

ゆうちょ資産研レポート

2022年 3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
なぜ個人消費は低迷しているのか？～品目別に読み解く～	
SMB C日興証券株式会社 金融経済調査部 シニアエコノミスト 宮前 耕也	
マーケット・アウトLOOK (1)	7
2022 年度国内クレジット市場の注目点	
大和証券株式会社 金融市場調査部 理事 チーフクレジットアナリスト 大橋 俊安	
マーケット・アウトLOOK (2)	13
高インフレを受けても米国のソフトランディングは可能	
みずほ証券株式会社 リテール・事業法人部門 商品企画部 副部長 マーケットストラテジスト 倉持 靖彦	
資産研コーナー	19
プライベート・エクイティ市場に関する調査研究について	
ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	29

2022.3

ファンダメンタル・アナリシス

なぜ個人消費は低迷しているのか？

～品目別に読み解く～

SMBC日興証券株式会社 金融経済調査部
シニアエコノミスト 宮前 耕也



個人消費はコロナ禍前を下回ったまま低迷している。家計調査で消費支出額の内訳をみると、コロナ禍前を上回った項目と下回ったままの項目で明暗がはっきりと分かれているのが特徴だ。支出額がコロナ禍前を上回った項目は、食品などの巣ごもり需要が中心だ。一方、コロナ禍前を大きく下回ったままの項目は、やはり外出自粛や三密回避の影響が色濃く表れている。

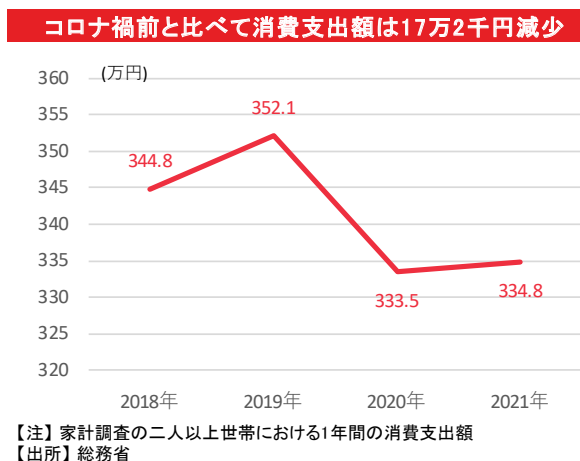
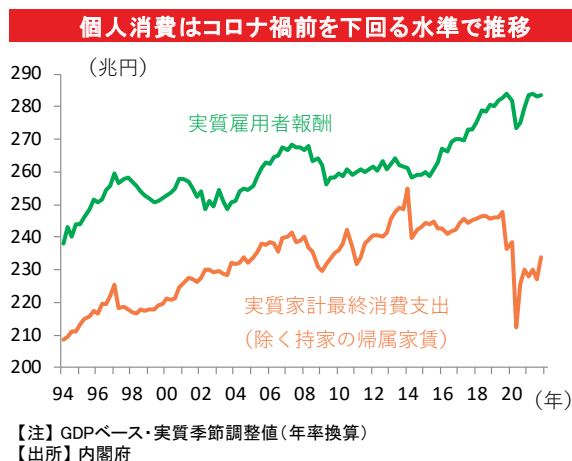
巣ごもりで食品の支出は増えているが、当面は食品価格の上昇が懸念材料だ。円安や原油高、穀物高が重なり、既に多くの品目で価格が上昇している。今年春以降、エネルギー価格や食品価格はさらに上昇しそうだ。ロシアのウクライナ侵攻に対し、米欧日は強力な経済制裁へ踏み切った。ロシアの行動を失敗に終わらせるため、そして軍事力により国境線変更など現状の変更を試みる勢力を牽制するため、米欧日による今回の措置は必要不可欠と言える。一方で、経済活動には、やむを得ないことだがダメージが生じる。個人消費にとっては、エネルギー価格や食品価格の上昇が打撃となろう。

感染が収束すれば、外出自粛が和らぎ、個人消費全体は回復しよう。ただし、感染が収束しても、テレワーク普及やつきあいの縮小などニューノーマルにより、一部では戻り切らない品目もあろう。ニューノーマルは、長い目でみれば個人消費全体の制約にはならないとみられるが、消費構成の不可逆的な変化をもたらさそう。

<個人消費は低迷>

個人消費は、2020 年春に急激に減少した。新型コロナウイルスの第 1 波が到来、感染を回避するため外出を自粛する動きが広がったほか、1 回目の緊急事態宣言発令により企業の生産活動や営業活動が制限されたためだ。

感染第 1 波の収束後、個人消費は持ち直したが、コロナ禍前を下回る水準で低迷が続いている。マクロ面からみれば、個人所得に深刻な問題が生じているわけではない。政府の経済対策の恩恵もあり、雇用が回復、賃金も緩やかに上昇傾向にあり、雇用者報酬はコロナ禍前の水準まで戻った。個人消費の低迷は、やはり新型コロナウイルスの影響が大きいだろう。感染が繰り返し拡大する下で、外出自粛や店舗の営業制限が断続的に生じており、消費機会が度々失われている。



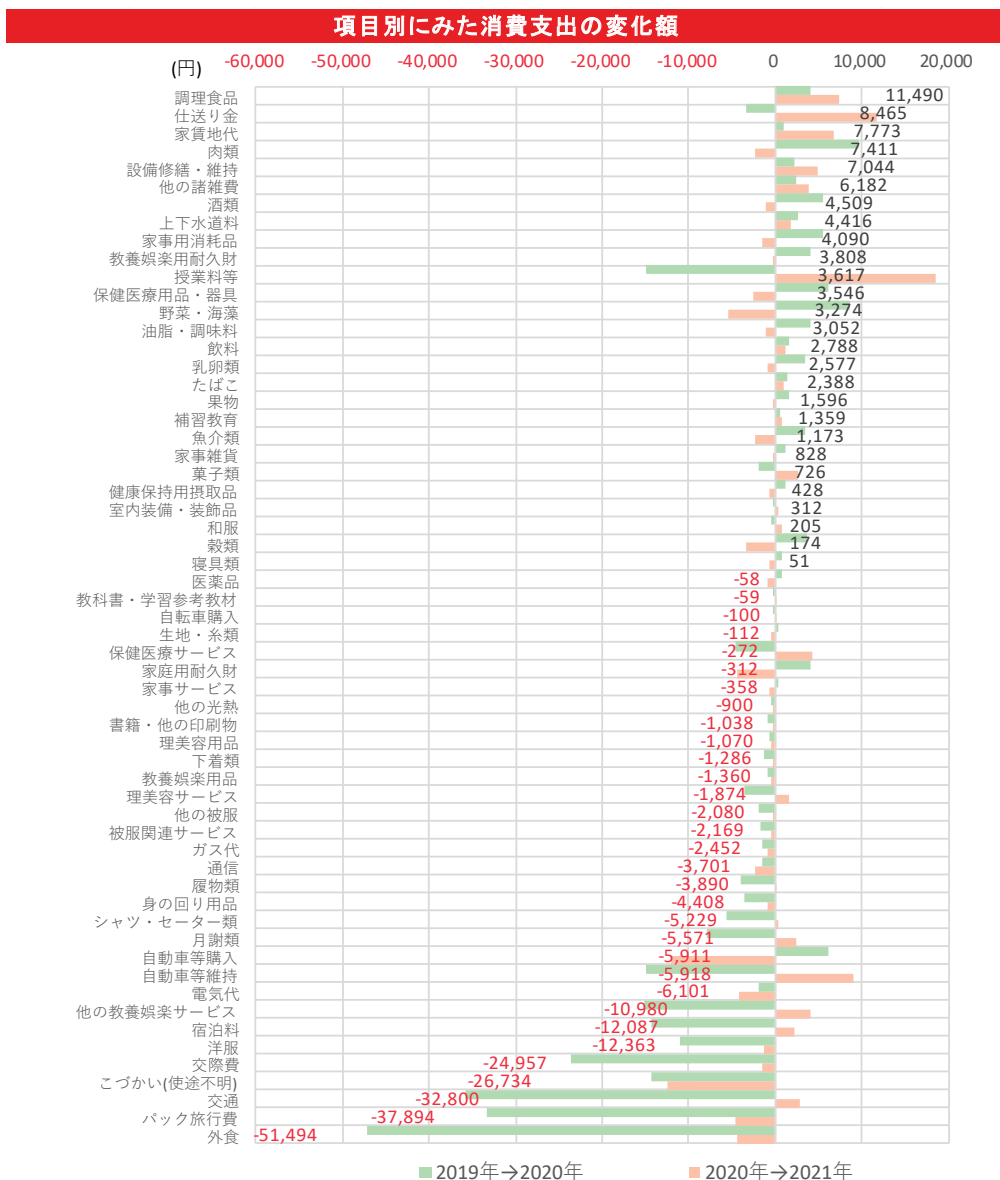
<項目別で明暗がはっきりと分かれる>

個人消費はなぜ低迷しているのか、今後どのように推移するかを探る上では、その中身の分析が欠かせない。そこで、個人消費の項目別、品目別の詳細が分かる家計調査を確認してみる。コロナ禍が直撃した 2020 年の 1 世帯当たり消費支出額は 333 万 5 千円となった。コロナ禍前の 2019 年の 352 万 1 千円と比較すれば、額にして 18 万 5 千円、率

にして5.3%減った。2021年に消費支出額は増加したものの、334万8千円にとどまる。2020年を額にして1万3千円、率にして0.4%増えたに過ぎない。2019年と比較すれば、額にして17万2千円、率にして4.9%下回ったままだ。

ただ、項目別や品目別の内訳をみると、全般に弱いわけではない。コロナ禍後で明暗がはっきりと分かれているのが特徴だ。支出額がコロナ禍前を上回った項目は、巣ごもり需要が中心だ。一方、コロナ禍前を大きく下回ったままの項目は、やはり外出自粛や三密回避の影響が色濃く表れている。

以下、2021年の消費支出額が、①コロナ禍前の2019年を上回った項目、②2019年を大きく下回ったままの項目、の2種類に整理してみる。



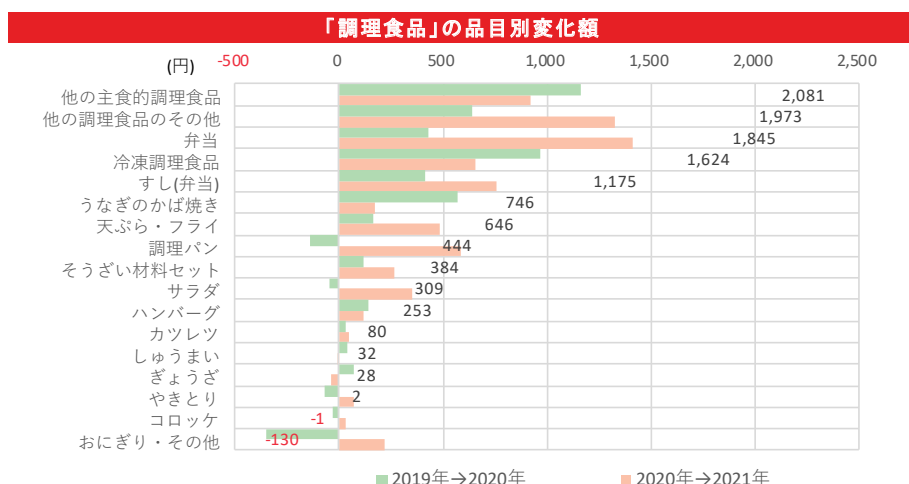
【注】家計調査の二人以上世帯。各項目は原則として同調査の中分類を採用しているが、消費支出額が相対的に大きい「自動車等関係費」、「教養娯楽サービス」、「諸雑費」については小分類を採用。グラフ中に記載の各項目数値は、2019年から2021年にかけての変化額
【出所】総務省

<①支出額がコロナ禍前を上回った項目>

まず、2021年の支出額が、コロナ禍前の2019年を上回った項目を整理してみる。増加額が大きい順に上位10項目を挙げると、「調理食品」、「仕送り金」、「家賃地代」、「肉類」、「設備修繕・維持」、「他の諸雑費」、「酒類」、「上下水道料」、「家事用消耗品」、「教養娯楽用耐久財」となる。このうち、「他の諸雑費」については、さらに細かく品目別にみると、婚礼関係費が大きく増加しており、コロナ禍後に婚姻件数が低迷している点と整合しない。調査対象のサンプルに偏り

(バイアス)が生じたとみられる。また、「家賃地代」では、民営家賃が2年連続で増加したが、元々サンプルバイアスが生じやすい品目だ。以上のように、2021年の消費支出額は複数のサンプルバイアスが重なり上振れた側面もある。ただし、この2項目以外は実勢として強いとみられ、主に巣ごもり需要の拡大を反映している。

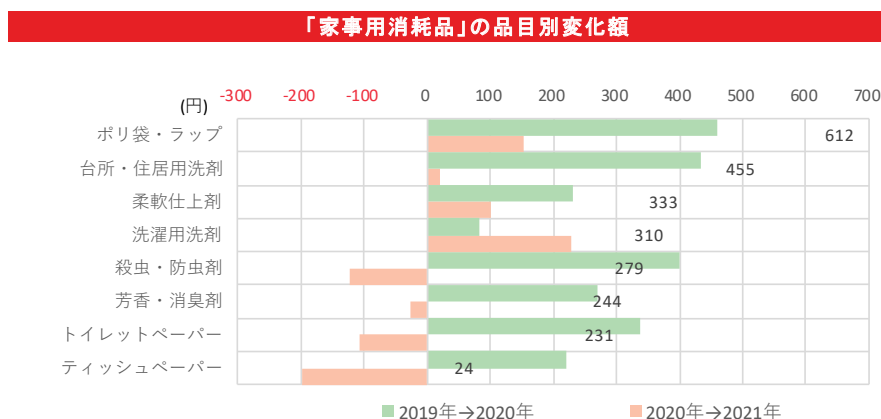
特に、食品関連の支出増が目立つ。巣ごもりにより、外食から中食、内食へ需要がシフトしている。「調理食品」はこの2年で最も支出額が増加した項目だ。品目別にみると、弁当や総菜が全般に増加している。「肉類」の支出額は、2020年に大幅に増加した後、2021年に減少も小幅にとどまり、高止まりしている。品目別では、牛肉や豚肉、鶏肉など生鮮肉の支出額が軒並み膨らみ、コロナ禍前対比で1割程度増加した。価格上昇を超える支出増であり、コロナ禍で調理機会が増えているとみられる。「酒類」の支出額も、2020年に大幅増加、2021年に小幅減少で高止まりしている。品目別では、チューハイ・カクテルをはじめとして幅広い品目で支出額が増加している。外出や飲み会の自粛で、家飲みが増えた機会が増加したとみられる。



