

ゆうちょ資産研レポート

2017年3月号

ファンダメンタル・アナリシス 1

人手不足は益々深刻化へ～労働力人口シミュレーション

SMBC日興証券株式会社 金融経済調査部

日本担当シニアエコノミスト 宮前 耕也

マーケット・アウトLOOK (1) 7

F R B のバランスシート政策の論点整理

大和証券株式会社 チーフエコノミスト 永井 靖敏

マーケット・アウトLOOK (2) 13

レジームチェンジを見極める株式市場、「森より木」が重要に

みずほ証券株式会社 投資情報部部長 倉持 靖彦

資産研コーナー 19

ESG（環境・社会・企業統治）投資

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

人手不足は益々深刻化へ ～労働力人口シミュレーション

SMBC 日興証券株式会社 金融経済調査部

日本担当シニアエコノミスト 宮前 耕也

■ 2016 年の労働市場 ～既に需要不足ではなく供給不足

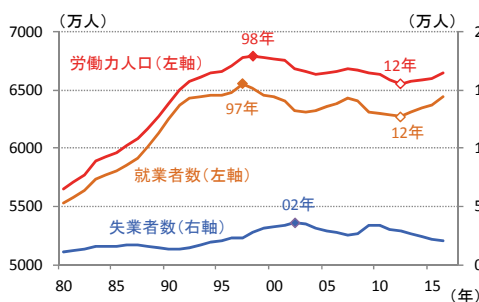
＜就業者数増を供給面から考える＞

昨今は人手不足が様々に指摘されているが、マクロ経済で労働市場の現状を確認してみたい。日本経済全体での働き手（雇用者数+自営業者数）を示す就業者数は、2016 年に 6440 万人（2015 年 6376 万人）となり、2012 年を底に 4 年連続で増加した（図表 1）。働き手自体は増えているので、人手不足ではないようにも見えるが、その中身が問題だ。就業者数の増加を供給面からみれば、失業者からの転換（失業者数減少）および労働力人口増加の影響がともに大きい。特に、2015 年までは失業者からの転換が多かったが、2016 年は労働力人口増加の影響の方が大きくなっている（図表 2）。日本経済がほぼ完全雇用状態に達する中、すなわち循環的失業者がほぼ払底する中、失業者から就業者への転換は減少しつつあるが、代わって労働力人口増加の勢いが増す形で、企業の労働需要が賄われている。

15 歳以上人口が 2011 年をピークに減少基調へ転じたにもかかわらず、労働力人口が増加基調にあるのは、非労働力人口が減少、労働参加率が上昇したためだ（図表 3、図表 4）。労働参加率は 2012 年の 59.1% をボトムとして 4 年連続で上昇し、2016 年には 60.0% まで戻っている。1955 年以降の長期データでみると（図表 5）、かつて 70% 台にあった労働参加率は、少子高齢化を主因として長らく低下基調を辿ってきた。例外はバブル期で、1988 年から 1992 年まで 5 年連続の上昇を記録している。直近の 4 年連続の上昇は、バブル期以来の例外的な現象である。

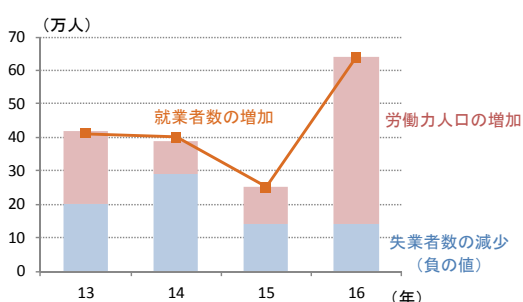
ただし、バブル期と直近で異なる点もある。バブル期の頃は、15 歳以上人口の増加が続く下で、労働力人口のみならず非労働力人口も増加した。だが直近では、上述の通り 15 歳以上人口が減少基調を辿る中、非労働力人口がさらに減少する形で、労働力人口の増加に繋がっている。元々働く意欲のなかった者を、待遇改善や採用条件緩和等を通じて労働参加へのインセンティブを高めて、就労に繋げていると考えられ、バブル期よりも労働需給が逼迫している状況と言えよう。非労働力人口の内訳をみると、元々減少基調にあった「家事」理由の者が一段と減少し、労働市場に参入したことが分かる（図表 6）。

図表 1. 就業者数は 2012 年を底に増加基調
労働力人口・就業者数・失業者数の推移



出所: 総務省、SMBC日興証券

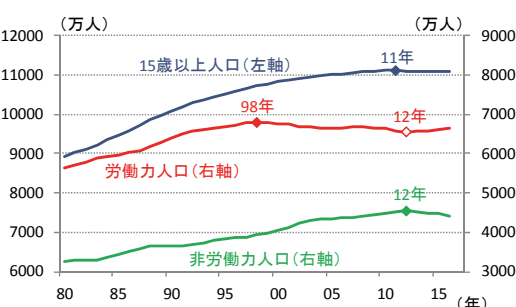
図表 2. 2016 年は労働力人口増加の影響が大きい
労働力人口・就業者数・失業者数の変化(前年差)



注: それぞれストックデータの前年差をとっている

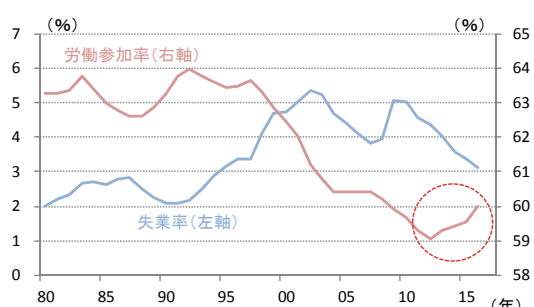
出所: 総務省、SMBC日興証券

図表 3. 非労働力人口が減少、労働市場へ参入
15 歳以上人口・労働力人口・非労働力人口の推移



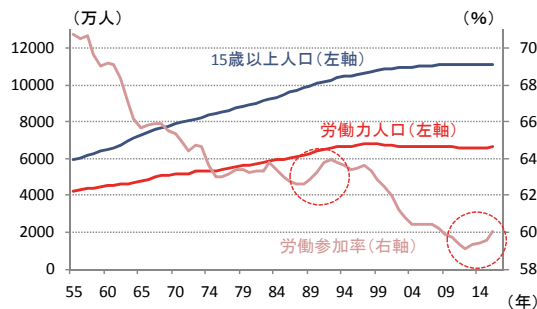
出所: 総務省、SMBC日興証券

図表 4. 2013 年以降、労働参加率が上昇
失業率・労働参加率の推移



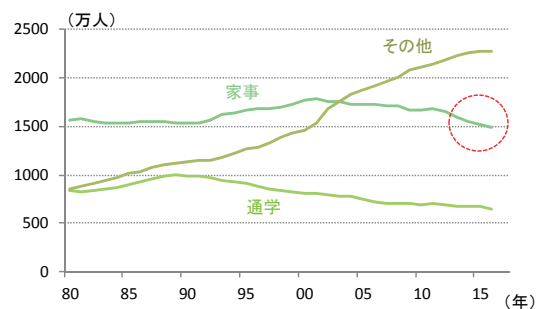
出所: 総務省、SMBC日興証券

図表5. 労働参加率は長らく低下基調、例外はバブル期と直近
15歳以上人口・労働力人口・労働参加率の長期推移



出所: 総務省、SMBC日興証券

図表6. 「家事」理由の者が近年一段と減少
非労働力人口の内訳



出所: 総務省、SMBC日興証券

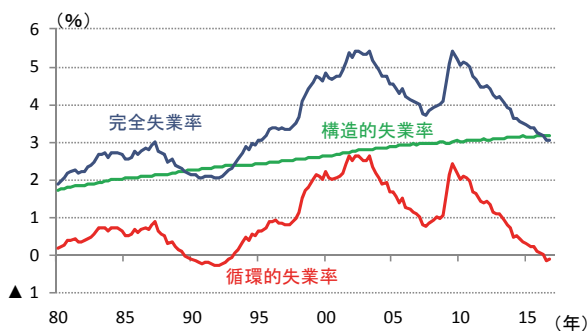
＜労働市場は既に需要不足ではなく供給不足＞

就業者数が増加基調を維持できるか否かは、労働需要が不足している局面であれば総需要（景気）次第であるが、労働供給が不足する局面では労働力人口次第、すなわち労働参加率次第だ。労働供給が不足する局面では、景気が良くても人手を確保できなければ、経済成長を制約する。

既に労働市場が需要不足ではなく供給不足に陥っていることを示す指標は複数ある。まず、失業率が既に構造的失業率に達し、ほぼ完全雇用状態にある（図表7）。また、求人数（労働需要）の増加と求職者数（労働供給）の減少が続く形で有効求人倍率が上昇し、バブル期以来の高水準に達している（図表8）。また、雇用失業率低下と欠員率上昇が併存しており、ミスマッチが改善しないまま、「未利用の労働供給」が減り続ける一方、「未充足の労働需要」が増え続けている（図表9）。人手不足解消にはミスマッチ改善が一つの方策ではあろうが、そもそもミスマッチは解消が難しい構造的な「壁」であり、現実的にそれを期待するのも難しい。

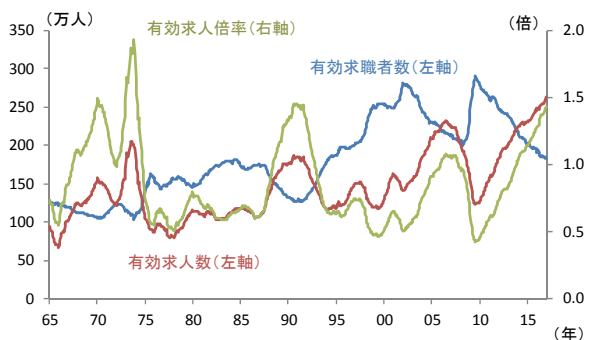
失業率が既に構造的失業率に達する中では、すなわち循環的失業者がほぼ払底し、ミスマッチなど構造的な問題で滞留する失業者しか残されていない状況下では、労働供給源として失業者から就業者への追加的な転換も期待しづらくなっている。就業者数の増加には、供給面では労働力人口の増加が一段と重要になっており、15歳以上人口が減少基調へ転じる中では、労働参加率の上昇が欠かせない。

図表7. 失業率は既に構造的失業率に達している
失業率の推移



注: 構造的失業率はUV曲線に基づき当社経済分析チーム推計
出所: 総務省、厚生労働省、SMBC日興証券

図表8. 求人数が増加基調、求職者数が減少基調
有効求人数・求職者数・求人倍率(月次季調値)

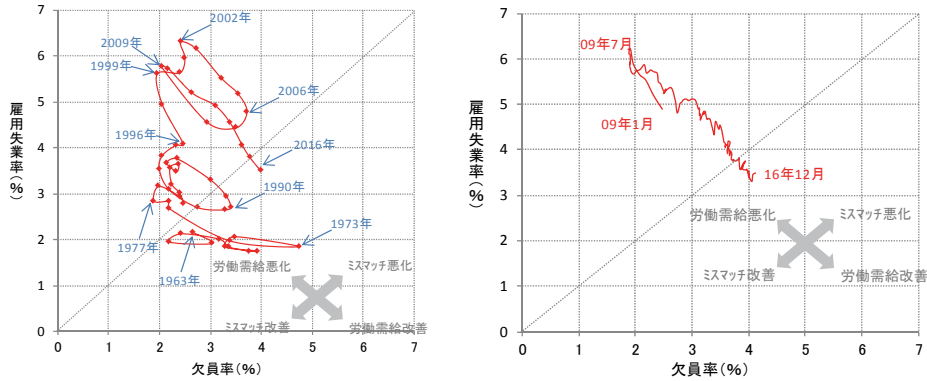


出所: 厚生労働省、SMBC日興証券

図表 9. 雇用失業率低下と欠員率上昇が併存、ミスマッチ改善進まず労働需給逼迫

UV 関係(失業・未充足曲線) 暦年データ

UV 関係(失業・未充足曲線) 月次・季調値データ



注: 欠員率=(有効求人数-就職件数)÷(有効求人数-就職件数+雇用者数)。雇用失業率=失業者数÷(失業者数+雇用者数)
出所: 総務省、厚生労働省、SMBC日興証券

■人手不足は益々深刻化へ ～労働力人口シミュレーション

では、先行き労働力人口の増加継続は可能であろうか。それには当面の対応として労働参加率の上昇継続が欠かせない。だが、いくら労働参加率が上昇しても、少子高齢化で生産年齢人口が減少すれば、労働力人口は増えないし、そもそも労働参加率自体も人口動態の影響を受ける。以下、男女別・年齢階級別の労働参加率に一定の仮定を置いて、人口動態を踏まえた全体の労働参加率および労働力人口のシミュレーションを行ってみる。

＜男女別・年齢階級別の労働参加率の推移＞

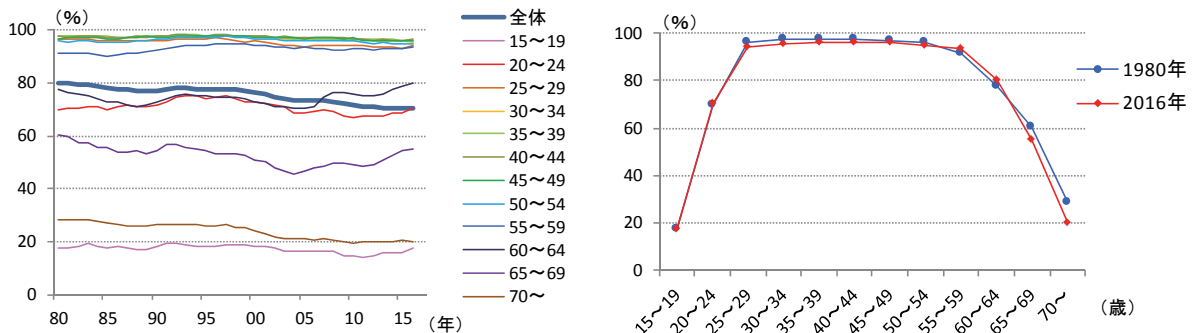
まずは、男女別・年齢階級別の労働参加率の推移について、図表 10 及び図表 11 にて確認してみる。男性全体の労働参加率は、1980 年に 79.8%であったが、2016 年には 70.4%へ低下しており、36 年間で 9.4% pt も落ちている。年齢階級別に労働参加率を繋いだカーブ自体は 1980 年から殆ど変わっていないので、男性全体の労働参加率の低下は少子高齢化が主因と考えられる。

一方で、女性全体の労働参加率は、1980 年に 47.6%であったが、2016 年には 50.3%へ上昇している。男性と同様、少子高齢化が女性全体の労働参加率の低下圧力になったはずだが、カーブの上方シフトが女性全体の労働参加率上昇に寄与した。年齢階級別にみると、大学進学率上昇の影響を受けているとみられる 15～19 歳が低下、70 歳以上が僅かに低下で、それ以外が軒並み上昇している。特に 25～29 歳及び 30～34 歳の上昇幅が大きく、いわゆる M 字カーブがなだらかになっている。

図表 10. 1980 年との比較では、2016 年の男性のカーブの形状は殆ど変わらず

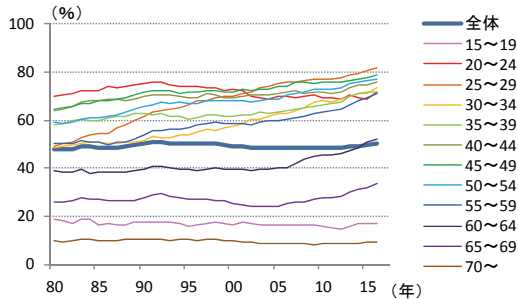
年齢階級別の労働参加率推移(男性)

年齢階級別に労働参加率を繋いだカーブ(男性)



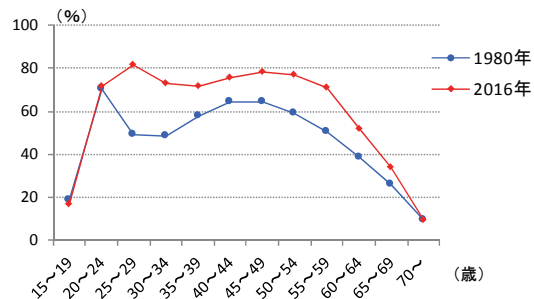
出所: 総務省、SMBC日興証券

図表 11. 1980 年との比較では、2016 年の女性のカーブ（いわゆる M 字カーブ）はなだらかに
年齢階級別の労働参加率推移（女性）



出所: 総務省、SMBC日興証券

年齢階級別に労働参加率を繋いだカーブ（女性）



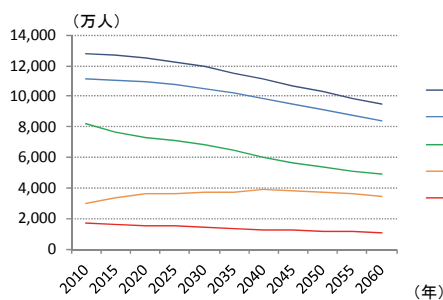
＜シミュレーションの前提となる人口動態＞

次に、シミュレーションの前提となる人口動態は、国立社会保障・人口問題研究所の将来人口推計（平成 24 年 1 月推計）を用いる。将来人口推計では、出生・死亡についてそれぞれ 3 仮定（低位・中位・高位）が設けられ、それらの組み合わせで 9 つの推計が実施されている。実績値が出ている 2015 年分について検証すると、死亡に関しては中位推計が最も近く、出生に関しては高位推計と中位推計の間にある（どちらかといえば高位に近い）。よって、当シミュレーションの前提には、やや楽観的になるが、「出生高位・死亡中位」の将来人口推計を用いてみる。

