

ゆうちょ資産研レポート

2015年5月号

ファンダメンタル・アナリシス 1

回復の持続が見込まれる日本の輸出

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・アウトルック（1） 7

「出口政策」への警戒感から波乱を強いられる長期金利動向

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・アウトルック（2） 13

今年度の主要国債券相場見通し

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

プロジェクト・ファイナンス・ローン（融資）形式からボンド（債券）形式へ

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

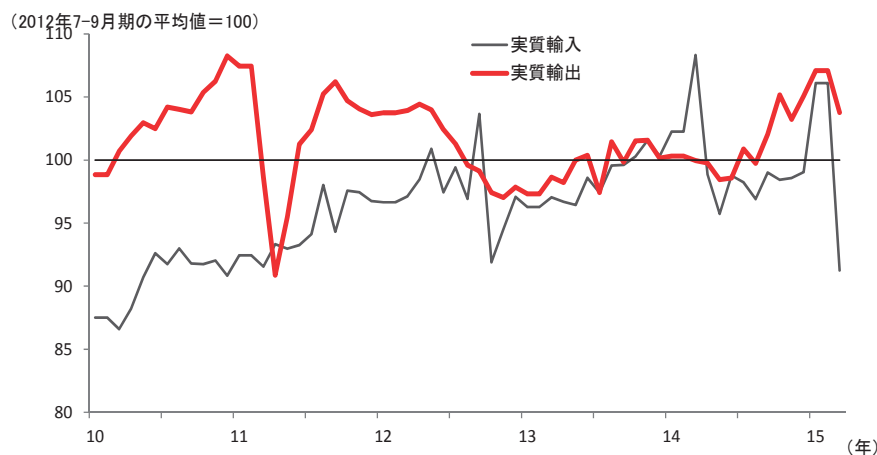
回復の持続が見込まれる日本の輸出

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

14 年秋以降、輸出増加トレンドが継続

14 年秋から、日本の輸出が明確に増加した点は、多くの日本経済ウォッチャーにとって、最近の実体経済を見る上で最大のポジティブ・サプライズであったと思われる。消費増税後に、民間消費や民間設備投資が期待されたほど伸びない中、輸出は日本経済回復の原動力として、重要な役割を果たしている。実質ベースでみた輸出増加率は、14 年 10-12 月期に前期比 +3.6%と、4-6 月期の同 -1.5%、7-9 月期の同 +2.0%から高まった。15 年 1-3 月期には輸出増加率は同 +1.4%に減速したものの、依然として比較的高い伸びが続いていることに、変わりはない（図表 1）。昨年秋以降の輸出増加トレンドは、足元まで継続していると判断している。基本的には、円安の進行によって日本の製造企業による海外での積極的な投資増加の動きが一段落し、海外需要の増加に合わせて、日本からの輸出が増加しやすい環境となってきたことが、昨秋からの輸出増加の背景である。その一方で、自社の海外製造拠点からの輸入品を、国内生産で代替する企業も増え始めるなど、「国内回帰」の動きがゆっくりとしたペースで進行している。輸出の現状と今後について、以下に主要地域や分野ごとの動きを軸に考察してみたい。

図表 1: 輸出入水準の推移



(注) 季節調整済みの計数。春節の影響を取り除くため、1-2 月は平均値を表示。

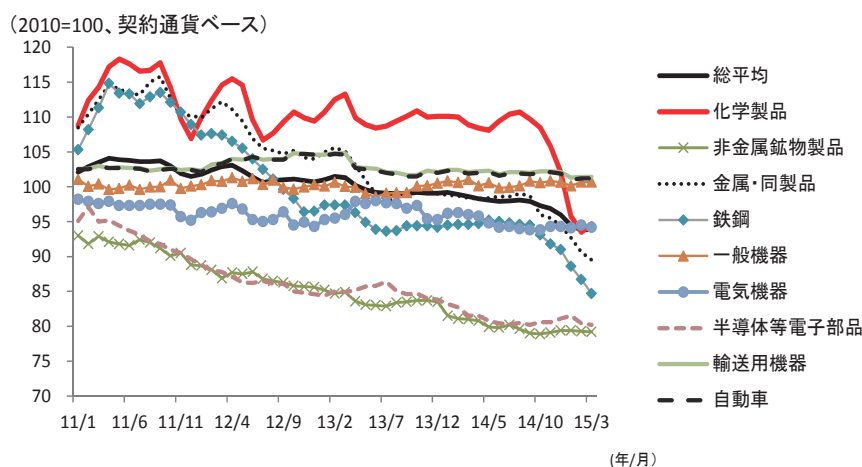
(出所) 日本銀行、CEIC データベース、野村証券

円安にもかかわらず、輸出価格の目立った低下はみられず

重要なのは、昨秋からの輸出増加が、輸出価格の引き下げによるものではないことである。契約通貨建ての輸出価格の動きをみると、多くの分野では価格は維持されていた、つまり、円安になっ

たからと言って価格を引き下げて競争力を強化しようという動きはほとんど出ていなかった。この点は、輸出企業の収益性向上に寄与することになった。ただし、化学製品については原油安を受けて輸出価格が低下したほか、鉄鋼についても中国企業の輸出攻勢によって市況全体が軟化したことから輸出価格が低下した。

図表 2: 輸出物価(契約通貨ベース)の推移



出所：日本銀行資料より野村證券作成

主要 5 分野についての輸出の動き

輸出の主要品目の足元の動きをみると、1-3 月期の実質輸出の前期比伸び率は、化学製品が 7.1%と最も勢いがあった。これに、金属および同製品（同 2.2%）、一般機械（同 1.7%）、自動車（台数ベース：同 1.5%）、電気機器（同 1.1%）、が続いた。

電気機器輸出：今後緩やかに増加すると見込む

電気機器輸出が大きく伸長したのは、エレクトロニクス製品に対する世界需要が、比較的好調な状態を継続させているのに加えて、アップル等の携帯電話機向けの電子部品が増加したことが大きい。電気機器分野では、企業が高付加価値のデバイスを国内で増産するための動きが表面化してきた。電子部品輸出数量が 15 年初までの数カ月間にみられたようなペースで増加していくとは考えにくい、ここ 1～2 年で競争力を維持できているところを中心に拡大し、全体としてはゆっくりと増加するとみている。

一般機械輸出：プラント関連、金属加工機械や建設・鉱山用機械も一部を除いては堅調を予想

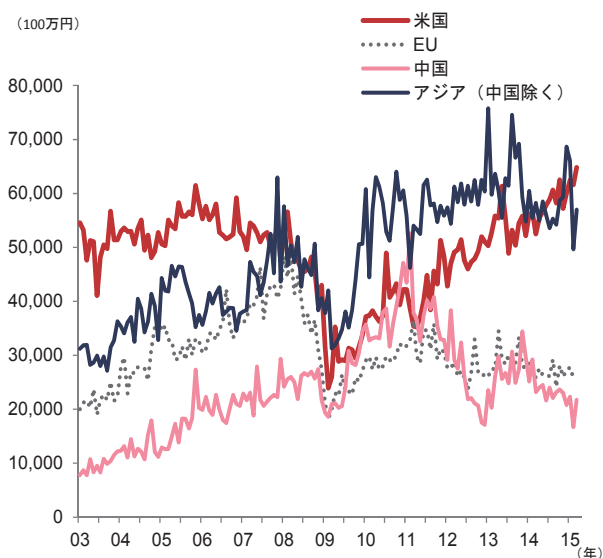
一般機械輸出については、プラント関連輸出の堅調な伸びが続いている。米国・アジア（中国を除く）向けの原動機輸出がゆっくりとした増加基調を維持した一方、同じく米国・アジア（中国を除く）向けのポンプ・遠心分離機輸出も比較的大きく増加した。米国については、石炭ベ-

スの火力発電所から天然ガスを使用する火力発電所への移行がなお進行しており、それに伴う需要が堅調である。その一方で、アジアではインフラ関連案件が増加しており、輸出の増加を支えた。これら米国・アジア（中国を除く）向けの輸出は今後とも堅調に拡大していくと考えている。円安にもかかわらず、原動機やポンプ・遠心分離機の輸出価格には大きな変化はないが、これは、これらの地域での需要が比較的強いことによるものであると考えている。

一般機械の分野では、金属加工機械や建設・鉱山用機械の輸出も堅調に推移した。金属加工機械については、我々の従来からの見方通り、中国向けがiPhone6 生産用の機械に対する需要が剥落したことで減少した。一方、アジア（中国を除く）向け輸出は比較的大きく増加してきたが、これはベトナムに工場を持つ Samsung Electronics がスマートフォンの新モデルを金属筐体にするために金属工作機械を購入している影響が大きいと見られる。米国向け輸出は比較的高い水準を保ち、欧州向けは調整した後にやや持ち直している。全体として、今後も堅調が持続すると考えている。建設・鉱山用機械については、米国向け、アジア向けが予想外に好調であった。米国向けは一般建機が増加を支えたと考えられる。今後は、住宅向けの小型建機などは堅調が続こうが、テキサスなど産油地域での大型建機の需要は減少が予想され、全体としては伸びが緩やかになると予想される。その一方で、アジアの需要は低迷が続いているため輸出も今後は増加しにくいと見ている。

図表 3: 日本からの一般機械輸出：原動機

(2010 年基準実質値、季節調整済み)

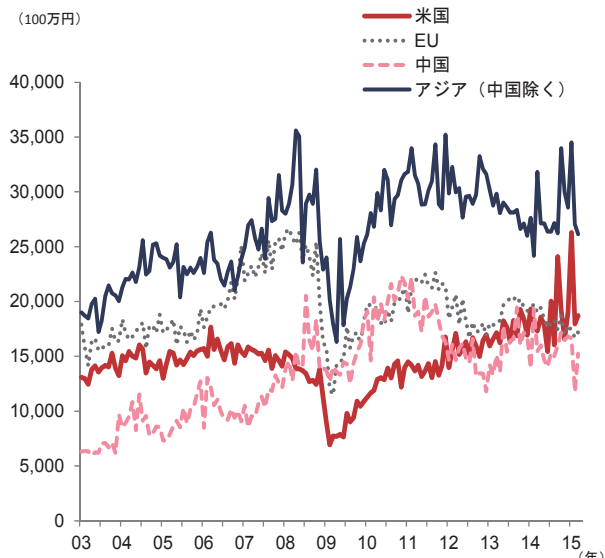


注: 季節調整は野村による

出所: 財務省、日本銀行資料より野村證券作成

図表 4: 日本からの一般機械輸出：ポンプ遠心分離機

(2010 年基準実質値、季節調整済み)

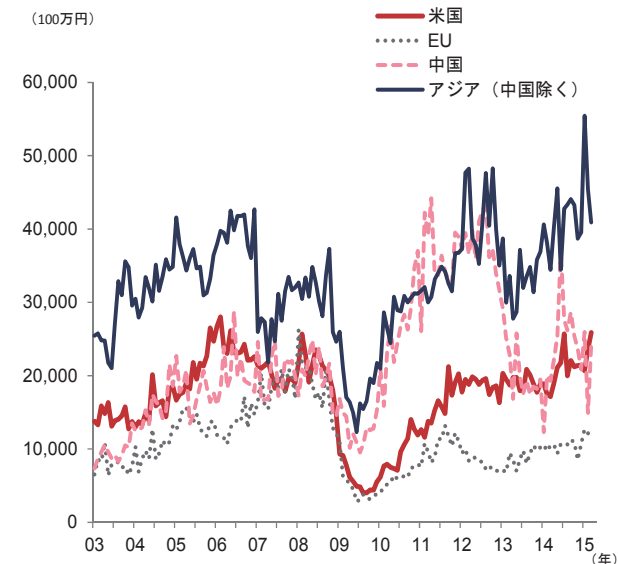


注: 季節調整は野村による

出所: 財務省、日本銀行資料より野村證券作成

図表 5: 日本からの一般機械輸出：金属加工機械

(2010 年基準実質値、季節調整済み)

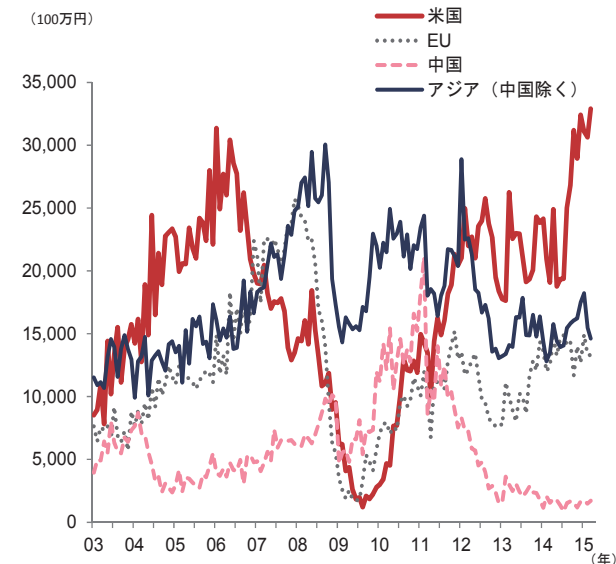


注:季節調整は野村による

出所: 財務省、日本銀行資料より野村證券作成

図表 6: 日本からの一般機械輸出：建設・鉱山用機械

(2010 年基準実質値、季節調整済み)



注:季節調整は野村による

出所: 財務省、日本銀行資料より野村證券作成

化学輸出：競争力向上によって汎用品の輸出がさらに増加する可能性も

化学輸出については、円安と原油安の両方のメリットにより汎用品の輸出競争力が改善してきた。この結果、稼働率を引き上げて輸出を増加させる動きが強まってきた。例えば塩ビ樹脂の分野では、中国でのエチレンの CTO 法（原料は石炭）や、塩ビでのカーバイド法（原料は石灰石）などが、原油由来のナフサから製造する方法に比べ、相対的なコスト競争力を落としている。相対的に競争力を高めた日本メーカーは過去数ヶ月間に塩ビ樹脂の輸出を増加させてきた。現状の原油価格や円安が続けば、今後も塩ビ樹脂など汎用石化の日本の輸出が拡大する可能性があるだろう。また、原油安を主因とする相対的なコスト競争力の悪化から、米国や中国でエチレンなどの増強投資を延期する事象が顕在化しつつある。こうした動きは中期的にこれまで厳しいと見られていた日本企業の汎用石化の世界シェアにはプラスとなろう。

鉄鋼輸出：今後輸出が大きく増加するとは考えにくい

鉄鋼輸出は、14 年初を底に緩やかな回復傾向にある。14 年後半は前年同月の水準を上回ることが多く、14 年 10-12 月期では前年同期比で 4% 増となり、13 年 7-9 月期以来の高水準になった。輸出増加を牽引したのは海外での需要の伸びというよりは、国内の鋼材需要が落ち込んだため、輸出への供給余力が出たためと考えられる。また、高炉メーカーが海外で下工程を増設しており、これらの拠点に向けて国内から半製品などの供給が増えたことも要因の一つであろう。

アジアの鉄鋼市場では中国の鋼材市況が大きな影響力を持っている。中国の鋼材市況は 15 年初から大きく下落しており、輸出価格も 14 年末に比べると 20% 程度下落した。日本の高炉メーカー

は円安による恩恵があるため、12年半ばまでの円高局面ほどの低採算（円ベース）には至っていないが、この市況水準では輸出量が現状の水準から増えることは難しいであろう。ただし、ドルベースでは近年では最低水準のスプレッド（熱延コイル価格－主原料価格）ではあるが、円ベースではスプレッドは一定程度を確保されており、輸出採算が取れないほどの水準ではない。中国のスプレッドは徐々に回復に向かうとみられるため、14年後半程度の輸出量を確保することは可能であろう。我々は16.3期の鋼材輸出は前期比で2%増と予想しており、過去最高水準に近い輸出量を予想する。

自動車輸出：15年は通年で横ばい圏を見込む

15年1-3月期の自動車輸出(台数ベース)は、欧州やアジア(除く中国)向けが増加したのに対して、ロシア、中東、中国向けが減少したことから全体としては1.5%の増加を記録した。一部自動車メーカーは輸出向けの国内生産台数を増やす方針であることから、15年後半からは輸出台数は増加に転じるとみている。自動車輸出台数は、15年は通年ベースでは引き続きほぼ横ばいを見込む。