【注】 グラフ中に記載の各品目数値は、2019年から2021年にかけての変化額
【出所】 総務省

食品関連以外でも、巣ごもり需要が拡大している。在宅時間が増えたことで、暮らしに要する費用の増加が目立つ。項目別では、「上下水道料」が2年連続で増加したほか、「家事用消耗品」の支出額が2020年に大幅増加、2021年に小幅減少で高止まりしている。内訳をみると、ポリ袋・ラップ、台所・住居用洗剤、殺虫・防虫剤、芳香・消臭剤、トイレトペーパーなどの幅広い品目で支出額がコロナ禍前よりも増加している。家庭内での調理機会の増加により、ゴミ袋や洗剤の消費が増えている。殺虫・防虫剤については、調理や換気の機会が増えたことが影響している可能性がある。

在宅時間が増えたことで、住環境を整える動きもみられる。「設備修繕・維持」の支出額は3年連続で増加した。品目別にみると、設備器具の購入額や、給排水等の工事費が増加しており、リフォーム需要が拡大したとみられる。また、「教養娯楽用耐久財」の支出額は、2020年に大幅増加、2021年に小幅減少で高止まりしている。外出減もしくはスマホ等への代替により、カメラ・ビデオカメラの購入額が減少する一方、巣ごもり需要でパソコンやテレビの購入額が増加した。特にパソコンの購入額が大きく増えており、テレワーク需要も背景にあるとみられる。



【注】 グラフ中に記載の各品目数値は、2019年から2021年にかけての変化額
【出所】 総務省

なお、巣ごもりというわけではないが、「仕送り金」の支出額が2021年に大きく増加した。コロナ禍前の2019年との比較では、「調理食品」に次ぐ増加幅となった。品目別では、国内遊学仕送り金が膨らんだ。学生のアルバイト機会縮小などを背景に親からの支援が増加したとみられ、手放しで喜べるわけではないものの、学生(単身世帯)の消費縮小を抑えている。

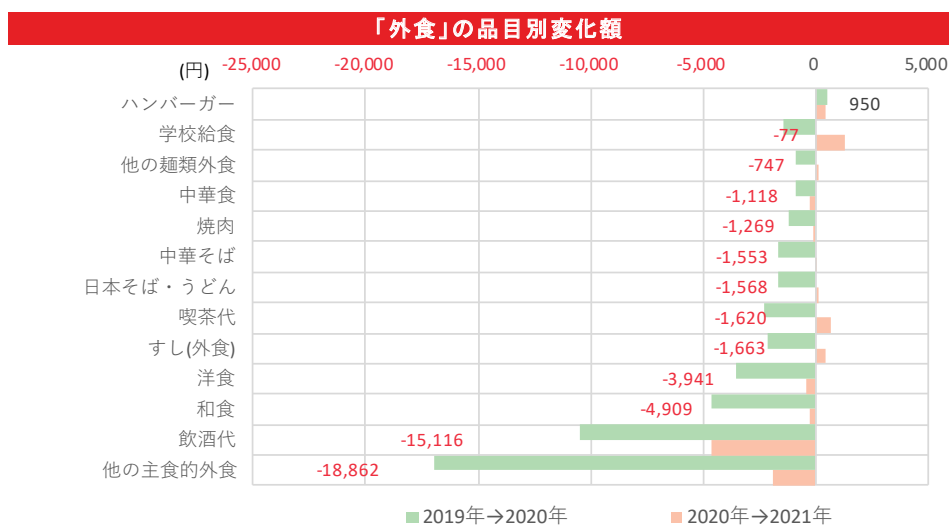
＜②支出額がコロナ禍前を大きく下回ったままの項目＞

それでは、2021年の支出額が、コロナ禍前の2019年を下回ったのはどのような項目であろうか。減少額が大きかった10項目として、「外食」、「パック旅行」、「交通」、「こづかい(使途不明)」、「交際費」、「洋服」、「宿泊料」、「他の教養娯楽サービス」、「電気代」、「自動車等維持」が挙げられる。このうち、「電気代」については、コロナ禍直後の原油安の影響波及で料金下落が続いたため、減少額が大きくなった。「電気代」を除けば、外出自粛の影響が広範に表れている。

支出額の減少幅は、「外食」が5万1千円、「パック旅行」が3万7千円、「交通」が3万2千円、「こづかい(使途不明)」が2万6千円、「交際費」が2万4千円と大きい。これら5項目で、コロナ禍前からの消費全体の減少額である17万2千円の殆どを占める。

まず、「外食」はこの2年で最も支出額が減少した項目だ。感染がなかなか収まらず、断続的に外出自粛や飲食店の営業制限が生じた影響が表れている。先ほども指摘したように、巣ごもりで食品への支出額は全般に増加したが、外食への支出額の減少幅が突出して大きく、食費全体ではコロナ禍前から1万2千円の減少となった。

「外食」の内訳をみると、他の主食的外食という品目への支出額が最も落ち込んだ。テレワーク普及により、会社での食事代(社食費)等が減少した影響が表れたとみられる。次いで支出額の減少幅が大きかったのは「飲酒代」だ。変換率でみればコロナ禍前対比で約8割減と最も厳しい。感染回避のため、2020年から外出自粛が続く中、2021年には飲食店における酒類提供制限が広がり、飲酒代が落ち込んだとみられる。学校給食は2020年に減少した後、2021年に回復しており、休校措置の解除が影響している。なお、ハンバーガーへの支出額は、例外的に2年連続で増加したが、厳密には外食(店舗での食事)が増えたわけではなく、テイクアウトや宅配の利用が進んだと考えられる。



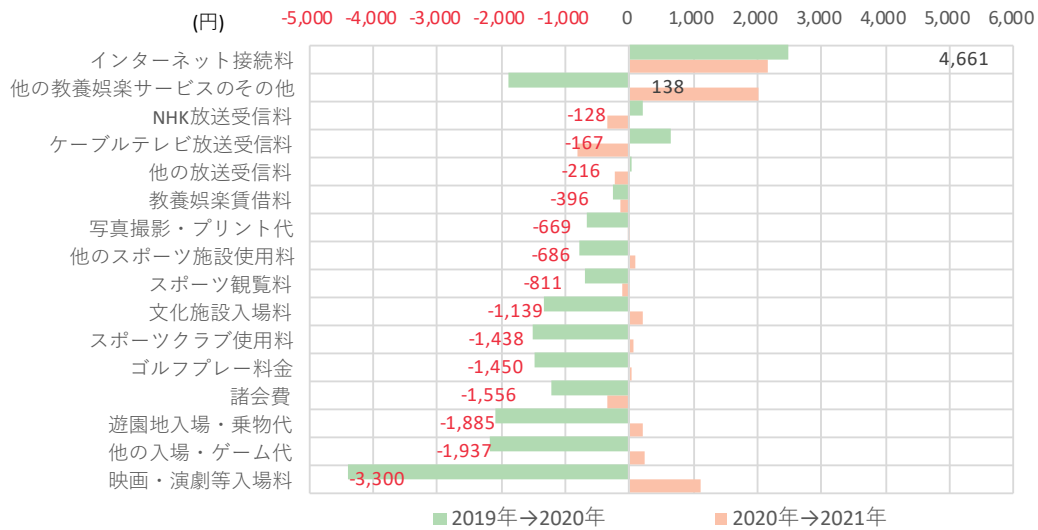
【注】グラフ中に記載の各品目数値は、2019年から2021年にかけての変化額
【出所】総務省

外出自粛により、観光やレジャーを控える動きも生じている。

「パック旅行」は2020年に大幅に減少した後、2021年も減少が続いた。従来、年間1万5千円前後の支出額であった外国パック旅行費が、出入国制限によりほぼゼロ円となった。3万円台で推移していた国内パック旅行費も、コロナ禍前対比で約7割減の8千円台へ縮小した。「宿泊料」は2020年に大幅減少、2021年に増加も小幅にとどまった。コロナ禍前対比では約5割減で、他者との集団行動を前提とする国内パック旅行費ほどではないものの、低迷が続いている。

また、「他の教養娯楽サービス」も2020年に大幅減少、2021年に小幅増加で低迷が続いている。品目別にみると、インターネット接続料が増加したものの、入場・観覧・ゲーム代が全般に落ち込んでおり、外出自粛に伴う需要シフトを象徴的に反映している。

「他の教養娯楽サービス」の品目別変化額



【注】グラフ中に記載の各品目数値は、2019年から2021年にかけての変化額
【出所】総務省

外出自粛や三密回避により、つきあいに要する費用も減少している。

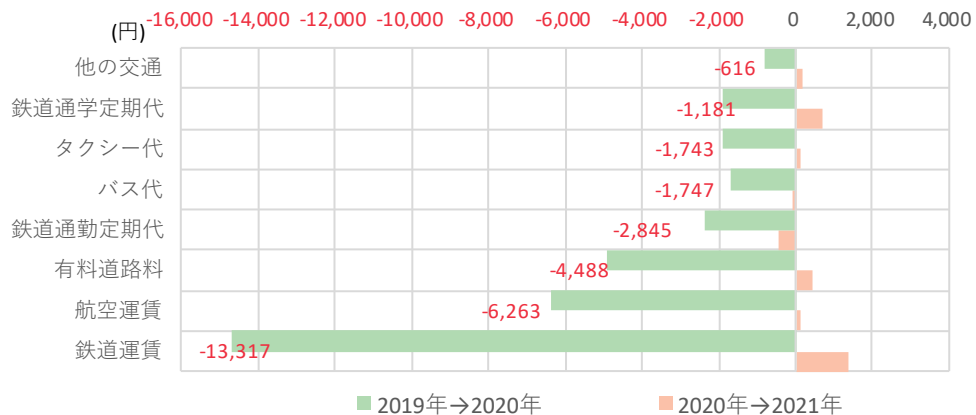
「こづかい(使途不明)」は2年連続で減少した。内訳をみると、コロナ禍前は年間9万円あった世帯主こづかいが6万8千円となっており、2割強ほど減らされている。テレワークで外出が減り、小遣いをもらう大義名分がなくなっているのだろう。小遣いが減っている分、使途不明ながら娯楽などに回っていたはずの支出も減っている。

「交際費」も2年連続で減少した。品目別では、贈与金、つきあい費、他の負担費がいずれも2年連続で減少した。贈与金には祝儀や香典、見舞金、謝礼等が含まれ、親戚や友人知人等と接する機会が少なくなった影響が表れている。また、つきあい費には親睦目的の会費が、他の負担費には町内会費等が含まれ、趣味仲間や近隣とのつきあいも少なくなっている。

また、当然といえば当然だが、外出自粛により、移動に要する費用や洋服代も減少している。

「交通」の費用は、2020年に大幅に減少した後、2021年に増加したが、戻りが鈍い。品目別では、鉄道運賃や有料道路料、航空運賃が落ち込んだ。観光やレジャーを控える動きが生じ、長距離の移動が減ったとみられる。また、鉄道通勤定期代が2年連続で減少し、テレワーク普及の影響が表れている。

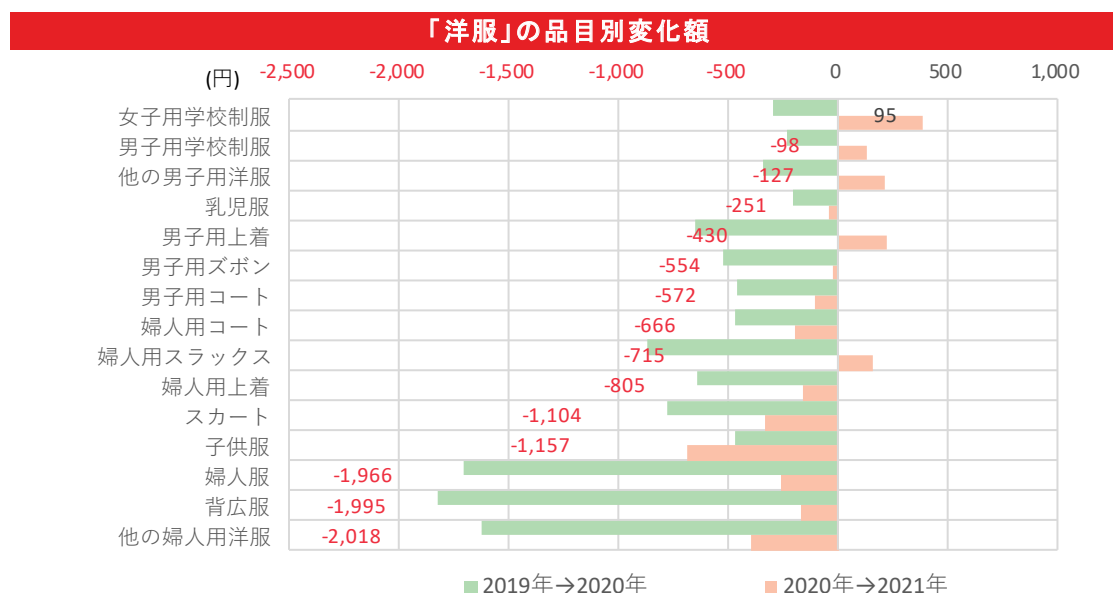
「交通」の品目別変化額



【注】グラフ中に記載の各品目数値は、2019年から2021年にかけての変化額
【出所】総務省

「自動車等維持」の費用も2020年に大幅減少後、2021年に小幅増加にとどまった。移動機会の縮小により、ガソリン代が大きく減少している。なお、自動車保険料の支払いは、自賠責分が減少する一方、任意分が増加したが、これは保険料改定を反映している。自賠責保険料は事故減少により引き下げられたが、任意保険料は消費増税に伴う修理代上昇の転嫁で引き上げられた。

「洋服」は2020年に大幅に減少した後、2021年も減少が続いた。品目別では、婦人服や背広服が大きく落ち込んだ。背広服代の減少は、テレワーク普及の影響であろう。



【注】 グラフ中に記載の各品目数値は、2019年から2021年にかけての変化額

【出所】 総務省

＜個人消費の先行きは？＞

消費支出額がコロナ禍前を上回った項目は、巣ごもり需要が中心だ。外食から中食、内食への需要シフトにより、食品への支出が広範に増加した。また、在宅時間が増えたことで、暮らしに要する費用や住環境を整えるための支出も増加している。一方、コロナ禍前を大きく下回ったままの項目は、やはり外出自粛や三密回避の影響が色濃く表れている。外食費が大きく減少したほか、観光やレジャー、移動に要する費用、洋服代、さらにはつきあいに要する費用も落ち込んでいる。

