

ゆうちょ資産研レポート

2014年5月号

ファンダメンタル・アナリシス	1
日本経済の現状と短期的見通し	
野村證券株式会社 金融経済研究所	
チーフエコノミスト 木下 智夫	
マーケット・アウトLOOK (1)	7
債券市場の動意を喚起する黒田日銀の「次の一手」とは?	
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 (2)	13
主要国の長期金利上昇は限られよう	
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
再生可能エネルギー事業の広がりとは? 地域金融機関	
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

ファンダメンタル・アナリシス

日本経済の現状と短期的見通し

野村證券株式会社 金融経済研究所 チーフエコノミスト 木下 智夫

消費税前の駆け込み需要は概ね 97 年並み

1 - 3 月期の GDP 統計により、消費増税前の駆け込み需要の全体像が明らかとなった。1 - 3 月期における民間消費の前期比増加率は 2.1% と、前回の消費増税実施前の 97 年 1 - 3 月期の増加率と同率であった。これは、駆け込み需要が全体としては 97 年並みであったことを示している。民間消費の内訳をみると、今回は前回にはなかった 2 つの大きな特徴があった。第 1 は、耐久消費財の駆け込み需要が非常に大きく、その消費が前期比で 13.7% も増加した点、第 2 は、サービス消費の増加率が同 0.1% にとどまった点、第 3 は高齢者による駆け込み消費が目立った点である。

図表 1 各種の民間消費統計 (97 年との比較および発表のタイミング)

(前年同期比、%)

	1997年 1-3月期		1997年 4-6月期				2014年 1-3月期		2014年 4-6月期				統計発表のタイミング
		3月		4月	5月	6月		3月		4月	5月	6月	
自動車販売台数	14.1	14.1	-10.5	-14.0	-11.7	-6.6	20.9	16.7	-	-5.1	-	-	翌月初
コンビニエンスストア売上	-	-	-	-	-	-	1.3	2.9	-	-	-	-	翌月20日
百貨店売上	7.6	23.0	-8.0	-14.0	-5.1	-4.8	10.4	25.4	-	-7.2	-	-	翌月20日ごろ
スーパー売上	-	-	-	-	-	-	3.1	6.9	-	-	-	-	翌月20日ごろ
チェーンストア売上	2.8	8.4	-4.8	-4.6	-4.6	-5.1	3.6	9.4	-	-	-	-	翌月20日ごろ
外食売上高	2.2	4.2	3.8	4.5	4.2	2.8	0.8	1.7	-	-	-	-	翌月25日ごろ
消費水準指数(住居等を除く)	3.4	6.7	-2.1	-1.4	-1.8	-3.0	2.9	9.0	-	-	-	-	翌月末
旅行取扱外(国内)	2.1	9.0	-1.4	-7.7	-0.6	3.8	-	-	-	-	-	-	翌々月中旬ごろ
実質個人消費(GDP)	4.0	-	0.0	-	-	-	3.5	-	-	-	-	-	翌々月中旬ごろ

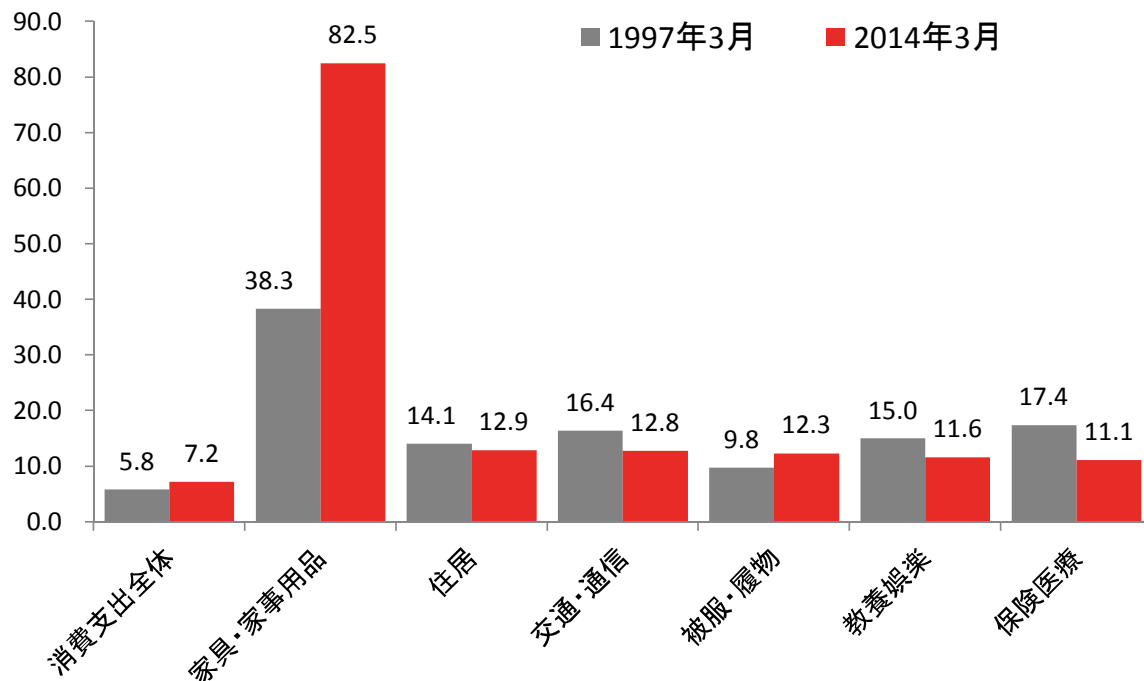
(注)自動車販売台数は乗用車の計数。百貨店売上高は日本百貨店協会の全国分の計数。ただし、14 年 4 月分は、大手 4 社の計数より野村が推計。百貨店売上、スーパー売上、チェーンストア販売額は店舗調整後の計数。消費水準指数は、家計調査を基に総務省が算出した実質消費動向を示す指数で、世帯人員分布を調整したもの。

(出所)各種統計より野村作成

第 1 のポイントについて詳しくみるためには、家計調査の結果をみる必要がある。これは、GDP 統計の民間消費の部分が、家計調査の結果にかなり依拠しているためである。家計調査による 3 月の消費支出について、振れの大きかった諸項目をみると、住居や交通・通信、被服・履物、教養娯楽などの項目では駆け込み需要は前回並みであったが、家具・家事用品の項目で今回の駆け込みは前回は大きく上回っていた。この家具・家事用品をさらに細かくみると、家庭用耐久財や寝具類、室内装備・装飾品などの項目で今回駆け込み需要が大きかった。家計調査による家庭用耐久財の増加率は前年同月比で 162.2% に達した。

図表2 実質家計消費およびその主要項目の前年同期比増加率（1997年3月と2014年3月を比較）

（前年同月比、％）



（注）1997年3月の計数は農林漁家世帯を除くベース。

（出所）総務省資料より野村作成

もっとも、家庭用耐久財については、内閣府が公表している家電量販店による主要5品目の販売状況によると、3月における前年同期比売上増加率は92%であった。この点は、家計調査による家庭用耐久財の消費が実勢よりも強かった可能性、ひいては、GDPでの耐久消費財消費の計数が実勢よりも強かった可能性を示唆していると言えよう。ここでの家計調査の計数は、約8,000世帯の二人以上の世帯を対象としたものであり、サンプルによるバイアスがかかっていた可能性がある。サンプルにバイアスがかかっていたとすると、そのバイアスは4－6月期も継続する可能性が高い。これは、家計調査の対象世帯が、毎月6分の1ずつしか変わらないので、14年1－3月期に調査対象となった人の多くは4－6月期にも調査対象となるためである。また、(1) 前回の消費増税の際は、耐久消費財の4－6月期における落ち込みが1－3月期における駆け込み需要上振れ分の2.5倍であったこと、(2) 民間消費支出全体に占める耐久消費財の割合が、96年10－12月期の6.6%から、2013年10－12月期には15.5%まで上昇したこと、を考えれば、4－6月期における耐久消費財、ひいては民間消費の落ち込みは比較的大きなものになる可能性が高い。4－6月期における民間消費の前期比伸び率は－3.3%になると予想する。

第2のポイントについては、前回との違いは明確である。97年1－3月期は民間消費の50%以上を占めるサービス消費の伸び率が1.9%に達して全体の駆け込み需要を大きく押し上げたものの、今年1－3月期の伸び率は前期（13年10－12月期）の0.5%を大きく下回った。サービス分野の駆け込み消費がほとんどなかったと判断できよう。この点は、4月以降もサービス需要が堅調に推移することを示唆している。

第3のポイントについては、前回増税時には65～69歳の世帯は駆け込み需要には消極的であったのに対し、今回は各世代のなかで最も消費を伸ばしたという点が特徴的である。前回の経験からは、駆け込み需要が大きかった世代ほど、4～6月期における消費の減らし方が大きかったという点がわかることから、4～6月期は高齢者というよりは、働き手世代の支出が堅調に推移すると予想される。

駆け込み需要の反動は現時点では想定内の動き

その一方で、消費増税後の民間消費は現時点では底堅く推移している模様である。4月以降の消費を示すハード・データは今のところ限られているが、大手4社の計数を基に野村で試算した百貨店売上の前年比でみた下落率は7.2%と、97年4月における14%を大幅に下回った。また、内閣府の調べによれば、量販店を通じた主要家電製品5品目の前年同月比販売額伸び率は、4月で-12.4%、5月1～2週で-10.9%と、3月に同92%増を記録したことの反動は今のところ限定的である。足元では失業率がほぼ構造的失業率の水準にまで低下し、労働市場のタイト化が進行している。賃金上昇が視野に入らる中で、消費者が消費に対して過度に慎重になるような事態は生じていない。

日本経済が消費増税の悪影響を乗り越えていくとの見方を堅持

14年1～3月期の実質GDP成長率は、市場における事前の予想を大きく上回る、前期比+1.5%、前期比年率+5.9%を記録した。成長率が加速した最大の要因は、上述したように、消費増税前の駆け込み需要であった。その一方で、1～3月期には、民間設備投資が前期比で+4.9%もの高い伸びをみせ、アベノミクス始動以降、はじめて本格的な民間設備投資需要が顕在化することになった。企業収益が大きく改善するなかで、非製造業は国内需要の拡大に合せて投資を活発化させる一方、製造業でも、稼働率が上昇するなかで更新投資を積極化させてきたものと考えられる。

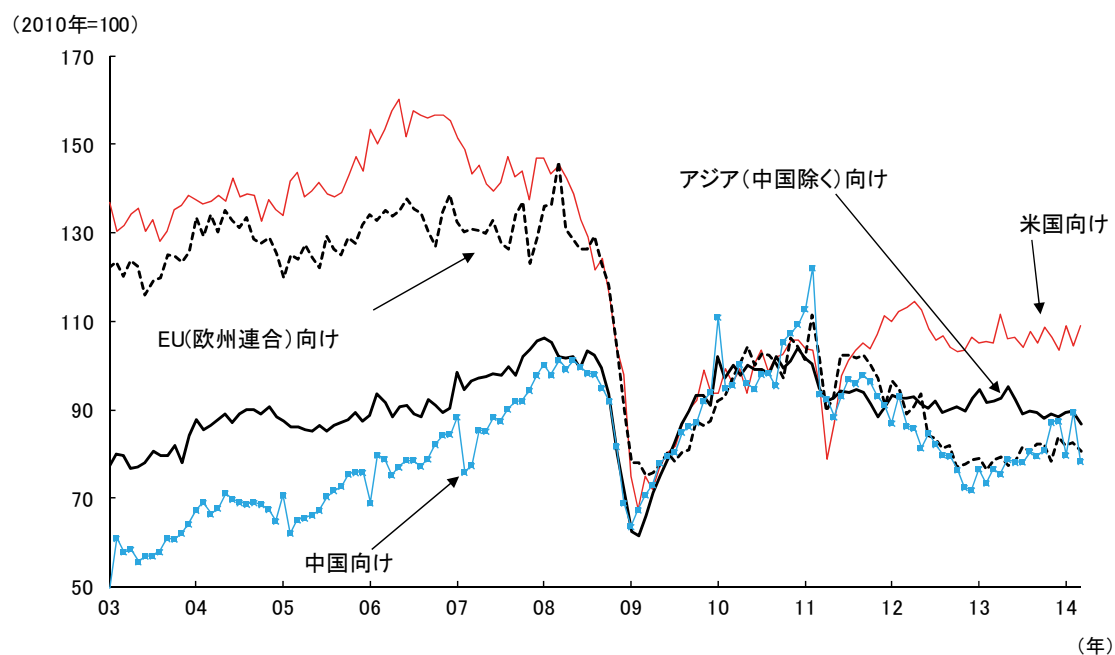
駆け込み需要が想定内にとどまった点や4月以降の民間消費が現時点では想定内の底堅い動きを見ている点は、GDP成長率が4～6月期に大きく落ち込むリスクが低下していることを示唆している。確かに、上記のように、1～3月期の耐久消費財消費の増加率が前期比で+13.7%に上振れたことから、民間消費の4～6月期における前期比伸び率は-3.3%になるとみているが、設備投資の堅調や補正予算による景気刺激効果などを考えれば、同期の実質GDP成長率は市場予測ほど落ち込まず、前期比年率ベースで-3.3%を確保すると予想する。7～9月期には、外部環境の改善もあって輸出や民間設備投資が上向く一方、民間消費が前期に落ち込んだ反動でやや強めになるとみられることから、GDP成長率は同+3.8%に回復すると予想する。7～9月期においてGDP成長率がプラスに転換することで、15年10月に消費税率を10%に引き上げるという決定を政府が行うための条件が整うことになろう。

以上の展開を見込むことで、14年度の実質GDP成長率を、1.5%と予測する。野村では、過去1年間にわたって、14年度の日本経済は消費増税にもかかわらず市場予想（5月分ESPフォーキャストでは+0.7%）を大幅に上回る高い成長率を維持できるという見方をしてきた。今回も、この基本観に変更はない。15年度についても、1.8%という比較的高水準の成長率が続くとの見方を維持する。

日本の輸出は今年後半から増加基調を強めよう

円安にもかかわらず日本の輸出数量が伸び悩んでいる。輸出先別に2013年初からの日本の輸出を数量ベースでみると、輸出の伸び悩みをもたらしてきたのは中国を除くアジア向けの輸出が減少したためであった。一方で、米国向け輸出は、ほぼ横ばい水準で推移、欧州および中国向けの輸出については逆に増加基調で推移してきた。

図表3 地域別輸出数量（月次）



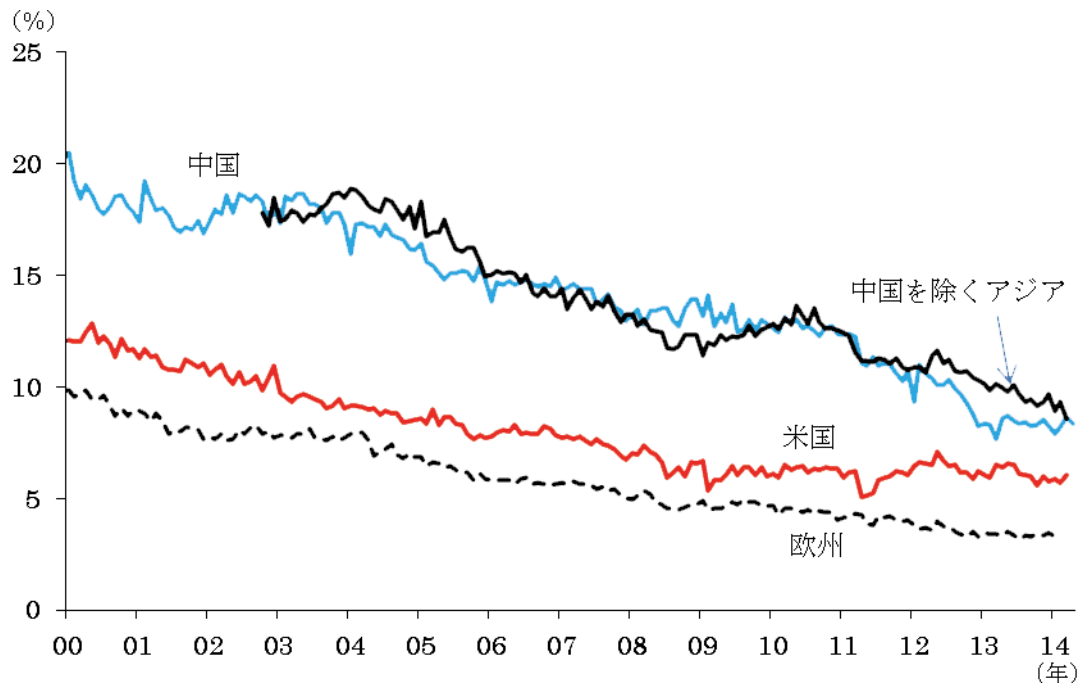
(注)1. EU は 28 カ国ベース。

2. 季節調整は野村が独自に施している。

(出所)財務省資料より野村作成

日本の主要輸出先の国・地域において、輸入全体に占める日本からの輸入シェアの推移をみると、これまで日本からの輸入シェアは、どの地域においても長期的な下落トレンドにあった。しかし、欧州・米国・中国の各国・地域では、円安が本格化した13年初以降、日本のシェアが下げ止まる現象がみられた。本格的な円安が日本製品のシェア低下を食い止める役割を果たしたと言えよう。

