

ゆうちょ資産研レポート

2013年7月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
QE3の出口と新興国バブル、先進国バブルの行方	
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	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	8
「異次元緩和」の行方は	
～無理な目標を設定したことが、長期的な日本経済の下押し圧力に	
大和証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 永井 靖敏	
マーケット・アウトルック	13
アベノミクスと長期金利の関係	
ソシエテジェネラル証券会社 東京支店長兼調査本部長 島本 幸治	
資産研コーナー	18
日本の物価連動債の発行再開	
ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和	
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)

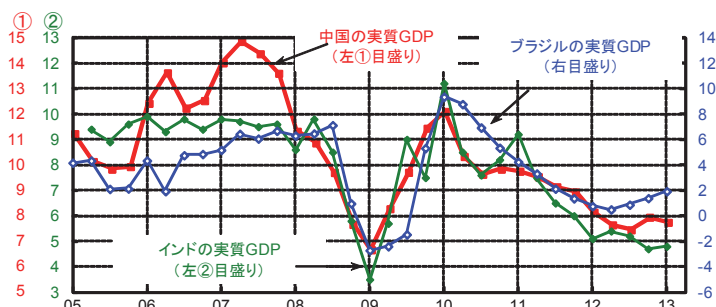
QE3の出口と新興国バブル、先進国バブルの行方

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

ここ数年、筆者が掲げてきた世界経済の基本シナリオは、「先進国、新興国ともに様々な構造問題を抱えているため、循環的な持ち直しが始まっても、成長ペースは高まっていけない」というものである。潜在成長率が低下しているにもかかわらず、その「不都合な真実」を受け入れることができないために、金融緩和にばかり頼り、それがバブルの醸成と崩壊を繰り返す原因となってきた。

先進国に高い成長を期待する人はもはや少ないが、新興国についても以前のような高い成長は持続不可能というのが、筆者の数年来の主張である。2012年に世界経済が低迷したのは、2011年春をピークに始まった新興国経済の減速に歯止めがかからなかったためである。程度の差はあれ、新興国各国は総需要刺激策で対応しようとしたが、資産価格の上昇をもたらすだけ、あるいはインフレ率の上昇をもたらすだけに終わり、いずれも成長率を継続的に高めることはできなかった。中国は人口動態の影響で潜在成長率が低下し、ブラジルやインドは、供給制約に直面していたのである。

図1：中国・インド・ブラジルの成長率（前年比、%）



(出所) EcoWinより、BNPパリバ証券作成

2012年末に一旦持ち直しに転じたかに見えた世界経済が、足元で再び足踏みしているのは、新興国経済の低迷が続いていることが大きく影響している。単なる循環的な減速ではなく、2011年後半から新興国バブルは崩壊過程に入った、というのが筆者の仮説である。本稿では、QE3の減額が視野に入る中で、崩壊過程にある新興国バブルと昨年秋から膨張が始まった先進国バブルが今後、どのような経路を辿るか、について分析する。

新興国バブルの醸成過程

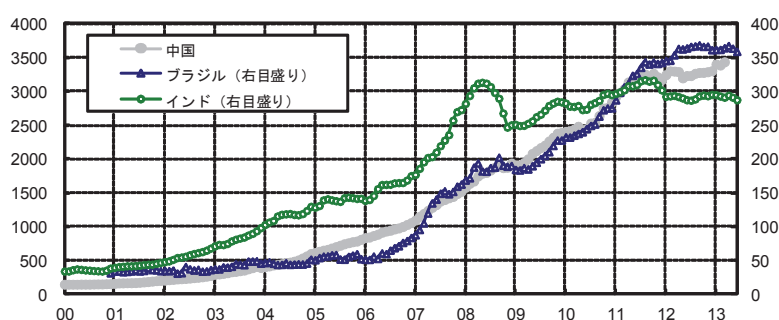
リーマンショック後、2011年前半まで世界経済の回復を支えたのは、中国やインド、ブラジルなどの新興国であった。これらの国々は、リーマンショック前と同様の高い成長を2011年前半まで続けた。高成長の背景には、世界的な金融危機に対し、新興国自らがアグレッシブな財政政策を進めた、ということもある。しかし、それ以上に大きな効果を持ったのは、QE（Credit Easing）、QE2（LSAP）などFEDのアグレッシブな金融緩和である。これらが、固定的な為替レート制を通じて新興国に波及し、新興国バブルを醸成した。

2009～2011年当時、住宅・クレジットバブル崩壊でバランスシート調整が続いていた米国では、FEDが積極的な金融緩和を進めても、企業や家計の支出を刺激することは困難で、唯一効果の期待

できるチャネルは、ドル安を促し外需を取り込むことであった。QE（Credit Easing）は機能不全に陥った金融市場の補完という視点から行われたが、QE2（LSAP）に関しては、文字通り量的な緩和がもたらすドル安によって他国の需要を奪う「禁じ手」であり、当時、先進国の中央銀行の間にあった暗黙の合意（為替レートに大きな影響を与えるような大規模緩和は行わない）を覆す政策であった。FEDのアグレッシブな金融緩和がもたらしたドル安は米国の輸出企業の収益改善につながった。しかし、それ以上の恩恵が米国や他の先進国にもたらされた。新興国に金融緩和効果が波及することで、新興国はブームに沸き、巡り巡って、輸出増という「棚ボタ」が米国などに訪れたのである。

周知の通り、殆どの新興国は、輸出セクターに悪影響をもたらす自国通貨の上昇を回避するため、ドルに対し固定的な為替レート制を採用している。米国がアグレッシブな金融緩和を行うと、新興国通貨高・ドル安圧力が生じるが、それを相殺するため、新興国の中央銀行は自国通貨売り介入を行う。これが事実上の金融緩和となり、新興国バブルの膨張を助長したのである。新興国では、追加財政によって総需要喚起が始まっており、本来なら、より高い金利水準が必要となっていた。しかし、米国が金融緩和を行う中では、必要な利上げが困難になっていた。日本や欧州ですら、通貨高を社会が容認するのは難しい。いづこも政治の世界は、重商主義的な発想から抜け出すことができない。とりわけ新興国では、成長の象徴と看做される輸出セクターに悪影響が及ぶ通貨高を政治的に容認できない。

図2：中国・インド・ブラジルの外貨準備高（10億ドル）



（出所）EcoWinより、BNP パリバ証券作成

内需が低迷していた米国を始めとする先進国は、バブルに沸く新興国向けに輸出を増やすことが可能となり、結局、それが2011年前半までの世界経済を牽引した。筆者は2009年の段階から、FEDのアグレッシブな緩和が、新興国バブルをもたらし、それが世界経済の新たな牽引役となると同時に、新興国の旺盛な需要がコモディティ・バブルを醸成し、先進国からコモディティ産出国への所得移転が進むことで、いびつな回復経路を世界経済が辿ると予想していたが、実際、その通りの展開になったように思われる。

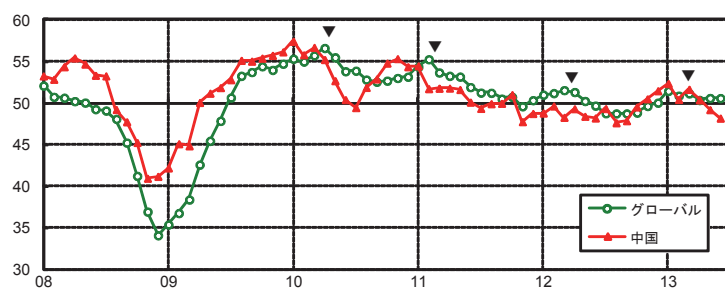
新興国から先進国へのバブル代替

ブームが続くと様々な不均衡が蓄積されるため、ブームそのものは永続しない。持続可能でないものは続かないと言うのが、ブーム（バブル）崩壊の最大の理由である。新興国ブームは、リーマンショック後に新たに生まれたのではなく、元々、2000年代前半から始まっていた。2000年代の新興国の高成長は、中国やブラジル、インドなどの新興国が世界経済に組み込まれる過程で生じたものである。そして、実物面、金融面の両面で新興国が世界経済に統合されて行く過程が、2000年代に進んだグローバリゼーションの本質である。

2000年代半ばに、欧米で住宅・クレジットバブルが膨らむ過程では、欧米の人々の大盤振舞の支出に対応すべく、世界の工場となった中国を中心に、新興国では生産能力が強化された。このため、欧米のバブル崩壊と共に、新興国ブームが崩壊しても全く不思議ではなかった。しかし、こうした不均衡を抱えていたにも拘らず、リーマンショック後、米国のアグレッシブな金融緩和の効果が波及することで、新興国ブームはさらに膨らみ続けたのである。新興国ブーム（バブル）が崩壊過程に入るのは時間の問題であり、クリティカル・マスに達した2011年後半から崩壊過程が始まった。

昨年9月時点で、筆者は、新興国バブルの崩壊過程が始まっている以上、FEDがQE3に踏み切っても、新興国の景気を刺激するというチャンネルが期待できないため、米国経済ひいては世界経済への刺激効果は大きなものにはならないと予想していた。実際、昨年秋に世界経済は底入れしたものの、新興国経済は足踏みを続け、それ故、製造業のグローバル・サイクルも世界貿易も回復ペースは極めて緩慢である。QE3がスタートした昨秋に多くの人が想定していたほどには、世界経済は回復していない。むしろ、足元では、中国などを中心にダウンサイド・リスクが高まっている。

図3：製造業PMI（季節調整値）



（出所）Markit Group Limited、EcoWinより、BNPパリバ証券作成

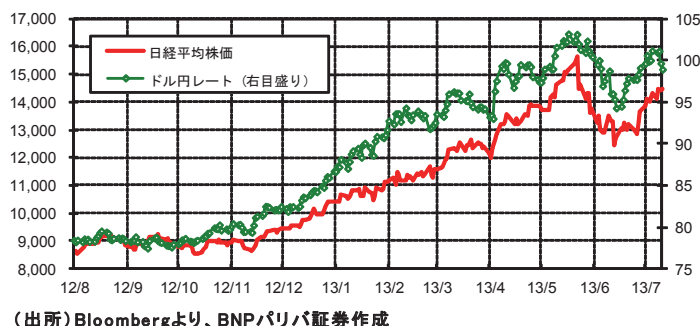
それでは、QE3の効果は全くなかったのだろうか。米国の実体経済面への波及は限られたが、昨年9月の段階で、全く想定していなかった別の経路が働いた。新興国バブルに代わって、QE3が新たに作ったのは、先進国の資産バブルである。先進国において、実体経済面での改善が全くないわけではないが、実体経済の改善ペースを遥かに超えるペースで資産価格が上昇した。特筆すべきは、米国と日本である。

まず、米国では、バランスシート調整はほぼ終結したという点で、実体経済は改善しているが、株価や不動産価格の高騰はあまりに著しい。自動車販売や住宅販売が改善しているのは、バランスシート調整が進んだからというより、QE3の過剰流動性が生み出した株価や不動産価格の高騰による資産効果の影響が大きい。危機はとっくに終結しているにもかかわらず、平時になっても、より強力な金融緩和が発動され、それが実体経済の回復ペースを遥かに上回る資産価格の上昇を可能にしているのである。年初から米国はバブルの領域に入っていると筆者は考えている。

米国でアグレッシブな金融政策が続けられているのは、失業率の回復が遅れているためだが、それはミスマッチの影響が大きいからであり、本来、金融政策によって対応できる問題ではない。社会のセーフティネットが十分ではなく、結局、社会の安定を維持するために金融政策に過大な負担がかかっているということなのかもしれない。ただ、日本のようにあからさまな政治的プレッシャーが中央銀行にかかっている訳ではない。共和党保守派は中央銀行の則を超えた政策だとFEDを批判しているほどである。金融政策では本来、対応できないはずの問題にFEDが自ら進んで対処している点は非常に興味深い。

米国以上に顕著な株価の上昇を見せたのが日本である。2012年秋までは、FEDのアグレッシブな金融緩和がもたらす円高圧力を緩和するのに日本は四苦八苦していた。米欧と異なり、危機が訪れていないため、米欧並みの金融緩和に白川体制が躊躇していたのも無理はない。しかし、QE3のもたらす円高圧力をオフセットし、円安に誘導すべくアグレッシブな金融緩和を日銀に迫る安倍首相が誕生することになり、事態は急変、急激な株高が始まった。

図4：株価と為替レート



実は、こうしたメカニズムは、FEDの緩和効果の波及が新興国バブルを醸成する際に見られたものと基本的には同じである。FEDが金融緩和に踏み切った際、それがもたらす自国通貨高圧力を相殺する政策を取るということは、QE3の効果を自国内に取り入れるということである。QE、QE2が新興国バブルを醸成したように、QE3が日本株バブルをもたらしただけである。そうした解釈と共に、「円安を誘導するアベノミクスが日本の株高をもたらし」というストーリーがグローバル・ベースで展開する投資家に幅広く受け入れられ、日本株の急騰をもたらし、5月22日にバーナンキ議長がQE3の早期のTapering開始の可能性を示唆した途端に、日本株が急激に調整を始めたのは、日本株バブルを作り出していたのがQE3であることの証左であろう。

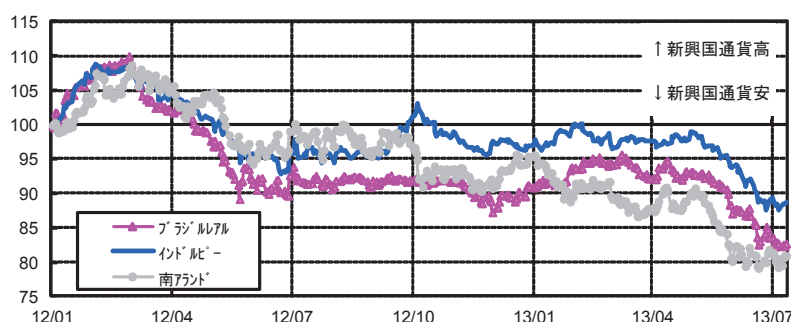
ご法度であった中央銀行への政治的介入によって、事態を変えたのは、まさにレジーム・チェンジである。中央銀行制度に関する考え方に新たな発想を持ち込んだ英断と考える人も少なくない。しかし、戦時中ではないにもかかわらず、中央銀行を政府に事実上再編入させたことは相当に大きな問題を孕んでいる。政治的にExitの困難なマネタイゼーションの領域に入ったと同時に、金融抑圧政策（Financial Repression）以外に選択肢が無くなったのではないかと筆者は強く懸念している。

日本株バブルの醸成過程で興味深いのは、日本株と為替レートの動きである。日銀のアグレッシブな金融緩和への期待が円安をもたらし、それが株高をもたらしただけでなく、株高が進んだことが円安をもたらし、さらに株高をもたらし、というメカニズムも見られた。元々、海外投資家は「アベノミクスによる円安、株高」を想定していたため、日本株へ投資する際は、為替ヘッジ付きで行われた。つまり、株式投資と円売りが常にセットになっていた。投資した株式の価格が急上昇すると、円のエクスポージャーが増えるため、さらに円売りを進めなければならない。その結果、円安が進めば、輸出セクターの業績改善期待から、株高がさらに進む。5月22日のバーナンキ発言がもたらし早期Tapering観測は、ドル高・円安をもたらしでも不思議ではなかったが、実際に株価が下落すると、円高が進んだのは、海外投資家がオーバーヘッジとなることを避けるために、今度は円の買い戻しを行ったからだと思われる。ただし、今後、Taperingが織り込まれてくれば、そのこと自体はドル高・円安圧力をもたらしと考えられる。

新興国バブルと先進国バブルの関係については、ジャン・ティロール教授流のバブル代替の理論を当てはめるのが有用であろう。元々、ティロール教授のモデルは、一国経済におけるバブル現象

を説明するモデルだと解釈されてきた。しかし、今や金融市場、実体経済共にグローバル・ベースで高度に統合されており、グローバル・ベースでバブル代替が生じる環境になっている。ティロー教授のモデルから、バブルが新興国から先進国に転移したという解釈を引き出すことは可能だろう。

図5：各国通貨（対USD）（2012年1月1日=100）



（出所）Bloombergより、BNPパリバ証券作成

ジャン・ティロー教授のバブル代替のモデルでは、経済には一定量のペースで膨らむバブルが存在する。ある一つの資産でバブルが崩壊しても、他の資産にバブルが転移して膨らみ、全ての資産のバブルを集計すると、一定ペースで膨張が続くという仮説である。このモデルがユニークであるのは、新古典派モデルとは異なり、実体経済と金融市場を二分法で分離せず、実体経済と金融市場にワルラス法則を当てはめた点である。マネーが膨張する場合、それが実体経済に向かわないのなら、金融市場にマネーが流れバブルが生じやすくなる。反対に、マネーが増えても、実体経済の回復ペースが早ければ、バブルは膨張しない。この考え方を現在のグローバル経済に当てはめると、世界経済の回復ペースが緩慢でマネーばかりが膨張する中で、新興国バブルがクリティカル・マスに達し崩壊が始まったため、今度は先進国バブルが始まったということである。