コロナ禍後、巣ごもりで食品の支出は増えているが、今後は食品価格の上昇が打撃となる。円安や原油高、穀物高が重なり、既にパンや輸入牛肉、鶏肉、調理食品、食用油、菓子類、外食など幅広い品目で価格が上昇している。特に、直近の消費者物価指数をみると、調理食品や外食では、牛肉や魚を原材料とする品目で価格上昇が目立つ。燃料高で漁を控える動きが広がり、ここ半年ほど魚介類の価格が上昇、練り製品や寿司弁当等の価格に波及している。ウクライナ侵攻に伴うロシアへの経済制裁により、原油価格や小麦価格が高騰しているほか、ロシアからの魚介類の輸入が減り、さらなる価格上昇を招く可能性もある。

先行き、ウクライナ情勢や国際商品市況がどう展開するか不透明だが、オミクロン株による感染は収束しつつある。巣ごもり需要が縮小する一方、外出自粛が和らぐ見込みだ。個人消費全体としては、コロナ禍前へ回帰するのは時間の問題と思われる。ただし、感染が収束しても、テレワーク普及やつきあいの縮小など新常态(ニューノーマル)により、外食(社食費や飲酒代)、交通(鉄道通勤定期代)、洋服(背広服)、こづかい、交際費など戻り切らない品目もあろう。一方で、ニューノーマルにより、巣ごもり需要はある程度定着しよう。テレワーク普及等のニューノーマルは、長い目でみれば個人消費全体の制約とはならないとみられるが、消費構成の不可逆的な変化をもたらさそう。

マーケット・アウトLOOK (1)

2022 年度国内クレジット市場の注目点

大和証券株式会社 金融市場調査部
理事
チーフクレジットアナリスト 大橋 俊安



アンテナは内より外に向けて&2 大潮流にどう向き合う？

・国内クレジット投資を考える際のキーワード

2022 年度の国内クレジット投資を考える際のキーワードは、①リスク感知のアンテナは内より外に向けて、と②ESG 化とメザニン化という 2 大潮流にどう向き合うか？ の 2 つとなる。

国内クレジット市場には、今生じている海外市場からの影響(外因)を除けば、特段の不安材料は見当たらない。よって、リスク感知のアンテナは内より外に向けて高く立てておくべきだろう。

国内クレジット市場には、ESG 化とメザニン化という 2 大潮流が押し寄せている。ESG 化は、ただでさえ利回りの低い社債の利回りを更に押し下げる方向の、一方のメザニン化は、利回りを押し上げる方向での潮流だ。投資家にはこの 2 大潮流にどう向き合うかが問われている。

リスク感知のアンテナは外に向けて立てておくべき

・地政学リスクの日本企業への影響の捉え方

2 月 24 日に始まったロシアによるウクライナへの軍事侵攻は、国内クレジット市場のリスクセンチメントにも少なからず悪影響を与えている。そこでまず、地政学リスクの日本企業クレジットへの影響の捉え方をこの機会に整理しておきたい。方法論を頭に入れておけば、何処で地政学リスクが発生しても応用が可能だ。

・直接的な影響を測るために、まず物・お金のやり取りの確認を

地政学リスクが発生したら、まずは直接的な影響を測るために、その国・地域と日本との間の物・お金のやり取りを確認したい。物のやり取りであれば財務省貿易統計が、お金のやり取りであれば BIS 統計が活用できる。

貿易統計でその国との輸出入の多寡、そして主要品目を確認することで、影響の出る社債発行業種や企業が見えてくる。今般の場合であれば、ロシアで資源開発を行う総合商社や、自動車会社、そして食品会社などだ。一方、BIS 統計では紛争国にもつ日本の金融機関の債権額が確認できる。

・クレジットへの影響はエクスポートジャーの財務インパクトを測ること

紛争地域との関連の深い企業が特定されれば、次は、その企業が同地域に持つエクスポートジャー(債権や売り上げ・利益規模)を確認することになる。ここは、「言うは易しであるが、行うは難し」である。今回のロシア・ウクライナの事例で分かるが、寧ろエクスポートジャーの特定が難しいと言うことは、日本企業にとってそう多くのエクスポートジャーを持たないという事の裏返しでもある。

最後に、クレジットへの影響は、エクスポートジャーと自己資本や純利益などを比較し、万が一の損失を財務余力や期間損益で吸収可能かどうか、つまり、財務インパクトを測ることで判断する。

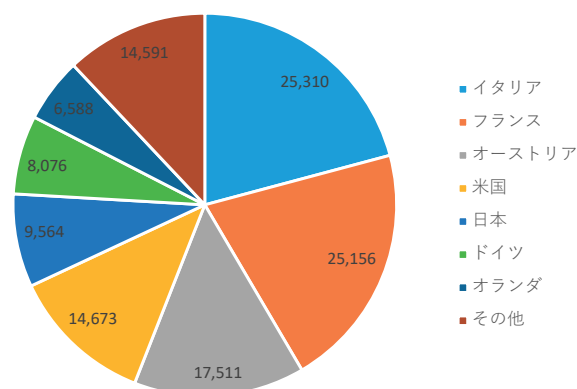
幸い、今般の場合は、事業会社であれ銀行であれ、ロシア・ウクライナのエクスポートジャーのクレジット評価への影響は限定的と判断できる。直接的な影響が限定的なことは、S&P や R&I といった格付け会社も同様の見解を発表している。

図表：日本の対ロシア・ウクライナ貿易

		全世界シェア% 2021年	主な輸出入品
対ロシア	輸出	1.0	自動車および同部品：50-60% 一般機械：20%弱 電気機械：10%弱 原材料：10%弱
	輸入	1.8	燃料（原油、天然ガス、石炭）：60% 原材料（非鉄金属）：20%程度 食品（魚介類）：10%弱
対ウクライナ	輸出	0.1	輸送機器
	輸入	0.1	たばこ

出所：財務省貿易統計等より大和証券作成

図表：各国金融機関の対ロシア向け債権残高（2021年9月末時点、単位：million USD）



出所：BIS Consolidated banking statistics

図表：21年3月期末の総合商社のロシア向けエクスポージャー

	ネットエクスポージャー 億円	定義	21年度純利益 会社予想 億円
三井物産	4,602	投融資保証+営業債権	8,400
三菱商事	2,499	投融資保証+営業債権	8,200
丸紅	249	長期エクスポージャー	4,000
住友商事 ^{*1}	100未満	投融資保証	4,600
伊藤忠商事	^{*2}	投融資保証	8,200
双日	199	投融資保証+営業債権など	800
兼松	-		160

*1 【参考】ウクライナに302億円

*2 主要8か国に入らず、8位国で283億円

出所：各社資料より大和証券作成

・マイクロ・マクロ的事象の間接的な影響の推察も忘れずに

直接的な影響の確認が終わったら、次は間接的な影響の推察が必要だ。発生した地政学リスクが、どのようなマイクロ・マクロ的事象を引き起こすのか、そして、その事象が日本企業のクレジット評価にどう影響を及ぼし得るのかを捉えておく必要もあるだろう。

今般の場合であれば、ミクロ的には特定の希少資源（パラジウム、ネオンなど）の供給停止や価格高騰などがサプライチェーンのボトルネックやコスト増に繋がる可能性が考えられる。そしてマクロ的には、エネルギー価格の高騰が継続し、高インフレを長引かせる可能性が高まったこと、また、それによりスタグフレーション・リスクが台頭し易くなることが考えられる。エネルギー価格の高騰は、企業のコストアップ要因に、高インフレによる消費者の購買力低下は売上減に、そしてスタグフレーションは、景気後退懸念に繋がることになる。

間接的影響は、日本の社債発行企業のクレジット評価に、ボディーブローのように効いて来よう。どう跳ね返ってくるのかをしっかりと想像できているのといないのでは、大きな違いを生じ得る。

国内クレジット投資は大胆に、海外クレジット投資は慎重に

・国内クレジット市場には海外要因を除けば不安が少ない

国内クレジット投資は大胆に、海外クレジット投資は慎重に行いたい。国内クレジット市場には、海外市場からの影響（外因）を除けば、特段不安要素は見当たらない。

クレジットファンダメンタルズ/需給/金融政策といったクレジットスプレッドの変動要因（内因）に今年度も大きな変化は見通せない。一方、海外（欧米・中国・新興国）はと言えば、長引く金融緩和が素直に信用拡大に結び付いた状態でコロナ禍に突入した事もあり、「過剰債務」という地雷がそもそも埋まっている。各国・地域でコロナ禍からの出口への道筋がばらつく中、「政策の失敗 or 必然」という信用収縮発生のスイッチが押されるリスクは高まっている。

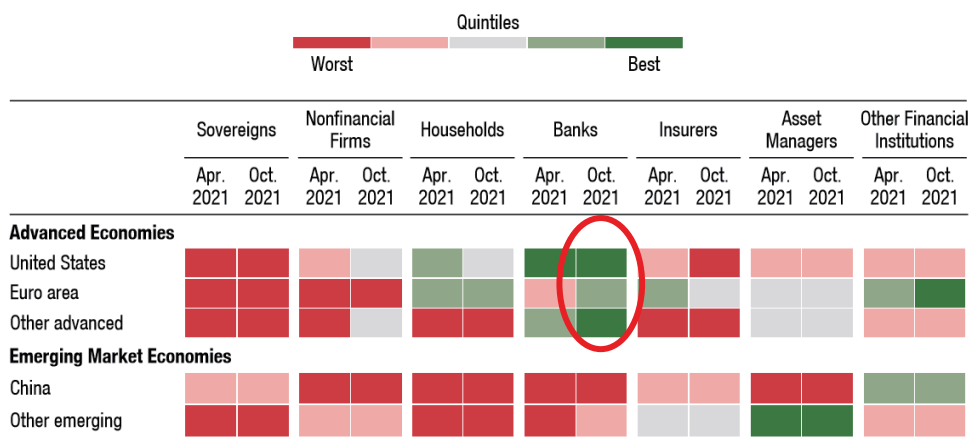
インフレファイターと化した FRB がオーバーキルを起こさないか、中国当局が中国恒大集団など過剰債務を負った不動産開発業者の処理を誤らないか、国際機関や先進国が新興国（フロンティア国）の債務再編を上手くやり遂げられるか、そして、ロシア・ウクライナの地政学リスクがスタグフレーションに繋がらないか等々、これからは、当にアンテナを内より外に向けた「政策の失敗 or 必然」ウォッチが欠かせない。

・海外クレジット投資は銀行セクターから

「海外クレジットは慎重に」と主張しているが、それでも海外クレジット投資に取り組むのであれば、欧米・先進国の銀行セクターがねらい目だ。何故なら同セクターには脆弱性が見られないからだ。

IMF 国際金融安定報告書 (GFSR) の地域別・セクター別金融脆弱性ヒートマップを見ると、欧米・先進国の銀行セクターには心配が少ないことが見えてくる。コロナ禍にあって銀行セクターには不安があると思いきや、欧米・先進国の銀行はそうではない。コロナ禍初期にやや脆弱性を増した欧州銀行セクターも足元状況は改善している。これはひとえに、グローバル金融危機後の規制強化（バーゼル規制）の賜物で、厳しくなった銀行規制のおかげで銀行のリスクは適切にコントロールされている。よって、今般は、伝統的な銀行セクターではなく NBFI（ノンバンク金融仲介）にリスクが溜まっており注意が必要だ。

図表：地域別、セクター別の金融脆弱性ヒートマップ（2021年10月版）



出所：「IMF 国際金融安定報告書」（2021年10月）から抜粋

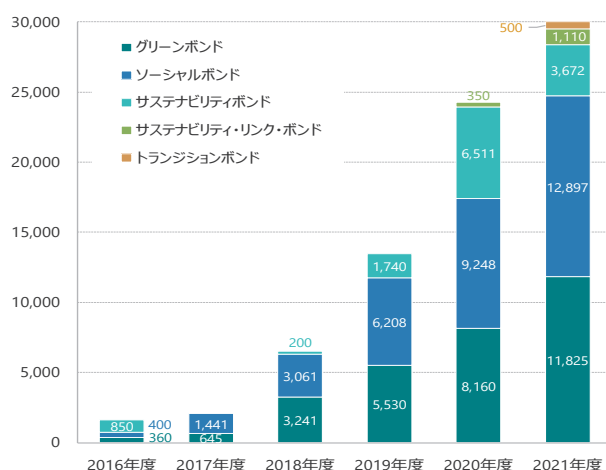
ESG 化とメザニン化という 2 大潮流にどう向き合うか？

・ ESG 投資にどう取り組むか？

国内クレジット市場に押し寄せている ESG 化とメザニン化という 2 大潮流にどう向き合うかが問われている。グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、そしてこれからはトランジションボンドなど、「ESG」のラベルの付いた社債の発行は、これからどんどん増えるだろう。

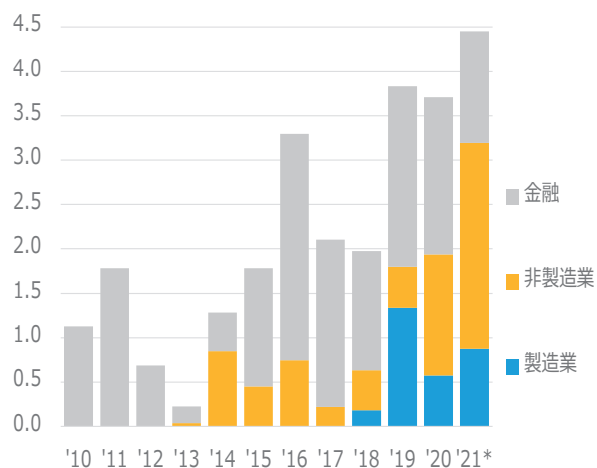
やっかひなのが、この ESG 化の潮流は、ただでさえ利回りの低い社債の利回りを更に押し下げる方向であることだ。日本では幸い（？）まだグリーンアムもソーシアムも現実化していない。同現象が日本で発現するかも焦点だし、現実化した際には、ESG 債投資にどう取り組むのか、投資家には難しい判断が迫られる。

図表：ESG 債の発行推移 単位：億円（2021年度は3月10日迄）



出所：大和証券集計

図表：劣後債の発行推移 単位：兆円（同左）



出所：大和証券集計

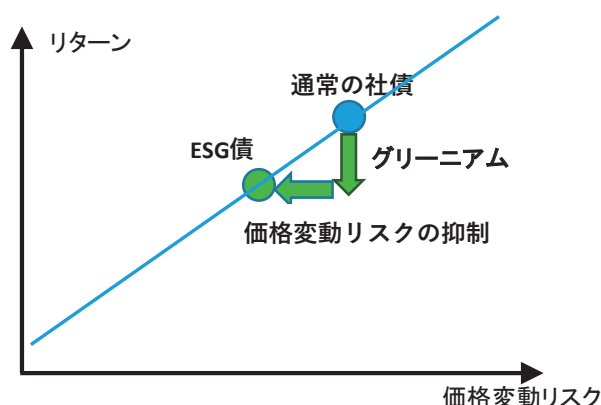
・ ESG 債が価格変動リスクの低い債券として認知されれば

ESG 債が所謂 ESG 投資家のみならず、広範な投資家へ選好され国内クレジット市場にしっかり根付くためには、ESG 債が価格変動リスクの低い債券として認知される必要があるようだ。投資家目線からす

