

ゆうちょ資産研レポート

2013年3月号

ファンダメンタル・アナリシス	1
アベノミクスと日本経済	
S M B C 日興証券株式会社 チーフエコノミスト 牧野 潤一	
マーケット・アウトルック (1)	7
構造改革の進展と景気回復によりバリュエーションの拡大が継続へ	
みずほ証券株式会社	
投資情報部 ストラテジスト兼エコノミスト 倉持 靖彦	
マーケット・アウトルック (2)	13
債券市場からの逆メッセージ	
大和証券株式会社 金融市場調査部 チーフストラテジスト 山本 徹	
資産研コーナー	19
B I S 規制の最近の動向	
ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

ファンダメンタル・アナリシス

アベノミクスと日本経済

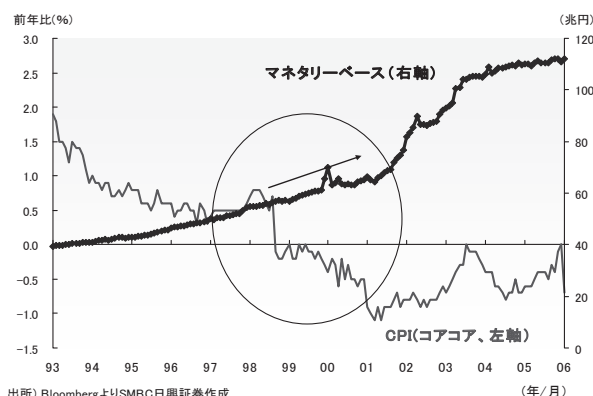
SMBC日興証券株式会社 チーフエコノミスト 牧野 潤一

(1) アベノミクスの期待と現実

安倍政権は、①大胆な金融政策、②積極的な財政政策、③成長戦略という「三本の矢」を展開し、デフレ脱却を目指す方針である。特に大胆な金融政策については、安倍首相は「金融政策によって2%の物価安定目標に到達することは可能だ」との見解を示しており、デフレ脱却の中心手段と捉えている。ただ、実際には金融政策だけでインフレを起こすことは難しいだろう。

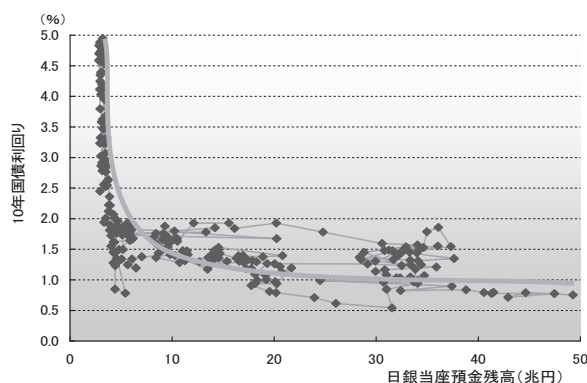
まず、そもそも日本のデフレはマネー供給の不足が原因ではない。図表1のように日本がデフレに入る2000年前後でマネー供給が急減した証拠はない。リフレ派は、デフレの原因はともかく、マネー供給を拡大させればデフレを脱却できるという。しかし、これはあくまで経済が完全雇用状態にある特殊な場合だけである。確かに完全雇用状態では古典派の二分法が成り立ち、貨幣供給はインフレに直結するが、現在の需要は潜在GDPを3%も下回っている。デフレギャップの下では設備や雇用が不稼働であり、値上げすることが出来ない。溜まった在庫を掃かそうと思えば、むしろ値下げして売ろうとするだろう。

図表1 マネー供給とインフレ



出所) BloombergよりSMBC日興証券作成

図表2 日本：流動性の罠



出所) 日本銀行よりSMBC日興証券作成

目標達成には、まずは需要を高め、完全雇用までもっていくことが必要である。需要が高まるには投資が伸びなければならない。投資は消費とは異なり、所得に依存しない。投資が儲かると思えば、所得が無くてもおカネを借りて投資を行うからだ。こうした所得に依存しない需要こそが経済成長の源泉となる。一方、消費は所得に依存するため、消費から経済が回復することはない。経済は「投資→所得→消費」という順序で波及するため、デフレ脱却もまた投資がスタートにならないといけない。投資が起こるためには、それによって儲けが期待されることが必要である。投資のリターンが借入金利よりも十分高くなければならない。しかし、日本経済の潜在成長率は+0.5%程度と極めて低い。そのため、たとえ日銀がゼロ金利の資金を供給したとしても、企業は僅かな利ザヤしか稼げないため、設備投資を行おうとはしない。日銀が供給したマネーは図表2のように日銀当座預金に積み上がるだけに終わる（流動性の罠）。それを無理やりに投資させたとしても、儲けの僅かな設備ストックが増えるだけであり、結局は過剰設備からデフレが深刻化してしまう。

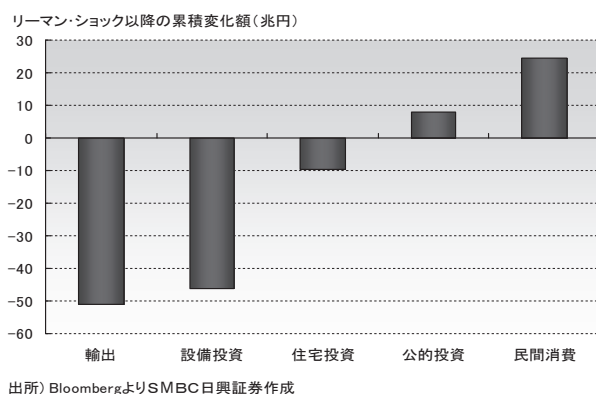
また、民間の資金需要が弱いと国債の利回りも低下する。実際、7年物までは利回りは0.5%以下とゼロ%に近い。ほとんど現金と変わらない。このような状況で日銀が大量の国債を買ったとしても、現金と現金を交換するようなものであり意味がない。日銀が50兆円国債を買おうが、100兆円買おうが何も変わらないだろう。

(2) インフレを生み出す方法

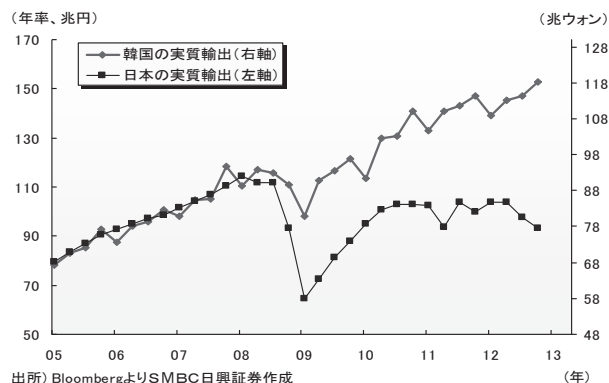
金融緩和の前にまず、▲3%の需給ギャップを埋めることが先決である。それでは、そもそもなぜ

需給ギャップは広がったのだろうか？リーマン・ショック以降の需要の動きを確認すると、最も減少した需要は輸出であり50兆円減少した。次に落ち込んだのは設備投資で45兆円減少した。設備投資は輸出に影響されたものとみられ、本質的には輸出の減少が主因である。このようにみれば、需給ギャップを拡大させたものは「輸出」であり、今後は輸出が増えなければ、景気回復もインフレも起きないだろう。輸出は海外需要で決まるものであり、日本の政策でどうなるものでもない。ただ韓国の輸出をみると、既にリーマン・ショック前の水準を超えている。海外景気だけが原因とも言えない。韓国は為替がウォン安・円高になり、有利な競争条件の下で日本のシェアを奪っていったものと思われる。こうした環境の下で採るべき政策は、内需を財政政策で下支えしながら、円安政策で輸出を促進することだろう。

図表3 GDP需要項目のリーマン・ショック以降の減少額



図表4 輸出の推移～日本v.s 韓国

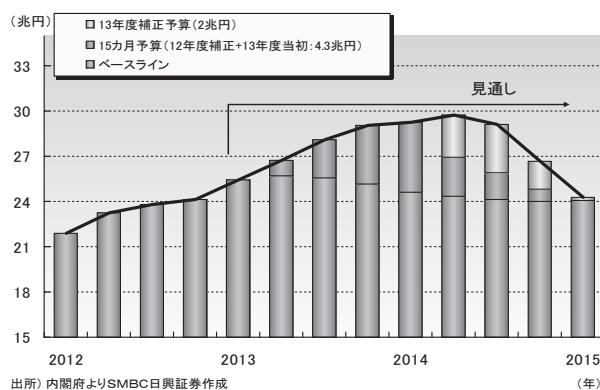


◆ 積極財政

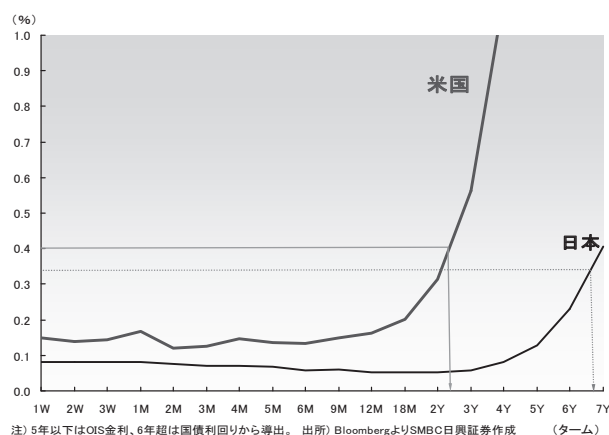
財政政策に関しては、安倍政権は15ヵ月予算で財政支出の増額を打ち出した。公共投資は、12年度補正予算3.3兆円と13年度本予算1兆円の合計で4.3兆円。また当社では消費税率引き上げの駆け込み需要の反動減が生じる14年度において、景気下支えを目的に2兆円の13年度補正予算が組まれると仮定している。

13年度執行分は約3兆円となり、14年度執行分は3.3兆円となる。これにより13年度GDPは0.6%pt程度押し上げられる。ただ、これは需給ギャップの5分の1程度を埋めるに過ぎない。また14年度は公共投資の増分が0.3兆円となり、GDP押し上げ効果は0.1%に止まる。

図表5 積極財政～13年度、14年度の公共投資見通し



図表6 日米の時間軸



◆ 円安政策

やはり、円安によって輸出や企業収益を押し上げていくしかない。ただ、日銀の金融緩和で正攻法に円安を誘導することは極めて難しい。それは日米の時間軸に大きな差があるからである。時間軸は米国が3年弱、日本が7年強である。この状態で日銀が大規模な金融緩和によって時間軸を延長

したとしても、中期ゾーンまで金利は既にフラット化しており米国との金利差は変わらない。実際、過去2ヵ月間、日米金利差はほとんど変わっておらず、金利差からみた適正水準は80円程度のままである。

しかし、円ドルレートは95円前後の円安となっている。

金利差では説明できないということは、為替の決定が「インカムゲイン」ではなく、単に円安を見込んだ「キャピタルゲイン」になっていることを示唆する。こうしたキャピタルゲインは市場参加者の多くがそう思わなければ実現しないし、または皆がそう思う何らかの市場の歪みが必要である。

例えば、1992年9月のポンド危機では、実体経済に対してポンドが高過ぎるとみたジョージ・ソロスが大規模なポンド売りを仕掛けた。彼は英経済の弱さに対して、ERMに固定されていたポンドが割高になっているところを突いた。ポンドは危機発生から2週間でERMから離脱した。しかし、今の日本に実体と市場の歪みは考えられない。為替市場がフロートであるからだ。

したがって、円が実体に対して高過ぎるから円安に修正されているというもおかしい。円は昨年11月までは金利差でほとんど説明できていた(図表7)。

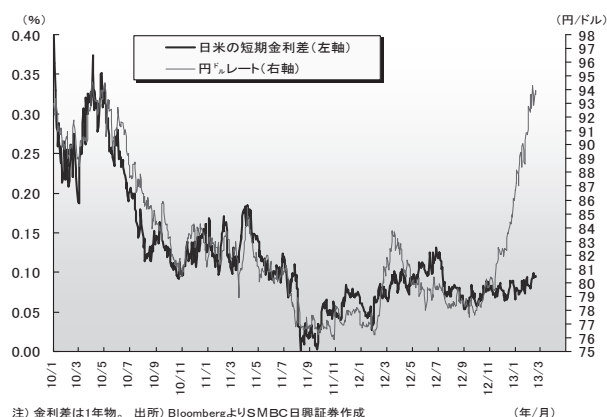
円安の原因は、ファンダメンタルズでもなく、歪みでもなく、単に“漠然とした円先安観”であろう。気分の変化である。これは通貨オプションのリスク・リバーサルに表われている。リスク・リバーサルとは、ドルコールのプレミアムとドルプットのプレミアムの差を意味し、リスク・リバーサルが上昇すると、ドルを今より安い円ドルレートで買う権利を買いたい投資家が多くなっていることを意味する(円の先安観)。昨年11月の衆院解散宣言後、3ヵ月～1年の期間でカーブが盛り上がり、円先安観が醸成されてきたことが分かる。1年物という比較的長い期間でリスク・リバーサルは上昇しており、投資家の円安期待は長期的なものになっている。

こうした俄かに発生した円安期待の背景には、政府の口先介入があるだろう。

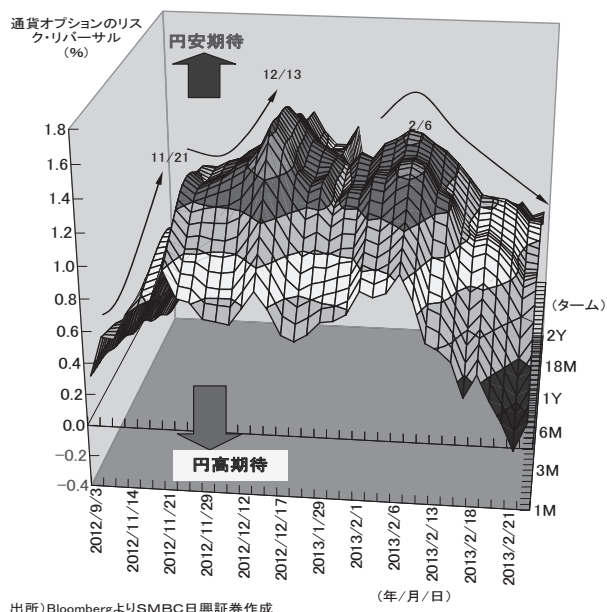
安倍氏は選挙中からデフレ脱却に向けた決意を表明し、無制限金融緩和や日銀法改正発言でその覚悟を示し、他の政府要人も度々円水準に言及してきた。海外投資家は、安倍政権は円安誘導に本気だと確信したのではないか。ただ、期待だけであれば、一段の円安が見込み薄となった段階で、それ以上ポジションを保有するメリットがなくなり、利益確定のため円売りポジションを解消するだろう。

その点で今後も口先介入を続けることが出来るかがポイントとなる。今回のG7やG20では名指しの日本批判は避けられたが、口先介入がやり難くなることは事実だろう。実際、市場では2月半ばからややリスク・リバーサルのカーブが低下しており、円安期待の一服がみられる。今後のリスクについては後章で検討する。

図表7 円ドルレートと日米金利差



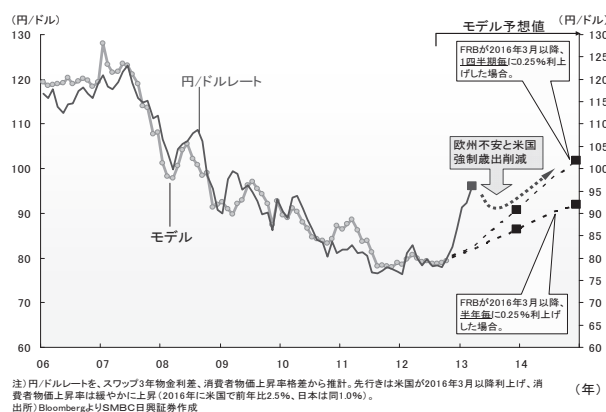
図表8 通貨オプションからみた円安期待の高まり



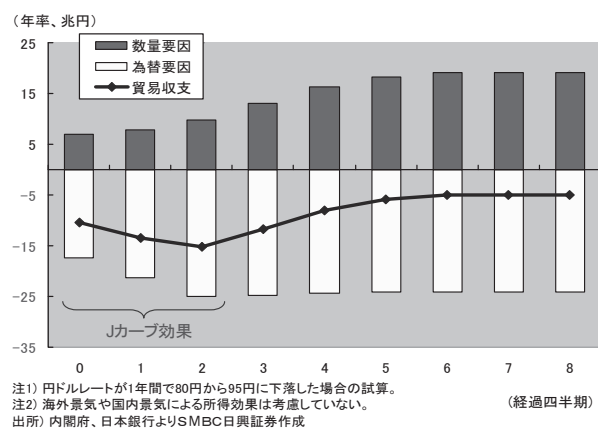
(3) 円の中期トレンド

短期的な円の動きには注意が必要であるが、中期的には円安トレンドが予想される。時間軸の長さの違いから日本の金融政策は為替レートに影響を与えることができないが、米国が利上げということになれば、円安となる。図表9は円ドルレートを為替モデルで予測したものである。モデルは米国の利上げを先物市場が織り込んで、円が実際の利上げの前から反応するという構造になっている。FRBが2016年3月から四半期ごとに利上げした場合、13年末のモデル予想値は90円程度となり14年末が100円程度となる。政府・日銀が何もしなくても自然に円安となる姿である。現在の円レートは1年先のファンダメンタルズ価格を織り込んだものと言える。年末頃には口先介入も必要なくなるだろう。