なお、「出生高位・死亡中位」の推計では、総人口、15 歳以上人口、生産年齢人口（15～64 歳）ともに減少基調を辿る見込みだ（図表 12 左）。このうち総人口と 15 歳以上人口については、2060 年まで一貫して減少ペースの加速が続く見込みだ。生産年齢人口の減少ペースについては、2025 年まで一旦鈍化した後、2040 年まで加速、2060 年に向けて鈍化と不安定な動きになる（図表 12 右）。これは、団塊世代および団塊ジュニア世代が高齢化により生産年齢人口から退出する動きを反映している（図表 13）。

図表 12. 総人口、15 歳以上人口、生産年齢人口（15～64 歳）ともに減少基調へ

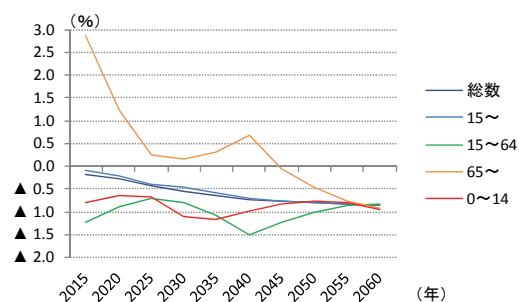
将来人口推計



注: 平成 24 年 1 月推計の「出生高位・死亡中位」

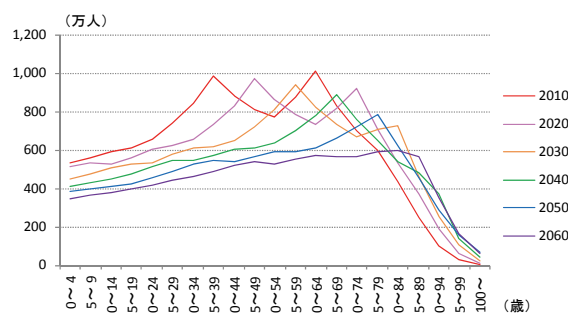
出所: 国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

将来人口推計（年率換算の変化率）



図表 13. 団塊世代及び団塊ジュニア世代が 2 つの山を作っている

年齢階級別の将来人口推計



注: 平成 24 年 1 月推計の「出生高位・死亡中位」

出所: 国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

＜男女別・年齢階級別の労働参加率の仮定＞

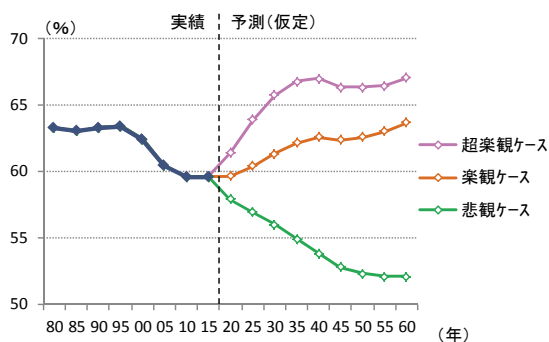
次に、男女別・年齢階級別の労働参加率については、悲観・楽観・超楽観の3ケースを仮定してみる。現実のパスは悲観ケースと楽観ケースの間を通ると想定される（図表14）。

悲観ケースでは、男女別で各年齢階級の労働参加率を2016年から横ばいと置いている。全体の労働参加率は、人口動態要因のみが作用し、徐々に切り下がっていく（図表15）。

楽観ケースでは、2016年までの4年間で労働参加率が上昇した各階級について、そのまま同じペースで上昇が続くと仮定している。ただし男女とも15～19歳と20～24歳の若年層については、大学進学率上昇を考慮して労働参加率据え置きとしている。また各階級の労働参加率を95.0%で頭打ちとしている（男性中年層の労働参加率が同程度で頭打ちになるため）。全体の労働参加率は、人口動態による下押し圧力を跳ね除けて上昇傾向を辿り、2060年には63.5%と1980年の値（63.3%）を超える（図表16）。

超楽観ケースでは、2016年までの4年間で労働参加率が上昇した各階級について、2倍のペースで上昇が続くと仮定している。ただし、楽観ケースと同様、男女とも若年層については労働参加率据え置きとし、各階級の労働参加率を95.0%で頭打ちとしている。全体の労働参加率は、早くも2025年には1980年の値を超え、2030年代まで急上昇が続く。その後頭打ちとなり、2040年代に低下するのは、多くの階層で（特に女性の）労働参加率が頭打ちとなる中、少子高齢化要因が効いてくるためである（図表17）。

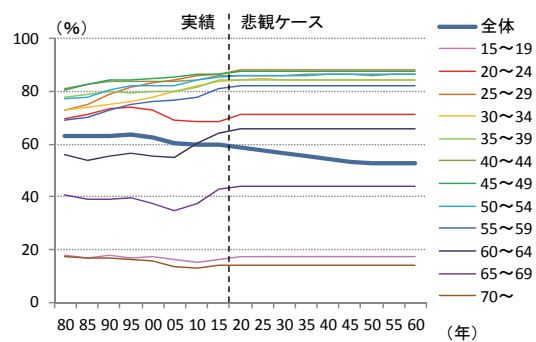
図表14. 現実のパスは悲観ケースと楽観ケースの間を通る見込み
悲観・楽観・超楽観の各ケースにおける労働参加率



注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照

出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

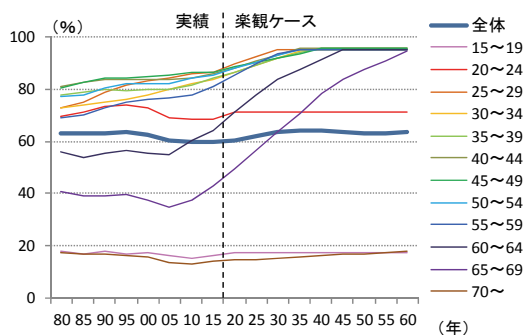
図表15. 人口動態要因で徐々に切り下がる
悲観ケースにおける労働参加率



注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照

出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

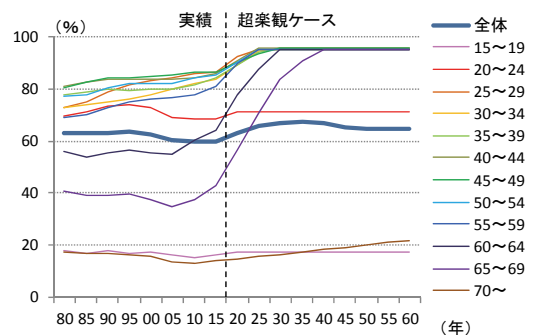
図表16. 人口動態による下押し圧力を跳ね除けて上昇傾向
楽観ケースにおける労働参加率



注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照

出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

図表17. 2030年代まで急上昇、その後頭打ちに
超楽観ケースにおける労働参加率



注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照

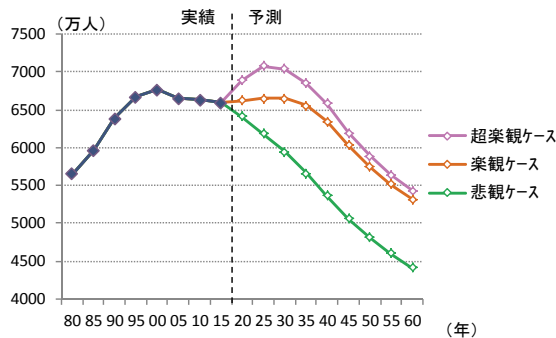
出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

＜労働力人口のシミュレーション＞

以上の通り、前提となる人口動態については国立社会保障・人口問題研究所による「出生高位・死亡中位」の将来人口推計を用い、労働参加率については悲観・楽観・超楽観の3ケースを仮定して、労働力人口のシミュレーションを実施したものが図表18～図表21である。

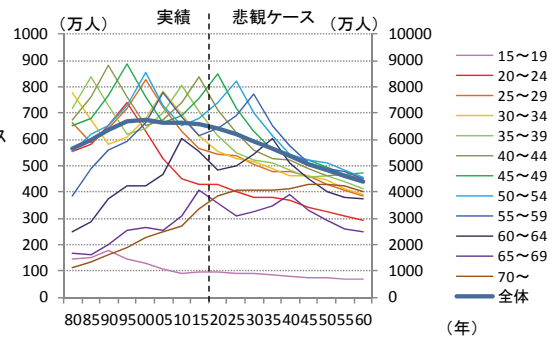
このうち、悲観ケースでは労働力人口は明確に減少基調を辿る見込みだ。楽観ケースの場合は、少子高齢化に伴う下押し圧力を労働参加率上昇が相殺、2030年まで横ばい圏を辿ろうが、その後下押し圧力が勝って減少基調を辿る見込みだ。現実のパスは、楽観ケースと悲観ケースの間を通るだろう。労働力人口は近年増加基調にあるが長続きせず、遅くとも2030年代には減少基調を辿るだろう。なお、超楽観ケースの場合は、労働力人口が当面急増するものの、2025年をピークに減少基調へ転じることになる。

図表18. 楽観ケースでも労働力人口は2030年代に減少基調へ
悲観・楽観・超楽観の各ケースにおける労働力人口



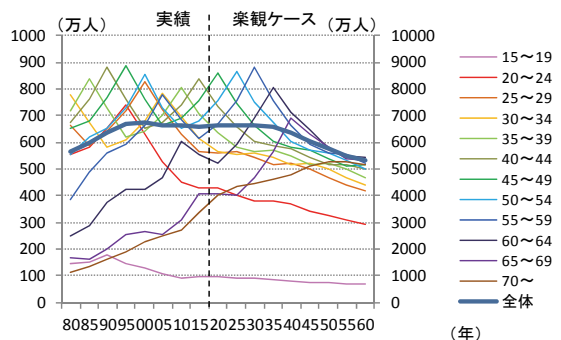
注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照
出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

図表19. 悲観ケースでは労働力人口は明確に減少へ
悲観ケースにおける労働力人口



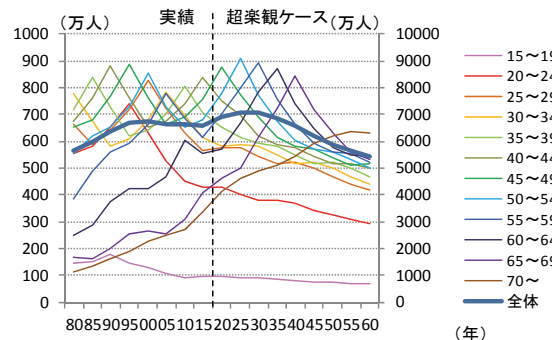
注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照
出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

図表20. 楽観ケースでは労働力人口は当面横ばい圏のち減少へ
楽観ケースにおける労働力人口



注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照
出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

図表21. 超楽観ケースでは労働力人口は2025年にピーク
超楽観ケースにおける労働力人口



注: 男女合計の値。計算方法等は本文参照
出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

＜人手不足は益々深刻化へ＞

日本経済はほぼ完全雇用状態に達している。循環的失業者がほぼ払底し、現存する失業者はミスマッチなど構造的な問題で滞留している者しか残っていない。そのような状況下では、先行き失業者を現実的な労働供給源として期待しづらい。就業者数の増加を維持するためには、供給面では労働力人口の増加が一段と重要になっており、15歳以上人口が減少基調へ転じる中では、労働参加率の上昇が欠かせない。

だが、ここ4年ほど観察された労働参加率の上昇がこのまま続くと楽観的にみても、労働力人口は伸び悩むであろう。それは、少子高齢化により、主な働き手となる生産年齢人口が減少するためだ。労働力人口の増加は長続きせず、せいぜい横ばい圏を辿る見込みで、遅くとも2030年代には減少基調へ転じるだろう。人手不足は益々深刻化する見込みだ。

労働力人口を増加させるための当面の対応としては、労働参加率上昇が必要であろうが、いずれそれも頭打ちになる。抜本的には、子育て支援や移民受け入れなどの人口増加策や、労働生産性を向上させる施策が必要で、それが無ければ人手不足が経済成長の制約要因になり続けよう。

マーケット・アウトLOOK (1)

F R Bのバランスシート政策の論点整理

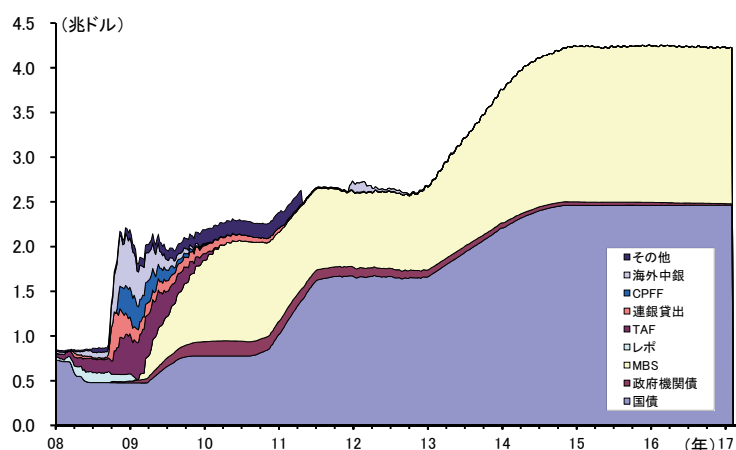
大和証券株式会社 チーフエコノミスト 永井 靖敏

バランスシート政策に関する議論が活発化

F R B（連邦準備制度理事会）の内部で、バランスシート政策に関する議論が活発に行われているようだ。この背景には、量的緩和を実施したことで、F R Bの保有資産は4.4兆ドルと、リーマンショック前の0.8兆ドルから大幅に拡大したなか（図表1）、議会から、F R Bが必要以上の資産を保有していることに対して、批判する声が出ていることがある。量的緩和は、財政政策に近い側面があることを理由に、F R Bが権限を逸脱していた、とする意見も少なくない。議会は、緊急時の対応として、消極的ながら容認したが、平時には、F R Bのバランスシートを、量的緩和前の状態に戻すべき、とする声が根強い。

こうしたなか、F R Bは、バランスシート正常化に関して、2014年9月に発表した「金融政策正常化の原則と計画」で、大まかな方針を示している。具体的には、保有資産の正常化は、①再投資停止により実施する、②予見可能な手法で行う、③F F（フェデラル・ファンド）レートの引き上げを先行させる、というもので、実際に再投資を停止する時期に関しては、経済・金融情勢次第、とするのにとどめていた。

図表1：F R Bの保有資産



出所：F R B

ただ、ここに来て、より具体的な議論が行われている模様だ。昨年の12月に開催されたF O M C（連邦公開市場委員会）の議事録で、償還金再投資停止が利上げのパスに影響を与える可能性が議論されたことが明らかになっている。その後も、複数のF R B高官が、償還金の再投資を停止する必要性に言及。今年の2月14日（火）には、イエレンF R B議長が、上院銀行委員会での議会証言で、現行のバランスシート政策を説明。議員からの質問に対して、「今後数カ月間にバランスシートの戦略について協議する」と答えた。22日（水）に公開された1月末から2月初めのF O M C議事録でも、「F R Bの資産規模縮小について今後の会合で議論を開始すべきだとの見解で概ね一致」と記載されている。議事録で予告した通り、3月のF O M Cでは、F R Bバランスシート戦略について再投資停止の時期、手法、公表方法、適正なバランスシートの規模など、さらに踏み込んだ議論が行われたと考えられる（本原稿は、3月のF O M C声明文公表前に執筆）。

再投資停止の柔軟性

まず、「金融政策正常化の基本原則と計画」で示した大まかな方針の妥当性について、改めて議論を行う模様だ。すなわち、バランスシートの規模縮小は、徐々に、予見可能な方法で実施するとしていたが、ブレイナードFRB理事は3月1日（水）の講演で、金利政策と合わせて機動的に調整することで、FOMCの政策目標の達成を目指す方法について、理論的には魅力的かもしれないと指摘。仲間との議論を楽しみにしていると発言した。

ただし、理事自身、これまで経験がないことを根拠に、実際に採用することに対して否定的な見解を示している。FRBが、2014年1月からテーパリングを実施した際も、減額は一定のペースで行った。経済・物価をファインチューニング（微修正）する金融政策は、あくまでも金利政策で、バランスシートの規模縮小は、オートパイロット（自動操縦）方式にする可能性が高そうだ。

FRBの適正なバランスシートの規模

自動操縦方式にするためには、事前に、目標とするFRBの資産保有額（バランスシートの「最適規模」）、「最適規模」に至るまでの期間を、保有資産別に決める必要がある。再投資停止後、状況に応じて再開する仕組みは、自動操縦方式とはいえない。

「最適規模」は、量的緩和実施前の約0.8兆円程度が一つの参考になろう。これに、実施前、年間200億ドル程度増加していたことと、実施してから10年程度経過していることを踏まえると、現在は1兆円程度が適正、という計算になる。シカゴ連銀エバンズ総裁も、2月9日（木）に「バランスシートの静止点は1兆ドル以上、もしかすると1兆5000億ドルの可能性がある」と、筆者の計算に近いレベル感を示している。

ただし、バーナンキ前FRB議長が1月26日（木）、「最適規模」は現時点で2.5兆ドルより大きく、10年後に4兆ドルに達する可能性がある」と論じても、合理性を欠くものではない、とブログに投稿したように、「最適規模」については、FRBの内部でも見方が分かれている可能性がある。

調整期間と順序

「最適規模」と「最適規模」に至るまでの期間が決まれば、保有資産額の圧縮方針が決まる。10年後に4兆ドルとした「最適規模」が合理的で、10年の調整期間を費やしてもかまわない、との見方がFRBのコンセンサスになり、再投資を継続しながら「最適規模」になるまで待つ、という戦略が選択される可能性を完全に排除することはできない。