図表4 各国・地域において全輸入に占める日本からの輸入シェア（％）



(出所)CEIC データベースより野村作成

日本製品のシェアが横ばいであったにもかかわらず、日本の欧州・中国向けの輸出数量が増加したのは、日本の輸出競争力が向上したというよりも、欧州・中国それぞれの地域における需要が比較的好調であったことによるものと考えられよう。一方、中国を除くアジア諸国においては日本からの輸入シェアが低下を続けた。円安にもかかわらずこうした現象が生じたのは、やはり日本の輸出競争力の低下と日本企業によるアジア現地への進出が東日本大震災以降に加速したことによる面が大きいとみられる。もっとも、タイ向けの輸出シェアが大きく落ち込んでいる点については注意が必要であろう。タイでは11年10－12月期にバンコク首都圏が洪水に見舞われた結果、12年にはその復興のために日本企業がタイで設備投資を積極化させたことから日本からの輸出が増加した。落ち込んだ景気を盛り上げるためにタイ政府が初回購入者向けに自動車物品税を免除したことも、自動車関連に強い日本企業のタイへの輸出を促進することになった。しかし、こうした政策の反動から13年からは自動車販売が大きく落ち込んだことから、タイにおいて日本からの輸入シェアが低下したものと考えられる。

今後については、米国、中国においては今年後半より景気が上向く一方、欧州でも循環的な景気の回復が続くとみられることから、日本から米欧中向けの輸出は増加基調で推移する可能性が高い。一方、中国を除くアジアでは、日本製造企業の積極的な投資が継続することが見込まれることから、同地域における日本からの輸入シェアの低下がなお進行しよう。しかし、同地域でも、今年後半から景気が徐々に上向く可能性が高いことから、日本からの輸出が底打ちする可能性が高いとみている。総じて、今年後半には日本の輸出数量がはっきりとした増加基調に転じる可能性が高いと考えられる。

労働市場ではタイト化が進行

労働市場では、完全失業率の低下が顕著である。14年1－3月期の完全失業率は3.6%となり、13年10－12月期の3.9%から0.3%ポイント低下した。3.6%という水準は、前回景気回復局面のボトムである3.7%（2007年7－9月期）を下回る水準であり、1997年10－12月期（3.5%）以来の低水準に相当する。雇用情勢の面から見た日本経済は、ほぼ完全にリーマンショック前の好況期の状況に立ち返ることができたと言えよう。消費増税後の雇用環境も引き続き労働需給ひっ迫が続くとすれば、寧ろ注目されるのは「人手不足」であろう。人口減少を背景として日本の完全失業率には低下圧力が恒常的に掛かっているが、団塊の世代の退職などを受けて近年はとみにその影響が大きくなっているものとみられる。UVカーブ分析から算出される構造的失業率は直近で約3.4%であり、14年1－3月期の完全失業率3.6%から逆算すると、労働需要不足による完全失業率（循環的失業率）は0.2%程度まで縮小したことになる。こうした状況は、今後、賃金の上昇を通じて需要サイドからのインフレ圧力を高めていく可能性が高いと考えられる。

10月には日本銀行が追加金融緩和を実施すると予想

インフレについては、3月に前年同月比+1.3%を記録した後、4、5、6月は横ばい圏で推移、その後、7月に1.1%、8月に1.0%に低下し、9月には1%を割り込むと予想している。円安の効果が剥落するにもかかわらずインフレ率の低下がゆっくりであるのは、4月からのETC使用時の高速道路料金割引措置の一部撤廃などの制度変更や、5月からの再生可能エネルギー発電促進賦課金の値上げが発表されたことなどによる。この結果、インフレ率は7月の日銀金融政策決定会合までは日銀の現在の想定通り1%台前半で推移する可能性が高い。日銀が追加的な金融緩和策を導入する時期については、消費増税による悪影響が概ね想定内にとどまっていることなどを合わせて考慮すると、日銀が想定するインフレ率と実際のインフレ率が乖離することが明確となる10月とみている。

マーケット・アウトロックス (1)

債券市場の動意を喚起する黒田日銀の「次の一手」とは？

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

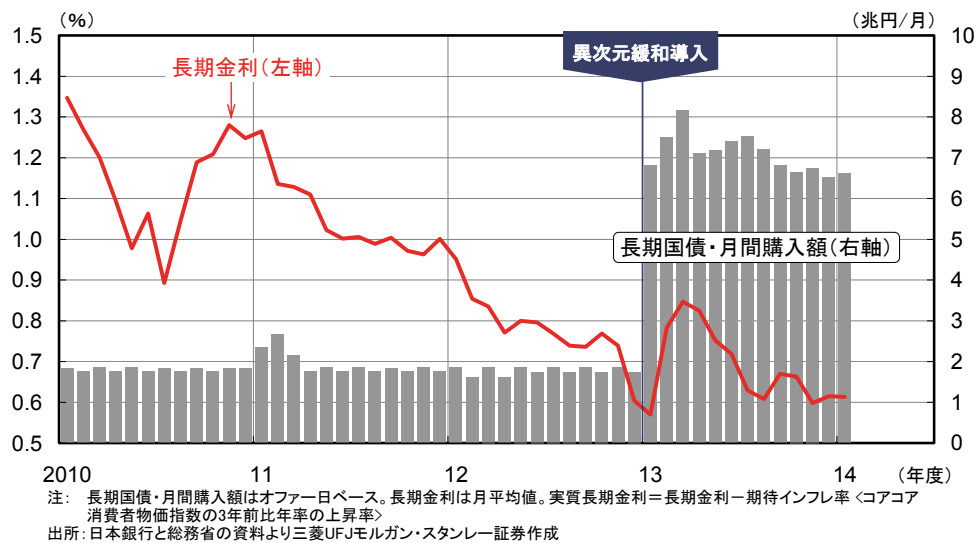
債券相場が膠着状態に陥っている。長期金利（10 年利付国債利回り）の月間値幅〔＝最高値－最低値〕を振り返ってみると、今年 2 月に過去最低 <2012 年 10 月；0.040%ポイント> にほぼ並ぶ 0.045%ポイントを記録した後、事実上の下限となっている「0.60%」ラインに押し付けられる格好で、3 月が 0.075%ポイント、4 月が 0.055%ポイントと縮小傾向だ（図 1）。ウクライナ情勢の悪化を嫌気した日経平均株価の急落や、雇用指標の改善傾向にもかかわらず軟調な米長期金利など、その他市場の変動にもほとんど反応を示していない。

図 1：長期金利の月足 [5 月 9 日現在]



長期金利のこのような泰然自若ぶりは、もとより黒田日銀が淡々と続行している「量的・質的金融緩和政策」と称する異次元緩和が主因である。毎月、市中発行額の 7 割、7 兆円近くもの長期国債が吸い上げられて 1 年余り（図 2）…債券市場にはそこはかとなく戦意喪失ムードが漂う。膠着は必然と言えよう。そんな債券市場が動意を取り戻すとしたら、“黒田日銀が「次の一手」を打つとき” くらいしかなさそう。言い換えると、黒田日銀がそれを封印し続ける限り、長期金利がこのまま 0.60% 前後であたかも静止衛星のように推移してゆくという、前代未聞の異常事態が現実となる蓋然性もあながち否定できなくなってきた。

図2：日銀の長期国債・月間購入額と長期金利動向の関係



「次の一手」の見通しについては、昨今、「今年7月までに追加緩和」が市場参加者の過半を占めるコンセンサスになっている。具体策は長期国債とETFの買い入れ増額に収斂しているもよう。一方、それらが実施されるときに長期金利動向を巡る見通しは分かれている。債券需給のひっ迫感がさらに強まって0%台前半の水準へと低下するという予想、はたまた昨春の異次元緩和導入時のように急低下した後、材料の出尽くし感に伴って急反発するという見方などが混在しているようだ。追加緩和の規模、すなわち購入増額幅を巡って、コンセンサスが未だ形成されていないためだろう。

弊社が描いているメインシナリオ＜粗すじ＞は次のとおり、それらの中庸を行く穏健なストーリーだ。

黒田日銀は今年10月、「展望レポート」をアップデートする政策委・金融政策決定会合で「15年度：1.9%、16年度：2.1%」という従前の物価上昇シナリオ（表1）を下方修正すると同時に、『2%の物価安定目標の達成が困難な情勢になった』との理由から、『必要な調整』すなわち追加緩和を『躊躇なく実施する』。具体策は長期国債買い入れ額の月間1兆円増とETFの購入ペースの年間2兆円への倍増。長期金利はそのような追加緩和を織り込んで0.50%まで恐る恐る低下し、決定後は材料出尽くし感に伴う利益確定売りに小幅ながら押し返される。

表1：日本銀行「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」〔4月30日公表分〕

〔前年度比・％〕					
見 通 し	2012年度	13年度	14年度	15年度	16年度
実質GDP	0.6	2.2 (2.2～2.3)	1.1 (0.8～1.3)	1.5 (1.2～1.5)	1.3 (1.0～1.5)
経済情勢	2回の消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動の影響を受けつつも、基調的には潜在成長率≦0%台半ばを上回る成長を続ける				
コア消費者物価指数 ＜消費増税の影響を除く＞	▲0.2	0.8	1.3 (1.0～1.5)	1.9 (1.2～2.1)	2.1 (1.3～2.3)
物価情勢	暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどり、見通し期間の中盤頃≦15年度≧に、「物価安定の目標」である2%程度に達する可能性が高い。その後は、中長期的な予想物価上昇率が2%程度に収斂していくもとで、マクロ的な需給バランスはプラス幅の拡大を続けることから、強含んで推移する				
金融政策運営	2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「量的・質的金融緩和」を継続する。その際、経済・物価情勢について上下双方のリスク要因を点検し、必要な調整を行う				
出口戦略	（上記の判断にあたっては）その時点までの物価上昇率の動向、さらにはそこから先の経済・物価の見通しがどうなっていくかを見極める必要がある。したがって、現時点の見通しをもって金融緩和政策の出口の時期を特定することは時期尚早である				

注：見通し数値は欄の上が政策委員の大勢見通しの中央値、下段の（ ）内がレンジ。消費税率は2015年10月に8%から10%へ引き上げられることが前提。経済情勢、物価情勢、金融政策運営は「展望レポート」からの抜粋。ただし「 ≧ 」内は作成者による補注。
 出口戦略は黒田東彦日銀総裁の4・30記者会見での解説から
 出所：日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

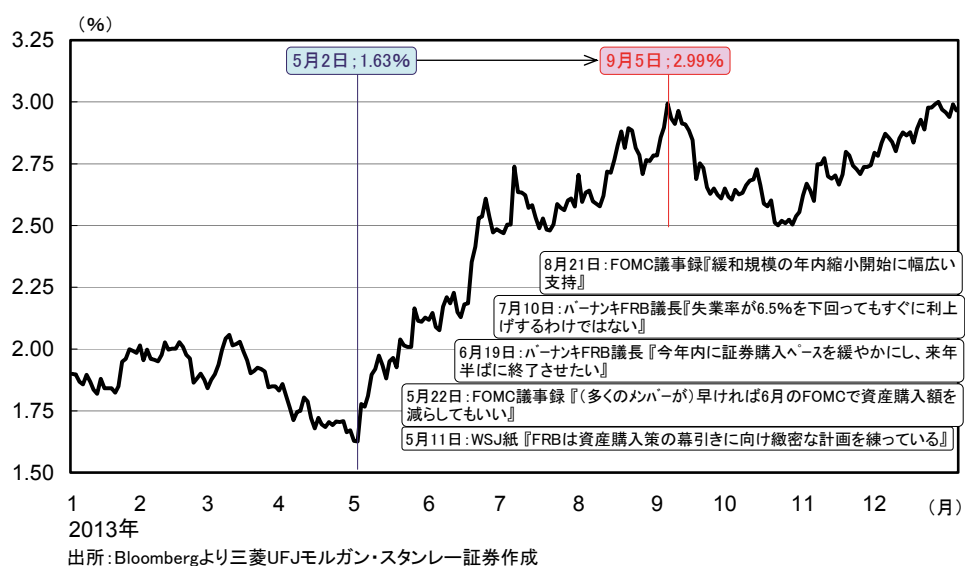
注意を要するのは、異次元緩和の「次の一手」は何も資産買い入れ増額という追加緩和策に決まっているワケではないという点だ。購入額のテーパリングを手始めとするであろう出口戦略の可能性も完全なゼロではなく、わずかながらくすぶり続けている。黒田東彦日銀総裁が『出口の時期を特定することは時期尚早』（4月30日）とリフレインしている限りでは、事実上のゼロであるにすぎないと考えておくべきだ。そして、足元1.3%のコア消費者物価指数（CPI、消費増税の影響を除く）の前年比上昇率が、「4・30展望レポート」の見通し（表1）どおり、『暫くの間、1%台前半で推移したあと、本年度後半から再び上昇傾向をたどる』なら、出口論は7－9月期より急速に現実味を帯びてきそう。黒田日銀がいよいよ出口タイミングの特定に乗り出すとの警戒感が一気に広がるだろう。一方、黒田日銀が拙速な金利上昇を恐れ、時期尚早と繰り返して出口論を封印し続けようとする可能性も残る。しかし、浮き足立った市場が自ら封印を解き、出口を織り込みにかかるのではない。いずれにせよ長期金利はそのとき、需給ひっ迫による金利押し下げ効果が減衰してしまうので、まずは異例の金融緩和政策¹下で事実上の上限になってきた「1.0%」（図3）へと水準訂正を強いられるだろう。参考に米長期金利は昨年、バーナンキFRBによる量的緩和縮小（テーパリング）の地ならしを受け、5～9月に1.0%台後半から3.0%へと大幅な水準訂正を強いられたのだった（図4）。

¹ ここでは、その起点を2012年2月の白川日銀による「弾力的なインフレ目標政策」の導入時としている。

図 3：金融緩和政策のレジームと長期金利レベルの関係



図 4：量的緩和縮小を織り込んで上昇した 2013 年の米長期金利



それにしても、黒田日銀総裁は何をもって出口論を解禁し、『出口の時期を特定』しようと考えているのかが謎である。黒田日銀は「4・30 展望レポート」（表 1）で、2%の物価安定目標の達成への道筋を理路整然と示し、経済・物価情勢は未だ道半ばとはいえ、そこを順調にたどっているとの自信を改めて強調した。ならば、長期金利の急上昇を未然に避けるために、そろそろ“出口への道筋”も市場に提示するのが適切ではなかろうか。FRB がゼロ金利解除という最終出口への道筋の考え方として、当初のいわゆる“失業率基準”を、3月より“質的ガイダンス”（表 2）に切り替え、市場との対話を試行錯誤しているのとは対照的だ。『日銀は FRB を見習うべきだ』との声も聞こえてくる。黒田日銀総裁の耳にも届いているだろう。

表2：FOMCの経済見通し〔3月19日公表分〕と金融緩和政策の出口戦略

〔失業率以外、前年第4四半期比・%〕						
見 通 し	2012年	13年	14年	15年	16年	長期予想
実質GDP	2.0	2.6	2.8～3.0 (2.1～3.0)	3.0～3.2 (2.2～3.5)	2.5～3.0 (2.2～3.4)	2.2～2.3 (1.8～2.4)
経済情勢	成長は冬の間に悪天候の影響が一因となって大幅に減速したが、最近は上向いてきている					
失業率	8.1	7.5	6.1～6.3 (6.0～6.5)	5.6～5.9 (5.4～5.9)	5.2～5.6 (5.1～5.8)	5.2～5.6 (5.2～6.0)
雇用情勢	労働市場は関連指標がまだ模様だが、全体を見るとさらに改善した。労働市場は穏やかに改善し続け、FOMCの二大使命と整合的な状態に向かっていくと予想					
コアPCEデフレーター	1.8	1.2	1.4～1.6 (1.3～1.8)	1.7～2.0 (1.5～2.4)	1.8～2.0 (1.6～2.0)	2.0 (2.0)
物価情勢	物価上昇率が目標である2%を下回る水準が続いていることが米経済活動に悪影響を及ぼす可能性については認識している。物価上昇が中期的には目標値に向かって戻っていくとの確証を得るために注意深く観察					
金融政策運営	目標達成への前進ぶりを考慮した結果、証券購入のペースをさらに縮小することを決定。保有国債の償還金を再投資する既存の政策も維持。FRB保有の長期証券の額は依然として大きく、増え続けていく。それは長期金利を押し下げて住宅ローン市場を支援し、幅広い金融緩和状態の維持に役立つ。物価を安定させつつ労働市場の見通しが十分に改善するまで、長期国債および住宅ローン担保証券の購入を継続し、必要に応じてその他の金融政策を実施していく					
出口戦略 ＜質的ガイダンス＞	雇用情勢が改善し続け、物価も長期目標値に向けて上昇していくとの見通しが幅広く立証されるようならば、証券購入ペースを一定の段階で縮小していく可能性が高い。現在0.0%～0.25%という異例に低いFFレートの誘導目標を維持する期間の決定にあたっては、雇用の最大化と物価上昇率2%という目標に向けた現在の前進ぶりと今後の改善予測の両方を評価していく。長期インフレ期待がよく抑えられ、物価上昇率がFOMCの長期目標値である2%を下回る水準で進むとの予測が続くようなら、証券購入政策を終了した後も相当の期間は現在のFFレート誘導目標範囲を維持するのが適切である可能性が高いと引き続き予測					

