

ゆうちょ資産研レポート

2011年7月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
東日本大震災後の日本経済の展望と今後の政策課題 株式会社大和総研 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	5
中国経済、年後半は晴れか 岡三証券株式会社 経済調査部 オウ シェンシェン 王 申申	
マーケット・アウトLOOK	9
世界経済を揺るがす悪性インフレ BNPパリバ証券株式会社 チーフ・ストラテジスト 島本 幸治	
特別報告	13
銀行の11年3月期決算 ―問われる成長戦略― ドイツ証券 マネージングディレクター シニアアナリスト 山田 能伸	
資産研コーナー (1)	17
大震災の起債市場への影響 ―包括緩和策の役割― ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子	
資産研コーナー (2)	21
ドイツの金融システムと郵便貯金 ゆうちょ資産研究センター 総括研究員 野澤 隆	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

東日本大震災後の日本経済の展望と今後の政策課題

株式会社大和総研 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

1. 東日本大震災後の日本経済の展望

大和総研では、2011年1-3月期 GDP 二次速報を受け、2011-12年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は2011年度が前年度比▲0.3%、2012年度が同+3.4%である。日本経済は、当面下振れ圧力の強い状態が続くものの、2011年度下期以降は、復興需要に支えられて回復軌道を進む見通しである。筆者は、今後の原発事故の動向、電力不足問題の行方、個人消費の動向等を注視しつつ、今回の震災が日本経済に与える影響を慎重に見極めて行きたいと考えている。

図表1に示した通り、東日本大震災は、基本的に3つのルートを通じて2011年度の実質 GDP を1.2%程度押し下げる。当社のメインシナリオでは、「①サプライチェーンの寸断による生産減(2011年度の実質 GDP の押し下げ幅：▲0.6%)」「②電力不足による生産減(同：▲0.1%)」「③消費者マインド悪化等による個人消費の下振れ(同：▲0.5%)」という3要因を織り込んでいる。なお、リスクシナリオとして、「④仮に5円の円高・ドル安が進行」した場合、実質 GDP は2011年度に▲0.1%弱、12年度に▲0.3%押し下げられる。さらに「⑤今後、原発事故の被害が拡大した場合の悪影響」に関しては、現時点では全く予測不能であると言わざるを得ない。上記⑤の動向次第では、日本経済が更なる悪化を示すリスクがあり要注意であるといえよう。

図表1：日本のマクロ経済への影響（2011年度）

I. 実質GDPの押し下げ要因：▲1.2%

<メインシナリオ>

- ① サプライチェーンの寸断による生産減⇒▲0.6%
- ② 電力不足による生産減⇒▲0.1%
- ③ 消費者マインド悪化等による個人消費下振れ⇒▲0.5%

<リスクシナリオ>

- ④ 仮に5円の円高・ドル安が進行⇒▲0.1%弱(2012年度は▲0.3%)
- ⑤ 今後、原発事故の被害が拡大した場合の悪影響⇒予測不能

II. 実質GDPの押し上げ要因：+0.8%程度

- ・復興事業が本格化し、実質GDPを押し上げ
 - －失われた有形固定資産を5年間で回復すると想定⇒+0.8%
 - 固定資本形成(住宅)：5400億円／年
 - 固定資本形成(非住宅)：3兆1000億円／年

III. ネットベースの実質GDPに対する影響：▲0.4%

- ・実質GDP成長率に対する影響は▲1.4%pt
(1-3月期のGDPが下振れし、ゲタが震災前予測の+0.3%から▲0.6%へと0.9%pt低下した影響を考慮)

(出所) 大和総研作成

さらに、今後、全国の原子力発電所が定期検査後に再稼動しない場合には、来年 5 月時点で、わが国で全ての原発が停止する可能性がある。原発停止による電力供給の減少を火力発電等で賄った場合、日本企業のコストは合計 3 兆円程度増加し、わが国の実質 GDP は 1 % 以上、押し下げられる可能性がある。

他方で、2011 年 7 - 9 月以降は、復興需要が実質 GDP を下支えする見通しである。現時点では、2011~2015 年度にかけて、復興需要が実質 GDP の水準を平均 +0.8% ずつ下支えする展開を想定している。さらに、2011 年 1 - 3 月期の実質 GDP 成長率が下振れし、震災発生前の当社予想と比べ、所謂「成長率のゲタ」が 0.9% ポイント低下したことを勘案すると、東日本大震災による、2011 年度の実質 GDP 成長率に対する押し下げ幅は▲1.4% 程度と見られる。

2. 東日本大震災後の日本経済の構造変化と今後の政策課題

2. 1. 東日本大震災後の日本経済の構造変化

本章では、東日本大震災がわが国の経済構造に与える影響について考察した上で、今後のわが国の政策課題について検討したい。当社は、図表 2・3 に示した通り、東日本大震災の前後で日本経済を取り巻く環境は劇的に変化する可能性があり、政府・日銀の政策対応も修正を迫られると考えている。

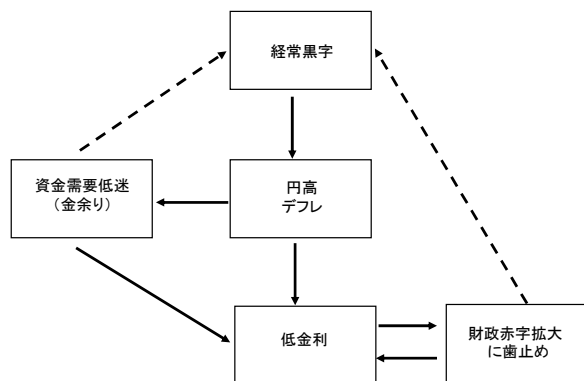
東日本大震災発生前のわが国では、財政赤字が国内の民間貯蓄で十分ファイナンスされており、経常収支は大幅な黒字であった。この結果、為替相場は「円高」基調で推移し、海外で先進国を中心にインフレ圧力が限定的であったこともあり、わが国では「デフレ」が継続した。「円高」「デフレ」が継続するなか、日本政府が適切な「供給サイドの政策（規制緩和、法人税減税等）」を講じなかったため、企業の期待成長率が低下し、資金需要は低迷した。

民間金融機関は、余剰資金の運用先として、消去法的に巨額の国債を購入せざるを得なかった。低金利の継続が、国債の利払い負担の軽減を通じて、財政赤字の持続を可能にした側面もある。「日本国債は国内で 95% が消化されており、わが国の投資家がとりあえず日本政府を信頼する限り、国債は暴落しない」との見方から、国債市場への資金流入が加速し、「国債バブル」ともいうべき状況が現出した。

こうした非効率な均衡のなかで、「ゆで蛙」の様に、日本経済は長期停滞の途を辿ってきたのである。

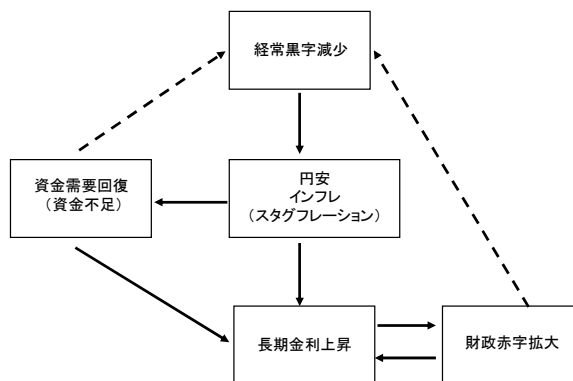
政策面では、震災前のわが国で必要とされたのは、基本的に「円高」や「デフレ」を阻止する政策であった。「デフレ」脱却の処方箋に関しては「百家争鳴」の状態であったが、極めて単純化して言えば、①規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策を重視、②「需要サイド」の政策を重視、という 2 つの考え方が対極にあった。震災前の政策対応を振り返ると、小泉政権下の一時期を除けば、規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策は総じて不十分であったと言わざるを得ない。また、「財政再建」への取り組みも、わが国が膨大な経常黒字を有するなかで、財政赤字拡大に伴う「国債暴落」の懸念が切迫したものではなかったこともあり、遅々として進まなかった。

図表 2 :
東日本大震災前の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

図表 3 :
東日本大震災後の日本の経済・金融環境



(出所) 大和総研作成

しかしながら、東日本大震災の発生で、日本経済を取り巻く環境は激変する可能性がある。結論を予め述べれば、震災の前後で、日本経済を取り巻く環境は、①財政赤字の拡大、②経常黒字の縮小、③「円高」から「円安」、④「デフレ」から「インフレ（若しくは『スタグフレーション』）」、⑤長期金利は「低下」から「上昇」、という5つの構造変化を起こす可能性がある。こうした構造変化は、「ゆで蛙」の様であった日本経済を、いきなり熱湯の中に投げ込む程の衝撃を与えるだろう。

第一に、今後は、震災後の復興に向けた巨額の資金調達が必要となるため、財政赤字が大幅に拡大するリスクがある。

第二に、財政赤字の拡大は、公的部門の「貯蓄投資バランス（黒字だと当該部門が資金余剰、赤字だと資金不足）」の悪化を意味するので、経常黒字を縮小させる可能性がある。

第三に、為替市場では、①日本と海外の金利差が拡大すること、②東日本大震災を受け急速な円高が進行した後、2011年3月にG7諸国の円売り協調介入が行われたこと等から、当面「円安」の進行が予想される。

第四に、世界経済の潮流が着実に「インフレ」へと向かうなか、今後はわが国の「デフレ」基調も曲がり角を迎える可能性がある。東日本大震災の悪影響（電力不足、「サプライチェーン（部品供給網）」の寸断等）や投機的な商品価格上昇といった「供給ショック」が続けば、わが国では良性の「インフレ」ではなく、悪性の「スタグフレーション（不況下の物価高）」に見舞われるかも知れない。当社は、日本が「復興需要」に支えられて最終的に「デフレ」から脱却する時期は2013年初頭と見ているが、当面極めて不安定な物価環境が続くことは間違いないだろう。

第五に、ここまで指摘してきた要因が複合的に作用し、わが国では「国債バブル」崩壊のリスクが生じている。財政赤字の拡大を受け、国債の発行が急増し国債市場の需給環境が悪化するとの観測が根強い。また、わが国では経常黒字の縮小が見込まれることから、ここまで国債市場を支えてきた「日本国債は国内で95%が消化されており、わが国の投資家がとりあえず日本政府を信頼する限り、国債は暴落しない」という神話の信憑性が低下している。さらに、民間企業の資金需要が強まってくると、金融機関が債券投資に振り向ける余剰資金の減少が見込まれる。国債価格の下落（＝

長期金利上昇)は、国債の利払い負担の増加を通じて、わが国の財政赤字の持続可能性に更なる疑問を投げ掛けることになるだろう。

2. 2. 今後の政策課題

東日本大震災後の日本経済を取り巻く環境の激変は、政府・日銀が講ずるべき政策対応にも大きな変更をもたらす。震災前のわが国で必要とされた政策は、基本的に「円高」や「デフレ」を阻止する政策であったが、現実には規制緩和、法人税減税などの「供給サイド」の政策は総じて不十分で、「財政再建」への取り組みも遅々として進まなかった。これに対して、震災後は、「供給サイド」の政策と「財政再建」への取り組みが従来以上に重要となろう。日本政府は、長年先送りしてきた2つの宿題を突きつけられたとも言える。

第一に、今回の震災は、「リーマン・ショック」の様な「需要ショック」ではなく、生産設備の毀損や電力不足問題の発生といった「供給ショック」の側面が強い。財政出動を中心とする「需要サイド」の政策に関しては復興需要への対応を中心にピンポイントで必要不可欠な範囲で発動する一方で、電力不足問題の解消を中心とする「供給サイド」の政策を従来以上に重視すべきだ。さらに、中長期的な課題である、規制緩和、法人税減税、環太平洋経済連携協定(TPP)への参加などの「供給サイド」の政策に関しては、日本経済の体質を改善し「産業空洞化」を防ぐ意味で、東日本大震災の発生を「口実」に先送りすることなく、着実に実行する必要がある。

