

ゆうちょ資産研レポート

2016年5月号

ファンダメンタル・アナリシス 1	
内外経済見通し	
野村證券株式会社 金融経済研究所 経済調査部	
シニアエコノミスト 桑原 真樹	
マーケット・アウトLOOK (1) 7	
「マイナス金利付きQQE」の行方と国債イールドカーブ変化	
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	
主要国の今後の長期金利見通し	
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠	
資産研コーナー 19	
NPO法人の資金調達の現状～ソーシャルビジネスの資金的課題	
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	

内外経済見通し

野村證券株式会社 金融経済研究所 経済調査部 シニアエコノミスト 桑原 真樹

【年前半の日本の景気は低調】

日本の景気は、冴えない状態が続いている。本稿執筆時点では2016年1-3月期の実質GDP成長率は明らかではないが、うるう年で押し上げられている部分を除くと前期比マイナス成長であった可能性が高いと見られる。鉱工業生産の動きなどから判断すると、熊本地震の影響がなかったとしても、4-6月期の成長率も弱めとなる可能性が高まっている。

目立つのは、個人消費の弱さである。GDPベースでみた実質個人消費は、2014年4月の消費税率引き上げ以降、ほぼ横ばいの状態を続けており、小売販売などによれば、2016年1-3月期も弱い動きを続けたようだ。円安による食料価格の上昇などからインフレ懸念が高まったことに加え、本年入り後は急速な円高と株価下落が消費者の先行き懸念を強めたと考えられる。また海外でのスマートフォン販売の不調は、本年前半の日本の鉱工業生産に下押し圧力を加えたと思われる。

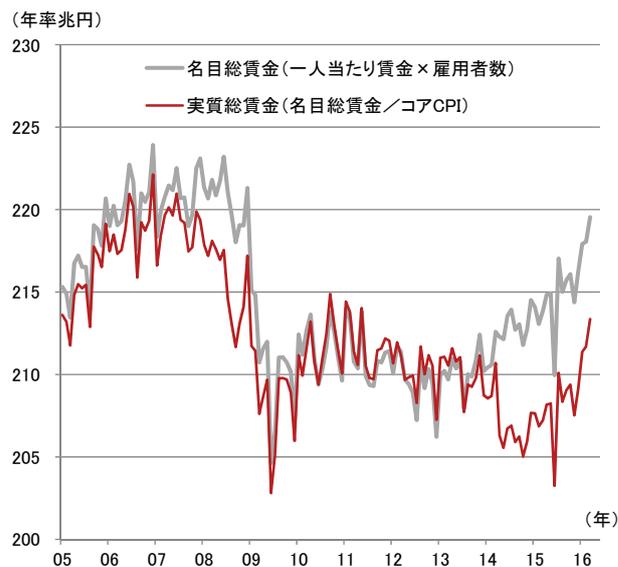
本年後半については、やや明るい見通しを描けそうだ。失業率がほぼ10年ぶりの低水準で推移するなど、雇用環境は良好である。確かに一人当たり賃金の伸びは鈍いものの、雇用者数は堅調に伸びており、家計部門全体の収入は増加している計算だ。加えて、円安ペースの一服によりインフレ率は弱めの推移を続けるだろう。所得増加とインフレ抑制で、家計の購買力は強まりやすい。金融市場が安定すれば、家計消費が増加する環境は整っている。

図表1 名目賃金と雇用者数



(出所) 厚生労働省、総務省資料より野村作成

図表2 名目・実質総賃金



(出所) 厚生労働省、総務省資料より野村作成

加えて、アベノミクス下で進んだ円安に合わせ、日本の製造業は生産拠点としての日本を再評価し、日本国内での設備投資を増やしてきた。このいわゆる「国内回帰」の結果、今後は日本か

らの輸出、特に自動車の輸出が増加すると見込まれる。部品工場の事故や熊本地震の影響で、本年前半は国内生産活動が停滞しがちになると見られるものの、後半からは輸出の増加もある程度明確になっていくと想定できよう。

【海外景気の先行き懸念は緩和】

海外経済に目を移すと、一時期の下振れ懸念がだいぶ和らいでいる。振り返ってみると、昨年夏以降本年2月あたりまで、景気の先行き懸念が強い状態が続いた。中国をはじめとした新興国景気の減速、2014年末以降の原油価格の下落、ほぼ12年ぶりの利上げに向かう米国金融政策という環境の中で、2015年8月と2016年1月の中国人民元対ドルレート切り下げが市場の不安を一気に高めた。1月末の日本銀行によるマイナス金利政策導入については、むしろ銀行収益への悪影響が注目され、欧州金融不安へと飛び火した。

原油価格の下落は、産油国の景気にはマイナスであるが、石油の消費者にとっては恩恵である。米国の金利引き上げは、それだけ米国景気が底堅いことの反映でもある。人民元の下落は、中国の外貨建て債務の拡大を通じ同国の景気にマイナスとなる一方、同国の輸出競争力にとってはプラスである。日本銀行のマイナス金利は、そもそも日本の景気回復のために行われたものだ。一つ一つをとってみれば、それが世界景気の悪化をもたらすのか自明とは言えないにも関わらず、それらが全体として市場の先行き不安を高めた理由は、そもそも世界経済の成長力に対する疑念が潜在的に強かったからではないだろうか。

結果的に米国は、2015年12月に利上げに踏み切り、その後も景気指標はまちまちながら底堅い動きを続けている。堅調なのは家計部門であり、特にGDPベースの住宅投資は2015年10-12月期、2016年1-3月期と2期連続で前期比年率10%を超える増加を見せた。市場で注目度の高い非農業部門雇用者数を均してみれば、毎月20万人程度のペースで増加を続けているほか、時間当たり賃金も前年比2%を上回って増加するなど、家計の所得環境が改善傾向を続けていることが背景の一つと言えよう。一方で企業部門、特に製造業関連の指標は弱く、GDPベースの企業設備投資は10-12月期、1-3月期と2期連続で減少している。ドル高や原油価格の下落が、エネルギー関連を中心に設備投資を弱めていると見られる。ただし、代表的な製造業関連指標である製造業ISM指数は2015年12月を底に反転している。

中国の景気指標も、安定化の動きを明確にしている。2016年3月の鉱工業生産は前年比+6.8%と、12月～2月の同+5.9%から大きく加速した。固定資産投資の伸び率も、2016年3月は年初来累計で前年比+10.7%と、2015年実績の同+10.0%から持ち直している。政府の財政・金融政策による景気下支え策が功を奏し始めている可能性があるだろう。3月の全国人民代表大会において、中国政府は2016年の実質成長率目標を前年比+6.5～7.0%とし、その達成のためにGDP比3%まで財政赤字の拡大を許容する方向を示した。前年比+6.5%～7.0%の成長率は、2000年代に見られた10%を超えるような成長と比較すれば見劣りするものの、2015年実績の同+6.9%とあまり変わらない。中国政府がハードランディング回避の姿勢を見せ、実際に景気指標が安定を始めていることは、市場にとっても安心材料であると見られる。

原油価格についても、WTIベースで2月に一時1バレル=26ドル台をつけたところから、水

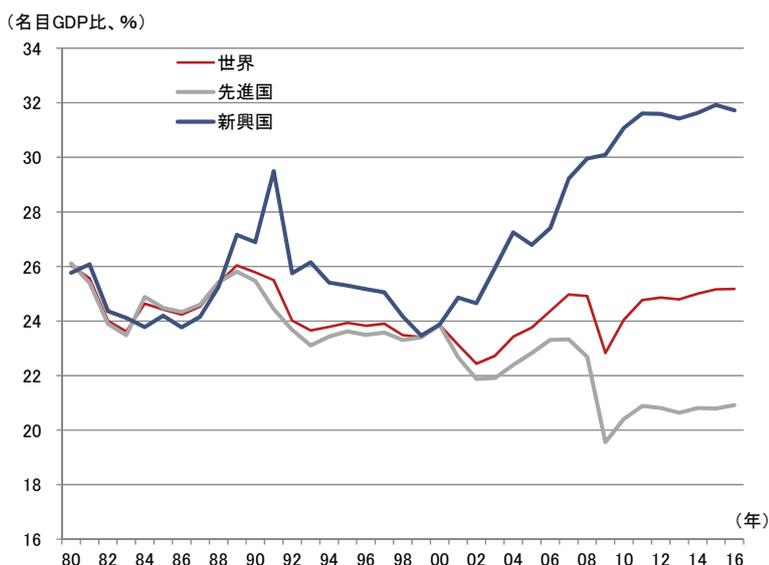
準をやや回復させている。原因は特定しにくいものの、米国景気や中国景気の安定とも軌を一にした動きであろう。加えて、2016年に入ってからの原油価格下落は、欧米による経済制裁解除に伴いイランが増産に動き、原油市場での需給が緩和するという供給側の要因でもたらされていた部分もあったと見られる。ただし、イランの増産による需給緩和はその性格上一時的なものであり、年後半には供給超過幅は縮小すると見込まれる。だとすれば、今後の原油価格は安定的に推移すると見てよいだろう。

【「低成長」下の世界経済】

以上のように、年前半の日本の成長率にはダウンサイドリスクが残るものの、米国景気が底堅く、同国の製造業指標が安定してきたのに加え、中国景気の減速にも一服感が出てきたこと、原油価格が安定したことなどにより、世界景気への不安はひとまず緩和されている。次の問題は、世界景気がこの先加速感をもって推移することができるか否かであろう。しかし現状では、そのようなシナリオを描くのは難しい。

鍵を握るのは、やはり新興国である。世界の投資/GDP比率を見ると、2000年代には新興国を中心に明確な上昇が見られており、新興国が全体として投資ブームにあったことが分かる。同時期に多くのコモディティ価格が上昇したことの背景にも、経済規模比で資源消費量が多い新興国の経済成長があったと考えられる。問題は、投資ブームが持続しえないという点だ。改めて新興国の投資/GDP比率を見ると、2011年ころから頭打ちとなっており、投資の増加で成長率が加速する局面がすでに終了した可能性が示唆されている。

図表 3 投資/GDP 比率



(出所) IMF (国際通貨基金) より野村作成

投資ブームが一服しているにも関わらず、無理に投資を促して成長率を引き上げようとするれば、バブルや不良債権問題などを生み出すことになる。新興国の中でもとりわけ重要な中国経済が直面している問題もまさに、投資主導の成長から消費主導成長への転換に伴う調整と、それと表裏

一体の不良債権問題であると考えられる。既に述べたように当面のハードランディングの可能性は低下している一方で、政府の景気下支えにより一時的にせよ財政拡張的な政策が実施される結果、同国が取り組む構造転換が遅れることにもなってしまふ。

それが分かっている中国政府としては、過度の景気減速は許容せず回避に努めるものの、不必要な景気加速を容認することもないと考えるのが自然であろう。だとすれば、最近の景気指標の安定も景気反転にまではつながらず、中国成長率の減速は続くと考えられる。実際野村では中国の実質成長率を、2015年実績の+6.9%に続き、2016年は+6.2%、2017年は+5.8%と見ている。

一方の先進国であるが、米国景気の回復は2009年以来長期間にわたって続いてきており、利上げを正当化しうるほどに景気循環は成熟していると考えられる。欧州の景気も底堅いものの、新興国景気に影響を受けやすい面もあり、それが世界景気のけん引役となる展開は想像しにくい。日本に至っては人口減少でそもそも潜在成長率が低い。新興国も先進国も世界景気の強い牽引役となりえないのだとすれば、多少のアップダウンはあっても、今後の世界景気の基調は「低成長」と見るのが自然であろう。

図表 4 世界経済見通し要約表

	実質GDP (前年比、%)			消費者物価指数 (前年比、%)			政策金利 (年末値、%)		
	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年	2015年	2016年	2017年
全世界	3.1	3.0	3.4	3.0	3.1	3.3	2.90	2.88	2.74
先進国	1.9	1.5	1.7	0.3	0.8	1.7	0.31	0.36	0.65
新興国	4.2	4.2	4.8	5.3	5.0	4.7	5.11	4.98	4.44
米州	1.6	1.0	2.1	4.5	4.9	4.8	3.54	3.98	3.53
米国	2.4	1.6	2.1	0.1	1.4	2.1	0.38	0.63	1.13
ラテンアメリカ	-0.4	-0.5	2.1	15.5	14.2	11.9	11.61	12.86	9.85
アジア・太平洋地域	5.4	5.2	5.2	2.2	2.6	2.8	2.82	2.53	2.58
日本	0.5	0.5	0.6	0.8	-0.2	1.3	0.10	-0.20	-0.50
豪州	2.5	2.2	2.3	1.5	1.3	2.1	2.00	1.25	1.50
アジア(除く日本・豪州・NZ)	6.1	5.9	5.8	2.4	2.9	3.0	3.21	2.92	2.98
中国	6.9	6.2	5.8	1.4	2.3	2.0	1.50	1.25	1.25
欧州先進国	1.7	1.6	1.6	0.0	0.3	1.4	0.12	0.08	0.24
ユーロ圏	1.5	1.5	1.5	0.0	0.2	1.3	0.05	0.00	0.00
英国	2.3	1.9	2.2	0.1	0.9	2.2	0.50	0.50	1.50
その他新興国(EEMEA)	0.0	0.6	1.9	8.1	5.7	5.3	6.97	6.80	6.18

(出所) 野村グループ

【「低成長」の意味するもの】

「低成長」には、二つの意味合いがある。一つは、成長率が「低」いため、予想を下回る成長しか実現されない傾向が強くなると考えられる。もう一つは、低いとはいっても「成長」しており、危機的な状況までには距離があるため、思い切った対応が出にくいとも考えられる。言ってみれば、二重の意味でフラストレーションが溜まりやすい世界ということになるのかもしれない。

