

ゆうちょ資産研レポート

2014年3月号

ファンダメンタル・アナリシス 1	
経常収支の見方と行方	
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	
マーケット・アウトLOOK (1) 7	
株式のロジックと債券のロジック	
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	
マーケット・アウトLOOK (2) 13	
米国を中心に世界経済は回復持続、金融相場から業績相場への過渡期に	
みずほ証券株式会社 投資情報部長 倉持 靖彦	
資産研コーナー 19	
バーゼルⅢの進捗状況	
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

経常収支の見方と行方

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

◆経常収支の見方・意味

日本経済はこのところ月次ベースでは経常赤字が続いているが、経常赤字自体が「悪い」という訳ではない。まずは、経常収支の見方・意味について考えてみる。

<経常収支には2つの見方>

経常収支には主に2つの見方がある。

【式A】 経常収支 = 貿易収支 + サービス収支 + 所得収支

【式B】 経常収支 = 民間純貯蓄 + 財政収支

両式とも、同じGDPの恒等式を展開して導くことができる(※)。すなわち、両式とも一国のマクロ経済状態を異なる側面から捉えたものといえる。式Aについては、一国の海外との財・サービスのやり取りを捉えたものである。所得収支は資金供給サービスや労働供給サービスのやり取りを捉えたものと考えられる。式Bについては、一国の資金過不足を捉えたものである。例えば、国内部門(=民間+政府)で資金不足が発生すれば、海外部門からファイナンスすることになる。

両式を合わせて考えれば、例えば経常赤字の状態とは、財・サービスの海外への対価支払が多く、資金不足が発生しており、海外からの資金流入に頼っている(いわゆる資本黒字)の状態といえる。また、参考式②の左辺をみれば、経常収支は所得(GNI:国民総所得)と内需(消費+投資、もしくは民需+公需)の差で表される。経常赤字は貯蓄よりも投資が多い、あるいは所得よりも内需が多いことを意味する。

(※) 参考 経常収支の2つの式の導き方

- ① $GDP = \text{民間消費} + \text{民間投資} + \text{政府支出} + \text{輸出} - \text{輸入}$
- ② $GDP + \text{海外からの利子・配当純受取} - (\text{民間消費} + \text{民間投資} + \text{政府支出}) = \text{輸出} - \text{輸入} + \text{海外からの利子・配当純受取} \Rightarrow \text{【式A】}$
- ③ $GNI - \text{政府税金} - \text{民間消費} - \text{民間投資} + \text{政府税金} - \text{政府支出} = \text{経常収支}$
- ④ $(\text{民間貯蓄} - \text{民間投資}) + \text{財政収支} = \text{経常収支} \Rightarrow \text{【式B】}$

<経常赤字の意味>

繰り返しになるが、経常赤字自体が「悪い」という訳ではなく、あくまでも一国の経済状態を示すに過ぎない。改めて整理してみると、国内経済に着目すれば、経常赤字は貯蓄よりも投資が多い、あるいは所得(GNI)よりも内需が多いことを意味する。資金需給に着目すれば、経常赤字はネットで国内の資金不足(海外から資金調達)を意味する。対外純資産に着目すれば、経常赤字は対外純資産が減少していることを意味する。

図表1 経常収支が示す金融・経済の状態

	経常黒字	経常赤字
国内経済	貯蓄 > 投資 (所得 > 消費 + 投資)	貯蓄 < 投資 (所得 < 消費 + 投資)
資金需給	国内資金余剰 (海外に資金供給)	国内資金不足 (海外から資金調達)
対外純資産	増加	減少

出所) SMBC日興証券作成

<経常赤字化の良し悪しはその理由次第>

経常赤字もしくは経常赤字化に良し悪しがあるとすれば、それは理由次第であろう。

所得が減る形で経常赤字化すれば、好ましくないといえよう。例えば、輸出が競争力低下等の理由で落ち込めば、モノで「稼ぐ力」が衰えて所得が減ることを意味する。あるいは、輸入がエネルギー効率の悪化等の理由で増えれば、所得が海外に流出することを意味する。

一方、内需が増える形で経常赤字化するとしても、その評価は内訳次第となる。民需が自律的に増える形で経常赤字化するのであれば、一般的には好ましいといえよう。一方、公需が増える形で経常赤字化するのであれば、「双子の赤字」(経常赤字と財政赤字の併存)に陥っていることを示す。財政赤字を海外資金でファイナンスする構造が続けば金利上昇要因となり、財政赤字を深刻化させ得るので、好ましいものではないだろう。

現在の日本で言えば、原発停止に伴う燃料輸入の増加分は、新たな付加価値を生み出さずに所得が産油国・産ガス国に流出してしまっており、好ましくない。一方で、内需については、民需と公需の両方が増加しており、良し悪しが混在している。ただ、資金需給でみれば民間部門が貯蓄超過、公的部門が投資超過(財政赤字)のため、現状では一時的に「双子の赤字」に陥っているとみられる。全体として、どちらかといえば好ましくない経常赤字化であろう。

図表2 経常赤字化の良し悪しはその理由次第

経常赤字化の要因		具体例	判定	理由
所得(GNI)減少	輸出減少	輸出競争力の低下	好ましくない	モノで稼ぐ力の衰え
	輸入増加	エネルギー効率低下(原発停止)	好ましくない	産油国・産ガス国への所得流出
内需(消費+投資)増加	民需増加	生産的投資の活発化	好ましい	自律的な内需主導型経済の実現
	公需増加	公共投資への依存	好ましくない	「双子の赤字」への転落、そもそも自律的ではない

出所) SMBC日興証券作成

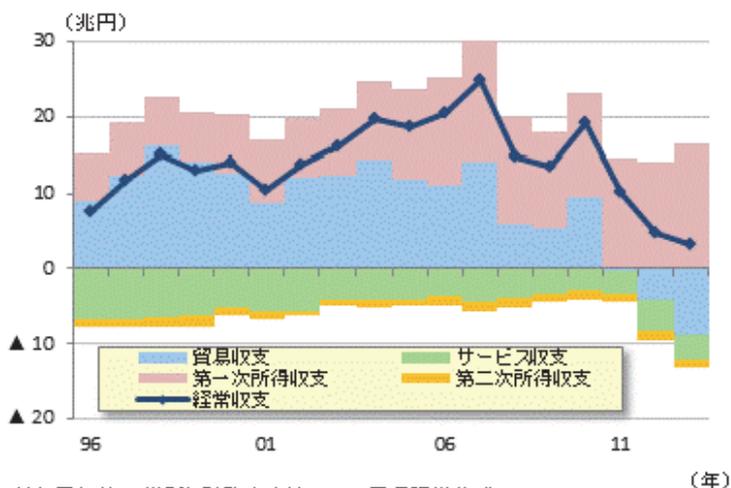
◆貿易赤字の循環要因と構造要因

<貿易赤字が急拡大>

2013年の経常収支は3.3兆円(12年4.7兆円)と、現行統計で遡及可能な1996年以降で最小の黒字幅となった。黒字幅は、10年(19.1兆円)をピークに、3年連続で縮小している。第一次所得収支の黒字は緩やかな増加傾向にあるが、それ以上に貿易赤字の拡大ペースが速い。

貿易収支は、循環要因(景気要因)による変動と、それ以外の構造要因による変動に分けて考えられる。2011年3月の東日本大震災以降、貿易赤字の急速な拡大傾向が続いているが、循環要因と構造要因の両者が複雑に相俟って生じているとみられる。それゆえ、どちらの影響が大きいとみるかで、貿易収支の先行きへの見方も変わってくる。

図表3 経常収支の推移



注) 暦年値。出所) 財務省よりSMBC日興証券作成

循環要因が大きいとみれば先行き黒字転換、構造要因が大きいとみれば先行き赤字定着、との見方に繋がろう。

<循環面では先行き貿易赤字が縮小しやすい>

循環面から考えれば、震災以降の内需主導型の景気回復は、赤字化への圧力をもたらしやすかった。内需好調は、単純に輸入増をもたらしやすい。特に13年度については、アベノミクス第一の矢（消費刺激）、第二の矢（公共投資）、消費増税前の駆け込み需要といった政策要因が重なって内需が強含み、非燃料輸入が伸びた。また、供給能力の制約を考えれば、内需好調は輸出余力の減退にも繋がっていた可能性もあろう。一転して、14年度については、政策要因の剥落により内需が減速（ないしは減少）しやすく、貿易赤字も縮小に向かうであろう。

<震災後の劇的な構造変化>

ただ、貿易収支が黒字転換するかは、構造面での赤字化圧力を、循環面での黒字化圧力が上回るか次第であろう。震災後に起きた劇的な構造変化としては、全原発停止による燃料輸入増が挙げられる。

マクロから試算すると、その規模は4兆円程度であろう。簡易延長産業連関表（2010年）によると、電力業による化石燃料（石炭・原油・LNG）の輸入金額は年間約3.4兆円であった。震災前と比べ、火力による発電量は原発停止分を賄うため3割程度増えており、一方で電力業の燃料輸入単価は燃料加重平均で6割程度上昇している。単純計算すれば、電力業による燃料輸入金額は3.4兆円×1.3倍×1.6倍＝7.1兆円程度となる。すなわち、全原発停止により3.7兆円程度（＝7.1兆円－3.4兆円）、化石燃料の輸入が追加的に発生することになる。実際には単価上昇がより急なLNG火力の依存度が高まっており、追加的な輸入は4兆円規模とみられる。

先行きは一部原発の再稼働が見込まれるものの、震災前の稼働状態に戻る訳ではないだろう。仮に10基再稼働しても、定検停止期間等も考慮すれば、輸入は年率1兆円弱減るに過ぎない。原発停止による赤字化圧力は、構造的に残存することになる。

<震災前からの緩やかな構造変化>

震災後に起きた劇的な構造変化としては、原発停止による燃料輸入増が挙げられるが、実は震災前から、①交易条件の悪化、②Jカーブ効果の低減、③輸出シェアの低下、といった緩やかな構造変化が起きていると考えられる。①は価格面、②③は数量面で貿易収支の赤字化圧力となる。

①交易条件の悪化

輸出入物価指数の推移をみると、1990年代頃までは、両者はある程度連動していた。輸入コストが上がれば、ある程度輸出価格に転嫁できたと見えよう。ところが、2000年代以降は、両者が連動しなくなっている。新興国の台頭によ

図表4 2000年代以降、交易条件は悪化傾向



り要素価格均等化圧力が働き、輸入コスト上昇を転嫁しづらくなったとみられる。価格面から、貿易収支が赤字に陥りやすくなっている。

② Jカーブ効果の低減

このところ、円安進行の割には輸出数量の回復が遅れており、Jカーブ効果の低減が取り沙汰されている。厳密にはマーシャル＝ラーナー条件を満たすか等を検証せねばならず、現時点で結論を下すのは尚早であるが、仮説としては円安が輸出増に繋がりにくい構造に変化している可能性がある。

円安が生じると、輸出企業にとって円ベースでの手取りが増える。その一部を原資として、「円安還元」で現地価格を引き下げれば、日本製品の価格競争力が増し、輸出増に繋がりがやすい。では、過去の円安局面で「円安還元」の動きは起こっているであろうか。これは、日銀の輸出物価指数で確認ができる。輸出物価指数には2種類あり、円ベースの指数は輸出企業の手取り、契約通貨ベースの指数は現地価格に相当する。リーマンショック前の3回の円安局面をみると、1995～98年と2000～02年の局面では、契約通貨ベースの指数が低下基調を辿っており、「円安還元」の動きが見られた。だが、04～07年の局面では、指数がほぼ横ばい圏となっており、輸出全体としては「円安還元」が起きていなかった。

「円安還元」が起きなかったのは、輸出品の高付加価値化で値下げ競争を行う必要がなくなったという理由が考えられる。中国を始めとしたアジア新興国が「世界の工場」として台頭する中、日本は簡易な工程（最終製品組み立て等）を「世界の工場」に移管し、その「世界の工場」向けに高付加価値の中間財・資本財を供給する役割を担うようになった。足元もその構造が続いているということであれば、2000年代半ばのように、「円安還元」がなかなか起きず、輸出数量増に繋がらない、という事態は考え得る。



③ 輸出シェアの低下

主要国の輸出がリーマンショック以前の水準を超えて拡大する中、日本の輸出は依然としてその水準に至っていない。日本の輸出シェアをみても低下傾向が続いている。特に11年は大震災があり、供給制約で一度失ったシェアを取り戻せていない可能性がある。

むしろ、輸出シェアが低下しても、世界経済がそれ以上のペースで拡大していけば日本の輸出は

増加が期待できるが、日本の輸出の所得弾性値は落ちることになる。世界経済が回復する割には、日本の輸出回復ペースが遅くなってしまう。

＜足元の輸出はかなり弱い＞

特に、②③の数量面での構造変化が気掛かりだ。このところの輸出は、内需好調の陰に隠れているが、実はかなり弱い。13年の輸出は、数量の概念に近い実質ベースで見ると前年比▲0.5%と、リーマンショック直後の09年以来4年ぶりに減少しており、やや深刻な数字だ。世界経済回復・円安で輸出数量が増加するという常識が通じなくなっており、構造変化が起きているとみられる。

◆当面の経常収支はアベノミクスの成否次第

＜メインシナリオは当面黒字維持＞

以上のように、震災以降の貿易赤字拡大は、循環要因と構造要因が相俟って生じているとみられる。このうち、循環面から考えれば、先行き貿易赤字は縮小しやすい。それに伴って、経常収支も黒字基調に戻ると見込まれる。一方で、構造面から考えれば、貿易赤字は定着の可能性が高い。経常収支の黒字幅も、拡大したとしても10兆円前後にとどまりそうだ。

いずれにせよ、メインシナリオとしては、経常収支は当面黒字を維持するとみているが、これはアベノミクスが「やや失敗」することを前提にしている。実際には、アベノミクスの成否次第で経常収支見通しも変わってくる。パターンとしては3つ考えられる。

図表6 アベノミクスと経常収支の関係

アベノミクス	経常収支	経済の状態
①やや失敗	黒字	・「第三の矢」が機能せず、民間投資が弱いまま ・内需が出ず、良くも悪くも外需依存
②成功	赤字	・「第三の矢」が機能し、民間投資が強くなる ・内需主導型経済へ
③大失敗	赤字	・「第一の矢」と「第二の矢」の強化が財政ファイナンスを誘発（財政規律が緩む） ・「双子の赤字」で金利上昇、更なる財政赤字拡大

出所) SMBC日興証券作成

＜貯蓄・投資バランスから考える＞

1996年を底、2007年を天井として、日本の経常黒字は拡大傾向を辿った。輸出の増加が主因だが、貯蓄・投資バランスの観点でとらえると、民間純投資が弱かったことも一因だ。この間、民間純投資がほぼゼロ近傍で推移しており、投資水準が固定資本減耗分（設備や建物の価値が目減りする分）にとどまっていたことを示す。リーマンショック後の09年から12年にかけては、民間純投資がマイナスに陥った。弱い民需を補うため、あるいは震災復興のために財政支出が嵩み、財政赤字が膨らんだ。それでも、所得ほどに内需が出ない状態が続き、経常黒字が保たれてきた。