ユーロ安による日本の輸出への悪影響は限定であろう

ここで、現在進行中の急速なユーロ安が日本の輸出にもたらす影響を考えてみたい。円の為替レートはユーロ以外の主要通貨に対して大きく動いたわけではないことから、これは、円高というよりはユーロ安という動きを反映したものである。一般機械および自動車の輸出市場では日欧企業の競合度が比較的高いとみられることから、ユーロ安の輸出への影響が懸念されるところであるが、一般機械の輸出市場においては、一般機械を製造する日本メーカーは欧州、特にドイツメーカーとはある程度のすみわけができていることが多く、ユーロ安がもたらす輸出への悪影響は限定であるとみている。

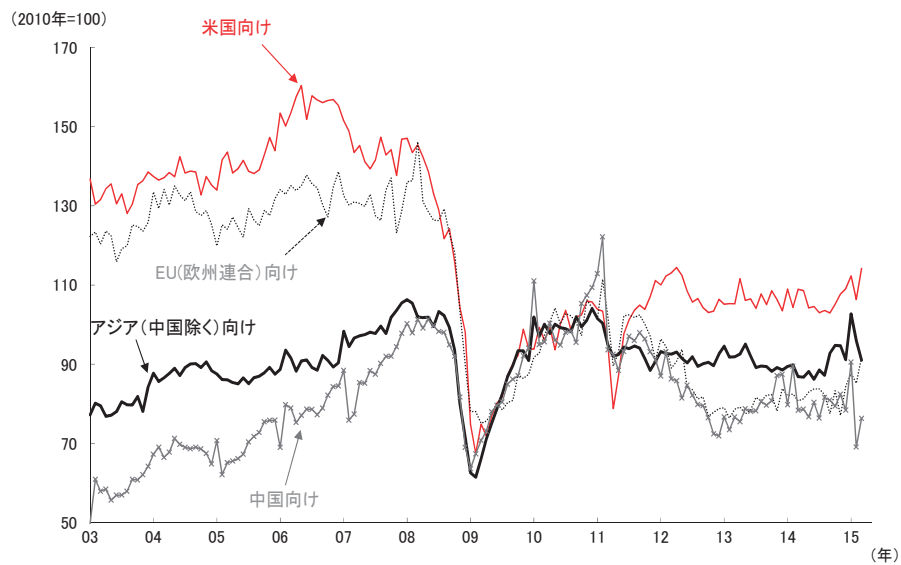
特に、アジア以外の市場では、欧州企業は現地通貨で販売していることが多いなか、現地通貨の販売価格は変えずに、ユーロ安を利益増へつなげていると推察される。この点は、これまでの円安にもかかわらず日本の一般機械メーカーが輸出価格を引き下げずに概ね維持してきたことと相似的な動きである。ただし、中国を含むアジアでは、日本企業は円建て販売をしていることが多い。同様に、欧州企業もユーロ建て販売が多い可能性があり、その場合は、欧州企業のシェアが上昇する可能性がある。また、プラント部品のように、一度受注をとると、長い期間の売上につながるもので、欧州メーカーと競争する製品については、欧州勢が価格攻勢に出る場合、日本メーカーのシェアが奪われるリスクが存在すると考えている。

欧米や中国を除くアジア向けの輸出が好調

地域別に輸出の動きをみると（図表7）、はっきりとした増加傾向にあるのが米国向け、中国を除くアジア向け、欧州向けであった。中国向け輸出は中国の国内需要の減速を反映して大きな振幅を伴いながらも横ばい圏にとどまった。日本の輸出を考えるうえで特に重要なのが米国における需要の堅調である。米国景気の堅調がアジアにおける輸出の増加をもたらし、それがアジアにおける日本からの輸入に対する需要増をもたらしめている。米国そのものに向けた輸出も堅調であるが、これは、日本の自動車メーカーがメキシコで増産し、メキシコから米国向けに輸出することで日本から米国への輸出を代替する動きがあることをふまえれば比較的しっかりとした動きであるとみている。米国の景気は1-3月期こそ大きく減速したものの、4-6月期以降、持ち直してく

と見込んでいる。一方、年初来、原油安やユーロ安の恩恵を受ける形でユーロ圏の景況感が改善してきた。今後はある程度の減速は避けられないものの、ユーロ圏経済は緩やかな拡大を続けると予想する。好調な外部環境は、日本の輸出を支えていくと考えている。(本稿の作成にあたっては、野村證券のアナリスト・チームとの共同作業による分析の成果を含めた)

図表 7: 地域別輸出数量(月次)



(注) 1. EU は 28 カ国ベース。

2. 季節調整は野村證券が独自に施している。

(出所) 財務省資料より野村證券作成

マーケット・アウトlook(1)

「出口政策」への警戒感から波乱を強いられる長期金利動向

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

■今年ここまでの長期金利レビュー

今年ここまでの長期金利は波乱の展開となっている。1月20日には追加緩和期待を背景に過去最低の0.195%まで低下した。ところが、追加緩和見送りへの失望感が広がり、相場の高値警戒感も強まると、債券売りが拡大して急反発。2月中旬、3月上旬、そして5月の大型連休明けにも（米欧債券相場の急落の影響も加わり）、0.40%後半まで断続的な上振れを繰り返した。

■15年度～17年度の長期金利プレビュー

今後の長期金利動向も図1のとおり波乱含みが予想される。16年度上期中までは、追加緩和（バズーカⅡ、14年10月31日）で増強された需給引き締め効果、すなわち「超・需給相場」効果を主因に、0%台前半という歴史的な大底圏が持続するだろう。同年度半ば頃に大きな転機が到来する。異次元緩和の出口政策とそれに伴う「超・需給相場」効果の先行き減衰に対する警戒感がにわかに高まるからだ。長期金利は、「出口」に先回りしようという利益確定や持ち高調整の売り殺到を受け、0%台後半のレンジへと上昇を強いられよう。そして17年度下期、出口政策がよいよスタートすると、心理的な節目と意識されている1.0%前後に一段高となりそうだ。

図1:2015年度～17年度の長期金利・予想レンジ



■景気見通し～潜在成長率を小幅上回る程度の低空飛行

15年度～17年度の景気動向は、14年度の消費増税（14年4月）後の反動減によるマイナス成長からの反動を主因に持ち直すが、拡大ペースは緩やか。実質GDP成長率は今後3年間の年度平均で1.0%弱と、潜在成長率（0%台半ば）を少々上回る程度にとどまる。

最大の需要項目である個人消費は、15年度、①消費増税効果の剥落と原油安による物価上昇率の鈍化を主因とする実質賃金のプラス転換に支えられて底堅さを取り戻す。ただし、官製春闘・第2弾におけるベースアップ率が0.8%と昨年実績（0.6%）を小幅上回る程度にとどまる。とすると実質賃金の伸びも限られるので、消費拡大は力強さを欠く。16年度下期には消費再増税（17年4月予定）前の駆け込み需要が多少発生する。一方、17年度上期における需要先食いに伴う反動減は、前回増税後ほど大幅なものにはならない。しかし、歯止めなき政府債務残高の膨張を背景に、将来的な大增税への警戒感がくすぶり続けるので、家計の消費性向は高まらない。頼みの「シルバー消費」も年金減額の煽りで盛り上がりを欠く。

輸出は円高是正に伴う数量効果が遅まきながら表れてきて回復持続。ただし欧州の景気低迷と、米国および中国をはじめとするアジア・新興国の景気減速が足かせとなり、増加ピッチの加速には至らない。鉱工業生産は、輸出増と一部の国内回帰を受けて底堅く推移。そうしたなかで、設備投資も法人実効税率下げや更新需要・労働代替需要を受けて拡大傾向を維持する。もっとも、大勢としての空洞化や人口減による国内市場の縮小傾向、および成長戦略（アベノミクス・第三の矢）の足踏み状態を背景に、企業の期待成長率は引き続き高まりにくく、そのため設備投資の拡大ペースもまた力強さを欠く。一方、機動的に講じられる景気対策（アベノミクス・第二の矢；公共投資）は、震災復興需要とともに、ともすれば減速しやすい景気拡大を下支えしてゆく。

■物価見通し～緩慢な脱デフレ・ペース

15年度～17年度の物価上昇率は、0%近傍から1%台半ばへと緩やかなボトムアウトの動きとなる。15年度上期中は原油安の影響が尾を引いて0%近傍で低迷する。同年度下期、原油価格の底打ちや需給ギャップの改善傾向、すなわちデフレ・ギャップ（需要不足、潜在GDP比▲2%強）の縮小傾向を映して0%台後半へと緩やかに持ち直す。もっとも、日銀が描いている「フィリップス曲線の上方シフトによる物価安定目標2%に向けた上昇加速」というシナリオは実現しない。16年度中は、デフレ・ギャップの一段の縮小を背景に、1%前後で安定的に推移。17年度に入ると、需給ギャップが需要超過に転じ、インフレ・ギャップが緩やかに拡大するので、物価上昇率は1.0%台半ばに向け高まってゆく。ただし、それでも2%目標には届かない。なお、原油価格やドル円相場の動向が物価上昇率の上振れ・下振れの波乱要因になることは言うまでもない。

■アベノミクス第二の矢と元祖・第四の矢～歳出拡張路線

昨年 12 月の衆院選で大勝を収めた政府・与党は、今年 4 月の統一地方選も無難に乗り切り、国民からお墨付きを得たとしてアベノミクスに邁進してゆく。第二の矢「機動的な財政政策」では、14 年度補正予算で公共投資を追加し、15 年度も当初予算案を景気配慮（歳出拡張）型とした。16 年度下期には、17 年 4 月の 10%への消費増税後に警戒される反動減（＝前回増税後の二の舞）を避けるべく、大型の景気対策（16 年度補正予算）を追加する。安倍政権は結局、消費増税対策などを大義名分に、上げ潮派の面目躍如たる歳出拡張路線を堅持してゆく。一方、当初に元祖・第四の矢と位置付けた「財政再建」は、その煽りで事実上の先送りを続ける。今年 6 月末に取りまとめる財政健全化策も、基本的には“高成長・低金利依存型”にとどまり、肝心要の歳出削減や増税には踏み込まない。17 年 4 月、10%への消費増税は予定どおり実施するが、高齢化の加速で膨張する社会保障関係費には一向にメスを入れられず座視。そのために結局、「20 年度の基礎的財政収支の均衡化」という国際公約の財政再建目標を達成することはできない。安倍政権は「名目成長率＞長期金利」という好都合な前提条件を置き、基礎的財政収支の赤字が解消しなくても、政府債務残高の名目 GDP 比率の低下（＝赤字発散回避）という「絵」を示して、財政規律堅持のポーズと財政健全化の進捗ぶりをアピールしてゆく。

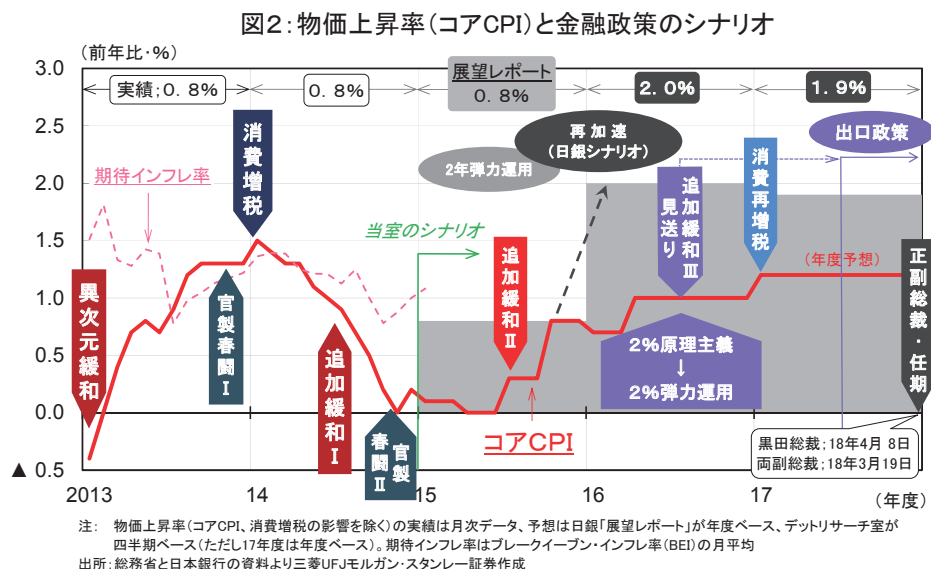
■アベノミクス第三の矢～画餅にとどまる成長戦略

アベノミクスの本丸である第三の矢「新成長戦略」（14 年 6 月決定）については、法人税改革や公的年金の運用改革、雇用制度改革、農業改革が緒に就いたものの、一方で人口維持対策やエネルギー改革などは実践段階への移行を前に足踏み状態が続く。総じて見れば結局、縦割り行政の分厚い壁や既得権益層などの抵抗勢力に阻まれて漸進の域を出られない。よって、『10 年間の平均で名目 GDP 成長率 3%程度、実質 GDP 成長率 2%程度』（13 年 6 月決定の日本再興戦略）というアベノミクスの最終目標は、引き続き画餅と評さざるを得ない。現在 0%台半ばの潜在成長率は低迷が続く。ちなみに、日銀は足元の潜在成長率を 0%台前半から 0%台半ばと、より低めに見積もっている。

■アベノミクス第一の矢～16 年度に異次元緩和の正念場

こうしたなか、日銀は『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』（展望レポート）という“物価安定目標 2%原理主義”を、政府との共同声明（13 年 1 月）に基づいて堅持してゆく。そして 15 年 10 月の政策委・金融政策決定会合で、昨年 10 月末の追加緩和時と同様、『目標の達成が困難な情勢になった』（黒田総裁）と判断、『必要な調整』（追加緩和）の第 2 弾に踏み切る。そのときの物価上昇率が依然として 0%台前半で低迷し、15 年度末にかけて 2%目標に向か

い再加速するという、4月の「展望レポート」で提示したシナリオの実現性が危ぶまれるためだ（図2）。追加緩和策は、マネタリーベース・コントロール政策だから長期国債購入の大幅増額が本筋である。しかし、日銀はそれによる市場機能の低下リスクや財政ファイナンス・リスクなどの副作用に対する懸念の強まりに配慮して避ける。代わりに、「買い入れ対象国債の平均残存期間の1年長期化」と「日銀当座預金の超過準備付利の年0.05%への引き下げ」を敢行し、国債イールドカーブ全体にもう一段の低下圧力をかける。狙いは、日銀が『量的・質的金融緩和』：2年間の効果の検証』（日銀レビュー・シリーズ、5月1日）で自画自賛した“実質金利の押し下げ”だ。



“2%原理主義”を堅持する日銀は16年度も、14、15年度と同様に10月の会合で、目標達成が依然として困難な足元の物価動向を踏まえ、『必要な調整』（追加緩和）の第3弾を検討する。ところが、結論は見送り。マネタリーベース・コントロール政策増強の技術的な限界感（具体的には長期国債買い入れオペでの札割れリスク）の高まりを背景に、市場混乱の回避を最優先とする。それは、17年度末前後に到来する正副総裁の任期満了も視野に入れた、金融政策運営方針の“2%原理主義に基づく際限なき異次元緩和増強”から“2%弾力運用（もしくは柔軟解釈）による副作用回避”への事実上の軌道修正となる（図2）。そして、消費増税（17年4月；8%→10%）の景気への影響が一巡する17年下期、日銀は前回増税後のような景気失速が回避されたことを確認のうえ、いよいよ出口政策に着手する。モデル・ケースは13年5月以降にバーナンキFRB議長＜当時＞が実践したアプローチ。まずは10月に国債買い入れ額の段階的な縮小（テーパリング）を債券市場に打診して地ならしを行い、早ければ18年1月より、例えば毎月5,000億円のテーパリングを開始する。

■国債需給見通し～「超・需給相場」の持続性

国債発行計画における利付国債・カレンダーベース市中発行額は、17年度にかけて、14年度当初並みの120兆円台が維持されてゆく。財務省は、景気回復や消費増税による増収、あるいは補正予算での歳出追加の有無などにかかわらず、前倒し債の取り崩し等のやり繰りによって安定的な発行ペースを維持する。これに対し日銀は、平均残存期間7～10年程度の長期国債を毎月9兆～10兆円買い入れ、月間発行額10兆円強をほぼ丸飲みしてゆく。結果、「超・需給相場」効果のバロメーターである「利付国債・カレンダーベース市中発行分のネット供給額〔＝市中発行額－市中償還額－オペレーション額〕」は、15年度が14年度比1.8倍の▲54兆円という大幅な償還超、つまり玉不足の状況がいっそう深刻化する。一方、債券市場参加者の期待潜在成長率と期待インフレ率は引き続き高まりにくく、資本規制強化の流れにも変わりがないので、大々的なポートフォリオ・リバランス、すなわち国債市場から貸出やリスク性金融資産への大規模な運用資金シフトは引き続き発生しない。そうしたなか、国債需給の著しい逼迫状態、すなわち「超・需給相場」の構図が持続する。その間は、年金基金の運用改革（国内債券比率の引き下げ）に起因する需給緩和圧力も無難に吸収される。なお、「超・需給相場」の構図が根本的な変調を来すのは、前述したように16年度半ばに日銀が追加緩和・第3弾を見送り、それをきっかけに、債券市場に異次元緩和の出口政策への警戒感が蔓延するときである。