注：見通し数値は欄の上段がFOMCメンバーの中間予想値、下段の（ ）内が全体予想レンジ。コアPCE＜個人消費支出＞デフレーターは長期予想はPCEデフレーターベース。各情勢判断の記述は4月30日のFOMC声明から一部要約のうえ抜粋
出所：FRBと日本経済新聞より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

そのような市場の意見に対し、黒田日銀総裁は「4・30 展望レポート」公表後の会見で、『目標2%の安定的な持続に必要な時点までの物価上昇率の動向、さらにはそこから先の経済・物価の見通しがどうなっていくかを見極める必要がある』と答えた（表1）。この説明は要するに、出口論解禁の必要・十分条件は、「物価上昇率が目標の2%に向かって順調に高まっていくという見通しが立つこと」、および「2%が安定的に持続していくという見通しも立つこと」であると解釈される。黒田日銀は「4・30 展望レポート」で前者を改めて示した。よって出口論の封印を解くカギは後者が握っていると言えそうだ。それは『そこから先の経済・物価の見通しがどうなっていくか』だから、具体的には恐らく、「期待成長率と予想物価上昇率の2%持続」ではないかと推測される。しかしながら、企業の期待成長率は図5のとおり、「アベノミクス2年目」にもかかわらず、短期、中期とも1.0%台前半の低水準にとどまっている。アベノミクスの本丸である第3の矢・成長戦略の実現性や効果に対し、来る6月には新・成長戦略が鳴り物入りで閣議決定されるというのに、企業は相変わらず懐疑的のようだ。また、企業と市場の期待インフレ率＜代理変数＞も図6のとおり、総じて未だ2%に届いていない。特に、長期金利動向との相関性が高いコアコア消費者物価指数＜CPI＞の3年前比年率の上昇率は3月が▲0.2%と、黒田日銀総裁が言っていた『粘着性のデフレ心理』が払拭されていない状況を体現している。マネタリーベース・コントロール政策の所期の効果は今一步のようである。

図5：アベノミクスの効果が表れていない企業の期待成長率

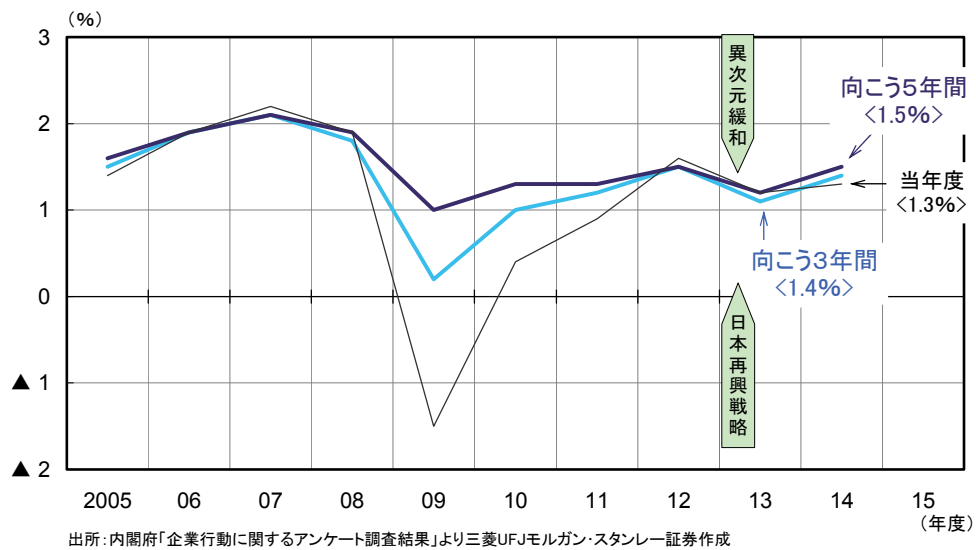
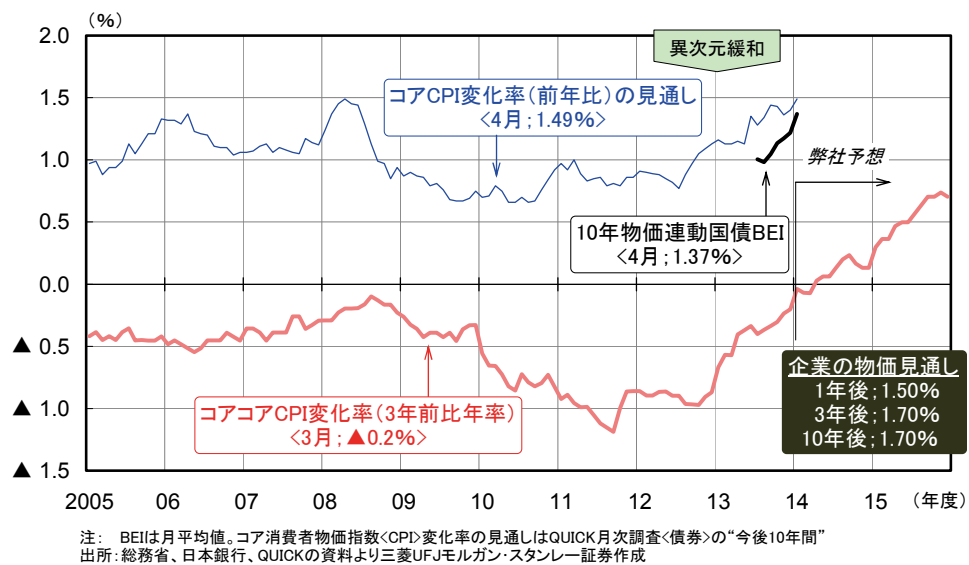


図6：各種の代理変数で捉えた債券市場の期待インフレ率



以上のようにみてくると、異次元緩和の出口論が解禁されるタイミングを探るうえで、足元の物価上昇率のパフォーマンスもさることながら、企業と市場の期待成長率と期待インフレ率もより注視していく必要があるようだ。日銀と市場の「物価シナリオ対決・夏の陣」に向け、消費者物価統計に加え、日々の物価連動債相場の動向、各種サーベイ（QUICK 月次調査、日銀短観など、図6）からますます目が離せない。

マーケット・アウトlook (2)

主要国の長期金利上昇は限られよう

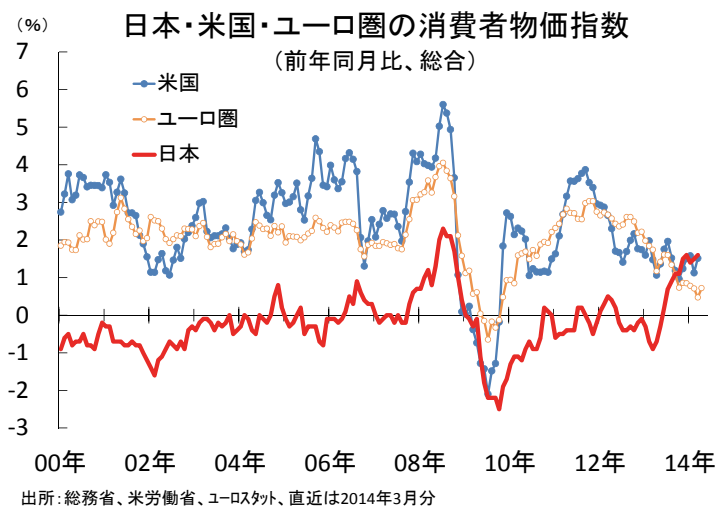
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠

1. 高まらない物価上昇圧力

日銀が量的・質的金融緩和を始めて1年以上が経過した。この間、日銀が市場から大量の国債を買入れることにより、マネタリーベースは日銀が14年末の目標とする270兆円に向けて順調に拡大している。消費者物価指数も量的・質的金融緩和開始時のマイナス圏を脱出し、デフレ脱却はほぼ達成されつつあるが、日本の10年国債利回りは依然として1%を大きく下回った水準で推移している。日銀の国債買入れが需給面から利回りを低位に抑えていることが大きい。市場には依然として2%の物価安定目標達成には懐疑的な見方が根強く残っている。足元では消費増税の景気への影響が見極めづらいことも、利回りを低位に安定させている要因だろう。国内景気の緩やかな回復は今後も続こうが、更なる消費増税も予定されているなかで、消費者物価指数が安定して2%近辺で推移することが確認できるのはまだ相当先になろう。

日本の消費者物価指数の前年比上昇率は1%台を回復してきたが、米国、ユーロ圏でも物価は中央銀行の目標を大きく下回った状態を続けている。米国では雇用情勢の改善も順調に進み、今年の1月からFRBの債券買入れ額が段階的に減額され、量的金融緩和の縮小が続いているが、物価の上昇基調はまだ確認されていない。FRBは年内には量的金融緩和を終了し、来年には利上げのタイミングを探ることになろうが、物価の上昇基調次第では利上げタイミングが後ずれすることも十分考えられよう。ユーロ圏では、デフレへの警戒感が強まっている。欧州債務問題による混乱はほぼ収束し、金融市場も正常化に向かいつつあるが、景気回復は依然として緩やかであり、ECBはデフレ懸念払拭に向けて追加の金融緩和政策を検討している。

主要国の景気回復は今後も続く見通しであり、長期金利の低下余地は限られよう。ただ、各国の物価上昇は当面は緩やかにとどまる可能性が高いことから、長期金利が大幅に上昇する可能性はまだ低いだろう。

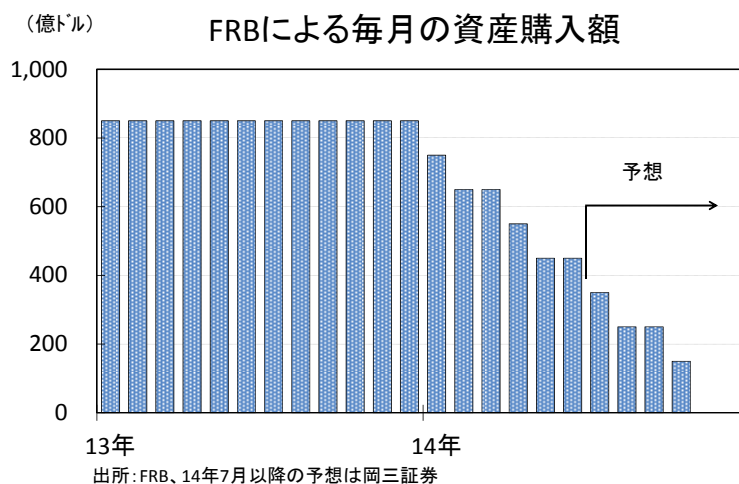


2. 主要国の債券市場見通し

(1) 米国

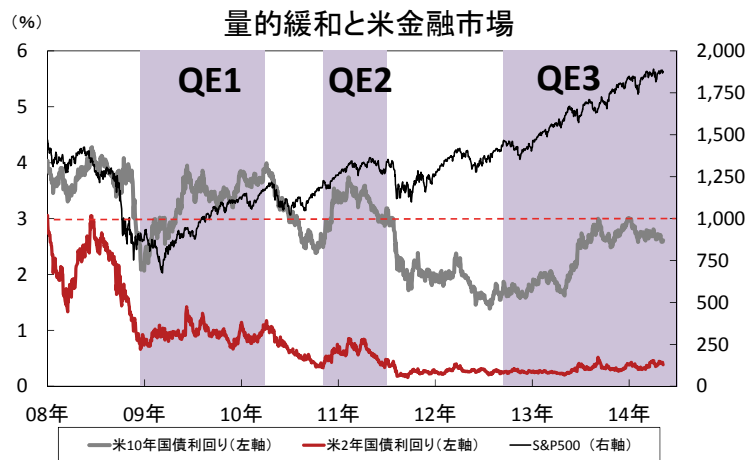
■量的金融緩和は年内に終了へ

主要国のなかでも順調な景気拡大が見込まれる米国では、長期金利が上昇しやすい環境が続こう。1－3月期は寒波の影響で景気が予想以上に減速したが、4月の雇用統計では雇用情勢の改善基調も確認され、夏場に向けて景気は緩やかな拡大基調となろう。市場では既に織り込み済みと思われるが、FRBは今後も着実に債券買入れ額の減額を続け、秋口には量的金融緩和は予定通り終了することになるだろう。3月のFOMC後の記者会見で、イエレンFRB議長は量的金融緩和の終了後6ヵ月程度で利上げが行われる可能性があると言明して債券市場もやや驚かされたが、今年の米債券相場ではFRBの利上げ時期が意識されよう。既に中短期国債の利回りは利上げへの警戒感から、緩やかに上昇し始めている。中短期国債利回りの低下が見込みづらいことで、長期金利の低下余地も限られよう。米10年国債利回りは、昨年8月以降概ね2.5%～3.0%のレンジを中心に推移しているが、米景気の拡大基調が確認できれば、徐々に3.0%方向へ押し上げられよう。



■米10年国債利回りの3%台定着はもう少し先になろう

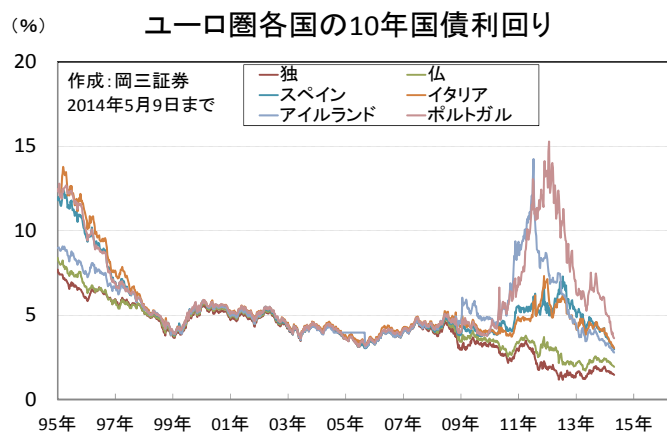
順調な景気拡大が続き、利上げ時期を意識した相場が続く一方で、足元ではウクライナ情勢への警戒感から米国債には安全資産としての需要が高まり、利回りの上昇が抑えられている。中国経済の減速懸念も今年は常に意識される可能性があるだろう。シェール革命が進むことなどから米景気の長期的な拡大期待は続く可能性が高いが、足元では株式、不動産など資産価格の上昇に支えられている面も強い。雇用の改善基調は続くものの、賃金の上昇はあまり進まないなど、今後物価がFRBの予想通りに順調に上昇していくかも、現時点では先行きの大きな不透明要因だろう。今年の初めにも米10年国債利回りは3.0%を上回る水準まで上昇したが、物価の今後の上昇スピード次第では、利上げ時期が15年の後半からさらに後ずれしていく可能性も考えられよう。過去2回の量的金融緩和終了後には、株安、債券高の流れが強まっており、量的金融緩和の終了後には、これまでと同じような市場の動きになる可能性も考えられよう。米景気の拡大基調が続き、利上げ時期を意識した相場展開は続こうが、米10年国債利回りが3.0%を上回る水準に定着するまでには、まだハードルは高いように思われる。



(2) ユーロ圏

■高利回り国債への需要が続こう

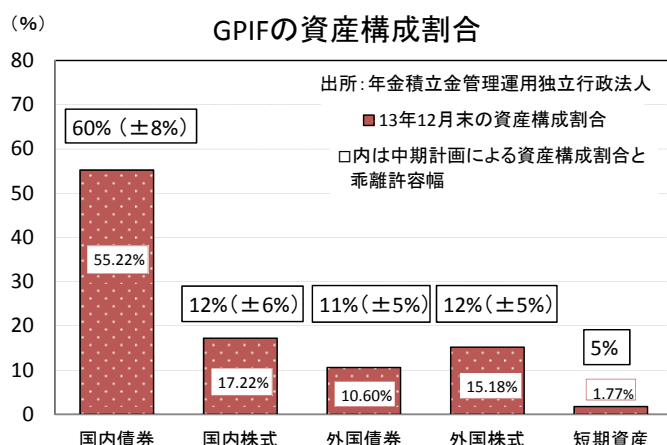
ユーロ圏では景気の底打ちが確認されつつあるが、今年に入って各国の長期金利は低下基調が続いている。主要国では独10年国債利回りは1.5%を下回り、仏10年国債利回りも2.0%を再び下回ってきた。主要国以上に利回りの低下が大きく進んでいるのが、イタリア、スペインを中心とした重債務国の10年国債利回りだろう。アイルランド、ポルトガルに続き、ギリシャも市場からの資金調達に成功するなど、足元では急速に債券市場の正常化が進んでいる。欧州債務問題への懸念が薄れる一方で、新興国経済の先行き不透明感が強まっていることで、投資家の資金がユーロ圏の高利回り国債に流れ込んでいる状況だろう。ECBの追加の金融緩和政策への期待も、高利回り国債の利回り低下を後押ししている。ユーロ圏経済の緩やかな回復基調も続こうが、ECBの金融緩和姿勢は当面続くだろう。債券市場では既にECBの追加緩和はかなり織り込まれていると思われるが、低金利政策は長期化する見込みであり、ユーロ圏各国の長期金利も低位で安定した状態を続けよう。