足元では、月次ベースで経常赤字に陥っているが、原発停止で所得が海外に流出していることに加え、「第二の矢」で公的投資、消費増税前の駆け込みで消費や住宅投資が出ていることが背景であろう。一時的な政策要因であり、14年度に入れば内需は弱含む見込みだ。メインシナリオとしては、①アベノミクスが「やや失敗」し、「第三の矢」があまり機能しないケースだ。内需があまり出ないため、

経常黒字基調に戻るとみている。

サブシナリオとしては、②アベノミクスが「成功」し、「第三の矢」が機能して民間投資が強くなり、14年度以降も内需好調が維持されるケースだ。民間による生産的投資が内需主導型の経済を実現し、経常赤字が定着する可能性があるだろう。

リスクシナリオとしては、③アベノミクスが「大失敗」し、「第一の矢」の強化で財政規律が緩むケースだ。現在、「第一の矢」で国債を大量に買入れ、「第二の矢」で財政支出を拡大しているが、建前上両者はリンクしていない。国債の大量買入は、マネタリーベース拡大(流動性供給)のための手段であり、財政ファイナンスの位置づけではないが、今後更なる国債買入が財政規律を緩ませるようであれば問題であろう。「双子の赤字」が定着すれば、財政赤字を海外資金でファイナンスする構図となり、金利上昇要因となり得る。利払費増で、更なる財政赤字拡大が懸念されよう。「2年で2%」という無理のある物価目標を目指して「第一の矢」が強化されるのであれば、財政健全化の推進が益々重要となる。

◆中長期的には経常赤字化の見込み

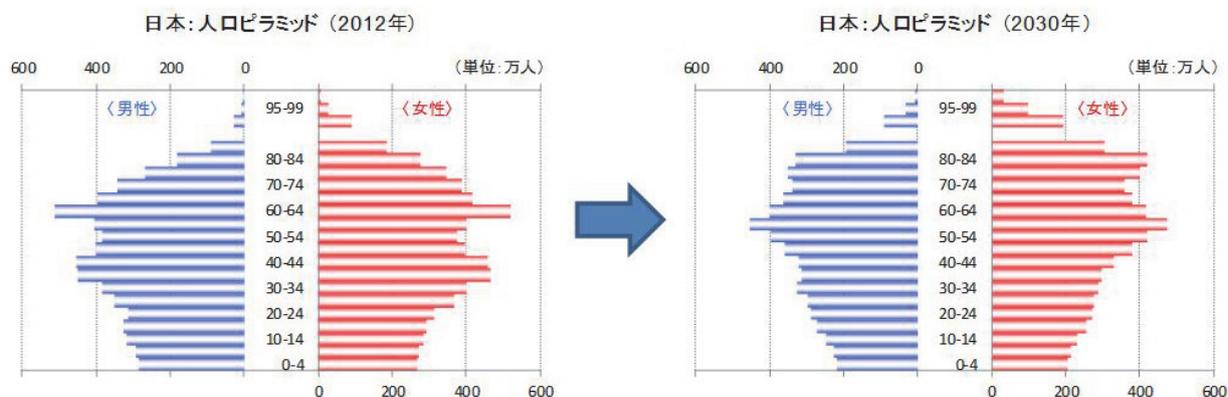
<人口構成の観点>

アベノミクスが「やや失敗」し、数年は経常黒字を保ったとしても、中長期的には経常赤字に向かうであろう。日本の人口動態をみる限り、総人口の減り方よりも、生産年齢人口(15歳～64歳)の減り方のほうが急であるためだ。単純に、総人口=内需、生産年齢人口=供給能力=所得とみなせば、日本経済は中長期的に内需の落ち込みよりも所得の落ち込みの方が急となりやすく、経常赤字化要因となる。

例えば、米国センサス局の推計値をもとにすれば、2012年から2030年に向けて、日本の総人口は▲5%程度減るのに対し、生産年齢人口は▲15%程度減る見込みだ。人口動態を単純に所得(GNI)と内需に当てはめれば、日本経済は2020年頃までには経常赤字化する見込みだ。なお、この観点は貯蓄率低下とはほぼ同様の議論である(貯蓄率低下は家計部門に絞った議論)。

実際には、例えば輸出競争力向上やエネルギー効率化が図られれば、モノで「稼ぐ力」が強まり、経常黒字化要因となる。あるいは、高齢者や女性労働者の活用で労働力化比率が高まれば、同様に経常黒字化要因となる。現に、ここ1年は予想外に労働力人口が増加している。そのため、経常赤字化の時期については幅をもって見る必要がある。

図表7 総人口よりも生産年齢人口の減少が急で、中長期的に経常赤字化要因



注) 5歳階級別人口の推計。

出所) 米国センサス局よりSMBC日興証券作成

マーケット・アウトロクク (1)

株式のロジックと債券のロジック

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

■はじめに

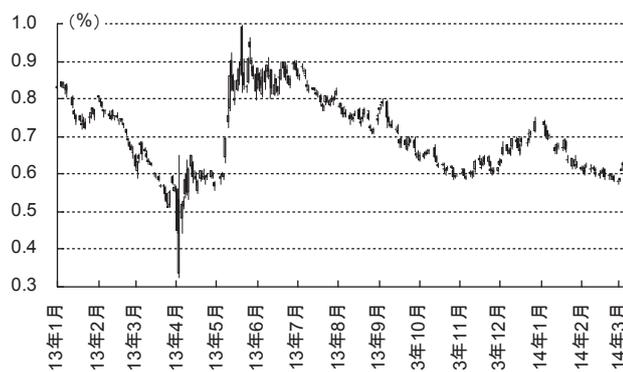
日銀の量的・質的金融緩和、通称「異次元緩和策」が発動されて、1年を経過しようとしている。この間、国内景気は回復し、インフレ率も日銀の想定通り、上昇した。直近1月の生鮮食品を除く国内消費者物価は、前年比1.3%まで上昇している。

しかし、昨年5月半ばに、一時1.0%まで上昇した国内10年債利回りは、その後は重力に従うように、ジリジリとした低下基調を辿っている。特にこの間、FEDによる量的緩和策解除 (Tapering) の観測が高まり (注：FEDは昨年12月に量的緩和策の解除を開始した)、他先進国の長期金利が上昇基調となったことを鑑みると、特筆すべきことだ。

「なぜ、日本の債券投資家は、デフレの時とインフレの今とで、言っていることが同じなのか？」ある海外投資家からの質問だ。

長期金利とは、「成長率+インフレ率+リスクプレミアム」で表される。インフレ率の部分が、デフレからインフレに変わったのであれば、確かに長期金利に対する見方が変わってしかるべきである。これが海外投資家からの素朴な質問の背景だ。ただ、日本の債券投資家のマインドは変わらない。すなわち、「国内金利はそう簡単には上昇しない」というものだ。

図表 国内10年債利回り



(出所) Bloombergより大和証券作成

図表 日米独英10年債利回り



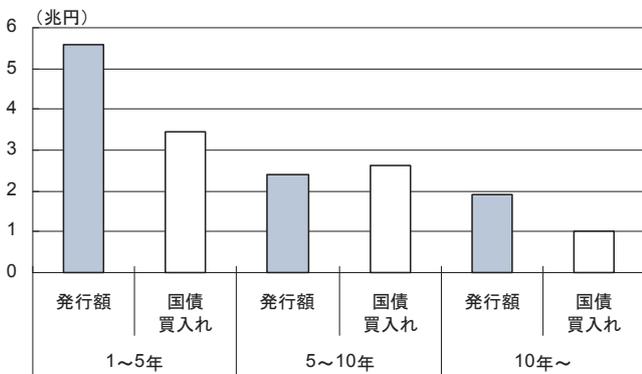
(出所) Bloombergより大和証券作成

■日銀の国債買入れによる「超需給相場」

「国内金利はそう簡単には上昇しない」。端的には、国内債券市場は、日銀の国債買入れによる「超需給相場」の状態にあるためだ。現在、日銀は新発国債の約7割を購入している。特に、5年超10年以

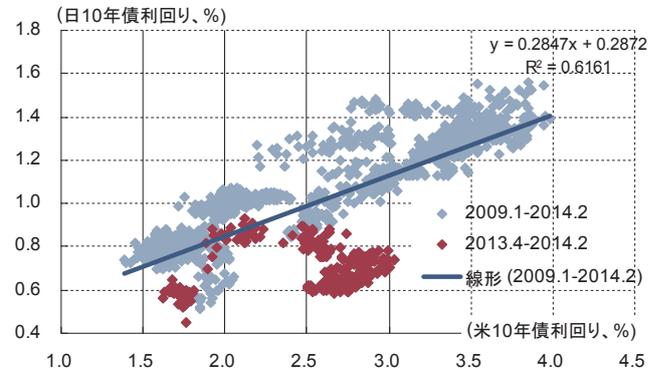
下のゾーンは、債券のイールドカーブにおいてコアとなるゾーンであるが、国債の発行額以上の買入れを行い、日本国債の需給に大きな歪みを生じさせている。元来、日米金利の相関は高い。以下図表右は、横軸に米10年債利回り、縦軸に国内10年債利回りを取り、2009年以降の関係を見たものである。過去の関係からは、米10年債利回りが2.7%程度のときの国内10年債は1.1%程度と言える。しかし、直近の国内10年債は0.6%前後で推移している。図表中の濃いプロットは、昨年4月4日の異次元緩和以降の関係である。ここからは、回帰線から大きく下方にシフトし、日本国債に歪みが発生していることが確認できる。現行の日銀の国債買入れが続く限り、金利低下の大きな要因として作用し続けるであろう。

図表 日本国債の発行額と日銀の国債買入れ実績



(注) 2013年4月~2014年2月実績
(出所) 財務省、日本銀行より大和証券作成

図表 日米10年金利の相関

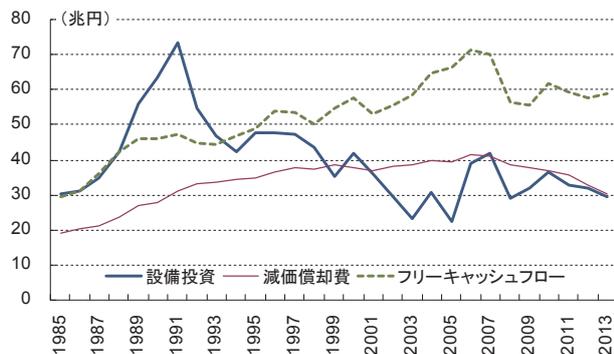


(出所) Bloombergより大和証券作成

■債券市場参加者のマインドは変化せず

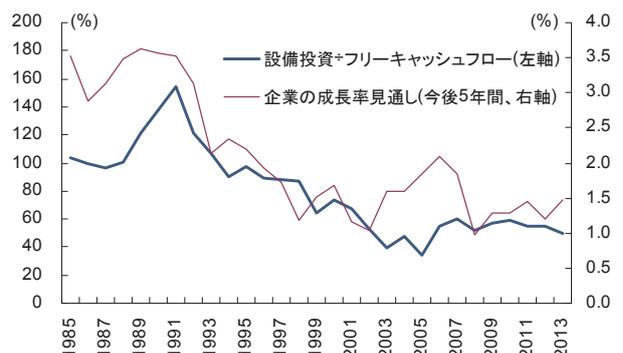
前述の海外投資家からの質問は、資金需要の面からも説明できよう。以下図表左は、企業の設備投資とフリーキャッシュフロー、減価償却費の関係を見たものである。図表の左半分、すなわち1990年代半ば頃までは、設備投資はフリーキャッシュフローに沿った動きとなっていた。企業は、「お金があれば、投資に回そう」というスタンスであったことがうかがえる。図表の右半分では景色が変

図表 国内企業のフリーキャッシュフローと設備投資



(注) フリーキャッシュフロー=経常利益×0.5+減価償却費として計算
(出所) 財務省より大和証券作成

図表 設備投資÷フリーキャッシュフローの比率と企業の成長率見通し



(出所) 財務省、内閣府より大和証券作成

わる。設備投資は、減価償却費に沿った動きへと変わっている。すなわち、企業のスタンスは、「無くなった分については補充するものの、それ以上でも以下でもない」と言えるだろう。その理由は、日本経済の長期的な成長見通しが高まってこないため、と言えよう。長期的な成長見通しは人口動態の影響を強く受ける。日本は人口減少社会となり、2020年、30年代には、労働力人口の減少が日本経済にとってマイナス1%前後の下押し要因となると試算される。日本の総需要が持続的に高まっている姿を描き難い。

ここで、銀行の基本的なビジネスモデルを考えてみたい。それは、「預金を集めて貸出に回すこと」と言えよう。そして、貸出の代替として、有価証券運用が位置付けられる。前述の通り、企業の設備投資需要が高まらないのであれば、銀行にとって貸出が伸びないことを意味する。デフレの時とインフレの今とで、設備投資と貸出の関係が変わらないのであれば、貸出と有価証券運用の関係もまた、変わらない。すなわち、引き続き債券での資金運用を迫られる。デフレの時とインフレの今とで、言っていることが同じになるわけだ。

■金融政策の限界とポートフォリオ・リバランス効果

「金融政策で出来ることには限りがある」。白川前日銀総裁のスタンスだ。教科書で習う金融政策は、政策金利を下げることで景気が刺激される、とする。金融緩和とは、お金を借りやすくすることで経済全体のレバレッジを高め、景気を刺激することである。政策金利を下げることで、借入れコストが低下し、それは設備投資を見送っていた企業の背中を押してあげる効果が期待できる。投資案件があるものの、手元資金が不足している状況にある企業にとっては、借入れコストが低下することは投資インセンティブを高める。その結果、金融緩和は設備投資に効く。

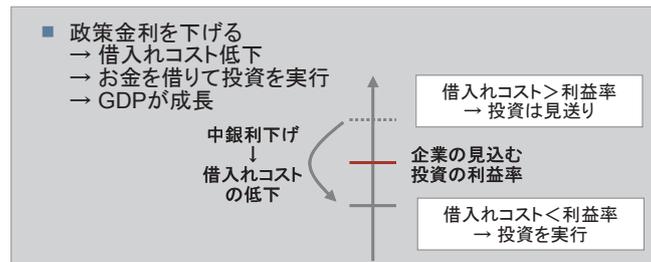
ただ、そこで大前提とされているのは、民間部門に強い資金需要があるということだ。現実の世界ではそう簡単にはいかない。いくら借入れコストが低下しようとも、それを期待収益率が上回るような投資案件が無い限り、企業は設備投資に踏み切らない。国内経済を考える上で、どうしても避けて通れないのが人口減少の問題である。国内需要が先細っていく中で、新興国のキャッチアップにより海外との競争は激化し、売上高が伸び悩む。その状況で企業は収益を確保するためコストカットに力を入れ、マクロ経済的には縮小均衡となる。金利を引き下げても設備投資需要が高まらない。「金融政策で出来ることには限りがある」わけだ。