筆者の仮説通り、新興国バブルの崩壊が始まっているのだとすれば、これまで新興国の旺盛な需要によって醸成されてきたコモディティ・ブーム（コモディティ・バブル）も崩壊に転じる。そうした展開になることも、先進国バブルをさらに膨らませる要因になるかもしれない。2000年代以降、新興国のブームが続く中で、先進各国は新興国向けの輸出を増やし実質GDPを高めた。しかし、実質GDIは実質GDPほどには拡大しなかった。それは、新興国ブームがもたらすコモディティ価格の高騰によって、コモディティ産出国に先進国から所得移転が生じたためである。新興国バブルの崩壊と共にコモディティ・バブルが崩壊するなら、今度は反対にコモディティ産出国からの所得移転によって、先進国の実質GDIは改善する。

QE3の手仕舞いと新興国バブル、先進国バブルの行方

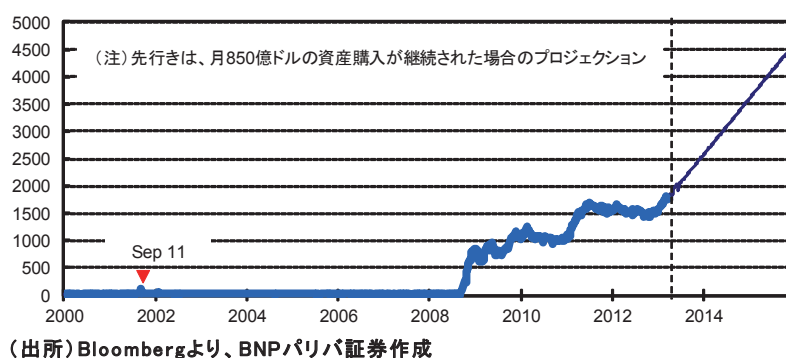
これまで見たように、各国で様々なバブルが生み出される背景には、政治的に歪められた各国の経済政策と、基軸通貨ドルの資本コストを決定するFEDのアグレッシブな金融政策がある。後者に関して言えば、管理通貨制度の下で、各国とも独自の金融政策を運営していることが建前だったはずだが、現実にはそれが成り立たなくなった。2000年代に進んだグローバリゼーションの下で、高度な金融統合が進んだ結果、FEDは世界の唯一の中央銀行になったとも言える。新興国だけでなく、基軸通貨に準ずる通貨を持つECBや日銀ですら、FEDの金融緩和がもたらすドル安に対応するために金融政策が割り当てられており、結局、FEDの金融政策に追随せざるを得なくなっている（そのことが様々な、不均衡をもたらししている）。それでは、QE3の減額が視野に入らる中で、先進

国バブル、新興国バブルの行方はどうなるか。

念のために言っておくと、アグレッシブな長期国債の購入を行っているFEDも、フィスカル・ドミナンス（財政従属）に半ば陥っており、ゼロ金利政策の出口には簡単には向かえない。日本がとりわけ顕著だが、先進各国とも巨額の公的債務を抱える中で、危機対応としてアグレッシブに長期国債の購入を進めてきた中央銀行は、国債管理政策に組み込まれている。その出口を規定するのは、公的債務圧縮の進捗状況次第だと言える（米国で急速に財政収支が改善してきたのは、マイナスの実質金利が作られ、金融抑圧が進んでいたからだと思う）。

ただ、中央銀行としてはそうした問題を少しでも軽減（回避）しておきたい。このため、FEDは早期のQE3の減額を模索するのであろう。このまま月850億ドルのペースで資産買入を進めて行けば行くほど、フィスカル・ドミナンスの色彩が強まり、出口に向かうのが困難になる。しかし、スムーズに行くのか。グローバル・マーケットの混乱やそれが引起す世界経済への悪影響を回避するため、ゼロ金利政策は相当に長期化せざるを得ないであろう。「QE3を終了してもゼロ金利政策は相当期間継続する」という期待を醸成することが、唯一、FEDにとってQE3の減額や手仕舞いを混乱なく進める条件となるのではないか。しかし、ゼロ金利政策の長期化観測が市場参加者にビルトインされると、そのことが米国を始め先進各国のバブルをさらに膨張させることになる。

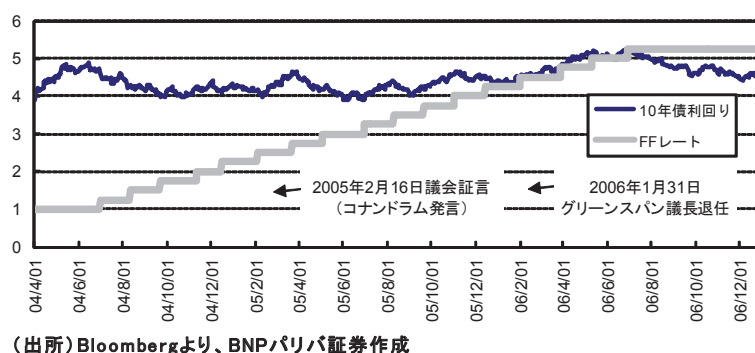
図6：FRB：準備預金残高（10億ドル）



いや、QE3の終了すら簡単には行かないのかもしれない。Taperingの采配を振うのは、バーナンキ議長の後任となるイエレン副議長になると予想されるが、それが上手く行く可能性は五分五分であろう。1980年代、1990年代を振り返ると、米国が長期の金融緩和の手仕舞いを始めると、米国に資金還流が始まり、米国の緩和期に膨らんだ新興国のブームが崩壊、中南米諸国などで常に経済危機が観測された。2000年代のFEDの利上げ局面では、こうした米国への資金回帰や新興国ブームの崩壊は生じなかった。しかし、それは金融政策の技術が進歩したからではなかった。

2000年代の利上げ局面では、長期金利は殆ど上昇せず、FEDは資本コストを引上げることが出来なかった。長期金利が上昇しないことに対し、グリーンズパン議長が「大いなる謎（Conundrum）」と呼んだことは有名だが、米国の資本コストが殆ど上がらなかったため、米国への資金還流は生じず、反対に新興国への資金流入は続いた。今回、FEDが政策転換を行うと、2000年代以降の新興国における金融膨張の調整が一気に訪れる可能性がある。FEDの政策転換が始まる前から、新興国バブルの崩壊過程は始まっているため、FEDが政策を修正すれば、新興国からの大規模な資金流出が始まり、新興国はかつてない調整に見舞われるかもしれない。一旦は、Taperingを開始しても、そのままQE3の手仕舞いがスムーズには進まない可能性も十分認識しておく必要がある。ゼロ金利政策だけでなく、QE3も長期化するということになれば、米国を始めとする先進国バブルはさらに大きく膨らむことになるのだろう。

図7：米FFレートと10年債利回り



もちろん、FEDが金融政策を決定する際、他国の経済厚生に配慮して行うわけではない。彼らが世界経済への影響を考慮するのは、あくまで米国経済へのインパクトという視点からである。新興国バブル崩壊のインパクトが強まった際、米国経済が耐え得るほどのものか、ということである。米国で金融的不均衡が蓄積されることの悪影響と、新興国バブル崩壊がもたらす米国経済への悪影響が比較考量されるのかもしれない。

いずれにせよ、オープンエンド型のQE3は文字通り麻薬のような政策である。年後半に服用を減らそうと考えているのなら、今から減らした方がよい。来年半ばから服用を停止しようと考えているのなら、今年中に停止すべきである。あまりに副作用の強い政策を開始したと考えているから、FEDは早期の手仕舞いを検討し始めたのである。ただ、前述した通り、それが実行できるかどうかは全く別の話である。止められなくなるから常習性の強い政策に安易に手を染めてはならないのである。

さて、2009年後半に、世界経済の回復が始まった際に筆者が想定していたのは、危機を乗り切るためにFEDを始めとする先進国の中央銀行がアグレッシブな金融緩和を行い、それが新たなバブルを作り出し成長率を持ち上げると言うシナリオであった。バブル崩壊がもたらした危機の悪影響を緩和するために再びバブルを作り出すということである。既に、大量の資金が流れ込んだ新興国では、相当先の収益まで資産市場は織り込み、バブルは崩壊過程に入った。再び米国を中心に大規模なバブルが醸成されつつある。

しかし、そのバブルもいずれ崩壊する。それでは再びバブル醸成で対応するのか。もう一度バブルが崩壊し、マクロ経済が大きく不安定化するようなことになれば、さすがの米国人といえども、金融業に対してこれまでのような寛容さを保てられないと思われる。様々な金融規制が再導入されると思われるが、グローバル・ベースで自由に活動する投資家の存続も困難になるであろう。グローバリゼーションの下では、金融抑圧政策が上手く行くか不確定だが、そうした厳しい金融規制が導入され、言わばディグローバリゼーション (Deglobalization) が進めば、金融抑圧政策が上手く行く可能性が高まるのかもしれない。マイナスの実質金利を作り出しても、グローバル・ベースで積極的な投資を行う主体が不在となれば、バブルが容易に醸成されるということもなくなる。その時こそ、金融市場は1970年代前半以前のような退屈で穏やかな時代に戻るのかもしれない。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

「異次元緩和」の行方は

～無理な目標を設定したことが、長期的な日本経済の下押し圧力に

大和証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 永井 靖敏

「異次元緩和」成否の鍵は、デフレが続いた理由

現在、日銀が目指している物価安定目標達成の可能性をみる上で、これまで日本が、長期にわたりデフレが続いた理由が鍵になる。例えば、デフレの主因はこれまでの日銀の政策運営の失敗で、期待への働きかけを強めれば物価は上昇する、という考え方もある。これに対して筆者は、デフレには構造的な要因が多く、金融政策で持続的に物価を上昇させることはできない、と考えている。デフレが続いた理由として、①成長鈍化（需要鈍化）に供給能力の調整が、長期にわたり追いついていないこと、②安い輸入品が流入したこと、③賃金が抑制されたこと、などが挙げられるためだ。

経済が成熟して成長鈍化

特に①について取り上げると、まず成長が鈍化した理由に、経済成熟説が有力視されている。日本は、オイルショック前は先進国からの技術のスピルオーバー効果、農村から都市部への労働力の移動に伴う生産性の向上、などにより、高い成長を遂げることができたが、先進国にキャッチアップし、都市化が一巡すると、成長率が鈍化した。その後も、一時的に高めの成長を遂げた時期もあったが、今から振り返れば、バブルの賜物と捉えるべきだろう。

日本がキャッチアップ後も、世界をリードする革新的な仕組みを作ることができれば、高めの成長を維持することができたが、仕組み作りは日本人にとって不得意な分野である。この背景には、日本人は、暗黙の合意により秩序が形成された「村社会」の価値観が浸透しているため、といわれている。日本の歴史の特徴として、武家間の「小競り合い」はあったが、民族間対立を伴うような深刻な戦争の経験が少ない点が挙げられる。その結果、「村社会」の価値観が古くから引き継がれてきた。暗黙の合意による秩序は、「村社会」の最適化には有用だが、「村社会」を超えた新たな枠組み作りを行う上での弊害になる。つまり、日本は、既存の仕組みの延長線上で、技術改善を行う場合は強みを発揮できるが、革新的な仕組みを作る際、目に見えない障害が発生する、という問題を抱えている。経済がグローバル化し、新たなステージに入ろうとする局面では、日本は不利な状況に追い込まれやすい、という弱点がある。

成長鈍化は政治家、官僚、企業経営者にとって「不都合な真実」

もちろん、人々が成長鈍化を先読みし、事前に対応すれば、需給ギャップがマイナスの状態が定着することはない。ただ、成長鈍化は、政治家、官僚、企業経営者にとって、「不都合な真実」な

ので、高めの成長を模索する動きが続いている。まず、政治家についてみると、現在安倍政権が、成長戦略を掲げて高い支持を得ているように、「成長神話」を信じたい、という国民が多く、これが歴代の首相が継続的に成長戦略を打ち出す結果につながっている。また、年金財政等、高い成長を前提にしなければ、早急な改革が必要な状況にある。国民が支持している、という意味では、政治家よりも日本の国民に問題がある、というべきかもしれないが、いずれにせよ現実を直視した政策運営を行うことは、極めて困難な政治環境になっている。

官僚にとっても、成長戦略は、天下り先等利権の確保につながるため、都合がいい。本気で成長分野を育成できる、と信じている官僚もいるようだが、過去の例を見る限り、官僚に成長分野を発見できる能力があるとはいえない。高度成長期の産業政策は、結果として高い成長につながったが、因果関係は不明で、評価は分かれている。少なくとも、今のように変化の激しい時代では、産業政策が奏功する可能性は小さいだろう。確かに、これまで発表された成長戦略の中には、規制緩和や貿易促進など、中長期的には成長に結びつく項目もあるが、規制緩和は、経済関連省庁の利権喪失につながるため、最終的に骨抜きにされるケースが多い。日本の官僚の権限が強いことも、マイナスの需給ギャップが長期化している要因の一つ、といえそうだ。

倒産抑制策も、供給調整を阻害

供給力の調整には、会社を潰すことが近道だが、日本にとって失業は、欧米に比べ国民に与える負担が大きい。アメリカに比べ雇用の流動化が進んでいないため再就職が難しく、欧州に比べ失業者に対する社会保障制度が整備されていないことが理由で、失業は社会問題化しやすい。このため、政府は失業問題が表面化しないよう、倒産抑制策を打ち出している。安倍政権は、この原稿執筆時点では、解雇ルールの法制化も先送りしており、いわば、失業問題を、企業に押し付けている状況だ。こうした政策が、結果として供給力の調整スピードの低下につながっている、と筆者は考えている。

もちろん、倒産や事業撤退は、企業経営者が判断する問題で、構造的に収益が確保できないのなら、自ら撤退すべきだ。ただ、日本の場合、ぎりぎりまで価格競争を行うことで、対応する傾向がある。欧米では、採算の取れない事業は売却され、過当競争の回避に注力する傾向があり、これが、日米の収益率の差に表れているようだ。

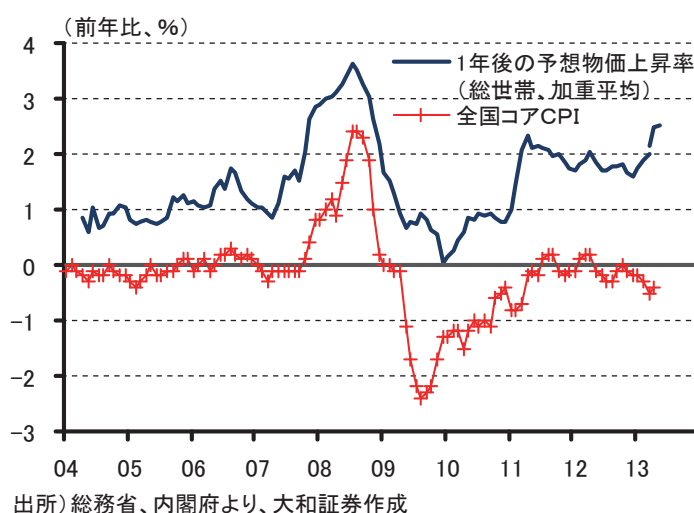
日米の企業行動の差の背景には、日本人が変化を好まないこと（暗黙の合意により形成された秩序での社会生活に慣れていること）、経営のプロ化が遅れていること、などが挙げられる。後者については、日本の場合、会社で高い業績を挙げた人が経営者になるケースが多く、これが、過去の成功部門を切り捨てる上での障害になる場合がある。これに対してアメリカは、外部から経営者を招くケースが多く、経営のプロは、収益を重視し、採算の悪化した部門の売却に注力することが最大の仕事、と考える。日本企業のガバナンスが、供給調整の遅れにつながっている面もありそうだ。需給ギャップのマイナスが定着している背景には、様々な日本特有の要因がある、と筆者はみている。

期待インフレ率の低下はデフレの原因ではなく結果

日銀が指摘するように、物価は期待インフレ率に依存する面もある。期待インフレ率が低下すると、賃金が抑制され、消費が低迷することで、物価が下落するという悪循環が生じる。自己実現的に期待インフレ率が低下した、という判断に基づき、政策対応により、初期条件を変化させることができれば、賃金上昇、消費拡大、物価上昇という好循環が生じる、という考え方は必ずしも間違いとはいえない。ただ筆者は、日本特有の多くの問題が複合することで、期待インフレ率が低下したと考えており、期待インフレ率の低下はデフレの原因ではなく結果、と考えている。