■長期金利シナリオ

長期金利は16年度上期中にかけて、追加緩和・第1弾（バズーカⅡ）が増強した「超・需給相場」効果により、歴史的な大底圏（0%台前半）でなお弱含みに推移する。15年10月に日銀が追加緩和・第2弾に踏み切ると0.10%台に再突入。その間、相場の高値警戒感を背景に、低調な利付国債入札結果や米欧債券安などをきっかけに利益確定売りやポジション調整売りが増えて上振れを強いられる場面があるものの、バズーカⅡ決定時のレベル;0.40%台には盤石の押し目買いが控えているので上昇余地は限られる。また、米国長期金利が15年9月からのFRBによるゼロ金利解除・利上げを織り込んで上昇する場面でも、多少は連れ高を強いられるものの、日米金融政策の根本的な局面相違を背景に上昇余地は広がりにくい。「超・需給相場」の累積効果に加え、03年6月のVaRショック後や13年4月の異次元緩和ショック後に見られた金利急騰メカニズム、すなわち「金利とボラティリティの連鎖的上振れ」という悪循環が、メガバンクの金利リスク量削減で起動しにくくなったという事情による。そうしたなかでは、日銀によるオープンエンドの国債大規模購入を与件とした「日銀トレード」が息を吹き返す場面もある。ディーリング（買い回転）が広がると、長期金利は過去最低レベルでなお低下余地を探る。

16年度下期、長期金利動向は転機を迎えて底離れし、水準訂正の局面を迎える。きっかけは、

日銀が10月の政策委・金融政策決定会合で、14年度、15年度と同様、『目標の達成が困難な情勢』と判断し、物価見通しを下方修正するにもかかわらず、『必要な調整』（追加緩和・第3弾）を見送ること。債券市場では、“2%原理主義に基づくマネタリーベース・コントロール政策のオープンエンドでの増強”がいよいよ限界を迎え、“2%弾力運用による出口の模索”へと舵を切ったのではないかと警戒感がにわかに高まる。『だとすれば「次の一手」は追加緩和ではなく出口政策ではないか!』テーパリングによる「超・需給相場」効果の低減に先回りしようとする利益確定売りやポジション調整売りが急拡大してしまう。長期金利はバズーカⅡ時の0.40%台を超え、0%台後半のレンジへと急上昇。17年度上期には、債券市場は『消費増税直後だけに出口政策が始まる可能性は低い』との見方が広がり、いったん落ち着きを取り戻し、長期金利も上昇一服。消費再増税の景気への影響が一巡する同年度下期に入ると、日銀がテーパリングを債券市場に打診し始める。長期金利はそれを受け、ひとまず異次元緩和下（12年2月14日；白川日銀による弾力的なインフレ目標政策の導入以降）の事実上の上限となってきた1.0%前後へと再上昇。その後に、ファンダメンタルズと整合的な水準へと上昇余地を探る。国債イールドカーブは、長期金利のこのような水準訂正の過程で、13年前半のテーパリング織り込み期の米国債市場と同様、“長期債主導による大幅なベア・フラット化”が進行する。

マーケット・アウトLOOK (2)

今年度の主要国債券相場見通し

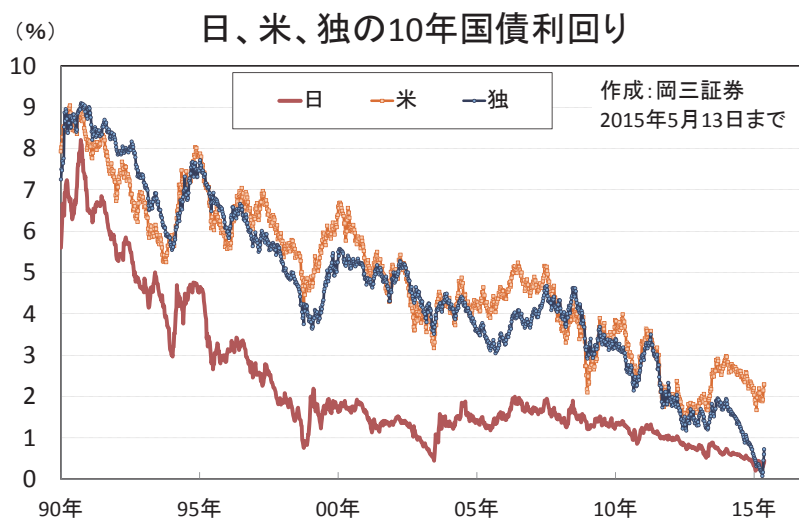
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠

1. 長期金利の大幅な上昇は見込みづらいだろう

米国では緩やかながらも順調な景気拡大が続き、利上げ時期が迫ってきた。FRB 内では利上げ時期を巡る議論が依然として続いているが、年内に利上げを決定するという点では大半の FOMC メンバーの意見は一致している。昨年と同様に今年も一時的な景気減速が懸念されていることで、早期利上げの可能性は低いと思われるが、景気の再加速が確認されれば、秋口以降には FRB は利上げを決定することになろう。ただ、足元ではギリシャの債務問題や中国の景気減速懸念など、世界経済には依然として不透明要因も多く残っている。FRB が利上げに踏み切ったとしても、2 回目以降の利上げは、株式、為替市場や新興国経済への影響を見極めながら、これまでの金融引き締め時に比べて慎重に進むことになろう。米長期金利の低下は限られようが、大幅な利回り上昇もしばらくは見込みづらいだろう。

一方、ユーロ圏、日本では国債買入れによる量的金融緩和が続いており、金融政策の引き締め方向への転換は当面見込みづらいと思われる。ユーロ圏では量的金融緩和や通貨安に支えられてデフレへの警戒感はやや後退してきたが、力強い景気回復はまだ期待しづらいだろう。日本も所得環境の改善などが見込まれることから、緩やかな景気回復見通しは続いているが、足元の物価はゼロ%近辺で推移しており、日銀が目標とする 2% の物価上昇率達成には依然として懐疑的な見方が優勢になっている。中央銀行の国債買入れによる債券市場の流動性低下が、長期金利の動きを不安定にする可能性はあろうが、ユーロ圏、日本の金融政策が正常化に向かうにはまだ時間を要しよう。

主要国の低成長、低インフレを背景に、主要国の長期金利が本格的な上昇局面に向かう可能性はまだ低いだろう。

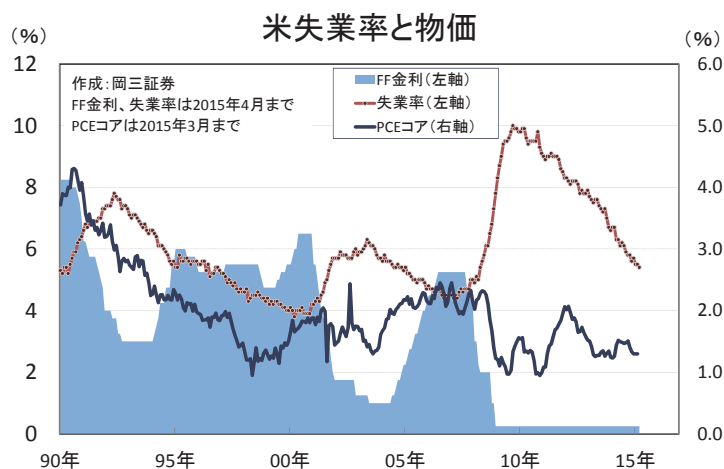


2. 主要国の債券相場見通し

(1) 米国

■利上げは今年の終盤になろう

米国では利上げ観測が高まっている割には、長期金利の上昇は鈍い。昨年の初めには3%台にまで上昇した米10年国債利回りは、このところ2%近辺での動きを続けている。米失業率は5%台前半に低下し、これまでであれば賃金の上昇とともに物価も右肩上がりになったが、今のところ物価はFRBの目標を大きく下回ったまま横ばい推移を続けている。一部の企業が賃上げに動くなど、雇用情勢の改善とともに物価上昇圧力は今後徐々に高まろうが、昨年と同様に足元では米国経済もやや減速しており、しばらくは物価上昇懸念が長期金利を大きく押し上げる可能性は低いだろう。FRBは着実に利上げに向けて進んでいると思われるが、雇用の質的改善にまだ確信が持てないことや、結果的に物価上昇圧力も高まってこないことから、利上げは今年の終盤にずれ込む可能性が高いと思われる。利上げが意識されることで、米長期金利の低下は限られようが、米株式相場もやや不安定な動きを続けており、FRBは利上げによる金融市場への影響も慎重に見極めながら、ゆっくりと利上げを進めることになろう。年度内の米10年国債利回りは、2.5%程度が上限となろう。



■米債券市場への資金流入が続こう

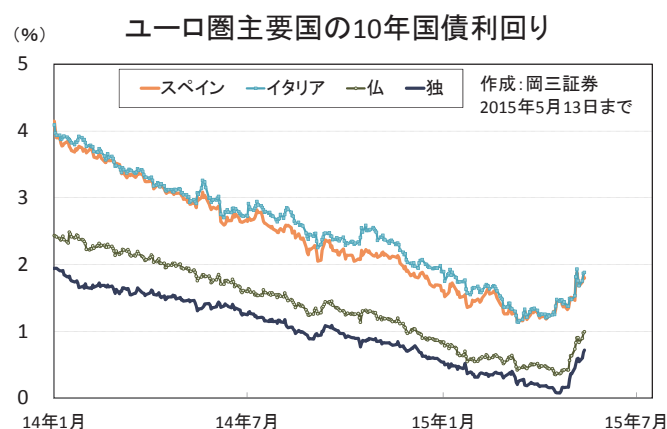
利上げ観測が続くことや、米景気の順調な拡大が金利の上昇圧力にはなろうが、日本、ユーロ圏では量的金融緩和の継続が見込まれており、長期金利の低位安定は長期化する可能性が高いだろう。国内長期金利の低下を受けて、昨年度の国内投資家の外債投資は増加したが、当面は外債投資で収益を確保する動きが続こう。欧州では、独国債利回りの低下基調が続いたことで、米、独10年国債の利回り差は大きく拡大しており、ユーロ圏の投資家にとっても米国債投資は収益確保に向けた有力な手段となろう。また、足元ではギリシャの債務問題への警戒感が続くなど、米国債には安全資産としての需要も高まりやすくなっている。世界経済の先行き不透明感が残るなかで、利回り、信用度の高い米国債市場には投資家の資金が流入しやすい環境が続こう。こうした需給要因からも、米長期金利の上昇は抑えられよう。



(2) 欧州

■量的金融緩和が続き長期金利は低位で安定しよう

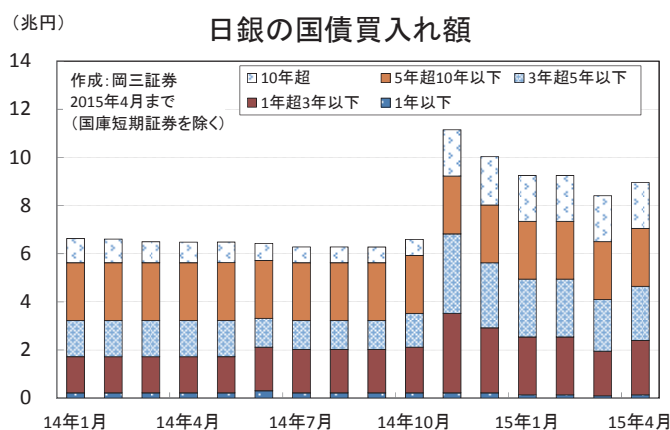
昨年から低下基調を続けてきた独長期金利は、デフレ懸念の後退などを背景に足元では急速に上昇した。中央銀行の国債買入れが続くことで、長期金利もマイナス利回りになるとの見方が強気相場を支えてきたが、日本の債券相場と同様に需給要因だけで金利が低下し続けるのはやはり難しいようだ。量的金融緩和や通貨安に支えられて、ユーロ圏経済も緩やかな回復基調が見込めようが、ユーロ圏の失業率は依然として10%を上回っており、ユーロ圏の景気回復は日、米に比べて緩やかにとどまる可能性が高いだろう。行き過ぎた利回り低下の反動で、ユーロ圏各国の長期金利は大きく上昇しているが、ECBの金融緩和姿勢に変化はなく、徐々に落ち着きを取り戻そう。主要国である独、仏国債の利回り低下が進んだことで、今年度の国内投資家の外債投資は米国債が中心になると思われたが、仏10年国債利回りは1%近辺まで上昇しており、国内投資家のユーロ圏への外債投資は再び増加しよう。今年度の独、仏10年国債利回りは、1%を下回る水準を中心に推移しよう。



(3) 日本

■大量の国債買入れが利回りの上昇を抑えよう

昨年4月の消費増税の景気への影響は予想以上に大きく、個人消費の回復が遅れている。中国経済の減速懸念やギリシャの債務問題など、海外市場にはまだ多くの不透明要因が残っており、3月調査の日銀短観でも景気の先行きには慎重な見方が目立った。ただ、昨年に続き今年も大企業を中心に賃上げが実施されたことや、雇用情勢の改善も続いており、所得環境は今後緩やかに改善しよう。個人消費の回復や輸出の増加などに支えられて、国内景気は緩やかな回復基調を続けよう。一方、消費者物価指数の前年比上昇率は、原油価格下落の影響もあり、このところゼロ%近辺で推移している。日銀は4月の展望レポートで、物価上昇率が2%に達する時期を16年度前半頃とこれまでの見通しから若干後ずれさせたが、現状の量的・質的金融緩和の効果には自信を示し、原油価格下落の影響が剥落すれば物価安定目標である2%に向けて物価上昇率は高まるとの見方を維持した。市場では2%の物価上昇には懐疑的な見方が続いており、依然として日銀がいずれ追加緩和に踏み切るとの見方が優勢になっている。景気回復とともに物価も上昇基調とはなろうが、物価安定目標が達成され、日銀が量的・質的金融緩和の出口に向かうような環境はまだ見込みづらいただろう。当面は現状の量的・質的金融緩和が続き、日銀が毎月9兆円程度の国債を市場から買い入れることで、債券市場の良好な需給環境に変化はなく、国債利回りが大きく上昇する可能性は低いと思われる。

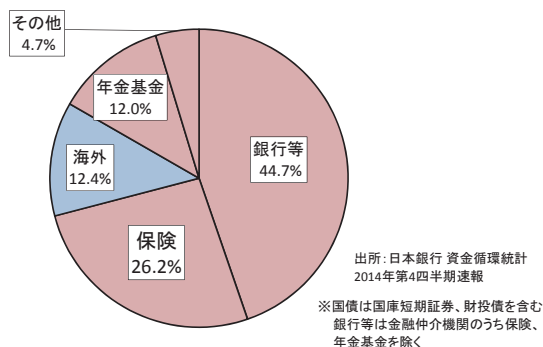


■外国人の影響力が高まろう

昨年度の日本国債の最大の買い手は、日銀を除くと外国人だったが、今年度も外国人の売買動向が相場の方向性に影響する可能性があろう。独国債利回りは4月末から急上昇したが、ECBの量的金融緩和が続くなかで、ユーロ圏各国の国債利回りの大幅な上昇は見込みづらく、外国人の日本国債買いは今年度も続くことになろう。外国人の日本国債の保有割合はそれほど大きくないといわれているが、銀行や公的年金など国内投資家の日本国債保有残高の減少は続く見込みであり、外国人の日本国債の保有割合は今後も増加基調となろう。現状の量的・質的金融緩和によって、日銀は国債保有残高を毎年80兆円増やし続けることになるが、日銀の保有国債は当面市場に

は戻ってこないだろう。日銀保有を除く投資家別の日本国債の保有割合では、外国人は昨年12月末の時点で12%をやや上回る保有割合になっているが、日銀の国債買入れにより市場に流通する国債の減少が続くなかで、保有割合の高まる外国人の市場への影響は徐々に大きくなろう。