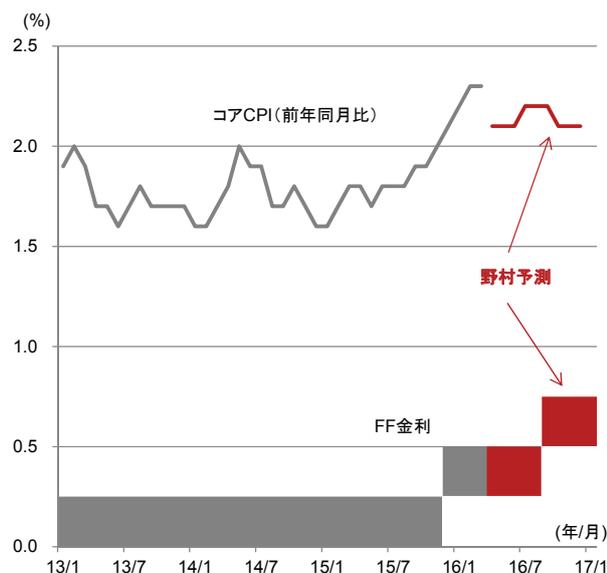
インフレ率について言えば、成長率が低い結果、上昇しにくい状態が続くであろう。既に述べたように、原油価格はとりあえず底を打った可能性が高いが、新興国における投資ブームが一服した今、資源価格は基本的に上昇しにくくなっていると考えられる。モノの値段は国際的に裁定が働きやすく、世界的なインフレ率の下押し要因となろう。特に日本やユーロ圏では、インフレ

率は当面中央銀行の目標に到達しないと見られる。野村では、本年7月に日本銀行が、また年内には欧州中央銀行が、追加金融緩和に踏み切る可能性が高いと見ている。

しかし一方で、低くても成長は続くため、世界的なデフレとなるシナリオも描きにくい。相対的に景気が堅調で、緩やかであるとはいえインフレ率にも持ち直しが見られる米国では、政策金利引き上げの方向性は変わらないであろう。野村では、FRB（連邦準備制度理事会）による次の政策金利引き上げは本年9月と考えている。米国における2004年6月以降の利上げ局面では、年間1%ポイントの利上げが実現しており、それに比べれば相当に緩やかな利上げとなる公算が大きいものの、方向としてはやはり利上げであろう。

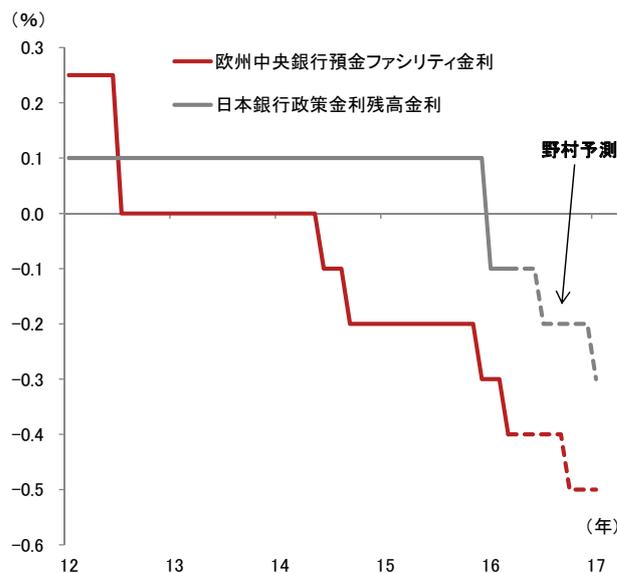
結局、「低成長」の世界では、インフレ率は全体として上がりにくいものの、デフレともなりにくく、各国の事情に応じて金融緩和と引き締めが入り混じる展開を想定できる。相対的に景気が堅調な米国で利上げ期待が高まれば、素直にドル高が進んで米国景気を減速させ、結果的に利上げのペースが遅くなる。我々はそうしたループの中で、神経質な対応を迫られることになるだろう。

図表5 米国のインフレ率と政策金利



(出所) 米国労働省、FRB（連邦準備制度理事会）、野村

図表6 ユーロ圏と日本の政策金利



(出所) 欧州銀行、日本銀行、野村

金融緩和が行われる国・地域において、その結果として成長率が加速していく展開は想定しづらい。金利の引き下げ余地が残っていればまだしも、多くの先進国ではそうではない。つい最近までゼロ%が金利の下限とされていたところ、マイナス金利が採用されたことで政策余地は拡張されたものの、許容されるマイナス幅にも自ずと限界があろう。そもそも、新興国における構造調整の進捗による資金需要不足が低成長の理由なのだとなれば、構造問題に金融政策だけで対応することには限界がある。

金融政策の効果に対して限界が意識されるのだとなれば、次に焦点が当たるのは政府の支出拡大や減税などの財政政策である。本稿執筆時点では決定されていないが、実際日本では大型の補正予算による景気対策や、2017年4月に予定されている消費増税の先送りが議論されている。し

かし、構造調整を意識している中国は過度な景気減速を回避するため以上の財政出動は行わないであろう。伸び率が低いとはいえ成長している米国や欧州でも、財政出動の機運は高まりにくい。

さらに言えば、G7 や G20 などによる国際協調が大きな成果を生み出すとも考えにくい。財政・金融政策による景気の下支えと引き締めが必要な国が併存しているため、危機意識を共有できないからだ。むしろ、英国の EU 離脱運動や、米国大統領選での予想外の候補の躍進は、国際協調から遠ざかる動きのようにも見える。

【今後の注目点】

以上のような考察が正しいとすれば、世界経済は上にも下にも明確には動きにくい状況が続くと見込まれる。逆にだからこそ、どこかで大きな変化を生み出す兆候や方法を見出そうとする努力は続くであろう。筆者は、以下のようなポイントに注目している。

まず、グローバル経済へのリスクとして、既に述べた英国 EU 離脱運動や米国大統領選における予想外の候補の躍進などに見られる、アンチグローバリズムの動きに注意したい。実際にはこれらは実現しないと見ているが、世界的な「低成長」下でのフラストレーションがこれらの動きを生み出しているのだとすれば、同様の動きが今後も続く可能性は否定できない。世界が保護主義的な動きを強めるのだとすれば、それが世界景気や資産価格にとってどのような意味を持つのか、検討していかなければなるまい。

マクロ経済政策の面では、いわゆるヘリコプターマネー論が注目を集めている。金融政策の有効性が低下する一方で、直接に景気を刺激できる財政政策については財政赤字拡大とのトレードオフが常に付きまとう。しかし、中央銀行が無制限に財政赤字をファイナンスするヘリコプターマネーが認められれば、財政赤字を気にすることなく景気刺激を行うことが可能だ。ただ、その必要性が最も意識される日本においても、本年1月にマイナス金利政策が採用されており、実質的には量を重視する政策から金利政策への回帰に舵を切っていると判断される。ヘリコプターマネーが明示的に採用される可能性は低いだろう。規模の拡大に限界が存在する中、今後の財政政策は格差の是正を念頭に置いた所得再分配政策に比重が移されていく可能性の方が高いのではないだろうか。

最後に、「低成長」環境の中で相対的に有利なセクターとしては、家計部門が注目される。経済成長率は低いながら、日本でも米国でも中国でも、労働需給はひっ迫した状態が続いている。その背景に、少子高齢化を背景とした労働供給不足があるのだとすれば、労働需給は今後も逼迫した状態が続きやすい。したがって賃金には上昇圧力がかかりやすいはずである。一方で、新興国の投資ブーム一服により、資源価格は上昇しにくい。賃金が上がる一方でモノの値段が上がりにくい世界では、消費者の購買力は高まりやすい。「低成長」時代の静かな主役は、消費者なのかもしれない。

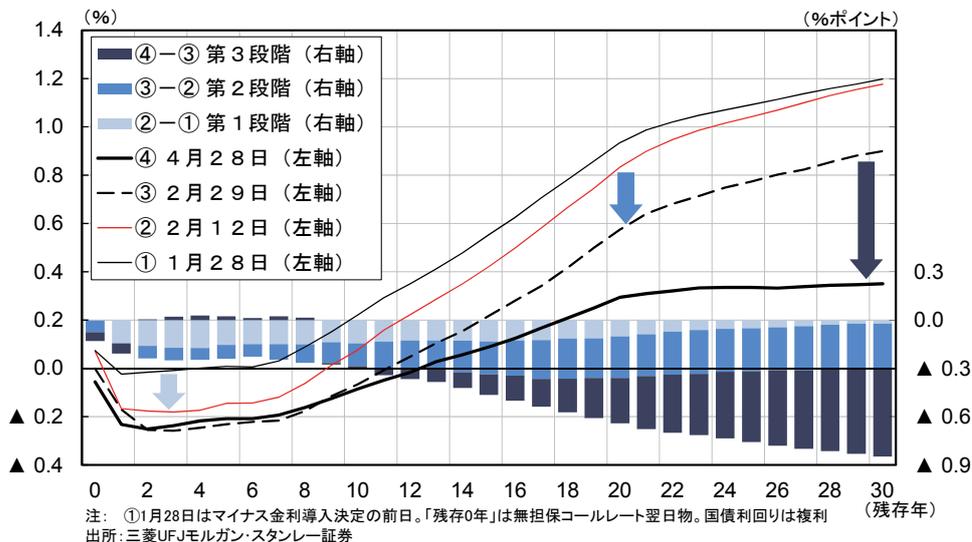
マーケット・アウトロックス (1)

「マイナス金利付き QQE」の行方と国債イールドカーブ変化

三菱UFJモルガンスタンレー証券 チーフ債券ストラテジスト 石井 純

日銀が1月末に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和 <QQE>」の導入を決めてから3カ月が経った。日銀は当初、『当座預金付利（政策金利残高付利）をマイナス化することでイールドカーブの起点を引き下げ、大規模な長期国債買入れと合わせて、金利全般により強い下押し圧力を加えていく』と政策効果を強調した。実際、国債イールドカーブは全体的に下方シフトしながら大きくブル・フラット化している（図1）。今や13年債あたりまでがマイナス利回りに“水没”してしまった。

図1：3段階を経てきた国債イールドカーブのブル・フラット化

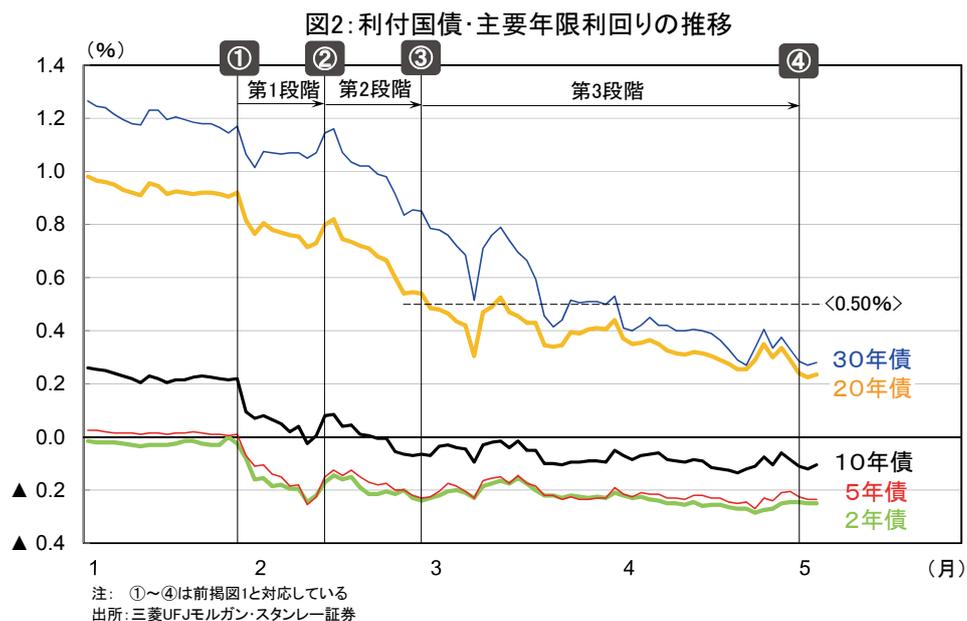


3カ月間の国債イールドカーブ変化を細かく見ると、次の3段階を経てきたことがわかる。第1段階は「マイナス金利付き QQE」決定から2月12日までの2週間（図1・2：①→②）。そこでは利下げ局面で一般的、典型的なブル・スティープ化が進行した。すなわち、伝統的な政策金利であり、『イールドカーブの起点』と位置付けられる無担保コールレート翌日物との「距離」が比較的近い、残存3～4年の短・中期債利回りの低下が主導。ただし、0%で下げ渋っていた無担保コールレート翌日物利回りが政策金利残高付利の年▲0.10%に向けマイナス幅を広げたのは、信託銀行がマイナス金利負担を転嫁するため投資信託の運用会社から手数料を徴収し始めた4月18日まで後ズレした。

