

ゆうちょ資産研レポート

2019 年 5 月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
金融政策限界論と日本銀行金融政策への示唆	
野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
欧米経済の「日本化」と欧米中銀の「日銀化」の影響	
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 石井 純	
マーケット・アウトLOOK	13
主要国の長期金利見通し	
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠	
資産研コーナー	19
新型ハイブリッド証券の概要と投資信託への組入状況	
ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

2019.5

ファンダメンタル・アナリシス (1)

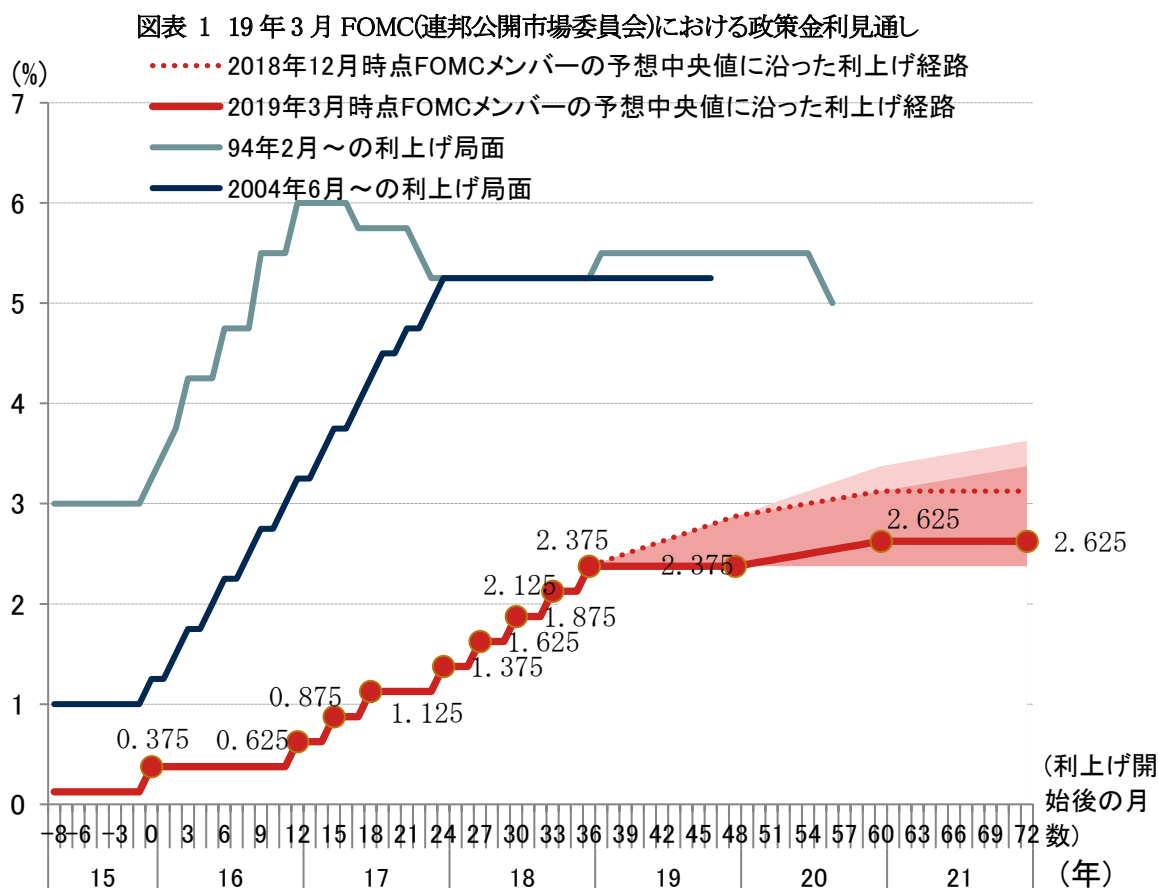
金融政策限界論と日本銀行金融政策への示唆

野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

【米国金融政策の転機と連動して浮上する金融政策限界論】

18 年年末以降の、グローバル金融市場の動揺、その背景ともなった世界景気減速懸念の強まりを受け、15 年年末以降段階的政策金利の引き上げを実施してきた米国 FRB(連邦準備制度理事会)の金融政策は、転機を迎えたと言える。1 月 4 日のパウエル議長発言を皮切りに、(利上げに対し)「辛抱強くなれる」との表現に代表されるハト派的コミュニケーション(市場との対話)が明確化した。

3 月 FOMC(連邦公開市場委員会)においては、FOMC メンバーの政策金利見通しの中央値が大幅に引き下げられ、19 年については、利上げ回数ゼロを想定する見通しに変更された。連銀のバランスシート圧縮については、19 年 9 月で終了とする、当初の想定より早めの停止をアナウンスすることとなった。



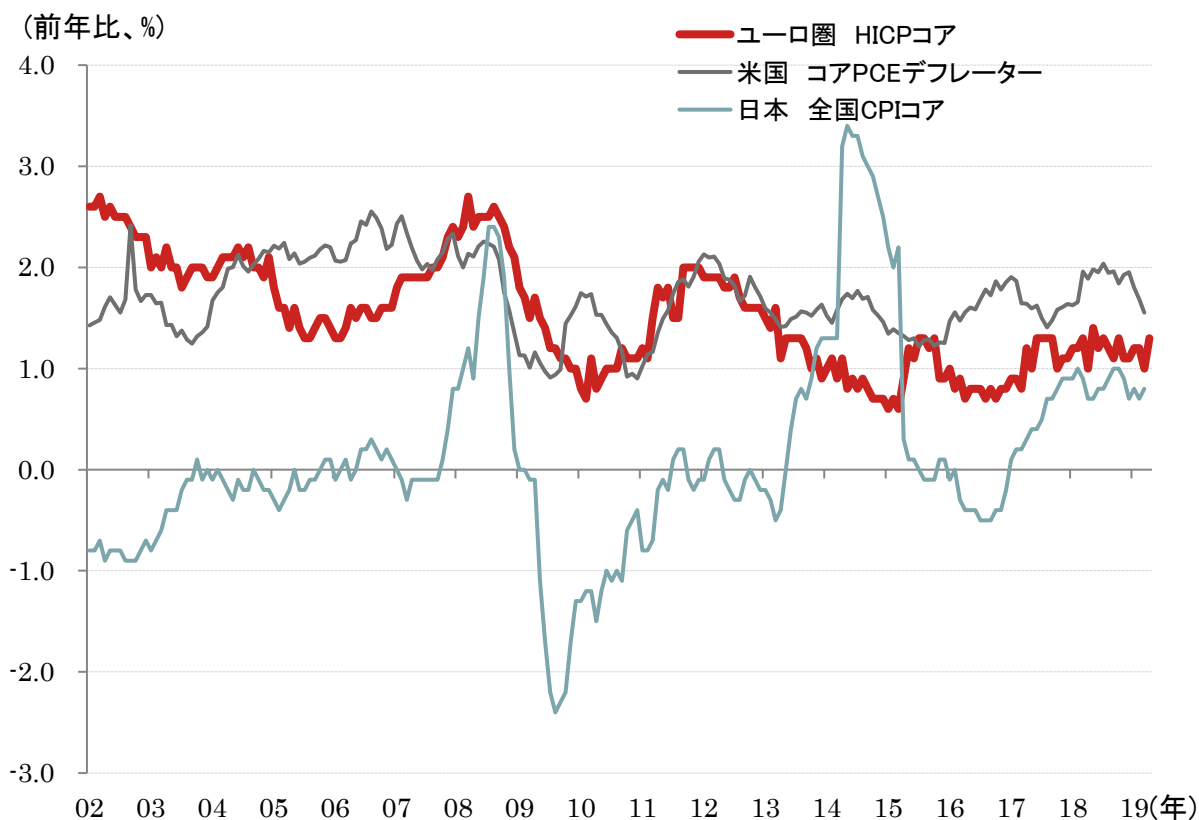
(出所)米 FRB(連邦準備制度理事会)より野村作成

米金融政策の転機は、まず、日本、ユーロ圏など他の先進地域において、金融政策の限界論を意識させる結果となった。

グローバル景気の緩やかな拡大と連動したインフレ圧力の回復だけでなく、米金利の上昇及び米金利に対する各地域市場金利の格差拡大を後押しする材料として、日本銀行、ECB(欧州中央銀行)も、量的金融緩和やマイナス金利政策といった非伝統的領域に足を踏み入れた金融政策の正常化の可能性を模索しはじめたのは事実であろう。

この点で、米国金融政策の転換は、日銀、ECB における金融政策正常化の機会を奪う可能性を帯びていると考えざるを得ない。その延長線上では、非伝統的金融緩和策を長期にわたり続けながら、特に、インフレ率の引き上げやインフレ目標の達成が実現できていない実態を踏まえ、金融政策の緩和という手法でインフレ率を押し上げることは不可能なのではないか、との疑問—金融政策の限界論—が浮上しており、また、金融政策の限界論を克服するための新たな理論や金融政策手法の必要性も取り沙汰されはじめている。

図表 2 G3(先進3 地域)コアインフレ率の推移



注:「コア」の定義は以下の通り。日本＝生鮮食品を除く、米国＝食品、エネルギーを除く、ユーロ圏＝非加工食品、エネルギーを除く。
出所:総務省(日本)、米国労働省、ECB(欧州中央銀行)より野村作成

金融政策の限界が意識されているのは、日銀、ECB だけでなく FRB 自身においても、である。FRB は、来る6月4～5日の2日間にわたり、金融政策運営の見直しに向けての会議をシカゴで開催すると発表した。3月25日のウォールストリートジャーナル紙の報道によれば、1)FRB がこれまで用いてきた金融政策手段を変更すべきかどうか、2)市場、国民との対話のあり方を見直すべきかどうか、3)物価の安定と雇用最大化を実現するための政策目標の定義を見直すべきかどうか、が主要な議題となるようだ。

【金融政策の限界を意識した経済理論の登場】

金融政策の限界論が浮上している間接的な証左は、限界を意識しそれを超克する手法を意識した経済理論が、米国においても登場している点にある。

その一例が、ネオ・フィッシャー効果(ないし同方程式)の議論である。同議論は、本来、期待インフレ(と実質金利)の上下が名目金利を決定する、という趣旨で用いられるフィッシャー方程式を逆に読む考え方であると言える。すなわち、長期的には名目金利が期待インフレを決定するという関係が成立し、それゆえ長期にわたって名目金利を政策的に低く据え置き過ぎると期待インフレ率が低下してしまう、との関係を見出した理論である。これを更に敷衍すれば、期待インフレ率を押し上げるには、積極的に名目政策金利を引き上げる方が有効である、との結論にも繋がりうる議論である。こうした点で、既存の金融政策の限界を念頭に置いた理論であると言える。

金融政策の限界論とは一線を画すものではあるが、インフレ目標の達成に拘泥し過ぎず、金融面の安定を重視して早めの金融政策正常化を実現すべきとの主張も登場している。

2017年9月24日のFinancial Times紙上で、イエレン前FRB議長との「中立金利論争」が紹介されたクラウド・ディオ・ボリオ BIS(国際決済銀行)チーフエコノミストは、中立金利は長期的に経済全体の債務水準、レバレッジなど金融システム面の指標を安定させる均衡金利であり、インフレ率と経済や労働市場の需給ギャップとの相関が弱まり、潜在成長率が下がる中で、低下していると考えられる一般的な中立金利よりもそれは高い水準にあると主張する。

この考え方に従えば、金融政策は、インフレ率の押し上げやインフレ目標が実現されていなくとも、金融面に歪みが生じはじめる前に、緩和を終了し政策金利の引き上げを開始すべきだ、ということになる。

もう一つの例は、MMT(現代貨幣理論)である。MMTの基本的な主張は、政府債務(のみ)が通貨供給増加に寄与する、というものである。ただ元来は、主流派経済学が依拠してきた貨幣乗数理論、すなわち、中央銀行がベースマネーを供給するとその乗数倍だけ、広義の貨幣量(マネーサプライ)が増加する、との発想を転換し、広義のマネー増加は銀行貸出の増加による預金増加によって実現するが(ここまでは主流派経済学との乖離はない)、資金需要が乏しい状況で中央銀行がベースマネーの供給を増加させてもマネーは増加しない、との視点に立つのがMMTであると言える。

ここから発展し、近年では、1)資金需要が十分でなく民間非金融部門の負債が縮小に向かうような世界においては、政府が債務を増加させ(資金)需要を創造することがマネー増加に繋がる、2)(ユーロ圏などと異なり)独自の通貨を持つ国の政府は通貨を限度なく発行できるため、政府債務がデフォルト(債務不履行)に陥ることはなく、政府債務残高がどれだけ増加しても問題はない、3)増加した政府債務を中央銀行が資産として保有しながらベースマネーの供給を増やすのと、政府自身が債務調達のために通貨を発行することはほぼ同義であり、政府自身が資金調達のために通貨を発行してしまっても構わない、といった議論へと展開しているようだ。

米国においても、ニューヨーク州立大学のステファニー・ケルトン教授が同理論の主導者とされ、また、米民主党下院議員のアレクサンドリア・オカシオコルテス氏が、MMT理論に依拠しつつ、国民皆保険や温暖化対策に巨額の財政資金を投じる「グリーン・ニューディール」などの財政拡張的な政策を主張している。

【金融政策のパラダイム転換の可能性】

上記の理論は、金融政策の限界を意識し、それをどう克服するかを論じている点では共通している。その点において、従来の発想から金融政策の根本的なパラダイム転換を求める理論であると言えるが、その方向性が真逆であるのも特徴であろう。

ネオ・フィッシャー効果に依拠した場合、期待インフレ率の押し上げ、さらには経済成長の押し上げには、

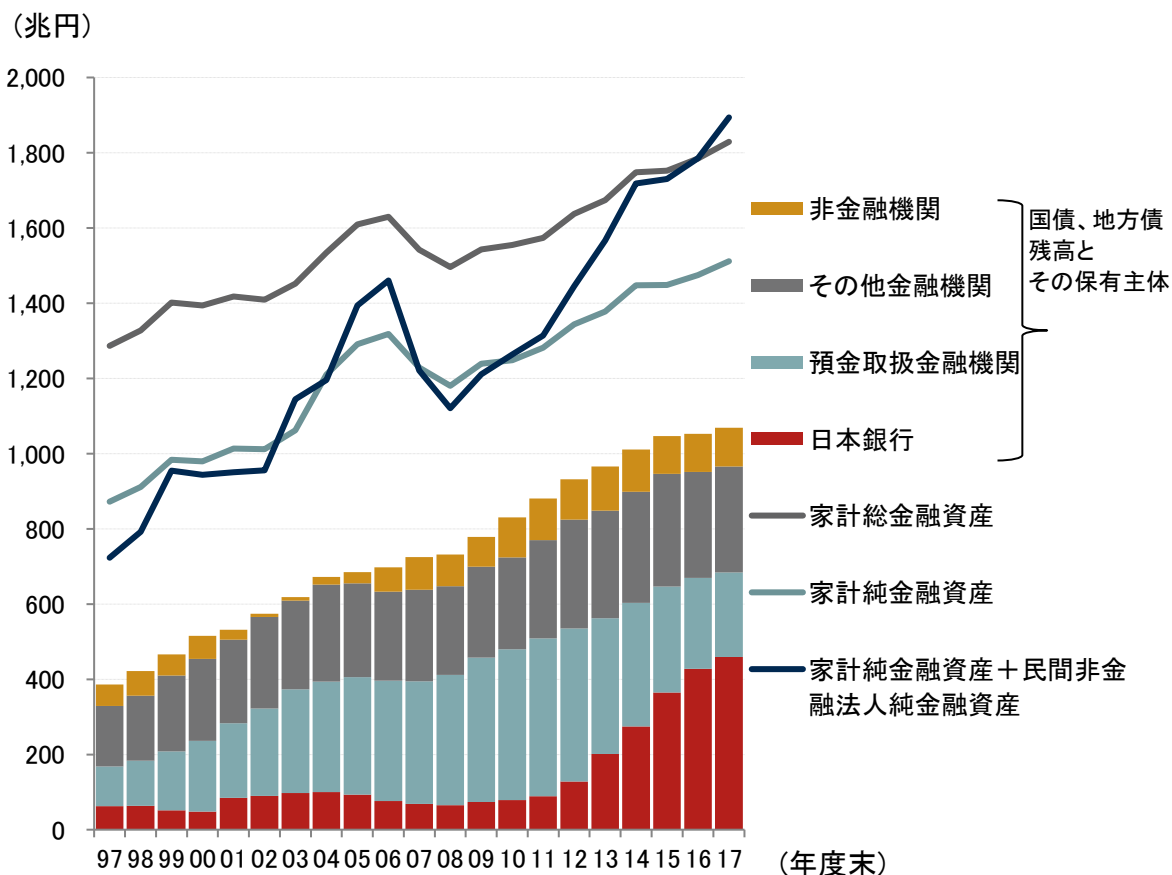
むしろ積極的に政策金利を引き上げることが求められることになる。金融面の安定を重視した中立金利に依拠して金融政策を遂行する考え方の下では、インフレ目標の達成とは無関係に、資産バブル膨張など金融システムの不安定化に繋がるような金融面の過熱が生じれば、政策金利の引き上げが行われるべき、ということになる。