実際、期待インフレ率は、足元の物価動向に依存している。消費動向調査で期待インフレ率（予想物価上昇率）をみると、コア物価上昇率に沿った動きをしている（図表1）。期待インフレ率に、ロバストネス（頑強性）が存在すれば、初期条件を変更することで、高めの物価上昇が続く、といえるが、消費動向調査をみる限り、ロバストネスの存在は確認できない。今年に入り予想物価上昇率は上昇傾向にあるが、消費税増税を見込んだ一時的な現象、と筆者はみている。また、消費動向調査には、上方バイアスが存在するため、物価上昇率の予想が2%を超えたことを、さほど評価することはできない。期待を押し上げることで、物価を持続的に上昇させることはできない、と筆者は考えている。

図表1：物価上昇率と予想物価上昇率の推移



物価上昇に向け退路を断つ

日銀は、2013年1月22日に2%の物価安定目標を掲げ、4月4日には、「異次元緩和」を導入し、2年程度での達成を目指すとした上で、安定的に持続する時点まで大胆な金融緩和を継続する、と発表した。物価安定目標の達成を目指し、退路を断つことで、期待への働きかけを強める効果を狙った模様だ。

確かに、2%の物価安定目標を達成できれば、日本経済にとって少なからぬメリットがある。具体的には、①実質金利の引き下げが可能になる、②実質賃金の引き下げが容易になる、③財政赤字の対名目GDP比が低下する、④貧富の差の是正につながる、などが挙げられる。①については、デフレの状況では、ゼロ金利制約により、実質金利（名目金利－物価上昇率）をマイナスの水準に引き下げることにはできないが、目標達成後は、マイナス2%程度までの引き下げが可能になる。②については、現在、90年代後半に高まった労働分配率の調整過程にある、と筆者は認識している。物価が上昇すれば、実質的な労働コストを減らすことで、より円滑に労働分配率を調整することができ

る。③については、物価が上昇すれば、過去の債務の実質価値が減少する。④については、経済成長率が長期的に低下傾向を辿るなか、過去の高成長の恩恵を享受できた世代（高齢者）と、享受できなかった世代（若齢者）の間で、世代間不平等が発生している。インフレは、金融資産の実質価値を引き下げること、貧困層と富裕層との資産格差を是正する、という富の再配分機能がある。「異次元緩和」で、コストなしに、2%の物価安定目標が達成できるのなら、日銀の金融政策は高く評価されよう。

ベネフィットとコストの比較が重要

ただ、金融政策を評価する上では、ベネフィットとコストの比較が重要になる。筆者は、物価安定目標は達成できない（ベネフィットはない）、と考えている。2%という数値を掲げたのは、米欧などの、「国際標準」に合わせるべき、という政治家等の圧力を受けたためだが、日本は、欧米と違い、「物価が上昇しにくい」という構造的な問題を抱えている。達成できない目標を掲げたことで、いずれ何らかのコストが顕在化すると予想している。もちろん日銀が、コストが顕在化する前に、「物価安定目標の達成は不可能」と認識し、目標を撤廃する、という行動に移せば別だが、非現実的なシナリオといわざるを得ない。政策当局者には、基本的に無謬性の原則があり、一度掲げた目標は、誰がみても間違いが明らかになるまで（コストが容認できないレベルまで顕在化するまで）、続けられる。2年後に物価安定目標を達成できなかった場合、達成予想時期を先送りし、追加緩和を実施することで、対応しそうだ。実際には、2年後ではなく、来年4月にも、達成できない可能性が高まり、追加緩和を強いられる可能性がある」と筆者は予想している。

「異次元緩和」の行方は

将来、顕在化するコストの候補として、①バブルの発生と崩壊、②過度な円安の進行、③財政規律に対する意識の低下（長期金利の低位安定に成功した場合）、④長期金利の急上昇（市場で財政破綻リスクが急に意識された場合）、⑤日銀の信認低下、などが挙げられる。①については、「異次元緩和」は、資金をリスク資産に向かわせることを狙っているが、過度なリスクテイクを招き、バブルが発生するおそれがある。②については、日本だけが極端な金融緩和を継続することで、円が好ましくない水準まで下落する可能性がある。③については、恒久的に長期金利の水準抑制に成功した結果、次第に財政赤字を抑制するインセンティブが低下するおそれがある。④については、③とは逆のパターンで、日銀が長期金利の上昇やボラティリティを抑制しようとしているが、やがてコントロールできない状況に陥ることもあり得る。⑤については、日銀のシナリオ通りに物価が上昇しないことで、信認が損なわれ、期待に対して働きかける力が低下するリスクがある。

日銀が高い目標を掲げ、政策の抜本的な変更を行った上で、実現可能性を強くアピールしたことで、物価安定目標撤廃のハードルは極めて高くなった。今後、多少コストが表面化しても、目標撤廃には至らないと思われる。例えば、①のバブルの発生と崩壊についてみると、目標達成前にバブルが醸成されても、「誰がみても明らか」ではないため、バブルを理由に緩和解除はできないだろう。

う（バブルは、「誰がみても明らか」になる前に必ず崩壊する）。崩壊後も、景気の下振れリスクが一段と高まるため、目標撤廃ではなく、達成に向けた緩和強化が求められそうだ。②の過度な円安の進行については、物価上昇要因になり得るため、結果として一時的に物価安定目標を達成する可能性はあるが、海外から、過度な円安が容認され続けることは考えにくい。円安により一時的に目標を達成した場合、その後の出口を探る動きが円高につながり、結局緩和継続を強いられる、という展開が予想される。

③、④については、日銀による長期金利の水準抑制能力に関わる問題で、エコノミストの間でも意見が分かれている。当面抑制可能だが、いつかは抑制不能になる、とした説明が多いが、当面を「限りなく遠い将来」、と考える人や、「早ければ年内にも」と考える人もおり、見方は様々だ。まず、③の抑制可能（当面を「限りなく遠い将来」）、と考えた場合、物価の上昇を優先させることで、財政拡大に向けたインセンティブが徐々に高まることが予想される。それでも長期金利が上昇しないため、財政発散を避けることができ、景気はハード・ランディングを回避できるが、資源配分上の問題（政府の判断で、効率の悪い分野に資金が投入される問題）が重石になることで、経済成長が阻害される。

④については、いわゆる、「財政プレミアムの表面化」を指す。市場で、財政破綻リスクが急に意識され、その分、リスク・プレミアムを求められると、長期金利は急上昇する。日銀による国債買入で、イールド・カーブに下押し圧力をかけることができようが、財政破綻リスクが意識されると、一時的な効果しか期待できない。効果が続かないと、⑤の日銀の信認低下にもつながり、最終的には、景気が低迷するなか、長期金利だけが上昇することで、デフレ圧力が一段と強まる、というシナリオもあり得る。

将来、物価安定目標が撤回され得るケースとしては、④が挙げられる。デフレ圧力が一段と高まり、2%の物価安定目標が、誰がみても「荒唐無稽」という状況になれば、日銀は、政策目標の変更を検討しよう。ただ、現時点では、財政プレミアムが表面化する時期だけでなく、表面化する可能性についても予測不能といわざるを得ない。「異次元緩和」が、長期にわたり経済成長を阻害し続けるおそれがありそうだ。

的外れな批判が望ましくない結果に

「日銀は、デフレ対策に後ろ向きで、できることをしていない」、という的外れな批判が、「異次元緩和」につながった、と筆者は考えている。これまで日銀は、「国民経済の健全な発展」を目指す、という日銀法第2条に定められた「通貨及び金融の調節の理念」に忠実であろうとする姿勢が、消極的と受け止められ、不作為問題に誇張された感がある。「異次元緩和」は、長期にわたり経済成長を阻害し続けるおそれがあることから、実施すべきではなかったが、法律よりも、世間の雰囲気や物事が決まる日本特有の「村社会」文化が、「異次元緩和」を後押しする結果になった、と思われる。将来、今回の日銀の政策運営が批判されることになろうが、真の責任は、日銀に無理な期待をした、政治家、エコノミスト、マスコミ、国民にある、といえそうだ。

マーケット・アウトlook

アベノミクスと長期金利の関係

ソシエテジェネラル証券会社 東京支店長兼調査本部長 島本 幸治

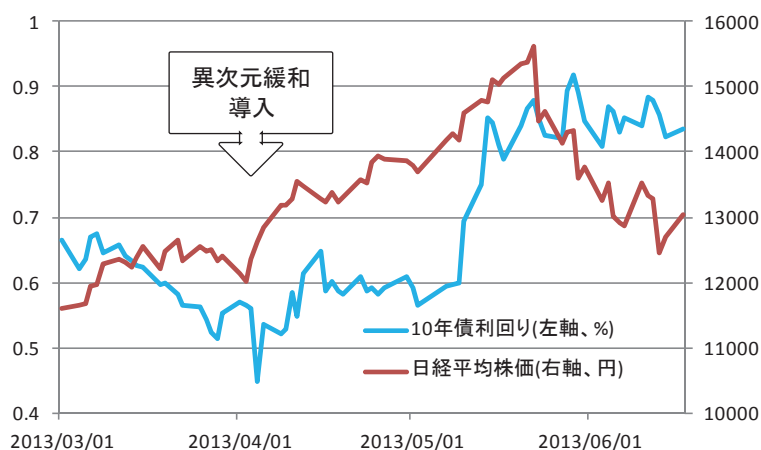
1. アベノミクスの光と影

安部政権に対する国民の高い支持率は継続しているが、アベノミクスに対する金融市場の期待は幾分冷静になってきたようだ。日経平均は5月に一時1万6千円に迫る勢いを示したが、6月には1万2千円台へと急落し、7月現在は1万4千円台で方向感を探る展開となっている。確かに、6月初旬に発表された成長戦略の中には何ら踏み込んだメニューが盛り込まれず、焦点とされた「第三の矢」が失望に終わったことも大きい。もっとも、日経平均株価は成長戦略が打ち出される以前から既に下落に転じていた。日本の株価が反落する契機となった背景としては、①米国の量的緩和政策の出口に対する警戒感や、②中国景気の失速に対する懸念の他に、③日銀の意図に反して異次元緩和後に長期金利が急上昇したことも大いに影響した。

周知のとおりアベノミクスの3本の矢は、「金融緩和」、「財政拡張」、「成長戦略」で構成される。とりわけ金融市場参加者はその一本目に相当する金融緩和の効果に注目してきたと言える。残る二本は経済に対する即効性が期待し難い他に、黒田新総裁が打出した金融緩和策は市場参加者の予想を超えた大胆な内容であったからだ。実際に異次元緩和を打ち出した4月4日の金融政策決定会合後に株価は上昇ピッチを速め、日経平均は一気に1万5千円台へと駆け上がった。また、ドル円相場も円安に拍車がかかり、一時は105円を試す展開となった。株式・為替市場を見る限り、異次元緩和は導入された当初においてデフレ脱却に向け順調に船出したかに見えた。

もっとも、異次元緩和は導入直後から思わぬ所で綻びを見せていた。それは債券市場であった。黒田総裁自身が会合後の記者会見で、国債買い入れ額を増額した上に買い入れ国債の平均残存年限を長期化することで「長期金利を下押しする」と言ったにも拘らず、実際の長期金利は逆に上昇に転じるなど、終始不安定な値動きを続けた。特に異次元緩和を導入した日の10年債利回りは一時0.3%に低下した後、一転して0.6%に急上昇するなど荒っぽい値動きとなった。この点において異次

図表1 異次元緩和導入後の日経平均と長期金利



元緩和は導入直後から必ずしも金融市場全体を制御し切れていなかったと言える。

国民や金融市場の期待を一身に背負ったアベノミクスであったが、結果的に債券市場から馬脚を露わした形になる。当初は長期金利を低位で安定させることで設備投資や住宅投資を喚起する算段であったが、そうした思惑とは裏腹に実際の長期金利は上昇している。そればかりか、市場参加者の間で債券相場の水準に対する見解が曖昧となり、値動きが不安定化している。何故、日銀が意図する通りに長期金利は安定しなかったのか。金融政策で債券相場をコントロールすることは不可能なのか。そもそも長期金利は如何なる要素で決まるのか。

2. 長期金利の決定要因

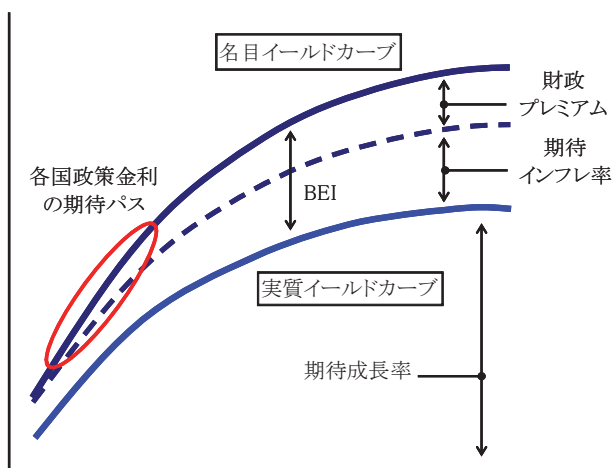
金利の期間構造を決める理論は主に3つある。最も主要な理論が、長期金利は短期金利の将来期待から決まるという「純粋期待仮説」である。そして短期金利は中央銀行の金融政策によりコントロールされる。例えば今後1年間、日本銀行が翌日物金利を0.1%に誘導することが確かであれば、翌日物金利と1年未満の長期金利の間に裁定が働くことで、1年未満の長期金利は全て0.1%になる。また、1年後に利上げが実施されることが確かであれば、1年以上の長期金利は利上げ分を織込んだ水準に上昇することになる。「長期金利＝将来の短期金利の平均値」と考えても良い。

もっとも、実際の経済では将来の事は誰にもわからない。例えば、予期せぬ形で円安が加速することで悪性インフレが発生し、慌てて日銀が利上げを検討する確率もゼロではない。このように将来の不確実性がある分、長期金利の方が短期金利より高くなるという理論が「流動性プレミアム仮説」である。

また現実の債券市場では、個別の債券が投資家によって買い占められると、その価格が理論値を超えてつりあがることもある。このように需給関係や規制など様々な要因から、本来の金利裁定が働かないこともあるという理論が「市場分断仮説」である。中央銀行が国債買い入れにより長期金利の下押し効果を狙う場合、この「市場分断仮説」に期待した政策と言える。

以上の様な金利の期間構造を決める理論とは別に、実物経済と債券市場との間に働く裁定に注目

図表2 イールドカーブの概念図



して、長期金利は名目経済成長率に連動するという理論もある。更に名目金利と実質金利の関係を示すフィッシャー方程式を応用して、「長期金利＝潜在成長率＋期待インフレ率＋リスクプレミアム」との解釈が債券市場では一般に知られている。

実際の債券市場では、例えば残存期間が3年程度までの短期債の金利水準は短期金利の影響が強く、より残存期間が長くなるに従い実物経済の影響が強くなる形でイールドカーブが形成されると言える。その点では図の通り、長期金利水準は「純粋期待仮説」と「フィッシャー方程式」のハイブリッド方式で決定されると言えるだろう。

今回、日銀が導入した異次元緩和は「市場分断仮説」で捉える限り、債券需給の逼迫化を通じた長期金利低下要因である。債券市場参加者の間でも、財務省が毎月10兆円発行する国債のうち7兆円もの大部分を日銀が買い占めると、需給環境が逼迫することで金利水準は大幅に低下するとの見方が多かった。

しかしながら同時に異次元緩和は2年後に2%という高いインフレ率の達成を目指している。これが実現出来た暁には、異次元金融緩和は必要なくなる。つまり、短期決戦を前提とした金融政策であり、長期間にわたる金融緩和を約束したものではない。また、日銀による国債買入に依存する形で財政規律が緩めば、国債そのものが信頼を失い、財政不安からリスクプレミアムが膨らむ可能性も否定できない。即ち、「純粋期待仮説」や「フィッシャー方程式」で捉えると長期金利を押上げる要素も内包されている。それが故に債券相場は水準感を見失い不安定な展開となっていると言える。

3. 長期金利上昇による影響

以上で長期金利の水準を決める要因に、①実体経済（成長率や物価等）、②金融政策、③国債需給など、幾つかあることを解説した。今回の異次元緩和の影響に関しては、多くの債券市場関係者は③の国債需給の逼迫を重視して長期金利が低下すると見ていたが、実際の長期金利は上昇傾向を強めた。その背景には、①の実体経済、特に米景気の回復を受けて米連邦準備理事会（FRB）が量的緩和の縮小を模索し始めたことが影響したと言える。

