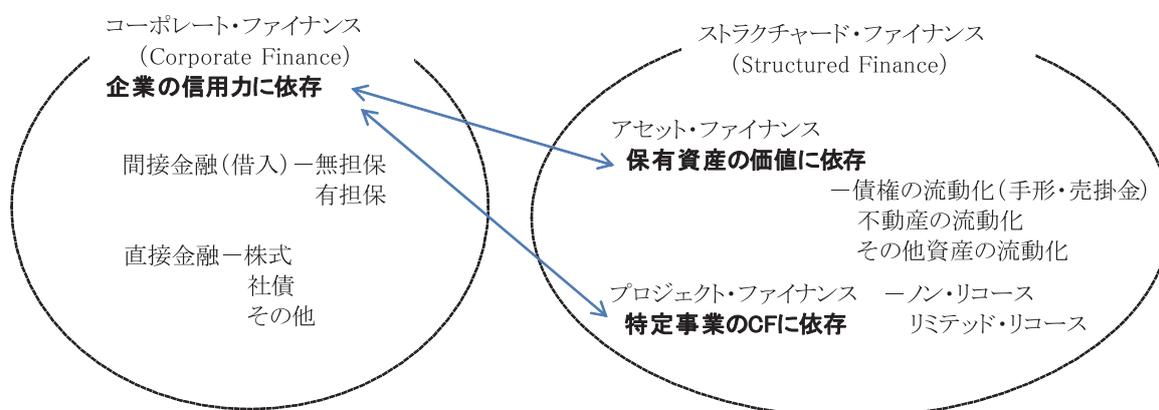
- ① 創業支援の拡充
創業者が手元資金なしで保証割合100%で受けられる融資の限度額を2倍に拡充(1000万円→2000万円)。
- ② 小規模事業者向けの支援拡充
小規模事業者の皆様が保証割合100%で受けられる融資の限度額を拡充(1250万円→2000万円)。
- ③ 事業承継の一層の円滑化
事業承継を受けた経営者の方が、株式の取得等のために個人でも活用できる保証制度を創設。
- ④ 全国規模の危機時への迅速な対応
リーマンショックや東日本大震災のような全国規模の危機時に、通常の一般保証とは「別枠」で、迅速に保証割合100%の融資を受けられる制度を創設。
- ⑤ 一層の経営改善や生産性向上を進めていくための仕組みの整備
 - ・ 信用保証のない「プロパー融資」と信用保証付き融資を経営の実態に応じて適切に組み合わせ、信用保証協会と金融機関が柔軟にリスク分担を行っていくことを前提に、信用保証協会と金融機関の更なる連携を図る。
 - ・ 中小企業の経営改善や事業転換等を一層促すため、業績の悪化している業種を対象とした「セーフティネット保証5号」の保証割合を、100%から80%に変更。

4 中小企業の資金調達の課題

このようにわが国では、手厚い信用保証に依存しがちであったが、改正法案により創業期・小規模等以外の保証は縮小され、プロパー(保証のない)融資へと移行する方向性が示されたところである。企業・金融機関・保証協会が情報共有しながらリスクを分担し、中小企業は資金調達の多様化を進める必要がある。

資金調達は大きめに、企業の信用力に依存するコーポレート・ファイナンスと、所有する資産価値や特定事業のキャッシュフローに依存するストラクチャード・ファイナンスに分類できる(図表8)。

(図表8) 資金調達手法の概念図



中小企業は事業性評価を基にした融資を進めるために過去の財務指標のみならず、事業計画等の今後の経営に関する情報提供を積極化し、金融機関との更なるリレーションシップを重視することに加え、企業の信用力に依存しないストラクチャード・ファイナンスも資金調達の選択肢のひとつとなろう。手形や売掛金などの保有資産を借入の原資としたり、担保として利用していた不動産を

流動化することも視野に入ろう。

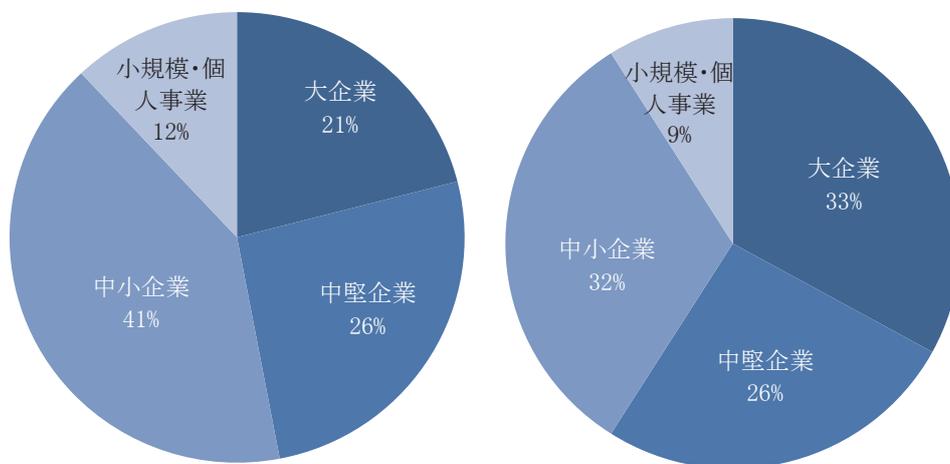
これまでも割引手形や売掛債権は金融機関等を通じて流通してきたが、電子記録債権⁷・でんさいネット⁸の普及(図表9)によりその流動性が高まり、資金調達の円滑化も期待されるところである。特にでんさいネットの企業規模別件数(図表10)では、中小企業(資本金1億円未満)の利用が進んでおり、個人の担保(不動産)や保証に依存せず、資産を有効活用するための環境は整いつつある。

(図表9) 電子債権記録機関指定一覧

機関名称	日本電子債権機構(株) (JEMCO)	SMBC電子債権記録(株)	みずほ電子債権記録(株)	(株)全銀電子債権ネットワーク (でんさいネット)	Tranzax電子債権(株)
出資者	三菱東京UFJ銀行	三井住友銀行	みずほ銀行	全国銀行協会	Tranzax
主なサービス	企業が保有している売掛債権を買い取り、その債権の回収を行うファクタリング・サービスが中心である 債権を電子記録債権化し、必要に応じて買取を実施する			手形代替を前提とした新たな社会インフラである 債権を転々流通させることが可能(「でんさい割引」、「でんさい貸付」等も可)	下請け企業が商品の受注段階で発注書を元に金融機関から融資を受けられるサービス
指定日	2009/6/24	2010/6/30	2010/9/30	2013/1/25	2016/7/7

