ゆうちょ資産研レポート

2019 年 1 月号 隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

	0		参	439	0	- 69		1	9						-	6
		· ·	0	0 0	0	0										
	0															
			6													
9)		ファ	ンダメン	タル・ア	ナリシス	(1)								·· 1
			-	2	019	年日本	経済原	要望-	-問わ	れる	景気	下ふ	いれへ	の対	İ 応力	
No.								野村證刻	券株式会社	経済調査	査部 チー	-フエコノ	ミスト 美	和	卓	
			arm.	ファ	ンダメン	タル・ア	ナリシス	(2)								7
							。 2:振和									,
	*						゠・ [」] パリテーマ	•	-						•	
0)					岡三証券株		-				****		伸康	
-			(3)	_	, .									-	,,,,,,	4.0
- Alle							ック						•••••	•••••		13
			500	ָּעָּ	型境に	自由す	る日銀			– .						
1	- Alle		OTO.						東短リサ-	-チ株式会	社 チー	フエコノ	ミスト 力[藤	出	
B*	AS.	ASSI NO.	dib.	資産	研コーナ	- _		•••••				•••••				19
		Sign dilina	Qu'	11	RRB	3 の国	内基準	≛行へ	への通	通用と	市場	} への)影響			
1	1000	6 6	-			_		, -					研究員 字		恵子	
														•		
1		e •														
SING		(S)	-	ゆう	ちょ関連	データ …							•••••			31

2019.1

※当レポートは弊財団 HP にて全文を公開しております

http://www.yu-cho-f.jp/publication/monthly_report/index.html

ファンダメンタル。アナリシス(1)

2019年日本経済展望ー問われる景気下ぶれへの対応力

野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

【景気拡大基調に陰り】

 $2016 \sim 17$ 年の2年間にわたり継続した景気の堅調な拡大に、陰りが見られはじめている。日本経済の16年度、17年度における実質GDP成長率は、それぞれ前年比 +0.9%、+1.9%であった。これは、現状ゼロ%台後半と推定される日本の潜在成長率を大きく上回るペースである。ところが、18年に入り、実質GDP成長率は、1-3月期、7-9月期と2度にわたり前期比マイナス成長を記録した(それぞれ前期比年率 -1.3%、-2.5%)。

マイナス成長の一因は、悪天候や自然災害にある。18年1-3月期については、西日本、北日本での大雪が、個人消費の落ち込みを通じて経済成長を押し下げた。また、7-9月期は、7月の西日本豪雨、9月の北海道胆振東部地震、台風など一連の自然災害により、個人消費の抑制や、物流網の寸断やインバウンド観光客流入の減少を通じた輸出の落ち込みが生じた。

しかし、18年に入って日本の経済成長ペースが目に見えて鈍化したのは、自然災害などの一時的要因によるものだけではない。グローバルな景気の鈍化傾向を反映した、輸出や生産の基調的な減速が本質的な理由である。

結論を先取りすれば、下記に議論するような背景から、景気の基調的な減速は 2020 年度に向けて継続する可能性が高いと考えられる。18 年度から 20 年度にかけての実質 GDP 成長率は、それぞれ前年比 +0.6%、+0.6%、+0.5%を予想する。

【中国を起点とする景気鈍化とその影響】

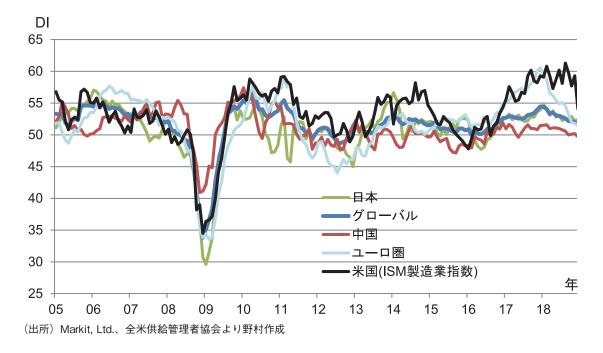
日本経済の成長ペース鈍化の背景となっているグローバルな景気減速傾向は、中国に端を発していると考えられる(図表 1)。17 年までの中国経済は、1)国内景気テコ入れに向けた旺盛なインフラ投資需要を中心とする政策の下支え、2)スマートフォンを中心とする電子機器生産の循環的拡大、に支えられて拡大を続けてきた。ところが、17 年 10 月の中国共産党全国大会を転機に、中国政府は従来から課題とされてきた非効率な企業・産業の構造調整や地方政府や一部企業に累積した過剰債務の整理に向け舵を切りはじめた。また、電子機器生産の循環も、前向きな在庫積み上げから意図せざる在庫の積み上がり局面に入りはじめ、生産活動の鈍化が生じた。

中国を起点とするグローバルな需要鈍化は、既に、日本の実質輸出拡大ペースを鈍らせ、国内の製造業活動の減速をもたらしている。その背景となっている、在庫循環の変調については、国内製造業の出荷 = 在庫バランスの動向からも明確に確認されはじめている。特に、電子部品・デバイス工業においては、このところ、急激な在庫の積み上がりが生じ、生産調整がはじまっていることを示唆している。

【米中貿易戦争がもたらす下ぶれリスク】

中国を起点とするグローバル景気の動向が日本に与える影響を考える場合、無視しえないのが、米中貿易戦争、すなわち米トランプ政権の対中強硬的な通商政策の影響である。

米国が発動した 2,500 億ドル分の対中輸入に関する制裁関税とそれに対する中国側の報復関税が、両国間の貿易縮小を通じて日本経済に及ぼす影響は、皆無ではないものの甚大と言えるほどのレベルには至らないと考えている。



図表 1 主要国・地域の製造業PMI (購買担当者指数)

18年11月のG20(主要20ヶ国首脳会談)に併せて行われた米中首脳会談において、米国側が中国からの輸入に対し予定していた関税率引き上げを3ヶ月間猶予することで同意した点も、差し当たり、米中貿易戦争激化への懸念を後退させるものと評価されている。

しかし、「中国製造 2025」の掛け声の下で中国が国家を挙げて推進している産業競争力の向上、ハイテク分野での世界シェア拡大への取り組みを、米国が脅威と受け止め、戦略的な封じ込めを図ろうとしているとの見方が次第に有力視されはじめている。18 年 10 月 4 日、米ハドソン研究所で行われたペンス副大統領の演説は、対中強硬姿勢が単にトランプ大統領の個人的判断に基づくものではなく、米国政府一丸となった戦略的取組であることを強く示唆したと受け止められている。同演説において、ペンス副大統領が強調していたのが、「中国製造 2025」を通じて、中国がハイテク製造業における圧倒的な世界シェア獲得を目指している実態と、それに向けて米国の知的財産権侵害も辞さない行動をとってきた点に対する批判であった。

米国の対中封じ込め戦略が継続、奏功した場合、中国国内における投資活動、特にハイテク製造業の設備投資は大幅に縮小・停滞する可能性が生じる。16年以降の景気拡大の下、日本のハイテク製品製造装置メーカーの生産、輸出が大幅な拡大を続けていた背景には、中国の国家的な産業高度化戦略があった可能性が高い(図表 2)。だとすれば、中国封じ込めを真の狙いとする米中貿易戦争の悪影響は、日本企業のハイテク製造装置に対する需要急落を通じて直接的に日本経済に及ぶ可能性を有することになるだろう。



図表 2 日本の電子部品及び同製造装置製造業の生産動向

【国内企業設備投資は構造的に底堅さを維持】

景気減速感が生じる下、日銀短観設備投資計画などのサーベイに現れる国内企業の設備投資意欲が極めて底堅いことが注目されている。景気が減速に向かう中で、企業が強気の設備投資を継続した場合、設備ストックの過剰を招き、事後的に大きな調整を余儀なくされるのではないか、との危惧も浮上している。例えば、元日本銀行理事の早川英男氏は、18年10月16日のブルームバーグインタビューにおいて、企業の設備投資計画が「近年まれに見る強さ」であることを指摘し、景気後退期直前の強い設備投資は過剰設備となり失敗することはほぼ間違いないと警鐘を鳴らしている。

資本ストック循環の面からは設備投資がいつ減少してもおかしくないにもかかわらず、今後もある程度の伸びが続くためには、企業の期待成長率が上昇するか、資本係数(資本ストック/GDP)変化率が上昇するかどちらかが必要となる。内閣府の企業行動に関するアンケート調査によれば、企業の期待成長率は近年ほとんど上昇していない。

野村では、人手不足に対応するための省力化・合理化投資や地方から都市部への人口流入を背景とした建設投資の活発化が、資本係数の持続的かつ構造的な上昇を実現させていると判断している。こうした状況が生じているのであれば、期待成長率の上方シフトが実現せず、また、設備ストックの積み上がりが発生しても、設備投資の調整は起きにくいと考えることが可能である。

景気は循環的に減速方向であり、特に設備投資に対して一定の先行性を有する実質輸出が減速基調であるため、実質設備投資についても全体的な伸び率低下は免れないだろう。しかし、旺盛な省力化・合理化投資や建設投資需要を背景に、国内企業設備投資は一定の底堅さを維持していくと予想する。

【空前の人手不足を背景に雇用調整は回避、されど賃金加速は空振り】

景気循環が減速に向かう際、一般的には、国内での雇用調整圧力が増大し、労働需給は緩和に向かう傾向がある。しかし、日本の人口動態を踏まえた場合、少子高齢化や人口減少に伴う構造的な労働需給逼迫の影響が、循環的な需給緩和要因を凌駕する可能性が高い。むしろ問題となるのは、従来観察された、労働需給逼迫が賃金上昇率の加速に結びつき難い傾向が、今後変化しはじめるかどうかであろう。

労働需給逼迫を受け、既にパートタイム労働者の時給には加速感が生じている。一方、正規雇用者の所定内給与の拡大ペースは引き続き抑制されており、これが全体として賃金に加速感が生じないネックになっている。野村では、終身雇用や年功序列などの日本的な労働制度・慣行を背景とした正規雇用者の労働市場の流動性の低さが、賃金上昇率の加速を阻害している主因であるとみている。

幸い、労働需給の逼迫が継続すれば、堅調な雇用者数の増加に支えられ、マクロ的な雇用者所得は堅調に拡大していくとみられる。しかし、野村では、正規雇用者を中心とする一人当たり賃金・所得の中長期的な拡大期待が欠けている点が、マクロ的な雇用所得の増加に対し、消費の伸びが鈍い動きを続ける背景になっているとみている(図表 3)。

近年の消費低迷の一因には、現役世代、なかでも、女性就労の拡大により世帯収入を増加させたことが推測される共働き世帯の消費性向低下が挙げられる。人手不足を背景に雇用機会獲得と世帯収入増の恩恵に浴した世帯ほど、消費を抑制している傾向は、何とも皮肉な結果と言わざるを得ないだろう。いわゆる、所得から消費への好循環の加速は、引き続き実現が難しい状態が続くと考えられる。

脆弱な消費需要動向の継続が想定される下で、19年10月に予定される消費税率の引き上げを実施することは本来、議論が分かれる論点であろう。実際には、食料品等への軽減税率の適用、教育無償化を含め、さまざまな増税に伴う需要減対策が講じられる流れとなっており、消費税率引き上げそのものによる個人消費や景気全体への押し下げ効果は、極めて限定的なものに留まると予想される。こうした点から、野村では、先述の成長率見通しを作成する上で、消費増税は予定通り実施されることを前提としている。