図表3 日米の10年国債利回り



日本の経済のみならず金融市場にも強い影響を及ぼすのが米国経済である。例えば、米国の景気回復は日本からの輸出の増加などを通じて日本の景気を浮揚させる他、ドルの上昇を通じて日本のインフレ率を押上げる効果もある。また、こうした効果を先取りする形で、日本の国債市場は米国債相場に日々連動する性格がある。異次元緩和が導入されてから結果的に日本の長期金利が上昇している最大の原因に、米国における景気回復とそれに伴う米国債の利回り上昇を挙げられる。

FRBのバーナンキ議長が量的緩和政策を年内にも縮小する方針を示したことで、米国の10年債利回りは2%割れの水準から2%台後半へに上昇している。エコノミストの間では米国の潜在成長率は現在は2%程度に低下していると言われている。また、FRBが掲げるインフレ目標は2%なので、米国経済で長期金利の目安となる「成長率+インフレ率」の水準は4%に相当する。それをFRBは量的緩和政策により半分程度の水準に抑え込んでいたことになる。当然の事ながら量的緩和を縮小して行く場合、長期金利は本来の水準を目指して上昇して行くことになると見られる。

かたや日本の潜在成長率は人口動態等を勘案すると米国より低く、だいたい1%程度と見積もって良いであろう。従って、日本銀行が目指す2%のインフレ率を市場参加者が実現可能と考える場合、長期金利が実体経済と均衡する水準は3%に相当する。米国のケースと同様に、日銀による国債買入れなどの金融政策により、10年債利回りの水準を半分程度に抑えるならば1%半ばに相当する。これまで日本の10年債利回りは長らく1.0%以下で推移したが、それはデフレの定着を相応に織り込んだ水準にあったと考えられる。

今後、日本の長期金利は米景気のリバウンドや日本経済のデフレ脱却を織込みながら上昇傾向を辿る可能性が高い。また、長期金利の上昇が実体経済を反映した緩やかなものである場合、景気に与える悪影響は限られると考えられる。但し、債券市場が極端な反応を示すことで、長期金利の上昇ピッチが加速する場合、景気に様々な悪影響が及ぶ可能性があるため留意が必要である。

その一つは国債を大量に保有する金融機関の資金利益に与える影響である。例えば、日本銀行は「金融システムレポート」の中で、仮に長期金利が1年間で1.0%上昇した場合、国内の大手銀行と地域銀行を合せて7兆円以上の損失が発生する恐れがあると試算している。また、銀行の貸出金利が急上昇する場合には、企業の設備投資や家計の住宅投資を制約する要因ともなり兼ねない。

4. 60年前の国債価格支持政策からの教訓

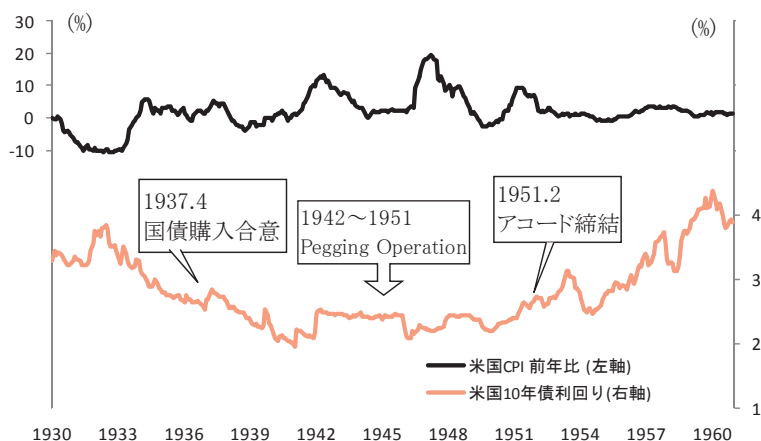
今後、長期金利が跳ね上がるような場面があれば、日銀は異次元緩和のオペレーションや追加的な緩和政策により、過度な金利上昇を抑え込むと見られる。このように中央銀行が長期金利を抑え込む政策は今に始まったわけではない。現在では日銀やFRBのみならずECBを含めた先進各国の中央銀行が軒並み量的緩和を導入し、長期金利の低位安定を促す金融緩和策が行われているが、今から60年前の1940年代の米国でも同様の金融緩和策が実施されていた。

1929年に米国の株式市場が暴落して1930年代に世界恐慌と呼ばれるデフレが進行した後、1942年から1951年にかけて米国の連銀は「国債価格支持政策（Pegging Operation）」と呼ばれる金融緩和策を実施した。当時は戦費調達に伴い国債が大量に発行される中で長期金利が急上昇するのを回避する目的から、長期金利が2.5%に達した際には連銀が国債を買い取ると宣言することで、長期金利

の水準に事実上のキャップを設定した。今次局面では日本銀行に同様の期待がかかっていると言える。

1940年代の米国のケースでは、連銀の政策は長年にわたり長期金利を低位で安定させる事には成功した。しかしながら、本来の長期金利が持つ自律機能（ビルトインスタビライザー）が働かなかったことで、財政規律が弛緩してしまい米国の財政が悪化して行ったことや、実体経済のインフレ率が激しく変動するなどの弊害面も見られた。そこで最終的に1951年に米国政府と連銀はアコード（合意）を締結し、それぞれ財政規律と通貨規律を重視することを確認し、特殊な金融政策に終止符を打った。

図表4 1940年代の米国長期金利とインフレ率



現在は1940年代と異なり、遥かに金融市場の影響力が大きくなり、政府や当局によるコントロールが難しくなっている。こうしたなかで日銀の異次元緩和は、市場参加者と上手く対話するなど金融市場の機能を尊重しながら運営していくことが重要になる。特に、国境を越えた為替市場が大きくなっていることもあり、米国のみならず欧州など各国の金融政策の舵取りと如何に調和させて行くかも課題となる。アベノミクスを成功に導くためには、日本国内の構造改革が重要であることは論を待たないが、とりわけ金融政策に関しては市場動向に対する目配せ国際協調体制も重要になる。

日本の物価連動債の発行再開

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. はじめに

日本の物価連動債については、2004年3月から2008年8月にかけて発行された後、リーマン・ショック後の市場環境の悪化から2008年10月以降発行を取りやめていた。今年10月に発行が再開されれば、5年ぶりの発行となる。さらに、今回再開する物価連動国債については、欧米の物価連動国債と同様にデフレ時の元本保証が付された。デフレ時の元本保証とは、「物価連動債は、適用される消費者物価指数に応じて、債券の元本が変動する商品」であるため、消費者物価指数が下落する局面（つまりデフレ時）では、元本自体が下落することになるが、そのデフレ時でも、「元本は100%で償還する」という意味である。もちろんインフレ時には、インフレ分だけ上乗せして償還される。つまり、投資家保護のような意味合いがある。このことは、投資家の裾野が広がる可能性を示唆している。

また、物価連動債には通常の債券と正反対の面がある。一般的に、債券はインフレに弱い資産と言われる。つまり、インフレ高進時には、金利は全般的に（どの年限においても）上昇するため、債券は価格下落を余儀なくされるためである。金利上昇＝債券下落である。ところが、物価連動債は、インフレに連動して元本が増加するため、金利上昇＝物価連動債上昇となる。これは、投資家がポートフォリオを組む際、物価連動債は債券のカテゴリーに入れないということになろう。しかし、インフレ時に価格が上昇するといわれている株式や不動産とはリスク特性が大きく違うため、これも同じカテゴリーというわけにはいかない。インフレ上昇率に応じて、負債が増加する年金資産の運用には適している。

2. 物価連動債の仕組み

再開される物価連動国債の仕組みは表1のとおりであるが、償還時の元本保証以外は以前発行されていた物価連動国債と変わらない。

表1を見ただけではピンとこない人は次ページの図を見ればわかりやすいと思われる。

また、連動係数の計算方法を右図に示すが、ここまかに書いてあるようだが、要するに3ヶ月前のCPI（消費者物価指数）を使って計算するだけのことである。

このように、ここまかに決めないと、利子額がCPIに応じて変わるため、経過利息（利払額）の計算が正確にできないからである。通常の債券の場合、受け渡し日が決まれば、利率が一定のため経過利息の計算はすぐにできるのだが、物価連

表1 物価連動国債の商品性（日本）

満期	10年
想定元金額	CPI ^(注1) に連動、下落時の元本保証あり
最低額面	10万円
償還	償還時点での想定元金額
クーポン	固定
利払い	年2回
利子額	利払日の想定元本×クーポン×1/2

(注1)CPI:全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)

適用指数の決定

適用する指数は3ヶ月ラグ

ex.1月CPI=98のとき、4/10の適用指数=98

2月CPI=99のとき、5/10の適用指数=99

4/10-5/10の間中は期間按分して適用

想定元金額の計算方法

m月n日の想定元金額

=額面金額×m月n日における連動係数

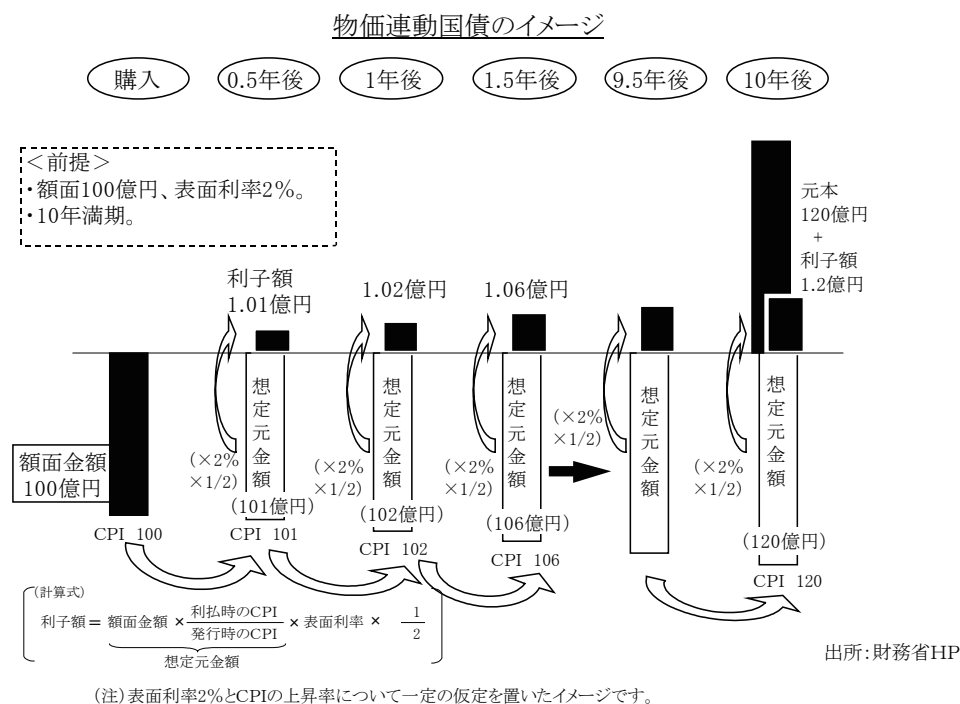
連動係数

m月n日における適用指数
発行日の属する月の10日における適用指数 ^(注2)

(注2)リオープンの場合は前玉の発行日の属する月の10日における適用指数

動債の場合は、いつのCPIを使うかが決まらなると経過利息の計算ができない、CPIはほぼ1ヶ月前のものしかわからない（前月の数字を総務省が発表する）。なお、価格については需給や環境の影響を受けるため、CPIの動向は1要因にすぎない。

図1 物価連動債のイメージ（日本）



3. 先進諸国の物価連動国債発行状況

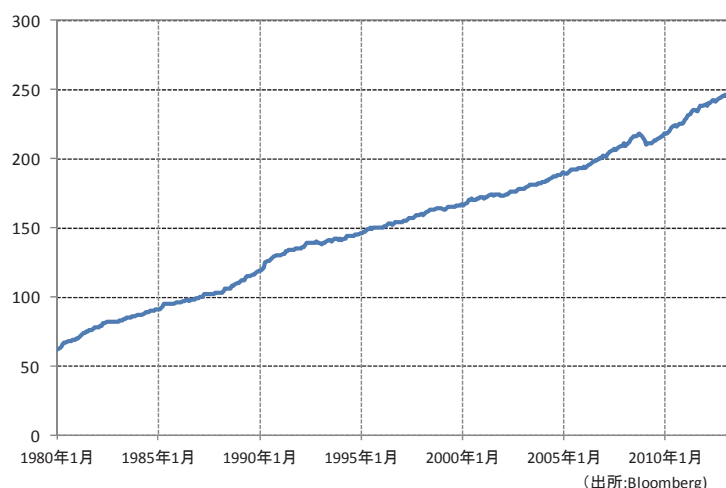
先進諸国の物価連動国債の概要を下図に示す。日米欧の先進諸国のなかで、もっとも早く物価連動国債の発行に踏み切ったのは、英国である。連動する指数は、消費者物価指数ではなく、小売物価指数であるが、消費者物価指数と動きはほぼ同じとなっている。英国の物価連動国債の発行年限は、5～30年となっているが、1980年代に発行された30年物価連動国債の想定元本は、2.5～3倍の水準となっている。30年で物価は約3倍になったことを示しており、30年前の1ポンドは現在では0.33ポンドの価値しかないことになる。

このように、長期の物価連動債の想定元本は物価が高騰すると（インフレが高進すると）非常に大きくなる。

図2には、1980年からの英国の小売物価指数の推移を示すがこの30年間で約3倍になっている。

日本を除く、欧米の各国の消費者物価指数の推移は概ね英国と同

図2 英国小売物価指数の長期推移



様な動きとなっており、長期特に30年の物価連動債の想定元本は、どの国でも約3倍になるだろう。

表2 先進諸国の物価連動国債の概要（2013年6月）

	アメリカ	イギリス	フランス	イタリア	ドイツ	日本
導入時期	1997年	1981年	1998年	2003年	2006年	2004年
発行年限	5・10・20・30Y	5～30Y	7～30Y	5～30Y	10Y	10Y
発行残高	8,239億ドル (82.4兆円)	2,289億ポンド (34.3兆円)	1,527億ユーロ (19.8兆円)	1,183億ユーロ (15.3兆円)	410億ユーロ (5.3兆円)	10兆1,446億円
現在残高	同上	2,232億ポンド (33.5兆円)	1,520億ユーロ (19.7兆円)	1,161億ユーロ (15.1兆円)	同上	3兆4,273億円
国債現在残高	8兆9,466億ドル	1兆2,686億ポンド	1兆236億ユーロ	1兆2992億ユーロ	6,097億ユーロ	760兆9,737億円
国債発行残高に占める割合	9.21%	17.59%	14.85%	8.94%	6.72%	0.45%
インフレ指数	消費者物価指数 (都市部)	小売物価指数	消費者物価指数 (タバコを除く)	消費者物価指数 (タバコを除く)	消費者物価指数 (タバコを除く)	消費者物価指数 (生鮮食料を除く)
デフレ時の元本保証(償還時)	あり	なし	あり	あり	あり	あり

(出所) Bloomberg

4. 日本の物価連動債の状況

表2の先進諸国の物価連動国債の概要を見ると、日本の国債残高に占める物価連動国債の割合が極端に低いことがわかる。また、発行残高に占める現在残高の割合も3割程度しかない。

これは、2008年のリーマン・ショック時に一時発行を取りやめたこと、また物価連動国債に関しては、償却をかなり大胆に行ったことに原因がある。

表3には、2013年7月時点での物価連動債の発行額、現在高、日銀保有高を示すが、2004年から2008年にかけて約10兆円発行したうち、約6兆7000億円がすでに償却されており、残り約3兆4000億円のうち1兆1000億円が中央銀行である日本銀行の保有となっている。純粋に民間の保有は、2兆2000億円ほどとなっている。

表3 物価連動債の発行額、現存高、日銀保有高（日本）

(単位: 億円)

	日銀保有高	日銀保有高 /現在高	現在高	現在高/発行額	発行額	償却額
第1回	3	0.30%	998	100.00%	998	0
第2回	90	10.03%	897	29.96%	2,995	2,098
第3回	435	32.34%	1,345	26.88%	5,004	3,659
第4回	567	36.37%	1,559	29.52%	5,282	3,723
第5回	244	20.44%	1,194	21.97%	5,435	4,241
第6回	699	43.80%	1,596	31.39%	5,084	3,488
第7回	341	28.21%	1,209	24.19%	4,997	3,788
第8回	1,514	49.12%	3,082	30.83%	9,996	6,914
第9回	580	29.19%	1,987	39.76%	4,997	3,010
第10回	1,320	39.12%	3,374	32.65%	10,334	6,960
第11回	522	33.29%	1,568	31.09%	5,044	3,476
第12回	1,379	42.12%	3,274	31.93%	10,254	6,980
第13回	302	23.11%	1,307	26.11%	5,005	3,698
第14回	1,881	45.54%	4,130	40.76%	10,133	6,003
第15回	460	28.01%	1,642	30.44%	5,395	3,753
第16回	1,227	24.01%	5,110	48.70%	10,493	5,383
合計	11,564	33.74%	34,273	33.78%	101,446	67,173