図表9 為替モデルによる中期トレンド



図表10 円安による貿易収支への影響



(4) 円安は日本経済にプラスか？

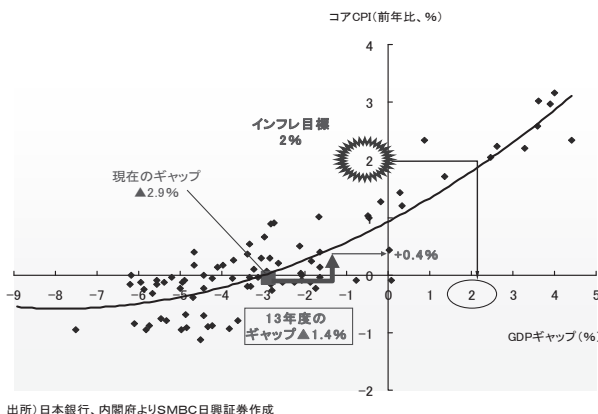
次に、円安の日本経済への影響について考えよう。周知の通り、現在の日本経済は貿易赤字に陥っている。貿易赤字の状態では円安は、輸出受取りを増やす一方、輸入支払いをそれ以上に増やすため、ネットの所得流出が拡大し、GDPが減少する。ただ1年程度経った長期においては、数量効果が働き、輸出数量は増え、輸入数量は減るため、徐々に貿易赤字が改善してくる(Jカーブ効果)。いずれにしても、円安は長期的には日本経済にとってプラスとなる。

(5) インフレ目標2%は達成可能か？

円安から日本経済は浮揚してくることになるが、インフレ目標2%は達成可能であろうか？図表11はGDP版フィリップス曲線を示しているが、インフレ目標2%を達成するには、GDPギャップを現在の▲2.9%から+2%まで改善させる必要がある。それには約5%のギャップ縮小、約25兆円の需要追加が必要となる。

これを円安による輸出増で賄おうとすれば、13年度の円ドルレートが95円で推移するとしても、約5.1兆円のGDP押し上げ効果しか得られず、十分ではない。ただ、これに米・中経済の回復(米国2%成長、中国8%成長)による輸出増を加味するとGDPは合計で8.7兆円増える。さらにこれに15ヵ月予算による財政追加額のうち年度内消化分3兆円を加え、さらに内需のトレンド増加分3兆円(サービス消費、政府消費、住宅投資やIT投資など)を加えると、合計で約14.7兆円となる。

図表11 GDP版のフィリップス曲線



図表12 物価見通し(消費税の影響除く)

コアCPI前年比(%)	13年度	14年度
当社	+0.4%	+0.3%
政府	+0.5%	-
日本銀行	+0.4%	+0.9%

出所) 政府、日本銀行よりSMBC日興証券作成

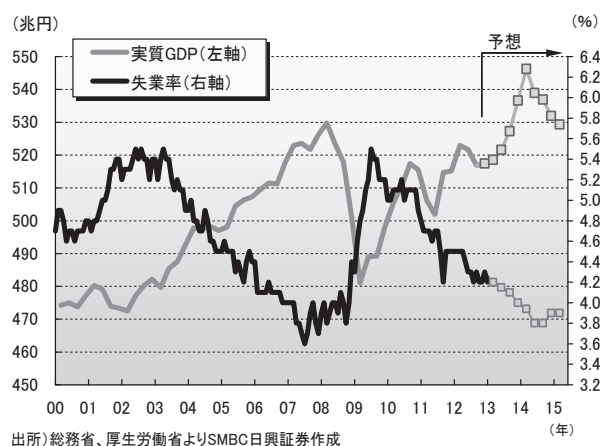
これにより13年度のコアCPIギャップは▲1.4%となる。図表11からGDPギャップが▲1.4%の場合のコアCPI上昇率を求めると、前年度比+0.4%となる。同様に、14年度のコアCPIは同+0.3%となる。

(6) 賃金上昇は実現するか？

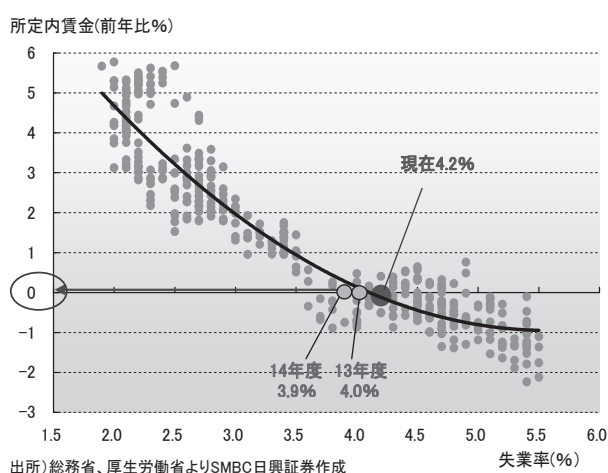
仮に、インフレ率が+0.4%となった場合、賃金がそれについていけなければ、購買力が低下する。

ただ、既述のようにインフレは需給ギャップ縮小の結果起こるため、当然、その一部である労働市場の需給ギャップも改善する。労働市場の需給ギャップは失業率であるから、失業率の低下が賃金を上昇させる。図表13からみると、失業率は14年度末にかけて3.9%まで低下する。この場合、賃金は図表14のフィリップス曲線から緩やかに上昇していく。ただ、そのペースは極めて緩やかで、年度でみれば、13年度が+0.0%程度、14年度が+0.1%程度に止まる。

図表13 景気と失業率



図表14 賃金版のフィリップス曲線



以上を纏めると、13年度はインフレ率が前年比+0.4%、賃金上昇率が同+0.0%、雇用増加が+0.3%となり、購買力（実質雇用者報酬）は同▲0.1%となる。一方、14年度はインフレ率が+0.3%（当社予想）、賃金上昇率が+0.1%、雇用増加が+0.2%となり、購買力は同+0.0%となる。家計の購買力は13年度が若干マイナス、14年度は横ばいとみられる。

図表15 インフレ、賃金、雇用の見通し

前年比(%)	13年度	14年度
インフレ率	+0.4%	+0.3%
賃金	+0.0%	+0.1%
雇用	+0.3%	+0.2%
購買力	-0.1%	+0.0%

出所) SMBC日興証券作成

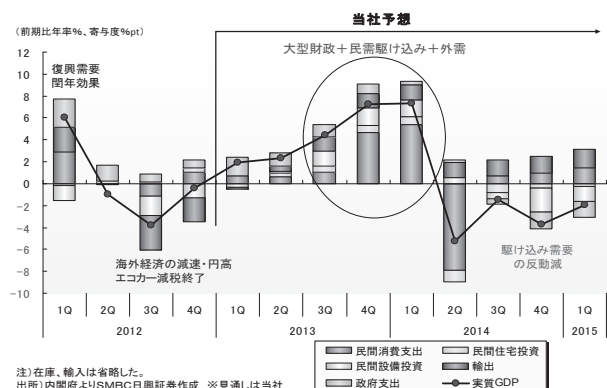
(7) GDPのモメンタム～ 13年度末は8%台の高成長へ

以上、今後の日本経済を考えてきた。

12年10-12月期にプラス転換した日本経済は今後、尻上がりに良くなっていくと予想する。13年1-3月期は輸出のマイナスが小幅となる中、財政と住宅投資が牽引役となり、景気が底打ちする。続く4-6月期は消費税引き上げの試金石となるが、輸出がプラスに転じ、GDP成長率は前期比年率+2.3%と予想する。消費税引き上げは予定通り実施されるだろう。その後の景気は円安や財政出動、駆け込み需要が揃い加速していく。特に14年1-3月期は同8%台という極めて高い成長となるだろう。

一方、14年度は、駆け込みの反動と財政支出

図表16 実質GDP成長率の見通し



注) 在庫、輸入は省略した。
出所) 内閣府よりSMBC日興証券作成 ※見通しは当社

の息切れのため、年度当初から一貫してマイナス成長となる。ただ、14年度はゲタを履いたスタートとなるため、年度のGDP成長率は前年比+0.2%とプラス成長を見込む。

また、安倍政権の目標であるデフレ脱却は、コアCPIが13年度に前年比+0.4%、14年度が同+0.3%となり、達成されるであろう（消費税率を除いたベース）。

(8) リスク要因

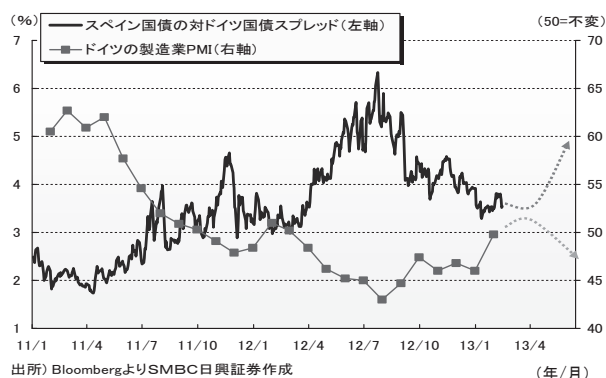
最後にリスク要因を考えよう。

リスクは為替レートになる。それは長期というよりも短期である。長期では既述のように円安トレンドが期待されるため、むしろアップサイドリスクとなる。ダウンサイドリスクは短期である。既述のように現在の円安は、安倍政権の口先介入による漠然とした円安期待に基づいている。期待は移ろい易く、実際、投機筋の円ショートポジションや通貨オプションのリスク・リバーサルは期待の一服を示している。今後のリスクとしては、欧州経済と米国経済となるだろう。欧州経済はユーロ高、米国経済は「財政の崖」の影響である。

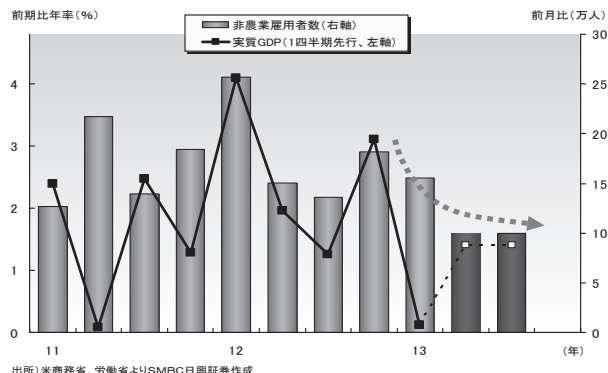
◆ 欧州危機再燃のリスク

欧州経済の要はドイツである。図表17のように欧州債務危機を示すスペイン国債の対ドイツ国債スプレッドは、ドイツ景気と連動している。これはドイツの域内輸入が大きく、財政再建に苦しむ南欧諸国を実体面から支援しているためである。そのドイツ景気は輸出次第であるが、昨秋からのユーロ高がラグを伴って春先から減速しそうである。またユーロ圏第二位のフランス経済にも懸念がある。ユーロ高に加え、富裕層に対する増税から内需が弱く、12年10-12月期のGDPは前期比マイナスに転じた。ドイツとフランスという欧州中核国の景気悪化は、欧州不安再燃に飛び火する恐れもある。これは世界的にリスクオフをもたらし、再び円、スイスフランが買われていくかもしれない。

図表17 欧州危機とドイツ景気



図表18 米国の雇用は減速か



◆ 米国の雇用減速リスク

米国経済は、「財政の崖」の規模を2/5に圧縮したが、その約9割が個人所得を減少させるものであり、消費への影響が懸念される。当社では1-3月期のGDPを前期比年率+1.4%程度、4-6月期も同+1.4%と、低成長を予想している。

これが雇用に影響するのが1四半期後となる。現在、市場の時間軸は2015年6月頃であるが、この時点で失業率がFRBのターゲットの6.5%に達しているには、毎月15.5万人の雇用増が必要である。これに対し、今年の1-3月期、4-6月期のGDP成長率が同+1.4%、同+1.4%となった場合、雇用の増加数は10万人程度まで減速する（図表18）。こうした弱い雇用統計が数ヵ月続けば、市場の時間軸が後退し、ドル安・円高がもたらされるかもしれない。

以上のように、円安は長期的にはファンダメンタルズにサポートされるが、短期的にはあくまで期待先行の円安であり、欧米の景気情勢によっては期待が萎んでしまうリスクもある。

マーケット・アウトlook (1)

構造改革の進展と景気回復によりバリュエーションの拡大が継続へ

みずほ証券株式会社 投資情報部 ストラテジスト兼エコノミスト 倉持 靖彦

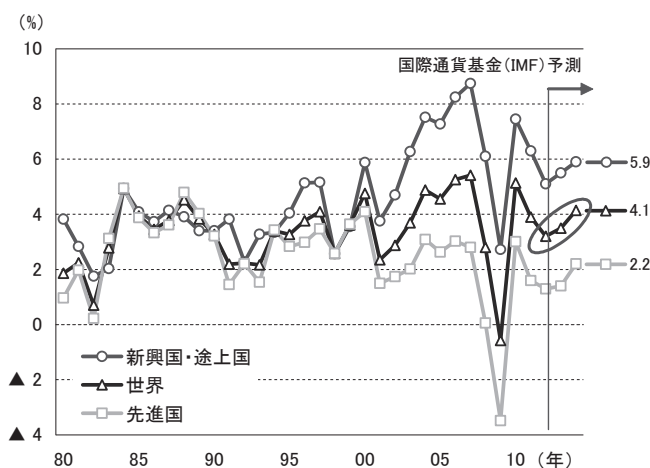
グローバル景気は3%程度の成長軌道に

本稿では、世界経済の見通しを踏まえた上で、足下の世界的な株高の背景を探るとともに、今後のマネーフローや先進国株式のバリュエーションについて言及したい。

最初にグローバル景気の全体像を捉えるが、先進国においては自律性が増している米国、リフレ策による押し上げが期待される日本が牽引役となることに加えて、新興国もこれまでの景気対策の累積的な効果により主要国が持ち直すことから、2013年の世界全体の実質GDPは3%~4%の成長となると見込んでいる。昨年、欧州債務問題や米国の「財政の崖」に対する懸念、中国の景気減速などで、世界の実質GDP成長率は2%を割り込む懸念があった。こうした状況からすれば、成長率見通しは明確に改善する方向にあり、今後も予測機関の上方修正が継続するものと想定される。現在、IMF（国際通貨基金）では、2014年の世界実質GDP成長率は4%台を回復する見込みで、リーマンショック前の好調時に近いモメンタムが想定されている。

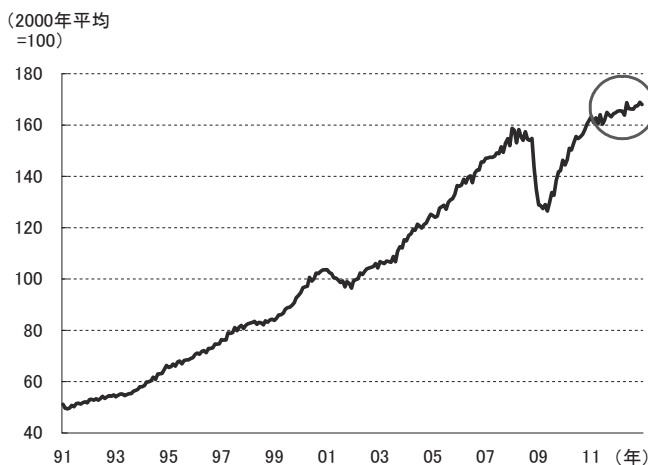
昨年は、先進国の「決められない政治」がテーマとなったが、今年も世界的な経済問題に対する国際協調の難しさ等は継続している。しかし、昨年との相違点として、①米中日において新政権が発足し、今後4~5年の政策の枠組みが見えてくる初年となること、②昨年、欧州債務問題に対してESM（欧州安定メカニズム）が発足したほか、新たな国債購入計画（OMT）も策定されるなど、安全網が整備され、テールリスクが軽減されたことが指摘できよう。こうした点に加え、循環的な側面もプラスに働いてくる可能性がある。

＜経済成長率の推移＞
（年次：1980~2014）



（注）2013年以降はIMF予測
出所：IMFのデータよりみずほ証券作成

＜世界の貿易量＞
（月次：1991/1~2012/12）

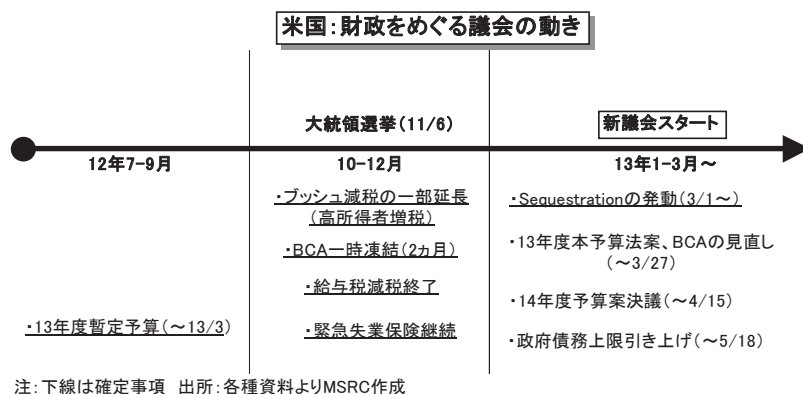


出所：オランダ経済政策分析局のデータよりみずほ証券作成

年前半は米国の「財政の坂（Slope）」の影響や欧州の低迷などがモメンタムを抑制する可能性があるものの、日本や中国など新興国の景気が下支えとなる。年後半は米国経済の安定的な成長と日本における消費税増税前の駆け込み需要に、欧州経済の安定化が加わってくる展開を想定している。

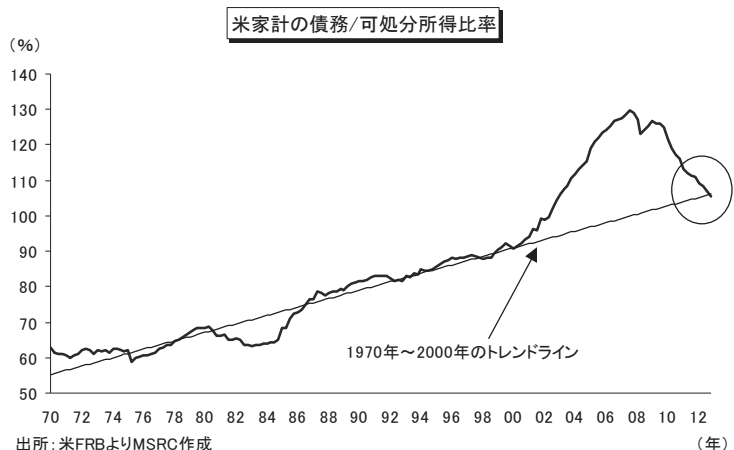
以下、各国・各地域別にみていきたい。米国経済については、足下、個人消費が底堅いほか、住宅市場の回復や企業の設備投資、在庫投資増もみられ、成長モメンタムは改善している。昨年末で期限切れとなった給与税減税の影響や税還付の遅れなどにも関わらず、株高、不動産価格の上昇など資産効果がバッファーとなっている。延期されていた「予算管理法（BCA）」による歳出自動カットは、3月頭から始まっており、13年度暫定予算の継続に合わせ、歳出削減の内容を見直せるか注目されるが、その可能性は低くなっている。