(出所)金融庁HPより作成

(図表10) 企業規模別 発生記録請求件数(左)と金額(右)の割合

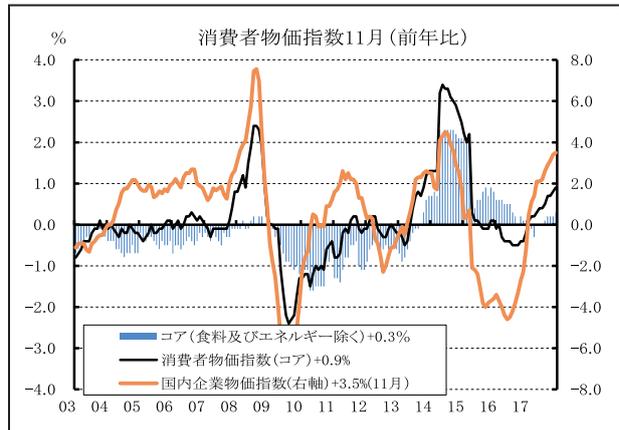
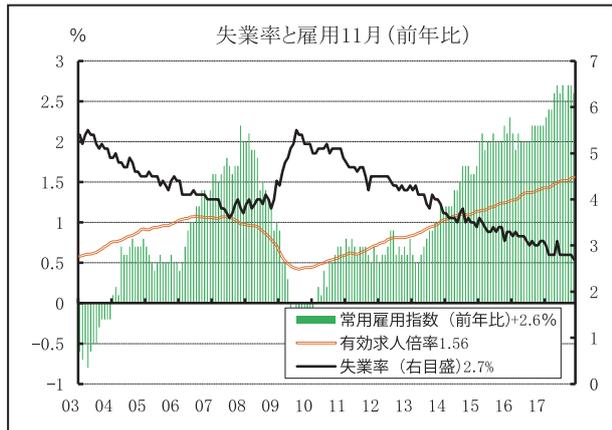
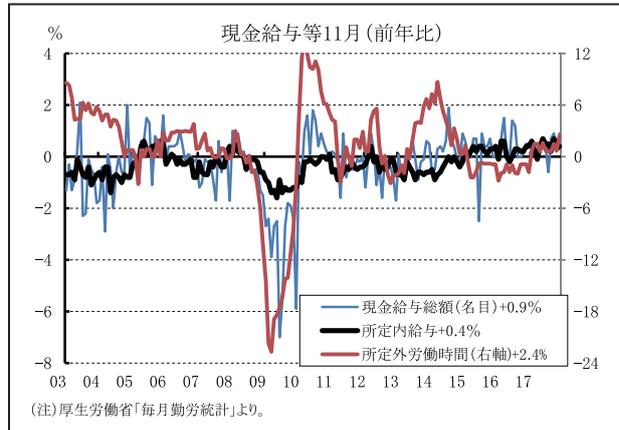
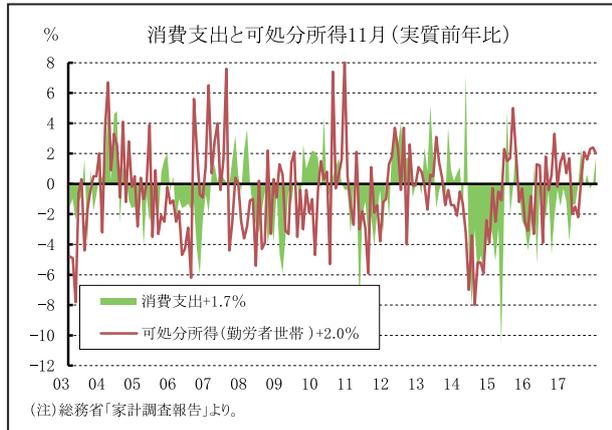
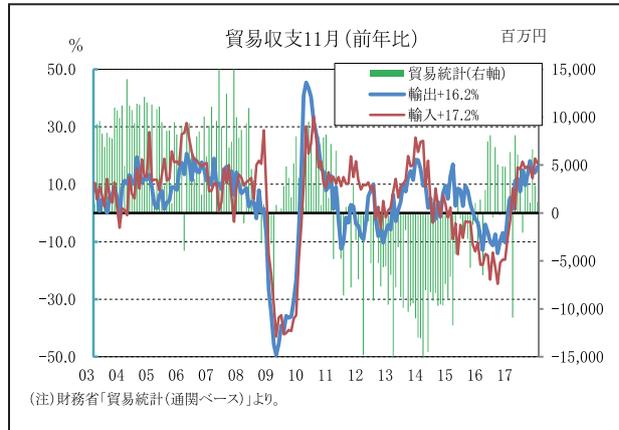
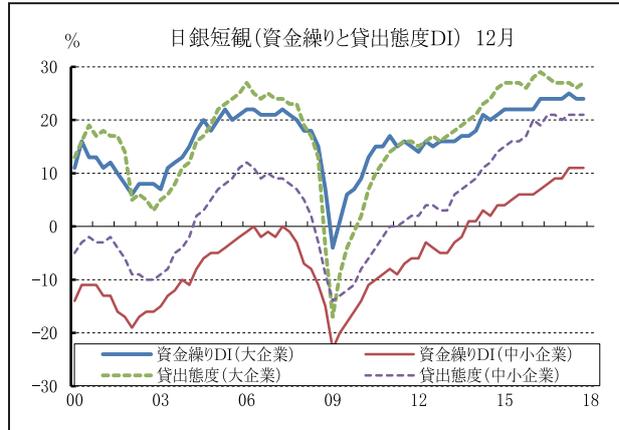
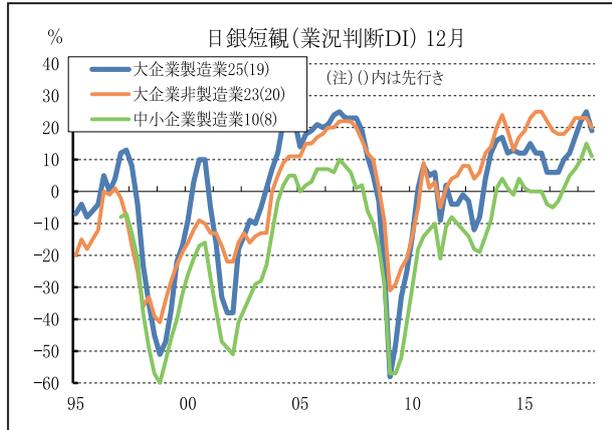