日本国債の保有者内訳(日銀を除く)



■年度末に向けて緩やかな上昇へ

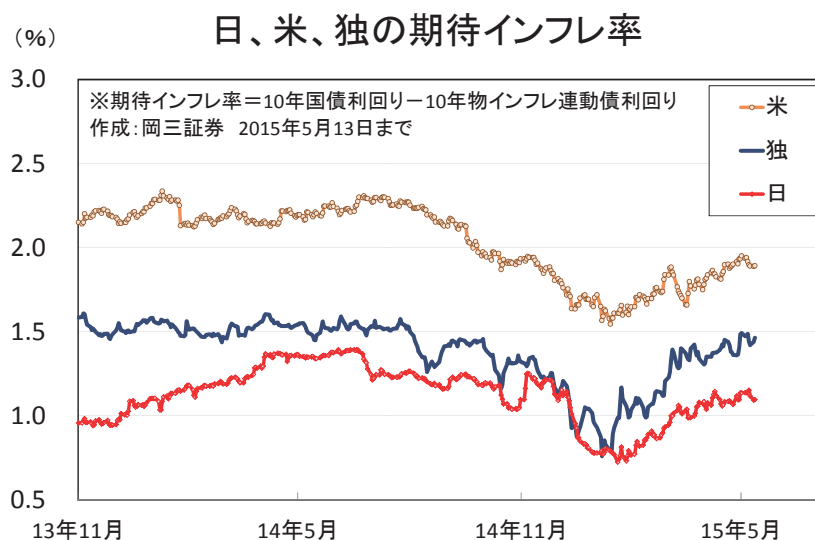
市場では物価安定目標の達成には懐疑的な見方が多く、根強い追加緩和期待が続いている。ただ、年度末に向けては緩やかな景気回復、物価上昇が見込まれており、日銀は現状の金融政策を当面維持しよう。消費者物価（生鮮食品を除く総合）がゼロ%近辺で推移していることで、日銀が超過準備預金の付利を引き下げるといった見方も根強いが、4月の展望レポートでは物価上昇率が2%に達する時期を若干後ずれさせており、円安、株高基調に大きな変化がなければ日銀が年度内に追加緩和に動く可能性は低いだろう。また、日銀が大量の国債を市場から買い入れていることで、国債市場の流動性低下も警戒され始めている。追加緩和期待や良好な需給環境が相場を支えようが、値動きの大きさを嫌気する投資家は増えており、上値追いには慎重になろう。物価の上昇基調が確認されれば、今年度の10年国債利回りは、0.7%程度まで緩やかに上昇する可能性がある。



3. 期待インフレ率の動向が注目されよう

主要国の期待インフレ率は、原油価格下落の影響もあり昨年の夏場以降低下したが、今年に入ってから緩やかな上昇基調を回復している。国債買入れによる量的金融緩和が始まった独では景気も順調に回復しており、ほぼ昨年の夏場の水準まで戻ってきた。ただ、ユーロ圏全体としては、まだ完全にデフレ懸念が払拭されたといえる状況ではないだろう。日、米ではまだ昨年の夏場の水準までは戻り切れずに、足元では上昇基調もやや頭打ちになっている。米国では景気の先行き不透明感が続いていることや、利上げの景気への影響が懸念されることで、期待インフレ率は2%台を回復できていない。日本でも先行きの景気回復は見込まれているが、個人消費の回復が遅れていることなどが、期待インフレ率のもう一段の上昇につながらない要因だろう。主要国の緩やかな景気回復が見込まれるなかで、期待インフレ率が今後どの程度上昇するかが注目されよう。

米国では利上げが見込まれているが、政策金利が大幅に引き上げられる可能性はまだ低いだろう。ユーロ圏、日本では依然として強力な金融緩和政策が景気回復を支えている。主要国の順調な景気回復が続けば、期待インフレ率の上昇とともに長期金利がやや押し上げられる可能性はあるだろうが、各国政策金利の大幅な引き上げが見込みづらいなかで、年度内の主要国の長期金利上昇は限定的となろう。



プロジェクト・ファイナンスーローン(融資)形式からボンド(債券)形式へー

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

昨年6月に策定された「日本再興戦略」において、地域金融機関等による事業性を評価する融資の促進が挙げられた。その後9月には、金融庁による「金融モニタリング基本方針」にも、金融機関に対し適切な事業性評価を行い、融資やアドバイスを行う旨記載がなされ、「事業性評価」が注目されている。事業性を評価する融資とは、企業全体の信用力に基づく融資（コーポレート・ファイナンス）ではなく、個別事業（プロジェクト）の採算性の評価に基づく融資（プロジェクト・ファイナンス）である。

長期融資のリスク回避の動きから、プロジェクト・ファイナンスの手法がローン（融資）形式からボンド（債券）形式への移行も散見されるようになっている。ローン形式とボンド形式のストラクチャーを整理した上で、資金調達多様化のツールとしてのプロジェクト・ファイナンスの課題を考察することとしたい。

1. プロジェクト・ファイナンスとは

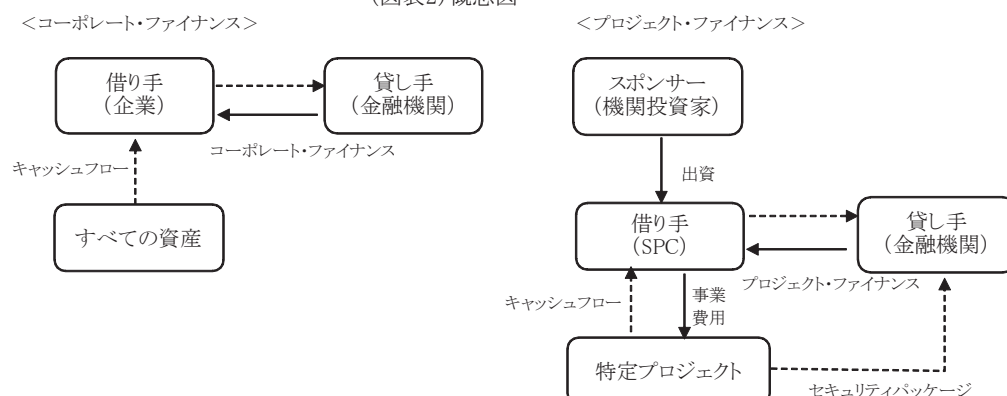
(1) コーポレート・ファイナンスとの違い

プロジェクト・ファイナンスとは、一般的に特定のプロジェクト（事業）に対するファイナンスのことを指し、そのファイナンスの利払い及び返済原資が、当該プロジェクトから生み出されるキャッシュフローに限定されたものである。また、特定のプロジェクトの持つ権益・資産のみを担保とし、それ以外には出資者への遡及（リコース）責任を求めないことから、ノンリコース・ファイナンスとも呼ばれる。

(図表1)コーポレート・ファイナンスとプロジェクト・ファイナンスの違い

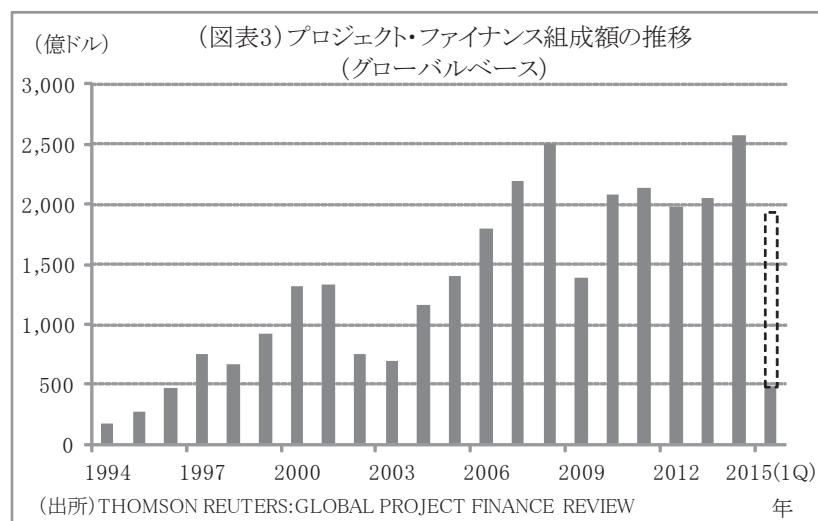
	コーポレート・ファイナンス	プロジェクト・ファイナンス
借り手	企業	SPC
返済原資	企業全体のキャッシュフロー	事業から生じるキャッシュフロー
担保	企業信用力・所有財産	特定プロジェクトの資産・権利
リコース性	高い	ノンリコースまたは限定
リスク分析	企業財務分析・業績予測等	事業のキャッシュフロー分析 事業価値算定

(図表2)概念図

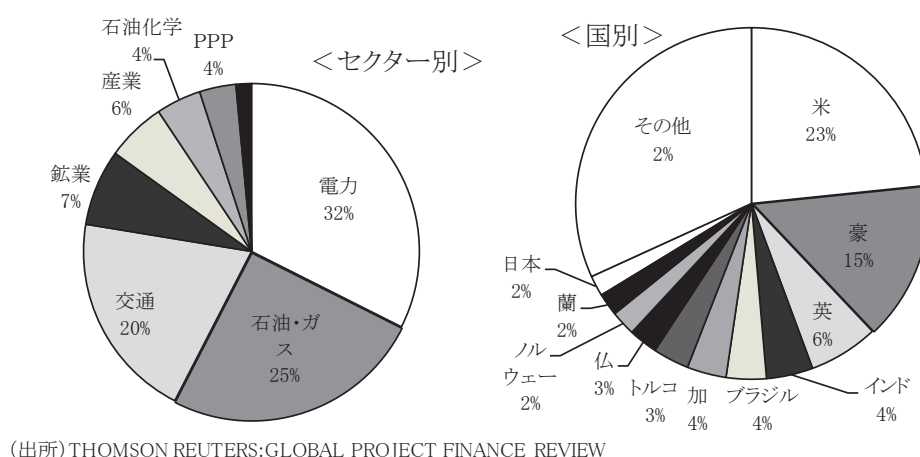


(2) グローバルベースでの市場規模

プロジェクト・ファイナンスの市場は、趨勢的に拡大しており、2014年には2,500億ドルを超えた（図表3）。分野別では、電力・石油ガス・交通で3/4以上を占めている（図表4）が、エネルギー・交通インフラ・電気通信・都市開発など幅広い事業に活用されている。電力については米国での独立発電事業の増加、インフラ関連については英国のPFI（Private Finance Initiative）¹ 市場の拡大が寄与している。



(図表4) 組成額の内訳 (2014年: 合計2,603億ドル)



(3) わが国向けの市場規模

2014年の組成額は50億ドル（46件）であるが、これはグローバルベースでの2%、アジア圏（含む豪）での7%にあたる。トムソンロイターが公表しているリーグテーブルでは、2014年までは三菱UFJFG・住友三井HD・みずほFGの3行がランキング上位に入っていたが、2015年1Qには、アレンジャーではりそなHDが、ブックランナーでは池田泉州銀行・京都銀行の地銀勢がランクインしている。メガバンクにおいては海外向けのシンジケートローンが多いが、地銀においては地域の大規模太陽光発電（メガソーラー）事業など再生可能エネルギー分野への積極的な取り組みも散見されるようになってきた。

¹ 公共サービスに民間資金やノウハウを導入し、費用削減と運営の効率化を目指す仕組み。

(図表5) プロジェクト・ファイナンスのリーグテーブル

<マンドートアレンジャー・ランキング>

グローバルベース	2015 1Q	2014	組成額 (百万ドル)	マーケット シェア (%)	件数	2013
三菱UFJFG	1	1	15,599	6.1	139	1
三井住友FG	2	2	13,566	5.3	114	4
みずほFG	3	3	9,518	3.7	79	5
BNPパリバ	7	4	8,973	3.5	72	17
クレディアグリコル	4	5	7,832	3	80	7

<ブックランナー・ランキング>

グローバルベース	2015 1Q	2014	組成額 (百万ドル)	マーケット シェア (%)	件数	2013
三菱UFJFG	1	1	10,750	6.6	79	3
BNPパリバ	5	2	7,658	4.7	28	13
みずほFG	4	3	7,530	4.7	41	5
三井住友FG	10	4	6,146	3.8	41	6
クレディアグリコル	6	5	5,050	3.1	36	7

アジア(含む豪)	2015 1Q	2014	組成額 (百万ドル)	マーケット シェア (%)	件数	2013
インドステイト銀行	1	1	5,647	7.9	25	1
コモンウェルス	4	2	5,022	7	35	6
三菱UFJFG	2	3	4,379	6.1	39	3
ANZ	16	4	4,215	5.9	34	10
三井住友FG	6	5	4,083	5.7	42	9
...	...	...	...	...	...	...
みずほFG	10	9	3,365	4.7	35	4
...	...	...	...	...	...	...
りそなHD	23	-	※67	-	-	-

アジア(含む豪)	2015 1Q	2014	組成額 (百万ドル)	マーケット シェア (%)	件数	2013
インドステイト銀行	2	1	4,947	14.6	21	1
韓国産業銀行	1	2	4,333	12.8	14	2
コモンウェルス	12	3	2,461	7.3	9	18
みずほFG	4	4	1,920	5.7	14	4
三井住友FG	7	5	1,888	5.6	13	6
三菱UFJFG	3	6	1,608	4.7	15	5
...	...	...	...	...	...	...
りそなHD	13	-	※67	-	-	-
...	...	...	...	...	...	...
京都銀行	16	-	※11	-	-	-
池田泉州銀行	16	-	※11	-	-	-

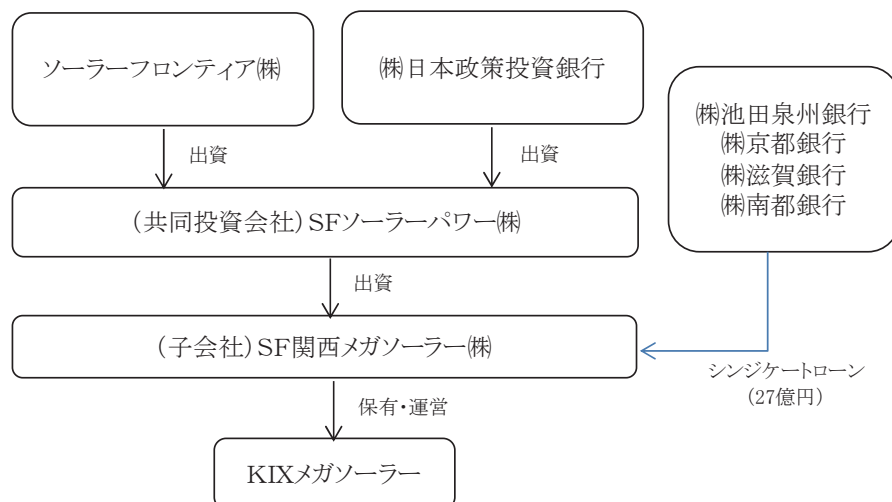
(出所) THOMSON REUTERS: GLOBAL PROJECT FINANCE REVIEW

(注) ※は2015年1-3月期の組成額

① 地銀のプロジェクト・ファイナンス事例 1

今年3月に組成された関西空港内メガソーラー事業向けのプロジェクト・ファイナンスは、京都銀行・池田泉州銀行の共同アレンジャーの他、地域の再エネ推進に賛同する地方銀行4行が参加した、総額27億円のシンジケート・ローン形式である。KIXメガソーラーは関西国際空港が推進する環境先進空港の取り組みの一環として2013年5月に着工され、2014年2月より発電を開始した大規模太陽光発電所であり、アジアの空港における最大級のメガソーラープロジェクトである。

