

# ゆうちょ資産研レポート

2018年7月号  
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

|  |    |
|--|----|
| ファンダメンタル・アナリシス (1) .....                       | 1  |
| 物価上昇のタイミングに関する一考察<br>～ 真の GDP ギャップ解消までは 6 年必要？ |    |
| みずほ証券株式会社 金融市場調査部 シニア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  |
| 米中貿易戦争：日本にとって真のリスクは何か                          |    |
| 株式会社大和総研 経済調査部 エコノミスト 小林 俊介                    |    |
| マーケット・アウトック .....                              | 13 |
| 日本経済と国債需給の新しい見方                                |    |
| 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 |
| 資産運用業界の現状                                      |    |
| 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 |

# 2018.7

# ファンダメンタル・アナリシス (1)

## 物価上昇のタイミングに関する一考察 ～ 真のGDPギャップ解消までは6年必要？

みずほ証券株式会社 金融市場調査部 シニアマーケットエコノミスト 末廣 徹

市場では金融機関の収益性悪化などへの懸念が強く、日銀は過度な金融緩和を撤回するべきであるという声が根強くなっている。黒田日銀総裁は5月10日の講演で「マイナス金利を含む強力な金融緩和が、貸出利鞘の縮小などを通じて、金融機関の収益や金融仲介機能に影響を及ぼすとの指摘があります。先行き、低金利環境が継続し、金融機関収益への下押しが長期化すれば、その経営体力に累積的に影響を及ぼし、結果として、金融仲介機能が停滞方向に向かう可能性がある点には注意を払っていく必要があると考えています」と述べた。一方で、「わが国の金融機関は充実した資本基盤を備えていることもあり、現時点で、収益の悪化に伴う金融仲介機能への大きな問題が生じているとは考えていません」とも述べ、早期の緩和縮小の可能性を否定している。

物価の見通しについては「持続的な成長のもとで労働需給も引き締まり、需給ギャップもタイト化しているが、物価の上昇率はなかなか上がらない。やはり、現在の強力な金融緩和を粘り強く進めていくことが、日本にとっては適切だ」「我が国独自の特殊要因として、やはり1998年から2013年まで15年続いたデフレと低成長が、一種のデフレマインドとして企業や家計に残っていることがある。そのため、中長期の予想物価上昇率がなかなか上がってこない。これは欧米にはない要素だと言えると思う」「(先進国の物価が上がりにくいことに対して)様々な議論がある。たとえば『アマゾン効果』。これまで消費者がモノを購入するマーケットは地理的に制約されていた。だが、今は、消費者がインターネット上で全世界のモノやサービスの価格を比べたうえで購入できるようになり、モノやサービスの価格が上がりにくくなっているのでは、という議論だ」と説明している(いずれも6月15日の金融政策決定会合後の記者会見)。

これらの帰結として、当面は金融機関の収益悪化などの副作用は大きくないと考えられており、物価は構造要因で上がりにくい面があるため、緩和的な政策を続けて需給ギャップを引き締めていくという「高圧経済」の政策が採られるということになりそうだ。

### 政策的に総需要を刺激し続ける「高圧経済」は有効か?必要な期間は?

昨年11月30日に行われた東京大学金融教育研究センターと日本銀行調査統計局の第7回共催コンファレンスの導入セッションでは、「景気循環と経済成長の連関」と題した報告が行われた。

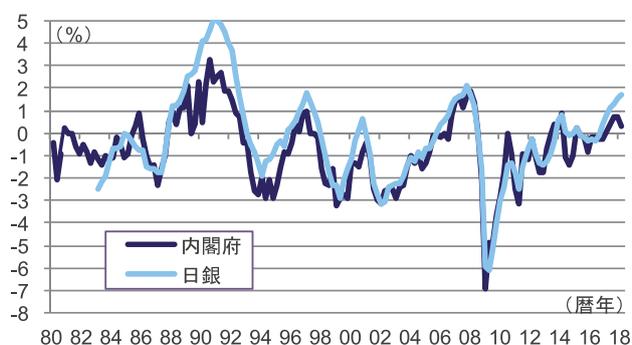
同報告によれば、従来のマクロ経済では、短期的な需要の変動をもたらす景気循環と中長期的な経済変動を示す経済成長とは分けて議論するのが一般的であったが、近年は両者の連関についての研究が進められているとのことである。

連関には経済成長が技術進歩や人口動態を通じて景気循環に影響を与えるパスと、反対に景気循環が履歴効果を通じて経済成長に影響を与えるパスの2つが考えられており、特に経済政策との関連では後者のパスが重要視される。履歴効果とは、景気循環にもなって生じた総需要の変動やそれ

を生じさせた一時的なショックが、経済成長トレンドに作用するメカニズムのことである。要するに、本来は趨勢的な経済成長に影響を及ぼさないはずの循環的なりセッションが、なんらかの長期的な影響を経済成長に及ぼしてしまうメカニズムである。

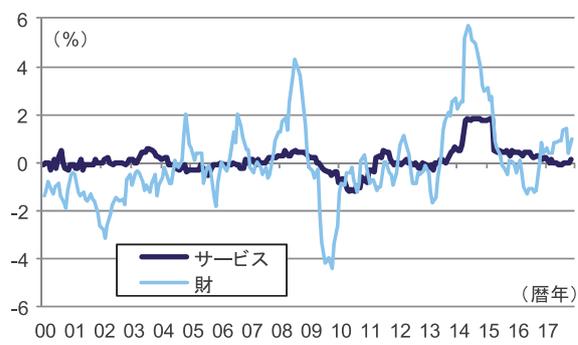
特に、Yellen (2016)<sup>1</sup>によれば、履歴効果が存在する場合には、経済政策によって総需要を長期間刺激し続ける「高圧経済」の状況を維持することで、長期的な経済成長トレンドである潜在成長率を引き上げられるのか、という点は検討に値する問題だとしている。つまり、循環的なりセッションが長期的なマイナスの影響を及ぼすのであれば、その逆もまた正しく、高圧経済が長期的な経済成長トレンドを引き上げるだろうという考え方である。

図表1：GDPギャップの推移  
(内閣府推計、日銀推計)



出所：内閣府、日銀

図表2：消費者物価指数 財・サービス別  
(前年同月比)



出所：総務省

### GDPギャップがプラス化したのにもかかわらず物価が上がらない理由

「高圧経済」の議論が盛んに行われるようになったきっかけは、各国でインフレ率が伸び悩んでいることだった。金融危機後に発生した負のGDPギャップはある程度縮小したのにもかかわらず、インフレ率は弱いままであるため「高圧経済」によってそれを解決しようということである。つまり、仮に金融危機後の「履歴効果」によって潜在GDPが短期的に低下しているのであれば「高圧経済」によってそれを本来あるべきレベルまで押し上げ、十分に潜在GDPが引き上がった状態で完全に負のGDPギャップが解消すれば、ついにインフレの芽が出てくるだろうという考えである。

むしろ、マクロレベルのインフレ率や賃金がなかなか上がらない理由は多岐にわたる。

例えば、①構造変化によるフィリップス曲線の水準・傾斜の変化、②原油価格や為替レートなどの外生的な要因がGDPギャップとインフレ率の関係を攪乱していること（長期的には両者の関係が復活するかもしれない）、③GDPギャップの推計に問題がある（本当は負のギャップがもっと大きい）、④インフレ率の計測に問題がある（テクニカルな要因でCPIなどが概念的な一般物価より弱い結果になっている）などがある。

インフレ率が低迷する理由の一つではないと思われるが、本稿では前述の議論（高圧経済）と関連

<sup>1</sup> Yellen, J. L. (2016) "Macroeconomic Research After the Crisis," The Elusive 'Great' Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics, 60th Annual Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston, October 14.

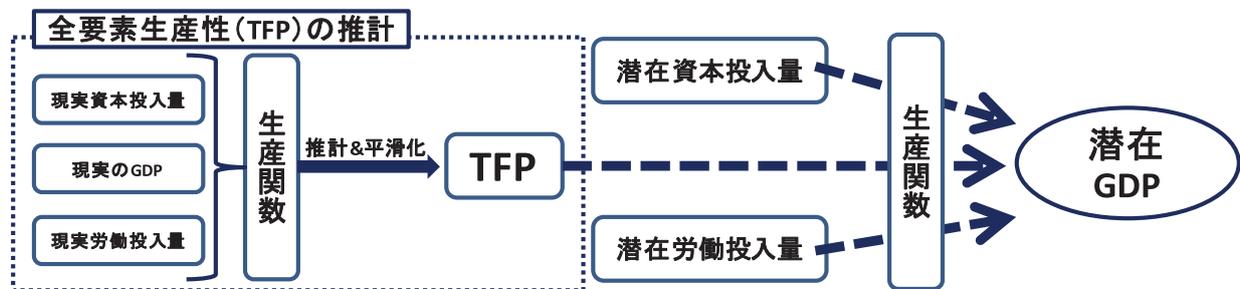
の深い③GDPギャップの推計について考察したい。実際、GDPギャップ（つまりは潜在GDP）の推計には曖昧さが残るといふ指摘も多く、問題がある可能性が高い。

### 全要素生産性 (TFP) の推計には必ず「曖昧さ」が残る

内閣府による潜在GDPの推計では、生産関数アプローチが採用されている（図表3）。これは、資本・労働・全要素生産性（Total Factor Productivity：以下TFP）を用いて潜在GDPを推計するアプローチである。潜在資本投入量と潜在労働投入量は、それぞれ労働と資本のデータを平滑化することによって算出する。いずれも基礎統計があるため、実態との乖離は小さいだろう。一方、TFPは直接観測される基礎統計は存在しない。そのため、現実の資本投入量・労働投入量を用いて、GDPのうちこの2つの要素では説明できない「残差」を求め、それを平滑化することで推計する。このように求めたTFPと潜在資本投入量、潜在労働投入量の3要素を用いて潜在GDPが推計される。

したがって、TFPの推計はあくまでも供給面の推計でありながら、需要面の実現値を用いている。長期的には需要と供給は一致するという仮定の下でこの方法が採られているが、「長期的」がどの程度なのかは誰にも分からないため、潜在GDPは過大（もしくは過小）評価される可能性が十分にある。日本の場合はGDPギャップ推計されている80年以降においてはギャップがマイナスの期間が長いことから、需要超過の時期よりも需要不足の時期が多いと予想され、TFPや潜在GDPが過小評価されている可能性が高いと言えよう。

図表3：潜在GDPの推計の概念図



出所：内閣府資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

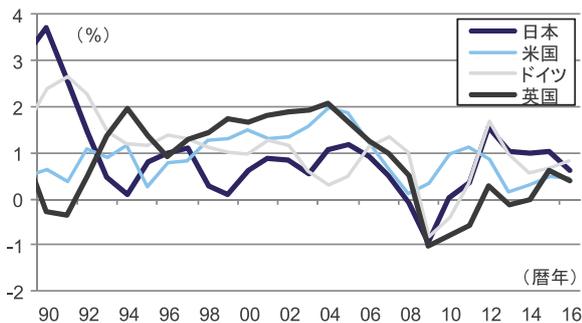
### 「真の潜在GDP」は今よりも高水準であるという認識が広がっている

人手不足問題によって明らかになってきたことにより、日本では生産性を上げる余地が十分にあるということが分かってきた。AIやビッグデータの活用などのブレイクスルーが足元で急速に生じていることも生産性向上を後押ししている面もあるが、サービス業の営業時間の短縮化など企業の創意工夫は多岐にわたっており、「働き方改革」のほとんどが今になってできるようになったことではなく、やろうと思えば何年も前にできたことであると言える。このことは「真の潜在GDP」はこれまでの推計結果よりもずっと高い位置にあるという疑いを生じさせ、潜在GDPの推計値は過小評価されてきた可能性が高いことを示す。

「真の潜在GDP」の存在は、海外との比較でも議論できる。各国の規制環境や文化の違いを捨象して考え、労働生産性の向上は技術革新によって引き起こされる面が大きいとすれば、日本だけ生産

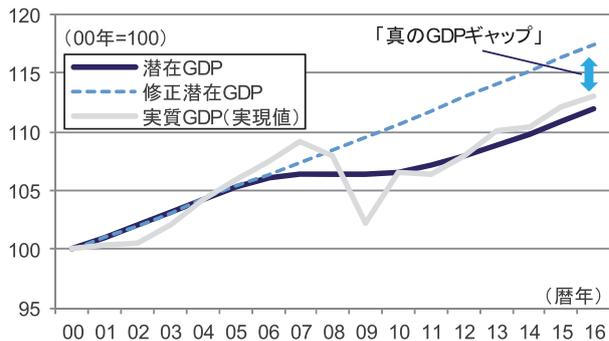
性の向上ペースが他国に遅れる理由は供給面に見出すことができない。日本のTFP成長率は90年代後半から他の先進国と比べて低くなっており（図表4）、推計において過小評価されている可能性がある。

図表4：TFP成長率の国際比較



出所：OECD

図表5：潜在GDPの概念図



出所：内閣府よりみずほ証券金融市场調査部作成

なお、「真の潜在GDP」やその成長率である「真の潜在成長率」は推計結果にも現れず、急な需要増や人手不足問題のように「切羽詰まった状況」にならないと認識されないとすれば、人々が考える（感じる）潜在成長率や自然利子率も過小評価されたものとなる。こういった環境下では、短期的な自然利子率の低下によって中央銀行による金融緩和効果が現れにくく、いっこうに成長率やインフレ率は高まらない。これが「長期停滞論」の考え方である。潜在GDPが過小評価されていることは、金融政策の運営にも影響を与えてしまう。

### 「真の潜在GDP」の水準はどこにあるのか

「高圧経済」によって潜在成長率を引き上げるという議論は、「真の潜在GDP」を引き上げるというよりは、「履歴効果」などによって推計や人々の認識の中で低水準にとどまってしまっている過小評価された潜在GDPを「真の潜在GDP」の水準に引き上げるということに他ならない。「高圧経済」の継続によって本当に人々が考える潜在GDPが「真の潜在GDP」に近づくのかどうかや、仮に近づいたとしてもバブルの発生などの副作用はないのかという疑問や問題が残るものの、いずれにしても「いつまで高圧経済を続ける必要があるのか」という点は議論しておく必要があるだろう。

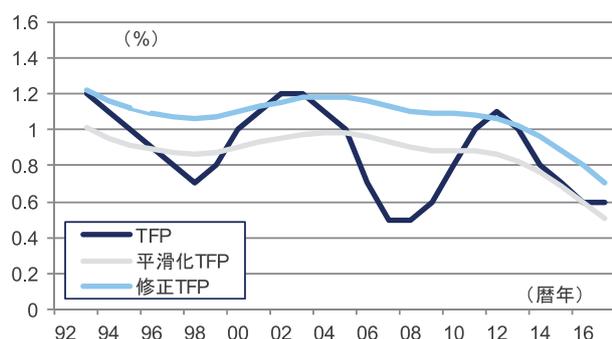
そのためには、やはり「真の潜在GDP」を推計する必要がある。しかし、前述したように「真の潜在GDP」を直接推計する方法はない。潜在GDPは潜在労働投入量や潜在資本投入量に加えて、これらでは説明しきれない「残差」を平滑化することで求めたTFPを用いて推計する方法しかない。

もっとも、この方法で推計された潜在GDPと、「真の潜在GDP」の間に乖離があるとすれば、潜在労働投入量や潜在資本投入量の2つの要素ではなく、TFPによるものと考えられるだろう。前述したように、TFPは需要面のデータを用いて推計されており、過小評価される可能性が十分にあるからである。

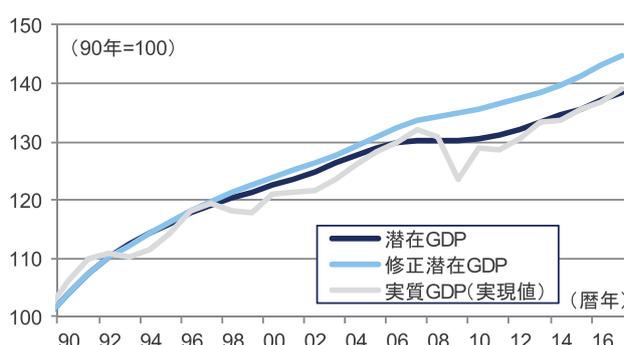
むろん、どの程度過小評価されていることを測ることはできないが、今回は下記の方法でTFPと潜在GDPの再推計を行った（図表6、7）。

- ①内閣府が推計するTFPは「真の潜在GDP」の要素としては変動が大きいため、平滑化の度合いを強める
- ②需要不足でTFPが過小評価されやすかった時期（90年代後半や00年代後半）のTFP成長率を需要不足でなかったときの成長率の水準と一致するように引き上げる（平滑化後のTFPを+0.2%pt引き上げる）

図表6：TFP成長率の再推計



図表7：潜在GDPの比較



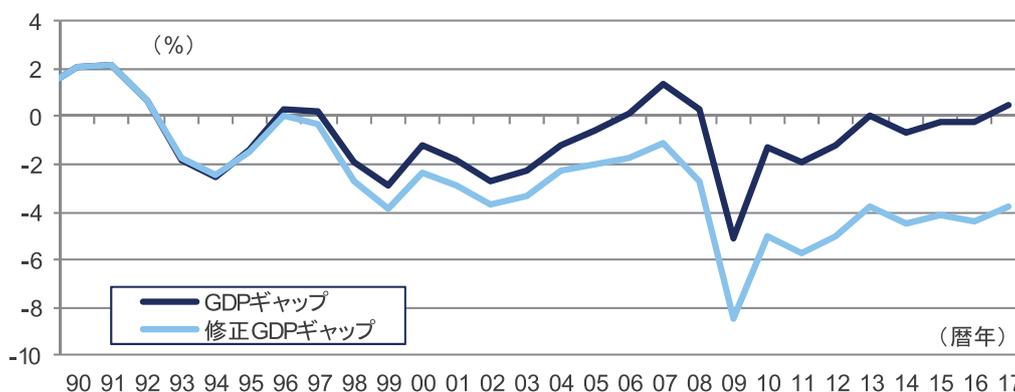
注：「平滑化TFP」は内閣府試算のTFPよりも平滑化を強くしたもので、「修正TFP」はその水準を毎年0.2%pt引き上げたもの。

注：「潜在GDP」は内閣府の試算によるもので、「修正潜在GDP」は図表6の「修正TFP」の推計結果をもとに、潜在GDPを再計算したもの。

出所：内閣府資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

再推計後の潜在GDPを用いて「真のGDPギャップ」を求めると（以下では、再推計の結果を「修正GDPギャップ」とする）、内閣府の推計よりも負のGDPギャップが大きいことが分かる（図表8）。仮に、この修正GDPギャップが日本の「真のGDPギャップ」を示しているのであれば、負のGDPギャップはまだまだ解消されていない。

図表8：GDPギャップの再推計



注：「GDPギャップ」は内閣府の推計値で、「修正GDPギャップ」は図表7の「修正潜在GDP」を用いて再計算したもの。

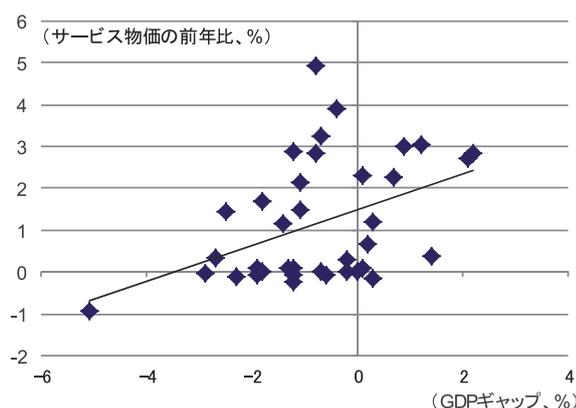
出所：内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

## GDPギャップの再推計の結果は、サービスインフレと連動する

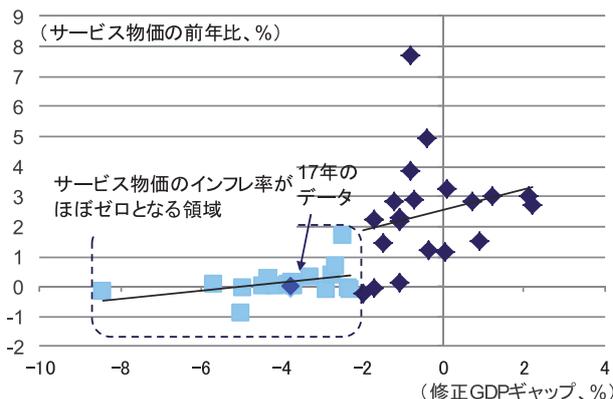
本稿で再推計した修正GDPギャップと、国内の需給バランスが強く反映されているとみられるCPIのうちサービスのインフレ率を比較すると、(内閣府が推計するGDPギャップよりも) 相関が高いことが分かる(図表9、10)。この結果からも、内閣府のGDPギャップは国内の需給バランスを反映しきれていない部分があると考えられる。

