

ゆうちょ資産研レポート

2014年7月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
個人消費の反動減が「想定内」とは言えなくなる可能性	
みずほ証券株式会社 金融市場調査部	
マーケットエコノミスト 末廣 徹	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
長期化の公算大きい異次元緩和	
～ 出口は隘路に。Fedの経験が参考になるも、日米の差異に留意	
大和証券株式会社 シニアエコノミスト 野口 麻衣子	
マーケット・アウトルック	13
トータルレバレッジというマクロ分析でみる日本国債市場	
ソシエテ・ジェネラル証券会社 調査部	
チーフエコノミスト 会田 卓司	
資産研コーナー	19
米国政府系住宅金融 (ファニー・メイ、フレディー・マック) の行方	
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)

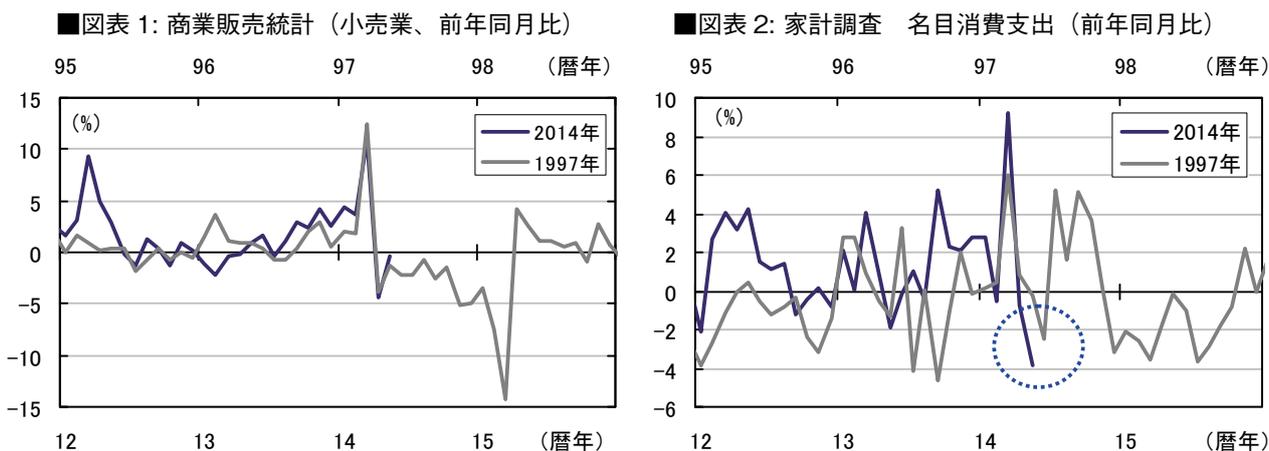
個人消費の反動減が「想定内」とは言えなくなる可能性

みずほ証券株式会社 金融市場調査部 マーケットエコノミスト 末廣 徹

家計調査によると駆け込み需要の反動減の深さは「想定以上」

6月27日に発表された家計消費の供給側統計である5月の商業販売統計(小売業)は前年同月比▲0.4%と、4月の同▲4.3%から大幅に改善したことが好感された。商業販売統計(小売業)は97年の消費増税時と同様の推移となっている(図表1)。

一方、同日に発表された需要側統計である5月の家計調査における名目消費支出は前年同月比▲3.9%と、4月分を上回るマイナス幅となった。97年の消費増税後の推移よりも反動減が大きいという結果となった(図表2)。供給側・需要側の統計それぞれで違った結果が得られることは珍しいことではなく、結果として反動減のマグニチュードに対する判断は先送りされた格好となった。



注: 97年前後のデータは農林漁家世帯を除き、14年前後は含む。

出所: 経済産業省よりみずほ証券金融市場調査部作成

出所: 総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

「耐久消費財」の回復を確認するためには半年程度は必要か

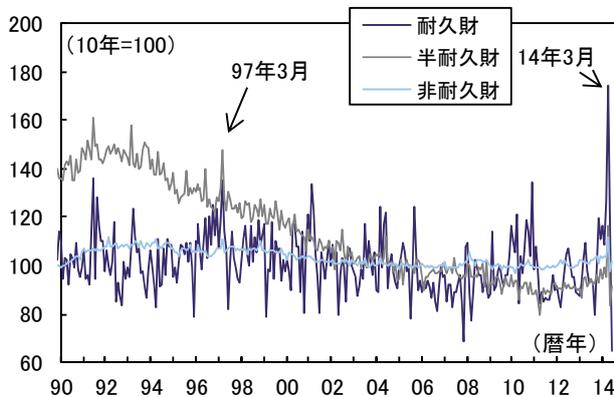
さらに、「耐用期間」によって駆け込み需要の反動減の規模と低迷期間が異なることは過去の増税局面との比較からも明らかである。

家計調査における消費支出(図表3)や、鉱工業出荷における消費財出荷(図表4)によると、97年4月の増税局面でも非耐久財や半耐久財の反動減はほとんど見られなかった。一方、耐久財の様子は大きく異なる。家計調査では、駆け込み需要前の水準に戻るまでに半年~1年程度の時間がかかった。

家計部門の統計よりも景気動向をより反映しやすい鉱工業出荷では、その後のアジア通貨危機などの影響もあり、反動減からの反発のタイミングをデータから確認することは難しい。しかし、「非耐久消費財」よりも増税前後の変動が大きかったことは明らかである。

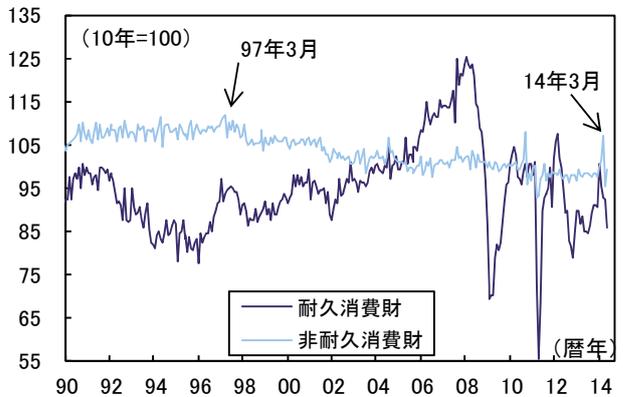
「耐久消費財」の回復を確認するためには少なくとも半年程度の期間が必要となろう。

■図表 3: 家計調査 消費支出（農林漁家を除く二人以上世帯）



出所: 総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 4: 鉱工業出荷 消費財の内訳



出所: 経済産業省よりみずほ証券金融市場調査部作成

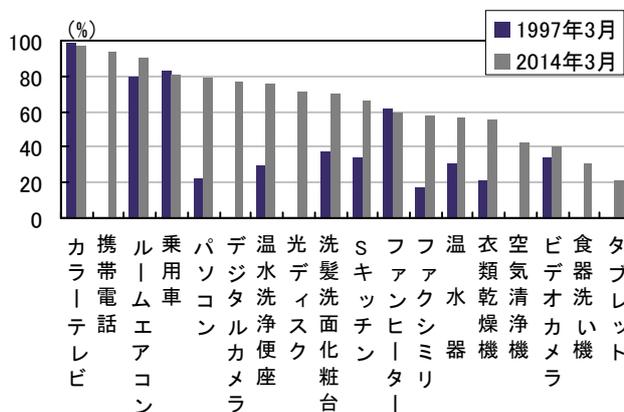
主要耐久消費財の「普及率」が上昇する局面は終了しており、新規需要は限定的か

「耐久消費財」の消費動向は景気に連動しやすいことから、反動減からの回復ペースは景気動向によるところが大きい。14年度は昨年度ほど株価の伸び率は期待しにくく、「資産効果」による追い風も限定的だ。一方、個人所得については昨年度の企業業績が好調だったことから、夏のボーナスに関連した消費は拡大しそうだ。ただし、一時金以外の賃金上昇には不透明感があるため、消費を押し上げる効果も一時的となりやすい。また、97年の増税局面と比較し、主要な耐久消費財への「新規需要」が乏しい可能性にも留意が必要である。すでに多くの耐久消費財の「普及率」は高水準にある（図表5）。「普及率」の上昇ペース（＝新規需要）は、多くの品目で着実に減速している（図表6～8）。

14年3月に初めて統計データが発表された「タブレット型端末」や、「普及率」が大幅に上昇した「衣類乾燥機」などには期待がかかるが、そのような商品は少数である。

「新規需要」が乏しい場合、消費動向は「買い替え需要」に頼ることになるが、①アベノミクスによる「背伸び消費」、②消費増税前の駆け込み需要（＝需要の先食い）を経験した直後の家計においてそのような需要は限定的だろう。加えて、13年の景気回復局面は金融危機以降の低迷からの脱却という「期待感」もあり、实体经济の強さ以上の消費を引き起こしていた可能性もあるだろう。

■図表 5: 主要耐久消費財の普及率



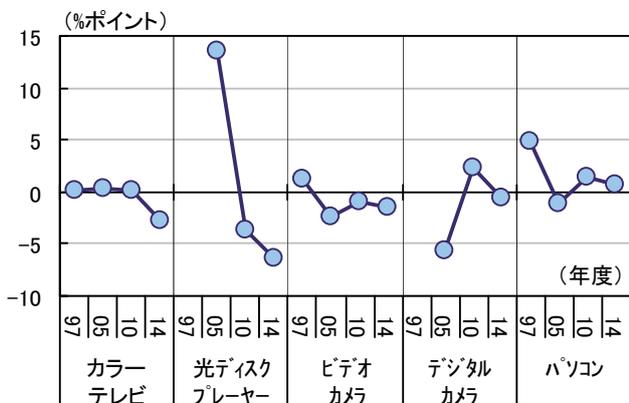
出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 6: 主要耐久消費財の普及率の前年度からの変化①



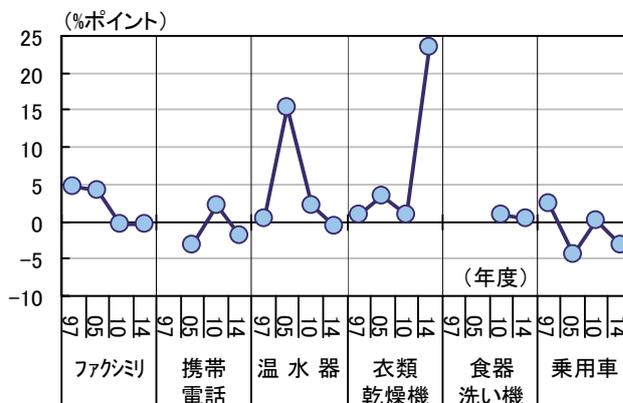
出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 7: 主要耐久消費財の普及率の前年度からの変化②



出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 8: 主要耐久消費財の普及率の前年度からの変化③



出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

ここで、参考までに主要耐久消費財の「平均使用年数」をいくつか挙げると、電気冷蔵庫（10.1年）、カラーテレビ（6.3年）、パソコン（5.9年）などである。比較的短い携帯電話でも3.5年と、当面は「買い替え需要」を期待できそうにない。

なお、政策効果によって耐用年数と無関係に「買い替え」が進むことがある。09年5月15日から11年3月31日までの「家電エコポイント」や、09年4月1日から12年3月31日に実施されていた「エコカー減税」である。09年4月1日から2010年9月末、および11年12月20日から13年1月31日には「エコカー補助金制度」も導入された。

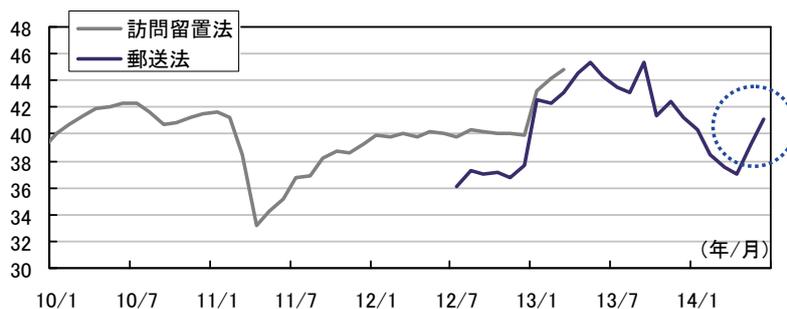
しかし、足元ではこのような政策効果による「需要の先食い」を終えた後である。この期間に購入された耐久財の多くはまだ「使用期間内」にあることから、足元の需要減退要因となっている可能性もある。

今回のケースでは、多くの「需要の先食い」が生じたなか、「新規需要」や「買い替え需要」を促すような材料に乏しいと言えよう。耐久消費財の「想定外」を警戒すべきはむしろこれからではないだろうか。

消費者態度指数は2ヵ月連続の改善だが、「消費者マインド」は楽観視できない

消費者マインドの代表的な指標である6月の消費者態度指数は41.1と、2ヵ月連続で上昇した。この結果を受け、消費増税後の個人消費回復に期待が出来ると思われる向きもあるだろう。しかし、個別の内訳を仔細に見れば、不安材料が少なくない。

■図表 9: 消費動向調査「消費者態度指数」



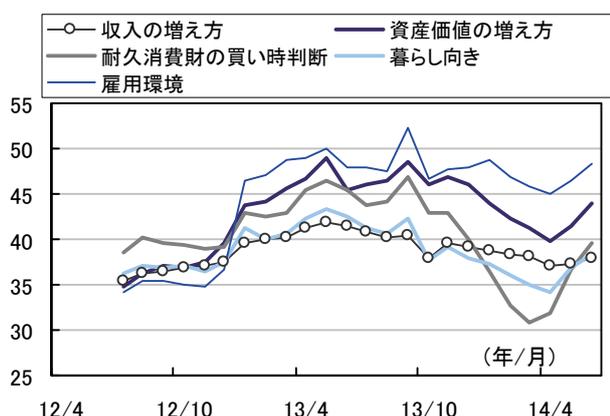
出所: 内閣府

消費者態度指数は「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」、「資産価格の増え方」という5つの消費者意識指標のうち、最初の4つを単純平均して算出される。

これらの消費者意識指標のうち、消費増税の影響を見る上で最も重要な指標は「耐久消費財の買い時判断」だろう。前回97年の消費税率引き上げ局面と比較し、すでに多くの耐久消費財が普及している足元の環境では「買い替え需要」が耐久財消費の中心となる。

「耐久消費財の買い時判断」は消費税率引き上げ前の駆け込み需要によって耐久財の買い替えが進んだために大幅に低下していた。現在は回復過程にあるが、仮に足元のペースで順調に回復すれば、年後半には前年の水準程度に達する可能性がある。しかし、それからすぐに耐久財消費が改善する訳ではない。この指標と実際の耐久財消費とは5ヵ月程度のラグがあるため、年内に消費が回復するという見通しは立て難い。また、この指標以外の指標の反発が限定的であることは、家計のマインドにとってより根が深い問題だろう。

■図表 10: 消費動向調査 「消費者意識指標」



出所: 内閣府

■図表 11: 耐久財の消費と「耐久財消費の買い時判断」



出所: 内閣府、総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

他の消費者意識指標を見ると、「雇用環境」については昨年来の高水準を維持しているものの、「暮らし向き」は昨年よりも水準は低く、「収入の増え方」は低下基調にある。

消費者態度指数の算出には用いられないが、個人消費における「資産効果」を考える上でも重要な「資産価格の増え方」もアベノミクス当初の水準からは大きく低下している。

消費税率引き上げによる短期的な変動に注目が集まりがちだが、ベースとなる消費マインドは昨年と比べて大きく低下していると言えるだろう。

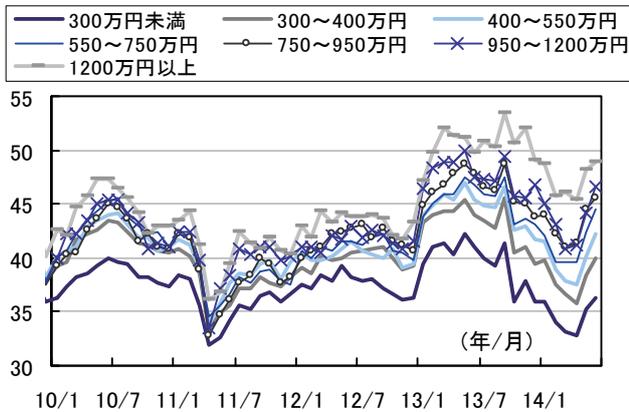
「年収別」の指標でもマインドに「格差」が生じている点も見逃せない(図表12)。消費者態度指数は年収が高いほど高水準を維持している。