ただし、その可能性は小さいと筆者はみている。FRBは、最終的にはMBSの保有を止めたい、と考えているためだ。再投資停止が市場や景気に与える影響は、MBSの方が米国債よりも大きいとみられる。このため、MBSについては、米国債よりも緩やかなペースで圧縮するという手法が予想される。このほか、米国債の調整を先行させ、大きな問題が発生しないことを確認した後、MBSに手をつける可能性も考えられる。

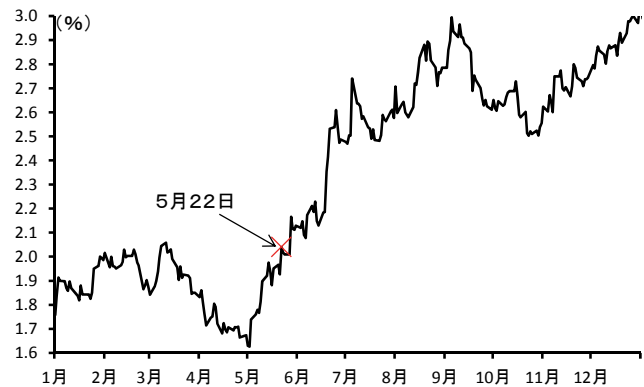
なお、MBSについては、期限前償還されることがあるため、FRBが保有額を主体的にコントロールできない、という技術的な問題もある。

市場に与える影響

自動操縦方式は、実施後の相場波乱を避けることができる、というメリットがある半面、唐突に発表すると、相場の波乱を招くおそれがある。F R Bとしては、2013年の「テーパリングかんしゃく」の再来を避けたい、と考えているようだ。

「テーパリングかんしゃく」は、バーナンキ F R B 議長（当時）が、米国債の買い入れの終了を示唆した時、長期金利が急上昇し、新興国の株式市場の急落を招いたことを指す（5月22日、図表2）。1月19日（木）の講演で、イエレン F R B 議長は再投資停止などで最終

図表2：2013年の10年債利回り

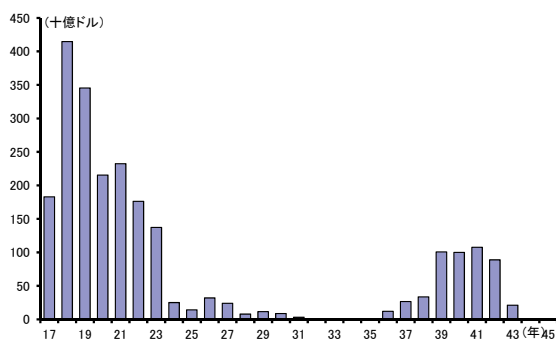


出所：Bloomberg

的にバランスシートを圧縮するアプローチを取れば、10年債利回りが0.15%上昇としたF R Bのモデルを用いた分析結果を紹介している。0.15%の上昇にとどまるのなら、たいした影響ではない、という考え方もあるが、市場はオーバーシュートすることを考慮する必要がある。分析結果が正しくても、場合によっては、市場の混乱を招き、想定外の影響が出るおそれがある。

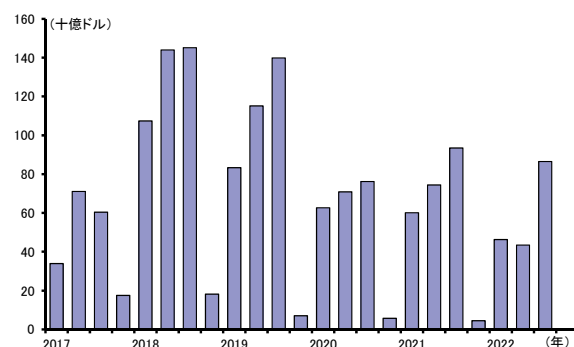
影響緩和の手法として、大量に償還される時期を避けるという考え方もあり得る。年次別にみると、2018年に大量に償還される（図表3）。四半期別にみると、2017年10～12月にはあまり償還されない（図表4）。ただし、再投資は必ずしもデジタルに停止する必要はなく、部分的に継続することで、影響を緩和するという手法もある。このため、F R Bは、大量償還の時期を必ずしも避けなければならない、というわけではない。

図表3：F R Bの償還年限別保有国債（年ベース）



出所：N Y連銀

図表4：F R Bの償還年限別保有国債（四半期ベース）



注：2022年償還分まで掲載

出所：N Y連銀

「テーパリングかんしゃく」の再来を防ぐより重要なポイントは、F R Bと市場との対話だろう。今後
も議会証言や講演等を通じ、何らかの道筋を示しそうだ。

時期としては、イエレンF R B議長の任期が満了になる2018年2月までに行動に移すことが望ましい、
と筆者はみている。トランプ米大統領は、選挙期間中、イエレンF R B議長を再指名しないことを公約
に掲げていた。F R Bの政策運営は、メンバーの投票に基づいて決定される形式になっているが、伝統
的に議長の判断が重視される。このため、再投資停止に対する方針を曖昧にしたまま議長が交代すると、
政策の不透明感が高まる。

2014年12月にバーナンキF R B議長（当時）は、テーパリングの開始を決断して花道を飾った。イエ
レンF R B議長も、前議長の手法を踏襲して、政策急変観測が浮上するリスクを抑えることに注力する
と思われる。

タイミング：F F レートが十分正常化される水準

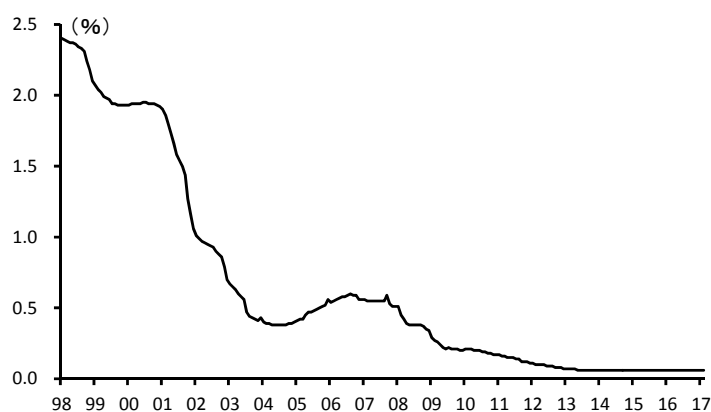
市場の最大の関心事は、F R Bがバランスシートの正常化に取り組む具体的なタイミングだろう。F
OMCの声明文では、再投資は「F F レートの水準が十分に正常化されるまで」維持すると明記してい
るため、これらの判断基準が鍵になるが、現時点では、「正常化」の定義や、「十分」の範囲について、
具体的な言及はない。

正常化の考え方の一つとして、金融機関の収益構造に筆者は注目している。日本や欧州ほどではないが、
アメリカについても、これまでの過度な政策金利の引き下げにより銀行に少なからぬ負担を与えている。
ゼロ金利制約により、預金金利をマイナスにすることができなかったため、預金口座の維持管理コス
トを銀行が肩代わりする形になっている。

F F レートが1%程度まで上昇すれば、肩代わりが一巡すると思われる。F R Bが2回利上げを実施
した後も、銀行が預金金利を引き上げる動きは出ていないなか（図表5）、複数の銀行が、1%程度まで
上昇すれば、預金金利の引き上げを検討する、とコメントしているためだ。

つまり、再投資停止・縮小の判断をする上で、F R Bが金融機関の収益構造を念頭に置いているのなら、
F F レート1%程度が目線の一つ、と考えられる。

図表5：銀行の預金金利（最小普通預金口座）



出所：RateWatch

政府や議会への対策

政府や議会への対策という点では、F R Bは早めにバランスシートの正常化に取り組む必要がある。現在、F F レートの引き上げは、銀行の当座預金に対する付利引き上げにより実施している。付利はF R Bから銀行に対する資金供与を意味する。今後利上げに伴う資金供与額の増加に対し、政府や議会からの批判が高まるおそれがある。

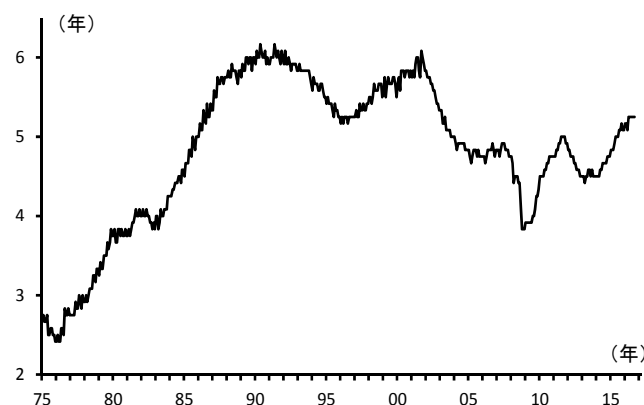
ただし、保有資産からの利金受け取り額の方がコストを上回るため、単純にF R Bの支払いコストだけに注目すべき問題ではない。F R Bが保有する米国債の平均利回りは2.49%、M B Sは2.63%（2016年9月末時点）。コストや収益と同時に、リスクにも注目する必要がある。現時点では、F R Bは収益を得ることができるが、再投資を続けると、いつまでも、保有国債の価格変動リスクを負うことになる。

コストや収益の問題を、F R Bのバランスシートだけで議論しても意味がない、と筆者は考えている。F R Bは、政府機関の一部であるため、長期金利の急上昇によりバランスシートが毀損しても、政府から確実に補填されるためだ。すなわち、バランスシートの適正サイズを考慮する場合、F R Bを政府の一部とみなした統合政府で考えるべきで、償還金の再投資の是非も、統合政府でみた国債管理政策という視点が必要だ。

現在米財務省の国債管理政策は、①規則的かつ予見可能、②中長期的な調達コストの抑制、③金利リスクの管理、④市場の機能及び流動性のサポート、⑤多様な投資家層の維持、を基本目標に据えている。すなわち、国債管理政策は、「今だけ良ければいい」という発想で行われているわけではない。目先の発行コストだけを考えれば、今は、短期債を中心に調達した方が安上がりだが、将来の金利上昇リスクに備えるため、中長期債による調達が求められている。

近年の米国債の発行年限は徐々に長期化してはいるが、過去のピークを下回っている（図表6）。2013年にかけて、発行年限を短期化した背景には、金融規制強化により短期債の需要が増加したことがある。トランプ政権により、インフレ的な政策が実施され、長期金利が上昇する可能性があること、金融規制が緩和され短期債の需要が減少する可能性があること、などから、現在、発行年限は長期化が望ましい状況にある、と筆者は考えている。仮に、F R Bが米財務省の国債管理政策に足並みをそろえるなら、F R Bの保有資産削減が自然な状況にある、といえそうだ。

図表6：米国債の平均発行年限



出所：米財務省

また、最近トランプ政権が、国民感情に訴える政策を重視している点も、F R Bにとって気がかりだろう。本来、コストは収益やリスクも念頭に置いて考えるべきだが、利上げによる、「F R Bから銀行へ資金供与増加」という点だけに注目され、無用なバッシングを受けるおそれがある。F R Bは、不毛な議論を避けるためにも、バランスシートの正常化を急ぎたい、と考えているかもしれない。

為替相場

政府や議会への対策に関連し、為替相場も一つの判断材料になりそうだ。為替相場への影響は、長期金利よりも短期金利の方が大きいと考えられるためだ。確かに、長期金利の上昇も、海外からの米国債購入を促すため、ドル高につながるが、短期金利の水準が低いままだと、為替リスクを容易にヘッジできるため、ドル高になり難い。ボストン連銀ローゼングレン総裁も、バランスシートの規模縮小に伴う長期金利の上昇の方が、F F レートの引き上げよりも、ドル上昇による輸出抑制や物価押し下げなどのマイナス効果が少ないとコメントしている（1月9日）。

為替は米財務省の専管事項で、F R Bが直接関与すべき問題ではない。ただ、ドルが上昇傾向にあるなか（図表7）、ドル高批判がF R Bに向かうことを避ける政策運営が望ましい、と判断する可能性もありそうだ。

2017年末頃に、F R Bは、具体的なバランスシート政策を発表・行使する、と筆者は予想しているが、議論すべき点が、数多く残されているようだ。

図表7：ドルの実効為替レート



注：名目ベース、ブロード・ベース

出所：F R B

マーケット・アウトルック (2)

レジームチェンジを見極める株式市場、「森より木」が重要に

みずほ証券株式会社 投資情報部部長 倉持 靖彦

経済政策は金融政策から財政政策・成長戦略へ

2016年11月、米国大統領選挙でトランプ氏が勝利、一旦は下落すると見込まれた米国株式市場はトランプ氏のプロビジネスな政策を期待し、大幅上昇という反応をみせた。特に金融株や資本財株、エネルギー株に牽引された12月中旬までの上昇相場は「トランプ相場の第一ステージ」である。2017年1月以降からは「トランプ相場の第二ステージ」であるが、ここまでは政策期待を背景に引き続きしっかりとした展開となっている。もっとも業種別騰落率をみると「第一ステージ」とはやや異なり、どちらかと言えば出遅れ業種にも買いが入り、株価指数の上昇は循環物色による底上げだったと捉えられる。

例えばディフェンシブ株や配当利回り株が買われたり、スマホ大手やインターネットサービス大手、半導体・電子部品、医療機器などグロース株が買われた。「第二ステージ」はトランプ大統領の政策の実現度合を見極めるステージであり、個々の政策による影響を吟味する必要があるが、その影響は政策の組み合わせにより多様であり、業種や個々の企業に与える影響に確信を持つことは、至難の業とも言える。

米国以外の国・地域に目を向けてみると、2016年11月8日以降、3月中旬までの期間に、株価指数がマイナスのパフォーマンスになった主要国はほぼ無い一方、先進国、新興国の債券はマイナスのパフォーマンスであった。これまでも何度も市場の中で浮かんでは消える「グレートローテーション」の言葉が目立つようになった。

そもそも米国のみならず世界株が堅調なことの背景には、トランプ大統領の政策による米国景気の回復期待だけではない。大きな転換点は、昨年の本欄にても指摘しているが、2016年2月のG20にあると考えている。すなわち、グローバル経済の底上げには、①金融政策のみではなく、財政政策や成長戦略を組み込むべきとの方針を強調したこと、②為替切下げ競争に対する警鐘、③米国の拙速な利上げへの警告があろう。合わせて、ちょうど時を同じくして、OPECとロシアの原油生産量の現状凍結合意があり、原油価格が底を打ったことや中国の段階的な景気刺激策の効果により中国景気のパフォーマンスが改善を見せたことがあった。この点からすれば、トランプ氏が勝利していなくとも、経済政策のレジームチェンジを起点としたグローバル経済の循環的な回復が、世界株をある程度押し上げていただろう。

では果たして、グローバル経済は世界版「三本の矢」、なかでも財政政策と成長戦略による政策協調が奏功し、構造的な底上げ局面に至ることが長期的に可能なのかという問題、つまり、ある

程度本格的な「グレートローテーション」が来ているのか。仮にそれが来ているとして、景気拡大期間が2009年から8年目という長期拡大となっている中で、超緩和的な金融緩和によるレバレッジに伴い、脆弱性があらわになるリスクが無いのかが、市場の関心事であろう。こうした雰囲気は2007年に近いものがある。さすがに極めて強いレバレッジが生じ、かつ欧米で金融安定化制度が未整備であった当時と比較するには雰囲気は似ているとはいえ、本質的には違和感を覚えるが、株価バリュエーションが高くなればなる程、一定のリスクと隣り合わせにしているのではないかと心配がまとわりつく。

こうした中、結論から言えば景気はレイトサイクルにはあるが、各国の経済政策などからすれば、なお拡大期は継続し、振れは伴いつつも、2019年頃までは延長されるのではないか。であれば緩やかな株高と緩やかな金利上昇は並存する可能性が高い。米FRBが実質FF金利を中立の1%に慎重に戻していくならば、名目FF金利の目安は3%であり、過去のピークと比べて低い。もっとも、これは世界の潜在成長率や物価がにわかに明確に高まることも考え難いことの裏返しでもある。結果、緩和的な金融政策、適度なインフレ率、ある程度高めな株価バリュエーションの組み合わせが実現しよう。本欄ではここ数年、基本、強気な相場見通しを示してきたが、市場を取り巻く環境は変化しており、今回は慎重な強気という立場である。またトランプ大統領の政策や金利上昇を踏まえれば、今まで以上にセクター戦略や個別銘柄戦略の巧拙が問われる可能性が出てきたともみている。

アニマルスピリットは喚起されるか

ここまでの基本的な相場観だが、以下は当面の世界経済の見方である。世界経済はここ数年同様3%台の成長を維持すると予想している。まず2017年の米国であるが成長率は2%台半ば、来年は3%に近づく可能性がある。トランプ大統領によるポリシーミックスの変更を加味している。もっともトランプ大統領の政策の効果を現時点で正確に把握することは難しい。トランプ氏は大統領就任当初にオバマケアを廃止し、財源となっていた各種増税策が解除されることが景気の押し上げに寄与する可能性はある。また米国企業の海外留保利益に対する時限的な減税（リパトリ）の実施やそれによる税収増を原資としたインフラ投資策への期待も強い。

これらの政策以上に注目しているのは、リパトリ減税への流れも含む包括的な法人税体系の改革を実現できるかである。米国の法人実効税率は主要国の中では最も高く、それ以外の部分も含め、米国の法人税競争力は主要国の中で下位に留まっている。ライアン共和党下院議長がまとめた昨年夏の共和党綱領「A Better Way」は米国の法人税体系を大きく変える野心的なものである。仕向け地主義・キャッシュフロー税制は、米国の法人税競争力を強化し、インバージョンを防ぎ米国の企業立地条件を改善させることにある。この他にも減価償却、利子控除廃止など、包括的な税制改革の柱は6から7つある。これらが本当に実現できれば大改革であり、ライアン議長のこだわりはかなり強いものがある。