(3) 日本

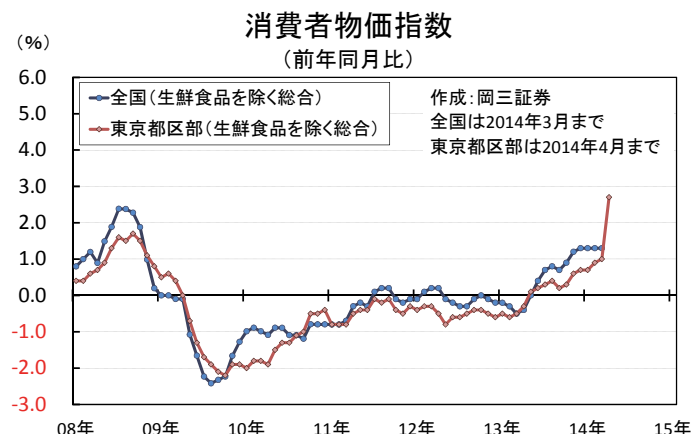
■注目される GPIF の資産配分変更

国内債券市場の目先の注目は、GPIF が昨年に続き資産配分の変更を行うか否かであろう。市場では国内債券への資産配分比率が大幅に引き下げられるとの警戒感が強いが、目標運用利回りが大きく変更されていないことからすれば、国内株式などリスク資産投資が大幅に増やされる可能性は低いと思われる。ただし、これまでオルタナティブ投資を積極的に行ってこなかった GPIF が、インフラ投資や REIT などのオルタナティブ投資を今後増加させていく方向性は続くことになろう。結果としてリスクも低いが高きなりターンも期待できない国内債券への資産配分比率は、今年度も引き下げられる可能性が高いと思われる。昨年度は、国内債券への資産配分比率の中心値は 67% から 60% に引き下げられたが、利回り上昇への警戒感も強いことから今年度も国内債券への資産配分比率はさらに 10% 程度引き下げられる可能性があるだろう。ただ、昨年 12 月末時点の GPIF の国内債券の資産構成割合は既に 55% まで低下している。その後の償還などにより債券残高は減少している可能性が高く、市場が懸念しているような大量の国債が市場で売却される可能性は低いだろう。GPIF の資産配分変更は、国内債券市場の需給悪化要因になることは間違いないだろうが、日銀の国債買入れ枠を利用して緩やかに売却が進むとすれば、債券市場への影響も警戒されているほど大きくはならないと思われる。



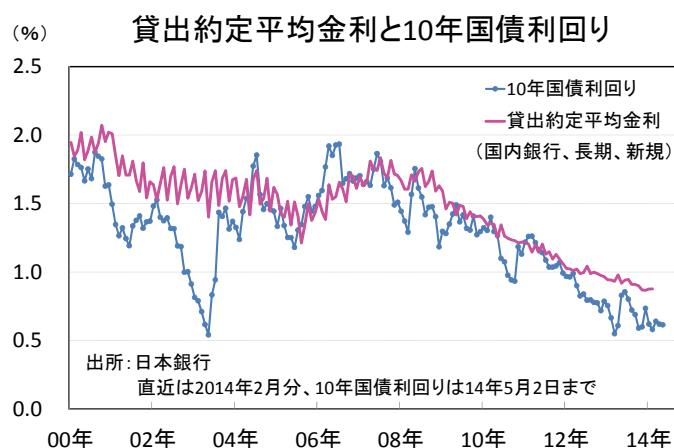
■夏場以降の物価動向が焦点に

足元では消費増税の景気への影響が見極めづらいことで、債券相場はしばらく高値圏での膠着状態が続けよう。日銀の国債買入れが当分は続くことで、需給面からも利回りには低下圧力が続くことになろう。年内の相場の最大の焦点は、消費増税を乗り越えて消費者物価指数が日銀の予想通りに 2% の物価安定目標に向けて再び上昇基調を回復するのか、市場の多くが見込むように、消費者物価指数の上昇が現状水準程度に落ち着くのかという点になろう。日銀の予想通り年末に向けて順調に物価が上昇し、2% の物価安定目標達成の可能性が高まれば、10 年国債利回りは上昇に向かうことになろう。一方、2 年での物価安定目標達成が難しい状況となれば、日銀は追加の金融緩和政策を決定することになり、10 年国債利回りの大幅な上昇は見込みづらい状況となろう。国内景気の回復が続き、雇用情勢も改善するなかでは、物価の上昇基調は今後さらに強まる可能性もあるだろうが、これまでの円安による物価上昇圧力は徐々になくなる可能性が高いことから、最終的には 2% の物価安定目標が達成される可能性はまだ低いと思われる。ただ、日銀の量的・質的金融緩和により、デフレ脱却は視野に入りつつある。消費者物価が現状程度の高水準で安定することが確認されれば、10 年国債利回りは年度後半には緩やかに上昇することになろう。



■貸出金利の動向が注目されよう

緩やかな景気回復が続いていることで、銀行の貸出も増加基調にある。ただ、依然として金融機関の貸出競争も激しく、貸出金利が上昇に向かう気配はまだ見られない。銀行が貸出姿勢をあまり緩めていない面もあろうし、景気の先行き不透明感から企業が投資にはまだ慎重な姿勢を続けている面もあろう。また、企業の手元資金が豊富にあることも、銀行からの借入需要が高まらない要因と思われる。結果的に銀行を中心とした金融機関の日本国債への需要は続いており、利回りの上昇に歯止めをかけている面も強いだろう。10年国債利回りが1%を大きく下回る状況では、投資家も積極的に日本国債を買い進みづらだろうが、利回りの上昇局面では日本国債への押し目買いは今後も強まる可能性が高いだろう。10年国債利回りは緩やかな上昇基調となろうが、貸出金利を大きくは上回らない状況が続こう。景気の回復とともに、貸出金利が上昇するかが今後注目されよう。



3. 主要国の長期金利上昇は限られよう

主要国の緩やかな景気回復は今後も続く見通しだが、今年度内という時間軸で考えれば、主要国の長期金利が本格的な上昇に向かう可能性はまだ低いだろう。主要国の低成長、低インフレはしばらく続く見込みであり、各国中央銀行の金融緩和姿勢に変化はないと思われる。ウクライナ情勢や中国経済の先行き不透明感が続く可能性が高いことも、主要国の長期金利上昇を抑える要因となろう。各国の低金利政策が維持されることで、大幅な長期金利の上昇は見込みづらと思われる。

国内では、消費増税の景気への影響が見極めづらいことで、債券相場は高値圏での膠着状態を続けている。6月には安倍政権が成長戦略を発表することで、デフレ脱却への期待が強まる可能性も考えられよう。ただ、まだしばらく日銀の量的・質的金融緩和は続く。日銀が大量の国債を市場から買入れることで、需給面から長期金利は低く抑えられる状況が続こう。市場が期待する日銀の追加の金融緩和については、当面見送られる可能性が高いが、市場に金融緩和期待が続くことも利回りを低位に安定させる要因となろう。年度後半に向けてデフレ脱却がより強く意識される状況となれば、長期金利は緩やかに上昇に向かう可能性があるが、消費者物価指数の前年比上昇率が安定して2%近辺で推移することが確認できるまでにはまだ至らないだろう。昨年4月ほどの大規模な金融緩和政策は難しいと思われるが、物価安定目標の達成に向けて日銀が金融政策を微調整する可能性は十分考えられよう。

米国では、来年後半での利上げが市場のコンセンサスになりつつある。早期の利上げ観測が強まる場面も出てこようが、物価の上昇基調が確認されるまでは、FRBは慎重な金融政策を維持しよう。過度な長期金利の上昇は、米株式相場に悪影響を与える可能性もあり、10年国債利回りが3.0%を大きく上回るのはまだ先になろう。これから金融緩和政策が追加される可能性の高いユーロ圏では、長期金利の低位安定が続くことになろう。



再生可能エネルギー事業の広がり地域金融機関

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

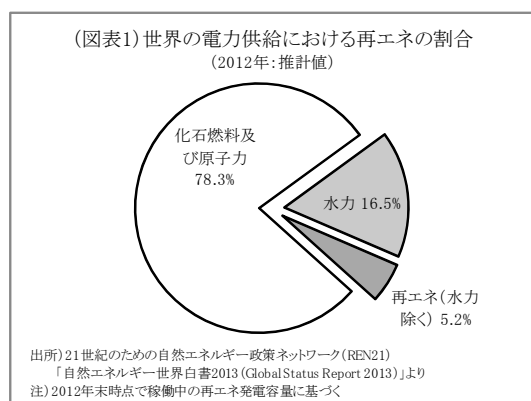
4月13日に日銀が公表した「金融システムレポート」によると、金融機関の金利リスク量は2013年度以降減少に転じているものの、金利が平行に1% pt上昇する仮定での債券時価損失試算では、大手行が2.6兆円、地域銀行で3.0兆円、信用金庫で1.9兆円と地域銀行が相対的に高い金利リスクに晒されていることが示された。日銀による異次元緩和策で足元の金利は低位安定しているが、国債の流動性が低下する中、長期～超長期ゾーンではボラティリティの高まりが危惧されている。

主要な余資運用先である債券市場の投資環境が厳しい折、特に地域金融機関（地方銀行・第二地方銀行・信用金庫）は金利リスクを意識しデュレーション短期化や債券ウエイト引下げに転じるところもみられる。一方、企業向け貸出が上向きつつあり、リスクマネー供給に積極的になる地域金融機関も出てきている。

日本のエネルギー政策の基礎であり、脱原発・温暖化政策にも大きく影響する「エネルギー基本計画」が4月11日に閣議決定されたところであり、今回は収益多角化のための新ビジネスとして再生可能エネルギー事業を取り上げ、地域金融機関に期待される役割について考察する。

1. 世界の再エネ市場

再生可能エネルギー（以下「再エネ」）は、農耕革命・産業革命・情報通信（IT）革命に続く「第4の革命」と呼ばれ世界中に広がりをみせている。世界の電力供給における再エネの割合は、水力を除く¹と5.2%である（図表1）。依然として化石燃料や原子力による供給が大きなウエイトを占めるが、再エネは世界でも長期的な推進目標が設定されるなど、今後拡大が見込まれている。



(図表2) 再エネの発電容量(世界総計と上位6カ国:2012年)

単位:GW

	世界総計	中国	米国	ドイツ	スペイン	イタリア	インド
バイオマス発電	83	8	15	7.6	1	3.8	4
地熱発電	11.7	~0	3.4	~0	0	0.9	0
海洋発電	0.5	~0	~0	0	~0	0	0
太陽光発電	100	7	7.2	32	5.1	16.4	1.2
集光型太陽熱発電	2.5	~0	0.5	~0	2	~0	~0
風力発電	283	75	60	31	23	8.1	18.4
再エネ(水力除く)	480	90	86	71	31	29	24
一人当たり容量	70	70	280	870	670	480	20
水力発電	990	229	78	4.4	17	18	43
再エネ(水力含む)	1470	319	164	76	48	47	67

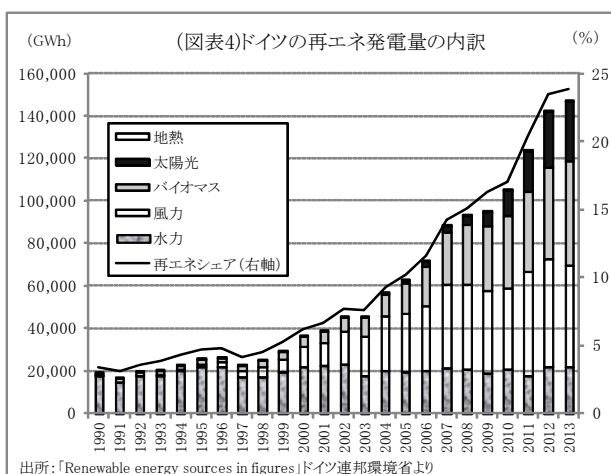
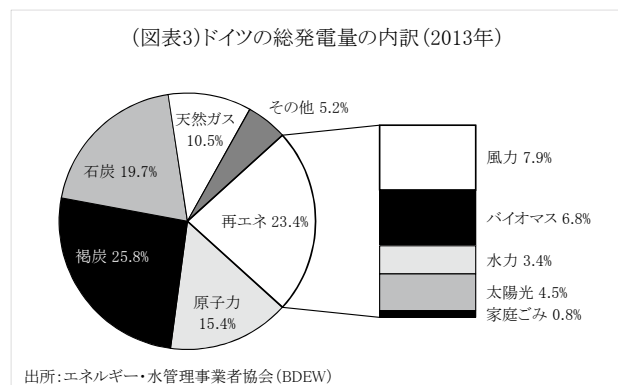
出所) 環境エネルギー政策研究所
注) 水力発電には揚水式発電を含まず。

¹ 大規模水力発電は、ダム建設に伴い環境破壊および生物多様性に大きな影響を与えるため、再生可能エネルギーには含まないケースが多い。

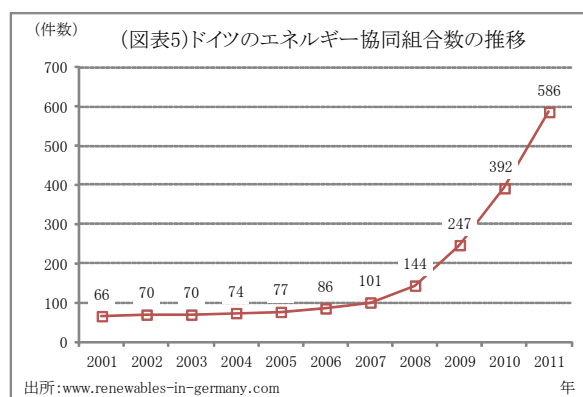
これを発電容量の上位国で発電設備ごとに見ると図表2のようになる。広大な土地を持つ中国・米国が上位を占めるが、国を挙げて再エネを推進してきたドイツが特に太陽光発電で存在感を示している。

2. ドイツの事例

ドイツは2022年までに原子力の廃止を掲げる「Energiewende（エネルギー転換）」を進めている。1991年に国家レベルで世界初の固定価格買取制度²（Feed-in Tariff：以下「FIT制度」）が法制化され、再生可能エネルギー電力法（EEG）が2000年から施行されたことで、再エネ導入が高まった。電力発電量に占める再エネのシェアは近年急速に拡大し（図表4）、この半分を風力と太陽光で占めている。2010年に策定した「エネルギー基本計画」において電力供給に占める再エネの割合を2020年には35%、2030年に50%、2050年には80%とする目標を掲げており、EEG法の中にも明記されている。さらに、ドイツ環境局（UBA）やドイツ環境諮問委員会（SRU）からは、長期的な再エネ100%シナリオもすでに発表されている。



従来の化石燃料発電は大規模集中型の大資本型産業であるのに対し、再エネ発電は小規模分散型を特徴としている。こうした地域エネルギー事業において、市民が直接出資する「市民（個人）出資」事業が発展し、FIT制度³や地域市民への優遇政策などの普及政策によって、市民出資事業が存在感を増すようになった。出資の形式は有限合資会社（市民ファンド）や協同組合、株式会社と様々であるが、「エネルギー協同組合」を設立する形態が近年本格化していることが分かる（図表5）。



² 太陽光、風力、水力、地熱、バイオマスによって発電者が発電した電気を、電力会社に一定の期間・価格で買い取ることを義務づける制度。

³ 大規模発電については、FITの支援による再エネ導入策を止め、入札方式による市場価格を元にした上乗せ制度（Feed-in Premium）の導入について EU 委員会が各国政府に求めており、2017年1月以降入札制度の導入が図られる予定である。

再エネ事業の資金調達は、補助金や市民出資・事業主出資より多くのウエイトを占める金融機関借入も重要である。基本的にハウスバンク（メインバンク）の窓口を通してドイツ金融復興銀行（KfW）から融資を受けるケースが多く、KfW には再エネ関連で5種類に及ぶ融資メニューが用意されており、個人や事業主、NPO・地方自治体・市民ファンド等を対象に2,500万ユーロを上限に総事業費の最大100%まで融資が受けられる仕組みがある。こうした優遇的な融資業務の推進も再エネ市場の拡大に貢献している。

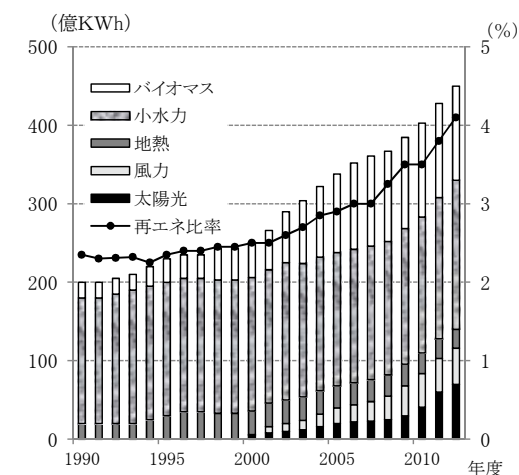
我が国においては様々な制約⁴から各再エネ事業で都度協同組合を設立することには制限があるが、市民ファンドの組成や地域金融機関の関わり方など、地域主導の小規模分散化で再エネ導入が進んできたドイツに学ぶことは多い。