(出所)でんさいネットHP

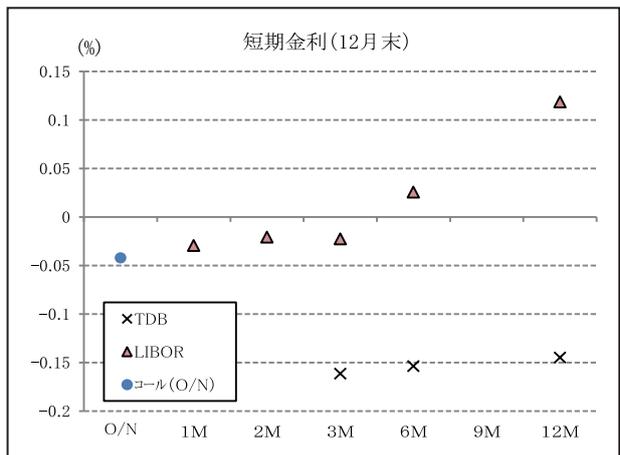
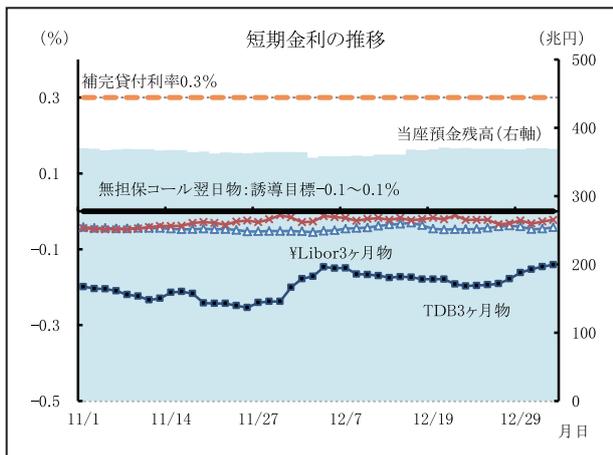
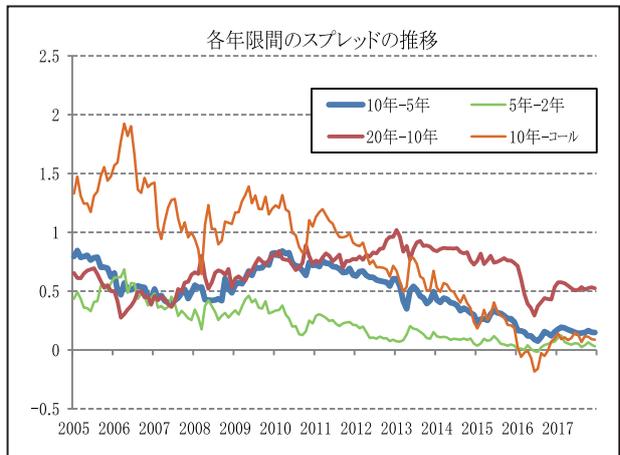
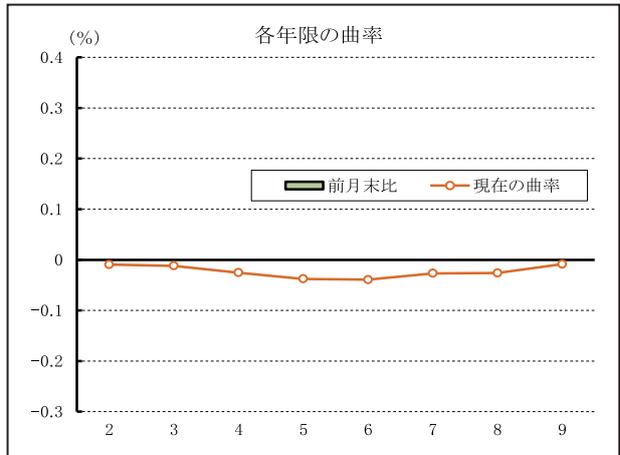
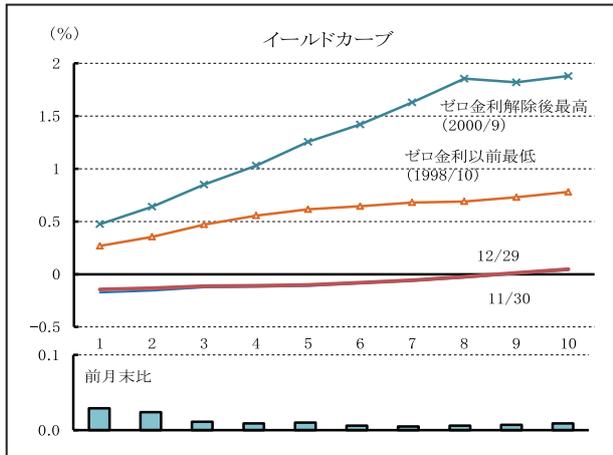
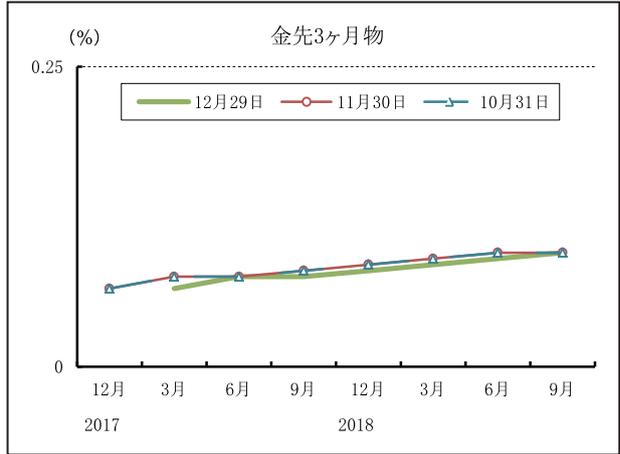
⁷ 「電子記録債権」とは、電子債権記録機関の記録原簿への電子記録をその発生・譲渡等の要件とする、新たな金銭債権である。事業者は企業間取引などで発生した債権の支払に関し電子記録をすることで、安全・簡易・迅速に電子記録債権の発生・譲渡等を行うことができる。電子記録によって権利の内容を定め、取引の安全性・流動性の確保と利用者保護を満たす新たな制度である。

⁸ 全国の金融機関が加入する全国銀行協会が運営する「でんさいネット」が2013年2月に稼働したことで電子債権の普及がすすみ、「でんさいネット」の利用登録数は45万社を超え、11月末までの2017年度の発生記録請求累計額は10兆円超となっている。