大統領、上院、下院とも共和党となり、オバマ政権時代に実現できなかった米国の競争力回復を実現することは、ある意味悲願でもあろう。しかし、実際に各論に入れば、共和党内ですら法人税体系の大幅変更に関して、合意が得られない部分も数多く出てくる可能性もある。

ライアン議長とトランプ大統領は大統領選挙・議会選挙前までは、お互いを非難し合っていた。勿論、両氏の政策は共通の部分も多く、歩み寄りも可能である。が故にトランプ大統領は、税制改正をある程度、ライアン議長に任せている。これが上手くいかない場合がリスクとなる。今は同床異夢が解消されているが、議会調整に失敗すれば、共倒れになるリスクもある。共和党内の勢力は穏健派、主流派、保守派などバラツキは拡大しており、錦の御旗の下に、どこまで大同団結が出来るのか。特に共和党は上院で過半を維持したとは言え、52議席しかない。

当面、5月までは、2017会計年度予算にてオバマケアの廃止・代替法案である米国ヘルスケア法（AHCA）を「財政調整法」を活用し、可決させることが最優先課題となる。これが進まないうちは税制改革案に移行することが難しい。と言うのもトランプ大統領、共和党の掲げる税制改革について、包括的なものとして可決するのが難しいと判断されれば、法人減税などを2001年のブッシュ減税のように最大10年間の時限的な減税案にしてしまい、早期成立を優先させる可能性もある。この場合、2018会計年度予算において、1会計年度で一回限り活用できる「財政調整法」を予算決議案に入れ込むことが必要で、その選択肢を残しておきたいためである（財政調整法は歳出、歳入に分けることは可能であり、法案としては複数可）。

いずれにしても包括度が高まれば高まる程、可決には上院の60票が必要になり、2018年度予算案、税制改革案の審議には長い時間がかかる可能性が高い。現在、2018会計年度の予算教書完全版は5月の前半頃になるとみられており、共和党の正式な2018年度会計予算案、税制改革案の提出はそれ以降と見込まれ、そしてどれだけ早く予算決議案をまとめられるかが焦点になる。従って、包括的な税制改革案であれば、上下院が休会になる8月前までに上下院でまとめ上げ可決、大統領の署名に至ることは難しいと考えられる。おそらく2018会計年度予算のとりまとめ期限である9月末でも難しく、10-12月期に可決、大統領署名に至るという流れが可能性としては一番高いであろう。また2018

会計年度予算案が可決・署名されることで、2018年の国防費増加、インフラ投資に関する公的資金の規模感もわかり、来年の景気見通しに反映されてくることになる。

予想される米税制改革と最近の動き

法人税減税	法人税の国境調整
企業利益の押し上げと国内投資促進へ	輸出を促進、輸入企業には打撃
【概要】 ・トランプ大統領は連邦法人税の最高税率を35%から15%に引き下げると主張。共和党は20%への引き下げを提案 【最近の動き】 ・2/9にトランプ大統領は税制改正に関し「驚くべき」提案を行うと発言。市場では法人税率の大幅引き下げへの期待が高まる	【概要】 ・輸出は売上から除外（免税）、輸入に対しては課税を強化 【最近の動き】 ・2/15にトランプ大統領は小売業界の代表と会談した。小売は打撃を受ける業界の代表例
所得税減税	レバトリ減税
家計の可処分所得が拡大、個人消費を押し上げへ	巨額の還流資金を財源にインフラ投資を拡大へ
【概要】 ・トランプ大統領は所得税の最高税率引き下げと、制度の簡素化を主張 【最近の動き】 ・2/15の小売業界との会談のなかで、税制改革は中間層と法人に有益なものになると発言	【概要】 ・米国企業が海外に滞留させている利益を米国に還流させる際の税率を一時的に引き下げる措置 【最近の動き】 ・米国企業は2兆ドル（226兆円）超の利益を海外に滞留させていると推定される

出所：各種資料よりみずほ証券作成

また税制改革案の中にある「リパトリ減税」と「国境調整税」についても米国、世界景気、為替に大きな影響を与えるだけに言及したい。リパトリ減税は米国企業の海外子会社が海外にて留保している利益に対して、一時的に大幅な減税をして、その利益を米国内に還流させて雇用や設備投資、M&A、自社株買い、配当増につなげ、米国景気を活性化させようとするものである。

このリパトリ減税は2005年にも実施されており、その時は海外留保利益は6000億ドル、うち3000億ドルが還流したとされる。またこの還流資金はその殆どが自社株買いに使われ株高につながったほか、海外留保利益のドル転でドル高にも結び付いた。今回、リパトリ減税が行われた場合、現在の海外留保利益は2.5兆ドル程度であり、うち1兆ドル近くが還流してくるとも見込まれている。これによる税収は1500億ドル程度となり、これを財源にインフラ投資策の核になるとみられている「インフラ基金」への政府出資分になる可能性がある。また今回も一定程度のドル高につながることも想定されよう。こうした点からすれば、米国からすればリパトリ減税に対する誘因はかなり強く、また日本にとってもドル高となれば恩恵があろう。なおリパトリ減税は実施するとしても、そもそも海外にて課税を繰り延べ留保利益として保有しているのは、米国の国際課税方式が全世界所得課税という他の国にはないシステムを採用しているためである。共和党はこれを源泉地所得非課税システムに変更したいと考えており、国境調整税と同様に、他国の法人税体系に対して競争条件を平等にしたいとの方針に基づいている。

国境調整税については、現状、上院共和党内で既に10票程度が反対の意向を示している。輸入品を扱う小売企業寄りの議員としては、反対に回らざるを得ないからである。共和党の「A Better Way」に出てくる国境調整税は、簡単に言えば輸出売上高を課税対象から免除する一方、仕入れた輸入品に課税するものであり、輸出企業にとって有利、輸入企業にとって不利となる。例えば小売業や一部ハイテク企業、石油精製業者に不利になる可能性がある。この国境調整税は日欧では付加価値税において行われているが、米国には付加価値税がない。この付加価値税の国境調整はWTOにも認められている輸出補助金的なものであるが、米国には付加価値税がなく米国製品に対して不利になっているとの認識がある。共和党の国境調整税はこれをキャッシュフローベースで調整するという法人所得税での国境調整であり、WTO違反となる可能性が高い。しかしトランプ政権はWTOのルールに関しても3月頭に発表された「2017年の通商政策課題」にて、米国の利益にかなうかどうかによっ

て、必ずしも縛られるものではないとのスタンスである。国境調整税は突き詰めれば米国の法人税体系を所得税ベースから消費税的なベースにするようなものであり、かなり革新的なものである。また共和党の国境調整税が導入されれば、輸入物価の

課税イメージ(法人税率20%の場合)

	①売上	②仕入費用	③課税対象利益	④法人税	税引き後利益	国境調整の影響
A 標準ケース	100	80	20 ①-②	4 ③×20%	16 (①-②)-④	
B うち輸出売上が20ある場合	100	80	0 (①-20)-②	0 ③×20%	20 (①-②)-④	+4
C うち輸入費用が20ある場合	100	80	40 ①-(②-20)	8 ③×20%	12 (①-②)-④	▲4
値上げにより利益確保を図る場合						
C' 5%値上げ 売上数量横ばい	105 C①×105%	80	45 ①-(②-20)	9 ③×20%	16 (①-②)-④	

(注) 標準ケースは売上が国内100、仕入費用が国内100の場合
出所：みずほ証券作成

上昇を相殺するためドル高につながるとも見られているが、実際、どのような帰結になるのか、見方は分かれている。上述のように内外で反発を招く可能性は高く、共和党の国境調整税の税率20%が、そのまま共和党の税制改革法案に盛り込まれるかどうかは微妙である。これはトランプ大統領やムニューシン財務長官の発言にも示されており、「A Better Way」の国境調整税が盛り込まれる可能性は低いであろう。この場合は、①税率の引下げや対象国や対象製品を絞った国境調整税ライトや②不公正な貿易慣行を是正するための相互関税（トランプ氏が主張していた国境税的なもの）になる可能性もある。

いずれの国境税も日本を含めて海外企業への影響は大きくなるため、最終的にどのような内容になるのかには注意が必要であろう。一方、共和党の国境調整税が盛込まれなければ、10年間で1兆ドルと試算される税収が見込めなくなる。そのため税制改革法案としての減税規模は縮小することが見込まれる。もっとも国境調整税がなくとも、リパトリ減税、各種税額控除の廃止、ダイナミックスコアリングを活用すれば、親ビジネスな画期的な税制改革は可能とみられ、その際の連邦法人税率は15%ではなく20～25%程度となろう。これを可決・署名させられるか、今年の株式市場の最大の焦点といっても過言ではないと考えている。また現在の米国株式市場は法人税率の引下げやリパト

リ減税による自社株買いなどを十分には織り込んでいないであろう。この辺りを反映させれば増益率を10～15%p程度押し上げると想定される。

米国法人税減税の利益押し上げ効果の試算

	税引前利益 (億ドル)	税負担 (億ドル)	純利益 (億ドル)	利益押し上げ効果 (%)
現状の2017年業績予想	12,072	3,998	8,074	—
試算①(米国内税率40%→25%)	12,072	2,993	9,079	12.4
試算②(米国内税率40%→20%)	12,072	2,658	9,413	16.6

(注1) 本試算は各種控除等を考慮しておらず、実際の利益押し上げ効果は試算よりも小さい可能性がある

(注2) 集計対象はS&P500指数構成企業のうち12月決算かつ、不動産セクターを除く350社

(注3) 業績予想はブルームバーグ集計、2/17時点

(注4) 税負担額の計算式は以下の通り

試算①=3,998億ドル*0.33+3,998億ドル*0.67*(0.25÷0.40) 試算②=3,998億ドル*0.33+3,998億ドル*0.67*(0.20÷0.40)

(注5) S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスによると、米主要500社は2015年に法人所得税の33%を海外で、67%を米国内で納めている。

この比率は17年も変わらないと想定した。また、現状で企業は米国内所得の40%を納税していると仮定。試算①ではこの比率が25%に、

試算②では20%に低下すると想定した

出所:ブルームバーグのデータおよびS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの資料よりみずほ証券作成

以上のことからすれば、エネルギーや金融等に関する規制緩和を含め、米国企業のアニマルスピリットを喚起させるものとなると考えられる。これらの効果は2018年に集中すると見込まれ、2018年の米国GDP成長率を1%ポイント程度押し上げる可能性があるだろう。これに対するリスクは共和党内からの反発が強く、税制改革や減税がまったく進まず、多くの予算や税に関する案が越年し、事実上、廃案的になってしまうことだろう。

欧州経済は、ユーロ安による企業業績へのプラス効果が企業マインドを支えているほか、金融機関の貸出も緩やかな回復が続いている。構造的な南北格差は残るものの、失業率も総じて低下しており、内需を中心に循環的な回復途上にある。経済政策は緩和的な金融政策が継続することや減税やインフラ投資、規制緩和など供給側の改革が進む国もあろう。今年の成長率は1%台半ばを見込んでいる。もっとも、欧州は今年、「政治の季節」を迎える。独仏の国政選挙では極右政党など反EU的な勢力は一定の拡大があろうが、現状の政権の枠組みが根底から変わってしまうことは予想していない。英国のブレグジットは引き続き長期戦の様相であり、政治動向や為替な

どを総合的に見極める必要がある。

新興国については、中国は6%台半ば程度の成長を予想している。今年は住宅バブルの抑制、自動車販売の伸び率鈍化などが景気の下押し圧力となろうが、個人消費や固定資産投資、外需の底堅さや企業向け減税が下支え要因と見込む。また中国は今年5年に一度の共産党全国代表大会を控え、次期政権メンバーを決める時期であり、景気的大幅な失速は許容しないと予想している。ただし、長期的には企業の過剰債務問題や各種改革の歩みの遅さ、人口動態から、成長率は構造的に鈍化していくことが見込まれる。インドは高額紙幣廃止の影響は一時的であり7%台の成長を持続、ASEAN諸国は幾分持ち直そう。また資源国であるロシア、ブラジルは原油など商品市況の回復等から3年ぶりにプラス成長に復帰しよう。

世界経済は岐路に立たされていることは間違いないだろう。先進国、新興国ともに構造改革を断行し潜在成長率を引き上げるには、国際政治情勢や国内政治の安定、広域経済連携など貿易の自由化・活性化、新産業の育成、教育格差の是正等が不可欠である。いずれも不透明感が強いと言わざるを得ないが、トランプ氏の勝利による「レジームチェンジ」が、課題への真の対応策を浮き上がらせた可能性がある。それは国際政治のトリレンマのバランス回復による内政重視と企業のアニマルスピリッツを喚起することである。世界経済が少なくとも数年、景気後退期入りを回避することを慎重ながらも期待している。

内外景気の回復とガバナンス強化から日経平均株価は上昇基調を維持へ

以上の外部環境からすれば、当面、円ドルレートは110-120円、米国10年国債利回りは2.2-3.0%（米利上げは今年・来年とも3回を想定）で推移することを前提に、日経平均株価は10-12月期から来年3月までには22000円が視野に入ると可能性が高いと予想している。なお米国のNYダウは来年3月までに23000ドルが視野に入るとみている。基本、グローバルに景気敏感業種中心の展開を予想しているが、トランプ大統領の政策によって、様々な影響が考えられる。今年は「森より木を見る」ことの重要性が高いであろう。外部環境を良く見極め、バリュー株と成長株、シクリカルとディフェンシブ（スマートベータ）などの切り口を機動的に動かしていくことが肝要とみている。銘柄選択基準の中心は成長株と優良株というリスク耐性であり、ここにトップダウン分析による機動性を加える感覚である。

なお、ネガティブリスクは①日米、米中の貿易摩擦、②地政学リスク、③国内政治、④トランプ大統領・共和党の税制改革等の失敗による求心力の急低下を挙げておきたい。一方、ポジティブ面では外国人投資家も評価するところであるが、①日本株の割安さ（ROEやPERからみて）、②需給の良好さ（日銀のETF購入、企業の自社株買い等）、③コーポレートガバナンスの改善（スチュワードシップコードの改訂版の実施）等を挙げたい。

ESG（環境・社会・企業統治）投資

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. ESG 投資とは

ESG 投資とは、環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）に配慮している企業を重視・選別して行う投資のことである。環境では二酸化炭素の排出量削減や化学物質の管理、社会では人権問題への対応や地域社会での貢献活動、企業統治ではコンプライアンスのあり方、社外取締役の独立性、情報開示などを重視する。最近では、企業統治の中で女性活躍指標が取り上げられており、具体的には女性取締役の登用に関する情報が重要視されつつある。

ESG 投資という言葉が使われるようになった背景には、2010 年頃から ESG 投資に対する機関投資家の理解が大きく変わってきたということがある。ESG 投資より前に SRI（社会的責任投資）という言葉がよく使われていた時代には、SRI と言うと、何か通常の投資とは違う、強く社会や環境を意識した倫理的な投資手法だ、と受け止められており、また当時の SRI 投資には否定的な見方も多く、社会や環境を意識した投資はリターンが低く、有効な投資手法ではないと見る向きが一般的であった。しかし、昨今、社会や環境を意識した投資は、同時にリターンも高く、また投資リスクが小さいという実証研究が大学研究者や金融機関実務者から発表されるようになった。この新たな考え方は、企業経営においても「サステナビリティ」という概念が普及し、社会や環境を意識した経営戦略は、企業利益や企業価値向上に繋がると言われるようになった動きと対を成している。

ESG 投資の流れを裏付ける大きな活動のひとつが国連責任投資原則（PRI）である。国連責任投資原則は、国連機関である国連環境計画（UNEP）と国連グローバル・コンパクト（UNGC）が推進しているイニシアチブで、年金基金などアセットオーナーや運用会社が ESG 投資を推進していくことを自主的に署名し参加を表明している。すでに世界 1,500 機関以上のアセットオーナーや運用会社などが署名しており、世界最大の年金基金である日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も 2015 年 9 月に署名した。世界最大の年金基金である GPIF が ESG 投資を始めるというニュースは、ESG 投資に対する注目度合いを大きく引き上げた。今や ESG 投資は特殊な投資手法という位置づけから、一般的な投資手法（メインストリーム）へと変貌を遂げようとしている。

また、企業側にも ESG 投資を意識した動きが出始めている。製薬会社のエーザイは、ホームページに「社会的責任への取り組み」の欄を設け、環境への考え方や社会貢献活動について詳しく解説している。また、2016 年 12 月には、最高財務責任者（CFO）が「アジアやアフリカで難病・フィラリアの治療薬を 2020 年までに 22 億錠無償配布する。短期的には赤字だが、長期的には企業価値の向上に繋がる。」と述べた。このエーザイ CFO の発言は、ESG が自社の企業価値向上に繋がり、ひいては投資リターンの向上にも言及していることに意味がある。

日本政府も ESG 投資を後押している。2014 年 2 月に金融庁が発表した「日本版スチュワードシップ・コード」、2015 年 6 月に金融庁と東京証券取引所が発表した「コーポレートガバナンス・コード」は、ともに ESG 投資の概念を推進する内容となっている。

2. ESG 情報提供機関

投資家や運用会社が ESG に配慮している企業に投資する場合、その企業がどの程度 ESG に配慮しているかの基準が必要になる。数年前に ESG 投資が注目されて以来、ESG を各企業がどの程度重要視しているかを点数付けして発表している機関が現れた。つまり、ESG 情報提供機関である。現在では、FTSE（英国）、MSCI（米国）、Sustainalytics（オランダ）、ロベコ SAM（スイス）、東洋経済（日本）、Corporate Knights（カナダ）等が ESG 関連のランキングないし格付けを発表している。