3. 我が国の再エネ市場

我が国の再エネ比率は4%と低水準ではあるが（図表6）、近年着実に伸びてきており、1990年と比較すると年間発電量は倍増している。

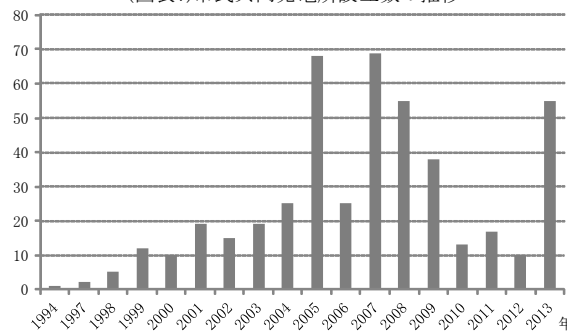
また市民共同発電所全国調査報告書によると、太陽光や風力などを利用した市民共同発電所は2013年9月時点で42都道府県に計458基（出力数5.16万kW）あり、2007年の前回調査と比べほぼ倍増した（図表7）。発電所の数は太陽光が圧倒的に多いが、出力数でみると設備が大規模となる風力の発電量が多いことが分かる。我が国のFIT制度は2012年7月より開始されたが、設置までの期間が比較的短くすむ太陽光発電を中心に拡大している模様⁵である。

（図表6）日本国内の再エネによる年間発電量の推計



出所)環境エネルギー政策研究所調査

（図表7）市民共同発電所設立数の推移



種類	基数			出力数(kW)		
調査年月	2013.9	2007.9	伸び率	2013.9	2007.9	伸び率
太陽光	415	164	253%	8,359	1,040	804%
太陽熱	1					
風力	28	10	280%	42,240	14,790	286%
小型風車	10	10	100%	7	7	100%
小水力	4	1	400%	1,035	6	17250%
合計	458	185	248%	51,641	15,843	326%

（出所）「市民共同発電所全国調査報告書2007と2013」をもとに自然エネルギー市民の会作成

⁴ 協同組合は事業内容ごとに特別法（消費生活協同組合法・農業協同組合法など）で規定されており、事業内容に制限がある。また、出資法の制約によって、市民からの出資金を募るためには第2種金融商品取引法の資格が必要である。

⁵ 資源エネルギー庁によると、2012年7月～2014年2月までの再エネ発電設備導入量は815万kWと拡大している（FIT導入前の累積導入量：約2,000万kW）。そのほとんどが太陽光である。

FIT 制度導入以前にも地域主導による市民ファンドは散見されていた。その皮切りは2001 年の浜頓別の風力発電であったが（図表9）、太陽光発電などにも広がりを見せている。これは、個人や事業主によるオーナー出資（株主）ではなく、「匿名組合」⁶ という仕組みを採用している。出資者は出資額の範囲内で責任を負う有限責任の契約であるため、不特定多数の市民からの出資を集めやすいという特徴を持っている。

（図表8）市民出資事業会社の概要

	株式会社 自然エネルギー市民ファンド	おひさまエネルギーファンド 株式会社
調達資金額	約22億円	約20億円
主なファンド事業	・市民風車ファンド いしかり市民風力発電所 ・市民風車ファンド 市民風力発電所・石狩 ・市民風車ファンド2006 (大間・秋田・波崎・海上)匿名組合 ・市民風車ファンド2008 石狩匿名組合	・南信州おひさまファンド ・温暖化防止おひさまファンド ・信州結いの国おひさまファンド ・地域MEGAおひさまファンド ・立山アルプス小水力発電事業
<参考>法人概要	設立：2003年2月27日 資本金：1,000万円 金融商品取引業者(第二種金融 取引業)関東財務局長(金商) 第1811号	設立：2004年12月24日 資本金：1,000万円 金融商品取引業者(第二種金融 取引業)関東財務局長(金商) 第1927号

（図表9）主要な市民ファンド一覧

事業地域	事業内容	事業開始年	事業主体	出資総額	出資期間	目標分配 利回り	一口金額	備考
北海道浜頓別町	風力発電	2001	北海道グリーンファンド	1 億 4150 万円	17年	2.5%	50万円	
青森県鰺ヶ沢町	風力発電	2003	グリーンエネルギー青森	1 億 7820 万円	9年	1.5%	10万円	
秋田県湯上町	風力発電	2003	北海道グリーンファンド	1 億 940 万円	10年	1.5%	10万円	
北海道石狩市	風力発電	2004	北海道グリーンファンド	4 億 7000 万円	15年	2.4%	50万円	
長野県飯田市	太陽光発電等	2005	おひさま進歩エネルギー(有)	2 億 150 万円	10年 15年	2.0% 3.3%	10万円 50万円	優先 劣後
青森大間・秋田・茨城波崎・千葉海上	風力発電	2006	市民風力発電おおま、波崎未来エネルギー、秋田未来エネルギー等	8 億 6000 万円	15年	2.3%	50万円	
岡山県備前市	木質バイオマス	2006	備前グリーンエネルギー株式会社	1 億 8800 万円	10年 15年	2.1% 2.6%	10万円 50万円	優先 劣後
長野県飯田市・岡山県備前市等	太陽光発電等	2007	おひさまエネルギーファンド(株)等	4 億 6200 万円	10年 15年	2.1% 2.6%	10万円 50万円	優先 劣後・期間延長5年まで
北海道石狩	風力発電	2008	北海道グリーンファンド	2 億 3500 万円	15年	2.3%	50万円	
長野県飯田市	太陽光発電等	2009	おひさまエネルギーファンド3号(株)	7520 万円	15年 5年	1.1% 2.5%	10万円 50万円	優先 劣後
石川県輪島市	風力発電	2010	輪島もんぜん市民風車	9900 万円	15年	2.3%	20万円	
長野県飯田市	太陽光発電等	2010	おひさまグリッド(株)	1 億円	10年 5年	2.0% 2.5%	10万円 25万円	優先 劣後
富山県滑川市	小水力発電	2010	(株)アルプス発電	7 億 8100 万円	7年 1.5年	3.0% 7.0%	50万円 300万円	元利金一括償還
長野県飯田市	太陽光発電等	2011	おひさまグリッド2(株)	8100万円	10年 10年	2.0% 2.0%	10万円 10万円	優先
長野県飯田市	太陽光発電等	2012	おひさまグリッド3(株)	4 億円	15+5年 10年	3.0%+ α 2.0%	50万円 10万円	劣後・当初10年4% 優先
長野県飯田市	太陽光発電等	2013	おひさまグリッド4(株)	3 億 5000 万円	15+5年 10年	2.5%+ α 2.0%	50万円 10万円	劣後・当初10年3% 優先
山口県山口市	太陽光発電	2014	市民エネルギーやまぐちアセット(株)	2 億 1040 万円	9年 19年	2.0% 4.0%+ α	10万円 100万円	優先 劣後・当初10年2%
神奈川県小田原市	太陽光発電	2014	ほうとくソーラー 1(株)	1 億円	8年	2.0%	10万円	
福島県喜多方市	太陽光発電	2014	アイパワーアセット(株)	9980万円	11年	2.0%	20万円	
北海道石狩	風力発電	2014	(株)あい風市民風車基金	9900万円	15年	2.5%	20万円	

出所)環境エネルギー政策研究所、北海道グリーンファンド、自然エネルギー市民ファンド(株)、おひさまエネルギーファンド(株)各HPより作成

ファンド一覧を見ると、出資期間は長期に亘るものが多く、期間が異なる優先劣後構造を持つファンドも散見される。目標分配利回りは比較的高めに設定されているが、純粋な利回り志向というよりは、対象事業に賛同する「意志ある投資」であることが多い。

市民ファンドには事業リスクがあり目標利回りに達しないばかりか元本が毀損する可能性があるが、同じ再エネを対象とする住民参加型公募地方債も発行されている（図表10）。利回りは地方債の市場実勢に沿って決定されるため、市民ファンドと比較すると低水準にとどまるが、デフォルトリスクは地方債と同等（≒国債）に低く、公募であるため流動性も高い。

⁶ 匿名組合（商法 535 ～ 542 条）は、出資者が事業者の特定事業のために出資し、事業から生ずる現金分配を出資者へ行う契約形態のことである。

(図表10) 再エネを対象事業とする住民参加型公募地方債の発行状況

発行団体	名 称	発行時期	発行額 (億円)	償還期間	応募者 利回り	対象事業
名和町	大空海債	2005年1月	0.5	5年満括	0.60%	風力発電施設整備
鳥取県	とっとり県民債	2005年8月	15.0	5年満括	0.52%	高速交通ネットワーク整備、
鳥取県	とっとり県民債	2005年8月	5.0	10年満括	1.32%	風力発電施設整備
北条町	風車債	2005年9月	0.8	5年満括	0.55%	風力発電所建設
都留市 (山梨県)	つるのおんがえし債	2006年1月	0.2	5年満括	0.90%	水力発電所建設
横浜市	ハマ債風車	2007年2月	2.8	5年満括	1.18%	風力発電施設建設
立川市 (東京都)	たちかわエコ庁舎 みんなの市民債	2009年12月	5.0	5年満括	0.94%	新庁舎建設費のうち、環境に配慮した設備(太陽光発電、屋上緑化等)費用に活用
都留市 (山梨県)	つるのおんがえし債	2010年3月	0.24	5年満括	0.60%	家中川小水力市民発電所「元気くん2号」建設
堺市	堺のびやか債	2011年4月	20.0	5年満括	0.70%	社会福祉施設の整備、清掃工場の整備、小学校への太陽光発電設備の設置など
鳥取県	「ゲゲゲのふるさと」とっとり県民債	2012年11月	10.0	10年満括	0.78%	農業農村小水力発電施設導入事業、再生可能エネルギー発電施設導入促進事業
新潟市	なじらね新潟市債	2012年11月	20.0	5年満括	0.24%	こども想像センター・総合体育館・健康福祉センター整備事業等、公共施設再生可能エネルギー等導入事業
日南町 (鳥取県)	日南町民債(再生可能エネルギー債)	2012年12月	0.5	5年満括	1.20%	再生可能エネルギー事業等
北九州市	北九州市50周年記念債	2013年7月	5.0	6年満括	0.50%	市民太陽光発電所建設のための財源
兵庫県	あわじ環境未来島債	2013年8月	4.0	5年満括	0.33%	発電・売電事業を行う淡路島くこう協会に対して貸付
鳥取県	「ゲゲゲのふるさと」とっとり県民債	2013年11月	9.8	10年満括	0.70%	農業農村小水力発電施設導入事業、再生可能エネルギー発電施設導入促進事業
南部町 (鳥取県)	なんぶMEGA町民債	2014年2月	1.0	5年満括	1.00%	太陽光発電施設の整備

出所)一般財団法人地方債協会HPより作成

なお、生活クラブ生協や日本生活協同組合連合会、消費生活協同組合などでは、再エネによる電力の「共同購入」に焦点を置いたエネルギー協同組合を創る動きがある。発電側のみならず消費側でも産地直送のエネルギーを選ぶことができるシステムは、地域のエネルギー自立を促し、今後のエネルギー体制を大きく変えてゆく原動力となろう。

4. 再エネ事業における資金調達の多様化と地域金融機関の役割

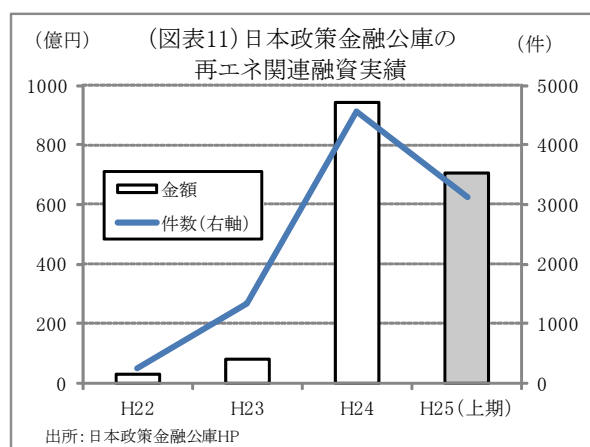
FIT 制度導入以前の再エネ支援策は補助金によるものが大半であり、当時の小規模事業では補助金と事業者出資で賄えることが多く、金融機関からの借入の重要性は低かった。一方、大規模事業では都市部の大企業が中心となることから、借入は大手都銀に限られた。しかし、FIT 制度の導入によりこれまでの主流だった補助金は段階的に廃止されていき、再エネ事業の資金調達は補助金から民間資金活用へと転換してきた。売電の固定化によりキャッシュフローが安定したことで、設備投資計画が立て易くなったため、民間の参入が促進されたのである。

資金調達方法も多様化し、有限責任事業組合や企業組合形式、ファンド形式に加え、ミニ公募債・私募債などの債券形式や証券化など多岐に亘っている。さらに、より大規模に資金の調達を行うスキームとして、現行の投資法人制度(いわゆる REIT、上場投資信託)を利用した公募ファンド形式も想定される。

資金調達先は事業内容によって対象となる業態が分かれ、例えば個人事業主が出資し再エネ事業を始める場合は信用金庫、バイオマス発電や洋上風力発電など農林水産分野では農協・漁協となる。また、政府系金融機関である日本政策金融公庫の再エネ融資メニューには金利優遇措置も講じられており、融資実績は近年急速に拡大している(図表 11)。また、地域金融機関との協調も強化している。

小規模分散型で広がりつつある再エネ事業においては、地域金融機関のもつネットワークが大きな役割を持つ。事業を実施するにあたっては、設備メーカー・メンテナンス業者、電力会社・保険会社など多様な業種との連携が必須であり、そこに地域密着の金融機関がアレンジャーとして機能することも期待され、さらには事業計画の策定業務や融資にも繋がっていく可能性がある。再エネ事業は地域の気候によって左右されるが、地域の自然条件を踏まえた事業審査を行える強みもある。

固有事業へのリスクを削減したい場合には、他の地域金融機関との協調融資や信託スキーム・証券化を活用したリスクを抑える手法も想定される。直接融資を行わない場合においても、市民出資の代行サービスやSRI（社会責任投資）ファンド・グリーンファンドなどの投資信託や、住民参加型地方債・証券化商品などを窓口で扱うといった業務も考えられる。持続可能な社会・環境保全への関心は高まっており、地域経済を支える地域金融機関の役割は大きい。



おわりに

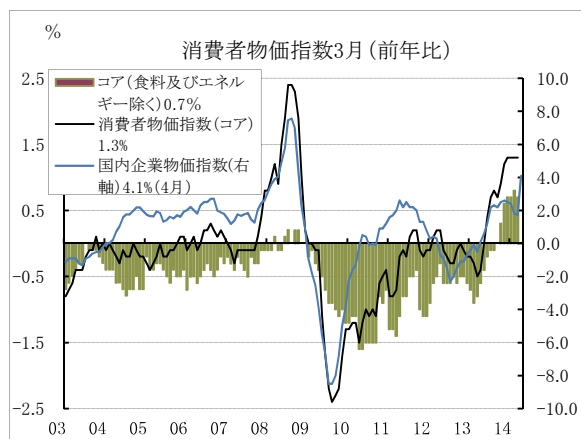
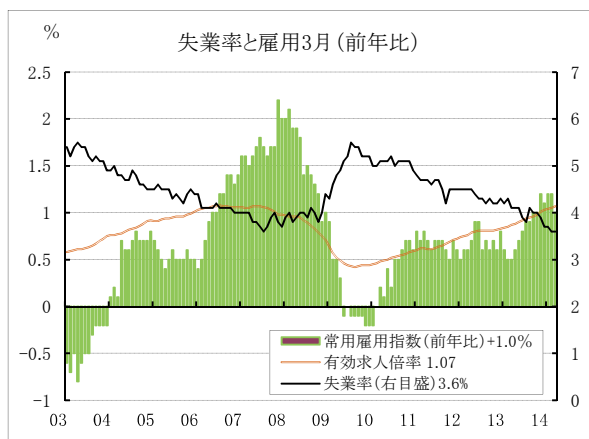
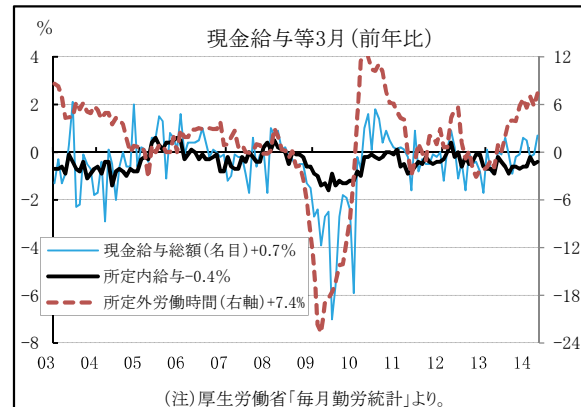
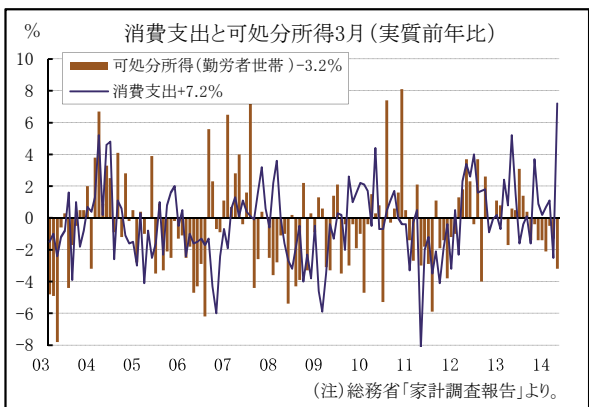
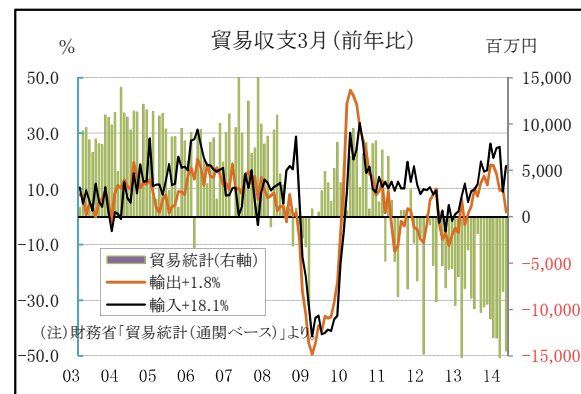
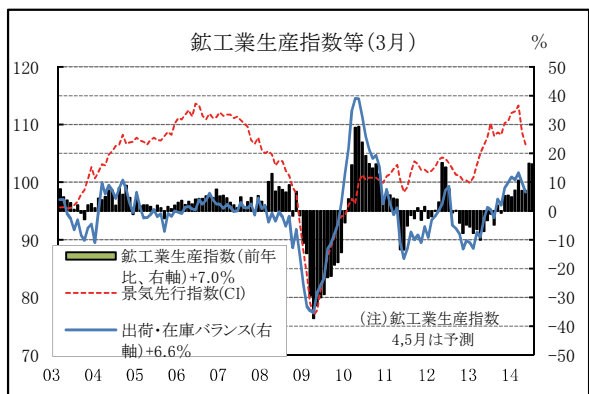
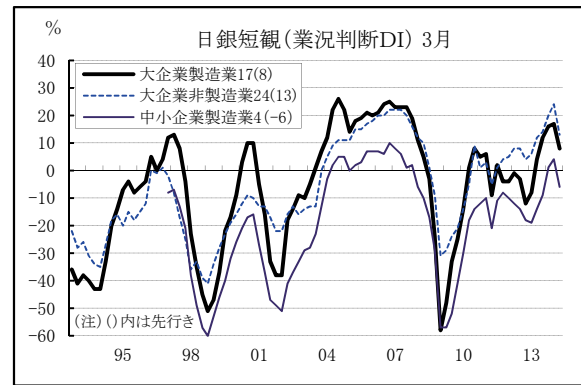
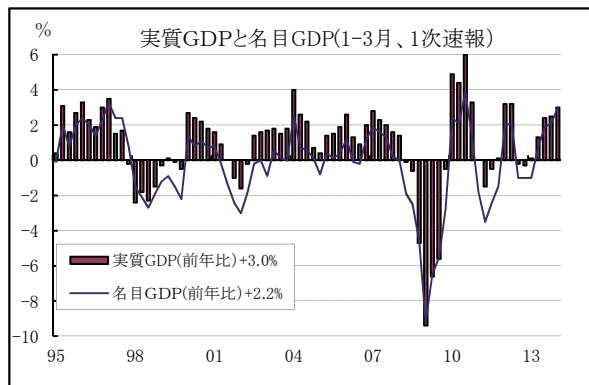
閣議決定された新計画は、原発を「重要なベースロード電源」と位置付けるなど国の再エネ推進の方向性は依然として明確になっていないが、全国で50を超える「ご当地エネルギー」が立ち上がるなど、地域分散型・地域主体での再エネへの取組みは大きな広がりをみせている。地域からのボトムアップによるエネルギー革命の流れが加速しようとしている。