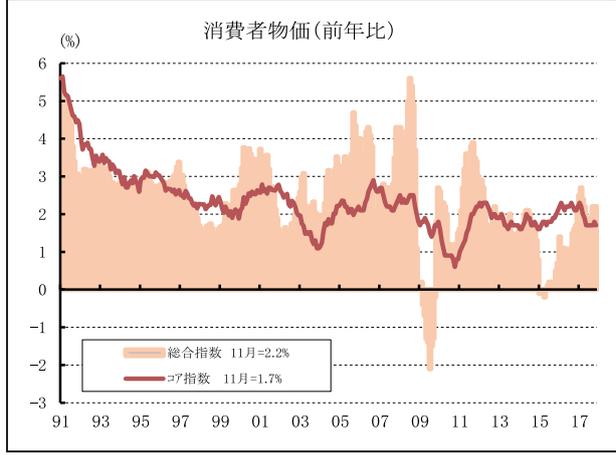
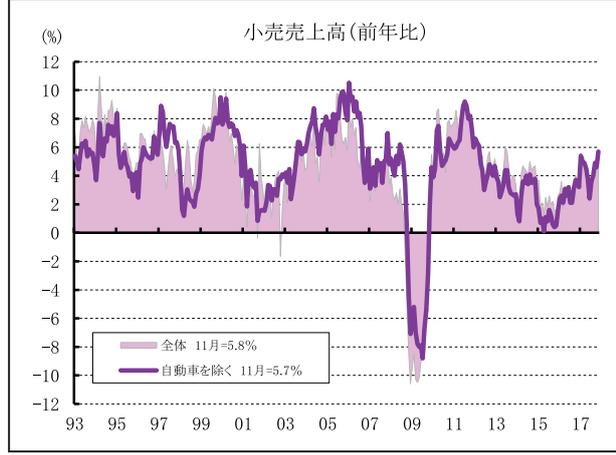
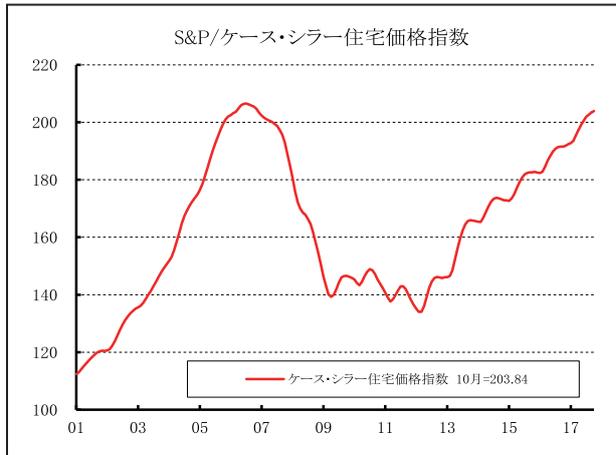
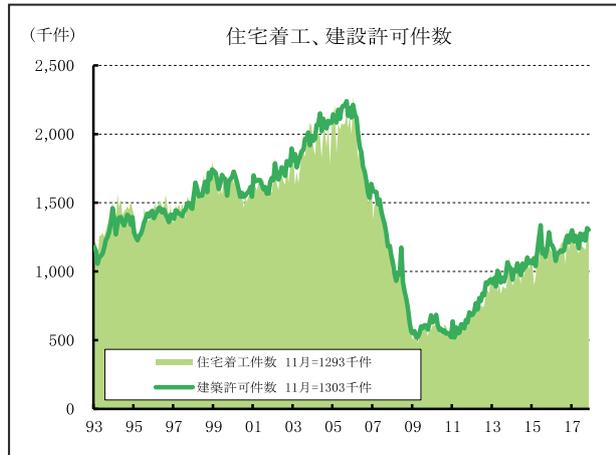
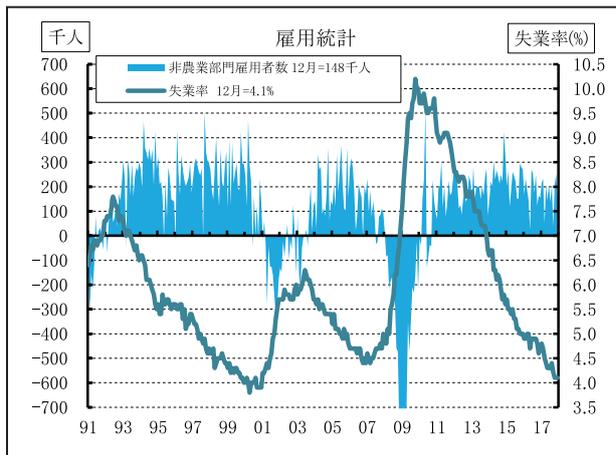
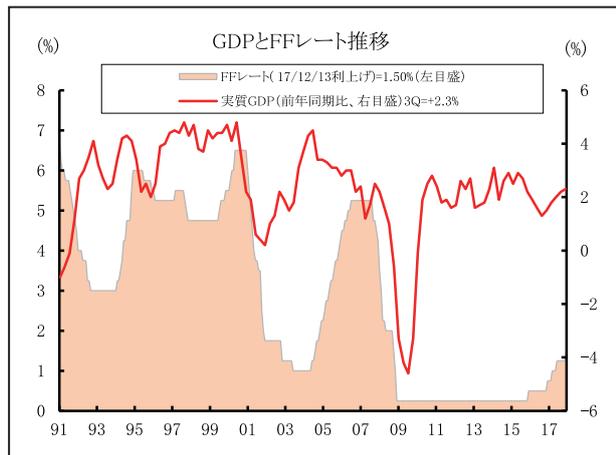
日本 マクロ経済