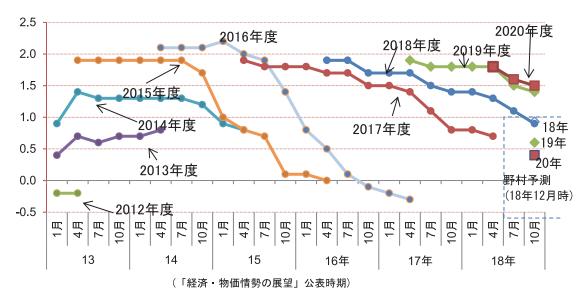
図表 3 家計の名目可処分所得と消費支出

【インフレ率の基調は減速方向】

日本銀行をはじめ、民間エコノミストの一部にも、循環的な景気減速下にあっても、これまでの 需給ギャップ改善の効果や、雇用、所得、消費を巡る好循環が遅れて顕在化することにより、イン フレ率の基調が改善方向に向かうとの見方は根強く残っている。

しかし、前述のような基調的な賃金上昇率の鈍さ、消費需要の弱さは、日本のインフレ率の基調を引き続き弱いものに留める可能性が高い。消費需要に基調的な脆弱性が残存する下で、国内企業は、人件費、原材料費等のコスト増加を製品・サービスの販売価格に転嫁しきれない事態に直面していると考えられるからである。

野村では、循環的な景気減速と需給ギャップ改善ペースの鈍化に連動して、コア消費者物価上昇率の基調は、減速方向に向かうと予想している。18~20年度のコア消費者物価上昇率(消費増税の影響を除く)の予測値は、それぞれ前年比で+0.9%、+0.6%、+0.4%である(図表 4)。



図表 4 日銀「経済・物価情勢の展望」における物価中央見通しの推移と野村予測の比較

(注) 消費増税の影響を除くコア(生鮮食品を除く総合)消費者物価上昇率の見通し

(出所) 日本銀行資料より野村作成

なお、この予測値は、1) 幼児教育無償化の影響、2) 携帯電話移動通信料値下げの影響、を織り込んでいないものである。1) については、支払免除方式となるのか、事後的な還元方式となるのかについて制度設計が不明であること、2) については、どのような料金プランの下で値下げが実現するのか、また、それが消費者物価指数の移動通信料系列の計算に採用されるかどうかが不透明であること、を背景として、どの程度の物価押し下げ要因となるのかが現時点では不確実である。仮に、両者がフルに物価押し下げに寄与する場合、その押し下げ幅は、コア消費者物価上昇率に対し約1.5%に上る可能性もある。一時的とは言え、コアインフレ率がマイナスに転じる可能性も否定できないことになる。

【日銀金融緩和策は長期化へ】

以上のような物価見通しを前提とした場合、日本銀行による「長短金利操作付き量的質的金融緩和」 も長期化を余儀なくされる可能性が高い。

市場の一部では、金融緩和長期化による市場金利水準の低迷、国債利回り曲線の平坦化による副作用を意識し、日銀が金融政策正常化の可能性を模索しはじめているとの見方が根強い。ここで意識されている副作用は、特に、低金利長期化や利回り曲線平坦化による金融機関の利ざや圧迫と収益率の低下である。

18年7月31日に決定された「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」の一環として、10年国債金利ゼロ%の誘導目標に対し金利が「上下にある程度変動し得る」よう柔軟化したことで、長期、超長期債利回りの水準が一時やや上昇し、利回り曲線の平坦化が修正されたもの事実である。

「枠組み強化」では同時に、「経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」とした、政策金利の「フォワードガイダンス」も導入されている。雨宮日銀副総裁の説明(18年8月2日記者会見)によれば、このフォワードガイダンスは、特定の時期を念頭に置いた「カレンダーベース」ではなく、「データディペンデント」、すなわち、経済・物価のデータ次第で柔軟に運用されるものとなっている。逆に言えば、このような位置づけでフォワードガイダンスを導入した日銀の真意は、ひとたび経済・物価を巡る環境が好転すれば、まず長期金利誘導目標の引き上げを通じて市場金利の高め誘導に動けるというものであった可能性が高い。この点は、緩和長期化の副作用を意識し、日銀が金融政策正常化の可能性を探っているとの見方と整合的であろう。

しかし、データ次第であればこそ、インフレ率の基調が野村見通し通り減速に向かっていく場合、フォワードガイダンスは長期間にわたり現状の長短金利誘導目標を拘束することにならざるを得ない。日銀の隠れた意図に反し、金融政策正常化への歩みは当分の間頓挫を余儀なくされる可能性が高いと考えられる。

【経済の下ぶれリスクへの対応は、財政政策にシフト】

現状の日銀金融政策は、正常化に向けての足掛かりが見出しにくいだけではない。経済・物価の下ぶれ、金融市場の不安定化など、下方リスクに対応して追加金融緩和を実施しようにも手段がほぼ尽きているという問題を抱えている。逆に、経済の下ぶれリスクに対する対応力が限られていることに対し、日銀が危機感を有しているがゆえに、政策正常化が開始されるのではないかとの思惑が市場において絶えることがないとも言える。

現実には日銀金融緩和が長期化する可能性が高い下で、仮にこのようなリスクが顕在化した場合、政策的には否応なしに財政面での対応に依存せざるを得ない。消費増税に対し、増税による増収分に匹敵するほどの反動減対策が俎上にのぼっているのは、その予兆と言えるかもしれない。18年夏場に頻発した自然災害は、もともと東日本大震災や公共インフラの老朽化等を受けて高まっていた「国土強靭化」の掛け声とともに、公共投資拡大を正当化する根拠となる可能性がある。何より、安倍首相が18年10月15日の臨時閣議において実施表明した消費増税も、最終的に延期となる可能性が完全には排除されていないと考えるべきであろう。

日本経済展望:振れを伴いながらも景気拡大は続く -今年のテーマは円高と景気後退への備えー

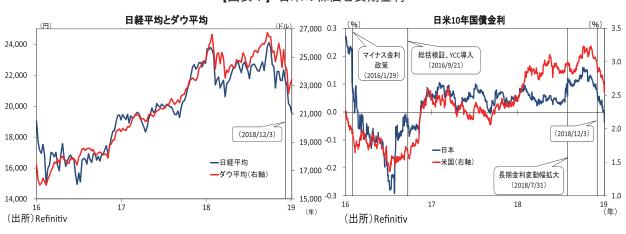
岡三証券株式会社 グローバル金融調査部 チーフエコノミスト 愛宕 伸康

1. はじめに一当てが外れた昨年末にかけての相場展開一

昨年1月号の「18年マクロ経済の焦点は設備投資と YCC 微調整」と題する拙稿で予想した通り、日本銀行は昨年7月に10年金利の変動幅を拡大させるという政策調整を行った。その声明文のタイトルは「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」であり、低下した市場機能を改善させ、異次元緩和の持続性を高めることが狙いとされた。しかし、実際にはマイナス金利の長期化によって金融機関の体力が落ち、金融仲介機能へ悪影響が及ぶことへの配慮があったことは間違いない。その意味では、イールドカーブをゆっくり上方にシフトさせたいというのが日銀の本音であったろうと思われる。

しかし、昨年末にかけて日銀の思惑は完全に外れることになる。株価と長期金利が予想外に急落したのだ(図表 1)。10月2日に24,270円の高値を付けた日経平均株価はその後下落に転じ、12月中旬になって下げ足を速めたかと思えば、下旬にかけて一気に節目の2万円を割り込んだ。この株価急落に呼応するかたちで長期金利も急低下し、10月上旬には0.15%を超えていた10年国債の利回りは12月28日に-0.01%となり、2017年9月11日以来のマイナス金利に逆戻りしてしまった。

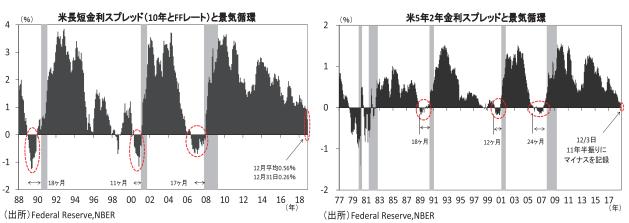
こうした急落商状の引き金を引いたのは米国株である。10月以降2万5千ドルを挟んで揉み合っていた米ダウ工業株30種平均は12月に入り急落。12月3日から24日までの短期間で15%を超える大幅調整となった。米国の景気後退入りの可能性が意識されたことがその背景だが、足元の実体経済指標や堅調な企業収益を踏まえれば明らかに行き過ぎだ。本稿では今年の日本経済の見通しやリスクを述べる前に、次節でこの点から議論を始めるが、重要な点は、現に市場が景気後退を意識し始めたことである。市場は今後もそれを巡って一喜一憂することになるだろう。当然、政策当局もその対応が今年のテーマになる。



【図表1】日米の株価と長期金利

2. 市場は米国の景気後退を意識し始めた-2020年が怪しい?-

前述した通り、12月に起きた米国株価急落の背景は景気後退懸念の高まりだ。米国では、短期金利が長期金利を逆転すると景気後退確率が高まると言われているが、実際、10年金利と短期金利の代表的指標である FF レートとのスプレッドを見ると(図表 2 左図)、景気後退期(図中シャドーの部分)の直前にマイナスとなっている。これを「金利のシグナリング機能」と呼ぶが、1985年以降に起きた3回の景気後退では、長短金利スプレッドがマイナスに転じた後、平均して15ヶ月後に米国経済は景気後退となっている。



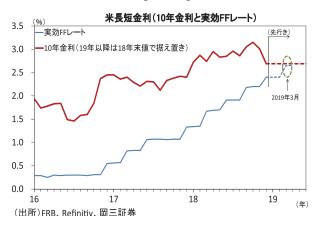
【図表2】米国の長短金利スプレッドと景気後退

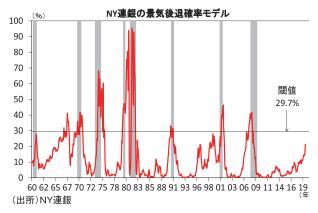
実は、米国株価の急落が始まった昨年 12 月 3 日、米国では 2 年金利が 5 年金利を 11 年半振りに上回り、市場で景気後退懸念が一気に強まった。確かに、図表 2 右図で示す通り、5 年金利と 2 年金利のスプレッドも景気後退の前にマイナスとなっている。しかし、それがマイナスになっても、景気後退が来るまで平均 18 ヶ月(07 年 12 月からの景気後退では 24 ヶ月)かかる。本当にそんな先の話を市場は織り込み始めたのだろうか。

ちなみに、現在、10年金利は2.7%程度、短期金利であるFFレートは2.4%なので、長短スプレッドは0.3%程度である。仮にこのまま10年金利が推移し、FRBが3月に0.25%の利上げを実施したとすれば、その時点で長短金利はかなり近接する(図表3左図)。もし逆転したとしても、景気後退になるのはその15ヵ月後、つまり20年半ばということになる。5年と2年の金利スプレッドがマイナスになった昨年12月から18ヵ月後と同じ時期だ。