(出所: Bloomberg)

表4は、第16回物価連動国債の大保有主であるが、2位のアライアンス（世界最大の債券運用会社PIMCOのファンド）以下すべてが投信・投資顧問会社である。自ら、もしくは提携しているファンド（投信）に物価連動国債を組み入れているものと思われる。このように、日本の物価連動国債は、政府・日銀が発行額の8割を保有（償却）、残りの2割は、物価連動債ファンドに組み入れられている。

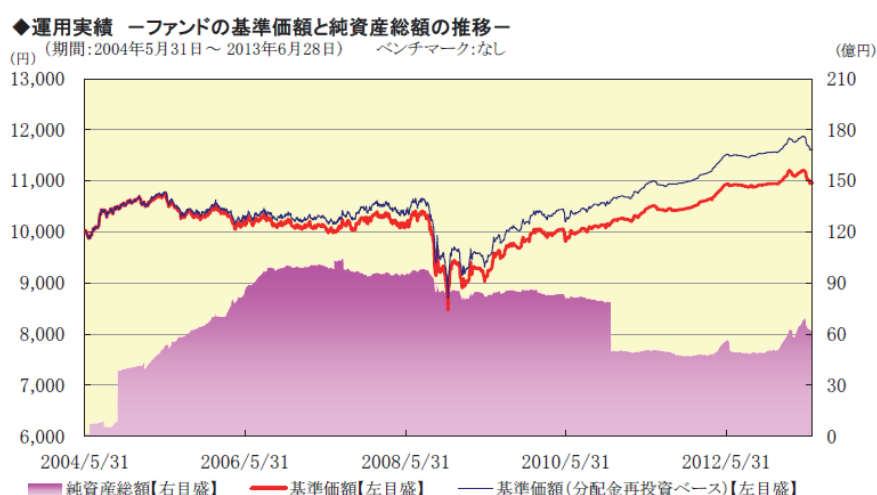
表4 第16回 物価連動国債 保有主 BEST10

		保有額(千円)	保有率(%)
1	日本銀行	122,700,000	24.01
2	アライアンスAM(PIMCO他)	5,708,815	1.12
3	みずほFG(みずほAM)	3,640,000	0.71
4	ステート・ストリート	2,383,155	0.47
5	フィデリティ	1,204,992	0.24
6	GROUPAMA	720,000	0.14
7	サンライフ・フィナンシャル	493,055	0.1
8	ADIG	415,380	0.08
9	東京海上AM	300,000	0.06
10	NEUBERGER	289,985	0.06

(出所:Bloomberg)

表4の大保有主第3位のみずほFGが組み入れられているファンドが以下のグラフに運用実績が示されている「MHAM物価連動国債ファンド」である。基準価格の動きを見ると、日本の物価連動国債をほぼ100%組み入れてあることで、物価連動国債の値動きそのものとなっている。つまり、リーマン・ショック時に最安値（8,500程度）を付けているが、その後徐々に回復し、最近では11,000前後の動きとなっている。このファンドは、35円配当（年2回）を行っており、設定来の配当額は595円に達する。配当込みの利回りは2013年6月末で16.08%を示す。年率換算で1.8%程度である。

MHAM物価連動国債ファンド



(出所:みずほアセット・マネージメントHP)

表5は、MHAM物価連動国債ファンド組み入れ上位5銘柄であるが、この5銘柄で97.3%なので、これが組み入れ銘柄のすべてであろう。このファンドは設定当初から日本の物価連動国債の値動きとおなじパフォーマンスを目指して作られたファンドであろう。

表5 MHAM物価連動国債ファンド 組み入れ上位5

		当初クーポン	比率(%)
1	第16回物価連動国債	1.4%	59.50%
2	第12回物価連動国債	1.2%	25.40%
3	第4回物価連動国債	0.5%	7.40%
4	第5回物価連動国債	0.8%	4.20%
5	第2回物価連動国債	1.1%	0.80%
合計			97.30%

(出所：みずほアセット・マネージメントHP)

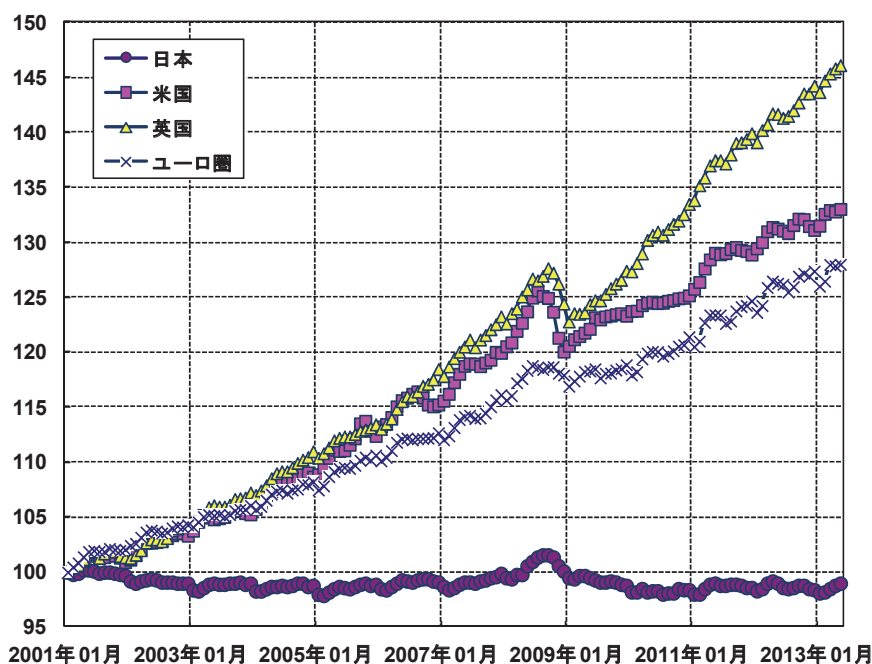
5. 先進諸国の物価連動国債及びCPIの値動き

図3には、先進諸国の消費者物価指数（CPI）の値動きをほぼ12年間に渡って描いたものである。これを見れば一目瞭然、日本だけが100前後でうろろうしており、他の欧米諸国は、年率2.5～3.7%の上昇率で推移している。日本の消費者物価指数はほぼ0%の上昇率ということになる。2008年後半に一時急落しているが、これがリーマン・ショックの影響である。リーマン・ショック後の先進諸国のCPIは、イギリスがリーマン・ショック前とほぼ同様の上昇率を保っているのに対し、アメリカ、ユーロ圏のそれはやや上昇率が下がっているように見える。表6には、リーマン・ショック前後のCPI上昇率の変化（年率換算）

表6 リーマン・ショック前後のCPI上昇率の変化（年率換算）

	リーマン前	リーマン後
日本	0.21%	0.00%
米国	3.33%	2.17%
英国	3.69%	4.06%
ユーロ圏	2.49%	2.01%

図3 先進諸国の消費者物価指数（物価連動債対象）



日本：消費者物価指数-全国 生鮮食品を除く総合指数（出所：総務省）
 米国：都市部消費者物価指数-全項目（出所：米国労働統計局）
 英国：小売物価指数-全項目（出所：英国国家統計局）
 ユーロ圏：消費者物価指数-タバコを除く（出所：欧州委員会統計局）

図4には、日本の物価連動国債および長期国債のイールドカーブ（2013年7月9日現在）を示すが、国債と物価連動国債の利回り差をブレイク・イーブン・インフレ率（国債市場からはじき出したインフレ率）と呼ぶが、このイールドカーブからみると、残存年限にかかわらず一定で、1.5%程度になっているようだ。

日本のCPI上昇率に関しては、2013年5月までのデータでは、前年比で-0.5%～0.0%で推移しており、明確な上昇は見せていない。

図5には米国の、図6には英国のイールドカーブを載せた。このイールドカーブからは、米国は1.5～2.5%、英国は2.5～3.5%のインフレ率を読み取ることができる。米国、英国のブレイク・イーブン・インフレ率は、CPIの上昇率（前年比）とはほぼ一致する。

図3を見て分かることであるが、CPI上昇率は比較的安定して推移している。

この12年間余で、リーマン・ショックの影響でCPIが大きく下落した期間は6ヶ月程度しかない。その後、米国が大胆な金融緩和を行った結果、CPIは元の上昇ペースに戻った。

日本も小出しではあるが、金融緩和を行ってきた。その結果、日本のCPIは2000年からの動きに戻ったと言えよう。物価は為替レートに大きく影響されるので、2012年末から続いている円安がこのまま続けば徐々にCPIも上昇方向に進むと思われる。

図4 物価連動国債 - 国債イールドカーブ（日本）

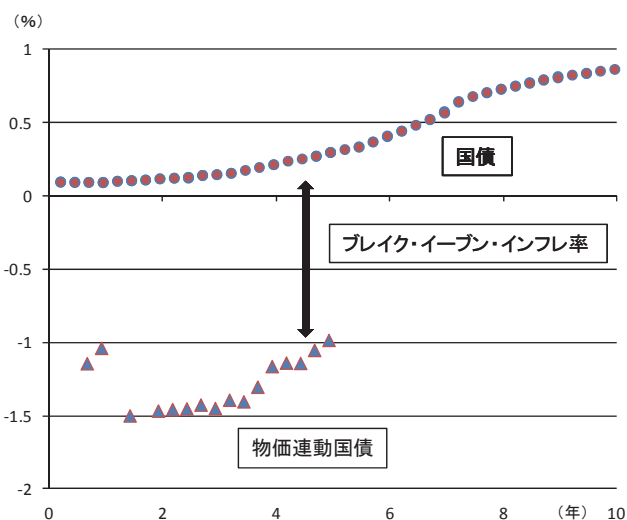


図5 物価連動国債 - 国債イールドカーブ（米国）

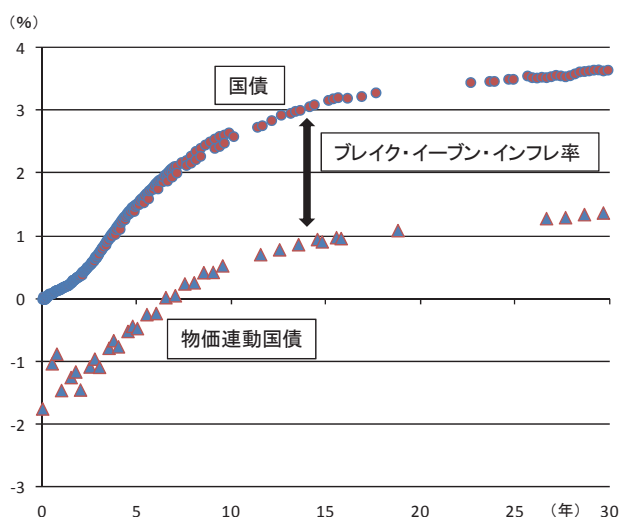
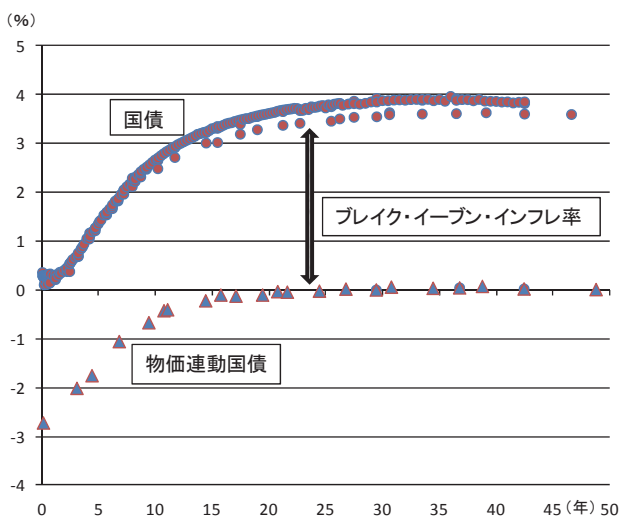


図6 物価連動国債 - 国債イールドカーブ（英国）



6. ブレーク・イーブン・インフレ率 (BEI) の動き

図7には、日本の第1回物価連動国債（1.2%、2014年3月10日償還）と第258回10年長期国債（1.3%、2014年3月20日償還）の長期に渡る利回り推移とそれからはじき出されるブレーク・イーブン・インフレ率の推移である。

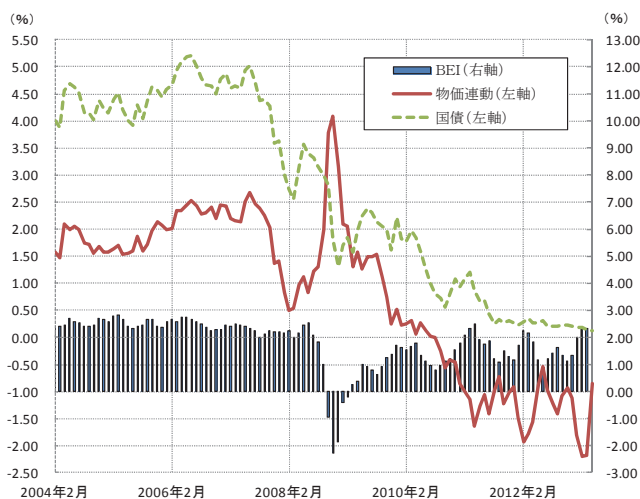
これを見ると、リーマン・ショック直後に、物価連動国債に利回りが急上昇（債券価格は急落）、しかし通常の国債の利回りは下落（価格は上昇）、その結果両者の差で表されるブレーク・イーブン・インフレ率は急落する結果となった。3ヶ月程度の間にブレーク・イーブン・インフレ率にして約2.5%の急落となった。その結果、ブレーク・イーブン・インフレ率は-2%という数字になり、マーケットからは2%の物価下落が示唆されたことになる。現実には、2009年7月から10月までの4ヶ月間、CPI（前年比）は-2%を記録している。グラフにもあるとおり、その後緩やかにブレーク・イーブン・インフレ率はマイナス幅を縮め、3年後の2011年11月にはブレーク・イーブン・インフレ率はプラスに転じている。CPI（前年比）がプラスに転じたのは、2011年4月ごろなので、CPIよりマーケットのほうがプラス転換が遅かったことになる。

図8には、米国の物価連動国債（2%、2014年1月15日償還）と10年長期国債（4%、2014年2月15日償還）の長期に渡る利回り推移とそれからはじき出されるブレーク・イーブン・インフレ率の推移である。これをみると、日本よりはるかにダイナミックであったことがよく分かる。リーマン・ショックによる利回り上昇幅3.5%、ブレーク・イーブン・インフレ率の下落幅は4.5%に達している。しかも、ブレーク・イーブン・インフレ率がプラスに転換するまで4ヶ月しかかかっていない。これが、バーナンキFRB議長の大胆な金融緩和の影響であろう。日本でも4年遅く異次元緩和と称して大胆な金融緩和を断行したが、そのはっきりとした影響はCPIにはまだ現われていない。今後数ヶ月の間には、CPI（前年比）がブレーク・イーブン・インフレ率程度に上昇する可能性は高いが、その時の長期金利の水準が問題となろう。