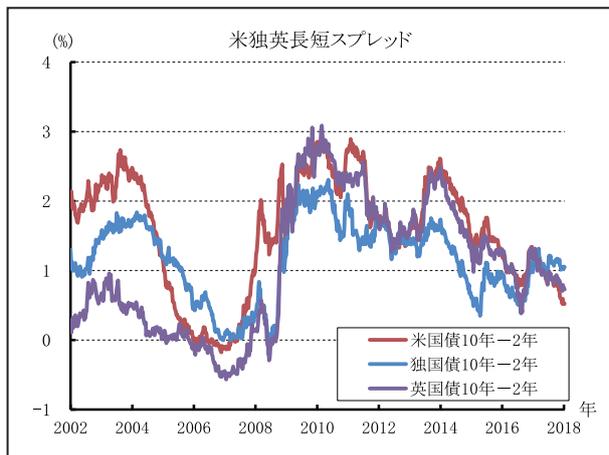
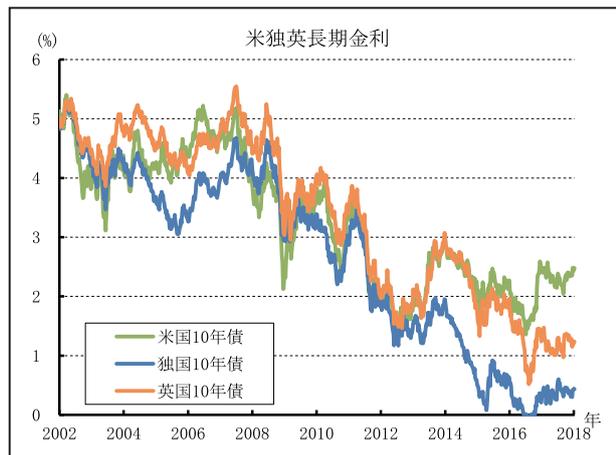
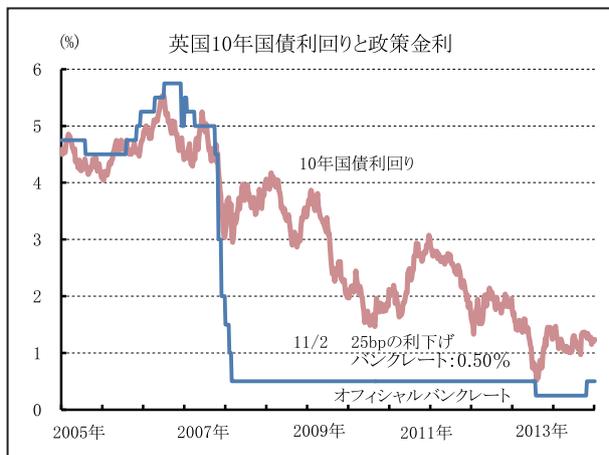
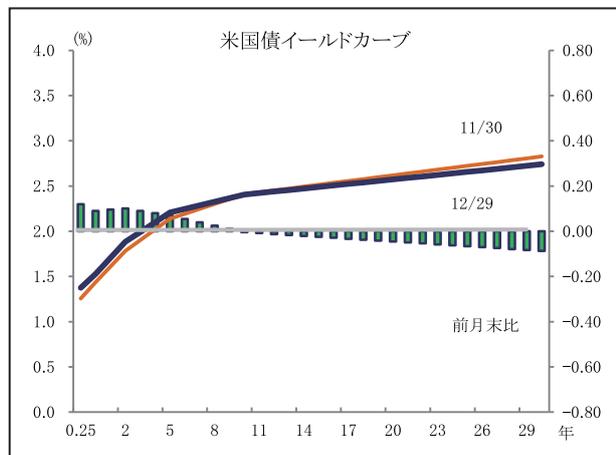
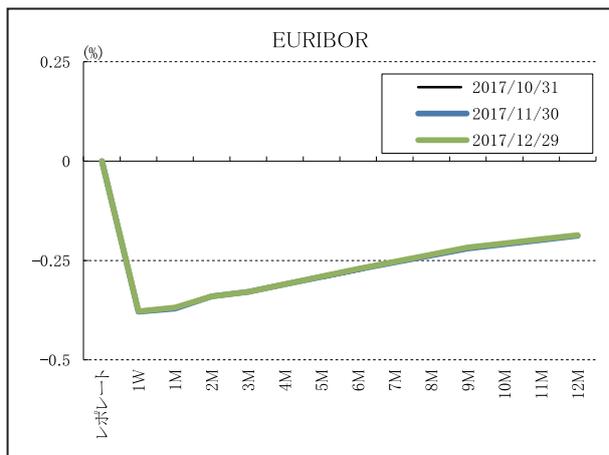
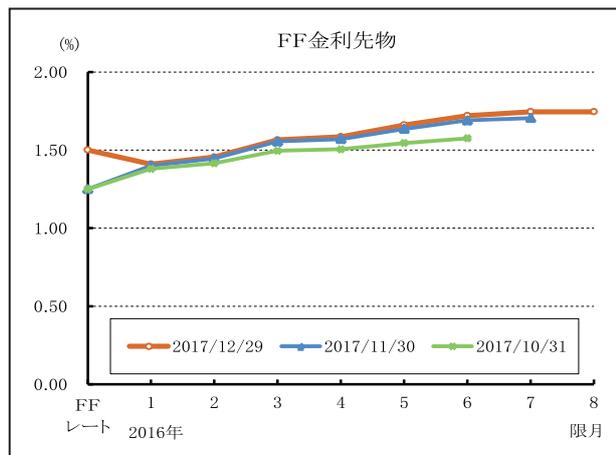
日本 短期・債券市場



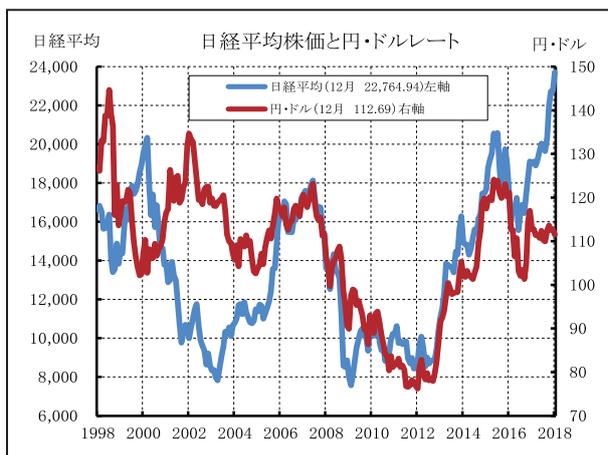
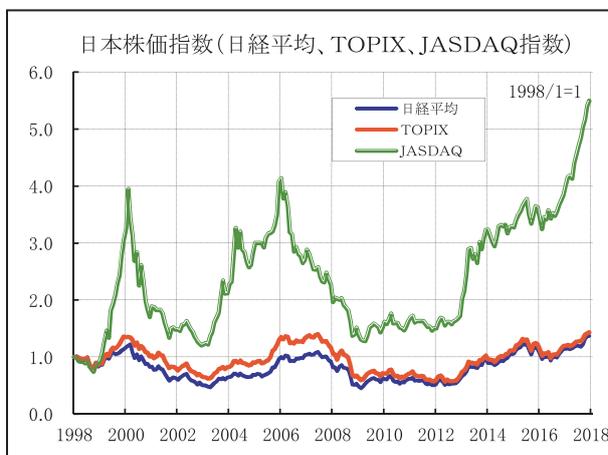
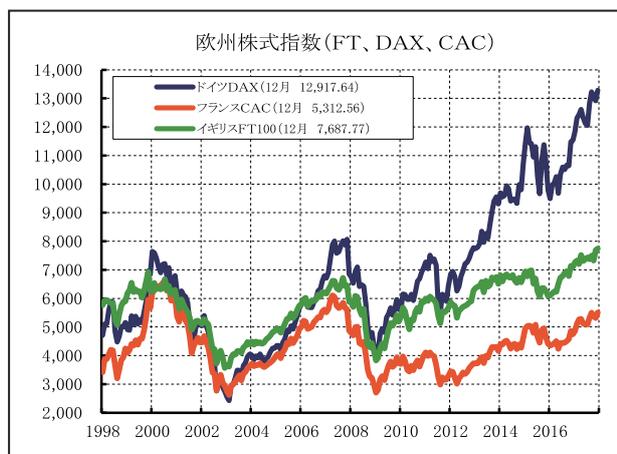
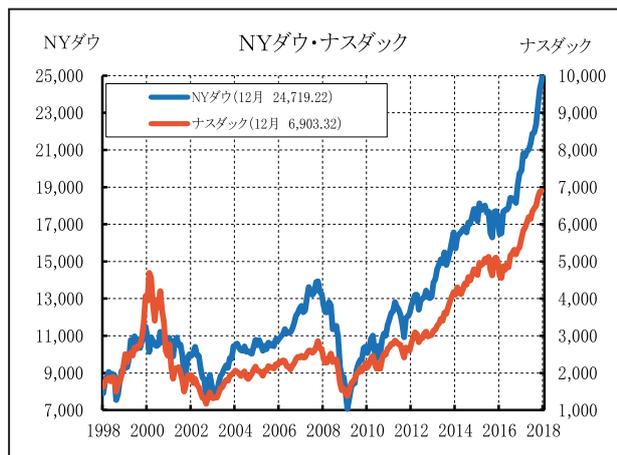
海外 マクロ経済