このレポートでは、MSCI、ロベコ SAM の 2 社について、その ESG レーティングの概要および格付けの内容を示す。

(1) MSCI

MSCI は、モルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナルの略で、古くから株式や債券のインデックスを作成し、公表してきた。現在でも、年金資金運用に使う外国株指数のインデックスは、MSCI コクサイという指数で、主に日本を除く株式指数として使用されている。MSCI ESG Research は、独立系 ESG 評価機関であった KLD Research & Analytics、Innovest、IRRC、GMI の 4 社が合併してできた。2009 年には、Risk Metrics Group が KLD、Innovest、IRRC を買収した。その後、MSCI が Risk Metrics Group を買収、2014 年には、MSCI が GMI を買収し、MSCI ESG Research の体制となった。

MSCI ESG Research TEAM には、150 名以上の ESG アナリスト、200 名以上の ESG ビジネス専門スタッフがおり、125 以上のアセットオーナー（年金基金等）をクライアントに持つ。その運用資産は、4.4 兆ドルにも上る。また、合併前の KLD 等からは 40 年以上のリサーチの経験があるとされる。

ESG レーティングのカバレッジとしては、7000 銘柄以上とされるが、MSCI は株式指数を提供する企業であるので、MSCI の株式指数に含まれる上場企業となる。

評価方法としては、図表 1 にあるように環境、社会、ガバナンスの 3 つの大項目（Pillar）、10 のテーマ（Theme）、37 の詳細な項目（Key Issue）で構成される。例えば、環境は、「気候変動」、「自然資源」、「汚染および廃棄」、「環境機会」の 4 つのテーマがある。そのうちの気候変動であれば、「炭素排出」、「エネルギー効率」、「製品のカーボンフットプリント」、「環境インパクトのファイナンス」、「気候変動に対する脆弱性」といった 5 つの Key Issue が設定されている。また、社会については、「人的資本」、「製造責任」、「ステークホルダーへの対応」、「社会の機会」といった 4 つのテーマから構成されている。ガバナンスについては、「コーポレート・ガバナンス」、「企業の行動」の 2 つのテーマから構成されている。詳細項目については、図表 1 参照。

図表1 ESG評価項目

大項目	テーマ	詳細項目
環境	気候変動	・炭素排出
		・エネルギー効率
		・製品のカーボンフットプリント
	自然資源	・水ストレス
		・生物多様性と土地活用
環境	汚染および廃棄	・有害物の排出と廃棄
		・包装材廃棄物
	環境の機会	・クリーン技術の機会
		・グリーン・ビルディングの機会
	社会	
社会	人的資本	・労働マネジメント
		・健康と安全
	製造責任	・製品の安全性と品質
		・化学的安全性
	ステークホルダーへの対応	・紛争メタルへの関与
社会	社会の機会	・コミュニケーションへのアクセス
		・ファイナンスへのアクセス
	ガバナンスコーポレート	・取締役会
		・ガバナンス・報酬
	企業の行動	・ビジネス倫理
ガバナンス	コーポレート	・取締役会
		・ガバナンス・報酬
	企業の行動	・ビジネス倫理
		・反競争的行為
	ガバナンス	・反競争的行為

(出所：MSCI, "ESG RATING METHODOLOGY : EXECUTIVE SUMMARY May 2015)

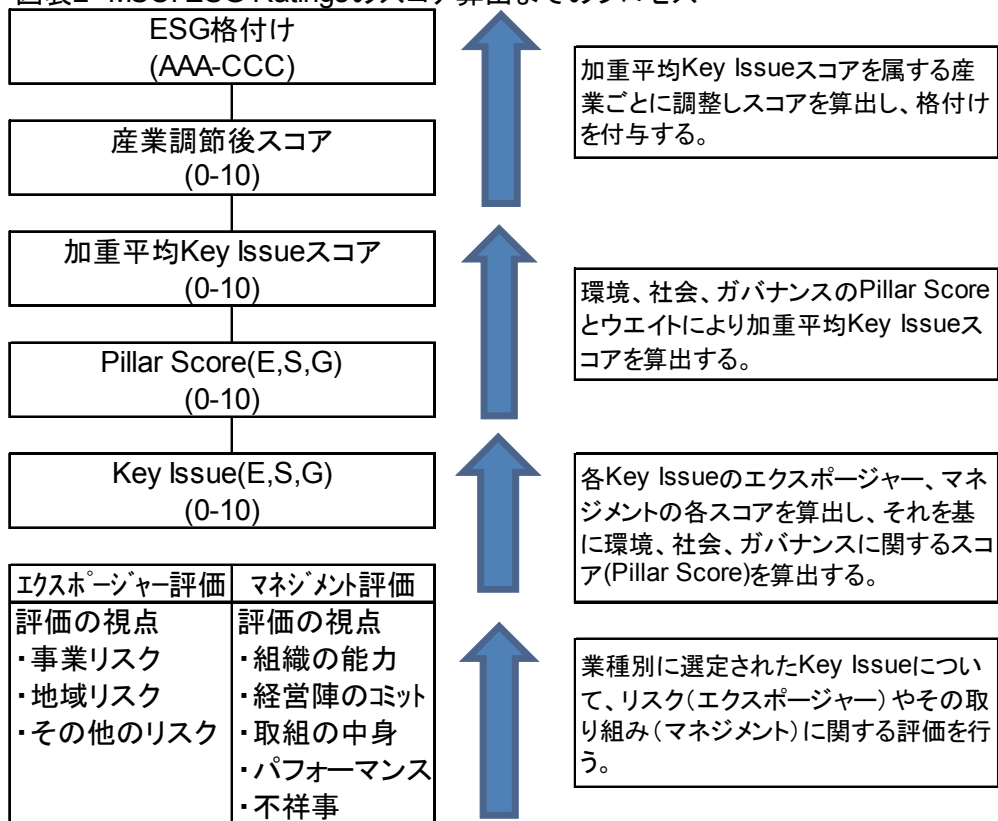
次にスコア・レーティングについては、図表2 MSCI ESG Rating スコア算出までのプロセスにあるように環境、社会、ガバナンスを総合的に評価したスコアを基に、業種ごとの評価が見直され（産業調整後スコア）、それを基に格付けが付与されている。

まず、影響を及ぼすと思われる Key Issue を詳細項目の 37 項目の中から業種別に選定し、評価の際のウェイト（得点配分）を付与する。次に、選定された Key Issue についてリスクとそのリスクに対する取り組みの 2 つについて企業ごとに評価し、スコアを付与する。付与された 2 つのスコアとウェイトから ESG のスコアを算出する。

個別企業の Key Issue に関する評価は、図表2にあるように、ESG に関する企業のリスクを評価するスコア（リスクエクスポージャー）とその ESG のリスクへの対応を評価するスコア（マネジメント）の 2 つのスコアがある。リスクエクスポージャー評価は、Key Issue のリスクの程度を事業セグメントや操業する地域、その他の要因の 3 つ視点から勘案し、0 ～ 10 の点数を付与する。数値が大きいほどリスクが大きいと評価することになる。

一方、マネジメント評価では、個別 Key Issue に関連したリスクを緩和する能力について評価したものである。マネジメント評価では、組織の能力や経営陣のコミットメントや、その問題に対する具体的な取り組みやパフォーマンスの改善目標、Key Issue について取り組んだ結果という 3 つの視点と企業不祥事の状態を考慮し、スコアを付与している。スコアは 0 ～ 10 で評価され点数が高いほど、その取り組みが高く評価されることになる。なお、テーマの一つであるコーポレート・ガバナンスは、すべての企業が 96 の共通の評価項目を基にマネジメント評価のみを行っており、リスクエクスポージャー評価は行っていない。

図表2 MSCI ESG Ratingsのスコア算出までのプロセス



図表3には、以上のように格付けされた企業の例を示してある。AAA から CCC まで全7段階の企業があるが、スコア算出のプロセスにもあるとおり、格付けを付与する前に産業調節を行っている。これは、業種ごとに Key Issue スコアが大きく違うため、その補正として産業調節をおこなっているのだが、それでも格付けに業種の偏りが見られる。ここで目立つのは、不動産投資信託（REIT）の社会項目のスコアの低さである。ジャパン・ホテル・リートの社会項目のスコアは0である。格付けも最下位の CCC である。格付けがBBのケネディクスも社会項目のスコアは0.4であり、0に近い。これは、評価の決め手となる報酬体系や研修制度、従業員満足度が海外勢に比べて低く、離職のリスクが高いとされているからである。

図表3 MSCIによるESG格付け例

	コード	銘柄	格付け	環境	社会	ガバナンス	合計	
総合評価の上位と下位	7004	日立造船	AAA	6.7	5.0	6.6	18.3	61%
	4204	積水化学	AAA	6.6	9.5	6.0	22.1	74%
	5232	大阪ガス	AAA	7.0	8.4	5.2	20.6	69%
	4062	イビデン	AAA	6.6	6.3	3.5	16.4	55%
	6367	ダイキン	AAA	8.4	10.0	4.4	22.8	76%
	7211	三菱自動車	CCC	5.4	0.5	2.0	7.9	26%
	6273	SMC	CCC	4.7	4.2	1.8	10.7	36%
	7269	スズキ	CCC	5.6	0.6	3.9	10.1	34%
	9501	東京電力	CCC	3.0	2.6	6.9	12.5	42%
環境の上位	8985	ジャパン・ホテル・リート	CCC	0.6	0.0	5.3	5.9	20%
	9783	ベネッセ	A	10.0	4.3	2.9	17.2	57%
	7741	HOYA	BBB	10.0	5.0	5.0	20.0	67%
	9747	アサツー デイ・ケイ	BB	10.0	3.3	5.1	18.4	61%
	7733	オリンパス	B	10.0	3.8	3.7	17.5	58%
社会の上位	6869	シスメックス	AA	10.0	6.4	5.2	21.6	72%
	5002	昭和シェル	AA	4.1	8.8	5.0	17.9	60%
	1925	大和ハウス	AA	6.1	8.6	5.0	19.7	66%
	7984	コクヨ	A	8.5	8.4	3.4	20.3	68%
	6301	コマツ	AA	6.3	8.3	0.9	15.5	52%
ガバナンスの上位	4088	エア・ウォーター	BBB	4.1	8.1	3.4	15.6	52%
	8972	ケネディクス	BB	5.3	0.4	7.5	13.2	44%
	6849	日本光電	A	10	4.8	7.4	22.2	74%
	2269	明治HD	BB	1.6	4.3	6.9	12.8	43%
	6361	荏原	AA	6.2	5.9	6.8	18.9	63%
	6383	ダイフク	AA	5.5	7.1	6.7	19.3	64%

(2) ロベコ SAM

ロベコ SAM は、1995 年に設立されたサステナビリティ投資に特化した投資のスペシャリストである。資産運用業務の他、各種インデックス、エンゲージメント(目的をもった対話)、議決権行使、影響分析、サステナビリティ評価、ベンチマーク作成サービスを提供している。資産運用業務としては、資産保有者である機関投資家と金融機関を対象に公開・未公開企業へのさまざまな ESG 統合投資を行っており、特に「資源の効率化」をテーマとする各種戦略で高い実績を誇る。ロベコ SAM は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスとともに世界的に認められたダウジョーンズ・サステナビリティ・インデックス (DJSI) を発表しており、上場企業 2900 社の ESG の取り組みを分析する分析するコーポレートサステナビリティ評価を毎年実施し、それに基づいて財務上重要なサステナビリティ情報を集めた世界最大級の総合データベースを構築している。

ロベコ SAM 世界的な専門資産運用会社であるロベコの子会社である。ロベコ SAM の本社はスイス、チューリヒにあり、130 人の専門家を有している。ロベコの設立は 1929 年で、現在、オリックスの一員としてグループの資産運用業務の中核的存在となっている。

図表 4 には、ロベコ SAM による日本企業の ESG スコアランキングを掲載してある。ここに掲載してある 48 社は、ロベコ SAM によってサステナビリティリーダー 2016 に指定された企業である。サステナビリティリーダー 2016 には、クラスがゴールド、シルバー、ブロンズの 3 段階に分けられる。ゴールドは最上位の企業から得点差が 1% 以内の企業、シ

ルバーは1～5%以内の企業、ブロンズは5～10%以内の企業とされている。その他に、所属企業の上位15%に含まれ、最上位からの得点差が30%以内の企業はメンバーに指定されている。

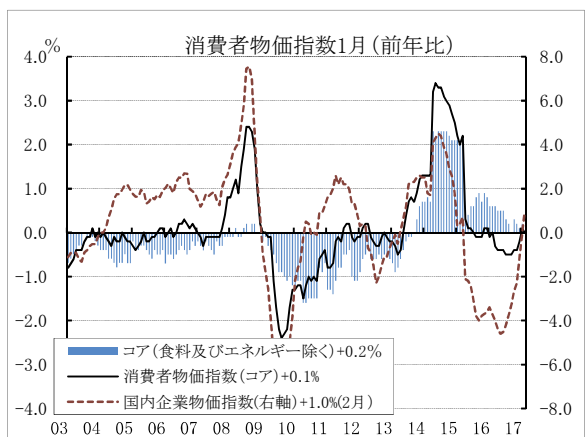
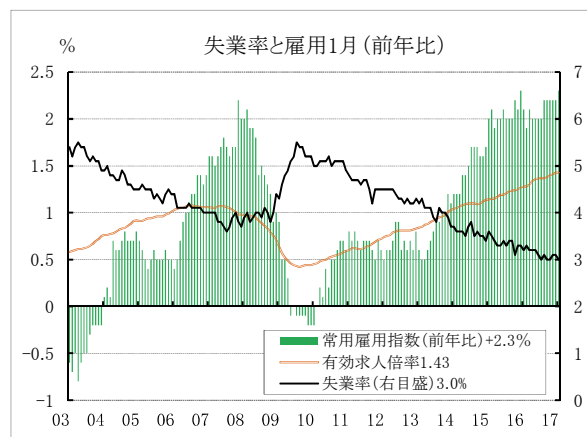
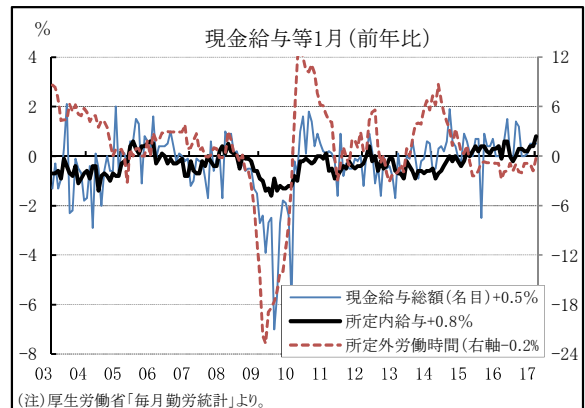
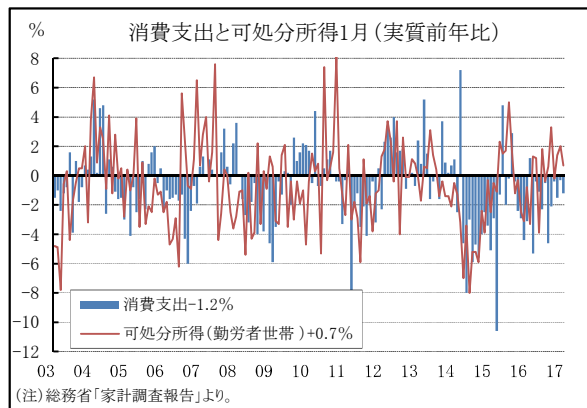
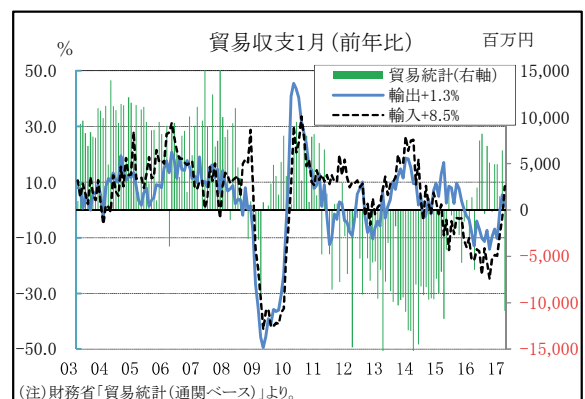
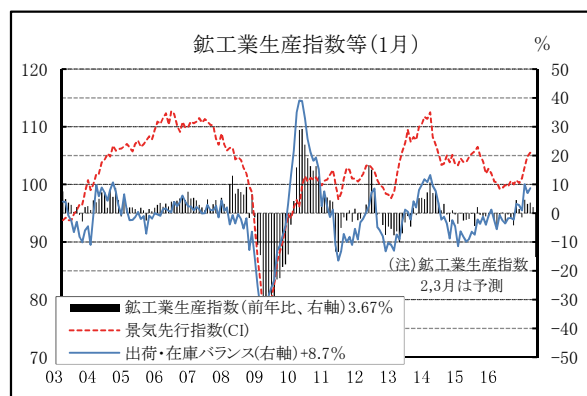
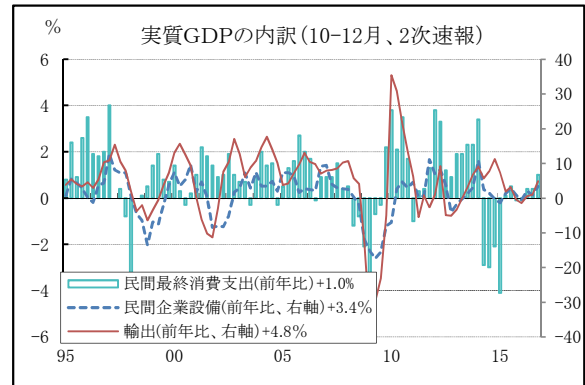
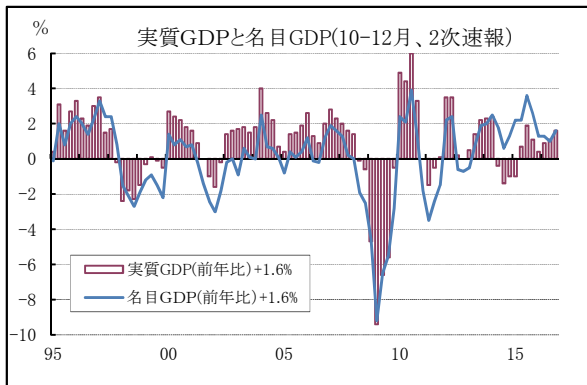
このランキングの特徴としては、商社・流通業の業種には、伊藤忠、丸紅、三菱商事、三井物産、住友商事の5社がすべてサステナビリティリーダーになっているのに対し、銀行業には、日本の企業は1社も入っていない。日本の商社は、ESGに対する対策が進んでいるが、銀行は遅れていることを示している。