CBO（議会予算局）は歳出自動カットの影響で今年だけで75万人の雇用に影響が生じる発表していることに加え、10月からは14年度の歳出カットも始まる。また予算法による14年度予算案決議の期日は4月中旬であり、その際に示す必要がある中期的な財政見通しと合わせて、歳出カットの内容をどうするのか、ここでも焦点になろう。5月中旬に期限を迎える連邦債務上限問題と関連してくる可能性もある。



ただし、中長期的な財政再建に向けた「包括的合意（Grand Bargain）」を実現するにあたって、調整が困難であるが故に、暫定的に「予算管理法」により調整している経緯がある。昨年の大統領選挙でもそうであったが、再建策に対する両党のアプローチが根本的に異なる中、それぞれの支持者・支持団体のことを考えれば折り合うことは相当に難しい。こうした背景から、マーケットでは昨年からの問題は長期レースになることを想定しており、成長率見通しには、ある程度織り込まれている。景気や市場動向を見極めながら、問題が生じる可能性が出てくれば、何らかの妥協により、影響を回避・縮小する方向に動いてくるといえる。

また、従来から注目しているが、構造的な要因としては、①人口動態、②家計のバランスシート調整の進展、③企業収益の良好さ、④シェールガス革命、など米国の相対



的な優位性は強まる方向にある。

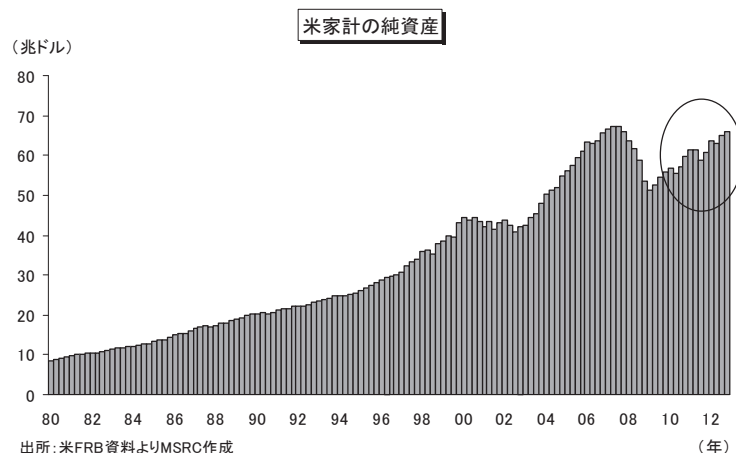
QE3など強力な金融緩和に下支えしていることは言うまでもないが、サブプライムショックや欧州クレジットバブルの崩壊などの後遺症を癒し、かつデフレ的なマインドが強まらないように配慮しながら、構造改革を進めるには、強力な緩和で時間を稼ぐ必要があった。QEのメリット、コストの比較からQEの手を緩める必要性も議論されているものの、金融政策は慎重に運営されていくと考えられる。

以上の点から、家計部門、企業部門の両輪が揃い、米国景気の回復の持続性は高まっていると判断している。向こう2年間で展望すれば、潜在成長率近辺である2%程度、更には3%台に加速する場面が出てくる可能性があるだろう。

ユーロ圏経済は、ギリシャなど財政支援を受けている国々に加え、中核国であるイタリア、スペインの景気も低迷、ドイツにおいても外需のユーロ圏依存度が高いこともあり、鈍化がみられるなど冴えない状況にある。もっとも、ESMやOMT、欧州銀行同盟に向けた動きなど安全網の拡充により金融市場が安定化してきているほか、米国、中国など海外景気の回復により、ユーロ圏の景況感には下げ止りを見せている。ただ、財政緊縮や企業向けの信用が低迷していることもあり、景気の回復力は弱く、持ち直しはごく緩やかなものと想定している。また、イタリアやドイツの政治情勢には引き続き注意を要しよう。

中国経済については、新政権発足に伴い、共産党・政府のガバナンス力を示すため、経済の安定成長や国民生活の改善が必要であり、2013年央にかけて、経済成長率はある程度上向き可能性が高いだろう。2013年の政策方針は「持続的で健全な経済発展」に修正、「穏健」な金融政策と「積極的」な財政政策も継続され、公的なインフラ投資が下支えとなると見込まれる。ただし、不動産市場や過剰生産能力、インフレなどへの配慮も必要であり、高くても前年比+8%台前半、基調は同+7~8%程度の巡航速度を想定、2013年の実質GDP成長率は+8.0%程度と予想する。また、人口動態、コスト増、産業政策、社会保障制度など構造問題は山積しており、新政権の改革への熱意と実行力が注目される。ブラジル経済は、政策対応の効果などで個人消費を中心に2012年後半は持ち直しの動きにある。2013年は外需が緩慢な回復にとどまる一方、個人消費などがけん引して3%台半ばの成長を見込んでいる。また、ブラジルやインドは2014年に選挙を控えていることにも留意したい。

リスクは、各国・各地域の政策フレームワークが政治要因等から、スムーズに進まず、景気センチメントが冷やされるケース。回復維持に向け、引き続き政治の指導力が試されるとみている。



米国を皮切りにグレートローテーションが起こる可能性も

以上の経済環境想定をベースに、年初来の株価動向を見ると、世界景気再加速の見方が織り込まれてきていると思われる。NYダウは2007年高値を超え、過去最高値を更新、ドイツも2007年高値に迫っている。また日本株も安倍政権の誕生を契機に急速に上昇しているほか、アジアではアセアン株などが強く、各国ごとに強弱感が明確になっている。以下、世界的な株高が妥当なのか考えてみたい。

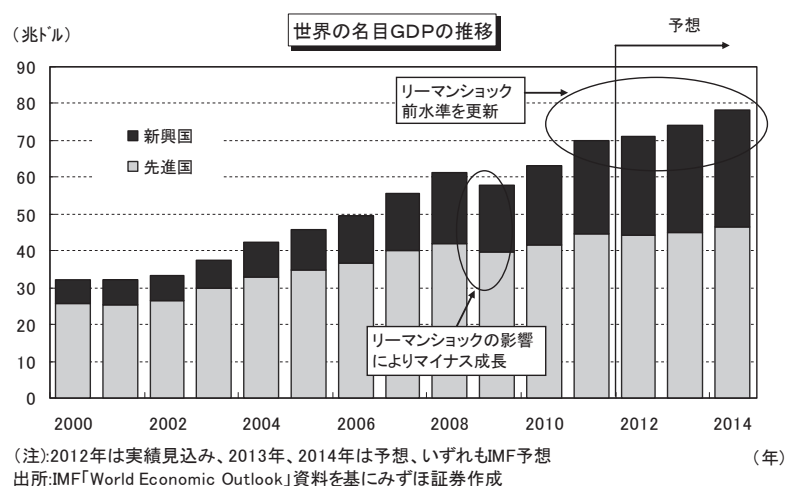
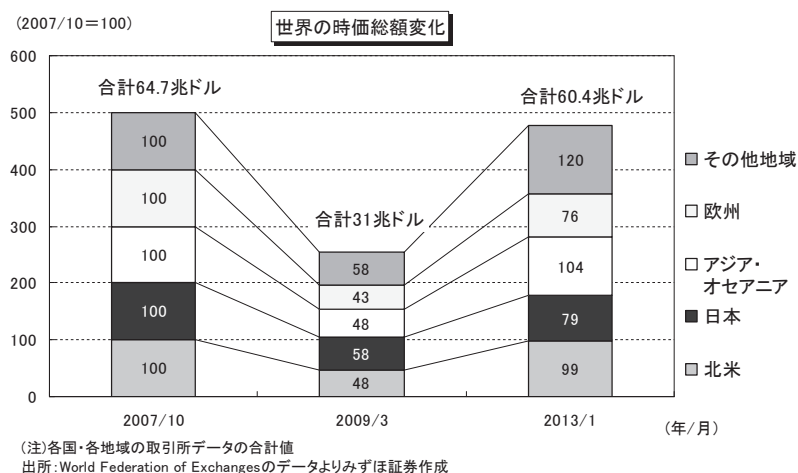
世界の時価総額をみると、今年1月は約60.4兆ドルであり、2009年3月と比べると30兆ドル以上増加、ピークであった2007年10月の水準に戻ってきている。もっとも、世界の名目GDPの水準は2011年には明確に2008年のピークを超えており、株式市場が遅れて、キャッチアップしているような展開となっている。

この背景には、サブプライムバブル、欧州信用バブルの崩壊に伴う構造調整圧力が継続し、経済の脆弱性が懸念されていたことや、主要新興国の引き締め政策により、一昨年中央から景気減速が強まり、昨年中央頃まで継続したこと、主要国において国民の不満が高い状況にあり、政治イベントを見極める必要があったことなどが指摘できる。

このため、期待成長率が低下し、株価のバリュエーションは圧縮された状態が続いていたと同時に、先進国の強力な金融緩和から債券利回りは大幅に低下、「逆利回り革命」も生じるなど、株式に対するセンチメントはなかなか高まらない状況であった。

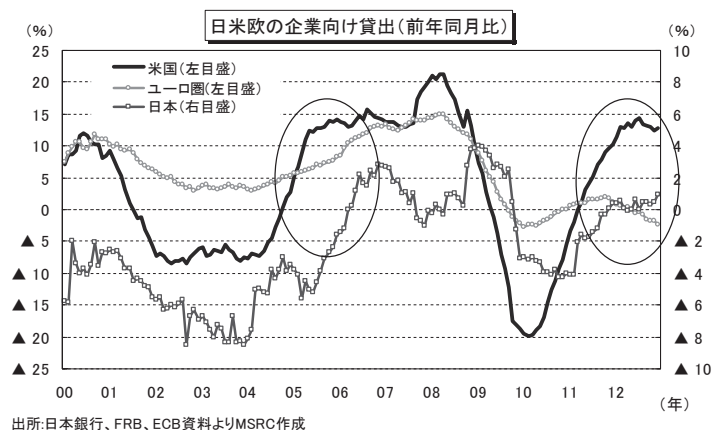
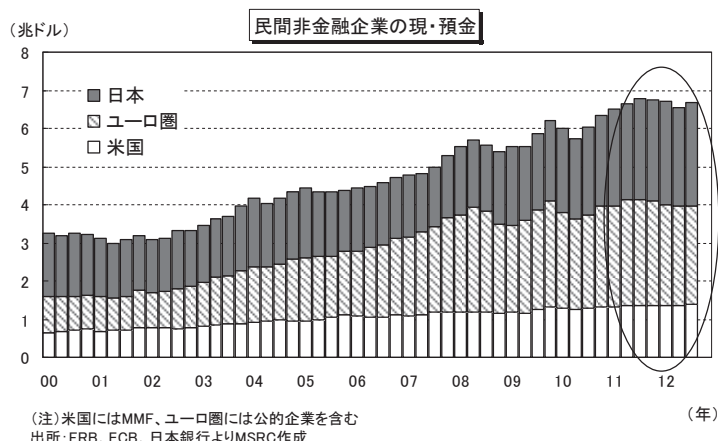
しかし、世界経済を取り巻く構造的な問題はそう簡単には変わらないものの、米国ではオバマ大統領の二期目が始まり、中国では習近平氏、李克強氏に政権が引き継がれ、構造改革に着手することが期待されている。また、欧州では金融の安全網が強化され、日本でも安倍政権が誕生、リフレ策や成長戦略を打出すなど、次の展開に焦点が移りだしている。

この点、欧米のクレジットバブル崩壊による後遺症への対応が、進捗してきたことが、日本の2003年～2006年を髣髴させる。この局面は金融システム不安の一服と企業の財務体質の改善と収益



力の向上があいまって企業の設備投資やM&A、増配に対する期待が高まった。また、貸出増や賃金の持ち直し、株価、不動産価格の上昇によるデフレ脱却への期待、産業競争力強化策による構造改革継続期待などが生じ、期待成長率が高まった時期である。

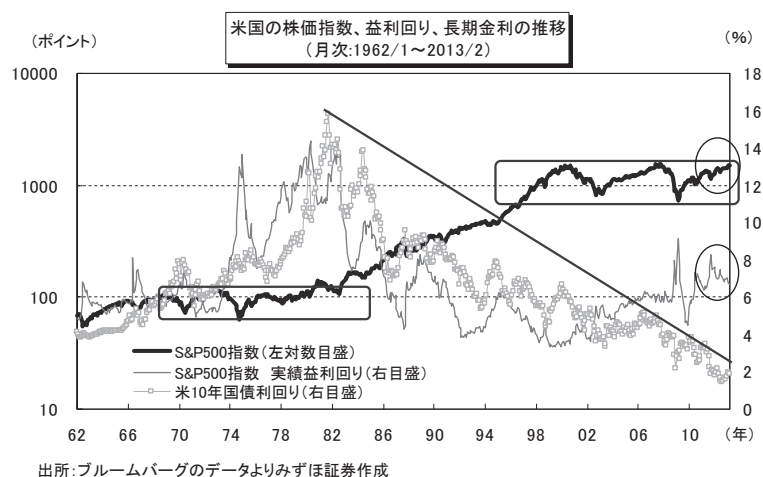
勿論、日本のこの局面と単純に比較することは出来ないが、先進国の企業収益は回復が継続、バランスシートも強化され、過去最高の現・預金を保有している。加えて、各国とも産業競争力政策を強化していることもあり、今年に入りグローバル企業を中心に、経営者は設備投資や雇用に前向きになってきている。また、M&Aや増配・自社株買いなど株主還元が強まる方向にあるなど、資金使途が明確になってきている。この結果、経済が活性化される期待が強まっていることが、株価や不動産価格の明確な上昇につながっているといえよう。



期待成長率の持ち直しが各国のバリュエーションを復元へ

米国ではリーマンショックを契機に2008年以降、株式益利回りと債券利回りは逆方向に動いたほか、米国で配当利回りと債券利回りの逆転（逆利回り革命）をもたらした。1960年代に利回り革命が生じた局面は、成長期待から株価が上昇、結果としての「利回り革命」が起こった。今回の「逆利回り革命」は債券利回り低下も大きく、成長期待の後退だけとはいえない可能性もある。

2012年7月以降、米株高・米債券安が進み、益利回りと長期金利のスプレッドは縮小が明確になっている。米国財政協議や欧州問題等の懸念材料は残るものの、大規模な混乱を回避できれば株高基調は持続可能とみる前向きな投資家が多い。米国を皮切りに債券市場から株式市場への資金シフトが大規模に進む「大転換（グレート・



ローテーション)」の兆しも指摘されており、2013年は株式が優位の年になるとみている。

NYダウが2000年以降のボックス上限を更新してきたが、前回の長期ボックス超えは80年代初頭にあった。1970年代の米株価低迷を受け、1979年8月に米ビジネス誌が「株式市場の死」と題した特集記事を組んだが、その1979年はその後の長期上昇相場の起点とほぼ重なっていた。

この背景には、70年代はオイルショックやベトナム戦争、日本などのキャッチアップにより、米国内経済や産業に対して悲観が強まっていたが、この期間に製造業復権に向けた政策強化が始まり、その後、レーガン大統領による政策のレジームチェンジがあったことが指摘できよう。その後は90年代のIT産業の開花につながり、今また「製造業ルネッサンス」や注目されているほか、今年のオバマ大統領の一般教書演説にもみられるように、米国は自国の強化に余念がない。こうした状況を踏まえれば、米国の株式市場もここ数年のバリュエーションの上限をブレイクする可能性があるだろう。

日本でも安倍政権が誕生し、まずは金融政策と財政政策の日本の矢を放ち、3本目の矢である成長戦略を強化しようとしている。リフレ策でインフレ期待に働きかけながら、構造改革を進めることが重要であり、将来の成長に向けて重要な局面を迎えている。困難な作業であるが、2006年～2007年の構造改革疲れの時よりは、受入れ易くなってきている可能性がある。

企業収益は円安もあり、想定以上に堅調、景気循環は設備投資などが上向く中盤に入ってくる可能性も出てきている。世界経済のモメンタム、政策のフレームワーク、安倍政権の経済政策への期待、企業業績、景気循環の動向からすれば、再来期のバリュエーションは穏当であり、日本の株式市場の上昇余地は3割から4割程度あるだろう。

米国：一般教書演説（2013年）

基本理念	
・危機から脱し、自信をもって米国をより強くする	
・米国民として残された課題を解決し、将来をつくっていく	
①経済政策	
	＜経済・雇用対策＞
	・製造業の復活（国内回帰） ・エネルギー開発（原油・天然ガス、再生可能燃料、環境・気候変動対策） ・インフラ投資（Fix-It-Firstプログラム） ・住宅対策（借換促進策など）
	＜財政再建＞
	・均衡の取れた赤字削減（balanced approach） ・社会保障改革、税制変更（ループホールの削減） ・将来の経済発展のための歳出は削減しない（smarter government）
②＜社会政策＞	
	・教育支援（早期教育、技術者排出、学費支援など）
	・移民対策 ・女性の社会進出支援 ・中間層支援のための最低賃金引き上げ（時給9ドルへ） ・銃規制
③外交・安全保障	
	・アフガンからの撤退完了（14年）
	・核拡散の阻止（北朝鮮、イラン）、核削減（ロシア） ・サイバー攻撃対策 ・EUとの包括的貿易・投資協定 ・TPP交渉の促進

出所：ホワイトハウス発表資料よりMSRC作成

マーケット・アウトLOOK (2)