また、ニューヨーク連銀では長短金利を利用して景気後退確率を算定しているが(図表3右図)、それを見ると現在の景気後退確率は21%で、景気後退に陥るとされる閾値(29.7%)をまだ下回っている。仮にFRBが今年3月と6月に利上げを実施したとして先行きを延長すると、20年前半に景気後退入りという結果になる。筆者が昨年11月上旬に米国出張した際も「景気後退は早ければ2020年」という声が多く聞かれたが、最近ではパウエルFRB議長が当面利上げを見送る発言をしている。長短金利差という観点だけから見れば、景気後退入りはもっと先になる可能性もある。

【図表3】米国の長短金利とニューヨーク連銀の景気後退確率

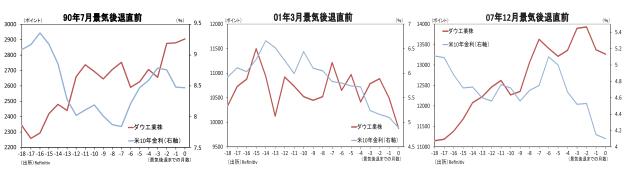




3. いま景気後退を織り込むのは行き過ぎー今後揺り戻しが起きる可能性ー

しかしながら、現に市場は 5 年 -2 年の金利スプレッドに即座に反応した。実はこの背景には、商品投資顧問(CTA)など投機筋のアルゴリズム投資があったと、筆者は睨んでいる。アルゴリズム投資とは、あらかじめキーワードをプログラムに埋め込んでおき、要人発言やニュースの見出し、中央銀行の公表文の中のそのキーワードに即座に反応して売買をしかける取引のことだ。キーワードにヒットした瞬間に反応するため、そこに時間軸の入り込む余地はない。つまり、アルゴリズム投資にとっては 5 年 -2 年の金利スプレッドがマイナスになったこと自体が重要なのであり、景気後退まで 18 ヶ月といったタイムラグなど関係ないのである。これが 12 月 3 日の株価下落の裏にあったとすれば合点がいく。

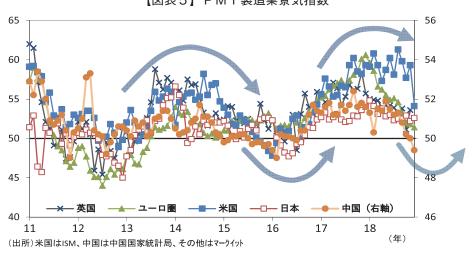
こうした投資手法は株価と実体経済指標との乖離を大きくさせるという弊害を生む。米国の実体経済指標は景気後退を示唆するほど悪化していないし、企業収益も堅調だ。どんなに控えめに見積もっても、米国経済は今年7月に景気拡大の過去最長期間である120ヶ月を更新するだろう。明らかに昨年末にかけての市場の動きは行き過ぎであり、この先米国経済が景気後退になるまで、株価と長期金利が下がり続けるということはあり得ない。実際、今年に入って米国の株価と長期金利には揺り戻しが起きているし、当然のことだが、過去の景気後退においても、18ヶ月も前から株価と長期金利が一方的に下がり続けるということにはなっていない(図表 4)。



【図表4】景気後退の18ヶ月前からの株価と長期金利(米国)

4. 今年 1-3 月の経済指標が重要 - 意外と多い 3 年前との共通点 -

金利のシグナリングから離れて、実際に米国を含むグローバル経済に景気後退が近付いているのかどうかを考える上では、今年 1-3 月期の経済指標の出来が極めて重要だ。昨年 1 月の拙稿でも議論したが、各国・地域の PMI 製造業景気指数を並べてみると(図表 5)、二つの大きな特徴点が見出せる。まず、各国・地域の指数が連動している点。貿易がその背景にあり、基本的に特定の国だけが別の動きをするというディカップリングは発生しない(発生したとしても長続きはしない)。二つ目は3年周期の循環を描いている点。直近では16年初から19年初の循環が見て取れ、現在はその終盤に当たる。つまり製造業は今、16年初と同じような厳しい局面を迎えているのである。逆に19年1-3月期を乗り切れば、PMI は再び回復していくということでもあり、そうなれば3年後の22年まで景気後退は来ないというシナリオも成立し得る。



【図表5】 PMI製造業景気指数

こうした3年周期の循環は意外と馬鹿にならない。例えば、現在起きている中国景気の鈍化、ITサイクルの悪化、原油価格の下落、円高、政治情勢の不安定化などは16年初にも起きていた。政策面でもそうだ。まずFRB。パウエル議長は1月4日の講演で、「市場は世界景気を不安視しており、金融政策を柔軟に見直す用意がある」と述べるなど、荒れる市場に配慮する姿勢を示し始めた。現在、市場は「当面利上げはなくなった」と見ているが、3年前も15年12月に最初の利上げを実施したFRBは、16年12月まで利上げを停止している。中国も然り。預金準備率の引き下げ(18年中3回)、中小企業向け貸し出し金利の引き下げ、所得減税、法人税減税、教育費や住宅ローンに対する特別控除の拡大などすでに様々な対策を打っているが、15年から16年にかけても預金準備率の引き下げ、貸出金利の引き下げ、インフラ投資、不動産購入の法人税控除拡大などを実施している。

これらは単なるアノマリーだろうか。もしこれらが共通の景気局面が生み出す必然だとすれば、 グローバル景気が1-3月期に底を打つ蓋然性はそれなりに高いようにも思われる。いずれにせよ、経 済指標の帰趨を冷静に見極めることが重要だ。

5. 日本経済の見通し:日本経済は振れを伴いつつも緩やかな拡大を続けるだろう

これまでの議論を踏まえ、日本経済に影響の大きい米中経済のメインシナリオを想定すると次の通りである。まず19年の米国経済は、成長率の高かった18年に比べれば減速するものの(足元の株価調整に伴う「逆資産効果」もある)、2%程度と見られる潜在成長率並みの成長は確保される。その結果、7月には120ヶ月という景気拡大の最長記録を更新するが、20年後半にかけて潜在成長率を下回るレベルまで成長率は鈍化していく。ただし、FRBによる今年前半の利上げ見送りもあって、20年中の景気後退入りは避けられる。一方、中国については、20年にかけて実質GDP成長率が6%近辺まで減速していくだろう。

こうした前提の下、今年1月に景気拡大の戦後最長期間(これまでの戦後最長の景気拡大は2002年1月から08年2月まで続いた73ヶ月)を更新したとみられる日本経済は、振れを伴いつつも緩やかな景気拡大を続けるだろう。実質 GDP 成長率は(図表 6)、消費税率引き上げ(10月)と東京オリンピック・パラリンピック(オリンピックは7月22日~8月9日、パラリンピックは8月25日~9月6日)の影響から、四半期ベースでは比較的大きな振幅が発生するが、年度で見れば潜在成長率並みの成長率を維持する可能性が高い。

【図表6】日本経済の見通し

【メインシナリオ(詳細)】

			年	度	
		2017	2018	2019	2020
実質GDP	前年比、%	1.9	0.7	0.9	0.7
民間最終消費支出	前年比、%	1.0	0.5	0.3	0.2
民間住宅	前年比、%	-0.7	-4.7	0.6	-3.0
民間企業設備	前年比、%	4.6	3.2	2.4	0.6
公的固定資本形成	前年比、%	1.7	0.4	3.4	3.4
財貨・サービスの純輸出	(寄与度、%)	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.3)
// 輸出	前年比、%	6.4	2.4	3.4	3.1
〃輸入	前年比、%	4.1	2.3	2.7	1.4
名目GDP	前年比、%	2.0	0.5	1.1	1.3
GDPデフレーター	前年比、%	0.1	-0.2	0.7	1.1
CPI-生鮮食品除<総合	前年比、%	0.7	0.8	1.3	1.0

(注)消費増税及び東京五輪の影響含む。(出所)内閣府、総務省、予測値は岡三証券

【メインシナリオ(実質 GDP の推移)】



【リスクシナリオ(海外経済下振れ、1ドル90円の円高)】



6. リスクとしては円高を意識せざるを得ない

日本経済を取り巻くリスクとしては、円高を意識せざるを得ない。背景は以下の通りだ。

- ① 市場がすでに米国の景気後退を意識し始めたこと。
- ② FRB の利上げが最終局面を迎える可能性が高いこと。
- ③ 米中貿易戦争がエスカレートする懸念があること。

④ Brexit を巡って混乱する可能性があること(EUとの「合意なき離脱」や政局混迷)。

このうち①と②に関して言うと、景気後退への意識の強まりとともに、各国の「政策対応余力」の差に焦点が当たることになる。特に為替市場では、中央銀行のいわゆる「のりしろ」(金融緩和余地)の格差が相場に影響を及ぼす可能性が高い。筆者の推計では、日米金利差が2.5~3%縮小すると、1ドル20円程度の円高圧力が発生する。今年は「物価安定目標」(消費者物価上昇率2%)という御旗の下、「政策対応余力」の確保を怠ってきた日銀のツケが顕在化するリスクが高い。

ちなみに図表 6 の右下には、① 19 年第 4 四半期以降、海外経済が下振れて輸出が 01 年(IT バブル崩壊時)並みに減少し、② 19 年第 4 四半期以降 20 年にかけて 1 ドル 90 円程度まで円高が進む、と想定したリスクシナリオを掲載している。その場合の実質 GDP は、19 年度が前年比 0.1%、20 年度が同 \triangle 0.3%である。

7. 日銀はいったん仕切り直し

最後に、金融政策について簡単に述べておきたい。上で見たように、昨年末にかけて市場が不安 定化したことを受けて、少なくとも市場が落ち着きを取り戻し、1-3月の経済指標が堅調さを持続し ていることを確認するまで、日銀は動かないだろう。昨年7月に政策変更した後しばらくは、「イー ルドカーブがゆっくり上昇して行けばそのうち第2弾を打てば良い」と日銀は考えていた節があるが、 いったん仕切り直しである。

ただ、次の景気後退に対する意識が強まっているのは日銀も同じである。いずれ景気後退が来れば何らかの追加緩和に迫られる。そしてその効果は、2011 年や 12 年と同様、株価と為替を通じて評価されることになる。しかし、これまで着々と利上げを進めてきた FRB とマイナス金利の日銀との差は歴然であり、普通に考えれば、日米金利差縮小に伴う円高進行は避けられそうにもない。とはいえ、日銀に「やっても無駄」、「打つ手なし」はないのである。何かしなければならない。

ならば、少しでも円高が進行しないよう、また、少しでも副作用が拡大しないよう、経済情勢や金融環境が良好なうちに政策を正常化方向へ振っておきたいと考えるのが、普通の中央銀行のセンスである。例えば、完全に筆者の私見だが、現在10年に設定している「長期金利操作」の対象年限を、「年限の柔軟化」と称していったん中短期ゾーンまで短期化してはどうか。そうすれば、景気後退の予兆が現れた際に長期化して対応することができる。15年や20年といった超長期まで長期化しなければ、副作用の拡大も抑制できる。

着手するタイミングは、参院選後の7月 MPM が最もやりやすいだろう。3月は決算月、4月は10連休前でいずれも動き難い。しかし、7月ならその前に安倍政権が参院選を睨んで「デフレ脱却宣言」をするかもしれないし、FRB が3月は無理でも6月には利上げをするかもしれない。もし「デフレ脱却宣言」が6月のG20の前なら6月 MPM の可能性もあるだろう。いずれにせよ、日銀にとって景気後退期に何もしないという選択肢がない一方で、副作用や批判を無視して異次元緩和をエスカレートさせるという選択肢もとり難いことを踏まえると、状況が許すうちにいったん正常化方向に修正しておくことが合理的と日銀も考えるはずだ。