図表4 ロベコSAM ESGスコア ランキング

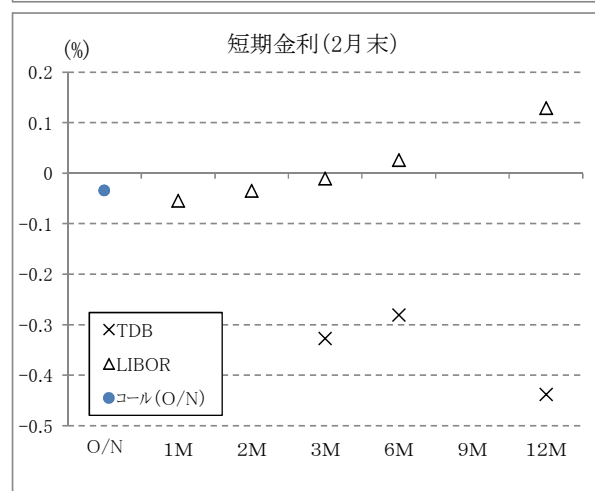
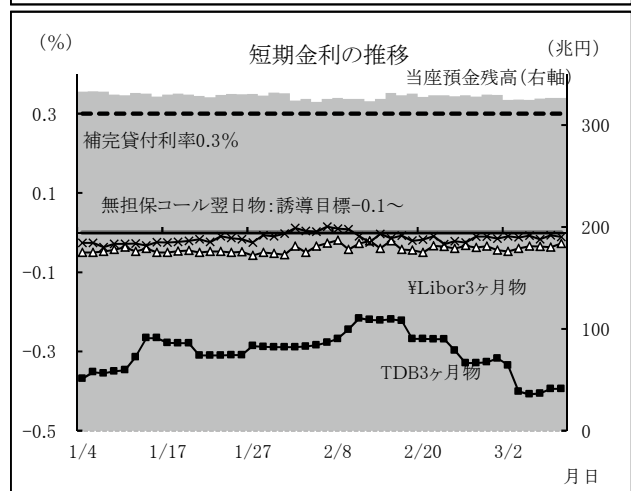
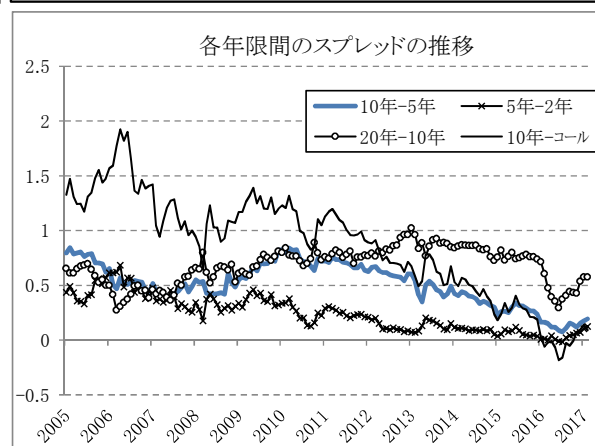
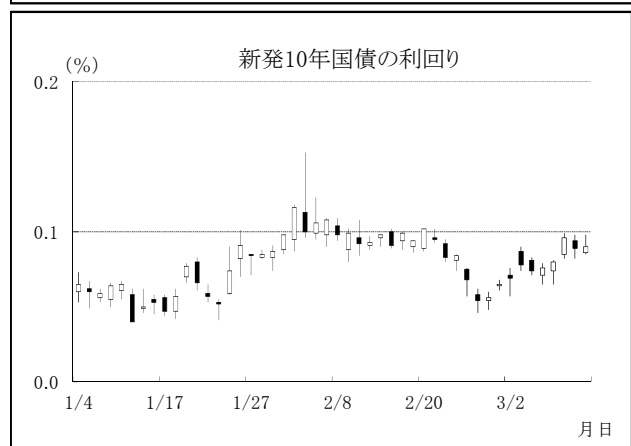
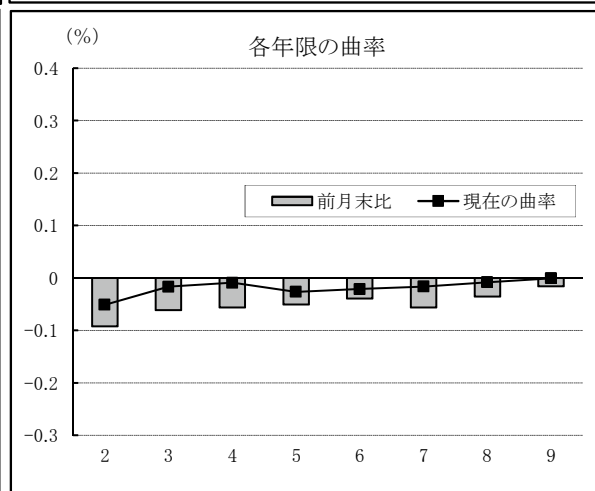
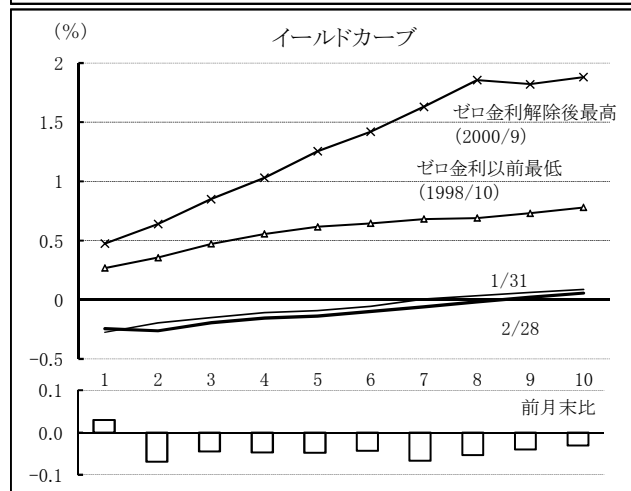
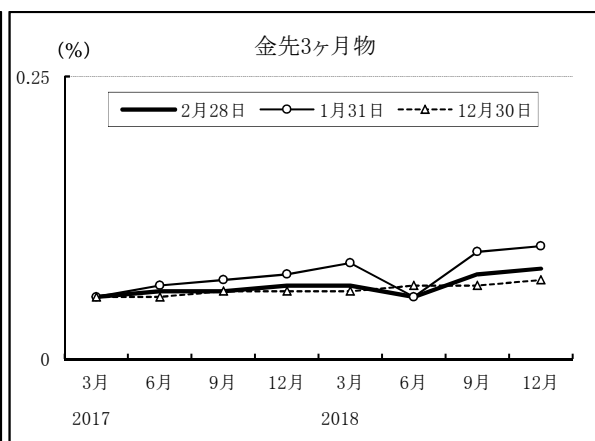
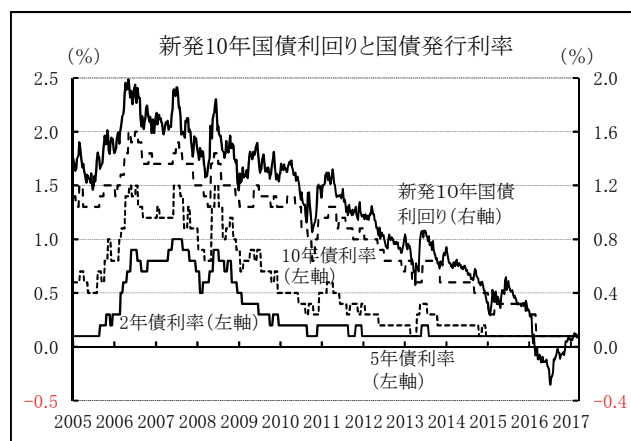
	コード	銘柄	スコア	クラス	業種(ロベコSAM)
1	8001	伊藤忠商事	100	ゴールド	商社・流通業
2	4204	積水化学	100	ゴールド	住宅建設
3	9783	ベネッセ	100	ゴールド	各種消費者サービス
4	2802	味の素	96	ブロンズ	食品
5	6301	コマツ	95	メンバー	機械および電気設備
6	8031	三井物産	94	シルバー	商社・流通業
7	6702	富士通	93	ゴールド	情報技術サービスおよびインターネットソフトウェアサービス
8	5108	ブリヂストン	92	メンバー	自動車部品
9	6752	パナソニック	92	ブロンズ	レジャー用品および民生用電子機器
10	4452	花王	91	ゴールド	パーソナル用品
11	8604	野村HD	91	メンバー	多角的金融サービスおよび資本市場
12	8267	イオン	91	メンバー	食品・生活必需品小売
13	4902	コニカミノルタ	90	シルバー	コンピューター・周辺機器および事務用電子機器
14	8725	MS&AD保険	89	メンバー	保険
15	8002	丸紅	89	シルバー	商社・流通業
16	1928	積水ハウス	89	ゴールド	住宅建設
17	8630	損保ジャパン	88	ブロンズ	保険
18	7201	日産自動車	88	シルバー	自動車
19	8601	大和証券	88	メンバー	多角的金融サービスおよび資本市場
20	6268	ナブテスコ	88	メンバー	機械および電気設備
21	3382	セブン&アイ	87	メンバー	食品・生活必需品小売
22	9101	日本郵船	87	メンバー	運輸および運送インフラ
23	4188	三菱ケミカル	86	メンバー	化学
24	4901	富士フイルム	85	ゴールド	コンピューター・周辺機器および事務用電子機器
25	7267	ホンダ	85	ブロンズ	自動車
26	5332	TOTO	85	シルバー	建設関連製品
27	7936	アシックス	84	メンバー	繊維・アパレル・贅沢品
28	4568	第一三共	84	メンバー	医薬品
29	8058	三菱商事	83	シルバー	商社・流通業
30	9202	全日本空輸	83	メンバー	旅客航空機輸送業
31	9613	NTTデータ	83	メンバー	情報技術サービスおよびインターネットソフトウェアサービス
32	8035	東京エレクトロン	83	メンバー	半導体・半導体製造装置
33	6501	日立製作所	82	ブロンズ	電子装置・機器・部品
34	8766	東京海上HD	81	メンバー	保険
35	9104	商船三井	79	メンバー	運輸および運送インフラ
36	8053	住友商事	78	メンバー	商社・流通業
37	1911	住友林業	78	ブロンズ	住宅建設
38	4502	武田薬品	77	メンバー	医薬品
39	6952	カシオ	77	メンバー	レジャー用品および民生用電子機器
40	7912	大日本印刷	77	メンバー	商業サービス・用品
41	5938	LIXILグループ	77	シルバー	建設関連製品
42	6701	NEC	75	シルバー	コンピューター・周辺機器および事務用電子機器
43	6504	富士電機	75	メンバー	電気部品・設備
44	6645	オムロン	75	メンバー	電子装置・機器・部品
45	8750	第一生命	74	メンバー	保険
46	7752	リコー	70	シルバー	コンピューター・周辺機器および事務用電子機器
47	6367	ダイキン	69	ブロンズ	建設関連製品
48	7203	トヨタ自動車	62	メンバー	自動車

統計データ集

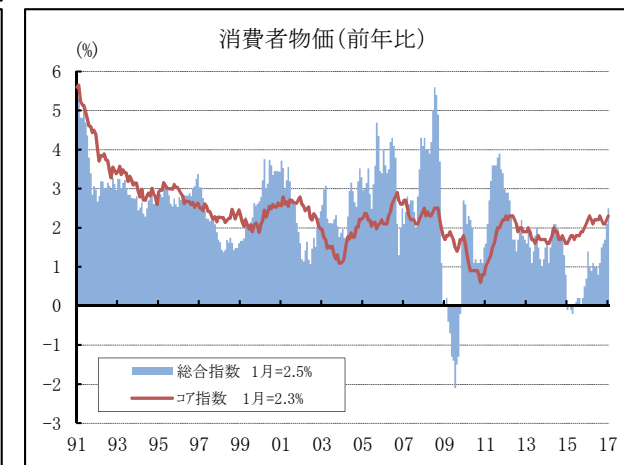
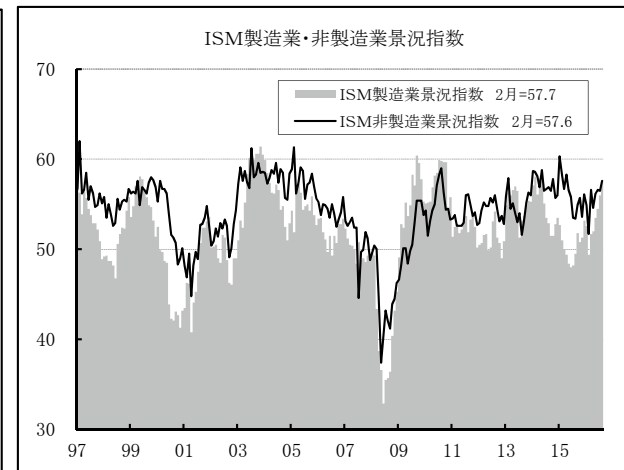
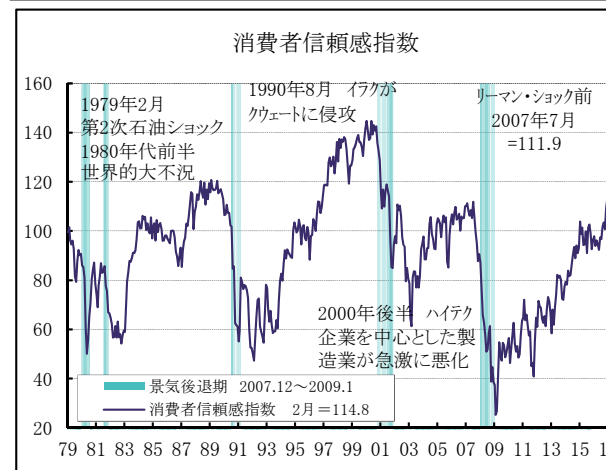
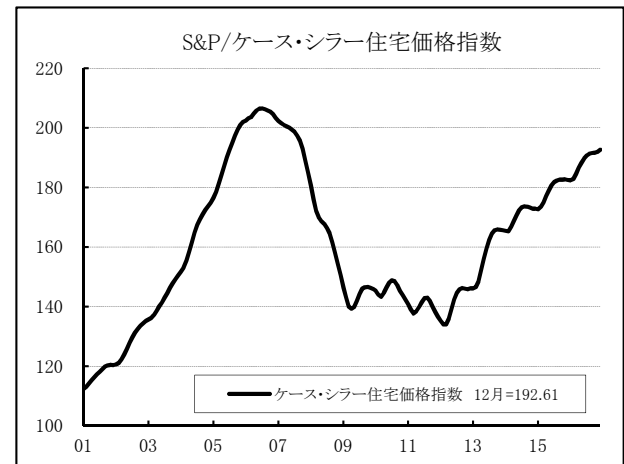
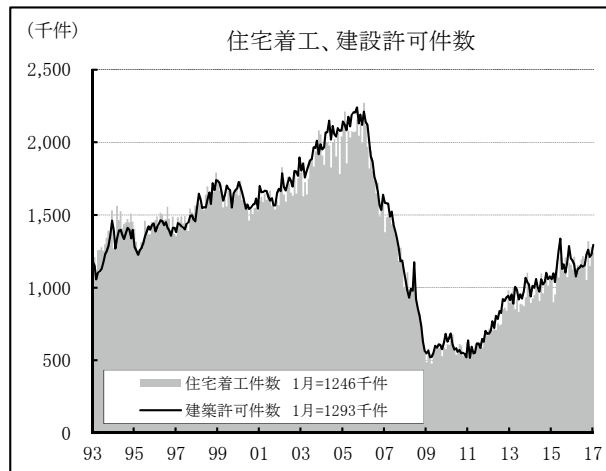
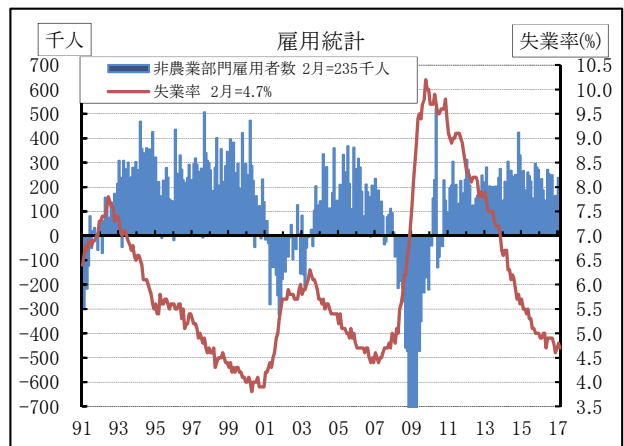
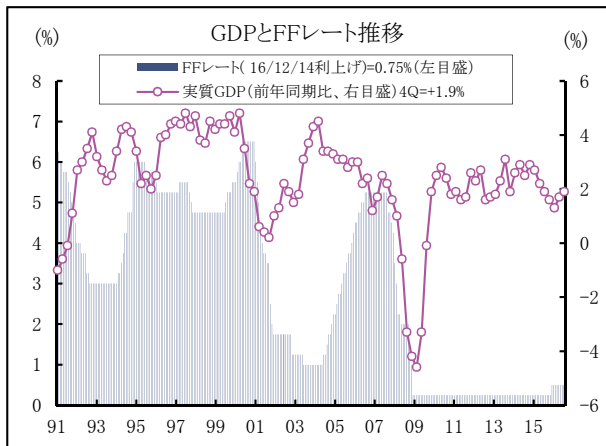
日本 マクロ経済