また、修正GDPギャップが▲2%程度を下回ると、サービス物価のインフレ率はほぼゼロとなることも分かった(図表10)。これは、賃金の下方硬直性などによってサービス物価にも下方硬直性が働きやすいことなどが要因と考えられる。いずれにせよ、需給ギャップの改善ペースに比例してサービス物価が上昇し始めるためには、直近では▲3.8%程度となっている修正GDPギャップが▲2%を上回る必要がある。

図表9：内閣府GDPギャップと  
消費者物価指数のうちサービス



図表10：修正GDPギャップと  
消費者物価指数のうちサービス



注：「サービス物価」は消費税率引き上げ(97年4月、14年4月)の影響を調整。

出所：内閣府、総務省よりみずほ証券金融市场調査部作成

## 過去3年の成長ペースではサービス物価の上昇開始までの目安は6年間

直近では▲3.8%程度となっている修正GDPギャップが▲2%を上回るためには何年かかるだろうか。足元の修正後の潜在成長率は年率+1.0%であり、過去3年の平均成長率(15-17年)は約+1.3%である。年間で0.3%pt(1.3% - 1.0%)だけGDPギャップの改善が見込まれるが、このペースで(順調に)ギャップが縮小したとしても、6年かかることになる( $[3.8\% - 2.0\%] \div 0.3\%$ )。

消費税率引き上げ前の駆け込み需要があった13年や金融危機後の反動があった10年以来の高成長だった17年の成長率(+1.7%)が仮に続けば、年間で0.7%pt程度修正GDPギャップが改善することになるため、約2年半後からはサービス物価が上昇し始めるという可能性もある。しかし、この仮定はあまりに楽観的だろう。今後は景気循環上からも低成長となる可能性が高い上に、一時的にでも再び需要不足によって実際の成長率が潜在成長率を下回れば、負のGDPギャップが一段と拡大することになる。「真のGDPギャップ」(修正GDPギャップ)が十分に縮小し、サービス物価が上昇し始めることを今の段階で見通すことは困難である。

## ファンダメンタル・アナリシス (2)

### 米中貿易戦争：日本にとって真のリスクは何か

株式会社大和総研 経済調査部 エコノミスト 小林 俊介

米国を中心として保護主義的な通商政策が台頭し、金融市場への影響を強めている。こうした金融市場の反応は妥当なものだろうか。それとも過剰反応の可能性もあるのだろうか。その判断の一助として、本稿では論点整理を行う。具体的には、現時点で決定されている政策、および、検討されているとされる今後の政策オプションについて整理した上で、各政策が日本企業の収益および日本経済に与える影響を網羅的に試算する。

なお、本稿の結論を先取りすると以下となる。

まず、現時点で決定された政策は大別して、①米国による鉄鋼・アルミニウム関税引き上げ、②米国による中国からの輸入品に対する関税の引き上げ、③中国による同額の報復関税、そして④中国による自動車等を含めた関税の引き下げ、の四つである。そしてこれらの政策が日本企業の収益および日本経済に与える影響を積み上げると、①②③のマイナス効果を④のプラス効果が概ね相殺する見通しだ。

むしろ日本企業にとっての最大の正念場は、今後控えている自動車の通商交渉となろう。仮に、トランプ大統領が主張している通りに関税の引き上げが行われた場合、2兆円を超える、文字通り桁違いの関税コストの増加が見込まれる。従って日本企業および日本経済にとって真のリスクとは、「米中貿易戦争」そのものというよりは、米国の矛先が中国以外に向いてしまうシナリオと位置づけるべきであろう。

#### 台頭する保護主義、続々決定される関税引き上げ政策

まず、米国を中心として台頭している保護主義的政策の動きについて、足下までのタイムラインを確認しておこう。3月初頭に鉄鋼とアルミニウムの輸入増が安全保障上の脅威になっているとして、各々25%、10%の追加関税を課す輸入制限を発動する方針を表明したことをはじめ、同月下旬には知的財産権侵害を理由に、情報通信や通信機器、家電などの中国製品に対して500～600億ドル規模の制裁関税をかける大統領覚書への署名が行われた。4月初旬には米通商代表部(USTR)が、産業用ロボットなど生産機械を中心に約1,300品目に25%の関税を課す原案を公表している。

これに対し、中国は米国産の豚肉やワインなど128品目に最大25%の報復関税を導入し、25%の報復関税を準備する米国産の大豆、牛肉、自動車、飛行機など計106品目を発表した。さらにこれを受けて米国トランプ大統領はUSTRに対して、中国製品に対する1,000億ドルの追加関税を検討するように指示した。

その後、米中政府は5月19日に米国の対中貿易赤字削減に関する共同声明を発表し、これを受けて関税賦課を当面見合わせるとしていた。中国が米国に対して巨額の貿易収支黒字を計上していることは事実であり、同問題がクローズアップされるたびに、中国は「米国からの輸入拡大」や「外資規制の緩和」といった口約束で、なし崩し的に米国の圧力を回避してきたことも、疑いの少ないところだ。

しかし今回、中国は共同声明の後、具体的に関税の引き下げを公表しており、具体的な進展が全くなかったとは言い難い。中国にしては珍しく、米国に対して一定の譲歩を示したと言えるだろう。中国政府は5月22日、自動車および自動車部品の関税を7月1日から引き下げると発表した。具体的には、20%もしくは25%であった自動車の関税率は15%に、8～25%であった自動車部品の関税率は一律で6%に引き下げられる。さらに5月31日には、1,449項目に及ぶ日用品などの関税率についても7月1日から引き下げられることが発表された。

こうした中国の譲歩にもかかわらず、トランプ政権は5月29日に突如、関税賦課の留保を撤回し、6月15日に中国への関税賦課を公表した。今回の関税措置は対中輸入500億ドルに相当する1,102品目を対象にしている。このうち対中輸入額340億ドルに相当する818品目については7月6日から25%の追加関税が賦課され、残りの品目は今後さらなる審査やパブリックコメントなどを通して検討される。そしていずれもその主要な対象は電気機械および情報通信機械である。他方、この米国政府の発表を受けて、中国政府も即座に対抗措置の発動を発表した。こちらも7月6日から340億ドル相当の対米輸入に追加関税を賦課し、さらに160億ドル相当の対米輸入への関税賦課を検討しているとされているが、対象品目は農作物や食品、そして輸送機械が中心となっている。

この報復措置に対してトランプ大統領は、さらに2,000億ドルの中国製品に対して追加関税措置を取ることで応じると警告している。

今後の展開は流動的ではあるが、現時点で決定された政策を整理すると以下の四つに大別できよう。すなわち①米国による鉄鋼・アルミニウム関税引き上げ、②米国による中国からの輸入品に対する関税の引き上げ、③中国による同額の報復関税、そして④中国による自動車等を含めた関税の引き下げである。

### 日本経済・日本企業に与える影響を試算

本節では、既に発動が決定されている関税変更が日本経済、および日本企業の収益に与える影響を網羅的に分析する。なお、当然のことながら関税は一義的には米国の輸入業者が負担するものであるが、米国の最終需要者に価格転嫁されるようであれば企業や家計の負担として米国経済の重石となる。そして価格上昇に伴い米国内における需要低迷が発生するとすれば、米国向け輸出数量の減少等を通じて日本企業に打撃を与えることになる。他方、関税措置に伴い日本の鉄鋼・金属業界が値下げを飲むとすれば日本企業の収益にも相応の下押し圧力がかかる。このことを念頭に置きつつ、以下では各政策がトータルでどの程度の関税コストの上昇につながるのかを整理する。

鉄鋼・アルミニウム関税で1,000億円程度のコスト増

まず、日本に対しても発動された鉄鋼・アルミニウム関税の影響は限定的だ。日本から米国に輸出される鉄鋼は年間で2,134億円、アルミニウムおよび同合金は250億円である（いずれも貿易統計ベース、2017年実績値）。この額にそれぞれ25%、10%の関税を上乗せすると、増税額はそれぞれ約533億円、25億円となる。

加えて「海外事業活動基本調査」（経済産業省）を用いて日本企業の海外現地法人の売上高を確認すると、第三国からの北米向け売上のうち、鉄鋼が2,969億円、非鉄金属が476億円、金属製品が422億円となっている（2016年度実績）。このうち、日本と同様に関税引き上げの対象となったEUからの輸出が大宗を占めており（鉄鋼が2,234億円、非鉄金属が29億円、金属製品が16億円）、これらに

対する関税率の引き上げを加味すると、前述の直接輸出と合わせて1,000億円前後のコスト増が見込まれることになりそうだ。

#### 米中の関税応酬で最大532億円のコスト増

次に、米中間で引き上げられることが決定した関税の影響を考える。先述したように、米国は電気機械および情報通信機械を中心として、中国からの輸入に25%の追加関税を課した。これに対して、中国は農産物や食品、輸送機械を中心として、米国からの輸入に25%の追加関税を課している。

同措置を受けて日本企業が受ける影響もやはり限定的である。日本企業の現地法人が中国から北米に輸出している電気機械は472億円、情報通信機械は529億円、米国からアジアに輸出している食料品は333億円、輸送機械は796億円、農林漁業産品は3億円にとどまっている（いずれも2016年度実績）<sup>1</sup>。

これらの品目に25%の関税が課せられ、その一部を日本企業が何らかの形で負担することになったとしても、その影響は最大でそれぞれ約118億円、132億円、83億円、199億円、1億円と相対的に小さい。

#### 中国の関税率引き下げで1,271億円のコスト減

他方、こうしたマイナス効果と同等程度のプラス効果をもたらそうなのが、中国の「譲歩」の産物である関税引き下げだ。大和総研では、実際に公表された品目とその関税率の引き下げ幅から、対象となる項目の対中輸出額と平均的な関税率の引き下げ幅を試算している。その金額を紹介すると、関税引き下げの対象となる項目は総額で1.9兆円、平均的な関税率引き下げ幅は▲6.6% pt、金額にすると▲1,271億円と試算される。

すなわち、現時点で米中が決定している関税引き上げに伴う直接的影響は、日本企業全体ではほぼ無視できる規模にとどまる見通しであると言えよう。

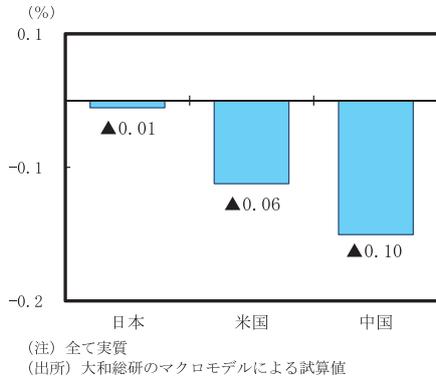
#### 米中関税合戦がGDPに与える影響は中国▲0.1%、米国▲0.06%、日本▲0.01%

こうした企業収益への直接的なインパクト試算に加えて、間接的な影響を測るべく、大和総研のマクロモデルを用いて日米中の経済に与える影響を試算した結果が図表1（詳細版は図表2）である。試算の前提として「米国が中国に対して500億ドルに相当する輸入品目に対して25%の関税を課し、同時に中国が米国に対しては500億ドルに相当する輸入品目に対して25%の関税を課す」設定を行っている。

試算結果からも明白なように、米中関税合戦が実体経済に与える影響は必ずしも大きくない。GDPの下押し効果はそれぞれ中国が▲0.1%、米国が▲0.06%、日本が▲0.01%にとどまっている。もちろん、これは日米中経済に与える即時的な影響であり、その長期的な効果、あるいは乗数効果は本試算よりも大きくなる可能性は残されている。しかしながら、米中間の貿易が停滞する一方で日本からの代替輸入が増加する「漁夫の利」の効果まで踏まえると、ネガティブな長期的乗数効果を代替効果のポジティブ面が相殺することもまた、無視できないだろう。

<sup>1</sup> ただしこれらの業者が物流商社等に輸出を委託している場合、統計上加算されない点には注意が必要である。

図表1：関税の影響試算（総括版）



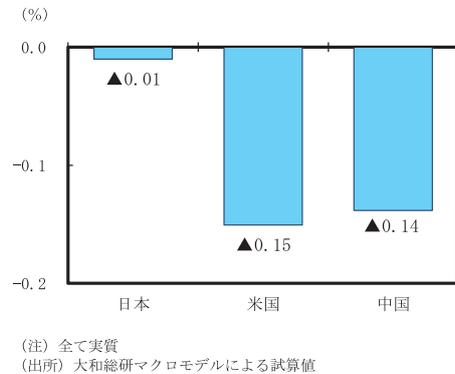
図表2：日米中経済に与える影響（詳細版）

| 中国経済に与える影響 |     | 実質GDP | 個人消費  | 設備投資  | 政府支出  | 輸出    | 輸入    |
|------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 米中財政支出なし   | 乖離率 | ▲0.10 | ▲0.25 | ▲0.04 | 0.00  | ▲0.12 | ▲0.22 |
|            | 寄与度 |       | ▲0.10 | ▲0.02 | 0.00  | ▲0.02 | 0.04  |
| 米国経済に与える影響 |     | 実質GDP | 個人消費  | 設備投資  | 政府支出  | 輸出    | 輸入    |
| 米中財政支出なし   | 乖離率 | ▲0.06 | ▲0.10 | ▲0.08 | 0.00  | ▲0.07 | ▲0.19 |
|            | 寄与度 |       | ▲0.07 | ▲0.01 | 0.00  | ▲0.01 | 0.03  |
| 日本経済に与える影響 |     | 実質GDP | 個人消費  | 住宅投資  | 設備投資  | 輸出    | 輸入    |
| 米中財政支出なし   | 乖離率 | ▲0.01 | ▲0.00 | ▲0.00 | ▲0.04 | ▲0.06 | ▲0.05 |
|            | 寄与度 |       | ▲0.00 | ▲0.00 | ▲0.01 | ▲0.01 | 0.01  |

(注1) 米国が中国からの輸入500億ドルに25%課税、中国が米国からの輸入500億ドルに25%課税した場合の影響試算  
(注2) 全て実質  
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

なお、参考までに、「米国が中国に対して2,500億ドルに相当する輸入品目に対して関税（500億ドルに対して25%、2,000億ドルに対して10%）を課し、同時に中国が米国に対して500億ドルに相当する輸入品目に対して25%の関税を課した場合」の影響を試算したものが図表3（詳細版は図表4）だ。GDPの下押し効果はそれぞれ中国が▲0.14%、米国が▲0.15%となり、日本が▲0.01%となる。前頁での試算結果からインプリケーションと同様であり、米中関税合戦が实体经济に与える影響は必ずしも大きくないと言えよう。

図表3：関税の影響試算（総括版）



図表4：日米中経済に与える影響（詳細版）

| 中国経済に与える影響 |     | 実質GDP | 個人消費  | 設備投資  | 政府支出  | 輸出    | 輸入    |
|------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 米中財政支出なし   | 乖離率 | ▲0.14 | ▲0.25 | ▲0.05 | 0.00  | ▲0.30 | ▲0.25 |
|            | 寄与度 |       | ▲0.10 | ▲0.02 | 0.00  | ▲0.06 | 0.04  |
| 米国経済に与える影響 |     | 実質GDP | 個人消費  | 設備投資  | 政府支出  | 輸出    | 輸入    |
| 米中財政支出なし   | 乖離率 | ▲0.15 | ▲0.26 | ▲0.20 | 0.00  | ▲0.07 | ▲0.46 |
|            | 寄与度 |       | ▲0.18 | ▲0.03 | 0.00  | ▲0.01 | 0.08  |
| 日本経済に与える影響 |     | 実質GDP | 個人消費  | 設備投資  | 政府支出  | 輸出    | 輸入    |
| 米中財政支出なし   | 乖離率 | ▲0.01 | ▲0.00 | ▲0.00 | ▲0.07 | ▲0.11 | ▲0.10 |
|            | 寄与度 |       | ▲0.00 | ▲0.00 | ▲0.01 | ▲0.02 | 0.02  |

(注1) 米国が中国からの輸入500億ドルに25%課税、2,000億ドルに10%課税、中国が米国からの輸入500億ドルに25%課税した場合の影響試算  
(注2) 全て実質  
(出所) 大和総研のマクロモデルによる試算値

真のリスクは「米中貿易戦争の後」に訪れる

以上の議論を踏まえると、現時点で発動が決定している通商政策が日本企業・日本経済に与える影響は決して大きなものではないと言えよう。しかし問題は「現時点で発動が決定している通商政策」だけでトランプ大統領が溜飲を下げるとは考え難いところにこそある。

実際、中国の譲歩にもかかわらずトランプ大統領は米中共同声明を反故にしている。この行動の真意は大統領本人しか知り得ない。しかし推論としては以下の三つが考えられる。一つは、11月に中間選挙が控えている中で、「公約の積み残し」でもある通商政策におけるパフォーマンスを続ける誘因を、トランプ大統領が強く持っているという推論だ。

二つ目の推論として考えられるのは、中国が「譲歩を見せたからこそ」、さらに高めの球を投げる気になった、というものだろう。先述した中国政府の関税引き下げは既に実施されている。この決

定を確認した上で手のひらを返し、圧力を強めて「ディール」を優位に進めるのがトランプ流と言われればそれまでだ。中国政府も詰めが甘かった、ということなのかもしれない。

ただし、こうした近視眼的な政治経済事情のみならず、長期構造的な要因がトランプ政権の通商政策の背景に存在していることも無視できない。ホワイトハウス内で強硬な通商政策を主張する者の中には、経済合理性だけではなく、国防・安全保障上の問題を強く意識してきた者も含まれている。米国の覇権に挑戦する新興勢力としての中国が経済的・軍事的に国力を増し、また、憲法改正等を経て権力基盤を強化した習近平国家主席が長期政権を担う可能性が高まる中、米国覇権の維持を目的とした強硬な通商政策の発動が米国の国益にかなうという哲学に基づいて外交に従事しているとみられる者が、ホワイトハウス内に少なからず存在している。

こうした目的に立った通商政策が発動される限りにおいて、中国の産業育成戦略上重要な品目に対しては、なお厳しい関税措置が取られる可能性が残る。そしてその品目は引き続き、中国経済を牽引する「機械および部品」「電気機械」が中心となろう。これらの品目は中国が掲げる長期ビジョンである「中国製造2025」において重点的に注力するとされている分野でもある。また、これらの品目に対しては今回の米国の関税措置の法的根拠となった1974年通商法301条に基づいた中国の技術移転策に対する制裁措置として、比較的関税を設定しやすい可能性もある。

しかし逆に、中国の覇権への野望を抑制するという意図を米国がそれほど重視しておらず、あくまで前述したような中間選挙前の、言わばパフォーマンスとして通商政策が行われているのであれば、貿易戦争のリスクは中間選挙後に低減することになる。ただし、そのパフォーマンスの矛先が中国以外の、対米貿易収支黒字の大きな国々―すなわち日本、欧州、メキシコ等―に向かうとすれば、これらの国々が優位性を持つ製品も関税引き上げの対象として検討されるというシナリオもまた、現時点では否定しきれないということになる。

### **米国の自動車関税が全幅で発動した場合のコスト増は2.2兆円と壊滅的**

日本企業および日本経済にとっての最大の懸案事項はそこにある。より端的に言えば現在「検討」されている自動車に対する関税賦課を米国が発動するリスクだ。そしてこの自動車関税シナリオの蓋然性は全く無視できない。図表5に示す通り、中国に次いで巨額の対米貿易収支黒字を抱えている日本、欧州、メキシコの主要な輸出品目が輸送機および部品であるためだ。

そして実際、トランプ大統領は5月23日に自動車および自動車部品の輸入に関して1962年通商拡大法232条に基づく調査に着手するように指示している。具体的な関税率や品目が判明するのは調査後となるが、乗用車にかかっている現行2.5%の関税率が、最高で25%になるとの報道もなされているところだ(他方、トランプ大統領は7/1のテレビ番組で20%と発言している)。

追加関税の対象となり得る品目と対米輸出額について整理すると、足下で2.5%の関税率がかかっている乗用車は4.5兆円、自動車部品は9,614億円(いずれも2017年実績ベース)となっており、合わせて5.5兆円が追加関税の対象となる可能性がある。これらの品目に、一律25%の関税がかけられた場合、関税の増加額は1.2兆円と試算される。

また日本の自動車メーカーは、カナダやメキシコなど第三国で製造した自動車の対米輸出の金額も大きいとみられる。NAFTAの再交渉が難航する場合、こちらにも追加関税が課される可能性が高い。そこで大和総研では業界統計などから第三国経由の輸出額を推計した。推計された第三国