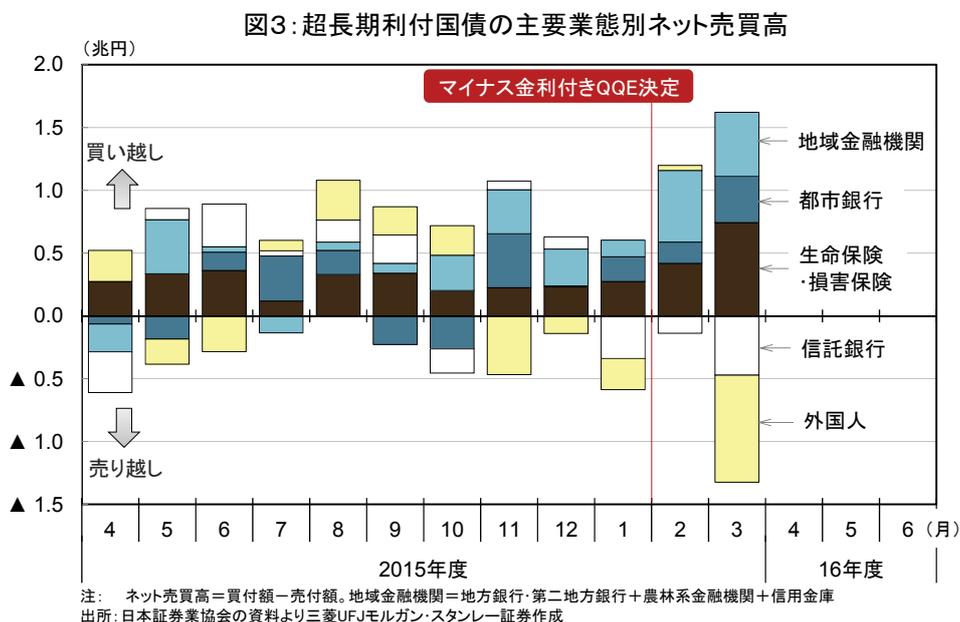
第2段階は2月後半（図1・2：②→③）。そこでは超長期債、特に20年債の利回り低下が主導するブル・フラット化に変じた。厳密に言うと、20年債までがブル・フラット化、20年債超がブル・スティープ化である。2月9日の“長期金利・初の0%割れ”をきっかけに（図2）、プラスの運用利回り確保を至上命題とした投資資金の消化（キャッシュ潰し）、いわゆる「超長期債・利回

り狩り（イールド・ハンティング）」が20年債ゾーンで勃興したのだった。

第3段階（図1・2；③→④）は3月以降。そうして20年債利回りが急低下し、3月早々に心理的なフロアとして意識されていた“0.50%”をも割り込むと（図2）、物色の矛先は少しでも高い利回りを求めて、20年債から30～40年債へとシフトした。結果、国債イールドカーブは30～40年債利回りの低下が主導する全般的なブル・フラット化に変じた。



「超長期債イールド・ハンティング」の民間部門の主体は、利付国債の売買高統計によれば、国内の銀行勢（都市銀行と地域金融機関）と生命保険・損害保険である。図3を見ると、その銀行勢は超長期利付国債を2月に7,393億円、3月に8,778億円、生損保がそれぞれ4,190億円、7,430



億円と比較的大きく買い越していたことがわかる。反面、信託銀行は今年1月から、外国人は昨年11月から売り越し傾向だ。特に3月は、信託銀が▲4,720億円、外国人が▲8,527億円と、合計で1.3兆円強という大幅な売り越しだった。信託銀は株安を受けた公的年金によるポートフォリオ・リバランス（株式比率の引き上げ/債券比率の引き下げ）が原因と目される。外国人は利益確定売りか。いずれにせよ、両業態の売り越しが超長期債主導のブル・フラット化に一定の歯止めを掛けていた形である。2月後半、20年債利回りの低下主導でブル・フラット化（第2段階）していた国債イールドカーブが、3月に入ってから30～40年債利回りの低下主導によるブル・フラット化（第3段階）に移行したことも考え合わせると、両業態の売り越しは20年債ゾーンが中心だったと推定される。

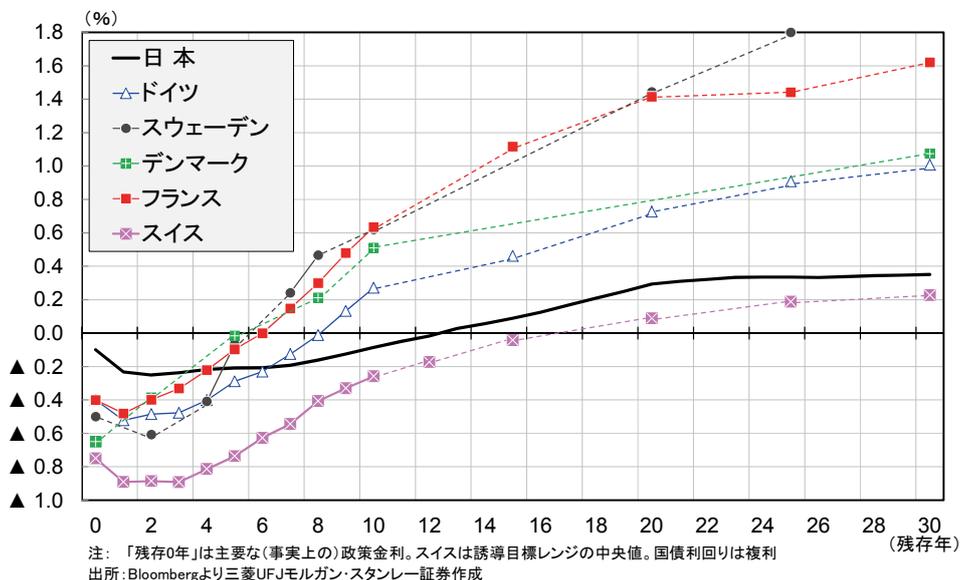
ところで、現下の国債イールドカーブの形状を欧州のマイナス金利導入国（表1）と比較してみると、図4のとおり、日本の特異性が一目瞭然だ。すなわち、日本が0%を挟んだ著しいフラット形であるのに対し、欧州は利下げ局面で一般的、典型的なスティーブ形である。このため、わが国では年▲0.10%という比較的“浅い”マイナス金利政策にもかかわらず、イールドカーブは残存13年あたりまで“水没”してしまった。対照的に、欧州ではより“深い”マイナス金利政策な

表1: マイナス金利政策を導入してる欧州4カ国

	主要な(事実上の)政策金利		導入時期	階層構造方式
日本	政策金利残高付利	▲0.10%	2016年1月	○
ユーロ圏	預金ファンリティ金利	▲0.40%	2014年6月	—
スウェーデン	レポ金利	▲0.50%	2009年7月	○
デンマーク	譲渡性預金金利	▲0.65%	2012年7月	○
スイス	3カ月LIBOR ターゲット金利	▲1.25%～▲0.25%	2014年12月	○

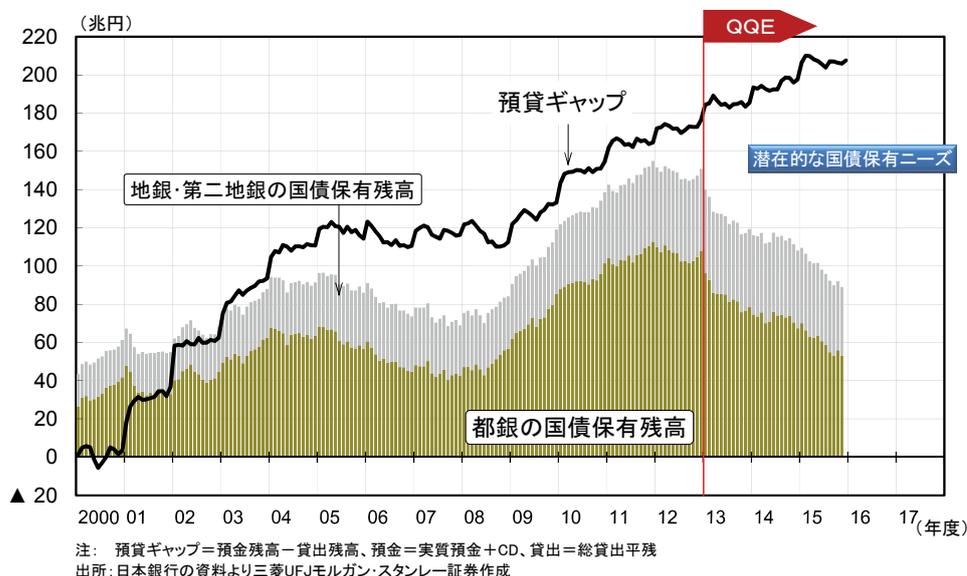
注: スイスは誘導目標レンジ。「階層構造方式」は中銀預金について
出所: 各種資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図4: マイナス金利導入国の国債イールドカーブ比較[4月末]



のに、長期債、超長期債が未だ“水没”を免れている（ただしスイスは例外）。このような違いの原因はいくつか考えられる。ファンダメンタルズ面では、中長期的な期待潜在成長率や期待インフレ率が案外、日本より欧州の方が高いのかもしれない。債券需給の面では、国内投資家の国債運用への依存度の違いだ。本邦銀行勢の潜在的な国債保有ニーズは、預金残高の増加基調と貸出伸び悩みによる預貸ギャップの拡大傾向を背景に相変わらず相当根強い（図5）。加えて、いわゆる「日銀トレード」による値ざや稼ぎという時代の国債運用ニーズもありそうだ。デュレーション・リスクにはひとまず目をつむった(?)「超長期債イールド・ハンティング」の勃興が、そうした事情を物語っている。

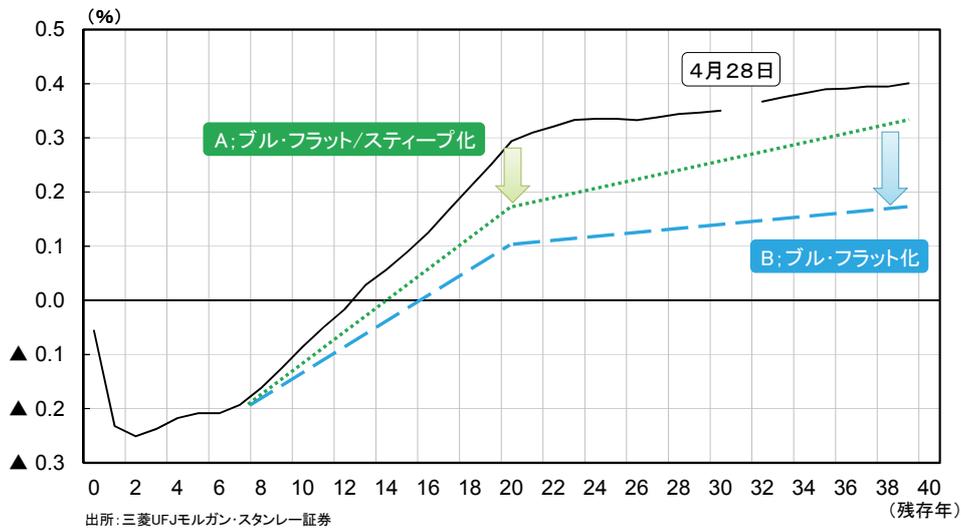
図5: 国内銀行の預貸ギャップと国債保有残高の関係



こうしてみると、国債イールドカーブは日銀が「マイナス金利付きQQE」を続ける限り、「超長期債イールド・ハンティング」によるブル・フラット化がなお進行しそうだ。そして、20～40年債が0.1%前後に収斂する“フル・フラット状態”に至る可能性もあながち否定できない。また、日銀が追加緩和でマイナス金利を“深掘り”していった場合には、短・中期債利回りが連動してマイナス幅を広げ、国債イールドカーブは“水没”範囲を20年債あたりまで広げ、現在のスイス（図4）のような水準、形状に近似していきそうだ。

国債イールドカーブがそのように“フル・フラット化”するとしたら、それは「超長期債イールド・ハンティング」における循環物色の帰結である。循環物色とは、ハンティングの矛先が、〔I〕先買い進まれた20年債（図6A；ブル・フラット/スティープ化）から〔II〕割安になった30～40年債へとシフトし（同B；30～40年債主導のブル・フラット化）、〔III〕再び割安になった20年債に回帰する…というメカニズムのこと。20年債を境にブル・フラット/スティープ化した2月後半の第2段階（図1・2；②→③）が〔I〕に、30～40年債主導で全般的なブル・フラット化に転じた3月以降の第3段階（図1・2；③→④）が〔II〕に該当していた。とすると次の局面

図6:【イメージ】超長期債の循環物色による国債イールドカーブ変化

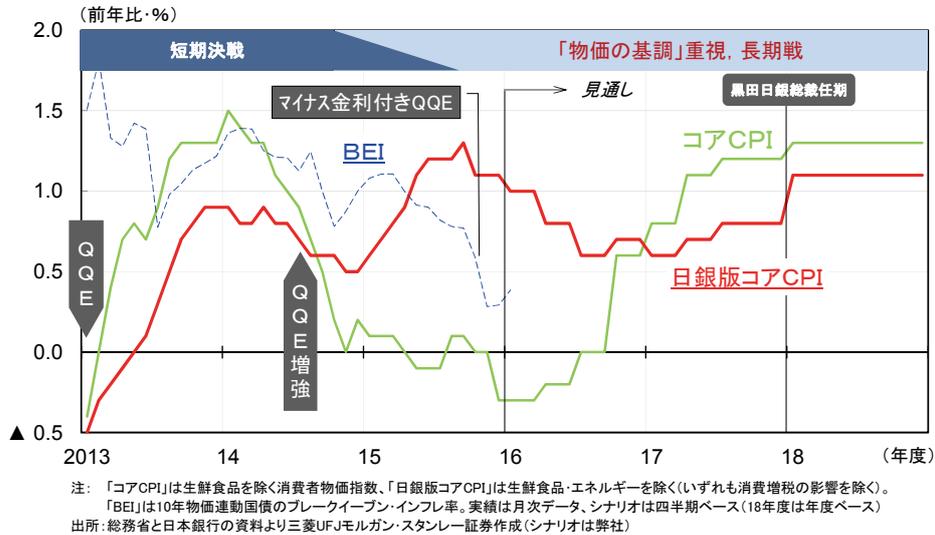


は〔Ⅲ〕だ。このような循環物色が続けば、国債イールドカーブの超長期債ゾーンは限界的なブル・フラット化の余地を探って“フル・フラット化”してゆくことになる。その過程では、国債市場から撤退する投資家が増えるだろう。そうした兆候は周知のとおり、すでに表れている。生損保の今年度運用計画は「脱国債」色が一段と濃くなった。