年収別の格差をもたらしている要因は「収入の増え方」である(図表13)。この指標は各年収層で昨年以降の方向感が大幅に異なっている。

7月1日に発表された5月の毎月勤労統計調査(速報)によると、所定内給与が前年比+0.2%増と、26ヵ月ぶりに増加したことが注目された。マクロの数字だけ見れば改善しているが、ベアは大企業に限られ、今後の見通しにも格差があるということだろう。

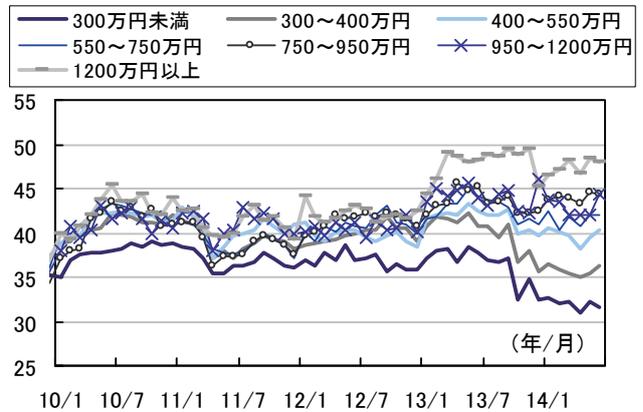
消費税には低所得者層ほど所得に占める税負担が大きくなるという逆進性があることから、一段と「消費マインド」に格差が生じる環境にある。

■図表 12: 消費動向調査 「年収別」の「消費者態度指数」



出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 13: 消費動向調査 「年収別」の「収入の増え方」



出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

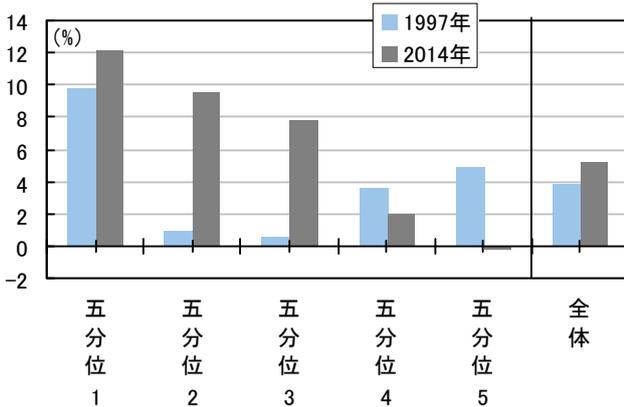
「年齢別」・「定期収入別」で消費税率引き上げに対する反応は異なる

家計調査の詳細結果を用いて「定期収入別」の「駆け込み需要」と、その「反動減」の大きさを調べた。今回の増税局面では、収入に反比例して「駆け込み」と「反動減」が大きかったことが分かる。これは97年の増税時とは異なる傾向である（図表 14、15）。

むしろ、駆け込み需要の反動減で大きく消費を減らした層の回復が今後の消費動向の鍵を握る。

しかし、消費増税前後に消費行動が変化する要因は、「安いうちに消費を済ませ、高くなったら消費を抑制する」という「節約思考」の高まりであると考えれば、前述の「年収別」の消費者態度指数の乖離が、このような傾向を強めたと考えることができる。そして、繰り返しになるが、この乖離は当面縮小しそうにない。

■図表 14: 「定期収入別」の駆け込み需要

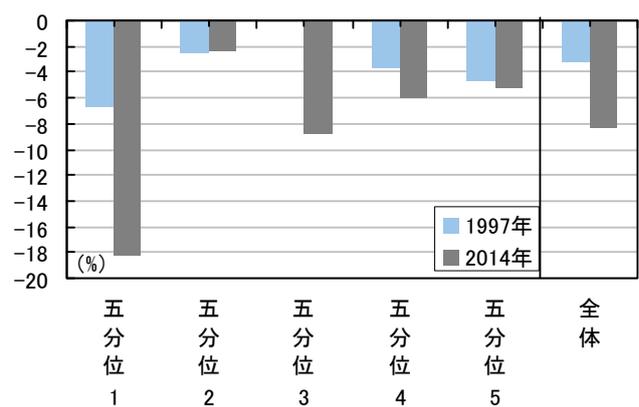


注: 1. 五分位 5 が最も定期収入が多い。

2. 駆け込み需要は 10-12 月期の支出に対する 1-3 月期の伸び率。

出所: 総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 15: 「定期収入別」の反動減



注: 1. 五分位 5 が最も定期収入が多い。

2. 反動減は 1-3 月期平均の支出に対する 4-5 月平均の伸び率。

出所: 総務省よりみずほ証券金融市場調査部

同様に、「年齢別」の「駆け込み需要」と、その「反動減」の大きさにも違いが見られた。

今回の局面では、97年の増税時よりも30代から40代で影響が大きくなった。相対的に「儉約思考」が強まっている年代と言える。「定期収入」の議論と同様に、これらの年代の消費性向が回復するかどうかは重要だが、この年代の特徴を見つけることは容易ではない。

例えば、収入や蓄えが相対的に少ない若年層は価格変化に対して敏感な面があり、一時的な消費の変動が生じやすいかもしれない。

一方、将来のキャッシュフローにある程度目処がついている高齢者層も、今後の生活を考えれば価格に変化に敏感にならざるを得ない面もある。実際、高齢者層は「駆け込み」よりも「反動減」の方が大きく出ている。

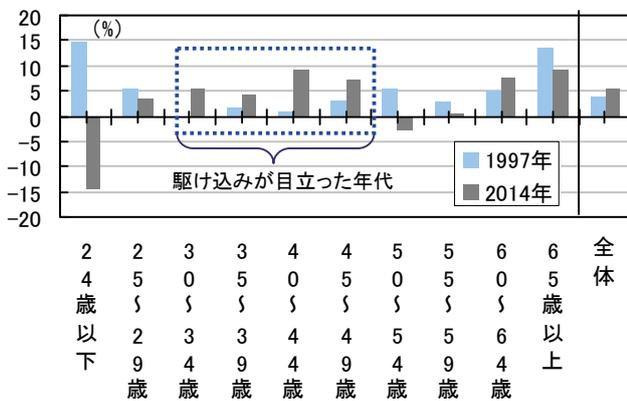
それに加え、金融資産が多い高齢層には、今年に入って株価の上昇ペースが鈍っていることも影響したのかもしれない。

しかし、これらの層の中間に位置する30代から40代については、この年代に特有の消費行動を挙げるのが難しい。

あえて挙げるとすれば、90年代以降長く続いた「デフレ環境」が、幅広い消費者の「感覚」に染み付いている影響が挙げられるのではないか。この感覚が、ライフサイクルの問題だけでは説明できない幅広い年齢層に対しての「儉約思考」として現れている可能性があるだろう。

そしてこのような「感覚」を簡単に変えることは難しく、結局は着実な所得水準の改善が必要となる。年後半にかけ、個人消費が「想定内」の回復パスとならないリスクは小さくないだろう。

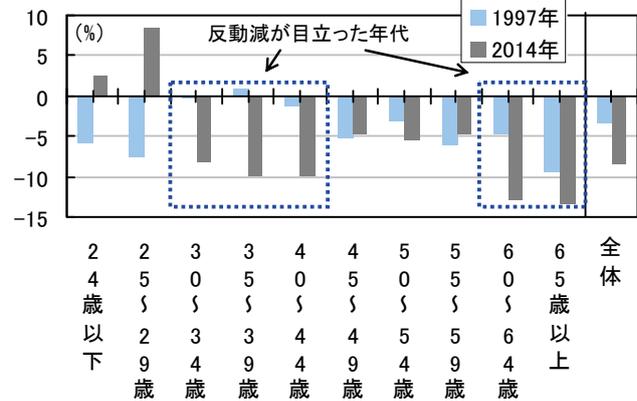
■図表 16: 「年齢別」の駆け込み需要



注: 駆け込み需要は10-12月期の支出に対する1-3月期の伸び率。

出所: 総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 17: 「年齢別」の反動減



注: 反動減は1-3月期平均の支出に対する4-5月平均の伸び率。

出所: 総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

ファンダメンタル・アナリシス (2)

長期化の公算大きい異次元緩和

～ 出口は隘路に。Fedの経験が参考になるも、日米の差異に留意

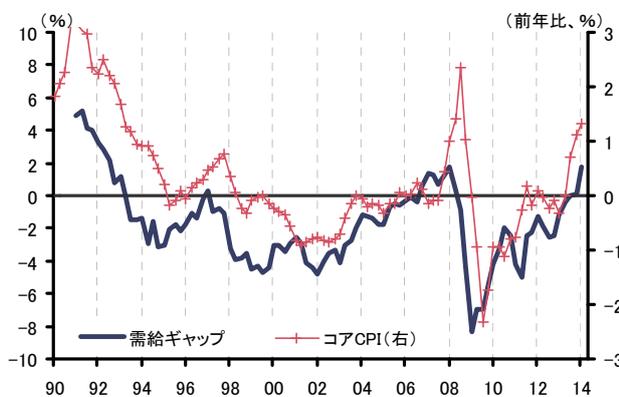
大和証券株式会社 シニアエコノミスト 野口 麻衣子

■ 誇張されている「所期の効果」

消費税率引き上げに伴う駆け込み需要の反動は、概ね想定内であるとの報道が相次ぐなか、日銀は、雇用や所得環境の明確な改善を伴いながら、基調的には支出・生産増が実現しており、国内景気は前向きな循環メカニズムが働いている、との判断に自信を深めているようだ。また、2%の物価安定目標の実現に向けた道筋を順調に辿っているとの見通しにも、揺らぎはない。

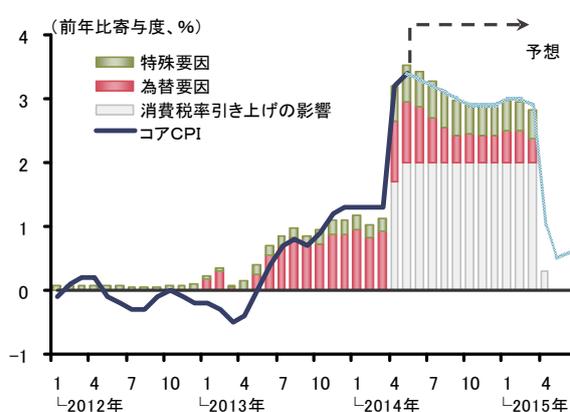
消費者物価の上昇率（生鮮食品を除く＜2014年4月以降は、消費税率引き上げの直接的な影響を調整したベース＞、以下コアCPI上昇率）が、1%台前半まで加速してきたことについて、日銀は、昨年4月に導入した量的・質的緩和と政策の「所期の効果」の表れと主張している。すなわち、2%のインフレ率をできるだけ早期に実現するため、必要な措置を全て講じたこと、強く明確な「コミットメント」を提示することで、人々のインフレ予想を押し上げると同時に、大規模な資産買い入れの実施により長期金利を低水準に抑制し、実質金利をマイナス圏まで押し下げたことが、景気を刺激し、インフレ率にも影響を与えてきたという。確かに、異次元の金融緩和に着手した昨年来、実質金利が低下し、コアCPI上昇率の加速と、需給ギャップの大幅な改善が、ほぼ同時に実現したことが確認できる（図表1）。

図表1 需給ギャップとインフレ率



注：コアCPIは、消費税率引き上げの直接的な影響を調整したベース
出所：内閣府、総務省、日本銀行より、大和証券作成

図表2 コアCPI上昇率と主な変動要因



注：為替要因は、食料およびエネルギー、パソコン、ハンドバッグ、パック旅行の合計。特殊要因は、高校授業料、高速道路料金、傷害保険料、自動車保険料の合計。
出所：総務省より、大和証券作成

ただ、コアCPI上昇率の加速は、必ずしも金融政策の効果とはいえない。最近の推移を分解してみると、大半が円安を反映した動きであることがわかる（図表2）。円安は、日銀の大胆な緩和の影響を受けた面もあるが、欧米経済を巡る不透明感が和らいだことに後押しされた面も大きい。今年4月は、消費税率の引き上げ分が、総じて順調に販売価格に転嫁されたようにも見えるが、実際には、高校授業料の無償化措置に所得制限が導入されたことや、ETC利用による高速道路料金の割引制度の変更などが、無視できない押し上げ要因となっており、この分を差し引いた実質的な伸びは、既に鈍化し始めている。強力な金融緩和は現在進行形だが、円安の進行は一巡しており、コアCPI上昇率は秋頃にも1%を割り込む可能性が大きい。また、需給ギャップの改善については、円安・株高を背景にしたマインド改善の効果もあるが、アベノミクスの第2の矢として投入された大規模な財政出動や、消費税率引き上げ前の駆け込み需要などの影響も少なくない。

穿った見方をすれば、日銀は、敢えて詳細な説明を避けつつ、「万事、順調」と繰り返しているように見える。長引くデフレ期に定着した「物価は上がらない」という人々の予想を、大きく転換することに、力点を置いているためだ。

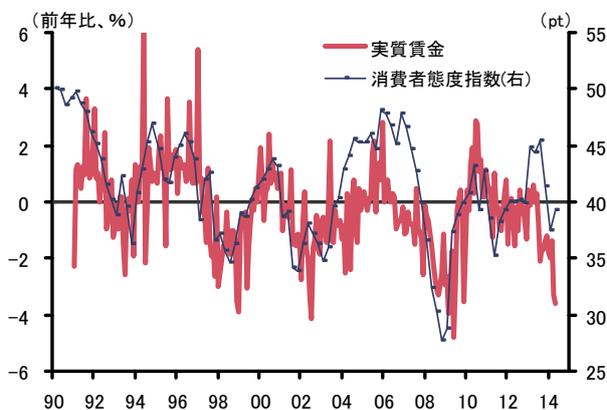
■ 意識を変えるには至らず

しかしながら、人々の意識を変えるのは容易ではない。まず、家計に関しては、所得環境が、持続的な価格上昇を受け入れられる状態にまで改善したとは、依然として言い難い。政府は、消費税率の引き上げが景気の腰を折らないためには家計所得の増加が不可欠との考えから、復興法人特別税の前倒し廃止で企業の税負担を減らすことと引き換えに、今春の賃上げ実施を強く要請した。その結果、業績好調な大企業を中心に、久方ぶりのベア実現が相次いだが、インフレ率を差し引いた実質賃金の伸びは、大幅に下落している。今後、実質所得の目減りを実感するに連れて消費者マインドが悪化し、低価格志向を強める可能性は十分にある（図表3）。実質賃金の落ち込みは、近年進んだ消費の二極化——所得が伸び悩むなかで、こだわりの分野に十分支出するため、それ以外のものへの出費を可能な限り抑制する行動——に拍車をかけるおそれもある。ごく一部の商品・サービスで、活況を背景に物価が上昇したとしても、そうした動きが広がりを持つには至らず、持続性も乏しそうだ。また、消費税率10%への再引き上げが実施されても、財政健全化がなお道半ばであることを踏まえれば、将来のさらなる負担増を見越して、楽観的になれない家計も少なくないだろう。注目が集まる来春の賃上げ交渉においては、内需拡大に不確実性が大きいなか、今春に比べて慎重に判断する企業も多いと思われる。新成長戦略（「日本再興戦略」改訂2014）による成長押し上げ効果を期待する向きもあるが、中長期的な政策で、目先の経済情勢に影響を与える内容ではない。目玉の一つとされている法人税改革についても、「2020年度の基礎的財政収支黒字化目標との整合性を確保するよう、課税ベースの拡大等による恒久財源の確保をする」と、

税取中立な形で進める方針が明記されたことなどから、景気への影響も基本的に中立であろう。家計が、所得改善期待の高まりを背景に、前向きな支出行動を継続することができるのか、予断を許さない。