第二に、今回の震災の様な「供給ショック」が起きた際に最も警戒すべきは、「クラウドディングアウト(大量の国債発行により金利が上昇し、民間の経済活動が抑制されてしまうこと)」の発生である。長期金利の上昇を防ぐ意味で、日本政府の「財政規律」維持に向けた中長期的なコミットメントが不可欠だ。勿論、震災に伴う復興費用はあくまで一時的な経費なので、必ずしも直ちに増税を行う必要はないが、景気動向を睨みつつ将来的な「復興連帯税」の導入等を担保する仕組みを構築すべきだ。

わが国の政策当局には、東日本大震災発生による日本経済を取り巻く環境の構造的な変化を認識した上で、「供給サイド」の政策と「財政規律」の維持を柱に据えた、適切な政策対応を望みたい。我々は、政府・日銀の適切な政策が講じられ、国民が一丸となって努力すれば、日本経済は必ずや「不死鳥」の様に復活すると確信している。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

中国経済、年後半は晴れか

岡三証券株式会社 経済調査部 オウ シェンシェン 王 申 申

百年に一度とも言われる世界金融危機が去り、中国経済にとってはほっと一息をつけると思いきや、現実には厳しい状況である。なぜならば、金融危機に対応するために実施した大規模な経済対策と金融緩和策が、経済の急速な落ち込みからの回復に寄与したものの、インフレの種も撒いてしまったからだ。昨年後半から、不動産市場のバブル化や同時にインフレ懸念の高まりに対し、中国政府は金融引き締めや不動産投資抑制へ舵を切った。また、経済対策の実施終了もあり、建設機械や住宅、自動車の売れ行きが鈍り、景気に対する下振れ懸念が高まった。しかし、2011年の経済運営において、中国政府は穏健な金融政策と積極的な財政政策を軸とし、インフレ抑制に重点を置きながら、経済構造の調整と経済成長を両立させる方針を打ち出している。果たして、中国経済は明るさを取り戻せるか？以下では、景気と物価という重要な鍵を中心に、足元の経済動向から考えてみたい。

Ⅰ 前半は曇りがち

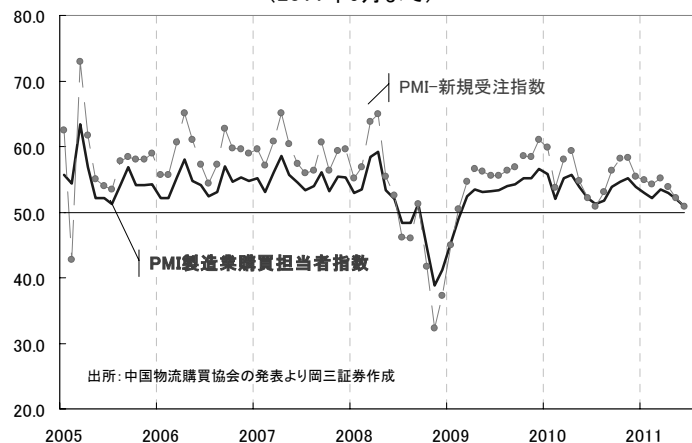
中国経済は、年初から曇りがちの状況が続いてきた。主要な経済指標からは減速、鈍化、物価急騰といった動きが多くみられるようになった。また、連続的な金融引き締め政策の実施もあり、インフレと景気後退が同時に起こるスタグフレーションを懸念する声も上がっている。

景気動向において、ネガティブな材料は少なくない。先進国の景気回復の動きが鈍っていることに加え、東日本大震災による輸出入の停滞などの影響もあり、6月の輸出は前年同月比+17.9%と、1~6月の水準（前年同期比+24.0%）を大きく下回った。また、不動産投資抑制策が強化され、自動車購入支援策の終了や一部の都市でのナンバープレート制限も響き、小売売上高も減速感をみせてきた。そして、6月のPMI

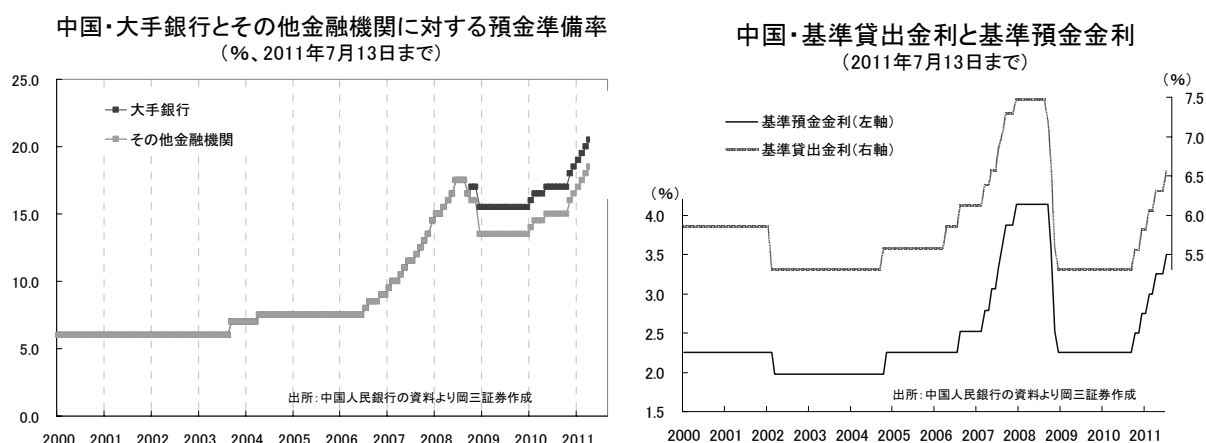
製造業購買担当者指数は 50.9 ポイントと 2009 年 3 月以降で最も低い水準となり、さらに、4~6 月期の実質 GDP は前年同期比+9.5%と、1~3 月期（同+9.7%）から小幅ながらもペースダウンした。

同時に、インフレの動向からも目が離せない。この6ヵ月間、消費者物価指数の上昇率は4%台から6.4%へ高まってきた。

中国・PMI製造業購買担当者指数と新規受注指数
(2011年6月まで)



物価上昇に対応するため、当局は食料品の国家備蓄の放出や農業関連補助金の引き上げ、製造業者に対する値上げの延期要請などの対策に取り組んできた。また、流動性懸念やインフレ懸念の高まりを警戒し、人民銀行（中央銀行）は預金準備率に加え、基準貸出金利と基準預金金利（一年物）をそれぞれ 6.56%、3.50%まで引き上げた。足元では大手銀行に対する預金準備率は 21.5%という記録的な水準となり、銀行に対する預貸率の規制も導入された。さらに、人民元対米ドルの基準レートは 1 ドル＝6.470 元（7 月 8 日）と高値を更新し、元高の動きも続いている。



そのほかにも悪材料が目立つ状況が続いた。相次いで干ばつや洪水に襲われ、天候不順が農業生産に悪影響を与えた。加えて、電力の需給バランスが崩れたことで、電力需要がピークを迎える夏には 3,000 万 kW 程度も電力が不足するとされており、重工業メーカーなどの大口電力使用先に対する制限強化の可能性も高い。

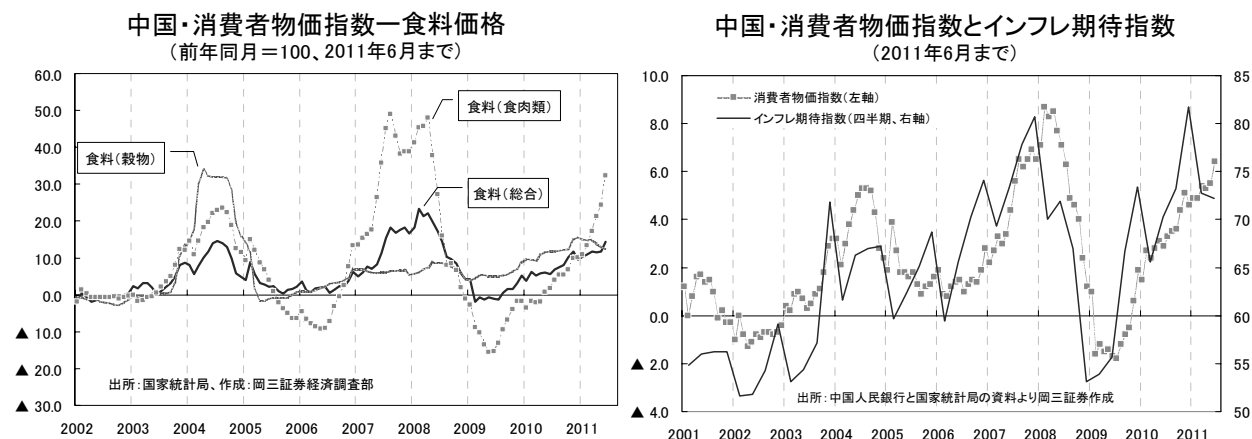
II 年後半は晴れか

米国景気のペースダウンや日本の震災の影響など海外経済の不透明感が増しており、輸出の減速傾向が年末に向けて続く可能性はある。そうしたなか、中国経済は曇がちから抜け出すことができるかどうか、その鍵はインフレの収束、個人消費や固定資産投資などの需要拡大にあると考える。

● 物価動向：先行きの落ち着きが見込まれる

物価動向に関しては、食品価格の上昇加速と非食品価格の緩やかな上昇傾向が懸念材料だ。なかでも、豚肉価格の高騰が新たな不安材料として注目されている。疫病の蔓延や養豚業の不採算状況などに起因した豚繁殖量や豚肉生産量の減少をみると、4 年前の猪年に起きた豚肉価格の急騰を思い出す。「歴史は同じように繰り返さないが、韻を踏む」と言われるように、インフレ期待指数の動きからは先行きの落ち着きを示しているものの、物価上昇の圧力は当面、高い水準で推移する可能性は高まるだろう。

しかしながら、当局による過剰流動性吸収の効果や不動産投資抑制の効果が表れていることは物価の落ち着きにとってプラス要因だ。加えて、テクニカルな動きながら、これからは昨年後半の高い物価上昇率の反動が出てくることにより、消費者物価指数の伸びが鈍化する動きを期待したい。そうなれば、物価抑制という観点から金融引き締め策を頻繁に強化する必要性が次第に低下し、金融政策微調整の余地が生まれてくるものと考ええる。



● 内需動向：積極的な財政政策が後押し

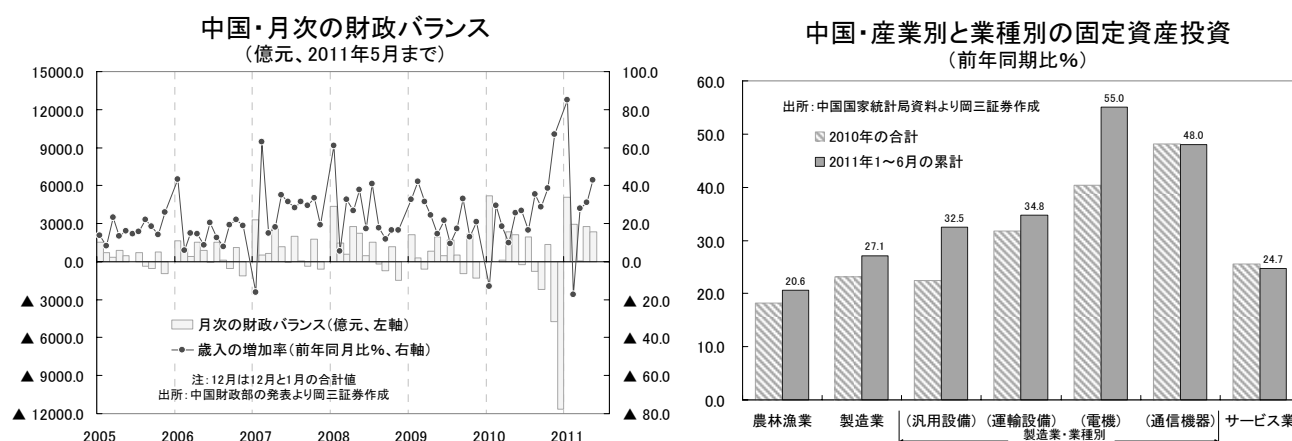
一方で、内需面ではポジティブな材料が表れ始めている。今年は消費拡大を目指す「第12次5ヵ年計画」の実施初年度であり、最近では、都市部養老保険（年金）や基本医療保険の全面的普及などの社会保障制度の整備を急いでいる様子が窺える。医療や教育などの社会インフラに対する財政支出が相次いで追加されていることに加え、年間平均最低賃上げ目標を13%と具体化させたことや個人所得課税基準や税率の見直しなどが次々と発表された。個人消費にとって不動産投資抑制や自動車購入制限などは短期的には逆風だが、社会保障セーフティーネットなどの取り組みが進むことに伴い、小売売上高は堅調な水準を維持するだろう。