れば、同じ発行体のリコース負債で、“信用”リスクの同一な通常の社債と ESG 債にリターン差が生じることはなかなか納得がいかない。リターンを犠牲にしてでもサステナブルファイナンスを、という所謂 ESG 投資家ならいざ知らずだ。

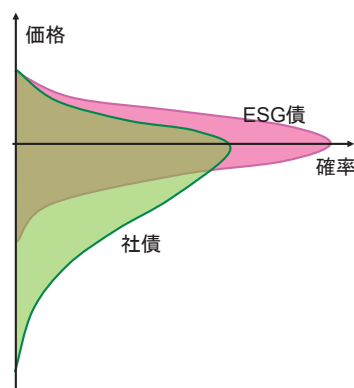
そこで、ESG 債は通常の社債に比して価格変動リスクが低い債券として認知されるようになることを期待する。そうなれば、発行体、投資家双方に“Win-Win”となる債券として、ESG 債がクレジット市場にしっかり根付くようになるのではなかろうか。折しも、欧米クレジット市場は金融政策の正常化過程や地政学リスクの台頭で、クレジット市場が動揺し始めている。先行する欧州市場で、ESG 債の価格変動耐性の研究・調査が進むことを期待したい。

図表：社債、ESG 債のリスク・リターン模式図



出所：大和証券作成

図表：通常社債と ESG 債の価格変動リスクの模式図



出所：大和証券作成

・メザニン化は投資に積極活用を

一方、利回りを押し上げる方向での潮流であるメザニン化は、投資に積極的に取り入れたい。銀行、保険、一般事業会社と、クレジット市場でのメザニン調達（劣後債やハイブリッド証券の発行）は既に極一般的になって久しい。商品性、リスクをしっかりと腹に落とした上で、出来るかぎり積極的に活用したい。

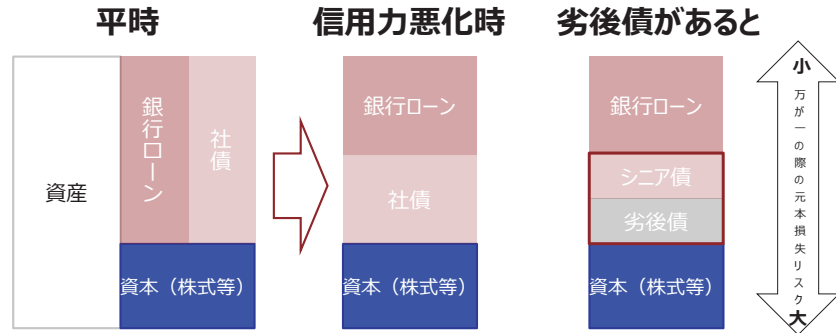
・一般事業会社と電力会社のハイブリッド証券は似て非なるもの

事業会社のハイブリッド証券は、一般事業会社のみならず、電力会社にもその活用が広がっている。一般事業会社のハイブリッド証券も、電力会社のそれも、一見すると同じリスク特性の商品のように思われるが、実は似て非なるものである。ここで言う、似て非なるリスク特性とは、上位債権であるシニア債（一般事業債の場合はシニア無担保債、電力債の場合は一般担保付き債）との関係の事だ。

・一般事業会社～シニア債と劣後債の信用リスク差はそう大きくない

一般事業会社のシニア債と劣後債（ハイブリッド証券）の信用リスク差（≒期待損失）はそう大きくないと考えている。何故なら、期待損失（EL）＝デフォルト率（PD）×デフォルト時損失（LGD）×デフォルト時残高（EAD）となるが、日本の場合、シニア無担保債の LGD は 90%と極めて高く（過去のデフォルト事例より推察される）、劣後債の LGD である 100%との差は僅か 10%に過ぎないからだ（EL や EAD は同じ）。こうした事が日本で起き得るのは、一般事業会社のシニア無担保債が、実は銀行ローンに劣後する、そもそものが劣後債のような商品性だからだ。

図表：一般事業会社のシニア無担保債と劣後債の関係模式図



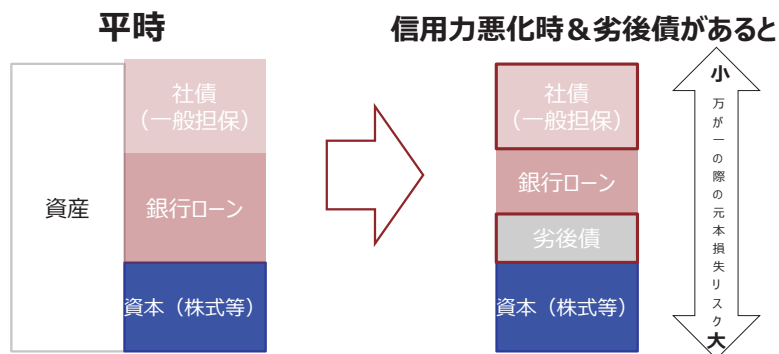
出所：大和証券作成

・電力会社～シニア債（一般担保付）と劣後債には大きな信用リスク差

一方、電力会社のシニア債（一般担保付）と劣後債（ハイブリッド証券）の信用リスク差（≒期待損失）は実はかなり大きいと考えられる。

何故なら、電力債のシニア債は一般担保という先取特権を有するので、銀行ローンよりも優先した債権であり、おそらく LGD は低率になると推察される。一方の劣後債（ハイブリッド証券）の LGD はとえば、一般事業会社と同様 100% といって過言ではない。よって、同じ劣後債（ハイブリッド証券）ではあるものの、一般事業会社と電力債とでは、シニア債との相対感で見た信用リスクの考え方は異なると見るべきだろう。

図表：電力会社のシニア無担保債と劣後債の関係模式図



出所：大和証券作成

・電力会社のハイブリッド証券は一般事業会社よりリスクが高い？そうは思わない

では、電力会社のハイブリッド証券は、一般事業会社のそれ以上に、リスクの高い債券と見るべきだろうか？ 違いをわざわざ指摘しておきながら奇異に感じるかもしれないが、そうは思わない。何故なら、電力会社の場合には、LGD の差が意味をもつ劣後事由の発生がそもそもあまり想定されないからだ。福島第一原子力発電所で大事故を起こし、賠償債務な偶発債務を負った東京電力でさえも、実は劣後事由が発生する事態（つまり会社が倒産する事態）にまでは陥っていない。こうした過去事例を思い起こすと、電力会社の劣後事由発生ハードルの高さが想像できる。

・両債券の信用リスク特性を理解しておきたい

見てきたように、一般事業会社のハイブリッド証券と、電力会社のそれは似て非なる債券だと整理している。その上で、一般事業会社のハイブリッド証券は、シニア債との信用リスク差が小さいことを拠り所に（LGD の差が小さい）、一方、電力会社のハイブリッド証券は、そもそも劣後事由の発生が起き難いことを拠り所に（PD の比率が低い）、投資検討・判断をすべきだと考えている。

マーケット・アウトlook (2)

高インフレを受けても米国のソフトランディングは可能

みずほ証券株式会社 リテール・事業法人部門
商品企画部 副部長 マーケットストラテジスト
倉持 靖彦



米国株のバリュエーション調整は景気減速も想定している可能性

- ・本稿では今後の米国株式市場の論点と見通しを解説したい。まず昨年を振り返ると、変異株出現による新型コロナの拡大・収束に左右されつつも、①コロナ以降の各国の強力な金融緩和と財政支出による先進国の家計、企業部門の巨額貯蓄超過、②コロナ・ワクチンの普及、経口治療薬の開発等を受けた経済活動の安定化により、米国景気は堅調に推移、欧州、日本も足踏み時期はあったものの、再度底割れとなるような W 字型の展開を回避した。
- ・株式市場は、こうしたファンダメンタルズを背景に、企業業績の急回復が金利上昇による PER を押し下げ圧力をはね返し堅調に推移、昨年 21 年の本稿で予想した「金融相場から業績相場への移行」が実現した。
- ・今年 2022 年に入り金融政策の正常化が視野に入ってきたことや、2 月中旬以降のロシアによるウクライナ侵攻を受け、世界の経済、市場の不確実性は一気に上昇。コロナによるボトルネックインフレ圧力が解消されないまま、エネルギー価格等の高騰、それを通じたスタグフレーション懸念が台頭した。このため、金利上昇要因だけでなく、企業業績に対する期待の後退も加わり、株式市場は強いバリュエーション調整を強いられる展開となった。



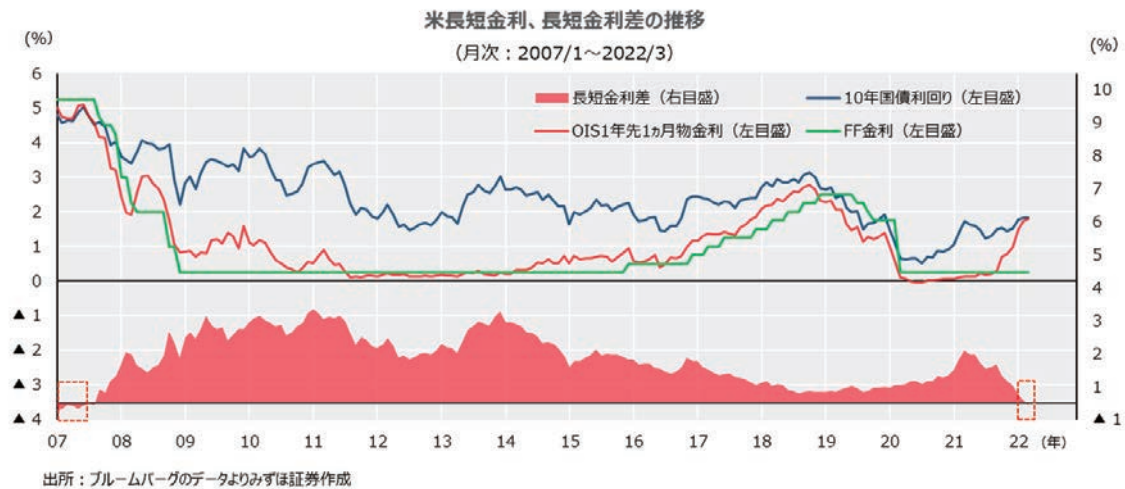
・以下、来年 2023 年の株式市場を展望する上で、重要なポイントを整理していきたい。まずウクライナ情勢については予断を許さない状況が続いている。ロシアの名目 GDP 規模は世界の 2%を占めるにすぎないが、SWIFT(国際銀行間通信協会)からの排除の対象品が拡大すれば、エネルギー供給のロシア依存度が高い欧州経済に対して打撃になる。また欧州経済は日米に比べ輸出依存度(名目輸出額/名目 GDP 比率)が高い。高インフレや貿易取引の縮小等を通じて、欧州の家計や企業に悪影響が拡大することが懸念されるなか、ユーロ圏の投資家信頼感指数は3月に大幅に悪化している。現状が継続すれば、ユーロ圏の GDP を相応に押し下げることになる。

・一方、米国は、欧州に比べロシア景気悪化からの直接的な影響は限定されると見込まれるほか、エネルギー純輸出国であり、穀物生産大国であることを踏まえれば、相対的には優位な位置にある。ただし、欧州経済の悪化や高インフレを通じて世界経済への影響が強まれば、米国も一定の影響は免れない。米国のリビジョン・インデックスはウクライナ侵攻以前から、景気対策効果の一巡、巣籠特需、DX 特需の反動、高インフレ等から、四半期企業決算後の予想 EPS の上方修正度合いは徐々に鈍化してきており、足元はほぼフラット、足踏みになっている。

来年にはインフレは鈍化、米景気減速はミッドサイクル・スローダウンに止まることに

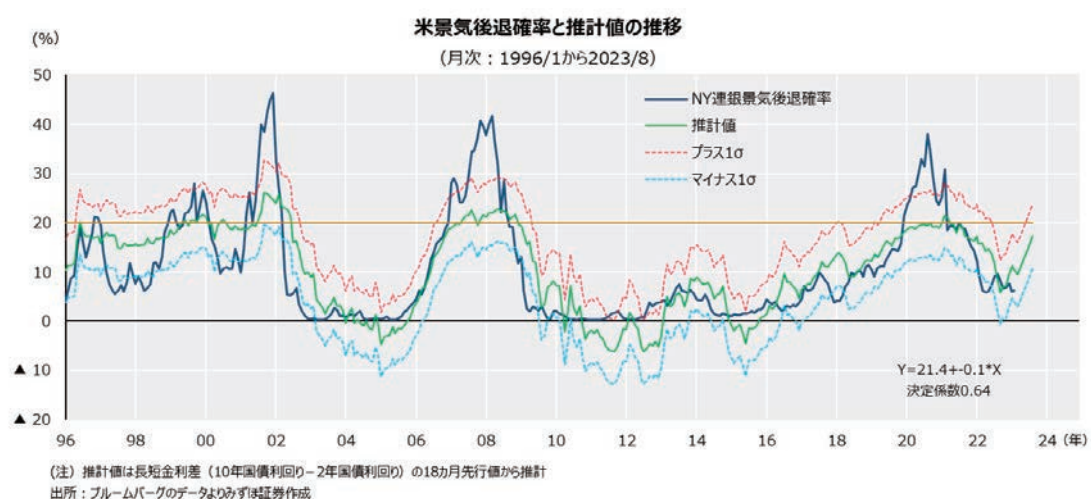
・では、米国株のバリュエーション調整はいつまで続くのだろうか。この点を考える上では、インフレ率と金融政策の動向、米国経済の頑健度がポイントとなる。インフレ率については当面かなり高い伸び率が想定されるものの、春以降、徐々に鈍化してくることが想定される。その理由として 6 点挙げたい。まずは①原油価格が 160 ドル/bbl となっても、前年同月比ではベース効果から伸び率は鈍化してくること、②70 年度のオイルショック以降、米国 PPI 原材料(除くエネルギー)の前年同月比は 50%前後の上昇率に達するとピークアウトする傾向があること、③住宅取得能力指数が低下しており、家賃に先行する中古住宅価格の前年同月比伸び率はピークアウトしていること、④コロナ感染の一巡や財政政策の一巡等から労働参加率が回復傾向にあること、⑤NY 連銀調査による3年後のインフレ見通しはピークアウトしていること、⑥長短金利差の低下が明確になっていることである。