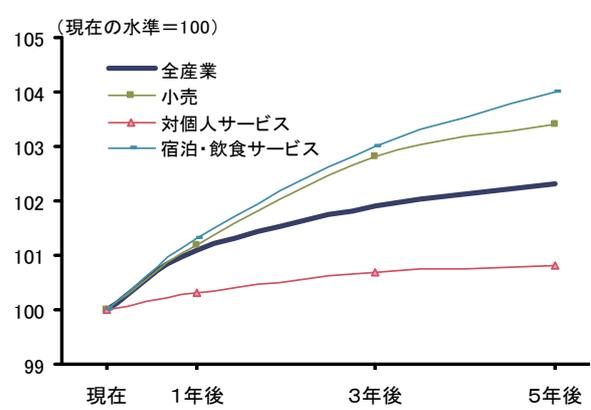
こうした状況を、企業の側も十分認識しているようだ。日銀短観で、今年度から新たに集計が開始された「企業の物価見通し」に関する調査によれば、自社の主要製商品・サービスの販売価格の水準が、現時点との比較でどの程度変化するのかについて、1年先は1%程度上昇との見方が平均的となったが、3～5年先でも2%前後の上昇にとどまっており、前年比で見た上昇ペースは次第に鈍化する見通しが示された（図表4）。なかでも、高齢化に伴う労働人口の減少が見込まれるなか、今後、人手不足感が深刻化する可能性が高いとみられている一部のサービス業でさえ、3～5年先の販売価格の水準が3～4%程度と、引き上げ幅を限定的にみていることは注目に値する。既に、飲食サービスや医療・介護、運輸・建設など幾つかの業種で、必要な人材確保が難しくなりつつあることなどを受けて、日銀は、企業の賃上げが次第に広がっていく、との考えを示している。だが、このような見方が実現し、持続的な物価上昇につながる公算は、必ずしも高くないことが示唆されている。販売価格の引き上げは容易ではなく、人手不足状態でも賃金を引き上げるだけの余力がない企業も多いためと思われる。労働力人口の減少は、目先、値上げ圧力となるより、むしろ成長制約になる可能性の方が高そうだ。

図表3 実質賃金と消費者マインド



出所:厚生労働省、内閣府より、大和証券作成

図表4 企業の物価見通し（2014年6月時点）



出所:日本銀行より、大和証券作成

■ 量的・質的緩和政策は、長期化の公算

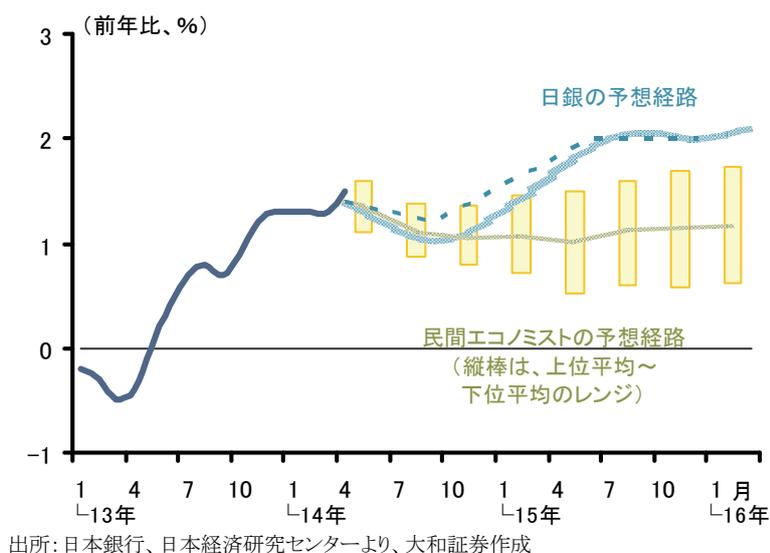
こうした状況を踏まえると、日銀の想定通り、「2015年度を中心とした時期に」2%のインフレ率に達することは、依然困難と思われる。ただ、日銀は、追加緩和策の投入を極力回避したいと考えている模様だ。

このことは、黒田総裁が6月下旬に行った講演から読み取れる。コアCPI上昇率の今後の展開について、「夏場に向けては、プラス幅が1%近傍まで縮小する」との予想を披露し、弱めの動きとなることに予防線を張った。2014年入り後、日銀のインフレ率の見通しの公式見解は「暫くの間、1%台前半で

推移する」というものだったことに照らすと、インフレ率見通しに関して、やや目線が下げた感がある(図表5)。一方、黒田総裁は、2%の物価安定目標の実現に対して、変わらず強い自信を示した。つまり、目先のインフレ率が多少弱含んだとしても、それに関して政策対応する意図がないことを、うかがわせる発言といえる。

通常、インフレ目標を掲げて政策運営をしている中央銀行は、インフレ予想の繋ぎとめ(アンカリング)を重視する。この点、日本では、今後も、消費税率の再引き上げや、エネルギー価格の上昇、原発再稼働の遅れなどを背景にした光熱費の上昇など、人々が実際に体感するインフレ率は、相当期間にわたり、高めに維持される見通しである。こうした国内の特殊事情が、家計や企業の物価感を押し上げる可能性にも期待をしつつ、日銀は足もとのインフレ率が多少下振れても、「いずれ加速する」と言い続けることで、政策対応を先送りしそうだ。

図表5 今後のCPI上昇率の想定経路



なお、物価安定目標を達成できなくても、日銀が、2%の目標値を引き下げる可能性は低いだろう。これまで、①CPIの計測誤差(実態より高めにインフレ率が計測される傾向がある)、②金融政策対応余地の確保(一定のインフレ率を背景に、高めの名目金利水準を維持することが、景気悪化時の政策対応力につながる)、③グローバルスタンダードなどの観点から、2%インフレを目指すことが重要、と繰り返し説明しているため。量的・質的金融緩和と政策の弊害が顕在化すれば別だが、現時点で、その兆しはみられない。黒田総裁が、成長力強化の重要性を強調する一方、仮に潜在成長率が上昇しなくても物価安定目標の達成に支障はない、と発言していることから、政府の成長戦略の甘さに責任を転嫁して目標を修正することもないだろう。

■ 出口は隘路に。F e dの経験が参考になるも、日米の差異に留意

国際決済銀行（B I S）は、最近公表した年報で、異例の金融緩和が長引くほど、あるいは、中央銀行のバランスシートの規模が膨張するほど、政策の方向を転換する際に、財政や市場に与える負のインパクトが大きくなるリスクが高まり、それらに配慮して二の足を踏むことで、中央銀行の行動が後手に回りやすくなる、と警告した。黒田総裁が、ここにきて、市場にくすぶる年内追加緩和観測を修正するような発言をしたのも、現行政策からの出口を模索する際に直面することになる負担を、気にかけていることの表れかもしれない。日銀は、物価安定目標実現に向けた道筋の途上で市場に無用の波乱を生み、政策効果が低下することをおそれて、これまで出口を巡る議論を完全に封印している。ただ、目標の実現を強く信じていればこそ、内部では活発な議論が行われているはずである。

将来の出口において、日銀がかつて採用していた量的緩和政策を解除した際の経験は、ほとんど参考にならない。2001年から2006年の量的緩和政策採用時は、短期のオペレーション資産を中心にバランスシートを膨張させていたため、期日が到来したオペレーションを繰り延べないだけで、短期間で無理なくマネー供給量を圧縮し、金利政策に復帰することができた。これに対し、現在の量的・質的緩和政策では、長期資産の買い入れ額が膨れ上がっているため、買い入れを減額・停止した後、積極的に大量の流動性を吸収する措置を講じなければ、金利を適正にコントロールすることはできない。

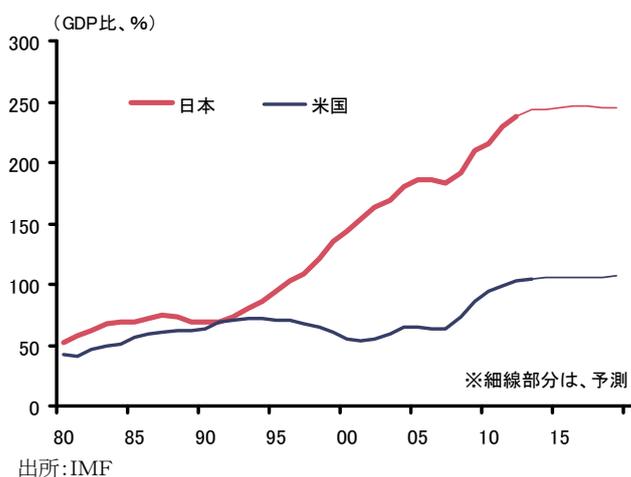
その点で、日銀は、F e dの対応を注意深く観察しているものと思われる。F e dは、カレンダーベースの期限を定めず、労働市場の改善度合いを睨みながら資産買い入れを実施した後、昨年末以降は、淡々と買い入れペースの減額を進めている。減額に着手する直前には、高官発言に対して市場が過剰反応する局面もあり、長期金利は出口を意識する前の水準から100～150bps程度上昇した。それでも、その後は大きな波乱もなく、着実に出口への歩みを進めている、と現時点では評価できる。ただ、日本が同様の展開を辿れるのか、疑問の余地が大きい。

まず、日米では、金利水準が大きく異なる。米国の長期金利は、F e dの累次の金融緩和を受けて低下したが、1%台半ば程度で下げ止まった。一方、日本の長期金利は一段と低く、執筆時点で0.5%台まで低下している。量的・質的緩和政策の導入以降の、経済・物価情勢の変化を、全く反映しておらず、物価安定目標2%の実現を全く織り込んでいない、低い水準だ。日本の長期金利は、日銀の異例の金融緩和によりイールドカーブが歪められているため、この歪みが、日銀のわずかな姿勢の転換をきっかけに修正され、金利がオーバーシュートする可能性は無視できない。

また、財政面でも日米の差は大きい（図表6）。金利の急上昇が、財政の加速度的な悪化につながるリスクは、日本の方が圧倒的に高いといえる。米国では、一時的に政府機関の閉鎖にまで陥りながらも、歳出抑制を断行してきている。一方、日本では、基礎的財政収支を2020年度までに黒字化する方針を明示しているが、達成する可能性は極めて低い。消費税率の引き上げに取り組む一方で、景気浮揚のために多額の財政出動を繰り出す傾向があり、財政健全化に向けた道のりは遠い。日米の格差は今後も拡大しそうだ。

混乱のリスクを少しでも軽減するためには、低金利政策の当面の維持を約束しつつ、買い入れ資産残高が拡大し続けている現状に、早めにブレーキをかけることが必要だ。本来、金融政策は、効果が出るまでにラグがあり、先手を打って行動することが理想とされることを考慮すれば、2%のインフレ率が実現する前に日銀の姿勢が変化の方が望ましい。ただ、現実には、早めに対応することは難しいだろう。この理由として、日銀が、デフレ克服の成功体験を持っていないことが挙げられる。前回の量的緩和政策を終えた後も、再びデフレ症状に戻ってしまった。実際にインフレ率が2%に達するまで、政策運営に対する信認を得ることは容易でなく、フォワードルッキングな政策運営対応を目指しても、外部の強い抵抗と向き合うことになりそうだ。

図表6 政府債務残高（グロス）



トータルレバレッジというマクロ分析でみる日本国債市場

ソシエテ・ジェネラル証券会社 調査部 チーフエコノミスト 会田卓司

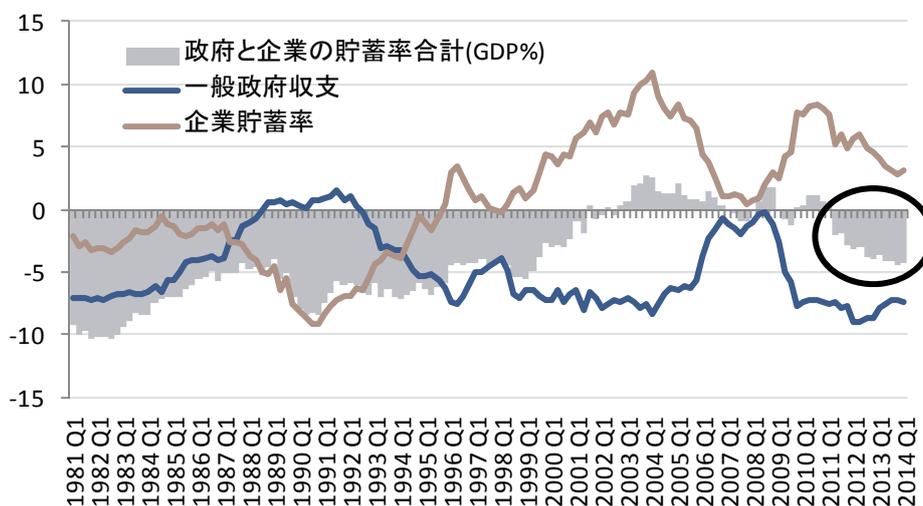
ネットの資金需要が復活し貨幣経済が拡大し始めている

貯蓄率の動きが重要なのは家計だけではなく、政府の貯蓄率は財政収支であり、企業にも貯蓄率は存在する。(家計、政府、企業の貯蓄の合計から、国際経常収支黒字を引けば、必ずゼロとなる。) 企業活動の強さを表す指標として企業の貯蓄率に特に注目している。企業活動の弱さが、内需低迷やデフレの長期化の原因になっていると考えるからだ。企業は資金調達をして事業を行う主体であるので、マクロ経済での貯蓄率は必ずマイナスであるはずだ。しかし、日本の場合、1990年代から企業貯蓄率は恒常的なプラスの異常な状態となっている。日本の内需低迷・デフレは、この恒常的なプラスとなっている企業貯蓄率(デレバレッジ)に対して、マイナス(赤字)である財政バランスが相殺していた程度(成長を強く追及せず、安定だけを目指す政策)であり、企業貯蓄率と財政バランスの和(トータルレバレッジ)がゼロと、国内の資金需要・総需要を生み出す力が喪失していたことが原因である。これは国内にネットの資金需要がないことを意味し、財政ファイナンスが容易で国債市場が安定を続けるには好都合であるが、貨幣経済(マネー、クレジット、名目GDP、株式時価総額、不動産価格など)が拡大することが困難であることを示す。貨幣経済を拡大、期待インフレ率を上昇させるためには、誰かが資金を借り入れてバランスシートを拡張し、トータルレバレッジがマイナスである(ネットの資金需要が拡大している)必要がある。

ここ十数年間は、企業貯蓄率と財政バランスの和(トータルレバレッジ)がゼロで、国内にネットの資金需要が存在しない状態で、貨幣経済が拡大できず、内需低迷・デフレからの脱却は困難であったと考えられる。トータルレバレッジがプラスになるとデフレスパイラルに陥るリスクがあるため、財政拡大などでゼロまで戻してきた。しかし、それ以上に政策拡大を続けトータルレバレッジをマイナスにもっていき、貨幣経済を無理矢理にでも拡大し、内需低迷・デフレ脱却を試みることはなかった。能動的な政策によるリフレが、日本の財政・円の信認低下につながることを恐れ、政策運営が安全運転に徹しすぎたことが、内需低迷・デフレ脱却を困難にしていたと考えられる。現在、金融機関の体力の回復や金融・財政政策(中小企業への信用保証など)の効果もあり、金融機関の貸出態度が中小企業でも緩いと感じ始められている。企業は資金調達が容易であると認識し、流動性対策のための予備的貯蓄(需要破壊の力)が剥げ落ち始め、企業貯蓄率はピークアウトし、内需回復・デフレ緩和の動きが始まっている。更

に、震災復興とアベノミクスによる機動的財政政策により、財政が中立的な水準より大きく拡大している。結果として、トータルレバレッジがここ十数年間で初めて持続的に拡大し（マイナス方向）、ネットの資金需要が生まれ、貨幣経済が拡大を始めている。この十数年間にはなかった好循環が動き始めている。トータルレバレッジが存在しなかった（貨幣経済が拡大できなかった）ここ十数年間と、トータルレバレッジが拡大している（貨幣経済が拡大している）現在とでは大きな違いがあり、今回はデフレを脱却できる可能性は高いと考える。

図) トータルレバレッジ



出所: 日銀、内閣府、SG

内需拡大に向けたメカニズムが動き始めている

景気・マーケットが持続的に好転をしていくための国内の必要条件は、総賃金が拡大し、内需回復・デフレ緩和の実感が生まれることである。総賃金が拡大するためには、企業の予備的貯蓄（いざという時のための流動性の備え）がより前向きな活動に取り崩され、企業活動が活性化していかなければならない。そのためには、中小企業を含め、企業の資金調達への不安感が払拭されなければならない。雇用の過半を占め、雇用拡大を牽引するサービス業の中心でもある中小企業が事業の拡大に動き出すことができれば、失業率も改善していくことが確認できる。よって、内需関連の指標の中で圧倒的に重要なのは、日銀短観の中小企業貸出態度DIだと考える。（失業率に半年から1年きれいに先行する指標である。）総