国債イールドカーブの“スイス型化”もイメージ・トレーディングしておく必要性が強まっている。日銀の次の一手は「マイナス金利付きQQE」の出口戦略ではなく、追加緩和の公算が大きいからだ。日銀は「マイナス金利付きQQE」を『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継続する』（声明文、総裁会見より）とコミットし、物価上昇率が2%程度に達する時期については2017年度中と予測している。しかし、達成できそうな時期は期待インフレ率の伸び悩みやデフレ・ギャップの解消遅延を背景に、今後とも逃げ水のように後ズレしていくと予想される（図7）。日銀が重視している「物価の基調」、その先行指標である期待インフレ率や足元のそれを映している日銀版コアCPIの上昇率がともに下振れし、2%目標の実現が危ぶまれる場面では、『「量」・「質」・「金利」の3つの次元で緩和手段を駆使して、金融緩和を進めていく』ことになる。

ただし、追加緩和の具体策は「質」と「金利」に制約されそうだ。「量」、すなわち長期国債買入れの増額は、メガバンクの国債保有残高（2月末現在53兆円）が減って担保需要額に近づくなど物理的な限界を意識せざるを得ないので困難だろう。黒田東彦総裁はこの点につき、『買入れに障害が起こっているということは全くない』（4月28日）と語り、意に介していない風を装っているが…。一方、「質」については、ETFとJ-REITの買入れ増額が見込まれる。「金利」に関して、日銀はマイナス金利導入の決定時に、『今後、必要な場合、さらに金利を引き下げる』（1月29日「本日の決定のポイント」）と明言した。最近も黒田総裁が会見で『（マイナス金利に対し金融機関などから批判の声が上がっているが）必要ならば、いくらでもマイナス金利を深掘りで

図7:「物価の基調」の見通し



きる』(4月28日)と述べ、追加利下げ方針を強調している。日銀はマネタリーベース・コントロール政策に代わるマイナス金利政策という新手の社会実験を、最短でも黒田執行部が任期を迎える17年度末まで敢行してゆく覚悟に揺るぎはなさそうだ。

日銀がマイナス金利の深掘りを有言実行し、国債イールドカーブが現下のスイス型(図4)に近似していった場合、そのとき国債市場は一体全体どうなっているのだろうか? 20年債利回りが0%前後、30~40年債利回りがプラスとは言え0%近くという異常な低水準では、投資家は償還対策を含む窮余の「超長期債イールド・ハンティング」も完全に手仕舞わざるを得ず、国債市場(運用)からの全面撤退を余儀なくされそうだ。その前兆現象なのだろう、国債の新規購入(償還対策を含む)を今年度から一切取り止めることを決めた地域金融機関も出てきたという。国債市場は、こうしてみると、「日銀トレード」というディーリングだけの場と化していきそうだ。それは由々しい事態である。

マーケット・アウトLOOK (2)

主要国の今後の長期金利見通し

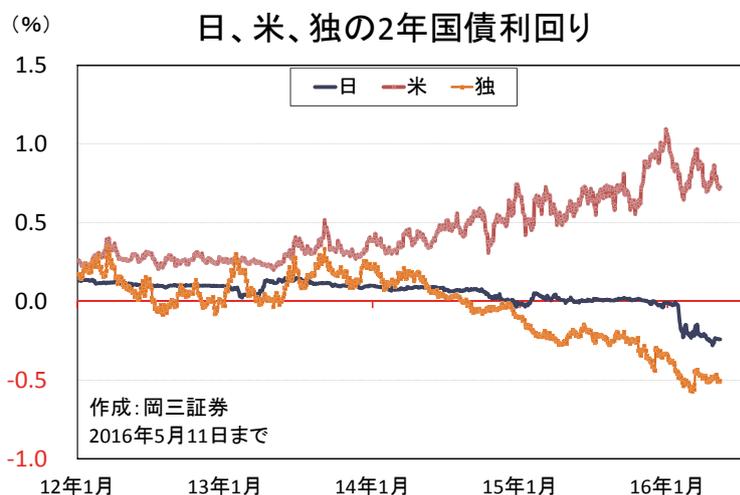
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠

■主要国では緩和的な金融政策が続く

FRB は昨年 12 月に 9 年半ぶりの利上げを決定したが、今年に入ってから世界経済の減速懸念を背景に金融市場が不安定な動きを強めたことで、2 回目の利上げには踏み切れないでいる。昨年利上げを決定した時点では、FRB は今年 4 回程度の利上げを想定していたが、3 月の FOMC では今年の経済成長率見通しを若干下方修正するとともに、今年の利上げは 2 回程度にとどまるとの見方を示した。FOMC メンバーからは、年内 2 回の利上げは妥当との発言が続いているが、市場では懐疑的な見方が優勢になっている。世界経済の減速懸念を強める材料となった原油価格には底打ち感も出てきたが、1～3 月期の米実質 GDP が予想を下回り、米景気の力強い拡大も見込みづらい状況で、FRB は世界経済や金融市場の動向を見極めながら慎重に利上げを進めていくことになる。

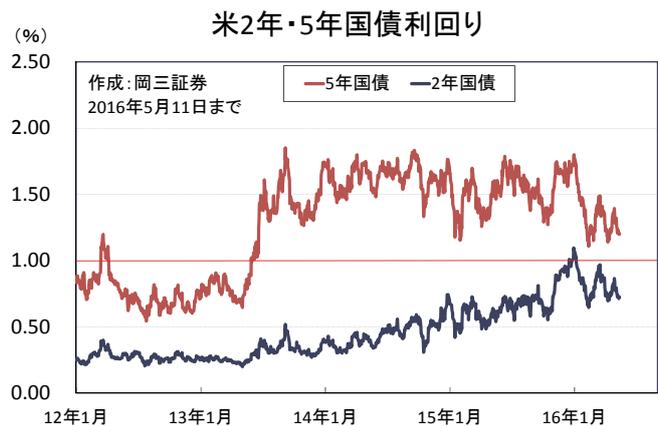
一方、ユーロ圏、日本では国債を中心とした資産買入れによる量的金融緩和が続いており、金融政策の引き締め方向への転換は当面見込みづらいただろう。ドラギ ECB 総裁は、3 月の定例理事会後の記者会見で、これ以上のマイナス金利幅の拡大は考えていないと発言したが、景気回復や物価上昇の目途はまだ立っておらず、今後の経済環境次第では金融面からの追加対策を迫られる可能性があるだろう。日本では 1 月にマイナス金利付き量的・質的金融緩和が導入されたが、その後も円高、株安の流れは続いており、黒田日銀総裁は量、質、金利のすべての面で追加緩和に踏み切る用意があると発言している。4 月の金融政策決定会合では、1 月に決定したマイナス金利政策の効果を見極める姿勢を示したが、物価安定目標の達成に目途が立たないなかで、今年も追加緩和に動く可能性が高いだろう。

各国中央銀行の緩和的な金融政策が続くことで、主要国の中短期国債利回りは低位での安定推移を続けよう。大幅な物価上昇も見込みづらく、長期金利の上昇は限られよう。

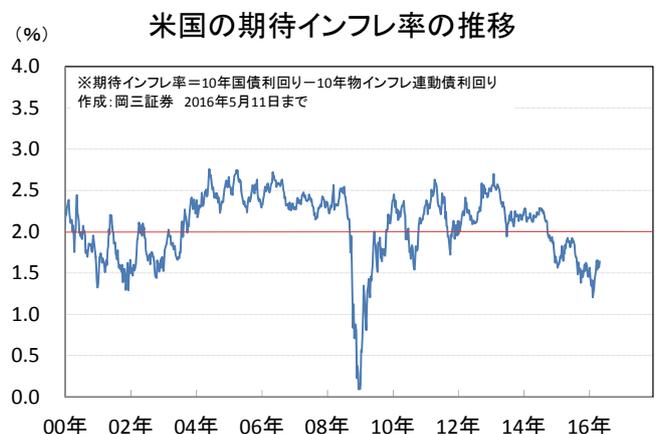


■米長期金利の上昇は限定的に

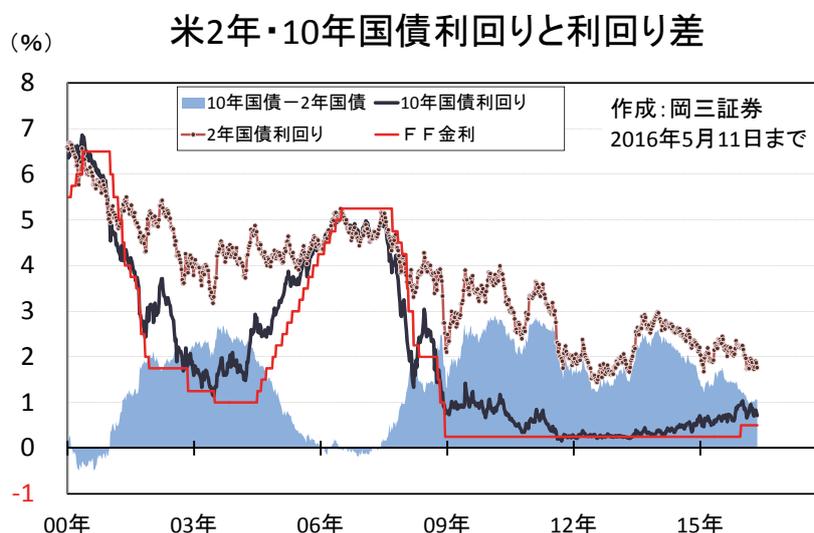
昨年12月にFRBが利上げに踏み切ったことで、米2年国債利回りは一時1%を上回った。その後は世界経済の減速懸念が強まったことや、今年の利上げは2回程度にとどまるとの見方が示されたことで、今年に入ってからの米2年国債利回りは1%を下回る水準で推移している。足元の米債券市場では、今年2回の利上げにも懐疑的な見方が優勢と思われるが、仮に今年2回の利上げが行われたとしても、年内のFF金利は1%を下回る水準で推移しよう。ユーロ圏高格付け国や日本では中短期国債利回りがマイナス圏に定着しており、今後も海外投資家からの米債需要が続くなかで、米2年国債利回りが1%を大きく上回る可能性は低いだろう。今後米景気の拡大見通しが強まり、利上げへの警戒感が高まれば、米5年国債利回りもここ3年間の上限を上回ってこようが、早くても2回目の利上げが決定されてからになる。現時点では米景気の先行き不透明感も続いており、米中短期国債利回りの大幅な上昇は見込みづらいらしい。



足元では下落基調が続いた原油価格に底打ち期待が強まっており、米債券市場では物価上昇への警戒感が債券相場の上値を抑える要因になっている。米期待インフレ率は、14年9月以降2%を下回った状態を続けているが、原油価格の底打ち期待を背景に上昇に転じる兆しも見え始めている。ただ、依然として2%を大きく下回る水準であり、物価上昇を伴う米景気の力強い拡大を市場が想定している状況ではないだろう。米国経済の長期停滞論や、循環的には米景気もいずれ後退局面に入るとの見方も根強く、期待インフレ率が2%を大きく上回る可能性は当面低いと思われる。米景気が今後順調に拡大し、期待インフレ率が2%を上回れば、米長期金利の上昇圧力は強まろうが、中国経済を中心に世界経済の減速懸念が残るなかで、米長期金利だけが大きく上昇する可能性は低いだろう。金融市場の不安定な動きが強まれば、安全資産としての米債需要は高まりやすい環境であり、米長期金利の大幅な上昇もしばらく見込みづらいらしい。



米国では利上げ局面に入ったことで、イールドカーブはフラット化の動きが続いている。前回の利上げ局面だった04年も、利上げが開始される前からイールドカーブのフラット化が始まり、利上げの最終局面になった06年から利下げが始まるまでの約1年間は、2年国債利回りと10年国債利回りはほぼ同水準で推移した。今回の利上げ局面では、最終的に政策金利がどこまで引き上げられるかが注目されようが、FOMCメンバーによる17年末の政策金利予想では、半数以上のメンバーが2%は上回らないと現時点では予想している。昨年12月の利上げからすでに約半年が経過するなど、FRBが慎重に利上げを進めるなかで、今後も米イールドカーブはフラット化の動きを続けよう。利上げ観測が続くことから、米2年国債利回りは緩やかな上昇基調となろうが、米10年国債利回りの上昇幅は、2年国債利回りの上昇幅より小さくならう。年内2回程度の利上げ観測が続くとすれば、米10年国債利回りが2%を大きく上回る可能性は低いと思われる。



■為替市場では米ドル高修正の動きに

日銀やECBが量的金融緩和を拡大するなかで、FRBは一足先に量的金融緩和を終了し、利上げ方向に動いてきた。将来的な金利差拡大見通しから、為替市場では昨年まで米ドルの主要国通貨に対する上昇が続いてきたが、世界経済の減速懸念から金融市場の不安定な動きが強まったことや、FRBの利上げペースも当初の想定より緩やかなペースになったことから、足元では米ドル高の流れは修正され始めている。原油価格の下落で日本の貿易赤字が縮小し、経常黒字が定着してきたことも円が上昇しやすい要因になっていよう。日本経済にとっては、円安進行による企業業績の改善がデフレ脱却に向けた大きなエンジンだっただけに、国内景気の先行き不透明感も強まっている。1-3月期の米実質GDPが予想を下回り、米景気の先行きにも不透明感が強まるなかで、今年は大幅な米ドル高・円安の進行は難しいだろう。世界経済の減速懸念が強まり、金融市場がさらに不安定な動きを強めるような展開となれば、逃避資金が国内債券市場に流れ、一時的に円高圧力を強める可能性も考えられよう。日銀は引き続きデフレ脱却に向けて強力な金融緩和政策を続けようが、昨年までのような円安、株高基調はしばらく見込みづらいただろう。米景気の拡大が予想以上に強く、米利上げペースが今の想定より速まるようであれば、米ドル高・円安の動きは強まろうが、今年は円高への警戒感が残る可能性が高いだろう。