再エネ事業において鍵となるのが資金調達であり、地域主導の事業であるため地域金融機関の果たす役割は大きい。資金調達方法には様々な形態が存在し、地域主体でのエネルギーの地域所有や地域社会での参加にとどまらず、全国の市民から広く出資を募るモデルへと展開されてきている。都市部の需要サイドの人々が、持続可能な社会のための意志ある投資を地域エネルギー事業へ向けることで、地域を支える役割も担うことにつながる。

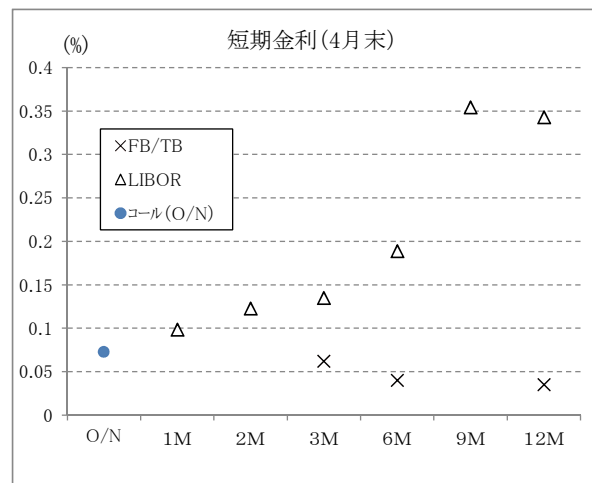
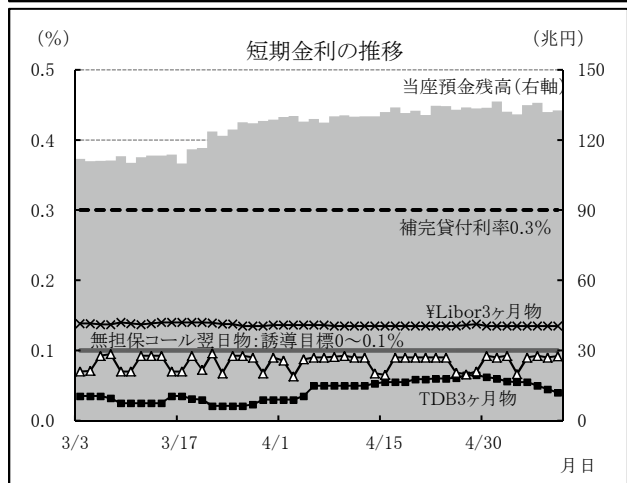
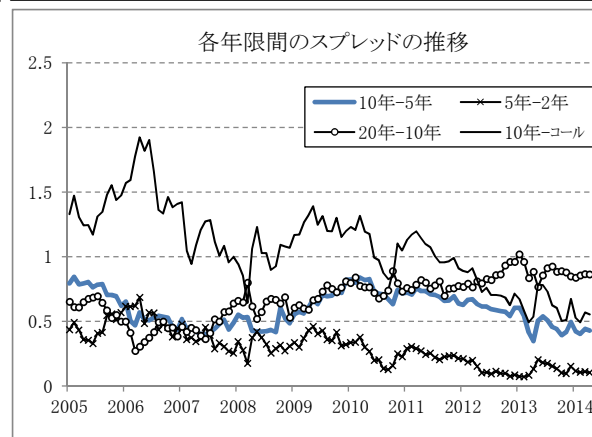
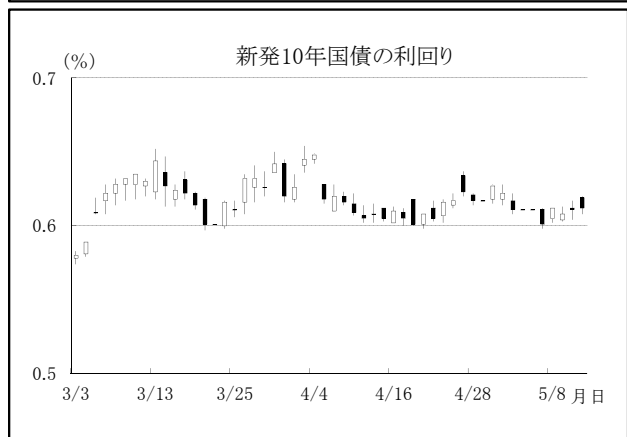
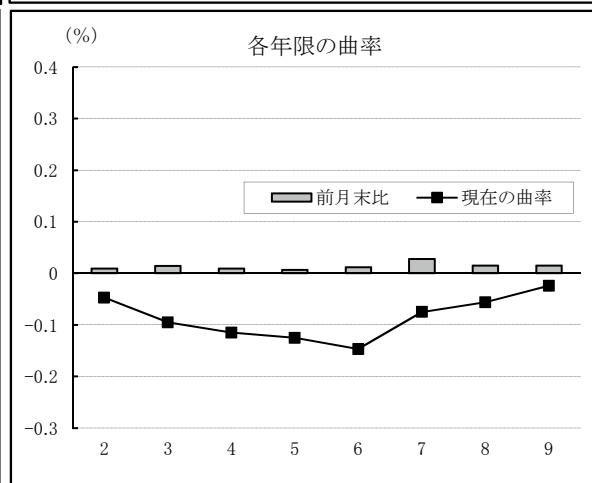
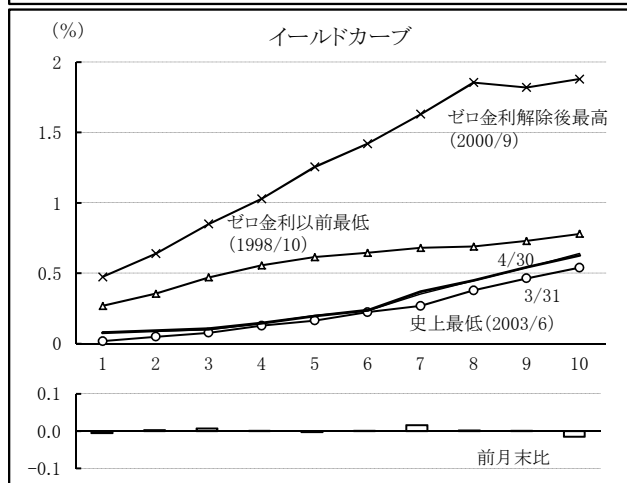
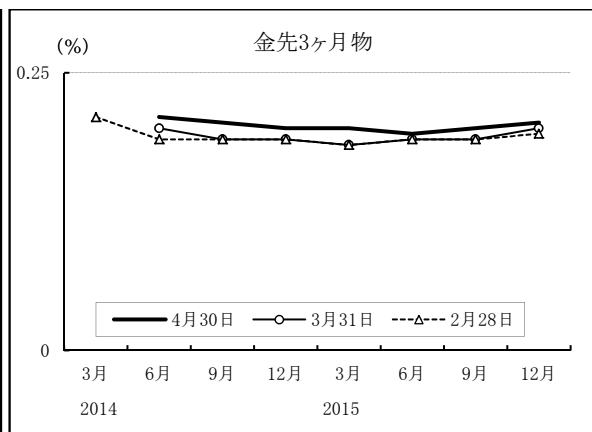
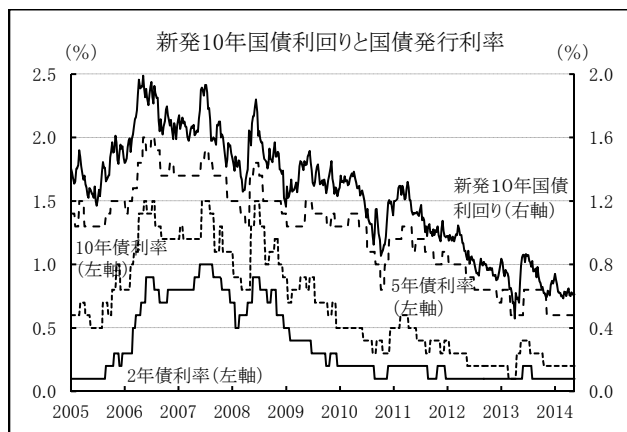
再エネ事業によって地域固有の自然資源を有効活用し、地域へのマネーの流れをつくり雇用を拡大することが、地域再生への糸口となろう。そうした事業に積極的に関与することは、地域に根ざし地域の発展に貢献するという地域金融機関の経営理念に合致するものであり、今後再エネ事業が加速していくかどうかは地域金融機関の取り組み姿勢にかかっているといえよう。

統計データ集

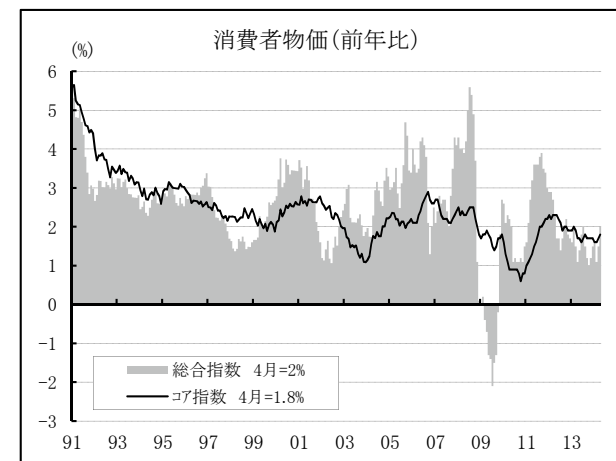
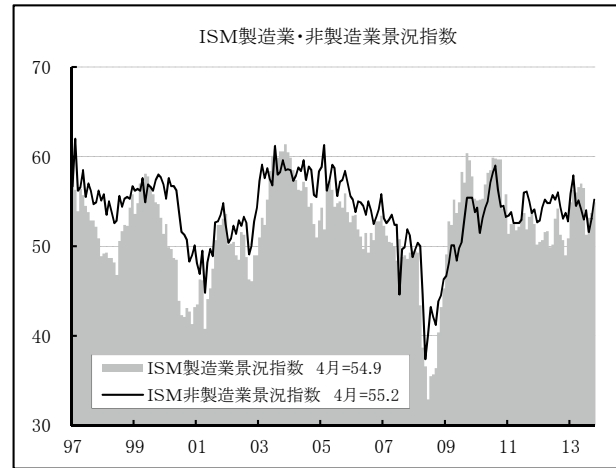
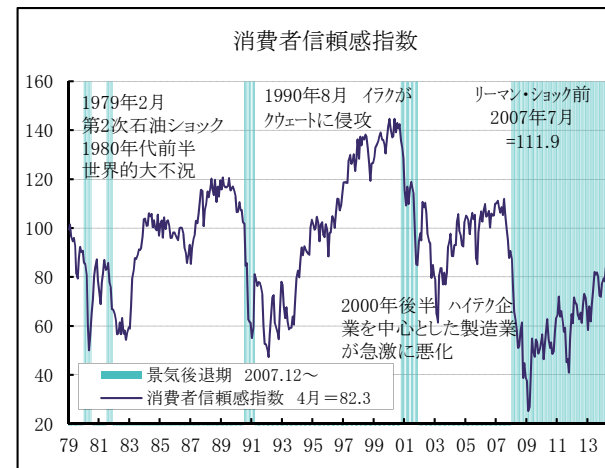
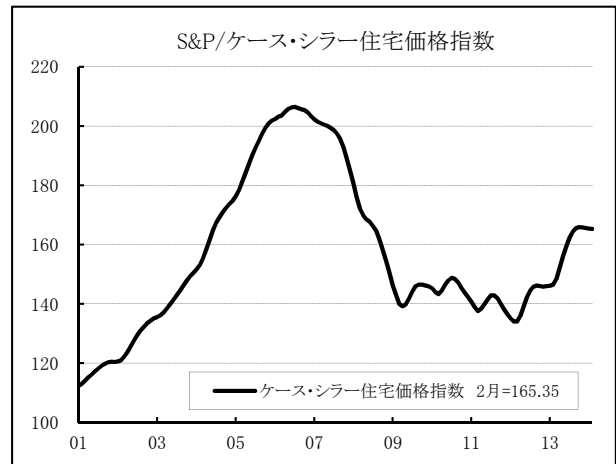
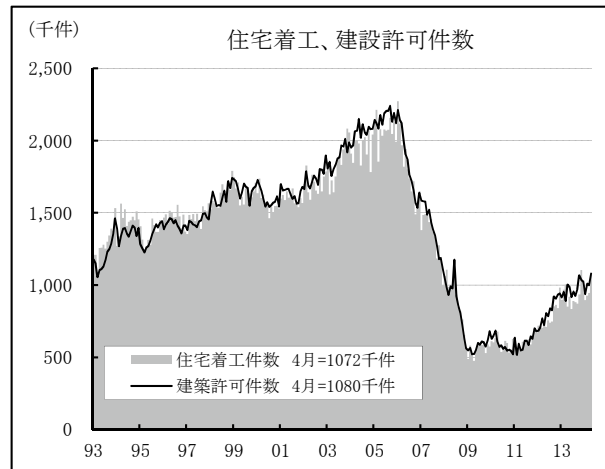
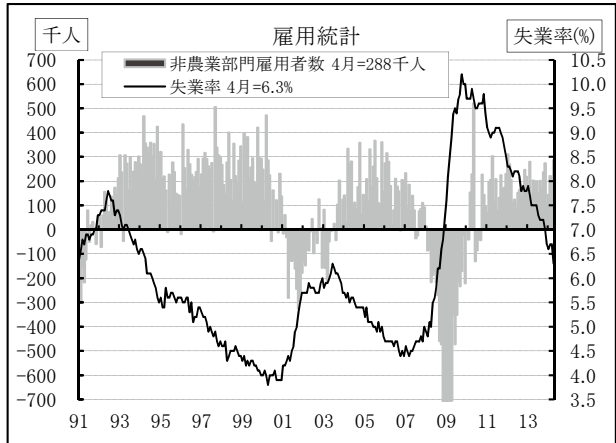
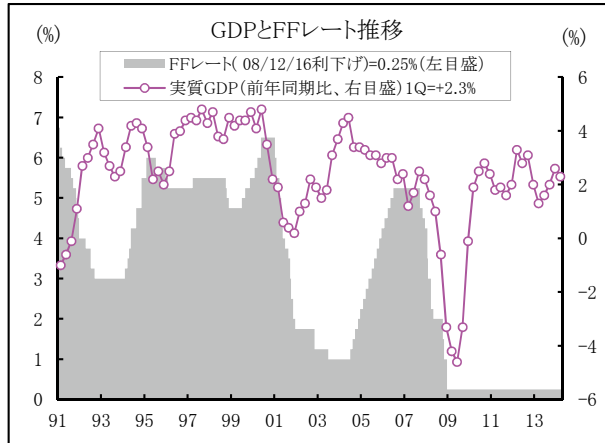
日本 マクロ経済