一方、MMT の下では、中央銀行は、政府による財政支出、政府債務の大幅な拡大によっても金利の上昇が発生しないくらいに大幅なベースマネーの供給増加を求められることになる。

現状、追加的な緩和手段がなくなりはじめているという点で、一般に、金融政策の限界に最も近いと考えられている日本において、こうした理論が比較的頻繁に紹介され、また議論されているのは事実であり、また、ある意味で自然な流れであるとも言える。そればかりか、海外の投資家、メディア、学界などからも、金融政策の限界に近い日本において、上述のような理論を実験的に採用してみるべきだとの主張すら登場しはじめている。状況的には、バーナンキ元 FRB 議長が、過去、デフレが長期化する日本に対し、「ヘリコプターマネー」政策の採用を呼び掛けたときと類似してきているとも言える。

しかし、約 10 年にわたるデフレ的状况を脱却しつつも、2013 年以降の大規模金融緩和の継続を以てしても、2%の物価安定目標を達成しきれておらず、金融政策の限界に最も近いと考え得る日本においてすら、これらの理論に依拠した金融政策のパラダイム転換が現実化する可能性は差し当たり低いと考えるのが妥当であろう。

図表 3 一般政府債務(国債、地方債)残高と民間非金融部門の資産残高



(出所日本銀行資料より野村作成)

【Japanization－日本化－が懸念されるユーロ圏、ECB における議論】

日銀以外の海外中央銀行において、金融政策限界論に依拠した政策のパラダイム転換が起きる可能性は一層低いと考えられる。

ドラギ ECB 総裁は、3 月 27 日、マイナス金利に副作用があるとすれば、それを軽減しながら経済へのプラス効果を維持する方法について検討する必要があるかもしれない、と述べている。プラート ECB 理事は、ブルームバーグとのインタビュー記事(3 月 28 日配信)で、マイナス金利の銀行に対する副作用軽減策として一部の銀行の超過準備預金に対して最も大幅なマイナス金利の適用を免除する「階層化」が検討されていることを認めた上で、「景気が弱まるにつれて将来的に(マイナス金利の副作用に関連して)問題が生じる可能性もあり、準備しておく必要がある」と述べた。

ただ、マイナス金利長期化を中心とする金融緩和の副作用が差し迫った問題である点について、現時点で、ECB 高官は一様に否定的な見解を示している。

ドラギ総裁は、同日、「銀行の収益力の低さはマイナス金利がもたらす不可避の結果ではない」と指摘した。プラート理事は、マイナス金利副作用軽減策として超過準備預金階層化の検討の必要を認めながらも、「階層化を導入するには、それが金融政策の問題に効果的に対応するという確信が必要だ」とも述べ、具体的な実施段階には至っていないことを示唆した。

これらの発言は、副作用の可能性を意識しながらも、現時点では、金融政策が限界に達したわけではなく、現行の金融緩和を続けることが経済成長の押し上げ、インフレ率の押し上げに対し依然として有効であるとの見方を ECB が放棄していないことの証左であろう。

【金融政策限界論に距離を置く FRB】

FRB は、それ以上に金融政策の限界論からは距離を置いていると考えられる。前述のシカゴにおける会議の主な議題は、「物価の安定と雇用最大化を実現するための政策目標の定義」になる見通しであり、具体的には、現行の 2% に対し上下に許容変動幅を設けた平均インフレ率目標や物価水準目標が取り上げられると言われている。ここから窺える議論の方向性は、現状よりも事実上高めのインフレ目標を許容することで、金融緩和を通じたインフレ率、期待インフレの押し上げはなお可能であるとの発想に立っていると考えられる。

何よりも、上に挙げたような経済、金融政策理論は、最近でこそ紹介される事例が増えたとはいえ、米国の学会においてはなお異端とみられていることは、見逃せないだろう。米国の学会において通説化した理論が、まず FRB の政策に反映され、それが他の中央銀行に波及していくのが現実的な流れであり、FRB はもとより、米国以外の中央銀行が「異端」とされるような理論に依拠した政策を先駆けて実験的に導入する可能性は低いと考えられる。

6 月 4、5 日に FRB がシカゴで予定するカンファレンスにおいて、平均インフレ率目標や物価水準目標など、現行のインフレ目標を実質的にさらに引き上げる手法が議論されるのは、FRB 自身が未だ金融政策の限界論に抗おうとしている証拠でもあろう。

【新理論採用には中央銀行間の協調が必須】

資本移動が自由であり、そのスピードが速まっている現代の金融市場においては、各地域金融政策の協調が為替市場の安定にとっての重要度をさらに増していると考えられる。いずれかの中央銀行が金融政策の限界を意識した政策修正に動こうとすれば、必然的に他の中央銀行においても同様の議論が一定の支持を得ている必要があると言える。そうした政策の暗黙的な協調において、依然イニシアチブ(主導権)を有しているのは FRB であろう。

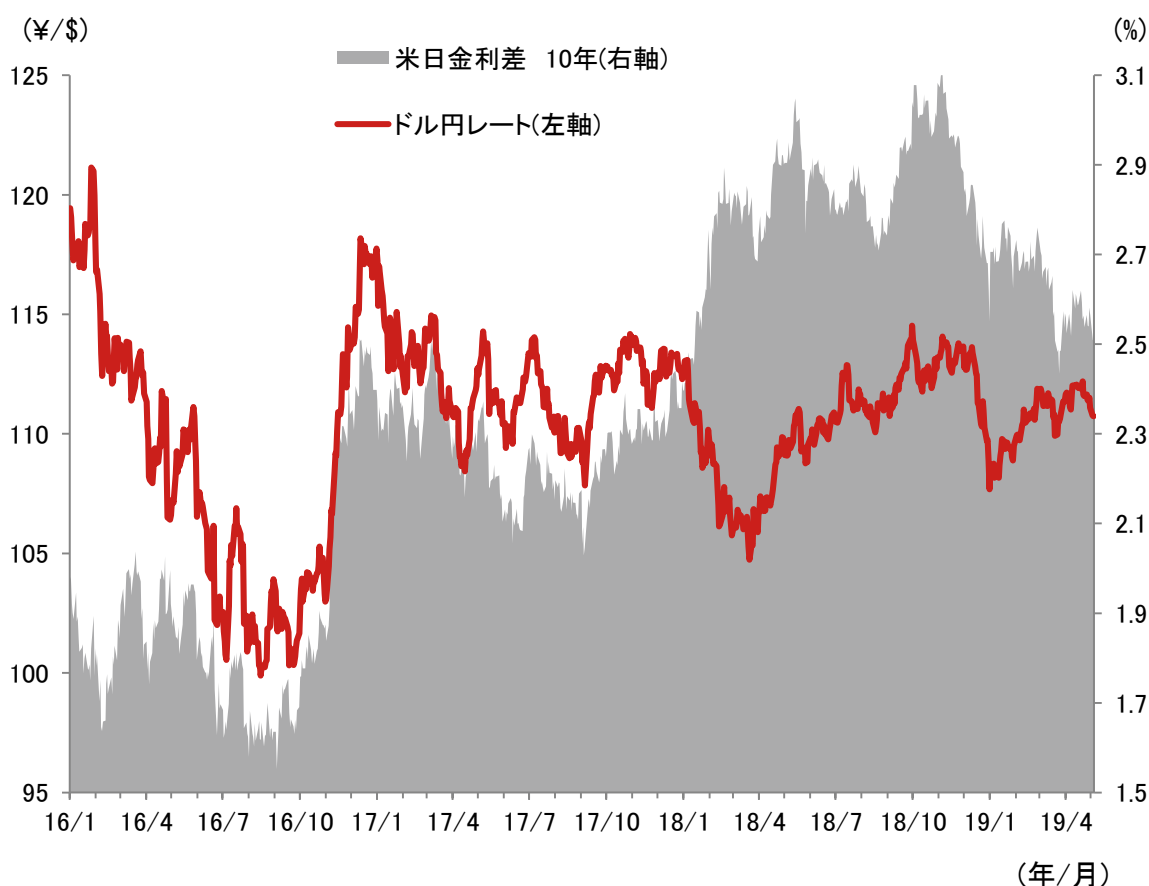
以上を踏まえると、金融政策の限界を意識した経済理論に関する議論は賑やかになっているものの、それが具体的に政策に反映される段階には依然として至っていないと考えるのが妥当であろう。

なにより、現実的に、FRB が実質的なインフレ目標の引き上げと連動して緩和強化に動いた場合、日銀が金融政策の限界論に依拠した政策変更の可能性はさらに狭まる可能性が高い。

現状でこそ、FRB による利上げ休止やそれを織り込んだ米市場金利の低下、ひいては米日金利差の縮小は、必ずしも円高に結び付いていない。これは、米利上げ休止や米金利低下が、グローバル金融市場において投資家のリスク選好を強める結果となっているためと推測される。

しかし、米金利がさらに低下方向に向かった場合、金利平価説の理論通りに、ドル円レートが下落(円高)方向に向かう可能性は排除できない。こうした状況で日銀が金融政策の限界論に依拠して政策の正常化に動けば、円高をさらに加速させるリスクを負うことになりかねないだろう。

図表 4 米日 10 年金利差とドル円レート



(出所)ブルームバーグより野村作成

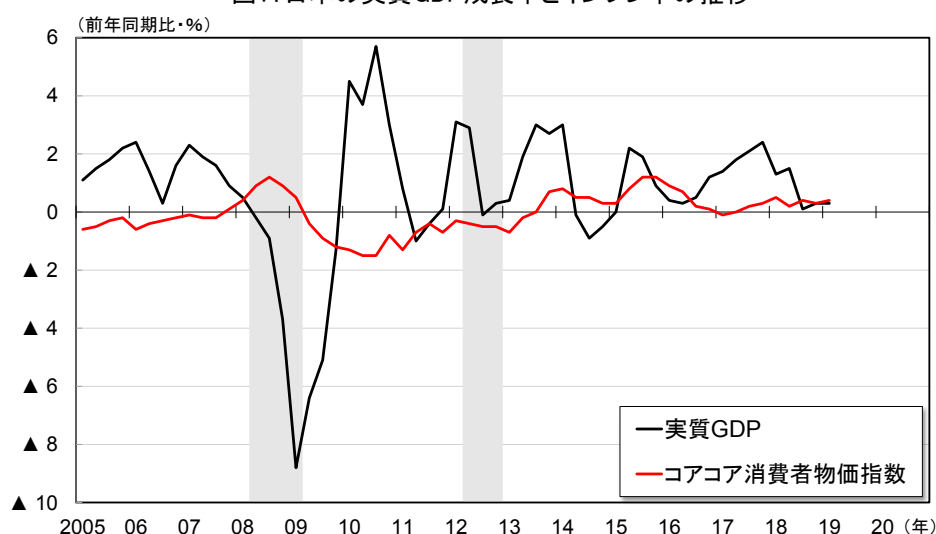
欧米経済の「日本化」と欧米中銀の「日銀化」の影響

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 石井 純

欧米市場では最近、「日本化（ジャパニフィケーション）」というキーワードが囁かれている。それは、欧米経済が日本のような「低成長・低インフレの罠」に陥った可能性を自虐的に言い表したものだ。実態はどうか？ まずは、「日本化」の本家本元、わが国経済の近年のパフォーマンスを総括しておこう。

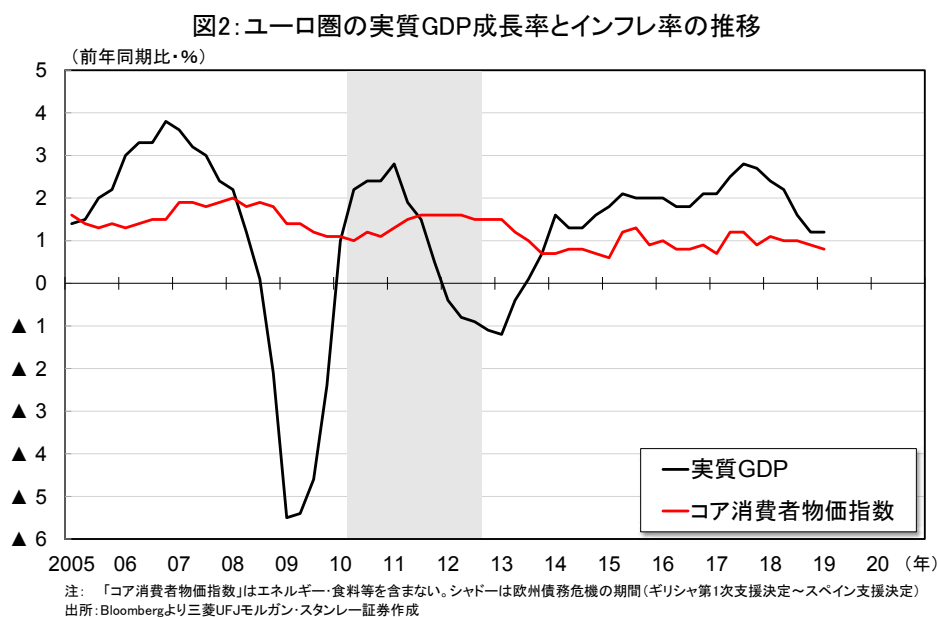
図 1 は、実質 GDP とコアコア消費者物価指数<CPI>の前年同期比の推移を見たものである。後者は、日銀が物価の基調を捉えるうえで最も重視しているインフレ指標だ。これによると、実質 GDP 成長率は 2012 年 11 月以降の今次景気拡大局面で、概ね▲1%～3%というレンジ内で一進一退だったことがわかる。期間平均は当該レンジのほぼ中央にあたる 1.1%。要するに、0%台後半とされる潜在成長率を小幅上回る程度の低空飛行だった。コアコア CPI の期間平均は 0.4%。低成長のもと、物価は曲がりなりにも脱デフレ状態が持続した。それは、物価の基調を一義的に決める需給ギャップがプラス（需要超過）で推移したことによる。もっとも、物価は上げ渋り、日銀がインフレ目標としている 2%には遠く届かない状況が続いている。低インフレの原因として日銀は、4 月に公表した「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」で次の 5 点を指摘した。①長期にわたる低成長やデフレの経験などから、賃金・物価が上がりにくいことを前提とした考え方（デフレ心理）や慣行が根強いこと。②結果、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや家計の値上げに対する慎重な見方も根深いこと。③非製造業を中心とした低労働生産性。④人工知能（AI）など近年の目覚ましい技術進歩。⑤厳しさを増しているグローバルな競争環境。