(図表6) 関西空港内太陽光発電事業向けプロジェクト・ファイナンスの概要

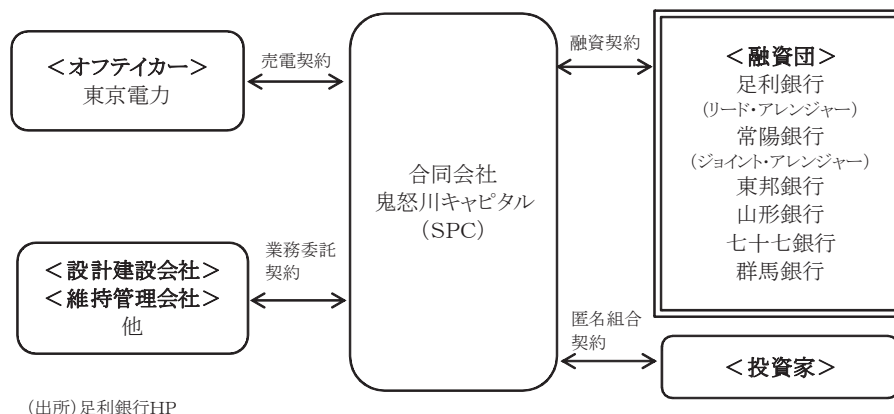


(出所) 池田泉州銀行HP

② 地銀のプロジェクト・ファイナンス事例 2

次の事例は、今年3月に融資契約を締結した栃木県塩谷町のメガソーラー事業に対するプロジェクト・ファイナンスである。リード・アレンジャーが足利銀行、ジョイント・アレンジャーに常陽銀行のほか、地銀のみで組成するものとしては最大級となる。SPC（特定目的会社）を用いる形式で組成額は90億円、売電開始は2016年12月を予定している。

（図表7）鬼怒川キャピタル（SPC）のプロジェクト・ファイナンスの概要

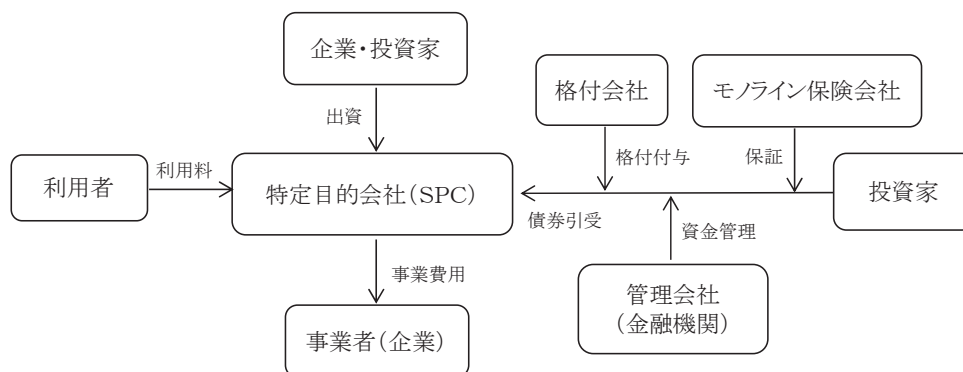


2. ローン（融資）形式からボンド（債券）形式へ

（1）プロジェクト・ボンドとは

プロジェクト・ボンドとは、そのプロジェクトに必要な事業費の資金調達（プロジェクト・ファイナンス）のうち、金融機関からの借り入れでなく、債券化して投資家から調達する金融手法である。債券であるため「格付け」が存在しており、プロジェクトの事業リスクを評価する上での参考となる。海外ではモノライン保険会社²による保証付きが一般的で、低格付けを補完する意味でも重要である。PFIが発達している英国では、「リスクレジスター」³を作成することが多く、リスクが顕在化した場合の影響・顕在化する確率・軽減するための手法等も含めたフォーマットが広く用いられている。

（図表8）一般的なプロジェクト・ボンドのストラクチャー

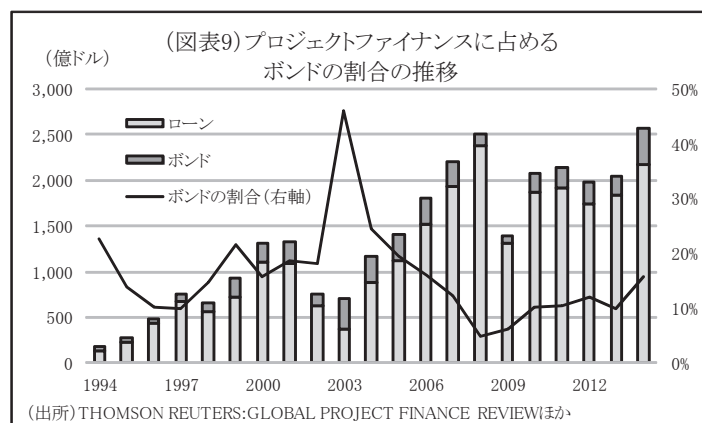


² 金融保証保険業務を専門に行う保険会社のこと。債務不履行時にモノライン保険会社が約定スケジュール通りの元利支払いを保証する保険契約であり、信用補完措置の一形態である。地方債やABS等の金融債務のみを保証対象としている。

³ リスク特定・評価・分析等の核となる文書であり、事業の期間中を通じて継続的にレビューされ、更新されていくことが想定されている。

(2) プロジェクト・ボンドの世界規模

プロジェクト・ボンドがプロジェクト・ファイナンスに占める割合は、世界全体では10%程度である(図表9)が、北米や豪州では3割以上であるとも報告されている⁴。また近年欧州では、債務危機やバーゼルⅢの影響からオフバランス可能で流動性の高いボンド形式が選好される傾向にある。



(3) わが国のプロジェクト・ボンド

以下は格付けを取得しているわが国のプロジェクト・ボンドである(図表10)。ゴールドマン・サックス証券がアレンジャーを務めるメガソーラーの案件で、信託受益権とABL(資産担保融資)形式がある。開発初期段階から証券化の手法を用いて資金調達するのは、メガソーラーを対象とする事業としては世界初である。また、わが国で格付けを取得した初の案件でもあり、倒産隔離のスキームによりリスクを抑えるストラクチャーとなっている。ファイナンス対象は東北(宮城)から九州(鹿児島)に亘る十数件のメガソーラー事業で、単独案件から数件をパッケージしたものまでシリーズ発行されている。ニュースリリース等によると利率は固定で2%前後という。

(図表10) プロジェクト・ボンドの発行事例

発行日	案件(発行者)名	アレンジャー	受託者	発行形式	裏付資産	トランチ	発行金額 (億円)	予定/ 平均年限	法定最終 償還日	償還方法	格 付					クーポン タイプ
											Fitch	JCR	MDS	R&I	S&P	
2014/7/16	JAGメガソーラー プロジェクトボンド信託3	ゴールドマン・ サックス証券	新生信託 銀行	信託受益権	企業向け 貸付債権	A号	5.8	17年/8年	2033/7/19	コントロール・ アモチゼーション	—	—	—	A	—	固定
					企業向け 貸付債権	B号	30.0	18年/9年	2034/7/18	コントロール・ アモチゼーション	—	—	—	A	—	固定
					企業向け 貸付債権	C号	3.3	17年/8年	2033/7/19	コントロール・ アモチゼーション	—	—	—	A	—	固定
				ABL	企業向け 貸付債権	B号	4.9	18年/9年	2034/7/18	コントロール・ アモチゼーション	—	—	—	A	—	固定
2014/4/3	JAGメガソーラー プロジェクトボンド信託2	ゴールドマン・ サックス証券	新生信託 銀行	信託受益権	企業向け 貸付債権	—	3.2	17年/8年	2033/4/4	コントロール・ アモチゼーション	—	—	—	A	—	固定
2013/12/16	クリモメガソーラー プロジェクトボンド信託1	ゴールドマン・ サックス証券	新生信託 銀行	信託受益権	企業向け 貸付債権	—	5.9	18年/8年	2033/12/16	コントロール・ アモチゼーション	—	A	—	—	—	固定
				信託ABL	企業向け 貸付債権	—	1.0	18年/8年	2033/12/16	コントロール・ アモチゼーション	—	A	—	—	—	固定
2013/11/29	JAGメガソーラー プロジェクトボンド信託1	ゴールドマン・ サックス証券	新生信託 銀行	信託受益権	企業向け 貸付債権	—	14.6	17年/8年	2032/11/29	コントロール・ アモチゼーション	—	BBB	—	—	—	固定
2013/9/30	JREメガソーラー プロジェクトボンド信託1	ゴールドマン・ サックス証券	新生信託 銀行	信託受益権	企業向け 貸付債権	A号	3.6	—	2033/3/31	コントロール・ アモチゼーション	—	A-	—	—	—	固定
					企業向け 貸付債権	B号	2.5	—	2033/3/31	コントロール・ アモチゼーション	—	A	—	—	—	固定
					企業向け 貸付債権	C号	3.3	—	2033/3/31	コントロール・ アモチゼーション	—	BBB+	—	—	—	固定
				ABL	企業向け 貸付債権	A号	2.3	—	2033/3/31	コントロール・ アモチゼーション	—	A-	—	—	—	固定
					B号	1.6	—	2033/3/31	コントロール・ アモチゼーション	—	A	—	—	—	固定	
合計							82.0									

(出所) 日本証券業協会HP

⁴ 平成26年3月26日付財務省理財局「参考資料(財政投融资の役割)」P.11

3. プロジェクト・ファイナンスの課題

(1) ストラクチャーの工夫

借り手（事業会社）は、事業のオフバランス化が可能であり、コーポレート・ファイナンスではリスクを負いきれない事業にも参画することができるが、通常の融資よりも支払う金利水準は高くなりやすい。一方、貸し手（金融機関）は、事業会社本体からプロジェクトのリスクのみを切り出して管理することができ、コーポレート・ファイナンスより高い収益が期待できるが、その分負担するリスクも増大することから、対象事業のキャッシュフローから確実に返済されるようなスキーム作り（セキュリティパッケージの構築）⁵が必要となる。

事業リスクを適切に管理するためには、欧米では一般的である「モノライン保証」制度の整備・普及や「リスクレジスター」の応用・発展も課題である。事業リスクを取り難い投資家向けには、海外のプロジェクト向け貸付債権のうち、国際協力銀行等の保証がついた部分を受益権として売却するスキームも見られ始めている。また、格付け付きのボンド形式も投資家層を広げる有用な手段といえよう。

(2) PFIを進展させる仕組みの改善

現在のところわが国の事業を対象としたプロジェクト・ファイナンスの事例は少ない。公共事業に関しては、暗黙の政府保証のある地方債という低利で安定的な資金調達手法が存在するため、あえて高いコストをかけてプロジェクト・ファイナンスの手法で資金調達することについてのコンセンサスが取りにくく、ニーズが限定的にならざるを得ない。PFIの手法が伸び悩む理由にも地方債の存在があり、調達コストの他にも地方債であれば元利償還費用の一部が地方交付税に加算される仕組み⁶があるためである。ただし、公共事業にプロジェクト・ファイナンスの仕組みを導入するということは、収益性・効率性の観点から事業を見直し、取捨選択の機会を与えることになり得る。また、限定された地域のみで組成するにはコストがかかりすぎる場合には、近隣市町村の類似的な社会サービス案件を一括しひとつの案件として仕組み化するなど、現在の地方債市場にはない組成方法の工夫も必要と思われる。

(3) 市場・人材の育成

ボンド形式は、バーゼルⅢにおける安定調達比率や流動性カバレッジ比率が算出上有利となることに加え、そもそも長期融資のリスクを負うことに消極的な金融機関の選好対象となりやすい。プロジェクト・ボンドの市場が拡大するためには、円滑に取引されるマーケットを育成していくことが必要である。わが国のプロジェクト・ファイナンスは、シンジケート・ローン形式が主流であり、格付けのあるボンド形式は限定的であるが、参入する地域金融機関も増えており、今後は裾野の拡大が期待される。金融機関にとって新たなフィージビリティとして参入することもあるが、案件ごとのリスク・リターン特性に応じたプロジェクトスキームを構築するための人材育成にも長期的な視点で取り組んでいくことも求められよう。

おわりに

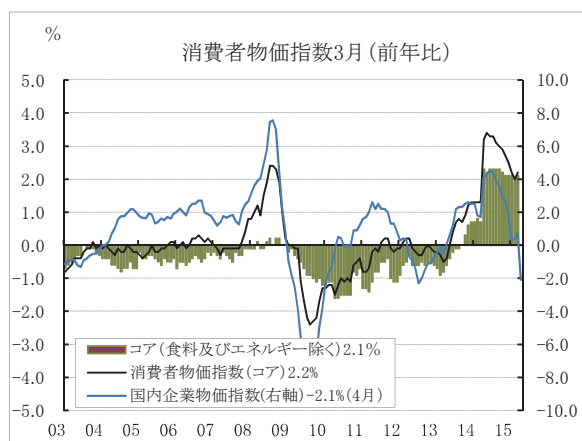
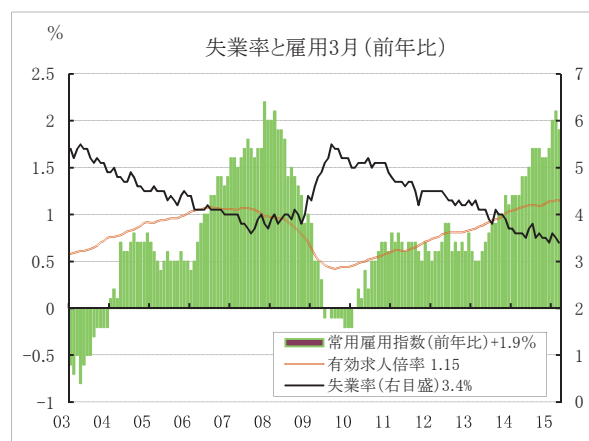
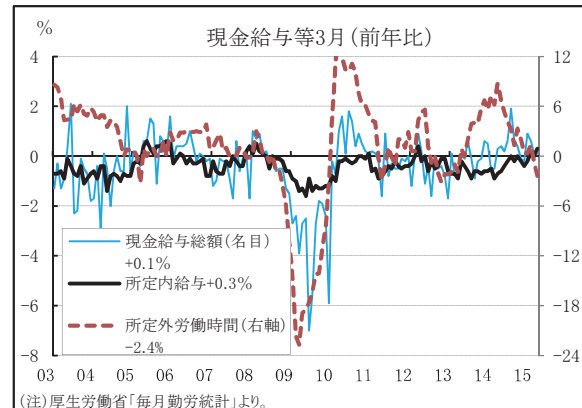
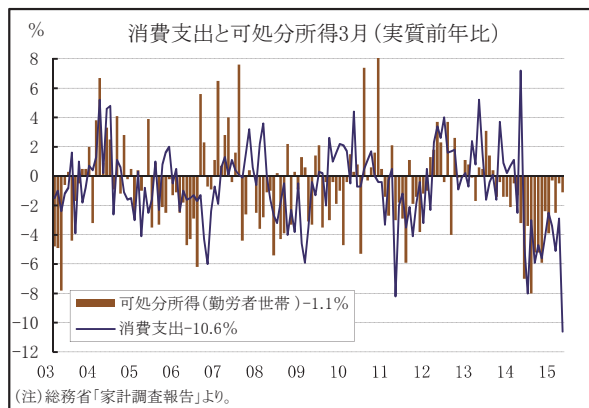
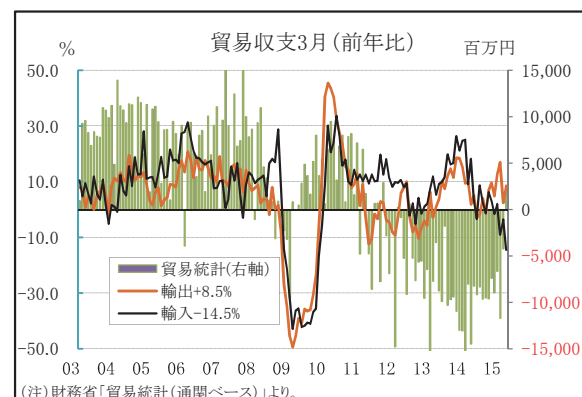
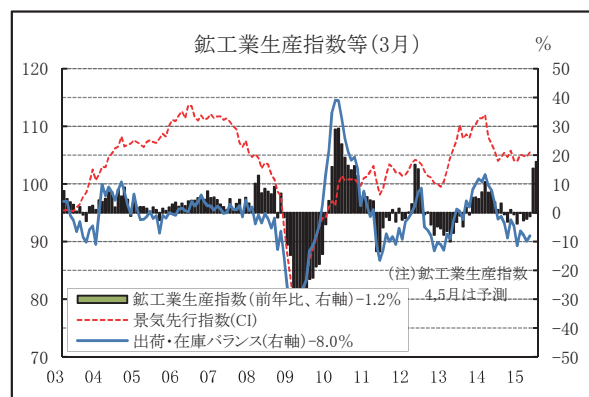
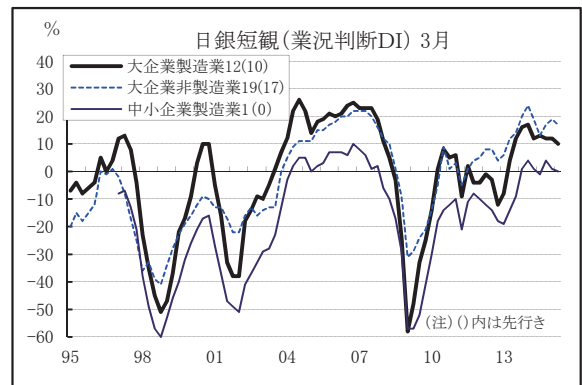
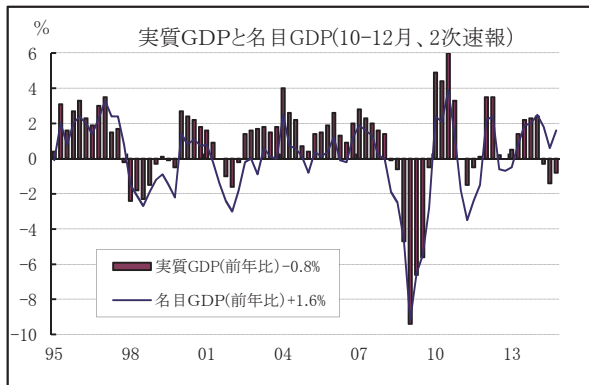
人口減少社会である現在、慢性的な税収入の低下により国と地方財政のサステナビリティ低下が指摘されている。膨大な額の国債が発行され、金融機関を経由して中央銀行に吸い上げられるという閉鎖的な資金循環を見直し、民間資金の有効活用真剣に取り組むことが求められている。有益な事業を選別し、リスクの適切な評価・管理の下に運営・資金調達を行うプロジェクト・ファイナンスの考え方が、一層重要性を増すものと思われる。市場拡大のためには、金融機関・投資家をはじめ参加者の裾野を広げることが必要であり、官民一体となった環境整備が急がれる。