そこで、出来ることは何でもやる黒田日銀総裁やバーナンキFRB議長（当時）が登場した。伝統的な金融政策による設備投資を刺激する「直接ルート」が期待できないため、「迂回ルート」によって景気を刺激しようとするものが、QE（大規模資産購入）という政策である。すなわち、過剰流動性をジャブジャブにすることで、国債金利を押さえ込むと同時に、株や不動産への資金流入も期待され、資産価格の上昇が個人消費を刺激する。そして、個人消費の活性化を呼び水として、設備投資を刺激しようという、迂回ルートである。つまり、株価が上がらないことには何も始まらない。株高は国策だと言えよう。

この点は、株式投資家と債券投資家で、着眼点が異なる。株式投資家は迂回ルートの中継点であ

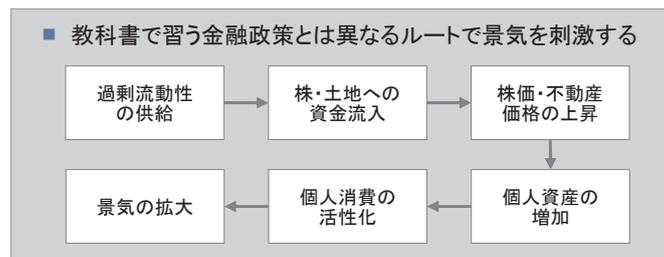
る株高に着目し、株高との結論に至る。一方、債券投資家は、直接ルートであろうと迂回ルートであろうと、最終目的地である設備投資の増加に着目する。そして、金利は低位安定との結論に至る。それぞれのロジックで、株高と債券高が両立するわけだ。

図表 教科書で習う金融緩和



(出所) 大和証券作成

図表 ポートフォリオ・リバランス効果



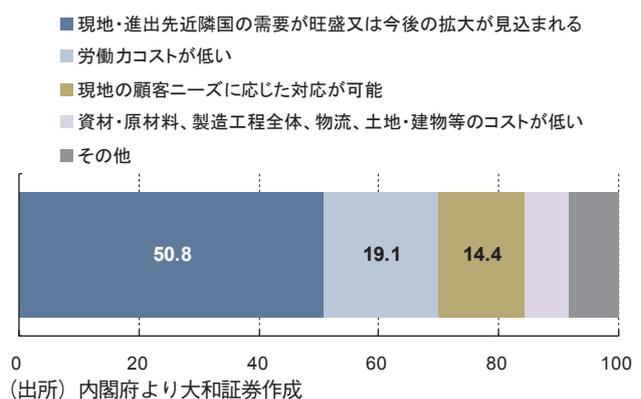
(出所) 大和証券作成

■設備投資は海外で

企業は設備投資を行っていないわけではない。国内での設備投資が伸び悩む理由には、企業が需要の伸び悩む国内よりも、需要が旺盛・拡大が見込まれる海外での投資を選択するから、という問題もある。成長を求める企業は、飽和状態にある国内ではなく、海外に活路を見出そうとする。企業にとっては、国内で稼いだとしても、海外で稼いだとしても、お金に色は無い。つまり、株式投資家にとっては、その企業がどれだけ稼ぐかが重要なのであり、どこで稼ぐかというのは問題では無い。企業業績が好調であれば、株を買うことができるわけだ。

一方、債券の投資家にとっては、国内経済が重要だ。将来の日本の成長力が、日銀の金融政策を決定するからだ。そのため、国内で生産活動を行い、雇用を生み、

図表 海外に生産拠点を置く理由(製造業)

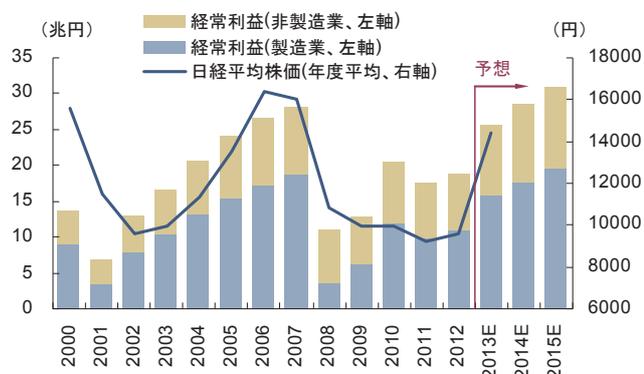


所得、消費の前向きな循環メカニズムが働くことが必要だ。国内での投資が伸び悩むことは、GDPギャップの縮小が期待通りに進まないことを意味する。債券投資家にとっては、債券買い材料である。

輸出の伸び悩みについても、同様である。円安効果が輸出数量を押し上げることが出来ていない。輸出の伸び悩みは、国内経済にとっては成長のドライバーが不在となることを意味するため、債券買い材料である。

ただ、企業にとって円安は海外での円換算ベースでの収益増を意味する。企業収益が伸びていく局面で株を売る必要は無い。ここでも債券高と株高は両立する。

図表 事業会社（大和200）の経常利益と日経平均株価

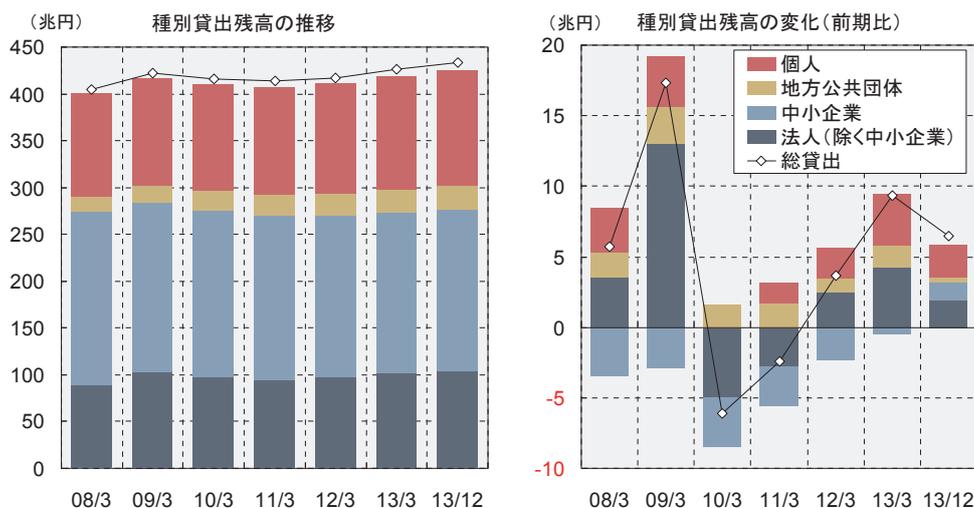


(出所) 大和証券作成

■貸出動向

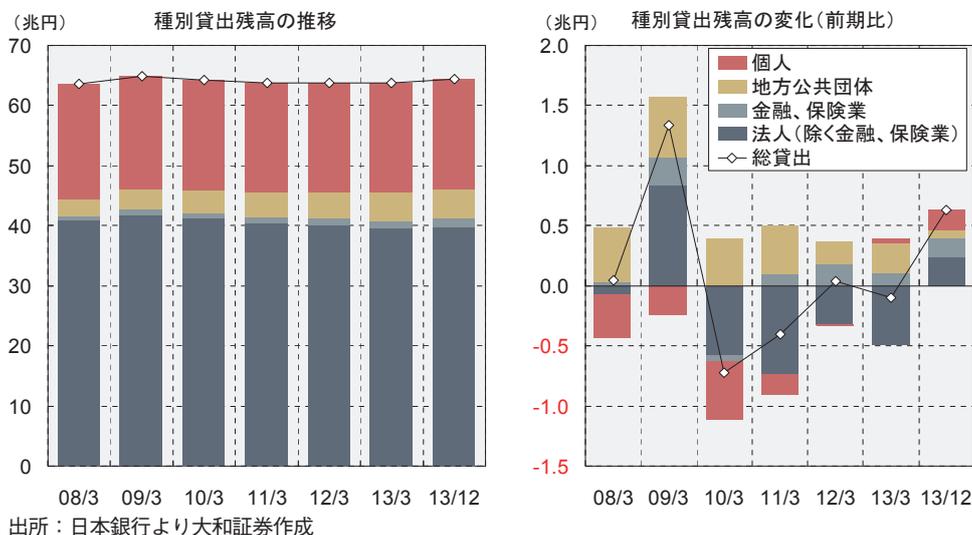
それでは、実際の貸出動向を見てみよう。国内銀行の貸出残高は微増、信用金庫のそれは横ばいである。増加しているセクターは、主に個人（住宅ローン等）と地方公共団体であり、法人の動きは鈍い。

図表 貸出残高の状況：国内銀行（銀行勘定）



出所：日本銀行より大和証券作成

図表 貸出残高の状況：信用金庫（銀行勘定）



■良い金利上昇は起こるにしても時間がかかる

債券市場にとって、今後のポイントは設備投資の動向となろう。それが、日本経済の成長期待を象徴するものであると同時に、資金需要であるためだ。

そもそも、金融政策は将来の需要の前借りであり、金融政策では成長力を高めることはできない。成長力を高めるのは、「成長戦略」の役割だ。アベノミクスの語源となっている、レーガノミクスでは、レーガン米大統領の時代には花開かず、次の次の大統領である、クリントン米大統領の時代に花開いた。成長戦略、すなわち規制緩和、構造改革は、今実施して来年結果が出るといった類のものではなく、5年、10年の時間をかけて結果を出すものである。すなわち、良い金利上昇は起こるにしても時間がかかるだろう。

また、「大胆な金融政策」は、「成長戦略」のサポート役であり、成長戦略が花開くまでの時間を買う政策とも言えるだろう。つまり、資産効果で個人消費が良くなっている間に、实体经济を良くしようというものだ。そして、実際に成長戦略が順調に走りだし、实体经济が良くなり、金融政策のサポートが必要ではなくなるまで、この非伝統的な金融緩和は長く続くことが想定される。つまり、それが起こるまでは、株価が上がろうともインフレが上昇しようとも、債券投資家のマインドは変わらない。「それはそれで、これはこれ」なのだ。

マーケット・アウトLOOK (2)

米国を中心に世界経済は回復持続、金融相場から業績相場への過渡期に

みずほ証券株式会社 投資情報部長 倉持 靖彦

グローバル景気は3%前後～3%半ば程度の成長軌道に

本稿では、昨年、先進国を中心に堅調な展開となった株式市場について、上昇の持続性やその度合い、地域別の展開を、世界経済の見通しや相場局面の位置を踏まえ、考察したい。

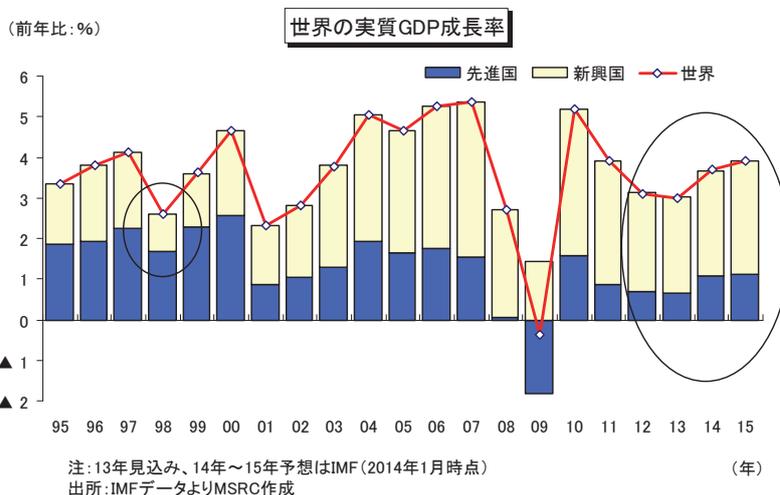
まず、世界経済の全体感だが、年前半は先進国中心、年後半から来年にかけては新興国も徐々に安定化し、世界経済全体の底堅さが増していく展開を予想している。2014年の世界経済は実質3%台半ばの成長を予想、昨年に比べてモメンタムが改善すると見込んでいる。米国経済は短期循環に不均衡が限定的であるほか、中長期的にも設備投資循環の改善や産業政策の効果から、底力が増している状況にある。加えて、欧州経済の後退に歯止めが掛かったほか、中国経済も安定化しており、主要国は循環的な持ち直しに向かっている。ただし、構造的な問題が残るので、欧州経済の低成長は長引く可能性が高いほか、中国経済の成長ペースは低下傾向にある。また、一部の新興国では資本流出の動きは和らいだものの、インフレと景気減速、資源や財政に依存する成長パターンの転換等という複雑な課題を抱える

なかで、難しい政策運営を迫られている。このように、足元の世界経済は国・地域によって濃淡が生じており、当面はこうした動きを抱えながら、緩やかなペースで成長が続く可能性が高い。

リスク要因は米国のQE3縮小によるマネーフローの動向、各国・各地域の政治動向・政策、地政学的リスクなどが挙げられる。

こうした経済想定のもとで、各国・地域における金融政策の方向性についてみると、欧州では景気に脆弱性が残る中、インフレ率が低下傾向にあるもとで、欧州中央銀行（ECB）による現行の金融緩和が長期化する可能性が高く、追加緩和の可能性も考えられる。

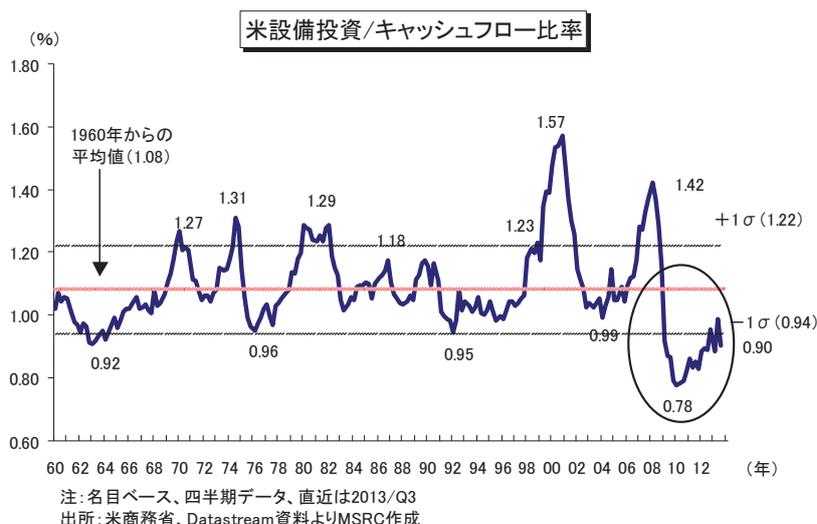
一方、米国では、2013/12/17、18に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）において、QE3（国債および住宅ローン担保証券の買い入れ措置）の縮小に着手することが決定された。ただし、QE3の縮小はあくまで緩和のペースを緩めるものであって、QE3終了から利上げに至るにはかなりの時間を