個人所得累進税率

調整前		調整後	
課税所得額（月）	税率（%）	課税所得額（月）	税率（%）
500元以下	5	1,500元以下	3
500元超2,000元以下	10	1,500元超4,500元以下	10
2,000元超5,000元以下	15	4,500元超9,000元以下	20
5,000元超20,000元以下	20	9,000元超35,000元以下	25
20,000元超40,000元以下	25	35,000元超55,000元以下	30
40,000元超60,000元以下	30	55,000元超80,000元以下	35
60,000元超80,000元以下	35	80,000元超	45
80,000元超100,000元以下	40		
100,000元超	45		

注：課税所得額とは所得から最低課税額を差し引いたもの。
出所：中国中央政府の資料より岡三証券作成

そして、当局の「積極的な財政政策を維持」という方針も無視できない。様々な社会インフラ投資計画は建設の必要性自体が高く、年後半は特に保障住宅の建設、農業や水利関連の整備などの投資が大幅に増加する見通しだ。そのほか、経済構造の転換を図る一環として、基軸産業のレベルアップや新興産業の育成などに対する投資も活発化している。これらの政策はその重要度の高さと、財政資金が潤沢にあることを踏まえて考えると、更なる財政出動がなされることが期待される。投資主導の経済成長パターンが続いているとの批判もあるが、産業構造の迅速な改善を見込んだ投資拡大は必要だ。積極的な投資により景気の減速リスクは軽減されるとみている。



物価を抑制しながらも経済高成長と構造改革を両立させるという目標は、中国政府の手腕を試すビッグチャレンジに違いない。ただ、2011 年前半には当局が物価抑制と産業構造の調整を同時に手掛けながらも、やや高めの経済成長を維持するという実績を挙げた。年末に向けては、物価動向に予断を許さないものの、その緊迫さは軽減していくだろう。一方で、産業構造の調整への重点シフトが経済の活性化をもたらし、中国経済は明るさを取り戻すことが見込まれる。

世界経済を揺るがす悪性インフレ

BNPパリバ証券株式会社 チーフ・ストラテジスト 島本 幸治

1. 震災後の日本経済

3月に勃発した東日本大震災は、日本のみならず世界経済に大きな影響を及ぼした。例えば、7月8日に発表された6月の米雇用統計では、非農業部門の雇用者数が前月比+1.8万人と市場予測の10万人台を大幅に下回る結果となった。日本の被災地を中心に製造業のサプライチェーンが破壊された影響から、軒並み各国で4-6月期の経済指標は下振れた。

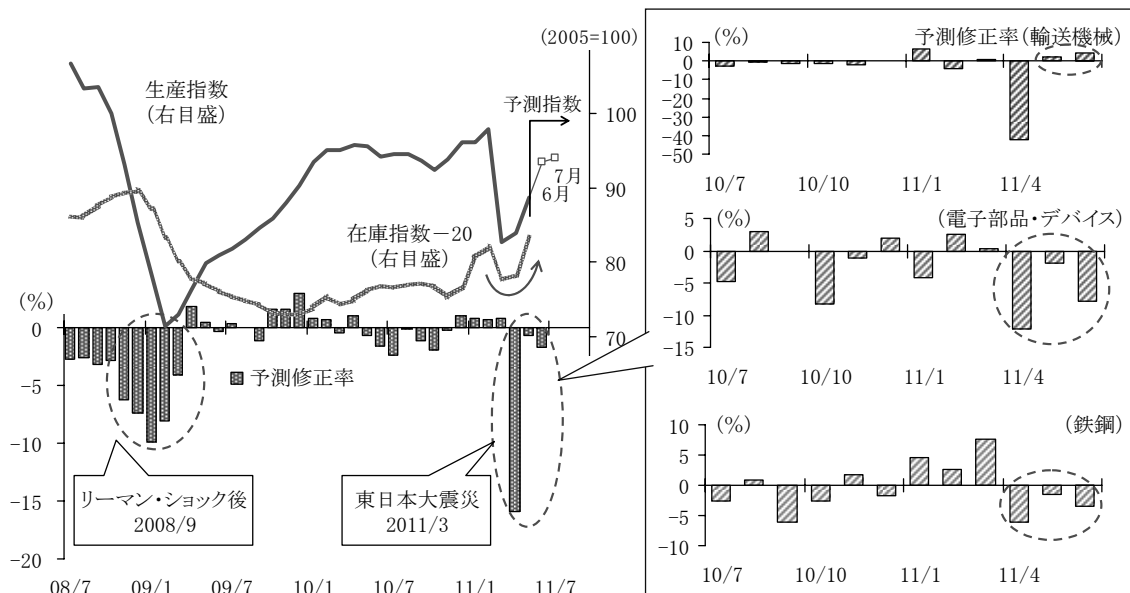
その後、日本の景気は緩やかな回復軌道に戻っている。6月29日に発表された5月の鉱工業生産は前月比+5.7%と予想通りの大幅上昇となった。震災が勃発した3月に同▲15.5%と統計開始以来の落ち込みを記録した後、4月は同+1.6%と下げ止まっていた。また、6月の予測指数も同+5.3%と大幅な増産が見込まれており、5-6月は震災復旧を反映して生産が急速に回復する局面になったと見られる。

また、生産予測指数をベースに試算すると、4-6月期の生産は3月の落ち込みにより前期比▲3.8%の大幅マイナスとなるが、7月の生産水準は4-6月期の平均を5.9%上回る計算となる。8-9月の生産が大きく落ち込むことはないだろう。鉱工業生産と実質GDPの連動性を勘案すると、4-6月期は2期連続のマイナス成長が避けられないが、7-9月期にはプラス成長に転じる可能性が高い。

図1 鉱工業生産・在庫・予測修正率

＜ 生産・在庫・予測修正率 ＞

＜ 業種別の実現率・予測修正率 ＞



(出所) BNPパリバ証券作成

もっとも生産の回復テンポは、震災直後の5-6月と比べると、さすがに鈍る見通しである。例えば、7月の生産予測指数は前月比+0.5%と小幅な上昇に留まっている。また、生産の先行指標となる予測修正率も5月の▲0.6%に続いて6月も▲1.7%と、震災直後の4月(▲15.9%)ほどでないが依然としてマイナスが続いており、生産の回復テンポが鈍化して行く可能性を示している。

予測修正率を業種別に見ると、震災後にサプライチェーンの影響を強く受けた輸送機械は2ヶ月連続で上方修正となった一方、鉄鋼業や電子部品など素材業種は下振れが続いている。電子部品に関しては、部材のボトルネックや、7月からの電力使用制限令の発動が影響していると見られるが、素材業種全般ではアジアを中心とする海外景気の減速が生産の回復を抑制している可能性がある。

2. 世界経済を圧迫するインフレ

現在、世界経済を牽引している中国で景気下振れのリスクが高まっている。その原因はインフレ圧力の昂進である。中国共産党は、景気の下振れリスクを犯してでも、政治的にはインフレ抑制と格差是正を優先し始めた。そこで人民銀行は、預金準備率の引上げを続けている他、人民元の上昇ピッチを早めている。今後は変動幅を拡大させる可能性もある。

因みにインフレ圧力の高まりは中国だけに見られる現象でない。多くの先進国も同様である。例えば、FOMCでFedは予定通りQE2を6月末に終えた。確かに景気回復テンポは鈍っており、住宅市場の低迷と言う火種も抱えている。それでも、異例の量的緩和を続けた副作用としてガソリンなど資源価格が高騰し、個人消費を圧迫している問題が深刻であるからだ。

70年代の米国では、停滞(stagnant)とインフレ(inflation)の合成語として「スタグフレーション(stag-flation)」が使われるようになった。そして今では、中産階級の貧困化(screwing)とインフレを重ねた「スクリューフレーション(screw-flation)」が使われ始めた。いよいよ2012年に大統領選挙を控えて、政治的にも悪性インフレを放置し難い雰囲気が醸成されてきた。

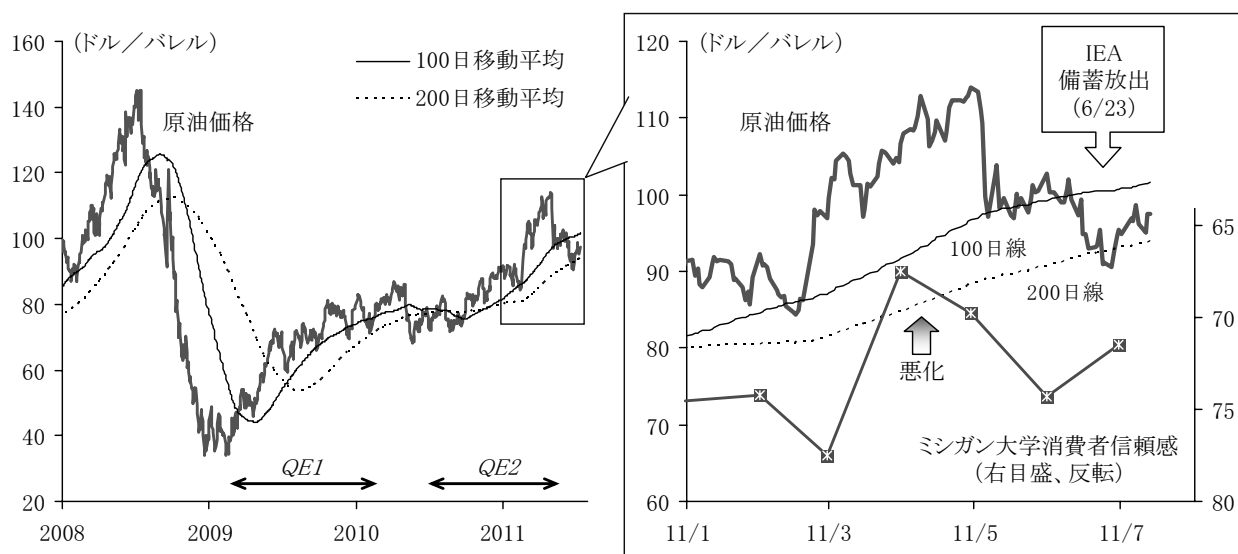
特に今年に入り、米国の消費マインドは原油価格と連動している。3月に原油価格が急騰すると4月にマインドが悪化し、逆に5月に原油価格が反落すると6月にかけてマインドは改善している。これを見る限り、確かに資源価格の高騰は景気の悪化要因であるが、同時にビルトイン・スタビライザーとしての役割を果たしている。即ち、スパイラル的に景気を悪化させる要因ではない。