からの輸出は4.0兆円と、日本からの直接輸出4.5兆円に匹敵する規模となった。仮にこの第三国がNAFTA加盟国だと仮定すれば、関税率が現行の0%から25%に引き上げられた場合、関税の増加額は1.0兆円となる。これに日本からの直接輸出にかかる関税の増加額を合わせると2.0兆円（自動車部品を含むと2.2兆円以上）となり、文字通り桁違いのインパクトを持つことになる。

従って本稿の議論を総括すると、日本経済にとって最大のリスクは米中貿易戦争そのものというよりは、米中間で通商問題に一定の妥結が得られたのち、米国の矛先が日本に向くシナリオということになる。米国の矛先が中国以外の、対米貿易収支黒字の大きな国々－すなわち日本、欧州、メキシコ等－に向かうとすれば、図表5で確認した通り、これらの国々が優位性を持つ自動車および自動車部品が輸入関税引き上げの対象とされる可能性が高まる。日本経済にとっての最大の正念場は、米中貿易戦争の先に控えている自動車通商交渉となろう。

図表5：米国 主要貿易相手国別の品目別貿易収支（2017年実績）

| (単位:100万ドル) | 総額       | 中国       | 日本      | ユーロ圏     | カナダ     | メキシコ    |
|-------------|----------|----------|---------|----------|---------|---------|
| 合計          | -796,172 | -375,228 | -68,848 | -132,558 | -17,504 | -71,057 |
| 飲料等         | -15,307  | 81       | 153     | -10,052  | 1,517   | -4,590  |
| 鉱物性資源       | -57,015  | 7,949    | 4,951   | 6,221    | -54,336 | 15,032  |
| 医薬品         | -50,846  | 994      | 1,413   | -30,590  | -153    | 853     |
| ゴム製品        | -13,142  | -2,770   | -1,772  | -1,331   | 1,341   | 992     |
| 皮製品         | -11,423  | -7,272   | 117     | -1,900   | 539     | -5      |
| 木材および製品     | -10,260  | -739     | 690     | -676     | -8,314  | 427     |
| 衣料品等        | -112,725 | -49,304  | 171     | -3,633   | 2,099   | -3,723  |
| 鉄鉱石・鉄鋼      | -11,399  | 434      | -1,136  | -2,909   | -296    | 2,830   |
| 鉄鋼製品        | -18,645  | -10,776  | -1,264  | -3,066   | 2,178   | 736     |
| アルミニウムおよび製品 | -11,091  | -1,855   | 29      | -969     | -5,393  | 2,819   |
| 機械および部品     | -140,115 | -96,762  | -23,250 | -31,795  | 20,796  | -11,119 |
| 電気機械        | -177,154 | -134,864 | -12,316 | -3,346   | 17,680  | -20,652 |
| 輸送機および部品    | -159,838 | -1,477   | -49,265 | -28,758  | -4,534  | -62,500 |
| 航空機および部品    | 100,407  | 15,758   | 2,544   | 16,522   | 2,952   | 2,641   |
| 家具等         | -51,935  | -31,639  | -15     | -2,589   | 240     | -8,592  |
| 玩具等         | -24,414  | -25,333  | 87      | 60       | 1,805   | -254    |

(出所)Haver Analyticsより大和総研作成

# マーケット・アウトLOOK

## 日本経済と国債需給の新しい見方

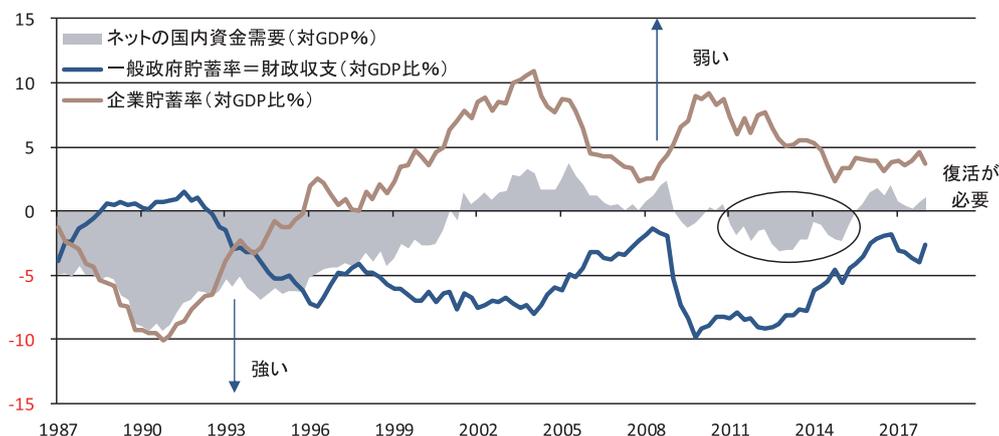
ソシエテ・ジェネラル証券会社 調査部 チーフエコノミスト 会田 卓司

昨年12月に出版した『日本経済の新しい見方』（きんざい）をもとに、日本経済の分析のカギとなる論点をまとめる。そして、国債市場の需給に関する新しい考え方を試みる。

### 「ネットの国内資金需要」というパラメーターの重要性

資金調達をして事業をする企業部門の貯蓄率は通常はマイナスである。リストラや負債削減を背景に企業貯蓄率が異常なプラスとなり、過剰貯蓄がマクロ経済の総需要を破壊しているのが日本経済の問題だ。企業貯蓄率とインフレ率はかなり強い相関関係があることが確認できる（1988年からの相関係数は $-0.82$ ）。名目GDPが縮小しているビジネスの逆風下では、どんな成長戦略も企業活動を活性化させることができない。財政政策などで名目GDPを強く拡大させ、まずは企業に対する順風を生み出すことが重要である。雇用と投資への支出拡大で企業貯蓄率がマイナスとなり総需要を破壊する力が消滅すれば、デフレ完全脱却となる。プラスの企業貯蓄率ではデフレに逆戻りするリスクが残りデフレ脱却宣言はできない。この認識こそが非常に重要な「新しい見方」である。そして、財政赤字は企業貯蓄率と逆方向に動いているとの認識も同様だ。財政収支が企業貯蓄をオフセットしている形であれば、国債のファイナンスが問題化することは考えにくい。増税・財政再建より、景気拡大・デフレ脱却を優先できる環境である。資金を調達する主体の企業部門の貯蓄率と政府の貯蓄率である財政収支の合計をネットの国内資金需要として定義し、このパラメーターの重要性を指摘する。日本では、長らくネットの国内資金需要が消滅し、資金が循環・拡大できなかった。それが震災復興とアベノミクスによってネットの資金需要が復活し、デフレ脱却の力になったのである。しかし、再び消費税率引き上げを含む緊縮財政でネットの資金需要が消滅し、またその力がなくなってしまった。そして、ネットの資金需要をファイナンスしてこそ効果を発揮する金融緩和も無力になった。

図：ネットの国内資金需要（企業と政府の貯蓄率合計、対GDP%）

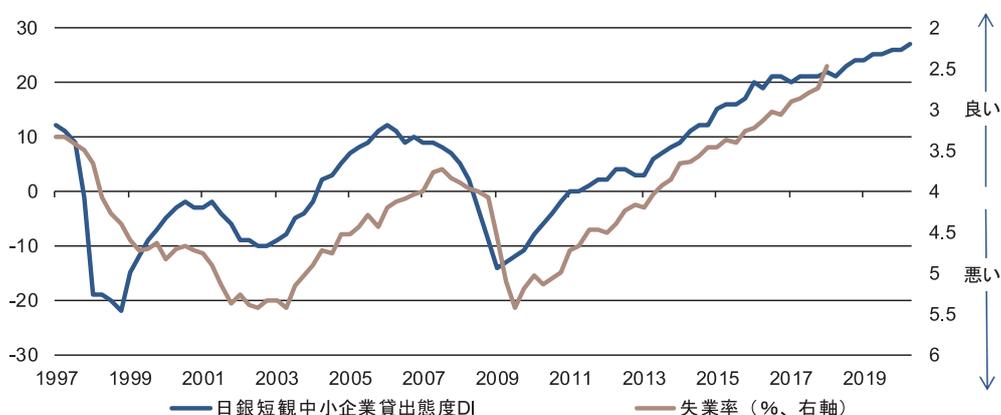


出所：日本銀行、ソシエテ・ジェネラル証券

### 所得増加のために

サービス業中心の経済になったため、景気・雇用・投資の循環はかつて重要だった在庫という要因より、信用の拡張と縮小が左右するようになった。中小企業でも資金調達が容易な環境になると雇用が拡大し失業率が低下する。バブル期の賃金上昇・内需拡大は失業率が3%から2%へ低下することによって起こった。失業率が3%をようやく下回った現在はまだその入り口だ。貸出態度が悪化しなければ金融緩和の副作用は大きくないと言える。ネットの資金需要は、企業と政府が支出する力を意味し、それは所得として家計に入っていく。ネットの資金需要による資金循環の力が、総賃金を拡大し、名目GDPを600兆円に押し上げていくことになる。

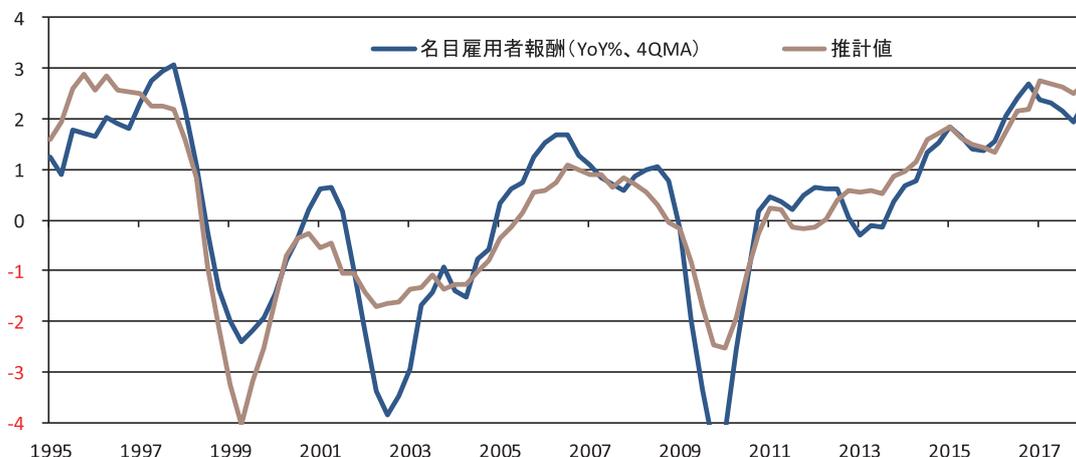
図：日銀短観の中小企業による金融機関の貸出態度判断指数と失業率



出所：日本銀行、総務省、ソシエテ・ジェネラル証券

貨幣経済の拡大が強くなると、人口動態が悪化（推計定数がマイナス）しても、総賃金は拡大することができる。総賃金を縮小から拡大に転じさせたことがアベノミクスの最大の成果である。現在、その拡大が3%程度に向けて強くなろうとしている。総賃金の拡大の牽引役が、雇用の増加から一人

図：名目雇用者報酬と推計値



総賃金（前年同期比%、4QMA） =  $-0.35 + 0.19$  中小企業貸出態度DI（2四半期先行）  
 $-0.24$  ネットの資金需要（トータルレバレッジ、GDP%）  $-0.45$  総賃金の4四半期ラグ、 $R^2 = 0.81$

出所：内閣府、日本銀行、ソシエテ・ジェネラル証券

当たりの賃金の上昇へ変化し、家計がデフレ脱却と景気拡大を実感し始めるだろう。高齢化が進行しても、企業と財政の資金を使う力（ネットの資金需要）が強くなると、総賃金が拡大、家計貯蓄率は上昇し、家計のファンダメンタルズが改善することができる。

### 履歴効果としてのデフレ期待

大胆な金融緩和によって日銀が目指す2%の物価安定目標について、これまでの日本の実績物価上昇率がずっと達成できていないことをもってして、「日本には高すぎて合わないから引き下げるべきだ」との主張は望ましくない。コアCPI（除く生鮮食品と消費税）前年比で示す物価動向は、国内の物価上昇圧力を示す総賃金前年比、海外からの物価上昇圧力を示す米国CPI前年比、そしてドル・円の動きでうまく推計できる。この推計式に基づくと、仮に総賃金の拡大が3%程度、米国のCPIの上昇が2.5%程度、そしてドル・円が120円程度という強めの前提をおいても、コアCPI前年比の推計値は1%程度の上昇にしかない。過去のデータ、即ち経験則では、2%の物価上昇率というシミュレーション結果を得るのが難しく、実感として2%の物価目標の達成は困難だということになるのだろう。

図：コアCPIインフレ率の推計



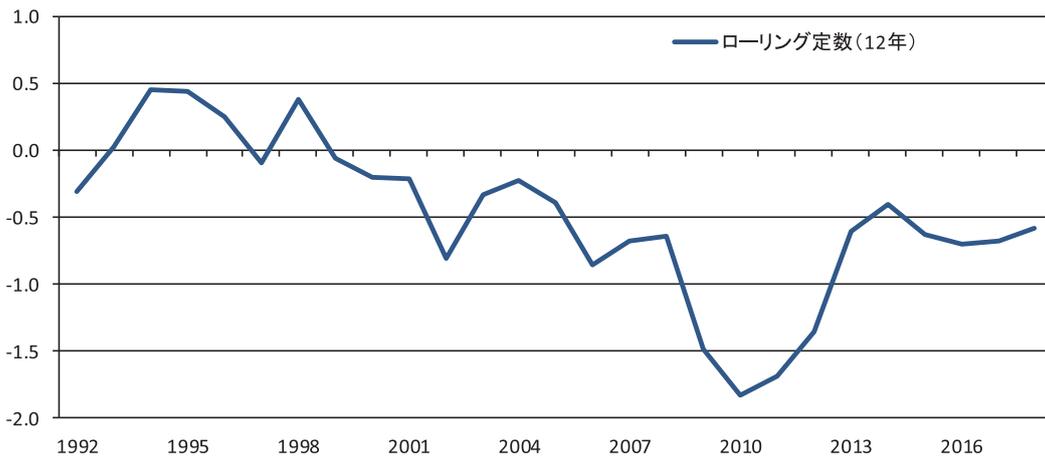
コアCPI =  $-0.78 + 0.24$ 総賃金 +  $0.31$ 米国CPI +  $0.02$ ドル円3年前比 +  $0.99$ アップダミー（誤差が1SD以上は1） -  $0.68$ ダウンダミー（誤差が-1SD以下は1）、R<sup>2</sup>=0.95

出所：総務省、内閣府、米国労働省、日本銀行、ソシエテ・ジェネラル証券

しかし、異なる見方ができる。総賃金、米国のCPI、そしてドル・円に変化がない、即ちどこからも物価上昇圧力がない時のコアCPI前年比の水準（物価の基礎体温）を意味するモデルの定数項が約-0.8%となっている点に注目する。このマイナスの定数項は、日本経済に染み付いたデフレ期待が履歴効果として存在している点を示すものと理解される。これまでの抑制的な日銀の金融政策（デフレファイターではなく、いつでもインフレファイターであった）による影響もあったと考えられる。景気拡大がかなり強くなり、政策コミットメントの持続に対する信認も強く、デフレ期待が払拭されれば、理論的には定数項は若干のプラスになるはずだ。このことが現実的か否かは、全期間のモ

デル推計による「平均」としての定数項の値ではなく、一定期間ごとのローリング推計で定数項が変化するかを見れば良い。それでいくと、定数項は経済の状況に合わせて変化することが分かる。つまり、定数項のプラス化は可能であり、デフレ期待の消滅により失業率と物価上昇率の関係であるフィリップスカーブが上昇シフトし、2%の物価上昇は達成可能だと言える。

図：インフレ・デフレ期待の履歴効果（インフレ率モデルの定数項ローリング推計値）



出所：総務省、内閣府、米国労働省、日本銀行、ソシエテ・ジェネラル証券

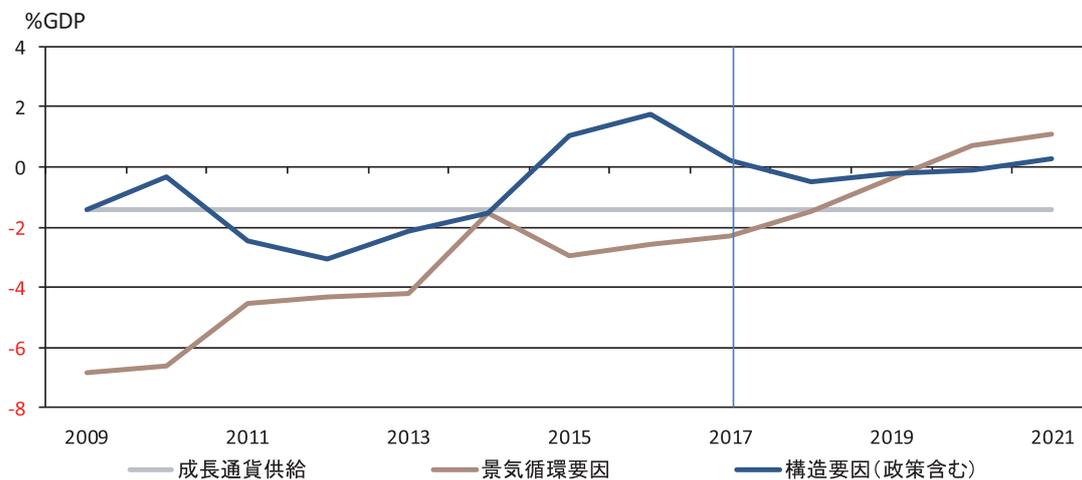
### 国債市場需給と財政破綻リスクの新しい見方

長期間の経済低迷により家計に力はなくなってしまっているため、日本の景気動向は企業活動に左右されている。企業貯蓄率が企業活動と景気動向の強さを表す代理変数になっていることを指摘してきた。そして、税金などを通じた景気自動安定化機能により、企業貯蓄率と財政収支は逆相関の関係にある。企業のデレバレッジやリストラなどで企業貯蓄率が上昇すれば、景気動向が悪化し、税金が減少するなどして財政収支も悪化する。企業の設備投資や雇用拡大などで企業貯蓄率が低下すれば、景気動向は改善し、税金が増加するなどして財政収支も改善する。言い換えれば、企業貯蓄率で財政収支を推計すれば、景気循環要因の財政収支が分かることになる（2000年からのデータ）。

企業のデレバレッジが完全に止まり、総需要を破壊する力がなくなり、デフレ完全脱却となる企業貯蓄率は0%であると考えられる。その時の景気循環要因の財政収支が0%だとすると、景気循環要因の財政収支（GDP比%）は企業貯蓄率に $-0.73$ を掛けたものとなる。企業貯蓄率が高ければ、民間貯蓄が潤沢であり、財政ファイナンスも容易となるため、財政収支の赤字は大きくても安定的となる。更に、大きな財政赤字は需要を追加し、経済活動の縮小を防止するために必要である。そして、日銀が経済活動の拡大にともなう成長通貨を一定量供給する必要があるとする。かつて日銀は国債買い切りオペをそのような名目で行っていた。その分の国債発行、すなわち財政赤字が常時必要であり、推計の定数の分である $-1.4\%$ （GDP比%）とする。この二つ、景気循環要因と成長通貨供給で説明できない残差が、構造的な財政収支ということになる。構造的な財政収支には、消費税を含む社会保障関連など、景気要因以外の政策が含まれると考えられる。高齢化などによる社会保障支出の拡大や「将来世代に負担を押し付ける」ような野放図な財政支出が手におえない状況になってし

まっているのであれば、この構造的な財政収支の赤字幅は拡大傾向にあるはずだ。財政収支は、成長通貨供給、景気循環的財政収支、そして構造的財政収支に分解することができることになる。