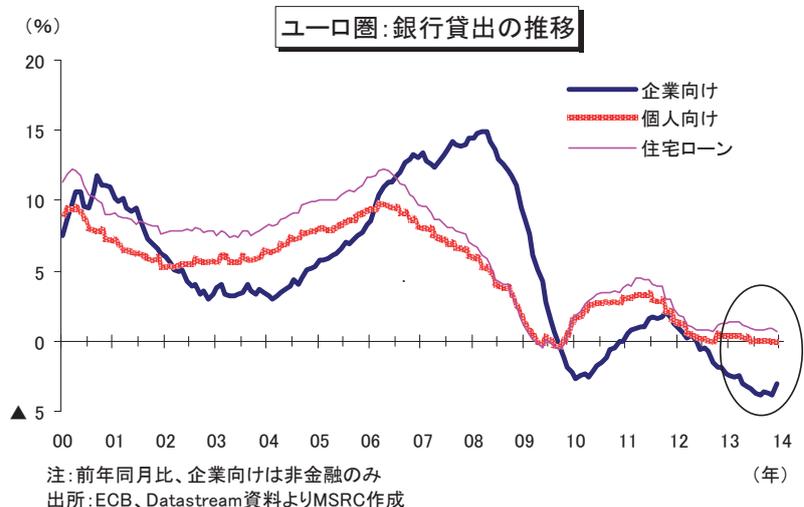
かけるとともに、利上げが開始されても、そのペースは非常に緩やかなものになるとみられる。実際、12月のFOMCの声明文では、インフレが抑制されていれば、失業率が6.5%を下回っても、かなりの期間、現行の低金利を維持する方針が表明、フォワードガイダンスが強化された。こうした点から、当面、先進国では、構造改革を進めるためにも、緩和的な金融環境が維持される可能性が高い。

以下、各国・各地域別にみていきたい。米国経済は、家計のバランスシート調整が進展し、住宅市場の持ち直しが続く等、金融危機後の調整の動きは一巡している。こうしたもとで、雇用の増加が続いており、需要の大半を

占める個人消費も底堅い。また高水準の現預金を保有する企業部門は、慎重ながらも設備投資を実施していくとみられる。中長期的には財政再建途上にあるが、想定以上に財政赤字は縮小しているほか、与野党による2年間の予算合意や歳出自動削減の緩和もあり、米国経済の拡大ペースは徐々に高まっていくことが想定され、2014年の実質成長率は2%後半～3%程度に復帰しよう。シェール革命、IT産業など成長ドライバーの存在、構造改革の進展等もあり、米国のファンダメンタルズが優位であるという状況が続く可能性が高い。



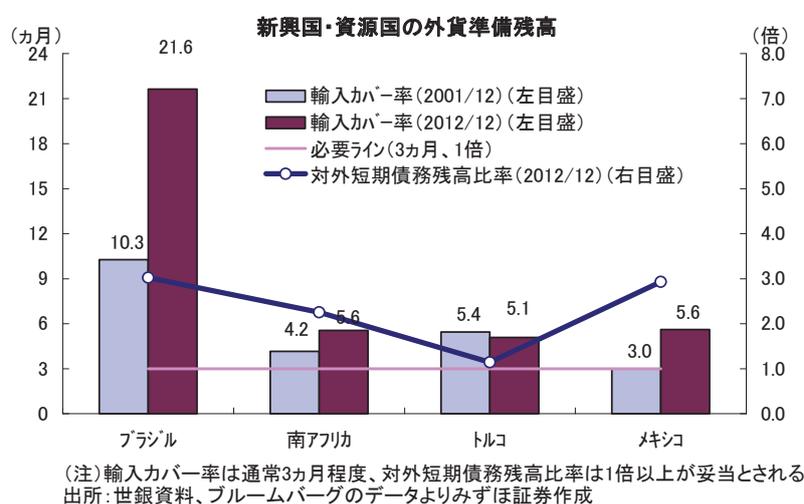
ユーロ圏経済は、債務問題を巡る市場の不安が一服するなか、中核国にとっては緩和的な金融政策や海外経済の回復を支えに循環的には底入れの動きにある。ただし、民間のバランスシート調整は遅れており、財政・金融・経済の悪循環の構図が残るもとで、低成長は長期化するとみられる。また、人口動態がアゲインストになる中、日本同様に潜在成長率を補強するための構造調整が欠かせない。そのためにもECBによる銀行の資産査定とその後の資本強化等の対応によって、金融システムの更なる強化につなげるとともに、成長戦略を推進し、デレバレッジ経済からの脱却がまず必要である。2014年の実質GDP成長率は2年にわたるマ



イナス成長を脱し1%程度のプラス成長と予想している。

中国経済は、人口動態の変化や生産性の低下傾向に加えて、輸出競争力の低下、過剰な供給能力や金融構造の是正圧力等が重しとなり、大勢的にみれば成長ペースは金融危機以前に比べ低下している。ただ、輸出の持ち直しを想定するほか、構造改革を重視しつつも、安定成長の維持に向け一定の財政政策が見込まれることが下支えとなろう。改革開放の深化の着実な推進、成長率と就業とのバランスなどを考慮し、2014年の実質GDP成長率は7%台前半を見込む。シャドウバンキング問題や地方債務問題については、管理・監督スキームの整備、市場流動性の管理、預貸率規制の見直し、資産証券化市場の拡充、銀行等の財務状況、土地価格の管理等を考えれば、金融システムに深刻な影響が及ぶリスクは限定的ではないか。

新興国景気全般については、下方修正バイアスがかかっているが、急速な減速までは見込んでいない。背景としては、①外貨準備の基準を上回る水準への増加、②財政状況の改善等、新興国の基礎体力は向上しているためである。1990年代の中南米・アジア通貨危機時と比べてもバッファは大きく、資金流出の影響も限定的となろう。ただし、地政学的リスク、各国の経済指標や政治・政策動向、米短期金利の動向によっては、折にふれ市場の変動率が高まる場面はあるとみている。



グレートローテーションは第2幕へ

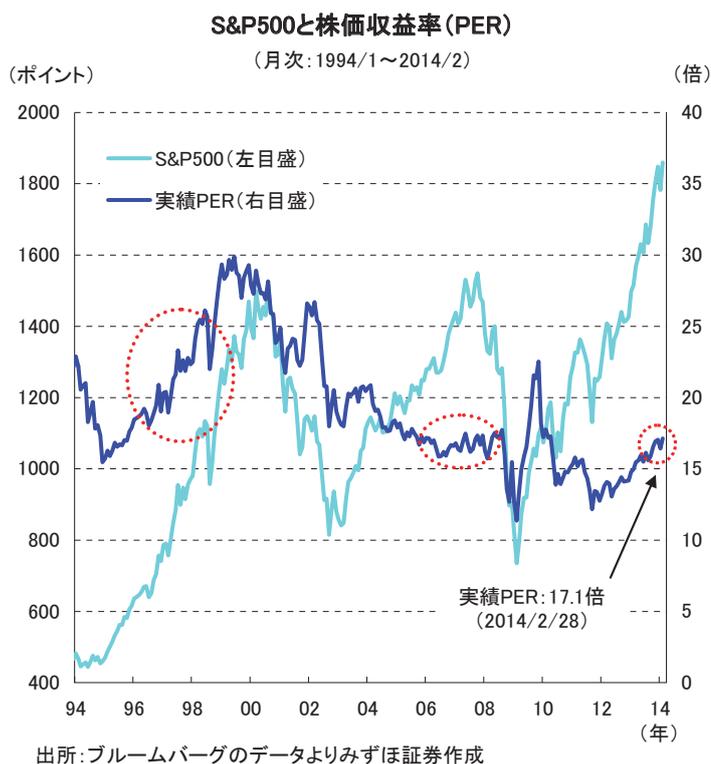
上述のように、先進国の緩和的な金融環境は継続するものと予想しているが、市場は米国景気に対して、ミッドサイクルからレイトサイクルを想定した目線に変わってくると想定される。相場ステージは昨年よりフェーズが1つ進むことになる。昨年は、日銀の量的・質的緩和導入なども加わり、先進国の流動性供給策が強化された一方、バーナンキ米FRB議長の昨年5月の発言以降に強まったQEの出口策までのプロセスへの思惑、新興国からの資金流出と新興国景気の減速、米財政問題の不透明さなど、幾つかの懸念材料も存在した。

しかし、特に日米欧の経済政策が緩和的な金融環境と各国の状況に合わせた財政政策、資産効果により構造改革の時間を確保するという戦略の中で、景気の安定化についての期待が、特に欧米ではバリュエーションの拡大という形で現れたと言える。

一方、日本はアベノミクスによるデフレ脱却期待と業績の大幅改善という実績が株価の上昇につながっており、50%を上回る株価指数の上昇にも関わらず、バリュエーションは大幅拡大とはなっていない。また、新興国株については国により区々ではあったものの、全体としては抑制された状

況となり、先進国と新興国の相対PERは大幅に低下、新興国ブームの起点であった2002年当時の水準まで低下している。

こうした中、今年の米国株についてはQE3の増加ペースが肅々と鈍化していく中で、昨年のようなバリュエーションの大幅拡大は見込み難しく、サブプライムバブルに至った2005年～2008年の局面のように、バリュエーションの上値が重い中、業績拡大に沿った、ゆっくりとした上昇傾向に変化していくことがメインシナリオ。また、レバレッジ度合いや米国が一人勝ちになり易い構図を考えると1994年から1998年の相場局面に似ているかもしれない。こうした状況下では新興国リスクは金融市場を通じた伝播の度合いが強いものでなければ、米国株は上昇トレンドを失わないことは、過去の経験則である。いずれにしても、クレジットリスクが景気拡大持続により抑制され、かつ債券利回りが緩やかな上昇になるならば、エクイティ優位の展開がしばらく続きそうである。グレートローテーションは米国を中心に第2幕に入りつつあると考えている。



欧州株については、バリュエーションの割安修正は欧州でも進んでいるものの、景気循環が相対的に若いことと、金融相場的な環境、銀行財務の強化や監督システムの構築が進むことから、バリュエーションの更なる拡大につながる可能性もある。ただし、人口動態は低下トレンドにあり、期待成長率の継続的な上昇は見込み難いことから、金融政策の行方や外部ショックなどが悪影響を与える場合には脆弱性が再度認識されるリスクに留意が必要である。

日経平均株価は年末に向け18000円を目指す展開に

日本株は昨年50%以上の上昇となったが、その背景は言及するまでもないが、アベノミクスによる期待への働きかけが奏功、円安が大きく企業業績に寄与しているほか、リストラ効果も相まって経常利益、最終利益は大幅増となっており、増益率の向上で株価の上昇率は概ね説明できる。したがってPERは拡大せず、むしろ低下したという状況である。

一方、PSRやPBRでは一定の水準まで改善しており、この面では割安修正は進んだといえる。とすれば、PERの低水準は円安効果やリストラ効果の一服によるマージンの上昇モメンタム鈍化、消費増税後の成長モメンタムに対する不透明感を織り込んでいると言える(=来期企業業績の減益リスク)。また、もう少し大きなフレームワークとしては、アベノミクスへの期待が後退した場合のリス

ク（安定した政治状況の変化）を感じているとも捉えられる。

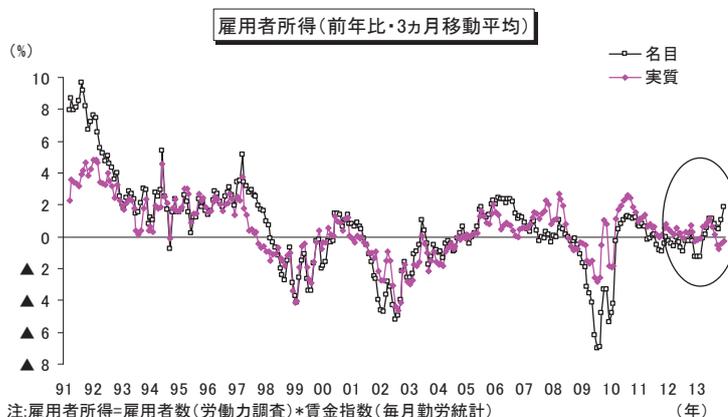
こうした中、実際に今年のがわが国景気がどうなるのかについて考えてみたい。まず、消費増税後の景気について。消費税引き上げが約1ヵ月後に近づき、軽自動車など一部の商品には駆け込み需要が当初想定以上に発生しているため、4月以降の反動減に対する懸念が出始めた。しかし、3つの点で、景気の落ち込みは4-6月に大幅なマイナス成長となるものの、マイナスは一四半期のみにとどまり、7-9月は反動で大幅に回復し、その後も底堅い成長が続くとみている。1つ目は、住宅・建設の需要が大きくは落ち込まないとみている点。5.5兆円の補正予算により公共投資が下支えになるほか、住宅ローン減税の拡充や2020年の東京オリンピックに向けたインフラ増強などが下支えになると見込んでいる。2つ目は前回の消費税引き上げがあった97年当時との比較。97年は特別減税の廃止など国民負担増が9兆円に達したほか、アジア通貨危機、国内の不良債権問題が生じた時期である。今回は、こうした危機は予想されない上、春闘賃上げやボーナス増加も期待される。3つ目は円安や海外経済の成長により、外需の回復を見込むほか、企業業績が好調を維持することにより、設備投資が改善していくと予想していることである。ゲタを除けばかなり低い成長率ではあるが、水準としては来年にかけ、今年1-3月期の水準は超えてくると予想している。

次に成長戦略であるが、政府は今年6月に、昨年6月に発表した「日本再興戦略」のアップデート版を発行する予定。構造改革のスピードや外交問題などから安倍政権に対する期待が後退し始めてるだけに、日本固有の問題としては、アベノミクスの期待をどう維持していくか非常に重要なポイントとなっている。注目点は2つあるが、1つ目は規制緩和や税制。女性や外国人労働者の活用、対

東証株価指数(TOPIX)と株価収益率(PER)



(注)2009/4/10~10/3/26の実績PERは算出不能のため表示せず
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成



注:雇用者所得=雇用者数(労働力調査)*賃金指数(毎月勤労統計)
出所:総務省「労働力調査」、厚生労働省「毎月勤労統計」を基にMSRC作成

日直接投資促進策、法人税率引き下げなど外国人投資家の関心が高い分野で、改革案が出されるとポジティブに評価されると想定しているが、中でも法人減税がポイントに。2つ目は1本目の矢である日銀の金融政策。市場の2015年度の消費者物価変化率予想と日銀予想とのギャップが1%近くある。追加緩和時期のコンセンサスは4-6月～7-9月と幅があるが、ドル円相場の膠着や消費増税の影響なども踏まえながら、期待成長率をサポートしていく必要もあり、前倒しで早期追加緩和があればポジティブに評価されよう。米国経済指標の好転とタイミングが合えば、年央にかけて再度105円に向かってドル高円安が進む可能性もあろう。

以上を踏まえ、今後の株式市場の展開であるが、日経平均株価は年度内14000円～16000円のボックス相場を想定。3月末値は15000円台半ばを予想、6月末16500円、年末値に向けては18000円を試す可能性もあると考えている。理由は以下の3点である。