逆境に直面する日銀異次元緩和策

東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト 加藤 出

タイムズスクエアやエンパイアステートビルなどニューヨークの数か所に「ハートランド・ブリューワリー」というクラフトビールを売りにしているパブがある。そこのビールは現在1パイント 9.5 ドルだ。20 年前の観光ガイドブックを見たところ 4.5 ドルだった。111%も値上がりしている。同じくニューヨークのヒューストン通りに「カッツ・デリカテッセン」という老舗人気 B 級グルメ店 (開業 1894 年) がある。ここの看板メニュー「パストラミ・サンド」を先日食べてみた。22.45 ドルと B 級グルメにしては高いが、牛肉の燻製(パストラミ)がひとりではとても食べきれないほど大量に盛られてくる。このサンドイッチの 20 年前の価格は 8.2 ドルだった。174%も値上げされている。

この街の他の価格を20年前との比較でみてみると、地下鉄の初乗り料金は84%上昇、メトロポリタン美術館の入館料は213%上昇、エンパイアステートビル最上階展望台入場料は866%上昇だ。このような大幅なサービス価格の上昇はアメリカの他の大都市でもほぼ同様に見受けられる。

この20年間のアメリカのCPI(消費者物価指数総合)前年比の平均はおおよそ2%である。日銀は「安定的な2%」のインフレ率を現在目指しているので、それが正に実現されているのが同国といえる。

20年間毎年2%ずつ物価が上がると、累積の上昇率は48.6%になる。しかし、先ほど見た品目はそれよりも遥かに上昇している。なぜならアメリカでも家電製品、IT製品、家具、衣服などの財(モノ)はグローバリゼーションやデジタル革命(e コマース等々)によって販売価格が下落してきた。

それでも全体の平均値の年率上昇率が2%程度なのは、上述のようなサービス価格がしっかりと値上げされてきたからである。逆にいうと現代においてサービス価格が年率2%を大幅に上回って毎年上昇し続けていかないと、長い目でみての安定的なインフレ目標の達成は困難ということになる。

では日本の状況はどうだろうか。東京の場合、神田やぶそばの「せいろうそば」はこの 20 年間で 600 円から 723 円に変化した。さすが老舗の有名そば屋だけあって日本では珍しく 21%上昇している。 ただしうち 3%は 2014 年の消費税率引き上げ分だ(以下も同様)。B級グルメを見てみよう。月島の「バンビ」における「バンビもんじゃ」は 1350 円から 1447 円へと 7%の値上げに過ぎない。

同じく20年間で東京の地下鉄の初乗り料金は160円から170円へ6%の上昇、東京タワーの「大展望台入場料」は820円から900円へ10%の上昇にとどまっている。アメリカとは全く異なっている。

日本の焼き鳥チェーン店「鳥貴族」は20数年にわたって維持してきた全品280円(以下税抜き価格)を2017年10月に298円に値上げした。2%のインフレ目標を目指す日銀の幹部は、当時このニュースを大歓迎した。同店に積極的に通って値上げを支援したいという声まで耳にした。

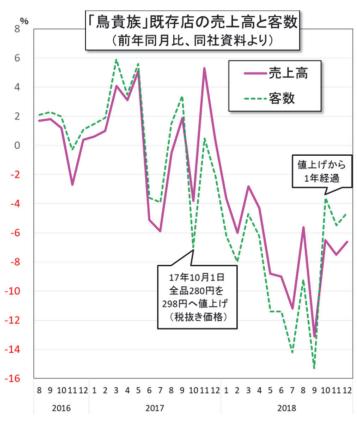
しかしながら、僅か 18 円の値上げにもかかわらず、その後の既存店売上・来客数は前年比で大きなマイナスとなっている(図表 1)。昨年 10 月に値上げから 1 年が経過したが、それでも前年比は未だマイナス圏だ。日銀関係者からは落胆の声が聞こえてくる。

同社の急速な多店舗展開によるカニ バリゼーション(共食い)の影響もあ るが、価格据え置きをアピールするラ イバル・チェーン店の攻勢がかなり厳 しいようだ(写真)。低価格帯の外食 産業における競争は激烈なのである。

居酒屋チェーン「一軒目酒場」では、一杯 290 円の「バクハイ」が人気だ。 生ビールをウイスキーで割った飲料で ある。安く早く酔える点がビジネスマ ンに好まれている。料理も串カツ 99 円など異様に安い。

前後という超低金利環境が続いている。





同店の幹部に聞いてみたところ、たとえ 10 円でも値上げは容易ではないという。ライバル店に客が流れるリスクだけでなく、コンビニ等で缶チューハイやつまみを購入して帰宅してしまう「家飲み」も大きな脅威だからだ。

日銀が黒田総裁の下でいわゆる異次元緩和策を開始してこの4月で丸6年が経過する。同政策にマイナス金利政策が加えられたのは2016年1月の金融政策決定会合だったが、それから早3年が経つ。短期金利や5年国債の金利はマイナス、10年国債でもゼロ%

しかも、国債やETF(上場株式投信)などの大規模購入により日銀のバランスシートは異様な膨張を示している。18年末時点の資産規模の名目 GDP 比率は、FRB(米連邦準備制度理事会)は23%、ECB(欧州中央銀行)は40%だが、日銀は100%だ(図表2)。

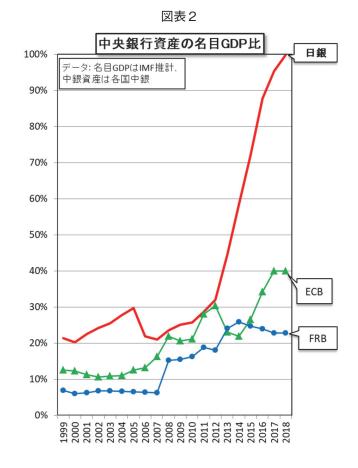
こんなにも大胆な緩和策を長期間実施しているのに、上記のように焼き鳥店はいまだ 18 円の値上 げに苦労している。毎年物価が 2% ずつ上がっていく状況は依然として遥かに遠い。

日本の消費者がアメリカの消費者のようにサービス価格の上昇を受け入れていくには、賃金や年金受給額がしっかりと持続的に上昇していく必要があるだろう。日銀スタッフもそのことに気が付いていて「展望レポート」2018年7月号に次のような記述があった。「家計の値上げに対する許容度



が低い状態では、物価上昇率の高まりは、 生活防衛的な消費行動をもたらし、結果と して景気改善と物価上昇の好循環を妨げる 可能性がある」「急激な物価上昇を避けつ つ、賃金など雇用・所得環境の改善や成長 期待の高まりを促していくことが必要」。

つまり賃金の上昇や期待成長率の高まりが揃って初めて家計の値上げ許容度は高まっていく。しかし現実には高齢化や人口減少による社会保障制度への心配、デジタル革命(第4次産業革命)の中で自分の雇用や将来の所得は大丈夫だろうかという心配を多くの人々が抱いていている。自分の生涯所得のこの先の伸び率に不安を感じる人が円安による生活コストの一部上昇を感じ、かつ政府・日銀が「インフレ率を早期に押し上げてみせる」と喧伝していれば、多くの国民は無意識のうちに自分の実質生



涯所得は目減りしそうだ、と悲観するだろう。その場合、国民がとる最も合理的な選択は「生活防衛的な消費行動」、つまり「節約」となってしまう。

そうした環境下では、企業、商店、飲食店は人手不足による人件費等のコスト上昇を販売価格に 転嫁しにくい。値上げを避けるための生産性向上(IT 投資など)は積極的に行われている。また、 小売業や飲食業における激烈な価格競争の背景には、日銀の超低金利政策の影響も見受けられる。 金融機関は超低利でそれらの業種に貸出を行ってきた。資金借り入れコストが低下すれば、店舗の 損益分岐点は低下する。それにより薄利の低価格ビジネスが結果的に維持されてしまうことになる。

結局、構造改革などを通じて人々の将来期待を高めながら時間をかけて徐々にインフレ率を押し上げていく方が望ましい、ということになるだろう。実はそういった見解は、福井総裁や白川総裁の時代の日銀がすでに示していた。異次元緩和という壮大な社会実験を6年も実施して、ようやく以前の考え方の正しさを確認することになるとは、なんとも皮肉な事態といえる。

図表3の実線は、IMFが推計する購買力平価のドル円レートである(物価水準を考慮して2国の購買力が均衡する為替レート)。1986年以降は購買力平価よりも実際のドル円レートが円高で推移することが多かった。しかし、2013年からは購買力平価よりも円安になっている(ちなみに19年の購買力平価レートは98.25円)。

黒田日銀がこの6年間に狙ってきたことを単純化すれば、①国内の金利を強引に押し下げて内外

金利差を生み出す⇒②それによる事実上の円安誘導で輸出製造業の収益を好転させる⇒③それらの国内労働者の賃金が増加する⇒④それによる消費拡大が他の業種にトリクルダウン効果(染み出し効果)を及ぼす、と表現することもできるだろう。

しかし、実際には②から③、さらに③から④への流れに弾みがついていない。その主因は、日本の大手製造業が収益好調な割に賃上げに慎重なことにあると思われる。トヨタ自動車は2018年3月期に2.5兆円という空前の純利益を記録した。その決算発表時に豊田章男社長は次のように説明した。

- ・トヨタの真骨頂は「トヨタ生産 方式、TPS」と「原価低減」です。
- 購買力平価ドル円レート(IMF推計) 250 と実際のレート 240 230 220 購買力平価ドル円レート(IMF推計) 210 ---ドル円レート(17時の年平均、日銀調べ) 200 190 180 170 160 150 140 130 120 110 100 90 19年:98.25円 80

図表3

- ・一人ひとりが「原価意識」と「相場観」をもって、日常の行動の中にある「ムダ」を徹底的に 排除する。
- ・あらゆる職場で、「固定費の抜本的な見直し」を掲げ、日々の業務から、大きなイベント、プロジェクトに至るまで、一つひとつの費用を精査し、自分たちの行動の「何がムダか」を考え、地道な原価低減に徹底的に取り組みはじめました。

今後の自動運転、電気自動車等々の時代に向け、自動車業界は莫大な研究開発費が必要になってくる。そのためには2.5兆円も利益を挙げても「勝って兜の緒を締めよ」的な緊張感が必要なのだと思われる。しかし日本一の企業が好決算時に「コストカット」をアピールするとなると、中堅・中小企業を含めた日本の労働者の多くは「自分の給料は先行きも上がりにくいのではないか」と感じてしまうだろう。

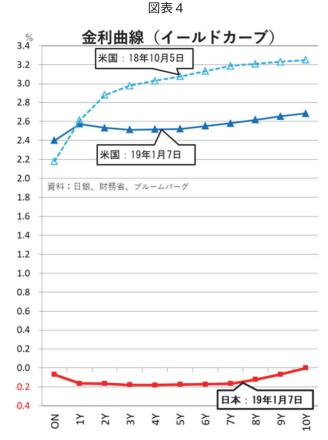
また、日本の大手製造業は、利益の配分をグローバルな地域別の業績に合わせて行っているケースが多く、国内市場の売上や利益が向上していない場合は、全社的には収益が向上していても国内労働者の賃金を抑制的にする傾向も見られる。