景気が過熱すると資源価格が上昇し、資源価格が高騰すると景気が減速する。こうした振幅を繰り返しながら、近年の景気サイクルは短期化している節もある。その振幅を追いかけるだけでなく、インフレが景気に対する逆先行指標となっている構図に注目すべきである。その背景には、先進国の金融緩和が恒常化し、資源価格が実態以上に上振れ易い状況にあることが影響している。

図2 米国：原油価格と消費マインド

< 原油価格 (2008 年以降) >

< 原油価格と消費マインド (2011 年) >



(出所) BNP パリバ証券作成

3. 奮闘する米政策当局

各国の政策当局が悩みを抱えている。今でも尚、世界経済の中心にある米国政府の悩みは特に深い。リーマンショック後の景気回復と財政再建の二兎を追い、非正統的な金融緩和を続けた結果、悪性インフレと言う問題が台頭してきた。ここで金融引締めを急げば住宅市場に悪影響が発生する恐れが大きい他、Fed による保有資産の売却は金融市場を混乱させるリスクがある。

こうしたなか、米政府は苦肉の経済政策を打ち出している。その第一弾として、国際エネルギー機関（IEA）は6/23に加盟28ヶ国による石油備蓄の放出を決めた。本来、IEAの備蓄放出は供給不足対策が目的で、価格対策に利用しないことが原則だが、もはや背に腹は変えられない。実際に当日のWTI原油先物価格は一時90ドル台を割り込む動きを見せたが、その効果は長続きしなかった。

結局の所、マクロ政策の王道は金融政策と財政政策に帰結する。今次局面では金融緩和策が悪性インフレと言う限界に直面しているだけに、今後は財政政策が注目される。目下の焦点は財政赤字削減である。財務省は連邦債務上限が引上げられない場合、8月2日にはデフォルトに至ると想定している。起草した法案が承認される日程から逆算すると、7月22日までに合意に達する必要がある。

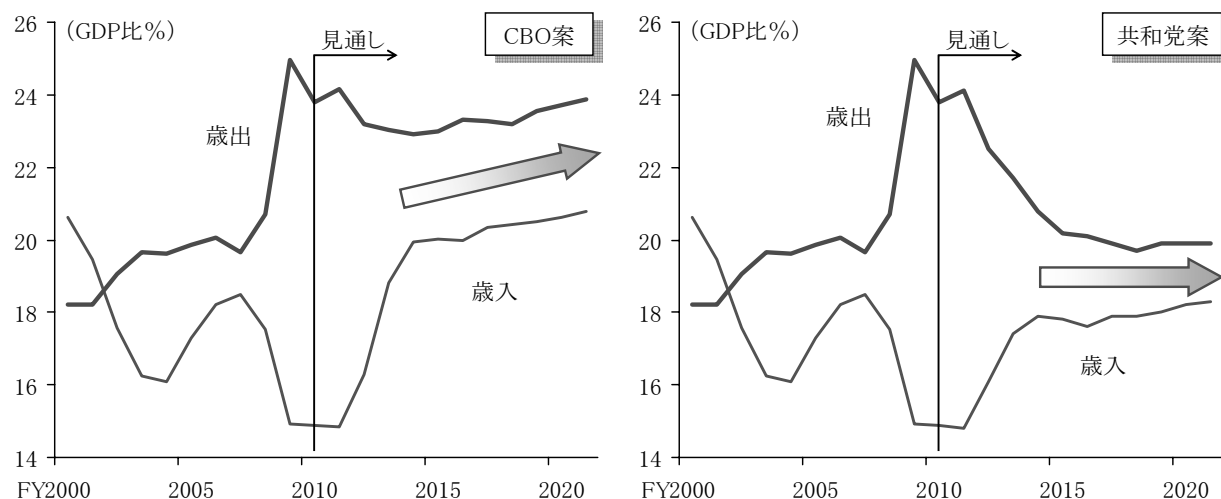
各種メディアの報道によると、まさに現在、与野党間で財政赤字削減策の調整が大詰めを迎えている。歳出面では、大幅な歳出削減を求めている共和党が譲歩している。既に1兆ドル近い規模の歳出削減が既に合意された模様であるが、その多くはイラクとアフガニスタン関連の国防支出に限られる。富裕層向けの増税を抑えることで、歳入拡大案についても議論に応じ始めている。

民主党も歳入増加案の腰が引けてきた。そのメニューは項目別税額控除の上限設定と、増税に依存しない他の歳入拡大措置に限られている。例えば、項目別税額控除の上限を現行の「100万ドル以上」から「25万ドル或いは50万ドル以上」に変更し、最高額は現行の35%から28%（最高所得税率の場合）に下げられことで、向こう10年間で2900億ドルの歳入増加を見込んでいる。

図3 米国：財政赤字削減策

< CBO案（大きな政府） >

< 共和党案（小さな政府） >



(出所) BNP パリバ証券作成

諸般の情勢を勘案すると、議会では8月2日のデッドラインの前に1.5兆ドル程度の財政赤字削減案が合意に達する可能性が高い。もっとも、必ずしも実現性の高い内容とはならないであろう。それでも連邦債務の上限額が同程度引き上げられ、財務相は少なくとも来年初めまでの資金調達が可能となる。与野党の議論の末、最終的に残されるのは、財政規律の緩和と国債の増発となりそうだ。

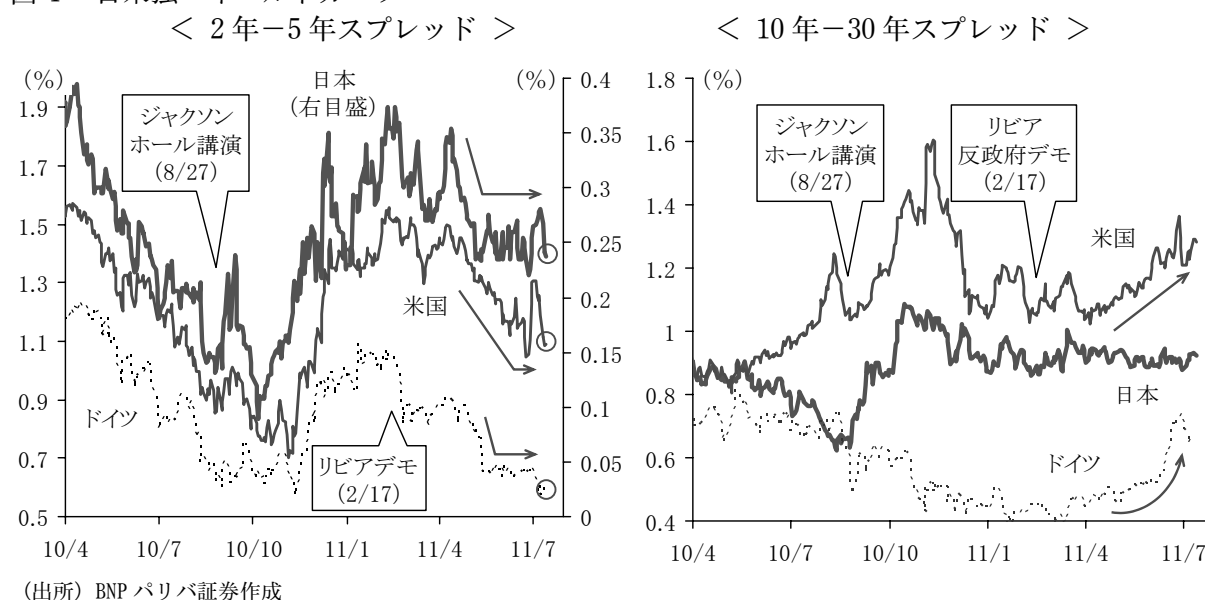
4. 金融緩和から財政緩和へ

日本のサプライチェーン問題が改善した後も、世界経済の回復テンポは緩慢であろう。悪性インフレの問題が台頭しているからだ。悪性であれ良性であれ、インフレ圧力が高まる経済で、金融緩和政策は有効でなくなる。そのため、米国はQE2を打切らざるを得ず、欧州は利上げを継続し、中国では金融引締めがバブル崩壊のリスクを高めている。今後の景気対策は財政措置が重要になる。

そこで日米欧のイールドカーブ変化を見ると、各国共に似た動きを示している。中短期セクターに関しては、リビア情勢が緊迫化した2月頃から景気減速を反映しフラット化していた。ところが足許では、絶対金利水準が物理的下限に迫る日本に続いて、インフレ圧力への対応からECBが利上げを続けるドイツや、FedがQE2を打切る米国においてもフラット化から横這い推移に転じている。

他方、超長期セクターのイールドカーブに関しては、欧米ではスティープ化の傾向が顕著である。米国ではソフトパッチで全般的に金利水準が低下するなか、超長期セクターは夏以降の国債増発に対する警戒感が根強い。ドイツでは質への逃避が一服している他、オランダの年金制度改革による特殊要因も影響している。こうしたイールドカーブ変化は、金融市場の関心が金融政策から財政政策に移行しつつある様子を示している。

図4 日米独：イールドカーブ



財政負担が高まるのは、日本も同様である。例えば、政府は原子力損害賠償支援機構への資金援助のため、2兆円の交付国債を発行する方針を決めている。7月15日にも提出する第2次補正予算案に発行枠を設定する。今後は被害額が膨らむ際に、第3次以降の補正予算で発行枠を追加する。その第3次補正予算の成立は10月に遅れる公算であるが、いずれにせよ10兆円を越す歳出規模が編成され、直ちに国債増発が必要になる見通しである。

そして看過出来ないのは、税と社会保障の一体改革における消費税率引き上げ時期が玉虫色の決着となった点である。財政規律を重視してきた菅政権の求心力が急低下するなか、消費税率の引き上げを規定路線とするのは難しくなっている。この背景には、衆院議員の任期が残り2年余りとなり、また今後の政局次第では突発的な解散総選挙に至る可能性が高まってきた事実も影響している。

金融政策が悪性インフレという限界に直面し、今後は財政政策の行方が注目される。その点では世界各国で重要な選挙が集中する2012年が迫るなか、政府が世論に迎合する形で財政規律を緩める可能性がある。特に日本では、歴史的な大震災という事態がポピュリズムの台頭に拍車をかけている。年後半から来年にかけて、各国で財政政策の動向から目が離せない。金融市場を展望する際には、政局や政策が債券相場の突発的な逆風となるリスクが高まると言える。

特別報告

銀行の11年3月期決算 ―問われる成長戦略―

ドイツ証券 マネージングディレクター シニアアナリスト 山田 能伸

要旨

日本の銀行はリーマンショック直後の09年3月期、全体として赤字決算に陥ったが、欧米と違い公的資金注入の必要はなかった。不良債権比率が低位で安定するなど、業績のダウンサイドリスクは確実に低減している。その一方で、長期的な株価の傾向は右下がりとなっている。主要行では、バーゼル3対策の増資が一株あたりの株式価値を薄めたのが主因であるが、欧米やBRICsの銀行と比較した場合の収益力の低さや成長力の欠如が市場での評価を下げている。地方銀行も業績は安定しているが、人口減少が始まることを前提にすれば、海外に新たな収益機会を求めることの出来る主要行と比較して、その将来性に疑問を持つ見方が市場に根強い。本稿では、11年3月期決算を概観するとともに、日本の銀行の成長戦略に関して筆者の考え方を述べて生きたい。

主要行：海外業務の今後

図表1: 主要行 FY3/11 実績、FY3/12会社予想 (連結、億円)

	銀行単体	実質業務純益		与信費用			株式損益		
	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想
三菱UFJ	9,734	11,570	10,200	3,616	1,742	1,550	131	-1,314	-
三井住友FG	7,695	8,326	7,500	2,547	943	1,000	39	-873	-
みずほ	6,860	7,424	6,870	1,571	-160	1,250	110	-762	300
りそな	2,647	2,601	2,580	821	368	590	43	-17	-
三井住友トラスト	2,844	2,333	2,350	-23	74	300	49	-74	-
住友信託	1,754	1,298	1,300	-85	142	200	-78	-62	-
中央三井トラスト	1,090	1,035	1,050	61	-68	100	127	-12	-
合計	29,780	32,254	29,500	8,532	2,967	4,690	372	-3,040	-