■日本の長期金利は低位での安定を続けよう

円高、株安への警戒感がしばらく続くとすれば、国内景気の先行き不透明感もなかなか払拭されないだろう。日銀は4月に公表した展望レポートで、16年度の経済成長率、物価見通しを下方修正したが、市場の期待が強かった追加緩和には動かなかった。黒田日銀総裁は、1月に導入したマイナス金利付き量的・質的金融緩和の効果をしばらく見極めると説明したが、世界経済の先行き不透明感が続くなかで、個人や企業のマインドはなかなか改善しないだろう。すでに消費増税先送りや、補正予算による財政面からの景気対策も検討されているが、円高、株安に歯止めがかからなければ景気対策による景気押し上げ効果も一時的にとどまろう。国内景気の回復や物価安定目標の達成に目途が立たないなかで、日銀は今年も追加緩和に動くことになろう。日銀の強力な金融緩和政策が続くことで、国内長期金利の上昇も限定的と思われる。

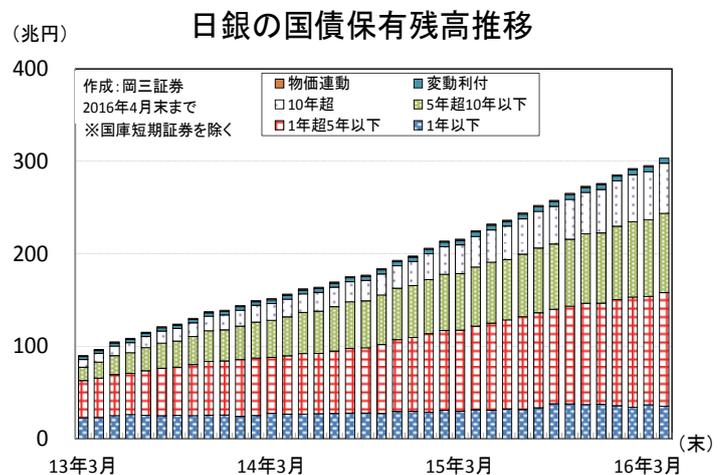
日銀が量的・質的金融緩和を導入してすでに3年以上が経過したが、この間14年10月、16年1月と2回の強力な追加緩和が決定された。日銀は毎年80兆円の残高増加を目指して市場からの国債買入れを続けているが、16年4月末の日銀の国債保有残高は3年前から3倍以上増加し、300兆円を上回ってきた。現在、日銀は国債発行残高の30%以上を保有し、さらに毎月約10兆円程度の国債を市場から買入れ続けていることから、日銀の国債保有残高は今後も着実に増加し、2年後には国債発行残高の50%近くを保有することが見込まれている。今年度の新規国債発行額とほぼ同額の国債を日銀が市場から買入れることで、現状の金融政策が維持されるだけでも国債の需給はさらに逼迫しよう。1月からのマイナス金利政策導入もあり、残存期間10年以下の国債利回りはすでにマイナス圏に定着しているが、利回りがプラス圏を回復すれば押し目買いに動く国内投資家は多いだろう。国債利回りには需給面からの低下圧力が続くことも、長期金利の上昇を抑える要因となろう。

2016～2018年度の政策委員の大勢見通し(中央値)

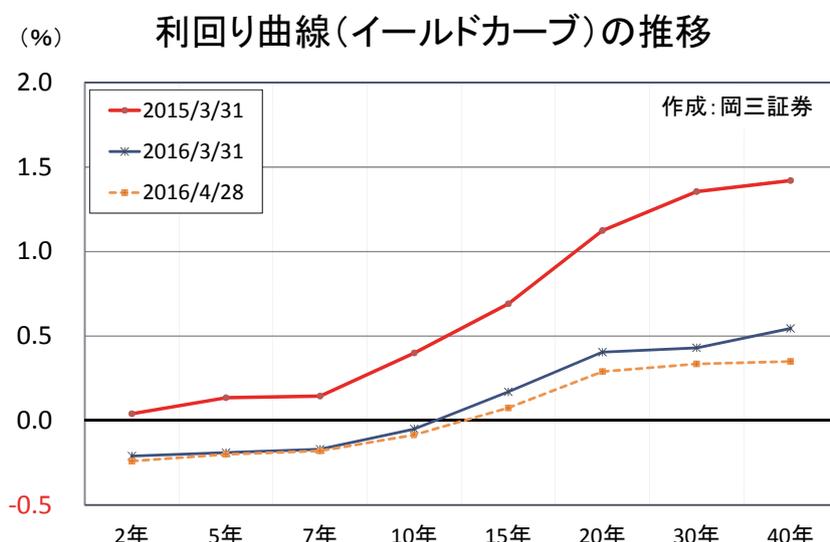
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税率引き上げの 影響を除くケース
2016年度	+1.2	+0.5	
1月時点の見通し	+1.5	+0.8	
2017年度	+0.1	+2.7	+1.7
1月時点の見通し	+0.3	+2.8	+1.8
2018年度	+1.0	+1.9	

注) 数値は政策委員見通しの中央値、対前年度比、%。

出所: 日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2016年4月)



国内債券市場でも、米国市場と同様にイールドカーブのフラット化が進んでいる。米国では短期国債利回りが上昇してイールドカーブがフラット化しているのに対して、国内では超長期国債利回りが大きく低下してイールドカーブはフラット化している。通常金融緩和の最終局面となれば、期待インフレ率の上昇とともにイールドカーブはスティープ化しようが、今のところイールドカーブがスティープ化に向かう気配は見られない。日銀は17年度中に物価上昇率が2%に達する可能性が高いとしているが、市場参加者の多くは依然として日銀の見方には懐疑的といえよう。今後予想される財政面からの景気対策などが期待インフレ率を押し上げ、長期金利の上昇圧力となる可能性はあろうが、長期的な日本の経済成長率見通しが高まらないなかでは、期待インフレ率の上昇は一時的にとどまろう。根強い追加緩和期待が残るなかで、日本のイールドカーブがスティープ化に向かうにはまだかなりの時間を要しよう。



■主要国の長期金利は引き続き低下余地を探ろう

欧州債券相場については、日本と同様に ECB の強力な金融緩和政策が続くことから、堅調な展開が続くと思われる。英国などユーロ圏以外の国々でも物価上昇圧力は高まっておらず、金融政策を引き締め方向に転換するのはしばらく難しいだろう。独、仏などユーロ圏の高格付け国では、日本と同様に中短期国債利回りがマイナス圏に定着している。ECB の国債買入れも続くことから、まだプラス圏を維持している各国の長期金利は緩やかな低下基調が見込めよう。ただ、仏、ベルギーなどでは50年国債が発行され、イタリア、スペインなどでも発行する国債の年限を長期化する流れが強まっており、日本のようなイールドカーブの急速なフラット化は見込みづらいと思われる。

主要国の長期金利は、低成長、低インフレを背景に90年以降緩やかな低下トレンドを続けている。マイナス金利政策が導入されている日本では、10年国債利回りはついにマイナス圏に突入したが、独10年国債利回りも今後マイナス圏に低下していく可能性があるだろう。投資家にとってはマイナス

利回りの国債は積極的な投資対象にはならないことから、今後の利回り低下余地は限られようが、日本、ユーロ圏では強力な金融緩和政策がしばらく続く見込みであり、長期金利が本格的な上昇トレンドに入ることは考えづらいだろう。

米国では利上げ局面に入っているが、物価上昇率は依然として目標である2%を下回っている。今後の世界経済の動向次第では、利上げペースがさらに遅れる可能性もリスクシナリオとしては十分考えられよう。米利上げ観測が後退することになれば、長期金利の低下が先行してイールドカーブはさらにフラット化しよう。

主要国では物価上昇が警戒されるような経済成長は見込みづらい状況であり、長期金利は引き続き利回りの低下余地を探る展開となるだろう。



NPO 法人の資金調達の現状～ソーシャルビジネスの資金的課題

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

地方創生を推進する一方、地方自治体の財政状況は悪化しており、地域社会の課題解決のため NPO 法人(特定非営利活動法人)等による公共サービスの提供や地方財源を原資としないソーシャルビジネスに対する期待が高まっているところである。このような社会的に有益な事業に対し金融サービスを提供する仕組み(ソーシャルファイナンス)は近年多様化をみせている。

海外においては、社会的な目的を持った企業や事業などに投融資するソーシャルバンクや、地域・職域での相互扶助を目的に組織されるクレジットユニオン、貧困層向けに小規模金融サービスを提供するマイクロファイナンスなどソーシャルファイナンスは盛んであり、制度面からの保護・促進する仕組みが存在しているが、我が国においては未だ整備されていない状況である。海外の事例を参考に、ソーシャルビジネスが我が国で発展していくための資金面での課題を考察することとしたい。

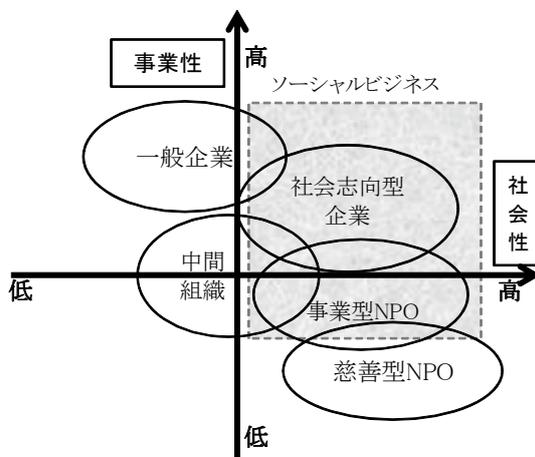
1. 我が国のソーシャルファイナンスの歴史的背景

我が国のソーシャルファイナンスの歴史は古く、鎌倉時代の「頼母子講」「無尽」に遡る。これらは相互扶助の精神による非営利の地域金融システムであり、貯蓄・保険・投資の側面を持つ庶民金融であった。しかし、明治に入り近代的銀行制度への移行の中で営利機関化され、戦後には相互銀行(のち第二地方銀行)へと転換していくこととなった。一方で、ドイツの信用組合をモデルとした非営利の相互扶助を理念とする信用組合・信用金庫等の協同組織金融機関が誕生し、地域密着型金融の発展において重要な役割を担ってきたが、近年、金融サービス面で地域銀行¹との差が殆どなくなってきたとの指摘もみられる。

ソーシャルビジネスとは、社会的問題の解決と組織存続のための事業性の確保を両立させた事業であると定義²されており、その要件として①社会性②事業性③革新性が挙げられる。ボランティア活動と異なる点は、寄付や行政からの助成金よりも、ビジネスの手法を活用して資金調達することに重点を置いていることである。

我が国においてソーシャルビジネスの概念が取り上げられたのは、「新しい公共」のなかで

(図表1)ソーシャルビジネスの担い手



(出所) 経済産業省「ソーシャルビジネス研究会報告書」(2008.4)より作成

¹ 地方銀行および第二地方銀行を指す。

² 経済産業省「ソーシャルビジネス研究会報告書」(2008年4月)による。

あった。「新しい公共」とは、2009年の第173回国会における鳩山内閣所信表明演説の中で提唱された「人と人が支え合い、役に立ち合う」社会像であり、その実現のために「新しい公共」円卓会議が設置され、その後「新しい公共」推進会議に引き継がれた。2010年6月の「新成長戦略～『元気な日本』復活のシナリオ～」では、「新しい公共」は「国民の多様なニーズにきめ細かく応えるサービスを、市民、企業、NPO等がムダのない形で提供することで、活発な経済活動が展開され、その果実が社会や生活に還元される。」と記された。2012年の政権交代後は「共助社会づくり」と名称を変えながら、2014年5月の自民党の成長戦略「日本再生ビジョン」においては、新しい法人形態「ソーシャルビジネス法人（仮称）」の法制化が盛り込まれた。NPO法人の中には安定的な財源を確保できず、財務的な持続可能性に課題を抱えている団体も多いことから、株式会社とNPO法人の中間に位置する法人形態として、ソーシャルビジネス法人の法制化の必要性が謳われた。この構想は「ローカルマネジメント（LM）法人」（仮称）に引き継がれ、経済産業省「日本の『稼ぐ力』創出研究会」の提言では、鉄道・バス等の公共交通、小売、保育、介護、宿泊、ガソリンスタンドといった生活密着型のサービスを総合的・効率的に提供する事業体としてLM法人を新設するとしている（図表2）。収益事業からの利益を再投資できるほか、配当にも回せる措置を検討し、収益力を高めることで資金を集め易くするねらいがある。税制優遇については、公益事業の利益を非課税にすることや寄付金を出した人への所得控除などを検討する。収益事業と採算の取れ難い公益事業をセットとして運営することを想定し、早ければ2016年にも法制化が見込まれている。

（図表2）LM法人構想の概要



出所）日本経済新聞（2015年1月28日付）

2. 海外のソーシャルファイナンスの概要

(1) CDFI（米国・英国）

米国においては、金融排除問題や都市の荒廃等社会問題への対応から地域開発公社（CDC：Community Development Company）やNPOによる取り組みがなされてきた。これらは「コミュニティ開発」と呼ばれ、1977年に地域再投資法（Community Redevelopment Act：CRA法）が設置されたことで、NPO等の資金調達が可能になった。CRA法で商業銀行に対してペナルティ³を課すことにより、コミュニティ開発が促進されたのである。