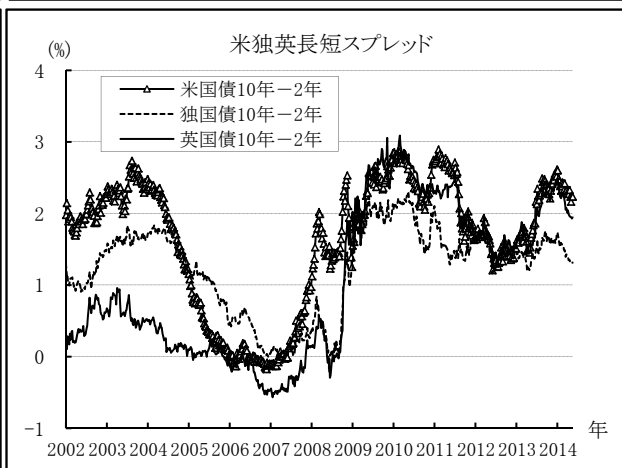
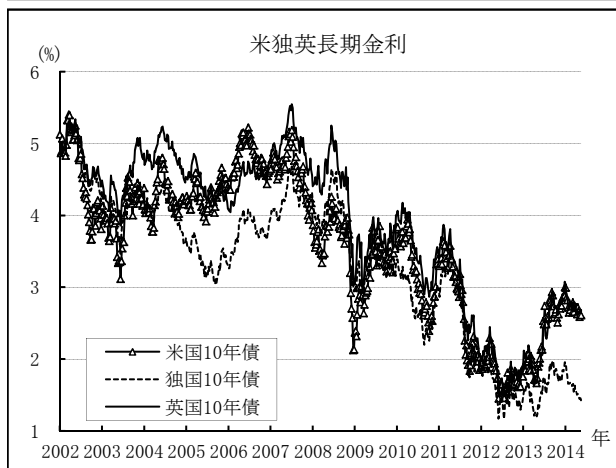
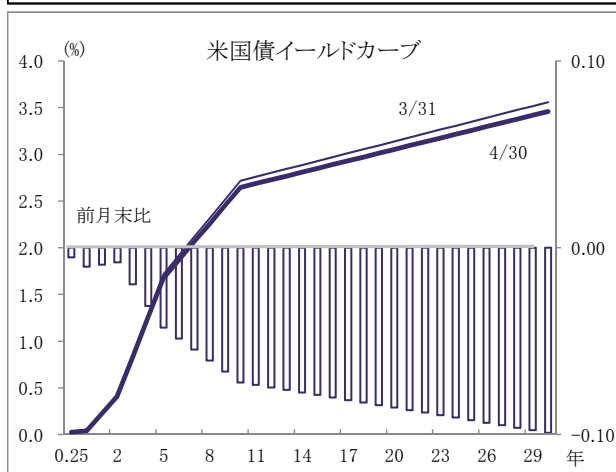
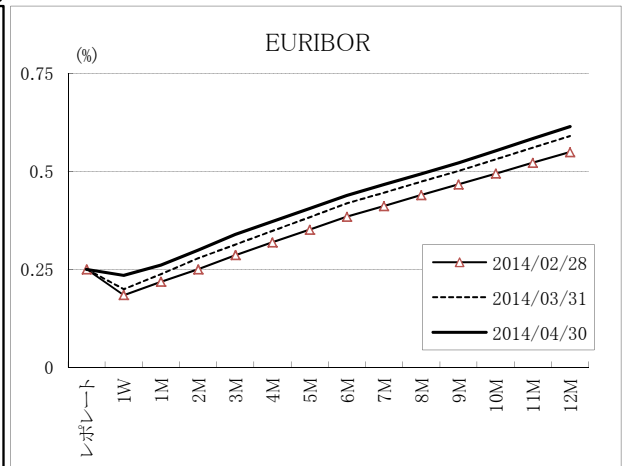
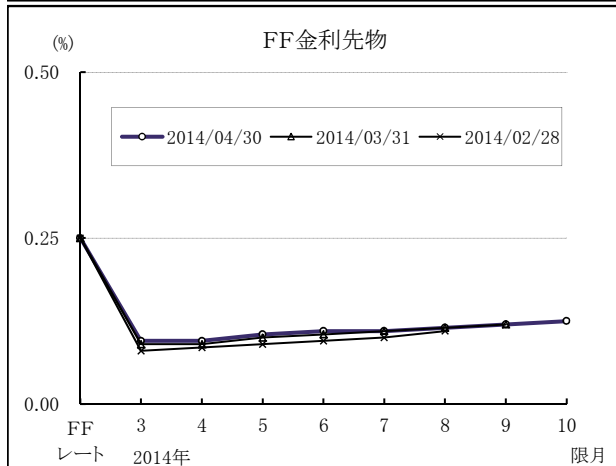
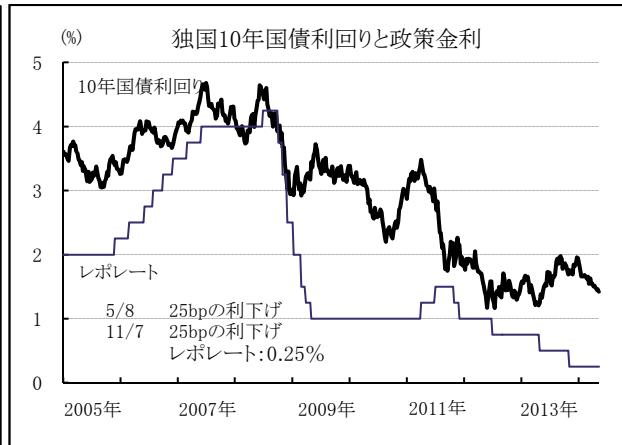
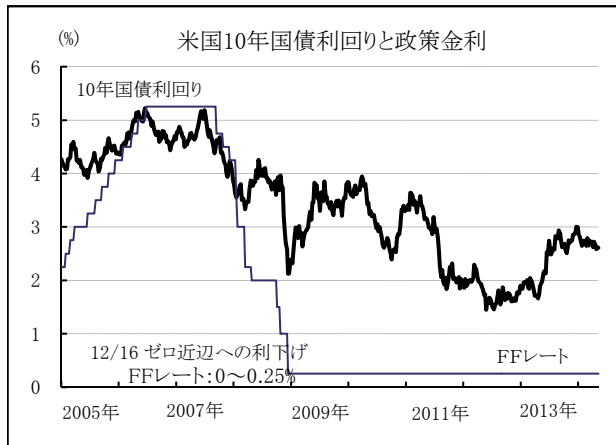
日本短期・債券市場



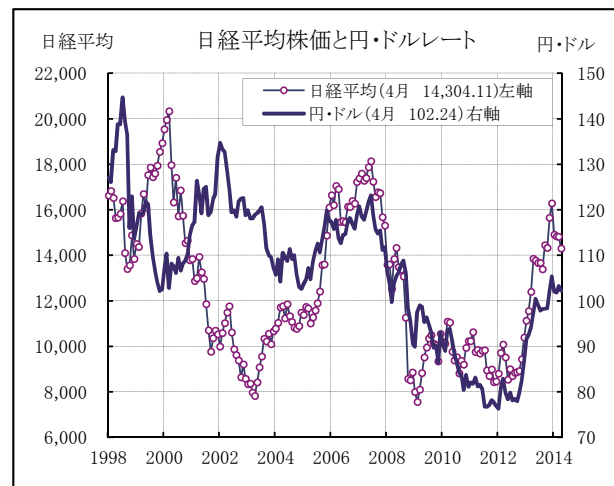
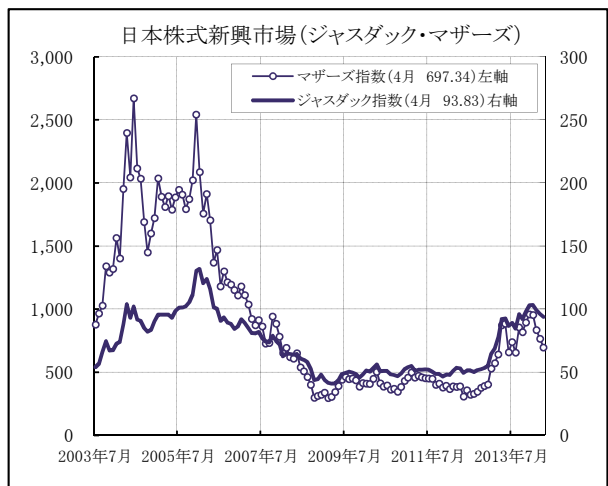
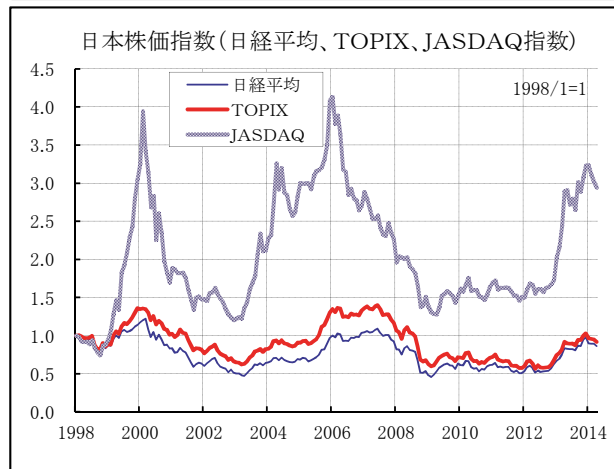
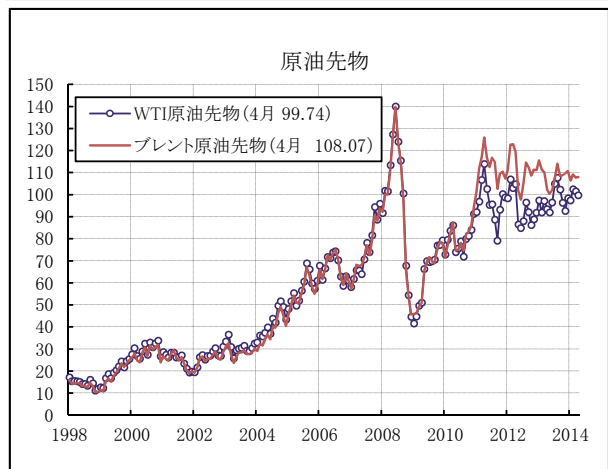
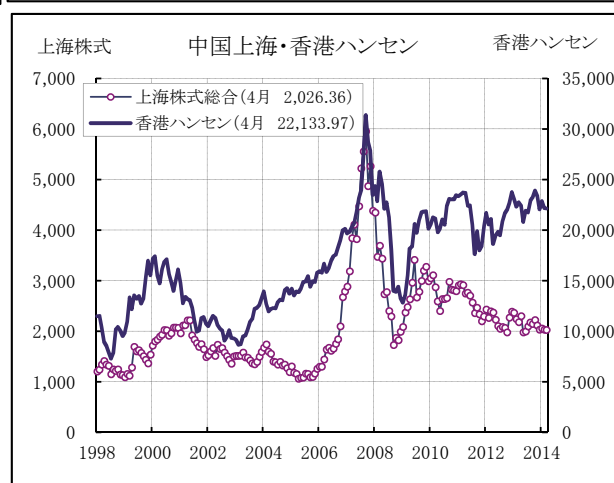
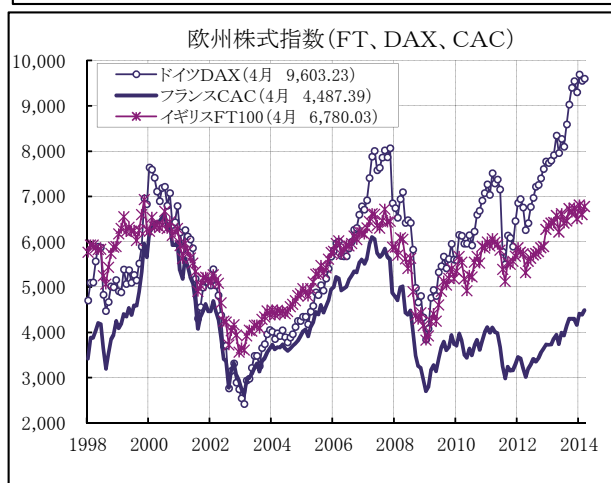
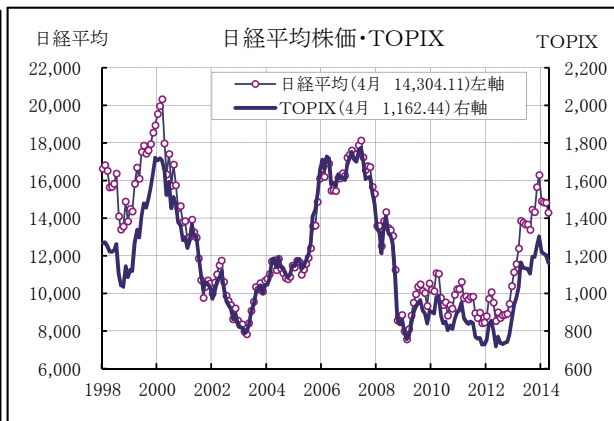
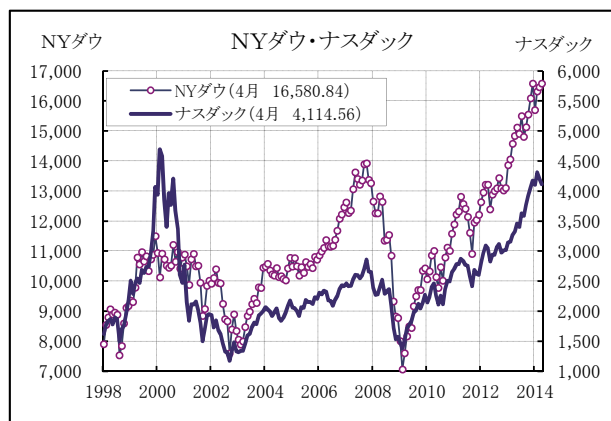
海外 マクロ経済