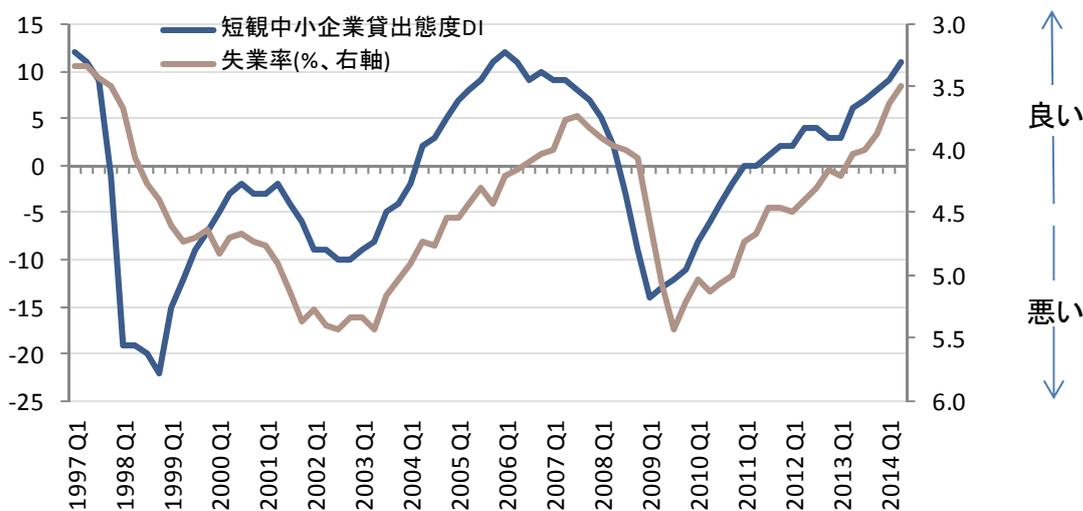
賃金の拡大への動きが順調であるかは、中小企業貸出態度 DI が持続的に改善して行くかにかかっている。総賃金の拡大への動きが起こった 2004 年以降はこの DI がプラス転化した後、持続的に改善して行った。今回も 2011 年末にプラスに転じ、内需回復の動きが明確になってきた。今後、失業率は自然失業率とみられる 3.5% を大きく下回り、総賃金の拡大がデフレを終焉させるほど強くなると考える。

日銀短観貸出態度 DI が改善する要因は主に三つあると考えられる。一つ目は、政策である。金融緩和が行われると、企業は金融機関が積極的に貸出に応じるのではないかと考え、DI が改善するアナウンスメント効果がある。財政政策で、中小企業の信用保証などが拡充されても、大きな改善の効果がある。二つ目は、金融機関の体力の回復である。不況期に積みあがった不良債権の処理や、自己資本の拡充が終わり、金融機関の体力が回復すると、客観的な融資基準が改善するとともに、企業も金融機関が積極的に貸出に応じることができるようになったのではないかと考え、DI が改善する。株価の上昇と景気回復による不良債権発生率の低下は、金融機関の積極的な動き強くするだろう。三つ目は、企業の業績の回復である。金融機関の客観的な融資基準に変化がなくても、企業の業績が回復し、自らの経営状態と景況感が改善すると、金融機関からの借入が容易に感じられ、DI が改善する。企業の業績が改善すれば、その企業に金融機関の貸出態度は緩くなるのは当然だ。この DI は、貸出に関するものだけのように思われるが、循環的な景気回復による企業の状態の回復にも影響を受けていると考えられ、内需関連の究極的な指標であると言える。企業業績が改善すると、企業の貸出態度に対する感じ方が緩和的になり、企業が前向きに事業拡大し、それが内需回復を強くし、更に企業業績が改善するという好循環が強くなることを意味する。

総賃金が拡大するとともに内需回復・デフレ緩和の動きをもう一段強くするためには、内需を見る総合指標である日銀短観中小企業貸出態度 DI を更に改善させ続けなければならないと考えられるが、今回はその条件は整っていると言える。この議論に対する最も多い反論は、そもそも資金需要がないのに金融機関の貸出態度が緩和しても、景気やマーケットへの影響は限られるのではないかというものだろう。確かに、企業のデレバレッジを示し内需低迷やデフレの原因となっている企業貯蓄率がプラスという状況は、企業の資金需要がほとんどないことを意味する。しかし、内需回復やデフレ緩和の循環的な動きが生まれるためには、企業の予備的貯蓄（いざという時のための流動性の備え）がより前向きな活動に取り崩され、企業貯蓄率が低下し、企業活動が活性化していかなければならない。そのために必要なのが、金融機関や資本市場からいつでも資金調達ができるという安心感であると考えられる。よって、その安心感が出てきたことは、厳しいといわれる中小企業（大企業に対して遅行するアンカー）でさえも貸出態度が緩いという実感が出てきた（中小企業貸出態度 DI がプラスになった）ことで確認される。実際に、企業貯蓄率は中小企業貸出態度 DI がプラスになったところでピークアウトし、需要破壊の力である予備

的貯蓄動機が衰え始める傾向がある。更に、リスクテイク力が著しく衰えた日本経済の最後のリスクテイクカーは、やはり中小企業のオーナー達であると考えられる。雇用拡大を牽引するサービス業の中心は中小企業であり、高額消費や不動産投資のメインプレーヤーも中小企業のオーナー達であろう。中小企業貸出態度 DI がプラスになったところで消費や住宅投資が回復するのも、中小企業のオーナー達の動きが活発になるからだと考えられる。その動きを支えるのが、いざという時には金融機関や資本市場からいつでも資金調達できるという安心感である。実際に、DI がプラスになった 2011 年後半以降に、高額消費と不動産投資は回復の動きを見せている。景気・マーケットの分析において、資金需要がないからといって金融機関の貸出態度を軽視してはいけないと考える。日銀短観の中小企業貸出態度 DI の持続的な改善により、内需が一時的ではなくトレンドとしてしっかり回復していることが確認できる。

図) 短観中小企業貸出態度 DI と失業率



出所:日銀、総務省、SG

大規模な量的・質的金融緩和の日本の国債 10 年金利の抑制効果はどれほどか？

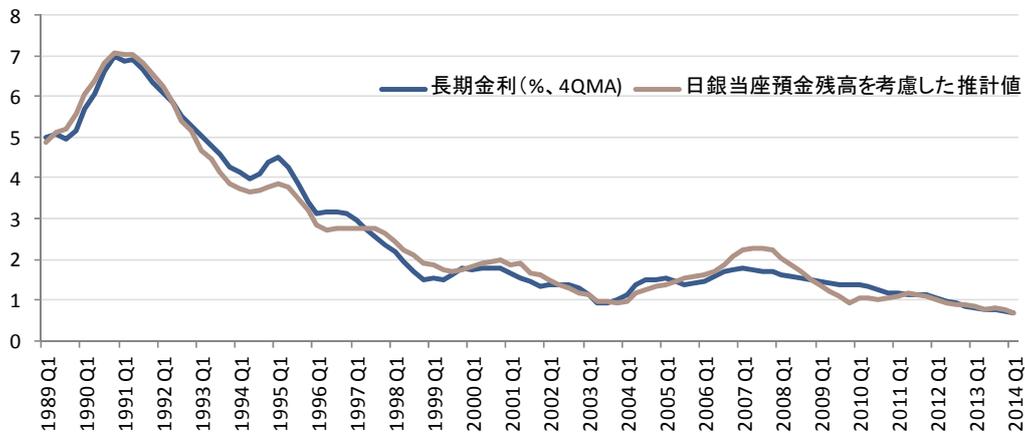
日本経済のマクロ分析にとって、貨幣経済の拡張を左右するトータルレバレッジ（企業貯蓄率と財政収支の和、GDP 対比）と内需の拡張を左右する日銀短観中小企業金融機関貸出態度 DI が重要であることを解説した。それに加えて、イールドカーブのアンカーである日銀政策金利、日銀の資金供給（マネタイズ）の力を示す日銀当座預金残高の変化（GDP 対比）、そしてグローバルな金利水準を示す米国債

10年金利を使えば、日本の国債10年金利がうまく推計できる（1988年からの四半期データ、4四半期移動平均）。

長期金利 = 0.016 + 0.019 中小企業貸出態度 DI + 0.73 政策金利 - 0.067 (トータルレバレッジ + 日銀当座預金残高変化) + 0.99 LN (米国長期金利)、R2= 0.98

政策金利は0%程度で長期間にわたって不変であるとみられるため、今後の日本の長期金利の変化は、その他の要素の変化によって引き起こされると考えられる。数年前まで米国長期金利は推計にとってそれほど重要ではなかったが、現在は重要な要素となっている。2013年4月の日銀の大規模な量的・質的緩和以前でも、景気が回復しているにもかかわらず日本の長期金利が1%を下回っていたことが、米国長期金利が史上最低に低下したグローバルな金利低下圧力を使わないと説明できないからだ。貸出態度 DI が上昇しているということは、金融機関が国債投資よりも貸出を重要視し始めていること、そしてこの貸出態度の緩和が内需を強く刺激していることを意味している。企業貯蓄率と財政収支の和であるトータルレバレッジは国全体のネットの資金需要であるので、資金需要が強ければ（マイナス）、長期金利は上昇することになる。財政赤字が拡大しても、企業貯蓄率がデレバレッジによって上昇していた場合、トータルレバレッジは変化しないので、長期金利が大きく上昇することはない。財政赤字だけでは、日本の長期金利が説明できず、国全体のネットの資金需要まで視野を広くしなければ本当の意味で財政安定の議論もできないことを意味する。トータルレバレッジが拡大しても、日銀が金融緩和によりそれを間接的にマネタイズしてしまえば、国債需給はあまり変化せず、長期金利は大きく上昇しない。トータルレバレッジに日銀当座預金残高の変化を足すことにより、広義の債券需給を表している。貸出態度 DI が +10 程度、政策金利が 0%、トータルレバレッジが GDP 対比 - 5% 程度、そして米国長期金利が 2.5% 程度、そして GDP 対比 + 15% の資金供給がある日銀の現行の金融緩和という状況を考慮すると、日本の長期金利の推計値は 0.6% 程度となり、現在の水準はほぼフェアバリューであることを示す。

図) 日本の国債 10 年金利と推計値



出所: ブルームバーグ、SG

2013年4月の大規模な量的・質的金融緩和前まで、日銀は長期金利がファンダメンタルズによって決まるものであるというスタンスを維持していた。政策金利によって間接的に影響を与えることはできるが、長期国債買い入れオペなどで持続的に影響を与えることは困難であるという考え方であった。確かに、モデルで日銀当座預金残高の変化を説明変数から落としても、トレンドはうまく説明することができる。

長期金利 = $-0.32 + 0.019 \text{ 中小企業貸出態度DI} + 0.71 \text{ 政策金利} - 0.075 \text{ トータルレバレッジ} + 1.18 \text{ LN (米国長期金利)}$ 、 $R^2 = 0.98$

この形による推計値が、大規模な量的・質的金融緩和による低下効果を入れない、ファンダメンタルズによる長期金利のフェアバリューであると考えられる。現在の推計値は1.4%程度となっている。しかし、実際の水準は圧倒的に低く、大規模な量的・質的金融緩和後はこの形では不十分であり、日銀の資金供給が長期金利を低下させる効果が確認されると考える。大規模な量的・質的金融緩和による低下効果として日銀当座預金残高の変化を説明変数として入れたモデルの推計値は0.6%程度であった。よって、二つの推計値の差である80bp程度が大規模な量的・質的金融緩和による長期金利の低下効果として観察されたことになる。大規模な量的・質的金融緩和によって長期インフレ期待を押し上げながら長期名目金利を低下させ、長期実質金利が著しく低下したことが、リスク資産価格の押し上げ、円安、そして企業活動の回復としての景気浮揚効果を発揮してきていると考えられる。かなり先であると考えられるが、日銀が大規模な量的・質的金融緩和のテーパリングを開始し、それが完了すれば、この80bp程度の低下効果は剥げ落ち、長期金利は上昇することになる。

米国政府系住宅金融（ファニー・メイ、フレディー・マック）の行方

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. 米国住宅金融の歴史

米国住宅金融の歴史は古く、その起源はアメリカ大恐慌後のニューディール政策に遡る。1938年、連邦政府は大恐慌後の住宅金融市場でのこ入れのため、最初に連邦抵当金庫（Federal National Mortgage Association 通称ファニー・メイ）を設立した。大恐慌後の経済対策として、当時の連邦政府は、政府保証債の発行で得た資金をもとに公的保険のついたファニー・メイが発行する住宅ローン担保証券（Mortgage Backed Securities）を購入した。ファニー・メイは、MBSを発行した資金で、銀行のバランスシート上の不動産貸付債権（住宅ローン）を買取った。このスキームは、現在の日本の住宅金融とまったく同じである。日本の場合、住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が銀行等の住宅ローンの買取業務を行っている。ファニー・メイのバランスシートは資産が住宅ローン、負債はMBSとなる。ALM（Asset Liability Management）の観点から住宅ローンの返済スキームとMBSのキャッシュ・フローが近いことが望ましい。したがって、MBSのキャッシュ・フローは、通常の債券のそれとは著しく異なり、住宅ローンのキャッシュ・フローとほぼ同じようになっている。MBSのキャッシュ・フローのポイントは、基本的に毎月わずかではあるが、償還が行われることである。しかも、住宅ローンには、返済途中で全額返済が認められているため、発行当初には、償還額が確定しない。債券の保有者からみるとこのリスク（プリペイメントリスク）は無視できない。住宅ローンの借り手は、返済にあたり毎月の返済額が示されるが、毎月の返済額は金利の支払いと償還をある割合で行っている（MBSのキャッシュ・フロー参照）。

設立当初、政府系金融機関であったファニー・メイではあるが、1968年に、低所得者層の住宅取得を促進するため、民営化が行われ、NY市場に株式が上場された。さらに、1977年、当時のジミー・カーター政権は「地域再投資法」を成立させ、ファニー・メイの業務拡大を支援した。

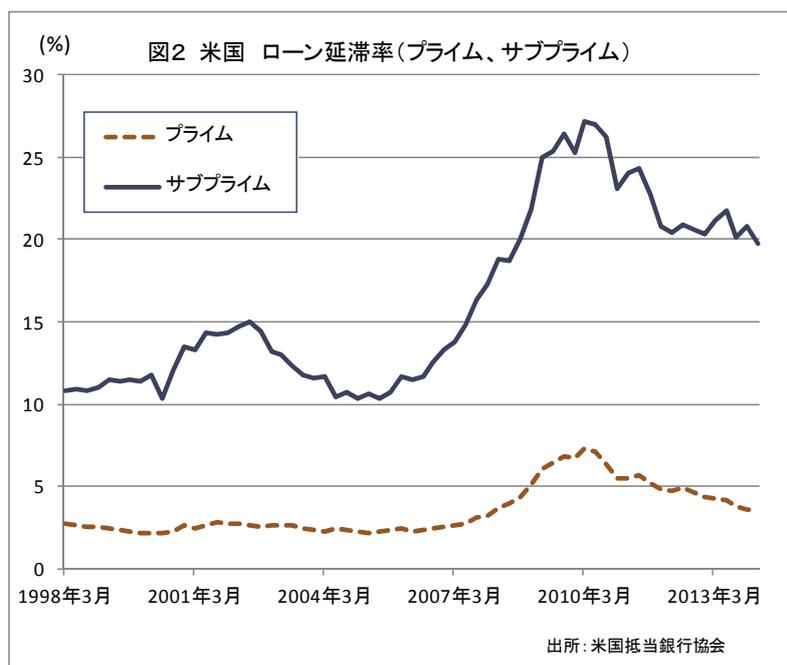
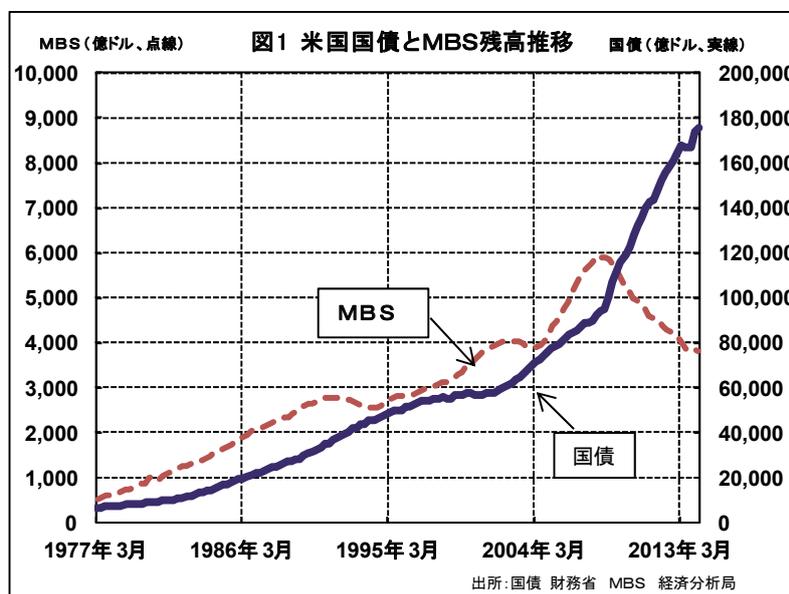
ファニー・メイ設立の32年後の1970年に連邦住宅金融抵当公庫（Federal Home Loan Mortgage Corporation 通称フレディー・マック）が設立された。目的はファニー・メイと同じで低所得者層の住宅取得を援助することにあつた。フレディー・マックは1988年にNY市場に上場を果たしている。