⁵ 具体的には、販売先にリスクの一部（原材料価格・為替変動による振れ）を移転したり、事業会社に限定遡及（リミテッド・リコース）要項を付すことや、劣後債務の引受を要請することなど。

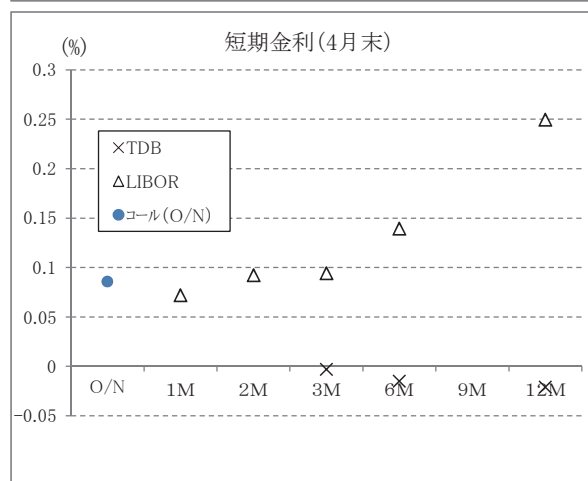
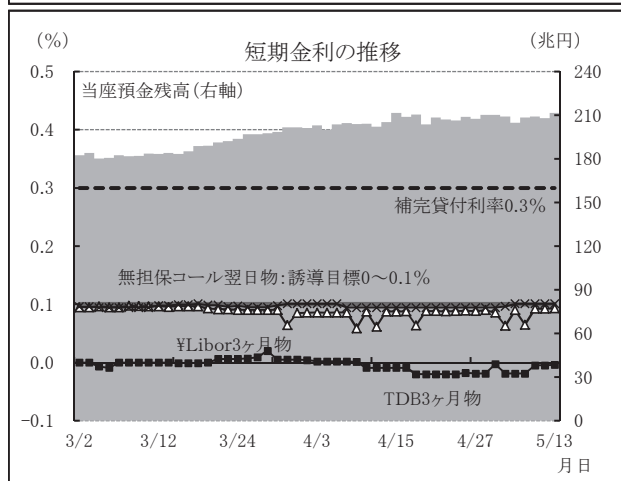
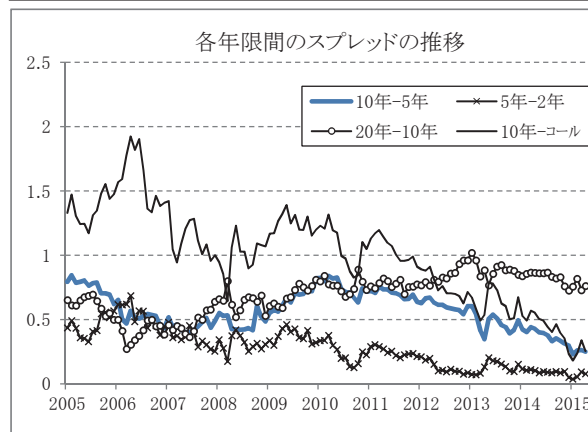
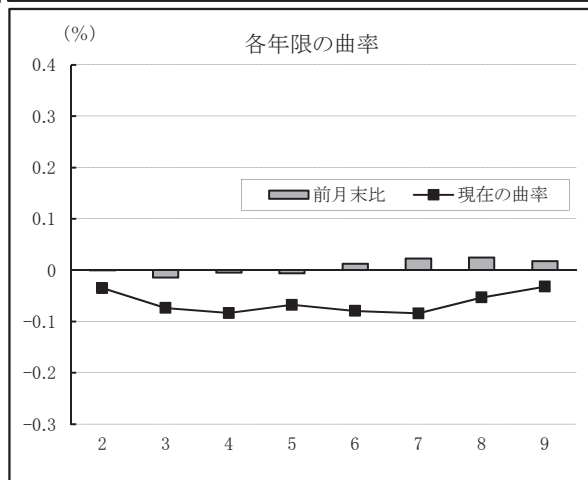
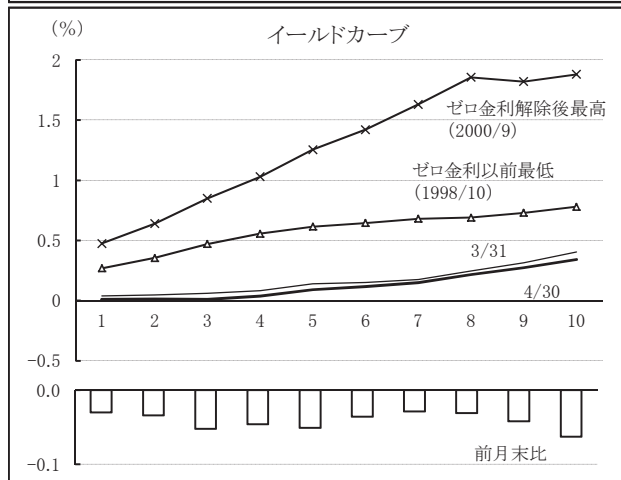
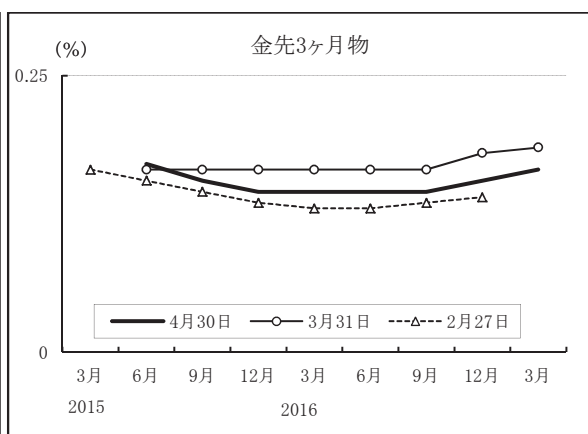
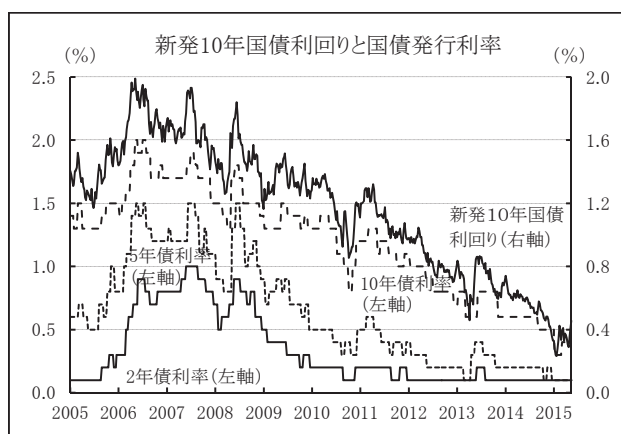
⁶ 地方債の起債による資金調達の場合は、元利償還金の30%を交付税の算定根拠となる基準財政需要額に算入することができる。

統計データ集

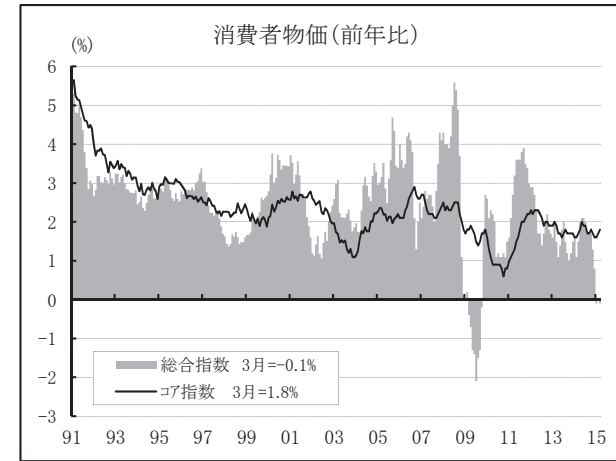
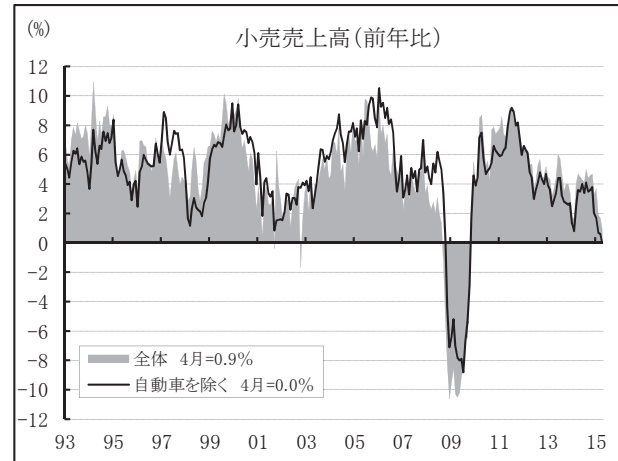
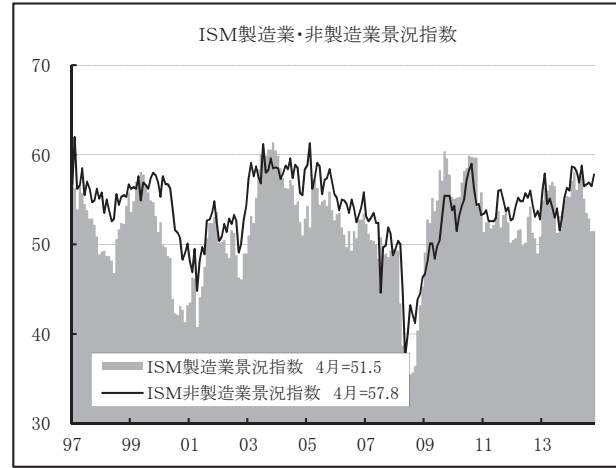
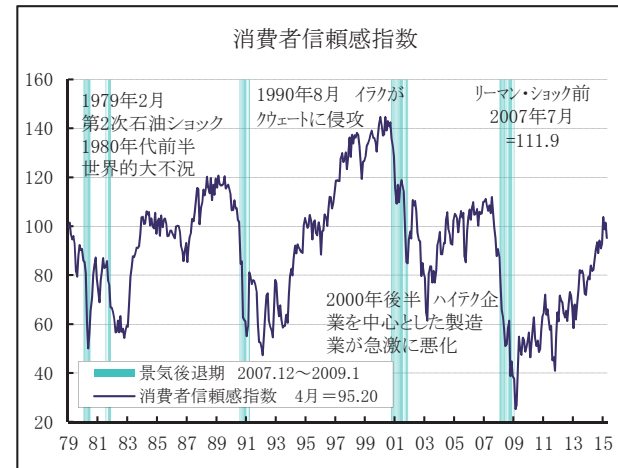
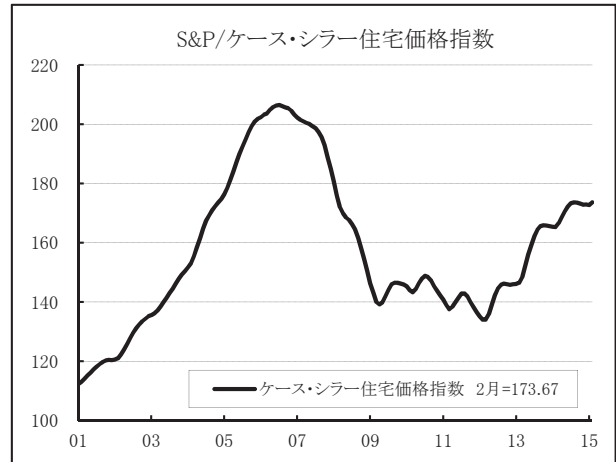
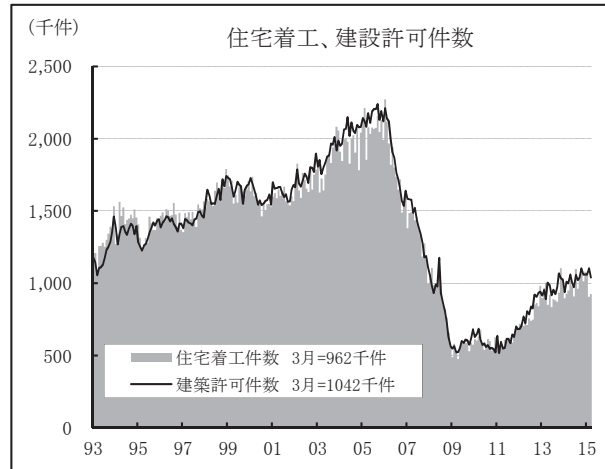
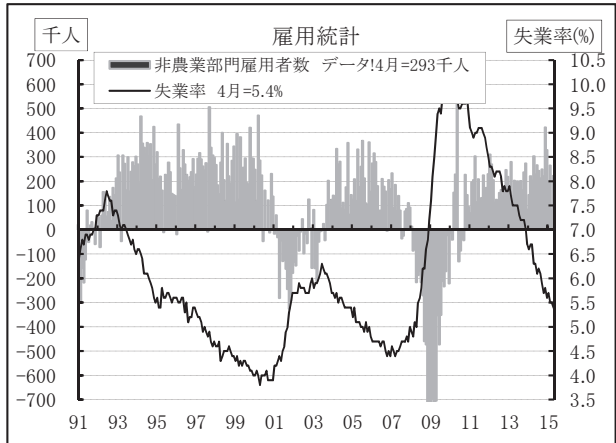
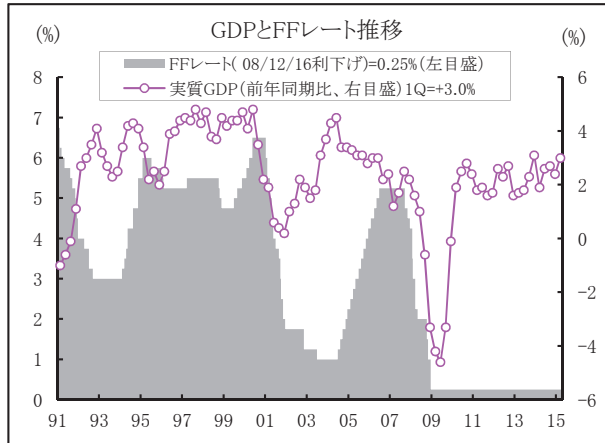
日本 マクロ経済