債券市場からの逆メッセージ

大和証券株式会社 金融市場調査部 チーフストラテジスト 山本 徹

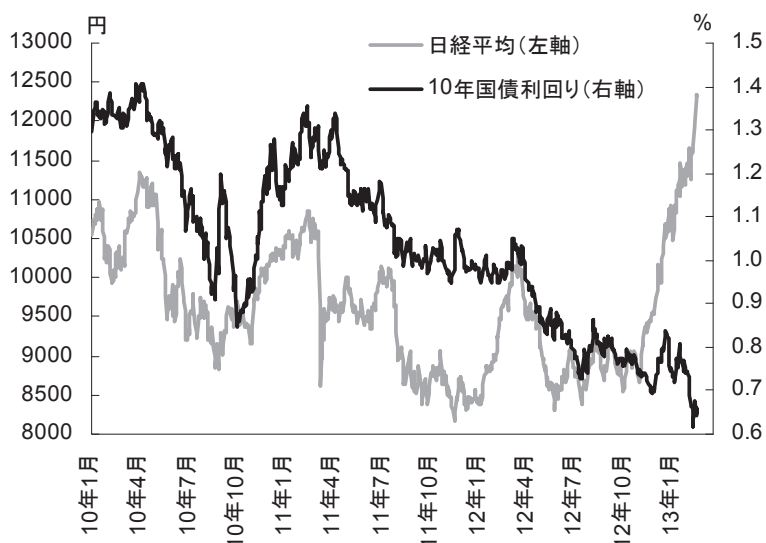
■円安株高にもかかわらず、金利は低位安定

「アベノミクス」を受け、円安株高が進んでいる。同時に債券も買い進まれ、5年国債は3月初旬には過去最低利回りを更新した。よく、「株が買われると債券は売られる」と言われる。そうであるならば、この株高を受けて債券は売られてもいいはずであるが（金利は上昇）、逆に債券は買われる一方である。債券のこの動きを、「これでいいのか?」と問われれば、「こうなってしまうのも仕方なし」というところだ。それというのも、「アベノミクス」の3本の矢（①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略）の「大胆な金融政策」が大きく影響している。

「アベノミクス」の3本の矢は、3本ともが株高、及び円安要因と言えるだろう。しかし、債券の立場からは、財政政策と成長戦略は金利上昇要因と言えるが、大胆な金融政策が、それが大胆であれば大胆であるほど、金利低下要因として強く作用するためだ。

3月初旬には、次期日銀総裁（当レポート執筆時点では候補、以下同）の黒田氏の所信聴取を受けて、大胆な金融緩和に対する思惑が極まった。黒田氏は「日銀が現在行っている金融緩和策は規模や具体的な買い入れ対象などはまだ十分ではない」と指摘し、デフレ脱却へ向け「やれることは何でもやる姿勢を明確に打ち出したい」とした。そして、金融緩和の手段として「市場が最も大き

■図表 日経平均株価と10年国債利回り



出所：Bloomberg より大和証券作成

い国債のより長期のものを大量に買うのが自然」との見方を示した。これにより、10年債利回りは2003年6月以来の水準まで金利低下した。

■「大胆な金融政策」

「大胆な金融政策」とは、果たして何ができるのであろうか。方策は大別すると3つあり、①下げる、②買う、③勇気づける、である。

③の「勇気づける」は、「アベノミクス」がまさにそれに当たり、マインドの好転により景気浮揚を目指すものである。アニマル・スピリットを喚起する金融政策と言うこともできる。ただ、本邦の金融政策としては、「アベノミクス」で既に実現しているため、「勇気づける」に関して、黒田次期日銀総裁に残されている策は、ほとんどないだろう。

①の「下げる」は現在0.1%の日銀当座預金の超過準備に対する付利金利の引き下げ、あるいは撤廃となる。ただ、2年国債利回りが既に0.04%前後で推移し、付利金利撤廃をほぼ織り込んだ水準にある中では、短期市場金利の低め誘導という、本来的な意味での利下げ効果はない。また、アナウンスメント効果も既に使い切っていると言えるだろう。

残る策としては、②の「買う」となる。買う対象として、これも3つに大別でき、i) 長期国債、ii) ETF等のリスクアセット、iii) 外債、である。

iii) の外債は、形を変えた為替介入であるとも言え、通貨安戦争が懸念される中で、実現へのハードルは極めて高いだろう。ii) のETF等のリスクアセットは、日銀の自己資本を考慮すると、株式を「大胆な金融政策」と言えるほど、無制限に買っていくことには限界がある。残された手段は、やはり言うべきか、i) の長期国債となる。

日本銀行は2013年1月の金融政策決定会合において、2%の「物価安定の目標」を導入した。しかし、2013年1月時点での、日本銀行の政策委員による、消費者物価指数（除く生鮮食品）の大勢見通しは、2014年度において+0.9%である。つまり、2014年度中にインフレの2%は見通せない。

また、日本銀行は同会合で、資産買入等の基金について、2014年初から「期限を定めない資産買入方式」の導入も決定した。しかし、同基金の残高は従前に買い入れた国債の償還も発生するため、2014年中に10兆円程度増加した後、それ以降残高は維持されると見込まれる。

つまり、インフレの2%が見通せないにもかかわらず、緩和策が加速していない。これが、黒田

■図表 日本銀行/政策委員の大勢見通し（消費者物価指数（除く生鮮食品））

（前年度比%）			
	12年7月時点	12年10月時点	13年1月時点
2012年度	0.2	-0.1	-0.2
2013年度	0.7	0.4	0.4
2014年度		0.8	0.9

※消費税率引き上げの影響を除くケース

出所：日本銀行より大和証券作成

次期日銀総裁が指摘する、「日銀が現在行っている金融緩和策は規模や具体的な買い入れ対象などはまだ十分ではない」である。今後予想される展開は、「ガンガン」に買っていくということである。需給で歪むイールドカーブには、強い金利低下バイアスがかかるだろう。

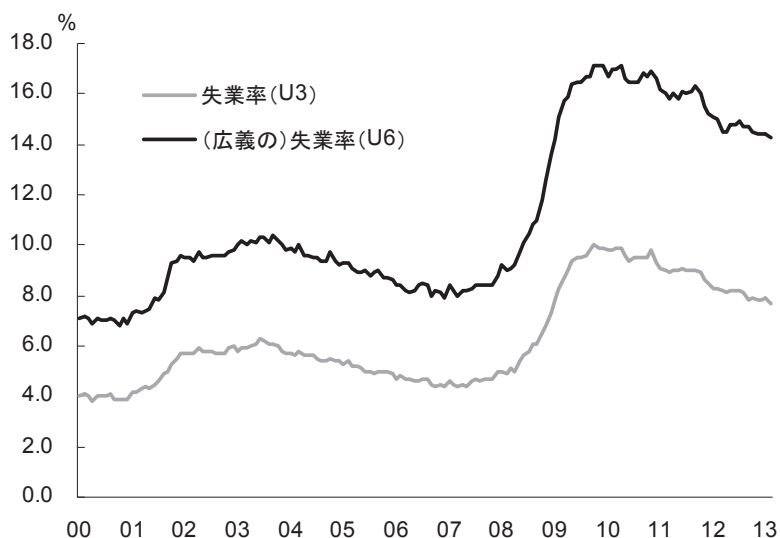
■米国債利回りも低位安定

この株高にもかかわらずの金利の低位安定は、日本に限った話でもない。米国では、ダウ工業株30種平均が史上最高値を更新する一方で、米国債利回りも低位安定している。共通するキーワードは、中央銀行の非伝統的金融政策による、過剰流動性とイールドカーブの歪みだ。

米国では「著しい雇用市場の改善」を目的として、QE3（量的緩和第三弾）が行われている。非伝統的な金融政策を行うにあたっては、そのメリットとコストの分析が重要となる。メリットとは、もちろん景気対策、特に雇用である。コストには、その1つとして、超低金利環境の長期化が、民間部門の過剰なリスクテイク（クレジットバブル）へとつながり、それによって将来の金融市場の安定性が損なわれるリスクが挙げられる。これに対し、バーナンキFRB議長は、「株式バブルの兆候はない」とし、「過剰なリスクテイクの抑制を目的に緩和策を解除することは、それ自体が成長や物価安定、ひいては金融市場の安定にとってリスクとなる」とさえ言っている。米国では景気回復期待が高まるが、引き続き、QE3のメリットはコストを大きく上回っている。

イエレンFRB副議長は、「著しい雇用市場の改善」を見極める上で、失業率や雇用者数といった「量」ではなく、「質」を重視している。「質」とは、働く気はあるが、職が見当たらないために諦めている人や、パートタイムで働くことを余儀なくされている人等を含めるということである。つまり、通常失業率（U3）ではなく、上記を含めた広義の失業率（U6）である。また、著しい、かつ持続的な雇用市場の改善とは、その基となる全体の景気回復が重要であるとしている。景気全

■図表 米失業率



出所：米労働省より大和証券作成

体の改善が伴わなければ、失業率（U3）が低下しても、著しい雇用市場の改善とは言えないと切り捨てている。

QE3解除の条件である、「著しい雇用市場の改善」のハードルは高く、過剰流動性相場の長期化が想定される。国内金利が「大胆な金融政策」に抵抗できずに低下する一方であるのと同様、米国金利においても、「Don't fight the FED」である。

■デフレ脱却に向けて

振り返ると2010年11月から2011年6月まで実施された米QE2は、「デフレ脱却」を目的に行われたものであった。当時、QE2実施を先導したセントルイス連銀ブラード総裁の、2010年7月時点での主張は、以下である。

米国は近年になく、日本型のデフレに陥る可能性が高まっている。それは、超低金利政策の長期継続というコミットメントは諸刃の剣であり、コミットメントによって、インフレ、及びインフレ期待が高まれば、経済は望ましい均衡へと回帰していく。しかし、インフレ、及びインフレ期待が低下した場合には、超低金利と相まって、経済は意図せざる均衡へ向かい、そこで安定してしまうかもしれない。日本型のデフレ均衡とは、ゼロ金利とデフレーションが、意図せざる安定的均衡として、並存する状態をいう。それは、政策（名目）金利はゼロ以下にはできないという、「zero bound on nominal interest rates」の存在に起因し、テイラールール（インフレ率の変化に応じて、

■図表

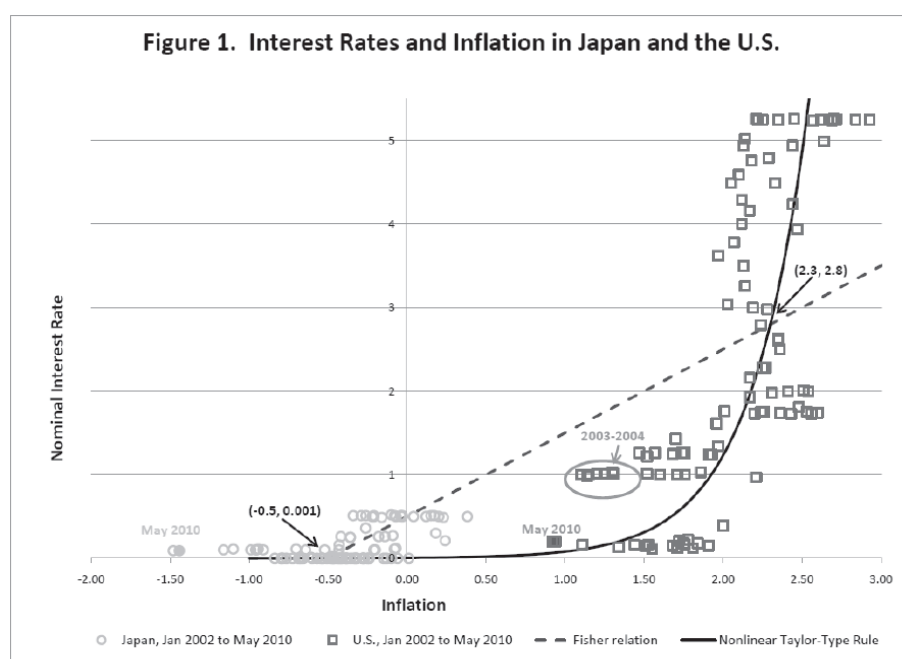


Figure 1: Short-term nominal interest rates and core inflation rates in Japan and the U.S., 2002-2010. OECD data.

出所：Seven Faces of “The Peril”, James Bullard 2010 より抜粋

中央銀行によって調整される政策金利の変化）の非線形性と、フィッシャー方程式（名目（政策）金利とインフレ率の関係式（名目金利＝実質金利＋期待インフレ））の解として、2つの均衡点がありえることによる。

結論として、ブラード総裁は、FOMCによる超低金利政策のコミットメントが、逆に日本型のデフレに陥る可能性を高めてしまうリスクを指摘し、量的緩和を実施すれば、デフレを回避できると主張した。

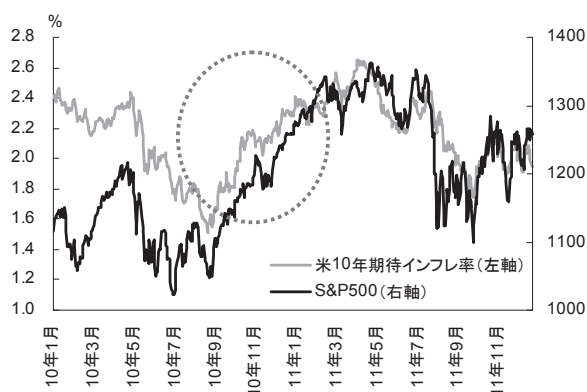
長期国債の買い切りオペは、債務のマネタイズとも捉えられ、一般にインフレ要因とされる。また、量的緩和は、その措置が民間部門に、一時的なものであるのか、恒久的なものであると捉えられるのが重要な要素となる。さらに、この政策を採用するに当たっては、必要があれば何でもやるという中央銀行の姿勢と、その姿勢に対する民間の信頼が重要である、としている。

また、QE2は「ポートフォリオ・バランス効果」を狙った政策でもあった。バーナンキ議長や、ニューヨーク連銀の金融市場担当責任者（当時）のブライアン・サック氏は、リスクアセットのリスク量が一定であると仮定した場合、FEDが長期国債を買うことで市場からデレレーションリスクを取り去り（民間部門が負うべきリスク量が低下する）、タームプレミアムを減少させる。投資家はFEDの国債購入に押し出される形になり、株式等の他の資産にリスクテイクを求めることで、他の資産の価格を押し上げる、とした。

QE2の際には、ドル安にもなった。自国通貨安や資産価格の上昇による景気浮揚、量的緩和（マネタイゼーション）によるインフレ期待の押し上げ等は、日銀の金融政策における「リフレ派」に共通する考え方だろう。「アベノミクス」における大胆な金融政策は、FOMCのQE2を参考に行っているとも言えるだろう。

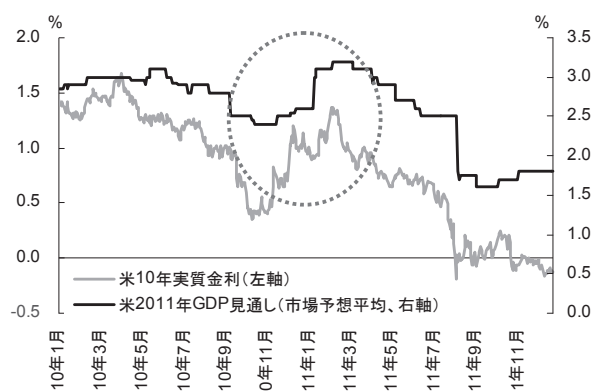
「アベノミクス」期待で盛り上がる国内マーケットにおいて、「アベノミクス」に対して最も懐疑的なのが、国内債券市場参加者かもしれない。別の言い方をすると、国内債券市場参加者には「リフレ派」は少ないと言えるだろう。筆者は、投資家訪問の際に、「インフレは2%になりますか？」との質問を毎回投げかけているが、全員から「ならない」と答えられる。

■図表 米10年期待インフレとS&P500（2010-11年）



（出所）Bloomberg より大和証券作成

■図表 米10年実質金利と2011年GDP見通し（2010-11年）

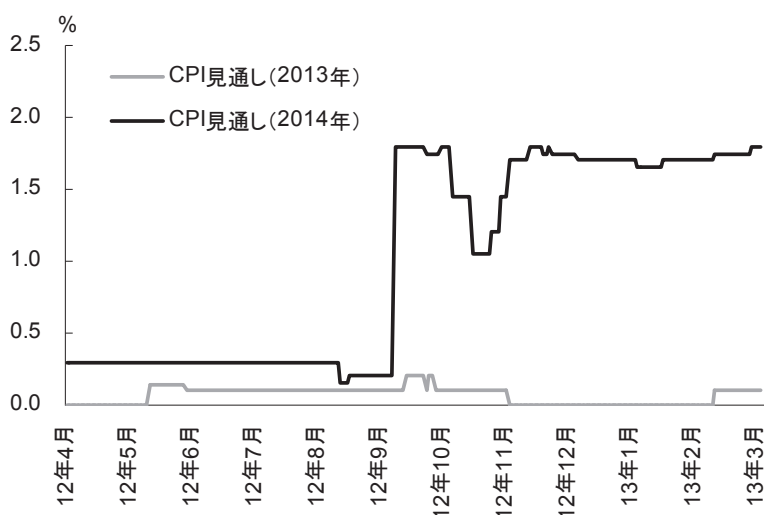


（出所）Bloomberg より大和証券作成

FOMCのQE2の際には、事前には、マーケット参加者の誰もが米国金利は低下すると考えたが、実際には金利は上昇した。それは、期待インフレが上昇したためであり、株価も上昇したことから、リフレ政策が奏功したことを意味する。また、コモディティ価格も上昇した。期待インフレだけではなく、実質金利も上昇したことから、成長期待も引き上げられたことを意味する。Bloomberg社が集計するエコノミストの予想平均においても、QE2を実施した2010年11月以降、成長見通しが上方修正されたことが確認される。

今後、日銀が採るであろう「大胆な金融政策」に際して、マーケット参加者間では、国内金利は低下すると考えられている。それは、前述の通り、（期待）インフレが上昇しないと考えられているためである。実際に、日銀が過去2年超の期間、資産買入等基金での緩和を行ったが、インフレは発生していない。同じく、Bloomberg社の市場予想平均においても、「アベノミクス」前後で、インフレ見通しがほとんど変化していないことが確認できる。