・長短金利差については、米国の名目 10 年国債利回りから OIS1 年先 1 ヶ月物金利でみるとサブプライムローン問題の認識の端緒ともなったパリバ・ショック以来の逆イールドとなっている。今回は高インフレに伴い FRB が引き締めへ前のめりの姿勢を強めていることから、前回の金融引き締め局面と比べて、市場の短期金利予想の引き上げがかなり急であることが特徴である。現在の OIS1 年 1 ヶ月物金利は前回の金融引き締め局面でいえば FF 金利が 1.75%~2.00%にあたる水準にある。



・長短金利差は代表的な景気の「炭鉱のカナリア」である。米名目 10 年国債利回りと同2年国債利回りを使い、NY 連銀の景気後退確率を推計してみた。この結果、来年 23 年の 8 月には景気後退確率は 17%に上昇してくる可能性が示唆される。直近 3 回の米国の景気後退期では、この推計値はいずれも 20%を超えていた。コロナ以降の財政政策による景気対策の剥落(「財政の崖」)やメジャーペースに近い利上げ等で逆イールドが深まれば、来年にかけソフトパッチないしは景気後退観測が強まってくること考えられる。

・最初の利上げとなった 3 月 FOMC の Summary of Economic Projections では、2023 年末の FF 金利中央値が 2.8%と見込まれており、longer-run レート(≒中立金利)の 2.4%を超える水準までの利上げが見込まれている。もっとも、OIS カーブをみると、1 年先 1 ヶ月物金利は 2.35%に上昇しているが、2 年先 1 ヶ月物金利、3 年先 1 ヶ月物金利は、1 年先 1 ヶ月物金利より各々約 15bp 低い 2.17%、約 40bp 低い 1.93%となっている。今回の利上げ局面でのターミナル・レートがどの程度の水準になるのかは、なお不透明と言えよう。

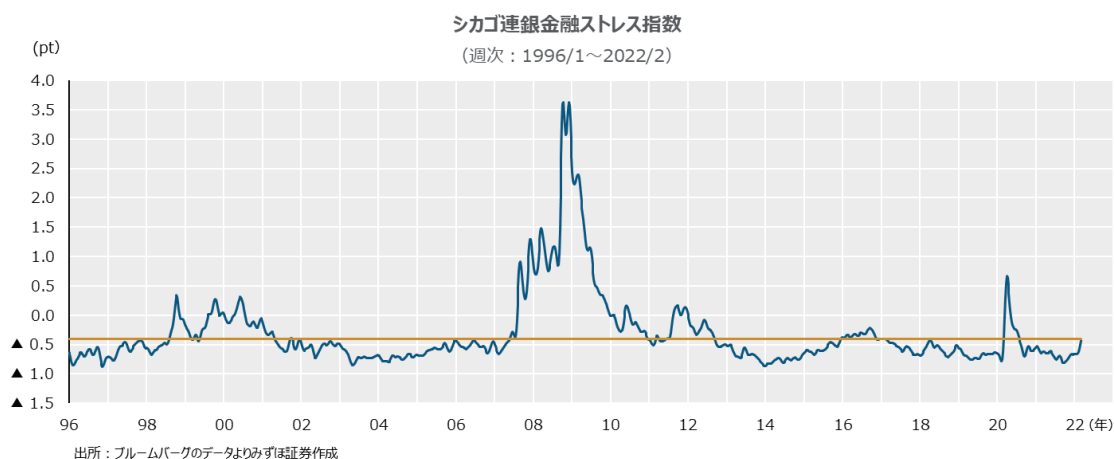


・米国の景気拡大局面の平均は 60 ヶ月超(5 年超)である。コロナによる景気後退は非常に短く、景気の谷は 20 年の 4 月とみられ、足下の 22 年 3 月で約2年が経過。景気拡大局面を単純に序盤、中盤、終盤の 3 つに分ければ、序盤が終了しつつあるとも言える。過去、景気拡大局面の中でも上

下の波動があり、景気の前年比変化率の鈍化期間(水準としてはごく緩やかな増加ないしは足踏み)はミッドサイクル・スローダウンとも呼ばれる。米景気先行指数の前年同月比変動率の動きをみると、今回はリーマン・ショック後に似た動きにある。今後、一時的にはコロナ収束に伴う景気再加速があったとしても、基調としては当時同様の長めのミッドサイクル・スローダウンになることも考えられ、23 年中続く可能性がある。

過去のミッドサイクル・スローダウン時の米株価動向

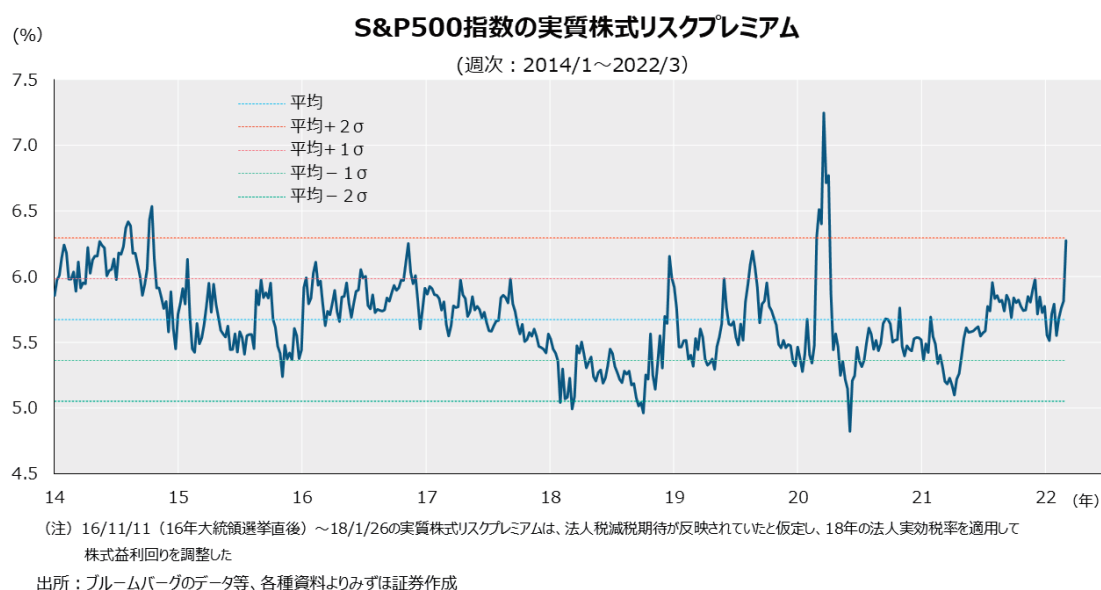
・また長短金利差ともに注目しておきたいのが、金融ストレス指数である。クレジットスプレッドや金融市場の取引の厚みなどから計算されており、金融市場や流動性の引き締め度を測る指標である。足元の水準をみると▲0.25 まで上昇、コロナショックを除けば、2016 年秋以来の水準まで上昇してきている。また同水準は 2011 年、2012 年の欧州債務危機、2007 年のパリバショックの手前、1998 年のロシア危機・LTCM ショックの手前で見られた。概ね▲0.4%より上に行くと、金融ストレスが一層、高まる可能性のある領域になっている。



- ・これらの局面に共通しているのは景気がミッドサイクル・スローダウンにあったことである。2015 年 12 月といえば、2015 年夏に人民元切り下げショックがあり、新興国の景気悪化懸念が台頭、2016 年 1 月には米国景気にも波及した局面である。前回の金融引き締め局面はこの 2015 年の 12 月に最初の利上げがあった。当時のイエレン FRB 議長は翌年 2016 年の金融政策正常化方針を示していたが、2016 年に入ると世界同時景気鈍化懸念が拡がり、とその方針をトーンダウンさせた。また当時は原油価格が 30 ドル/bbl 以下となった。これらを受け 2016 年 2 月に開催された G20(20 か国財務大臣・中央銀行総裁会議、上海)では世界経済の脆弱性への懸念を表明、世界で協調的に景気減速へ歯止めをかける展開となった。今回、原油価格の面では真逆ではあるものの、世界景気減速を想定しているという面では類似している。この局面では S&P500 指数は高値から約 14%の調整、この間、予想 EPS は 5%程度の調整であり、成長期待の後退による予想 PER の下げが主因となった。
- ・2011 年から 2012 年の欧州債務危機時が長引いたものの、企業業績は底堅く推移。緩和的な金融政策と予想 PER が概ね 13 倍以下で推移していたこともあり、2011 年中の S&P500 指数高値からの下落率は約 2 割にとどまった。
- ・また 2004 年からのメジャーペースで FRB が利上げを始めた局面は、中国の WTO 加盟以降の

景気加速もあり今回同様に原油価格が1年間で倍となったが、当時はITバブル後で株式市場のバリュエーションも低く、金融機関や非金融企業のレバレッジも抑制されていた。予想PERは最初の利上げ前の1年間に12%超の低下となったが、予想EPSが2割程度の増加となり、S&P500指数は5%程度上昇。メジャードペースの利上げに入ってからのもみ合いを維持し、S&P500指数の大幅な下落は回避された。

- ・1997年から1998年のアジア通貨危機～ロシア危機・LTCM危機に至る局面では、FRBがFF金利を一旦、中立金利以下に戻すことで、切り抜けた。この時のS&P500指数の下落は約2割であった。
- ・上記4局面ともに、当時のファンダメンタルズやバリュエーション等は異なる面があるものの、ITバブル時のような極端な株式市場の過熱や住宅バブル時のような過度なレバレッジが事前に回避され、金融ストレスが適切に管理されれば、S&P500指数の下落率は概ね20%程度で止まっている。
- ・今回、S&P500指数は1/3高値から約13%調整、予想PERは過去1年で18%低下しており、市場は金利上昇やミッドサイクル・スローダウンは相応に織り込んだ可能性があると考えている。
- ・また金利対比の米国株のバリュエーションをみると、足元のバリュエーション調整と実質長期金利の低下で、実質株式リスクプレミアムはプラス2標準偏差まで拡大した。もちろん期待インフレ率の急上昇による実質長期金利の急反落が影響していることや、緩やかな増益が維持されるという前提に不確実性はあるが、過去の動きからみれば、リスクプレミアムの観点からも、調整は進んでいると想定される。



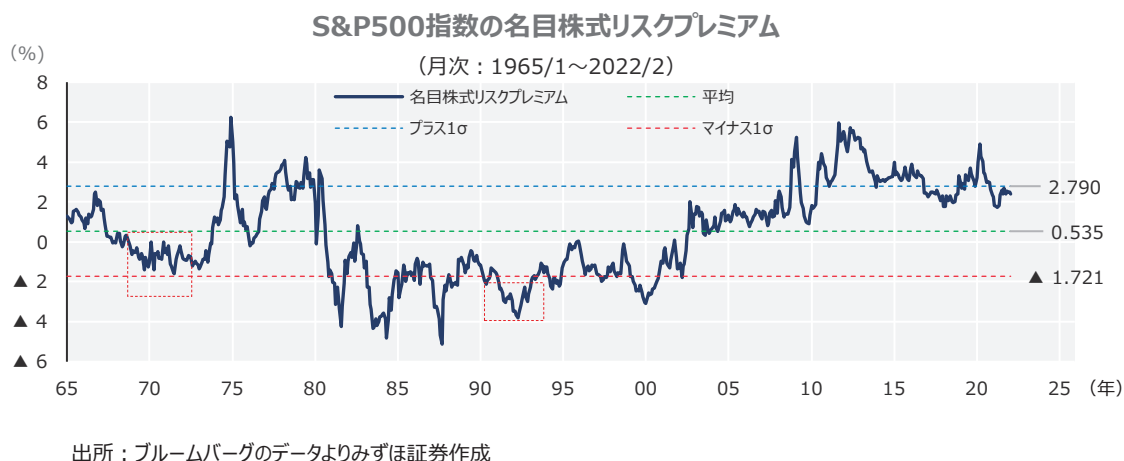
S&P500 指数は今年後半か来年に再高値を更新する可能性、グロース株も下値固めへ

・米国景気は家計部門、非金融企業部門、金融部門ともに過度なレバレッジがかかっている状況ではなく、ハイグロース株やIPO市場などの過熱感も1年以上かけ、鎮静化されてきた。であれば、今回のミッドサイクル・スローダウンでも、米ISM製造業景況指数が52前後、ハイイールド債のクレジットスプレッドが7%(700bp)前後までのところまでで落ち着くのではないかと。金融政策のカジ取りを間違えなければ、景気は悪くともソフトパッチ程度でソフトランディングが可能となり、ミッドサイクル・スロー

ダウンの中での緩やかな景気拡大、ないしは景気再加速へのシフトを通じて、米国株式市場は来年 いっぱい底堅く推移することが想定される。2022 年後半から来年 2023 年に入ってくれば、S&P500 指数は過去最高値を更新するのではないかと予想している。



- ・なお昨年来、ハイグロース株が厳しい調整を強いられたが、過去、グロース株が大きく調整し、一定の期間、逆風にさらされた局面としては、70年代初頭のニフティ・フィフティ相場崩壊と90年代後半のITバブル崩壊がある。いずれもS&P500指数の名目株式リスクプレミアムはPER50倍以上のようなハイグロース株の牽引されマイナスとなっていた。一方、今回も同様な展開となったものの、S&P500指数の足元の名目リスクプレミアムは平均プラス1標準偏差前後にある。
- ・名目中立金利は2.5%程度をベースとした期待短期金利、前回の倍のスピードでの量的引き締め(QT)を想定しても、2、3年のタームでみれば、米名目10年国債利回りは2.7%程度、米実質10年国債利回りは0.5%程度、予想PERは17倍前後まで見ておけばよいのではなかろうか。こうした中、投資戦略としては、デュレーションを短めとした安定成長株のトータルリターンをコアとしつつ、グロース株もバリュエーション調整余地があと10%～15%程度であれば期待リターンと整合も取れつつあり、ウェイトを高めてくる流れにもなってこよう。グロース株の調整は値幅調整から日柄調整に入り、値固めの段階に入りつつあると言えるのではないかと考えている。



プライベート・エクイティ市場に関する調査研究について

ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久

はじめに

昨今の金融市場においては、国内の低金利環境が継続し、運用収益の源泉である金利や信用スプレッドが低位で推移する状況下、ゆうちょ銀行をはじめとする本邦機関投資家の資産運用における金利収益や信用スプレッド収益が低下している。そのため、利回り向上や収益源の多様化(分散)を目的としたオルタナティブ投資が活発化する中、過剰流動性の投資先は上場株式のみならず、非上場株式(プライベート・エクイティ:PE)にも目が向けられてきた。