	銀行単体	経常利益		連結	経常利益		当期利益		
	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想
三菱UFJ	4,611	7,627	7,600	5,457	6,464	10,700	3,887	5,831	6,000
三井住友FG	4,627	5,957	6,000	5,588	8,254	8,400	2,716	4,759	4,000
みずほ	3,057	5,073	4,800	3,271	5,885	6,600	2,394	4,132	4,600
りそな	1,526	1,931	1,820	1,523	2,103	1,900	1,322	1,601	1,500
三井住友トラスト	2,126	1,494	1,750	2,316	1,855	2,150	1,000	1,308	1,500
住友信託	1,275	720	950	1,481	1,008	-	532	835	-
中央三井トラスト	851	774	800	834	847	-	468	473	-
合計	15,947	22,082	21,970	18,155	24,561	29,750	11,319	17,631	17,600

出所：各行

前期増益の理由：与信費用の低下

11年3月期の主要行5グループの連結当期利益は合計1.76兆円で、10年3月期と比較して55.8%の増益となった（図表1）。10年3月期は、リーマンショックによる09年3月期の赤字決算から黒字に転じた年度であったので、結果として2期連続で増益が達成されたことになる。11年3月期の増益の内訳を見ると、業務純益の増加と与信費用の低下が株式損益の赤字額を上回った。銀行別では、MUFGでノンバンクなど連結子会社の業容縮小でトップライン収益が減益となったものの与信費用が低下し、50%増益につながった。SMFGでは市場部門収益が好調であったほか、SMBC日興証券など子会社が好調だった。みずほFGでは3Qまで与信費用が戻り益であったことなどから与信費用が大きく低下した。

今期も実質増益：保守的な会社予想

今期の会社予想は、連結当期利益の合計が1.76兆円で前期比横ばいである。全体的に、市場部門収益の低下で単体実質業純が減益となるほか、与信費用も増加する。ただ、経常利益は大きく減少しない。これは、主に前期に損失となった株式関係損益がブレイクイーブンに戻るためとみられる。連結当期利益を個別に見ると、MUFGでは実効税率が上昇するが前期に赤字であったアコム、ニコスと証券子会社が黒字化することで2.9%の増益が見込まれている。SMFGでも実効税率が上昇する結果、減益となるが税率を前期と同じと置けば実質横ばいとなる。みずほでは傘下の信託、証券2社の100%子会社化、三井住友トラストでは株式交換による持株会社の設立で、順に700億円、400億円の負ののれん代が生じるため増益となる。ただし、前期を含め特殊要因を除くと、ともに実質横ばいとなる。りそなは減益予想だが、与信費用を保守的に見積もっていると思われ、こちらも実質横ばいになる公算がある。なお、MUFGはモルガンスタンレーの持分法適用会社化を予想に盛り込んでいない。2,000億円とみられる持分法化に伴う一時的な利益のほか、同社の利益取り込みによる増益が期待される。

総合金融機関化戦略の蹉跎

国内銀行業務の停滞を背景に、主要行は総合金融機関化を指向した。例えば、MUFG、SMFG、みずほの3大銀行は全て証券子会社を持ち、その業容は專業証券に準ずるものになっている。3大銀行はまた信販子会社をグループ内に置き、MUFGとSMFGは消費者金融子会社を持つ。三井住友トラストも子会社でリース、各種クレジット業務、不動産金融を手がけている。しかし、こうした総合金融機関戦略は、大きな目的としていた本体とのシナジー効果や、連結収益への寄与を生んでいない。現状、主要行の多角化戦略が機能しているとはいいがたい。しかし、逆に損失を生んでいる子会社が利益を出せば、連結収益の増益効果が大きくなるという特徴がある。

新たな成長戦略：それぞれの方向性

邦銀の国内業務は成長力に乏しい、というのが市場コンセンサスとなっている。ただ、MUFGの場合、11年3月期に米国の子銀行であるUnion Bankが2つの地銀を買収したほか、決算説明資料の中で優良投資機会には今後も積極的に対応するとしている。みずほは、みずほ銀行とみずほコーポレ

ート銀行の合併方針を発表した。合併を前提にすれば、経費削減による増益が期待できる。SMFG もアジアを中心に海外収益の拡大を新しい経営計画に盛り込んだ。主要行に関しては、今後数年のレンジでは収益の拡大が続く可能性がある。

地方銀行：ディフェンシブ性を発揮

図表2：地方銀行 FY3/11 実績、FY3/12会社予想 (連結、億円)

	銀行単体	実質業務純益		与信費用			株式損益		
	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想
横浜	1,120	1,064	1,070	546	276	240	29	0	-
静岡	727	704	663	233	96	50	29	-12	-
千葉	819	785	745	194	104	95	-12	-46	-
常陽	436	462	-	195	229	160	-33	-31	-
京都	392	390	324	127	52	60	-1	1	-
ふくおかFG	793	807	787	259	155	130	-58	5	-
スルガ	364	362	330	134	305	115	-9	-32	-
合計	4,651	4,574	3,919	1,688	1,217	850	-55	-115	0

	銀行単体	経常利益		連結	経常利益		当期利益		
	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想	FY3/10 実績	FY3/11 実績	FY3/12 会社予想
横浜	529	750	790	538	817	835	309	471	480
静岡	505	587	600	539	642	645	328	362	370
千葉	535	598	620	569	653	655	376	406	415
常陽	185	189	260	203	208	280	141	140	170
京都	256	331	245	267	352	258	157	184	154
ふくおかFG	419	577	589	331	499	515	284	260	270
スルガ	213	11	210	220	21	217	142	26	138
合計	2,642	3,043	3,314	2,667	3,191	3,405	1,736	1,848	1,997

出所：各行

前期増益、今期も増益の理由

次に、ドイツ証券がカバーする地銀7行の、11年3月期（前期）決算と12年3月期（今期）会社予想を見ていきたい。前期の連結当期利益はスルガ銀行が大口の不良債権発生で大幅な減益となったものの、7行の合計は1,848億円と10年3月期の1,736億円から6.4%の増益となった。与信費用の低下が主な要因である（図表2）。一方、今期の会社予想は7行の合計が1,997億円と、前期比8.1%の増益となる。スルガ銀行が前期の反動で大幅増益となる一方、京都銀行は債券関係損益の減少などで減益を予想している。しかし、7行全体の計数は2期連続で増益となる。他の産業を含めた市場全体で見ても、2期連続増益のサブセクターは多くないと考える。主要行と比較するとやや高めの与信費用が今期も低下するとみられるほか、貸出の増加も期待される。地銀には基本的に東電問題はなく、引き続きディフェンシブ性を発揮していくと思われる。

公的資金と再編の動向

東日本大震災の被災地では今後、二重債務問題が大きくなる可能性がある。国による十分な支援が予想されるが、そのスキームを確認しておく必要があるだろう。公的資金は現状では地域経済に安心感を与えるものとして銀行経営陣に認識されていると思われ、これで業界再編が一気に進む状況にはないと考える。

成長戦略：発想転換のタイミング

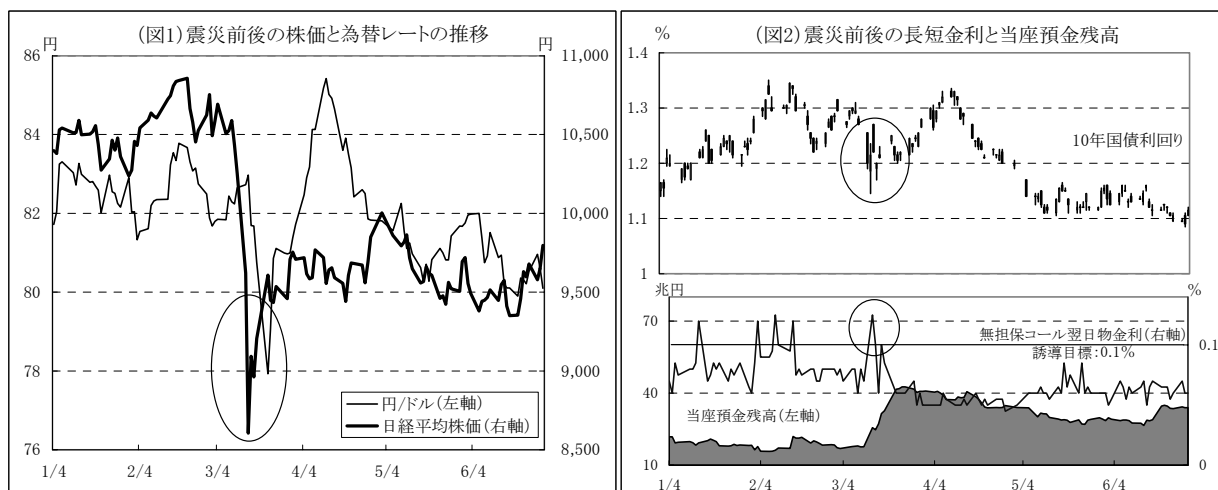
我が国は今後、本格的な人口減少時代を迎える。よく知られていないが、日本の人口は1950年から2005年までの55年間で、8,400万人から1億2,900万人まで1.5倍に増加した。現在の政治、経済、教育、医療、福祉といった仕組みは、この人口増加時代に構築されたものだが、現在のところ大きな変化は見られない。日本は早急に社会の仕組みを人口減少に見合ったものに変える必要があるが、国全体として変革に伴う痛みをきらい、問題を先送りしているのが現状だろう。日本の銀行業も現在、大きな変革を迫られている。人口減少に伴い縮小均衡路線をとればよいとの指摘もあるが、銀行業の場合、バランスシートの縮小はかえってリスクを増加させる懸念がある。顧客にとって価値のあるサービスを提供するためにも、新たな成長戦略を確立して行くことが急務であろう。前述のように、主要行の場合、過去に成長戦略と位置づけた証券業務、ノンバンク業務とも軌道に乗っていない。ただ、アジアの成長を取り込むという道が残っているほか、米国でも新たな買収案件が登場する可能性がある。地方銀行の場合、大都市圏ではなお人口が増加しているが、地方では人口の減少が本格化しているほか、中小企業の海外進出が増加しており産業の空洞化が懸念される。地方銀行も顧客の動きに連動して海外進出を本格化させるべきと考えるが、個別行では限界がある。過去からの長い歴史があり、各行が独自のカラーを持っていることは理解するが、顧客の利便性を図るのであれば、本格的な業界再編を検討すべきタイミングに来ていると感じる。

大震災の起債市場への影響 — 包括緩和策の役割 —

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

1 はじめに

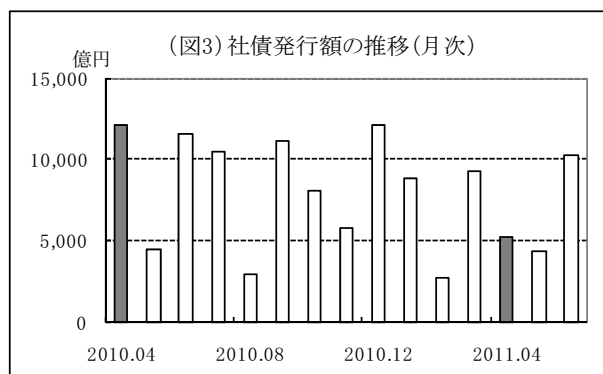
3/11 東日本を襲った大地震は、被害総額 25 兆円にも上るとされる未曾有の惨事となった。インフラ被害が広範囲に及びサプライチェーンは分断され、さらに原発事故による長期的な電力不足が重なり、その被害は全国に波及している。大震災のインパクトは多岐にわたり、実体経済のみならず金融市場にも少なからぬ影響を与えた。地震発生後、金融市場の動揺を抑えるため日銀が実施した空前の規模¹の流動性供給が奏功し、翌日物金利は抑制され、金融システム危機は回避されたものの、株価をはじめ債券・円相場は乱高下し（図1・2）、起債市場においては延期・中止を余儀なくされた。以下では、今なお資金調達に困難を極める電力債を中心に、震災の起債市場への影響と金融政策の役割について考察する。