これでは日銀が超金融緩和策によって円安を生み出しても、国内の賃金の伸びは加速しにくい。 それでは家計の値上げ許容度は高まらず、安定的なインフレ目標 2%の達成は困難となる。

結局、第4次産業革命での生き残りに自信を持てる強気の企業が増え、それらが実際に好業績を

続けて賃金を持続的に増やしていけるような構造変化が起きないと、インフレ目標の達成のきっかけを日本で掴むことは難しい。人口減少問題や財政問題に正面から取り組みつつ、国民の成長期待の向上につながるような構造改革を地道に行っていくことが重要であり、それは金融緩和策で対処できる話ではないといえるだろう。

FRB や ECB は、これまで経済が好調な うちに超金融緩和策の正常化をある程度進め てきた。しかし、インフレ目標達成を重視し てきた日銀は正常化とは距離をとり、異次元 緩和策を「粘り強く」継続してきた(昨年7 月の長期金利変動幅の拡大決定は、正常化と いうよりも異次元緩和策継続のための部分的 副作用対策)。それゆえ次の景気後退期に緩 和策の発動余地(金利引き下げ余地など)が 世界で最も不足する中央銀行は日銀になる恐 れが十分ある。まだ先のことだが、FRB が 利下げに転じ、ドル短期金利をゼロ%近辺ま で押し下げることになれば、日銀には(副作 用を考えると)動ける幅があまりないだけに、 日米金利差縮小から円高が進みやすくなる (図表4)。



もしそうなったら黒田日銀は何らかの追加 緩和策を模索するだろう。しかし、ここから先何ができるだろうか?

日銀の最近の長期国債保有額の年間増加ペースは30兆円台に低下している。よって、国債買入を 増額することはある程度可能だ。それをやったら10年金利はマイナス圏に入っていく。金融機関、 保険会社、年金基金は打撃を受けるだろう。

マイナス金利政策を現在のマイナス 0.1%から深掘りすることも同様の問題を起こし得る。「欧州ではもっと深いマイナス金利政策をやっているではないか?」と思われるかもしれない。しかし欧州では金融機関はマイナス金利のコストを顧客にしっかりと転嫁している。図表5はデンマークの民間銀行の預金金利だ。

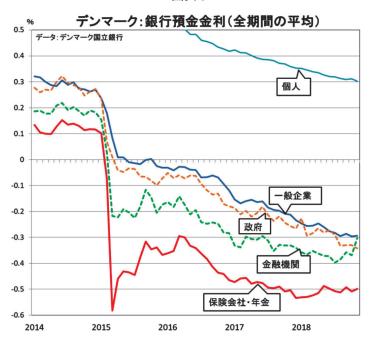
最近の同国中銀のマイナス金利政策はマイナス 0.65%だが、昨年 11 月時点の銀行の預金金利は、保険会社・年金基金の口座はマイナス 0.50%、金融機関の口座はマイナス 0.34%、政府の口座はマイナス 0.30%、一般企業の口座はマイナス 0.29%となっている。

しかもデンマークの銀行は貸出金利をあまり下げず、預貸のマージンをしっかりととっている。

一般企業に対して 2.705%、個人に対して 3.728%もの利ザヤが確保されている。このような状況だからこそマイナス金利政策が金融システム問題につながらずに済んでいる。

他方で日本では金融機関間の激しい 競争を背景に、マイナス金利のコスト を金融機関が被っている。日銀がマイ ナス金利を深掘りした場合、金融機関 は事業法人や地方自治体の預金をマイ ナス金利にできるだろうか?それを実 施した場合、日本では凄まじい反発が 生じる恐れがある。その際、長期金利 は深いマイナスになるので、保険会社

図表5



の商品販売停止などのニュースを聞いた家計は将来不安をかえって強める恐れもある。

逆にそれらの口座をマイナス金利にできなければ、金融機関の経営は今以上に厳しい事態に直面 する。それを和らげるため日銀は金融機関にマイナス金利で貸出を行い、事実上の"補助金"を給付 するのではないか?という観測も市場関係者から最近聞こえてくる。

ETF の買い入れ増額を日銀は選択するのでは?という観測もあるが、それは株式市場の価格形成をますます歪め、長期的に見た場合の日本の資源配分の効率性を損ねることになるだろう。

そもそも論として(リーマン・ショック級の衝撃が来るなら別だが)通常の景気循環にともなう 円高に対して、日銀はそこまで異常な政策を実施する必然性はあるのだろうか?日銀政策委員会に 今後求められるのは、金融政策の限界を真摯に受け止め、短期的な変動に過度に反応せず、長期的 な視野で判断を行っていくことではないだろうか。

IRRBBの国内基準行への適用と市場への影響

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

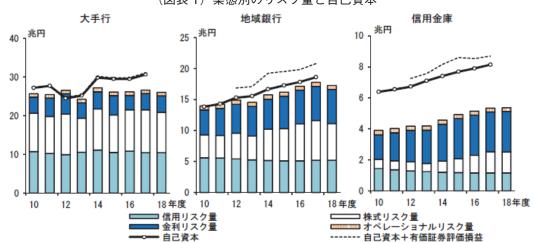
はじめに

マイナス金利を背景として特に地域金融機関の資金運用において金利リスク量が増大していることへの懸念が指摘されている。さらに米国経済の先行き不透明感から利上げ回数の予想が下振れるにつれてドル安・円高も進み、これまで外債投資を活発化してきた金融機関には含み損の拡大若しくは損切りが見受けられている。

こうした状況下、国際統一基準行では既に 2018 年 3 月期より適用されている銀行勘定の金利リスク (IRRBB) の国内適用により金融機関の経営や金融市場にどのような影響を与えるかを考察していく。

1 金融機関の資金運用と金利リスク量

金融機関は低金利の長期化から短期調達・中期運用での本来の金融仲介による収益性が低下するなか、収益の源泉を有価証券運用にシフトさせてきたが、円債金利がマイナス圏に突入しデュレーションの長期化や社債・外国債に依存した結果、特に地域銀行(地方銀行+第二地方銀行)・信用金庫において金利リスク量が増加していると指摘されている。



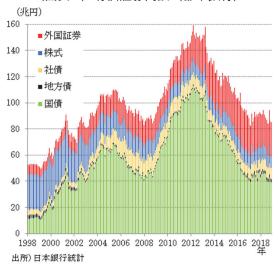
(図表1)業態別のリスク量と自己資本

- (注) 1.「信用リスク量」は外貨建て分を含む。「株式リスク量」は株式投信を含む。左図の「株式リスク量」と「金利リスク量」(一部オフバランスを含む)は外貨建て分を含む。「自己資本+有価証券評価損益」は国内基準行の有価証券評価損益(税効果勘案後)を自己資本に合算したもの。
 - 2. 2018 年度の計数は、①信用リスク量、外貨金利リスク量(除く外債)、オペレーショナルリスク量は 2018 年 3 月末の値、②株式リスク量、円債・外債の金利リスク量は 2018 年 8 月末の試算値、③円金利リスク量(除く円債)は 2018 年 6 月末の試算値。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート(2018年10月号)」

業態別に有価証券投資の内訳を確認すると、まず都市銀行は2013年4月の量的質的緩和政策での国債買いオペに応じる中で国債残高を急減させてきたものの、2016年2月のマイナス金利導入後には一定の担保需要から国債保有残高は横ばいとなっている。また、国債減少に伴って残高を増やしたのが外国証券であることがわかる(図表2)。

(図表 2) 有価証券内訳(都市銀行)

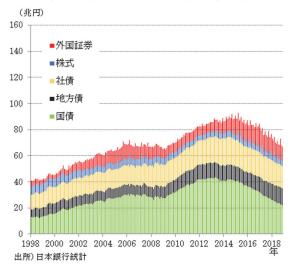


次に地域銀行をみると国債残高はまだ緩やかに減っており、それに代わって地方債や外国証券にシフトしていることがわかる(図表3)。

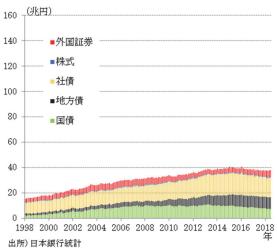
信用金庫ではもともと国債のウエイトは低いが、 国債の圧縮分は地方債に入れ替えているようにみえ る。また、外国証券も微増している(図表 4)。

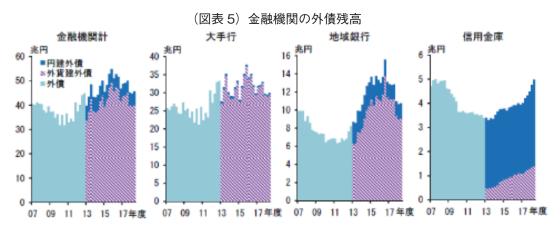
次に外債残高(円換算ベース)について業態別に みると、大手行・地域銀行は円債の圧縮に呼応して 増加させてきたものの、米国の利上げ進行と打ち止 め見込みによるイールドカーブのフラット化が予想 される中、このところ減少に転じている。一方、信 用金庫は継続して積み増している(図表5)。

(図表3)有価証券内訳(地域銀行)



(図表 4) 有価証券内訳(信用金庫)





- (注) 1「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。2010年3月以前は外国証券。 2 国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年8月末。
- (出所) 日本銀行「金融システムレポート(2018年10月号)」

2 IRRBB の国内適用における計測基準と開示項目

このように特に地域銀行・信用金庫の金利リスク量が増えている中、国内基準行にも IRRBB の計測手法と開示項目が 2019 年 3 月より適用される。

銀行勘定の金利リスク「IRRBB:Interest Rate Risk in the Banking Book」は、バーゼル銀行監督委員会の自己資本規制の枠組み 1 において 2013 年春より検討が開始されたが、その取り扱いについて市中協議の結果「第二の柱」の一環として位置付けられ、「第一の柱」(直接的な資本賦課が求められる)が適用されるトレーディング勘定の金利リスクとは一線を画すものとなった。ただし、銀行の IRRBB の管理を強化するために、金利変動による「 Δ EVE:changes in Economic Value of Equity)」(純資産の変動)と、「 Δ NII:changes in Net Interest Income」(純金利収益の変動)という二つの軸からのリスク測定が求められることとなった。また、内部モデルを用いて計測する場合の行動オプション性の取り扱いや前提条件を規定しており、内部モデルを利用しない場合に利用する標準的方式も提示されている。

IRRBB は以下の三種類に分類される²。

- ①ギャップ・リスク:銀行勘定の商品の期間構造から発生し、商品の金利改定のタイミングから 発生するリスクを示す。ギャップ・リスクの程度は、金利の期間構造の変化が、イールドカー ブに沿って整合的に生じているのか(平行ギャップ・リスク)、または期間ごとに別個に生じて いるのか(非平行ギャップ・リスク)、という点にも依拠する。
- ②ベーシス・リスク:期間は同様ながら異なる金利指標を用いて価格が決定される金融商品における金利変動の影響を表す。
- ③オプション性リスク:オプション取引におけるデリバティブのポジションまたは銀行の資産、 負債および(または)オフバランスシート項目に組み込まれているオプション性の要素のうち、 銀行またはその顧客がキャッシュフローの水準およびタイミングを変更できるものから生じる。 オプション性リスクは、さらにその特徴によって、自動的なオプション性リスク³と行動上のオ プション性リスク⁴に分けられる。