図：日本の財政収支の分解



出所：日銀、内閣府、ソシエテ・ジェネラル証券

財政収支 (GDP比%) = -1.4 - 0.74企業貯蓄率 (GDP比%) + 残差、R2=0.54

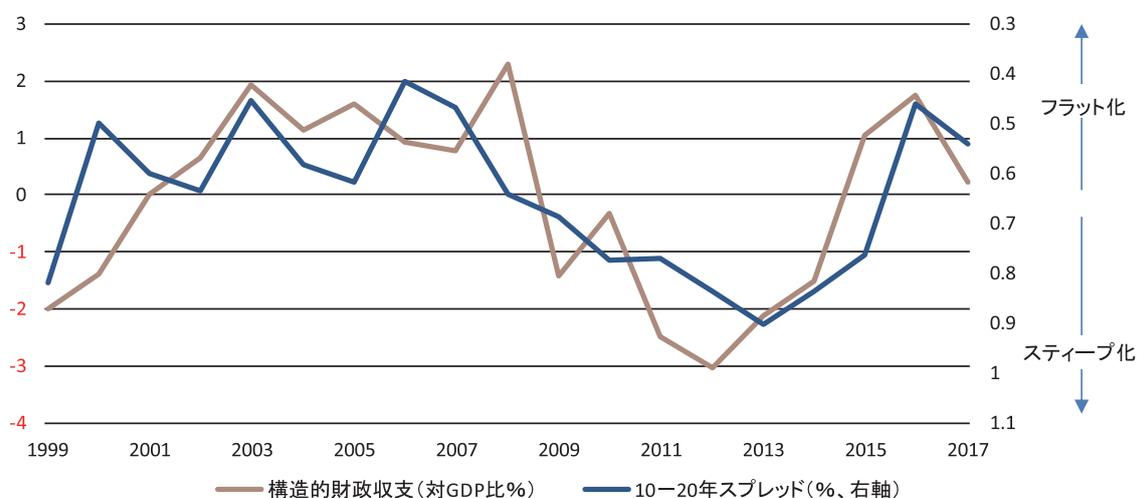
財政収支 = 成長通貨供給 + 景気循環的財政収支 + 構造的財政収支

構造的財政収支を推計すると、2000年から現在まではほぼGDP対比3%以内の安定的なレンジに収まっていることが分かる。高齢化などによる社会保障支出の拡大や「将来世代に負担を押し付ける」ような野放図な財政支出に対する警戒感は過度であることが証明され、現実の日本の財政運営はかなり安定していることになる。更に、構造的財政収支は既にほぼ赤字がなくなっていることが分かる。景気循環要因を除いた「構造的基礎的財政収支」をターゲットにするグローバル・スタンダードでは、日本の財政収支は既にかなり安定的になっている。または、財政再建目標は既に達成していることになる。日本独自のゆがんだスタンダード（景気循環要因を含む基礎的財政収支）による過度な財政懸念で、財政緊縮を推し進めてしまうと、デフレ完全脱却を妨げるばかりではなく、安定的な経済成長、そして弱者救済策やセーフティーネットの脆弱化などで国民生活の向上を阻害してしまうことになる。企業貯蓄率がプラスである異常な状態であれば景気循環要因を含んだ基礎的財政収支が赤字なのは当然であり、黒字化の目標を2020年度から2025年度まで先送りすることは妥当であるばかりか、強引に黒字を目指す必要性は、景気が過熱していて経済政策の引き締めが必要な場合を除いてはほとんどない。

構造的財政収支は既にほぼ赤字がなくなっていることが、日本の国債市場で超長期金利が著しく安定していることや、追加的な国債発行が不足しているため日銀の国債購入の限界が意識されていることの原因と考えられる。国債市場の需給の動きにとって最も重要なのは構造的財政収支である。なぜなら、成長通貨供給には日銀の買いオペが、景気循環要因には企業の貯蓄が、国債をファイナンスする力となり、国債市場の需給を大きく傾ける要因とはならないからだ。構造的財政収支が、赤字であれば国債の追加的な供給の増加で金利上昇要因、そして黒字であれば供給の減少で金利低

下要因となる。国債10年金利までは日銀の金融政策の影響を強く受けている。一方、構造的財政収支が国債市場の需給を大きく傾ける要因となるのであれば、国債10-20年金利スプレッドに影響がみられるはずである。実際に両者には強い相関関係（相関係数は-0.68）が確認でき、現在のフラットすぎるイールドカーブは、構造的財政収支が2014年度以降の財政緊縮で黒字になっていることが強く影響しているようだ。どちらかというとも構造的財政収支に若干の先行性も確認できる。構造的財政収支が黒字になればフラットニング、赤字になればスティーピングとなる。

図：構造的財政収支と国債10-20年金利スプレッド



出所：日銀、内閣府、ソシエテ・ジェネラル証券

フラットすぎるイールドカーブで金融機関の収益構造に下押しを掛けているのは、日銀の金融政策だけではなく、政府の緊縮財政の影響も大きいことが分かった。政府は、「生産性革命・集中投資期間」として「大胆な税制、予算、規制改革などあらゆる施策を総動員する」方針の中で、予算制約を緩和するため、プライマリーバランスの黒字化目標を2020年度から2025年度に先送りした。今後は、財政政策がしばらくは緩和的となり、構造的財政収支が若干の赤字に転じるとみられ、国債10-20年金利スプレッドは若干ではあるが拡大していく可能性がある。日銀の金融緩和の副作用が大きくなることを警戒するのであれば、財政拡大によってデフレ完全脱却までの勢いを強くする必要があると考えられる。

## 資産運用業界の現状

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

### 1. 投資信託等金融商品の現状

日本で公募投信純資産残高が100兆円を超え、新聞紙上を賑わせたのは、2015年5月のことであった。その後、3ヶ月後に公募投信残高は100兆円を下回った。再び100兆円を回復したのは2017年5月であった。その後は順調にその残高は増え続け、2017年12月には111兆円に達した。その後はほぼ横ばいで推移している(図1参照)。

投資信託は、その分類上、公募投信と私募投信に分けられる。この2つの投資信託の違いは、投資家の数および質になる。公募投信の場合、投資家は一般個人投資家であり、1つの投信に数千から数万人の投資家がいると思われる。また、追加型投資信託の場合、いつでも売買ができる仕組みになっている。このいつでも売買ができる仕組みになっているため、運用者(投信会社)は、毎日基準価格を出さなくてはならず、私募投信に比べコストアップ要因になっている。一方、私募投信には、投資家に人数制限(50人以下)があり、投資家はいわゆる機関投資家であり、また募集する際のいろいろな手間(目論見書の作成や監督官庁への報告など)が公募投信に比べ格段に少なく、広告費用もかからない。投資信託には、募集手数料のほか、管理手数料(信託報酬)がかかる。この管理手数料は、日割りで取られており投資家にとって分かりにくいシステムとなっている。

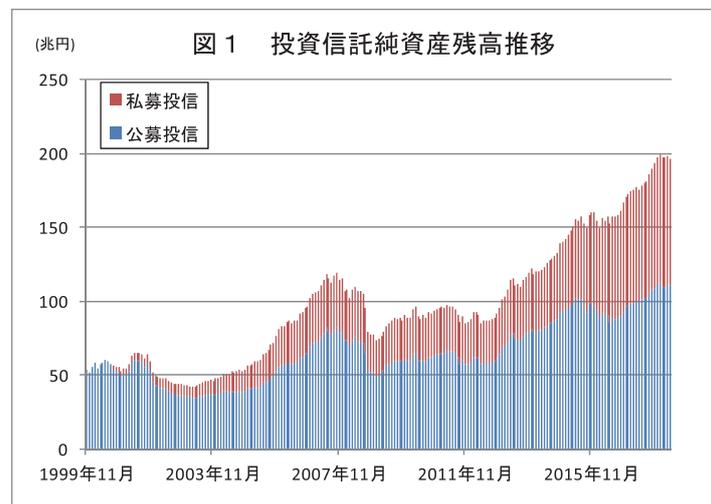


図1のデータの最新は2018年5月のものであるが、図でみればわかるとおり、公募投信と私募投信の純資産額はほぼ半々となっている。また、公募+私募の純資産残高が100兆円を超えたのは、リーマンショック前の2007年ごろであることが見て取れる。

2018年5月の詳細な数値を表1に示す。この表は、販売態別となっており、私募投信の主な売り子は、証券会社ではなく、銀行等であることが分かる。1999年以前、投資信託の販売は証券会社に定められており、銀行は投資信託の販売はできなかったが、法律改正により銀行も販売ができるようになり、主にプロ向けの私募投信に力を入れてきたことが分かる。また、公募+私募の合計額も証券・

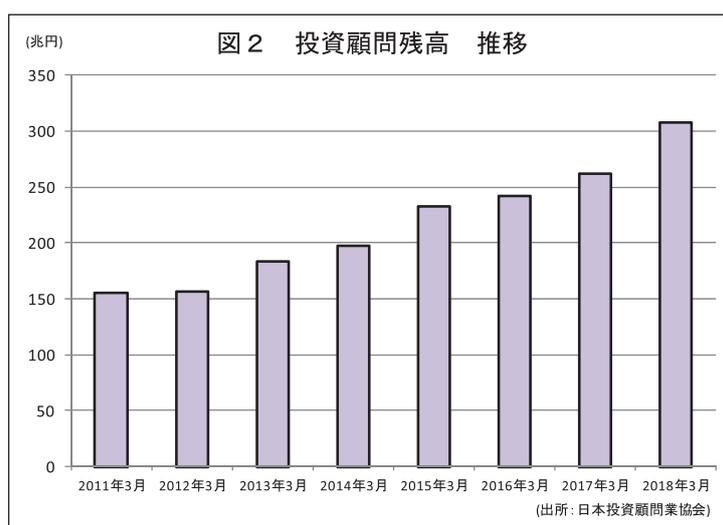
銀行が拮抗している。ほぼ同等の額となっている。また、公募+私募の合計額は195兆円と約200兆円に達している。

表1 投資信託の純資産残高（2018年5月）

(単位:百万円)

|     | 私募投信       | 公募投信        | 合計          |
|-----|------------|-------------|-------------|
| 証券  | 15,066,231 | 81,866,213  | 96,932,444  |
| 銀行等 | 65,485,020 | 27,998,622  | 93,483,642  |
| 直販  | 4,564,989  | 889,104     | 5,454,093   |
| 合計  | 85,116,240 | 110,753,939 | 195,870,179 |

日本では、金融商品の塊のような商品は、投資信託のほかに投資顧問がある。金融商品を投資信託と投資顧問に分けているのは、ほぼ日本だけであり、外国ではこのような区別はない国がほとんどである。



投資信託と投資顧問の違いは、投資家の数であり、投資信託が多数の投資家、投資顧問は1人の投資家となる。したがって、投資顧問のほうが、投資信託よりコストの面では安くなる。その上、投資制限などの特別条項を設定することもできる。現実には、年金基金等がおこなう年金信託、企業等がおこなう特定金銭信託などが投資顧問会社等と契約し、運用を行うことになる。

この投資信託と投資顧問はそれを規制する法律も違えば、管理する協会も違う。投資信託の場合、一般社団法人 投資信託協会であり、投資顧問の場合、一般社団法人 日本投資顧問業協会である。大手の運用会社は両方の協会に加入している。

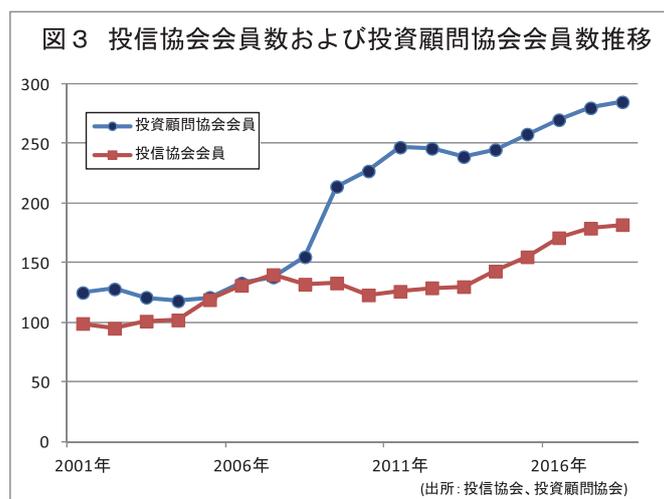
図2には、投資顧問残高推移が示されている。これを見ると、2011年から2018年の7年間に150兆円から300兆円と残高はほぼ倍増している。投資信託のほうも、2011年から2018年の7年間に100兆円から200兆円とほぼ倍増している。

2018年3月には両方合わせて500兆円とほぼ日本のGDPなみの金額となっている。このように近年運用残高が急上昇している背景には、NISA、DC、iDeCoなどの非課税の投資商品が設定されたことが大きく影響しているのではないかと思われる。

## 2. 日本における運用会社の変遷

日本での運用会社は、証券会社の子会社として投資信託委託会社が設立されたのが最初であり、1959年である。当時の4大証券(野村、大和、日興、山一)にそれぞれ投資信託委託会社が設立された。そのうち現在でも、その当初の名前通りに存在しているのは、大和投資信託委託のみである。野村投信は野村投資顧問と合併、1997年に野村アセットマネジメントに、日興投信は、日興国際投資顧問と合併、1999年に日興アセットマネジメントにそれぞれなった。日興アセットはその後、2009年に住友信託銀行(現三井住友信託銀行)に買収された。山一投信は1997年の山一証券廃業の際、三和銀行(現三菱UFJ銀行)に譲渡され、パートナーズ投信(現三菱UFJ投信)になり、山一投資顧問はソシエテジェネラル傘下に入り、SG山一アセットマネジメント(現ソシエテジェネラルアセットマネジメント)になった。大和投信は現在でも大和投信であるが、投資顧問業の大和投資顧問は、大和投信との合併をせず、住銀投資顧問・エスビーアイエム投信との合併を選び、1999年大和住銀投信投資顧問となった。このように、1990年のバブル崩壊以後の証券界は倒産あり、合併ありで名前も内容も大きく変わった。銀行界のほうも、これに負けず劣らず大きな変革の波に襲われた。7行(第一勧銀、富士、三菱、三井、住友、三和、東海)あった都市銀行は結局3メガ銀(みずほ、三菱UFJ、三井住友)に集約された。3メガ銀は、それぞれ運用会社を設立、または買収で傘下の運用会社を大きくしてきた。みずほはアセットマネジメントOneに、三菱UFJは三菱UFJ投信投資顧問に、三井住友は三井住友アセットマネジメントになったが、いろいろな会社の買収合併を繰り返した結果である。以上は、大証券、大銀行だけの運用会社の変遷であり、地銀や中小証券さらには独立系の運用会社もあり、運用業界はさらに大きくなっていくことと思われる。

図3には、それぞれの協会に属する会員(運用会社)数の時系列推移を示すが、一貫して投資顧問会社の方が投信会社の数より常に多く、1対1の投資顧問のほうが、なにかと面倒くさい投資信託よりもやりやすい結果であると考えられる。2018年3月時点では、投資顧問285社、投信182社となっている。なお、両者に加盟している会社も非常に多い。



## 3. オルタナティブ投資の増加

投信会社および投資顧問会社は、伝統的な株式・債券に投資する会社という位置づけであるが、株式は安定的な収益が期待できず、債券は先進国の中央銀行がゼロ金利にした結果、債券の利回りも非常に低くなり、投資妙味に欠けるという状況に陥った。その結果、絶対リターンを追求するヘッ

ジファンドがその地位を高めてきた。デリバティブを使つての株式・債券の両建てや、先物・オプション・スワップなどの機動的な運用で、ヘッジファンドを手掛ける運用会社はその数数万社に上るといった状況に至り、ついには、大手の運用会社はどのヘッジファンドを選ぶかが仕事(ゲートキーパー)になってきた。ヘッジファンドは、流動性は高いが、大きく失敗する例もあった。最も影響が大きかった例は、LTCM(ロングターム・キャピタル・マネジメント)であろう。このヘッジファンドは1994年に設立され1999年に破綻した。1994年当時12億5000万ドルを集め、債券のレラティブ・バリュ戦略(割高な債券をカラ売り、割安な債券を購入)で大きく成功し、1998年年初までは、その額4000億ドルにまで達した。その間、レラティブ・バリュ戦略だけを行っていたわけではなく、M&Aや金利スワップ、モーゲージなど流動性が低い取引が非常に多くなっていた。1997年のアジア通貨危機と1998年のロシア財政危機がきっかけとなり、8ヶ月間に4000億ドルから12億ドルまで資産を減少させた。結果的にLTCMは破綻したが、額が大きいくだけ世界経済にも大きな影響を与えた。日本でも1997年は山一証券の破綻など経済は低迷、日経平均も22000円から12000円まで3年間で半分近くまで下落した。

結局、その後はこれを教訓にし極端な取引をするファンドは少なくなってきたと思われる。しかし、年金などを中心に長期的で確実にプラスのリターンを得る運用のニーズは高く、プライベート・エクイティと呼ばれる未公開株投資のファンドが隆盛になってきた。米国・欧州には、非常に大きなプライベート・エクイティ・ファンドがいくつもあるが、日本には大きなファンドはない。ソフトバンクがその範疇に入るとすれば、ソフトバンクも大きなファンドと言えよう。

ここでは、日本で最も大きなベンチャー・キャピタルであるJAFCOと最近アジアのファンドを立ち上げたブラックストーンのトラックレコードを掲載し、内容の解説を含めファンドの行方などを占いたい。

#### 4. JAFCO

JAFCOは、日本最大のベンチャー・キャピタルで、その創業は1973年に遡る。当時は日本合同ファイナンスという会社名であった。1982年に日本初の投資事業組合を設立している。投資事業組合とは、つまりファンドである。

表2には、JAFCOのすべてのファンドの運用結果が示されている。1982年設立のJAFCO No.1ファンドから2017年設立のJATFⅦファンドまで計40本のトラックレコードである。

JAFCO No. 1ファンドを見ると、払込金額16億円、分配金総額52億円、投資倍率3.26倍、ネットのIRRは16.7%とかなりな好成績を示している。運用年数は11.68年とちょっと長い。このJAFCOのファンドは10～12年と比較的運用年数が長い。

日本のマーケットで取引をしていると、日本のバブル絶頂期スタートのファンドは苦戦していることがわかる。1989～90年設定のファン度は投資倍率が1倍以下となっており、パフォーマンスはマイナスである。

JAFCOはベンチャー・キャピタルという位置づけではあるが、最近ではバイアウト・ファンドも手掛けている。2018年3月期では、ベンチャーキャピタル122億円、バイアウト59億円であった。JAFCO自体の収入は、ジェネラルパートナーとしてのキャピタルゲイン、ファンドの管理報酬、成功報酬の3種類に分類されるが、2018年3月期はキャピタルゲイン136億円、管理報酬35億円、成功報酬24億円であった。このようなファンドは、自社のファンドに自社が投資する(ジェネラルパートナー)が通例であり、キャピタルゲインは、自社のファンドのキャピタルゲインである。

表2 JAFCO 清算ファンド

| ファンド           | 設立年月     | 終了年月     | 運用年数  | 払込済A | 分配額B | 倍率(B/A) | Net IRR |
|----------------|----------|----------|-------|------|------|---------|---------|
| JAFCO No.1     | 1982年4月  | 1993年12月 | 11.68 | 16   | 52   | 3.25    | 16.7%   |
| JAFCO No.2     | 1982年7月  | 1994年7月  | 12.01 | 28   | 86   | 3.07    | 14.9%   |
| JAFCO No.3     | 1983年3月  | 1995年3月  | 12.01 | 70   | 247  | 3.53    | 17.2%   |
| JAFCO No.4     | 1984年6月  | 1996年12月 | 12.51 | 80   | 233  | 2.91    | 15.3%   |
| JAVP(米ドル)      | 1982年4月  | 1993年12月 | 11.68 | 37   | 149  | 4.03    | 24.7%   |
| JAFCO No.5     | 1985年12月 | 1998年9月  | 12.76 | 53   | 118  | 2.23    | 10.1%   |
| JAFCO No.6     | 1989年2月  | 2001年2月  | 12.01 | 50   | 50   | 1.00    |         |
| JAFCO G-3      | 1990年1月  | 2002年1月  | 12.01 | 140  | 136  | 0.97    |         |
| JAFCO G-4      | 1990年2月  | 2002年2月  | 12.01 | 105  | 103  | 0.98    |         |
| JAFCO R1(A)(B) | 1991年4月  | 2003年11月 | 12.59 | 114  | 125  | 1.10    | 1.2%    |
| JAVP2(米ドル)     | 1992年3月  | 2003年12月 | 11.76 | 68   | 79   | 1.16    | 3.2%    |
| JAFCO G-5      | 1991年1月  | 2004年3月  | 13.17 | 122  | 169  | 1.39    | 4.2%    |
| JAFCO R2       | 1992年4月  | 2004年6月  | 12.18 | 52   | 76   | 1.46    | 4.4%    |
| JAFCO R3       | 1995年4月  | 2007年6月  | 12.18 | 50   | 119  | 2.38    | 12.9%   |
| JAFCO G6(A)(B) | 1995年4月  | 2007年6月  | 12.18 | 90   | 192  | 2.13    | 10.9%   |
| JAFCO G7(A)(B) | 1997年1月  | 2008年12月 | 11.92 | 122  | 189  | 1.55    | 6.2%    |
| JAFCO MBO1     | 1999年11月 | 2009年12月 | 10.09 | 280  | 329  | 1.18    | 4.0%    |
| JAFCO G8(A)(B) | 2000年3月  | 2011年12月 | 11.76 | 230  | 211  | 0.92    |         |
| JAFCO G-9(B)   | 2002年9月  | 2014年12月 | 12.26 | 115  | 122  | 1.06    | 0.9%    |
| JAFCO MBO2     | 2004年2月  | 2014年12月 | 10.84 | 443  | 523  | 1.18    | 5.0%    |
| (清算中)          |          |          |       |      |      |         |         |
| JAFCO V1(B)    | 2004年3月  | 2016年12月 | 12.76 | 263  | 234  | 0.89    |         |
| 海外ファンド         |          |          |       |      |      |         |         |
| USIT I(米)      | 1994年11月 | 2006年12月 | 12.09 | 70   | 494  | 7.06    | 63.8%   |
| USIT II(米)     | 1997年6月  | 2006年12月 | 9.51  | 103  | 553  | 5.37    | 63.7%   |
| 米ドル建て          |          |          |       |      |      |         |         |
| JAVP           | 1982年4月  | 1993年12月 | 11.68 | 37   | 149  | 4.03    | 24.7%   |
| JAVP2          | 1992年3月  | 2003年12月 | 11.76 | 68   | 79   | 1.16    | 3.2%    |
| JATF I(アジア)    | 2000年11月 | 2012年3月  | 11.34 | 169  | 167  | 0.99    |         |
| JATF II(アジア)   | 2004年2月  | 2014年12月 | 10.84 | 100  | 133  | 1.33    | 6.7%    |
| JATF III(アジア)  | 2005年12月 | 2017年12月 | 12.01 | 168  | 195  | 1.16    | 4.1%    |

