

ゆうちょ資産研レポート

2012年7月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
日本経済の展望～「欧州ソブリン危機」への警戒感は解けず～	
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)	7
低成長に対応した社会保障制度の構築が成長回復の近道	
BNPパリバ証券株式会社	
経済調査本部長チーフエコノミスト 河野 龍太郎	
マーケット・アウトルック (1)	13
スペインの金融情勢と今後の展望	
岡三証券株式会社 チーフ・エコノミスト 保科 雅之	
特 別 報 告	19
銀行の12年3月期決算：成長へのマイルストーン	
ドイツ証券 シニアアナリスト 山田 能伸	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

ファンダメンタル・アナリシス (1)

日本経済の展望～「欧州ソブリン危機」への警戒感は解けず～

株式会社大和総研 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸

1. 日本経済のメインシナリオ：「三本の矢」に支えられて緩やかに拡大

大和総研は、2012年1-3月期GDP二次速報を受け、2012-13年度の成長率見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2012年度が前年度比+2.4%、2013年度が同+1.3%である。

当社は、今後の日本経済は、メインシナリオとして、緩やかな景気拡大が続くものと予想している。日本経済は、メインシナリオとして、①東日本大震災発生に伴う「復興需要」、②米国・中国を中心とする海外経済の持ち直し、③日銀の追加金融緩和が見込まれること、という「三本の矢」に支えられて、緩やかな景気拡大が続く見通しである。

1.1. 好材料①：「復興需要」東日本大震災後の日本経済の構造変化

今後の日本経済を支える第一の要因は、東日本大震災発生に伴う「復興需要」の顕在化である。地域別公共工事前払保証請負金額を見ると、2012年に入り、宮城県や岩手県を中心に着実な増加傾向にある。新設住宅着工戸数に関しても、宮城県を中心に高い伸びが続いている。

図表1に、東日本大震災からの復興に係る公共投資、税制改正が、日本経済に与える影響に関する試算を示した。公共投資の増加、所得税などの増税、子ども手当から児童手当への移行などの諸要因を総合的に勘案すると、2012年度の実質GDPは0.98%押し上げられる計算となる。ただし、2013年度の実質GDPに対する押し上げは0.94%、2014年度には0.66%と、景気押し上げ効果は徐々に減衰するとみられる。

図表1：復興増税、復興需要のGDPへのインパクト（2000年基準のGDPでの試算）

	実質GDP	個人消費	設備投資	住宅投資	公共投資	政府消費	輸出	輸入
2012年度	0.98%	0.1%	-0.7%	0.1%	21.7%	0.1%	0.0%	1.0%
2013年度	0.94%	0.3%	-0.9%	0.5%	22.5%	0.4%	-0.2%	1.4%
2014年度	0.66%	0.1%	-1.5%	0.7%	23.5%	0.8%	-0.4%	1.4%

（注1）公共投資は期間中4.8兆円ずつ発現すると仮定。

（注2）所得税は2.1%増税を2013年1月からと仮定。増税期間は25年。

（注3）個人住民税は1人当たり1,000円の増税を2014年6月からと仮定。

（注4）退職課税の10%税額控除廃止を2013年1月から実施すると仮定。

（注5）子ども手当から児童手当への移行で年間約0.5兆円の所得減を想定。2012年度からと仮定。

（注6）試算は内閣府短期モデルを基に行った。

（注7）2012年7月17日時点で得られた情報を基に作成している。

（出所）内閣府、報道発表より大和総研作成

1.2. 好材料②：米国・中国を中心とする海外経済の回復

今後の日本経済を支える第二の要因は、米国・中国を中心とする海外経済の持ち直しが見込まれることである。

当社は、今回の予測の前提条件となるグローバル経済の動向に関して、①ユーロ圏の景気は「欧州ソブリン危機」の影響などから減速、②米国経済は総じて底堅く推移、③中国経済は政治指導者交代を控え「政治的ビジネスサイクル」にも支えられて徐々に持ち直す、と想定している。

なお、以下では、今後の景気回復が予想される「米国」と「中国」の動向について考察する。他方で、景気悪化傾向が続くとみられる「ユーロ圏」については、「第2章 日本経済が抱える4つのリスク要因」で取り上げることとしたい。

最初に、米国経済に関しては、1930年代の世界大恐慌やわが国の平成不況の様な「長期構造不況」に陥っているわけではないという点を強調しておきたい。図表2で、1930年代の世界大恐慌、わが国の平成不況、米国と欧州の現状を比較した。現状の米国は、①政策対応が迅速、②労働市場が柔軟、③金融システム不安が後退、などの面で、世界大恐慌期やわが国の平成不況期に共通する「長期構造不況」の3条件を基本的に満たしていない。従って、米国が、財政・金融面の「出口戦略」を急ぐことがなければ、メインシナリオとして、「デフレスパイラル」を伴う様な「長期構造不況」（いわゆる“Japanization”）は回避されるとみるべきだ。他方で、欧州諸国に関しては、①政策対応の遅れ、②労働市場の硬直性、③金融システム不安の残存などから、「長期構造不況」に陥るリスクを一定程度警戒する必要があるだろう。

なお、当社は、米国における家計部門の「バランスシート調整」は終盤に入ったとみている。米国における家計債務負担率や、家計のバランスシートの状況などを見ると、2012年後半～2013年にかけて、家計部門の「バランスシート調整」終了が視野に入ることが期待される。

図表2：「長期構造不況」の条件

長期構造不況の条件	世界恐慌	平成不況	米国の現状	欧州の現状
① 政策対応の失敗	×	×	○	△
② 実質賃金高止まり → 設備投資の長期低迷	×	×	○	△
③ 金融システムの毀損	×	×	○	△

（注）長期構造不況の条件について

×（＝満たしている）、△（＝ある程度満たしている）、○（＝満たしていない）を付した。

（出所）大和総研作成

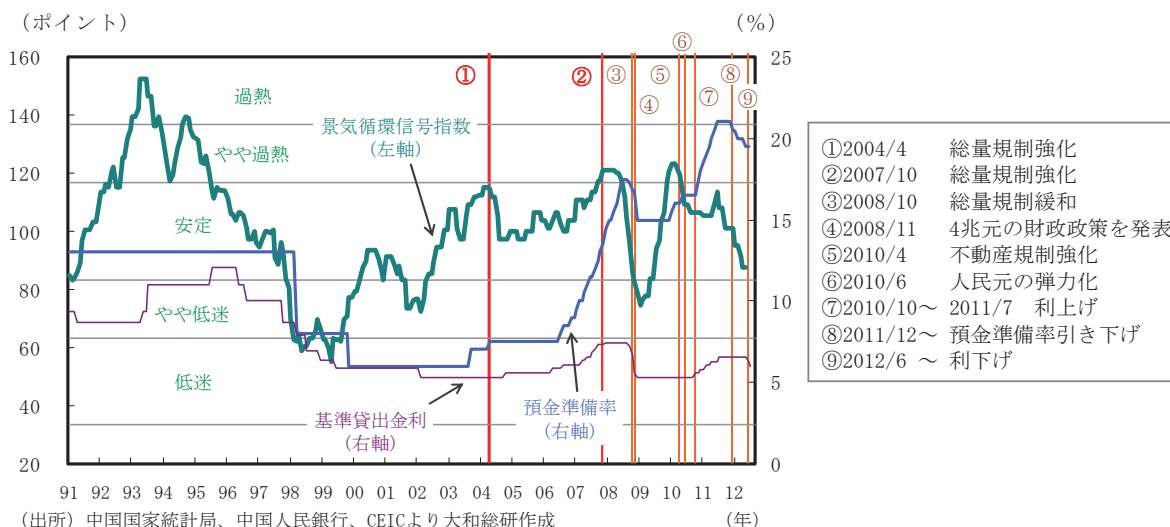
次に、世界経済の新たな牽引役としての期待がかかる、中国経済の動向について検討しよう。今後の中国経済は、マクロ的な景気刺激策や地方の公共投資が下支え役となり、徐々に持ち直す見通しである。当社は、中国の実質GDP成長率を、2012年=+8.2%、2013年=+9.0%と予想している。

そもそも中国では「政治的ビジネスサイクル」の存在が顕著に確認できる。中国は純粋な「資本主義経済」ではなく、「社会主義・市場経済」であるからだ。具体的には、中国の経済成長率は、共産党大会が行われる年に上振れする傾向が顕著である。1997年の「アジア通貨危機」、2002年の「ITバブル崩壊」の様な、世界経済を巻き込むほどの混乱が生じない限り、共産党大会が行われる年には、中国の成長率はほぼ例外なく上振れしている。中国の共産党大会は西暦の下一桁が「2」と「7」の年に開催されるので、「中国では西暦の下一桁が『2』と『7』の年に経済成長率が高まる」という法則は記憶しておいて損はないだろう。

今後の中国におけるマクロ経済政策のスケジュール感は、以下の通りだ。2012年の政治指導者交代を視野に入れ、中国は「政治の季節」に入っている。2012年の秋口～年末と目される第18回党大会、および、2013年春の国務院人事をにらみ、今後は地方を中心に拡張的な政策が採られやすくなるものと予想される。

図表3で中国の「景気循環信号指数」を見ると、中国経済の過熱感は大幅に後退している。同指数は2010年2月の123.3をピークに低下し、直近のデータ（2012年5月）は87.3と、景気の「安定」を示すゾーン（83.33～116.66）の下限に近いレベルまで低下している。図表中で示した通り、過熱気味であった景気がこのレベルまで沈静化したケースでは、マクロ的な景気刺激策の発動が次第に視野に入るだろう。結論として、今後の中国経済は、マクロ的な景気刺激策や地方の公共投資が下支え役となり、徐々に持ち直す見通しである。

図表3：中国：景気循環信号指数



1.3. 好材料③：日銀の追加金融緩和が見込まれること

今後の日本経済を支える第三の要因は、日銀の追加金融緩和が見込まれることである。日本銀行は少なくとも2014年度いっぱい、政策金利を据え置く見通しである。円高が進行するなど景気下振れ懸念が強まる局面では、日本銀行がさらなる金融緩和策に踏み切る可能性が生じよう。

最近、政府・与党や野党による「日銀包囲網」が強まっている。2月14日の「バレンタインデー」に、日銀は事実上の「インフレ目標政策」を導入した。

日銀は「中長期的な物価安定の目途（Price Stability Goal）」を当面+1%とすることを決めた。この政策変更は、従来日銀が「物価安定の目途（ゴール）」ではなく「物価安定の理解（アンダースタンディング）」というわかりにくい表現を使ってきたのとは比べれば大きな進歩である。金融市場は日銀の政策変更を好感し、株価は急騰して一時1万円台を回復、為替市場では大幅な円安が進行した。

先般の日銀による「バレンタイン・プレゼント」は大いに評価できるが、今後、日銀は3つの課題への対応を迫られるであろう。

第一の課題は、「金融市場とのコミュニケーション能力の向上」である。

筆者が海外の投資家と議論していると、「日銀は常に『タカ派』的だ」「日銀はデフレ下でも、常にインフレの心配をしている」といった批判を耳にすることが多い。こうした議論には誤解も多く、日銀に伝えれば「自分たちはそうではない」と答えるのだろうが、海外の投資家に理解してもらうところまでが日銀に課せられた「説明責任」であるとも言える。今後、日銀の海外投資家に対する情報発信には大いに改善の余地があるだろう。

第二の課題は、現在+1%としている消費者物価上昇率の「目途（ゴール）」を、米国並みの+2%に引き上げることだ。

わが国の物価統計には1%程度の「上方バイアス」が存在すると言われており、物価上昇率の実態は、消費者物価統計に表面上表れる数字より1%ポイント程度低いとの見方もある。こうした統計上の歪みなどを勘案すると、消費者物価上昇率の「目途」を、現在の+1%から+2%へと引き上げることは十分検討に値する。

第三の課題は、物価に関する「目途（ゴール）」を「目標（ターゲット）」へと変更することだ。

現在、日銀が採用している物価安定の「目途（ゴール）」は、厳格な意味での義務ではなく、努力目標的な意味合いが強い。これに対して、英国では物価安定を「目標（ターゲット）」と位置づけている。すなわち、英国では物価上昇率の「目標（ターゲット）」達成の期限を区切り、一定期間内での達成を中央銀行に義務付けている。仮に英国の中央銀行が目標を大幅に外した場合、財務大臣に向けて、理由や今後の対応を記したレター（手紙）の提出が必要となるのだ。わが国でも英国と同様の考え方で、日銀に一定の期間内にインフレ目標の達成を義務付けることは政策論として十分考えられるだろう。

2. 日本経済が抱える4つのリスク要因

本章では、2012-13年度にかけて日本経済のリスク要因について考察したい。当社は、当面の日本経済のリスク要因として、①ギリシャのユーロ離脱などを受け「欧州ソブリン危機」が深刻化、②地政学的リスクなどを背景とする原油価格の高騰、③円高の進行、④原発停止に伴う生産の低迷、という4点に留意が必要であると考えている。

上記①～④の中で、最大のテールリスクが①であることは言うまでもない。本稿では紙幅の関係もあり、上記①に焦点を絞って考察することとしたい。

現在、グローバルな金融市場では欧州の「ソブリン危機」に対する警戒感が強まっている。2012年5月に実施されたフランス大統領選挙では、EU（欧州連合）の財政安定協定の見直しを主張したオランド氏が、現職のサルコジ氏を破って当選を果たした。6月17日に投開票されたギリシャ国会再選挙では、緊縮財政を支持する新民主主義党（ND）が第一党となり、同党を中心とする連立政権が成立した。今回の選挙結果を受け「最悪の事態」こそ回避されたものの、今後、新政権は欧州委員会などとの間で緊縮財政政策に関する厳しい再交渉を迫られている。結論として、欧州の「ソブリン危機」が解決したとの見方は時期尚早であり、今後も不安定な状態が続く見通しである。

図表4に、「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響に関する、当社のシミュレーション結果を示した。具体的には、欧州諸国の国債のヘアカット率に関する3つのシナリオを設定し、それぞれのケースについて欧州主要銀行の「必要自己資本額」を計算した。その上で、信用収縮が世界経済に与える影響を測定した後、消去法的な円高進行の可能性などを勘案し、最終的にわが国の実質GDPに与える影響を算出した。当社のシミュレーションによれば、最悪のケース（下記「ケース3」）では、わが国の実質GDPは4%以上押し下げられるリスクがある。試算結果については、相当程度の幅を持って見る必要があることは言うまでもないが、今後、ギリシャのユーロ離脱などをきっかけに「欧州ソブリン危機」が深刻化した場合、日本経済が「リーマン・ショック」並みの打撃を受ける可能性を否定し得ない。こうした事態を回避するために、欧州諸国には、「ポピュリズム」の風潮に流されることなく、財政規律を着実に回復させることが強く望まれる。

図表4：「欧州ソブリン危機」が日本経済に与える影響

	各国のヘアカット率						必要自己資本額 (億ユーロ)	リスク資産 圧縮割合	世界の銀行 貸出(ドル) 変化率	世界の名目 GDP(ドル) 変化率	日本の実質 GDP(円) 変化率
	ベルギー	ギリシャ	アイルランド	イタリア	ポルトガル	スペイン					
ケース1	0%	60%	40%	10%	40%	10%	1,274	7.0%	-1.7%	-1.6%	-0.6%
ケース2	15%	80%	50%	30%	50%	30%	2,233	13.9%	-3.4%	-3.2%	-2.2%
ケース3	30%	100%	60%	50%	60%	50%	3,240	24.9%	-6.0%	-5.7%	-4.1%

（注1）試算にあたっての主な仮定は以下の通りである。

① 不足するコアTier1比率の半分をリスク資産の圧縮で対応。

② リスク資産圧縮割合と同じ比率で欧州銀行の貸出が減少。

③ 円ドルレートは、ケース1では変化なし、ケース2では5%円高、ケース3では10%円高と想定。

（注2）弾性値から試算していること等から、試算結果は一定程度の幅を持って見る必要がある。

（出所）世界銀行、EBA、内閣府統計より大和総研作成

現実にギリシャのユーロ離脱などをきっかけに、図表4の「ケース3」に至るか否かは、政策当局の対応次第であると言っても過言ではない。具体的に今後ユーロ圏には、以下の3つの課題が課せられている。