米国には、住宅取得のための政府系金融機関は3社あるが、もうひとつは連邦政府抵当公庫（Government National Mortgage Association 通称ジニー・メイ）である。ジニー・メイはファニー・メイから1968年に分離独立し、政府全額出資企業として設立され、現在でも民営化されず、政府系金融機関として存在する。ジニー・メイは銀行から住宅ローンの購入は行わず、連邦住宅協会保険や退役軍人協会の保証がついた証券について支払保証を行うことが主な業務となっており、ファニー・メイやフレディー・マックとは一線を画している。

大恐慌後すぐに、上記の政府系住宅金融が大きな発展をとげることはなかったが、1970年代から飛躍的な発展をとげ、その後も順調にMBS残高を増やしていった。

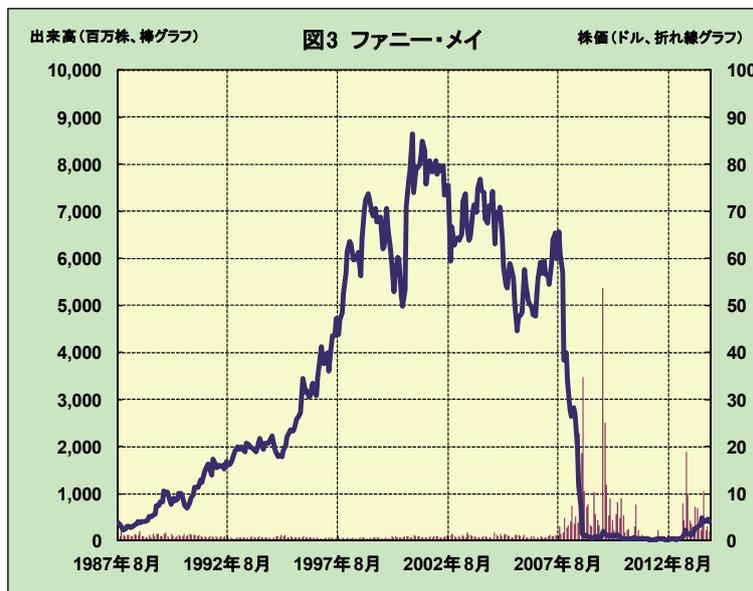
2. リーマン・ショック後のファニー・メイ、フレディー・マック

図1には、米国の国債およびMBS残高推移を示す。これを見ると、2007年までは、国債、MBSともに同じように増加しているのがわかる。2007年には、いわゆるリーマン・ショックが起り、特にMBSを多く取り扱っていたリーマンブラザーズが破綻するという憂き目にあった。さらに、ファニー・メイが1998年から2004年に渡ってデリバティブ評価額の不正操作（約60億ドルの利益水増し）により旧経営陣が不当に高額賞与を受け取っていたことで提訴されてから、経営がおかしくなってきた。ファニー・メイ、フレディー・マック両金融機関は、主に低所得層に貸していた（サブ・プライムローン）ことで、サブ・プライムローンの延滞率が上昇し、両金融機関の大幅な赤字に陥った（図2、表1、表2参照）。



結局、ファニー・メイ、フレディー・マック両金融機関は、債務超過となり、株価が急落した（図3、図4参照）。

通常の企業なら、倒産、再生法の適用で、数年後に再上場といった道筋になるのだが、ファニー・メイ、フレディー・マック両金融機関の場合は、低所得者向けの住宅ローン提供という業務があり、業務を中止することができないため、米国政府が両金融機関の救出に乗り出した。結局、米国政府は、①MBS保有者救済のため、大量に両者が発行しているMBS取得し、②大量の優先株を取得（利回り10%を規定させる）、③新株取得権（ワラント）取得、④普通株は無配（株主責任）、の4項目を実施した。政府が優先株の利回りに10%のような高利回りを課したのは、税金で優先株を取得（公的資金注入）するため、なるべく早く公的資金を回収するためである。また、大量のワラントは、2008年9月8日に普通株に転換した結果、両金融機関の筆頭株主は米国政府となった（保有率は両社ともに79.9%）。つまり、両金融機関は国有化されたのである。



しかし、ファニー・メイ、フレディー・マックの両金融機関は、市場退出させられてはいない。

金融危機（リーマンショック）に両金融機関がどこまで関与したかの結論はまだ出ていない。

2013年には、住宅金融改革の法案が提出されている。その内容は、「ファニー・メイ、フレディー・マック両金融機関を廃止した後に、MBSに対する連邦政府保証を付与する組織として連邦住宅金融保険公社(FMFC)を設立する」といったものである。この法案が成立した後は、ファニー・メイ、フレディー・マックは消滅し、両社の既存株主は株主責任を取らされることになっていた。2013年8月、オバマ大統領は、「ファニー・メイ、フレディー・マックの両金融機関を廃止する」と述べた。

表1 ファニー・メイの財務諸表

	受取利息 (百万ドル)	営業利益 (百万ドル)	発行済株数 (百万株)	普通株配当 (百万ドル)	配当/1株 (ドル)	優先株 (百万ドル)	優先株配当 (百万ドル)	自己資本 (百万ドル)
1990年	12,069	1,647	953	515				
1991年	12,593	1,842	1,092	852				
1992年	13,534	2,382	1,093	1,131				
1993年	14,833	3,005	1,090	1,504	0.46			8,052
1994年	17,347	3,146	1,091	1,964	0.60			9,541
1995年	21,071	2,995	1,092	2,228	0.68			10,959
1996年	23,772	3,905	1,061	9,676	0.76	1,000	42	12,773
1997年	26,378	4,337	1,037	10,452	0.84	1,000	65	13,793
1998年	29,995	4,945	1,025	11,813	0.96	1,150	67	15,452
1999年	35,495	5,439	1,020	13,214	1.08	1,300	78	17,629
2000年	42,781	5,982	999	13,423	1.12	2,278	121	20,838
2001年	49,169	7,766	997	14,357	1.20	2,302	138	18,118
2002年	50,852	6,048	989	15,666	1.32	2,678	111	16,288
2003年	49,064	10,286	970	19,563	1.68	4,108	150	32,273
2004年	47,818	5,991	969	24,189	2.08	9,108	165	38,978
2005年	44,844	7,569	971	12,112	1.04	9,108	486	39,423
2006年	43,627	4,223	972	13,765	1.18	9,108	511	29,863
2007年	44,766	-5,147	974	22,209	1.90	16,913	513	24,674
2008年	43,123	-44,570	1,085	9,769	0.75	22,222	1,069	-15,157
2009年	39,355	-73,007	5,717	0	0.00	81,248	2,474	-15,281
2010年	154,270	-13,532	5,722	0	0.00	108,804	7,704	-2,517
2011年	142,943	-16,713	5,761	0	0.00	131,708	9,614	-4,517
2012年	129,190	17,220	5,762	0	0.00	136,279	11,603	7,224
2013年	117,549	38,567	5,762	0	0.00	136,279	85,419	9,591

(出所: Bloomberg)

表2 フレディー・マックの財務諸表

	受取利息 (百万ドル)	営業利益 (百万ドル)	発行済株数 (百万株)	普通株配当 (百万ドル)	配当/1株 (ドル)	優先株 (百万ドル)	優先株配当 (百万ドル)	自己資本 (百万ドル)
1991年	3,427	800		120	0.17			
1992年	3,525	901		137	0.19			
1993年	4,423	1,128	722.1	159	0.22	862	52	4,437
1994年	5,815	1,482	723.1	188	0.26	862	65	5,162
1995年	8,319	1,586	715.2	216	0.30	863	65	5,863
1996年	10,783	1,797	694.5	248	0.35	1,400	75	6,731
1997年	13,001	1,964	678.6	274	0.40	1,587	95	7,521
1998年	16,638	2,356	695.2	326	0.48	2,807	121	10,835
1999年	22,753	3,161	695.1	417	0.60	3,195	153	11,525
2000年	28,350	3,534	692.6	474	0.68	3,195	180	14,837
2001年	35,368	4,662	695.3	555	0.80	4,596	217	22,243
2002年	38,476	14,987	687.4	610	0.88	4,609	239	33,639
2003年	37,098	8,945	688.6	718	1.04	4,609	216	33,416
2004年	35,603	4,183	690.6	836	1.20	4,609	210	32,925
2005年	36,327	2,446	692.7	1,076	1.52	4,609	223	28,140
2006年	42,264	1,874	661.3	1,310	1.91	6,109	270	27,430
2007年	42,910	-6,330	646.3	1,152	1.75	14,109	398	26,900
2008年	41,477	-43,688	647.3	329	0.50	28,909	675	-30,637
2009年	40,346	11,765	3,232.4	0	0.00	65,809	4,105	4,372
2010年	109,956	4,691	3,233.2	0	0.00	78,309	5,749	-401
2011年	99,140	321	3,233.7	0	0.00	86,280	6,498	-146
2012年	84,718	129	3,233.9	0	0.00	86,445	13,056	8,827
2013年	72,702	-5,586	3,233.9	0	0.00	86,445	52,199	12,835

(出所: Bloomberg)

表3 ファニー・メイ、フレディー・マックの支払配当額 (億ドル)

	ファニー・メイ	フレディー・マック	計
公的資金注入額	1,161	713	1,874
配当額合計	1,211	818	2,029

ところが、表3にあるとおり、ファニー・メイ、フレディー・マックの両金融機関は、2010年度からの業績回復により、2014年6月までに公的資金注入額以上の配当額を支払っていた。

そのため、2014年5月中旬、住宅公社を監督する米連邦住宅金融庁（FHFA）のメル・ワット局長は、「住宅金融市場に十分な流動性を保証することが最優先だとして、ファニー・メイ、フレディー・マック両金融機関の事業を拡大する」方針を掲げた（2014/6/10日本経済新聞）。

このことは、今まで報道されていた情報とはかなりの違和感がある。ファニー・メイ、フレディー・マック両金融機関は、市場退出がほぼ決定しており、時期だけの問題であるとの認識が強かったためである。FMIC設立法案がまだ成立していないことも、この両金融機関業務拡大方針を掲げる一因になっているかもしれない。

米国政府は、国債の金利はもちろんMBSの金利を上昇させることだけは決してしないであろう。それゆえ、リーマンショック以後、真っ先に大規模な金融緩和を行ってきた。MBSおよび長期国債の買入額も非常に膨大なものだ。2013年なかばには、金融緩和から5年が経過し、国債の購入額を減らす行動（いわゆるテーパリング）を実施している。米国政府及び中央銀行であるFRBは、このテーパリングをうまく行って、金利が急上昇するようなことは決して起こさないつもりであろうが、上記に述べた住宅金融拡大を性急に推し進めれば、米国政府やFRBが思っているように進まない可能性も否定できない。

表4 ファニー・メイ大株主 2014年7月

	保有数	保有率
1 米国政府	4,603,480,635	79.90%
2 PURSHING SQUARE CAPITAL MGMT	115,569,796	2.01%
3 FAIRHOLME CAPITAL MGMT	19,162,900	0.33%
4 ICHAN ASSOCIATES CORP	6,828,000	0.12%
5 BLACKROCK	5,974,248	0.10%
6 SEAMANS CAPITAL MGMT LLC	2,227,400	0.04%
7 CREDIT SUISSE AG	1,473,666	0.03%
8 EATON VANCE MGMT	1,150,952	0.02%
9 JET CAPITAL INVESTERS LP	1,000,000	0.02%
10 KBC GROUP NV	671,180	0.01%

発行済み株式数 5,761,600,000

浮動株式数 1,157,900,000

(注)米国政府は2008年9月8日、ワラントを行使し、79.9%の株主となった。

(出所: Bloomberg)

表5 フレディー・マック大株主 2014年7月

	保有数	保有率
1 米国政府	2,583,964,439	79.90%
2 PURSHING SQUARE CAPITAL MGMT	63,575,565	1.97%
3 FAIRHOLME CAPITAL MGMT	17,180,600	0.53%
4 ICHAN ASSOCIATES CORP	5,742,000	0.18%
5 THIRD AVENUE MGMT LLC	3,725,000	0.12%
6 JET CAPITAL INVESTERS LP	1,050,000	0.03%
7 AQR CAPITAL MGMT LLC	341,246	0.01%
8 SEAMANS CAPITAL MGMT LLC	322,500	0.01%
9 13D MGMT LLC	297,522	0.01%
10 SCHLLER INVESTMENT GROUP INC	165,000	0.01%

発行済み株式数 3,234,000,000

浮動株式数 649,900,000

(注)米国政府は2008年9月8日、ワラントを行使し、79.9%の株主となった。

(出所: Bloomberg)

(参考) MBSのキャッシュ・フロー

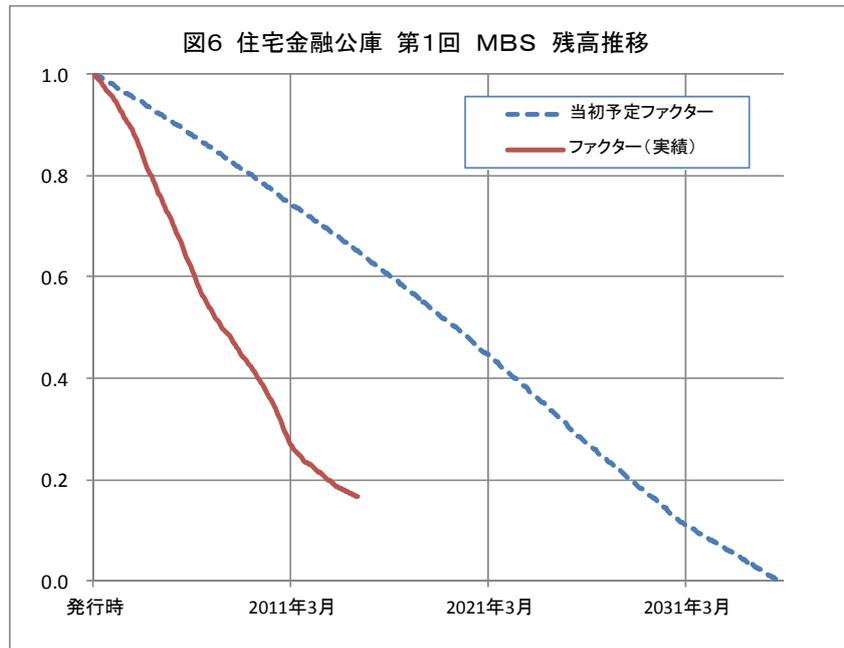
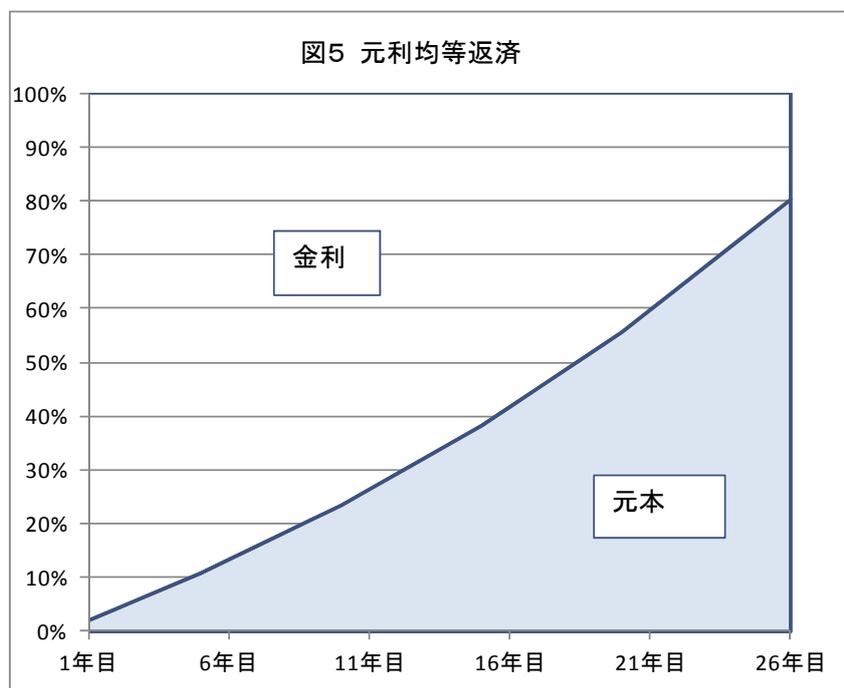
日本で最も多く行われている住宅ローンの返済方法は、元利均等返済である。その名の如く毎月定額返済していく返済方法であるが、金利と元本の返済比率が変わっていく返済方法である。(図5参照)