図1: 日本の実質GDP成長率とインフレ率の推移



注: 「コアコア消費者物価指数」は生鮮食品・エネルギーを含まない。消費増税の影響も除外。シャドーは景気後退局面
出所: 内閣府、Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

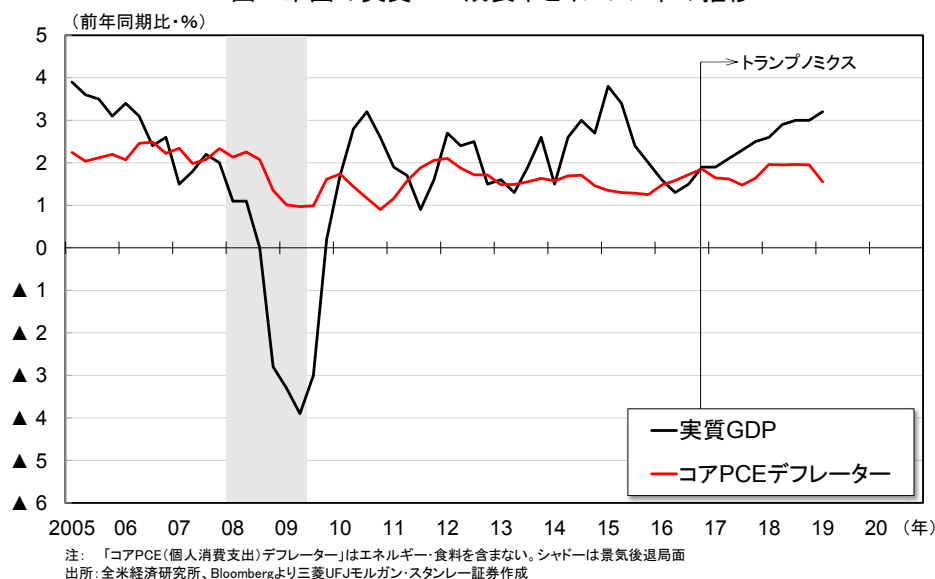
次はユーロ圏の経済実態を概観する。図 2 は、実質 GDP とコア CPI の前年同期比の推移を見たもの。実質 GDP は 13 年、欧州債務危機によるマイナス成長から脱却し、16 年末以降は 2.0% の大台を基調的に上回って推移した。そして、17 年 7-9 月期に 2.8% と 11 年 1-3 月期 (2.8%) 以来の高成長を記録。ところが、以降は減速し、今年 1-3 月期には 2 期連続の 1.2% と、潜在成長率並みか、それをやや下回る低成長に甘んじた。原因・背景としては、米国発の世界的な貿易摩擦の悪影響 (輸出入取引の増勢鈍化) や、世界経済を巡る不確実性の高まりを受けた企業心理の慎重化などが指摘されている。足元では、中核国ドイツにおける自動車生産の落ち込みも響いた。この間のインフレ率を見ると、概ね横這い圏で推移してきた。実質 GDP 成長率が 1.0% を超え加速していた 14 年から 17 年 7-9 月期も、コア CPI は平均 0.9% で、以降も同 1.0% と低位安定していた。ただ、足元では弱含みとなっている。今年 1-3 月期には 0.8% と 2 期連続で鈍化した。結果、ECB がインフレ目標とする 2% 弱に対しては、未だ道半ばという状況が続いている。このような低インフレの主因は、労働生産性の低迷等による賃金上昇の抑制とされている。こうしてみると、ユーロ圏経済は確かに「日本化」しつつあると言えそうだ。



一方、図 3 は、米国の実質 GDP とコア PCE (個人消費支出) デフレーターの前年同期比の推移を見たもの。後者は、FRB が最も重視しているインフレ指標だ。実質 GDP 成長率は 16 年以降、大型減税を柱とするトランプノミクス of 景気刺激効果を推進力として加速してきた。今年 1-3 月期は 3.2% と、15 年 4-6 月期 (3.4%) 以来の高水準に達した。対照的に、物価は伸び悩みが鮮明。コア PCE デフレーターは昨年中、FRB がインフレ目標とする 2% で頭打ちとなり、今年 1-3 月期には 1.6% に鈍化してしまった。このよう

な経済・物価情勢を「日本化」と称するのは少々違和感がある。実質 GDP 成長率が 1.0% 台後半と目される潜在成長率を上回って今のところ加速しているうえ、コア PCE デフレーターは“2%”に届いたからだ。ただし、「日本化」という形容があながち的外れとは言えない面もある。それはやはり低インフレだ。今次景気拡大期間が戦後最長の 10 年に近づくほど長期化し、失業率が 3.0% 台半ばまで下がり完全雇用状態を映しているにもかかわらず、賃金上昇率は未だ加速せず、物価上昇率も“2%”を超えられない。このような低インフレ持続の原因として、FRB は次の 5 点を考えているようだ(18 年 7 月の FOMC 議事録より)。1) 生産資源の活用度に対する価格感応度の低下。2) 物価に中立的な自然失業率の低下。3) 失業率では捕捉できない労働市場のスラック(緩み)の残存。4) 近年の技術進歩。5) 厳しさを増しているグローバルな競争環境。これらに加えて、日欧と同様、労働生産性の低迷という要因も絡んでいるのではないか。ちなみに、イエレン前 FRB 議長はかつて、物価低迷を「ミステリー(謎)」と表現した。

図3: 米国の実質GDP成長率とインフレ率の推移



ところで、「日本化」しているのは、欧米経済だけではない。欧米の金融政策もまた「日本化」しつつある。言い換えれば、ECB と FRB の「日銀化」だ。それは、景気拡大局面の長期化にもかかわらず物価上昇率が高まらないため、中銀が異例の金融緩和政策の「出口戦略」を推進する、あるいは金融政策を正常化することができない状況に置かれていることを意味する。中銀は景気が拡大しているうちに「出口戦略」を完遂しておかなければ、金融緩和の余地や手段が乏しいまま、次なる景気後退局面を迎えざるを得ないという窮地に追い込まれる。

日銀の場合、量的・質的金融緩和を端緒とする異次元緩和が今年度に 7 年目を迎えたが、前述のとおり 2% の物価安定目標の実現めどが立たず、「出口戦略」や金融政策の正常化に未だ着手できていない。それどころか、昨年 7 月末の金融政策決定会合では「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」と称する事実上の政策修正に踏み切り、異次元緩和の長期戦化の覚悟を明らかにした。そして、今年 4 月の会合では、政策金利のフォワード・ガイダンス(先行き指針)に『少なくとも 2020 年春頃まで』というフレーズを加筆し、『きわめて低い長短金利の水準を維持する』時間軸の短期化を回避しようとした。そうしたなか、市場では、いずれ到来する景気後退局面での金融緩和策の手詰まりが不安視されている。

欧米中銀の「日銀化」を市場に印象付けたのは、それぞれ 3 月の金融政策決定会合における“ハト派シフト”だった。ただ、ECB の場合、その伏線は昨年 12 月の理事会より敷かれていた。ECB はそこで、経済成長見通しに関するリスク・バランスの評価を『下方に傾きつつある』へと微妙に修正し、今年 1 月の理事会で『下向きに移行した』へと明確に下方修正した。そして、3 月の理事会では、政策金利のフォワード・ガイダンスを変更。『少なくとも 19 年夏まで』維持するとしてきた主要政策金利(図 4)の水準を、『少なくとも 19 年末まで』維持するに修正し今年内の利上げを断念、早くても 20 年以降に先送りする考えを明らかにした。加えて、今年 9 月に新たな資金供給制度(いわゆる TLTROⅢ)を開始することも決めた。

一方、FRB の場合、ハト派化の布石は今年 1 月の FOMC ミーティング時に打たれた。FRB は FOMC 声明で、金融政策の方針を従前の『いくらかの緩やかな追加引き上げが適切』から『忍耐強くする』に変更。パウエル議長は会見で『利上げの必要性は低下した』と言明した。FRB 保有資産の縮小については、声明と併せ公表した資料に、経済・金融市場の動向に応じて修正すると明記。パウエル議長が会見で、資産圧縮政策の終了時期が早まる可能性があるとした。そして、今年 3 月の FOMC ミーティングでは、FRB は FF レート見通し(いわゆるドット・チャート)で、19 年中の利上げの想定回数を 2 回から一気にゼロ回へと下方修正し、政策金利(図 5)の中立化を事実上停止する考えを示した。ちなみに、FF レートの誘導目標水準が現在年 2.25%~2.50%であるのに対し、FRB が考えている中立金利は 3%弱である。加えて、保有資産の縮小については、今年 9 月に前倒し終了する方針も提示した。

図4: ECBの政策金利と独仏長期金利の推移

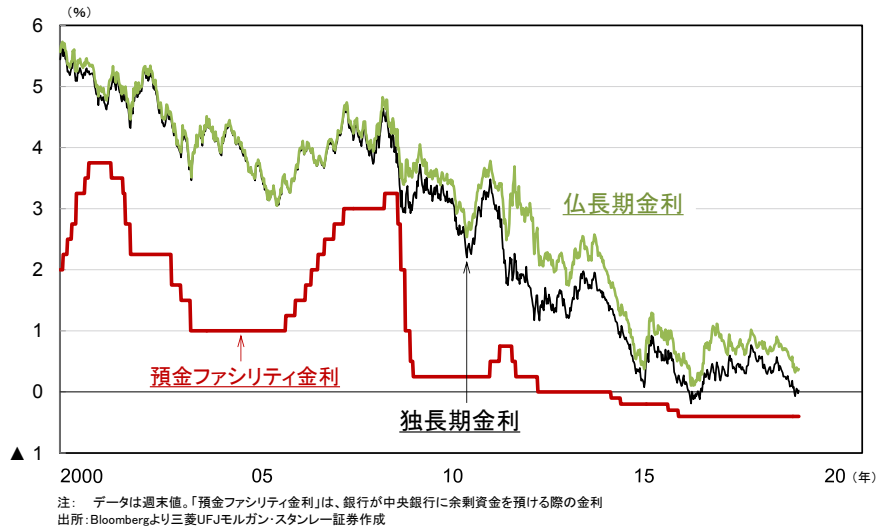
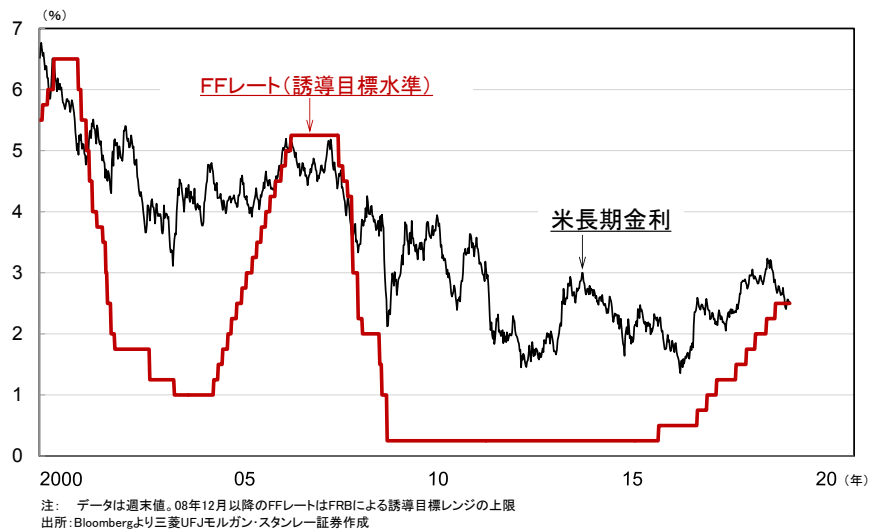
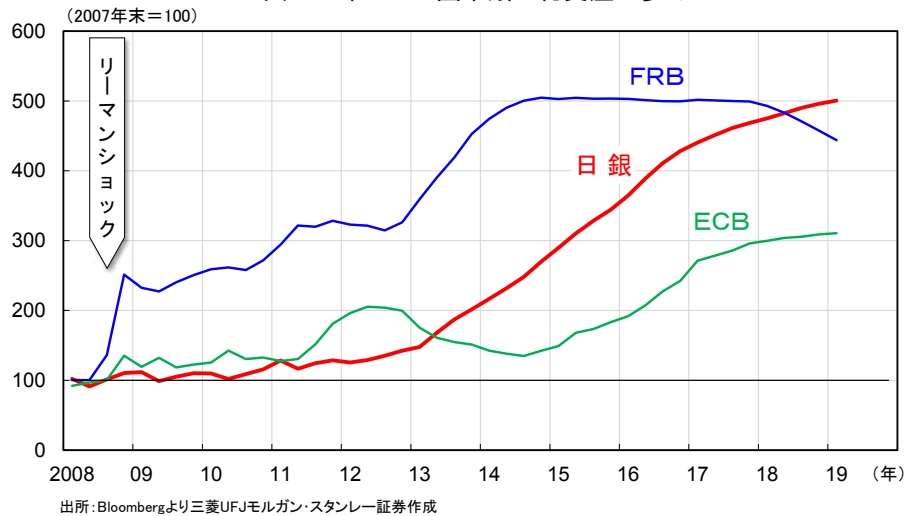


図5: FRBの政策金利と米長期金利の推移



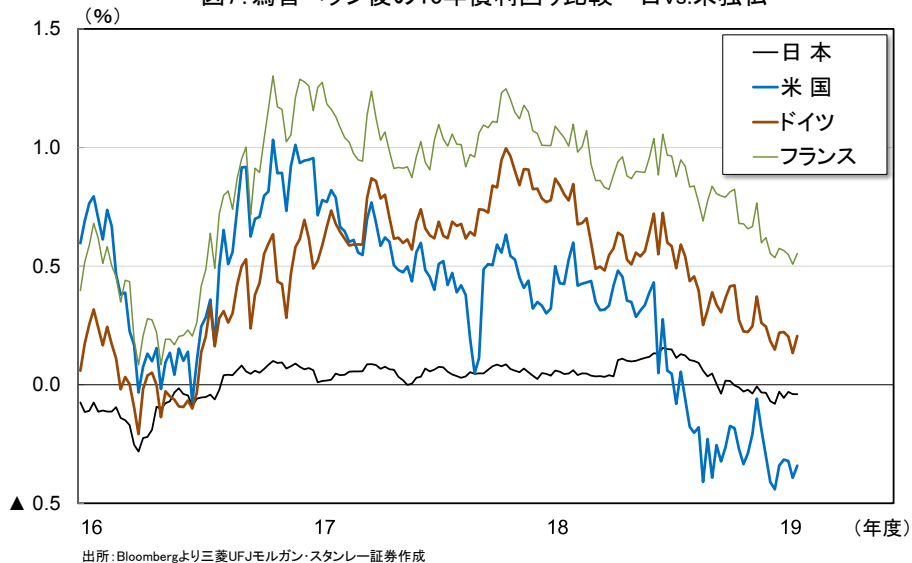
さて、以上のように欧米経済が「日本化」し、欧米中銀が「日銀化」しつつあるとしたら、内外債券の運用環境は今後とも、歴史的な低利回りという厳しい状況を想定していかざるを得ない。長期金利を構成している(a)期待潜在成長率と(b)期待インフレ率が低迷し、中銀の大規模な保有資産(図6)に起因するストック効果が(c)リスクプレミアムまたはターム・プレミアムを抑え込んでゆくの見込まれるからだ。とすると、日米欧の金利上昇余地は総じて広がりにくく、「押し目待ちに押し目無し」という相場が常態化することになる。そうしたなかで、「買いそびれによるキャリー収益の取りこぼし」を避けるには、償還対策を軸に、淡々と、平準的に購入してゆくの賢明だろう。