■図表 日本のCPI（総合）見通し（市場予想平均）



出所：Bloomberg より大和証券作成

注) 2014年のCPIは、消費税増税のため、（一時的な）上昇が見込まれる。2012年9月に2014年のCPI見通しが急上昇しているのは、消費税増税を柱とする社会保障・税一体改革関連法案の成立を受けて、エコノミストの予想が変更されたことによる。

「大胆な金融政策」で想定される、国債買い入れの増額、買い入れ年限の長期化、特に日銀券ルール（一時的）撤廃等は、財政ファイナンスの領域に踏み込むこと、つまり、マネタイゼーションである。債券自警団である我々債券市場参加者は、本来は金利上昇という形で警告を発しなければならない。しかし、国内金利の低位安定見通しは、現時点では、「インフレにならない」という逆メッセージである。つまり、今後は持続的な成長、それによる賃金の上昇を伴う物価の上昇が必要であるというメッセージを発している。即ち、成長戦略である。

「アベノミクス」は、これまでのところ、日本を取り巻く環境を劇的に改善させたことは事実である。何か行動を起こさないことには、状況は変化しない。宝くじは買わないことには当たらない。ただし、買っても当たらない。債券市場が反応するのは、宝くじが当たってからだろう。

B I S 規制の最近の動向

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. B I S 規制とは

B I S¹規制とは、主に国際業務を行う銀行に対する自己資本比率に関する国際統一基準のことである。B I S 規制に関する会議がスイスのバーゼルで行われており、1988年7月に「自己資本に関する計測と基準に関する国際的統一化」がバーゼル銀行監督委員会²から公表されたことから「バーゼル合意」とも呼ばれる。先進諸国を対象に、自己資本比率の算出方法（融資等の信用リスクを中心に計測方法等）および最低基準（8%-国際業務を行う銀行）が決められた。8%が国際業務を行う銀行の最低基準であり、現実的に8%が達成できない銀行は国際業務からの撤退を余儀なくされる結果となった。しかし、日本では、国内業務しか行わない銀行に対しても自己資本比率を公表するよう指導を行っており、その最低基準は4%である。ちなみに、ゆうちょ銀行は国内行基準（4%）となっている。

また、この自己資本比率の算出方法方法は、一般事業会社のそれとは大きく異なっている。一般の事業会社の自己資本比率は、自己資本（株主資本）を総資産で除して計算され、負債の少ない事業会社は100%近い自己資本比率の会社もある。総じて、新しい会社は信用力が低く、銀行からの借入れや債券を発行することが難しいことから、自己資本比率は非常に高い。ところが、銀行、特に国際業務を行うような大銀行は、集めた預金額（負債）は巨大な額となり、その結果上記のようにして求めた自己資本比率は非常に小さくなる。

表1には、日本の3大金融グループおよびゆうちょ銀行の2012年3月期のB I S 規制に用いられる自己資本比率とB S（貸借対照表）から単純に求めた自己資本比率を掲載するが、B S から求めた自己資本比率が全行5%程度であるのに対し、B I S 規制で使われる自己資本比率は、14%以上と大幅に乖離している。

両者の違いは、表1を見ればわかるとおり、B I S 規制のほう①分子の自己資本に基本的項目（Tier1）のほかに補完的項目（Tier2）が加えられている、②分母のリスクアセットの額が総資産ではなく、リスクの数値を計算して使っている、の2点となっている。

¹ BIS（Bank for International Settlements）とは、国際決済銀行のことであり、各国の中央銀行が出資する国際機関で、スイスのバーゼルに本部がある。元々は第1次世界大戦後のドイツの賠償処理を円滑に行うために1930年に設立されたが、第2次大戦後は中央銀行間の国際金融政策の協調の場として活躍している。

² バーゼル銀行監督委員会はG10諸国の中央銀行総裁会議により設立された銀行監督当局の委員会である。第1回会合は1975年開催で、ベルギー、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、ルクセンブルグ、オランダ、スペイン、スウェーデン、スイス、英国および米国の銀行監督当局ならびに中央銀行の上席代表により構成されている。同委員会は通常、常設事務局が設けられているバーゼル（スイス）のB I S（国際決済銀行）において開催されている。

B S から求めた日本の 3 大金融グループの自己資本比率は5%程度であり、ゆうちょ銀行も5.01%と変わらない。しかし、B I S 規制で用いられている自己資本比率となると、3 大金融グループは15～17%であるのに対し、ゆうちょ銀行のそれは68%にもなっている。前述したように、3 大金融グループは国際統一基準であるのに対し、ゆうちょ銀行は国内基準であるため、単純な比較はできない。

表1：2012年3月期 自己資本比率

(単位:億円)

BIS規制	三菱FG	三井住友FG	みずほFG	ゆうちょ銀行
基本的項目 (Tier1)	105,222	62,723	63,989	88,632
補完的項目 (Tier2)	40,387	27,711	17,451	5
自己資本の額	127,425	86,437	77,750	88,637
リスク・アセット額	854,563	510,432	501,449	129,588
うち信用リスクアセット額	716,713	459,765	451,444	96,897
Tier1 比率	12.3%	12.3%	12.8%	68.4%
自己資本比率	14.9%	16.9%	15.5%	68.4%

BS(貸借対照表)

総資産	2,188,616	1,430,407	1,653,605	1,958,199
純資産	116,758	72,550	68,693	98,182
自己資本比率	5.33%	5.07%	4.15%	5.01%

しかし、その原因は主にリスクアセットの額にある。3 大金融グループのリスクアセットの額は50～80兆円と膨大な額になっている。それに対し、ゆうちょ銀行のそれは13兆円弱にしかっていない。3メガバンクの総資産は140～220兆円とやや幅があるが、ゆうちょ銀行の総資産も195兆円と3 大金融グループと同等である。しかし、リスクアセットの額は3 大金融グループの20数%程度しかない。B I S 規制で求められる自己資本比率の分母は、リスクアセット額となっているが、その大部分が信用リスクであり（表1参照）、理論上、総資産そのものよりはるかに正確にリスク量をはじき出していることにはまちがいない。ゆうちょ銀行の資産のなかには、理論上信用リスクがない資産（国債等）が多いことに起因している。

2. B I S 規制の歴史

銀行が国際的に融資等を行うようになったのは、1980年以降のことであり、それ以前は国をまたがっての融資等はそれほど多く行われてはいなかった。しかし、その後国際金融市場は大きく発展をとげ、外国あるいは外国企業に融資することがあたりまえようになった一方で、累積債務が大きく膨らんだり複雑なデリバティブ取引が横行し、銀行のリスク管理がそれに追いついていかないのが歴然となっていった。そして、米国での大手銀行の倒産をきっかけに、金融機関の破綻が世界的に影響を与える（システミック・リスク）ことが懸念される事態に陥った結果、G10諸国の中央

銀行総裁会議において、バーゼル銀行監督委員会が設立され、自己資本比率規制（B I S 規制）を実施することになったのである。このように、B I S 規制は国際間の銀行ビジネスをスムーズに行うための規制であるので、国際統一基準が主であり、日本でおこなわれている国内基準については、本来の規制でないといえよう。

B I S 規制の目的は、国際的な金融システムの健全性の強化と、国際業務に携わる銀行間の競走上での不均衡の是正である。1988年7月に発表され、適用は1992年12月末（日本では1993年3月末）からである。1993年は、日本ではバブルがはじけた直後であったが、銀行は海外融資に非常に積極的であったことから、B I S 規制対策（自己資本増強）が積極的に行われた。また、日本の銀行が自己資本比率を計算する場合には、有価証券の含み益の45%を繰り入れることが認められ、これは現在でも行われている。

B I S 規制の発表は、同時に自己資本比率の計算方法も提示されたが、1988年発表当時は、分母は信用リスク³のみであった。しかし、1996年バーゼル銀行監督委員会は、リスク管理体制の強化を目的とし、市場リスク⁴を分母に組み入れることを発表した。この規制は、1997年12月末（日本では1998年3月末）から適用が開始された。

さらに、証券化商品など国際社会における金融システムの複雑化を背景に1998年3月からB I S 規制の見直しに着手した。その後、1999年6月第1次市中協議案の公表、2001年1月第2次市中協議案の公表、2003年4月第3次市中協議案の公表を経て、いわゆる「バーゼルⅡ（新B I S 規制）」が発表された。この「バーゼルⅡ」では、新たにオペレーショナル・リスク⁵を導入し、信用リスクの計測においても、いろいろな計測手法（銀行独自の計測手法をも含む）をそれぞれの銀行が選択可能とした。この「バーゼルⅡ」は2006年12月末（日本では2007年3月末）から適用された。2012年3期の自己資本比率は、この「バーゼルⅡ」に則って計算されている。

しかし、相当厳格な規制であるはずの「バーゼルⅡ」でも、ギリシャ危機に端を発したヨーロッパ金融危機では、一部の銀行が破綻に追い込まれた。小国といえども一国の国債がデフォルトに陥るような金融危機では、「バーゼルⅡ」でも規制が甘かったといわざるを得ない。そこで、バーゼル銀行監督委員会は2010年9月、さらに厳格な「バーゼルⅢ」を発表するに至った。「バーゼルⅢ」の柱は、国際業務を展開している銀行の自己資本の質と量の見直しである。基本的に、普通株と内部留保からなる「基本的項目（Tier1）」を、投資や融資などの損失を被る恐れがある「リスク資産」に対して、一定割合以上持つよう義務付けるものである。「基本的項目（Tier1）」は、主に普

³ 信用リスク（Credit Risk）とは、貸したお金（社債や貸付債権の元本や利息など）を回収できなくなる可能性（不確実性）のことで、金融取引の大きなリスクである。デフォルト（債務不履行）リスク、貸倒リスクともいう。

⁴ 市場リスクとは、市場価格（金利、為替、株価など）の下落によって、保有資産に損失が生じる可能性（不確実性）のことで、マーケット・リスクともいう。

⁵ オペレーショナル・リスクとは、事務手続上の事故や不正行為により損失を被る可能性（不確実性）のことで、信用リスクと市場リスク以外のすべてのリスクの総称である。事務リスク、システム・リスク、法務リスク、経営管理上のリスク、流動性リスク、災害リスクなどを含む幅広いリスクを意味する。

通株と内部留保からなるが、これらは返済不要であるため、損失の穴埋めに対してもっとも有効な資金であるという前提に立つ。「バーゼルⅢ」適用の今後のスケジュールは表2のとおり2013年から段階的に導入し2019年に全面的導入となっている。

表2: BIS規制の流れ

規制		公表時期	適用時期	リスクの適用範囲、自己資本の範囲	国際統一基準
BIS規制	バーゼルⅠ	1988年	1992年	信用リスク	8%
市場リスク規制	バーゼルⅠ	1996年	1997年	信用リスク、市場リスク	8%
新BIS規制	バーゼルⅡ	1998年	2006年	信用リスク、市場リスク、オペレーショナルリスク	8%
Tier1規制	バーゼルⅢ	2010年	2019年	自己資本はTier1のみ	7%

「バーゼルⅡ」までは、「基本的項目（Tier1）」の他、劣後債等の「補完的項目（Tier2）」を含んだ総合的な自己資本に対し、一定割合以上持つように義務付けることであった。「バーゼルⅡ」でもTier1比率の公表はされていたが、規制の対象ではなかった。「バーゼルⅢ」では、Tier1比率を7%以上にしよう求められている。結果的に「補完的項目（Tier2）」を増やす意味はなくなることになる。「補完的項目（Tier2）」は、そのほとんどが劣後債で占められており、これからメガバンクは劣後債を発行するインセンティブはなくなる。B I S 規制対策のため、メガバンクだけで数兆円の劣後債が発行されたが、これからは発行されることはないであろう。

表1にあるように、現在日本の3メガバンクのTier1比率は12%以上であり、ことさら対策は必要ないかもしれない。

3. 日本の3大金融グループのアウトライアー比率

バーゼルⅡでの自己資本比率の計算式は、

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{自己資本}}{\text{信用リスク} + \text{市場リスク} + \text{オペレーショナルリスク}}$$

であるが、分母の各種リスクのうち、信用リスクが80～90%を占め（表1参照）実質信用リスクに対する自己資本比率といえよう。

バンキング業務における金利リスクは、上記自己資本比率の対象外となっているが、3大金融グループが晒されている金利リスクは小さくない。このため、バーゼルⅡの第2の柱として、アウトライアー基準が新たに導入された。

一定のショック幅の金利変動が発生した場合の予想損失額⁶をモニタリングすることを義務付けている。その予想損失額を広義の自己資本（Tier1+Tier2）で除した値（いわゆるアウトライヤー比率）を算出している。このアウトライヤー比率が20%を超えると、監督官庁（日本では金融庁）の早期警戒制度の枠組みのなかでリスク管理の適切性や改善策についてヒアリングが行われる。

過去5年間のアウトライヤー比率を下表（表3）に示すが、3大金融グループは金利リスクを多くとっていないことがわかる。そのなかでも、三井住友FGの2012年3月末のアウトライヤー比率は2.6%に過ぎず、期待損失額でも2402億円程度である。ゆうちょ銀行発足当時のアウトライヤー比率は26.12%であり、ヒアリング要件に抵触するような比率であったが、2011年3月には期待損失額を前年比42%減少させた結果、アウトライヤー比率も13.77%と改善した。その後、2012年3月も10.88%とさらに改善した。

表3：アウトライヤー比率

	三菱FG	三井住友FG	みずほFG	ゆうちょ銀行
2008年3月末	10.08%	5.40%	8.81%	26.12%
2009年3月末	11.78%	8.60%	8.55%	22.18%
2010年3月末	8.68%	6.10%	8.90%	24.15%
2011年3月末	12.37%	7.80%	9.92%	13.77%
2012年3月末	9.49%	2.60%	6.21%	10.88%

経済価値低下額（期待損失額）

（単位：億円）

	三菱FG	三井住友FG	みずほFG	ゆうちょ銀行
2008年3月末	12,314	4,074	6,793	20,847
2009年3月末	13,522	5,884	5,324	18,083
2010年3月末	12,145	5,327	6,814	20,227
2011年3月末	16,181	6,964	7,849	11,860
2012年3月末	12,093	2,402	4,832	9,646

広義の自己資本（Tier1+Tier2）

（単位：億円）

	三菱FG	三井住友FG	みずほFG	ゆうちょ銀行
2008年3月末	122,158	75,380	77,083	79,810
2009年3月末	114,784	67,561	62,236	81,525
2010年3月末	139,917	85,962	76,580	83,753
2011年3月末	130,808	88,610	79,109	86,129
2012年3月末	127,425	90,434	77,750	88,637

⁶ 金利ショック幅は、保有期間1年、観測期間5年で観測される金利変動の1%タイル値と99%タイル値による。

4. 日本の3大金融グループの自己資本比率推移

過去5年間の自己資本比率の推移を表4に示すが、3大金融グループとも、自己資本比率、Tier1比率ともに上昇させている。この間、リスクアセット（信用リスク）を減少させ、自己資本（Tier1）を増加させている。Tier1の増加については、2009年～2010年の間に3行とも大幅な時価発行増資を行っており、普通株を20～40%増やしている。その結果、発行済み株数の大幅な増加により、EPS（1株あたり利益）が経常利益の増加に比べ、上昇が鈍る傾向となっている。

一方、リスクアセットを大幅に減少させている。この5年間で20～30%も減少させている。これは、貸出金が伸びないなか、信用リスクのない国債に対する投資額を大幅に増やした結果である。

表4：メガバンクの自己資本比率推移

三菱FG

(単位:億円)

	自己資本比率	Tier1比率	自己資本	Tier1	Tier2	リスクアセット	うち信用リスク
2008年3月	11.19%	7.60%	122,158	82,937	44,418	1,091,671	1,009,613
2009年3月	11.77%	7.76%	114,784	75,677	39,107	975,225	902,425
2010年3月	14.87%	10.63%	139,917	100,021	39,896	940,934	852,925
2011年3月	14.89%	11.89%	130,808	104,453	26,355	878,495	792,063
2012年3月	14.91%	12.31%	127,425	105,205	22,220	854,627	716,713
5年間の変化	3.72%	4.71%	5,267	22,268	-22,198	-237,044	-292,900

三井住友FG

(単位:億円)