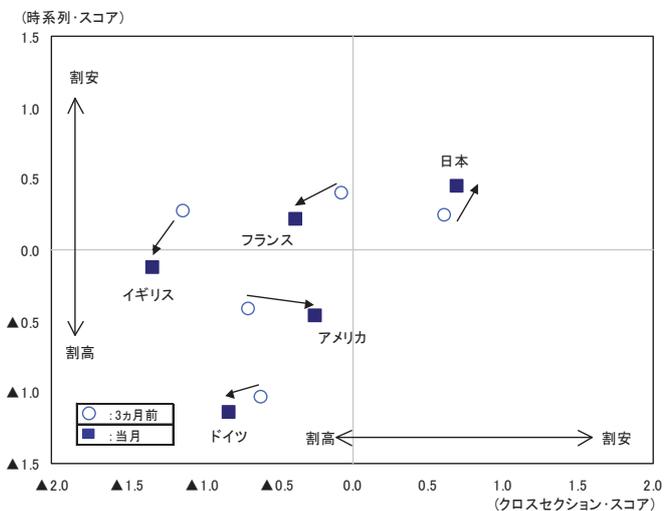
まず、当面ボックス相場と考える理由は、国内材料の不足感。年度内は、日銀の追加緩和やTPPなどで大幅な進展は期待し難くい状況であり、これらが上値抑制要因となろう。

2つ目は年央にかけてと、年末までのプラス要因。3月末にかけ米中の景気回復が見込まれることや消費増税後も景気と企業業績の改善持続が5、6月頃から徐々に確認されること、構造改革への期待感が6月の成長戦略アップデートで少しは高まること、従って、昨年年末の高値16291円を抜けるのは6月頃になる可能性があるとみている。

3つ目はバリュエーション。2014年度の東証1部の純利益は16%程度の底堅い利益成長を見込むが、この利益水準と足元のTOPIX水準からみた予想株価収益率は13倍台、着地水準の見方は今後も不安定であろうが、割高感は強くないことが下支えとなると想定している。

我々のグローバル株価比較からすれば、欧米の割高感、日本に割安感があるが、基本、先進国の株式市場は米QE3縮小の過程にあると認識しており、「懐疑の中で」ゆっくりと育つ相場となるのが2014年と考えている。

主要国の変化(13年11月[3か月前]→14年2月[当月])



バーゼルⅢの進捗状況

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. バーゼルⅢとは

バーゼルⅢとは、主要国の金融監督局で構成するバーゼル銀行監督委員会¹が2010年9月に公表した、国際的に業務を展開している銀行（国際統一基準行）の健全性を維持するための新たな自己資本比率規制のことである。この規制は、1988年に公表された、銀行の自己資本比率に関する規制である「バーゼル合意（BIS規制）」に端を発しており、その後、2004年にはBIS規制の内容を見直し、より金融機関のリスクを反映させた「バーゼルⅡ（新BIS規制）」を公表している。

バーゼルⅢでは、バーゼルⅡより規制が強化されており、銀行の自己資本の質と量の見直しが柱となっている。普通株と内部留保などからなる「中核的自己資本（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に義務づけるものである。具体的には、業績悪化時に配当を機動的に減らせる普通株と、過去の利益の蓄積である内部留保が主体の「中核的自己資本（Tier1）」の比率を実質7.0%以上とすることが求められる（普通株等のTier1の最低所要水準を2.0%から4.5%に引き上げられ、銀行は将来のストレス期に耐え得るように、2.5%の資本保全バッファーを保有することが求められるため、合わせて普通株等のTier1の所要水準は7.0%となる）。以上の規制は、自己資本規制のうちのひとつに過ぎず、さらに、流動性に関しても規制をしている。

バーゼルⅢは、バーゼルⅡより厳しい規制になっている。金融庁は、日本でのバーゼルⅢの詳しい内容を公表した。公表した内容は「バーゼル3（国際合意）を踏まえた国内対応について」であるが、その中の「新たな自己資本比率の概要」を次ページに掲載する。

これによると、国際統一基準では3つの比率（自己資本比率、Tier1比率、普通株等Tier1比率）がそれぞれ8%以上、6%以上、4.5%と定められている（2013年3月期）。前述したように、この中では普通株等Tier1比率が重要視される。普通株等Tier1とは、要するに普通株と内部留保の合計と考えてよく、この3つの比率のなかでは最も規制が緩くなる。普通株等Tier1には、優先株等も含まれない。Tier2には、劣後債等が含まれるが、劣後債等はTier1には含まれない。日本のメガバンクは、自己

¹ バーゼル銀行監督委員会は、1974年にG10諸国の中央銀行総裁らの合意により、スイスのバーゼルで創設された機関で、銀行監督に関する継続的な協力のための協議の場である。同委員会は国際決済銀行（BIS）に事務局を置き、4年に1度、定期委員会を開催しており、銀行の監督及びリスク管理に関する実務（標準、指針、推奨）を世界的に促進し、強化することに取り組んでいる。現在の委員会のメンバーは、アルゼンチン、オーストラリア、ベルギー、ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、香港特別行政区、インド、インドネシア、イタリア、日本、韓国、ルクセンブルグ、メキシコ、オランダ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スウェーデン、スイス、トルコ、イギリス及びアメリカから構成されている。

資本比率向上の一策として、劣後債を多く発行してきた経緯があるが、バーゼルⅢでは、劣後債を発行する意味はなくなる。

新たな自己資本比率規制の概要

○ 新国際統一基準(バーゼル3) (2013年3月期から適用)
[対象金融機関・・・海外営業拠点(海外支店又は海外現地法人)を有する預金取扱金融機関]

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{普通株式等Tier1} + \text{その他Tier1} + \text{Tier2}}{\text{リスク・アセット}} \geq 8\%$$

$$\text{Tier1比率} = \frac{\text{普通株式等Tier1} + \text{その他Tier1}}{\text{リスク・アセット}} \geq 6\%$$

$$\text{普通株式等Tier1比率} = \frac{\text{普通株式等Tier1}}{\text{リスク・アセット}} \geq 4.5\%$$

(参考) 1. 普通株式等Tier1とは、最も損失吸収力の高い資本(普通株式、内部留保等)をいう。なお、資本の質の強化及び金融システム内でのリスクの蓄積防止の観点から、のれん等の無形資産・繰延税金資産や他の金融機関の資本保有等は、原則普通株式等Tier1から控除。

(注) 其他有価証券の評価差額金を含む其他包括利益(OCI)については、普通株式等Tier1に算入。

2. その他Tier1とは、優先株式等をいう。
3. Tier2とは、劣後債、劣後ローン等及び一般貸倒引当金(信用リスク・アセットの1.25%が算入上限)等をいう。
4. また、上乘せ基準として、普通株式等Tier1で充足される「資本保全バッファー」(2.5%)、「カウンターシクリカル・バッファー」(最大2.5%)及び「G-SIFIsサーチャージ」(最大2.5%)が、2016年より追加で求められる。
5. リスク・アセットとは、資産の各項目にそれぞれのリスク・ウェイトを乗じて得た額の合計額(信用リスク)、資産の市場変動リスク相当額(マーケット・リスク)及び種々の事故リスク相当額(オペレーショナル・リスク)の和をいう。
6. リスク・ウェイトの例
 - 日本国債、地方債、現金等・・・0%
 - 政府関係機関等・・・10%
 - 金融機関・・・20%
 - 抵当権付住宅ローン・・・35%
 - 中小企業・個人・・・75%
 - 事業法人・・・格付に応じ、20%～150%(大宗は100%)

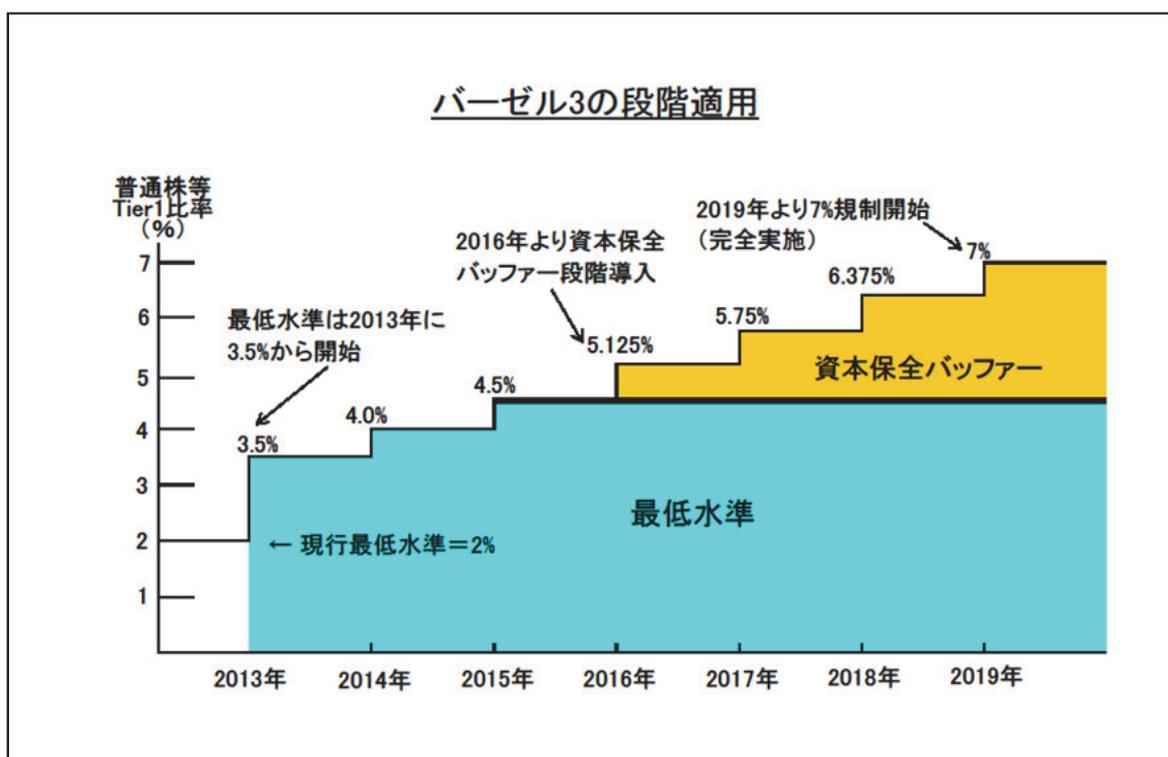
○ 新国内基準 (2014年3月期から適用)
[対象金融機関・・・海外営業拠点を有しない預金取扱金融機関]

$$\text{自己資本比率} = \frac{\text{コア資本}}{\text{リスク・アセット}} \geq 4\%$$

- (参考) 1. コア資本とは、損失吸収力の高い普通株式及び内部留保を中心にしつつ、強制転換型優先株式や協同組織金融機関発行優先出資及び一般貸倒引当金(信用リスク・アセットの1.25%が算入上限)等を加えたものをいう。なお、新国際統一基準と同様、無形資産や繰延税金資産、他の金融機関の資本保有等はコア資本から控除。
2. 其他有価証券の評価差額金については、コア資本の額に算入しない。

前ページに示した「新たな自己資本比率規制の概要」は、2013年3月期のものであり、2014年3月期からは、さらに厳しい規制になる。つまり段階的に適用されるのであるが、下図には普通株等 Tier1 比率の段階適用が示されている。これを見ると、段階的に適用される様子がよくわかる。また、この図には、最低水準、資本保全バッファに別れて示されている。基本的に最低水準は4.5%である。この図は全世界向けなので、4.5%の最低水準は2015年までに達成すればよいことになっているが、前ページに示したように、日本の金融庁は2013年に4.5%以上を達成するよう指示している。

また、資本保全バッファとは、ストレス期に取り崩し可能な資本バッファの保有を求めるものとされており、バッファ水準を下回った場合には、その度合いに応じて、配当、賞与、自社株買い等の社外流出に制限が課せられる。



バッファ水準を下回った場合

普通株等Tier1比率	社外流出の制限割合(利益対比)
4.5%～5.125%	100%
5.125%～5.75%	80%
5.75%～6.375%	60%
6.375%～7.0%	40%
7.0%超	0%

2. バーゼルⅢの全体像

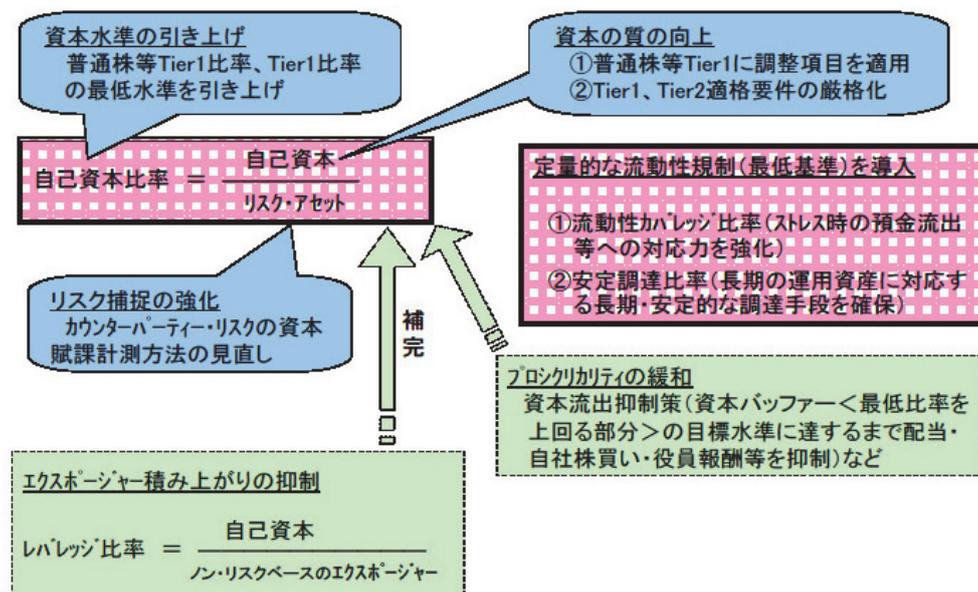
バーゼルⅢの前節に示した規制は、ほんの一部であり、全体像としてはさらに広範囲に渡って規制がある。2011年1月、金融庁・日本銀行は「バーゼル銀行委員会によるバーゼルⅢテキストの公表等について」を公表した。これは、中央銀行総裁・銀行監督当局長官会合（GHOS会合）で合意され、G20サミットで了承された内容である。

バーゼルⅢの全体像をおおまかに表した図を下図に示すが、これを見るとおりバーゼルⅢは自己資本比率の規制だけではなく、他の指標の規制も含まれていることがわかる。

規制は以下のように示されている。

- 1 自己資本規制（より強靱な銀行と銀行システムの国際的な規制枠組み）
 - ① 資本の定義と最低水準
 - ② リスク捕捉
 - ③ 資本保全バッファ
 - ④ カウンターシクリカルな資本バッファ
 - ⑤ レバレッジ比率
- 2 流動性規制（流動性リスク計測、基準、モニタリングのための国際的枠組み）
 - ① 規制水準
 - ② モニタリング手法
 - ③ 実施上の留意点

バーゼルⅢの全体像



1 自己資本規制のうち、①資本の定義と最低水準、②リスク捕捉、③資本保全バッファについては、前節に示したとおりであるが、④カウンターシクリカルな資本バッファについては、以下のように示される。