いわゆるMBSのキャッシュ・フローも、住宅ローンと同じキャッシュ・フローになっている(月次パススルー方式)。

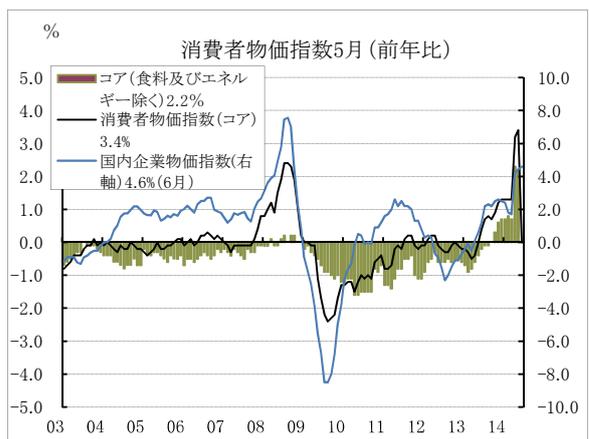
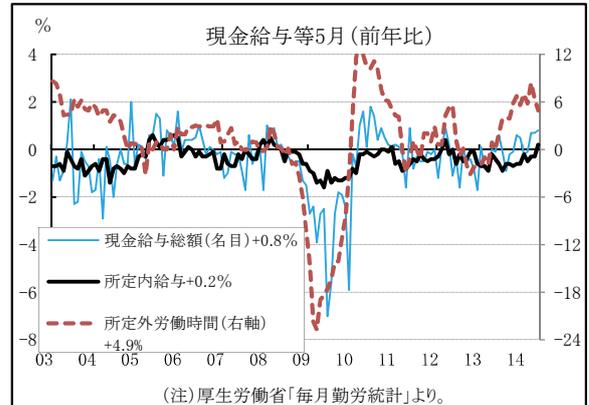
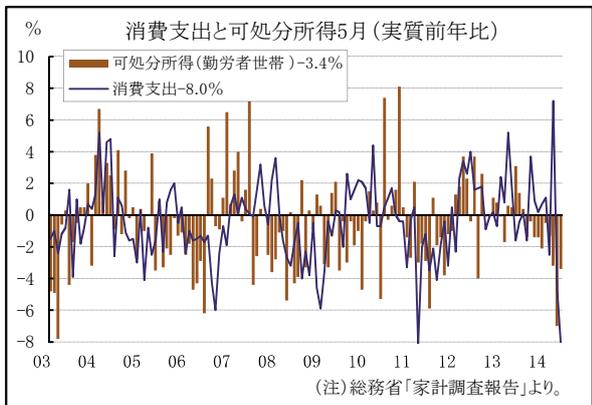
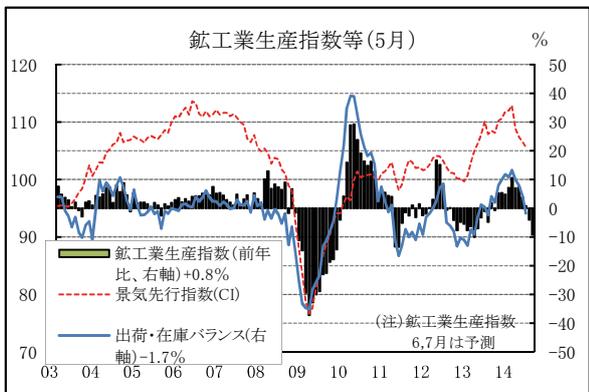
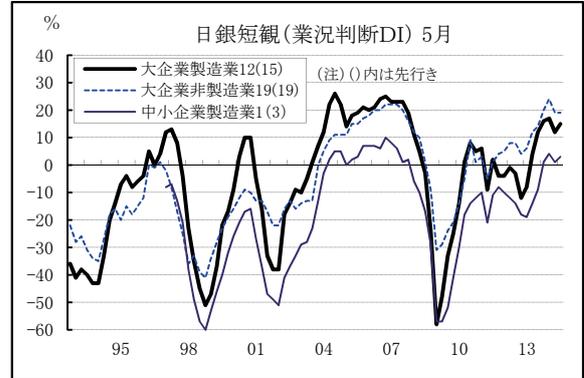
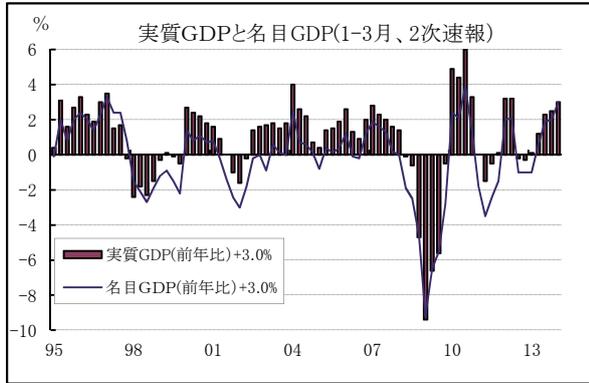
元利均等返済は、毎月返済額が変わらないため、返済しやすいが、最初の数年がほとんど金利部分の返済に充てられるため、元本の減少が著しく遅い特徴がある。

また、繰上償還(元本の全部あるいは一部を償還すること)も認められているので、MBSの元本は、かなりのスピードで減少していく(図6参照)。

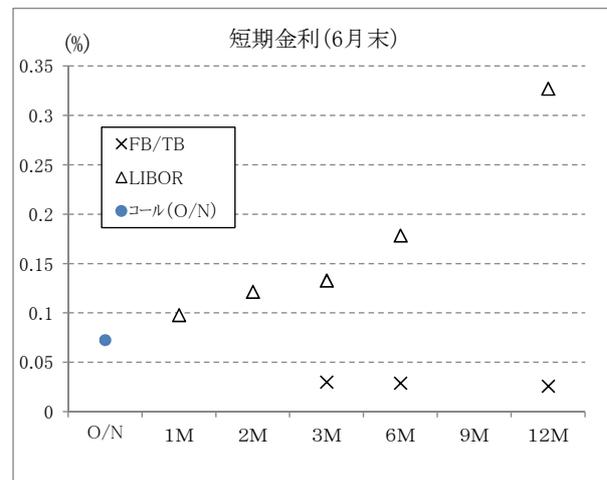
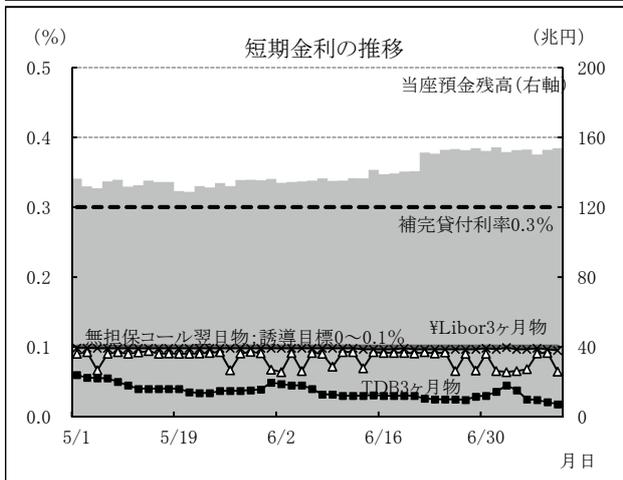
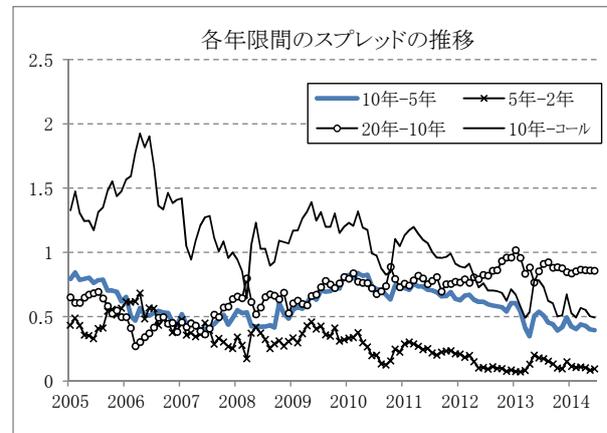
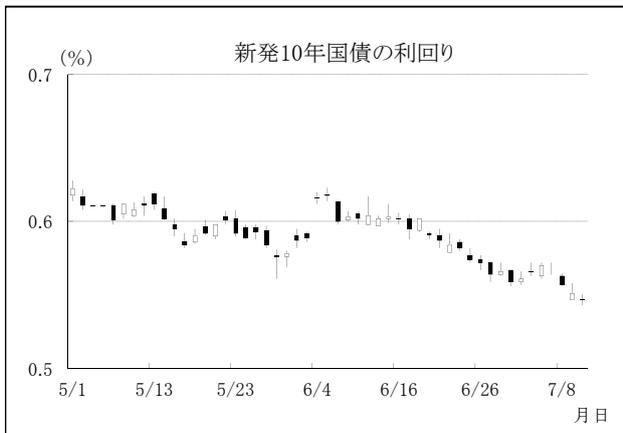
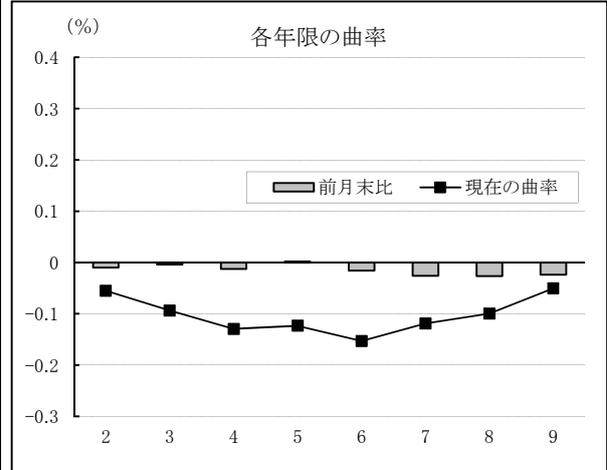
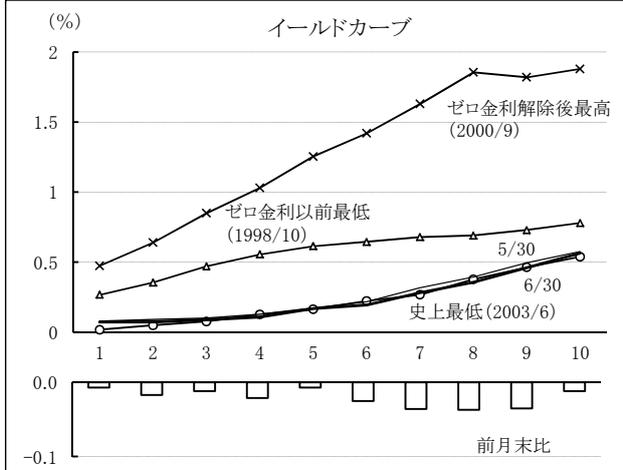
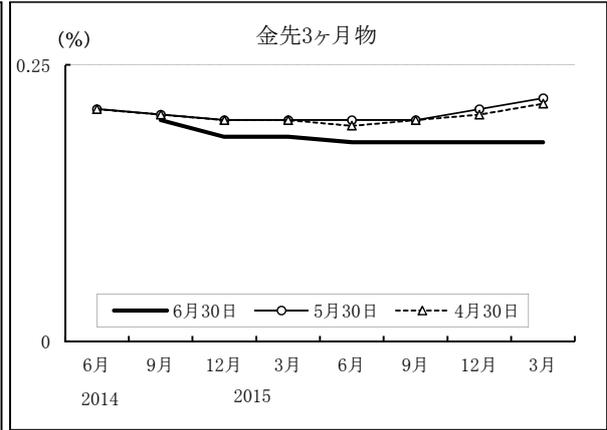
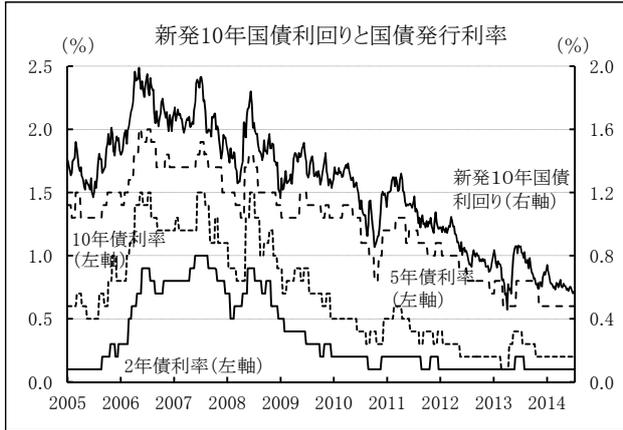
発行以降のMBSの取引は、この繰上償還を加味した残存で取引されるため、35年ローンを裏付資産として発行したMBSでも残存年数は発行当初から約9年程度になる。図6に示される第1回住宅金融公庫債券の場合は、残存額が発行当初の16.6%しかなく、平均残存期間は3.05年であり、予想償還日は2018年6月10日となっている。