JAFCO 運用中ファンド

| ファンド       | 設立年月     | 運用年数 | 出資金 | 払込済A | 分配額B | 純資産C | B+C | Net IRR | 倍率   |
|------------|----------|------|-----|------|------|------|-----|---------|------|
| 国内         |          |      |     |      |      |      |     |         |      |
| JAFCO SV-3 | 2007年7月  | 10.7 | 610 | 610  | 856  | 74   | 930 | 8.9%    | 1.52 |
| JAFCO SV-4 | 2013年3月  | 5.0  | 291 | 291  | 123  | 213  | 336 | 4.0%    | 1.16 |
| JAFCO SV-5 | 2016年8月  | 1.6  | 498 | 219  |      | 198  | 198 |         | 0.90 |
| アジア        |          |      |     |      |      |      |     |         |      |
| JATF IV    | 2007年8月  | 10.6 | 200 | 200  | 164  | 70   | 234 | 2.79%   | 1.17 |
| JATF V     | 2010年10月 | 7.4  | 130 | 124  | 67   | 29   | 96  |         | 0.78 |
| JATF VI    | 2013年3月  | 5.0  | 150 | 143  | 39   | 200  | 239 | 17.34%  | 1.67 |
| JATF VII   | 2017年4月  | 0.9  | 128 | 51   | 0    | 48   | 48  |         | 0.94 |
| 米国         |          |      |     |      |      |      |     |         |      |
| Icon       | 2003年7月  | 14.7 | 113 | 113  | 326  | 15   | 341 | 12.6%   | 2.61 |
| Icon II    | 2006年4月  | 11.9 | 108 | 104  | 140  | 12   | 152 | 6.9%    | 1.38 |
| Icon III   | 2007年4月  | 10.9 | 150 | 145  | 256  | 12   | 268 | 13.9%   | 1.68 |
| Icon IV    | 2010年2月  | 8.1  | 150 | 150  | 19   | 117  | 136 |         | 0.91 |
| Icon V     | 2012年5月  | 5.8  | 260 | 228  | 91   | 183  | 274 | 5.8%    | 1.16 |
| Icon VI    | 2015年12月 | 2.2  | 248 | 99   |      | 93   | 93  |         | 0.94 |

(出所: JAFCO決算説明資料)

## 5. ブラックストーン

米大手投資ファンドのブラックストーンが、最近日本市場にバイアウトファンドで参入することが報道されている。ブラックストーンは、1985年創立者のシュワルツマン氏がM&Aアドバイザリー会社として設立した。その後、プライベートエクイティ、不動産、クレジット、ヘッジファンドなどを手掛け、AUMは4341億ドル(2017年12月)にまで達している。特徴としては、不動産に強いとされている。世界的に広くホテルチェーンを展開しているヒルトンホテルもブラックストーンが買収している。

表3には、ブラックストーンが手掛けた全ファンドのトラックレコードが示されている。

ブラックストーンの投資は主にアメリカ・ヨーロッパであり、いままではアジア市場には参入していない。ブラックストーンの主力商品は、プライベートエクイティであり、大型のバイアウトファンドとなっている。前述のヒルトンワールドワイドはBCPVファンドに組み入れられているが、

210億ドルが382億ドル程度になっており、投資倍率1.79、IRRが8%程度であるが、ブラックストーンのファンドのなかでは、成績は良くない。ブラックストーンのファンドは不動産も多いが、クレジット(メザニン(債券と株式の中間に位置する資産)や破綻証券)に投資するファンドも非常に多い。最近では、ヘッジファンドの投資が減少しており、パフォーマンスも良くない。

2017年12月期のブラックストーンの収入は、管理報酬27億ドル、成功報酬37億ドル、キャピタルゲイン6.7億ドルとなっており、JAFCOとは桁が違う。

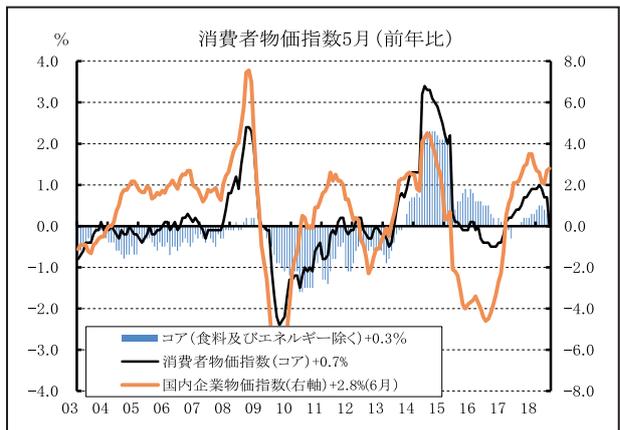
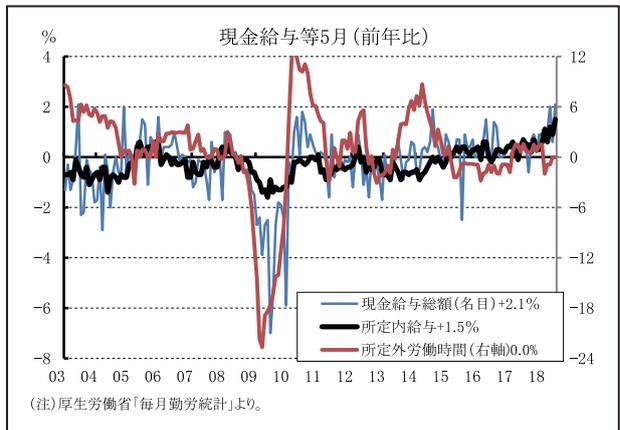
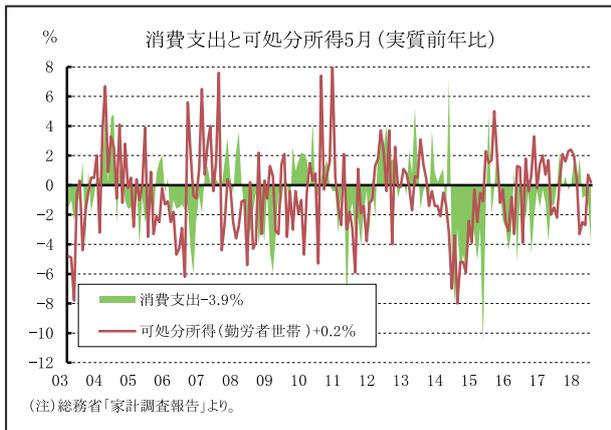
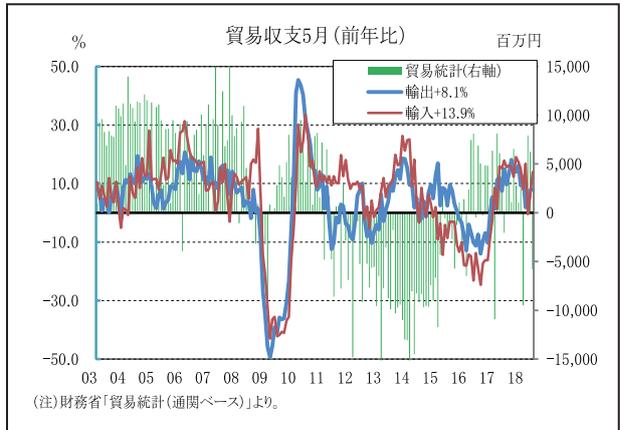
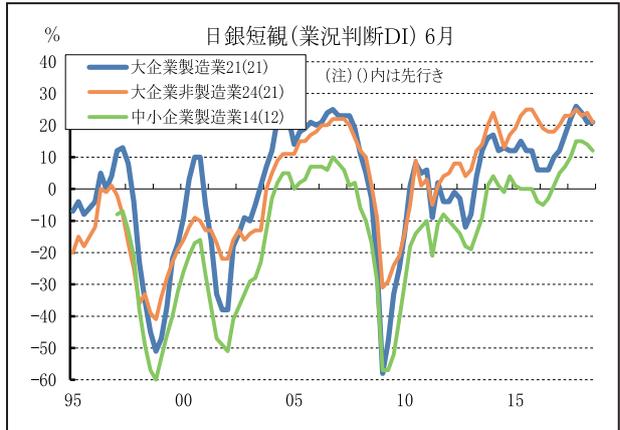
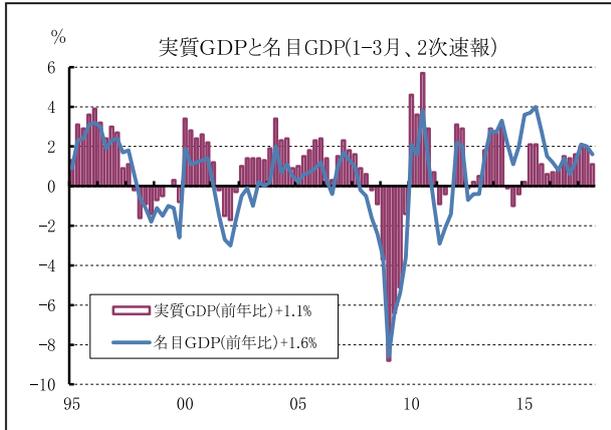
ブラックストーンがアジア市場に進出してきたところを見ると、日本を含めアジアでの買収合戦が活発化していくのは、疑う余地がない。

表3 ブラックストーン

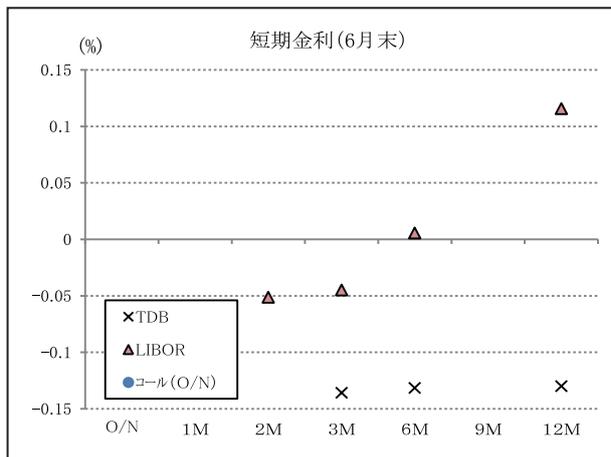
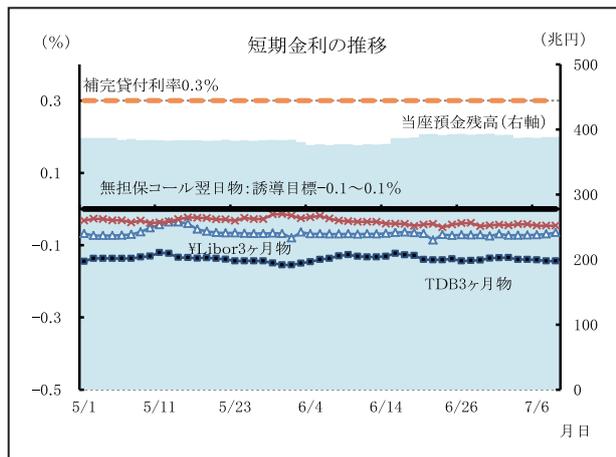
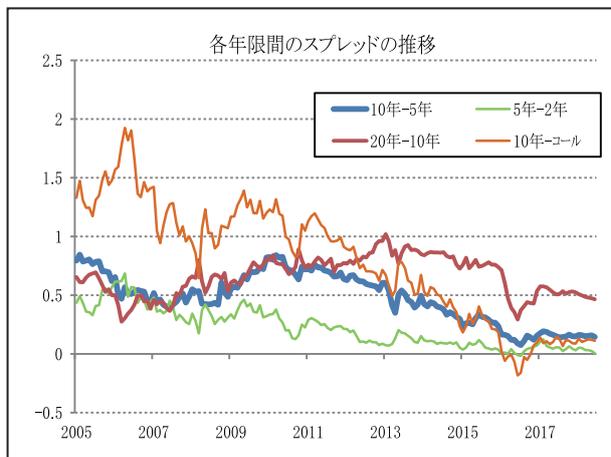
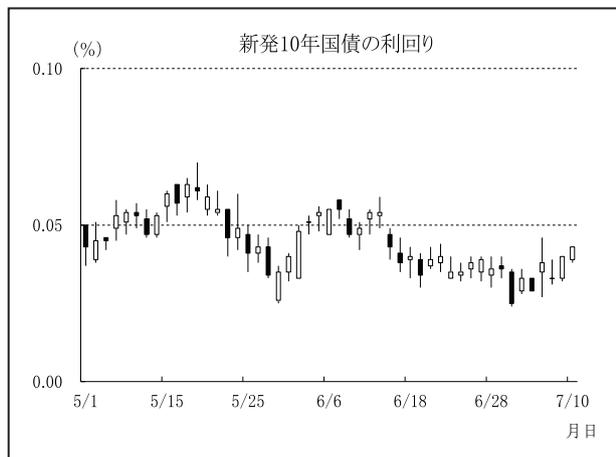
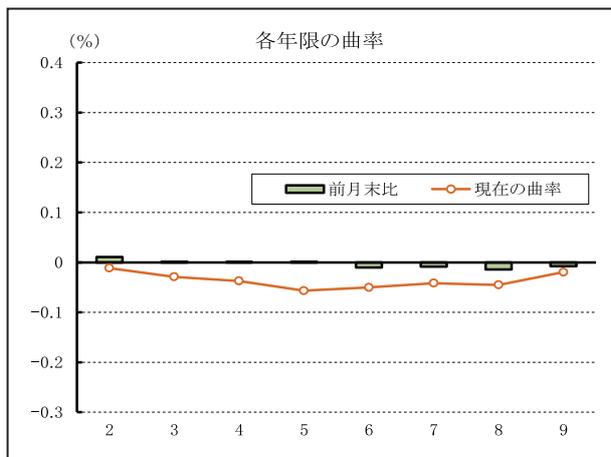
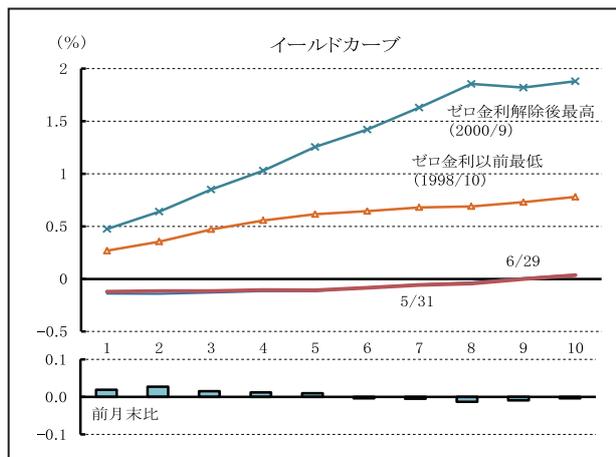
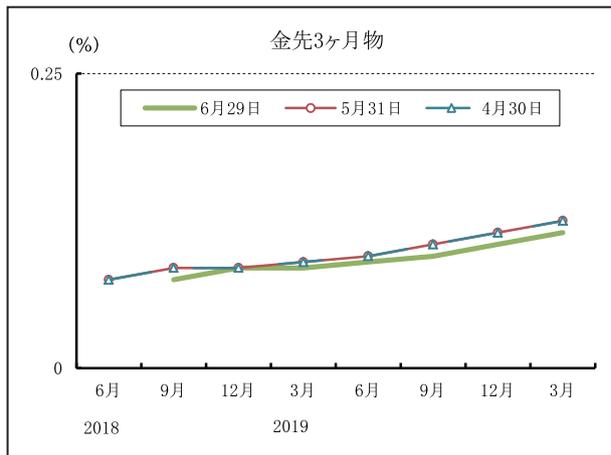
| 全ファンド |  | 未実現利益    |          |      |                   |                   | 実現利益              |            |                   |            |                    |             |            |            |
|-------|--|----------|----------|------|-------------------|-------------------|-------------------|------------|-------------------|------------|--------------------|-------------|------------|------------|
| ファンド  | 設立年月   | 終了年月     | 運用年数     | 契約金額 | 投資額               | 時価A               | MOIC              | 時価B        | MOIC              | A+B        | 倍率(B/A)            | MOIC        | Net IRR    |            |
| PE    | BCP I  | 1987年10月 | 1993年10月 | 6.01 | 859,081           |                   |                   | 1,741,738  | 2.6               | 1,741,738  | 2.03               | 2.6         | 19%        |            |
|       | BCP II   | 1993年10月 | 1997年8月  | 3.84 | 1,361,100         |                   |                   | 3,256,819  | 2.5               | 3,256,819  | 2.39               | 2.5         | 32%        |            |
|       | BCP III  | 1997年8月  | 2002年11月 | 5.25 | 3,967,422         |                   |                   | 9,184,688  | 2.3               | 9,184,688  | 2.32               | 2.3         | 14%        |            |
|       | BCOM   | 2000年6月  | 2006年6月  | 6.00 | 2,137,330         | 24,575            | 19,313            | 2,953,649  | 1.4               | 2,972,962  | 1.40               | 1.4         | 6%         |            |
|       | BCP IV   | 2002年11月 | 2005年12月 | 3.08 | 6,773,182         | 209,846           | 756,129           | 20,677,725 | 3.2               | 21,433,854 | 3.15               | 2.8         | 36%        |            |
|       | BCP V  | 2005年12月 | 2011年1月  | 5.09 | 21,017,433        | 1,055,337         | 2,413,319         | 35,757,252 | 2.0               | 38,170,571 | 1.79               | 1.9         | 8%         |            |
|       | BCP VI   | 2011年1月  | 2016年5月  | 5.33 | 15,199,202        | 1,857,593         | 15,493,831        | 8,470,999  | 2.0               | 23,964,830 | 0.63               | 1.7         | 13%        |            |
|       | BEP I  | 2011年8月  | 2015年2月  | 3.51 | 2,437,639         | 157,170           | 2,558,266         | 1,323,850  | 2.0               | 3,882,116  | 0.58               | 1.6         | 13%        |            |
|       | BEP II   | 2015年2月  | 2021年2月  | 6.01 | 4,882,737         | 1,926,610         | 2,487,414         | 47,388     | 2.1               | 2,534,802  | 0.02               | 1.2         | 10%        |            |
|       | BCP VII  | 2016年5月  | 2022年5月  | 6.00 | 18,507,997        | 13,697,870        | 4,147,133         | 267,852    | 1.1               | 4,414,985  | 0.06               | 1.2         | 9%         |            |
|       | BCP Asia   | 2017年12月 | 2023年12月 | 6.00 | 1,576,564         | 1,423,640         |                   |            |                   |            |                    |             |            |            |
|       | <b>Total Corporate Private Equity</b>            |          |          |      | <b>78,719,687</b> | <b>20,352,641</b> | <b>27,875,405</b> | <b>1.4</b> | <b>83,681,960</b> | <b>2.2</b> | <b>111,557,365</b> | <b>1.42</b> | <b>1.9</b> | <b>15%</b> |
|       | Tactical Opportunities                           |          |          |      | 16,565,845        | 6,215,643         | 9,534,468         | 1.2        | 4,458,750         | 1.7        | 13,993,218         | 0.43        | 1.3        | 11%        |
|       | Tactical Opportunities & Co-Investment and Other |          |          |      | 4,822,889         | 1,056,397         | 3,452,342         | 1.1        | 885,924           | 1.7        | 4,338,266          | 0.24        | 1.2        | 13%        |
|       | Strategic Partners 1-5 and Co-Investment         |          |          |      | 11,862,658        | 2,018,981         | 2,300,197         |            | 15,147,965        |            | 17,448,162         | 1.54        | 15.0       | 13%        |
|       | Strategic Partners VI LBO, RE and SMA            |          |          |      | 7,402,171         | 2,505,871         | 3,170,940         |            | 2,320,522         |            | 5,491,462          | 0.47        | 1.4        | 20%        |
|       | Strategic Partners VII                           |          |          |      | 7,489,970         | 6,822,033         | 3,103,959         |            | 237,950           |            | 3,341,909          | 0.36        | 1.2        | 73%        |
|       | Strategic Partners Ra II                         |          |          |      | 1,491,009         | 1,167,065         | 221,364           |            | 5,582             |            | 226,946            | 0.02        | 1.0        |            |
|       | BCEP   |          |          |      | 4,755,133         | 3,377,340         | 1,374,222         | 1.0        |                   |            | 1,374,222          |             | 1.0        |            |
|       | Other Funds and Co-Investment                    |          |          |      | 1,096,679         | 513               | 42,895            | 0.8        | 637,938           | 0.9        | 680,833            | 0.62        | 0.9        |            |
|       |  |          |          |      | <b>55,486,354</b> | <b>23,163,843</b> | <b>23,200,387</b> |            | <b>23,694,631</b> |            | <b>46,895,018</b>  |             |            |            |
| RE    | Dollar   |          |          |      |                   |                   |                   |            |                   |            |                    |             |            |            |
|       | Pre-BREP   |          |          |      | 140,714           |                   |                   | 345,190    | 2.5               | 345,190    | 2.45               | 2.5         | 33%        |            |
|       | BREP I   | 1994年9月  | 1996年10月 | 2.08 | 380,708           |                   |                   | 1,327,708  | 2.8               | 1,327,708  | 3.49               | 2.8         | 40%        |            |
|       | BREP II  | 1996年10月 | 1999年3月  | 2.41 | 1,198,339         |                   |                   | 2,531,614  | 2.1               | 2,531,614  | 2.11               | 2.1         | 19%        |            |
|       | BREP III   | 1999年4月  | 2003年4月  | 4.00 | 1,522,708         |                   |                   | 3,330,406  | 2.4               | 3,330,406  | 2.19               | 2.4         | 21%        |            |
|       | BREP IV  | 2003年4月  | 2005年12月 | 2.67 | 2,198,694         |                   | 353,666           | 4,193,163  | 2.2               | 4,546,829  | 2.07               | 1.7         | 12%        |            |
|       | BREP V   | 2005年12月 | 2007年2月  | 1.17 | 5,539,418         |                   | 1,753,688         | 11,558,245 | 2.4               | 13,311,933 | 2.40               | 2.3         | 11%        |            |
|       | BREP VI  | 2007年2月  | 2011年8月  | 4.50 | 11,060,444        | 556,763           | 2,073,204         | 25,369,422 | 2.6               | 27,442,626 | 2.61               | 2.5         | 13%        |            |
|       | BREP VII   | 2011年8月  | 2015年4月  | 3.67 | 13,495,014        | 2,063,092         | 12,489,255        | 15,571,767 | 2.1               | 28,061,022 | 2.45               | 1.9         | 18%        |            |
|       | BREP VIII  | 2015年4月  | 2020年10月 | 5.51 | 16,435,028        | 9,361,391         | 9,519,459         | 3,320,192  | 1.5               | 12,839,651 | 1.82               | 1.4         | 18%        |            |
|       | <b>Total Global BREP</b>                         |          |          |      | <b>51,971,067</b> | <b>11,981,246</b> | <b>26,189,272</b> | <b>1.5</b> | <b>67,547,707</b> | <b>2.1</b> | <b>140,631,997</b> | <b>3.52</b> | <b>2.0</b> | <b>16%</b> |
|       | Euro   |          |          |      |                   |                   |                   |            |                   |            |                    |             |            |            |
|       | BREP Int'l                                       | 2001年1月  | 2005年9月  | 4.67 | 824,172           |                   |                   | 1,369,016  | 2.1               | 1,369,016  | 1.66               | 2.1         | 23%        |            |
|       | BREP Int'l II                                    | 2005年9月  | 2008年6月  | 2.75 | 1,629,748         |                   | 196,892           | 2,215,612  | 2.0               | 2,412,304  | 1.48               | 1.7         | 8%         |            |
|       | BREP Europe III                                  | 2008年6月  | 2013年9月  | 5.25 | 3,205,140         | 459,102           | 1,412,710         | 4,929,306  | 2.5               | 6,342,016  | 2.31               | 2.2         | 16%        |            |
|       | BREP Europe IV                                   | 2013年9月  | 2016年12月 | 3.25 | 6,707,671         | 1,444,315         | 5,083,569         | 5,483,833  | 2.0               | 10,567,402 | 2.01               | 1.7         | 18%        |            |
|       | BREP Europe V                                    | 2016年12月 | 2022年6月  | 5.50 | 7,809,546         | 5,455,395         | 2,446,991         |            | 1.2               | 2,446,991  |                    | 1.2         | 21%        |            |
|       | <b>Total Euro BREP</b>                           |          |          |      | <b>20,176,277</b> | <b>7,358,812</b>  | <b>9,139,962</b>  | <b>1.3</b> | <b>13,997,767</b> | <b>2.1</b> | <b>23,137,729</b>  | <b>1.81</b> | <b>1.9</b> | <b>14%</b> |
|       | BREP Asia  | 2013年6月  | 2017年12月 | 4.50 | 5,094,145         | 2,039,069         | 4,058,820         | 2,354,105  | 1.8               | 6,412,925  | 1.50               | 1.5         | 17%        |            |
|       | BREP Asia II                                     | 2017年12月 | 2023年6月  | 5.50 | 5,872,995         | 5,872,995         |                   |            |                   |            |                    |             |            |            |
|       | BREP Co-Investment                               |          |          |      | 6,872,697         | 146,573           | 2,524,738         | 11,289,288 | 2.1               | 13,814,026 | 2.05               | 2.1         | 16%        |            |
|       | <b>Total BREP</b>                                |          |          |      | <b>94,515,478</b> | <b>28,874,136</b> | <b>43,680,859</b> | <b>1.5</b> | <b>99,227,773</b> | <b>2.2</b> | <b>142,908,632</b> | <b>2.18</b> | <b>1.9</b> | <b>16%</b> |
| HF    | BSCH   | 2013年12月 | 2020年6月  | 6.50 | 3,298,575         | 2,598,501         | 816,577           | 195,909    |                   | 1,012,486  | 1.45               | 1.3         | 6%         |            |
|       | BSCH Co-Investment                               |          |          |      | 276,000           | 193,020           | 109,490           | 19,626     |                   | 129,116    | 1.56               | 1.2         | 16%        |            |
|       | <b>Total Hedge Fund Solutions</b>                |          |          |      | <b>3,574,575</b>  | <b>2,791,521</b>  | <b>926,067</b>    | <b>1.0</b> | <b>215,535</b>    |            | <b>1,141,602</b>   | <b>1.46</b> | <b>1.3</b> | <b>2%</b>  |
| CR    | Dollar   |          |          |      |                   |                   |                   |            |                   |            |                    |             |            |            |
|       | Mezzanine I                                      | 2007年7月  | 2011年10月 | 4.25 | 2,000,000         | 97,114            | 57,318            | 4,767,097  | 1.6               | 4,824,415  | 2.54               | 1.6         | 17%        |            |
|       | Mezzanine II                                     | 2011年11月 | 2016年11月 | 5.01 | 4,120,000         | 1,154,965         | 2,642,627         | 3,735,972  | 1.5               | 6,378,599  | 2.15               | 1.3         | 13%        |            |
|       | Mezzanine III                                    | 2016年9月  | 2021年9月  | 5.00 | 6,639,133         | 4,417,141         | 2,256,846         | 482,139    | 1.4               | 2,738,985  | 1.23               | 1.1         | 14%        |            |
|       | Stressed/Distress                                | 2009年9月  | 2013年5月  | 3.67 | 3,253,143         | 275,357           | 372,255           | 5,541,335  | 1.5               | 5,913,590  | 1.99               | 1.4         | 11%        |            |
|       | Stressed/Distress                                | 2013年6月  | 2018年6月  | 5.00 | 5,125,000         | 880,783           | 3,517,251         | 2,045,005  | 1.5               | 5,562,256  | 1.31               | 1.2         | 14%        |            |
|       | Stressed/Distress                                | 2017年12月 | 2022年12月 | 5.00 | 6,652,790         | 6,465,005         | 29,292            |            |                   | 29,292     | 0.90               |             |            |            |
|       | Energy Select Opp                                | 2015年11月 | 2018年11月 | 3.00 | 2,856,867         | 1,308,588         | 1,640,289         | 268,018    | 1.7               | 1,908,307  | 1.23               | 1.2         | 21%        |            |
|       | Euro   |          |          |      |                   |                   |                   |            |                   |            |                    |             |            |            |
|       | European Senior D                                | 2015年2月  | 2018年2月  | 3.00 | 1,964,689         | 1,882,793         | 1,654,112         | 507,929    | 1.5               | 2,162,041  | 26.40              | 1.1         | 10%        |            |
|       | <b>Total CREDIT</b>                              |          |          |      | <b>32,913,343</b> | <b>16,859,811</b> | <b>12,502,138</b> | <b>1.1</b> | <b>17,413,704</b> | <b>1.8</b> | <b>29,915,840</b>  | <b>1.88</b> | <b>1.3</b> | <b>14%</b> |