また、米国はCDFI（Community Development Financial Institute）という非営利な地域金融機関の発祥の地でもある。CDFIは、商業銀行が融資しない地域開発公社や中小企業・低所得者・NPO等に融資することにより、まちづくりや貧困対策を促進する資金仲介機能を有する。機能的には日本のNPOバンクがこれに相当するが、政府がCDFI基金を設置している点で異なる。投資家がCDFIに投資すると「地域開発投資減税」が受けられることに加え、地域の事業者はCDFI

³ コミュニティ・レンディングの評価が毎年行われ、評価の低い銀行は支店の拡大や他行との合併が規制される。

基金から技術や経営ノウハウ等のサービスが受けられる。このように個人の投資を誘発し社会に還元する地域活性化の仕組みを政府が支援しているのである。

英国においても同様に、格差による社会的排除や金融排除問題への対応から、CDFI がコミュニティ開発を促進し、重要な役割を担ってきた。米国 CRA 法を参考に、1999 年には公的基金である「フェニックス・ファンド」と呼ばれる補助金制度が設立されたことに加え、2003 年には政府に認定された CDFI への投資に対して税額控除⁴が受けられる地域投資優遇税制度が制定された。

また、英国には CIC (Community Interest Company) が存在するが、これは NPO 法人と株式会社の中間的な法人格であり、両者のハイブリッドといえる。組織の目的は金銭的利益の追求ではなく、社会にとっての利益を重視する一方で、株式を発行し資金を調達することが可能という株式会社の側面も併せ持っている。ただし、株式の配当は低額に限定⁵され、資産は事業の維持の範囲までとしコミュニティの便益のために使用されなければならない。社会にとっての利益を組織の目的に掲げながらも、株式による資金調達が可能という特徴があり、前述のソーシャルビジネス法人・LM 法人はこれを参考にしたものである。

(2) ソーシャルバンク (欧州)

ソーシャルバンクは、地域経済に貢献しつつ、環境金融やマイクロファイナンス、文化・教育等の公共性の高い事業に傾斜した金融機関である。代表例はトリオドス銀行 (オランダ) や GLS コミュニティ銀行 (ドイツ) であり、投融資の対象を環境・社会事業に限定している (図表 3)。いずれの金融機関も「意思あるお金」の資金循環を見える化することで国民の支持を得ており、事業性利益・社会的利益・環境に配慮したいわゆる「トリプルボトムライン」金融機関といえる。

(図表3) 欧州の主なソーシャルバンク

	トリオドス銀行 (オランダ)	GLSコミュニティ銀行 (ドイツ)	倫理銀行 (イタリア)	La NEF (フランス)	コーポラティブ銀行 (イギリス)
主な拠点	ベルギー・イギリス・スペイン・ドイツに海外展開	ボッフオムに本部フランクフルト・フライブルグ・シュツガルト・ハンブルグに支店	パドヴァ	ヴォー=アン=ヴラン	マンチェスター
設立	1968年(1980年免許取得)	1974年	1999年	1979年(1988年認可)	1971年(1992年倫理基準導入)
融資対象分野	①自然・環境②社会的ビジネス③文化と社会福祉④南北問題⑤住宅	①環境配慮型住宅②介護・医療③教育④有機農業⑤バリアフリー住宅⑥芸術・文化⑦共同住宅⑧有機製品販売	①社会的目的②文化・市民生活③国際援助④環境	①環境保護②社会的連帯③人間的・文化的発展に限定	倫理基準 ①人権②武器③社会的企業④生態学的な影響⑤動物保護⑥環境⑦企業責任
備考	融資の他に、風力発電開発に資金提供するトリオドス・ベンチャー基金を設立。宗教的・民族的なマイノリティへの積極的融資。	「自由への教育」を掲げるシュナイター教育を実践する学校建設資金を集める活動が起源。	1970年代後半に設立された協同組合(MAG)が起源。	1987年に協同組合、1988年に金融協同組合として認可を受ける。一般の個人向け融資はない。	1872年卸売業者協同組合組織に対する預金および融資を起源とし、その後個人向けも開始。積極的な金融排除への取り組み。

出所) 各銀行HPより作成

⁴ 1年当たり投資額の5%が減税される。

⁵ 「Asset Lock」と呼ばれる。

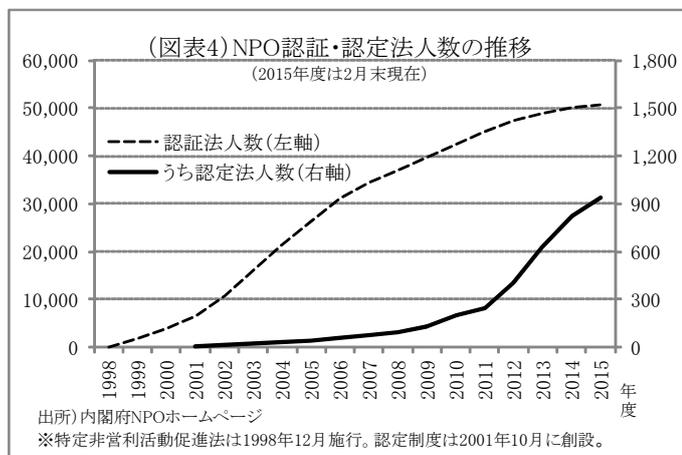
3. 我が国 NPO 法人の資金調達状況

1998年の特定非営利活動促進法施行以降のNPO法人数の推移をみると、2011年の税制改正をきっかけに認定数が急増している（図表4）。この税制改正で、認定法人への寄付の最大50%が税額控除されることと、「みなし寄付」制度⁶が付与されることとなったためである。ただ、認定を受けるためには一定の要件⁷があり、認定を取得したいが基準をクリアできない団体も多いことから、要件の緩和や仮認定の特例の延長など措置が要望されているところである。

また、認証法人の活動分野についてみると、医療福祉・社会教育・まちづくりに対する活動が多いが、第19号のように中間支援機関としての活動も多くみられる（図表5）。

NPO法人の資金源は、会費・寄付・出資金・補助金・助成金・事業収入のほか、金融機関等からの借入がある。借入先については、民間金融機関（地域銀行・信用金庫・信用組合・労働金庫）、政府系金融機関（日本政策金融公庫）、非金融機関（NPOバンク）、地方自治体等がある。

NPOバンクの草分けとされているのが1994年設立の「未来バンク事業組合」であり、全国NPOバンク連絡会の資料によると、2015年3月末現在で13のNPOバンクが活動している（図表6）。NPOバンクは銀行法上の金融機関ではなく⁸預金を扱えないため、融資の原資は基本的に趣旨に賛同した市民からの出資金である。出資者（会員）の大多数は個人であり、会員に対して出資額の10～20倍以内（つなぎ融資を除く）を融資額の上限に設定しているため、NPOバンクからの借入れを希望するNPO等は、まずNPOバンクに一定額を出資する必要がある。そのため融資額は少額にとどまる傾向にある。



(図表5) 特定非営利活動法人の活動分野について(複数回答)
2015年9月末現在 認証法人数:50,408

号数	活動の種類	法人数	割合
第1号	保健、医療又は福祉の増進を図る活動	29,504	59%
第2号	社会教育の推進を図る活動	24,126	48%
第3号	まちづくりの推進を図る活動	22,142	44%
第4号	観光の振興を図る活動	1,842	4%
第5号	農山漁村又は中山間地域の振興を図る活動	1,627	3%
第6号	学術、文化、芸術又はスポーツの振興を図る活動	17,861	35%
第7号	環境の保全を図る活動	14,037	28%
第8号	災害救援活動	4,033	8%
第9号	地域安全活動	5,894	12%
第10号	人権の擁護又は平和の活動の推進を図る活動	8,442	17%
第11号	国際協力の活動	9,507	19%
第12号	男女共同参画社会の形成の促進を図る活動	4,569	9%
第13号	子どもの健全育成を図る活動	22,717	45%
第14号	情報化社会の発展を図る活動	5,741	11%
第15号	科学技術の振興を図る活動	2,810	6%
第16号	経済活動の活性化を図る活動	8,920	18%
第17号	職業能力の開発又は雇用機会の拡充を支援する活動	12,315	24%
第18号	消費者の保護を図る活動	3,160	6%
第19号	前各号に掲げる活動を行う団体の運営又は活動に関する連絡、助言又は援助の活動	23,536	47%
第20号	前各号で掲げる活動に準ずる活動として都道府県又は指定都市の条例で定める活動	180	0%

(出所)内閣府NPOホームページより作成

⁶ NPO法人の収益事業から非収益事業に課税所得を移せる制度であり、実質的な法人税減税制度といえる。

⁷ 事業活動において共益的な活動の占める割合が50%未満であること、運営組織及び経理が適切であること、情報公開を適切に行っていること、事業報告書等を所轄庁に提出していること等の基準がある。

⁸ 出資法や金融商品取引法適用除外の貸金業者である。

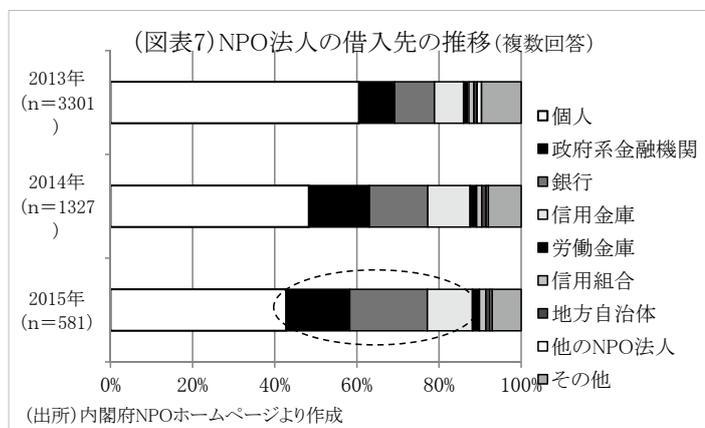
(図表6) 全国のNPOバンクの現況

(単位:千円)

名称	設立年	出資金	融資累計	融資残高	金利	貸付額	年限
未来バンク事業組合	1994年	149,146	1,100,014	53,747	金利:2%	上限:300万円	最長5年
女性・市民コミュニティバンク	1998年	114,780	588,365	66,297	金利:1.8~5.0%	上限:1,000万円	最長5年
(特非)北海道NPOバンク /NPOバンク事業組合	2002年	43,124	349,270	10,467	金利:2~5%	上限:200万円	最長2年
(特非)NPO夢バンク/NPO 夢バンク事業組合	2003年	13,870	302,230	48,363	金利:2~3%	上限:500万円	最長5年
東京コミュニティパワーバンク	2003年	105,100	307,638	54,257	金利:1.5~2.5%	上限:1,000万円	最長5年
コミュニティ・ユース・バンク momo	2005年	51,598	126,340	22,788	金利:2.5%	上限:500万円(原則)	最長3年(原則)
天然住宅バンク	2008年	61,177	70,204	16,474	金利:0~2.0%	上限:300万円	最長10年
もやいバンク福岡	2009年	12,850	35,970	6,390	金利:1.5~3.0%	上限:300万円	最長5年
公益財団法人信頼資本財団	2009年	0	84,570	17,306	金利:0%	上限:300万円	最長2年
ピースバンクいしかわ	2010年	10,969	25,507	5,061	金利:3.0%	上限:300万円	最長5年
公益社団法人難民起業サ ポートファンド	2010年	3,000	2,520	916	金利:3.0~7.5%	上限:100万円	最長:5年
はちどりBANK@とやま	2011年	7,620	4,900	1,400	金利:1~2.5%	上限:300万円	最長:3年
一般社団法人トス飯田市民 ファンド	2008年	7,001	19,090	5,600	金利:無利子	200万円(最長:1年)100万円(最長:2年)	
	計	580,235	3,225,078	309,066			
	対前年度比	99%	110%	116%			

(出所)NPOバンク連絡会HP

NPO法人の借入先の推移をみると、近年政府系金融機関・銀行・信用金庫の割合が伸びてきている(図表7)。背景には、2015年10月の中小企業信用保険法の改正が挙げられる。この改正でNPO法人も中小企業制度融資の対象に追加されたため、これまで担保がないなどの理由で金融機関からの資金調達ができなかったNPO法人でも、一定の保証料を払うことで信用保証協会から保証を受けることが可能となったのである。保証制度の利用によるNPO法人向け融資が積極化している(図表8)ところであり、NPO債の受託という新たな資金調達の仕組みも広がりつつある。今後も金融機関による融資が活発化するものと思われる。



4. 我が国の課題

海外では政府の果たしている役割が大きく、法的・制度的支援がソーシャルファイナンスの進展を後押ししている。米国ではCRA法によりCDFIファンド投資が促進され、補助金や助成にも積極的である。英国では投資減税制度の導入により低利調達が可能となり、コミュニティへの民間投資が高まったほか、オランダでは非課税預金制度が環境事業へ融資を増加させる貢献となった。海外のソーシャルバンクは規模も地域へのインパクトも大きく、地域再生のための資金循環に大きな役割を果たしているが、我が国にはその役割を担う金融機関が確立されていない。地域