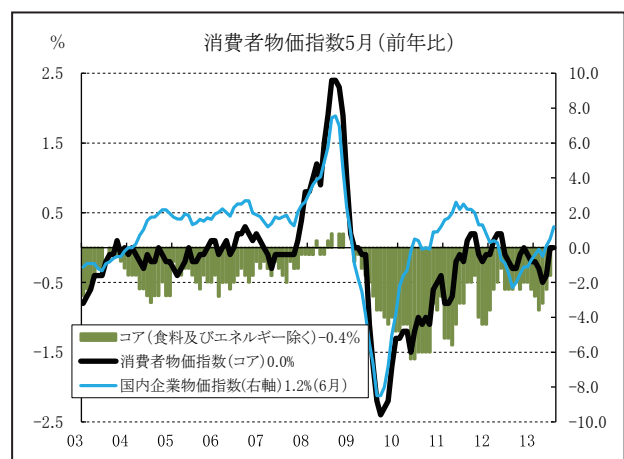
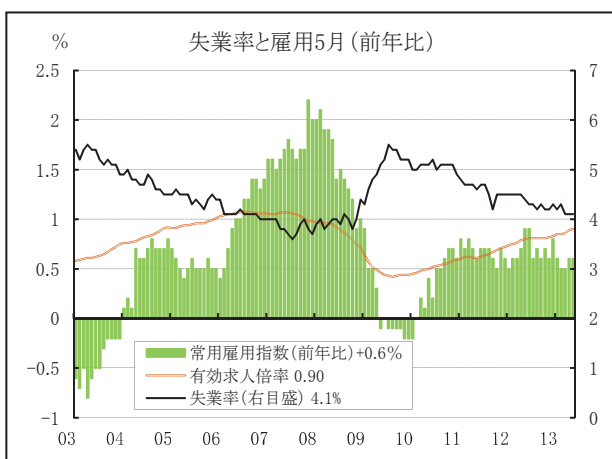
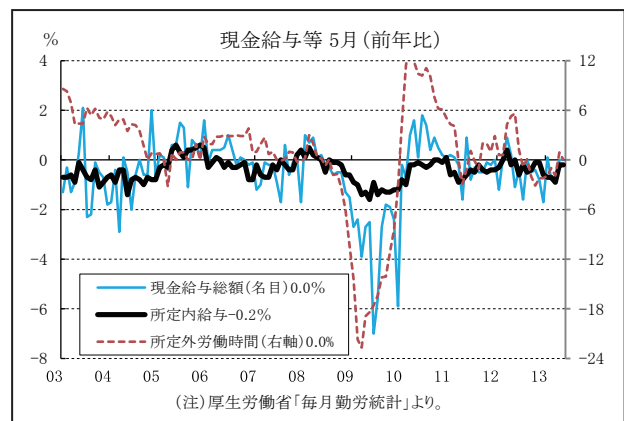
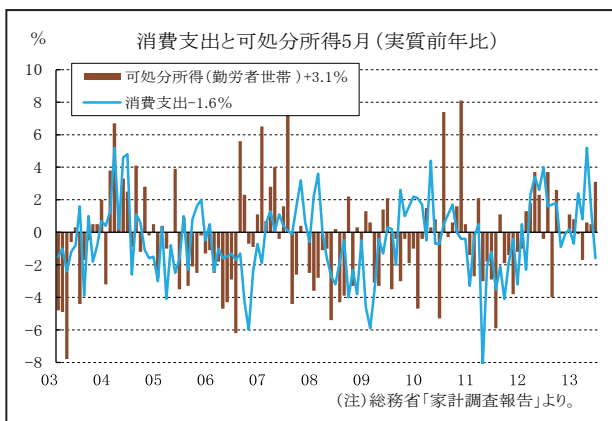
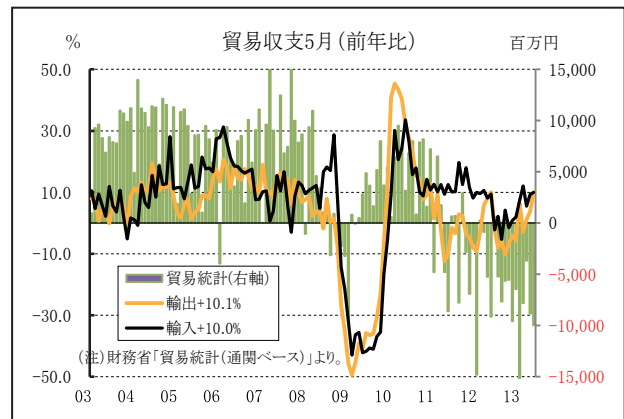
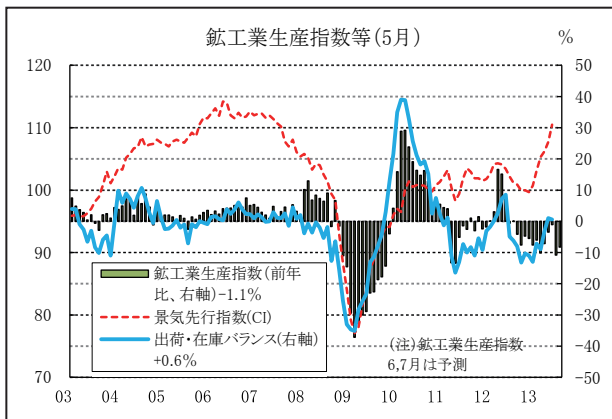
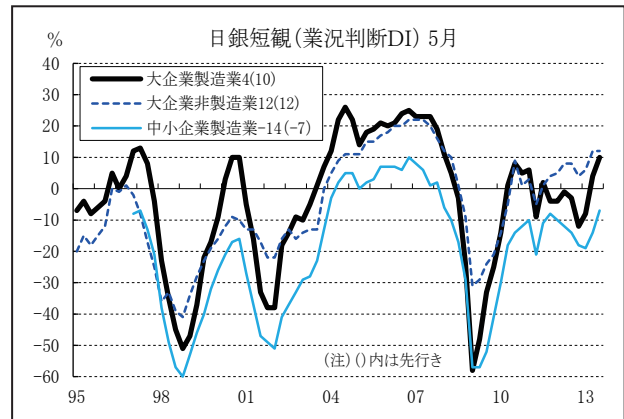
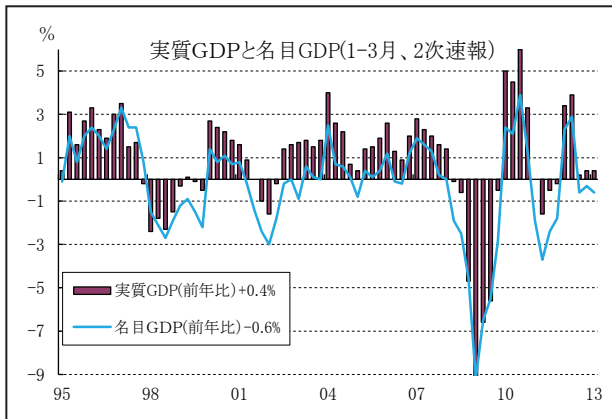
図7 物価連動国債 - 国債時系列利回り推移（日本）



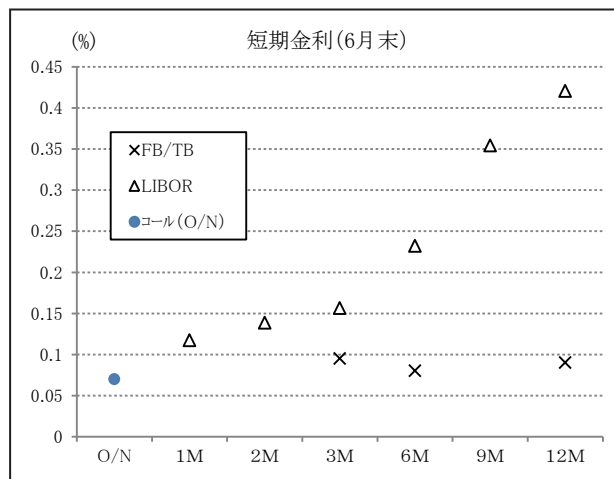
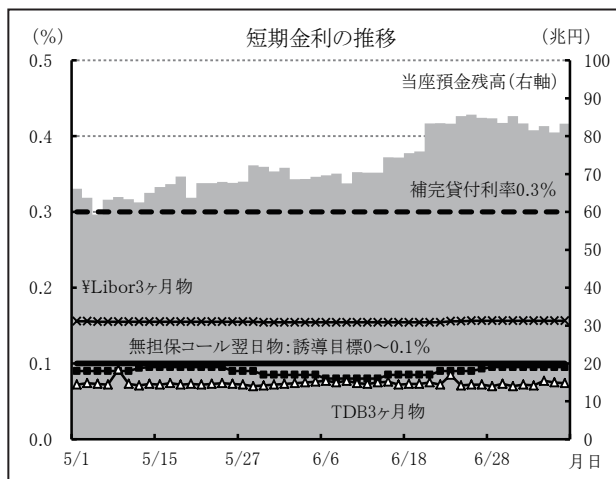
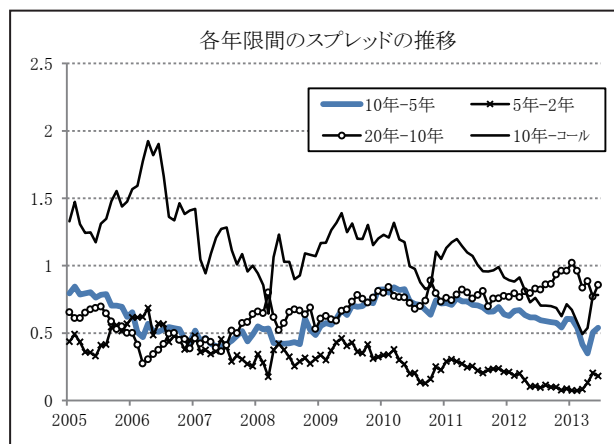
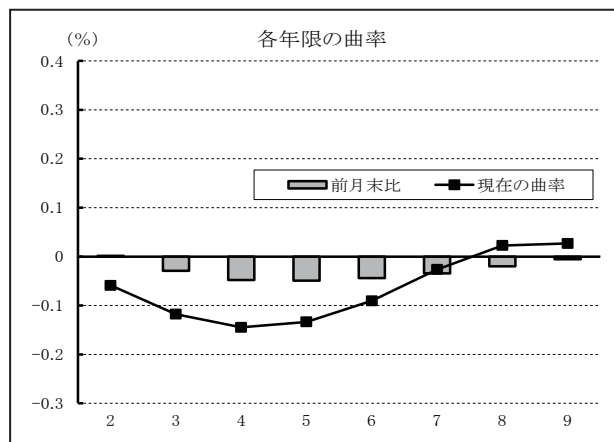
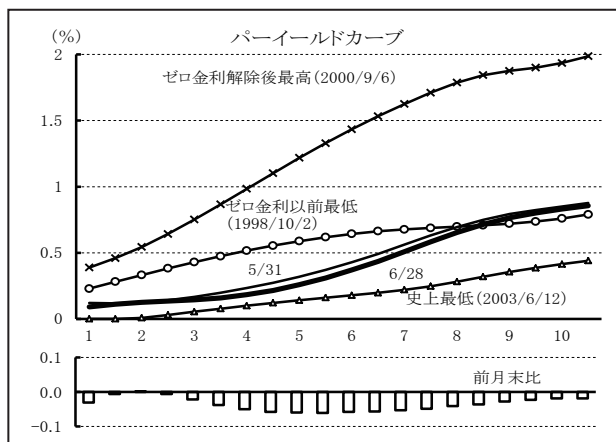
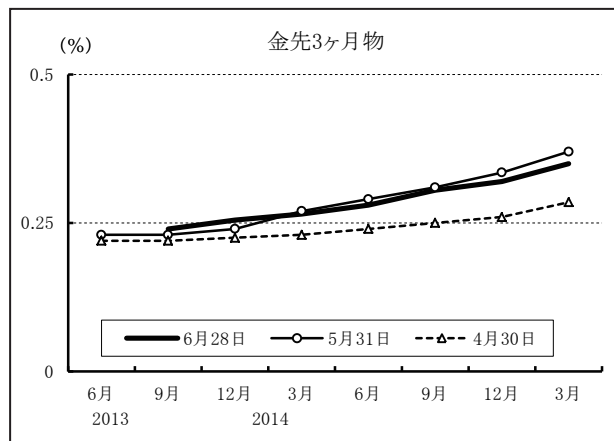
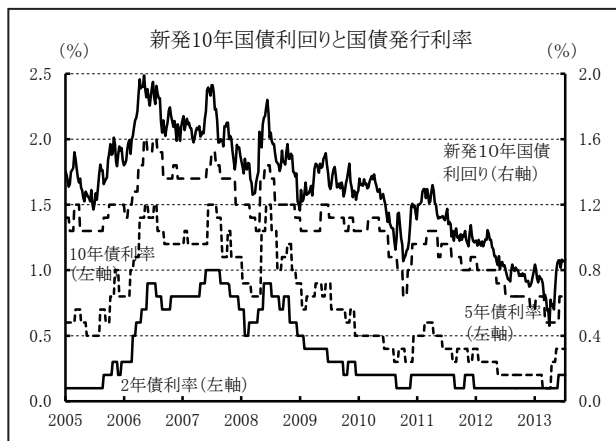
図8 物価連動国債 - 国債時系列利回り推移（米国）



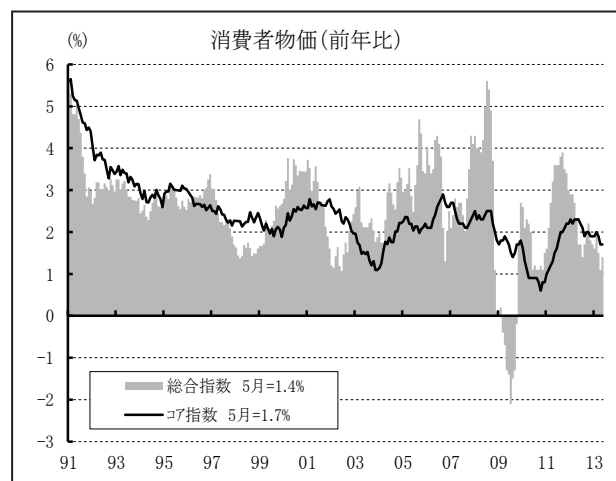
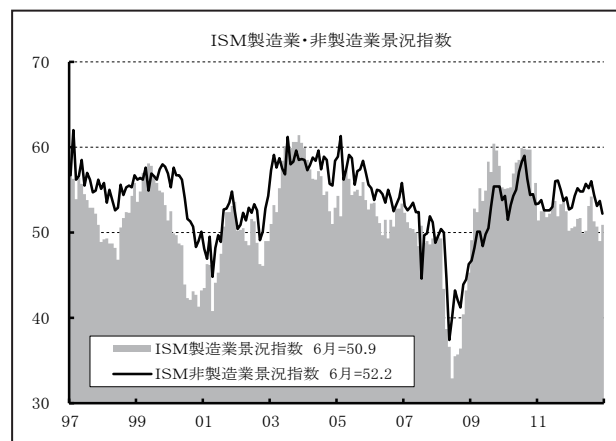
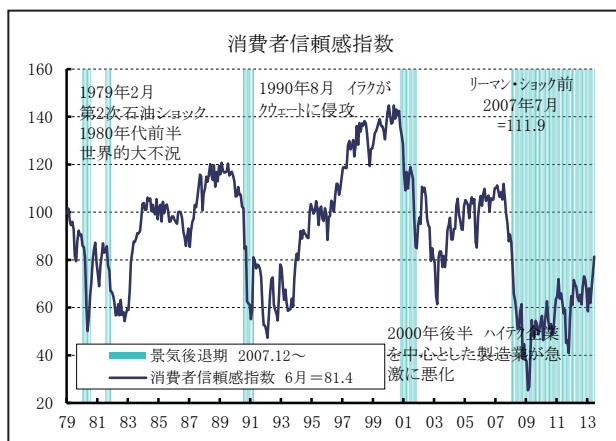
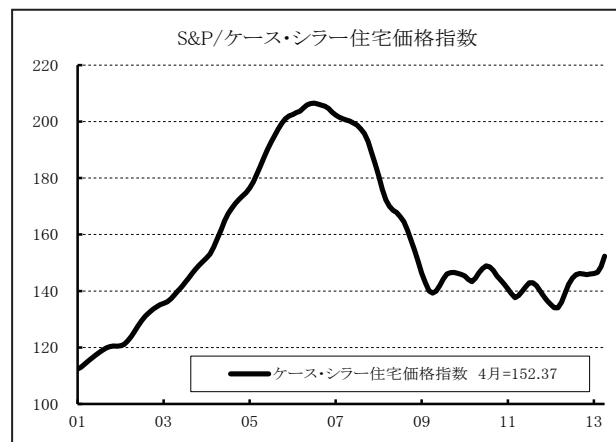
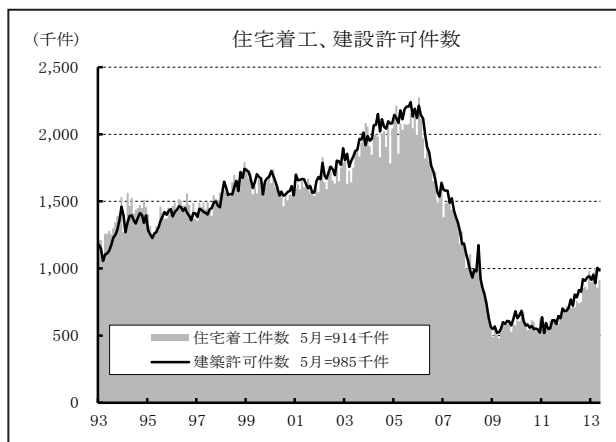
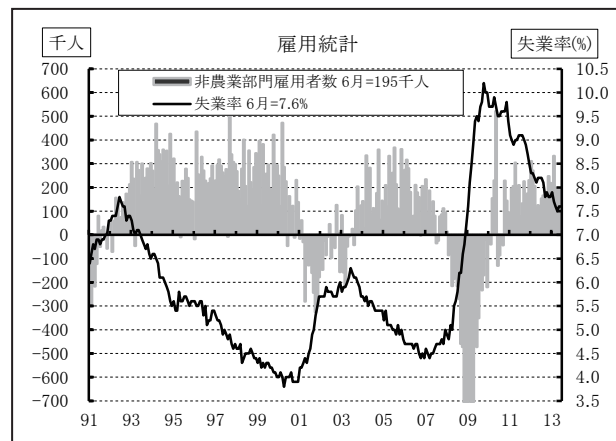
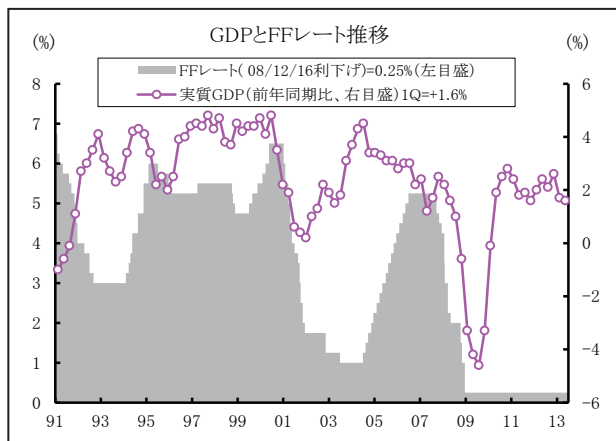
日本 マクロ経済