カウンターシクリカル・バッファ	
(目的)過剰な与信の増加等によるシステム全体のリスクの積み上がりに対し、銀行セクターを将来的損失から守るため、バッファとしての資本を持つことを確保する枠組み	
(水準)資本バッファの拡張として、「普通株等Tier1又はその他の完全な損失吸収力のある資本」で0～2.5%の範囲で、各国裁量により設定	
(バッファ設定の判断)各国当局は、「総与信/GDP比のトレンドからの乖離」を共通の参照指標として見ながら、他の適切な指標の参考としてバッファ設定の可否を判断 当局がバッファを設定する場合には、銀行は事前予告から1年以内の資本積み上げを求められる。	
普通株等Tier1比率	社外流出の制限割合(利益対比)
バッファの第1四分位内	100%
バッファの第2四分位内	80%
バッファの第3四分位内	60%
バッファの第4四分位内	40%
バッファの上限超	0%

また、⑤レバレッジ比率については、以下のように示されている。

レバレッジ比率
(目的)銀行システムにおけるレバレッジの拡大を抑制し、簡易な指標とすることで、リスクベースの指標(自己資本比率規制)を補完する。
$\text{レバレッジ比率} = \frac{\text{資本(新定義のTier1)}}{\text{エクスポージャー(オンバランス項目+オフバランス項目)}}$
(基準の見直し)2011年1月より移行期間を開始。2013年1月から2017年1月までの試行期間において3%の比率をテスト。銀行レベルのレバレッジ比率及びその構成要素の開示は2015年1月から試行期間の結果を踏まえ、適切な検討と水準調整に基づき、2018年1月から第1の柱の下での取扱いに移行することを視野に、2017年前半に最終調整。

また、2 流動性規制についての比率に関しては、①流動性カバレッジ比率(LCR Liquidity Coverage Ratio)、②安定調達比率(NSFR Net Stable Funding Ratio)が示されているが、現時点では観察期間であり、最低基準の導入はLCRが2015年から、NSFRが2018年からとなっている。なお、LCRとNSFRの大まかな内容を以下に示す。

①流動性カバレッジ比率(LCR)

(目的)ストレス下でも市場から流動性を調達することができる高品位の流動資産(以下「適格流動資産」)を、短期間(30日間)の厳しいストレス下におけるネット資金流出額以上に保有することが求められる。

$$\text{LCR} = \frac{\text{適格流動資産}}{\text{30日間のストレス期間に必要となる流動性}} \geq 100\%$$

②安定調達比率(NSFR)

(目的)流動性を生むことができない資産(所要安定調達額)に対し、流動性の源となる安定的な負債・資本(安定調達額)をより多く保有することを求められる。

$$\text{NSFR} = \frac{\text{安定調達額(資本+預金・市場性調達の一部)}}{\text{所要安定調達額(資産×流動性に応じたヘアカット)}} > 100\%$$

3. 日本でのバーゼルⅢ

日本でも、バーゼルⅢは2013年3月期から始まっており、国際統一基準行の2013年3月期決算は、バーゼルⅢ対応のものとなっている。

下表には、メガバンク3行およびゆうちょ銀行の自己資本比率を示すが、バーゼルⅢ対応なので、普通株等Tier1比率が示してある。

3メガバンクの普通株等Tier1比率は、8～12%程度であり、規制値の4.5%より大幅に大きい値となっている。

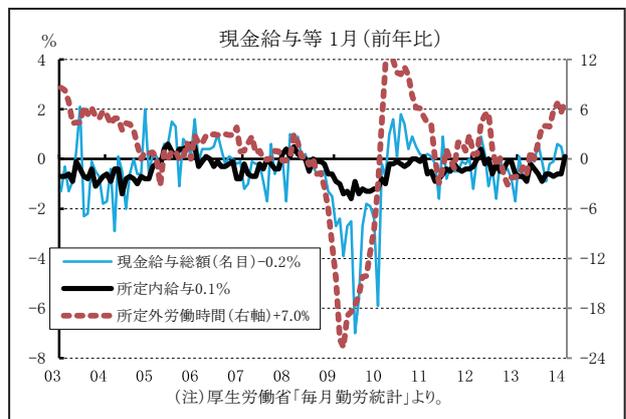
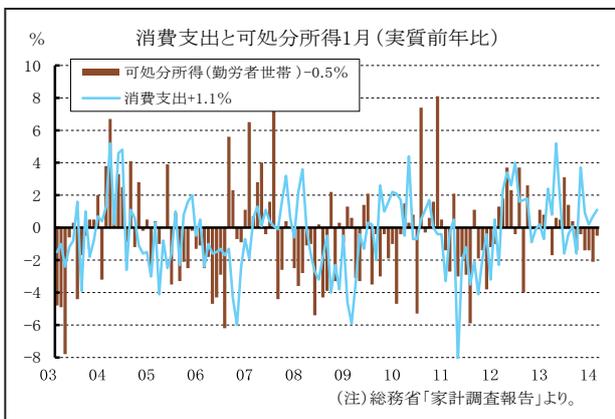
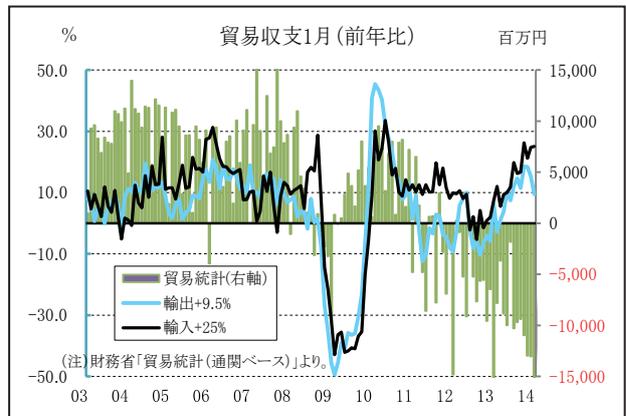
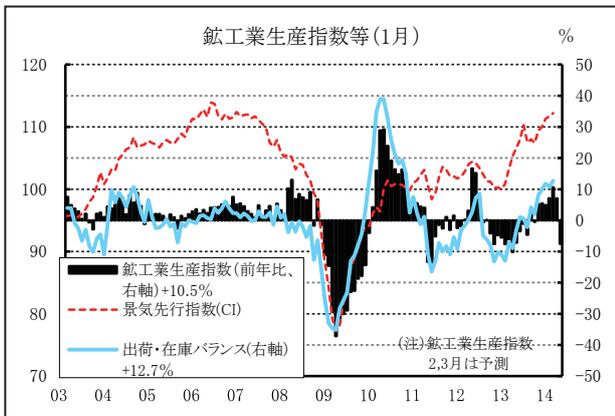
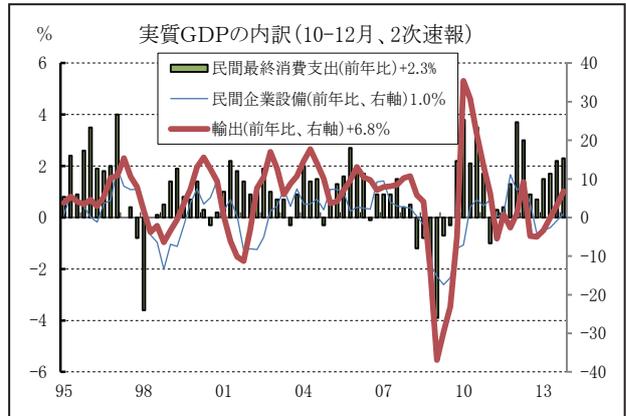
また、ゆうちょ銀行は国内基準であるが、4%の基準は大幅に上回っている。その原因としては、①ゆうちょ銀行の資産にはリスクウエイトゼロの国債の比率が高いため信用リスクが低く抑えられていること、②ゆうちょ銀行は劣後債等のTier2資産がほとんど無く、自己資本のほとんどがTier1となっていることが挙げられる。

2013年3月期 自己資本比率(3メガバンクはバーゼルⅢ対応)

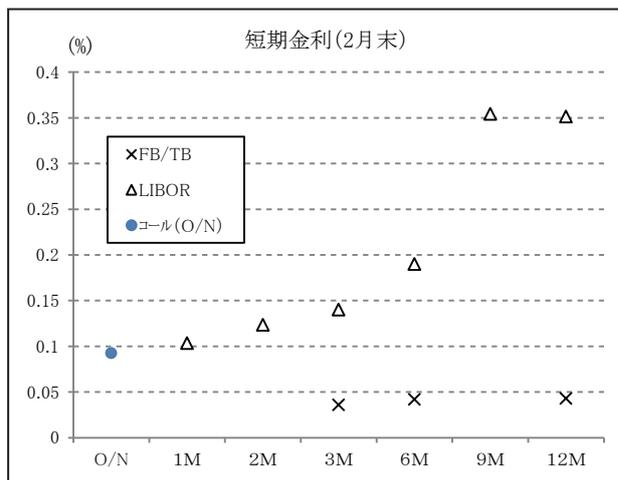
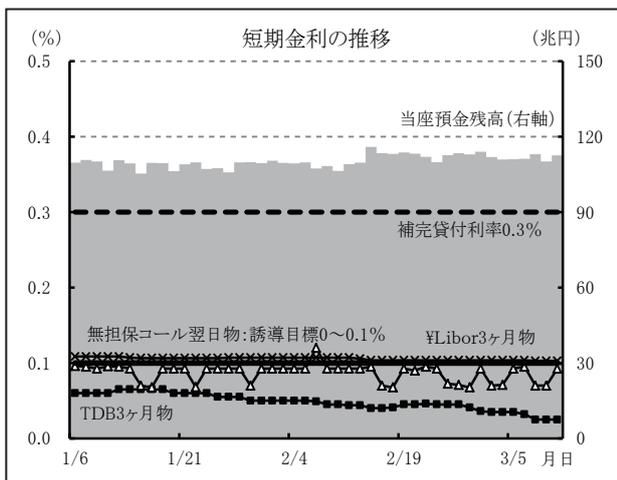
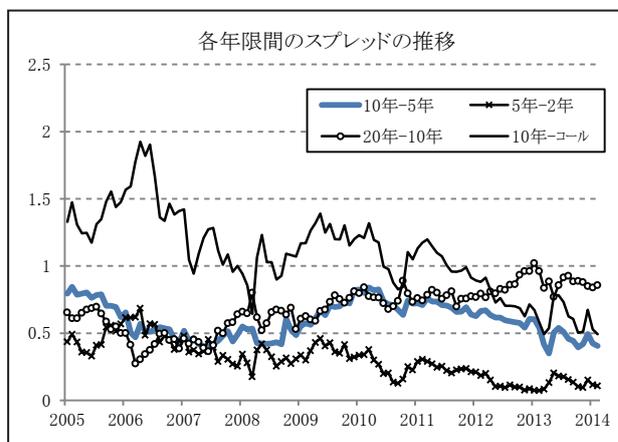
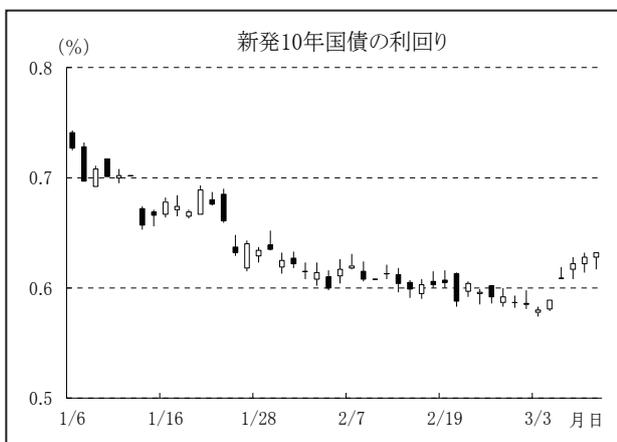
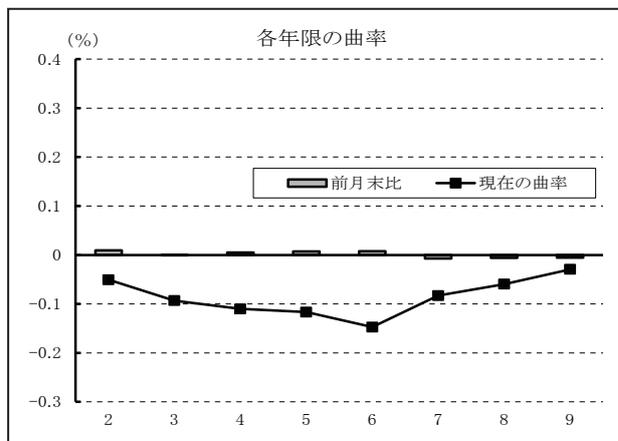
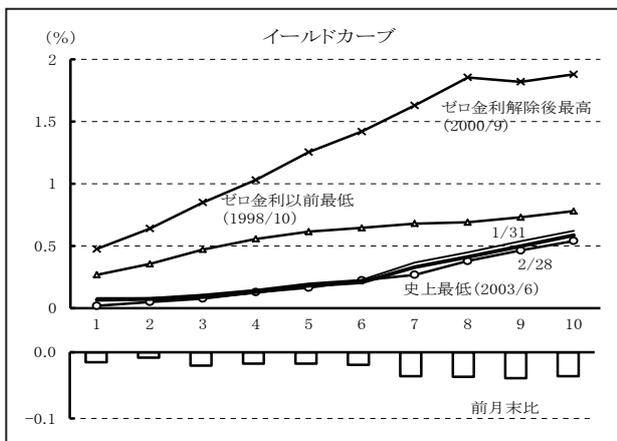
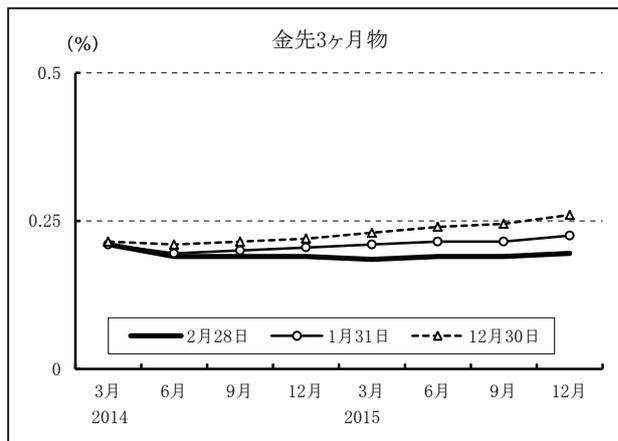
(単位:億円)

	三菱UFJ	三井住友FG	みずほFG	ゆうちょ銀行
普通株式等Tier1	103,006	58,559	48,038	
基本的項目(Tier1)	112,148	68,290	64,874	91,436
補完的項目(Tier2)	34,592	23,570	18,570	5
自己資本の額	146,740	91,860	83,445	91,441
リスク・アセット額	879,687	624,261	588,236	138,460
普通株式等Tier1 比率	11.70%	9.38%	8.16%	
Tier1 比率	12.75%	10.93%	11.02%	66.04%
自己資本比率	16.68%	14.71%	14.18%	66.03%