図6: 日米ユーロ圏中銀の総資産の歩み



投資対象については、現在、円債運用の場合はプラス利回りで、ロールダウン効果も比較的大きい 20 年債が望ましい。一方、円投外債運用の場合は、まずは利回りを為替ヘッジ・コスト控除後で見比べる必要がある。同コストの内訳は短期金利差と通貨ベース・スワップ・スプレッド。同コスト控除後の日米欧 10 年債利回りを比較してみると、図 7 のとおり、現在は「米<日<0<独<仏」となっている。米債利回りは、同コスト控除前であれば 2.5%前後とダントツの高水準だが(図 5)、控除後では大幅マイナス。よって本邦投資家にとっては投資妙味がない。一方、仏独債利回りは、同コストがマイナスのため、控除後は円債を上回っている。いずれも低水準なので、マイナス利回りの円債や米債よりはマシという程度だが、投資妙味があると言える。

図7: 為替ヘッジ後の10年債利回り比較～日vs.米独仏



主要国の長期金利見通し

岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠

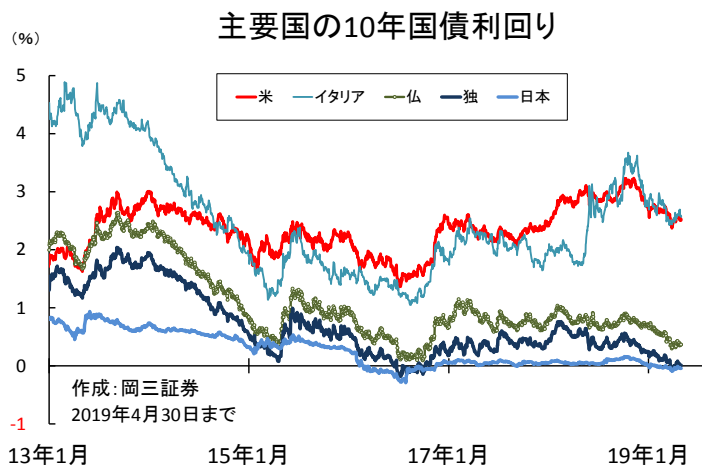
■ハト派姿勢に転換した主要国の中央銀行

IMF は 4 月に公表した世界経済見通しで、世界経済は 2017 年に 3.8% でピークをつけ、2019 年には 3.3% まで鈍化すると予想した。IMF は四半期ごとに見通しを更新しているが、3 回連続で 2019 年の成長率見通しは引き下げられた。とりわけ先進国が勢いを欠いており、4 月は特にドイツやイタリアの引き下げが全体の足を引っ張る結果となった。2020 年の見通しは据え置かれたが、未だリスクは下向きと指摘しており、今後も下方修正の余地は残ろう。足元では中国経済に底打ち期待が高まり、世界経済の減速懸念はやや和らいでいる。ただ、貿易摩擦の拡大懸念や、英国の EU 離脱問題などの不透明要因は依然として残っており、2019 年に世界経済が拡大基調を回復するのは難しいと思われる。

世界経済の減速が続くなかで、主要国中央銀行の姿勢も大きく転換した。米国では慎重に利上げが進められてきたが、昨年末の米株式相場の大幅な下落を受けて、3 月の FOMC では年内の利上げ停止と、バランスシートの縮小を 9 月には終了する方針が示された。金融市場では FRB の姿勢が予想以上にハト派と受け止められ、年内の利下げ観測も強まっている。米景気は今のところ底堅く推移しており、米長期金利の大幅な低下は見込みづらいが、物価上昇も緩やかにとどまっており、イールドカーブの大幅なスティープ化は見込みづらいだろう。米 10 年国債利回りは、今年も 3% 程度が上限となろう。

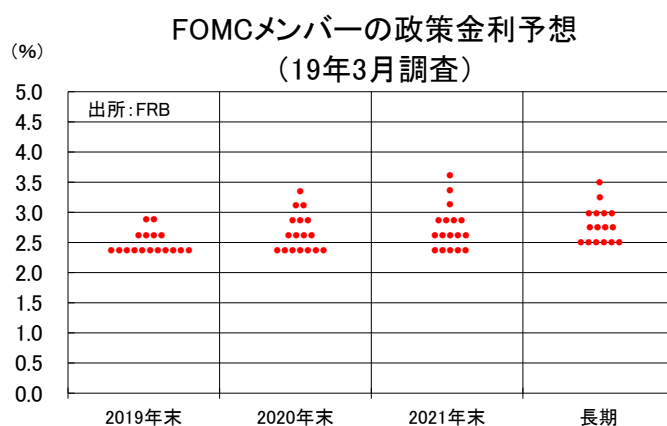
ECB の 3 月の定例理事会では、政策金利の年内据え置きと長期リファイナンスオペの再開が決定され、ECB もハト派姿勢への転換を明確にした。英国の EU 離脱問題が先送りされていることや、イタリア、スペインなどの政治情勢も懸念されており、欧州経済の先行き不透明感は簡単には払拭されないだろう。独 10 年国債利回りは一時マイナス圏に低下したが、ユーロ圏各国の長期金利の大幅な上昇もしばらく見込みづらいだろう。

欧米中央銀行がハト派姿勢への転換を明確にしたことで、日銀の現状の金融緩和政策は長期化しよう。国内景気の先行きにも不透明感が強まるなかで、物価は目標には遠く及ばない状況であり、日本でも長期金利の大幅な上昇は引き続き見込みづらいだろう。



■利上げへのハードルは高い米国

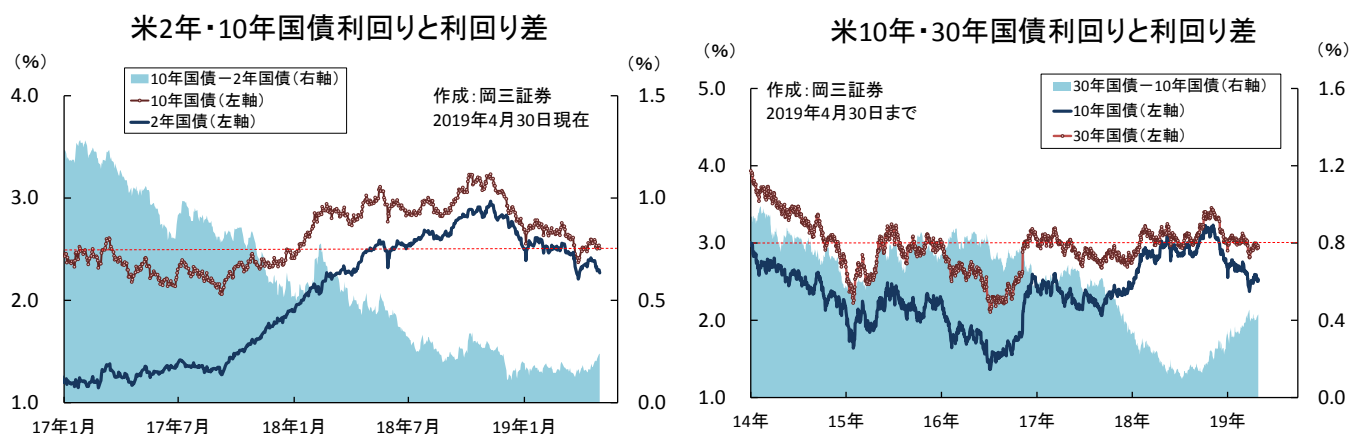
今年3月に公表されたFOMCメンバーの経済見通しでは、今年の利上げ回数は前回の2回程度から、ゼロ回程度に大幅に下方修正された。バランスシートの縮小については、5月にペースを緩め、9月末で終了すると表明した。パウエルFRB議長は今年の年末時点のバランスシートは3.5兆ドルを若干上回ると具体的な数字を示したうえで、バランスシートの縮小は金融引き締めではないとも発言した。FRBが予想以上のハト派姿勢を示したことで、当初は市場参加者の不安感も逆に増大したが、米景気の底堅さもあり、米株式相場は高値圏を回復している。先行きの不透明要因は残るが、米景気は緩やかな拡大基調を維持する見通しであり、当面は利下げ期待が高まる可能性は低いだろう。賃金の上昇が続くなかで、注目は物価動向になろうが、コアPCEの前年比上昇率は2%を下回っており、物価上昇懸念が急速に高まる環境でもないだろう。FRBのハト派姿勢に支えられて、米国債相場は比較的落ち着いた動きを続ける可能性が高いと思われる。



3月のFOMC後には一時利下げ期待が強まり、米2年国債利回りはFF金利の下限を下回る水準まで低下した。米10年国債利回りも短期国債利回りを下回る水準まで買い進まれ、逆イールドが注目されたが、利下げ期待の後退とともに逆イールドは解消された。米10年国債と米2年国債の利回り差は足元ではやや拡大しており、米景気の拡大見通しに変化がなければ、利下げ期待とともに米国債利回りが大きく低下することはないだろう。一方、現時点ではFRBは年内の利上げを見送る方針であり、米2年国債利回りの大幅な上昇もしばらく見込みづらいと思われる。中短期国債利回りの大幅な上昇がなければ、米10年国債利回りの上昇余地も限られよう。財政赤字の拡大が懸念されていることや、予想以上の物価上昇は米債券相場のリスク要因となろうが、世界経済の減速懸念が残る間は、米国でも物価上昇懸念が高まることはないだろう。米国債利回りが大きく上昇すれば、米株式相場が再び不安定な動きを強める可能性も考えられよう。

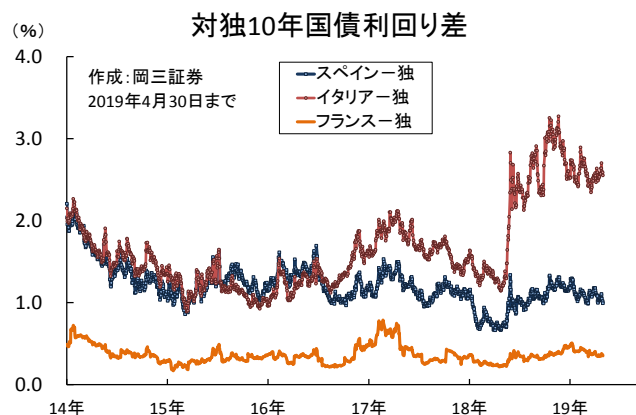
残存期間10年以下の国債では逆イールドが注目されたが、米30年国債と米10年国債の利回り差は昨年末から緩やかに拡大している。財政赤字の拡大が警戒されていることなどが、米30年国債利回りの低下を抑えていよう。ただ、米30年国債利回りが3%台に上昇すれば、これまでと同様に投資家からの買いは強まろう。日本や独、仏など主要国の国債利回りに比べて利回りの高い米国債には、特に海外投資家からの根強い需要が見込めよう。トラ

ンプ米大統領が利下げすべきと発言するなど、FRB の独立性が懸念され始めていることも米債券相場にとってはリスク要因となろう。ただ、昨年末の利上げが米株式相場下落を招いた要因の一つであることは間違いなく、FRB も当面は株式相場や景気動向を睨みながら慎重に金融政策を進めざるを得ないだろう。世界経済の減速懸念が続き、米株式相場が不安定な動きとなれば、米債券市場では利下げ期待が高まろう。物価上昇も緩やかにとどまるなかで、FRB にとって利上げのハードルはかなり高いと思われる。



■欧州主要国の長期金利の上昇も限定的に

欧州中央銀行（ECB）の3月の定例理事会では、経済成長率、物価見通しの下方修正とともに、年内は利上げを断念する姿勢が示された。同時に長期リファイナンスオペの再開も決定しており、FRB に続いて ECB もハト派姿勢への転換を明確にした。中国経済に底打ち期待が高まれば、欧州経済の先行きにも楽観的な見方が広がる可能性はあろうが、英国の EU 離脱問題やイタリア、スペインなどの政治情勢の不透明感は続いており、ECB も当面はハト派姿勢を維持しよう。日本と同様に低金利政策の長期化による副作用への懸念が広がっており、国債利回りの低下余地は限られようが、欧州でも物価上昇懸念が高まるような環境にはなく、欧州主要国の長期金利の上昇も限定的と思われる。ECB では今年10月にドラギ総裁の任期が終了し、新しい総裁を迎えることになる。新総裁の考え次第では金融政策の枠組みが修正される可能性もあろうが、景気、物価の先行きに不透明感が続くなかでは、金融政策の正常化を積極的に進めるのは難しいだろう。独国債に比べて利回りが高い仏国債には国内投資家の需要が続いているが、独、仏などユーロ圏高格付け国の長期金利は低位での安定推移を続けよう。財政赤字の拡大が懸念されているイタリアなどユーロ圏の高利回り国債は不安定な動きを続ける可能性が高いが、ユーロ圏高格付け国債からの十分な収益は見込めないことから、投資家の資金はイタリアやスペインなど高利回り国債にも流れよう。独国債と高利回り国債の利回り差は縮小しづらい環境が続こうが、投資家の需要に支えられて、高利回り国債も底堅い動きを続けよう。



■日銀の金融緩和政策は長期化へ

4月の日銀の金融政策決定会合では、少なくとも来年の春頃までは長短金利の操作目標を現状水準に維持するとし、フォワードガイダンスを微修正した。日銀は金融機関収益の悪化など、引き続き低金利政策による副作用を重視しようが、今年は10月に消費増税が予定されており、消費増税の景気への影響を確認するまでは粘り強く現状の金融緩和政策を続けよう。欧米中央銀行がハト派姿勢に転換したことで為替市場では円高懸念も続いているが、円高進行で国内景気の先行きに不透明感が強まれば、日銀は追加の金融緩和政策を迫られる可能性も考えられよう。ただ、すでにマイナス金利政策や株式を含めた資産買入れを採用している日本では、日銀の追加緩和余地は限られており、国債利回りの大幅な低下は見込みづらいだろう。日銀は4月に2021年度の物価見通しを新たに公表したが、物価安定目標の達成には依然として目途は立っていない。低金利政策による副作用への対応が今後強化される可能性もあろうが、国債利回りの大幅な上昇は見込みづらいだろう。

2018～2021年度の政策委員の大勢見通し(中央値)

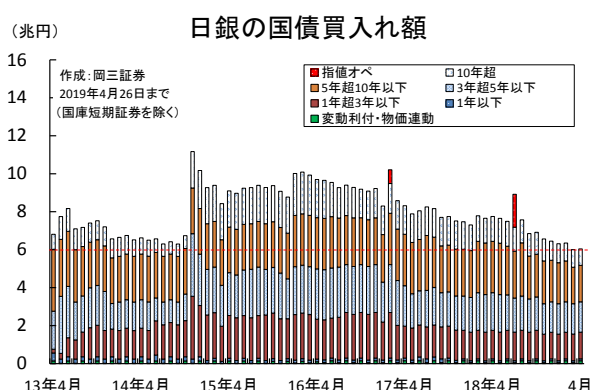
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2018年度	+0.6	+0.8	
1月時点の見通し	+0.9	+0.8	
2019年度	+0.8	+1.1	+0.9
1月時点の見通し	+0.9	+1.1	+0.9
2020年度	+0.9	+1.4	+1.3
1月時点の見通し	+1.0	+1.5	+1.4
2021年度	+1.2	+1.6	

注) 数値は政策委員見通しの中央値、対前年度比、%。

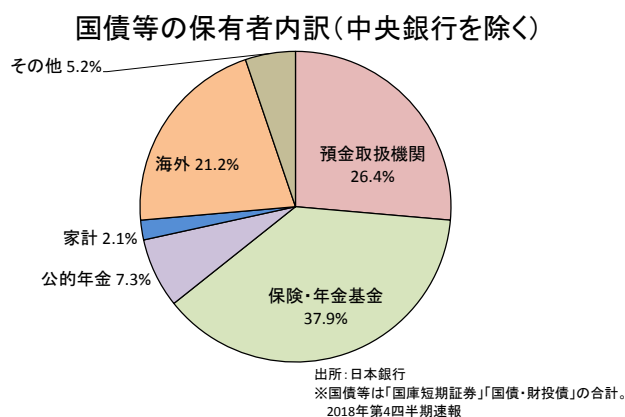
出所: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2019年4月)