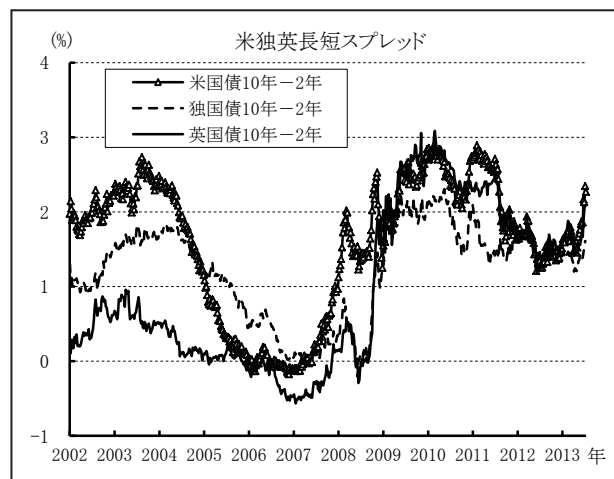
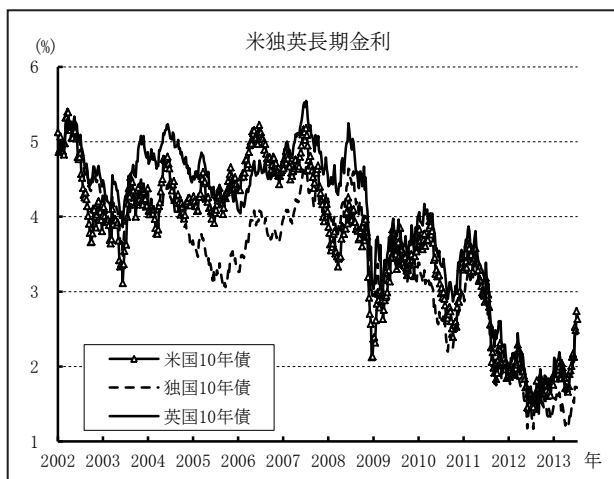
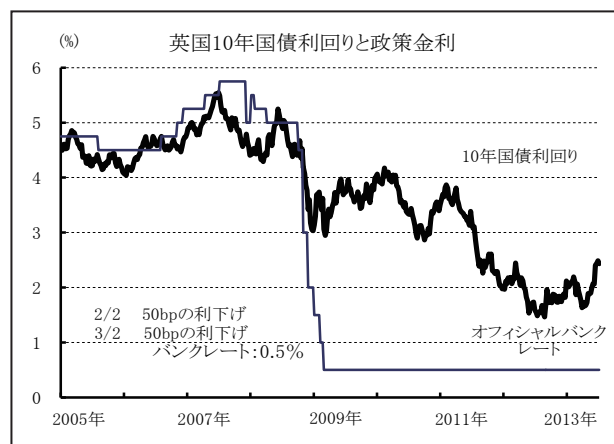
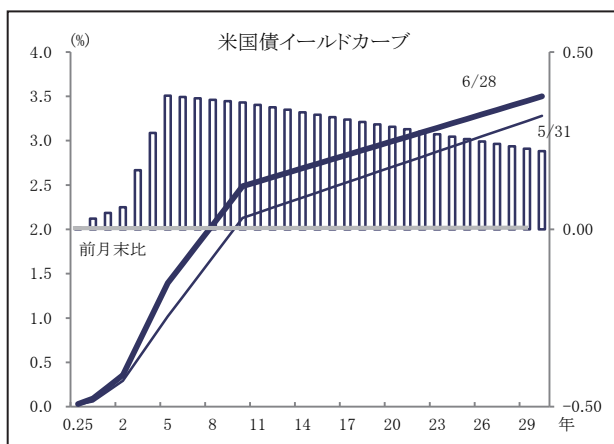
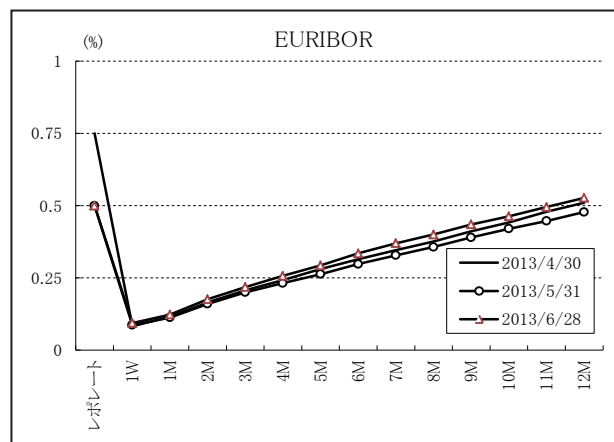
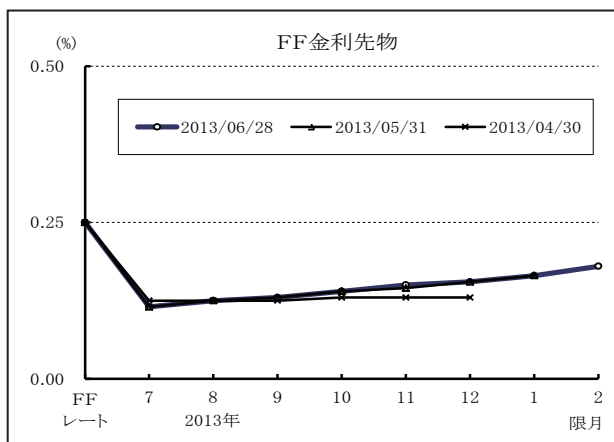
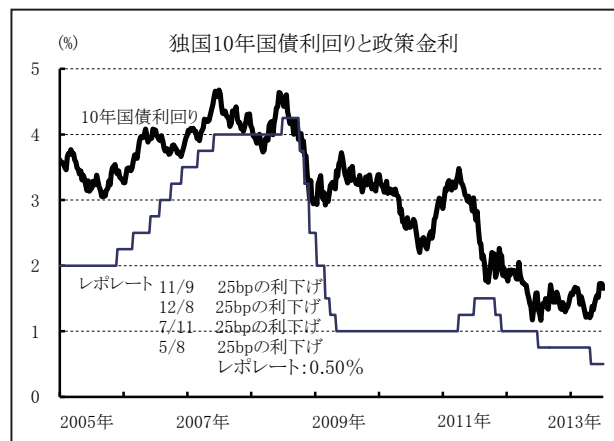
日本 短期・債券市場



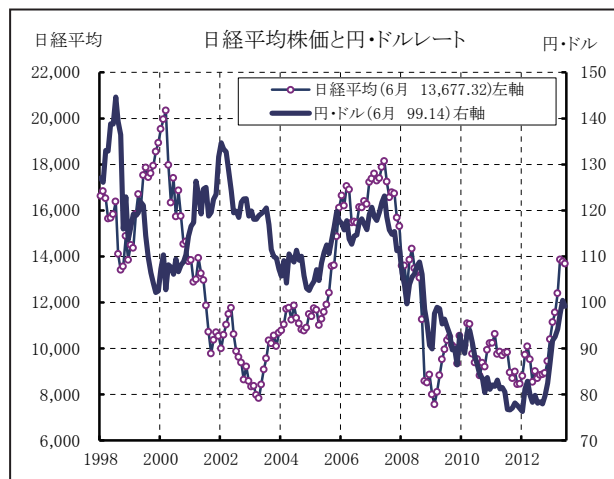
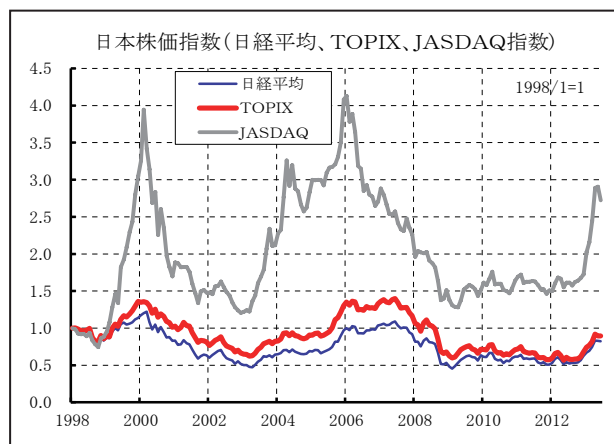
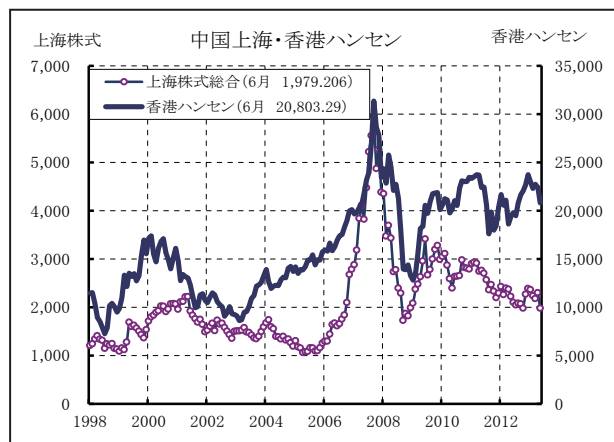
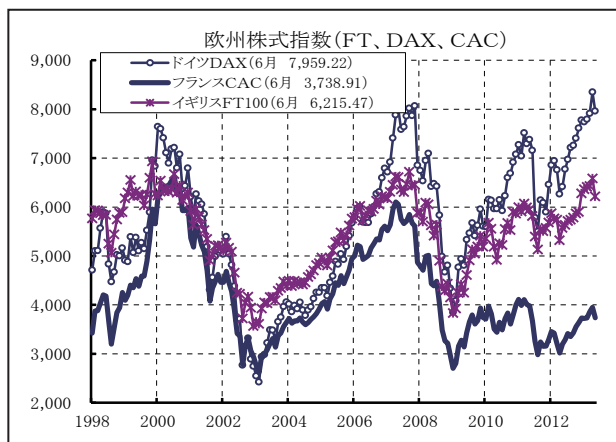
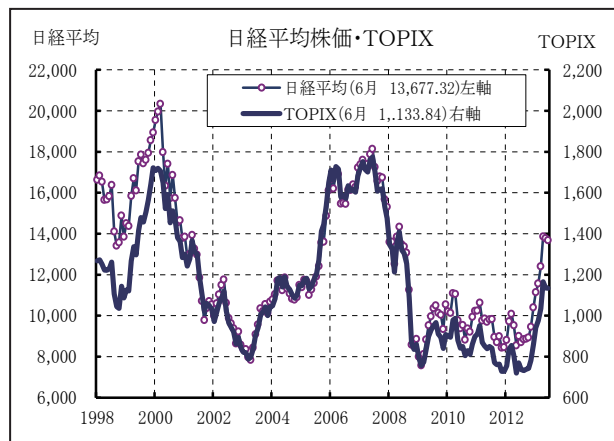
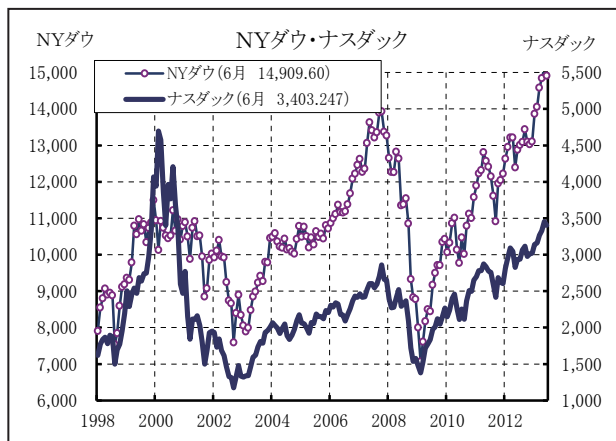
海外 マクロ経済