第一に、ECBが一定の役割を果たす形で、金融システム危機を防止するような、「安全網（セーフティネット）」を整備する必要がある。

2011年後半以降、国際金融市場では「イタリアが危機を迎える」との観測が強まった。その際、国際金融市場で流行ったのは「象がゴムボートに乗ることはできない」という言葉だ。ここで言う「象」とは「イタリア」のことである。イタリアの総債務は、総額2兆ユーロ（194兆円程度）程度ある。これに対して、当時、ユーロ圏の諸国を救済する「安全網（セーフティネット）」は1兆ユーロ（97兆円）にも満たなかったのだ。従って、「イタリア＝象」をこの程度の「安全網（セーフティネット）＝ゴムボート」で救うことは到底できない、ということが主張されたのである。

今後、欧州では「安全網（セーフティネット）」として、2兆～3兆ユーロ（194兆～291兆円）程度の資金を準備する必要があるだろう。その際、政府が前面に出ると財政赤字が拡大する結果、国債が売り込まれてしまい、より一層状況が悪化する可能性がある。従って、中央銀行であるECBが一定の役割を果たす形で、「安全網（セーフティネット）」を整備することが必要になるのである。

第二に、各国の「財政主権」に切り込む形での構造改革が不可欠だ。

ここまで財政面では各国の主権が尊重されてきたが、各国に拘束力のある形で財政赤字削減を迫る必要がある。税制面では、法人税の課税ベースの共通化などの諸制度の統一を推進せねばならない。

さらに、南欧諸国は、財政の構造改革に加え、産業構造改革、教育制度改革、労働市場改革などに取り組む必要があるだろう。

第三に、将来的な「財政統合」まで視野に入れた、「欧州共同債」の発行やドイツからの財政移転などが検討課題となる。

現状、ユーロ圏では、それぞれの加盟国が別個に国債を発行して資金調達を行っている。従って、財政状態が健全で信用力の高い「ドイツ国債」の相場が安定的に推移する一方で、財政赤字が積み上がり信用力の低い「ギリシャ国債」が売り込まれる（＝長期金利は上昇）、といったことが起きるのである。

仮にユーロ圏全体で一本の「欧州共同債」を発行することができれば、ユーロ圏の「ソブリン危機」は大幅に沈静化するとみられる。そもそも欧州全体の財政状態は、日本はもちろんのこと米国よりも健全なのである。ドイツの高い信用力をバックに欧州共同債を発行できれば、「ソブリン危機」が沈静化することは間違いない。

当社は、以上の3つの課題を解決することできるか否かが、欧州における「ソブリン危機」沈静化の最大の鍵になると考えている。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

低成長に対応した社会保障制度の構築が成長回復の近道

BNPパリバ証券株式会社 経済調査本部長チーフエコノミスト 河野 龍太郎

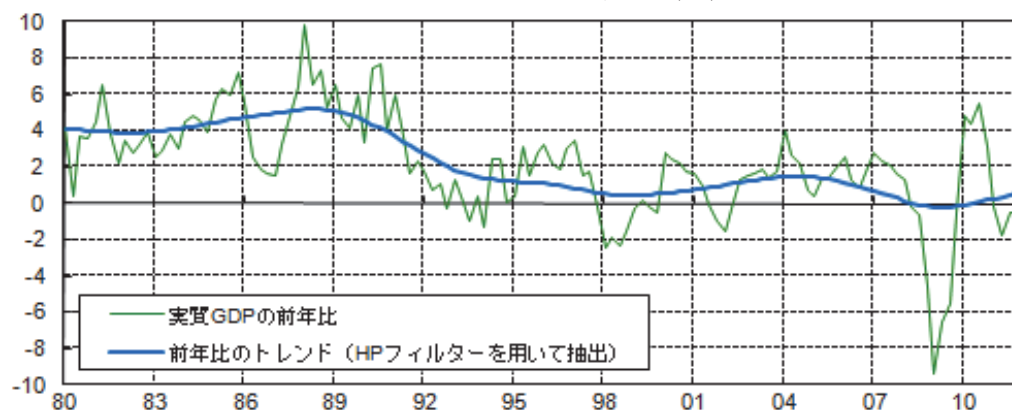
日本の社会保障制度は、建前上、賦課方式の社会保険制で運営されている。しかし、社会の高齢化によって、保険料を支払う現役世代が減少し、給付を受ける高齢者が増加しているため、保険料だけでは到底賄えず、毎年、大規模な国庫資金が投入されている。国庫資金の投入といっても、税収は全く増えていないため、財政赤字によって賄われているというのが実情である。

例えば、消費税のうち国の取り分については、高齢者3経費（基礎年金、老人医療、介護）に充てられることが1999年に決定されたが、2012年度の高齢者3経費は17.7兆円、消費税収の国の取り分は7.3兆円と、既に毎年10兆円の穴が一般会計に空いている。積み上がった公的債務は当然にして将来返済されなければならないため、日本の社会保障制度は世代間不平等の拡大を前提に運営されているといっても過言ではない。経常的な経費が借金で賄われているのは、極めて異常であり、だからこそ、後述するように現役世代が将来の負担増を恐れ、消費を抑制しているのである。

6月26日に衆院で「社会保障・税一体改革関連法案」が民主、自民、公明3党などの賛成多数で可決されたのは、時代の要請と言えるだろう。しかし、引続き消費増税に反対する人も少なくない。その理由の一つは、低成長が続いていることにある。「デフレで低成長が続いていることを踏まえると、まずは成長を高めることが先決であり、幸い長期金利も低位で安定しているのだから、増税を急ぐ必要はない」というのである。

「景気回復が先決」論は一見もっともらしい意見だが、低成長は循環的な現象とはいえず、大きな問題がある。1990年代以降、日本の平均成長率はわずか0.9%に留まる。特に2000年代以降のトレンド成長率の低下は人口動態の変化の影響が大きく、数年の内にトレンド成長率を引き上げて税収を増加させるという戦略は全く現実的ではない。筆者は、むしろ低成長だからこそ、消費増税を可能な限り早く行い、社会保障・財政制度の持続可能性を早急に回復すべきだと考えている。社会保障制度改革や財政健全化を先送りしてきた結果、公的債務残高は未曾有の水準まで積み上がり、制度の持続可能性が相当に低下すると共に、そのことが家計や企業の支出を抑制し、トレンド成長率の低下に拍車をかけている。本稿では、低成長に対応した社会保障・財政制度を構築することが、成長回復の近道であることを論じる。

図1：日本のトレンド成長率（%）



(出所) 内閣府資料より、BNP パリバ証券作成

1990年代の停滞と2000年代の停滞

まず、1990年代の低成長と2000年代以降の低成長の主因が異なる点を確認しておく。この点は、1997年4月の橋本財政構造改革の消費増税の後に経済危機が訪れた真の理由を確認する上でも重要である。1990年代と2000年代の低成長の原因が異なることを明確にするため、労働者一人当たりのトレンド成長率の推移を見る。1990年代以降を「失われた20年」と一括りにして呼ぶことが多いが、一人当たりのトレンド成長率の水準は1990年代と2000年代で異なる。

1990年代に一人当たりのトレンド成長率が低下したのは、1987年の労働基準法の改正で労働時間が短縮されたことも影響しているが、最大の要因は不良債権問題の先送りにある。1990年代初頭の信用バブル・不動産バブル崩壊後、自己資本の劣化した銀行部門は、過剰債務を抱えた企業へ追い貸しを続ける一方、成長分野への貸出を抑制した。金融機関の自己資本の毀損による金融システム不安から株式市場は動揺を続け、企業や家計は成長期待の低下から支出を抑制し、これが一人当たりのトレンド成長率を低下させた。

図2：日本の一人当たりのトレンド成長率（＝自然利子率、％）



(出所) 内閣府、総務省資料より、BNP パリバ証券作成

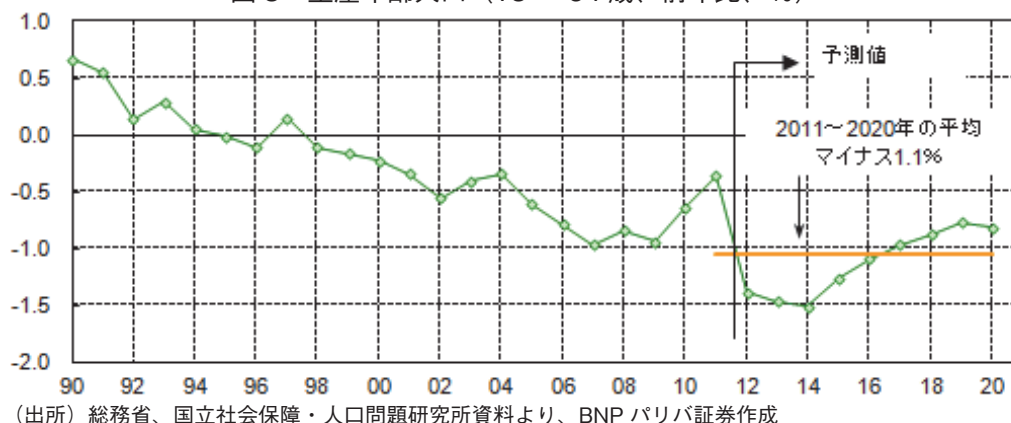
1990年代に日本政府は、バランスシート問題を最優先して解決すべきであったが、猶予政策を採り、裁量的なマクロ安定化政策で乗り切ろうとした。しかし、一人当たりのトレンド成長率そのものが大幅に低下していたため、財政・金融政策を行っても成長率は持続的に持ち上げることもなく、放置されたバランスシート問題はむしろ深刻化した。拡張財政の継続によって積み上がった公的債務の膨張を抑制しようと、1997年4月に橋本政権下で財政構造改革がスタートしたが、不良債権問題が全く手付かずであったため、経済は緊縮財政に耐えきれず失速、7月にはアジア通貨危機が始まり輸出セクターもダメージを受けた。その後、翌年4月の早期是正措置導入を控え、自己資本比率を維持するため銀行部門は秋からバランスシートの圧縮を始めた。これらの結果、信用収縮が始まり、11月の大手金融機関の連鎖破綻と共に平成金融恐慌が始まった。

ここで重要な点は、消費増税を含む財政健全化は経済危機のきっかけに過ぎず、危機の真因が不良債権問題の先送りだったことである。付加価値税が平均で20%程度まで引き上げられている欧州各国でも、増税そのものは増税前の駆け込み需要とその反動減という大きな総需要の振幅をもたらすものの、均してみれば経済への悪影響はそれほど大きくはないというのが一般的な受け止め方である。

一方、2000年代以降のトレンド成長率の低下の主因は、労働力人口あるいは生産年齢人口（15歳～64歳人口）の減少にある。不良債権問題が収束し始めた2002年頃から一人当たりトレンド成長率

は上昇し始めたが、労働力人口の減少ペースは加速し、成長率を抑制した。1990年代に年率0.6%で増加していた労働力人口は2000年代に0.3%減少し、1990年代に年率0.1%で増加していた生産年齢人口は2000年代に0.6%減少している。

図3：生産年齢人口（15～64歳、前年比、%）



今後も生産年齢人口は、毎年1%程度のペースで減少が続く。2000年代以降の低成長の主因が人口動態という不可逆的な要因にあるとすれば、トレンド成長率を引き上げることは簡単ではない。むしろ、人口動態の変化を考えれば、2000年代に比べて、2010年代以降のトレンド成長率はさらに低下しても不思議ではない。

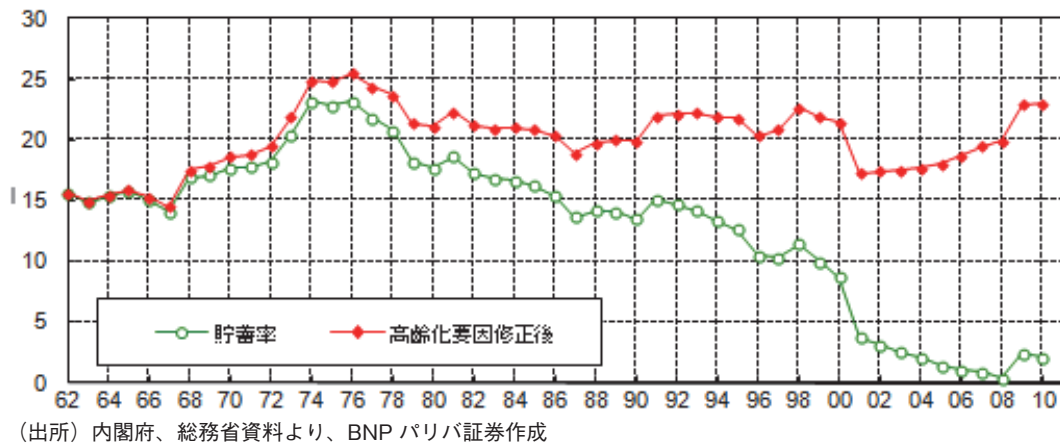
筆者の分析では、2010年代の一人当たりトレンド成長率は1.0%～1.5%となるが、労働供給（生産年齢人口）が1%程度のペースで減少するため、経済全体のトレンド成長率は0%～0.5%に留まる。もちろん、成長戦略でトレンド成長率を引き上げる努力は必要だが、その効果は不確実であり、トレンド成長率の回復を待って財政健全化を進めるという戦略は、あまりに危険である。

低成長だから早期に財政健全化に着手すべき

さらに一步進め、むしろ低成長だからこそ財政健全化に可能な限り早く着手すべきだと筆者は考えている。公的債務の膨張で手遅れにならないうちに対応すべきということもあるが、それだけではない。これまで社会保障制度改革や財政健全化を先送りしてきた結果、公的債務残高は積み上がり、社会保障制度や財政制度の持続可能性は相当に低下しているが、そのこと自体が家計や企業の消費や投資を抑制し、トレンド成長率をさらに低下させる「非ケインズ効果」が発生しているのである。このため、低成長でも持続可能な社会保障制度、財政制度を構築することが、非ケインズ効果を取り除き、成長を高めるための近道にもなる。

まず、2000年代以降、多くの現役世代が社会保障制度や財政制度の持続可能性に疑念を抱き、将来の負担増懸念から消費を抑制している。周知の通り、日本の家計貯蓄率は、高齢化の要因で低下傾向が続いている。貯蓄率は、所得のうち支出しなかった割合であるが、過去の蓄積を取り崩す高齢者世帯はマイナスの貯蓄率となるため、高齢者世帯の増加によって家計部門全体の貯蓄率は大きく低下する。しかし、高齢化が加速した2000年代に入って、貯蓄率の低下ペースはむしろ鈍化している。さらに、高齢化要因を取り除くと貯蓄率は、2000年代以降、上昇している。年齢別に見ても、高齢者世帯を除く多くの世帯で貯蓄率は上昇している。現在の社会保障制度、財政制度の存続は難しいと考える現役世代が、将来の負担増を懸念し、消費を抑制し貯蓄に回しているのである。

図4：高齢化要因を調整した家計貯蓄率の推移（暦年、％）



ケインズ的な（フォワードルッキングではない）世界を前提にすると、財政赤字によってファイナンスされた社会保障関係費の拡大は、財政錯覚によって短期的にはGDPを押し上げる。そうした世界では、消費増税はGDPを抑制するだけに終わる。しかし、フォワードルッキングな経済を想定すると、全く異なる現象が生じる。まず、負担増によって将来所得が大きく抑制されると懸念する現役世代は、消費を抑制し、貯蓄を増やす。これが現実には生じていることである。だとすると、信頼に足る社会保障制度改革が行われれば、消費増税が行われても、現役世代は将来負担が軽減されることを予想し（つまり、恒常所得が改善すると予想し）、抑制されていた消費を回復させようとする。