日銀の金融政策の重点は「量」から「金利」に変更されており、日銀は着実に国債買入れ額の減額を進めている。19年3月の日銀の国債買入れ額は量的・質的金融緩和が始まった13年4月以降では最少の買入れ額となったが、今後も国債利回りの低下が進めば、日銀は

長期、超長期国債を中心に国債買入れ額の減額を進めよう。ただ、日銀の国債買入れ額が 80 兆円の残高増加ペースを大きく下回っていることも、円高圧力につながる可能性があり、日銀は国債買入れ額の大幅な減額には踏み切れないだろう。日銀は為替市場の動向を見極めながら、慎重に国債買入れ額の減額を進めよう。日銀がすでに国債発行総額の 40%以上を保有していることや、今年度も国債の市中発行額は減額されており、国内債券市場の良好な需給環境が急速に悪化することはないだろう。過度な利回り上昇と判断すれば、日銀はこれまでと同様に指値オペなどで利回り上昇を抑えることが見込まれ、日本の 10 年国債利回りが日銀の操作目標を大きく離れることはしばらくないだろう。



国内投資家の動向をみても、日本国債には積極的な売り手は見当たらない。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の昨年末の国内債券の資産構成割合は、基本ポートフォリオの中心値を大きく下回っている。生保の超長期国債を中心とした安定的な買い越しも続いており、年金資金や生保からの日本国債売りは見込みづらいだろう。都市銀行を中心とした預金取扱機関の国債保有残高も、限界近くまで減少しているとみられている。マイナス利回りの国債を買い進む動きは限られようが、国債利回りが上昇すれば国内投資家の多くは押し目買いに動くだろう。国内債券相場にとってのリスク要因は、これまで日本国債を買い続けてきた外国人が、日本国債の売り手に回るときだろう。外国人の日本国債の保有比率は着実に増加しており、国内債券市場での影響力は大きくなっている。現時点では考えづらいが、消費増税が先送りされるなど、日本の財政問題が懸念される状況となれば、外国人の動きに注意する必要があるだろう。

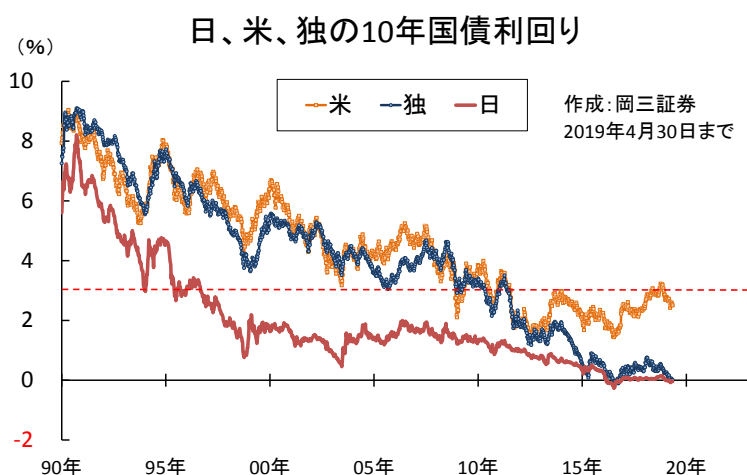


■主要国の長期金利は低位での横ばい推移に

昨年はFRBの利上げが続き、米10年国債利回りは一時3%台を回復した。FF金利の上限は2.5%まで引き上げられており、順調に米景気が拡大を続け、2%を上回る物価上昇が定着すれば、米10年国債利回りは4%台に上昇しても不思議ではない。ただ、将来的な景気後退局面入りが意識され、物価上昇も緩やかにとどまる間は、イールドカーブのスティープ化は難しいだろう。トランプ米大統領は現時点でも利下げを主張しているが、米債券市場では年内の利下げ予想が続いており、米10年国債利回りの大幅な上昇は見込みづらいらう。米イールドカーブはしばらくフラット化した状態を続ける可能性が高く、米10年国債利回りは2.5%近辺を中心とした横ばい推移を続けよう。

FRBがハト派姿勢に転換したことで、為替市場で米ドル高が大きく進む可能性は低いと思われる。米景気に減速懸念が強まれば、米利下げ見通しとともに為替市場では米ドル安が警戒されよう。日本では円高は避けたいところだが、円高圧力が強まれば国内景気の減速懸念とともに、日本の長期金利には低下圧力となろう。ただ、マイナス利回りの国債を買い進む動きは限られ、長期金利の大幅な低下は見込みづらいらう。一方、しばらく米金利の大幅な上昇がないとすれば、日本の長期金利の上昇余地は限られよう。日本の10年国債利回りは、しばらく日銀の操作目標近辺での横ばい推移となろう。

欧州では日銀と同様にマイナス金利政策の見直しなども考えられるが、景気回復、物価上昇が確実なものとならなければ、各国の長期金利が大幅に上昇することはないだろう。英国のEU離脱問題や、イタリア、スペインなどの政治情勢への懸念が続くなかで、ECBのハト派姿勢も長期化する可能性が高いと思われる。独、仏国債などには安全資産としての需要も続き、イタリア、スペインなどの高利回り国債には利回りを求めた投資家の需要が支えとなり、各国長期金利の大幅な上昇は見込みづらいらう。欧州各国の長期金利も、しばらく低位での安定推移を続けよう。



新型ハイブリッド証券の概要と投資信託への組入状況

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

2008 年の金融危機において公的資金(税金)が投入された反省から、バーゼルⅢでは金融機関破綻に際して投資家が負担する原則¹が盛り込まれた。一方わが国では、預金保険法に予防的な公的資金注入の仕組みがあるため、事実上破綻はしないとの暗黙の了解のもと新型ハイブリッド証券²の格付けは欧米と比してシニア債とのノッチ差が小さい傾向にある。

G-SIBs (Global Systemically Important Banks)が発行する新型ハイブリッド証券を対象とした投資信託のラインナップが増えており、新型ハイブリッド証券の仕組みを概観した上で投信のパフォーマンスを考察する。

1 新型ハイブリッド証券の概要

銀行債務の優先劣後構造上、信用力の高いほうから預金・シニア債・TLAC 債・B3T2 債・AT1 債・普通株式の順になる(図表 1)。このうちいわゆる新型ハイブリッド証券と呼ばれるものは、バーゼルⅢにおいても自己資本への参入が認められる図表中の網掛け部分となる。

(図表1) 銀行債務の優先劣後構造

高い ↓ 弁済順位 ↓ 低い	預金	銀行預金
	シニア債	銀行普通社債
	TLAC債	金融持株会社シニア債
	B3T2債	期限付劣後債
	AT1債	CoCo債・優先証券・優先株
	Tier1	普通株式・内部留保

(1) TLAC (Total Loss-Absorbing Capacity: 総損失吸収力) 債

グローバルなシステム上重要な銀行と定められる G-SIBs に対する TLAC 規制はバーゼルⅢの補完的な仕組みであり、破綻時に公的資金を使わずに預金や銀行シニア債を保護するための位置づけである。そのため、TLAC 債は預金やシニア債よりも先に損失を吸収する劣後性の要件を満たす必要があり、その発行方法には

- ① 各国の法令に基づく法定劣後型
- ② 契約による契約劣後型

¹ 株主だけでなく債権者にも損失を負担させることで納税者負担を回避すべきとの考え方であり、公的資金注入による救済「bail-out(ベイルアウト)」に対し「ベイルイン」という造語で説明される。

² ここではバーゼルⅢ移行後も自己資本への算入が認められる TLAC 債・B3T2 債・AT1 債を指す。

- ③ ホールディング制による除外債務のない持株会社が発行することによる構造劣後型の3パターンがあり、日本は③の構造劣後型を採用している。

日本の金融機関で TLAC 規制対象となるのは 3 メガバンクで、いずれも金融持株会社 (Financial Group) によるホールディング制を採用していることから、3 メガグループが発行する TLAC 債は全て発行体が金融持株会社となっている。

例えばみずほ銀行のシニア債とみずほ FG のシニア債を比較した場合、破綻時の回収はみずほ銀行のシニア債が優先され、みずほ FG のシニア債が劣後することとなる。格付会社によってはこの「純粋持ち株会社の劣後性」を認めており、S&Pではみずほ FG のシニア債はみずほ銀行のシニア債より格付けが 1 ノッチ下となる一方、ムーディーズは同一の格付けである (図表 2)。

(図表2) 長期債務の格付

	R&I	JCR	Moody's	S&P	Fitch
みずほFG	A+	AA-	A1	A-	A-
みずほ銀行	AA-	AA	A1	A	A-
みずほ信託銀行	AA-	AA	A1	A	A-
みずほ証券	AA-	AA	A1	A	-

(出所) みずほFG HPより作成 (2018.1.31)

このように日本の 3 メガバンクは持株会社がシニア債を発行することで TLAC 適格となる。2022 年 3 月以降の基準では、バーゼルⅢの自己資本 8% に上乗せして必要な TLAC (リスクアセット対比) は 10% となり、TLAC 適格債の発行ニーズは高い³と考えられる。

また、外貨流動性確保の必要性から主にドル建てでの TLAC 債起債が活発であり、外貨建ての TLAC 債と銀行シニア債の条件をみると、劣後性を反映したクーポン設定 (70bp 程度のスプレッド) となっていることがわかる (図表 3)。

(図表3) みずほFGとみずほ銀行の主なシニア債の発行状況

TLAC債(持株会社発行シニア債)

発行額	残存	クーポン		発行日	コール日	償還日	格付け
12.5億米ドル	5Y	2.27%	-	2016年9月13日	-	2021年9月13日	A1 (MDY) / A- (S&P)
10億米ドル	10Y	2.839%	-			2026年9月13日	
10億米ドル	5Y	3MUSD+1.14%	-			2021年9月13日	
15億米ドル	5Y	2.953%	-	2017年2月28日	-	2022年2月28日	A1 (MDY) / A- (S&P)
5億米ドル	10Y	3.663%	-			2027年2月28日	
12.5億米ドル	5Y	3MUSD+0.94%	-			2022年2月28日	
8.5億米ドル	5Y	3.549%	-	2018年3月5日	-	2023年3月5日	A1 (MDY) / A- (S&P)
13億米ドル	10Y	4.018%	-			2028年3月5日	
8.5億米ドル	5Y	3MUSD+0.79%	-			2023年3月5日	

<参考> みずほ銀行外貨建てシニア債

1.1億米ドル	5Y	1.61%	-	2016年7月27日	-	2021年7月27日	A1 (MDY) / A (S&P)
1.1億米ドル	5Y	2.20%	-	2017年7月26日	-	2022年7月26日	A1 (MDY) / A (S&P)
1.6億米ドル	5Y	2.85%	-	2018年7月26日	-	2023年7月26日	A1 (MDY) / A (S&P)

(出所) みずほ銀行・みずほFG HPより作成

³ ただし、金融庁が 2019 年 3 月末より TLAC として預金保険基金を含めることとしたため、リスクアセットの 2.5% 相当 (2022 年 3 月末からは 3.5% 相当) 分は新たに TLAC 債を発行する必要性は軽減される。

(2) B3T2 債(実質破綻時免除特約+劣後特約つき)

B3T2 とはバーゼルⅢ対応の Tier2 債を示す。「実質破綻時免除特約」とは、銀行が実質破綻の際に損失の吸収(元本の削減または株式転換)が明示されていることであり、実質破綻の定義はわが国の場合、預金の支払停止・債務超過の(またはその恐れのある)場合となる。「劣後特約」とは、破産・会社更生法・民事再生手続き等の発生時(破綻時)の回収は預金や普通社債と比較して劣後することである。

B3T2 債には期限前償還(コール)日が設定されているタイプがある(図表 4)。コール日まで発行体の信用力が下がり、償還して新たに調達するとコストが上がるケースや市場金利が高くなっている場合にはコールされない可能性もあるが、通常はファーストコールでの償還を前提に投資している(次項 AT1 債も参照)。

(図表4) みずほFGのAT1債・B3T2債の発行動向

B3T2債 無担保社債(実質破綻時免除特約および劣後特約付)

回号	発行額	残存	クーポン		発行日	コール日	償還日	格付け
第1回	800億円	10Y	0.95%	-	2014年7月16日	-	2024年7月16日	A+(JCR) / A+(R&I)
第2回	200億円	当初5年固定	0.67%	以降変動	2014年7月16日	2019年7月以降各利払日	2024年7月16日	A+(JCR) / A+(R&I)
第3回	250億円	10Y	0.81%	-	2014年12月18日	-	2024年12月18日	A+(JCR) / A+(R&I)
第4回	150億円	当初5年固定	0.62%	以降変動	2014年12月18日	2019年12月以降各利払日	2024年12月18日	A+(JCR) / A+(R&I)
第5回	100億円	15Y	1.24%	-	2014年12月18日	-	2029年12月18日	A+(JCR) / A+(R&I)
第6回	200億円	10Y	0.997%	-	2015年6月18日	-	2025年6月18日	A+(JCR) / A+(R&I)
第7回	100億円	当初5年固定	0.67%	以降変動	2015年6月18日	2020年6月以降各利払日	2025年6月18日	A+(JCR) / A+(R&I)
第8回	200億円	15Y	1.403%	-	2015年6月18日	-	2030年6月18日	A+(JCR) / A+(R&I)
第9回	1550億円	10Y	0.56%	-	2015年6月20日	-	2026年6月19日	A+(JCR) / A+(R&I)
第10回	810億円	10Y	0.65%	-	2017年1月26日	-	2027年1月26日	A+(JCR) / A+(R&I)
第11回	990億円	当初5年固定	0.50%	以降固定	2017年1月26日	2022年1月26日	2027年1月26日	A+(JCR) / A+(R&I)
第12回	350億円	10Y	0.61%	-	2017年6月21日	-	2027年6月21日	A+(JCR) / A+(R&I)
第13回	790億円	当初5年固定	0.47%	以降固定	2017年6月21日	2022年6月21日	2027年6月21日	A+(JCR) / A+(R&I)
第14回	700億円	当初5年固定	0.40%	以降固定	2018年6月12日	2023年6月12日	2028年6月12日	A+(JCR) / A+(R&I)
第15回	150億円	10Y	0.55%	-	2018年6月12日	-	2028年6月12日	A+(JCR) / A+(R&I)
第16回	250億円	当初5年固定	0.40%	以降固定	2018年6月20日	2023年6月20日	2028年6月20日	A+(JCR) / A+(R&I)

AT1債 任意償還条項付無担保永久社債(債務免除特約および劣後特約付)

回号	発行額	残存	クーポン		発行日	コール日	償還日	格付け
第1回	3,000億円	当初5年固定	2.75%	コール日以降変動	2015年7月24日	2020年12月以降各利払日	-	A-(JCR)
第2回	2,300億円	当初5年固定	1.38%	コール日以降変動	2016年7月22日	2021年12月以降各利払日	-	A-(JCR)
第3回	2,300億円	当初10年固定	1.55%	コール日以降変動	2016年7月22日	2026年12月以降各利払日	-	A-(JCR)
第4回	2,350億円	当初5年固定	1.22%	コール日以降変動	2017年7月21日	2022年12月以降各利払日	-	A-(JCR)
第5回	2,250億円	当初10年固定	1.44%	コール日以降変動	2017年7月21日	2027年12月以降各利払日	-	A-(JCR)
第6回	1,950億円	当初5年固定	1.13%	コール日以降変動	2018年7月20日	2023年12月以降各利払日	-	A-(JCR)
第7回	1,550億円	当初10年固定	1.35%	コール日以降変動	2018年7月20日	2028年12月以降各利払日	-	A-(JCR)

(出所) みずほFG HPより作成

(3) AT1 (Additional Tier 1) 債(債務免除特約+劣後特約+永久債):いわゆる CoCo (Contingent Capital 偶発転換) 債