(出所) QUICK

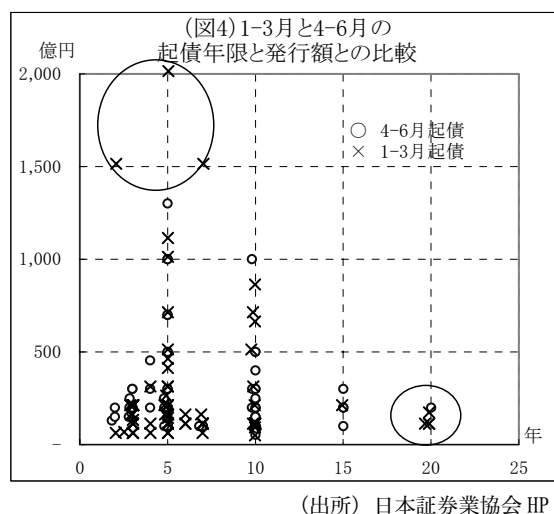
2 社債市場—電力債は沖縄電力を除き依然発行できず

震災翌週の 3/16 に西日本シティ銀行が個人向け劣後債を条件決定したほかは、起債の見送りが相次ぎ、4/12 の三菱東京UFJ銀行・野村ホールディングスの起債からようやく正常化への動きがみられ始めた。そのため 4 月の発行額は、前年同月と比べ半分に満たない水準にとどまった（図3）。また、1-3 月と 4-6 月とで震災前後の発行額と年限について比較すると、震災後は大型起債と超長期債が減っていることが確認できる（図4）。需給環境を探りながら、慎重に条件決定している様子が伺える。



(出所) 日本証券業協会 HP

¹ 当時の新聞等では「6 営業日連続の即日資金供給が累計 40 兆円」との報道がなされたが、そのすべてが翌日物であり、当座預金残高としては 17 兆円台から 42 兆円への増加となったことに留意する必要がある。しかし、当座預金残高 42 兆円という水準は、2004 年 3 月末の 36 兆 3600 億円を更新して過去最高となり、大量の資金供給がなされているとの安心感を醸成するのに寄与したといえる。



(表1) 社債の業種別発行額ランキング

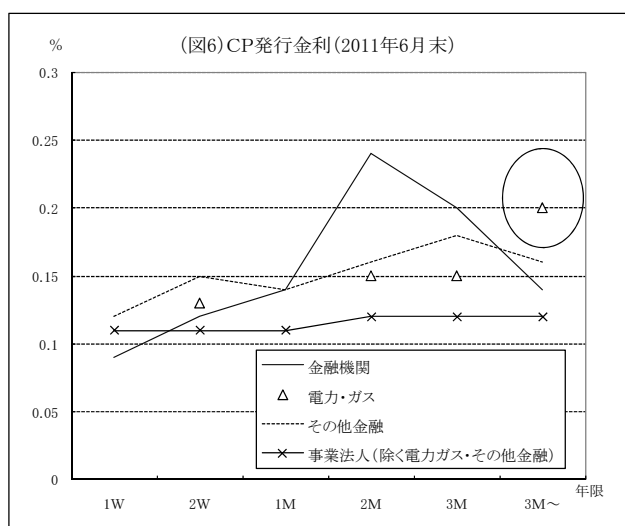
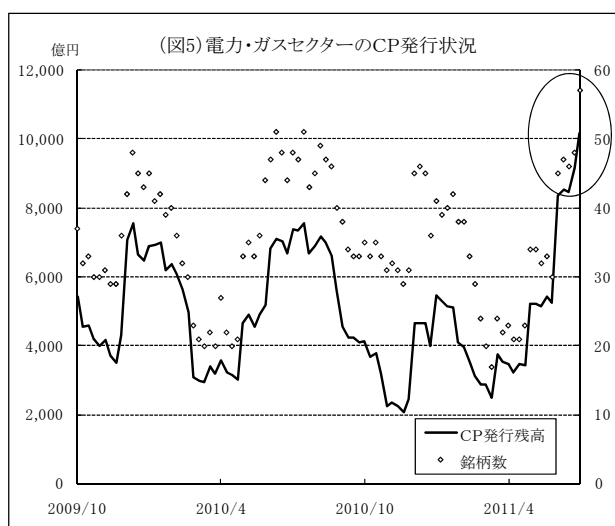
(単位: 億円)

	発行額		シェア	
	2011年4-6月	2010年度	2011年4-6月	2010年度
1(1) 銀行業	5,503	21,733	29.8	21.9
2(8) 情報・通信業	2,500	4,635	13.5	4.7
3(3) その他金融業	2,030	10,150	11	10.2
4(12) 輸送用機器	1,200	1,880	6.5	1.9
5(6) サービス業	1,150	5,330	6.2	5.4
6(9) 卸売業	1,100	2,850	6	2.9
7(16) 鉄鋼	900	1,450	4.9	1.5
8(5) 陸運業	850	7,330	4.6	7.4
9(7) 証券商品先物	754	5,060	4.1	5.1
10(4) 電気機器	700	9,300	3.8	9.4
11(10) 不動産業	600	2,520	3.2	2.5
12(23) 機械	300	560	1.6	0.6
12(一) 海運業	300	—	1.6	—
14(30) ゴム製品	200	130	1.1	0.1
15(2) 電気・ガス業	100	11,850	0.5	11.9
15(16) 化学	100	1,450	0.5	1.5
15(26) 非鉄金属	100	200	0.5	0.2
15(26) 金属製品	100	200	0.5	0.2

注) () 内の数字は2010年度の順位

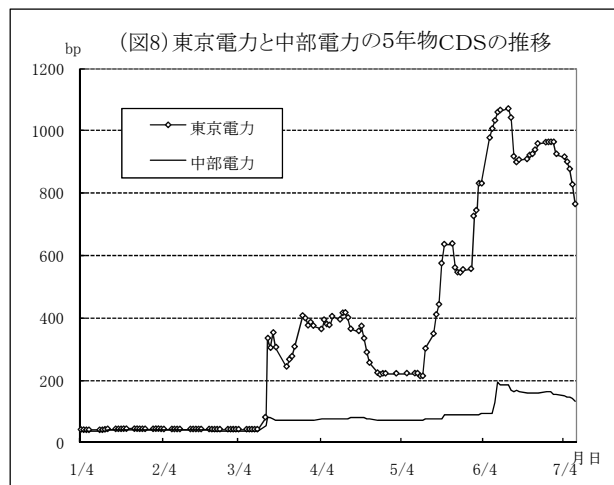
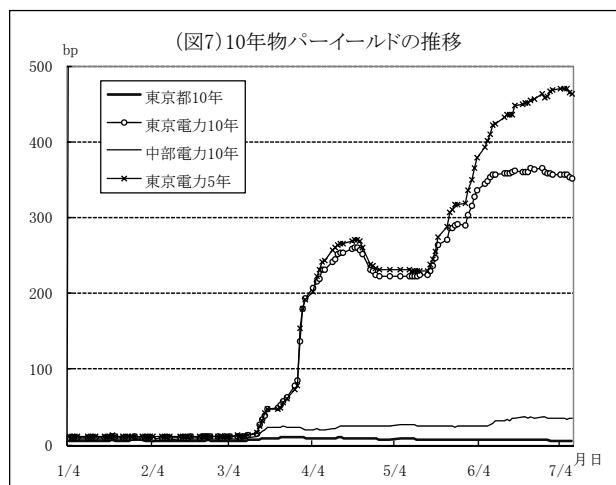
(出所) QUICK

電力会社の起債環境は一層厳しい。提示されている原発事故の賠償スキームの概要によると、電力各社が原発保有基数（原発発電量）に応じた額を負担する見込みである。さらに原発の再稼動には年月がかかり、休止中の代替手段での電力供給には原発対比コストが嵩むため、電力各社の収益を圧迫する。原発を持たない沖縄電力だけが6月に100億円起債できたほかは起債が困難な状況が続いており（表1）、銀行借入だけでなくCPでの資金調達を進めているようである（図5）。年限は社債の代替となるよう、6ヶ月物程度の長めの設定とみられ、その発行金利は0.2%程度と、高格付けの代名詞であった電力セクターが他の業種と比べ高めの水準に上昇している（図6）。



電力債の流通利回りも全般的に上昇したが、なかでも東京電力は5年で4%を超える水準まで急騰した（図7）。ただし、これは“参考統計値”（売り気配と買い気配の中値）であり、実際には証券会社が買い取るケースは稀で、5年で5%程度の買いレート（国債比460bp）であるともいわれる。また、売りレートは5年で3.5%程度（同310bp）とオファービッドは非常にワイドである。東京電力以外の電力債は国債比40bp程度であるが、沖縄電力は同20bpと原発保有の有無はスプレッ

ドにも反映されている。なお、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場では、東京電力の保証料率が一時 1,000 b p を上回った²（図 8）。これは、東電向け融資の債務放棄発言等を映したものであるが、賠償支援法案が閣議決定した（6/14）後は、デフォルト懸念の後退から低下基調にある。

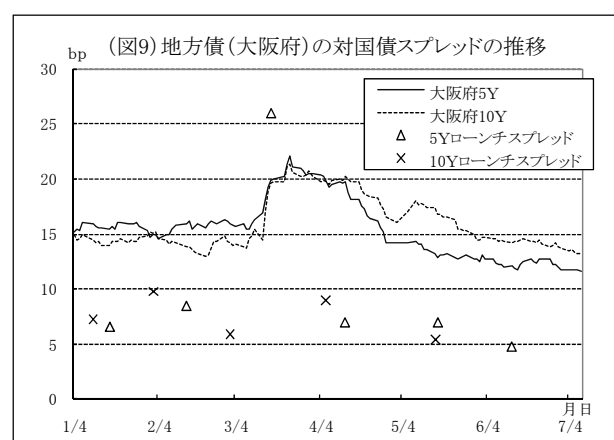


（出所） QUICK

3 地方債市場—起債を数日延期、スプレッドは一時上振れするも再びタイトに

3/14 に予定されていた大阪府 5 年債の起債は、3/15 に延期後 3/17 に再延期され、条件が決定された。ローンチ（起債）スプレッドは 2 月の 10 b p 弱から 26 b p に跳ね上がった。しかし、ローンチスプレッドの拡大は 3 月のみであり、4 月以降は縮小傾向をたどり、特に 5 年物はこれまでにない水準にタイトニングしている（図 9）。

その他起債が延期された銘柄は、表 2 のとおりであり、同様の傾向が確認できる。リスク資産のボラティリティ上昇を背景に、一般債の発行減少により行き場を失った資金が、4 月以降国債・地方債をはじめ高格付銘柄に流入している様子がみとれる。



（表2）地方債のローンチスプレッドの推移

（単位：bp）

	2月	3月	4月	5月	6月
東京都10年	4	15	7	4	3
愛知県10年	6	17	9	6.5	3.5

（出所） QUICK

4 金融政策—包括緩和策を拡大、東電債を買入

日銀は潤沢な資金供給だけではなく、3/14 の金融政策決定会合で資産買入額をこれまでの 5 兆円から 10 兆円へと、5 兆円増額することを決定した（表 3）。内訳は C P ・社債の増加が最も多く、クレジット市場の混乱に対処する姿勢が伺われる。

これまでの社債買入オペの結果をみると、震災後の 4/6 に応札利回りが急上昇し、テール（平均利回りとの差）が拡大しているのがわかる（表 4）。これは買入対象に東京電力債が含ま