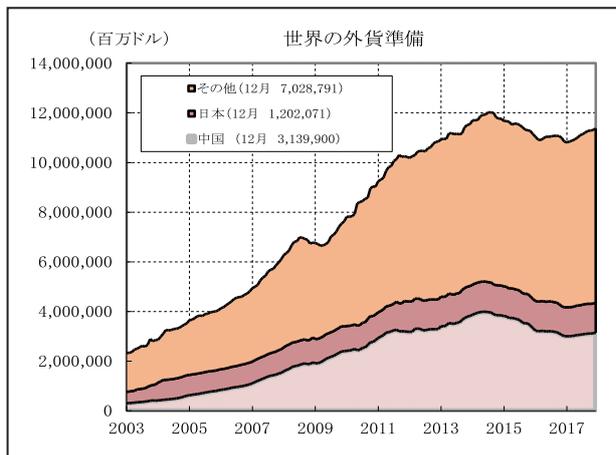
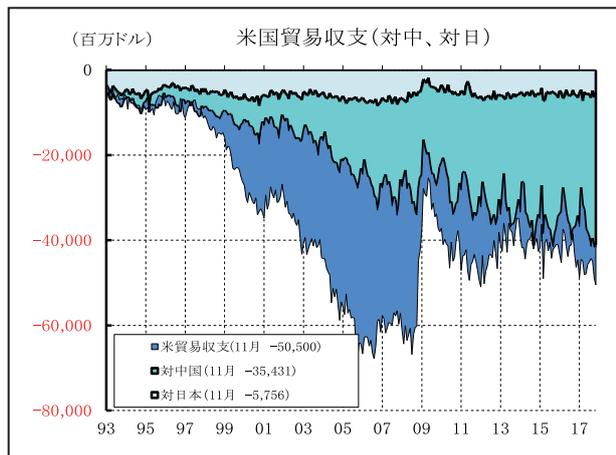
海外 債券市場



株式市場



為替市場

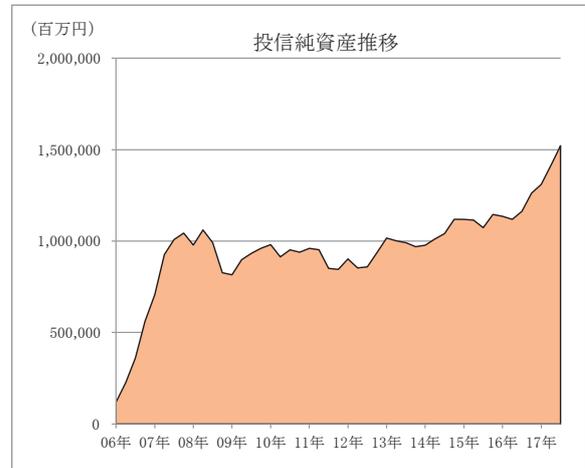
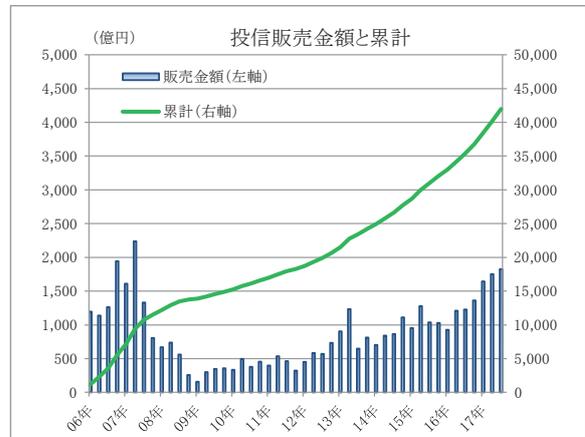