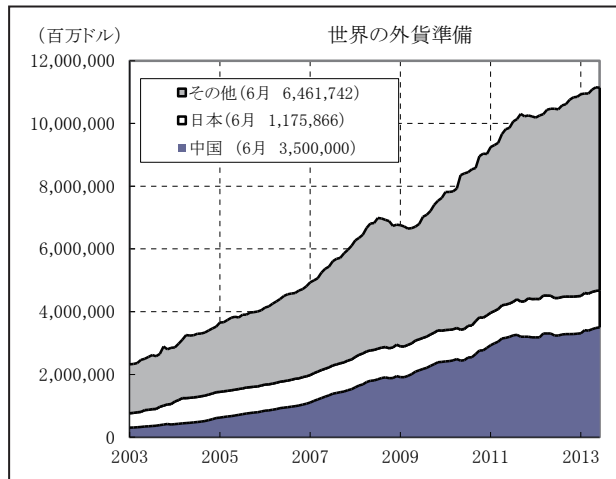
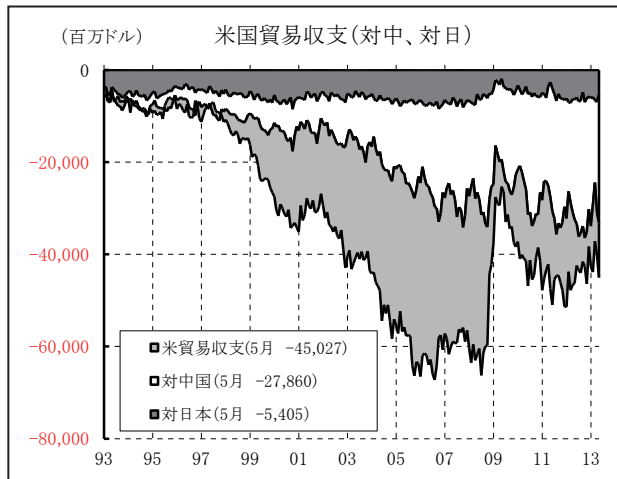
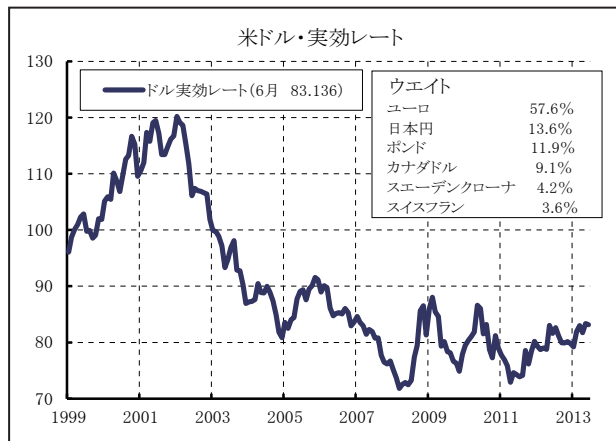
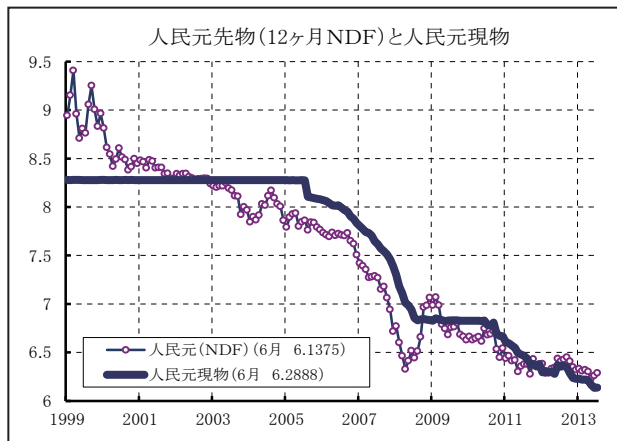
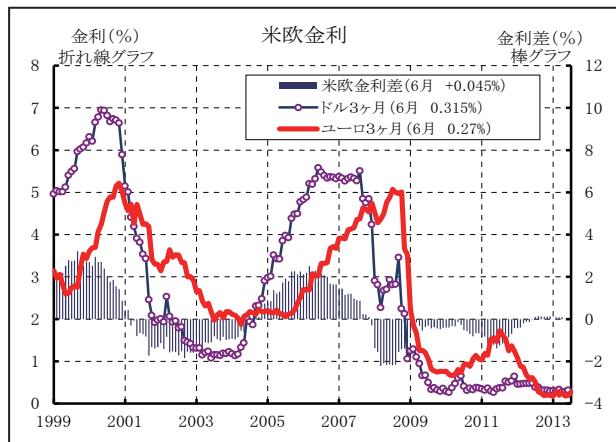
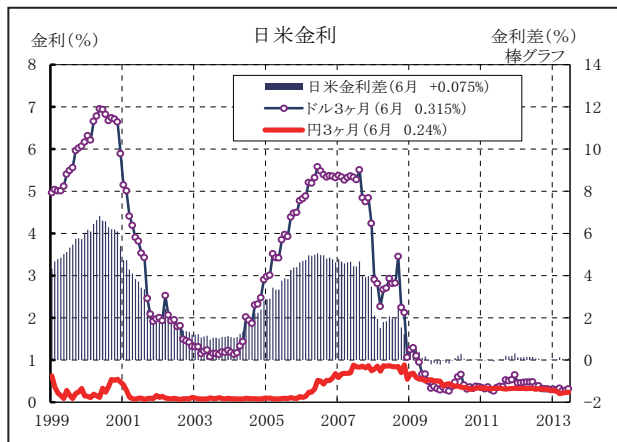
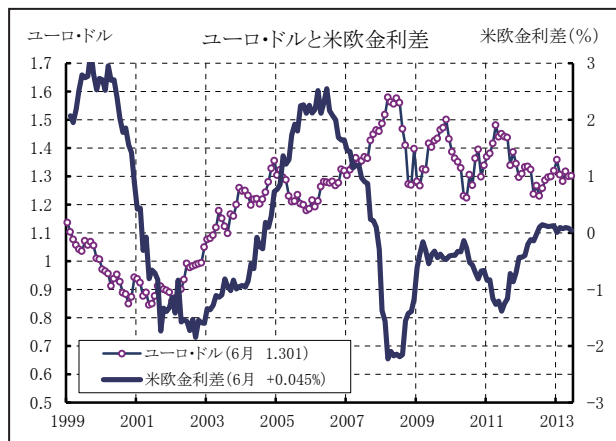
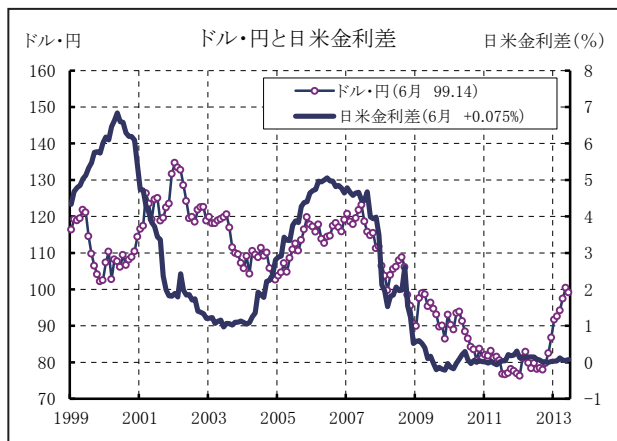
海外 債券市場



株式市場



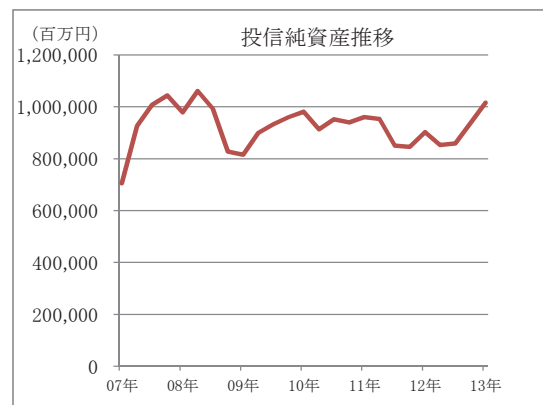
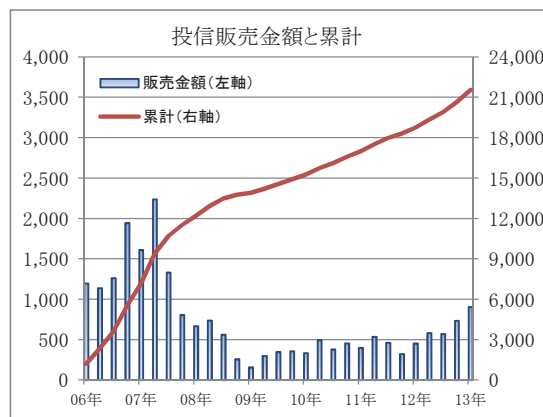
為替市場



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年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
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	—	—
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	—	—
累計	10,212,022	2,154,085	—	—



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.7.12)	純資産 (2013.7.12)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.7.12)	純資産 (2013.7.12)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.7.12)	純資産 (2013.7.12)
野村6資産(安定)⑥	180円	10,407	41,521	ビムコ・グローバル債券⑫	440円	11,731	22	三菱UFJ高金利債券⑫	720円	11,053	69,131
野村6資産(分配)⑥	180円	8,670	200,932	同(為替ヘッジあり)⑫	440円	9,761	47	日本株式SRI①	なし	6,616	5,079
野村6資産(成長)⑥	180円	9,261	45,920	eMAXIS TOPIX※①	なし	14,323	7,609	エマーゼン・ソブリン※⑫	600円	7,836	51,488
野村資産設計2015②	なし	9,330	2,285	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,640	2,306	同(為替ヘッジあり)※⑫	1260円	10,561	180,495
野村資産設計2020②	なし	8,976	1,112	eMAXIS 国内リート※①	なし	18,352	5,077	新光サザンアジア株式②	1450円	11,235	3,163
野村資産設計2025②	なし	8,866	989	eMAXIS 先進国債券※①	なし	15,315	12,272	新光世界インフラ株式②	320円	13,701	30
野村資産設計2030②	なし	8,792	815	eMAXIS 先進国リート※①	なし	11,459	3,489	グローイング台湾株式②	1400円	11,817	12
野村資産設計2035②	なし	8,529	556	eMAXIS 先進国リート※①	なし	18,050	4,732	ニッセイ日本債券⑫	110円	9,949	205
野村資産設計2040②	なし	8,372	1,912	eMAXIS 新興国株式※①	なし	11,266	16,737	DIAM世界リート⑫	420円	4,718	281,760
野村資産設計2045②	なし	14,488	72	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,584	1,783	DIAM高配当株式⑫	600円	13,483	2,617
野村米国ハイイールド⑫	660円	13,615	7,753	Navioオーストラリア債券⑫	105円	10,951	221	東京海上・円資産⑫	なし	11,132	1,218
同(為替ヘッジあり)⑫	225円	10,367	10,944	Navioカナダ債券⑫	45円	11,458	236	フィデリティ日本配当④	120円	8,888	21,927
大和インデックス225①	110円	10,811	41,432	Navioトルコ債券⑫	450円	11,089	347	GS日本株式※②	10円	7,739	14,201
ダイワ成長国セレクト⑫	960円	8,435	92,579	Navio南アフリカ債券⑫	405円	10,017	307	マニラ・フィリピン株式※④	1200円	11,239	12,269
日興五大陸債券⑫	240円	8,321	130,425	Navioブラジル債券⑫	270円	8,053	21	ステート・ゴールド①	なし	7,367	18
日興五大陸株式④	240円	8,378	24,514	Navioインド債券⑫	450円	10,749	984	計			1,356,632
フォーシーズン※⑫	360円	9,110	53,065	Navioマネーボール②	なし	10,007	3				

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ⑫毎月決算型 ⑥年6回決算 ④年4回決算 ②年2回決算 ①年1回決算

純資産ランキング

(単位:百万円)

基準価格ランキング

	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート⑫	281,760	20.8%
2	野村6資産(分配)⑥	200,932	14.8%
3	ES(為替ヘッジあり)※⑫	180,495	13.3%
4	日興五大陸債券⑫	130,425	9.6%
5	ダイワ成長国セレクト⑫	92,579	6.8%
6	三菱UFJ高金利債券⑫	69,131	5.1%
7	フォーシーズン※⑫	53,065	3.9%
8	エマーゼン・ソブリン※⑫	51,488	3.8%
9	野村6資産(成長)⑥	45,920	3.4%
10	野村6資産(安定)⑥	41,521	3.1%
計		1,147,316	84.6%

	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	18,352
2	eMAXIS 先進国リート※①	18,050
3	eMAXIS 先進国株式※①	15,315
4	野村資産設計2045②	14,488
5	eMAXIS TOPIX※①	14,323
6	新光世界インフラ株式②	13,701
7	野村米国ハイイールド⑫	13,615
8	DIAM高配当株式⑫	13,483
9	eMAXIS 新興国債券※①	12,584
10	グローイング台湾株式②	11,817

(注)ES:エマーゼン・ソブリン

(注)ES:エマーゼン・ソブリン

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

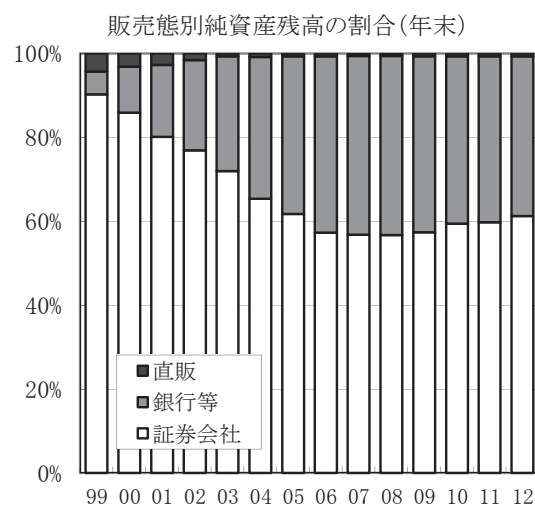
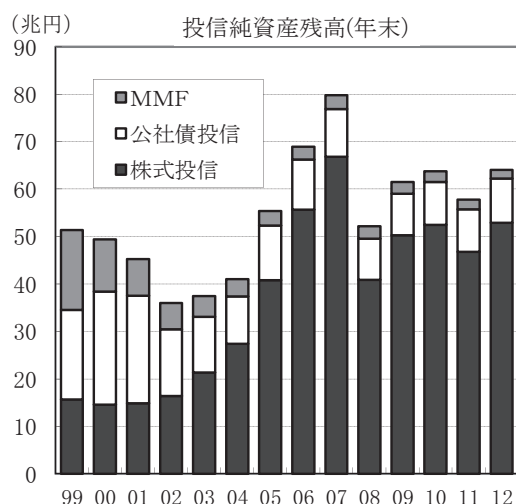
(単位:億円)

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12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,638
2013年2月	12,144	28,903	159,383	131,976	258,846	112,740	559,872	572,016	291	103,920	104,211	18,550	695,068
3月	12,706	31,687	160,173	132,263	275,915	120,001	587,776	572,016	281	107,103	107,384	18,450	726,315
4月	11,202	38,646	165,816	136,801	294,508	130,772	629,742	640,944	279	117,069	117,348	18,449	776,741
5月	11,569	39,134	162,294	133,682	290,180	130,772	627,738	639,307	274	122,318	122,592	18,496	780,395
6月	11,569	38,857	152,249	124,400	269,612	133,453	594,171	605,363	271	116,939	117,210	18,351	741,195

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年2月	431,567	62.1%	258,914	37.3%	4,586	0.7%	695,066	100%
3月	452,314	62.3%	269,227	37.1%	4,774	0.7%	726,315	100%
4月	489,225	63.0%	282,327	36.3%	5,190	0.7%	776,741	100%
5月	497,001	63.7%	278,243	35.7%	5,150	0.7%	780,394	100%
6月	472,678	63.8%	263,526	35.6%	4,991	0.7%	741,195	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						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
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定額貯金	特別貯金					
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599	4,145		517,776	7,064		2,768,867
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073	3,431		427,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888	2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940	2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865	2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316	2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342	1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,858,388
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
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	1,888,431

＜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						その他貯金の 前期末増減額
		前期末増減額	流動性貯金の 前期末増減額	定期性貯金の 前期末増減額	その他の貯金	流動性貯金の 前期末増減額	定期性貯金の 前期末増減額	
2011年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
6月	1,767,281	10,927	614,522	12,574	1,150,153	▲ 1,657	2,606	10
9月	1,757,968	▲ 9,313	600,971	▲ 13,551	1,154,442	4,289	2,555	▲ 51
12月	1,769,113	11,145	608,231	7,260	1,158,512	4,070	2,371	▲ 184
2013年3月	1,760,961	▲ 8,152	599,715	▲ 8,516	1,158,786	274	2,461	90

＜特別貯金残高と前月末増減額＞

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	うち					
		特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金の 前月末増減額	積立郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 前月末増減額
2013年2月	303,911	▲ 3,865	▲ 748	▲ 1	▲ 3,115	0	0
3月	299,587	▲ 4,324	▲ 1,069	▲ 1	▲ 3,254	0	0
4月	295,689	▲ 3,897	▲ 854	▲ 1	▲ 3,041	0	0
5月	291,882	▲ 3,807	▲ 998	0	▲ 2,808	0	0
6月	288,602	▲ 3,279	▲ 733	0	▲ 2,544	0	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 未払利子は含まれない。

＜各種金利＞

(単位:%)

年月	財政融資資金		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2012年12月	0.7	0.8	0.04
2013年1月	0.8	0.9	0.04
2月	0.8	0.8	0.04
3月	0.7	0.7	0.04
4月	0.6	0.6	0.04
5月	0.6	0.6	0.04
6月	0.8	0.9	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年末満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以下

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

年月	有価証券	金銭の信託				貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
		国債	地方債	社債	外国債 (その他)				
2004年3月	1,091,605	892,732	94,835	69,026	35,012	37,761	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	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
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126

(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、その他有価証券、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
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

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1					5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1					8,396	▲ 46
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	251	13,159	435
2012年9月	11,676	480	945	54	108	0		90	2	767	12,821	538
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0		80	2	2,118	13,793	799

(注) 1: RMBSは住宅ローン証券化商品、CLOは法人向けローン証券化商品、その他はクレジット債券等を裏付資産とする証券化商品、CDOは債務担保証券をそれぞれ意味する。

(注) 2: 2012年9月以降のRMBSは、国外のRMBSを含む。ただし、米国GSE関連ではない。

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライヤー比率	損失額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)	VaR				VaR 期 間
				年度末値	最大値	最小値	平均値	
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	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月～2012年3月
2012年9月	9.43%	8,534	90,475					
2013年3月	8.67%	7,932	91,440					

(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	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額					信用リスク・アセット額	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	54,577	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	54,432	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
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

(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)	リスクアセット等(E)			自己資本比率 (D/E)	Tier1比率 (A/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		
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%	85.90%
2008年9月	8,050,505	3,500,000	4,296,285	333,930	▲ 80,043	331	8,868,512	4,916,947	540,728	3,410,837	90.77%	90.77%
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%	92.08%
2009年9月	8,310,728	3,500,000	4,296,285	513,967	-	474	8,795,817	5,397,864	45,288	3,352,664	94.48%	94.47%
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%
2010年9月	8,541,199	3,500,000	4,296,285	744,421	-	491	10,646,673	7,248,772	90,685	3,307,215	80.22%	80.21%
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%
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%	76.64%
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%
2012年9月	9,042,522	3,500,000	4,296,285	1,250,769	-	466	12,657,564	9,071,301	351,525	3,234,736	71.47%	71.47%
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%

(注) 1: OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

(注) 2: 2009年3月および2010年3月のリスクアセット等、資産(オン・バランス項目)、オフ・バランス項目、自己資本比率、およびTier1比率の数字は、2011年5月に訂正されている。

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金運用収益		経常費用	うち資金調達費用			経常利益	当期純利益
		うちその他収益	うちその他費用		うち営業経費	うちその他費用	うちその他費用		
2003年4月 - 2004年3月	5,871,450	4,589,446	1,282,004	3,600,665	2,498,814	1,053,867	47,984	2,270,784	2,275,515
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948

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