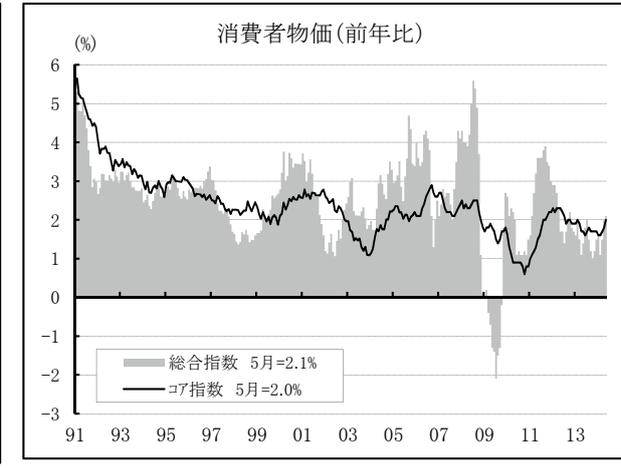
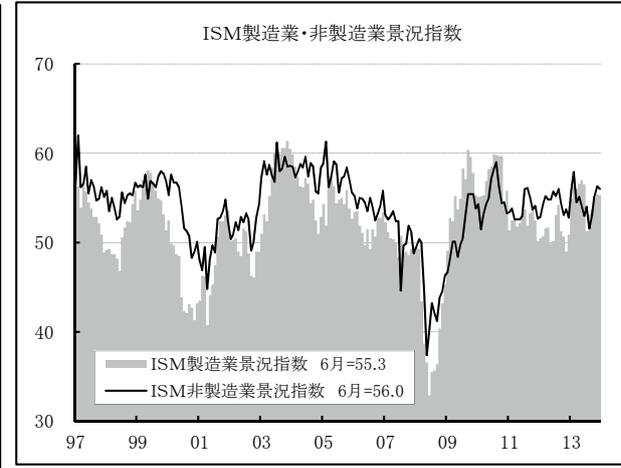
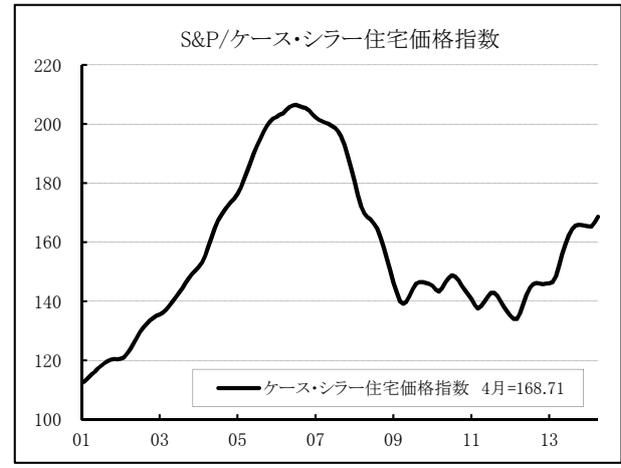
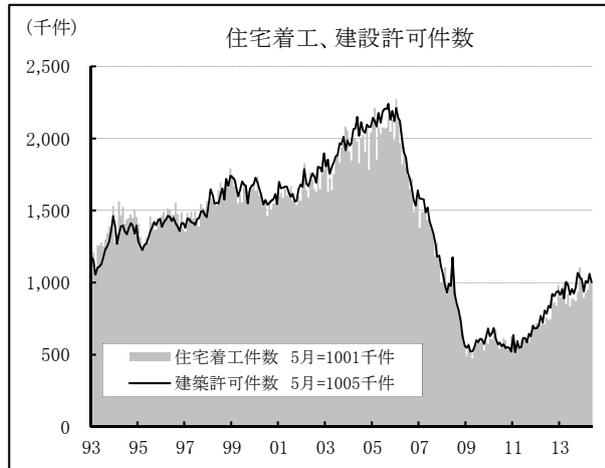
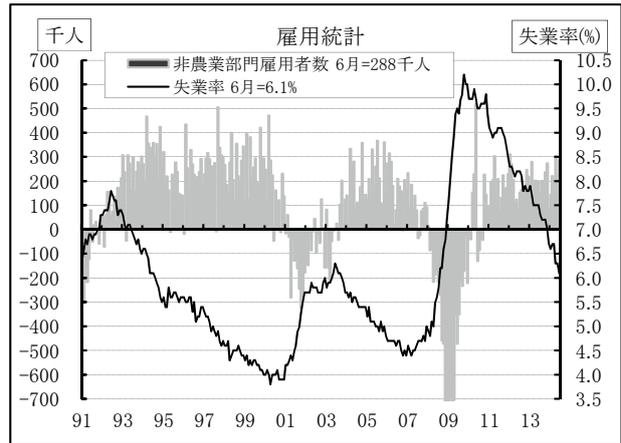
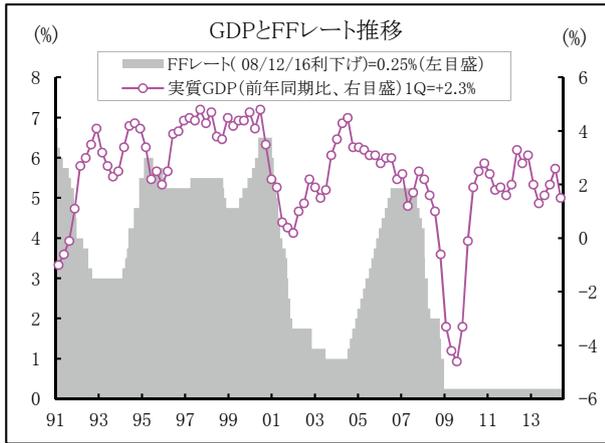
日本 マクロ経済



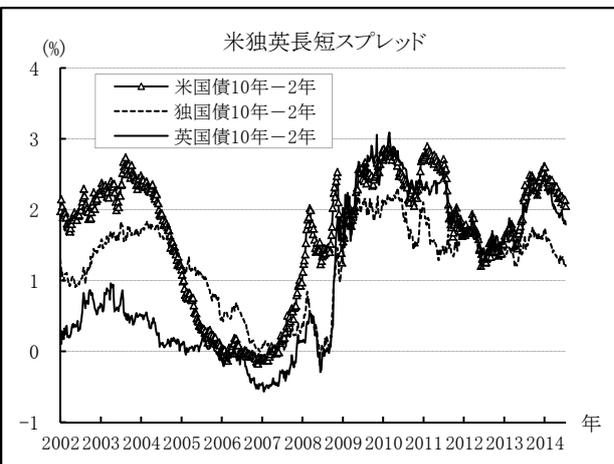
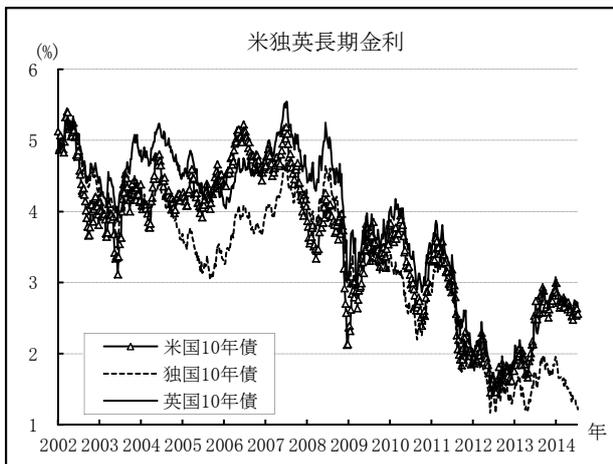
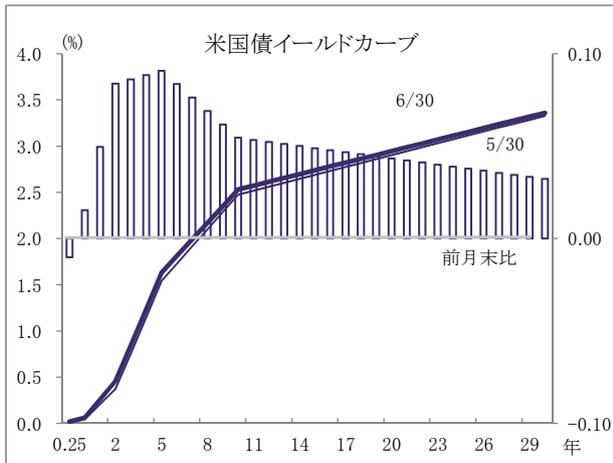
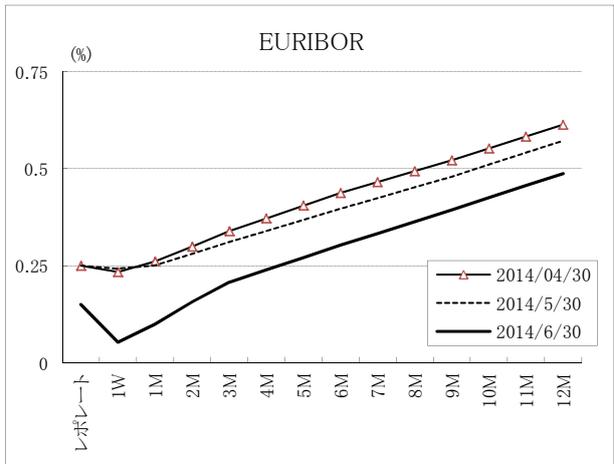
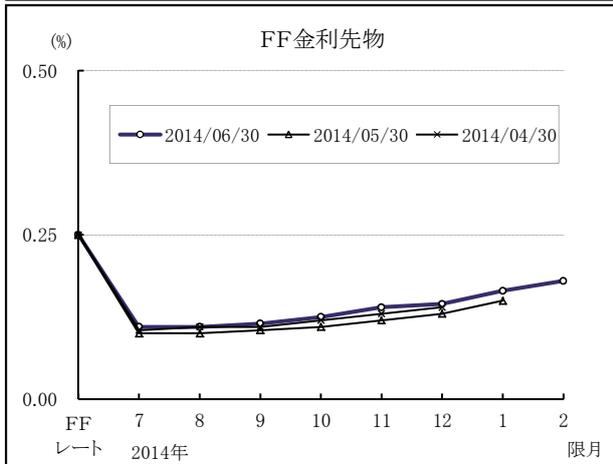
日本短期・債券市場



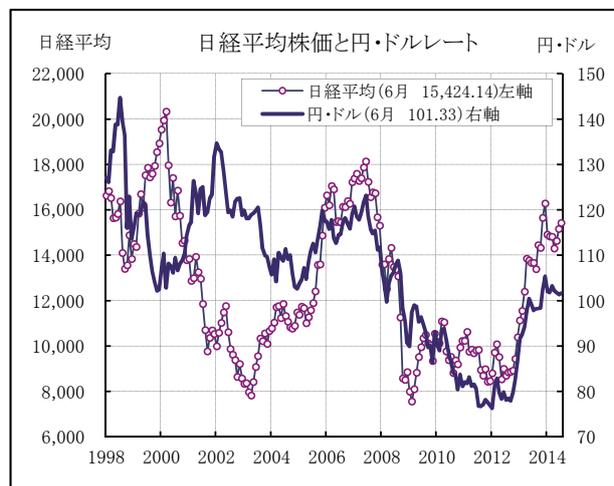
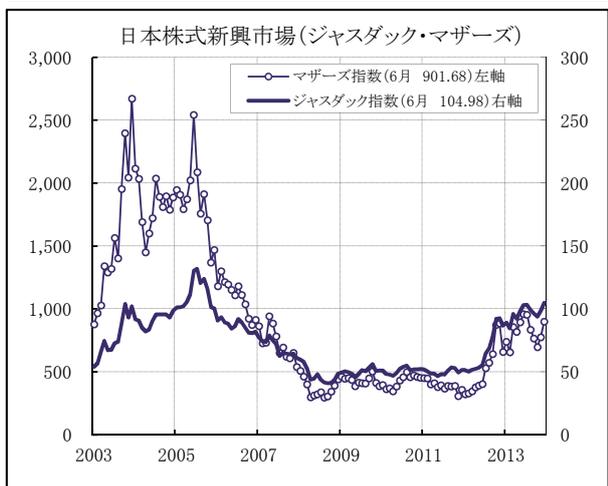
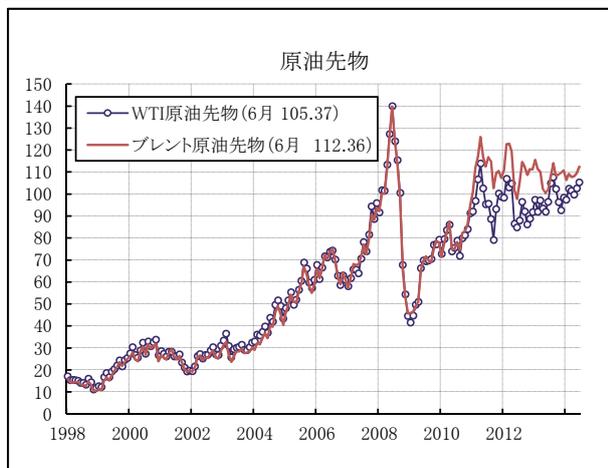
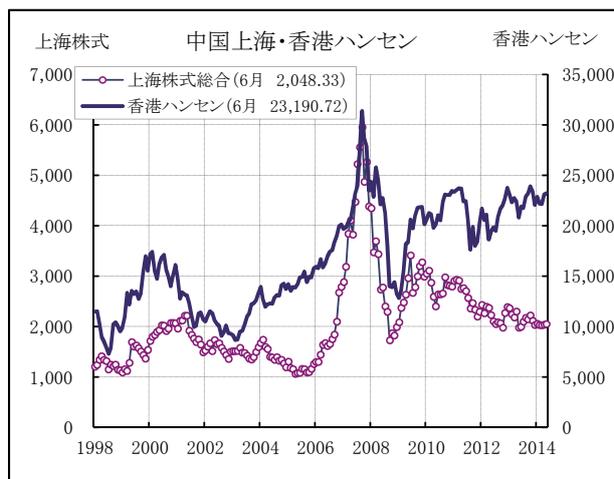
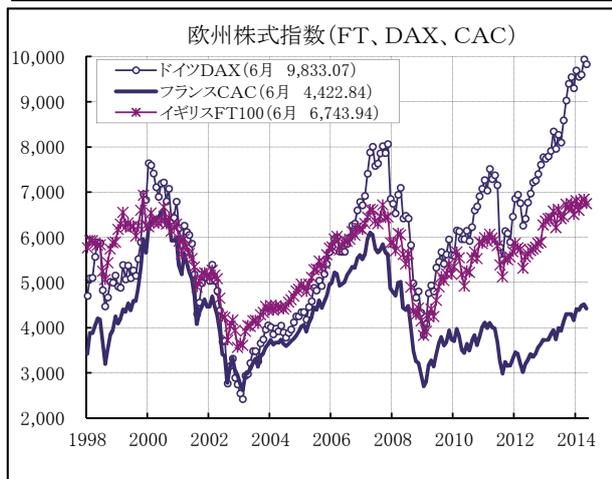
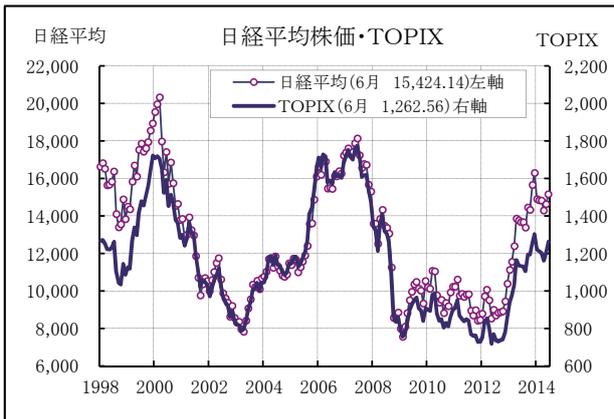
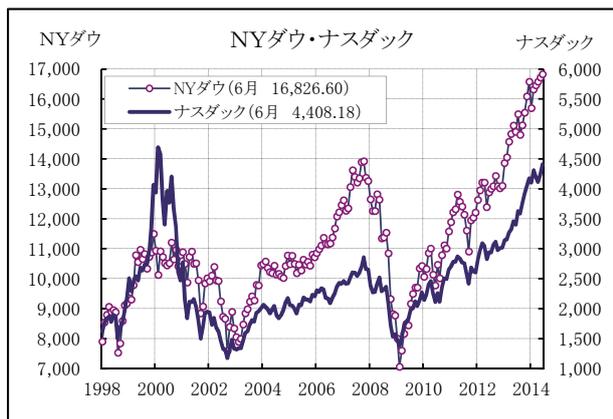
海外 マクロ経済