IRRBBにおいて、国際統一基準行は、イールドカーブの形状変化を含む合計 6 シナリオにおける経済的価値の変化(Δ EVE)の計測が求められている(図表 6)。一方国内基準行に対しては、上下パラレルシフトに加えてスティープ化の 3 シナリオが適用 5 され、シナリオ数は簡素化されている。ただし、一般に Δ EVE が最大値となるのは 1 のパラレルな金利上昇か、3 のより長い年限での金利上昇(スティープ化)のケー

(図表6) 金利ショックのシナリオ

	国際統一基準行	国内基準行
1	パラレルシフト(上方)	パラレルシフト(上方)
2	パラレルシフト(下方)	パラレルシフト(下方)
3	スティープ化	スティープ化
4	フラット化	
5	短期金利上昇	
6	短期金利低下	

(出所) 金融庁「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針 新旧対照表」 より作成

¹ 最低所要自己資本規制を「第一の柱」、最低基準を上回る適切な水準の自己資本を有しているかについての監督 上の検証過程を「第二の柱」、開示を通じた市場規律を「第三の柱」と呼んでいる。

² 全銀協事務局仮訳案「バーゼル銀行監督委員会 基準文書 銀行勘定の金利リスク」2016.6.22 より抜粋

³ 取引所売買や店頭取引のオプション契約などの単独の商品、または契約条件に明示的にオプションが組み込まれており、それ以外は標準的な金融商品で、保有者がその金銭的利益からオプションを行使することがほぼ確実である場合に生じる。

⁴ オプション行使の選択肢が黙示的にまたは金融契約条件に組み込まれており、そのために金利の変動が顧客行動 に影響を与える可能性があるもの。

⁵ スティープ化による △ EVE がパラレルシフトの △ EVE より小さければ、開示を省略してもよいとされている。

(図表 7) バーゼル委員会による各通貨の金利ショックの水準 (bp)

	ARS	AUD	BRL	CAD	CHF	CNY	EUR	GBP	HKD	IDR	INR
	アルセ [*] ンチン へ [®] ソ	豪ドル	プ ラジ ルレアル	加ドル	スイスフラン	人民元	ユーロ	英ポンド	香港ドル	イント゛ネシアル ヒ゜ア	イント゜ルヒ゜ —
パラレル	400	300	400	200	100	250	200	250	200	400	400
短期	500	450	500	300	150	300	250	300	250	500	500
長期	300	200	300	150	100	150	100	150	100	350	300
	JPY	KRW	MXN	RUB	SAR	SEK	SGD	TRY	USD	ZAR	
	日本円	韓国ウォン	メキシコヘ゜ソ	ロシアルーフ゜ル	サウシ゛リヤル	スウェーテ゛ンク ローナ	シンカ [*] ホ [*] ール ト [*] ル	トルコリラ	米ドル	南アランド	
パラレル	100	300	400	400	200	150	150	400	200	400	
短期	(100	400	500	500	300	200	200	500	300	500	
長期	100	200	300	300	150	100	100	300	150	300	

出所) バーゼル銀行監督委員会「銀行勘定の金利リスク」http://www.bis.org/bcbs/publ/d368.htm

スとなろうことから、基準自体が緩和されているとは言えない。

また、金利ショック幅は通貨ごとに指定されており、公表時においては日本円が100bpに対してドル・ユーロ200bp、ポンド250bpなど外貨建て資産へのリスクウエイトが高くなる計算である(図表7)。この水準は各通貨の2000年~2015年までの16年間の時系列データをもとに設定されているが、各国の状況を適時に反映させるため今後は5年毎など定期的に見直しされていく見込みである。

監督上の基準値(アウトライヤー比率) 銀行勘定の金利リスクの計測手法 ⇒銀行の内部モデルに基づき計測(※) 金利ショック幅を通貨ごとに指定 (金利) 監督上の基準値= 自己資本(Tierl) Tier1 **の**15% 資本額 金利リスク量と自己資本を対比 (イールドカーブ) 円 ±1% 金利リスク量 15% 米ドル ±2% ユーロ±2% 当局が設定できる追加的な基準の例 金利リスク量と資本バッファーを比較 資本 金利リスク量 X% 6つのショックシナリオ バッファ 規制資本を **資産・負債・オフバランスシート項目** 上回る部分 規制資本 の経済的価値の低下額 (期間)

(図表8)銀行勘定の金利リスクの計測手法と自己資本との対比

※ 一般にコア預金(流動性預金のうち、実態としては引き出されることなく長時間滞留する預金)の満期が長いほど、リスク量が小さくなる。

(出所) 財務省 国の債務管理の在り方に関する懇談会 資料①「(バーゼル規制の最近の動向)」2016.6.13

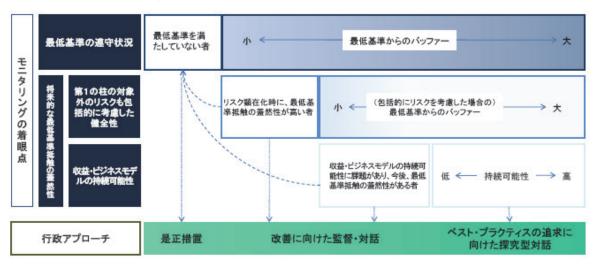
IRRBBの国内適用に関して金融庁の監督指針が出されているが、従前のアウトライヤー基準は「重要性テスト」という位置付けになっており、基準⁶を満たさなければオフサイトモニタリングデータの追加分析⁷が行われることとなっている。追加分析において金利リスク量と資本バッファーを比較

⁶ 満期のない預金や行動オプション効果(期限前償還など)も加味した上でのキャッシュフローを捉え、さらに 通貨も勘案したショックシナリオを比較し、最大の EVE 変動額をリスク量として、国際統一基準行は Tier1 の 15%以内、国内基準行は自己資本の 20%以内に抑えることが求められる。

⁷ 追加分析の観点は、銀行勘定の金利リスク量と自己資本の余裕との関係を基本的な着眼点としつつ、①金利ショックによる有価証券の価格変動リスクと自己資本の余裕との関係②通貨別の金利リスクと自己資本の余裕との関係 ③金利にかかるリスクテイクと収益力との関係④金利ショックが将来収益に与える影響も踏まえることとしている。

した上で、必要に応じて金融庁と対象行とで深度ある対話を実施し、経営環境やビジネスモデルについての改善策を協議することとなる。

即ち、基準(国際統一基準行は Tierl の 15%、国内基準行は自己資本の 20%) を超えても直ちにアウトライヤー行の特定につながるものではなく、対話が必要であっても改善策が自動的に求められるものではないこと、改善が必要でも金融市場への影響に配慮し、金融機関の実態に応じて適切な対応となるように留意していく方針が示されている。



(図表9) 持続的な健全性を確保するための動的な監督の位置づけ

(出所) 金融庁 「金融検査・監督の考え方と進め方(検査・監督基本方針)」平成30年6月より

3 金融機関と市場への影響

既に2018年3月期から適用された国際統一基準行は自己資本が比較的厚く、金利リスクが Tierl の15%を超える先はなかったものの(図表10)、特にこれまで有価証券運用の金利リスクを積極的にとってきた地域金融機関の一部には、今期決算を控えて自己資本対比での金利リスクを削減する対応に迫られている可能性がある⁸。

資産サイドではデュレーションの長い資産や長期固定金利での貸出ほど金利上昇時に現在価値が大きく低下することや、円建てに比べて外貨建て資産の金利ショック幅が大きく設定されていることを鑑みると、今後はデュレーションの短期化・外貨建て資産の圧縮など投資行動に影響を及ぼすと考えられる。一方、負債サイドでは資金調達を長期化(CPから社債へのシフト)することにより金利リスクを相殺させる対応も予想される。また、コア預金 9 は監督指針上満期が長い負債として扱われるため、コア預金が多いほど銀行勘定の金利リスクは小さくなる(図表 11)。

^{8 「}金融庁は現状だと約3割の地銀が新規制に触れるとみる」(日経新聞2017/6/8付)

⁹ 期限に定めのない流動性預金は即時払いを前提に滞留時間はほぼゼロとみなせるが、実際には引き出されることなく長期間預金された状態にあるもの。標準的手法では、①過去5年の最低残高②過去5年の最大年間流出量を現残高から差し引いた残高③現残高の50%相当額、のうち最小の額を上限とし満期は5年以内(平均25年以内)として銀行が独自に定める。内部モデル法では、銀行の内部管理上、合理的に預金者行動をモデル化し、コア預金額の認定と期日への振分けを適切に実施する。

(図表 10) 国際統一基準行の Tier1 比金利リスク量

(百万円)

				(1 7 3 1 3 7
		IRRBB/Tier1	IRRBB	Tier1
主	みずほ銀行	9.9%	828,593	8,329,997
要	みずほ信託銀行	7.9%	39,686	499,407
行	三菱UFJFG	10.6%	1,719,950	16,251,749
	三井住友銀行	4.8%	450,833	9,423,723
等	三井住友信託銀行	3.2%	83,542	2,630,475
	群馬銀行	6.4%	31,903	500,576
	千葉銀行	7.5%	61,140	817,263
1.1	横浜銀行	4.3%	40,208	927,850
地	八十二銀行	5.1%	36,247	707,050
域	静岡銀行	9.0%	80,553	897,929
銀	滋賀銀行	5.8%	22,885	397,750
行	中国銀行	7.7%	40,240	524,773
	山口FG	7.6%	45,372	599,701
	伊予銀行	9.7%	55,674	573,742
	名古屋銀行	7.1%	15,952	225,625

(出所) 各行ディスクロージャー誌より

このように、金利リスクを計測する上では資産のみでなく負債も含めたバランスシート全体のリスク管理が重要であり、運用(資産)は短期化・調達(負債)は長期化への圧力がかかりやすいと思われる。このような金利リスク量削減のアクションが集中した場合、運用面では固定利付債のデュレーション短期化や外国債券のウエイト圧縮、調達面では社債等固定金利での年限長期化が予想されることから、全般的に金利上昇(スティープ化)圧力となる可能性がある。また、貸出においても長期固定のリスクが取れる金融機関が減少し資金偏在が進めば、資金調達を多様化しにくい中小企業金融の資金循環に影響を及ぼす恐れもあろう。

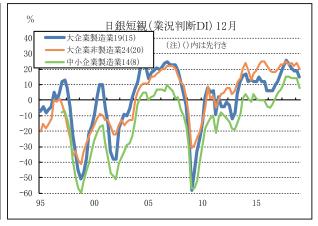
(図表 11) 金利リスク量削減のため予想されるアクション

資産	負債
貸出 長期固定金利貸出 の縮小 有価証券 短期化・圧縮	定期性預金 長期化 流動性預金 コア預金増 調達 (CP) 圧縮 調達 (社債) 長期化
(外貨建) 圧縮	資本 (規制対応のため資本増強)