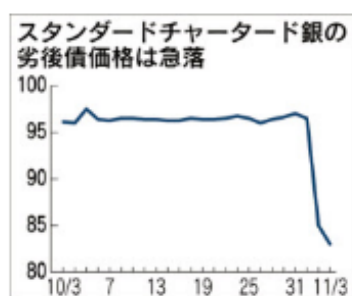
AT1 債にはTier1 比率が 5.125%⁴を下回った場合に、5.125%を上回るための必要額を元利金から差し引くか株式転換するトリガールールが適用されている。

B3T2 債の元本毀損のトリガーが「債務超過=0%」であるのに対し、AT1 債はゴーイング・コ

⁴ 債務免除特約に記載

ンサーンを前提としより早くトリガーが発動されるため、利回りは高い傾向にある(図表4)。また、永久債であるがコール条項が付与されており、ファーストコールで償還されることを期待して購入する投資家が多いが、過去にはコールがスキップされ債券価格が暴落したケースもみられた。一例では、英スタンダードチャータード銀行が2006年に発行したドル建ての永久劣後債の初回コール(2017年1月)を見送ったためAT1債の価格は暴落(図表5)し⁵、わが国でも複数のハイブリッド型投資信託の基準価格が急落するなど世界的に影響を及ぼすこととなった。

(図表5)スタンダードチャータード銀行のAT1債価格

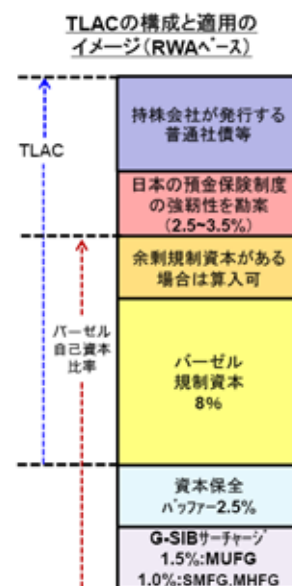


(出所)日本経済新聞電子版 2016.11.5

(図表6)バーゼルⅢ規制の概要

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
普通株式等の最低所要水準	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
資本保全バッファ				0.625%	1.25%	1.875%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
普通株式等の最低所要水準 + 資本保全バッファ	3.5%	4.0%	4.5%	5.125%	5.75%	6.375%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Tier1最低所要水準	4.5%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
総資本最低所要水準	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
総資本最低所要水準+資本 保全バッファ	8.0%	8.0%	8.0%	8.625%	9.25%	9.875%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
TLAC比率(RWAベース)							16%	16%	16%	18%

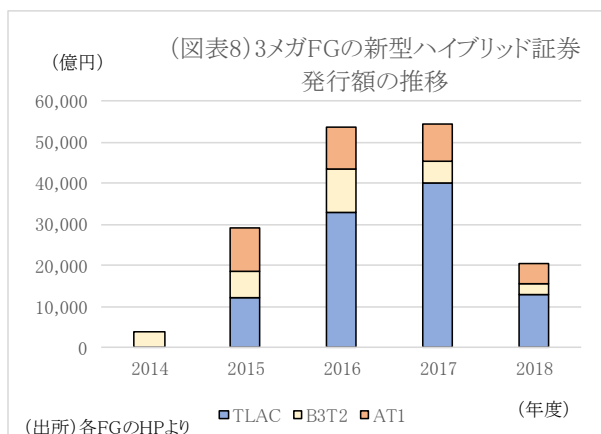
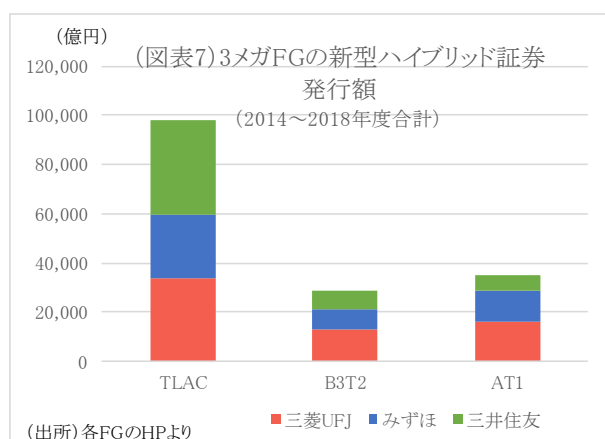
(出所)財務省 国の債務管理の在り方に関する懇談会 資料①「(バーゼル規制の最近の動向)」2016.6.13より



⁵ その他に2019年2月12日にはスペインのサンタンデル銀行がAT1債のコールスキップを発表。クーポン6.25%額面15億ユーロ(約1880億円)の偶発転換社債(CoCo債)で、この発表を受け前日比1セント余り下落し、額面の1ユーロに対し97セントとなった。(2019/2/13ブルームバーグニュースより)

3 わが国 3 メガ FG の新型ハイブリッド証券の発行状況

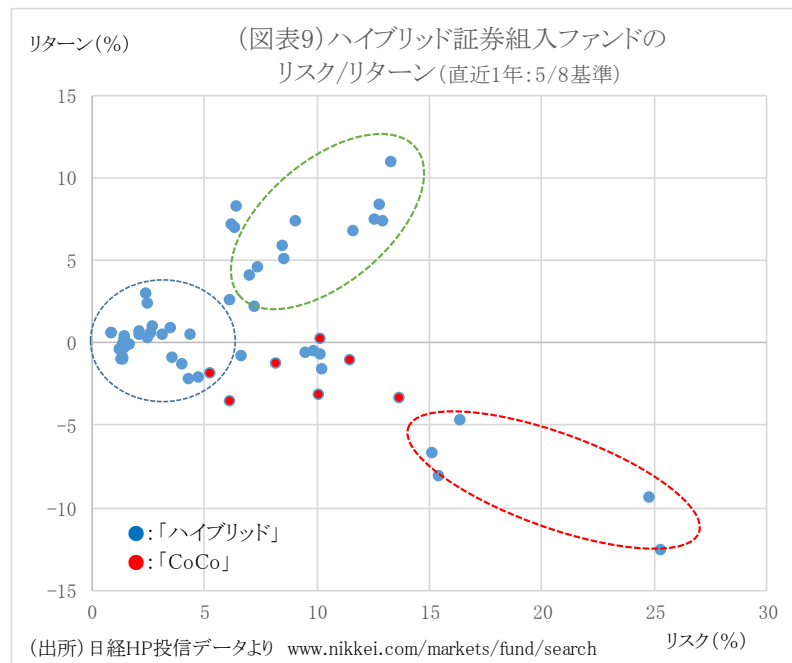
これまでみずほFGの発行事例をみてきたが、G-SIBsに選定されたメガ3行はバーゼルⅢの自己資本比率規制に加えてTLAC規制にも対応せざるを得ず、外貨流動性確保の必要性から主にドル建てでのTLAC債起債を進めた結果、各FGともTLAC債の発行額が伸びている(図表7)。一方、B3T2債やAT1債はシニア債と比べてデフォルト時の弁済順位が低く元本毀損や利払停止・コールスキップの可能性があることから、特にリスクの高いAT1債にはスプレッドが要求され、これらを海外で発行する場合には調達コストが嵩むことから、今後も国内での起債が中心となるものとみられる。



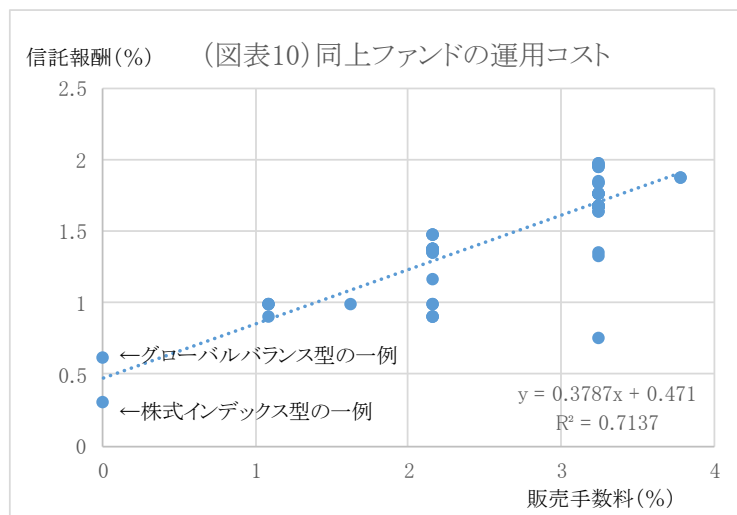
4 投資信託への組入状況とパフォーマンス

近年バーゼルⅢ対応の新型ハイブリッド証券を対象とした投信が増えてきている。日経投信のファンドデータから名称に「CoCo」が含まれるファンド(7銘柄)と、「ハイブリッド」が含まれるファンド(55銘柄)を抽出⁵し、直近1年間のリスク・リターンをプロットした(図表9)。ここで「ハイブリッド」であっても投資対象がCoCo債中心のケースも多いため、名称の違いによるパフォーマンスの差異はあまりみられない。特筆すべきは、投資対象銘柄をG-SIFIsを中心としたマザーファンドに異なる通貨を組み合わせるファンドが散見されることである。例えば円ベースではリターン0%近辺の特性であるが、これを新興国通貨建てにすることでリスクを取り、より高いリターンを期待するケースがある。図中緑色破線で囲った通貨はメキシコ・ロシア・アジアなどで、赤色破線囲みの通貨はトルコ・ブラジル・オーストラリアなどであり、組み合わせる通貨如何でパフォーマンスに大きな違いが出ていることがわかる(このファンドの円建てベースは青色破線中)。

⁵ 純資産総額3億円以上のファンド(2019.5.8時点)を対象とした。

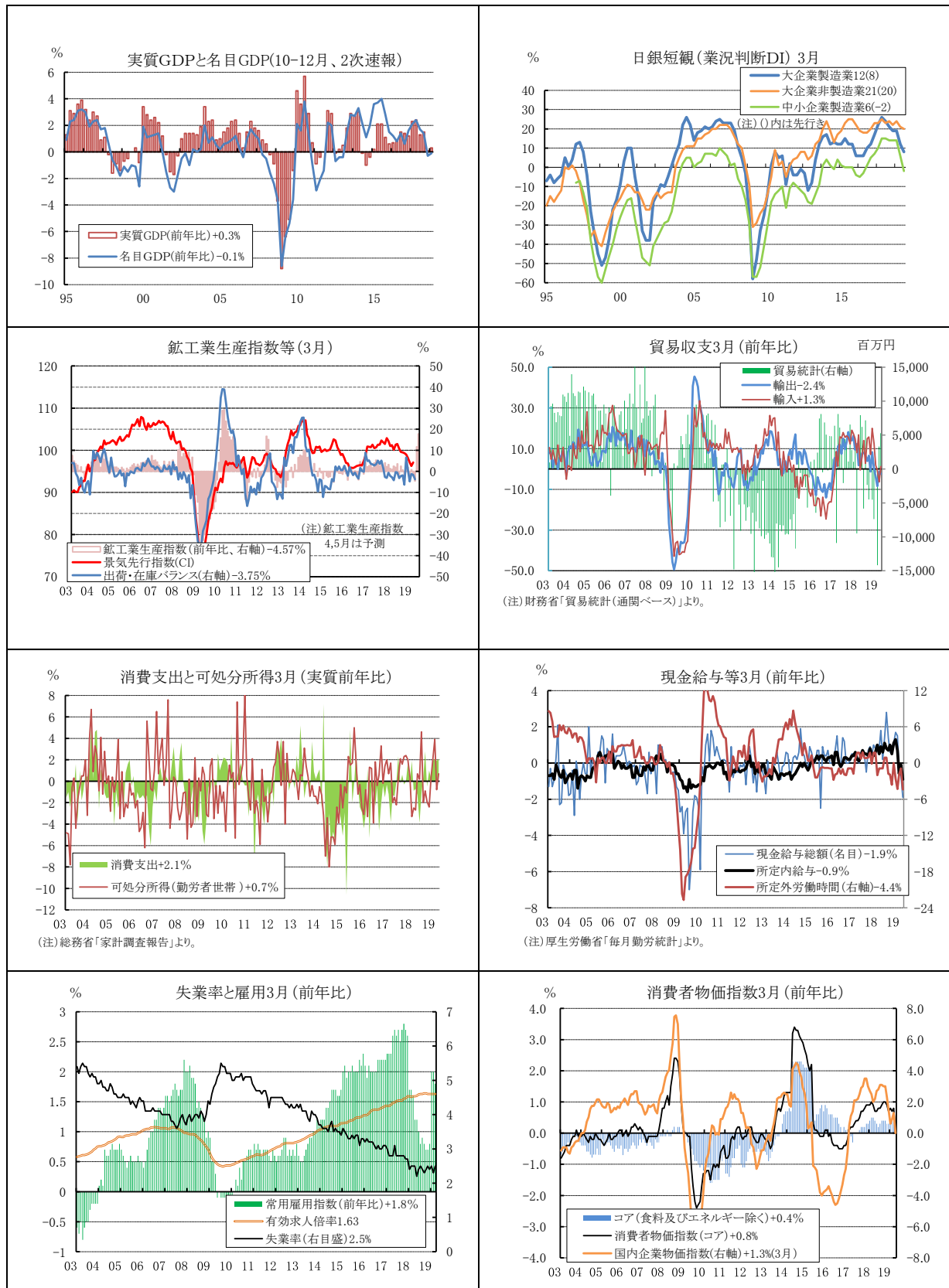


こうした背景には、低(マイナス)金利の長期化により、少しでもリターンが期待できるファンドが組成されていることが挙げられる。リターンの源泉が為替なのか、ハイブリッド証券の劣後性なのかは組入れ資産構成を確認する必要がある。加えて、これらのファンドはカテゴリー上「外国債券型」の扱いであり、個人投資家がハイブリッド証券特有のリスク(各国の破綻処理制度や商品性の違い)を認識した上で購入しているのかは大いに疑問である。