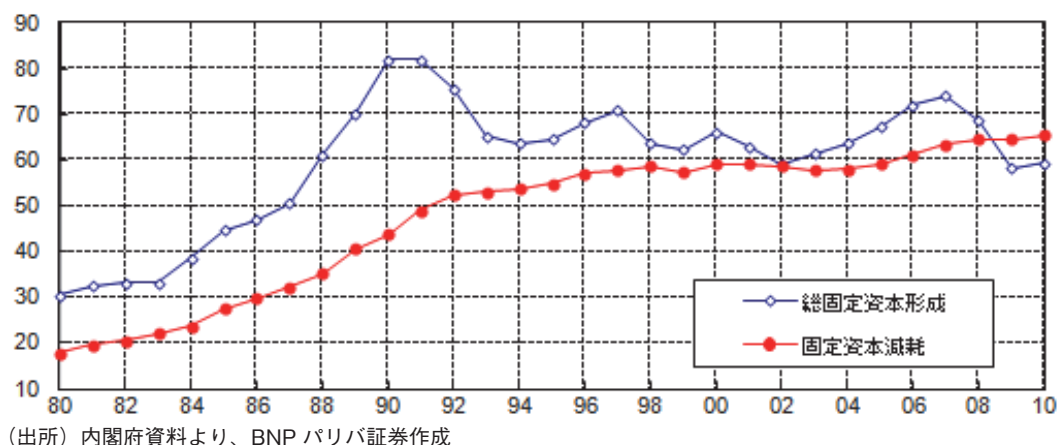
ただ、所得水準が低く、借入れや資産の取崩しで対応できない、流動性制約に直面する家計では、消費増税によってキャッシュフローが不足すると、消費を抑制せざるを得ない。強い流動性制約に直面する年収100～150万円の家庭は家計全体の12.2%存在する。こうした家計に対しては、臨時的な給付措置や給付つき税額控除を導入することで、消費増税の悪影響をかなり相殺することができる。

社会保障制度改革、財政健全化策で何より重要な点は、将来の負担増が解消されることを現役世代に確信させることであり、そのためには、①最終的な消費税の姿（20～25%と推計される）を示すと共に、②社会保障関係費の膨張を抑えるための制度改革を明示しなければならない。後者はあまり言及されていないが、筆者のシミュレーションでは、社会保障関係費の伸びを名目成長率の範囲に抑えなければ（つまり拡大を止めなければ）、半永久的に消費増税を続けなければならない。社会保障制度、財政制度はいずれ完全に行き詰まる。仮に、消費税率を25%まで引上げ、プライマリー収支黒字を一旦確保しても、社会保障関係費の自然増（毎年1兆円強）で、プライマリー収支は再び赤字に転じる。一方、社会保障関係費の増大を抑える抜本改革を断行すれば、20%の消費税の下で、GDP比2%程度のプライマリー収支黒字を安定的に確保できる。また、社会保障関係費の自然増を解消するには、医療・介護の一部について給付範囲の縮小や給付率の引下げが不可欠である。

これらの論点について、有権者の反発を恐れ与野党ともに議論を避けてきた。増税の理解を得るために、政府・与党は一体改革案でも2012年度予算でも、社会保障への切り込みをほとんど行っていない。今回、消費増税を先行し、社会保障制度改革について棚上げしたという批判は少なくない。しかし、これまでの社会保障制度改革は全く不十分であり、今後1年かけて行われる社会保障制度改革国民会議の議論の中で、真の問題点を炙り出し、前述したような適切な対応策を打ち出すことができれば、むしろ望ましい結果につながる。

設備投資の低迷の一因も、社会保障制度改革や財政健全化策の先送りにある。現役世代の消費が低迷することで、企業の成長期待は低下し、資本蓄積が滞っているのである。まず、簡単に事実関係を確認する。2009年度以降、企業部門の総固定資本形成（設備投資）は資本減耗を下回り、純資本ストックは減少に転じている。つまり、戦後続いてきた「資本蓄積過程」は終了し、資本の食い潰しがついに始まったのである。労働力の減少は多くの人が認識しているが、純資本ストックの減少についてはあまり気が付かれていない。

図5：民間法人企業の総固定資本形成と固定資本減耗（兆円、名目、年度）



言うまでもないことだが、純資本ストックの減少が続けば、トレンド成長率も低下する。前述した通り、筆者は日本のトレンド成長率が0～0.5%に低下したと推計しているが、低下の原因は労働力人口の減少と共に、純資本ストックが減少していることである。もちろん、「資本蓄積過程」の終了には、労働力人口の減少が影響している。それ自体は、人口動態の変化によって起こるべくして起こったと考えるべきである。

しかし、より大きな問題は、社会保障制度の持続可能性や公的債務の返済負担に対する懸念から家計が消費を抑制し、それに直面する企業が資本蓄積を抑制することで、トレンド成長率がさらに低下している点である。筆者の仮説が正しければ、信頼に足る社会保障制度改革と財政健全化を進めることが、資本蓄積の阻害要因を除去し、トレンド成長率の回復をもたらす。これが、「低成長に対応した社会保障制度や財政制度を構築することが成長回復の近道になる」という意味である。

「悪い金利安定」のメカニズム

皮肉なことに、社会保障制度や財政制度の持続可能性を疑い、家計や企業が消費や投資を抑制することで捻出された貯蓄は、金融機関への預金を通じ国債のファイナンスに充てられている（企業の貯蓄の一部は、海外での生産拠点や販売拠点の増強などにも向かっているが、圧倒的部分は、国債のファイナンスに向かっている）。そして、国債で調達された財政資金は、保険料だけで賄えなくなった社会保障の財源不足の穴埋めに充てられている。社会保障制度の存続を疑い貯蓄された資金が、社会保障制度を延命させているのである。公的債務が膨張しても、長期金利の上昇が発生していないから、マクロ的に大きな副作用はまだ発生していないと考える人が少なくない。しかし、綻びだらけの社会保障制度や財政制度が人々の消費や設備投資を抑制しているからこそ、長期金利が低位で安定しているのであり、大きな副作用は既に生じている。

ケインズ的な世界であれば、財政赤字の拡大は金利上昇を通じて、資本蓄積を抑制する。しか

し、フォワードルッキングな世界では、トレンド成長率そのものが抑制されているため、長期金利は上昇しない（現実に上昇していない）。このことは、民間部門の貯蓄が成長分野ではなく、財政赤字のファイナンスに振り向けられていることにも関係しているが、こうした財市場の動きの裏側には、それを助長する金融機関の行動がある。政府の国債管理政策と中央銀行の金融調節のサポートによって、金融仲介を行う金融機関にとって、成長分野を掘り起こしリスクを取って貸出を増やすよりも国債に投資する方が有利になっているのである。成長期待が低下し民間の資金需要が低迷しているから国債投資が増加しているだけでなく、国債投資が優先され、成長分野に資金が向かないから、成長期待がさらに低下する、という悪循環が生じている。

それではこの「悪い金利安定」のメカニズムは何時まで続くのか。公的債務がさらに膨らみ、企業や家計の懸念が一段と強まり、支出がさらに抑制されれば、国債のファイナンスに振り向けられる貯蓄は半永久的に捻出されるのだろうか。しかし、このメカニズムはいずれ限界に達する。このまま純資本ストックが減少を続ければ、トレンド成長率はいずれ明確なマイナスに転じる。その意味するところは、税収のトレンドも明確に減少に転じるということである。その時、人々は、公的債務が将来の税金では償還不可能であることを認識し、長期金利の上昇と共に危機が訪れる。更なる財政健全化の努力が不可欠だが、今回の10%への消費増税は財政破綻確率をある程度低下させる効果を持つ。

昭和の時代の政策と決別せよ

年金制度や医療制度がその典型だが、日本では、労働力が増え、高い成長が続くことを前提とした昭和時代の様々な社会制度が、現在もほぼそのままの形で放置されている。それらは、労働力の増加が止まり、低成長時代に入った途端に機能不全を起こし、そのこと自体がトレンド成長率をさらに低下させている。労働力の増加ペースの鈍化が始まった1990年代には、低成長社会の到来への準備を始める必要があったが、我々はトレンド成長率の低下を認めようとせず、高い成長を維持しようと裁量的なマクロ安定化政策で対応した。そのことも、公的債務の膨張を助長し、トレンド成長率の回復を阻害している。

昭和時代には、高い経済成長によって、多くの問題が解決されてきた。当時の政治の役割は、高い経済成長がもたらす税の自然増収を如何に社会に広く配分するかであった。しかし、平成の時代に入り、高い成長が止まった途端に、我々の社会が直面するようになったのは、低成長がもたらす様々な問題の解決費用をステークホルダー間で分担することである。低成長の時代の政治家に求められる役割は、国民に対し厳しい現実を説明し、その負担を能力に応じ受け入れるように、説得することである。しかし、未だに昭和時代の高成長頼みの発想から抜け出せていない。既に低成長時代が始まって20年も経過している。そろそろ我々は「経済成長が問題を解決してくれる」という昭和時代の発想と決別する必要がある。今回の消費増税法案の衆院可決がその第一歩となることを強く願う。

参考文献

- 祝迫得夫『家計・企業の金融行動と日本経済—ミクロの構造変化とマクロへの波及』日本経済新聞出版社 2012年
- 印南一路、堀真奈美、古城隆雄『生命と自由を守る医療政策』東洋経済新報社 2011年

マーケット・アウトLOOK (1)

スペインの金融情勢と今後の展望

岡三証券株式会社 チーフ・エコノミスト 保科 雅之

1. ギリシャからスペインにまで広がった欧州債務不安

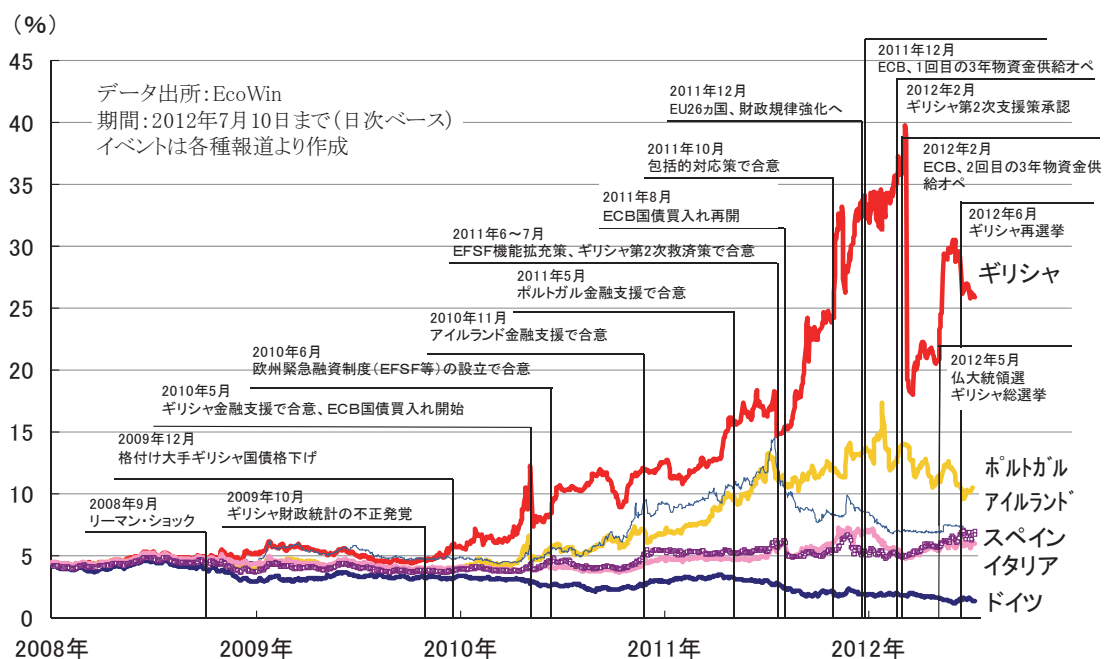
今度こそ最悪期を脱したか、という期待は既に何度も裏切られている。ギリシャで始まった財政問題は、アイルランドやポルトガルなどの国に不安心理が飛び火しただけではなく、昨年秋にはイタリア、今年春にはスペインにまで不安心理が広がった。

ギリシャで行われた総選挙（5月）では、緊縮財政を堅持しつつユーロにとどまろうと主張したND（新民主主義党）やPASOK（全ギリシャ社会主義運動）が合算で過半数議席を獲得することができず、6月に再選挙を余儀なくされた。ここではND、PASOKを中心とした連立政権を樹立することはできたものの、市場心理は元には戻らなかった。この間に、ギリシャの離脱がアンタッチャブルな話題ではなく、半ば公然と語られるようになった。こうした状況の変化はスペインへの不安心理を強くしたといえるだろう。

ギリシャの財政に絡む不正が発覚したのが2009年秋。その後危機が広がっては、対応が打たれることが繰り返されたが、図1の通り各国の債券利回りは安定を取り戻したとは言い難い。改善傾向が強くみられるのはアイルランドくらいか。スペインなどは少なくとも趨勢としては利回りは上昇してきており、水面下では不安がより強まっていることがうかがえよう。

スペインやイタリアの問題は、ギリシャ、ポルトガルやアイルランドとはマグニチュードが違う。経済規模が大きく、仮に全面的な支援を受けるなら金額が極めて大きくなり、既存のセーフティ・ネットでは対応できなくなるおそれがあるためだ。ここでは、スペインに焦点を絞って今後の展望を探ってみたい。

図1 ユーロ圏諸国の10年国債利回りこれまでのイベント



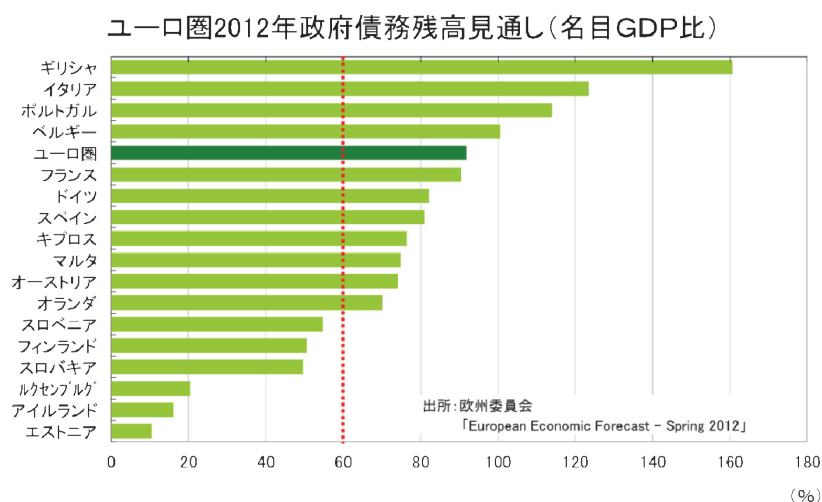
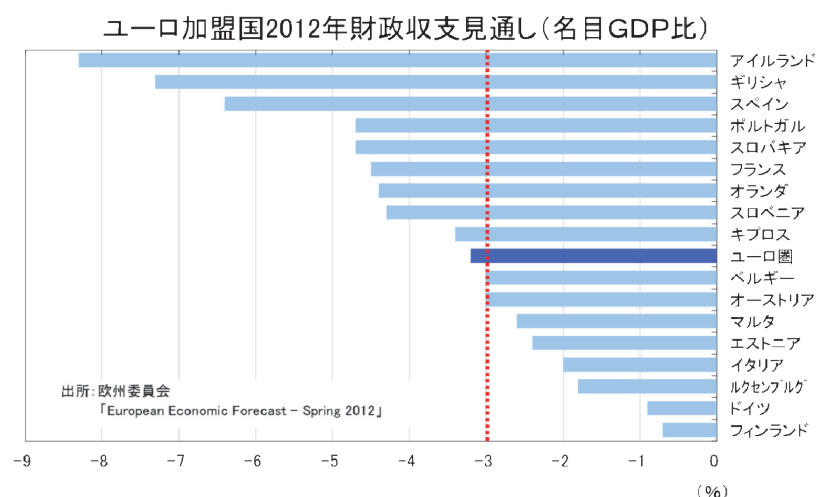
2. 問題の根は金融にあり

(1) 預金流出はギリシャほどではないが、足元ペースが加速

スペインの財政については、それだけを取ってみれば優等生とはいえないものの、劣等生でもない。欧州委員会の春季見通しによれば、2012年の財政赤字規模は対名目GDP比6.4%に達する見通しだ。これは加盟国で3番目に悪い数字である。しかしストック面である政府債務残高の対名目GDP比については、80.9%と僅かながらもドイツより低水準にとどまっている。財政そのものが悪いという状況ではない。