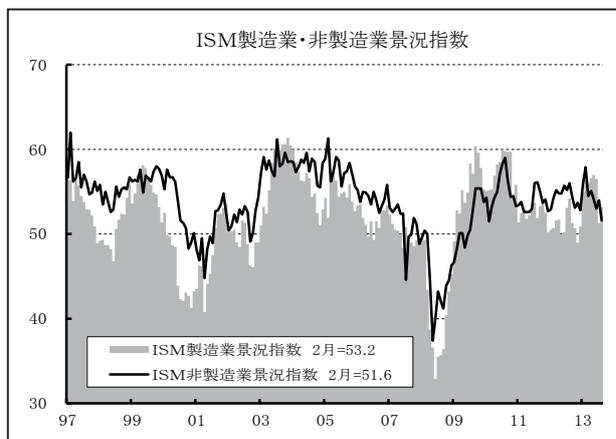
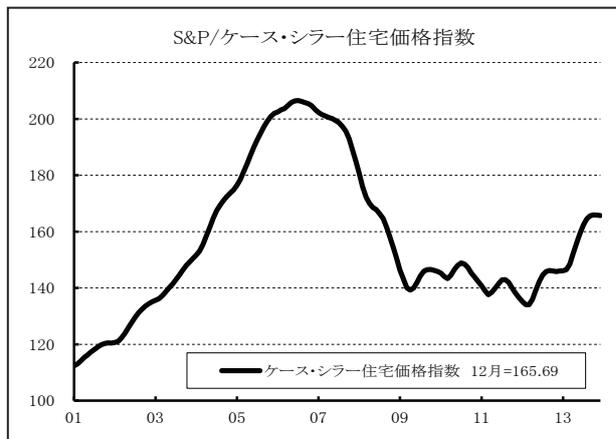
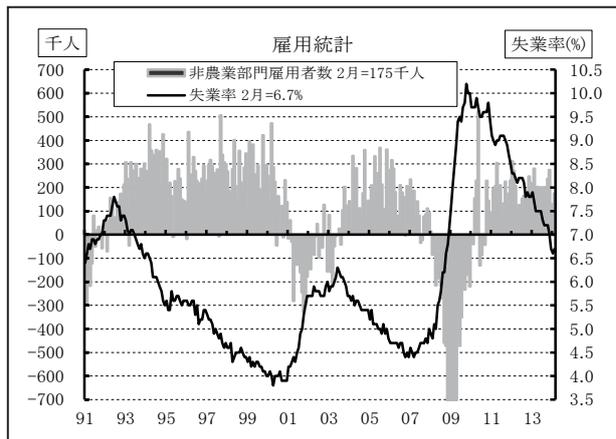
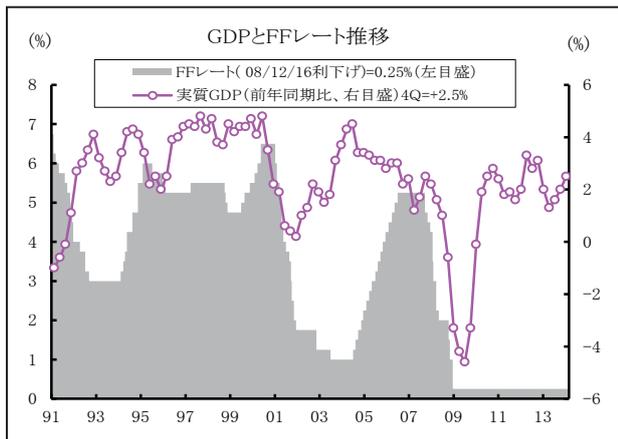
日本 マクロ経済



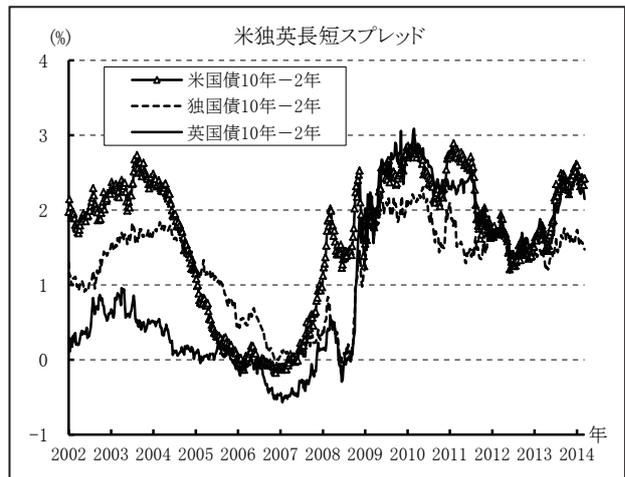
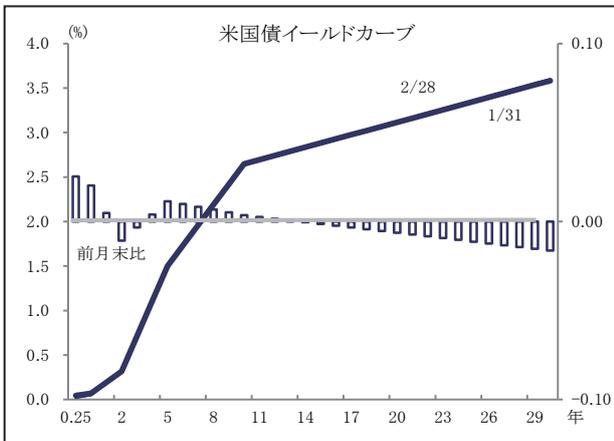
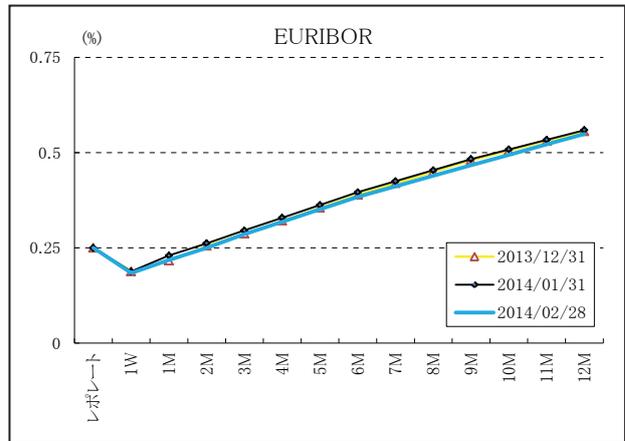
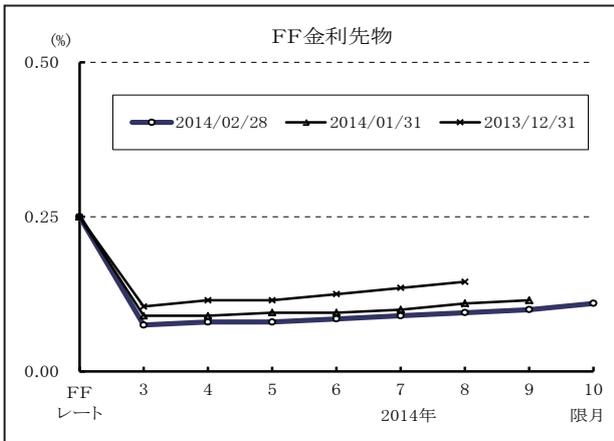
日本 短期・債券市場



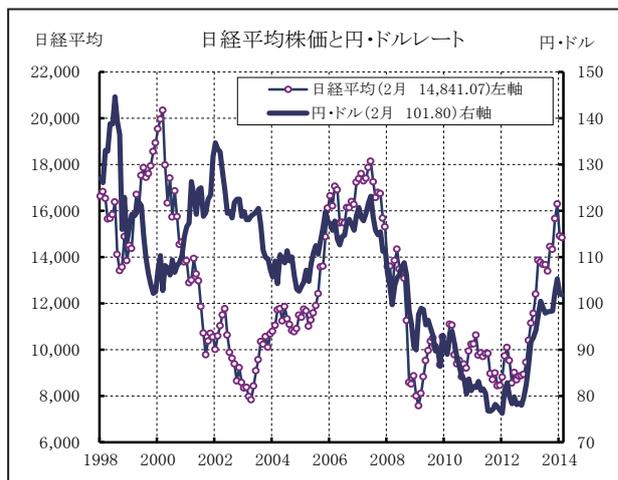
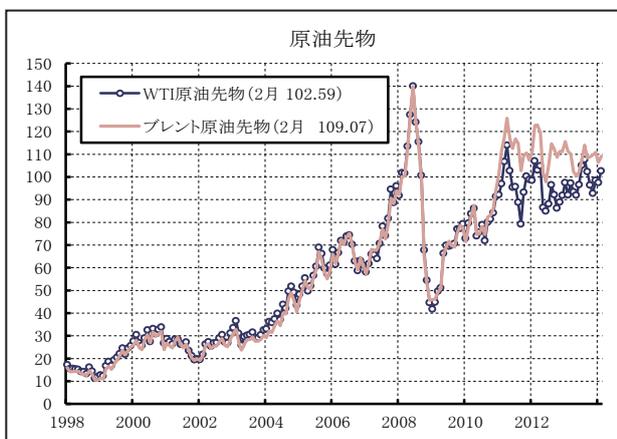
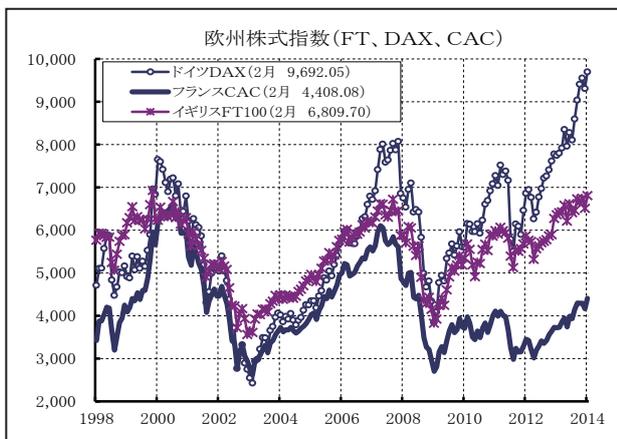
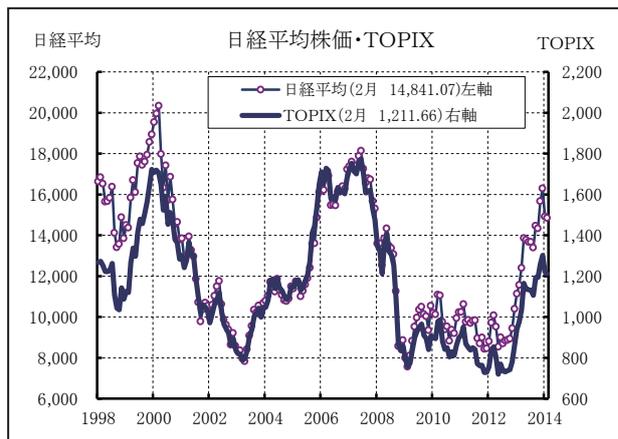
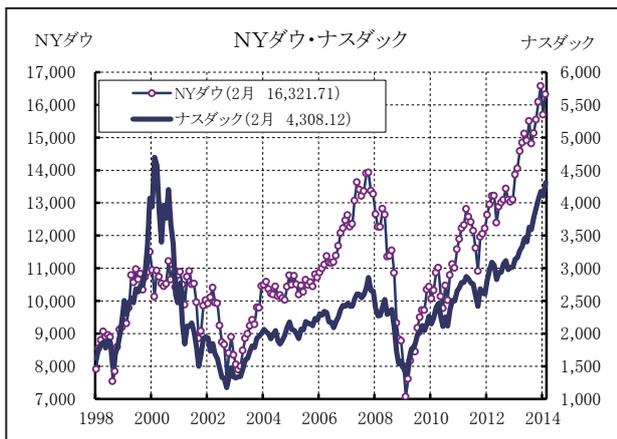
海外 マクロ経済



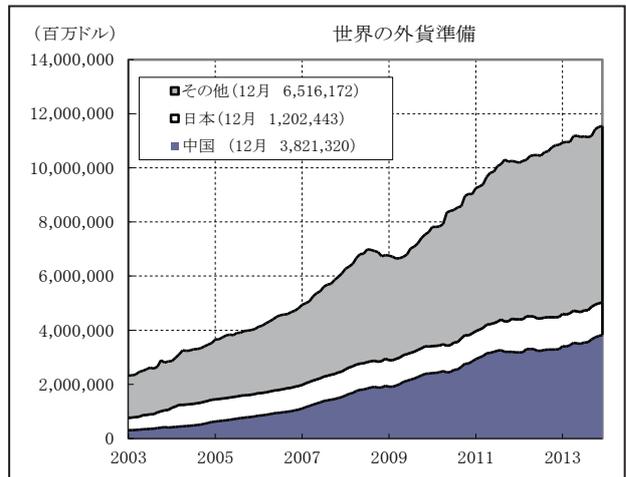
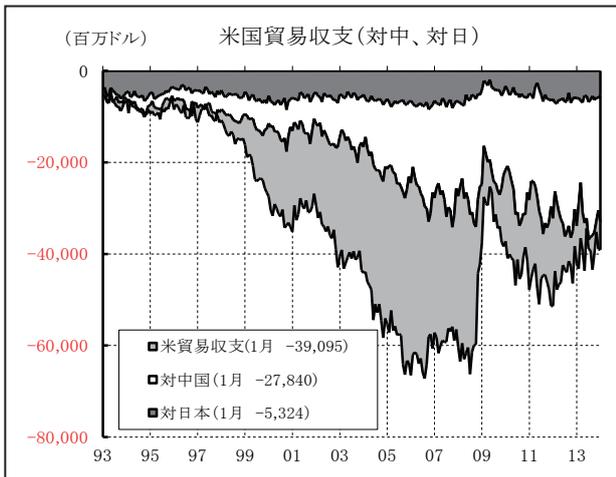
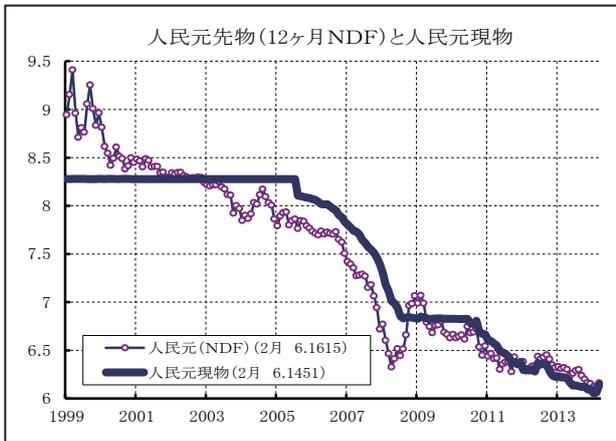
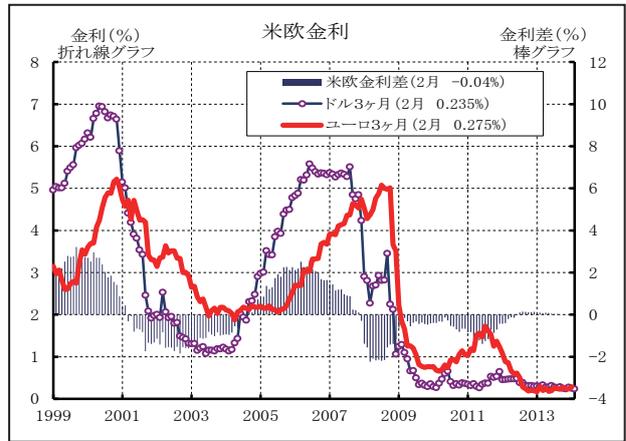
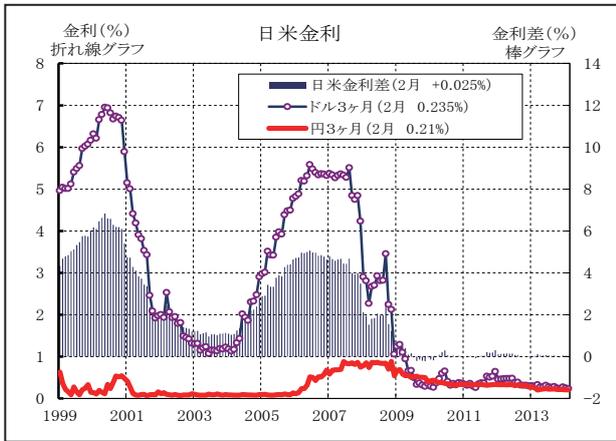
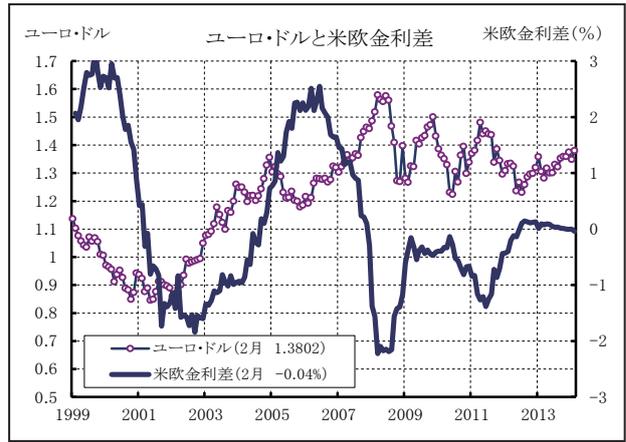
海外 債券市場