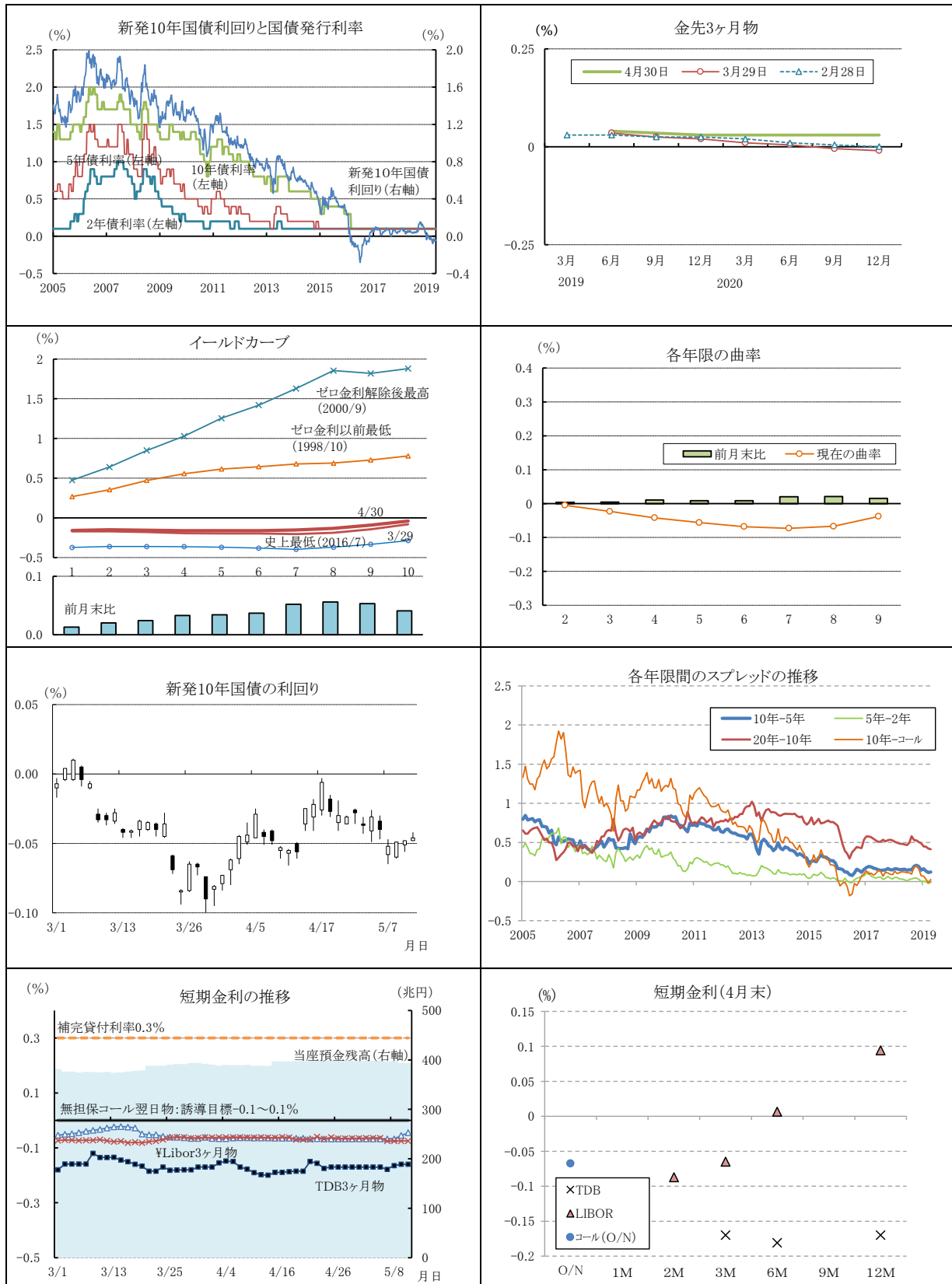


また、インデックスタイプではノーロード(販売手数料無料)ファンドも増えてきている一方、こうしたハイブリッド型のファンドは信託報酬や販売手数料も比較的高く設定されているため、販売会社が手数料収入を見込んで安易に勧めることがないか、(個人)投資家保護の観点からも説明責任に十分配慮すべき投資信託であるといえよう。