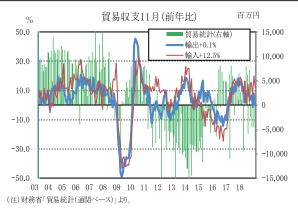


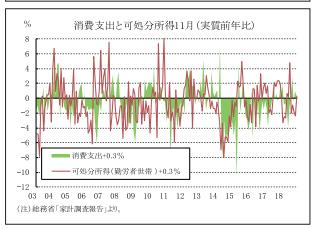
日本 マクロ経済

















日本 短期・債券市場

11/13

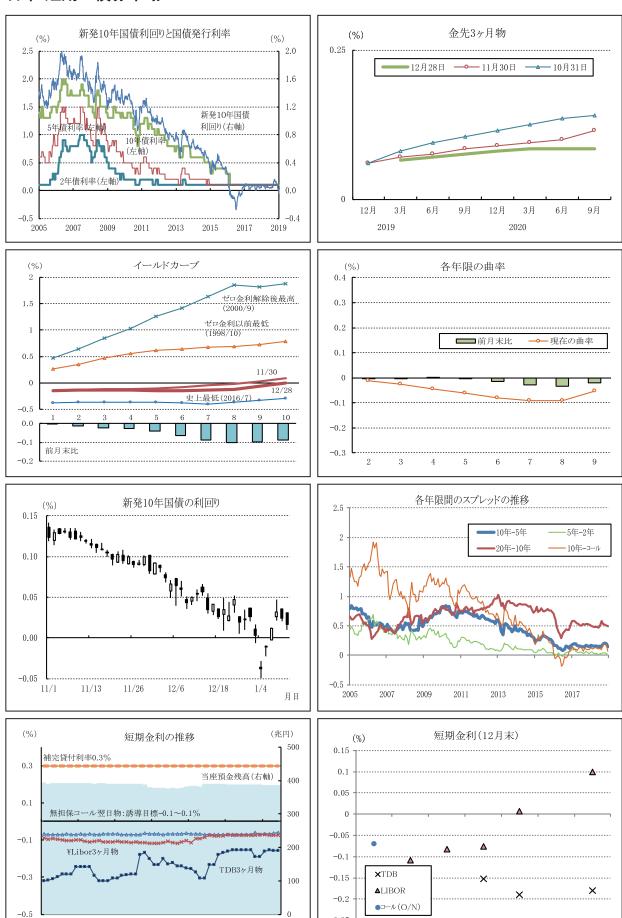
11/23

12/5

12/17

12/27

1/8 月日



O/N

1M

2M

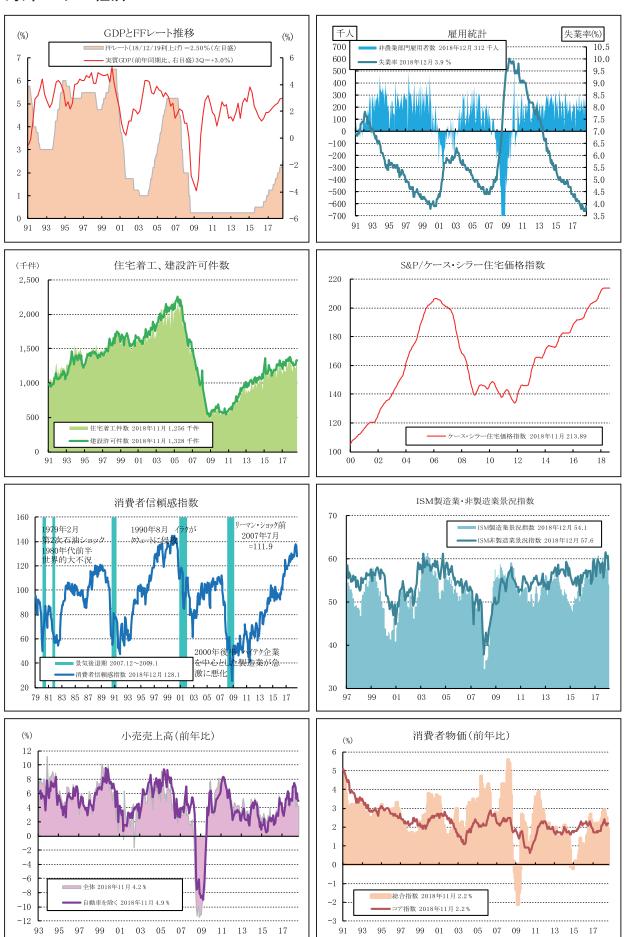
3M

6M

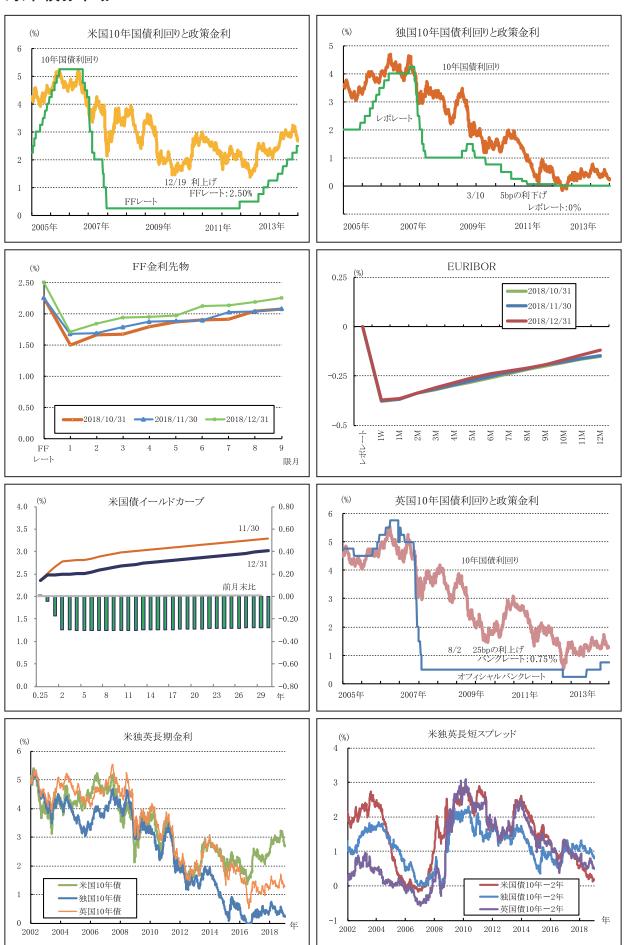
9M

12M

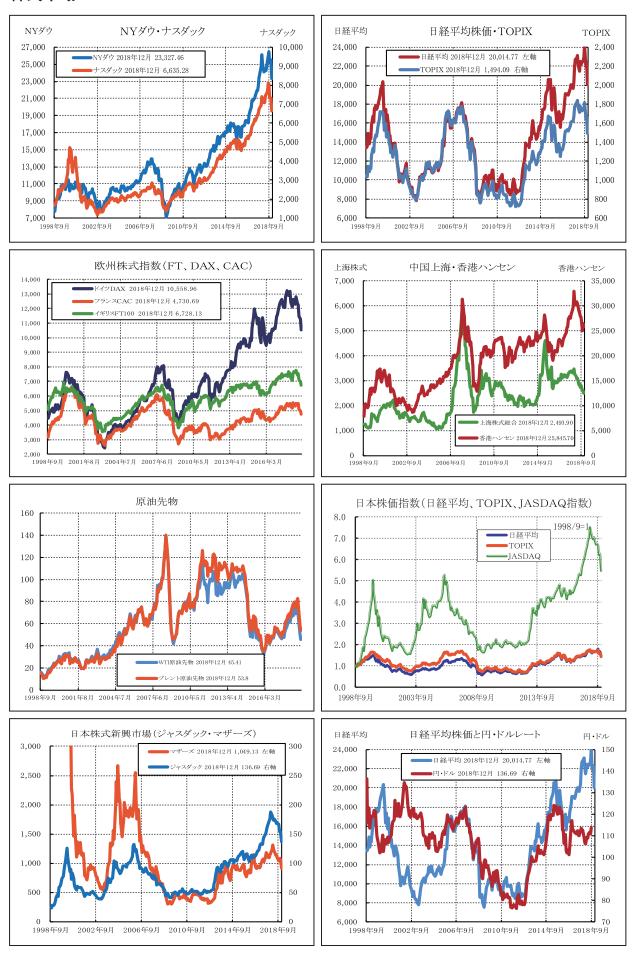
海外 マクロ経済



海外 債券市場



株式市場



為替市場



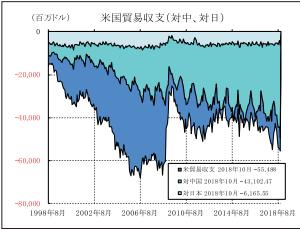


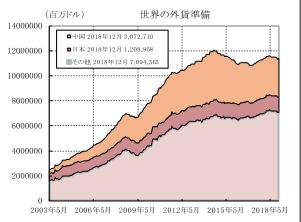












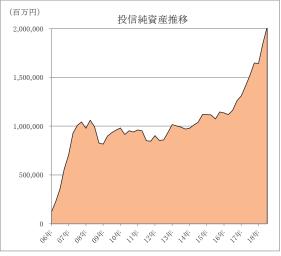
ゆうちょ関連データ

投資信託

<ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況>

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	_	-
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10-12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1-3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	_	_
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	_	_
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	_	
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	_	
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1-3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	-	-
2018年4-6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年7-9月	547,000	236,300	969,000	2,019,200
2018年度累計	481,000	229,300	_	-
累計	16,184,022	4,580,132	-	-