(出所:ブラックストーン Annual Report)

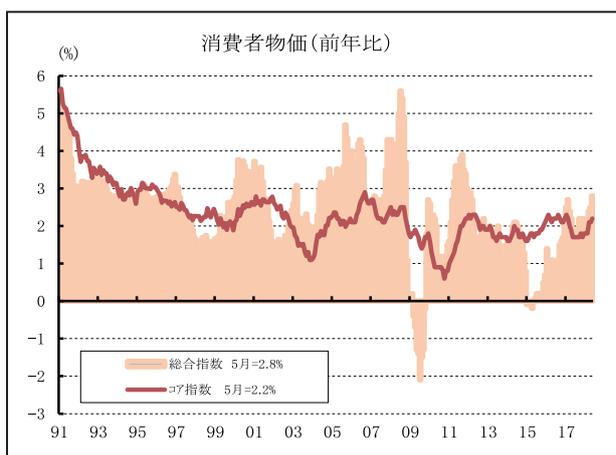
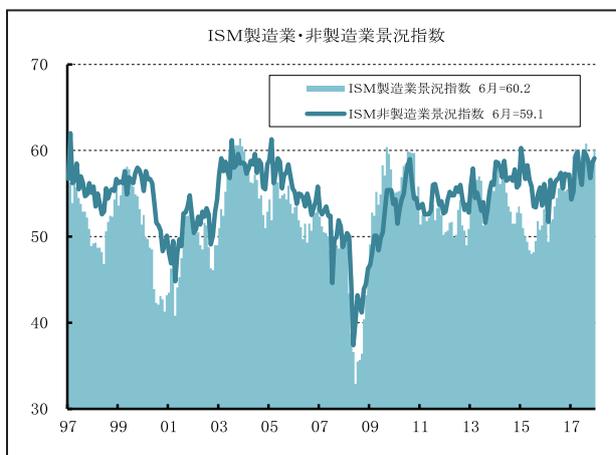
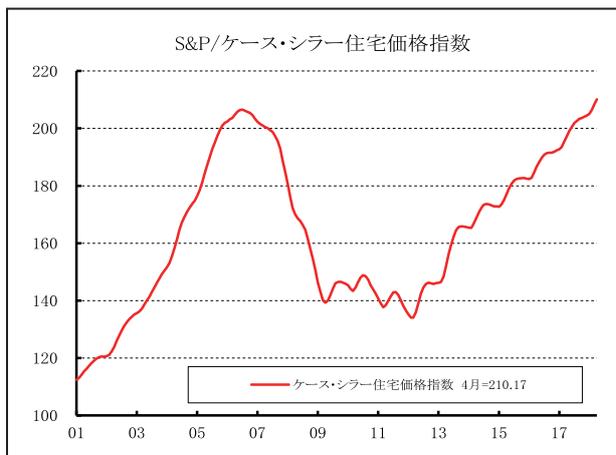
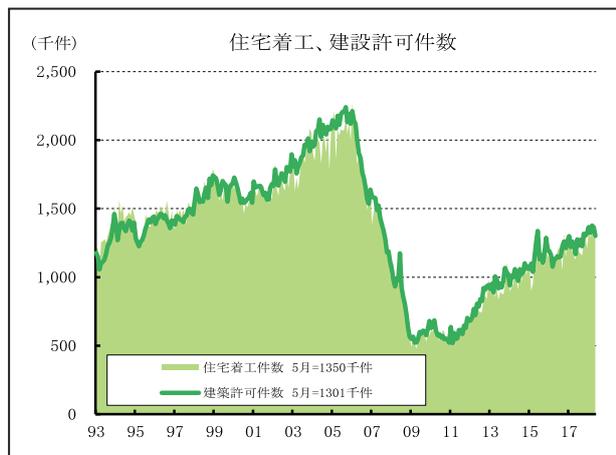
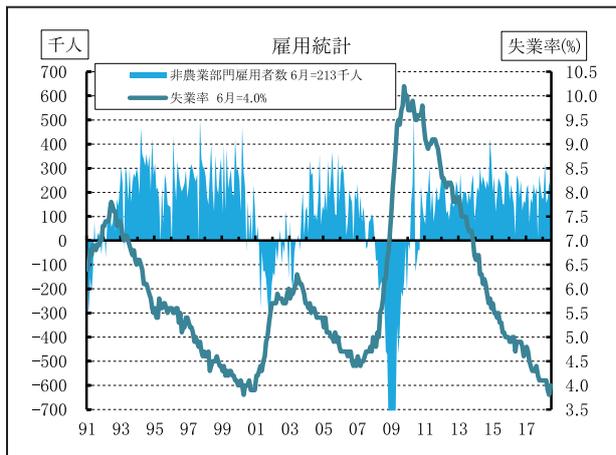
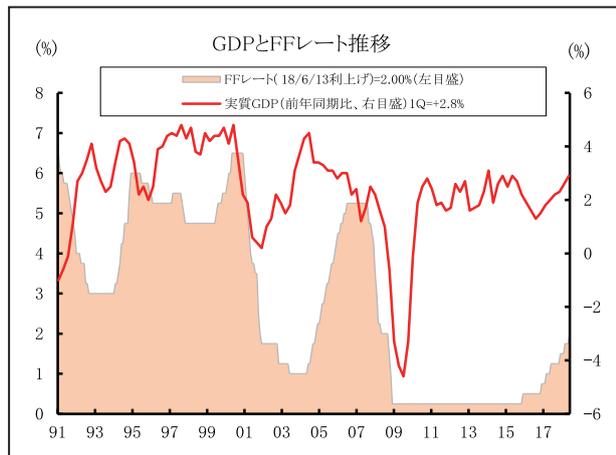
## 日本 マクロ経済



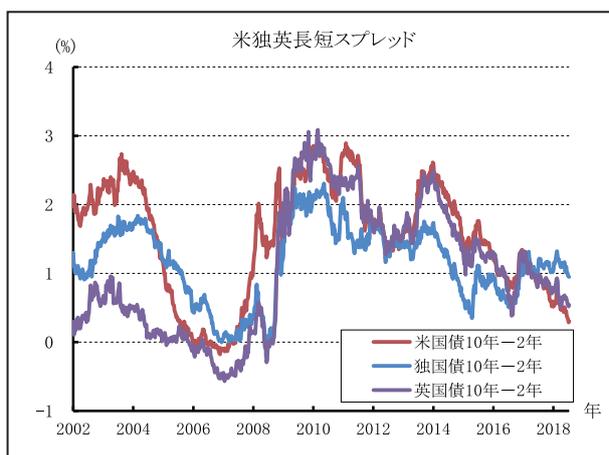
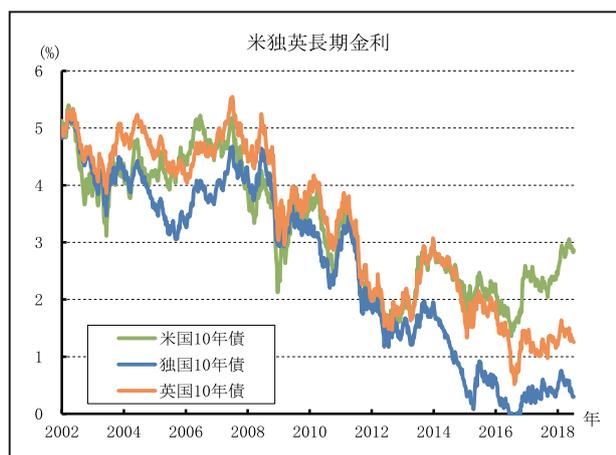
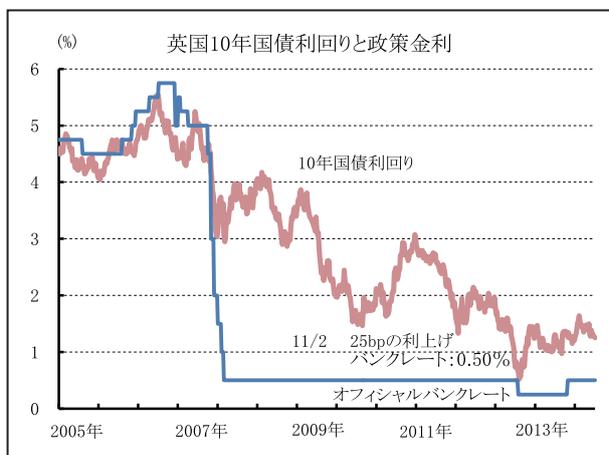
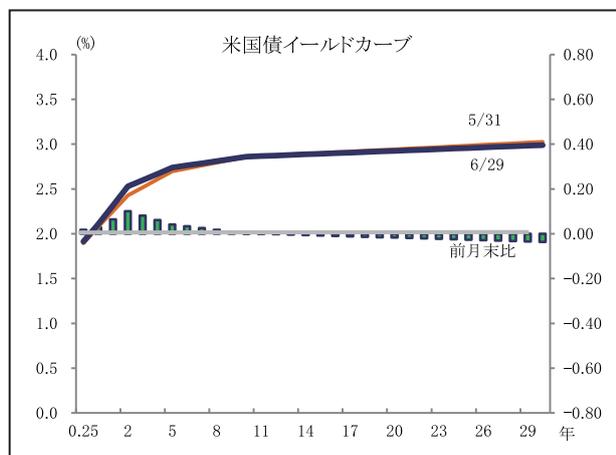
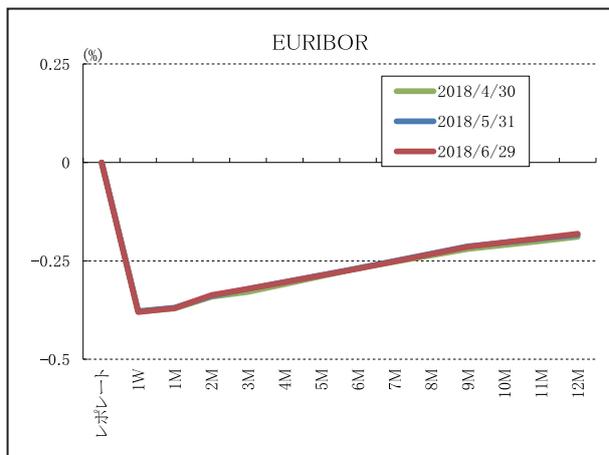
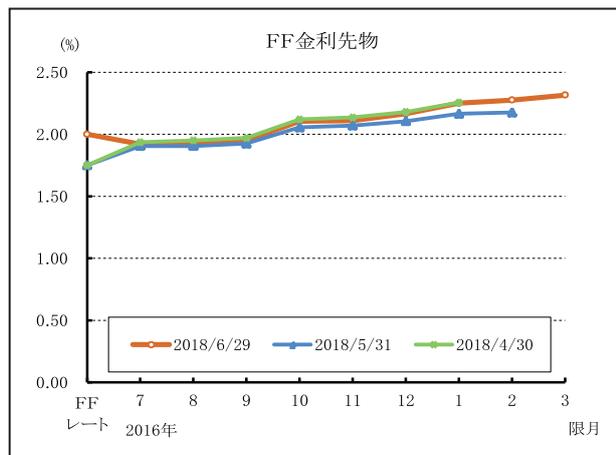
# 日本 短期・債券市場