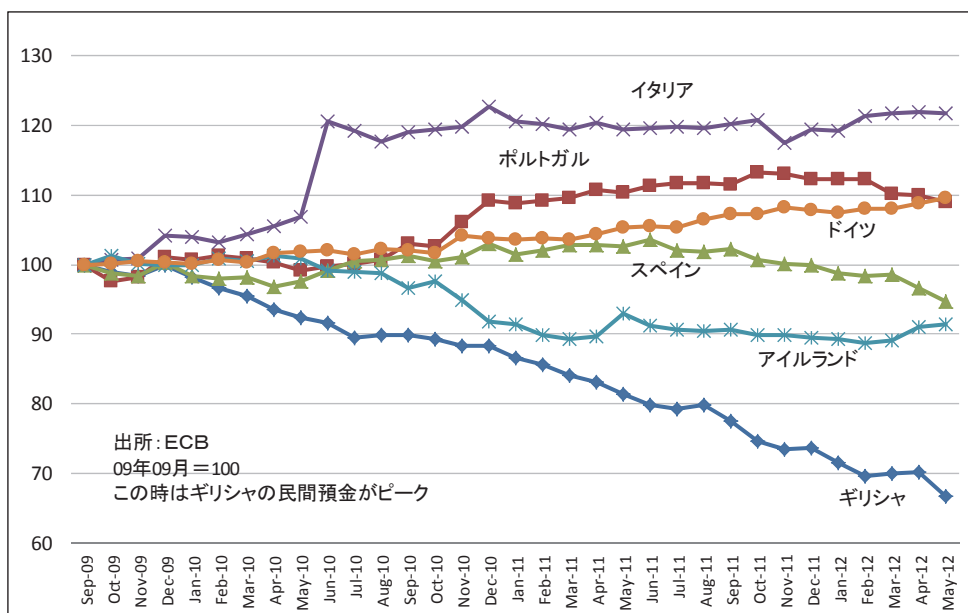
結論から言えば、報道等にもあるようにスペインの金融システム不安が財政不安を煽る形となっている。これは金融機関の破たんは預金者保護の観点から一定の金額が必要になるほか、連鎖倒産等悪影響が連鎖しないために政府の支援が不可欠となるためである。リーマン・ショックの記憶がある限り、金融機関の経営悪化は政府の支援増加とイコールになってしまうのである。

図 2



全体を見ていく前に、まずスペイン金融機関に対する不安度合いを預金の面からみていこう。図3は09年9月を100とした各債務国及びドイツの金融機関における民間預金額の推移を指数化したものを示している。09年9月はギリシャの預金残高がピークであった時期である。

図3 ユーロ圏主要金融機関の民間預金



預金流出は金融不安の程度を測る重要なシグナルとなるが、このグラフを見る限り、足元特に預金の減少が目立つのがギリシャとスペインということになろう。特にスペインは4月、5月と預金流出が加速している印象を受ける。

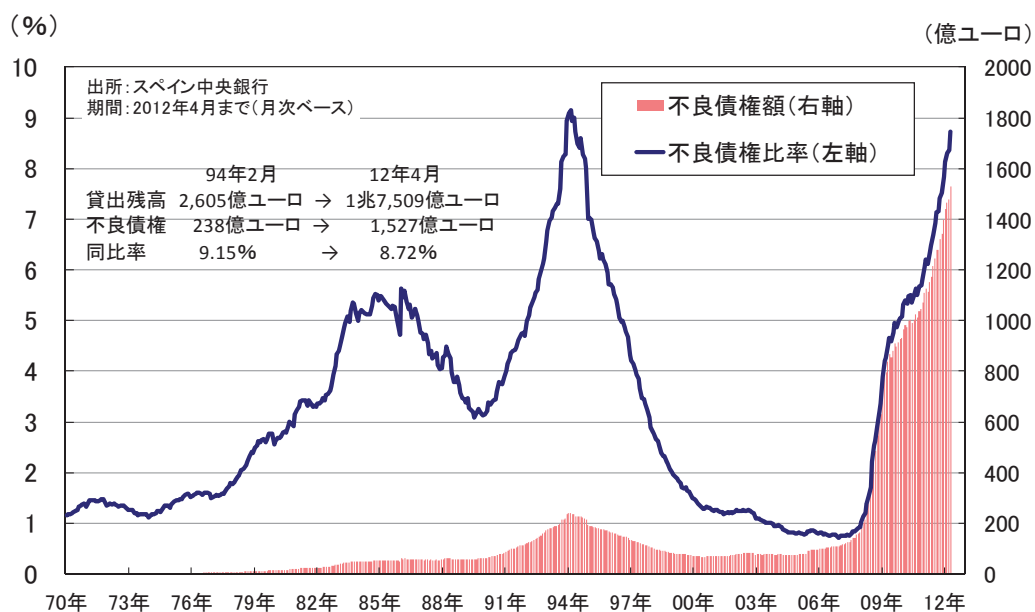
(2) 94年より悪い不良債権問題

失われていく預金者の信頼の原因はどこにあるのか。スペインではマグニチュードとしては米国に勝るとも劣らない規模の住宅バブル崩壊現象がみられる。そこで不良債権が積み上がったというのが主因だろう。

図4はスペインの金融機関の不良債権比率と不良債権額を示したものだ。不良債権比率は4月に8.72%に達した。これは94年2月の9.15%以来の高水準とされる。当時は湾岸戦争後の世界的な景気低迷のもとスペインではバルセロナ五輪等に向けた投資が活発に行われた時期だ。ただ、不良債権比率だけの比較では、十分に語れない問題もある。なぜなら不良債権の実額は既に94年当時と比較すると既に比較にならない規模になっているためである。

この背景には急速な貸出の拡大がある。貸出残高は、94年から2012年までの18年間で6.7倍もの増加となっている。これは年間で11%以上の増加を18年続けた計算であり、経済成長テンポと比較すると貸出増加ペースは明らかに早過ぎることがわかる。この結果、不良債権額は1,527億ユーロに上り、実額ベースでは94年当時とは比較にならない負担となっていることがうかがえる。急増した融資の原因を、スペインの金融機関のみの責に帰すべきではない面もある。ユーロ単一通貨制度は複数財政下（つまり金利に差がつく余地がある）での域内固定相場であるがこのもとでは、為替リスクを負う必要がないためにドイツやフランスの金融機関がこぞって金利が高いスペインなどに投資したと考えられる。

図4 ス페인金融機関の不良債権比率と不良債権額



さらに気がかりなのは、足元の不良債権の増加テンポが急激であることだ。これは現在も新規に不良債権が発生しており、それが増えているということだろう。図5はスペインの金融機関による月ごとの不良債権発生額（月ごとの残高の差で算定）と住宅価格（四半期ベースの前期比上昇率：逆スケール）の推移を示したものである。

これをみると、新規の不良債権発生額はサブプライム・ローン問題とリーマン・ショックに見舞われた08年～09年前半に急加速したことがわかる。瞬間風速では不良債権発生額は月間100億ユーロペース（単純計算ながら、年間では1,200億ユーロペースの発生になる）に接近した場面もみられた。住宅価格も前期比ベースで3%（年率12%以上）下げていた。その後09年後半から10年にかけて、住宅価格の下落ペースは緩やかになり、不良債権の新規発生額も抑制された。これはリーマン・ショックを受けた景気の落ち込みに対し、各国の政策当局が積極的な金融緩和を実施したうえ、大規模な財政支出を行うことによって景気が回復したためと考えられる。しかし、ここに至り再度住宅価格の下落テンポが加速し、新規の不良債権額の発生が目立ってきている。今年に入って4月までの累計で129.7億ユーロの不良債権が発生している（年間520億ユーロペース）。しかも住宅価格の下げは加速しており、リーマン・ショック時のそれを上回るペースとなっている。このまま放置すれば、不良債権発生ペースは更に加速しても何ら不自然ではないだろう。

もうひとつ気がかりなのは、スペインの金融機関が資産を圧縮しているのはやむを得ない措置ではあっても、その圧縮が優良資産中心に行われている可能性が高いということだ。

図5 ス페인住宅価格と金融機関の不良債権（毎月の増加額）

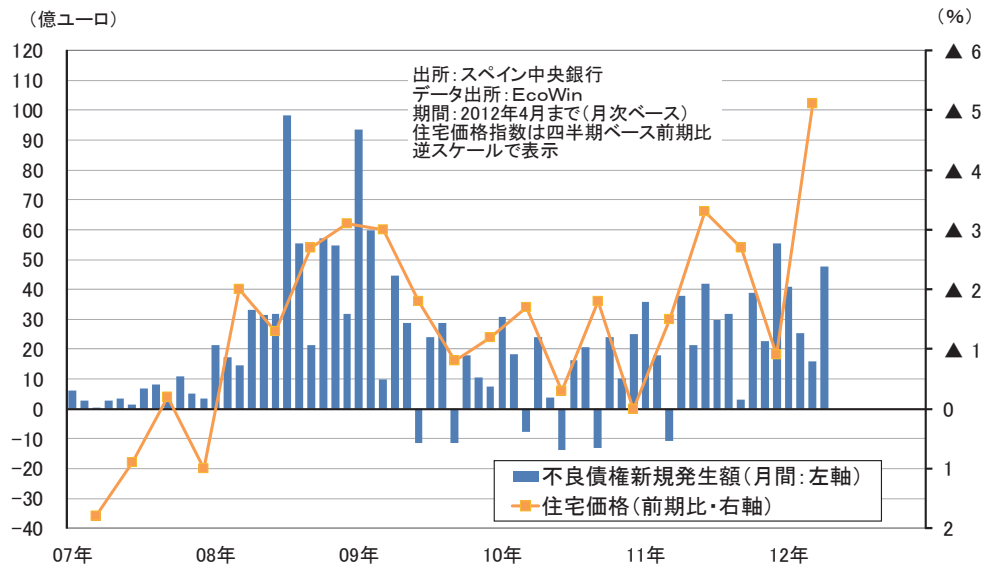
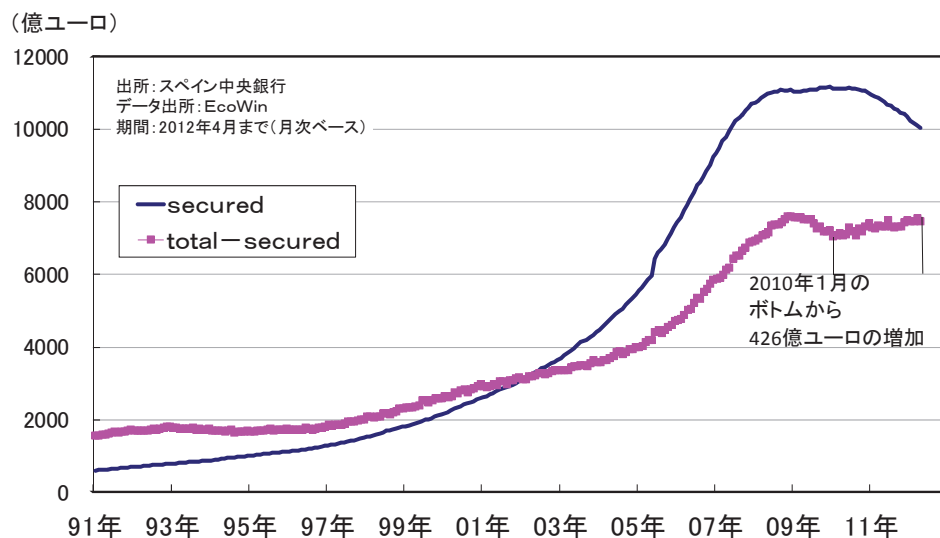


図6はスペイン金融機関の安全度別の貸出残高を示したものである。Securedというのは保証ないし担保保全のある資産のことであるが、基本的には安全度が高い資産とみて差し支えなかろう。このsecured資産とそれ以外の資産（総資産からsecured資産を控除したもの）の残高推移をみると、secured資産が減り、それ以外の資産が減っていないことが明らかだ。

つまり、スペインの金融機関は資産圧縮を余儀なくされてはいるが肝心な不良債権予備軍の資産圧縮は進んでいない可能性がある。資産内容全体が劣化している懸念があり、新規の不良債権がより発生しやすくなるということだろう。

図6 スペイン金融機関 安全度別貸出残高



このように苦境に見舞われているスペイン金融機関に対し、ユーロ圏では上限1,000億ユーロに上る金融支援が合意された。スペイン政府に対して、ギリシャやポルトガルと異なる形での支援、つまり金融機関に限定した支援である。ただ、資金はいったんはスペイン政府を経由するなどスเปน

ン財政への不信を軽減するものとは必ずしもなっていない。

金額的には十分なのだろうか。もちろん、1,000億ユーロという金額は厳しい前提条件でのストレステストをもとに算定されたものであるため、基本的には本レポートで触れているような不良債権の新規発生は、想定範囲内であると考えられる。その意味では1,000億ユーロの支援が不十分であるというつもりは毛頭ない。

しかし、このまま不良債権が発生を続けても、市場は安心していただけるだろうか。現在のペースでも、前述した通り1年間で520億ユーロ程度の不良債権は発生する。その過程で支援規模に疑問を呈する市場参加者がいつ出てきてもおかしくない。

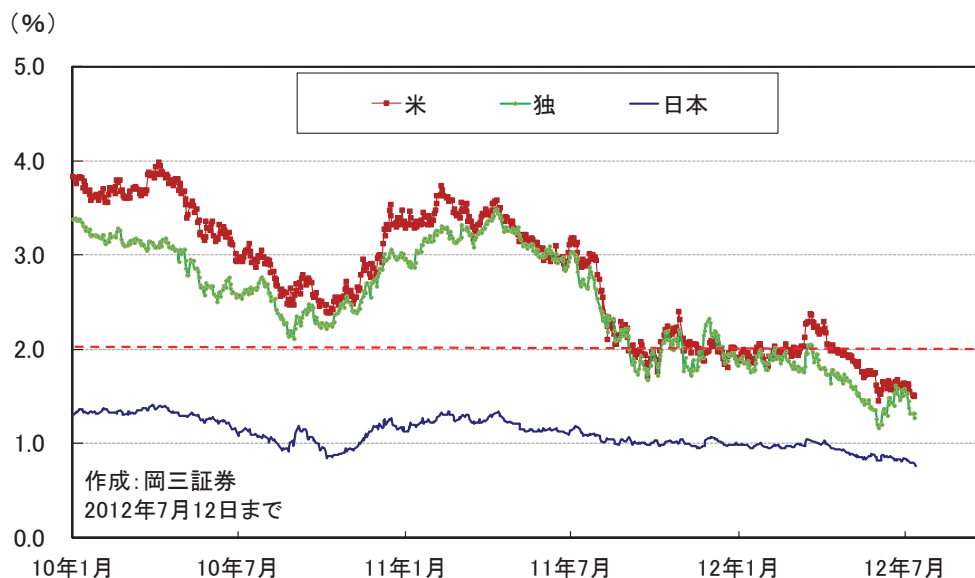
しかもスペインへの支援策も全体像が合意されただけで、具体化には意見の一致をみていないのである。筆者が懸念するのは、金融機関の問題或いは不良債権問題は、結局実体経済が上向かないと容易に回復しないということだ。住宅価格など不動産価格が、期待収益の割引現在価値であるとするならば景気が上向いて期待収益率が上がることが必要になろう。その意味では、ドイツやフィンランドなどの支援国は負担を躊躇している場合ではない。同時に少なくとも景気を上向かせる措置を講じないと不良債権発生が止まらない可能性も高まってくることが予想される。

3. 今後の影響と展望

以上みてきたように、スペインの金融問題はなお厳しい状況が続いている。一方で支援国側も国民の目があるために、支援の際に必要な負担について二つ返事でOKできないという事情がある。市場の不安心理にはまず金額的に十分なセーフティネットを示すことが重要だが、それを容易に示せるような状況ではない。となるとスペインの金融と財政のスパイラル的な不安増幅を断ち切るのも容易ではないということになる。

欧州周縁国の財政問題、金融システムへの不安と両者のスパイラル的な連鎖、これは安全資産への資金シフトが意外に長続きする可能性につながる。現在日本の10年国債利回りが1%を大きく割れ、ドイツのそれも1.5%を大きく割り込んでいる。米国10年債利回りも7月12日に1.5%割れとなっている。もはや低下余地がないとみることもできようが、今回考察した状況と欧州各国の対応などをみていると、特に米独についてはもう一段の金利低下も十分に想定しておくべきかもしれない。