（表3）買入残高の上限

（単位：兆円）

	当初	3月14日	増加額
利付国債	1.50	2.00	0.50
TB	2.00	3.00	1.00
CP等	0.50	2.00	1.50
社債等	0.50	2.00	1.50
ETF	0.45	0.90	0.45
REIT	0.05	0.10	0.05
計	5.0	10.0	5.0

² クレジットイベントの定義において社債より CDS の方が広範囲であることが多く、破産・債務不履行だけでなく、債務者に不利な内容の債務の条件変更等も含まれるのが一般的である。破産の範囲も、政府や管財人の管理下に置かれることを含むため、元利払が滞りなく行われていても、CDS 上はデフォルトになるケースがある。

まれており、応募者が東電債の買取を想定したレートを提示したために利回りが上昇したと考えられる。また、札割れとなったのは、東電債が総額 1,000 億円に達した³ために応募者が提示した満額を引き取ってはもらえずに、その高いレート（低い価格）で他の銘柄を出すことをためらったため、結果的に未達となったものと推定される。これで東電債は買入上限に達し、その後の社債買入オペは再び落ち着いた落札結果となった。東電債は発行残高が 4.8 兆円あり、そのうちオペの対象となる残存 1-2 年の債券は 7,500 億円ある。レートを落ち着かせるには 1,000 億円の買入では十分でないことは明らかである。

(表4) 社債等買入オペの結果

(単位:億円、%)

オファー日	実行日	オファー額	応札額	落札額	按分・全取 利回り格差	平均落札 利回り格差	按分比率	応札倍率	テール
12月3日	12月9日	1,000	2,698	1,000	0.051	0.085	6.5	2.70	0.034
2月3日	2月9日	1,000	2,941	1,001	0.111	0.138	83.5	2.94	0.027
4月6日	4月12日	1,500	3,107	1,379	0.300	1.277	37.0	2.07	0.977
5月11日	5月17日	1,500	3,356	1,501	0.103	0.136	76.8	2.24	0.033
6月3日	6月9日	1,500	3,792	1,500	0.104	0.127	39.8	2.53	0.023
7月6日	7月12日	1,500	3,280	1,500	0.135	0.166	53.3	2.19	0.031

注) 上記表中の利回較差とは、売買対象先が売買の際に希望する利回りから、日本銀行が売買利回りの下限として定める利回り(下限利回り年0.1%)を差し引いて得た値

(出所) 日本銀行

5 おわりに

これまで社債市場の高格付け銘柄の指標とされ、約 60 兆円ある社債発行残高の 1/4 を占める電力債が、海外の格付け機関によって投機的等級にまで格下げされ、対国債スプレッドはこれまでにないワイドニングをみせている。発行再開が見通せない状況のもと、NTT・ソフトバンク（1 回 1,000 億円規模）など次なる“指標”を意識した起債も行われ始めた。一般事業会社の低格付け銘柄ではなかなか発行し難い超長期ゾーンのコンスタントな発行が、期待されるところである。

包括緩和は誰のための措置であるか。そもそも買入基金を導入した目的のひとつに、「リスクプレミアムの縮小を促す」と謳われていた。当時リスクプレミアムは縮小させなければならないほどに拡大しておらず、むしろタイトな状況であった。包括緩和が流動性を供給することに重点があるならば、FRBのように買入基金のクレジットは出口戦略の進行とともに縮小していくであろう。もし、ECBの信用支援のように金融機関のバランスシート改善を目的とするならば、現在対象となっていないカバードボンドなどローン担保債権を含めるといった適格担保要件の緩和や買入規模の増額など、更なる措置が必要となってこよう。また、社債市場を支えるのであれば、1 社当りの上限枠を広げることや適格要件（格付け）の緩和が求められよう。後述の更なる緩和を行う上では、中央銀行の信任を維持するため、一層厳格なクレジットリスク管理が課題となる。

資産買入等基金や成長基盤強化支援融資、被災地金融機関支援との名目で潤沢すぎる資金が市場に放出され、翌日物金利は誘導目標を下回る状況が続いている。何のための、誰のための資金供給であるのか、いま一度丁寧な説明が必要な時期に来ている。

3 社債の買入対象は BBB 格相当以上で残存 1-2 年、発行体別の買入上限は 1,000 億円または総発行残高の 25%以内とされている。

ドイツの金融システムと郵便貯金

ゆうちょ資産研究センター 総括研究員 野澤 隆

はじめに

ヨーロッパ大陸諸国における個人金融は、米国主導下のグローバリゼーションと EU 域内の統合 (EU 指令等) という大きな流れの中で展開されてきた。2008 年 9 月のリーマンショック以降は証券化商品への行き過ぎた依存の見直しとヨーロッパ大陸固有の金融システム (貯蓄銀行や信用協同組合のウエートが大きい) を再度見直す中にあるといえる。

ドイツの郵便貯金制度は 1939 年に最後発国として発足したことなどから、他の大陸諸国に比べてそのプレゼンスは必ずしも大きくなかった。ドイツ・ポストバンクは昨年末にドイツ銀行の傘下に入り、早晚その歴史を閉じる可能性が強くなっている。ドイツの銀行制度は所有形態でみた「実験室」¹と言われるが、ポストバンクの命運もこのような事情を背景にしているといえる。本稿は主要国における「個人金融と郵便貯金」の現況を俯瞰するもので、次号以降でその他の諸国を取上げる予定である。

1 ドイツの金融システム

ドイツの銀行制度は商業銀行グループ、貯蓄銀行グループ、信用協同組合グループの 3 つのグループで形成されている (専門銀行もあるが、大部分は 3 グループの子会社でウエートも数%と小さい)。特徴的なのは、3 つのグループとも銀行業務に加えて証券業務も兼営できるユニバーサルバンクの形態をとっていることである。

表1 ドイツ金融機関の支店数等

単位: 億ユーロ, %

		金融機関数		総資産額
			支店数	
総計	1999	3,578	58,546	64,902
	2005	2,344	44,100	77,943
	2010	2,093	38,183	94,813
商業銀行	1999	8.8	11.7	29.2
	2005	15.2	31.8	33.3
	2010	14.3	28.4	43.0
州銀行及び貯蓄銀行	1999	16.5	31.3	36.3
	2005	20.3	32.9	33.1
	2010	21.0	35.3	27.5
信用協同組合等	1999	57.0	27.0	11.7
	2005	55.2	28.9	10.7
	2010	54.6	31.6	10.3
(ポストバンク)	1999	-	24.1	0.9
	2005	-	20.5	1.8
	2010	-	14.4	2.3

出所: Deutsche Bundesbank, Banking Statistics 及び Deutsche Postbank「Group Annual Report」

(注1) 商業銀行など3大グループ以外には、専門銀行がある。

(注2) ドイツ・ポストバンクは2004年12月以降商業銀行に含まれる。

表2 貯蓄預金及び貯蓄債券

単位: 億ユーロ

		金額	
			%
総計	2001	5,865	100
	2005	6,119	100
	2010	6,282	100
大銀行	2001	279	4.8
	2005	688	11.3
	2010	774	12.3
地域銀行及びその他商業銀行	2001	640	10.9
	2005	334	5.5
	2010	498	7.9
貯蓄銀行	2001	3,045	51.9
	2005	3,081	50.4
	2010	2,998	47.7
信用協同組合	2001	1,751	29.9
	2005	1,834	30.0
	2010	1,861	29.6
その他銀行グループ	2001	150	2.6
	2005	181	3.0
	2010	151	2.4

出所: Deutsche Bundesbank, Banking Statistics

表 1 は金融機関数、支店数及び総資産のウエートである。みられるように、貯蓄銀行グループ及び信用協同組合グループのプレゼンスが極めて大きい。金融機関数では信用協同組合グループが最大のシェアとなっており、支店数では貯蓄銀行グループがトップである。総資産では商業銀行グループが 1 位であるが、つい数年前までは貯蓄銀行グループが 1 位であった。貯蓄預金額に限れば貯蓄銀行グループが断然トップで、信用協同組合グループのウエートも大きい (表 2)。

¹ 欧州政策研究センター (CEPS) の VOX (2009 年 5 月 9 日コラム)。

ドイツ・ポストバンクは2004年の民営化以降は商業銀行グループに属している。支店数は14.4%を占めるが、大幅な支店の閉鎖を行ったことから10年前に比べると10%ポイント近く低下している。総資産額は買収戦略もあって2.5倍となったが、シェアは2.3%と小さい。なお、アニュアルレポート(2010年度)によると、貯蓄預金のシェアは6.4%、住宅貯蓄預金に限ると13.1%を占める。

商業銀行グループの目標は収益の確保に置かれるが、貯蓄銀行は公益性(安全確実な預金受入機関)と地域原則(地方公共団体のメインバンク)が基本となっており、信用協同組合は組合員の相互扶助が原則となっている。また、貯蓄銀行の創始は18世紀であり、信用協同組合も19世紀まで遡り、ドイツの地域社会に根付いた構造となっている。このような、金融構造が特にリーマンショック以降見直されており、欧州政策研究センター(CEPS)のRym Ayadi氏は欧州銀行制度の多様性(株主価値最大化を目標とした金融機関とステークホルダーの価値最大化を目標とした金融機関が同時存在していること)にふれ、「多様化する価値は個々の価値を合計したものを上回っており」「長期的には経済面だけでなく社会面でも有益である」と指摘している²。このような見方は、IMFなど公的機関でも見られる³。なお、貯蓄銀行は市町村、郡などが出資しており、その上位機関である州銀行(ランデスバンク)は連邦各州や貯蓄銀行振替連合(DSGB)が50%ずつ所有している。最上位にDekaBankを有する三層構造となっている。信用協同組合も組合員で組織される信用協同組合があり、その上に信用協同組合中央銀行(DZ bank等)がある二層構造が通例である⁴。リーマンショック以降に問題になっているのは州銀行などである。05年7月の政府保証の廃止により州銀行レベルで再編が起こっているが、州銀行の商業銀行化が指摘されている⁵。リーマンショック後、ドイツは金融市場安定化法を制定したが、その背景にメガバンクと同様に州銀行でも大きな損失を出していたことが判明している⁶。黒川洋行教授(関東学院大学)はその背景に、①内外に特別目的会社等を設立し、簿外でCDO(債務担保証券)などを活用した投資銀行業務重視の経営、②公共ファンドブリーフの発行コスト上昇によるリファイナンスの困難、及び、③サブプライム関連評価損発生による自己資本低下圧力、を挙げている⁷。

表3 ポストバンクのリテールバンキング情報(2010年末)

単位:億ユーロ

	金額	シェア(%)
小切手預金口座数	4.9	5.2
貯蓄預金	568.0	6.4
住宅貯蓄預金	170.0	13.1
個人抵当貸出	74.0	9.3
個人ローン	39.0	2.5

出所: Deutsche Postbank「Group Annual Report」2010年度

(注) 小切手預金口座数は2009年末、単位は百万である。

2 ドイツ・ポストバンクの現況

(1) 郵政事業民営化の経緯

ドイツの郵政事業は世界的な経済のグローバル化の波のなか、特に、EU統合(EU指令等)などのなかで公社化、民営化された。郵政事業民営化の端緒は1989年7月のドイツ連邦郵便基本法(第一次郵政事業改革)に遡るが、90年1月から国営のドイツ連邦郵便は郵便・郵貯・テレコム(3業態別に公的企業体(公社)として再編された⁸。また、1994年8月に郵政再編法(第二次郵政事業改革)が制定され、政府100%出資の持株会社の下、3公社は3つの株式会社形態に再々編されたわけである(95年1月)。ドイツ連邦郵便ポストバンクはドイツ・ポストバンク株式会社(Deutsche