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10-12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1-3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月	-	-	-	-
2018年1-3月	-	-	-	-
2017年度累計	699,000	357,739	-	-
累計	15,339,022	4,199,993	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.1.10)	純資産 (2018.1.10)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.1.10)	純資産 (2018.1.10)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.1.10)	純資産 (2018.1.10)
パ ラ ン ス	JP日米バランス②	50円	10,033	3,709	eMAXIS 先進国株式※①	なし	27,083	37,276	Navioカナダ債券⑫	60円	11,222	241
	JP4資産バランス(安定)⑥	50円	11,205	33,096	eMAXIS 新興国株式※①	なし	17,546	37,409	Navioトルコ債券⑫	600円	6,076	375
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	50円	12,090	35,648	ビクテグローバル株式※②	600円	3,896	621,842	Navio南アフリカ債券⑫	540円	8,657	322
	JP4資産バランス(成長)⑥	50円	13,099	17,846	ビクテグローバル株式※①	なし	16,652	10,826	Navioブラジル債券⑫	360円	8,138	162
	リスク抑制世界8資産⑥	50円	10,169	52,756	IPM北米高配当①	なし	12,308	38	Navioインド債券⑫	600円	11,676	203
	東京海上・円資産②	360円	11,672	363,529	新光世界インフラ株式②	640円	15,520	30	三菱UFJ欧州債券⑫	120円	9,852	980
	東京海上・円資産①	なし	11,025	51,689	グローイング高橋株式②	1500円	11,754	99	同(為替ヘッジなし)⑫	60円	9,052	19
	野村資産設計2015②	120円	11,179	963	マニラインフラ株式※④	なし	10,393	3,194	ビムコグローバル債券⑫	480円	13,266	20
	野村資産設計2020②	10円	11,393	859	グローインググローバル株式②	200円	12,151	26	同(為替ヘッジあり)⑫	480円	8,949	10
	野村資産設計2025②	10円	11,806	894	野村ユーロトップB※②	なし	10,160	8,642	メキシコ債券オープン※⑫	720円	5,981	56,868
	野村資産設計2030②	10円	12,173	797	エマージング好配当①	140円	10,286	12	インドネシア・ルビア債券⑫	480円	9,291	8
	野村資産設計2035②	10円	12,100	533	IPM医療関連株式※④	なし	8,919	66,166	アジアハイイールド債券※⑫	1200円	7,233	501
	野村資産設計2040②	10円	12,164	1,207	ビクテプレミアムファンド※④	890円	13,050	23,406	同(為替ヘッジなし)※⑫	1800円	10,701	998
	野村資産設計2045②	10円	21,799	123	セブン資産形成の達人※④	なし	21,619	57,139	USストラテジックA※⑫	240円	9,085	3,545
	野村資産設計2050②	10円	12,293	164	オーストラリア好配当※②	720円	9,300	38	同(為替ヘッジなし)B※⑫	720円	8,926	19,011
	HSBCワールド(安定)①	105円	10,565	19,813	ニッセイ日本債券※②	120円	9,712	15,510	新興国ハイイールド債券A⑫	360円	6,848	679
	HSBCワールド(安定成長)①	110円	11,022	27,058	eMAXIS 国内債券※①	なし	11,457	14,995	新興国ハイイールド債券B⑫	680円	8,423	558
	HSBCワールド(成長)①	115円	11,828	12,136	eNavioマナーボール②	なし	10,003	4	ビムコハイインカム※⑫	240円	7,580	84,424
	野村6資産(安定)⑥	180円	12,051	45,284	日興五大陸債券②	300円	8,697	62,076	同(為替ヘッジ付き)※⑫	360円	8,452	3,103
	野村6資産(分配)⑥	180円	10,308	121,743	三菱UFJ高金利債券⑫	840円	8,201	80,570	DIAMアジアアジア債券⑫	なし	9,839	197
野村6資産(成長)⑥	180円	13,464	34,864	ダイワ成長国セレクト債券※⑫	420円	5,142	28,619	欧州ハイイールド債券※⑫	720円	9,750	8,309	
スマートファイブ②	480円	10,424	195,873	ダイワ成長国セレクト債券※①	なし	10,340	524	同(為替ヘッジなし)※⑫	960円	12,790	11,006	
スマートファイブ①	なし	12,484	20,171	野村米国ハイイールド⑫	1800円	10,144	26,526	三菱UFJバランス⑫	240円	9,531	2	
セブン・ベンガード①	なし	14,900	158,104	同(為替ヘッジあり)⑫	540円	9,421	3,657	同(為替ヘッジなし)⑫	240円	9,308	3	
日本配当追求株②	10円	9,899	14,775	野村米国ハイイールド①	なし	12,991	1,058	三菱UFJバランス①	なし	10,163	2	
大和インデックス225①	250円	17,497	25,760	同(為替ヘッジあり)①	なし	11,211	284	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,938	2	
SMTAM IPX日経400②	なし	14,925	2,450	エマージング・グローバル⑫	540円	8,242	29,288	MHAM 円②	1040円	10,232	15,250	
GS日本株式※②	530円	12,391	7,676	同(為替ヘッジあり)※⑫	480円	9,264	28,643	DIAM世界リート⑫	600円	4,126	204,340	
日本株式SRI①	なし	10,890	2,924	エマジョ(資産成長)※①	なし	14,681	819	ダイワUS-REIT※⑫	720円	7,429	6,420	
アジアティ日本配当④	410円	12,277	9,390	同(為替ヘッジあり)※⑫	なし	12,215	486	ダイワUS-REIT※⑫	960円	3,433	663,376	
eMAXIS TOPIX※①	なし	24,215	22,813	DWSグローバル公益債券※⑫	480円	9,446	105,358	ダイワUS-REIT(ヘッジあり)※①	なし	13,200	117	
三菱UFJ日本優良株①	1300円	12,609	2,481	同(為替ヘッジなし)※⑫	480円	11,154	19,704	ダイワUS-REIT(ヘッジなし)※①	なし	16,365	2,084	
JPMジャパンプライム①	なし	13,561	85	DWSグローバル公益債券※①	なし	11,052	8,350	eMAXIS 国内リート※①	なし	25,497	11,588	
新光日本小型株①	1000円	18,074	5,959	同(為替ヘッジなし)※⑫	なし	12,510	1,980	eMAXIS 先進国リート※①	なし	26,759	9,469	
生活基盤関連連立①	80円	14,603	3,239	三菱UFJ米高格付債券⑫	120円	9,179	1,023	ニッセイ世界リート※⑫	1440円	7,470	10,127	
世界株配当追求投資②	20円	9,845	2,683	同(為替ヘッジなし)⑫	120円	9,065	638	ニッセイ世界リート※②	なし	14,329	297	
SMTAM NYダウ①	なし	16,591	2,342	高金利先進国債券※⑫	480円	5,609	209,731	アジアリートオープン※⑫	240円	13,839	59	
日興五大陸株式④	450円	11,777	18,052	高金利先進国債券※①	10円	17,230	12,489	フューシズ※⑫	240円	6,407	3,882	
DIAM好配当株式⑫	1560円	12,057	17,157	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13,659	19,295	スタートストリートワールド①	なし	6,631	631	
新光サザンアジア株式②	180円	11,777	3,369	eMAXIS 新興国債券※①	なし	13,733	6,328	ビムコハイインカムローン※⑫	360円	8,977	2,178	
米国成長株オープン①	820円	10,796	830	Navioオーストラリア債券⑫	180円	11,485	289	同(為替ヘッジなし)※⑫	960円	8,939	12,398	
合計												4,006,597