図7 主要国の10年国債利回り



特 別 報 告

銀行の12年3月期決算：成長へのマイルストーン

ドイツ証券 シニアアナリスト 山田 能伸

要 旨

邦銀の業績はリーマンショック直後の09年3月期を底に回復に転じ、12年3月期では3年連続の最終利益の増益を記録した。特殊要因を除けば主要行、地銀とも会社予想ベースで13年3月期も増益を見込んでいる。このなかで注目すべきは、与信費用の低位安定だろう。邦銀は長い間、低成長、低利鞘という世界の銀行の中では例を見ない逆境にあったが、それが低い与信費用と信用力の改善につながっている。欧州の銀行の資産削減が進む中で、三大行の信用力の高さが新たな成長の原動力になりつつある。言うまでもなく、アジアを中心とした海外貸出の増加である。三大行は海外貸出（末残）を前年比で21 - 27%増加させたが、自力による外貨資金調達も好調で健全な成長への道を歩み始めたと言っていいだろう。一方、地銀では国内貸出が伸びているものの住宅ローンの利鞘が悪化しており、新たな成長戦略が見出しづらい状況にある。

図表 1：主要行 FY3/12 実績と FY3/13 会社予想との比較（億円）

	銀行単体 実質業務純益			銀行単体 与信費用			銀行単体 株式損益		
	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13
	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想
三菱UFJ	11,570	11,710	10,150	1,742	1,345	1,100	-1,314	-1,084	-
三井住友FG	8,326	8,130	7,500	943	586	1,000	-873	-151	-
みずほ	7,424	7,282	7,530	-160	-248	1,000	-762	-503	-
りそな	2,601	2,698	2,380	368	45	420	-17	-14	-
三井住友トラスト	2,333	2,390	2,100	74	-11	200	-74	-481	-
合計	32,254	32,210	29,660	2,967	1,717	3,720	-3,040	-2,233	0

	連結 経常利益			連結 当期利益			連結 調整後当期利益		
	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13
	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想
三菱UFJ	6,464	14,720	11,100	5,831	9,813	6,700	5,831	6,907	6,700
三井住友FG	8,254	9,356	9,100	4,759	5,185	4,800	4,759	5,185	4,800
みずほ	5,885	6,486	7,350	4,132	4,845	5,000	4,132	3,933	5,000
りそな	2,103	2,749	2,200	1,601	2,537	1,400	1,601	1,699	1,400
三井住友トラスト	1,855	2,721	2,300	1,308	1,647	1,200	1,308	1,213	1,200
合計	24,561	36,031	32,050	17,631	24,027	19,100	17,631	18,937	19,100

出所：各行

銀行業界全体のリスクとしては、国債保有や金融円滑化法の期限切れなどがある。ただ、現状で国債金利急騰の公算は低いと思われる。円滑化法に関しては、多く銀行で既に十分な引き当てが積みまれていると考える。

図表 2：主要行 - 12 年 3 月期 貸出ポートフォリオ (単体、末残、億円、%)

	11年3月	比率 (%)	12年3月	比率 (%)	年間増減額	増減率(%)
三菱UFJ (2行)						
国内貸出額	639,197	84.4	650,664	81.3	11,466	1.8
うち大企業等	240,020	31.7	259,181	32.4	19,161	8.0
中小企業	218,730	28.9	215,657	26.9	-3,072	-1.4
個人	180,448	23.8	175,826	22.0	-4,622	-2.6
貸出利回 (2行, %)	-	1.42	-	1.33	-	
海外貸出額	117,985	15.6	149,879	18.7	31,895	27.0
合計	757,182	100.0	800,543	100.0	43,361	5.7

	11年3月	比率 (%)	12年3月	比率 (%)	年間増減額	増減率(%)
三井住友 (SMBC)						
国内貸出額	478,511	86.6	472,180	83.7	-6,331	-1.3
うち大企業等	140,376	25.4	139,872	24.8	-504	-0.4
中小企業	184,441	33.4	180,246	32.0	-4,196	-2.3
個人	153,693	27.8	152,061	27.0	-1,631	-1.1
貸出利回 (%)	-	1.65	-	1.58	-	
海外貸出額	73,865	13.4	91,935	16.3	18,070	24.5
合計	552,376	100.0	564,115	100.0	11,739	2.1

	11年3月	比率 (%)	12年3月	比率 (%)	年間増減額	増減率(%)
みずほ (3行)						
国内貸出額	574,519	88.9	559,939	86.6	-14,580	-2.5
うち大企業等	246,777	38.2	241,862	37.4	-4,915	-2.0
中小企業	203,904	31.6	197,118	30.5	-6,786	-3.3
個人	123,838	19.2	120,959	18.7	-2,879	-2.3
貸出利回 (2行, %)	-	1.32	-	1.24	-	
海外貸出額	71,668	11.1	86,937	13.4	15,269	21.3
合計	646,188	100.0	646,877	100.0	689	0.1

出所：各行決算短信よりドイツ証券作成 注：中小企業とは原則として資本金 3 億円、または従業員 300 人以下の会社(業種によって多少の違いあり)。大企業向け貸出には地方公共団体等を含む。

主要行：反転攻勢

12年3月期実績、13年3月期会社予想

主要行5グループの12年3月期決算は、銀行単体の実質業純が前年比ほぼ横ばいの3.2兆円であったが、与信費用がさらに低下した。三菱UFJ（MUFG）、みずほFG、三井住友トラストHD（SMTH）で、組織再編にともなう負ののれん代（当期利益の増益要因）が合計で4,252億円計上されたこともあり、連結当期利益は2.4兆円となり前年の1.7兆円から大幅な増益となった。負ののれん代と、りそなHDにおける不良債権処理に関連する税務上の調整を除いた実質ベースでも1.9兆円で前年比増益となる。13年3月期の会社予想では、市場部門収益の減少と与信費用の増加で減益を見込む銀行が多い。ただ、みずほでは傘下のみずほ証券の収益が大幅に改善するとして増益が見込まれている。この結果、主要行の合計では、13年3月期も連結当期利益は若干の増益予想となる（図表1）。そうであれば、09年3月期を底に4期連続増益を記録する計算となる。

与信費用の低位安定と信用力の向上

主要行の与信費用の貸出に対する比率は、11年3月期に単体で12bp（0.12%）、連結で27bpであったが、12年3月期では順に7bp、12bpに低下した。13年3月期会社予想に連結の予想はないが、単体では15bpとなる。ただ、15bpは保守的で今期も着地は10bp程度になるとみられる。ドイツ証券（以下「当社」）では、与信費用の巡航速度を先進国で80bp程度とみているが、邦銀の計数は極めて低い。低い与信費用は信用力の高さにつながっており、三行のCDS スプレッドは世界の大手行の中でも最も低いグループに属する。低い与信費用は、リーマンショック後の国内貸出減少と結びついている。銀行はリスクをとらなくなり、企業サイドは財務内容の改善に努めた。ここ数年、邦銀主要行は世界の銀行では例外的な「貸出のマイナス成長、低利鞘」に甘んじたが、それが「低い与信費用」体質を生んだと言えよう。

欧州銀行の退潮と邦銀の躍進

三行の海外貸出の増加要因としては、（1）アジアを中心とした貸出需要の高さと、（2）欧州の銀行が進めている資産削減の2つが考えられる。欧州周辺国の財政問題の影響で新興国の貸出需要は減速しているが、それでも2012年の貸出増加は、中国で14.5%、インドで20.9%、インドネシアで

18.1%と当社では予想している。欧州の銀行の資産削減は既に銀行側が公表したもので、1.8兆ドル（144兆円、当社集計）に達する。新興国では地場の銀行が力をつけているが、欧州の銀行がかつてほど積極的ではないことから邦銀に新たな成長機会が訪れている。邦銀三大行の海外貸出はおおむね日系企業向けが30%、非日系企業向けが70%を占める。非日系企業向け融資はさらに、世界的な優良企業（ブルーチップ）向け融資と、インフラ整備などプロジェクトファイナンスなどに分けることができる。優良案件向け融資が主体のため、利鞘は1%前後と国内並みに低いが、不良債権比率も1%前後で与信費用はほとんど発生していない。三大行は今期、15%程度の海外貸出増加を計画しているが、それを上回る伸びも十分期待できると考える。

国際的な金融規制との関係

2009年から11年にかけて三大行とりそなHDが合計7回の公募増資を行い、一株当たりの価値の希薄化を嫌って株価は下落した。現在も株価は十分に回復したと言えないが、結果として財務の安定性をもたらしている。公募増資の理由はバーゼル3の早期達成にあったが、現時点で追加増資の必要性は感じられない。バーゼル3をはじめ、米国のボルカールールやドッド・フランク法、欧州で論じられている様々な規制の要旨は、「銀行に過度のリスクをとることを抑制させる」ことにある。リスクを取らなくなれば、収益性は低下するが信用度が高まる。皮肉なことに、世界の銀行株の中で異端児扱いされてきた邦銀の「低成長、低収益、低リスク」というビジネスモデルが、先進性を持つに至ったのである。銀行の時価総額ランキングでは中国、米国とならんでカナダやオーストラリアの銀行がMUFGより上位にある。高度な市場取引による収益ではなく、地道にリテール業務を拡大している銀行に対する評価が高まっているのである。

リスクの所在

それでは主要行の業務展開に死角はないのか。市場で最も意識されているのが、国債保有だろう。国債を中心に円債の保有額は現在、総資産の23%に達する。ただ、平均保有期間（Duration）は2.5年であり、大きな金利リスクを取っているわけではない。当然のことながら、ここでは長期的に財政問題が改善に向かうかが重要になる。欧州周辺国と同様、政治リスクがあると言えよう。もうひとつの懸念は、不良債権問題である。金融円滑化法関連では十分な引当があると思われる

るが、大企業の破たんが相次ぐようであれば、各行の信用力に陰りが生じるおそれがある。現在、海外融資の拡大は信用力の高さによる外貨資金の自力調達によって支えられているが、それに支障が出れば成長戦略の見直しも迫られるだろう。ただ、現在、製造業向け融資が不良債権化する公算は低いと考える。

地方銀行：住宅ローンパラドクス

図表 3：地方銀行 FY3/12 実績、FY3/13 会社予想（連結、億円）

	銀行単体			銀行単体			銀行単体		
	実質業務純益			与信費用			株式損益		
	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13
	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想
横浜	1,064	1,053	1,035	276	137	120	0	-13	-
静岡	704	672	666	96	3	39	-12	-29	-
千葉	785	720	720	104	22	100	-46	-92	-
ふくおかFG	807	854	786	155	242	110	5	-17	-
合計	3,360	3,298	3,207	632	405	369	-53	-151	-

	銀行単体			連結			連結		
	経常利益			経常利益			当期利益		
	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13	FY3/11	FY3/12	FY3/13
	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想	実績	実績	会社予想
横浜	750	871	875	817	963	945	471	512	550
静岡	587	623	640	642	688	690	362	372	555
[負ののれん代を除く]									427
千葉	598	618	640	653	669	690	406	408	420
ふくおかFG	577	457	634	499	377	525	260	282	280
合計	2,512	2,569	2,789	2,611	2,697	2,850	1,499	1,573	1,805
[負ののれん代を除く]									1,677

出所：各行

12年3月期実績と13年3月期会社予想

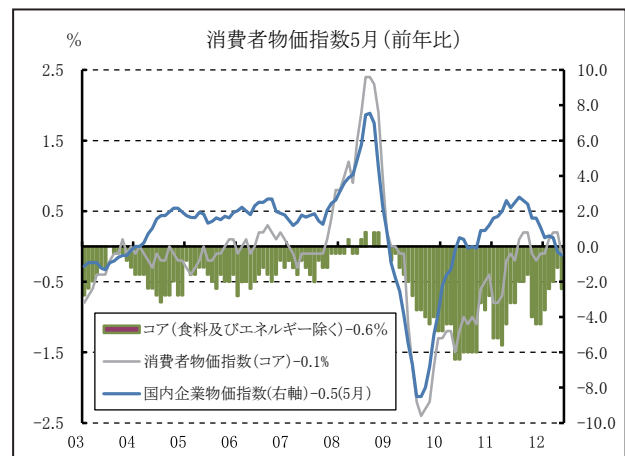
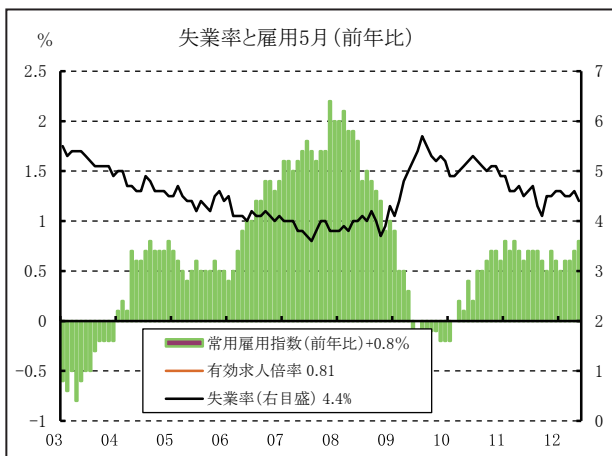
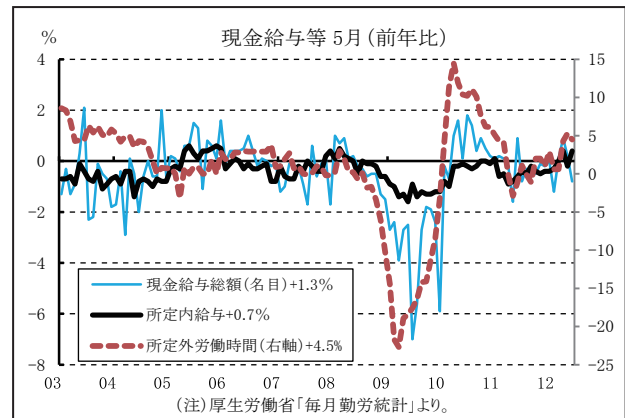
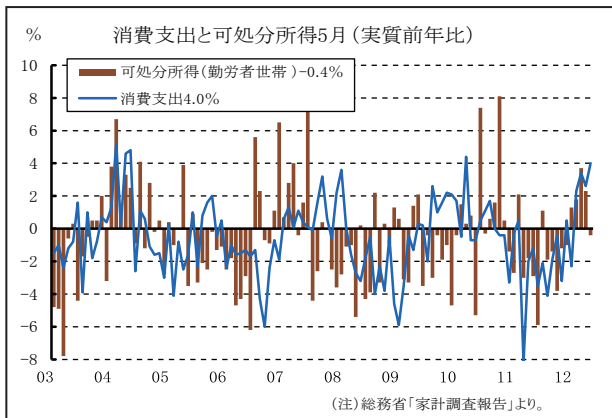
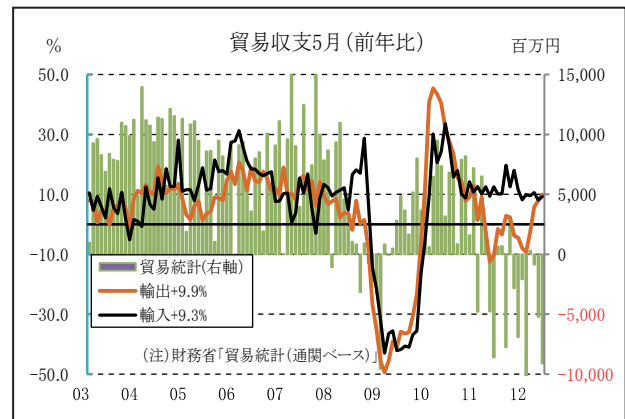
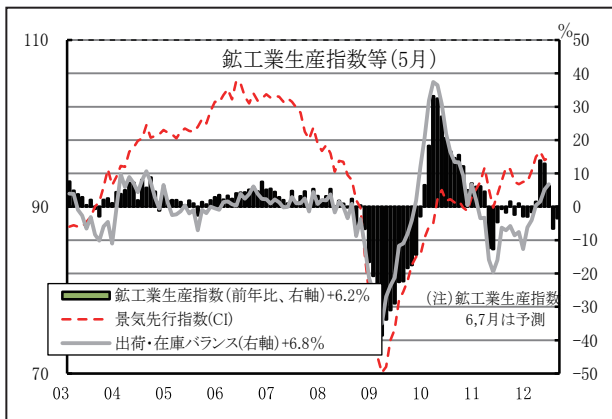
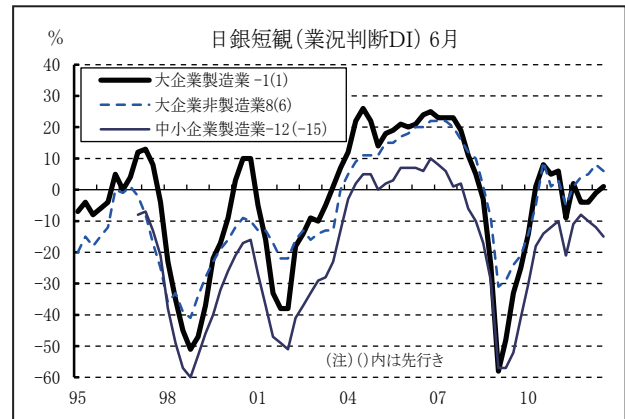
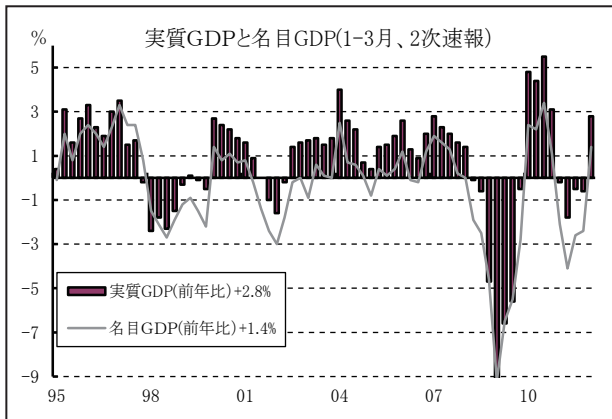
地方銀行大手4行の12年3月期決算は、連結当期利益が1,573億円となり前期比4.9%の増益となった。単体実質業純は微減であったものの、与信費用がそれ以上に低下した。13年3月期の会社予想の連結当期利益は1,805億円だが、静岡銀行が計上する予定の組織再編に伴う負ののれん代128億円を除いたベースでは1,677億円となり、実質6.6%の増益となる。実質業純は引き続き低下するものの、与