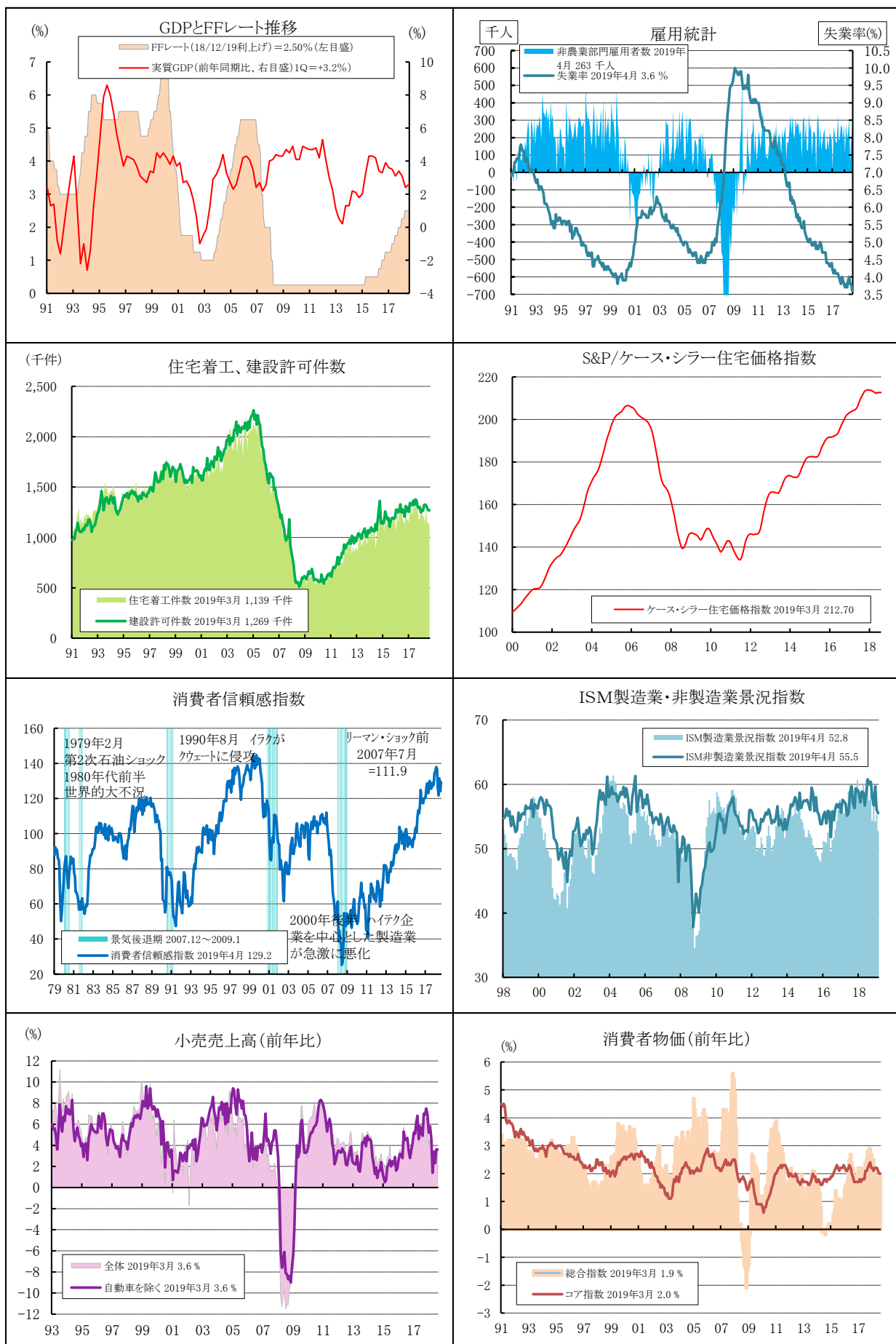
日本 マクロ経済



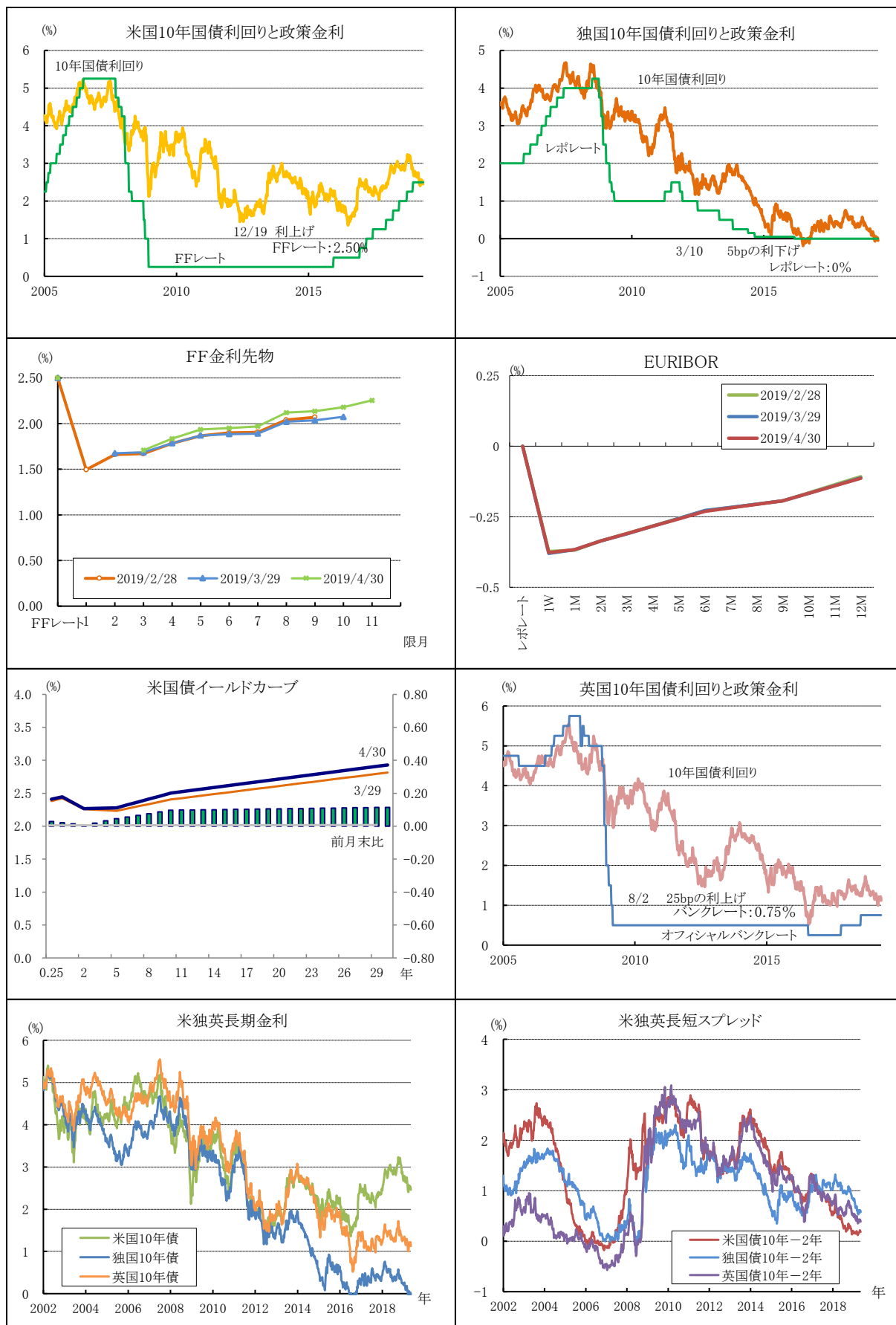
日本 短期・債券市場



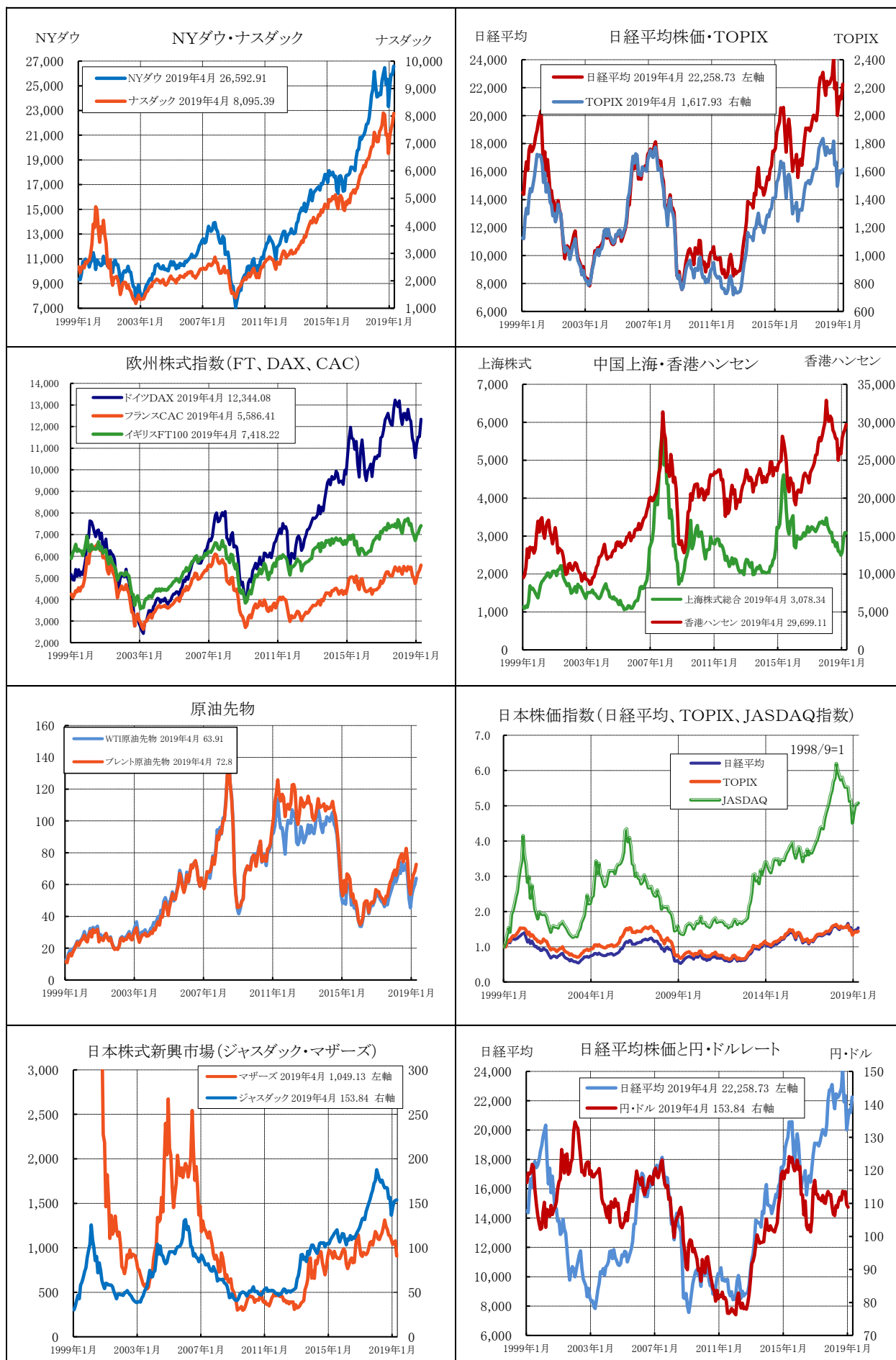
海外 マクロ経済



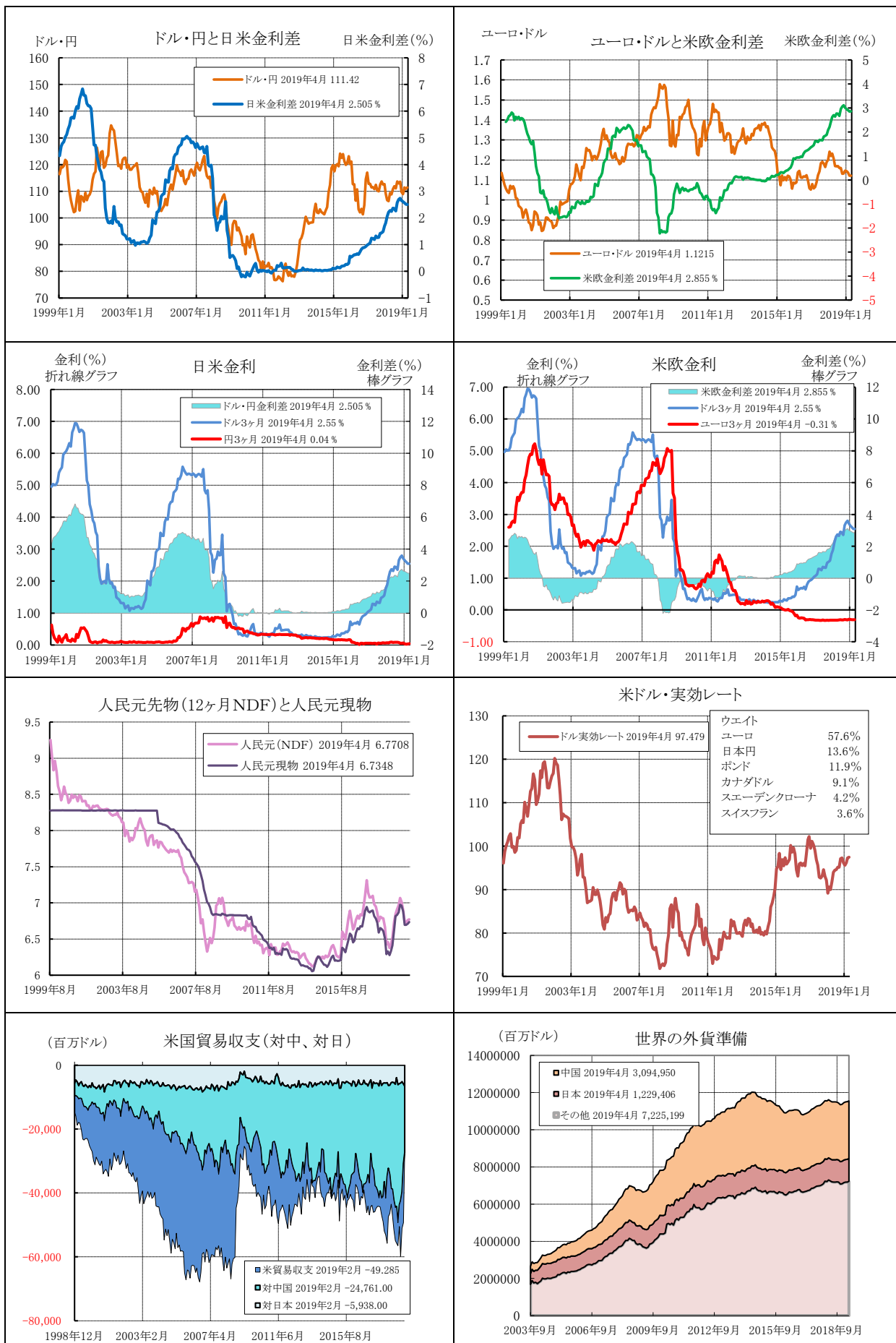
海外 債券市場



株式市場



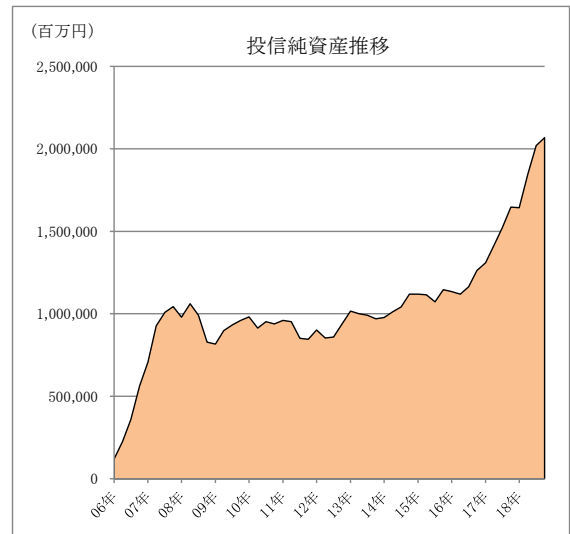
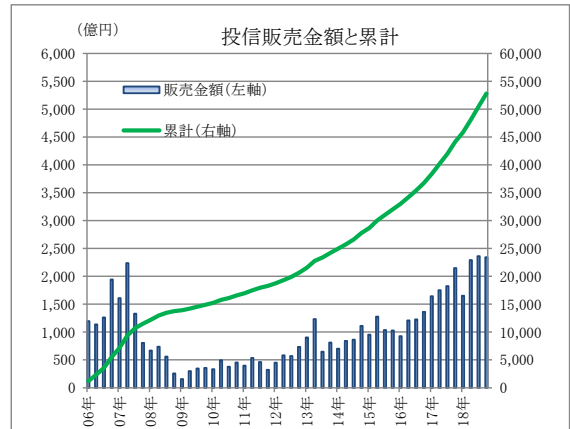
為替市場



投資信託

<ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況>

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10-12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1-3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1-3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	-	-
2018年4-6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年7-9月	547,000	236,300	969,000	2,019,200
2018年10-12月	622,000	234,300	1,024,000	2,067,600
2018年度累計	1,650,000	699,900	-	-
累計	17,834,022	5,280,032	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.5.9)	純資産 (2019.5.9)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.5.9)	純資産 (2019.5.9)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.5.9)	純資産 (2019.5.9)
国内株式	JP日米バランス②	60円	9,781	3,671	eMAXIS 新興国株式①	なし	15,239	31,865	Navio南アフリカ債券②	540円	7,230	286
	JP4資産バランス(安定)⑥	60円	10,863	91,032	ビクターグローバル株式②	590円	3,070	651,273	Navioブラジル債券②	360円	6,979	109
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	60円	11,545	117,440	ビクターグローバル株式①	なし	17,405	12,337	Navioインド債券②	600円	10,195	240
	JP4資産バランス(成長)⑥	60円	12,185	45,465	IPM北米高配当①	なし	12,450	42	三菱UFJ欧州債券②	120円	9,824	977
	リスク抑制世界5資産⑥	60円	10,106	111,533	新光世界インフラ株式②	670円	14,252	40	同(為替ヘッジなし)②	60円	8,343	18
	東京海上・円資産②	360円	11,274	554,664	グローイング台湾株式②	なし	9,892	99	ビムコグローバル債券②	480円	12,521	16
	東京海上・円資産①	なし	11,105	155,479	マニラライフカパダ株式①	なし	9,796	2,405	同(為替ヘッジあり)②	480円	8,284	11
	野村資産設計2015②	100円	10,948	844	グローイングブラジル株式②	400円	12,337	43	メキシコ債券オープン②	540円	5,355	41,110
	野村資産設計2020②	5円	11,206	822	野村ユーロトップB②	なし	8,747	5,792	インドネシア・ルピア債券②	480円	7,504	21
	野村資産設計2025②	5円	11,454	902	エマージング好配当①	170円	8,780	18	アジアハイイールド債券②	1200円	5,535	380
	野村資産設計2030②	5円	11,723	836	IPM医療関連株式④	なし	9,267	53,668	同(為替ヘッジなし)②	1800円	8,277	849
	野村資産設計2035②	5円	11,605	574	ビクタープレミアム②	390円	12,568	19,946	USストラテジックA②	240円	8,584	2,172
	野村資産設計2040②	10円	11,527	1,130	セゾン資産形成の達人②	なし	21,278	74,420	同(為替ヘッジなし)B②	670円	7,979	11,814
	野村資産設計2045②	5円	20,448	142	オーストラリア好配当②	720円	7,217	72	短期ハイイールド債券(ヘッジあり)	なし	9,947	792
	野村資産設計2050②	10円	11,457	219	ニッセイ日本債券②	120円	9,615	17,938	新興国ハイイールド債券A②	240円	6,366	437
	HSBCワールド(安定)①	60円	10,316	30,003	eMAXIS 国内債券①	なし	11,660	13,549	新興国ハイイールド債券B②	480円	7,645	364
	HSBCワールド(安定成長)①	70円	10,725	45,549	Navioマネーボール②	なし	10,002	5	ビムコハイインカム②	240円	7,179	71,644
	HSBCワールド(成長)①	10円	11,533	20,293	日興五大陸債券②	300円	8,059	52,257	同(為替ヘッジ付き)②	330円	8,074	2,529
	野村6資産(安定)⑥	180円	11,973	69,332	三菱UFJ高金利債券②	595円	7,200	63,325	DIAMアジアアグリ債券②	なし	9,215	186
	野村6資産(分配)⑥	180円	10,023	116,279	タワーズ成長国セリ外債券②	340円	4,222	19,869	欧州ハイイールド債券②	520円	8,993	7,128
	野村6資産(成長)⑥	180円	12,586	34,790	タワーズ成長国セリ外債券①	なし	9,398	475	同(為替ヘッジなし)②	960円	10,493	9,678
	スマートファイブ②	480円	9,728	305,606	野村米国ハイイールド②	600円	8,497	19,690	三菱UFJバランス②	240円	8,915	4
海外株式	スマートファイブ①	なし	12,429	38,308	同(為替ヘッジあり)②	315円	8,602	2,729	同(為替ヘッジなし)②	240円	8,833	3
	セゾン・パンガード①	なし	14,617	177,174	野村米国ハイイールド①	なし	12,828	931	三菱UFJバランス①	なし	9,850	4
	日本配当追求株②	なし	9,591	10,637	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,936	228	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,778	3
	大和インデックス225①	260円	15,860	29,896	エマージング・ソブリン②	540円	7,326	24,130	MHAM リート②	960円	10,490	19,684
	SMTAM JPK日経400②	なし	12,601	2,158	同(為替ヘッジなし)②	480円	8,304	21,333	DIAM世界リート②	600円	3,513	199,557
	GS日本株式②	330円	9,283	5,539	エマージング(資産成長)①	なし	14,385	864	ダイワUS-REIT②	720円	7,142	5,016
	日本株式SRI①	150円	8,535	2,114	同(為替ヘッジあり)②	なし	11,817	390	ダイワUS-REITB②	540円	2,953	529,831
	フィデアリティ日本配当④	340円	9,133	6,634	DWSグローバル公益債券②	260円	8,889	70,732	ダイワUS-REIT(ヘッジあり)①	なし	14,542	223
	eMAXIS TOPIX①	なし	20,409	17,901	同(為替ヘッジなし)②	480円	10,157	15,225	ダイワUS-REIT(ヘッジなし)①	なし	18,271	2,599
	三菱UFJ日本優良品株①	150円	9,208	2,349	DWSグローバル公益債券①	なし	10,899	6,276	eMAXIS 国内リート①	なし	29,861	11,768
海外債券	IPMジャパンプライム①	なし	11,727	100	同(為替ヘッジなし)①	なし	12,117	1,380	eMAXIS 先進リート①	なし	28,166	9,763
	新光日本小型株①	1000円	16,654	15,689	三菱UFJ米高格付債券②	120円	8,866	968	ニッセイ世界リート②	1440円	5,454	58,767
	生活基盤関連株式①	80円	13,524	2,133	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,873	485	ニッセイ世界リート①	なし	14,201	501
	世界株配当収益追求②	20円	9,366	1,262	高金利先進国債券②	480円	4,775	136,629	アジアリートオープン②	240円	14,854	115
	SMTAM NYダウ①	なし	16,886	4,069	高金利先進国債券①	10円	16,496	10,191	フォーシーズン②	240円	6,132	2,747
	日興五大陸株式④	570円	10,589	16,636	eMAXIS 先進国債券②	なし	13,290	12,288	ステートストリートグローバル①	なし	6,140	1,093
	DIAM好配当株式②	1560円	9,101	21,898	eMAXIS 新興国債券①	なし	12,487	5,513	ビムコハイインカム②	360円	8,491	1,229
	新光サザンアジア株式②	20円	10,770	2,944	Navioオーストラリア債券②	180円	10,622	289	同(為替ヘッジなし)②	960円	7,754	7,265
	米国成長株オープン①	2019円	9,741	684	Navioカナダ債券②	60円	10,508	227				
	eMAXIS 先進国株式①	なし	27,026	38,084	Navioトルコ債券②	400円	2,723	403	合計			4,454,083

※印1 ゆうちょ銀行以外でも販売 ②毎月決算型 ③6回決算 ④年4回決算 ⑤年2回決算 ⑥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)>

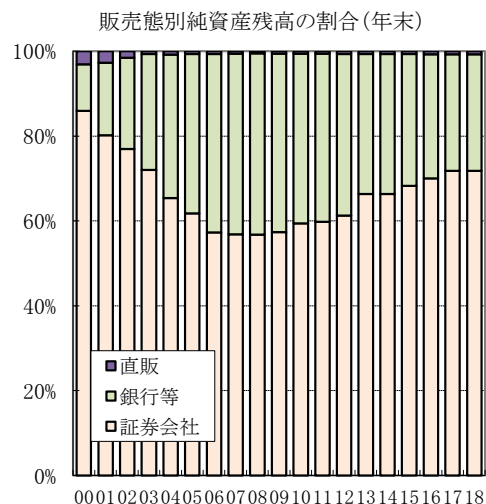
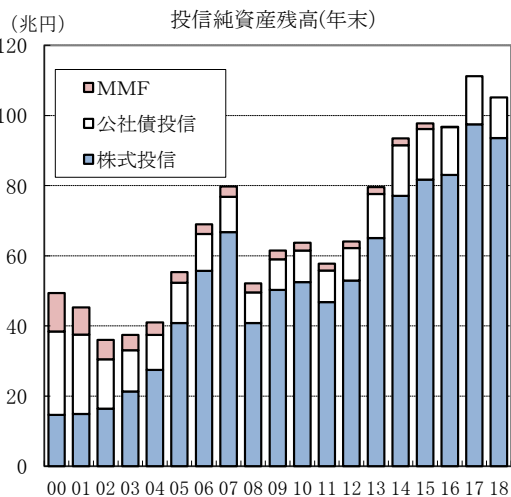
(単位:億円)

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
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	0	137,594	1,200,486
2018年12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	0	116,040	1,051,592
2018年12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	0	116,040	1,051,592
2019年1月	6,295	233,730	236,520	453,958	357,281	12,394	974,419	980,715	40	114,992	108,123	0	114,992	1,095,747
2月	6,345	235,853	240,967	469,462	370,124	12,363	1,002,215	1,008,559	40	117,465	110,649	0	117,505	1,051,592
3月	7,278	235,553	240,465	474,264	373,693	12,628	1,007,913	1,015,191	39	115,538	108,791	0	115,577	1,095,747

<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%
2017年12月	814,318	74.5%	288,865	24.7%	8,987	0.8%	1,111,919	100%
2018年12月	778,895	71.8%	264,738	27.5%	7,963	0.7%	1,051,596	100%
2018年11月	835,533	74.3%	280,914	25.0%	8,756	0.8%	1,125,204	100%
12月	778,895	74.1%	264,738	25.1%	7,963	0.8%	1,051,596	100%
2019年1月	812,882	74.2%	274,518	25.1%	8,352	0.8%	1,095,752	100%
2月	837,840	74.1%	279,580	25.1%	8,651	0.8%	1,126,072	100%
3月	840,265	74.3%	281,842	24.9%	8,667	0.8%	1,130,775	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	うち	うち	うち	うち	うち	うち	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
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定期貯金	特別貯金	その他貯金					
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	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,490
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	12,705	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,851	2,418	10,507	1,991,174

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

年月	有価証券					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	外国債(その他)					
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
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688
2018年3月	1,392,012	627,497	64,051	107,162	592,988	42,415	61,455	493,146	88,621	2,077,335

＜損益計算書＞

(単位:百万円)

(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
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264
2017年4月 - 2018年3月	2,044,940	1,502,747	542,193	1,545,286	331,781	1,042,970	170,535	499,654	352,730

＜有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)＞

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合 計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939
2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842
2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718
2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

年月		通貨別残高							合 計
日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比		
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573	16.23%	292,079	1.47%	19,829,503
2017年3月	5,220,118	25.91%	11,515,528	57.16%	2,929,283	14.54%	478,637	2.37%	20,143,467
2018年3月	5,493,335	26.78%	11,507,664	56.84%	3,054,368	15.08%	258,990	1.27%	20,244,355

< 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	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037		0	
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110		0	
2018年3月	4,062,282	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671		0	

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1							8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0					12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1					12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14			13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196			13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537			14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363			16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43			17,025	698
2017年3月	12,760	415	941	16	1,012	▲ 1	20	1	2,403	▲ 100	1,564	40	18,702	371
2018年3月	12,774	361	492	1	1,318	1	15	0	1,711	81	4,958	168	21,269	112

(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けとする証券化商品、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
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083	2016年4月～2017年3月
2018年3月	11.37%	9,980	87,720	35,428	37,065	31,368	34,365	2017年4月～2018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 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	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	134,826	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,938,262	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596	394,706
2018年3月	2,320,979	890,901	13,459	1,419,814	5,611	4,652	475,734	1,609,895	43,520	133,394	57,344	490,280

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)					補完的項目 一般貸倒	リスクアセット 等(E)	自己資本比率を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			資産(オン・バ ランス)項目	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%	-
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,906,558		2,873,248	22.22%	-
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	38,779,806	47,573,471		2,768,805	17.43%	-

(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。

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

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

非売品