非上場株式を主な投資対象とする PE ファンドは、企業の成長や再生に伴って高い投資収益が期待できる一方、投資対象企業の事業リスクに加え、流動性リスクやファンド運用者のパフォーマンス格差など、上場株式や他のアセットクラスと比較して特異なリスクを内包している。

本調査研究においては、PE 市場の概要・仕組み・ファンド類型や市場動向等を踏まえた上で、PE ファンド投資を検討する際のリスクを明確化して今後の見通しを調査分析して取りまとめた。

本稿において、当該調査研究の概要を紹介するので、詳細については、ゆうちょ財団ホームページ「金融市場に関する調査研究」(http://yu-cho-f.jp/ar_center/market.html)を参照されたい。

I PE 市場の概要

1 PE 投資の概要

(PE 投資の概要)

PE ファンドとは、複数の投資家から集めた資金をもとに事業会社等の非上場株式を取得し、その企業の経営に関与し企業価値を高めた後に売却することで、高い収益率を獲得することを目的とした投資ファンドのことを指す。デリバティブやヘッジファンド、不動産等のオルタナティブ投資(株式や債券等の伝統的投資対象に対して代替となる対象への投資)の一つとして位置付けられている。

PE 投資におけるステークホルダーとして、主に「投資家」「ファンド運用者」「投資先企業」の3つが主体として挙げられる。国内の PE ファンドは通常、投資事業有限責任組合法(通称ファンド法)に基づいて投資事業有限責任組合として設立される。

一般的な PE 投資の流れは、①資金調達(ファンドレイズ)、②投資先選定・投資実行(ソーシング・エグゼキューション)、③ファンド運用(バリューアップ)、④資金回収・分配(エグジット)である。

(PE 投資のパフォーマンス実績)

一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会が実施した、2019 年末に至る PE ファンドの年率化内部収益率(※IRR)の調査によると、3 年間(2017 年～2019 年)で 12.07%、5 年間(2015 年～2019 年)で 10.50%、10 年間(2010 年～2019 年)で 13.43%と 2 桁を超えるパフォーマンスを示している。同期間の配当込み東証株価指数(TOPIX)の期間投資収益率がそれぞれ 6.65%、6.40%、8.93%であったことから、日本における PE 投資のパフォーマンスは上場株式の市場収益率を上回っている。このように、比較的高いパフォーマンスが期待できることは、PE 投資の魅力であると言える。また、PE 投資は非上場株式を投資対象としていることから、伝統的資産である上場株式投資等とは異なるリスク・リターン特性を有しており、PE 投資を伝統的資産も含めた投資ポートフォリオの対象に加えることで分散効果が得られることも、PE 投資が選好される理由の一つであると言える。

2 PE の分類

(投資先企業のライフステージに応じた分類)

PE の分類では、先ず企業のライフステージの中で成長段階に応じた投資戦略による分類が挙げられる。企業設立を起点とした企業価値の変遷により、次の 4 つに分類することができる。

- ①ベンチャーキャピタル型(以降 VC 型)
- ②グロース型
- ③バイアウト型
- ④事業再生・ディストレスト型

(出資ビークルによる分類)

PE ファンドは、組成された投資ビークルの種類により主に次のポイントが異なる。

- ・有限責任 or 無限責任
- ・投資対象資産の制約有無

(出資方法による分類)

PE の分類において、投資家が拠出した資金(始点)が投資先企業に渡る(終点)までに経過している PE ファンド等の出資方法により、次の 3 つに分類することができる。

- ①シングルファンド・セカンダリーファンド
- ②ファンド・オブ・ファンズ
- ③ファンド外での投資(共同投資ファンド等)

3 PE 市場の歴史

(米国の PE 市場の誕生と変遷)

米国の PE 市場の起源は 1940 年代まで遡ることになり、1970 年代以降になると現在においても存在感を有するプレイヤーが誕生した。年金基金・大学基金の存在が PE 市場拡大に大きく貢献している。

(PE の世界的な広がり)

欧州では 1980 年代から PE 市場興隆に向けた動きがあり、アジアにおいても PE 市場の台頭がみられる。

(日本における PE 市場の誕生と変遷)

日本の PE ファンドの起源は 1972 年でバイアウトの黎明期は 1990 年代であり、外資系ファンドも徐々に参入してきた。世界的な金融危機の影響により市場は一時低迷したものの、新たなプレイヤーが徐々に参画してきている。

4 PE 市場の規模

(日本の PE 市場の規模と推移)

日本の PE 市場は 2000 年代から台頭し、2007 年まで急速な成長を続けたものの、その後の金融危機の影響を受け、低迷の時期が続くこととなった。

2016 年・2017 年は大型案件により市場が大幅に伸長したものの、一過性の動きにとどまっている。足元はやや盛り返しの兆しをみせ、金融危機以前のピークと同水準である 1 兆円前後で推移している。

一方、案件数の推移をみると、PE 市場規模と概ね同様となっているが、2017 年以降案件数が増加基調となっており、2020 年では過去最高を記録している。

今後の PE 市場動向においては、中堅・中小企業を中心とした事業承継関連案件の増加、競争力強化に向けた非中核事業の売却(カーブアウト)に加え、サステナビリティ・ESG への取組み強化、テクノロジーの活用による更なる変革推進などにより、引き続き PE ファンドによる国内投資は続くと考えられる。

(世界規模でみた PE 市場の規模)

足元堅調な推移をみせる本邦 PE 市場であるが、北米と比べるとその規模は限定的なものとなっている。北米と日本の PE・VC の運用資産残高(ファンドタイプ別)をみると、バイアウトと VC が主な内訳となっている点は共通しているものの、規模の差異は歴然である。米国と日本の GDP 水準の差を勘案しても PE 市場規模の差は非常に大きく、本邦 PE 市場は更なる成長可能性をうかがうことができる。

また、北米はヨーロッパやアジア太平洋と比較しても PE・VC の運用資産残高は突出しており、PE 発祥の地である北米は、世界規模でみてもいまなお PE を主導する市場として君臨している。

II PE 投資のリスクと投資家動向

1 機関投資家を取り巻くリスク

(リスクの概要)

PE 投資には主に以下の特徴があることから、個人投資家には投資へのハードルが高く、機関投資家にとっても内在するリスクに対して耐え得るポートフォリオの構築が必須である。

- ・多額の投資資金が必要(数億円～)
- ・長期の投資期間(10 年超)
- ・J カーブ効果の存在(コスト対比リターンが黒字化するのは 3 年～5 年後以降)
- ・ファンドは私募形式で投資家を募る
- ・ファンドの管理やモニタリングが必要

機関投資家にとっての PE 投資のリスクとしては、下表のとおり整理することができる。

【PE 投資のリスク】

分類	リスクの影響範囲	主なリスクの内容
流動性リスク	投資家	・投資対象期間が長く、中途解約が困難
		・投資対象が非上場株式で換金性が低い
残高・案件のリスク	運用者	・適切な投資対象が確保できない
		・ファンド運営に十分な資金が集まらない
運用者のリスク	投資家	・ファンド運営に関する透明性が低い
		・運用者の経験・実績等による差が大きい
投資パフォーマンスのリスク	投資家	・投資目的や投資時期により影響を受けやすい
		・株式市況・企業業績により影響を受けやすい
規制制度リスク	投資家	・PE 投資はリスクの高い資産として、自己資本比率規制や当局報告等でより厳しい規制が課せられる
キャッシュフローのリスク	投資家	・キャピタルコールによる資金拠出や エグジットによる資金回収のタイミングが不確定であること

(投資家のリスク管理手法)

投資家が取得するリスク管理手法は、主に次の 4 つが挙げられる。

①ファンド・オブ・ファンズ等を活用した分散投資

→残高・案件のリスク、運用者のリスク、投資パフォーマンスのリスク等への対応

②セカンダリー市場の活用

→流動性リスク、運用者のリスク、投資パフォーマンスのリスク等への対応

③DD を利用したファンド運用状況のモニタリング

→残高・案件のリスク、運用者のリスク等への対応

④リスクの定量評価

→投資パフォーマンスのリスク、規制制度リスク等への対応

2 機関投資家の狙い・動向

上場株式や国債といった伝統的な投資においては、全ての投資家が等しく投資機会を与えられており流動性も高い一方で、資産価値は市場の環境に大きく左右されることから高いリターンを得るためには高いリスクを伴う。

一方、オルタナティブ投資の一部である PE 投資では、投資家はファンド運用者からの案件紹介等(私募形式)がなければ投資することができないため投資機会は限定されるものの、長期的な投資期間を通じて上場株式等よりも高いリターンが期待できることから、機関投資家のポートフォリオへ組み入れるには有力な選択肢の一つと言える。

※主な本邦機関投資家「銀行」「保険会社」「年金基金」の投資状況や投資方針を記載

Ⅲ PE 市場の見通し

1 PE ファンドを利用した新しい動き

これまでの純粋に運用収益を追求する PE ファンドに加えて、近年では PE 投資を活用して企業支援や産業育成、地域活性化などを旨とする PE ファンドが増加している。

PE 投資は、非上場企業への投資を通じて、非上場企業の企業価値向上により、運用収益を獲得する投資行動であり、これまでは主に運用利回りの高さや伝統的な債券・株式投資との異なる分散効果などの「投資的側面」の特性から発展してきた。

一方で、前述の特定の政策的目的を持つ PE ファンドは、投資ファンドである以上、運用収益を獲得することが求められるが、それ以上に、ファンド運営において政策的目的との合致性や支援の意義などが重視されている。PE ファンドが持つ「機能的側面」、すなわち、PE ファンドを活用することにより、特定の企業のための投資に比べて、

- ・産・学・官・金など、多様な出資者・協力者の関与が可能であること
(企業支援のアドバイス、オープンイノベーション、地方創生プロジェクト等)
- ・事業承継や企業再生など、多様な利害関係者間の調整が行いやすくなること
- ・長期のファンド期間にわたる安定的な支援が可能であること
- ・リスクマネーの分散が可能であること

といった特性を政策的目的の実現に活用しようとするものである。

「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の制定など、投資家の責任が求められる社会環境の中で、PE ファンドを活用したこうした取組みは今後も拡大していくものと考えられる。

(コーポレートベンチャーキャピタル(CVC))

CVC とは、事業会社(主に大企業)が自社の戦略のため新興企業等のベンチャー企業に対して投資を行う手法である。

これまで VC と言えば、主に専門ファンドが複数の投資家から資金を集めて出資を行い、投資先企業の企業価値向上を通じてリターンを得ることが主な目的であった。

一方 CVC は、昨今、大企業が多様化・複雑化する顧客ニーズに機動的に応えるべく「製品開発までの期間短縮」や「独創的な新商品の開発(オープンイノベーション)」「既存事業の防衛」等を目的として、ベンチャー企業が保有する専門技術やアイデアを活用すべく、自己資金を元手にファンドを設立してベンチャー企業へ投資する手法である。

(官民ファンド)

官民ファンドとは、国の政策に基づいて政府と民間企業が特定の共通目的のために出資した政府系ファンドを指す。リスク対比リターン追求が求められる民間企業が単独では資金の拠出が難しい分野・企業等に対して、民間資金の呼び水として公的資金を活用することによってリスクの補完を行うことで「新規産業の創生」や「地域経済の活性化」などの政策へ繋がることが期待される。

(大学系ベンチャーキャピタル)

大学系 VC とは、その名の通り大学が VC ファンドを設立し、大企業等からの出資を元手に、主に大学発ベンチャー企業への投資を行うことで大学の研究成果を事業化に結び付ける役割を担う VC の一つである。

大学系 VC が設立された背景には、文部科学省による「官民イノベーションプログラム」の取り組みがある。官民イノベーションプログラムとは、平成 26 年4 月に改正産業競争力強化法及び改正国立大学法人法の施行により、国立大学の研究成果を活用する大学発ベンチャーを支援する事業を行うことを目的とする会社のうち、一定の要件を満たすものに対して、国立大学法人が出資を行ってベンチャーキャピタル(以下、大学 VC)を設立し、ファンドの創設を可能とする制度のことである。

また、官民イノベーションプログラムによる大学 VC の他にも、「国立大学の認定を受けた民間VC」や「私立大学が出資している VC」が全国各地で設立されており、大学発ベンチャーへの投資のみならず地域活性化を掲げた大学系 VC の設立も進んでいる。

(地域ファンド)

地域ファンドとは、当該地域(都道府県や地域金融機関の営業エリアなど)の企業支援に特化した PE ファンドであり、地域内の企業支援・再生を通じて、地域経済の活性化や産業育成を目的とするものである。

一般的に、地方圏では中小企業が経済の中心である一方で、リスクマネーや人材、ノウハウなど企業支援のリソースが不足している傾向にある。地域に特化した PE ファンドを活用することにより、こうした企業にも支援の手が行き渡るよう網の目を細かくしていくほか、地域の情報を集積し、実情に応じた企業支援を可能とすることが期待されている。

また地域に特化することにより、都道府県や市町村などの地元自治体を筆頭に、地域企業や商工会議所、地元大学、地域金融機関など、「地域の産学官金」の多様な参加者の、地域経済の活性化を目的とした強い連携による企業支援を可能とすることも期待されている。

政府の政策である「地方創生」の担い手の一つとしても期待が高く、官民ファンドでの連携も進んでいる。

2 投資対象企業の観点

PE 投資は、投資対象である非上場企業の企業価値向上が唯一の収益源であるため、PE 市場拡大のためには、投資対象企業におけるファンド活用の拡大が欠かせない。

これまで欧米に比べて日本の PE 市場規模が低水準にとどまってきた一因として、非上場企業側の「ファンド活用に対する抵抗感」が指摘されてきた。日本の非上場企業は、同族経営企業が多く、親族以外の株式を譲渡することへの抵抗感や、バブル崩壊後の「ハゲタカファンド」などのネガティブ・イメージにより、第三者が経営に参画することへの抵抗感が強いと言われている。

PE 市場が拡大するためには、こうした投資対象企業の抵抗感を払拭し、多くの非上場企業を候補とする「投資対象企業の層の厚み」が欠かせない。有望な投資企業候補とリターン期待が、ファンドを通じたリスクマネー供給を拡大させる大きな要因であるためである。

投資対象企業の抵抗感を払拭する一つの方法として、欧米型のファンド買収とドラスティックな経営改革手法を改善した「日本型 PE」が提唱されている（金融庁金融研究センター「本邦プライベート・エクイティ・マーケットの活性化に向けて」）。