(図表8) 地域銀行の取り組み事例

	実施日	内容	金額	期間	資金使途	対象NPO法人	対象事業	地域
伊予銀行	2016年3月末	NPO債(疑似私募債 ^注)の受託	7,000万円	3年	運転資金	特定非営利活動法人さなえ	障害者支援事業	松山市
三重銀行	2016年2月末	「みえぎんNPOローン」の融資	800万円	-	-	特定非営利活動法人三重県自然環境保全センター	「三重県上野森林公園」指定管理業務	三重県内
	2016年2月中旬	次世代育成支援に取り組むNPO12団体への寄付	120万円	-	-	NPO法人全12団体	次世代育成支援	三重県内
	2015年5月末	NPO法人「チャイルドライン MIE ネットワーク」への寄付	100万円	-	-	NPO法人「チャイルドライン MIE ネットワーク」	青少年を対象とした専用電話「チャイルドライン」を運営するNPO法人	三重県内
神奈川銀行	2015年12月末	「特定非営利活動法人(NPO法人)に対する信用保証」を利用した融資の第1号案件	1,000万円	7年	運転資金		老人福祉・介護事業	神奈川県内
第四銀行	2015年11月末	「特定非営利活動法人(NPO法人)に対する信用保証」を利用した融資の第1号案件	-	5年	運転資金	特定非営利活動法人みらい	居宅介護支援事業	新潟市
大光銀行	2015年11月末	「特定非営利活動法人(NPO法人)に対する信用保証」を利用した融資の第1号案件	-	10年	設備資金	特定非営利活動法人新潟こでまり会	デイサービス・訪問介護サービス	新潟市
京葉銀行	2015年10月末	「特定非営利活動法人(NPO法人)に対する信用保証」を利用した融資の第1号案件	300万円	5年	運転資金		障害者向けグループホームを運営	千葉県内

注) 疑似私募債とは、金融商品取引法上の私募債(有価証券)ではなく、社債募集の形式により疑似的に発行する民法上の金銭消費貸借契約を証する証拠証券(借入金)のご出所) 各行HP ニュースリリースより作成

銀行や協同組織金融機関など地域に根差す金融機関のNPO法人への融資が高まりつつあるが、この流れを後押しするには政府の積極的な法整備・税制優遇等の措置が必要である。

LM法人という新たな法人格の法制化の動きや信用保証制度の適用により環境整備は少しずつ進んでいるものの、ソーシャルファイナンスを本格普及させるためには、以下が指摘できる。

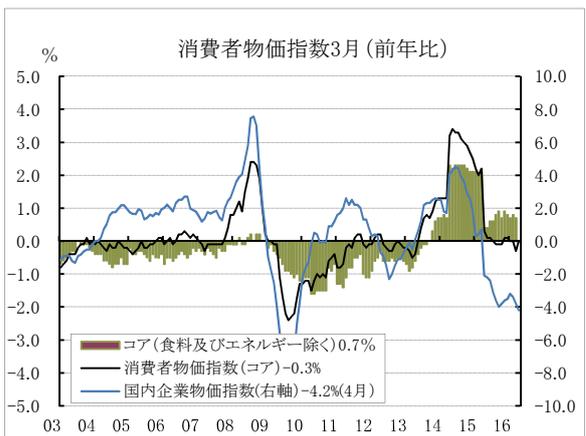
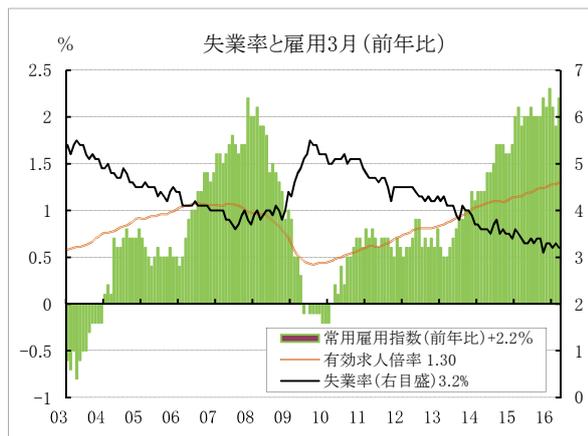
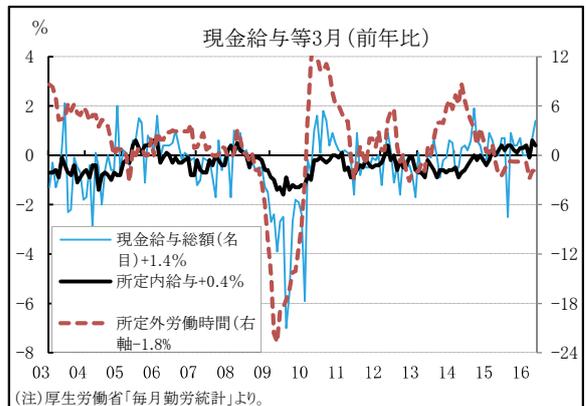
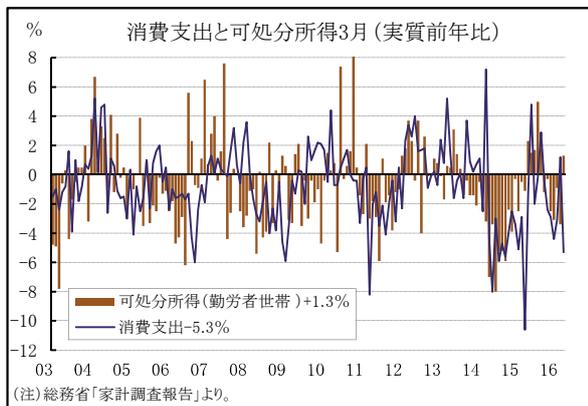
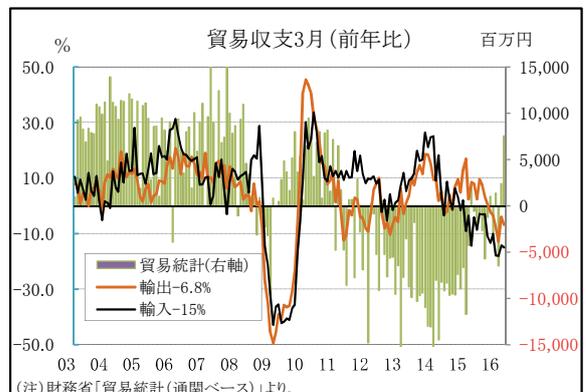
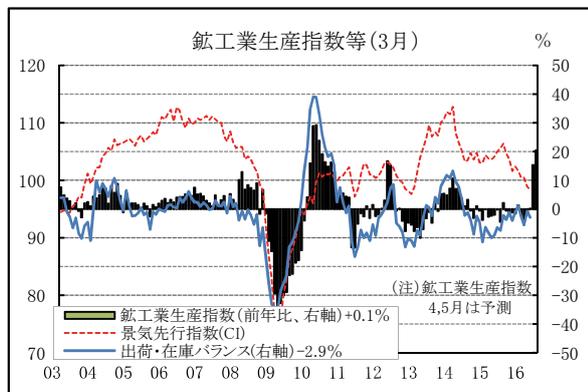
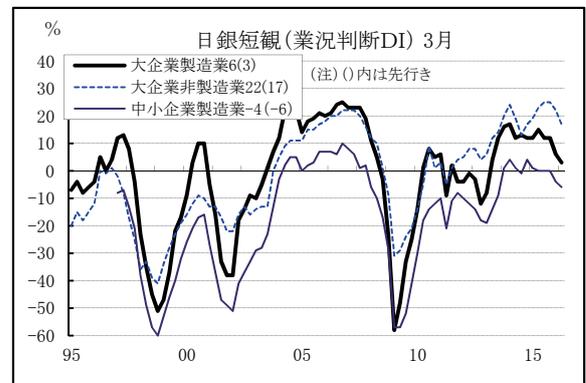
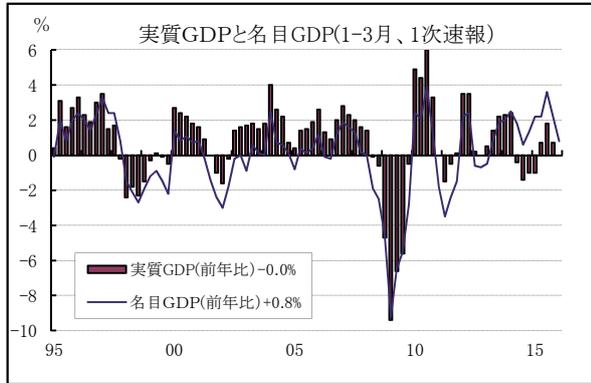
- ① 新たな法人格の検討を進めるだけでなく、認定要件緩和や税制優遇等現行のNPO法の見直しも進めるべきである。
- ② ソーシャルファイナンスへの資金循環を促す環境を整え、NPOバンク・協同組織金融機関・地域銀行間での資金量や対象事業による棲み分けも必要である。
- ③ ソーシャルファイナンスに携わるNPO法人・金融機関・中間支援組織・地方自治体などが多方面で連携しネットワークを築いていくことが重要である。

おわりに

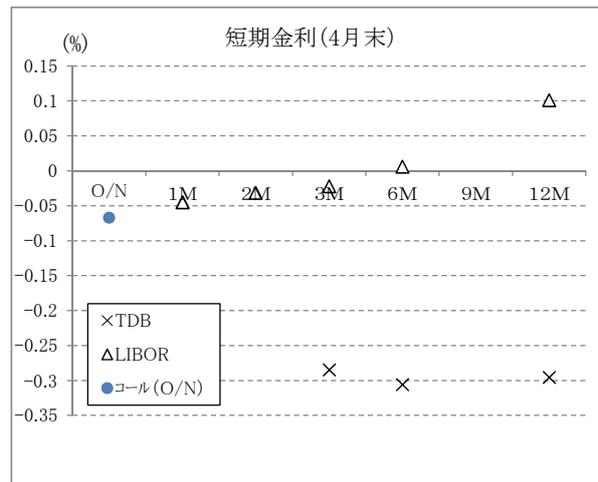
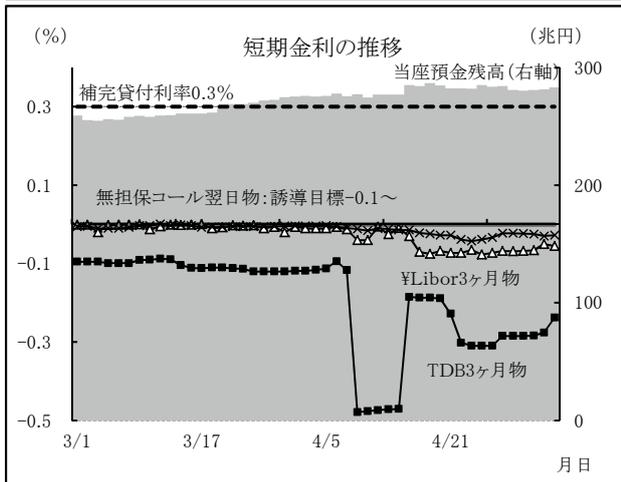
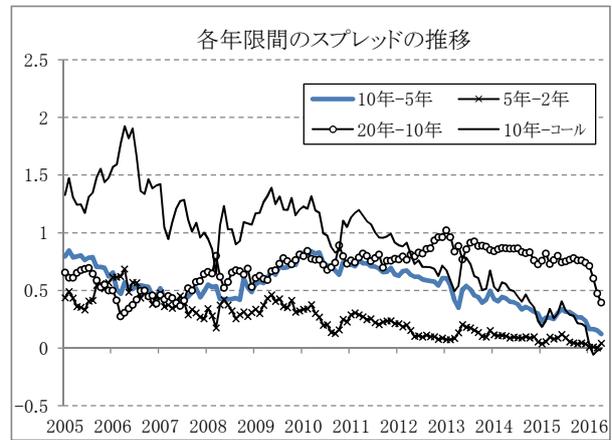
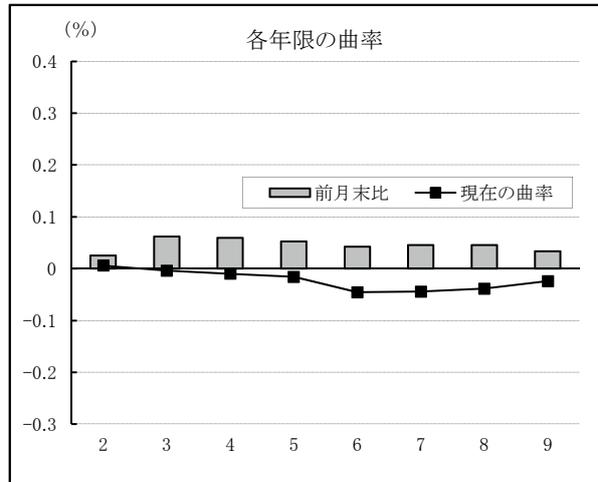
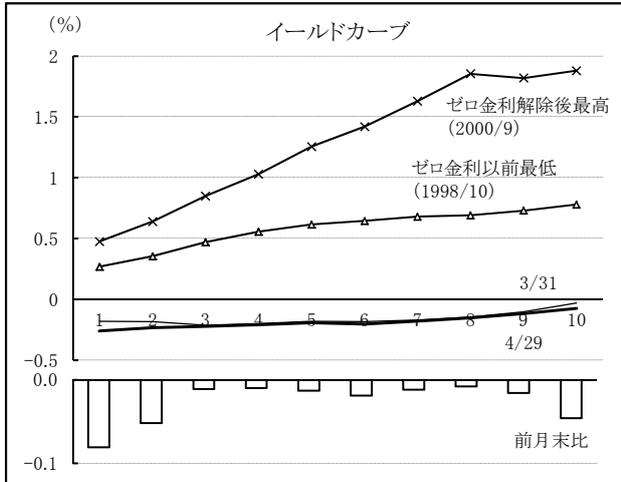
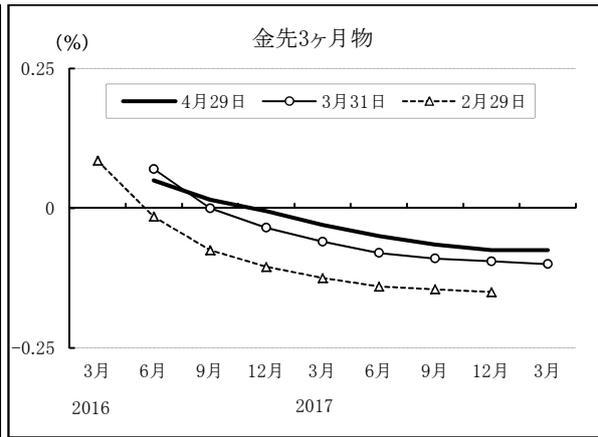
社会経済システムの構造変化の中で、地域社会問題の解決のためのソーシャルビジネス市場には潜在的なニーズがある。我が国にはチャリティ文化が浸透していないため、社会的リターンが見える投資の方が受け入れやすいといえる。政府がソーシャルファイナンスを支えるための法整備・環境整備を進め、NPO法人等が活動しやすい社会を醸成することが必要である。個人の寄付やNPOバンクの資金量は少額にとどまることから、地域に根差す地域金融機関が公共的な役割を再確認し、地域の課題発見と解決に金融面で積極的に関わることが地域活性化につながっていくものと期待される。