株式市場



為替市場

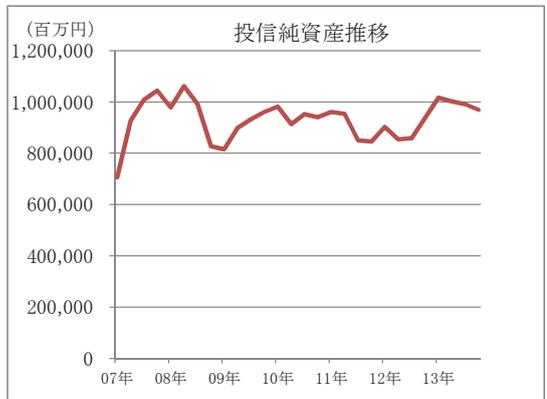
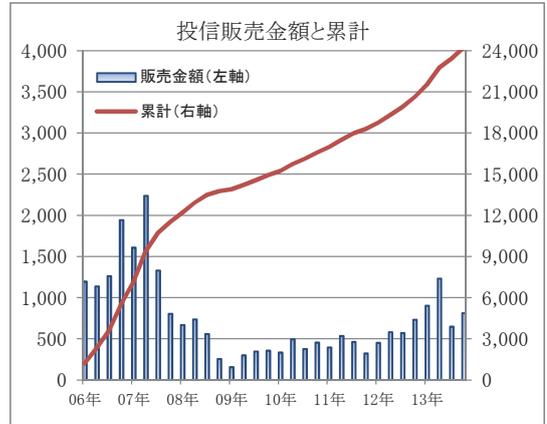


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年4-6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7-9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9-12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1-3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4-6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7-9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10-12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1-3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4-6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7-9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10-12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1-3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4-6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7-9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10-12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1-3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10-12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1-3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	-	-	-	-
2013年度累計	703,000	269,448	-	-
累計	10,915,022	2,423,533	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.3.14)	純資産 (2014.3.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.3.14)	純資産 (2014.3.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.3.14)	純資産 (2014.3.14)
野村6資産(安定)⑥	180円	10,773	38,393	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,836	4,151	グローイング台湾株式②	1900円	11,760	11
野村6資産(分配)⑥	180円	9,184	170,792	eMAXIS 国内リート※①	なし	19,407	5,367	ニッセイ日本債券②	120円	9,977	296
野村6資産(成長)⑥	180円	9,688	40,015	eMAXIS 先進国株式※①	なし	17,702	14,404	DIAM世界リート②	420円	4,580	263,909
野村資産設計2015②	なし	9,623	2,057	eMAXIS 先進国債券※①	なし	12,440	4,368	DIAM高配当株式②	850円	14,457	7,234
野村資産設計2020②	なし	9,291	1,088	eMAXIS 先進国リート※①	なし	18,791	4,716	東京海上・円資産②	140円	11,216	7,140
野村資産設計2025②	なし	9,199	945	eMAXIS 新興国株式※①	なし	11,628	16,237	フィデリティ日本配当④	120円	8,366	17,458
野村資産設計2030②	なし	9,142	762	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,408	2,196	GS日本株式※②	10円	7,466	11,909
野村資産設計2035②	なし	8,878	512	Navioオーストラリア債券②	170円	11,007	238	セニユライフカナダ株式※④	3000円	10,464	9,625
野村資産設計2040②	なし	8,714	1,729	Navioカナダ債券②	60円	11,153	239	ステート・ゴールド①	なし	7,697	53
野村資産設計2045②	なし	15,121	60	Navioトルコ債券②	600円	9,551	325	スマートファイブ※⑩	なし	10,378	6,913
野村米国ハイイールド②	1020円	14,168	13,235	Navio南アフリカ債券②	540円	9,138	296	スマートファイブ※①	なし	10,551	2,655
同(為替ヘッジあり)②	540円	10,762	10,937	Navioブラジル債券②	360円	7,930	37	DWSグローバル公益債券※②	480円	10,538	107,825
大和インデックス225①	110円	10,593	35,878	Navioインド債券②	600円	10,600	1,015	同(為替ヘッジあり)※②	450円	11,264	14,878
ダイワ成長国セレクト②	930円	7,590	83,298	Navioマナーブル②	なし	10,008	1	メキシコ債券オープン※⑩	3160円	11,632	40,166
日興五大陸債券②	240円	8,782	109,601	三菱UFJ高金利債券②	840円	11,087	80,383	インドネシア・ルビラ債券②	なし	9,115	5
日興五大陸株式④	240円	9,248	22,172	日本株式SRI①	なし	6,389	4,187	グローイングブラジル株式②	なし	8,968	5
フォーシーズン※⑩	360円	8,614	29,621	エマージング・ソブリン※⑩	600円	7,941	43,710	新光日本小型株ファンド	なし	10,538	18
ビムコ・グローバル債券②	480円	12,336	20	同(為替ヘッジあり)※⑩	1260円	10,076	124,814	MHAM リート②	なし	10,878	22
同(為替ヘッジあり)②	480円	9,707	46	新光サザンアジア株式②	2200円	11,059	3,482	合計	-	-	1,370,083
eMAXIS TOPIX※①	なし	13,963	8,603	新光世界インフラ株式②	650円	14,584	31				

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ⑩毎月決算型 ⑥年6回決算 ④年4回決算 ②年2回決算 ①年1回決算

純資産ランキング

(単位:百万円)

順位	ファンド名	純資産	ウエイト
1	DIAM世界リート②	263,909	19.3%
2	野村6資産(分配)⑥	170,792	12.5%
3	ES(為替ヘッジあり)※⑩	124,814	9.1%
4	日興五大陸債券②	109,601	8.0%
5	DWSグローバル公益債券※⑩	107,825	7.9%
6	ダイワ成長国セレクト②	83,298	6.1%
7	三菱UFJ高金利債券②	80,383	5.9%
8	エマージング・ソブリン※⑩	43,710	3.2%
9	メキシコ債券オープン※⑩	40,166	2.9%
10	野村6資産(成長)⑥	40,015	2.9%
計		1,064,513	77.7%

基準価格ランキング

順位	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	19,407
2	eMAXIS 先進国リート※①	18,791
3	eMAXIS 先進国株式※①	17,702
4	野村資産設計2045②	15,121
5	新光世界インフラ株式②	14,584
6	DIAM高配当株式②	14,457
7	野村米国ハイイールド②	14,168
8	eMAXIS TOPIX※①	13,963
9	eMAXIS 先進国債券※①	12,440
10	eMAXIS 新興国債券※①	12,408

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

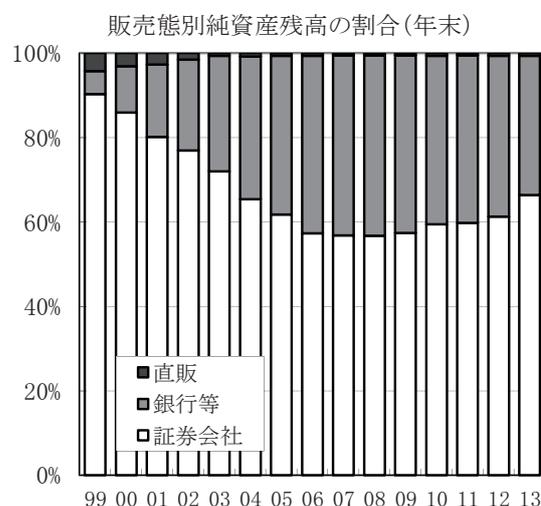
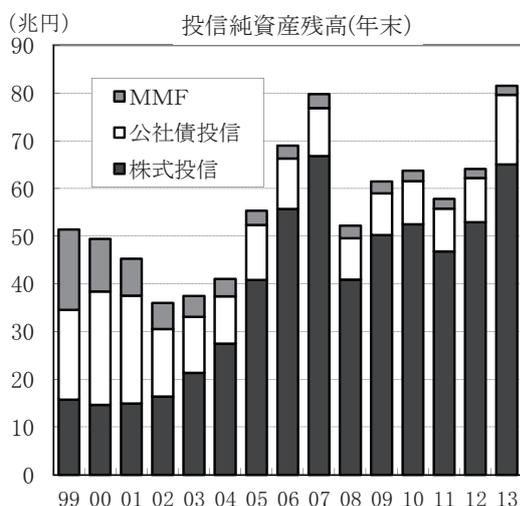
(単位:億円)

タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単体型	追加型						計	単体型	追加型	計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,638
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	145,209	145,454	19,259	815,232
2013年11月	14,109	44,770	153,613	124,550	281,964	150,241	630,588	644,697	252	132,171	132,423	18,908	796,028
12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	145,209	145,454	19,259	815,232
2014年1月	15,683	44,662	147,711	118,935	278,185	147,697	618,255	633,938	241	135,524	135,766	19,435	789,234
2月	16,655	44,448	148,760	119,309	284,363	153,174	630,745	647,400	204	132,472	132,676	19,645	796,925

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2013年11月	520,405	65.4%	270,191	33.9%	5,432	0.7%	796,028	100%
12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年1月	518,594	65.7%	265,372	33.6%	5,171	0.7%	789,137	100%
2月	521,713	65.5%	270,041	33.9%	5,170	0.6%	796,924	100%



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち						債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金	繰延税金負 債	負債合計
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定期貯金の うち	その他貯金					
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599	4,145			517,776	2,768,867	
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073	3,431			427,809	2,595,928	
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888	2,908			361,758	2,407,711	
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940	2,344			306,281	2,232,138	
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865	2,100			273,659	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	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	1,883,012	
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	1,858,388	
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	1,843,497	
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	1,860,017	
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	1,888,431	

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち						
		前期末増減額	流動性貯金の 前期末増減額	定期性貯金の 前期末増減額	その他貯金の 前期末増減額			
2012年9月	1,757,968	▲ 9,313	600,971	▲ 13,551	1,154,442	4,289	2,555	▲ 51
12月	1,769,113	11,145	608,231	7,260	1,158,512	4,070	2,371	▲ 184
2013年3月	1,760,961	▲ 8,152	599,715	▲ 8,516	1,158,786	274	2,461	90
6月	1,773,057	12,096	612,026	12,311	1,158,279	▲ 507	2,652	191
9月	1,764,498	▲ 8,559	599,773	▲ 12,253	1,162,003	3,724	2,721	69
12月	1,776,298	11,800	609,570	9,797	1,164,524	2,521	2,204	▲ 517

<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		定期郵便貯金の 前期末増減額	
		特別貯金の 前期末増減額	通常郵便貯金の 残高	通常郵便貯金の 前期末増減額	定期郵便貯金の 残高	定期郵便貯金の 前期末増減額	
2013年10月	274,949	▲ 3,029	38,665	▲ 709	236,259	▲ 2,319	
11月	272,247	▲ 2,702	38,057	▲ 608	234,165	▲ 2,094	
12月	268,701	▲ 3,546	37,760	▲ 297	230,917	▲ 3,248	
2014年1月	265,849	▲ 2,702	37,461	▲ 608	228,365	▲ 2,094	
2月	263,287	▲ 2,562	37,021	▲ 440	226,243	▲ 2,122	

(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、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行政法人郵便貯金・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		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2013年8月	0.8	0.9	0.04
9月	0.8	0.8	0.04
10月	0.6	0.7	0.04
11月	0.6	0.6	0.04
12月	0.7	0.7	0.04
2014年1月	0.7	0.7	0.04
2月	0.6	0.7	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年未満

(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				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
		国債	地方債	社債	国債						
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	
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	

(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、買戻先勘定を含む(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、貸出引当金を含む(2007年9月以前)。

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

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2004年3月	89,534,978	18,332	9,872,196	387,918	6,996,720	58,919	3,501,161	▲ 134,234	109,905,055	330,935
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		合計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1					5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1					8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0			12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1			12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14	13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196	13,793	799
2013年9月	10,960	456	944	47	19	0	69	1	3,023	360	15,017	866

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライヤー比率	経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)	VaR				VaR 期間
				年度末値	最大値	最小値	平均値	
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月~2008年3月
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月~2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月~2010年3月
2011年3月	13.77%	11,866	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月~2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月~2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月~2013年3月
2013年9月	10.68%	9,975	93,340					

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

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

< 信用リスク >

(単位: 億円)

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

(注)1 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注)2 デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額(D)	基本的項目(A)				リスクアセット等(E)	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額			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		資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除して得た額			
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%	85.90%
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%
2013年9月	9,333,686	3,500,000	4,296,285	1,537,400	-	341	15,389,231	11,748,593	483,758	3,156,879	60.05%	60.05%

(注)1 OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

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

お問い合わせ先
〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4
一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター
電話 03(5275)1814 FAX 03(5275)1805

注:この資料は特定の売買を推奨するものではありません。
この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品