信費用の低下と株式関係損失の減少が見込まれている（図表3）。会社予想を前提にすれば、主要行と同様に4期連続の増益を達成する計算となる。地銀が主要行と異なるのは、国内貸出で増加を維持していることだろう。大手4行の平均で12年3月期に国内貸出は3.1%増加、今期も4.3%増が計画されている。

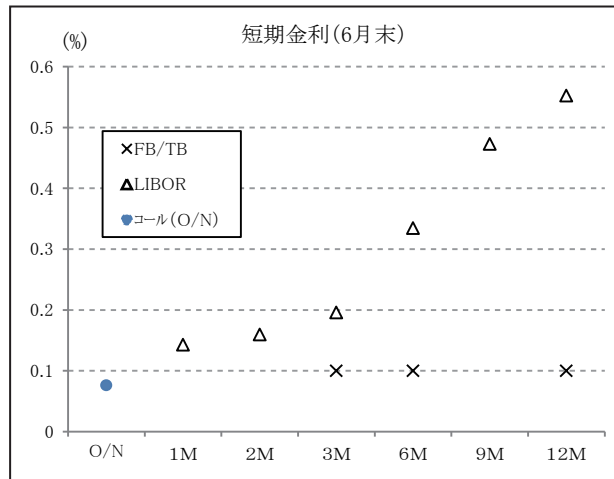
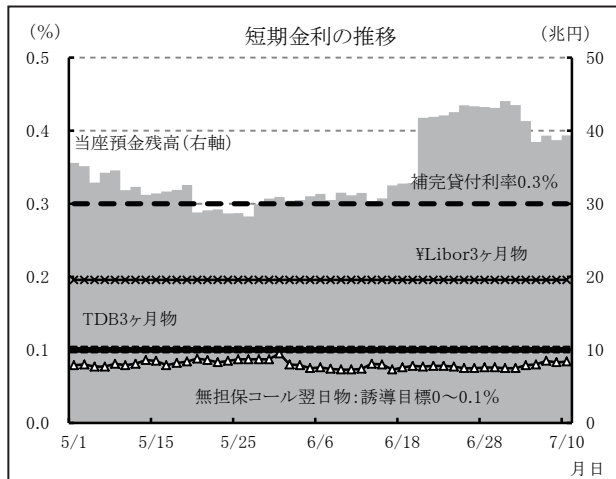
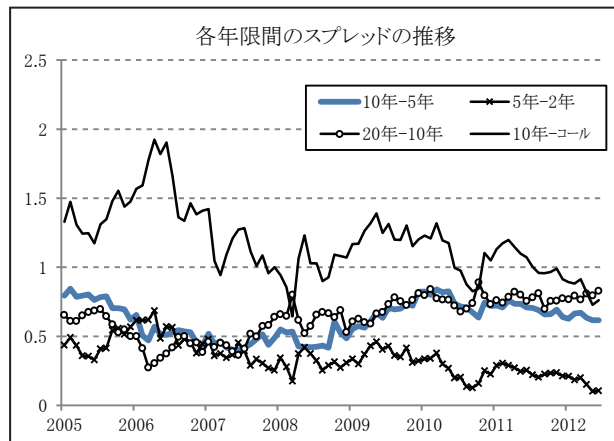
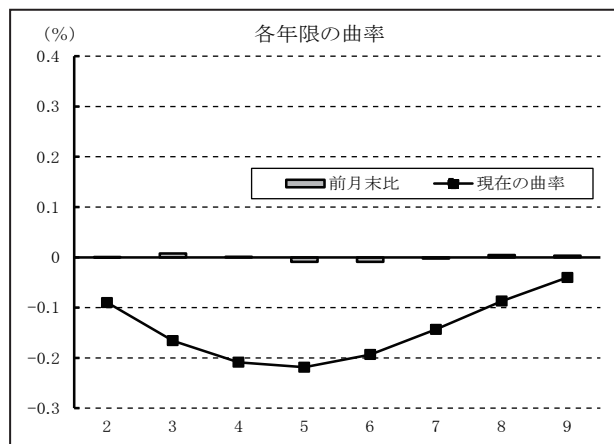
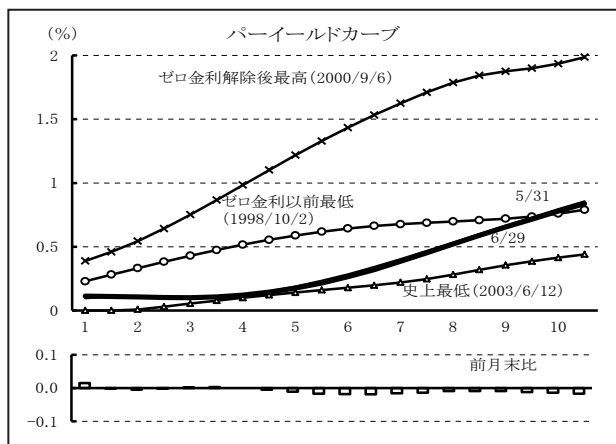
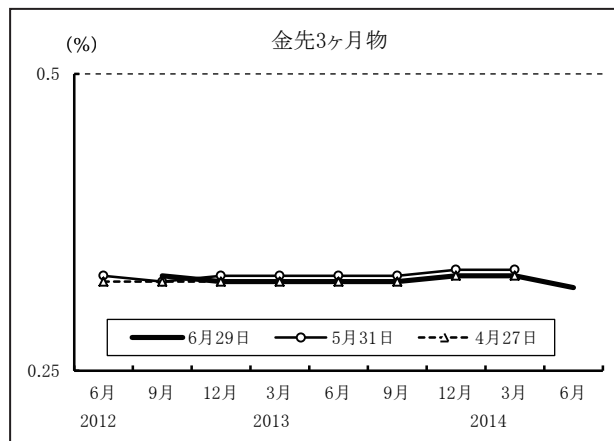
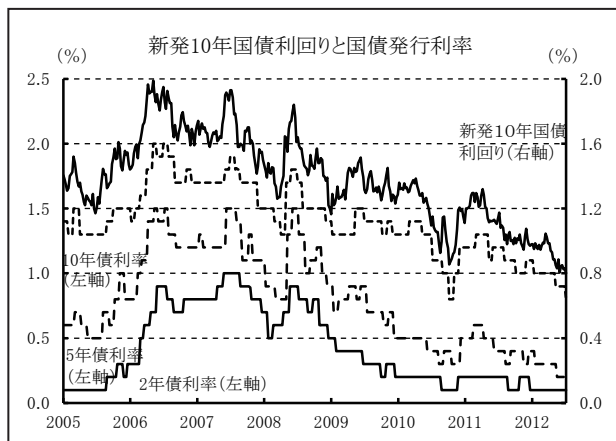
消耗戦の先にあるもの

貸出が増加しているのに業純が低下するのは、住宅ローンの利鞘が低下しているためである。各行とも在庫の住宅ローンは1.8%程度の利回りが確保されているとみられるが、新規実行分の金利は1.0%前後となっている。本来、戦略商品であった住宅ローンはコモディティ化が進み、収益性が悪化している。営業努力で新規住宅ローンを獲得すればするほど、銀行全体の利鞘が下がるというパラドクスが起きている。住宅ローン業務は主要行も含め消耗戦の様相を呈しているが、個人取引のゲートウェイ（入口）として各行とも注力が必要な分野として位置づけられている。個人取引のメイン化により、投信販売などのクロスセルにつなげられるかが今後の課題となる。なお、三重大行のように大きな海外業務を持たない地銀では、明確な成長戦略が描きにくい。海外進出が加速する取引先中小企業に対しても十分な支援ができているかは、様々な議論がある。個人取引や海外業務に関して、現在の組織でどこまで対応できるか、各行とも中長期的な視点で検討すべきタイミングに来ていると考える。

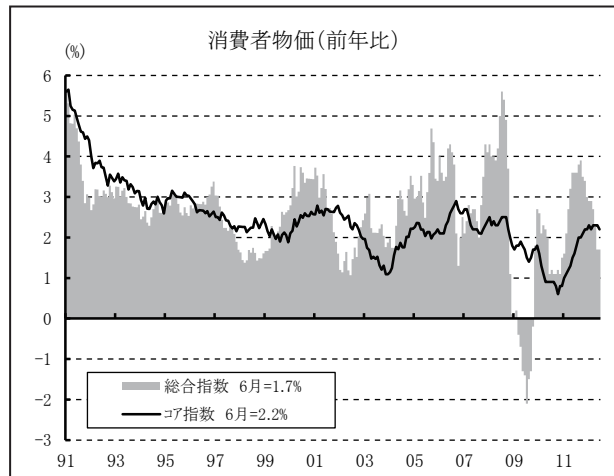
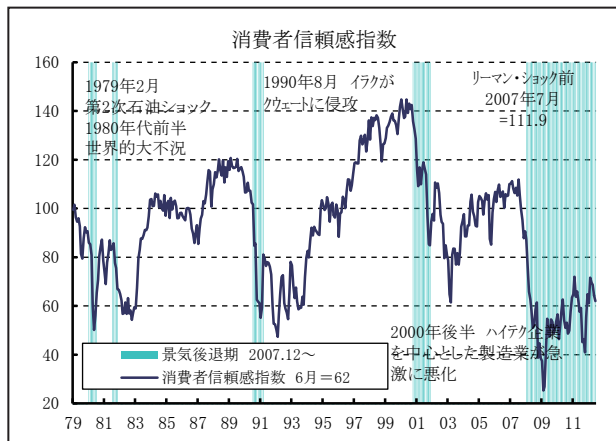
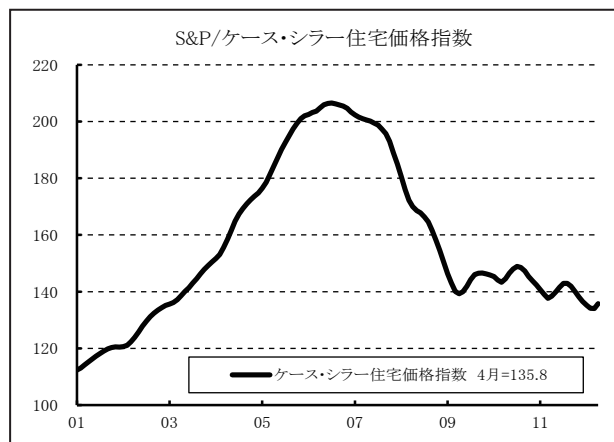
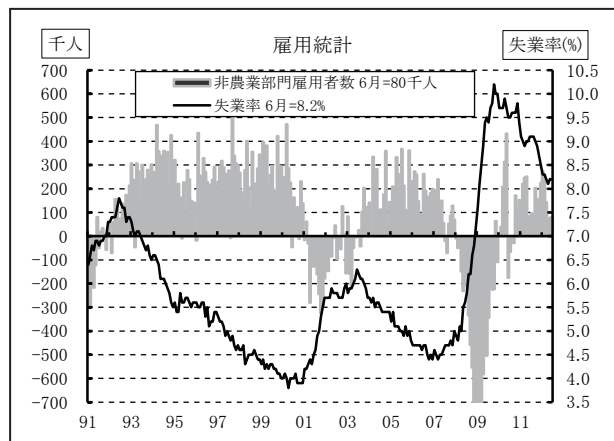
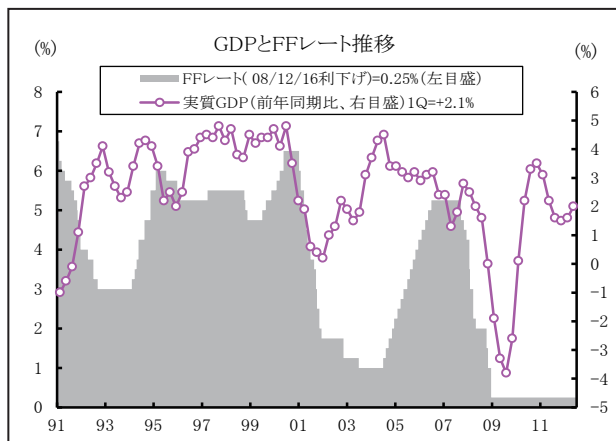
日本 マクロ経済