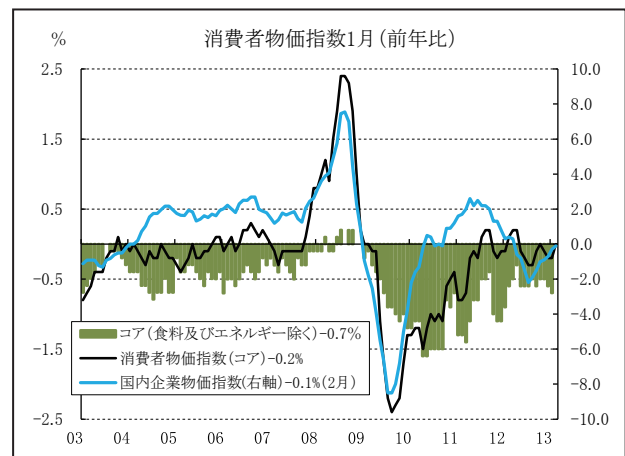
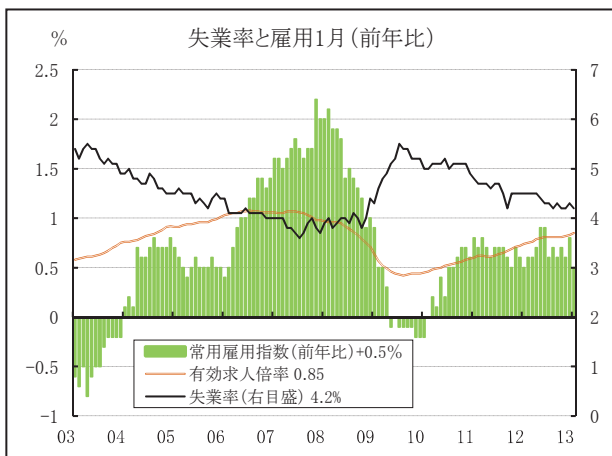
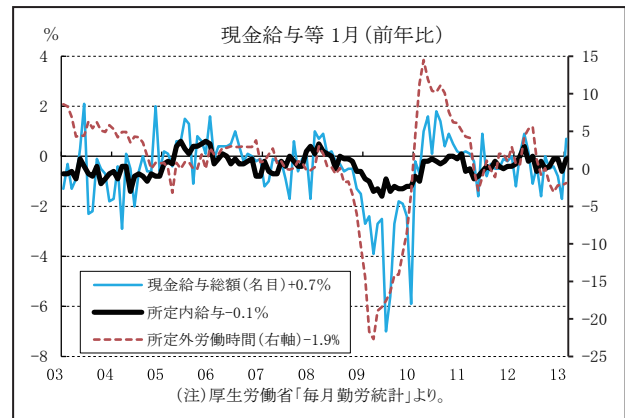
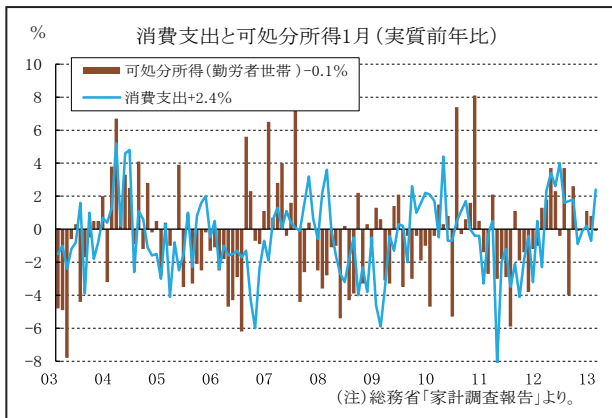
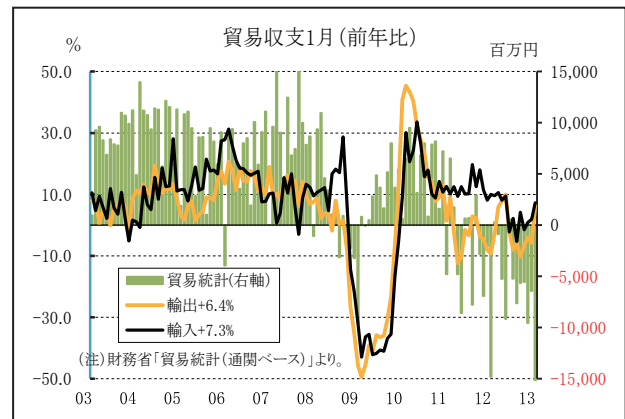
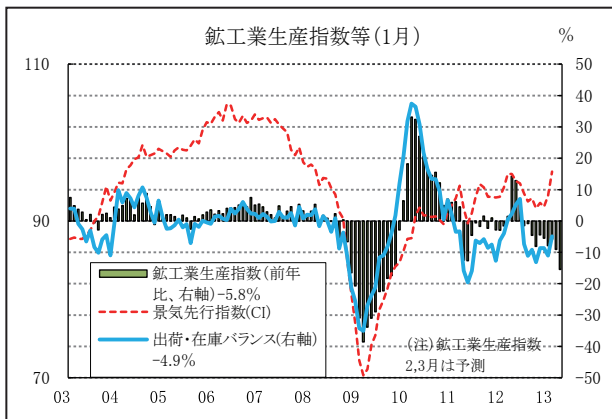
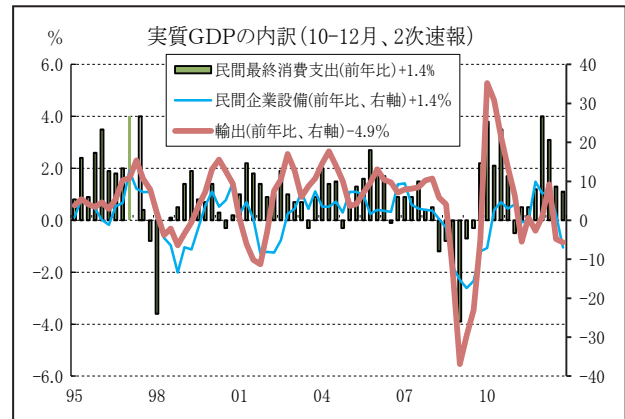
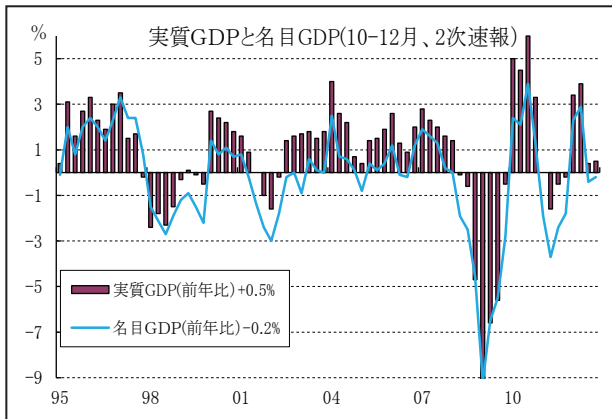
	自己資本比率	Tier1比率	自己資本	Tier1	Tier2	リスクアセット	うち信用リスク
2008年3月	10.56%	6.94%	66,655	43,815	30,219	631,173	593,352
2009年3月	11.47%	8.22%	60,478	43,351	24,210	527,265	493,972
2010年3月	15.02%	11.15%	81,282	60,323	25,639	540,845	505,181
2011年3月	16.63%	12.47%	84,329	63,240	25,370	506,937	464,186
2012年3月	16.93%	12.28%	86,438	62,723	27,711	510,432	459,765
5年間の変化	6.37%	5.34%	19,783	18,908	-2,508	-120,741	-133,587

みずほFG

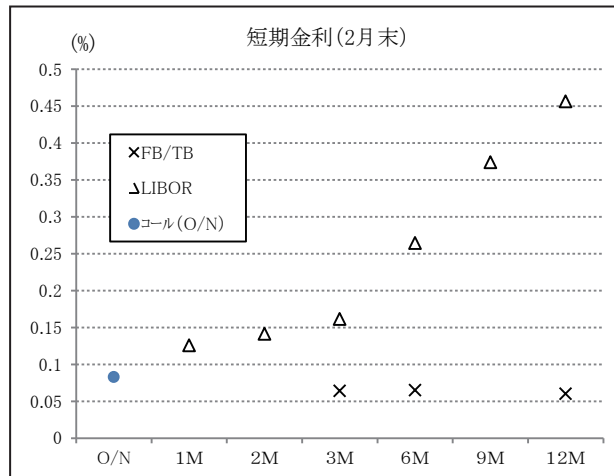
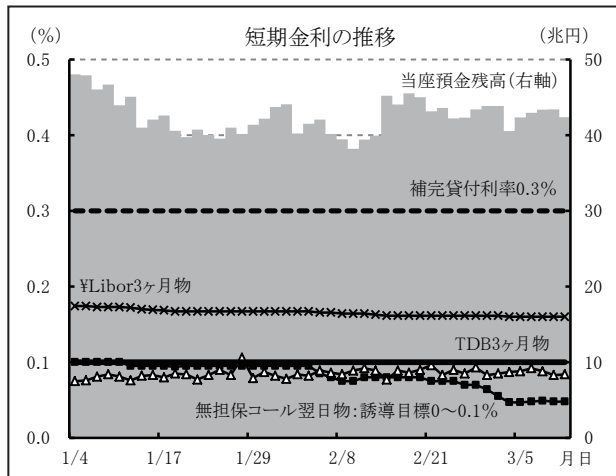
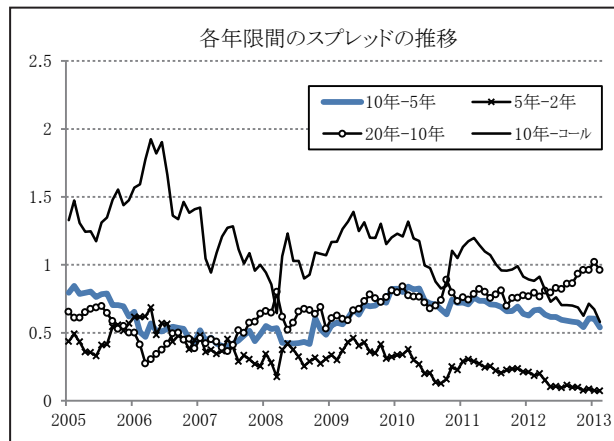
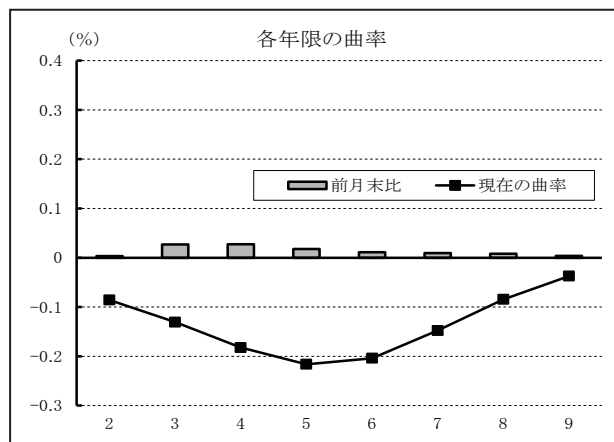
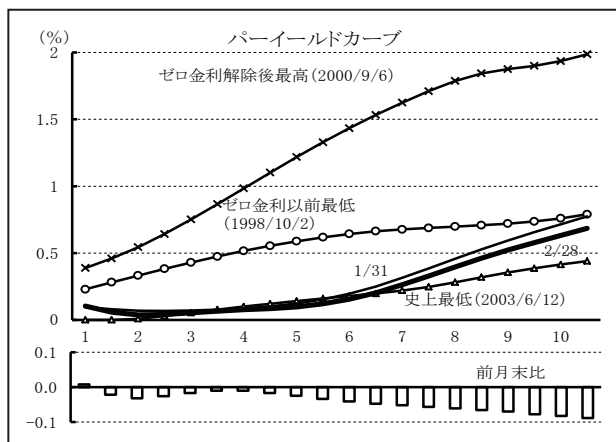
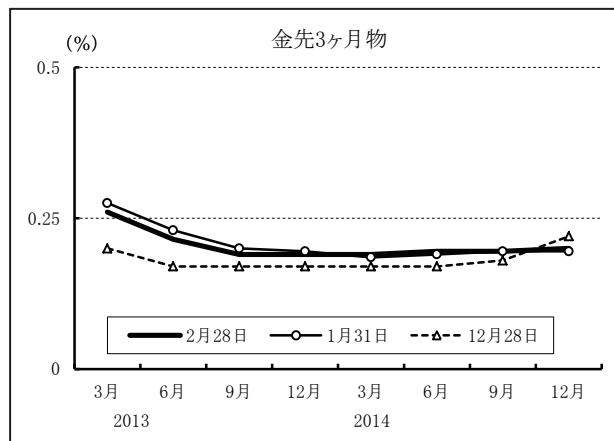
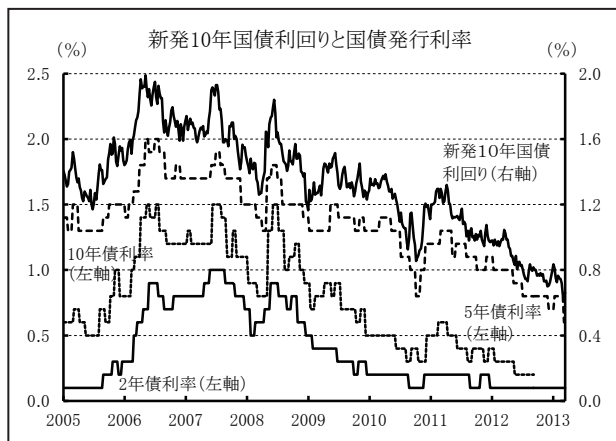
(単位:億円)

	自己資本比率	Tier1比率	自己資本	Tier1	Tier2	リスクアセット	うち信用リスク
2008年3月	11.70%	7.40%	77,083	48,801	32,218	658,728	601,838
2009年3月	10.53%	6.37%	62,236	37,650	28,799	590,562	542,316
2010年3月	13.46%	9.09%	76,580	51,734	27,254	568,632	519,087
2011年3月	15.30%	11.93%	79,109	61,702	21,034	516,938	469,971
2012年3月	15.50%	12.76%	77,750	63,989	17,451	501,449	451,444
5年間の変化	3.80%	5.36%	667	15,188	-14,767	-157,279	-150,394

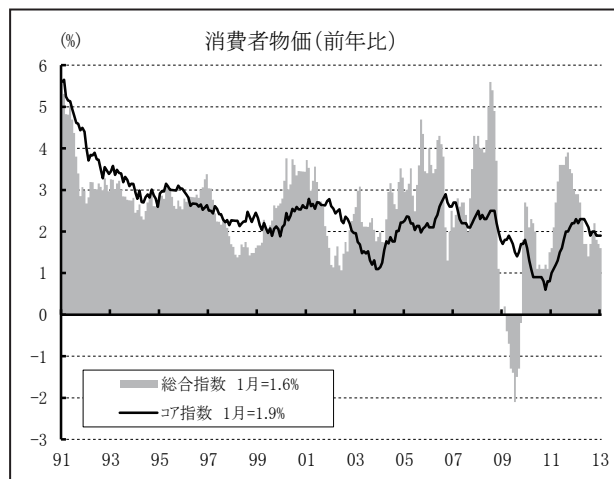
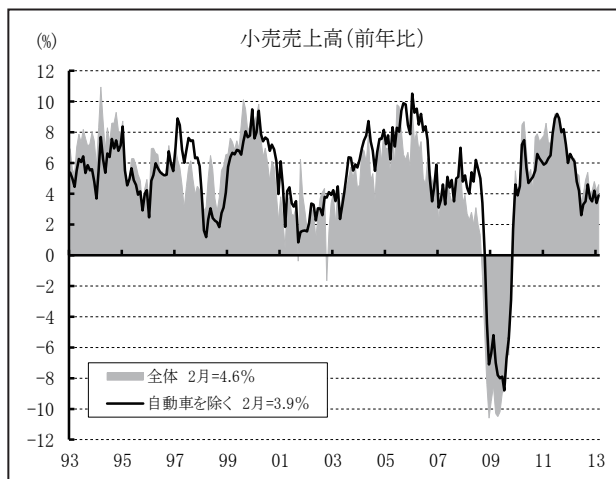
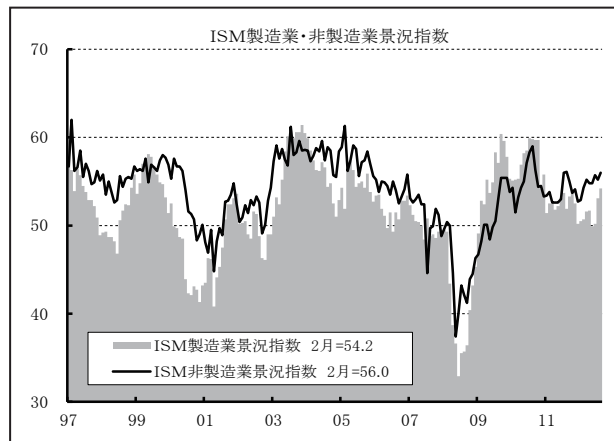
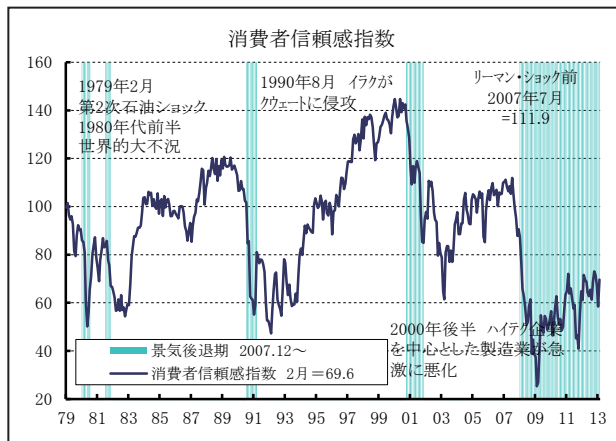
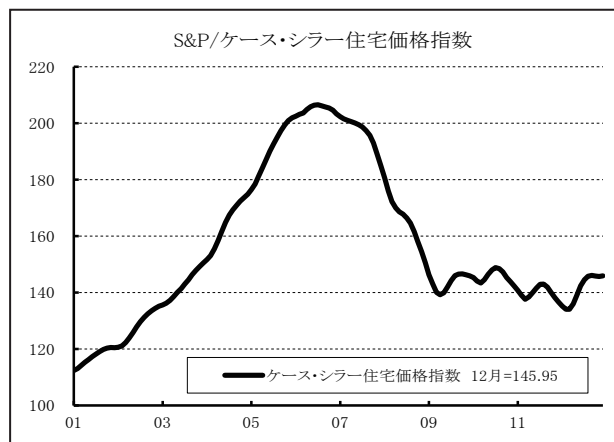
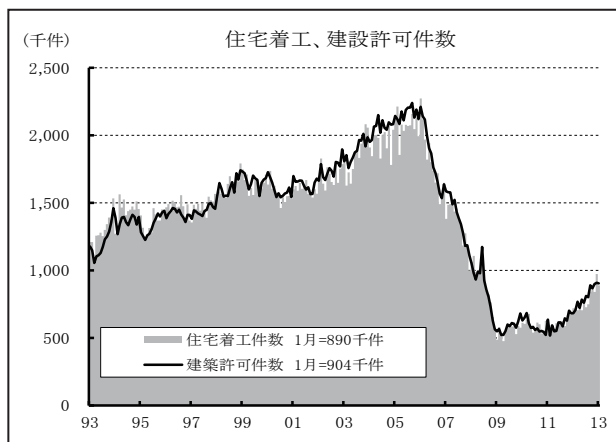
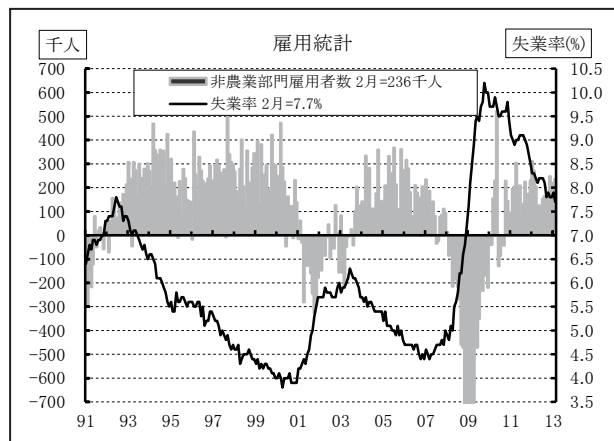
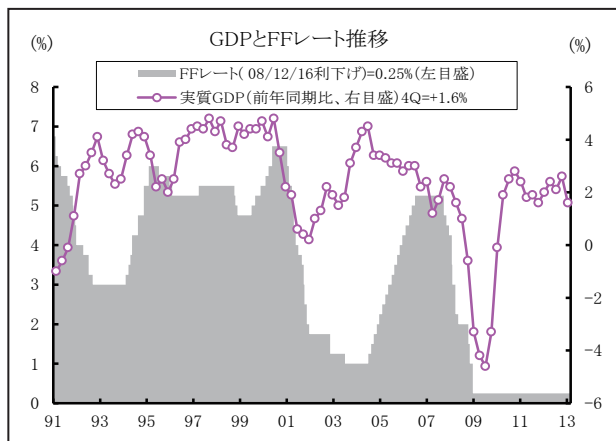
日本 マクロ経済