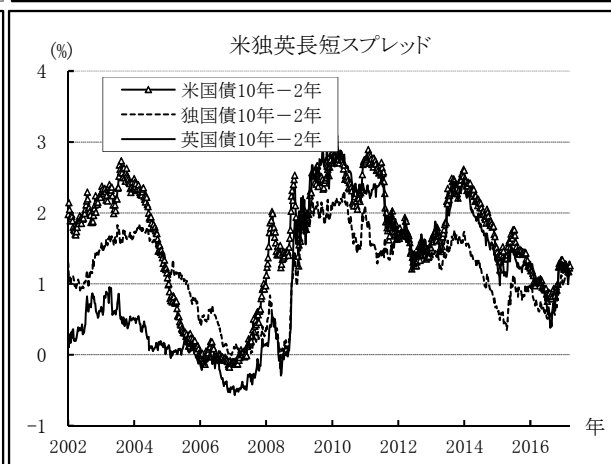
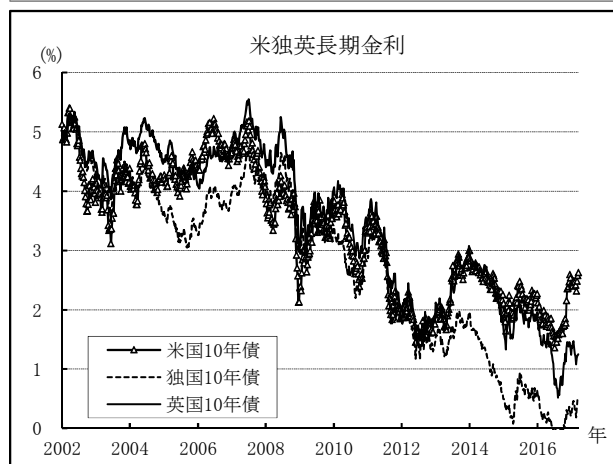
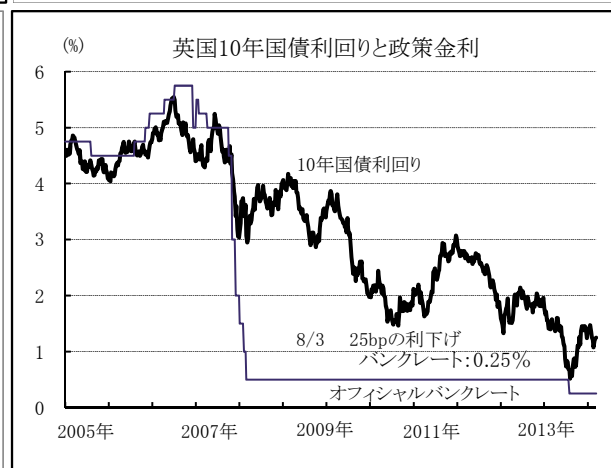
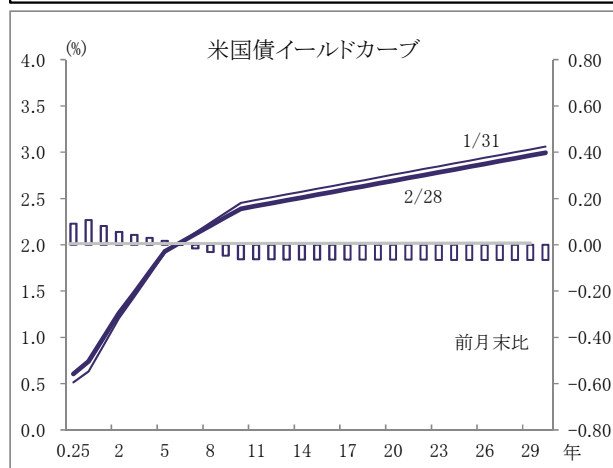
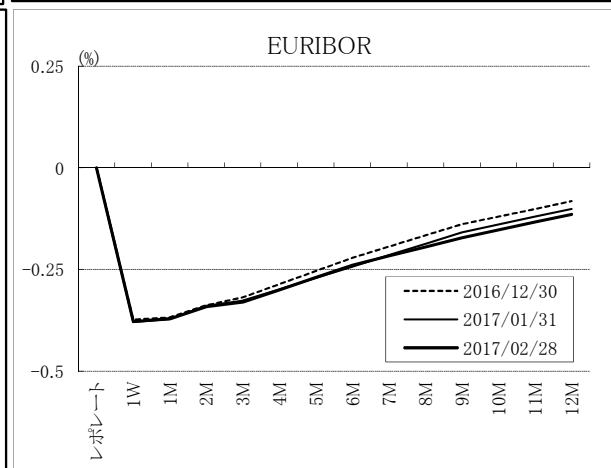
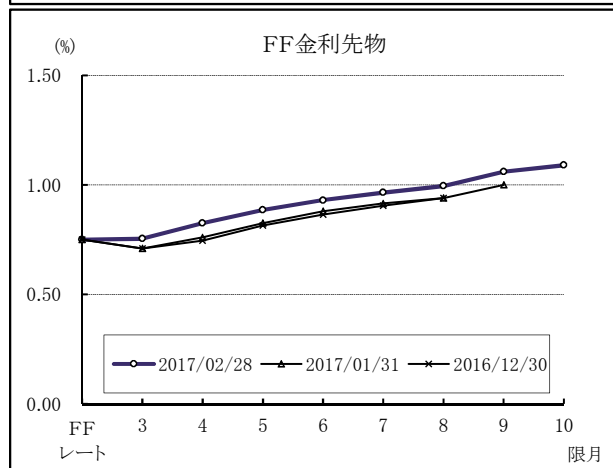
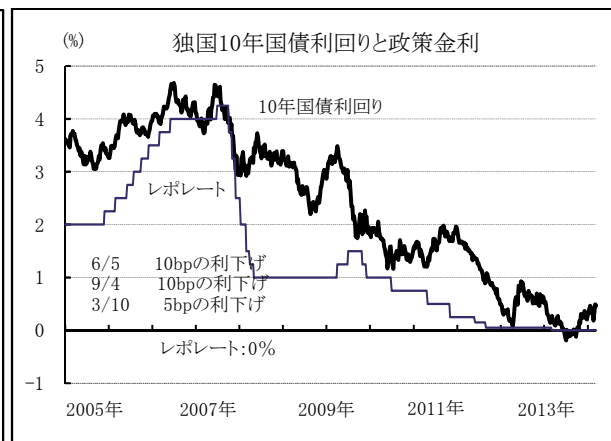
日本短期・債券市場



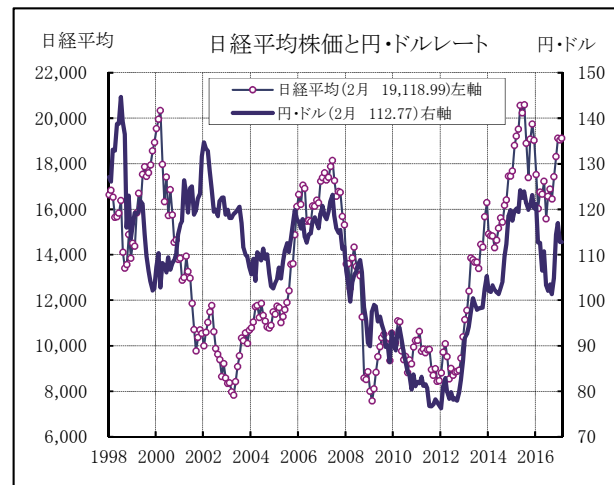
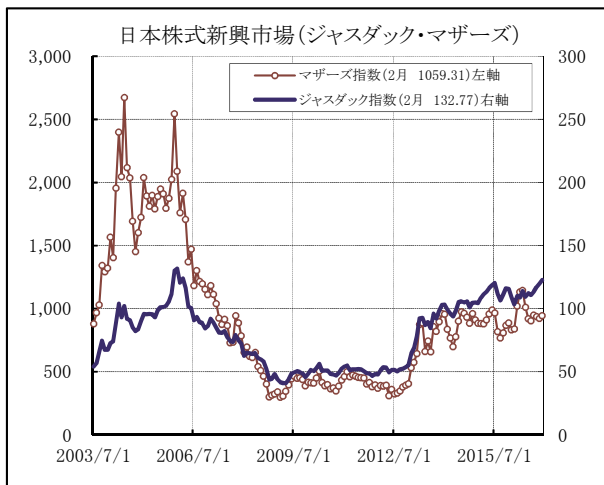
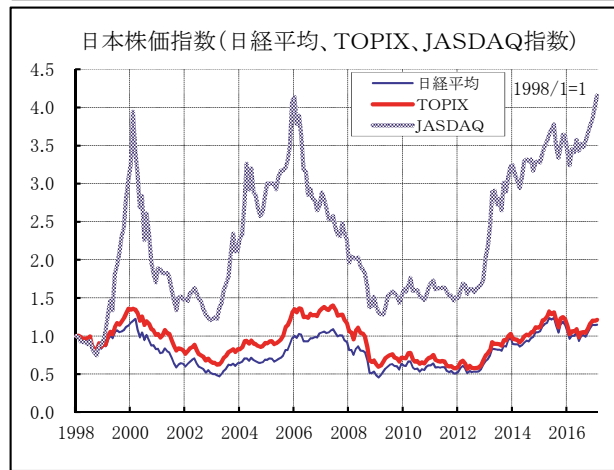
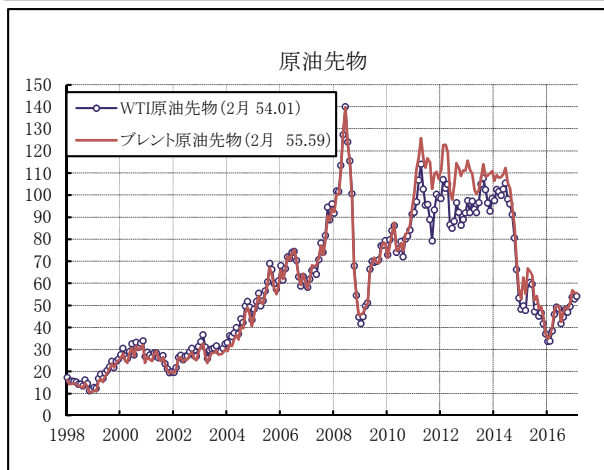
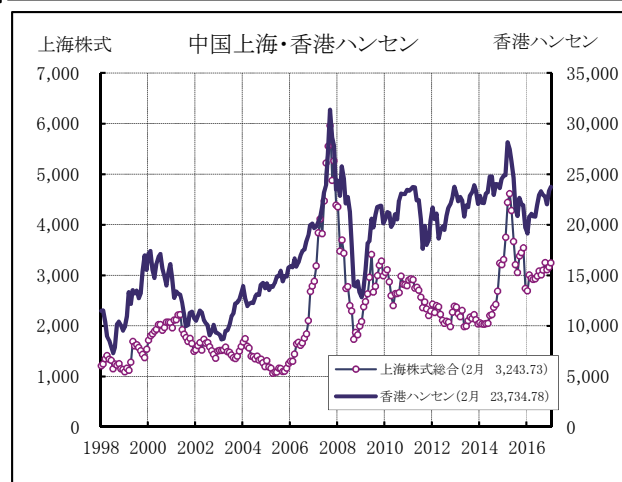
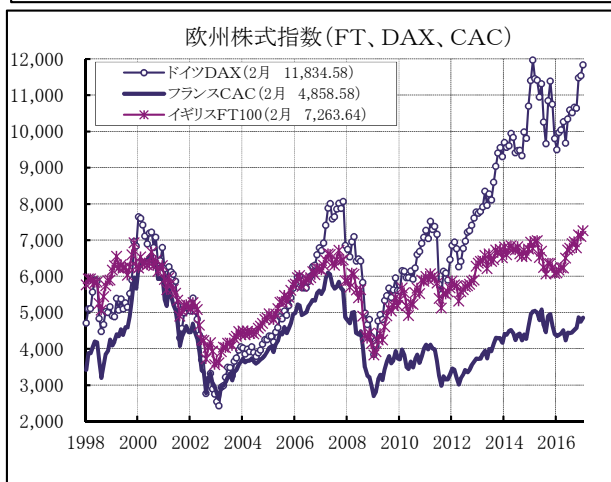
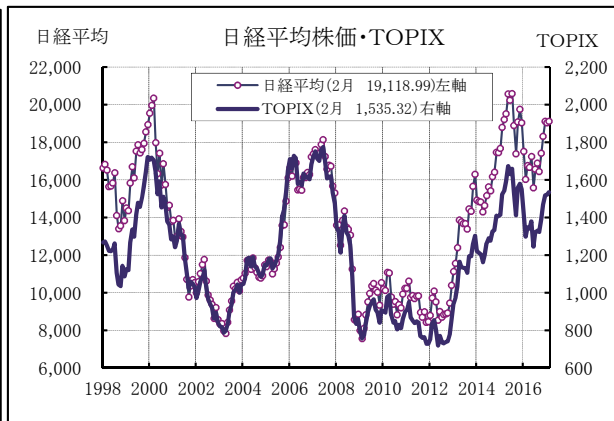
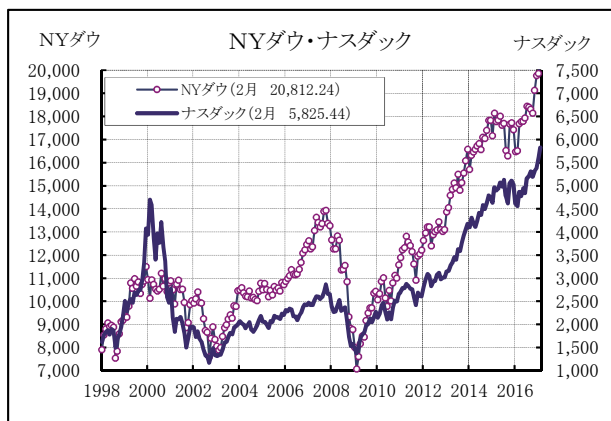
海外 マクロ経済