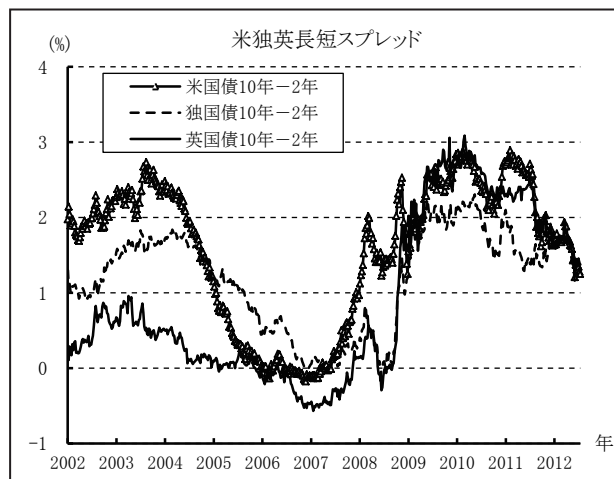
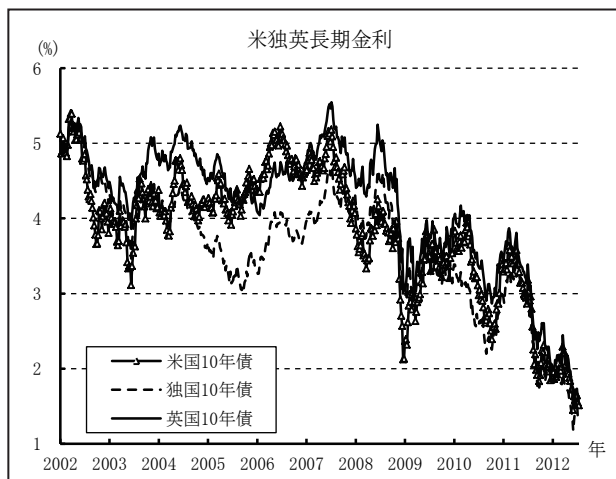
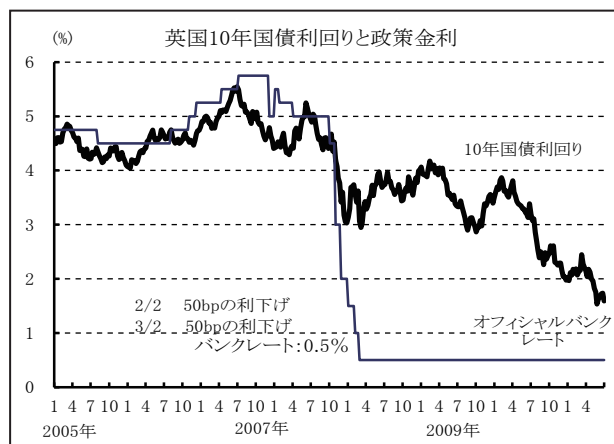
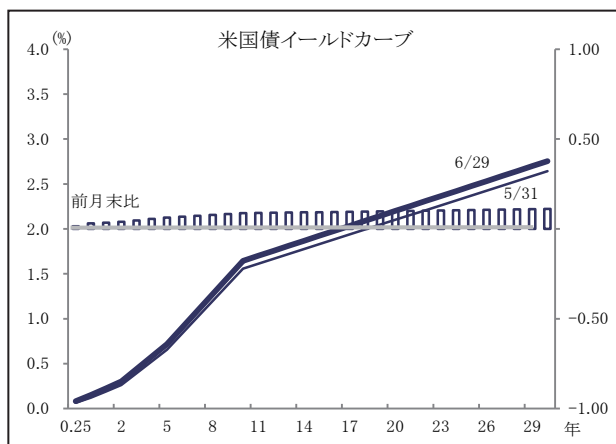
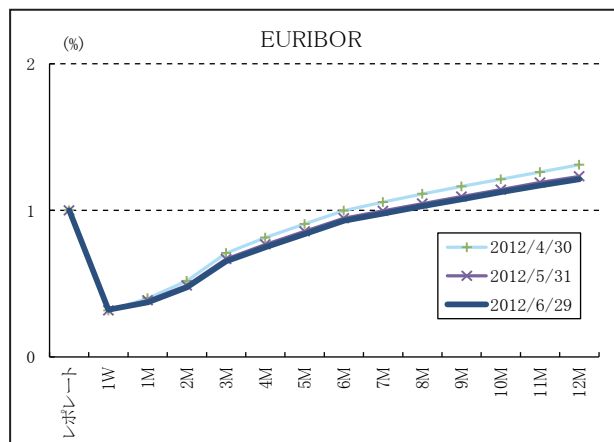
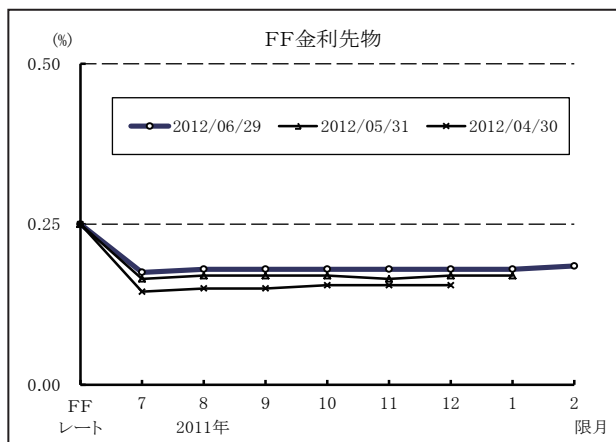
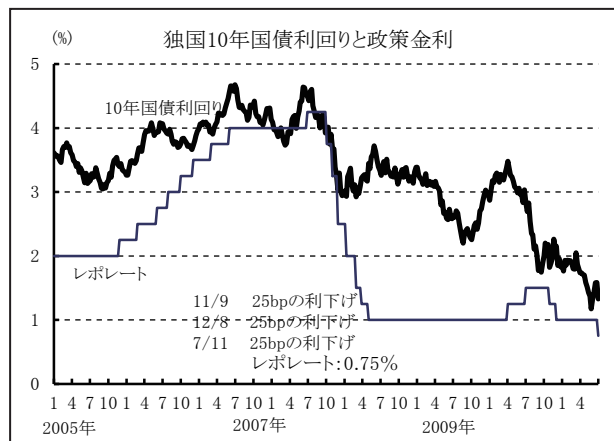
日本 短期・債券市場



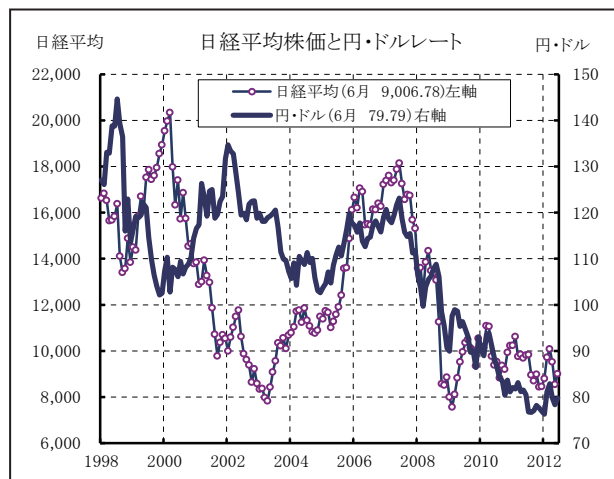
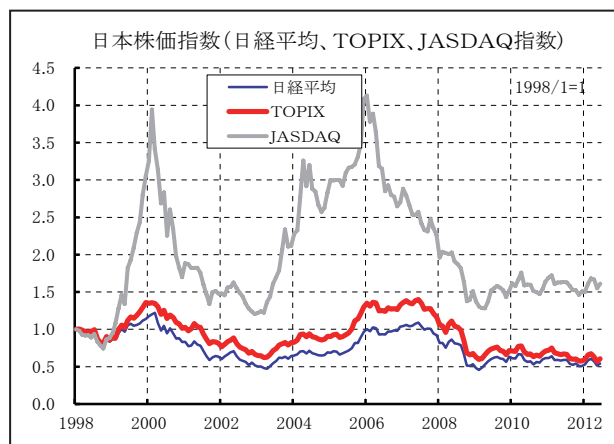
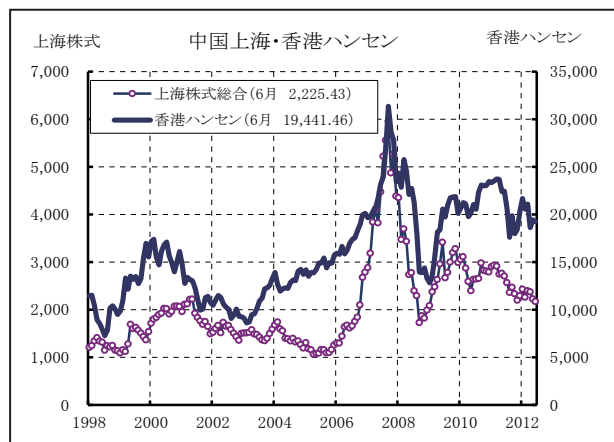
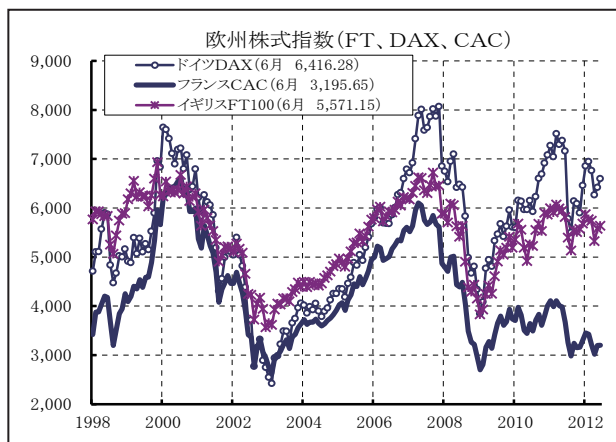
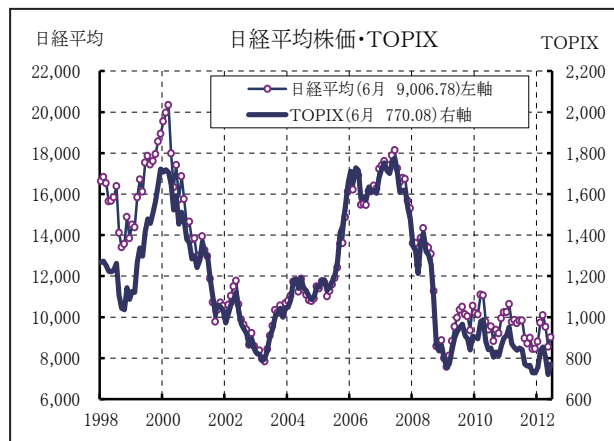
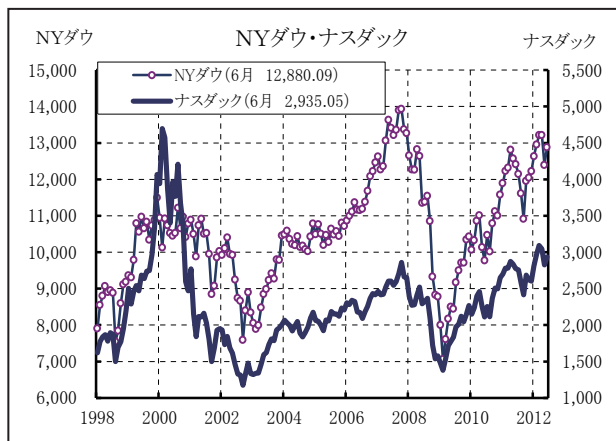
海外 マクロ経済



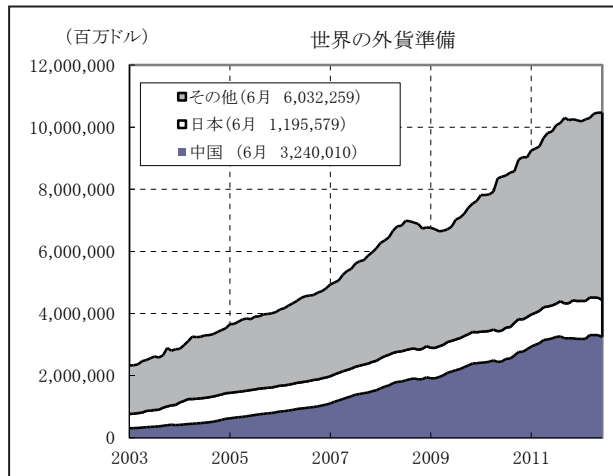
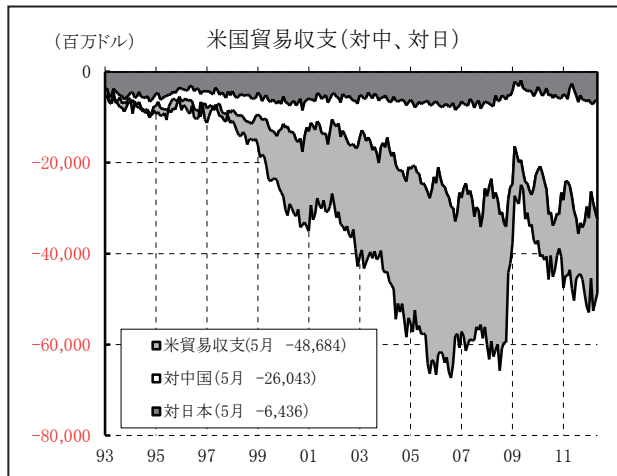
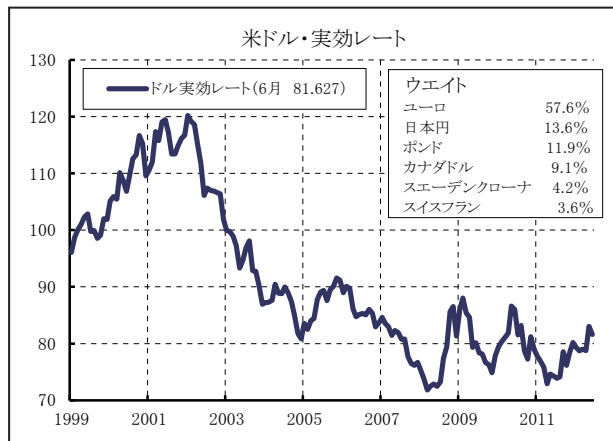
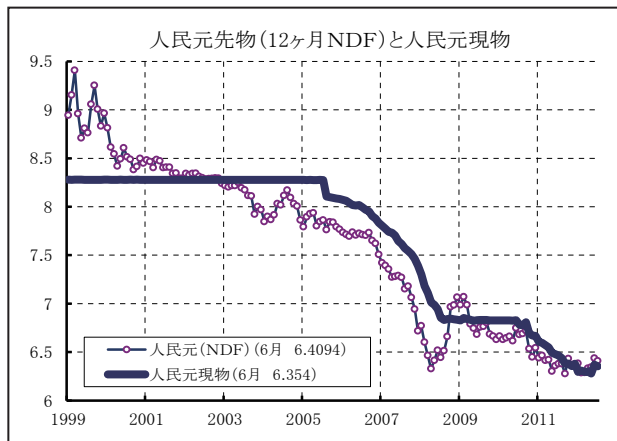
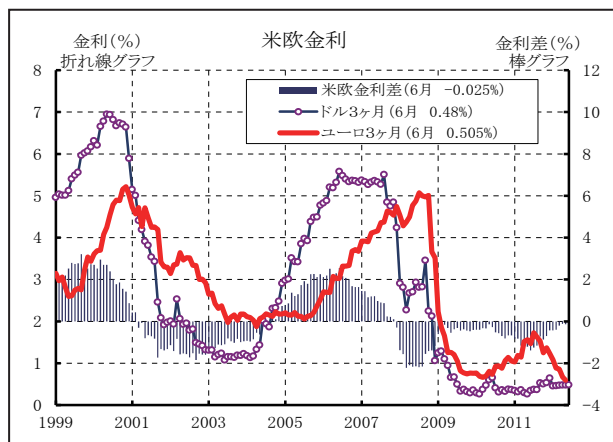
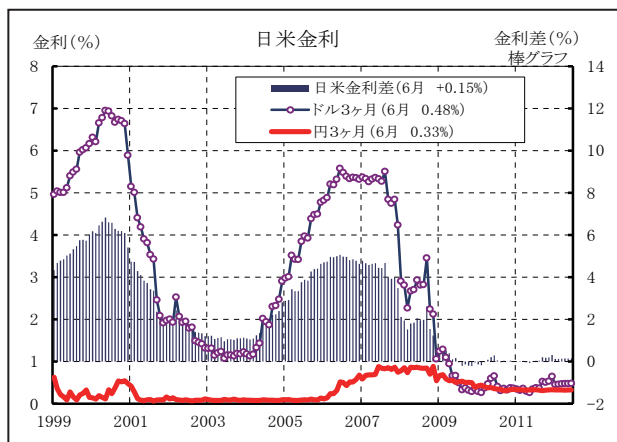
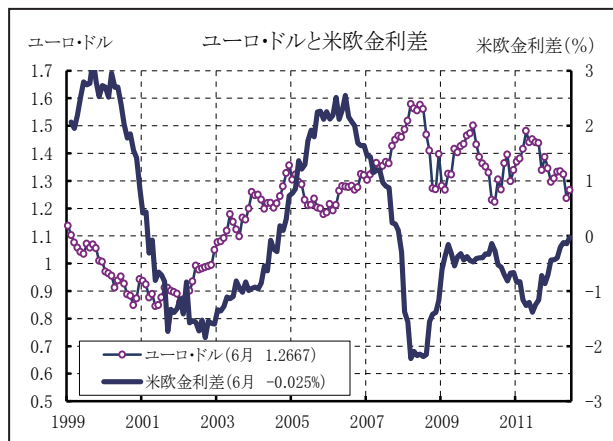
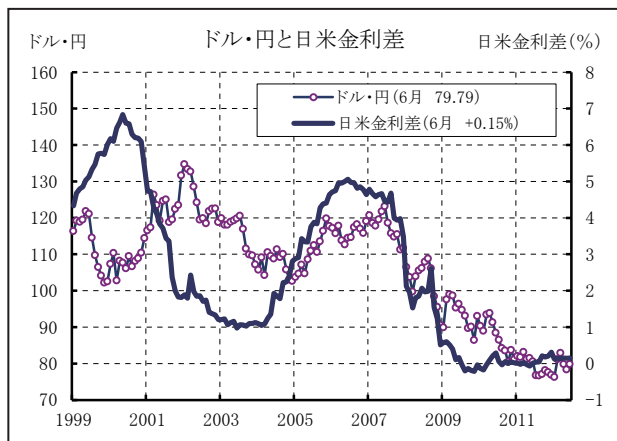
海外 債券市場