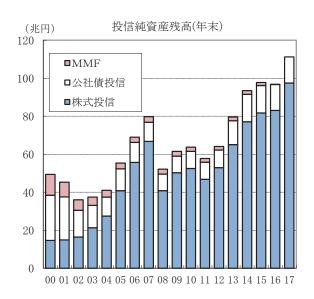
	うちょ銀行取扱のファンド				笙	1				_				位:百万円
分頁	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.1.11)	純資産 (2019.1.11)		ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.1.11)	純資産 (2019.1.11)		ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.1.11)	純資産 (2019.1.11)
٦	JP日米バランス②	60円	9,666	3,687	Г	eMAXIS 新興国株式※①	なし	14,248	30,218	П	Navio南アフリカ債券⑫	540円	7,413	29
	JP4資産バランス(安定)⑥	60円	10,578	82,412		ピクテグローバル株式※⑫	600円	2,953	553,316		Navioブラジル債券⑫	360円	7,195	12
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	60円	11,097	104,611]	ピクテグローバル株式※①	なし	16,012	9,621		Navioインド債券⑫	600円	9,825	20
	JP4資産バランス(成長)⑥	60円	11,594	43,837		JPM北米高配当①	なし	11,203	41		三菱UFJ欧州債券⑩	120円	9,629	99
I	リスク抑制世界8資産⑥	60円	9,885	112,071		新光世界インフラ株式②	640円	13,317	23		同(為替ヘッジなし)⑩	60円	8,271	
	東京海上・円資産⑫	360円	11,323	490,037]	グローイング台湾株式②	なし	8,878	85		ピムコグローバル債券⑩	480円	12,011	
	東京海上•円資産①	なし	11,036	118,673	海	マニュライフカナダ株式※④	なし	8,799	2,311		同(為替ヘッジあり)⑫	480円	8,172	
I	野村資産設計2015②	110円	10,707	846	外	グローイングブラジル株式②	400円	13,023	35		メキシコ債券オープン※⑫	720円	5,174	42,1
	野村資産設計2020②	5円	10,896	804	株	野村ユーロトップB※②	なし	8,019	5,540		インドネシア・ルピア債券⑫	480円	7,664	
l	野村資産設計2025②	5円	11,076	873	式	エマージング好配当①	130円	8,326	16		アジアハイイールド債券※⑫	1200円	5,689	30
ŀ	野村資産設計2030②	5円	11,275	800		JPM医療関連株式※④	なし	8,835	55,637	油	同(為替ヘッジなし)※⑫	1800円	8,292	8
1	野村資産設計2035②	5円	11,111	523		ピクテプレミアムフ・ラント・※④	340円	10,950	18,115	ПЦ- DI	USストラテジックA※⑫	240円	8,494	2,30
1	野村資産設計2040②	10円	11,012	1,073		セゾン資産形成の達人※①	なし	19,116	64,045	/[/丰	同(為替ヘッジなし)B※⑫	700円	7,812	12,4
ŀ	野村資産設計2045②	5円	19,486	140]	オーストラリア好配当※⑫	720円	6,984	42	其光	短期ハイイールド債券(ヘッジあり)	なし	9,810	8
I	野村資産設計2050②	10円	10,900	195		ニッセイ日本債券⑫	120円	9,653	16,469	25	新興国ハイイールド債券A⑫	240円	6,220	40
I	HSBCワールド(安定)①	60円	9,994	29,771		eMAXIS 国内債券※①	なし	11,563	13,717		新興国ハイイールド債券B①	560円	7,296	3
ľ	HSBCワールド(安定成長)①	70円	10,249	44,055	国	Navioマネープール②	なし	10,002	7		ピムコハイインカム※⑫	240円	6,911	70,5
ľ	HSBCワールド(成長)①	10円	10,859	19,984	内债	日興五大陸債券⑫	300円	7,918	52,415		同(為替ヘッジ付き)※⑫	360円	7,908	2,5
ľ	野村6資産(安定)⑥	180円	11,611	58,867	券	三菱UFJ高金利債券⑫	735円	7,156	66,616		DIAMアジアソブリン債券⑫	なし	9,119	1
ľ	野村6資産(分配)⑥	180円	9,660	112,930	Г	ダイワ成長国セレクト債券※⑫	360円	4,325	21,272		欧州ハイイールド債券※⑫	600円	8,758	7,1
ľ	野村6資産(成長)⑥	180円	11,904	32,565	1	ダイワ成長国セレクト債券※①	なし	9,411	487		同(為替ヘッジなし)※⑫	960円	10,461	9,8
ľ	スマートファイブ ⑫	480円	9,583	288,632	1	野村米国ハイイールド⑫	1150円	8,299	20,486		三菱UFJバランス⑫	240円	8,821	
ľ	スマートファイブ①	なし	12,046	34,532	1	同(為替ヘッジあり)①	420円	8,513	2,825		同(為替ヘッジなし)⑩	240円	8,509	
ľ	セゾン・バンガード①	なし	13,693	161,995	1	野村米国ハイイールド①	なし	12,236	938		三菱UFJバランス①	なし	9,659	
I	日本配当追求株②	なし	9,864	11,870	1	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,673	225		同(為替ヘッジなし)①	なし	9,337	
ľ	大和インデックス225①	260円	14,973	29,729	1	エマージング・ソブリン※⑫	540円	7,072	23,548	╗	MHAM JU	960円	10,300	16,78
I	SMTAM JPX日経400⑫	なし	12,278	2,230	1	同(為替ヘッジあり)※⑫	480円	8,165	21,910		DIAM世界リート⑫	600円	3,380	183,59
Ţ	GS日本株式※②	925円	9,203	5,637	1	エマソブ (資産成長)※①	なし	13,552	794		ダイワUS-REITA※⑫	720円	6,668	4,57
ı	日本株式SRI①	150円	8,117	2,045	λeπ	同(為替ヘッジあり)※⑫	なし	11,396	409	٦,	ダイワUS-REITB※⑫	620円	2,751	505,67
1	フィデリティ日本配当④	810円	9,280	6,874	世別	DWSグローバル公益債券※⑫	340円	8,599	74,871	K	ダイワUS-REIT(ヘッシ'あり) ※①	なし	13,130	14
1	eMAXIS TOPIX※①	なし	19,930	18,838	生	同(為替ヘッジなし)※⑫	480円	9,737	15,357	Е	ダイワUS-REIT(ヘッシ'なし)※①	なし	16,112	1,9
ı	三菱UFJ日本優良株①	150円	9,091	2,441	1月	DWSグローバル公益債券※①	なし	10,444	6,348	т	eMAXIS 国内リート※①	なし	28,398	10,7
I	JPMジャパンプライム①	なし	10,716	95	分	同(為替ヘッジなし)※①	なし	11,431	1,371	тl	eMAXIS 先進国リート※①	なし	25,491	8,3
ľ	新光日本小型株①	1000円	15,034	14,632	1	三菱UFJ米高格付債券⑫	120円	8,836	969	1	ニッセイ世界リート※⑫	1440円	5,607	31,0
ľ	生活基盤関連株式①	80円	12,584	2,141	1	同(為替ヘッジなし)⑫	120円	8,636	482		ニッセイ世界リート※②	なし	13,426	2
1	世界株配当収益追求②	20円	9,493	1,667	1	高金利先進国債券※(2)	480円	4,764	143,654		アジアリートオープン※⑫	240円	13,116	1
ľ	SMTAM NYダウ①	なし	15,338	4,425	1	高金利先進国債券※①	10円	16,059	10,271		フォーシーズン※⑫	240円	6,120	2,9
١	日興五大陸株式④	630円	9,683	15,362	1	eMAXIS 先進国債券※①	なし	12,963	13,374	そ	ステートストリートゴールド①	なし	6,247	9
ı	DIAM好配当株式⑫	1560円	8,932	20,154	1	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,407	5,807	の	ピムコUSハイインカムローン※⑫	360円	8,475	1,49
	新光サザンアジア株式②	410円	9,786	2,847	1	Navioオーストラリア債券①	180円	10,416	280	他	同(為替ヘッジなし)※⑫	960円	7,742	8,1
Ì	米国成長株オープン①	1182円	9,259	670	1	Navioカナダ債券⑫	60円	10,365	226	٦			,,,,,,,,,	
	eMAXIS 先進国株式※①	なし	24,172	33,407	1	Navioトルコ債券①	500円	3,417	493	_	승 計			4,102,13

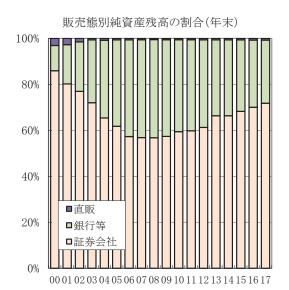
	Mr. 10 Mr													
				株式	没信						公社債投信	•		
ダイプ				追加	型									
未	単位型	毎月決算型	ファンドオ プファンズ	インデック ス	ETF	特殊型	追加型計	計	単位型	追加型	うちMRF	うちMMF	#	証券投信計
2000年12月	3,736	_	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	_	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	_	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	_	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	_	-	_	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	_	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	_	-	_	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	0	137,594	1,200,486
2018年7月	6,601	258,936	254,130	440,807	347,563	10,983	998,169	1,004,771	41	125,196	118,043	0	125,237	1,130,009
8月	6,437	252,242	250,721	445,758	351,472	10,902	1,001,666	1,008,104	40	122,896	115,785	0	122,937	1,131,041
9月	6,808	251,207	252,465	470,307	373,824	11,725	1,031,437	1,038,246	40	124,564	117,493	0	124,605	1,162,851
10月	6,637	241,946	240,604	446,467	351,989	12,180	976,542	983,180	40	118,974	111,965	0	119,015	1,102,194
11月	6,682	242,170	243,536	459,331	362,138	12,639	999,148	1,005,831	40	119,326	112,362	0	119,367	1,125,198

<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	直則	z	合計	
末	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688		243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2017年12月	814,318	71.8%	288,865	27.5%	8,987	0.7%	1,111,919	100%
2018年7月	837,360	72.9%	283,636	26.4%	9,017	0.8%	1,130,013	100%
8月	838,124	74.1%	283,861	25.1%	9,059	0.8%	1,131,044	100%
9月	866,599	74.5%	286,878	24.7%	9,381	0.8%	1,162,858	100%
10月	817,492	74.1%	276,162	25.1%	8,544	0.8%	1,102,199	100%
11月	835,533	74.3%	280,914	25.0%	8,756	0.8%	1,125,204	100%





ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)> (単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通常貯金	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負 債	負債合計
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997	712 542 712 384	116,586	1,432,073		3,431		427,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040		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	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	12,705	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,851	2,418	10,507	1,991,174

<貸借対照表(資産の部)> (単位:億円)

he 13					// H	金銭の信	A 111.44	現金預け	その他の	V/m → → ∧ → 1
年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	託	貸出金	金等	資産等	資産合計
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688
2018年3月	1,392,012	627,497	64,051	107,162	592,988	42,415	61,455	493,146	88,621	2,077,335

<損益計算書> (単位:百万円)

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

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)> (単位: 百万円)

年月		国 債		地方債		社 債		その		台 計		
L	十万	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	
Г	2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182	
	2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218	
	2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517	
	2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512	
	2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685	
	2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240	
	2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097	
	2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079	
	2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453	
	2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991	
	2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964	
	2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939	
	2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842	
	2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718	
	2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424	

_<外国債券の運用状況> (単位:百万円)

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

<金銭の信託> (単位:百万円)

年月	BS計上額	差額	資産残高	資産別残高			通貨別残高					
平月	BS計工額	左 領	買座%同	国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他		
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972		
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953		
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725		
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462		
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236		
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113				
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948					
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500		
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654		
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0			
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0			
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756		
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037		0			
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110		0			
2018年3月	4,062,282	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671		0			

<証券化商品の保有状況> (単位:億円)

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

(注): RMBSは住宅ローン証券化商品、CLOは法人向けローン証券へ随動、その他はカンジッ・債券等を要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)

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

2016 中の7月 111.3178 3,900 31,120 31,300 31,

<信用リス	<信用リスク> (単位:億円)													
\ [H]/[I] \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \ \	エクスポー						信用リスク・ア	リフ	マクウエイト区	分ごとのエクス	, , ,-			
年月	ジャー額	貸出金・預け金 等	機構への担保 の提供	有価証券	デリバティブ	その他	セット額	0%	10%	20%	50%	100%以上		
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	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		
2018年3月	2,320,979	890,901	13,459	1,419,814	5,611	4,652	475,734	1,609,895	43,520	133,394	57,344	490,280		

(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)

	自己資本額						リスクアセット		自己資本比	Tier1比率			
年月	日 L 員 本 級 (D)			基本的項目(A)			補完的項目	ラヘシ / E シト 等 (E)	資産(オン・バラ	オフ・バランス取	OPRを8%で除	率(D/E)	(A/E)
	(D)	資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得	一般貸倒	寺(E)	ンス) 項目	引等項目	して得た額	± (D/E)	(A/E)
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	13,48	32,628	3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,49	00,222	3,043,268	38.42%	_
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,25	3,213	2,965,316	26.38%	_
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,90	06,558	2,873,248	22.22%	_
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	38,779,806	47,57	3,471	2,768,805	17.43%	_

(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。