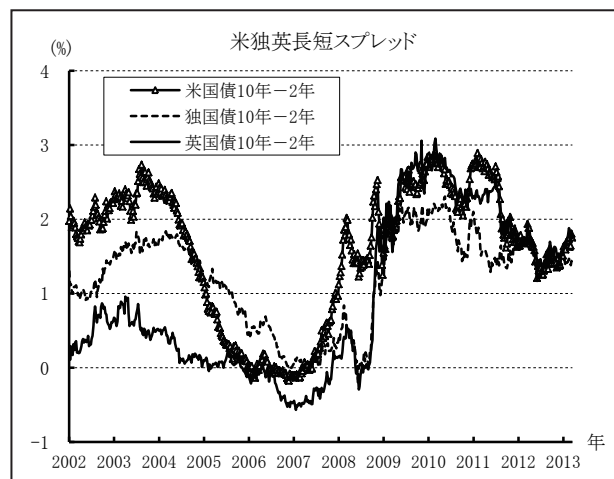
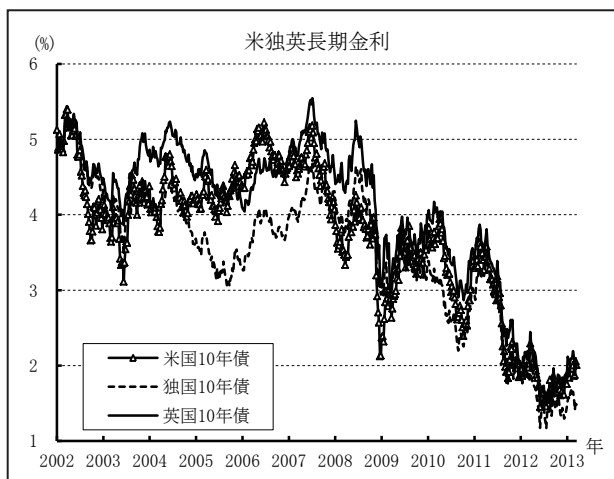
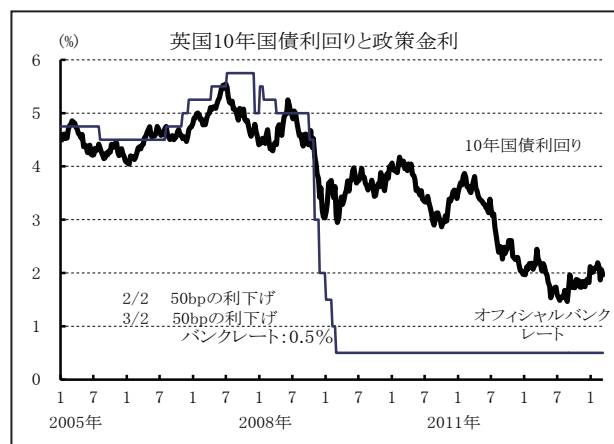
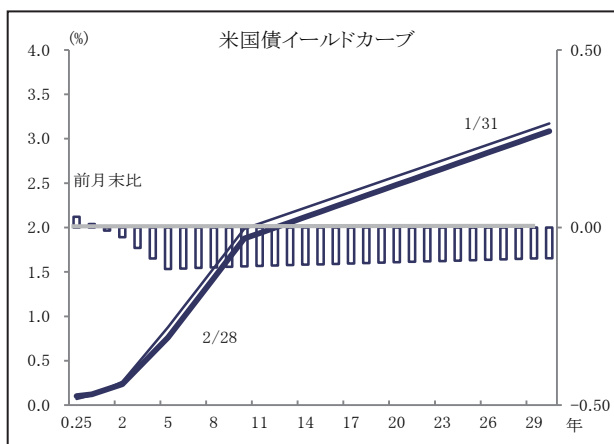
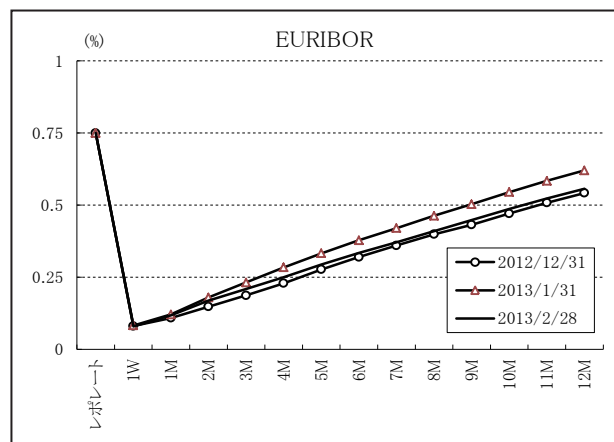
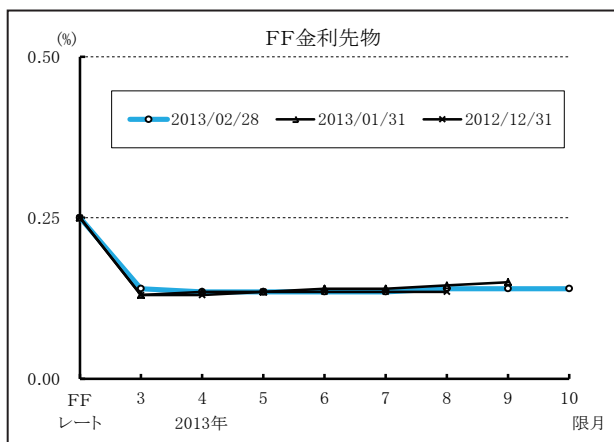
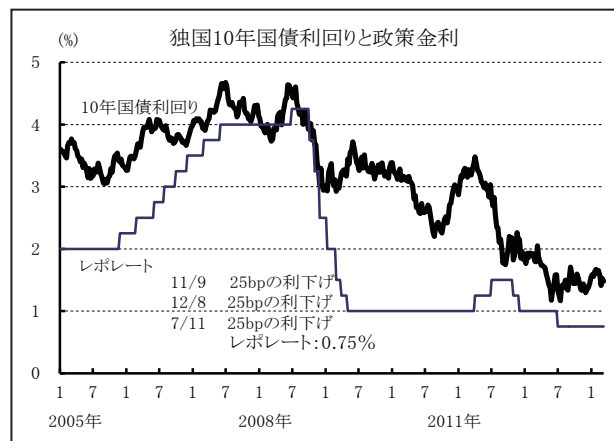
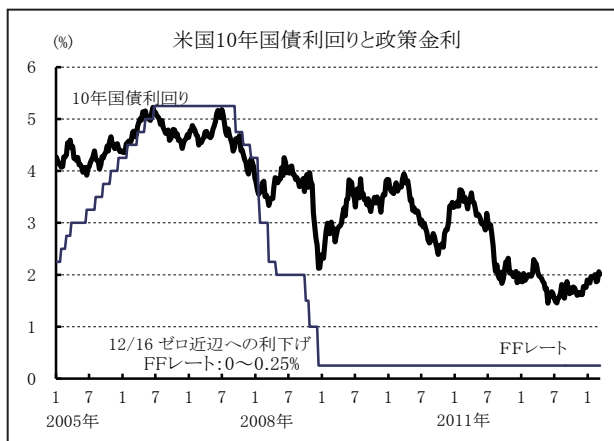
日本 短期・債券市場



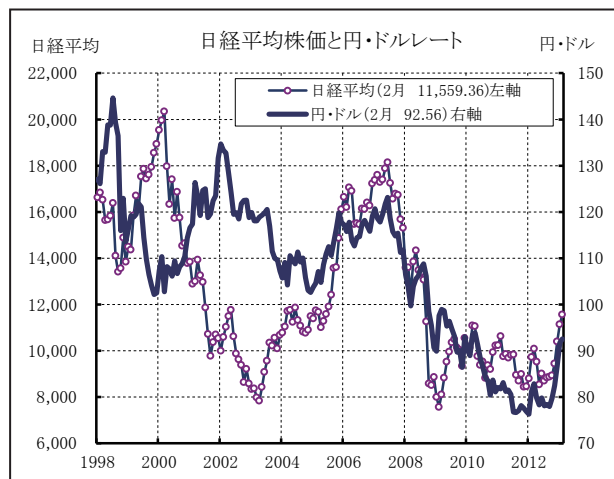
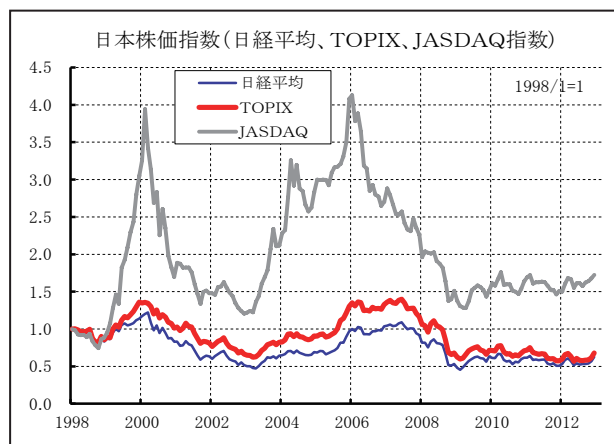
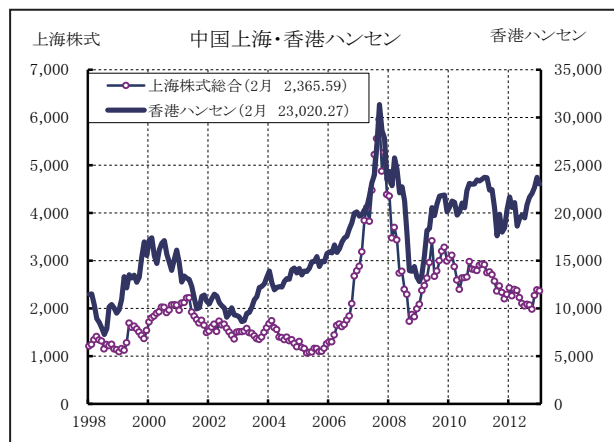
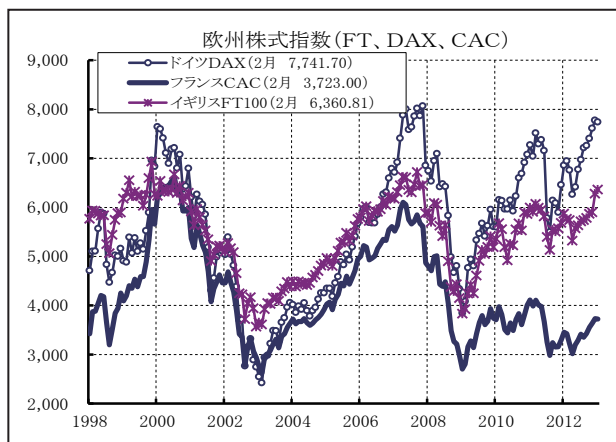
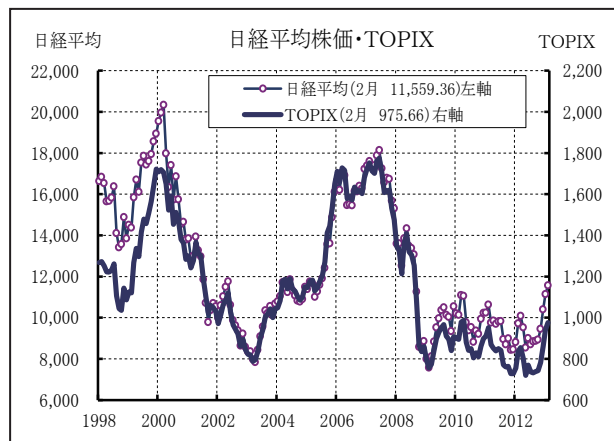
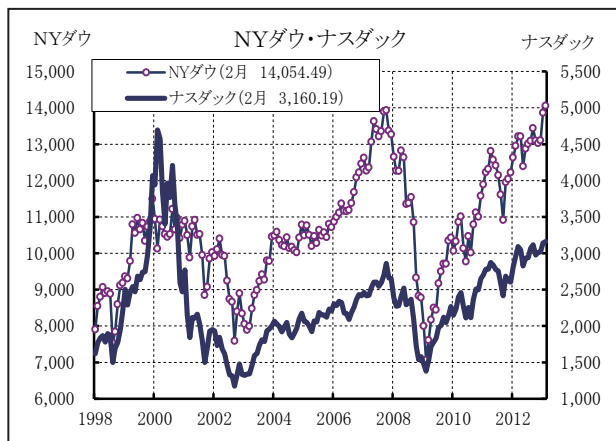
海外 マクロ経済



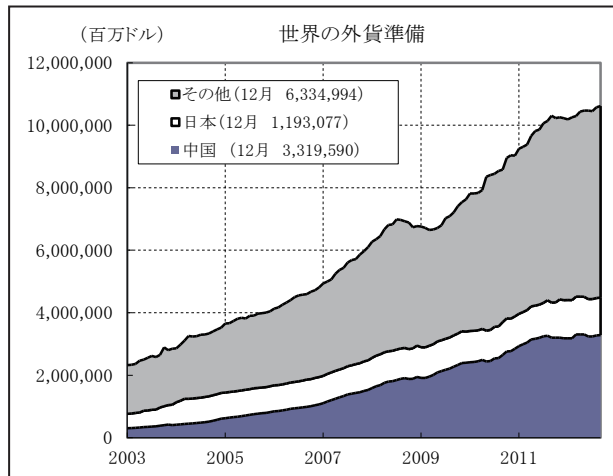
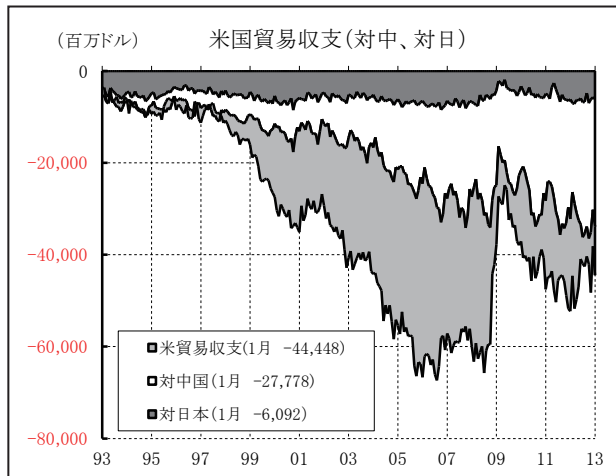
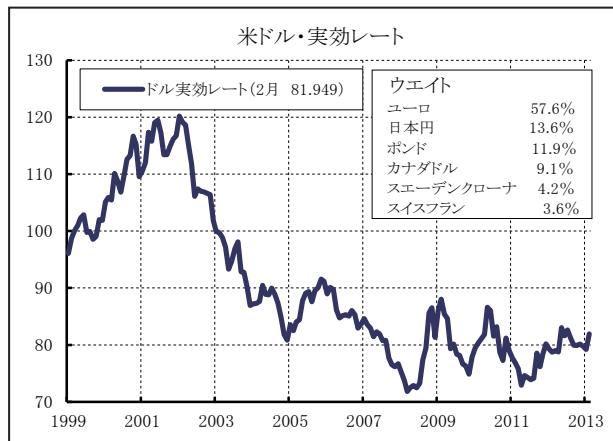
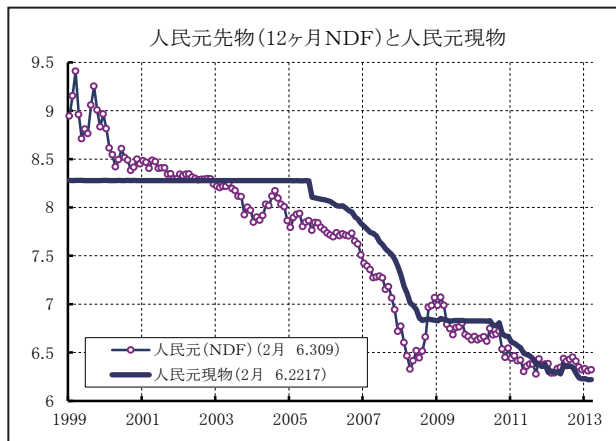
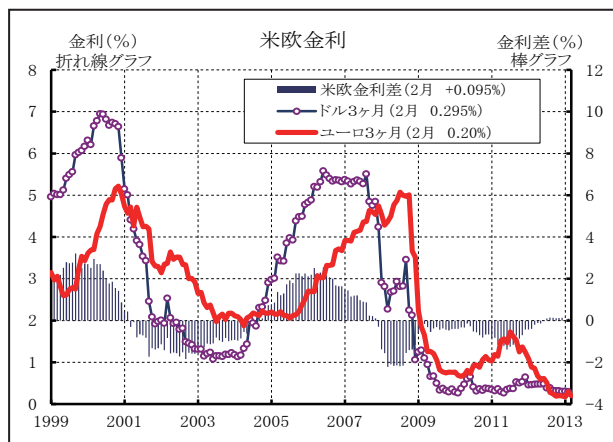
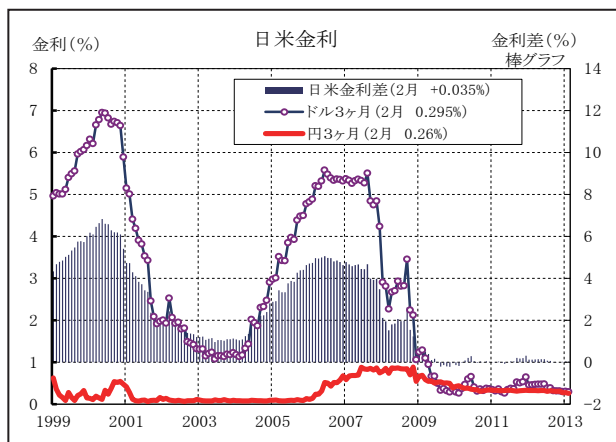
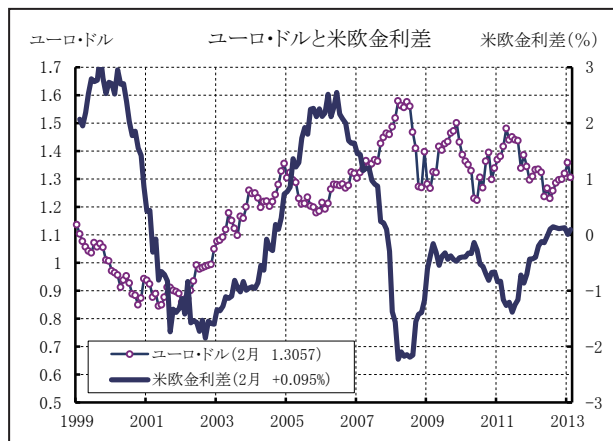
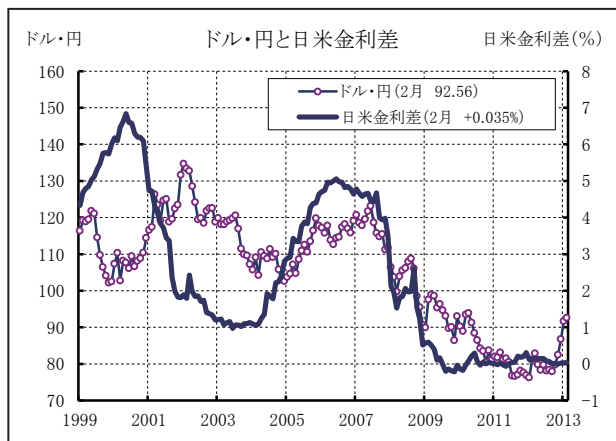
海外 債券市場