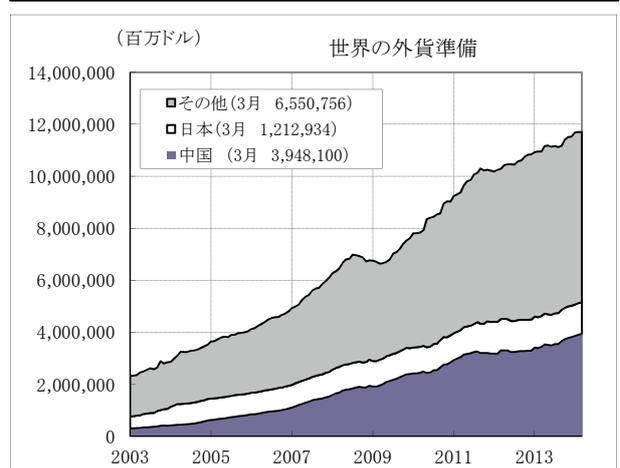
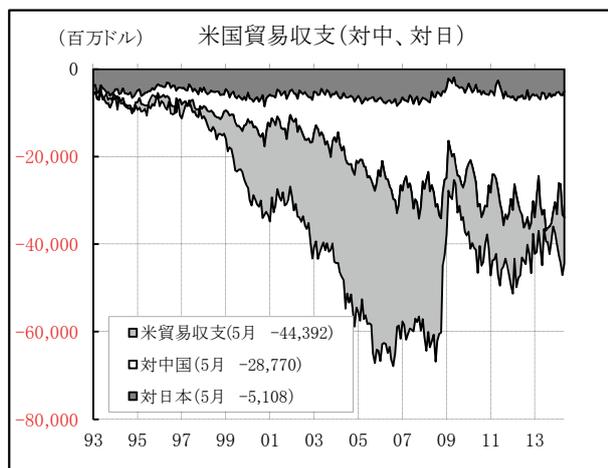
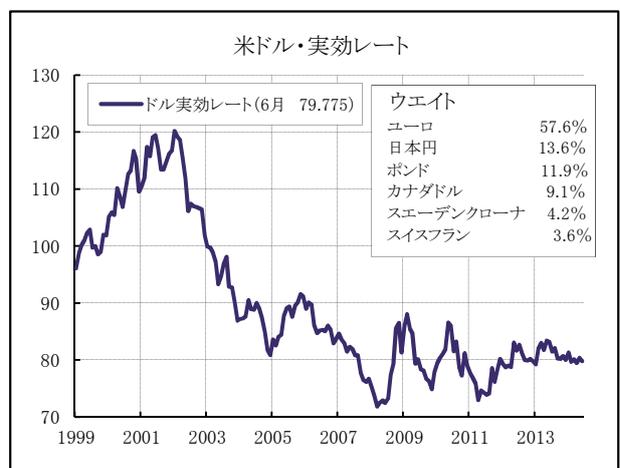
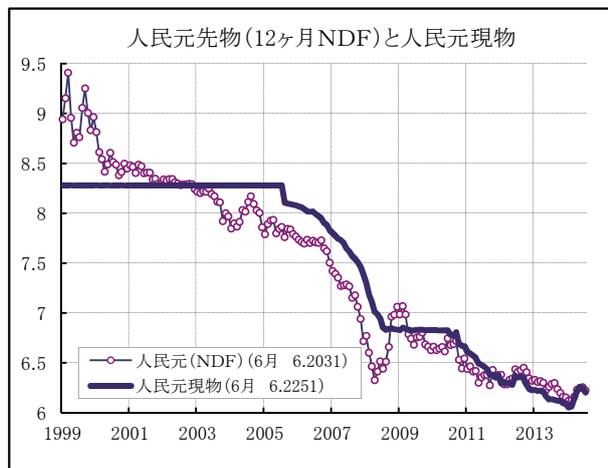
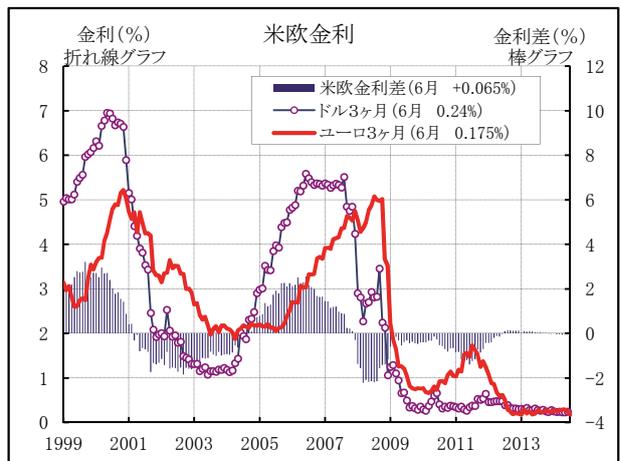
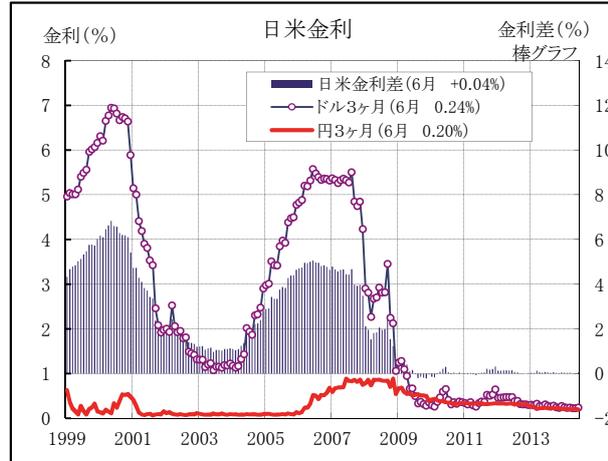
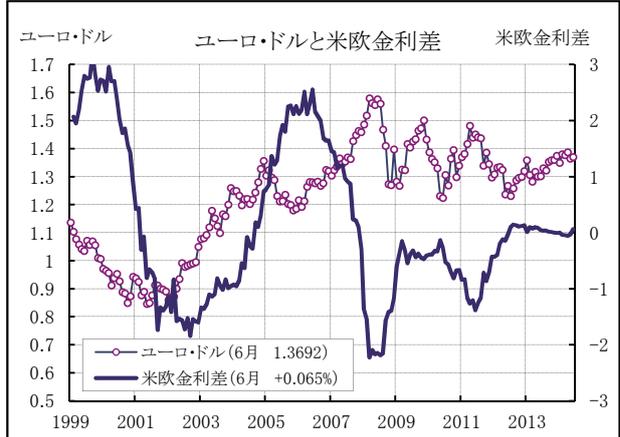
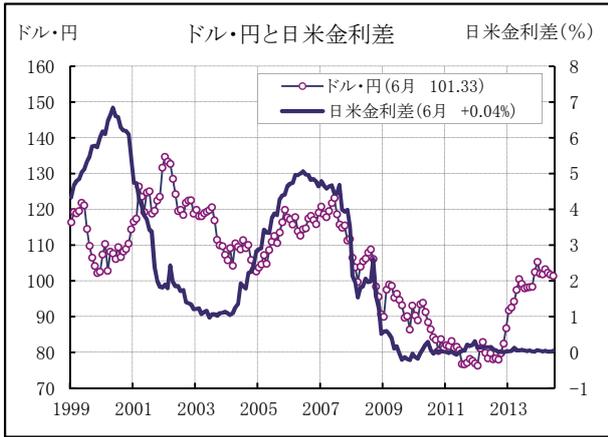
海外債券市場



株式市場



為替市場

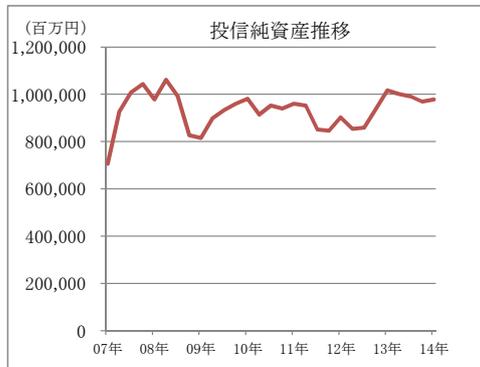
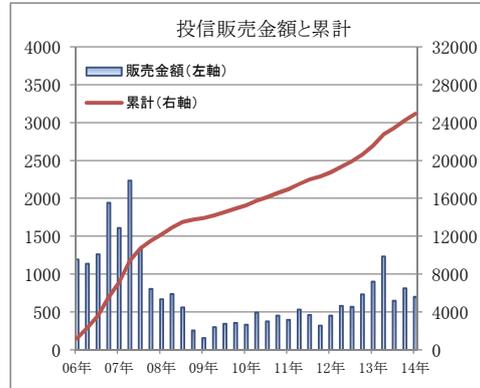


ゆうちょ関連データ

投資信託

<ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況>

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年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10-12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	-	-
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
累計	11,164,022	2,493,770	-	-



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 (2014.7.14)	純資産 (2014.7.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.7.14)	純資産 (2014.7.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.7.14)	純資産 (2014.7.14)
野村6資産(安定)⑥	180円	11,007	38,321	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,908	6,527	グローイング台湾株式②	1100円	12,654	12
野村6資産(分配)⑥	180円	9,395	165,034	eMAXIS 国内リート※①	なし	21,378	6,498	ニッセイ日本債券②	120円	9,983	3,252
野村6資産(成長)⑥	180円	10,246	40,279	eMAXIS 先進国株式※①	なし	18,691	16,849	DIAM世界リート②	420円	4,847	274,001
野村資産設計2015②	なし	9,969	2,046	eMAXIS 先進国債券※①	なし	12,592	5,374	DIAM高配当株式②	1200円	14,714	8,758
野村資産設計2020②	なし	9,707	1,131	eMAXIS 先進国リート※①	なし	20,440	5,884	東京海上・円資産②	240円	11,542	13,408
野村資産設計2025②	なし	9,691	989	eMAXIS 新興国株式※①	なし	13,165	19,532	フィデリティ日本配当④	120円	9,075	18,099
野村資産設計2030②	なし	9,694	796	eMAXIS 新興国債券※①	なし	13,280	2,848	GS日本株式※②	10円	8,196	12,472
野村資産設計2035②	なし	9,451	536	Navioオーストラリア債券②	180円	11,867	256	マニフライフカナダ株式※④	2400円	11,079	8,467
野村資産設計2040②	なし	9,311	1,809	Navioカナダ債券②	60円	11,571	246	ステート・ワールド①	なし	7,513	47
野村資産設計2045②	なし	16,221	90	Navioトルコ債券②	600円	10,915	361	スマートファイブ※②	なし	10,554	11,197
野村米国ハイールド②	1260円	13,999	20,705	Navio南アフリカ債券②	540円	9,295	303	スマートファイブ※①	なし	10,852	3,853
同(為替ヘッジあり)②	540円	10,860	10,646	Navioブラジル債券②	360円	8,631	33	DWSグローバル公益債券※②	480円	10,661	111,175
大和インデックス225①	140円	11,381	38,067	Navioインド債券②	600円	10,900	1,150	同(為替ヘッジあり)※②	480円	11,372	18,187
ダイワ成長国セレクト②	960円	7,736	89,033	Navioマネーボール②	なし	10,008	2	メキシコ債券オープン※②	1200円	12,039	45,543
日興五大陸債券②	245円	8,895	104,067	三菱UFJ高金利債券②	1140円	11,256	96,583	インドネシア・ルビヤ債券②	なし	8,846	4
日興五大陸株式④	240円	9,825	22,184	日本株式SRI①	なし	6,930	4,383	グローイングブラジル株式②	なし	10,960	6
フォーシーズン※②	360円	8,428	22,518	エマーゼン・ソブリン※②	600円	8,220	42,246	新光日本小型株ファンド	なし	11,881	21
ピムコグローバル債券②	480円	12,649	20	同(為替ヘッジあり)※②	1260円	10,278	115,515	MHAM リート②	なし	11,832	24
同(為替ヘッジあり)②	480円	10,012	48	新光サザンアジア株式②	1300円	11,564	3,640	合計			1,424,487
eMAXIS TOPIX※①	なし	15,318	9,368	新光世界インフラ株式②	690円	16,538	44				

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

純資産ランキング

(単位:百万円)

順位	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート②	274,001	19.2%
2	野村6資産(分配)⑥	165,034	11.6%
3	ES(為替ヘッジあり)※②	115,515	8.1%
4	DWSグローバル公益債券※②	111,175	7.8%
5	日興五大陸債券②	104,067	7.3%
6	三菱UFJ高金利債券②	96,583	6.8%
7	ダイワ成長国セレクト②	89,033	6.3%
8	メキシコ債券オープン※②	45,543	3.2%
9	エマーゼン・ソブリン※②	42,246	3.0%
10	野村6資産(成長)⑥	40,279	2.8%
計		1,083,476	76.1%

基準価格ランキング

順位	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	21,378
2	eMAXIS 先進国リート※①	20,440
3	eMAXIS 先進国株式※①	18,691
4	新光世界インフラ株式②	16,538
5	野村資産設計2045②	16,221
6	eMAXIS TOPIX※①	15,318
7	DIAM高配当株式②	14,714
8	野村米国ハイールド②	13,999
9	eMAXIS 新興国債券※①	13,280
10	eMAXIS 新興国株式※①	13,165

< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

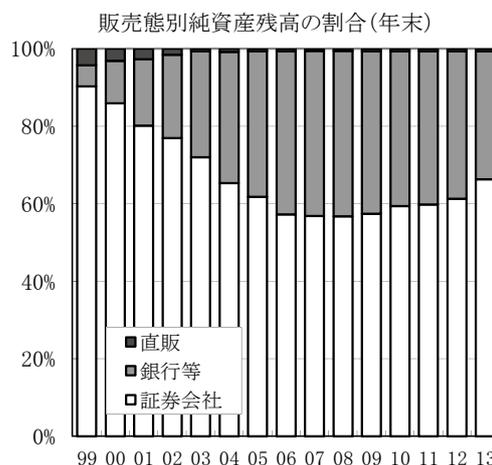
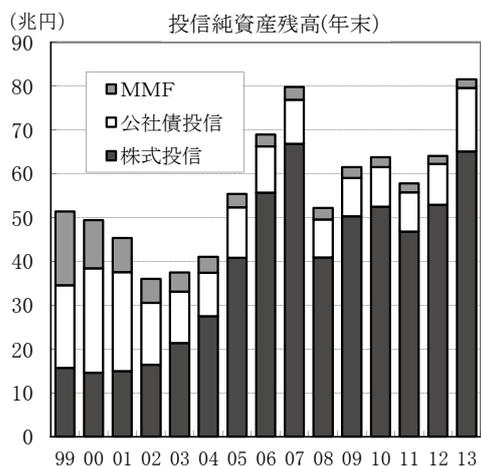
(単位:億円)

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12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	145,209	145,454	19,259	815,232
2014年3月	17,311	44,421	150,920	120,639	288,954	154,946	639,241	647,400	174	124,608	124,782	19,645	801,638
4月	17,279	43,709	150,967	120,215	292,568	156,497	643,741	661,020	173	124,979	125,152	20,105	806,450
5月	17,940	45,268	151,730	120,118	298,379	161,841	657,218	647,400	173	124,947	128,027	19,918	820,196
6月	17,933	46,523	152,705	120,232	305,592	165,048	669,868	661,020	169	127,858	128,027	19,812	835,640

< 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12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年3月	520,829	65.0%	275,619	34.4%	5,191	0.6%	801,639	100%
4月	525,212	65.1%	276,146	34.2%	5,092	0.6%	806,449	100%
5月	535,058	65.0%	279,908	34.4%	5,231	0.6%	820,197	100%
6月	546,992	65.5%	283,226	33.9%	5,422	0.6%	835,640	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	定期貯金	特別貯金	その他貯金					
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	1,452	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	1,843,497	
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	1,860,017	
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	1,888,431	
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	3,368	1,910,484	

＜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						
		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	うち 定期性貯金の 前期末増減額	うち その他の貯金の 前期末増減額	その他貯金の 前期末増減額	
2012年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
6月	1,773,057	12,096	612,026	12,311	1,158,279	▲507	2,652	191
9月	1,764,498	▲8,559	599,773	▲12,253	1,162,003	3,724	2,721	69
12月	1,776,298	11,800	609,570	9,797	1,164,524	2,521	2,204	▲517
2014年3月	1,769,640	▲6,658	605,509	▲4,061	1,161,448	▲3,076	2,683	479

＜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 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額
2014年2月	263,287	▲2,562	37,021	▲440	226,243	▲2,122
3月	260,219	▲3,068	36,404	▲617	223,793	▲2,450
4月	256,998	▲3,221	35,520	▲884	221,458	▲2,335
5月	253,856	▲3,068	34,369	▲617	219,466	▲2,450
6月	250,689	▲3,167	33,316	▲1,053	217,352	▲2,114

＜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	
2013年10月	0.6	0.7	0.04
11月	0.6	0.6	0.04
12月	0.7	0.7	0.04
2014年1月	0.7	0.7	0.04
2月	0.6	0.7	0.04
3月	0.6	0.7	0.04
4月	0.6	0.7	0.04

(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。

(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年以上

＜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
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	40,777	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	22,842	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	104,636	109,961	2,025,129

(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、買現先約定を含む(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、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
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964

＜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	2.421%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446

< 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
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682								

(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
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0			12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1			12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14	13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196	13,793	799
2013年9月	10,960	456	944	47	19	0	69	1	3,023	360	15,017	866
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライ ヤー比率	経済価値低下 額	広義の自己資 本(Tier1+Tier2)	VaR				VaR 期 間
				年度末値	最大値	最小値	平均値	
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
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月~2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月~2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月~2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月~2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月~2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	94,046					

(注1) アウトライヤー比率計測の際の金利ショック幅は、保有期間1年、5年の観測期間で計測される金利変動の1%タイル値と99%タイル値による。

(注2) VaR計測に用いる内部モデルについては、ヒストリカル法を採用しており、片側99%の信頼水準、保有期間240営業日(1年相当)、観測期間1200日(5年相当)により算出している。

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポ ージャー額	貸出金・預け 金等	機構への担 保の提供	有価証券	デリバティブ	その他	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額					
							信用リスク・ア セット額	0%	10%	20%	50%	100% 以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2013年9月	2,464,742	487,458	267,826	1,703,872	2,353	3,233	121,518	2,174,862	45,965	129,620	47,856	66,439

(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構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)				補完的項目 一般貸倒	リスクアセ ット等(E)	資産(オン・パ ランス)項目			OPRを8%で 除した得た額	自己資本比 率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額			オフ・バラン ス取引等項目	資産(オン・パ ランス)項目	オフ・バラン ス取引等項目			
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%	
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%	
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%	
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%	
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%	
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%	
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	-	-	16,553,324	13,482,628	-	3,070,695	56.81%	-	

(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
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664

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