日本型 PE では、投資収益の最大化を目的とする欧米型 PE に対して、①投資対象の事業会社の利益に寄り添った成長サポートの役割、②外部パートナーとの協働も積極的に進めステークホルダーとリスク・リターンをシェア、③ファンドの目標リターンを抑え、事業会社の成長とファンドリターンとのバランス確保、を目的としたファンド運営が提言されている。

事業の継続や取引先の関係性、従業員の保護などを重視する日本型経営の中では、投資収益の最大化を追求する欧米型 PE よりも、成長サポートを重視する日本型 PE の方が受け入れられやすいと考えられる。一方で、投資リターンの低下や成長サポートに向けた支援負担は避けられず、投資家側からは PE ファンドの魅力が低減する懸念もある。

官民ファンドや地域ファンドなどに近い PE 運営と考えられるが、PE 市場の拡大には、民間ファンドとしても日本型 PE を取り入れていくことが必要であろう。そのためには、ファンドの企業支援能力の拡充とともに、ファンド運営における企業利益と投資家利益のバランス確保が「カギ」となると考えられる。

その上で、投資対象企業へのファンド活用を拡大するためには、事業会社の経営課題に対応したファンド機能を提供することが重要である。

※事業承継、カーブアウト ESG/SDGs 投資を記載

3 機関投資家の観点

相対的な利回りの高さや、伝統的な株式・債券投資とは異なる投資特性などを魅力として、投資家は PE 投資への資金投入を拡大してきた。金融緩和による低金利とカネ余りの状況が続く中で、今後とも PE 投資への資金拡大は続いていくことが予想される。

一方で、PE 市場の変化に合わせて、機関投資家にも PE 投資における行動の変化が求められる。

※PE ファンドの多様化による投資目的明確化、投資ができないリスク、ゲートキーパー活用を記載

4 政府(規制当局)の観点

PE 投資に関する規制当局の動向は、「成長のためのリスクマネー供給の促進」という観点と、「高リスク投資に対するリスク管理態勢の整備」の観点に分けられる。

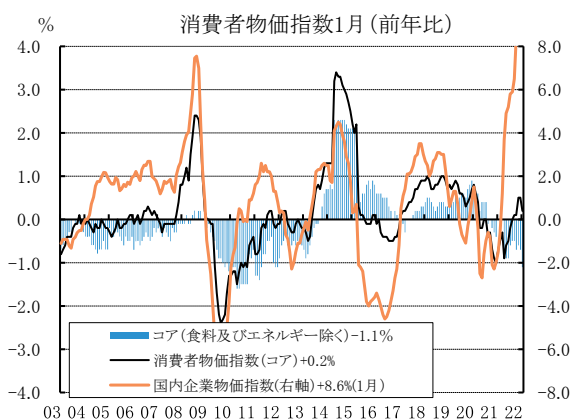
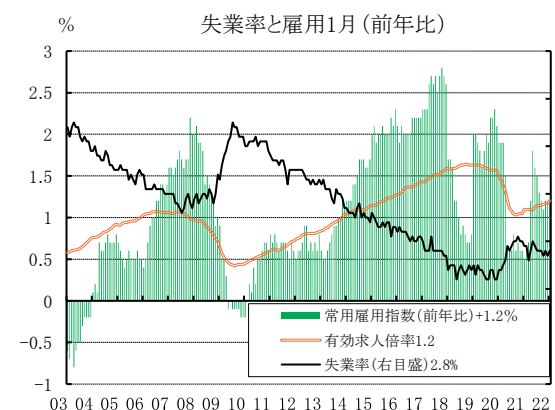
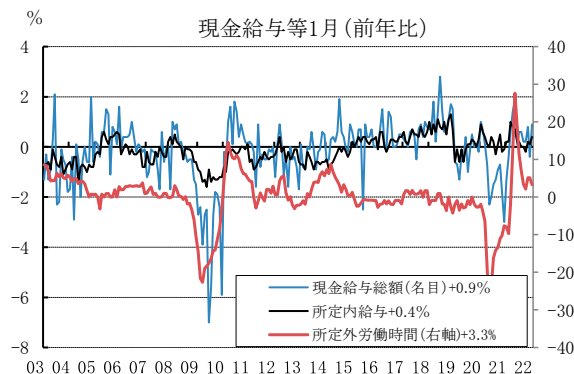
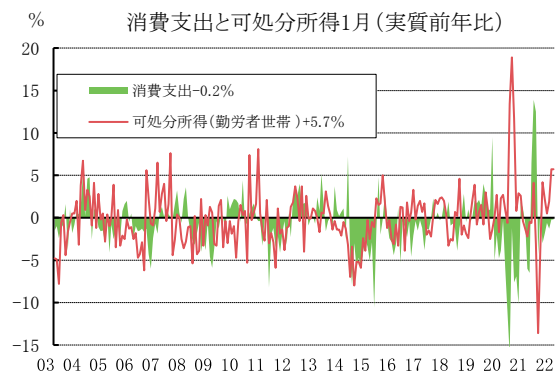
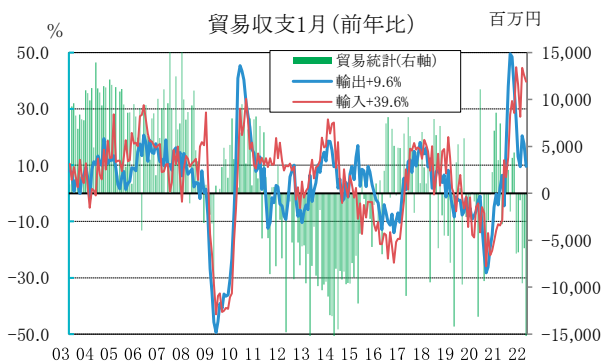
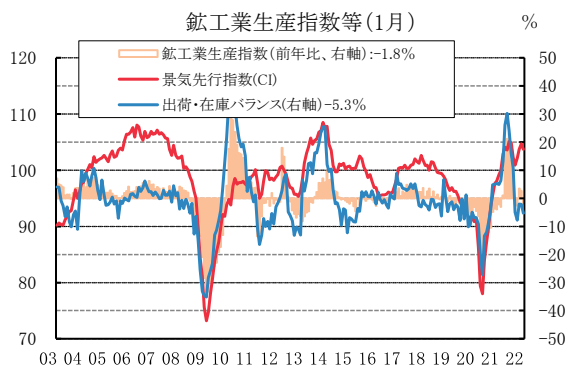
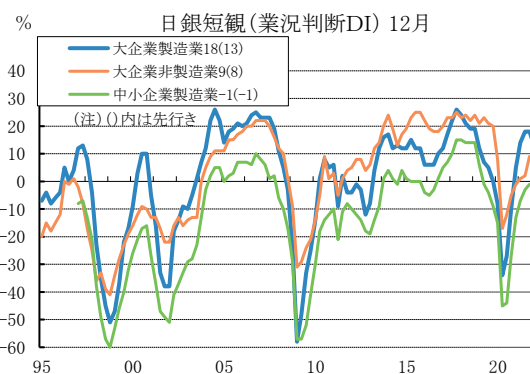
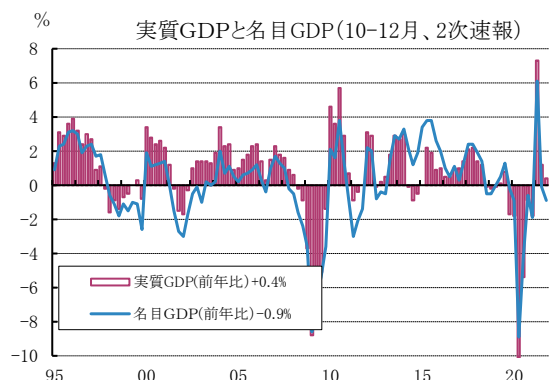
※成長のためのリスクマネー供給の促進、投資家のリスク管理態勢の整備を記載

おわりに

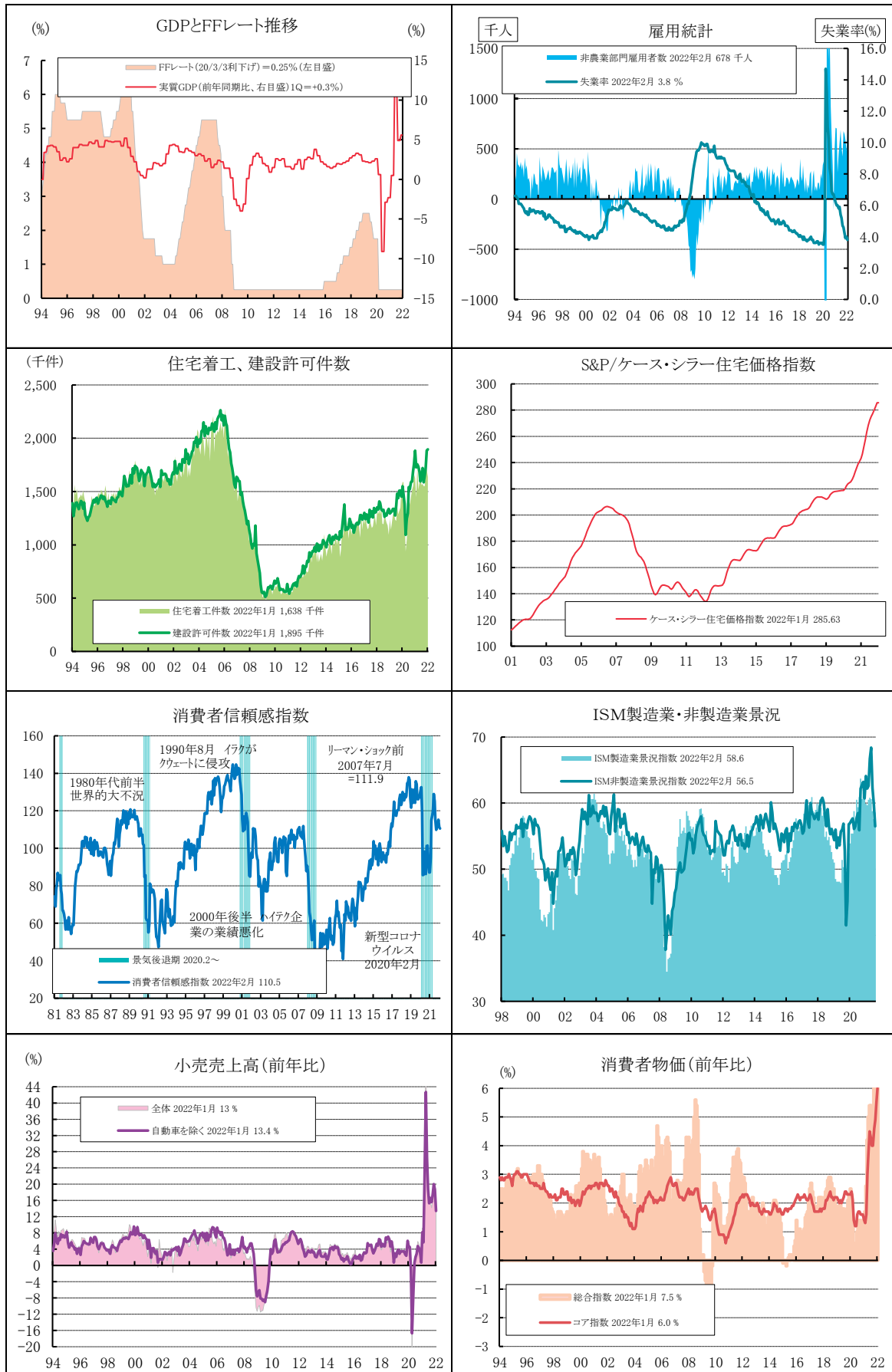
当該調査研究の実施に当たって、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング GRC コンサルティング部 五藤靖人 プリンシパル、江南敦啓 チーフコンサルタント、及び加藤隼也 シニアコンサルタントに全面的にご協力いただいたこと、また駒澤大学 代田純 経済学部教授には有益なご示唆をいただいたことに感謝申し上げます。

なお、「金融市場に関する調査・研究」として、過年度において「国債市場に関する調査研究」、「社債市場に関する調査研究」、「外貨調達市場に関する調査研究」についても取りまとめてホームページにて公開しているので、併せて参照されたい。