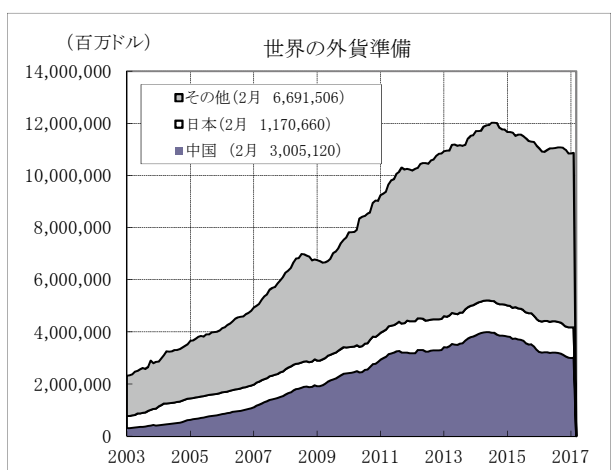
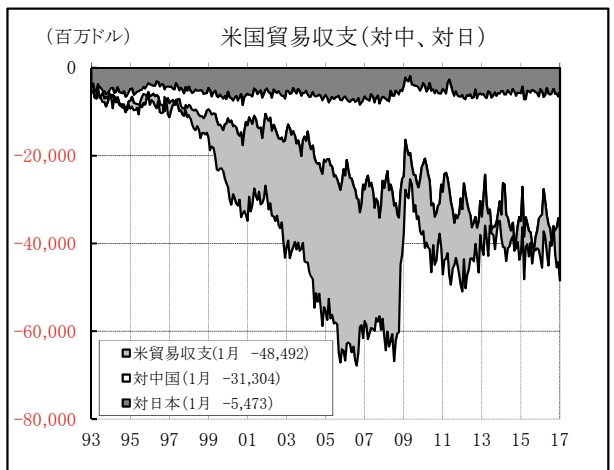
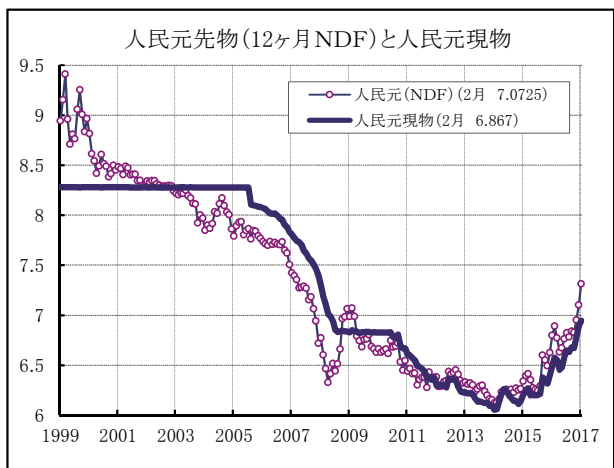
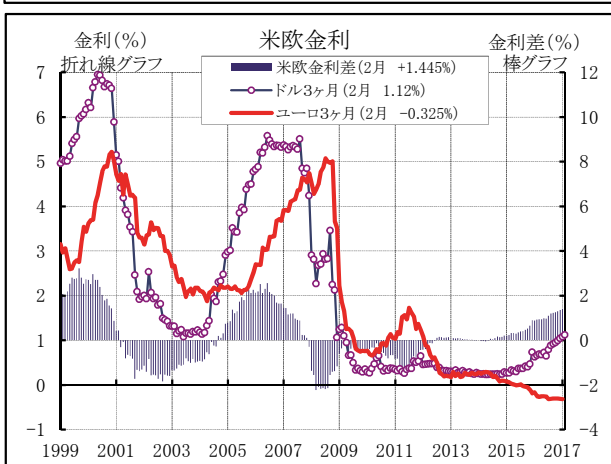
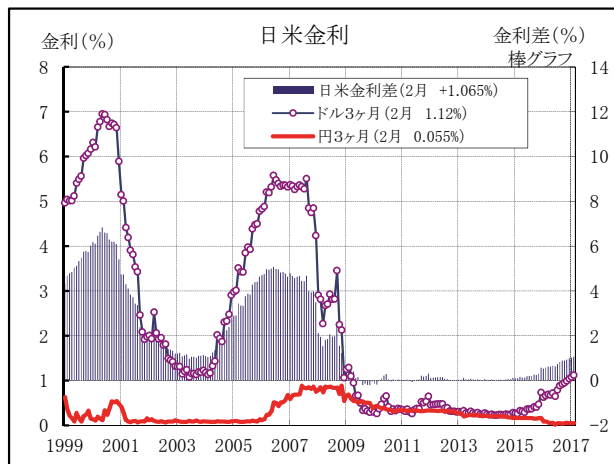
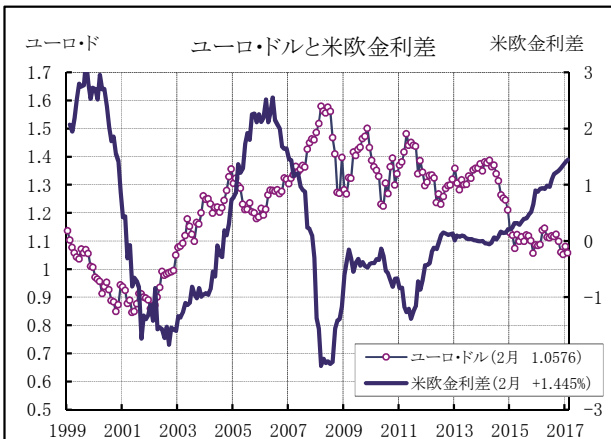
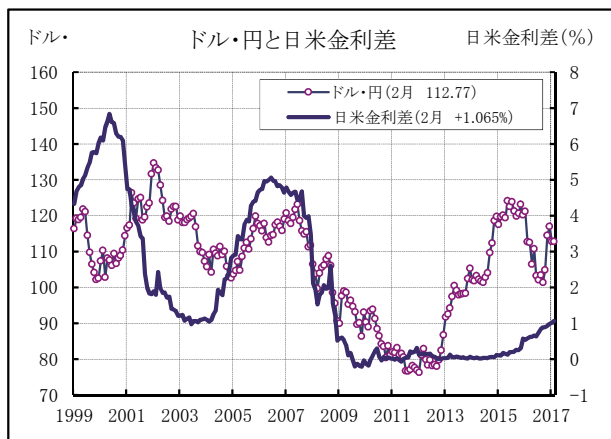
海外 債券市場



株式市場



為替市場

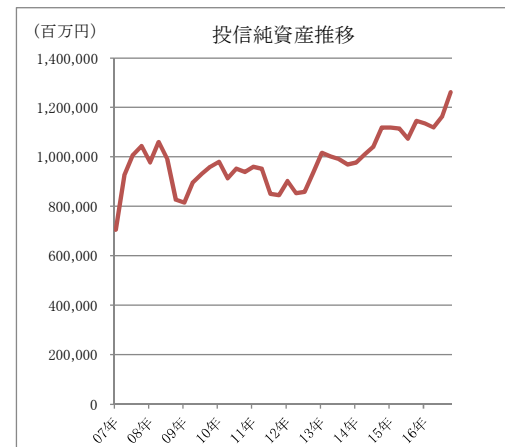
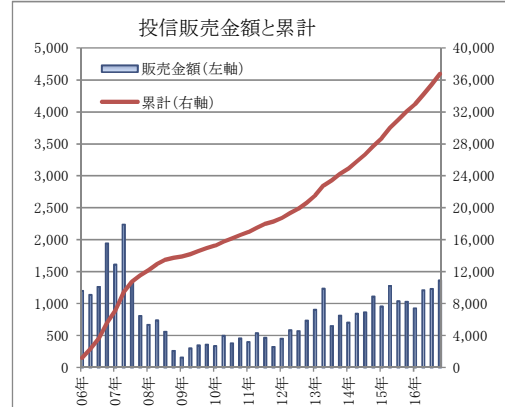


ゆうちょ関連データ

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年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年4～6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7～9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10～12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1～3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4～6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7～9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10～12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1～3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4～6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7～9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10～12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1～3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4～6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7～9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10～12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1～3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4～6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7～9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10～12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1～3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4～6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7～9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10～12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1～3月	-	-	-	-
2017年度累計	907,000	379,954	-	-
累計	14,296,022	3,677,809	-	-



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)

分類	ファンド名	分配金実績 (円)	基準価格 (2017.3.14)	純資産 (2017.3.14)	ファンド名	分配金実績 (円)	基準価格 (2017.3.14)	純資産 (2017.3.14)	ファンド名	分配金実績 (円)	基準価格 (2017.3.14)	純資産 (2017.3.14)
日本株	JP日米バランス②	20円	9,788	2,853	eMAXIS 新興国株式①	なし	13,739	27,956	Navioトルコ債券②	600円	6,507	259
	JP4資産バランス(安定)⑥	なし	10,579	7,454	ビクテグローバル株式②	600円	3,964	686,110	Navio南アフリカ債券②	540円	8,416	310
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	なし	11,067	7,179	ビクテグローバル株式①	なし	15,737	12,157	Navioブラジル債券②	360円	8,273	132
	JP4資産バランス(成長)⑥	なし	11,567	4,387	IPM北米高配当①	なし	11,061	45	Navioインド債券②	600円	11,460	1,181
	リスク抑制世界8資産⑥	なし	9,935	5,725	新光世界インフラ株式②	480円	6,715	835	三菱UFJ欧州債券②	120円	9,749	968
	東京海上・内資産②	360円	11,720	314,016	グローイング台湾株式②	なし	11,224	42	同(為替ヘッジなし)②	90円	8,147	19
	東京海上・内資産①	なし	10,788	34,572	マチュリティアナ株式④	なし	9,233	3,943	ビムグローバル債券②	480円	12,878	19
	野村資産設計2015②	120円	10,785	1,063	グローイングブラジル株式②	なし	11,440	22	同(為替ヘッジあり)②	480円	8,950	37
	野村資産設計2020②	10円	10,751	889	野村ユーロトップB②	なし	8,630	7,568	メキシコ債券オープン②	1140円	6,336	39,157
	野村資産設計2025②	10円	10,919	872	エマージング好配当①	230円	8,729	2	インドネシア・ヒマ債券②	480円	6,849	5
海外株	野村資産設計2030②	10円	11,108	718	JP4医療関連株式④	なし	8,153	76,344	アジアハイイールド債券②	1200円	8,068	562
	野村資産設計2035②	5円	10,932	493	ビクテレミアムプラント④	300円	11,130	21,729	同(為替ヘッジなし)②	1800円	12,025	825
	野村資産設計2040②	5円	10,820	1,279	セゾン資産形成の達人①	なし	17,723	40,446	USストラテジック②	240円	9,160	5,193
	野村資産設計2045②	10円	19,153	121	オーストラリア好配当②	720円	9,403	24	同(為替ヘッジなし)B②	720円	9,459	25,857
	HSBCワールド(安定)①	100円	10,258	8,632	ニッセイ日本債券②	120円	9,814	12,101	新興国ハイイールド債券A②	10円	9,995	1,568
	HSBCワールド(安定成長)①	100円	10,506	6,411	eMAXIS 国内債券①	なし	11,444	22,846	新興国ハイイールド債券B②	480円	6,715	835
	HSBCワールド(成長)①	100円	10,905	3,618	Navioマネーボール②	なし	10,003	3	ビムコハイカム②	315円	7,346	90,920
	野村6資産(安定)⑥	なし	11,737	40,278	日興5大隣債券②	300円	8,562	66,625	同(為替ヘッジ付き)②	435円	8,473	3,418
	野村6資産(分配)⑥	なし	9,843	123,476	三菱UFJ高金利債券②	840円	8,508	80,712	DIAMアジアアジア債券②	なし	9,268	186
	野村6資産(成長)⑥	なし	12,003	33,719	ダウ成長国外債券②	660円	5,180	33,748	欧州ハイイールド債券②	780円	9,263	545
日本株	スマートファイブ①	480円	10,383	96,296	ダウ成長国外債券①	なし	9,743	436	同(為替ヘッジなし)②	1080円	11,868	519
	スマートファイブ①	なし	11,966	11,048	野村米国ハイイールド②	1800円	11,189	16,117	三菱UFJバランス②	240円	9,542	2
	セゾン・ハンガード①	なし	13,467	131,118	同(為替ヘッジあり)②	540円	9,470	3,753	同(為替ヘッジなし)②	240円	9,366	2
	日本配当追求株②	10円	10,138	10,818	野村米国ハイイールド①	なし	12,597	953	三菱UFJバランス①	なし	9,964	2
	大和インテックス225①	160円	14,480	28,341	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,794	265	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,790	2
	SMTAM JPX日経400②	なし	12,361	3,422	エマージング・アジア②	620円	8,240	30,727	MHAM リード②	480円	11,078	614
	GS日本株式②	10円	10,705	8,689	同(為替ヘッジあり)②	480円	9,118	31,865	DIAM世界リート②	600円	4,369	214,633
	日本株式SRI①	なし	8,467	3,013	エマージング(資産成長)①	なし	13,878	647	ダイワUS-REIT②	720円	7,907	9,396
	フレディティ日本配当④	240円	10,740	9,951	同(為替ヘッジあり)②	なし	11,516	356	ダイワUS-REITB②	960円	4,143	698,891
	eMAXIS TOPIX①	なし	19,818	26,523	DWSグローバル公益債券②	480円	9,335	111,323	ダイワUS-REIT(ヘッジあり)②	なし	13,023	170
海外株	三菱UFJ日本株良株①	なし	10,659	2,439	同(為替ヘッジなし)②	480円	10,918	20,823	ダイワUS-REIT(ヘッジなし)②	なし	16,199	1,982
	IPMジャパンプライム①	なし	10,420	92	DWSグローバル公益債券①	なし	10,703	7,991	eMAXIS 国内リート①	なし	26,155	11,994
	新光日本小型株①	1000円	13,160	828	同(為替ヘッジなし)①	なし	11,807	1,752	eMAXIS 先進国リート①	なし	25,291	10,487
	生活基礎関連株式②	80円	11,713	4,225	三菱UFJ米高格付債券②	120円	9,280	1,041	ニッセイ世界リート②	1440円	7,905	9,415
	世界株配当収益追求②	10円	9,830	2,906	同(為替ヘッジなし)②	120円	9,224	820	ニッセイ世界リート①	なし	12,970	310
	SMTAM NYダウ①	なし	13,786	1,790	高金利先進国債券②	570円	5,839	267,732	アジアリートオープン②	240円	10,966	7
	日興5大隣株式④	240円	10,405	17,013	高金利先進国債券①	10円	16,739	14,299	フューションズ②	240円	6,791	5,298
	DIAM好配当株式②	1560円	12,317	14,695	eMAXIS 先進国債券①	なし	12,920	22,940	ステートストリートゴールド①	なし	6,238	403
	新光サザンアジア株式②	2280円	8,497	107	eMAXIS 新興国債券①	なし	12,573	6,455	ビムコUSハイカムローン②	360円	9,256	1,618
	米国成長株オープン①	なし	10,263	1,100	Navioオーストラリア債券②	180円	11,175	267	同(為替ヘッジなし)②	960円	9,780	12,548
海外株	eMAXIS 先進国株式①	なし	23,452	37,174	Navioカナダ債券②	60円	10,741	229	合計			3,793,681

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

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

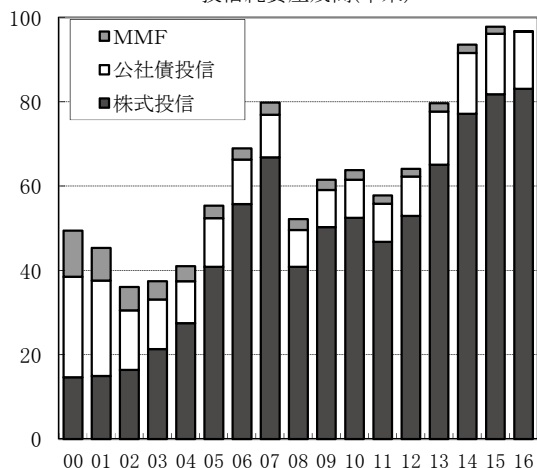
タイプ 末	株式投信								公社債投信					証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMMF		計	
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計				うちMRF	うちMMF		
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
2016年9月	15,437	330,350	235,284	250,127	172,757	10,323	755,262	770,700	116	116,914	104,269	4,023	112,691	887,732
10月	14,891	328,000	235,996	259,888	181,232	10,656	766,389	781,280	116	114,744	105,536	668	114,861	896,142
11月	14,388	336,275	240,748	273,939	193,335	10,525	793,646	808,035	116	122,953	113,831	653	123,069	931,105
12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
2017年1月	13,402	313,071	238,817	294,589	213,960	10,382	822,295	835,698	114	138,098	129,142	640	138,212	973,910
2月	12,839	340,735	240,982	304,201	222,815	10,044	836,713	849,553	114	136,706	127,877	615	136,821	986,375

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

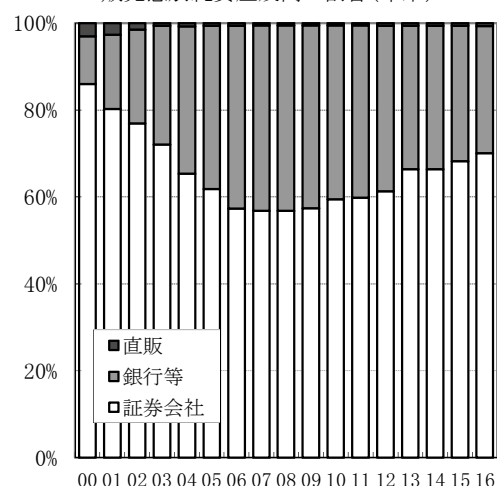
(単位:億円)

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
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2016年9月	606,323	68.3%	275,307	31.0%	6,099	0.7%	887,731	100%
10月	615,688	68.7%	274,129	30.6%	6,326	0.7%	896,144	100%
11月	644,256	69.2%	280,272	30.1%	6,577	0.7%	931,106	100%
12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2017年1月	688,565	69.2%	278,568	30.1%	6,775	0.7%	973,909	100%
2月	700,444	71.0%	279,092	28.3%	6,841	0.7%	986,377	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通常貯金	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負 債	負債合計
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
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,933	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,490
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

年月	貯金残高	前期末増減額	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
2016年3月	1,778,719	▲ 5,344	617,289	▲ 12,790	1,159,587	8,255	1,841	▲ 811
6月	1,794,290	15,571	652,978	35,689	1,139,695	▲ 19,892	1,617	▲ 224
9月	1,788,309	▲ 5,981	648,431	▲ 4,547	1,138,183	▲ 1,512	1,694	77
12月	1,800,828	12,519	672,533	24,102	1,127,186	▲ 10,997	1,108	▲ 586

<特別貯金残高と前月末増減額>

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定額郵便貯金 残高	定額郵便貯金の 前月末増減額
2016年11月	146,250	▲ 6,540	22,809	60	123,441	▲ 6,599
12月	137,131	▲ 9,119	22,588	▲ 221	114,543	▲ 8,898
2017年1月	129,625	▲ 7,506	23,339	751	106,286	▲ 8,257
2月	123,531	▲ 6,094	23,284	▲ 55	100,247	▲ 6,039

(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、定額貯金、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		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2016年10月	0.01	0.01	0.01
11月	0.01	0.01	0.01
12月	0.01	0.04	0.01
2017年1月	0.01	0.06	0.01
2月	0.10	0.20	0.01

(注)1 「預託金利」は9年以上10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	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

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

< 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
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		2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037		0	0

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		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
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	739
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363	16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43	17,025	698

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

(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	リスクウェ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					
		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	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	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,449,551	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	163,111	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,455,899	814,572	216,133	1,419,530	1,434	4,230	266,894	1,938,262	43,341	216,029	87,928	175,391

(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)					補完の項目 一般貸倒	リスクアセッ ト等(E)	資産(オン・バラン ス)項目			OPRを8%で 除して得た額	自己資本 比率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得			オフ・バランス取 引等項目					
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%	
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%	
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%	
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%	
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%	
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-	
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-	
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%	-	

(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
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069

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(6831)8970

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

非売品