株式市場



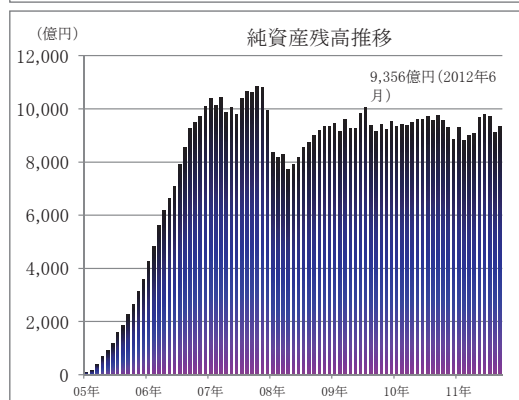
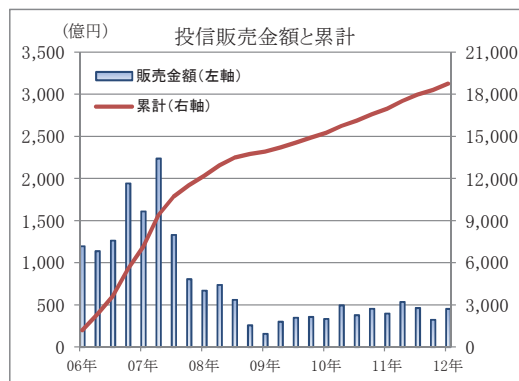
為替市場



投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

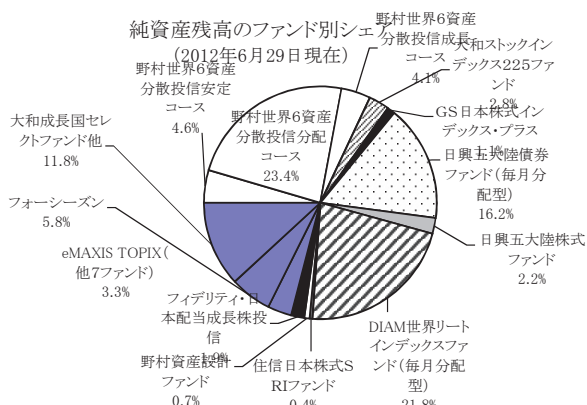
年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年4－6月	157,725	113,806	147,973	225,915
2006年7－9月	216,118	126,297	208,852	360,443
2006年9－12月	357,663	194,361	297,825	561,616
2007年1－3月	459,935	160,989	360,271	706,854
2006年度累計	1,191,441	595,453	—	—
2007年4－6月	570,876	223,810	430,029	926,537
2007年7－9月	593,850	133,090	467,792	1,008,275
2007年9－12月	548,536	80,578	489,984	1,043,958
2008年1－3月	514,559	66,921	508,495	978,531
2007年度累計	2,227,821	504,399	—	—
2008年4－6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7－9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9－12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1－3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	—	—
2009年4－6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7－9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10－12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1－3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	—	—
2010年4－6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7－9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10－12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1－3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	—	—
2011年4－6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7－9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10－12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1－3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	—	—
累計	9,122,022	1,874,898	—	—



ゆうちょ銀行取扱のファンド別純資産

ファンド名	2011年11月30日	2011年12月30日	2012年1月31日	2012年2月29日	2012年3月30日	2012年4月27日	2012年5月31日	2012年6月29日
野村世界6資産分散投信安定コース	43,601	43,824	43,784	44,970	44,695	44,239	42,440	42,582
野村世界6資産分散投信分配コース	252,528	250,289	242,371	250,232	246,932	239,288	220,946	218,684
野村世界6資産分散投信成長コース	38,294	38,536	39,009	42,169	42,672	41,050	37,125	38,087
大和ストックインデックス225ファンド	24,609	24,694	25,522	27,697	28,048	26,867	24,891	26,621
GS日本株式インデックス・プラス	9,973	10,067	10,335	11,178	11,516	10,798	9,665	10,258
日興五大陸債券ファンド(毎月分配型)	177,173	173,064	167,253	174,231	171,797	166,468	154,012	151,268
日興五大陸株式ファンド	20,432	20,834	21,476	23,546	23,612	22,913	20,057	20,297
DIAM世界リートインデックスファンド(毎月分配型)	176,365	185,644	192,438	204,817	210,597	213,089	195,503	204,074
住信日本株式SRIファンド	3,409	3,392	3,501	3,806	3,904	3,688	3,289	3,503
野村資産設計ファンド	6,935	6,935	7,018	7,436	7,465	7,274	6,766	6,901
フィデリティ・日本配当成長株投信	17,797	17,891	18,236	20,046	20,161	18,704	16,504	17,455
三菱UFJ先進国高金利債券ファンド	20,884	24,236	27,984	32,853	33,255	36,517	38,581	45,437
ダイワ成長国セレクト債券ファンド	40,444	42,221	45,024	51,169	54,001	58,370	58,159	62,048
DIAM世界好配当株式ファンド	686	727	774	914	918	983	934	1,018
新光サザンアジア株式ファンド	1,930	1,961	2,062	2,320	2,355	2,410	2,197	2,244
eMAXIS TOPIXインデックス(他7ファンド)	23,361	24,706	26,469	29,972	30,784	31,275	29,156	30,977
フォーシーズン	22,336	29,114	34,581	39,671	46,887	49,890	52,295	54,052
野村米国ハイブールド・ファンド(毎月決算型)	25	26	29	28	32	33	48	47
ニッセイ日本債券ファンド(毎月決算型)	45	45	46	42	45	52	58	58
合 計	880,827	898,206	907,912	967,097	979,676	973,908	912,626	935,618

(注)この投資信託純資産は、Bloombergから取得したため上表くゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞の合計と誤差がある。



<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

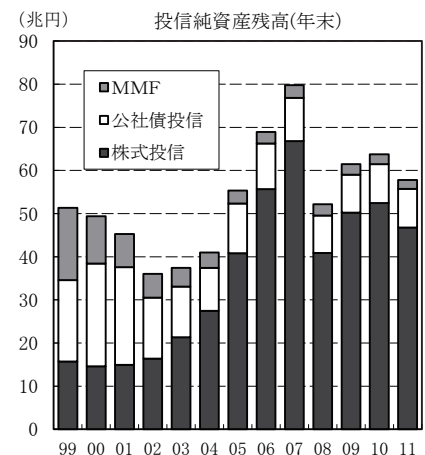
(単位:億円)

タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年1月	9,503	24,242	156,426	131,568	205,625	83,835	470,128	479,631	377	86,601	86,978	20,273	586,882
2月	10,031	26,318	163,866	137,995	221,656	83,835	503,828	513,859	369	88,496	86,978	20,144	622,869
3月	9,945	27,114	160,419	134,400	221,755	93,039	502,327	512,272	360	89,545	89,905	19,775	621,949
4月	9,621	25,636	157,439	131,970	218,909	91,624	493,608	503,229	355	89,348	89,703	19,736	612,668
5月	9,031	23,167	147,494	122,972	201,553	85,464	457,678	466,709	354	86,519	89,703	19,642	573,223
6月	8,937	24,568	148,565	123,831	204,958	91,585	469,676	478,613	329	85,287	85,616	19,344	583,573

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	57.1%	27,965	40.4%	21,802	0.5%	513,536	100%
2000年12月	424,562	58.6%	54,197	40.9%	15,234	0.6%	493,992	100%
2001年12月	363,075	59.0%	77,372	40.5%	12,361	0.6%	452,807	100%
2002年12月	277,062	59.2%	77,601	40.3%	5,498	0.6%	360,160	100%
2003年12月	269,596	59.4%	102,372	40.0%	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1月	353,578	60.2%	229,790	39.2%	3,513	0.6%	586,881	100%
2月	375,674	60.3%	243,329	39.1%	3,865	0.6%	622,869	100%
3月	375,241	60.3%	242,837	39.0%	3,870	0.6%	621,948	100%
4月	370,008	60.4%	238,955	39.0%	3,705	0.6%	612,668	100%
5月	347,287	60.6%	222,612	38.8%	3,324	0.6%	573,223	100%
6月	353,334	60.5%	226,736	38.9%	3,504	0.6%	583,574	100%



<3ヶ月リターンランキング(QUICK投信平均)>

2012/6/29現在

(リターンの単位: %)

分類名	現在値	1ヵ月 リターン	3ヵ月 リターン	6ヵ月 リターン	1年 リターン	2年 リターン
◎ 日経ジャスダック平均	1,336.07	1.69	▲ 2.52	13.22	6.69	8.25
◎ ドル/円レート	79.31	0.49	▲ 3.50	2.02	▲ 1.76	▲ 10.36
※ バランス型	11,309	1.76	▲ 4.28	4.06	▲ 1.97	5.69
※ 転換社債型	13,308	1.02	▲ 5.65	4.09	▲ 8.33	▲ 0.50
◎ NYダウ(円換算)		4.44	▲ 5.93	7.55	1.93	18.12
◆ 総合	8,443	2.44	▲ 7.11	5.25	▲ 6.38	3.11
※ ファンド・オブ・ファンズ	7,681	1.71	▲ 7.34	6.25	▲ 7.09	6.15
◎ NASDAQ総合(円換算)		4.32	▲ 8.39	14.94	3.96	24.73
※ 派生商品型	3,424	3.63	▲ 8.81	0.85	▲ 13.49	▲ 10.30
※ 業種別インデックス型	9,139	7.06	▲ 9.21	6.39	▲ 7.83	▲ 3.07
※ 国内株式型	8,084	6.12	▲ 9.51	5.85	▲ 8.63	▲ 3.60
◎ TOPIX	770.08	7.03	▲ 9.86	5.69	▲ 9.32	▲ 8.48
※ インデックス型	7,076	5.91	▲ 10.29	7.02	▲ 7.36	▲ 2.63
◎ 日経平均	9,006.78	5.43	▲ 10.68	6.52	▲ 8.24	▲ 4.01
※ 国際株式型	7,455	1.37	▲ 12.43	2.81	▲ 16.67	▲ 7.14

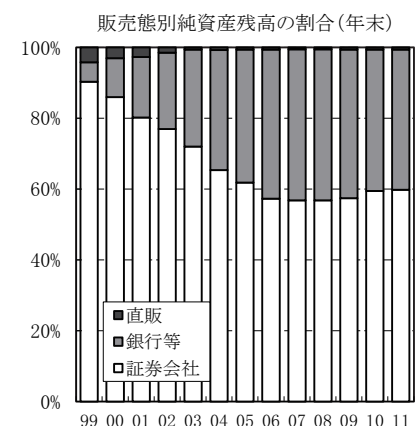
※...投資信託協会の大分類

◆...総合(全分類対象)

◎...マーケットの主要な指標(参考値)

(算出対象期間:1ヵ月リターン:4週間、3ヵ月リターン:13週間、6ヵ月リターン:26週間、1年リターン:52週間、2年リターン:104週間)

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



ゆうちょ銀行諸指標

＜貸借対照表(負債の部)＞

(単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通常貯金	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定期貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金	繰延税金負 債	負債合計
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599		4,145		517,776	7,064		2,768,867
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		427,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高		うち		うち		うち		その他貯金の 前期末増減額
			流動性貯金 前期末増減額	流動性貯金の 前期末増減額	定期性貯金 前期末増減額	定期性貯金の 前期末増減額	その他の貯金		
2010年12月	1,757,300	6,896	599,867	20,366	1,154,983	▲ 12,998	2,449	▲ 474	
2011年3月	1,746,532	▲ 10,768	598,469	▲ 1,398	1,145,045	▲ 9,938	3,018	569	
6月	1,761,866	15,334	616,531	18,062	1,142,187	▲ 2,858	3,149	131	
9月	1,748,784	▲ 13,082	604,986	▲ 11,545	1,140,984	▲ 1,203	2,813	▲ 336	
12月	1,760,519	15,334	613,697	8,711	1,144,578	3,594	2,245	▲ 568	
2012年3月	1,756,354	▲ 4,165	601,948	▲ 11,749	1,151,810	7,232	2,596	351	

＜特別貯金残高と前期末増減額＞

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前期末増減額	通常郵便貯金の 前期末増減額	積立郵便貯金の 前期末増減額	定期郵便貯金の 前期末増減額	定期郵便貯金の 前期末増減額
2012年1月	367,482	▲ 6,314	▲ 145	0	▲ 6,136	0
2月	360,496	▲ 6,986	▲ 1,711	0	▲ 5,274	0
3月	351,393	▲ 9,103	▲ 2,399	▲ 1	▲ 6,702	0
5月	341,181	▲ 4,999	▲ 1,172	0	▲ 3,826	0
6月	336,880	▲ 4,300	▲ 936	0	▲ 3,364	0

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

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

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

(注)5 未払利息は含まれない。

＜各種金利＞

(単位:%)

年月	財政融資資金		定期貯金
	預託金利	貸付金利	
2011年12月	0.9	1.1	0.04
2012年1月	1.0	1.0	0.04
2月	1.0	1.0	0.04
3月	1.0	1.0	0.04
4月	1.0	1.1	0.04
5月	0.9	0.9	0.04
6月	0.9	0.9	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
2004年3月	1,091,605	892,732	94,835	69,026	35,012	37,761	27,862	74,559	1,573,743	2,805,530
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。

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

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

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

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

＜有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)＞

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2004年3月	89,534,978	18,332	9,872,196	387,918	6,996,720	58,919	3,501,161	▲ 134,234	109,905,055	330,935
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628								

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

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

(注) 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。

< 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	損失額	広義の自己資 本	VaR				
				年度末値	最大値	最小値	平均値	VaR 期 間
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月
2008年9月	26.73%	21,526	80,505					
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月
2009年9月	22.85%	18,991	83,107					
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月
2010年9月	16.19%	13,835	85,411					
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月～2011年3月
2011年9月	9.60%	8,458	88,026					
2012年3月	10.88%	9,646	88,636					

(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						信用リスク・ア セット額	リスクウエイト区分ごとの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		0%	10%	20%	50%	100%以 上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2008年9月	3,109,944	470,622	904,195	1,730,502	35	4,590	54,571	2,905,825	74,000	99,241	7,423	23,456
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2009年9月	2,751,751	287,138	686,138	1,775,333	345	2,798	54,454	2,597,155	52,085	60,886	9,959	31,667
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2010年9月	2,555,584	260,059	539,788	1,751,420	1,141	3,175	82,079	2,359,585	53,109	81,592	20,076	41,222
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2011年9月	2,455,876	354,323	389,174	1,706,527	2,441	3,411	81,560	2,240,307	52,572	89,458	30,253	43,285

(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)				補充的項目 一般貸倒	リスクアセット 等 (E)	自己資本比率 (D/E)			
		資本金	資本準備金	利益準備金	社外流出額			資産(オン・バ ランス)項目	オフ・バランス 取引等項目	OPRを8%で 除して得た額	Tier1比率 (A/E)
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%
2008年9月	8,050,505	3,500,000	4,296,285	333,930	▲ 80,043	331	8,867,961	4,916,396	540,728	3,410,837	90.78%
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%
2009年9月	8,310,728	3,500,000	4,296,285	513,967	-	474	8,798,103	5,398,866	46,572	3,352,664	94.46%
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%
2010年9月	8,541,199	3,500,000	4,296,285	744,421	-	491	10,648,661	7,250,760	90,685	3,307,215	80.20%
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%
2011年9月	8,802,632	3,500,000	4,296,285	1,005,850	-	495	11,484,032	7,915,374	275,463	3,293,194	76.65%
2012年3月	8,863,659						12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%

(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
2003年4月 - 2004年3月	5,871,450	4,589,446	1,282,004		3,600,665	2,498,814		1,053,867	47,984	2,270,784	2,275,515
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019		2,875,423	1,830,110		1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409		2,199,780	1,151,770		979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137		2,081,530	907,364		994,170	179,996	977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499		954,458	420,045		517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817		1,072,732	394,863		617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626		2,103,308	657,022		1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854		1,713,690	447,718		1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223		1,678,794	360,685		1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657		1,658,380	334,205		1,173,914	150,261	576,215	334,850

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(5275)1805

注:この資料は特定の売買を推奨するものではありません。

この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品