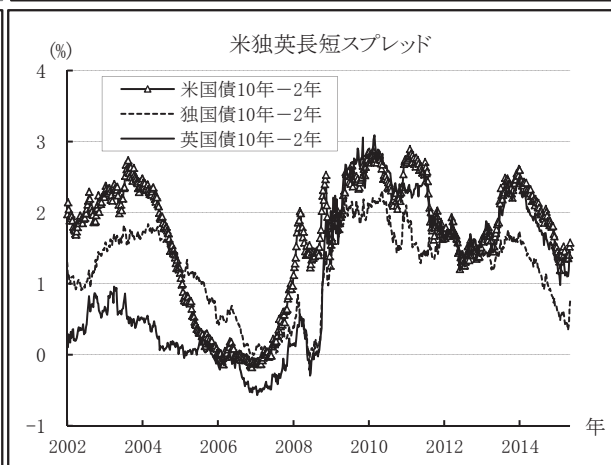
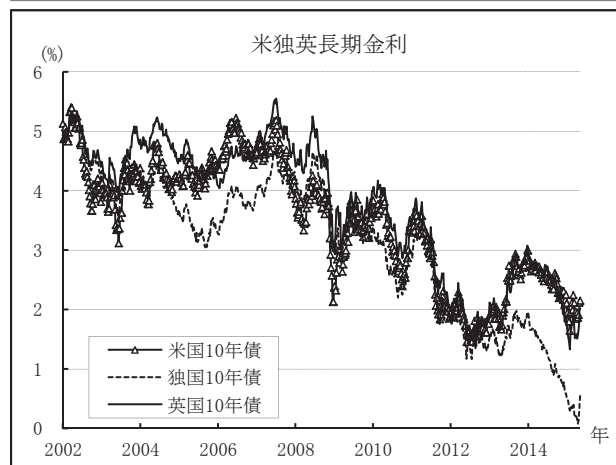
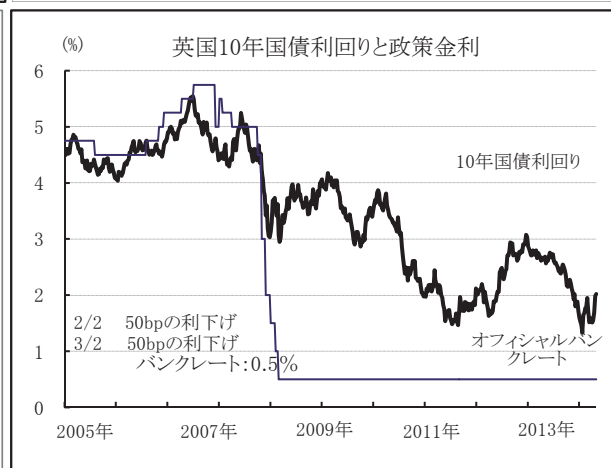
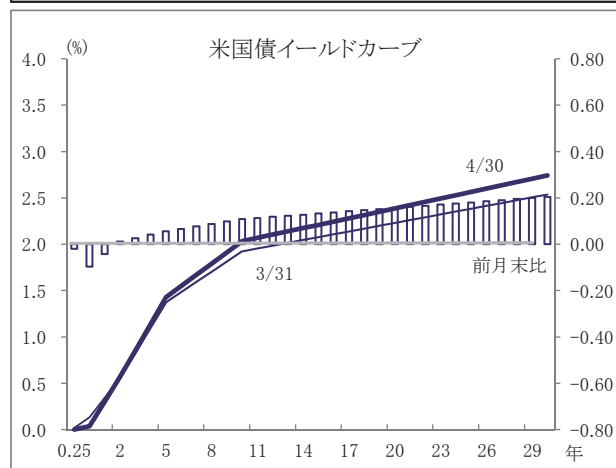
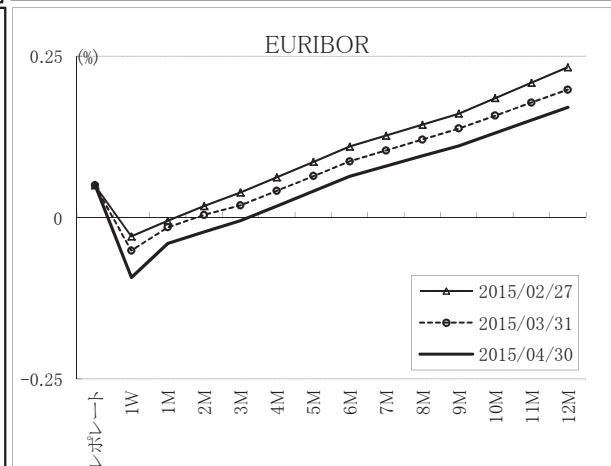
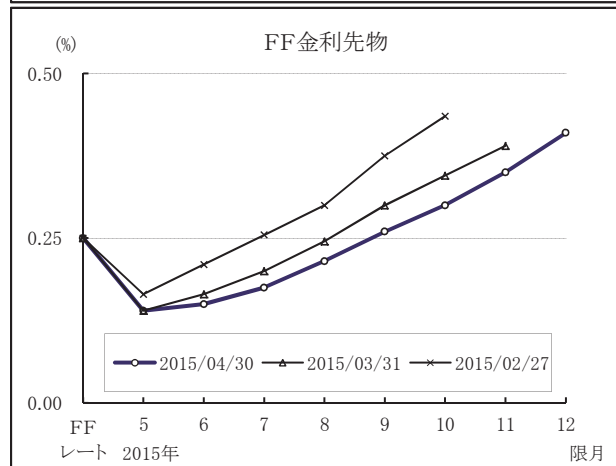
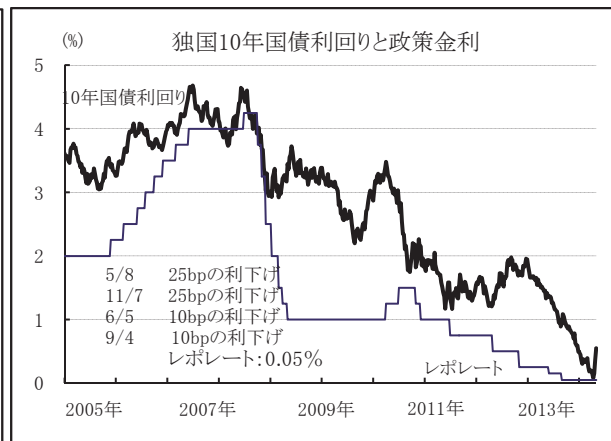
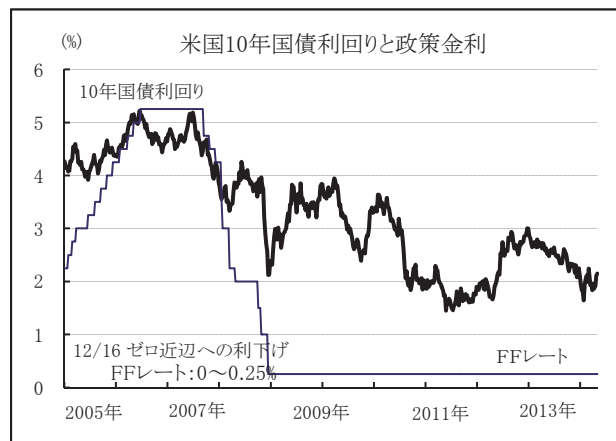
日本短期・債券市場



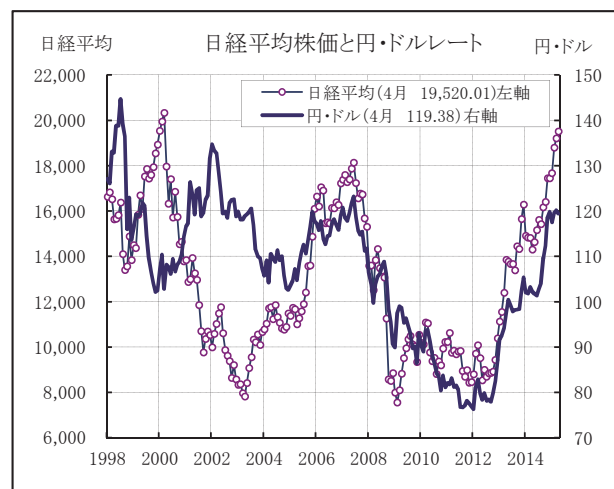
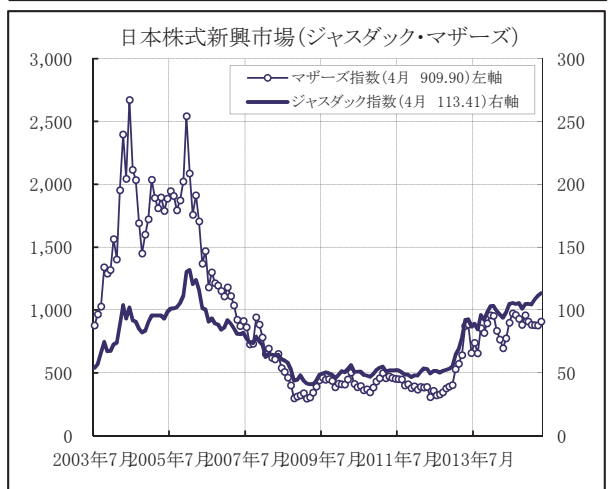
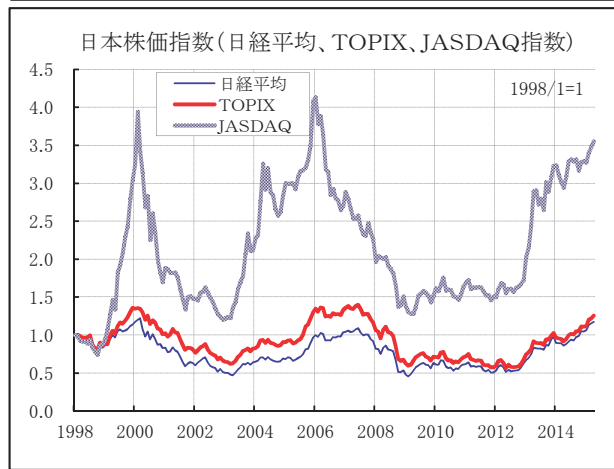
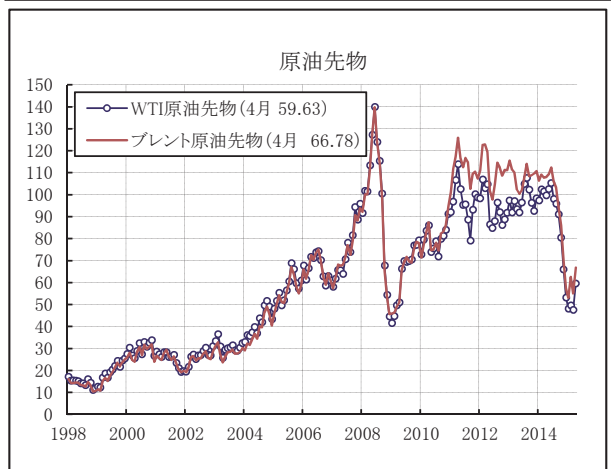
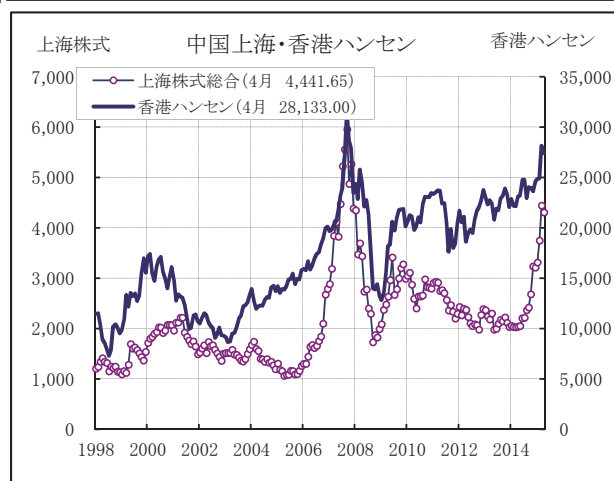
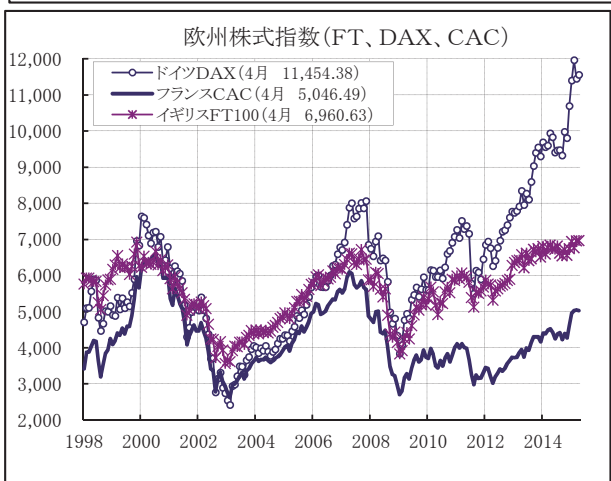
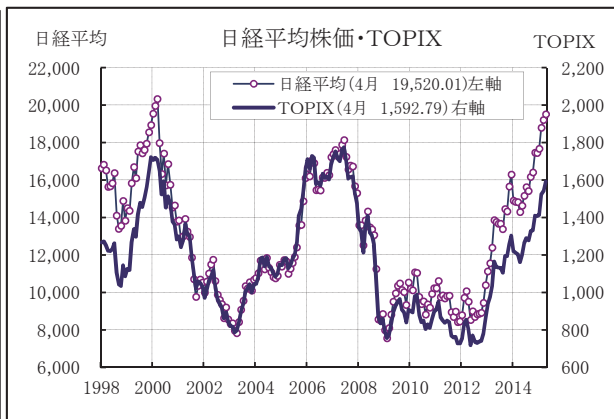
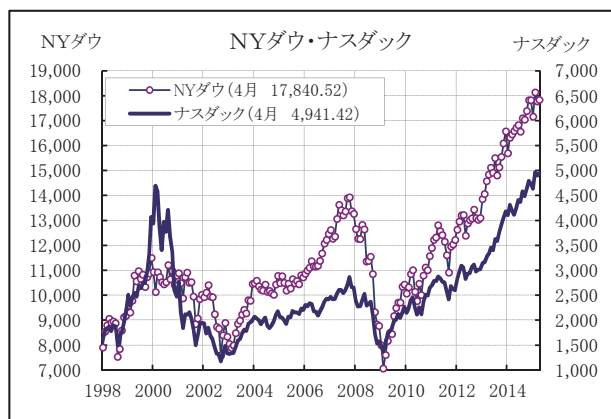
海外 マクロ経済