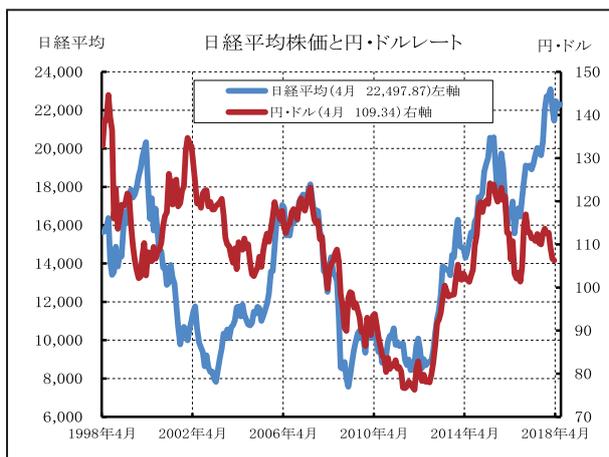
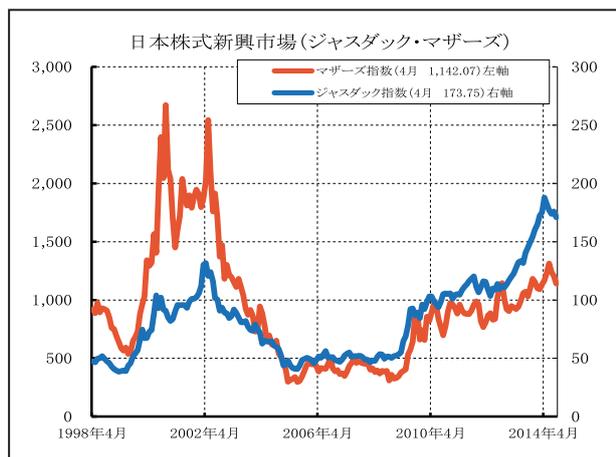
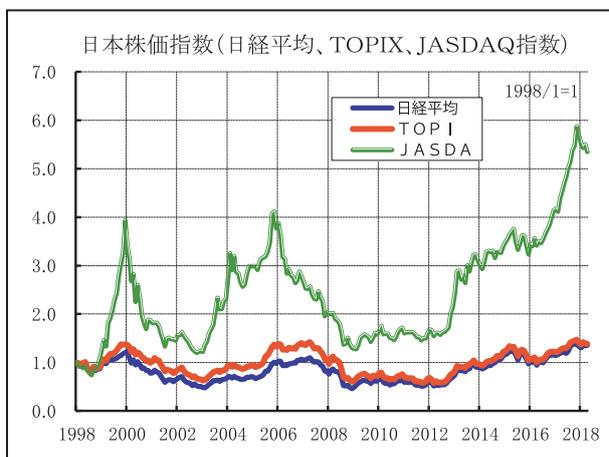
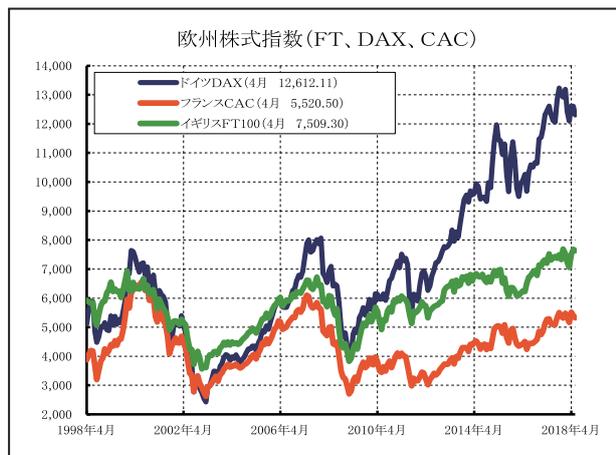
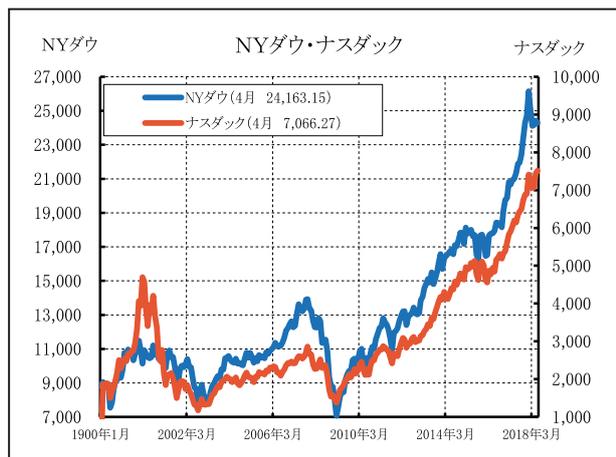
# 海外 マクロ経済



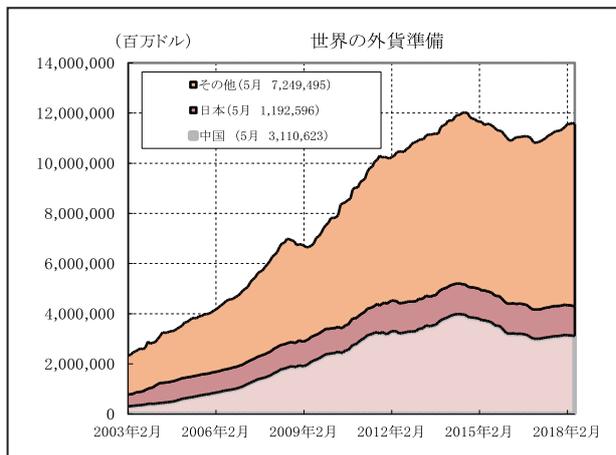
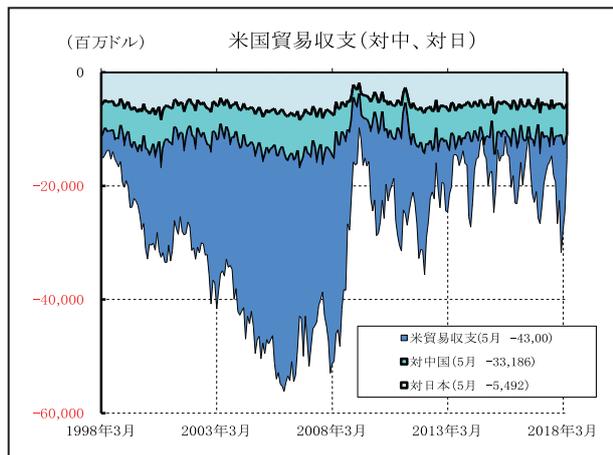
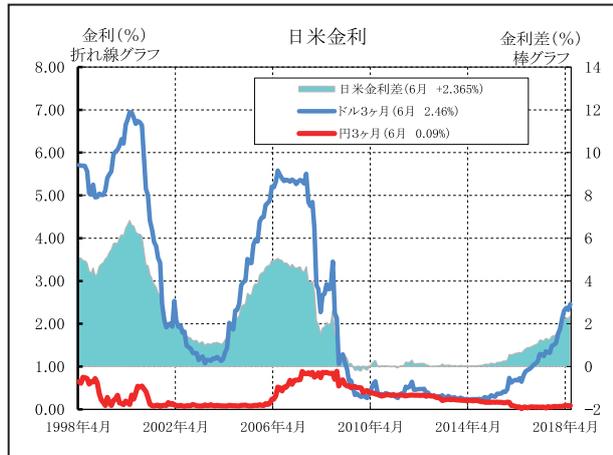
# 海外 債券市場



# 株式市場



# 為替市場

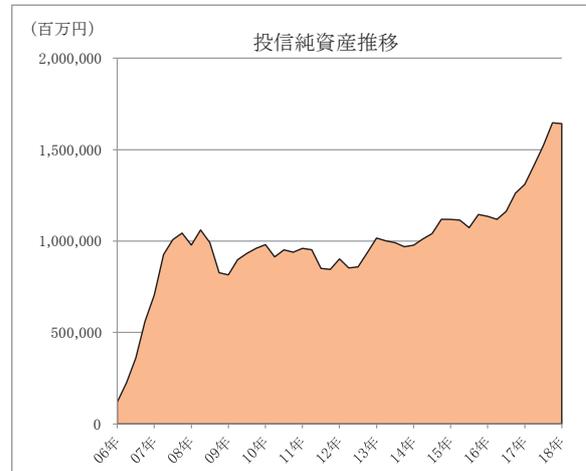
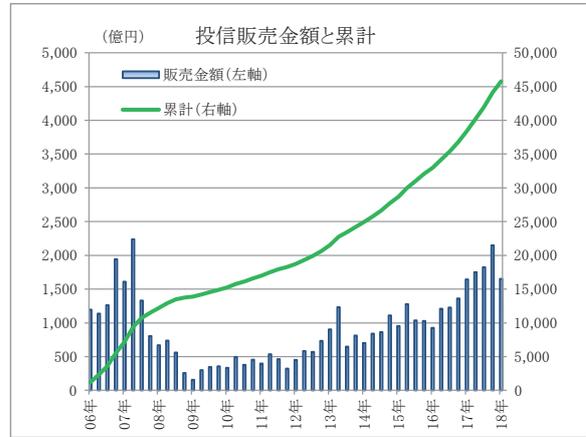


# ゆうちょ関連データ

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



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

| 分類              | ファンド名            | 分配金実績<br>(過去1年) | 基準価格<br>(2018.7.9) | 純資産<br>(2018.7.9) | ファンド名            | 分配金実績<br>(過去1年) | 基準価格<br>(2018.7.9) | 純資産<br>(2018.7.9)  | ファンド名             | 分配金実績<br>(過去1年) | 基準価格<br>(2018.7.9) | 純資産<br>(2018.7.9) |
|-----------------|------------------|-----------------|--------------------|-------------------|------------------|-----------------|--------------------|--------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-------------------|
| 国内債券            | JP日米バランス②        | 60円             | 9,723              | 3,595             | eMAXIS 新興国株式※①   | なし              | 15,325             | 32,524             | Navio南アフリカ債券②     | 540円            | 7,855              | 314               |
|                 | JP4資産バランス(安定)⑥   | 60円             | 10,929             | 54,973            | ピクテグローバル株式※②     | 600円            | 3,381              | 587,159            | Navioブラジル債券②      | 360円            | 6,628              | 93                |
|                 | JP4資産バランス(安定成長)⑥ | 60円             | 11,659             | 61,633            | ピクテグローバル株式※③     | なし              | 16,424             | 10,621             | Navioインド債券②       | 600円            | 10,218             | 199               |
|                 | JP4資産バランス(成長)⑥   | 60円             | 12,417             | 30,182            | JPM北米高配当①        | なし              | 11,783             | 37                 | 三菱UFJ欧州債券②        | 120円            | 9,738              | 969               |
|                 | リスク抑制世界8資産⑥      | 60円             | 10,009             | 97,628            | 新光世界インフラ株式②      | 610円            | 14,472             | 27                 | 同(為替ヘッジなし)②       | 60円             | 8,678              | 18                |
|                 | 東京海上・円資産②        | 360円            | 11,549             | 406,727           | グローイング台湾株式②      | 1500円           | 11,012             | 85                 | ピムコグローバル債券②       | 480円            | 12,459             | 15                |
|                 | 東京海上・円資産①        | なし              | 11,079             | 75,221            | マニラフィリピン株式④      | なし              | 9,855              | 2,689              | 同(為替ヘッジあり)②       | 480円            | 8,454              | 11                |
|                 | 野村資産設計2015②      | 120円            | 10,997             | 909               | グローイングブラジル株式②    | 200円            | 10,619             | 45                 | メキシコ債券オープン※②      | 720円            | 5,696              | 50,587            |
|                 | 野村資産設計2020②      | 10円             | 11,184             | 野村ユーロトップB※②       | なし               | 9,525           | 7,206              | インドネシア・ルビバ債券②      | 480円              | 7,715           | 15                 |                   |
|                 | 野村資産設計2025②      | 10円             | 11,479             | 887               | エマージング好配当①       | 100円            | 9,126              | 16                 | アジアハイイールド債券※②     | 1200円           | 6,197              | 410               |
|                 | 野村資産設計2030②      | 10円             | 11,775             | 799               | JPIM医療関連株式※④     | なし              | 9,176              | 63,861             | 同(為替ヘッジなし)※②      | 1800円           | 9,086              | 967               |
|                 | 野村資産設計2035②      | 10円             | 11,664             | 537               | ピクテアジアプラットフォーム※④ | 630円            | 12,761             | 21,790             | USストレテジックA※②      | 240円            | 8,734              | 2,672             |
|                 | 野村資産設計2040②      | 10円             | 11,633             | 1,144             | セブン資産形成の達人※①     | なし              | 20,998             | 62,657             | 同(為替ヘッジなし)B※②     | 720円            | 8,285              | 14,970            |
|                 | 野村資産設計2045②      | 10円             | 20,724             | 137               | オーストラリア好配当※②     | 720円            | 8,450              | 46                 | 短期ハイイールド債券(ヘッジあり) | 20円             | 9,860              | 917               |
|                 | 野村資産設計2050②      | 10円             | 11,645             | 194               | ニッセイ日本債券②        | 120円            | 9,695              | 16,345             | 新興国ハイイールド債券A※②    | 280円            | 6,277              | 538               |
|                 | HSBCワールド(安定)①    | 105円            | 10,277             | 28,680            | eMAXIS 国内債券※①    | なし              | 11,554             | 13,146             | 新興国ハイイールド債券B※②    | 600円            | 7,522              | 475               |
|                 | HSBCワールド(安定成長)①  | 110円            | 10,656             | 40,784            | Navioマネーボール②     | なし              | 10,003             | 5                  | ピムコハイインカム※②       | 240円            | 7,200              | 76,300            |
|                 | HSBCワールド(成長)①    | 115円            | 11,400             | 18,109            | 日興五大陸債券②         | 300円            | 8,250              | 56,760             | 同(為替ヘッジ付き)※②      | 360円            | 8,131              | 2,736             |
|                 | 野村6資産(安定)⑥       | 180円            | 11,975             | 48,297            | 三菱UFJ高金利債券②      | 840円            | 7,566              | 75,156             | DIAMアジアリンク債券②     | なし              | 9,025              | 181               |
|                 | 野村6資産(分配)⑥       | 180円            | 10,089             | 118,105           | グローバル成長国外債券※②    | 360円            | 4,551              | 23,767             | 欧州ハイイールド債券※②      | 720円            | 9,213              | 8,131             |
| 野村6資産(成長)⑥      | 180円             | 12,898          | 33,712             | グローバル成長国外債券※③     | なし               | 9,501           | 498                | 同(為替ヘッジなし)※②       | 960円              | 11,659          | 11,775             |                   |
| スマートファイブ②       | 480円             | 9,981           | 256,366            | 野村米国ハイイールド②       | 1800円            | 9,029           | 25,757             | 三菱UFJバランス②         | 240円              | 9,085           | 2                  |                   |
| スマートファイブ①       | なし               | 12,241          | 28,438             | 同(為替ヘッジあり)②       | 540円             | 9,026           | 3,278              | 同(為替ヘッジなし)②        | 240円              | 8,812           | 3                  |                   |
| セブン・バンガード①      | なし               | 14,369          | 161,705            | 野村米国ハイイールド①       | なし               | 12,733          | 1,027              | 三菱UFJバランス①         | なし                | 9,815           | 3                  |                   |
| 日本配当追求株②        | なし               | 9,887           | 12,840             | 同(為替ヘッジなし)①       | なし               | 11,064          | 2,872              | 同(為替ヘッジなし)①        | なし                | 9,541           | 2                  |                   |
| 大和インデックス225①    | 250円             | 16,343          | 26,890             | エマージング・ソブリン※②     | 540円             | 7,473           | 25,959             | MHAM リート②          | 960円              | 10,438          | 15,482             |                   |
| SMTAM JPX日経400② | なし               | 13,626          | 2,424              | 同(為替ヘッジあり)※②      | 480円             | 8,525           | 24,698             | DIAM世界リート②         | 600円              | 3,883           | 195,769            |                   |
| GS日本株式※②        | 1125円            | 10,578          | 6,539              | エマソン(資産成長)※①      | なし               | 13,802          | 802                | ダイウス-REIT※②        | 720円              | 7,329           | 5,514              |                   |
| 日本株式SRI①        | 150円             | 9,843           | 2,549              | 同(為替ヘッジあり)※②      | なし               | 11,557          | 466                | ダイウス-REIT※③        | 800円              | 3,144           | 600,470            |                   |
| フィデリティ日本配当④     | 760円             | 11,060          | 8,372              | DWSグローバル公益債券※②    | 460円             | 8,911           | 90,230             | ダイウス-REIT(ヘッジあり)※① | なし                | 13,722          | 140                |                   |
| eMAXIS TOPIX※①  | なし               | 22,117          | 20,577             | 同(為替ヘッジなし)※②      | 480円             | 10,374          | 17,716             | ダイウス-REIT(ヘッジなし)※① | なし                | 16,900          | 2,272              |                   |
| 三菱UFJ日本優待株①     | 1050円            | 11,272          | 3,092              | DWSグローバル公益債券※③    | なし               | 10,677          | 7,569              | eMAXIS 国内リート※①     | なし                | 27,343          | 10,972             |                   |
| JPIMジャパンプライム①   | なし               | 12,564          | 94                 | 同(為替ヘッジなし)※①      | なし               | 11,901          | 1,634              | eMAXIS 先進リート※①     | なし                | 27,205          | 9,222              |                   |
| 新光日本小型株①        | 1000円            | 18,548          | 12,452             | 三菱UFJ米高格付債券②      | 120円             | 8,971           | 988                | ニッセイ世界リート※②        | 1440円             | 6,850           | 13,732             |                   |
| 生活基盤関連株式①       | 80円              | 14,366          | 2,836              | 同(為替ヘッジなし)②       | 120円             | 8,801           | 536                | ニッセイ世界リート※③        | なし                | 14,612          | 211                |                   |
| 世界株配当収益追求②      | 20円              | 9,619           | 2,171              | 高金利先進国債券※②        | 480円             | 5,178           | 173,981            | アジアリートオープン※②       | 240円              | 12,778          | 116                |                   |
| SMTAM NYダウ①     | なし               | 15,810          | 2,957              | 高金利先進国債券※③        | 10円              | 16,520          | 11,413             | フューチャーズ※②          | 240円              | 6,257           | 3,353              |                   |
| 日興五大陸株式④        | 660円             | 10,882          | 16,965             | eMAXIS 先進国債券※①    | なし               | 13,295          | 15,958             | スタートストリートホール①      | なし                | 6,221           | 693                |                   |
| DIAM好配当株式②      | 1560円            | 10,537          | 19,372             | eMAXIS 新興国債券※①    | なし               | 12,533          | 5,577              | ピムコハイインカム※②        | 360円              | 8,750           | 1,891              |                   |
| 新光サザンアジア株式②     | 550円             | 10,190          | 3,087              | Navioオーストラリア債券②   | 180円             | 10,792          | 277                | 同(為替ヘッジなし)※②       | 960円              | 8,350           | 10,172             |                   |
| 米国成長株オープン①      | 891円             | 11,151          | 751                | Navioカナダ債券②       | 60円              | 10,605          | 230                | 合計                 | -                 | -               | 4,074,496          |                   |
| eMAXIS 先進国株式※①  | なし               | 26,443          | 35,391             | Navioトルコ債券②       | 600円             | 4,045           | 244                |                    |                   |                 |                    |                   |

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ②毎月決算型 ③6回決算 ④4回決算 ⑤2回決算 ⑥1回決算