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

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

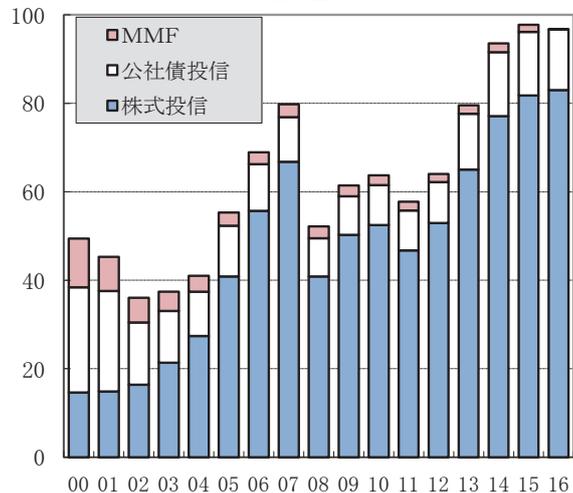
タイプ	株式投信								公社債投信					証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型		計		
		毎月決算型	ファンドオブ プランス	インデッ クス	ETF	特殊型	追加型計			うちMRF	うちMMF			
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
6月	10,739	329,155	247,224	330,003	248,488	10,153	869,734	880,473	101	133,576	125,722	0	133,678	1,014,152
7月	10,222	326,979	249,654	332,223	250,140	10,326	875,207	886,018	101	134,258	126,447	0	134,359	1,020,378
8月	9,809	321,073	250,374	341,373	258,386	10,604	885,558	895,367	100	130,852	123,104	0	130,951	1,026,319
9月	9,389	320,162	249,654	358,710	275,074	10,533	911,703	921,093	98	131,129	122,842	0	131,227	1,052,320
10月	9,147	314,241	250,374	372,445	287,924	10,254	929,294	938,441	98	139,398	131,774	0	139,496	1,077,938
11月	8,808	308,351	258,462	385,863	300,056	10,589	945,318	954,126	93	135,467	127,892	0	135,561	1,089,687

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

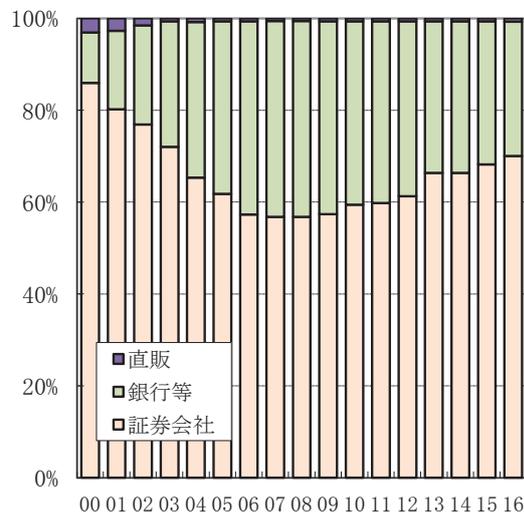
(単位:億円)

販売態	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
6月	727,847	71.8%	278,962	27.5%	7,341	0.7%	1,014,151	100%
7月	732,512	71.0%	280,393	28.3%	7,471	0.7%	1,020,377	100%
8月	737,380	71.8%	281,368	27.4%	7,574	0.7%	1,026,321	100%
9月	760,138	71.0%	284,309	28.3%	7,874	0.7%	1,052,322	100%
10月	785,409	72.9%	284,330	26.4%	8,196	0.8%	1,077,937	100%
11月	796,334	73.1%	284,973	26.2%	8,379	0.8%	1,089,687	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち							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
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定額貯金	特別貯金	その他貯金					
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		6,991		2,595,928	
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		6,899		2,407,711	
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		6,288		2,232,138	
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		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	1,858,388	
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	1,843,497	
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	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	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	1,910,484	
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	1,965,490	
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	1,955,478	
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	1,977,887	

<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	うち 定期性貯金	うち その他貯金	うち 流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金の 前期末増減額	うち その他貯金の 前期末増減額	
2016年12月	1,800,828	12,519	672,533	24,102	1,127,186	▲ 10,997	1,108	▲ 586
2017年3月	1,792,518	▲ 8,310	659,526	▲ 13,007	1,131,380	4,194	1,612	504
6月	1,808,272	15,754	706,307	46,781	1,100,608	▲ 30,772	1,357	▲ 255
9月	1,794,193	▲ 14,079	712,977	6,670	1,080,100	▲ 20,508	1,115	▲ 242

<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	前月末増減額				
		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	定額郵便貯金 残高	定額郵便貯金 の前月末増減額
9月	29,937	▲ 16,162	29,937	2,447	-	-
10月	27,146	▲ 2,791	27,146	▲ 2,791	-	-
11月	25,394	▲ 1,752	25,394	▲ 1,752	-	-
12月	23,264	▲ 2,130	23,264	▲ 2,130	-	-

- (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、定額貯金、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	
2017年8月	0.04	0.08	0.01
9月	0.01	0.01	0.01
10月	0.01	0.06	0.01
11月	0.02	0.06	0.01
12月	0.01	0.05	0.01

- (注)1 「預託金利」は9年以上10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)	債				
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,077
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939
2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842
2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037		0	
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,353,468	2,079,290	1,274,178	0	3,353,468			

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1							8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0					12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1					12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14			13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196			13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537			14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363			16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43			17,025	698
2017年3月	12,760	415	941	16	1,012	▲ 1	20	1	2,403	▲ 100	1,564	40	18,702	371

(注1) RMBSは住宅ローン証券化商品、CLOは法人向けローン証券化商品、その他はクレジット債券等を裏付資産とする証券化商品、CDOは債務担保証券をそれぞれ意味する。
 (注2) 2012年9月以降のRMBSは、国外のRMBSを含む。ただし、米国GSE関連ではない。

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

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

(注1) アウトライヤー比率計測の際の金利ショック幅は、保有期間1年、5年の観測期間で計測される金利変動の1%タイル値と99%タイル値による。
 (注2) VaR計測に用いる内部モデルについては、ヒストリカル法を採用しており、片側99%の信頼水準、保有期間240営業日(1年相当)、観測期間1200日(5年相当)により算出している。

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポージャー額	貸出金・預け金等	機構への担保の提供	有価証券	デリバティブ	その他	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
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	134,826	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,938,262	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596	394,706

(注1) 機構とは(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 一般貸付	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	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得							
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%	-
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,906,558		2,873,248	22.22%	-

(注1) OPRはオペレーショナルリスク相当額を意味する。
 (注2) 2009年3月および2010年3月のリスクアセット等、資産(オン・バランス項目)、オフ・バランス項目、自己資本比率、およびTier1比率の数字は、2011年5月に訂正されている。

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

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



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