株式市場



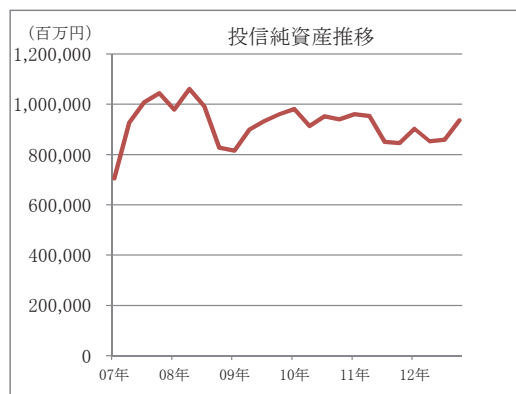
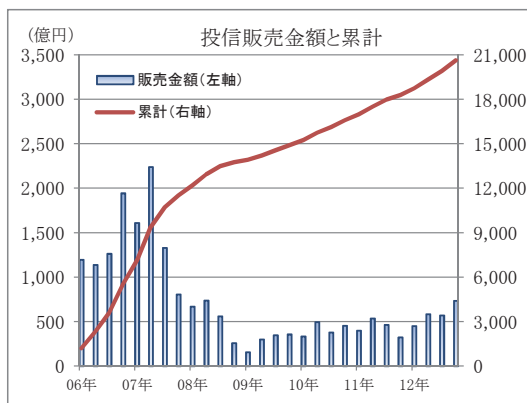
為替市場



投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年4－6月	570,876	223,810	430,029	926,537
2007年7－9月	593,850	133,090	467,792	1,008,275
2007年9－12月	548,536	80,578	489,984	1,043,958
2008年1－3月	514,559	66,921	508,495	978,531
2007年度累計	2,227,821	504,399	-	-
2008年4－6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7－9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9－12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1－3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4－6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7－9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10－12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1－3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4－6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7－9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10－12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1－3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4－6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7－9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10－12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1－3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4－6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7－9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10－12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1－3月	-	-	-	-
2012年度累計	825,000	188,781	-	-
累計	9,947,022	2,063,679	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位: 百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.3.14)	純資産 (2013.3.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.3.14)	純資産 (2013.3.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.3.14)	純資産 (2013.3.14)
野村6資産(安定)⑥	180円	10,261	42,759	ビムコ・グローバル債券⑫	440円	12,140	18	三菱UFJ高金利債券⑫	720円	12,077	75,011
野村6資産(分配)⑥	180円	8,441	219,241	同(為替ヘッジあり)⑫	440円	10,409	46	日本株式SRI①	なし	5,534	4,293
野村6資産(成長)⑥	180円	8,545	45,065	eMAXIS TOPIX※①	なし	12,262	5,237	エマーゼン・ソブリン※⑫	600円	8,273	51,595
野村資産設計2015②	なし	9,127	2,406	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,732	2,179	同(為替ヘッジあり)※⑫	1260円	11,648	238,301
野村資産設計2020②	なし	8,687	1,122	eMAXIS 国内リート※①	なし	19,121	4,687	新光サザンアジア株式②	1450円	11,099	3,590
野村資産設計2025②	なし	8,511	986	eMAXIS 先進国株式※①	なし	14,146	10,708	新光世界インフラ株式②	320円	12,571	20
野村資産設計2030②	なし	8,391	778	eMAXIS 先進国債券※①	なし	11,159	3,004	グローイング台湾株式②	1400円	12,754	7
野村資産設計2035②	なし	8,082	540	eMAXIS 先進国リート※①	なし	17,147	4,299	ニッセイ日本債券⑫	110円	10,045	126
野村資産設計2040②	なし	7,881	1,949	eMAXIS 新興国株式※①	なし	11,974	18,001	DIAM世界リート⑫	420円	4,611	276,285
野村資産設計2045②	なし	13,552	48	eMAXIS 新興国債券※①	なし	13,197	1,564	DIAM高配当株式⑫	600円	12,865	2,185
野村米国ハイイールド⑫	660円	13,572	2,290	Navioオーストラリア債券⑫	105円	12,019	244	東京海上・円資産⑫	なし	11,084	1,122
同(為替ヘッジあり)⑫	225円	10,529	5,931	Navioカナダ債券⑫	45円	11,442	234	フィデリティ日本配当④	120円	7,650	20,479
大和インデックス225①	110円	9,167	32,755	Navioトルコ債券⑫	450円	12,704	393	GS日本株式※②	10円	6,591	12,414
ダイワ成長国セレクト⑫	960円	9,134	84,851	Navio南アフリカ債券⑫	405円	10,783	327	マニュライフカナダ株式※④	1200円	11,875	2,331
日興五大陸債券⑫	240円	8,312	149,389	Navioブラジル債券⑫	270円	9,123	19	ステート・ゴールド①	なし	9,138	17
日興五大陸株式④	240円	8,020	25,296	Navioインド債券⑫	450円	11,466	1,044	計			1,422,852
フォーシーズンズ※⑫	360円	9,445	67,665	Navioマネーボール②	なし	10,006	1				

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

純資産ランキング

(単位: 百万円)

	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート⑫	276,285	19.4%
2	ES(為替ヘッジあり)※⑫	238,301	16.7%
3	野村6資産(分配)⑥	219,241	15.4%
4	日興五大陸債券⑫	149,389	10.5%
5	ダイワ成長国セレクト⑫	84,851	6.0%
6	三菱UFJ高金利債券⑫	75,011	5.3%
7	フォーシーズンズ※⑫	67,665	4.8%
8	エマーゼン・ソブリン※⑫	51,595	3.6%
9	野村6資産(成長)⑥	45,065	3.2%
10	野村6資産(安定)⑥	42,759	3.0%
計		1,250,162	87.9%

(注) ES: エマーゼン・ソブリン

基準価格ランキング

	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	19,121
2	eMAXIS 先進国リート※①	17,147
3	eMAXIS 先進国株式※①	14,146
4	野村米国ハイイールド⑫	13,572
5	野村資産設計2045②	13,552
6	eMAXIS 新興国債券※①	13,197
7	DIAM高配当株式⑫	12,865
8	グローイング台湾株式②	12,754
9	Navioトルコ債券⑫	12,704
10	新光世界インフラ株式②	12,571

(注) ES: エマーゼン・ソブリン

< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

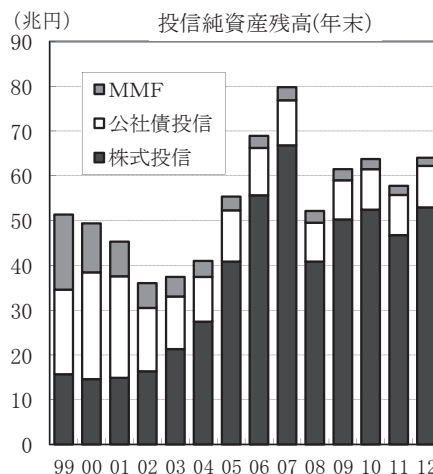
(単位: 億円)

タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,638
2012年10月	11,578	23,134	148,210	123,248	214,338	92,034	477,716	489,294	304	85,287	85,591	18,697	596,226
11月	12,805	23,726	149,447	124,016	219,517	94,859	487,549	500,353	305	85,287	89,754	18,563	608,975
12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,638
2013年1月	11,542	27,709	159,622	132,372	254,261	112,740	550,631	562,174	299	100,050	100,349	18,633	681,454
2月	12,144	28,903	159,383	131,976	258,846	112,740	559,872	572,016	291	103,920	104,211	18,550	695,068

< 契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況 >

(単位: 億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2012年10月	362,672	60.8%	229,940	38.6%	3,615	0.6%	596,227	100%
11月	371,774	61.0%	233,417	38.3%	3,785	0.6%	608,975	100%
12月	392,688	60.6%	243,872	38.8%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年1月	420,302	60.8%	256,721	38.6%	4,432	0.6%	681,455	100%
2月	431,567	62.1%	258,914	37.3%	4,586	0.7%	695,068	100%



< 3ヶ月リターンランキング(QUICK投信平均) >

2013/2/28現在

(リターンの単位: %)

分類名	現在値	1カ月 リターン	3カ月 リターン	6カ月 リターン	1年 リターン	2年 リターン
◆ 総合	10,662	1.38	16.33	23.96	17.89	19.80
◎ TOPIX	975.66	3.77	24.85	33.35	16.71	2.56
◎ 日経平均	11,559.36	3.78	22.37	30.76	18.88	8.80
◎ NYダウ(円換算)		2.92	21.55	26.36	24.42	30.15
◎ 日経ジャスダック平均	1,627.36	3.19	18.97	24.95	23.90	21.65
◎ NASDAQ総合(円換算)		2.09	18.26	21.27	22.13	28.60
◎ ドル/円レート	92.51	1.50	12.65	17.70	14.66	13.22
※ 国内株式型	10,353	3.70	24.42	33.66	19.69	7.88
※ インデックス型	9,118	3.65	23.35	32.76	19.93	10.07
※ 業種別インデックス型	11,323	3.72	21.35	29.52	16.59	7.19
※ 国際株式型	10,003	0.25	18.84	30.45	17.05	11.74
※ ファンド・オブ・ファンズ	9,910	1.06	17.03	24.42	19.99	23.78
※ 転換社債型	16,222	1.02	13.16	19.05	15.83	10.12
※ バランス型	13,493	0.79	10.93	17.14	13.85	21.51
※ 派生商品型	3,990	0.40	8.22	16.91	6.86	▲ 4.25

※・・・投資信託協会の大分類

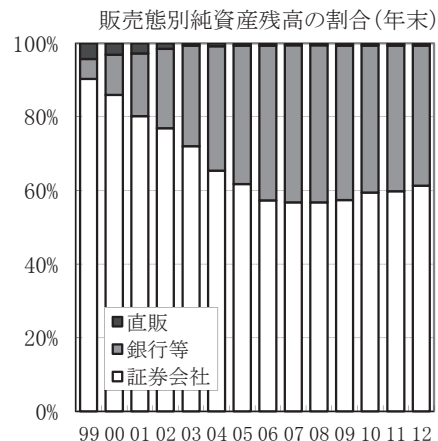
◎・・・総合(全分類対象)

◎・・・マーケットの主要な指標(参考値)

(算出対象期間: 1カ月リターン: 4週間、3カ月リターン: 13週間、

6ヶ月リターン: 26週間、1年リターン: 52週間、2年リターン: 104週間)

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



ゆうちょ銀行諸指標

＜貸借対照表(負債の部)＞

(単位:億円)

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

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち 流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	うち その他の貯金	その他の貯金の 前期末増減額
2011年9月	1,748,784	▲ 13,082	604,986	▲ 11,545	1,140,984	▲ 1,203	▲ 336
12月	1,760,519	15,334	613,697	8,711	1,144,578	3,594	▲ 568
2012年3月	1,756,354	▲ 4,165	601,948	▲ 11,749	1,151,810	7,232	351
6月	1,767,281	10,927	614,522	12,574	1,150,153	▲ 1,657	10
9月	1,757,968	▲ 9,313	600,971	▲ 13,551	1,154,442	4,289	▲ 51
12月	1,769,113	11,145	608,231	7,260	1,158,512	4,070	▲ 184

＜特別貯金残高と前期末増減額＞

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前期末増減額	通常郵便貯金の 前期末増減額	積立郵便貯金の 前期末増減額	定期郵便貯金の 前期末増減額
10月	319,824	▲ 4,046	▲ 722	▲ 1	0
11月	316,211	▲ 3,612	▲ 564	▲ 1	0
12月	311,647	▲ 4,563	▲ 36	0	0
2013年1月	307,776	▲ 3,871	▲ 688	▲ 1	0
2月	303,911	▲ 3,865	▲ 748	▲ 1	0

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

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

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

(注)5 未払利息は含まれない。

＜各種金利＞

(単位:%)

年月	財政融資資金 預託金利	貸付金利	定額貯金
2012年8月	0.7	0.8	0.04
9月	0.8	0.8	0.04
10月	0.8	0.8	0.04
11月	0.8	0.8	0.04
12月	0.7	0.8	0.04
2013年1月	0.8	0.9	0.04
2月	0.8	0.8	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年末満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

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

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。

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

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

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

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

＜有価証券の評価(その他有価証券＋満期保有目的の債券)＞

(単位:百万円)

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

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

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

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1			5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1			8,396	▲ 46
2009年9月	8,452	113	713	20	1,942	12	141	0	11,250	146
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0	12,866	197
2010年9月	9,745	400	947	58	605	1	128	3	11,427	463
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1	12,383	221
2011年9月	11,302	370	946	47	320	0	110	2	12,680	420
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	12,908	420
2012年9月	11,676	480	945	54	108	0	90	2	12,821	538

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年 月	アウトライ ヤー比率			VaR					VaR 期 間
		損失額	広義の自己資 本(Tier1+Tier2)	年度末値	最大値	最小値	平均値		
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月	
2008年9月	26.73%	21,526	80,505						
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月	
2009年9月	22.85%	18,991	83,107						
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月	
2010年9月	16.19%	13,835	85,411						
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月～2011年3月	
2011年9月	9.60%	8,458	88,026						
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月～2012年3月	
2012年9月	9.43%	8,534	90,475						

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

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

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポ ジャー額	貸出金・預け 金等	機構への担 保の提供	有価証券	デリバティ ブ	その他	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額					
							信用リスク・ア セット額	0%	10%	20%	50%	100%以 上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2008年9月	3,109,944	470,622	904,195	1,730,502	35	4,590	54,577	2,905,825	74,000	99,241	7,423	23,456
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2009年9月	2,751,751	287,138	686,138	1,775,333	345	2,798	54,432	2,597,155	52,085	60,886	9,959	31,667
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2010年9月	2,555,584	260,059	539,788	1,751,420	1,141	3,175	82,079	2,359,585	53,109	81,592	20,076	41,222
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2011年9月	2,455,876	354,323	389,174	1,706,527	2,441	3,411	81,560	2,240,307	52,572	89,458	30,253	43,285
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832

(注) 1: 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注) 2: デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額(D)	基本的項目(A)				補完的項目 一般貸倒	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%で除した額	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本準備金	利益準備金	社外流出額							
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%	85.90%
2008年9月	8,050,505	3,500,000	4,296,285	333,930	▲ 80,043	331	8,868,512	4,916,947	540,728	3,410,837	90.77%	90.77%
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2009年9月	8,310,728	3,500,000	4,296,285	513,967	-	474	8,795,817	5,397,864	45,288	3,352,664	94.48%	94.47%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2010年9月	8,541,199	3,500,000	4,296,285	744,421	-	491	10,646,673	7,248,772	90,685	3,307,215	80.22%	80.21%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2011年9月	8,802,632	3,500,000	4,296,285	1,005,850	-	495	11,484,032	7,915,374	275,463	3,293,194	76.65%	76.64%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2012年9月	9,042,522	3,500,000	4,296,285	1,250,769	-	466	12,657,564	9,071,301	351,525	3,234,736	71.47%	71.47%

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

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(5275)1805

注:この資料は特定の売買を推奨するものではありません。

この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品