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

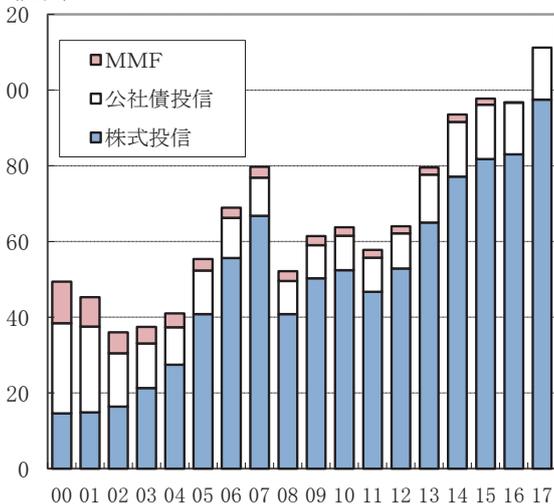
| タイプ      | 株式投信   |            |         |         |         |         |         |         | 公社債投信 |         |         |         |         | 証券投信計     |
|----------|--------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|-----------|
|          | 単位型    | 追加型        |         |         |         |         |         | 計       | 単位型   | 追加型     |         | 計       |         |           |
| 毎月決算型    |        | ファンドオブファンズ | インデックス  | ETF     | 特殊型     | 追加型計    | うちMRF   |         |       | うちMMF   |         |         |         |           |
| 2000年12月 | 3,736  | -          | -       | -       | -       | -       | 142,369 | 146,105 | 6,783 | 341,103 | -       | 109,711 | 347,886 | 493,992   |
| 2001年12月 | 6,173  | -          | -       | -       | -       | -       | 142,881 | 149,054 | 4,934 | 298,818 | -       | 77,228  | 303,752 | 452,807   |
| 2002年12月 | 6,979  | -          | -       | -       | -       | -       | 156,749 | 163,728 | 3,895 | 192,537 | -       | 55,216  | 196,432 | 360,160   |
| 2003年12月 | 11,613 | -          | -       | -       | -       | -       | 201,780 | 213,393 | 3,233 | 157,730 | -       | 43,502  | 160,963 | 374,356   |
| 2004年12月 | 17,998 | -          | -       | -       | -       | -       | 256,354 | 274,352 | 2,138 | 133,476 | -       | 36,062  | 135,614 | 409,967   |
| 2005年12月 | 19,450 | -          | -       | -       | -       | -       | 306,022 | 408,289 | 2,824 | 124,143 | -       | 30,202  | 126,967 | 553,476   |
| 2006年12月 | 18,752 | -          | -       | -       | -       | -       | 537,826 | 556,578 | 2,494 | 130,202 | 69,749  | 26,931  | 132,696 | 689,276   |
| 2007年12月 | 18,762 | -          | -       | -       | -       | -       | 649,083 | 667,845 | 1,498 | 128,262 | 66,486  | 29,170  | 129,760 | 797,607   |
| 2008年12月 | 12,878 | -          | -       | -       | -       | -       | 395,555 | 408,433 | 976   | 112,066 | 57,252  | 26,127  | 113,042 | 521,476   |
| 2009年12月 | 15,229 | 33,712     | 193,614 | 164,535 | 157,824 | 102,057 | 487,207 | 502,436 | 637   | 111,477 | 57,506  | 24,560  | 112,114 | 614,551   |
| 2010年12月 | 12,661 | 331,618    | 166,039 | 68,213  | 26,103  | 10,704  | 511,984 | 524,645 | 445   | 112,111 | 60,114  | 22,295  | 112,556 | 637,201   |
| 2011年12月 | 8,814  | 311,427    | 163,049 | 65,219  | 27,285  | 8,530   | 458,806 | 467,619 | 374   | 109,731 | 55,945  | 20,289  | 110,105 | 573,274   |
| 2012年12月 | 12,753 | 339,793    | 194,371 | 84,923  | 42,146  | 6,656   | 516,386 | 529,139 | 302   | 110,894 | 64,065  | 18,470  | 111,196 | 640,638   |
| 2013年12月 | 14,798 | 369,279    | 237,884 | 133,451 | 80,907  | 6,881   | 635,476 | 650,274 | 245   | 164,468 | 111,789 | 19,259  | 164,713 | 815,232   |
| 2014年12月 | 17,911 | 426,658    | 290,531 | 174,044 | 106,161 | 8,397   | 753,043 | 770,954 | 148   | 163,943 | 111,244 | 19,758  | 164,091 | 935,045   |
| 2015年12月 | 17,342 | 373,408    | 267,143 | 239,635 | 161,654 | 10,695  | 800,039 | 817,381 | 126   | 160,053 | 111,949 | 16,427  | 160,180 | 977,562   |
| 2016年12月 | 13,832 | 345,030    | 239,758 | 284,865 | 203,473 | 10,458  | 816,393 | 830,226 | 116   | 136,072 | 126,973 | 655     | 136,188 | 966,415   |
| 2017年12月 | 8,589  | 306,273    | 263,574 | 395,051 | 307,946 | 10,380  | 965,737 | 974,325 | 92    | 137,500 | 129,942 | 0       | 137,594 | 1,200,486 |
| 2018年1月  | 7,974  | 294,973    | 264,122 | 407,322 | 318,785 | 10,725  | 980,497 | 988,471 | 91    | 137,146 | 129,622 | 0       | 137,238 | 1,214,579 |
| 2月       | 8,313  | 279,128    | 256,758 | 402,347 | 314,621 | 10,757  | 958,696 | 967,009 | 74    | 128,723 | 121,259 | 0       | 128,797 | 1,095,806 |
| 3月       | 7,974  | 270,982    | 251,880 | 413,437 | 325,354 | 10,843  | 961,484 | 969,458 | 57    | 122,577 | 115,218 | 0       | 122,634 | 1,092,092 |
| 4月       | 7,620  | 266,976    | 255,158 | 429,487 | 314,621 | 10,784  | 984,488 | 992,108 | 57    | 122,465 | 115,177 | 0       | 122,522 | 1,114,630 |
| 5月       | 7,250  | 262,840    | 251,014 | 424,140 | 325,354 | 10,724  | 975,516 | 982,766 | 57    | 124,713 | 117,485 | 0       | 124,770 | 1,107,537 |

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

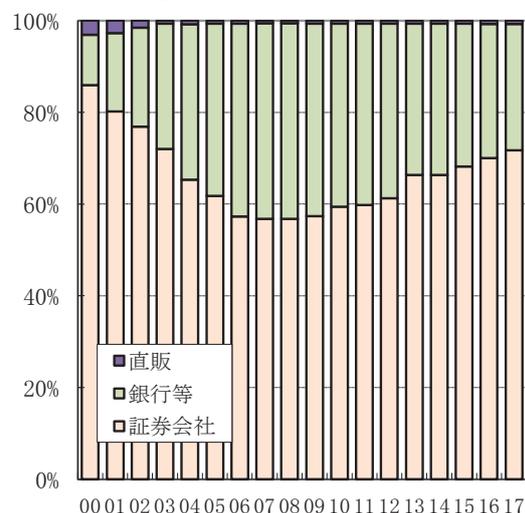
(単位:億円)

| 販売態      | 証券会社    |       | 銀行等     |       | 直販     |      | 合計        |      |
|----------|---------|-------|---------|-------|--------|------|-----------|------|
|          | 残高      | 割合    | 残高      | 割合    | 残高     | 割合   | 残高        | 割合   |
| 2000年12月 | 424,562 | 85.9% | 54,197  | 11.0% | 15,234 | 3.1% | 493,992   | 100% |
| 2001年12月 | 363,075 | 80.2% | 77,372  | 17.1% | 12,361 | 2.7% | 452,807   | 100% |
| 2002年12月 | 277,062 | 76.9% | 77,601  | 21.5% | 5,498  | 1.5% | 360,160   | 100% |
| 2003年12月 | 269,596 | 72.0% | 102,372 | 27.3% | 2,388  | 0.6% | 374,356   | 100% |
| 2004年12月 | 267,972 | 65.4% | 138,793 | 33.9% | 3,202  | 0.8% | 409,967   | 100% |
| 2005年12月 | 341,965 | 61.8% | 207,972 | 37.6% | 3,539  | 0.6% | 553,477   | 100% |
| 2006年12月 | 394,956 | 57.3% | 289,996 | 42.1% | 4,325  | 0.6% | 689,276   | 100% |
| 2007年12月 | 453,232 | 56.8% | 339,963 | 42.6% | 4,412  | 0.6% | 797,607   | 100% |
| 2008年12月 | 296,043 | 56.8% | 222,664 | 42.7% | 2,770  | 0.5% | 521,476   | 100% |
| 2009年12月 | 352,521 | 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12月 | 621,244 | 66.4% | 307,819 | 33.0% | 5,983  | 0.7% | 935,046   | 100% |
| 2015年12月 | 669,652 | 68.5% | 301,512 | 30.8% | 6,397  | 0.7% | 977,562   | 100% |
| 2016年12月 | 676,948 | 70.0% | 282,725 | 29.3% | 6,742  | 0.7% | 966,416   | 100% |
| 2017年12月 | 814,318 | 71.8% | 288,865 | 27.5% | 8,987  | 0.7% | 1,111,919 | 100% |
| 2018年1月  | 829,329 | 73.7% | 287,394 | 25.5% | 8,987  | 0.8% | 1,125,711 | 100% |
| 2月       | 806,347 | 72.9% | 280,697 | 26.4% | 8,760  | 0.8% | 1,095,806 | 100% |
| 3月       | 805,108 | 73.7% | 278,321 | 25.5% | 8,664  | 0.8% | 1,092,093 | 100% |
| 4月       | 823,784 | 72.9% | 281,910 | 26.4% | 8,936  | 0.8% | 1,114,631 | 100% |
| 5月       | 818,662 | 73.9% | 279,986 | 25.3% | 8,891  | 0.8% | 1,107,539 | 100% |

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



# 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<br>受入担保金 | その他負債<br>等 | 各種引当金<br>等 | 繰延税金負<br>債 | 負債合計 |
|---------|-----------|---------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-----------------|------------|------------|------------|------|
|         |           | 振替貯金    | うち<br>通常貯金 | うち<br>貯蓄貯金 | うち<br>定期貯金 | うち<br>定期貯金 | うち<br>特別貯金 | うち<br>その他貯金 |                 |            |            |            |      |
| 2005年3月 | 2,161,129 | 52,042  | 556,997    |            | 116,586    | 1,432,073  |            | 3,431       |                 | 6,991      |            | 2,595,928  |      |
| 2006年3月 | 2,039,053 | 58,104  | 563,529    |            | 79,624     | 1,334,888  |            | 2,908       |                 | 6,899      |            | 2,407,711  |      |
| 2007年3月 | 1,919,573 | 61,347  | 560,632    |            | 96,310     | 1,198,940  |            | 2,344       |                 | 6,288      |            | 2,232,138  |      |
| 2007年9月 | 1,865,159 | 64,518  | 543,698    |            | 115,978    | 1,138,865  |            | 2,100       |                 | 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       |                 | 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           | 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          | 1,360      | 1,452      | 1,858,388  |      |
| 2011年3月 | 1,746,532 | 87,147  | 446,935    | 4,222      | 219,113    | 535,144    | 450,952    | 3,018       | 80,839          | 1,384      | 1,624      | 1,843,497  |      |
| 2012年3月 | 1,756,354 | 94,741  | 449,741    | 4,112      | 184,267    | 669,506    | 351,392    | 2,596       | 83,021          | 1,411      | 3,854      | 1,860,017  |      |
| 2013年3月 | 1,760,961 | 102,100 | 449,002    | 4,026      | 184,267    | 715,607    | 299,587    | 2,461       | 94,432          | 1,411      | 8,705      | 1,888,431  |      |
| 2014年3月 | 1,766,128 | 109,257 | 452,381    | 3,964      | 147,814    | 789,947    | 260,219    | 2,545       | 106,676         | 2,577      | 9,992      | 1,910,484  |      |
| 2015年3月 | 1,777,107 | 117,473 | 461,400    | 3,934      | 135,699    | 835,833    | 220,725    | 2,040       | 135,701         | 1,559      | 14,406     | 1,965,490  |      |
| 2016年3月 | 1,778,719 | 138,746 | 474,659    | 3,884      | 114,411    | 855,501    | 189,675    | 1,841       | 131,235         | 1,557      | 12,112     | 1,955,478  |      |
| 2017年3月 | 1,794,346 | 130,521 | 521,005    | 3,919      | 100,651    | 925,324    | 111,333    | 1,590       | 136,942         | 1,568      | 12,705     | 1,977,887  |      |
| 2018年3月 | 1,798,827 | 144,375 | 589,315    | 3,962      | 86,961     | 972,932    | 19,701     | 1,280       | 138,121         | 2,418      | 10,507     | 1,991,174  |      |

## <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               |         |                  |           |                  |        |                   |
|---------|-----------|------------------|---------|------------------|-----------|------------------|--------|-------------------|
|         |           | 流動性貯金の<br>前期末増減額 | 流動性貯金   | 流動性貯金の<br>前期末増減額 | 定期性貯金     | 定期性貯金の<br>前期末増減額 | その他の貯金 | その他の貯金の<br>前期末増減額 |
| 2017年3月 | 1,792,518 | ▲ 8,310          | 659,526 | ▲ 13,007         | 1,131,380 | 4,194            | 1,612  | 504               |
| 6月      | 1,808,272 | 15,754           | 706,307 | 46,781           | 1,100,608 | ▲ 30,772         | 1,357  | ▲ 255             |
| 9月      | 1,794,193 | ▲ 14,079         | 712,977 | 6,670            | 1,080,100 | ▲ 20,508         | 1,115  | ▲ 242             |
| 12月     | 1,810,608 | 16,415           | 734,044 | 21,067           | 1,074,870 | ▲ 5,230          | 1,693  | 578               |
| 2018年3月 | 1,798,827 | ▲ 11,781         | 737,654 | 3,610            | 1,059,893 | ▲ 14,977         | 1,280  | ▲ 413             |

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

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

## <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  |
| 2013年3月 | 4,015,930 | 34.48% | 4,928,156  | 42.31% | 2,640,844 | 22.68% | 61,514  | 0.53%  | 11,646,446 |
| 2014年3月 | 4,063,157 | 27.96% | 7,126,971  | 49.04% | 3,282,317 | 22.59% | 60,172  | 0.41%  | 14,532,618 |
| 2015年3月 | 4,261,945 | 22.65% | 11,015,215 | 58.54% | 3,162,723 | 16.81% | 377,822 | 2.01%  | 18,817,706 |
| 2016年3月 | 5,299,807 | 26.72% | 11,019,043 | 55.56% | 3,218,573 | 16.23% | 292,079 | 1.47%  | 19,829,503 |
| 2017年3月 | 5,220,018 | 25.91% | 11,515,528 | 57.16% | 2,929,283 | 14.54% | 478,637 | 2.37%  | 20,143,467 |

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

| 年月      | BS計上額     | 差額        | 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     |         |
| 2005年3月 | 3,388,064 | 143,468   | 3,388,063 | 2,397,894 |           | 990,169 | 2,422,552 | 554,641 | 166,898 | 243,972 |
| 2006年3月 | 3,321,309 | 1,240,260 | 3,321,308 | 2,666,091 |           | 655,217 | 2,720,236 | 341,277 | 105,842 | 153,953 |
| 2007年3月 | 1,927,293 | 55,988    | 1,927,292 | 1,387,167 |           | 540,125 | 901,388   | 263,243 | 91,811  | 130,725 |
| 2007年9月 | 603,123   | 29,190    | 603,123   | 410,400   |           | 192,723 | 219,138   | 101,120 | 36,680  | 53,462  |
| 2008年3月 | 412,570   | ▲ 102,618 | 395,341   | 334,035   |           | 61,306  | 334,035   | 31,936  | 12,133  | 17,236  |
| 2009年3月 | 1,224,742 | ▲ 194,135 | 1,148,823 | 995,990   | 152,719   | 114     | 1,148,710 | 113     |         |         |
| 2010年3月 | 1,015,355 | 71,311    | 942,948   | 773,668   | 169,280   |         | 942,948   |         |         |         |
| 2011年3月 | 1,806,768 | 137,194   | 1,572,617 | 1,113,724 | 174,694   | 284,198 | 1,288,419 | 201,602 | 28,095  | 54,500  |
| 2012年3月 | 3,715,446 | 238,628   | 3,588,240 | 1,670,834 | 1,710,319 | 207,086 | 3,381,153 | 190,431 | 0       | 16,654  |
| 2013年3月 | 3,038,863 | 497,674   | 2,876,099 | 1,579,002 | 1,297,096 | 0       | 2,876,098 |         | 0       |         |
| 2014年3月 | 2,919,003 | 655,682   | 2,897,283 | 1,609,435 | 1,287,846 | 0       | 2,897,282 |         | 0       |         |
| 2015年3月 | 3,491,637 | 1,170,895 | 3,466,042 | 2,146,168 | 1,288,771 | 31,103  | 3,434,939 |         | 12,346  | 18,756  |
| 2016年3月 | 3,561,110 | 883,889   | 3,172,037 | 1,878,626 | 1,293,411 | 0       | 3,172,037 |         | 0       |         |
| 2017年3月 | 3,803,267 | 1,098,661 | 3,353,468 | 2,079,290 | 1,274,178 | 0       | 3,353,468 |         | 0       |         |

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

(注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 (アウトライナー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

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

(注1) アウトライナ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 |           |           |        |       |         |           |         |         |        |         |
|---------|-----------|-----------------------|-----------|-----------|--------|-------|---------|-----------|---------|---------|--------|---------|
|         |           | 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   |         |           |         |         |        |         |
| 2008年3月 | 3,300,570 | 415,593               | 1,156,534 | 1,725,628 | 7      | 2,807 | 58,034  | 3,051,401 | 109,301 | 113,542 | 4,035  | 22,291  |
| 2009年3月 | 2,800,577 | 286,353               | 774,884   | 1,734,689 | 162    | 4,490 | 142,586 | 2,632,661 | 55,200  | 74,543  | 8,307  | 29,866  |
| 2010年3月 | 2,650,085 | 260,069               | 606,187   | 1,779,455 | 721    | 3,654 | 149,475 | 2,486,339 | 50,051  | 66,543  | 15,226 | 31,926  |
| 2011年3月 | 2,493,953 | 291,003               | 447,609   | 1,749,830 | 1,769  | 3,742 | 82,079  | 2,280,515 | 53,175  | 90,112  | 23,654 | 46,498  |
| 2012年3月 | 2,441,346 | 335,409               | 346,505   | 1,753,939 | 1,911  | 3,582 | 96,541  | 2,200,499 | 52,605  | 102,522 | 29,888 | 55,832  |
| 2013年3月 | 2,094,841 | 439,847               | 290,435   | 1,692,802 | 2,159  | 3,376 | 105,846 | 2,161,043 | 48,870  | 121,353 | 42,011 | 55,343  |
| 2014年3月 | 2,138,185 | 553,924               | 251,173   | 1,624,297 | 885    | 3,847 | 130,107 | 2,127,412 | 44,652  | 137,306 | 53,148 | 71,607  |
| 2015年3月 | 2,182,953 | 724,485               | 216,133   | 1,503,495 | 975    | 4,463 | 134,826 | 2,065,931 | 42,456  | 171,673 | 67,832 | 90,615  |
| 2016年3月 | 2,239,767 | 814,572               | 186,810   | 1,419,530 | 1,434  | 4,230 | 292,532 | 1,938,262 | 43,341  | 216,029 | 87,928 | 175,391 |
| 2017年3月 | 2,261,451 | 871,777               | 121,641   | 1,382,204 | 3,389  | 4,080 | 359,065 | 1,758,986 | 51,980  | 123,653 | 51,596 | 394,706 |

(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)  |           |           |           |             | リスクアセット等(E) | 資産(オン・バランス)項目 | オフ・バランス取引等項目 | OPRを8%で除いた額 | 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     | 自己株式取得      |             |               |              |             |             |              |
| 2009年3月 | 8,152,496 | 3,500,000 | 4,296,285 | 413,140   | ▲ 57,300  | 370         | 8,852,495   | 5,406,131     | 74,249       | 3,372,115   | 92.09%      | 92.08%       |
| 2010年3月 | 8,375,279 | 3,500,000 | 4,296,285 | 652,598   | ▲ 74,100  | 494         | 9,141,313   | 5,806,212     | 20,986       | 3,314,114   | 91.62%      | 91.61%       |
| 2011年3月 | 8,612,916 | 3,500,000 | 4,296,285 | 894,828   | ▲ 79,083  | 885         | 11,510,909  | 8,010,265     | 197,624      | 3,303,018   | 74.82%      | 74.81%       |
| 2012年3月 | 8,863,659 | 3,500,000 | 4,296,285 | 1,150,595 | ▲ 83,713  | 491         | 12,958,826  | 9,394,189     | 295,615      | 3,269,021   | 68.39%      | 68.39%       |
| 2013年3月 | 9,144,082 | 3,500,000 | 4,296,285 | 1,440,830 | ▲ 93,033  | 454         | 13,846,024  | 10,212,098    | 436,338      | 3,197,587   | 66.04%      | 66.03%       |
| 2014年3月 | 9,404,643 | 3,500,000 | 4,296,285 | 1,702,007 | ▲ 93,987  | 336         | 16,553,324  | 13,482,628    |              | 3,070,695   | 56.81%      | -            |
| 2015年3月 | 8,274,010 | 3,500,000 | 4,296,285 | 1,968,617 | ▲ 184,717 | ▲ 1,299,999 | 315         | 21,533,490    | 18,490,222   | 3,043,268   | 38.42%      | -            |
| 2016年3月 | 8,499,325 | 3,500,000 | 4,296,285 | 2,108,969 | ▲ 93,736  | ▲ 1,299,999 | 277         | 32,218,529    | 29,253,213   | 2,965,316   | 26.38%      | -            |
| 2017年3月 | 8,616,940 | 3,500,000 | 4,296,285 | 2,233,759 | ▲ 93,736  | ▲ 1,300,411 | 267         | 38,779,806    | 35,906,558   | 2,873,248   | 22.22%      | -            |

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



## お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町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(6831)8970

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**