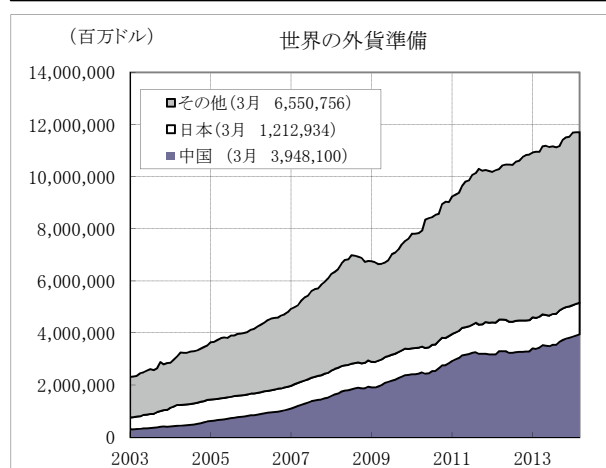
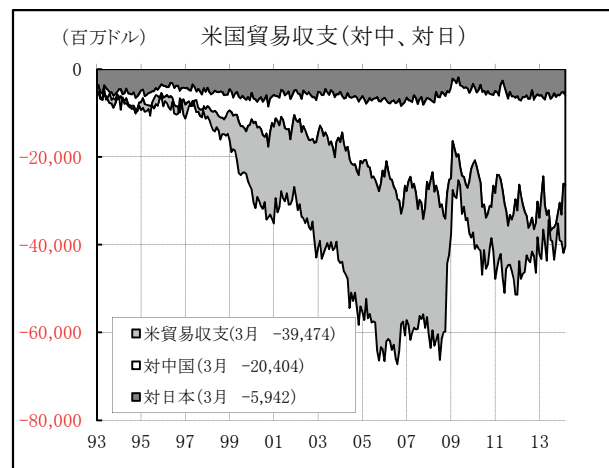
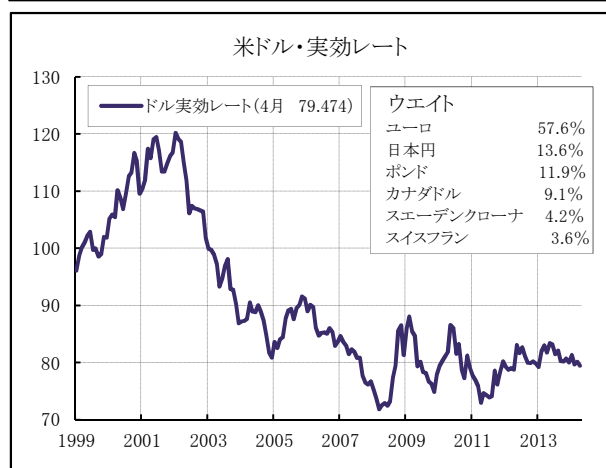
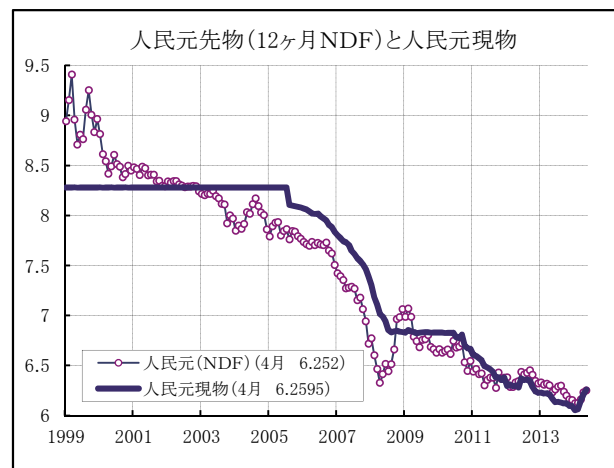
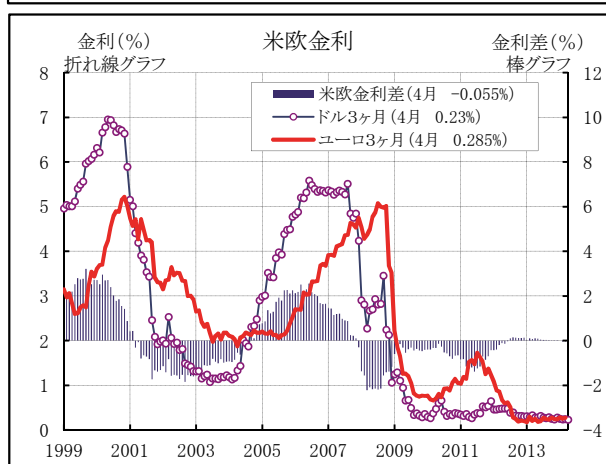
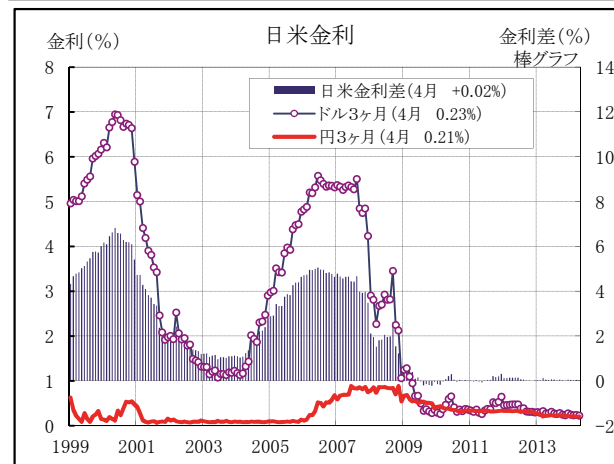
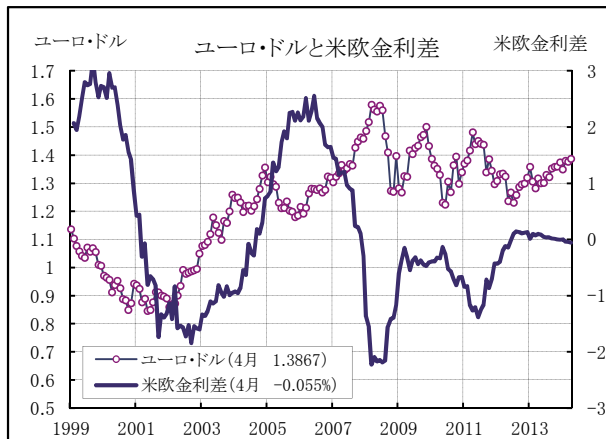
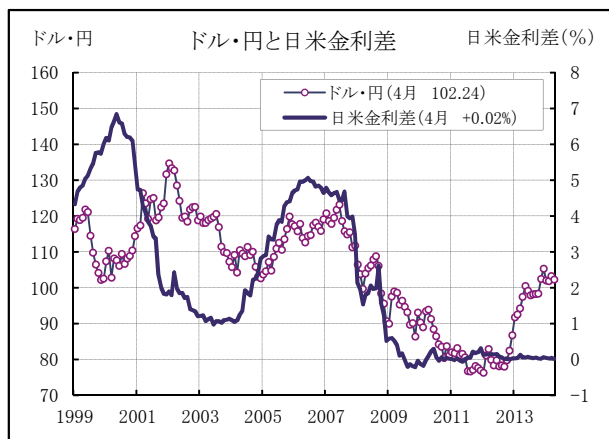
海外 債券市場



株式市場



為替市場

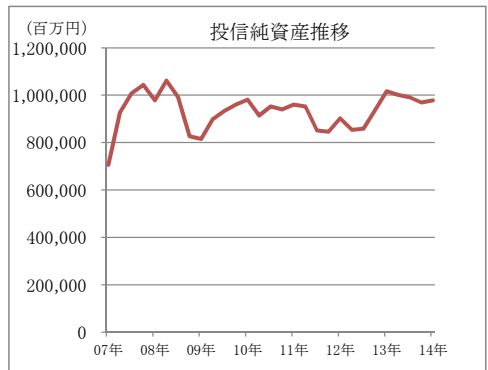
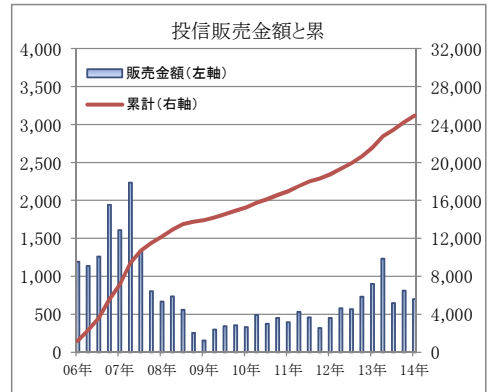


ゆうちょ関連データ

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4－6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7－9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9－12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1－3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4－6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7－9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10－12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1－3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4－6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7－9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10－12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1－3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4－6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7－9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10－12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1－3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4－6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7－9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10－12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1－3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4－6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7－9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10－12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1－3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
累計	11,164,022	2,493,770	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位: 百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.5.16)	純資産 (2014.5.16)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.5.16)	純資産 (2014.5.16)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.5.16)	純資産 (2014.5.16)
野村6資産(安定)⑥	180円	10,870	38,658	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,862	6,236	グローイング台湾株式②	1100円	11,480	12
野村6資産(分配)⑥	180円	9,293	168,005	eMAXIS 国内リート※①	なし	20,304	5,753	ニッセイ日本債券⑫	120円	9,972	330
野村6資産(成長)⑥	180円	9,822	39,979	eMAXIS 先進国株式※①	なし	18,161	15,926	DIAM世界リート⑫	420円	4,780	273,737
野村資産設計2015②	なし	9,768	2,049	eMAXIS 先進国債券※①	なし	12,569	5,104	DIAM高配当株式⑫	1200円	14,765	7,448
野村資産設計2020②	なし	9,459	1,103	eMAXIS 先進国リート※①	なし	19,927	5,415	東京海上・円資産⑫	240円	11,337	8,843
野村資産設計2025②	なし	9,394	960	eMAXIS 新興国株式※①	なし	12,720	18,428	フィデリティ日本配当④	120円	8,370	17,234
野村資産設計2030②	なし	9,361	779	eMAXIS 新興国債券※①	なし	13,125	2,526	GS日本株式※②	10円	7,479	11,749
野村資産設計2035②	なし	9,098	517	Navioオーストラリア債券⑫	180円	11,594	251	マニフライフカナダ株式④	2400円	10,521	8,887
野村資産設計2040②	なし	8,932	1,779	Navioカナダ債券⑫	600円	11,417	243	ステート・ゴールド①	なし	7,292	45
野村資産設計2045②	なし	15,522	69	Navioトルコ債券⑫	600円	10,873	356	スマートファイブ※⑫	なし	10,459	9,319
野村米国ハイイールド⑫	1260円	14,114	17,799	Navio南アフリカ債券⑫	540円	9,735	313	スマートファイブ※①	なし	10,693	3,373
同(為替ヘッジあり)⑫	540円	10,829	10,887	Navioブラジル債券⑫	360円	8,537	41	DWSグローバル公益債券※⑫	480円	10,726	108,761
大和インデックス225①	140円	10,490	37,423	Navioインド債券⑫	600円	11,011	1,101	同(為替ヘッジあり)※⑫	480円	11,445	16,280
ダイワ成長国セレクト⑫	960円	7,723	85,972	Navioマナーブル②	なし	10,008	1	メキシコ債券オープン※	1200円	12,024	44,455
日興五大陸債券⑫	245円	8,879	107,050	三菱UFJ高金利債券⑫	1140円	11,169	86,276	インドネシア・ルピア債券⑫	なし	8,990	4
日興五大陸株式④	240円	9,546	22,352	日本株式SRI①	なし	6,355	4,165	グローイングブラジル株式⑫	なし	11,112	6
フォーシーズン※⑫	360円	8,528	25,837	エマージング・ソブリン※⑫	600円	8,189	43,388	新光日本小型株ファンド	なし	10,460	20
ビムコ・グローバル債券⑫	480円	12,564	20	同(為替ヘッジあり)※⑫	1260円	10,308	120,999	MHAM リート⑫	なし	11,266	23
同(為替ヘッジあり)⑫	480円	9,933	47	新光サザンアジア株式⑫	1300円	11,138	3,524	合 計			1,401,847
eMAXIS TOPIX※①	なし	14,028	9,953	新光世界インフラ株式⑫	690円	15,386	35				

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

純資産ランキング

(単位: 百万円)

	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート⑫	273,737	19.5%
2	野村6資産(分配)⑥	168,005	12.0%
3	ES(為替ヘッジあり)※⑫	120,999	8.6%
4	DWSグローバル公益債券※⑫	108,761	7.8%
5	日興五大陸債券⑫	107,050	7.6%
6	三菱UFJ高金利債券⑫	86,276	6.2%
7	ダイワ成長国セレクト⑫	85,972	6.1%
8	メキシコ債券オープン※⑫	44,455	3.2%
9	エマージング・ソブリン※⑫	43,388	3.1%
10	野村6資産(成長)⑥	39,979	2.9%
計		1,078,622	76.9%

基準価格ランキング

	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	20,304
2	eMAXIS 先進国リート※①	19,927
3	eMAXIS 先進国株式※①	18,161
4	野村資産設計2045②	15,522
5	新光世界インフラ株式②	15,386
6	DIAM高配当株式⑫	14,765
7	野村米国ハイイールド⑫	14,114
8	eMAXIS TOPIX※①	14,028
9	eMAXIS 新興国債券※①	13,125
10	eMAXIS 新興国株式※①	12,720

< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

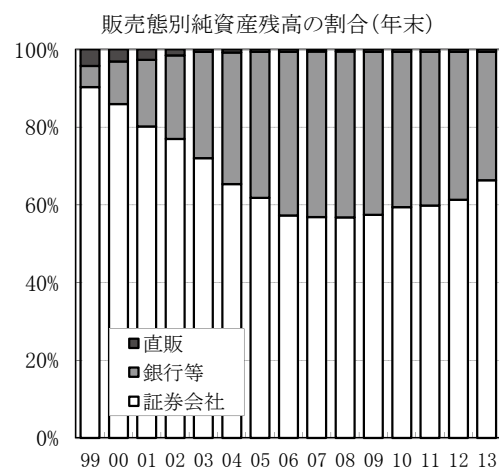
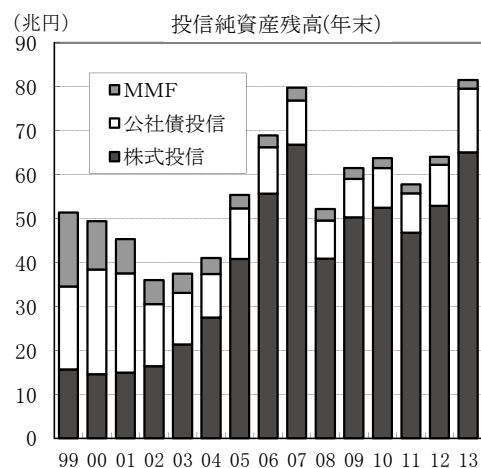
(単位:億円)

タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,638
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	145,209	145,454	19,259	815,232
2014年1月	15,683	44,662	147,711	118,935	278,185	147,697	618,255	633,938	241	135,524	135,766	19,435	789,234
2月	16,655	44,448	148,760	119,309	284,363	153,174	630,745	647,400	204	132,472	132,676	19,645	796,925
3月	17,311	44,421	150,920	120,639	288,954	154,946	639,241	647,400	174	124,608	124,782	19,645	801,638
4月	17,279	43,709	150,967	120,215	292,568	156,497	643,741	661,020	173	124,979	125,152	20,105	806,450

< 契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況 >

(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年1月	518,594	65.7%	265,372	33.6%	5,171	0.7%	789,137	100%
2月	521,713	65.5%	270,041	33.9%	5,170	0.6%	796,924	100%
3月	520,829	65.0%	275,619	34.4%	5,191	0.6%	801,639	100%
4月	525,212	65.1%	276,146	34.2%	5,092	0.6%	806,449	100%



ゆうちょ銀行諸指標

＜貸借対照表(負債の部)＞

年月	貯金	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	繰延税金負 債	負債合計
		振替貯金	通算貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定期貯金	特別貯金					
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599		4,145		7,064		2,768,867
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		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	1,858,388
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	1,843,497
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	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	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	3,368	1,910,484

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高	流動性貯金						その他貯金
		前期末増減額	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	
2012年12月	1,769,113	11,145	608,231	7,260	1,158,512	4,070	2,371	▲184
2013年3月	1,760,961	▲8,152	599,715	▲8,516	1,158,786	274	2,461	90
6月	1,773,057	12,096	612,026	12,311	1,158,279	▲507	2,652	191
9月	1,764,498	▲8,559	599,773	▲12,253	1,162,003	3,724	2,721	69
12月	1,776,298	11,800	609,570	9,797	1,164,524	2,521	2,204	▲517
2014年3月	1,769,640	▲6,658	605,509	▲4,061	1,161,448	▲3,076	2,683	479

＜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	定期郵便貯金 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額
12月	268,701	▲3,546	37,760	▲297	230,917	▲3,248
2014年1月	265,849	▲2,702	37,461	▲608	228,365	▲2,094
2月	263,287	▲2,562	37,021	▲440	226,243	▲2,122
3月	260,219	▲3,068	36,404	▲617	223,793	▲2,450
4月	256,998	▲3,221	35,520	▲884	221,458	▲2,335

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。
(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。
(注)3 特別貯金は、独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの預り金で、同機構が日本郵政公社から承継した郵便貯金に相当する。
(注)4 特別貯金のデータは独立法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構のHPから引用した。
(注)5 未払利子は含まれない。

＜各種金利＞

(単位:%)

年月	財政融資資金		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2013年10月	0.6	0.7	0.04
11月	0.6	0.6	0.04
12月	0.7	0.7	0.04
2014年1月	0.7	0.7	0.04
2月	0.6	0.7	0.04
3月	0.6	0.7	0.04
4月	0.6	0.7	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年末満
(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以上

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

年月	有価証券	国債				外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
		国債	地方債	社債	外国債 (その他)						
2004年3月	1,091,605	892,732	94,835	69,026	35,012	37,761	27,862	74,559	1,573,743	2,805,530	
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650	
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498	
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282	
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158	
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492	
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808	
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784	
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434	
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199	
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407	
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	

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。
(注)2 現金預け金等には、現金預け金、コールローン、買現先勘定を含む(2007年9月以降)。
(注)3 現金預け金等には、現金預け金、コールローン、債券貸借取引支払保証金、買入金銭債権を含む(2008年3月以降)。
(注)4 その他の資産等には、その他資産、不動産、貸倒引当金を含む(2007年9月以降)。
(注)5 その他の資産等には、商品有価証券、外国為替、その他資産、有形固定資産、無形固定資産、貸倒引当金を含む(2008年3月以降)。

＜有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)＞

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合 計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2004年3月	89,534,978	18,332	9,872,196	387,918	6,996,720	58,919	3,501,161	▲134,234	109,905,055	330,935
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,422	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

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

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

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682								

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1					5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1					8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0			12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1			12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14	13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196	13,793	799
2013年9月	10,960	456	944	47	19	0	69	1	3,023	360	15,017	866
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065

(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、その他はレバレッジ債券等を裏付資産とする証券化商品、CDOは債務担保証券をそれぞれ意味する。

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライ ヤー比率	経済価値低下 額	広義の自己資 本(Tier1+Tier2)	VaR				
				年度末値	最大値	最小値	平均値	VaR 期 間
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	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					

(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	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	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2013年9月	2,464,742	487,458	267,826	1,703,872	2,353	3,233	121,518	2,174,862	45,965	129,620	47,856	66,439

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

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)				補充の項目	リスクアセット 等(E)	資産(オン・バ ランス)項目	オフ・バランス 取引等項目	OPRを8%で 除して得た額	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	一般貸倒						
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%	85.90%
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	-	-	16,553,324	13,482,628	-	3,070,695	56.81%	-

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

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

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

非売品