² Rym Ayadi「Diversity in European Banking: Why does it matter?」(CEPS Commentary, 2010年10月18日)。CEPSはリーマンショック後、貯蓄銀行や信用協同組合に関する個別の報告書を発表しているが、欧州大陸諸国の銀行セクターの多様性が金融の安定性に寄与してきたこと、また、そうした多様性が維持されない場合には社会的排除が増大するとも指摘している。

³ Heiko Hesse and Martin Cihak「Cooperative Bank and Financial Stability」(IMF Working Paper, WP/07/2)。同誌ではZ-Score($Z = (ROA + \text{自己資本比率}) / ROA \text{の標準偏差}$)という安定性を計測する指標で金融機関を業態別に計測し、信用協同組合などが商業銀行より安定性で勝っていることを指摘している。

⁴ 信用協同組合については齊藤由里子・重頭ユカリ著「欧州の協同組合銀行」(2010年)参照。

⁵ 政府保証の廃止については、黒川洋行「ドイツの銀行システムにおける公的銀行」(関東学院大学「経済系」第227集(2006年4月))が詳しい。ランデスバンクの再編については、飯野由美子「金融危機下のドイツ・ランデスバンク」(「証券レビュー」第50巻11号、2010年11月)参照。

⁶ 「The performance of German credit institutions in 2009」(Deutsche Bundesbank「Monthly Report」2010年9月)参照。

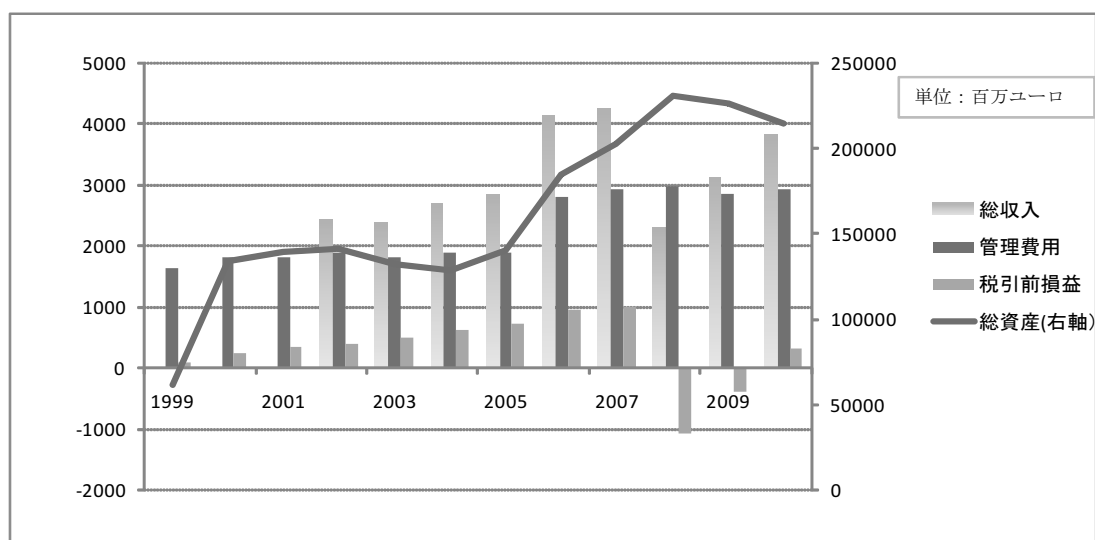
⁷ 黒川洋行「サブプライム金融危機とドイツの政策的対応」(「証券経済研究」第72号、2010.12)参照。

⁸ 民営化の経緯については、黒川洋行「ドイツ郵貯民営化とポストバンクのバンキング戦略」(「証券経済研究」第50号(2005.6))参照。

Postbank AG) となった。当時の政府はポストバンクの完全民営化は考えていなかったようである⁹が、社民党政権になり連邦政府は所有するポストバンク株式 100%をドイツポストに売却(99 年 1 月)し、99 年 12 月にはドイツポスト株式の 50%-1 株を政府系金融機関の KfW(復興金融公庫)に売却した。00 年 11 月にはドイツポストが株式市場に上場され、01 年 7 月には郵政再編法改正法案が可決(02 年施行)、郵政事業の完全民営化に向けた法的枠組みが整備され実質民営化が加速されることになった。現在(10 年末)のドイツポストの株主構成は KfW グループ 30.5%、市場 69.5%となっている。他方、ポストバンクは 1999 年にドイツポストの完全子会社となったのち完全民営化の道を歩んでいる。子会社となった背景にはドイツポストの国際物流に的を絞った買収戦略のなか、国内的には効率化戦略の一環としての郵便局(ドイツポスト所有)への委託手数料をめぐる利害対立等があったとされている¹⁰。完全子会社化後のポストバンクはリテールバンキングを柱に積極的な買収戦略を展開した。99 年 6 月に連邦所有の DSL 銀行の買収に合意したほか(00 年買収)、05 年 10 月には建築貯蓄金庫グループの BHW を買収した。

(2) ポストバンクの財務状況

下図はポストバンクの財務諸指標(連結)である。総資産を含めた諸指標とも DSL 銀行を買収した 00 年度と BHW を買収した後の 06 年度に急増していることがわかる。



出所:Deutsche Postbank「Group Annual Report」各年度

DSL 銀行は個人向け及び商業用住宅抵当貸出で実績があり、債券発行による資金調達を含めて人材とノウハウを獲得することになった¹¹。その後の経過をみると、ポストバンクの企業金融面での戦略は中小企業だけでなく大企業をもターゲットにしていたことが見えてくる。BHW は、当時、ドイツ第 2 位の住宅ローン会社で顧客数は 270 万人とドイツ国内ではリテール銀行最大であった。これにより、個人向け住宅ローンではドイツ NO.1 となり、100 億ユーロの売上増が見込まれることになった。同時に、BHW の 4,350 人の金融アドバイザーが加わることによる両社製品のクロスセリングなどによるシナジー効果も見込めた¹²。また、06 年 1 月にはドイツポストより 850 の郵便局店舗を買収している。その大部分は都心部に設置されているポストバンク・センター 787 ヲ所(1,900 人の金融サービスアドバイザーを擁して新規販売額の 87%を獲得)であった¹³。10 年 7 月にはさらに 277 のドイツポスト店舗を買収している。これによって、ポストバンクのマルチチャネル戦略の基礎が確立された。

9 吉田喜一「ドイツ郵便貯金の民営化の現状」(「金融」1999.6)

10 ポストバンクがドイツポストの傘下に入った経緯については、吉田喜一「ドイツ郵便貯金の民営化の現状」(「金融」1999.6)及び桜井徹「日独比較からみた郵政民営化」(「経済」2006 年 3 月号)参照。

11 ポストバンク HP (1999 annual report) 参照

12 ポストバンク HP (2006 annual report) 参照

13 ポストバンク HP (2005 annual report) 参照

以上のような買収戦略による経営戦略は 08 年のリーマンショックまでは功を奏したようである。表 5 は 4 セグメント別の諸指標であるが、総収入、税前利益とも 07 年度までは急上昇している。特に、コーポレートバンキング部門の ROE は 50.5%であり、金融市場部門も 37.2%と急上昇している (07 年度)。しかし、2008-2009 年度は両部門とも赤字に転落した。常に 40%台であったコーポレートバンキング部門のコスト・インカム・レシオは一気に 100%を超え、金融市場でも 89.3%に達した。他方、金融危機のなかでもリテールバンキング部門の安定性が際立っている。

表4 ポストバンクのセグメント情報

単位:百万ユーロ

		2004年12月	2005年12月	2006年12月	2007年12月	2008年12月	2009年12月	2010年12月
リテールバンキング	総収入	1,947	2,070	3,457	3,435	3,427	3,222	3,473
	管理費用	1,347	1,335	2,178	2,210	2,220	2,189	2,232
	税前利益	480	588	1,061	935	929	717	897
	コスト・インカム・レシオ (%)	69.2	64.5	63.0	64.3	64.8	67.9	64.3
	ROE (税前) (%)	23.6	27.3	32.7	32.4	41.9	32.5	39.4
コーポレートバンキング	総収入	311	355	372	382	160	456	762
	管理費用	148	165	171	163	171	185	172
	税前利益	125	149	165	191	▲ 153	▲ 31	382
	コスト・インカム・レシオ (%)	47.6	46.5	46.0	42.7	106.9	40.6	22.6
	ROE (税前) (%)	28.5	35.8	46.7	50.5	▲ 37.4	▲ 5.7	65.2
トランザクションバンキング	総収入	204	283	367	354	344	350	350
	管理費用	196	263	245	331	312	317	308
	税前利益	9	23	27	36	48	39	61
	コスト・インカム・レシオ (%)	96.1	92.9	91.8	93.5	90.7	90.6	88.0
	ROE (税前) (%)	-	-	-	-	-	-	-
金融市場	総収入	184	200	207	270	103	178	159
	管理費用	81	80	78	83	92	90	87
	税前利益	105	120	132	190	▲ 14	60	85
	コスト・インカム・レシオ (%)	44.0	40.0	37.7	30.7	89.3	50.6	54.7
	ROE (税前) (%)	15.9	17.7	23.8	37.2	▲ 2.2	8.1	10.5

出所: Deutsche Postbank「Group Annual Report」各年度に基づき作成

(注) 2009 年第一四半期にセグメント情報を改編しているため、2007 年度以前との連続性はない。

(3) ドイツ銀行によるポストバンクの買収

この間に、ポストバンクの取締役執行役社長 (CEO) は Wolfgang Klein から Stefan Jütte に変わっている (09 年 7 月)¹⁴。Stefan Jütte は年末に「Postbank4Future」戦略を発表した。要点は、リテールバンキングに焦点を合わせ、商品ラインの透明性に努めるなど再度「シンプル」に戻るということである。決済口座や貯蓄ビジネスに関連した商品ラインの導入などを行った。また、従来は大企業も含めたコーポレートバンキングとしていたのが、中小企業に限定した表現に変わっている。さらに、危機後ということもありリスク管理の強化を強調していることも特徴的である¹⁵。10 年度は危機後に足を引っ張っていたコーポレートバンキング部門と金融市場部門が急回復したことから全体の業績も回復し黒字に転じた。特に、前者のコスト・インカム・レシオは危機前を大きく下回る 22.6%であり、ROE も 65.2%と最高水準となった。後者も証券化商品の所有を抑制するなどして改善した。

10 年度以降企業収益は急回復したが、経営上で重大な転機を迎えた。主要株主であり提携銀行であるドイツ銀行がドイツ・ポストバンクの TOB を宣言したのである (9 月 12 日)。ポストバンクの経営陣は結局は受け入れることになるが、これによって、ドイツ銀行のポストバンクの持株比率は 51.98%と過半数に達した (残りは、ドイツポストの 39.5%と市場 8.52%となっている)¹⁶。年度末にはドイツ銀行の Rainer Neke が Frank Appel に替わって取締役会会長に指名されている (11 年 1 月就任)¹⁷。今後については、CEO である Stefan Jütte が語っているように、詰めた議論は数カ月先とされている (10 annual report)。統合までには様々な課題が残されているようだ。

14 ドイツポストのプレスリリースによると、「銀行のビジネス政策に関する意見の相違」としている。ポストバンク HP (2009 年 5 月 29 日) 参照。

15 ポストバンク HP (2009 annual report) 参照

16 ドイツポストとドイツ銀行との間には 2009 年 1 月の修正合意に基づき、3~4 年かけて段階的に売却することで合意していた (ポストバンク HP の 2009 年 1 月 14 日欄)。

17 ポストバンク HP (2010 annual report) 参照。CEO の Stefan Jütte はポストバンクは新局面に入ったとして、この買収をアイデンティティへの脅威として捉えるのではなく、「むしろ、新会社のコアコンペテンシーを一層促進することを約束するものである」とみている。なお、新任の取締役会会長の Rainer Neke は「possible conflict」があったことを報告している。

お問い合わせ先
〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4
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