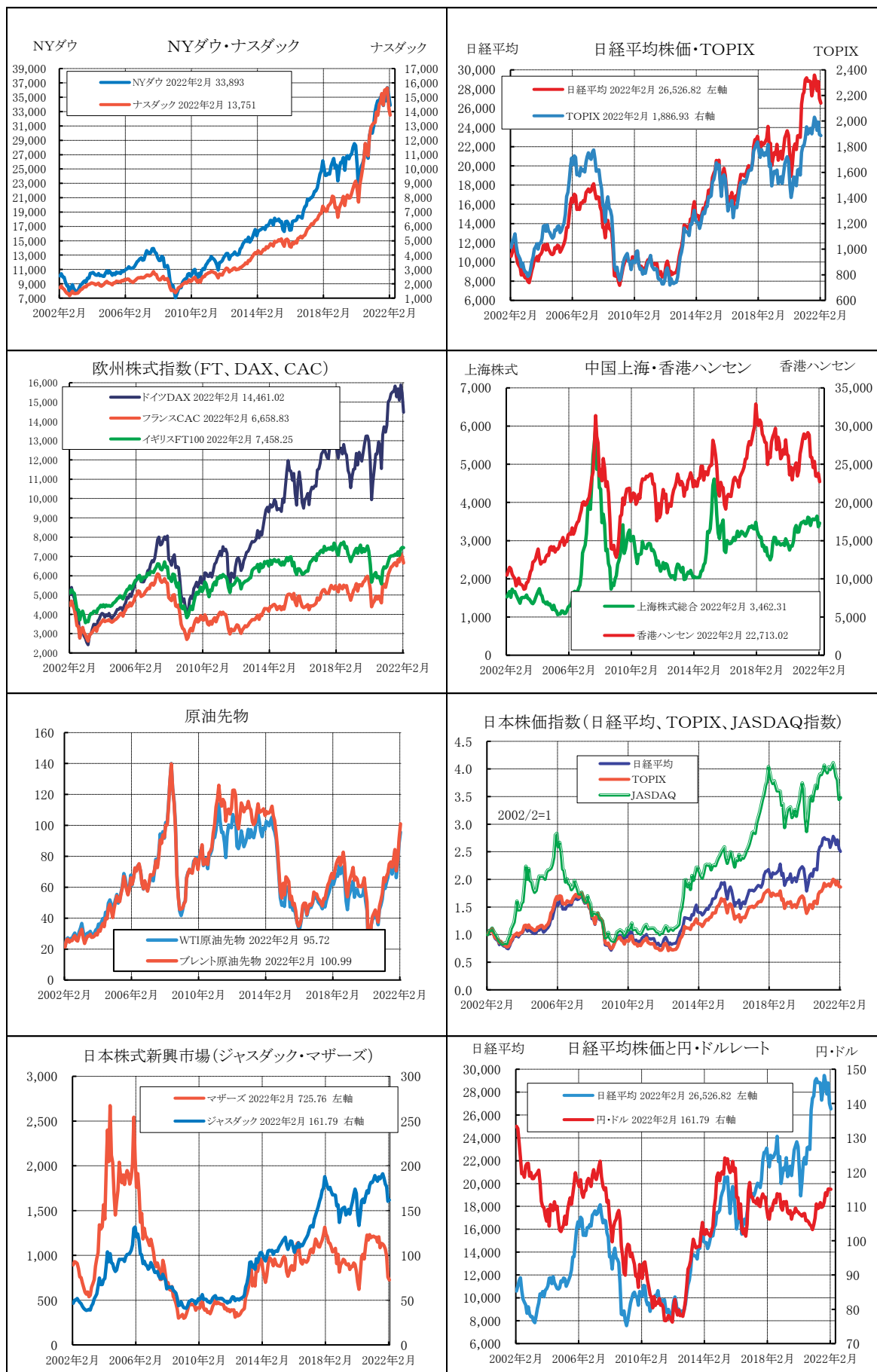
日本 マクロ経済



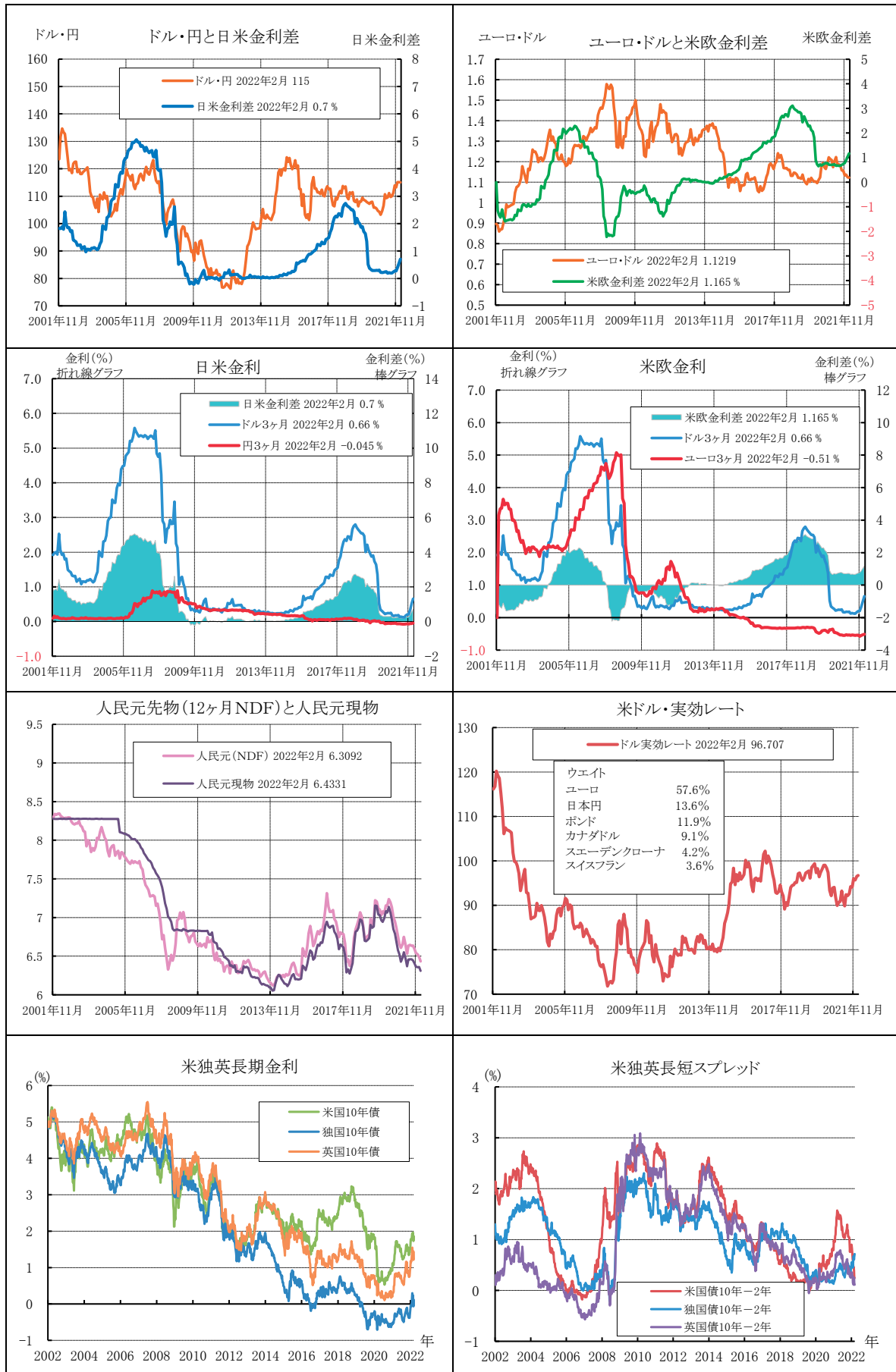
海外 マクロ経済



株式市場



金利・為替市場



ゆうちょ関連データ

ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>単体

(単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通常貯金※	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	売先勘定	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金 負債	負債合計
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344			306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100			273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737			221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307		8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026		62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018		80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596		83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461		94,432	24,876	3,368	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	25,111	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	35,761	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	5,545	131,235	19,784	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	9,609	136,942	12,242	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	19,852	138,121	1,750	2,418	10,507	1,991,174
2019年3月	1,809,991	161,435	621,576	4,056	70,963	938,308	12,524	1,125	115,693	24,734	13,882	2,411	9,489	1,976,196
2020年3月	1,830,047	77,123	※793,462	5,089	52,256	900,732	※通常へ合算	1,382	148,556	22,193	16,078	2,301	-	2,019,175
2021年3月	1,895,934	77,123	※915,463	6,125	47,092	834,363	〃	1,388	148,864	15,045	62,773	2,238	-	2,124,854

<貸借対照表(資産の部)>単体

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債 (含短期)	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の資 産等	資産合計
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
2019年3月	1,371,352	583,565	63,839	97,957	624,995	39,907	52,974	506,985	118,486	2,089,704
2020年3月	1,351,984	536,361	59,863	99,152	656,575	45,497	49,617	628,641	33,312	2,109,051
2021年3月	1,381,832	504,934	54,938	110,149	711,672	55,475	46,917	722,416	31,835	2,238,475

<損益計算書>連結

(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
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
2018年4月 - 2019年3月	1,845,413	1,357,775	487,638	1,471,434	347,157	1,036,400	87,877	373,978	266,189
2019年4月 - 2020年3月	1,799,544	1,317,832	481,712	1,420,406	346,634	1,019,570	54,202	379,137	273,435
2020年4月 - 2021年3月	1,946,728	1,198,391	748,337	1,552,506	241,154	1,009,358	301,994	394,221	279,529

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>単体

(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
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
2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424
2019年3月	58,356,567	1,923,234	6,383,964	54,707	9,574,857	109,107	62,851,247	829,600	137,484,544	2,921,775
2020年3月	53,636,112	1,269,740	5,986,349	27,340	9,108,251	50,892	66,019,472	▲ 1,608,708	135,557,167	▲ 260,733
2021年3月	50,493,476	773,478	3,602,553	17,172	9,145,413	43,742	71,558,269	1,809,429	138,571,015	2,645,430

<ポートフォリオの状況>単体

(単位:兆円)

年月	円金利 リスク資産	短期資産	国債・政 府保証債	リスク性 資産	地方債	社債 等	外国証券 等	貸出金	金銭の 信託 (株式)等	戦略投資 領域	PE ファンド	不動産 ファンド	ヘッジ ファンド	その他
2013年3月				33.0	5.8	5.9	15.7	3.9	1.5					
2014年3月				38.9	5.5	5.9	22.7	3.0	1.6					
2015年3月				49.7	5.5	6.2	32.9	2.7	2.2					
2016年3月				62.9	5.8	6.8	45.4	2.5	2.2					
2017年3月				71.5	6.0	7.7	52.3	2.2	2.5	0.6	0.1	0.0	0.4	0.0
2018年3月	121.5	54.8	66.7	79.0	6.4	7.9	57.9	2.2	2.8	1.6	0.4	0.2	0.8	0.0
2019年3月	116.8	55.3	64.4	81.9	6.3	7.8	60.1	2.2	2.4	2.9	1.2	0.6	0.9	0.0
2020年3月	113.9	57.2	56.7	84.8	5.9	7.5	63.4	2.2	2.2	3.3	1.7	1.0	0.1	0.3
2021年3月	120.9	66.9	54.0	91.1	5.4	7.5	68.2	2.6	2.9	4.3	2.2	1.5	0.0	0.4

<金銭の信託>単体

(単位:百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
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		16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098			
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846		2,897,282			
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			
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178		3,368,110			
2018年3月	4,162,251	2,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671			
2019年3月	3,990,780	1,122,266	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792		
2020年3月	4,549,736	813,852	4,317,545	1,859,682	1,419,008	1,038,853	4,311,553	5,991		
2021年3月	5,547,574	1,353,124	3,883,622	2,261,772	1,545,190	1,299,148	5,105,922	189		

<証券化商品の保有状況>単体

(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
2018年3月	12,774	361	492	1	1,318	1	15	0	1,711	81	4,958	▲ 168	21,269	112
2019年3月	13,057	401			1,655	0	12	0	997	▲ 116	11,787	▲ 60	27,511	225
2020年3月	13,597	281			1,739	▲ 2	10	0	385	▲ 93	17,673	▲ 1,219	33,406	▲ 1,033
2021年3月	13,543	190			2,254	0	8	0	549	38	20,363	360	36,720	590

(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を含む。ただし、米国GSE関連ではない。

<単体自己資本比率(国内基準)>

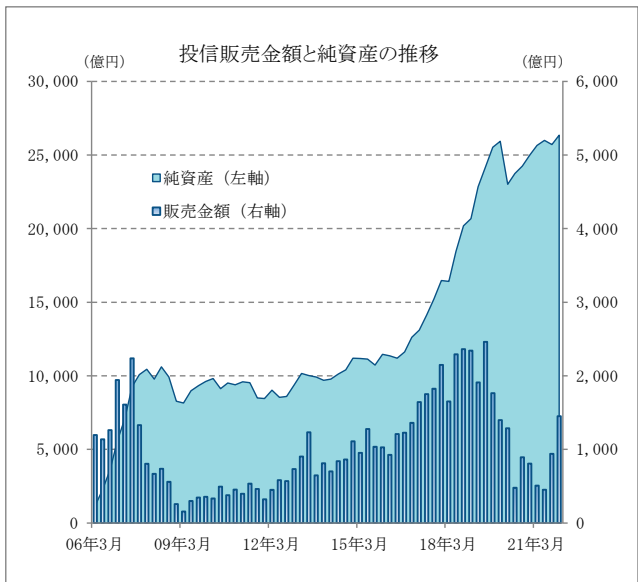
(単位:百万円)

年月	自己資本額 (C)	基本的項目(A)				補完的項目(B)	リスクアセット 等(D)	自己資本比率			Tier1比率 (A/D)	
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額			一般貸倒	資産(オン・バ ランス)項目	オフ・バランス取 引等項目		OPRを8%で除 して得た額
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%

年月	コア資本に係る基礎項目					コア資本に係る 基礎項目に算入 される引当金の 合計額	コア資本に係る調整項目		自己資本		リスク・アセット等		自己資本比率 単体自己資本 比率(C)/(D)
	普通株式又は強 制転換条項付優 先株式に係る株 主資本の額	うち、資本金及び 資本剰余金の額	うち、利益剰余金 の額	うち、自己株式 の額	うち、社外流出 予定額		コア資本に 係る基礎項 目の額(A)	コア資本に 係る調整項 目の額(B)	自己資本の 額(A)-(B) =(C)	信用リスク・ア セット当の額の合 計	オペレーショ ナル・リスク相当 額の合計額を8% で除して得た額	リスク・アセ ット当の額の合 計(D)	
2014年3月	9,404,306	7,796,285	1,702,007	-	▲ 93,987	336	9,404,643	-	9,404,643	13,482,628	3,070,695	16,553,324	56.81%
2015年3月	8,280,186	7,796,285	1,968,617	▲ 1,299,999	▲ 184,717	315	8,280,501	6,491	8,274,010	18,490,222	3,043,268	21,533,490	38.42%
2016年3月	8,511,519	7,796,285	2,108,969	▲ 1,299,999	▲ 93,736	277	8,511,796	12,471	8,499,325	29,253,213	2,965,316	32,218,529	26.38%
2017年3月	8,635,897	7,796,285	2,233,759	▲ 1,300,411	▲ 93,736	267	8,636,164	19,224	8,616,940	35,906,558	2,873,248	38,779,806	22.22%
2018年3月	8,800,862	7,796,285	2,399,031	▲ 1,300,717	▲ 93,736	278	8,801,141	29,070	8,772,071	47,474,709	2,768,805	50,343,515	17.42%
2019年3月	8,879,358	7,796,285	2,477,736	▲ 1,300,926	▲ 93,736	243	8,879,601	35,383	8,844,213	53,334,010	2,699,551	56,033,562	15.78%
2020年3月	8,964,975	7,796,285	2,563,307	▲ 1,300,881	▲ 93,736	258	8,965,233	32,685	8,932,547	54,775,080	2,632,196	57,407,276	15.55%
2021年3月	9,057,375	7,796,285	2,749,408	▲ 1,300,844	▲ 187,473	280	9,057,656	33,294	9,024,361	55,604,917	2,552,200	58,157,118	15.51%

<投資信託取扱状況>

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	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	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年度累計	952,000	339,685	644,000	977,638
2014年度累計	1,061,000	377,000	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,164,000	427,085	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,251,000	544,399	749,000	1,310,151
2017年度累計	1,544,000	737,878	874,000	1,642,301
2018年度累計	2,303,000	891,000	1,062,000	2,285,900
2019年度累計	3,170,000	691,400	1,185,000	2,301,700
2020年度累計	3,661,000	262,900	1,215,000	2,565,800
2021年4-6月	1,012,000	45,300	1,217,000	2,598,600
2021年7-9月	2,095,000	94,100	1,220,000	2,570,700
2021年10-12月	3,216,000	145,200	1,216,000	2,635,100
2022年1-3月				
2021年度累計	6,323,000	284,600	1,216,000	2,635,100
累計	31,641,022	6,710,032	1,216,000	2,635,100



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