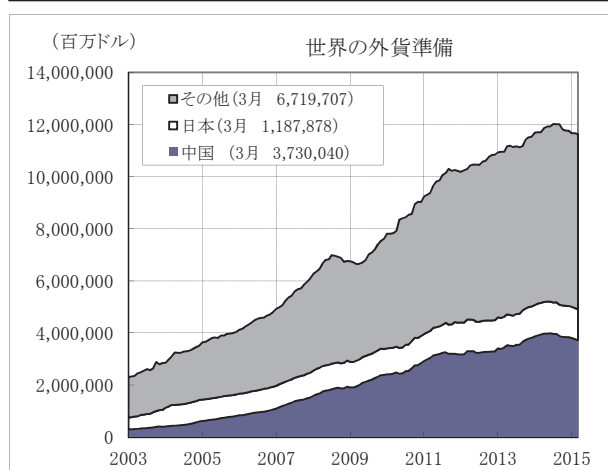
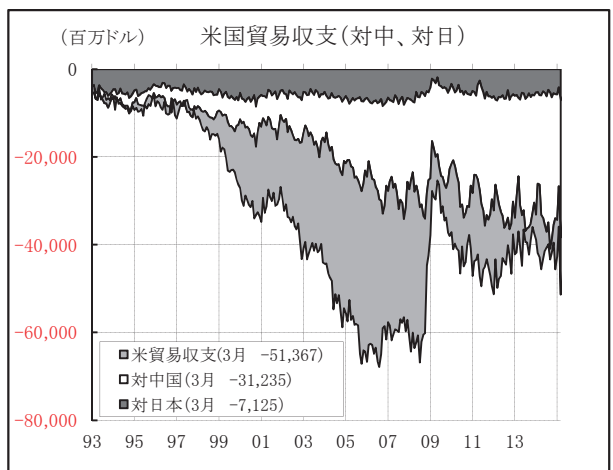
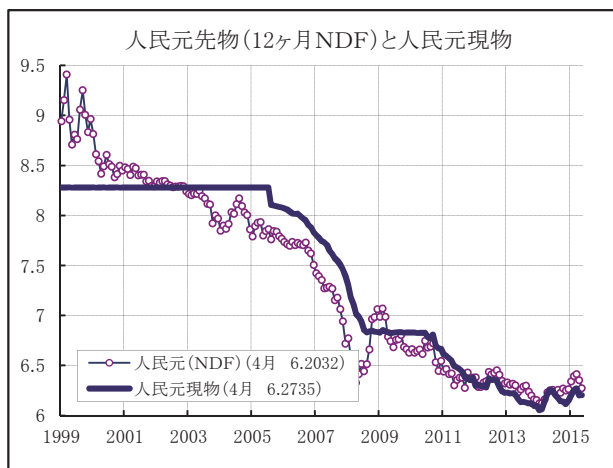
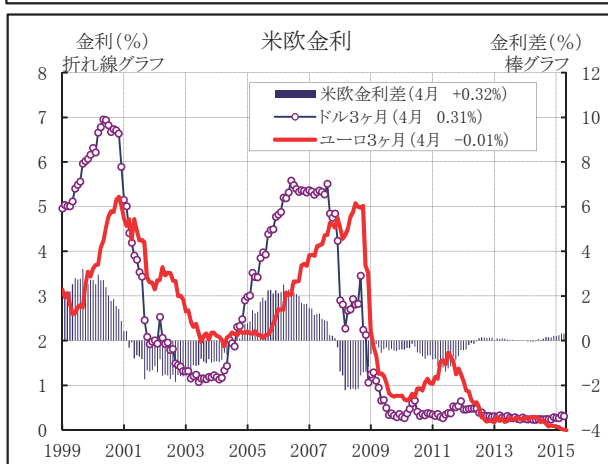
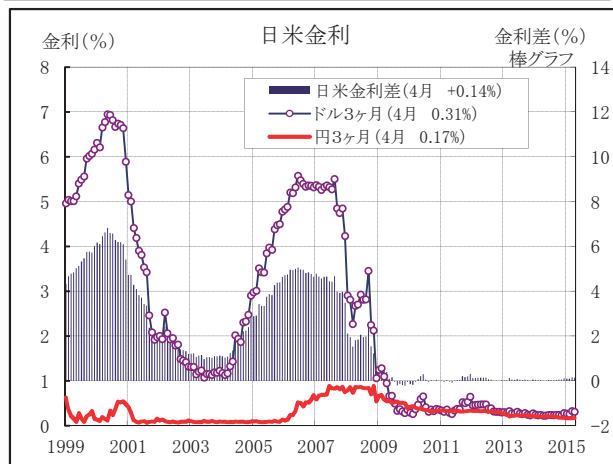
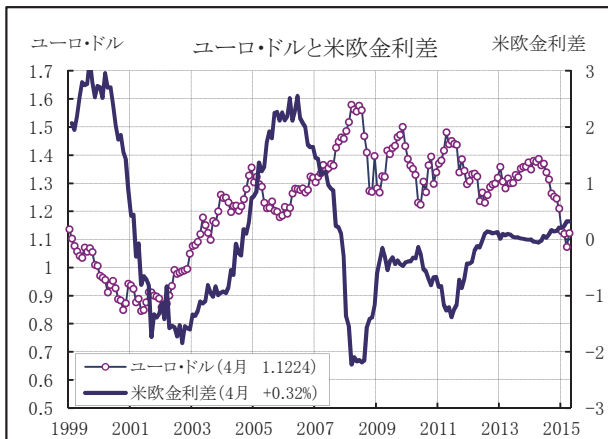
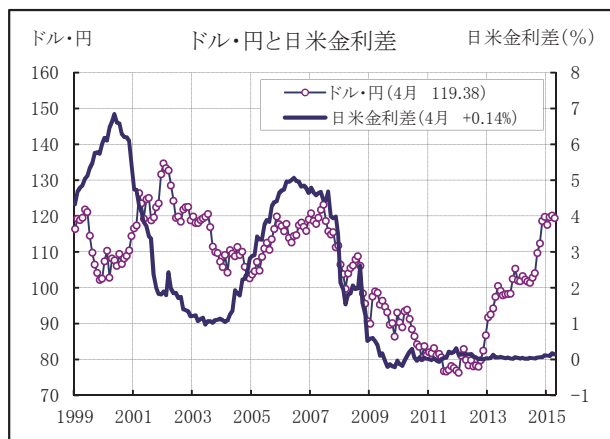
海外 債券市場



株式市場



為替市場

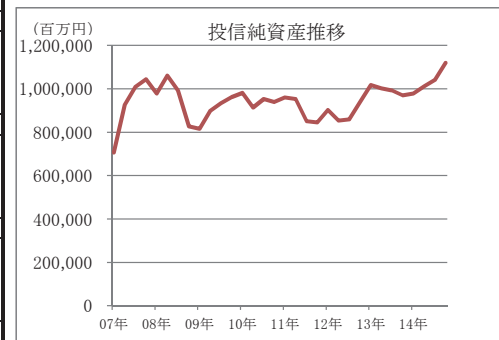
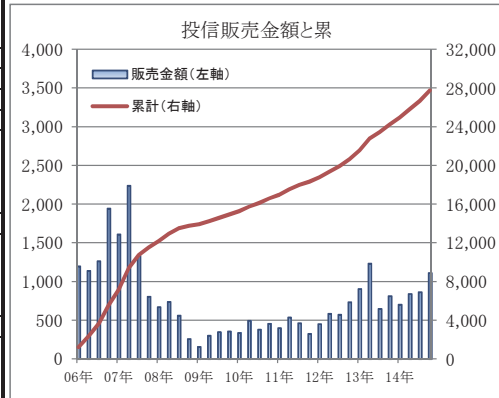


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
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	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,061,000	377,000	-	-
累計	12,225,022	2,870,770	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 配分金実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

分類	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.5.14)	純資産 (2015.5.14)	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.5.14)	純資産 (2015.5.14)	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.5.14)	純資産 (2015.5.14)
パ ラ ン ス	野村資産設計2015②	5円	10,818	1,683	マニウイフカナダ株式④	1500円	10,598	9,168	Navioインド債券②	600円	12,091	1,294
	野村資産設計2020②	5円	10,779	1,105	グローイングブラジル株式②	200円	9,586	11	三菱UFJ欧州債券②	20円	10,042	1,001
	野村資産設計2025②	5円	10,981	920	野村ユーロトップB②	なし	10,518	13,547	同(為替ヘッジなし)②	20円	9,231	29
	野村資産設計2030②	5円	11,177	804	エマージング好配当①	200円	9,985	2	ビムコグローバル債券②	480円	13,976	22
	野村資産設計2035②	5円	11,008	548	JPM医療関連株式④	4400円	10,330	45,980	同(為替ヘッジあり)②	480円	9,672	41
	野村資産設計2040②	5円	10,958	1,563	ピクテプレミムファンド④	820円	13,587	32,288	メキシコ債券オープン②	1320円	11,217	53,370
	野村資産設計2045②	10円	19,293	109	オーストラリア好配当②	220円	11,128	19	インドネシア・ルピア債券②	480円	9,232	5
	野村6資産(安定)⑥	180円	11,782	36,822	ニッセイ日本債券②	120円	9,905	15,724	アジアハイイールド債券②	1200円	9,336	1,274
	野村6資産(分配)⑥	180円	10,414	156,203	eMAXIS 国内債券①	なし	11,046	19,181	同(為替ヘッジなし)②	1440円	14,273	1,087
	野村6資産(成長)⑥	180円	12,193	38,916	Navioマネーボール②	なし	10,005	1	USスラテック②	240円	9,848	6,425
海 外 株 式	スマートファイブ②	400円	10,898	18,089	日興五大陸債券②	300円	9,669	97,087	同(為替ヘッジなし)②	840円	11,324	35,717
	スマートファイブ①	なし	11,562	6,274	三菱UFJ高金利債券②	1240円	10,900	133,366	新興国ハイイールド債券A②	720円	7,403	1,491
	東京海上・円資産②	340円	11,919	48,115	ダウ成長国セレクト債券②	960円	7,142	77,094	新興国ハイイールド債券B②	1080円	10,355	1,401
	大和インデックス225①	160円	14,520	30,076	ダウ成長国セレクト債券①	なし	10,599	491	ビムコハイインカム②	420円	8,182	136,778
	SMITAM JPX日経400②	280円	12,347	2,734	野村米国ハイイールド②	1680円	14,598	21,436	同(為替ヘッジ付き)②	540円	9,082	3,957
	GS日本株式②	10円	10,399	11,963	同(為替ヘッジあり)②	540円	10,162	6,217	DIAMアジアプライム債券②	なし	9,972	200
	日本株式SRI①	なし	8,641	4,122	野村米国ハイイールド①	なし	12,356	1,469	欧州ハイイールド債券②	960円	10,804	1,936
	フィデリティ日本配当①	120円	11,946	15,237	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,426	342	同(為替ヘッジなし)②	1440円	14,834	1,515
	eMAXIS TOPIX①	なし	19,535	14,967	エマージング・ソブリン②	720円	9,120	42,048	三菱UFJバランス②	なし	9,973	1
	三菱UFJ日本優良株①	なし	11,558	216	同(為替ヘッジあり)②	910円	9,680	64,400	同(為替ヘッジなし)②	なし	9,959	2
海 外 株 式	JPMジャパンプライム①	なし	10,144	89	エマゾフ(資産成長)①	なし	13,163	580	三菱UFJバランス①	なし	9,973	1
	新光日本小型株①	1000円	13,810	34	同(為替ヘッジあり)②	なし	10,803	212	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,956	1
	生活基盤関連株式①	なし	11,452	20,882	DWSグローバル公益債券②	480円	10,339	129,815	MHAM リート②	890円	13,068	11,325
	SMTAM NYダウ①	なし	11,999	2,233	同(為替ヘッジなし)②	480円	12,415	27,910	DIAM世界リート②	500円	5,524	295,154
	日興五大陸株式④	480円	11,391	21,583	三菱UFJ米高格付債券②	20円	9,833	1,211	ダイワUS-REIT②	720円	8,717	2,055
	DIAM高配当株式②	1560円	15,697	12,980	同(為替ヘッジなし)②	20円	9,913	1,883	ダイワUS-REIT②	960円	5,697	607,143
	新光サザンアジア株式②	1800円	11,802	4,113	高金利先進国債券②	810円	7,596	468,632	eMAXIS 国内リート①	なし	25,461	12,634
	米国成長株オープン①	322円	9,911	1,186	eMAXIS 先進国債券①	10円	18,342	15,195	eMAXIS 先進国リート①	なし	25,351	10,160
	eMAXIS 先進国株式①	なし	22,836	30,818	eMAXIS 先進国債券①	なし	13,980	11,946	ニッセイ世界リート②	1440円	10,820	15,788
	eMAXIS 新興国株式①	なし	15,194	27,183	eMAXIS 新興国債券①	なし	13,553	5,704	ニッセイ世界リート②	なし	13,233	579
海 外 株 式	ピクテグローバル株式②	600円	5,468	992,101	Navioオーストラリア債券②	180円	12,488	282	アジアリートオープン②	60円	11,498	8
	ピクテグローバル株式①	なし	16,941	14,321	Navioカナダ債券②	60円	12,564	266	フローシーズン②	300円	8,180	13,028
	JPM北米高配当①	なし	10,013	18	Navioトルコ債券②	600円	10,285	348	スタートストリートゴールド①	なし	6,694	109
	新光世界インフラ株式②	720円	18,878	63	Navio南アフリカ債券②	540円	10,014	317	ビムコハイインカムローン②	360円	9,748	2,835
	グローイング台湾株式②	3200円	11,540	31	Navioブラジル債券②	360円	7,570	59	同(為替ヘッジなし)②	560円	11,622	12,653
									合 計			3,993,351

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

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

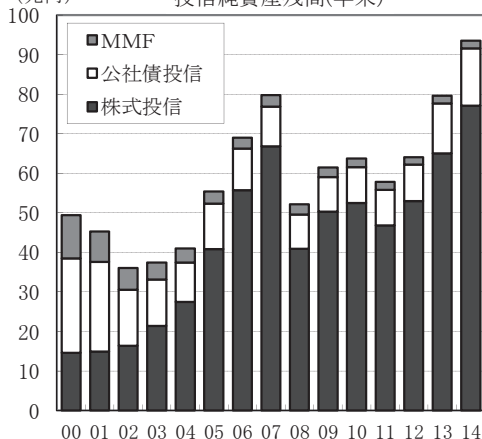
タイプ 末	株式投信							公社債投信				証券投信計	
	単体型	追加型					計	単体型	追加型		計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他			小計	うちMMF			
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	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	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	133,476	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	124,143	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	130,202	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	128,262	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	112,066	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	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	112,111	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	109,731	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	110,894	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	164,468	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	44,979	161,496	123,272	357,558	189,010	753,043	770,954	148	163,943	19,758	164,091	935,045
12月	17,911	44,979	161,496	123,272	357,558	189,010	753,043	770,954	148	163,943	19,758	164,091	935,045
2015年1月	18,005	45,036	159,078	120,585	359,364	195,244	758,722	776,727	146	163,217	19,556	163,364	940,091
2月	18,230	45,906	160,347	120,964	361,555	206,499	774,307	792,537	147	165,887	16,543	166,034	958,571
3月	18,454	45,443	159,576	119,567	361,720	217,601	784,340	802,795	132	167,348	19,963	167,480	970,276

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

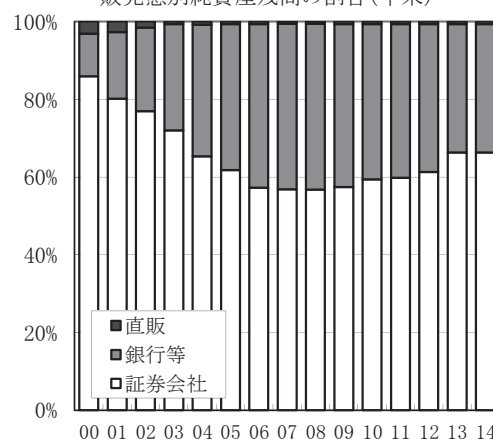
(単位:億円)

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%
12月	621,244	65.4%	307,819	33.9%	5,983	0.6%	935,046	100%
2015年1月	626,445	66.6%	307,601	32.7%	6,045	0.6%	940,091	100%
2月	642,645	67.0%	309,610	32.3%	6,316	0.7%	958,571	100%
3月	651,004	67.1%	312,889	32.2%	6,383	0.7%	970,277	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

＜貸借対照表(負債の部)＞

(単位:億円)

年月	貯金	うち	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

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高	前期末増減額					
		うち	流動性貯金の	うち	定期性貯金の	うち	その他の貯金の
2014年6月	1,775,082	11,800	614,611	9,797	1,158,264	2,521	2,207
9月	1,779,465	4,383	617,516	2,905	1,159,864	1,600	2,085
12月	1,790,688	11,223	615,206	▲ 2,310	1,173,897	14,033	1,586
2015年3月	1,777,107	▲ 13,581	610,536	▲ 4,670	1,164,530	▲ 9,367	454

＜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	通常郵便貯金の	通常郵便貯金の	定期郵便貯金の	定期郵便貯金の
		前月末増減額	残高	前月末増減額	残高	前月末増減額
2015年1月	227,135	▲ 3,073	28,726	▲ 268	198,392	▲ 2,803
2月	224,247	▲ 2,888	28,217	▲ 509	196,013	▲ 2,379
3月	220,725	▲ 3,522	27,727	▲ 490	192,981	▲ 3,032
4月	217,666	▲ 3,059	27,157	▲ 570	190,493	▲ 2,488

(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	
12月	0.3	0.5	0.035
2015年1月	0.2	0.3	0.035
2月	0.3	0.4	0.035
3月	0.3	0.4	0.035
4月	0.3	0.4	0.035

(注)1 「預託金利」は9年以上10年末満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

年月	有価証券	国債				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

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。

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

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

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

(注)5 その他の資産等には、商品有価証券、外国為替、その他有価証券、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
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	10,890,526	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939

＜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

＜金銭の信託＞ (単位: 百万円)

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

(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
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

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

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

＜金利リスク（アウトライヤー比率 & Value at Risk）＞ (単位: 億円)

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

(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	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額				
								0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607

(注) 1: 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注) 2: デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

＜単体自己資本比率（国内基準）＞ (単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目 (A)				補完的項目 一般貸倒	リスクアセット 等 (E)	資産(オン・パ 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							
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	-	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	-	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-

(注) 1: OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

＜損益計算書＞ (単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金		経常費用	うち資金		うち営業経費	うちその他費用	経常利益	当期純利益
		運用収益	他収益		調達費用					
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

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