統計データ集

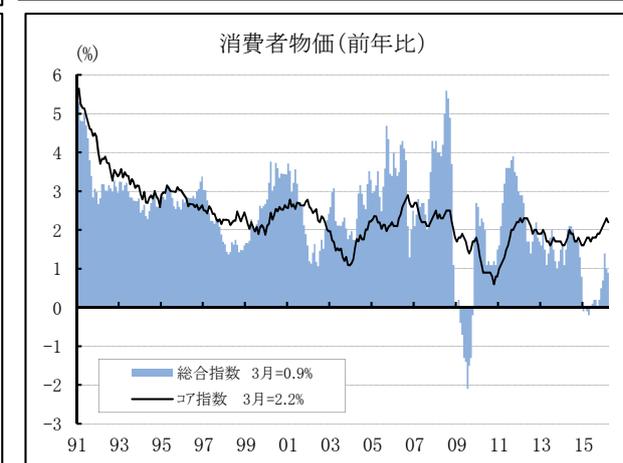
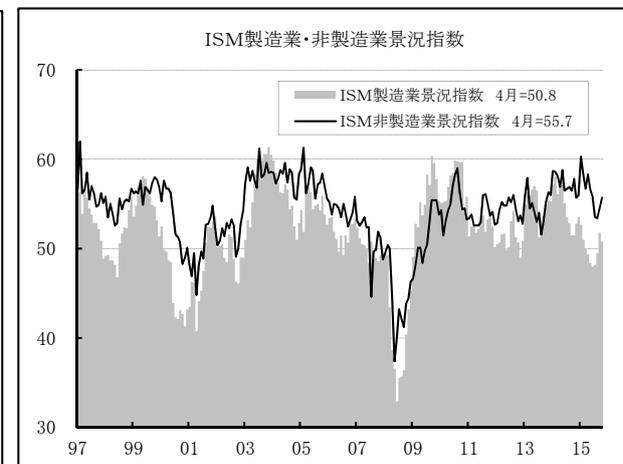
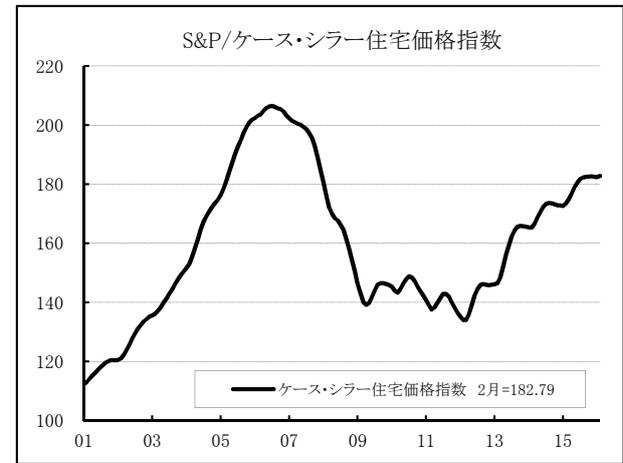
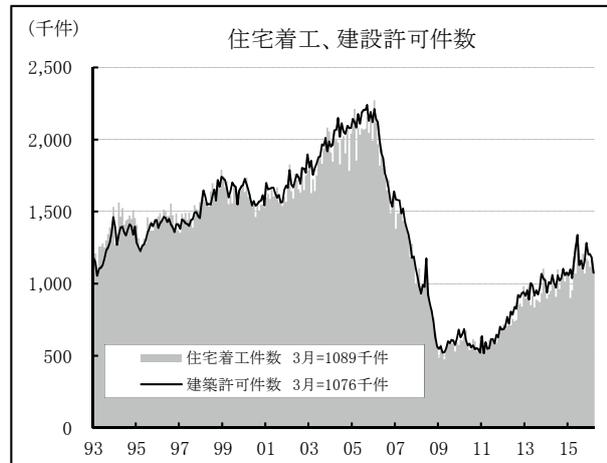
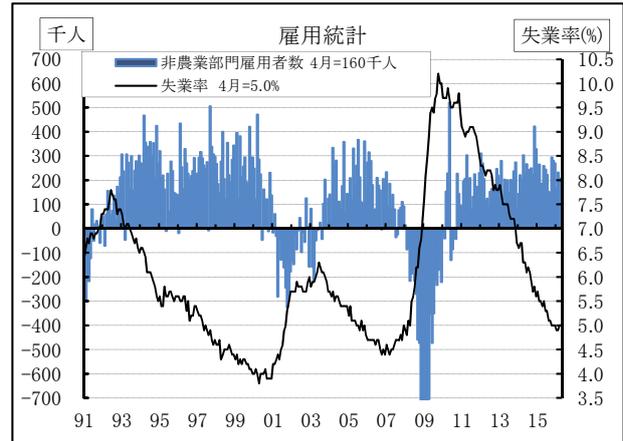
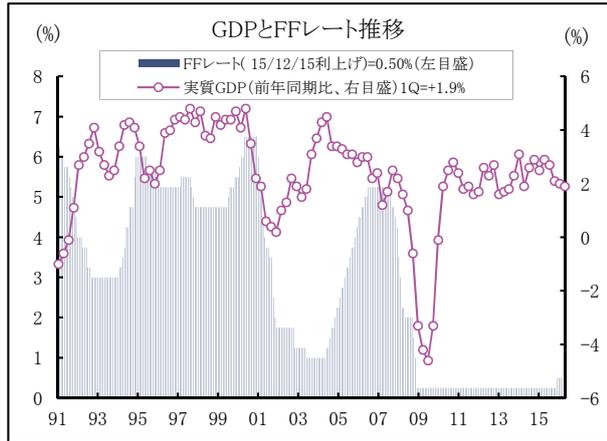
日本 マクロ経済



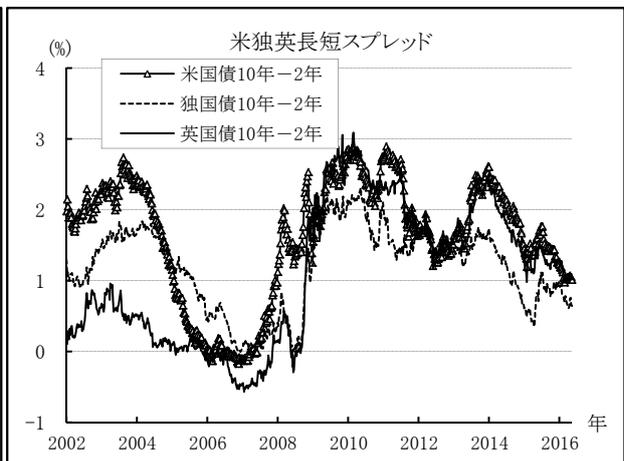
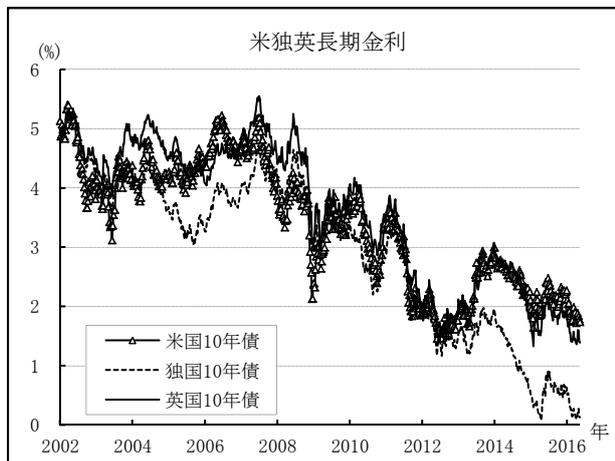
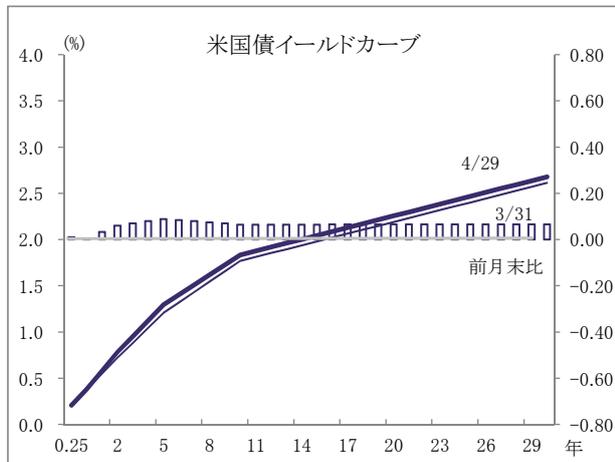
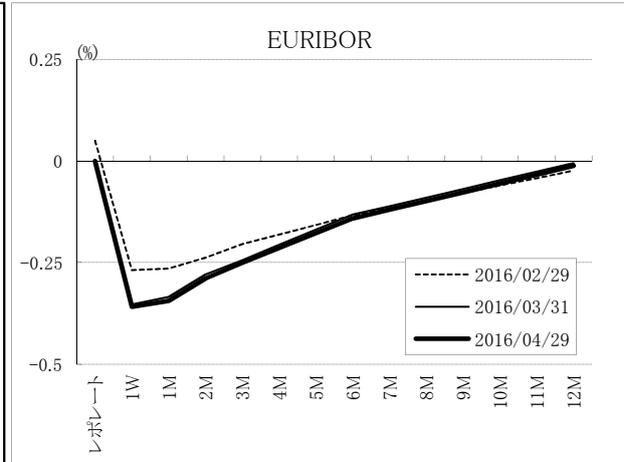
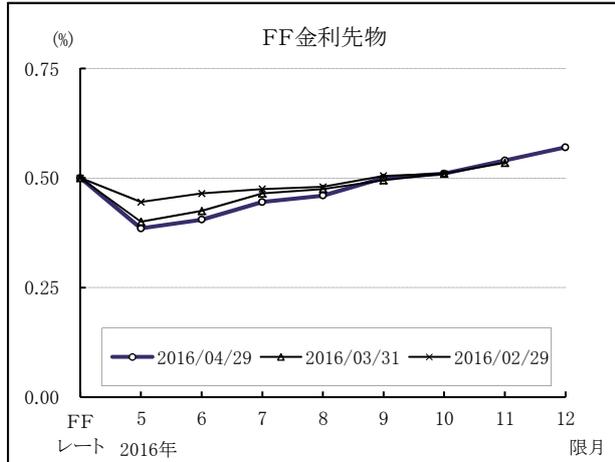
日本短期・債券市場



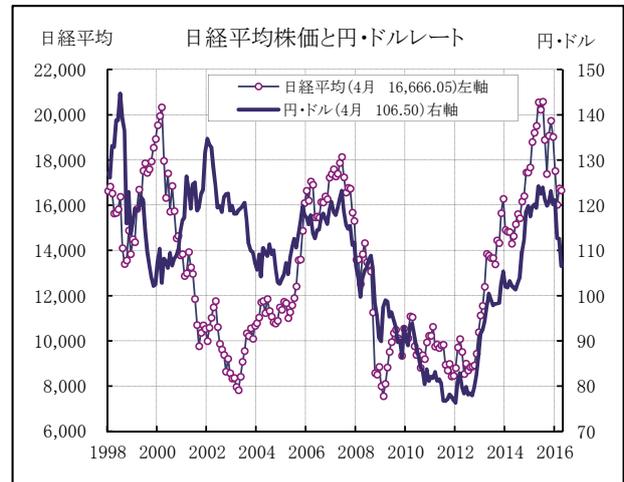
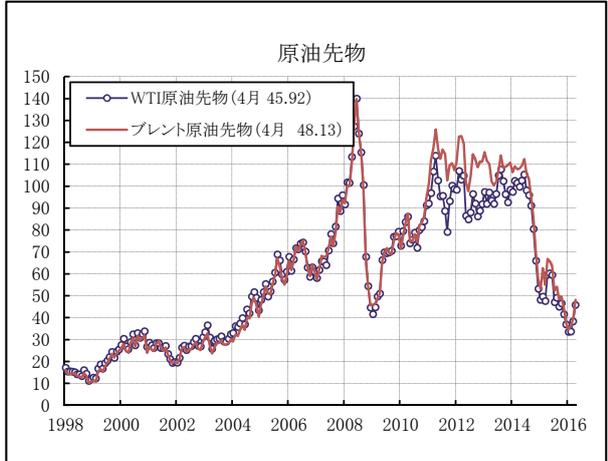
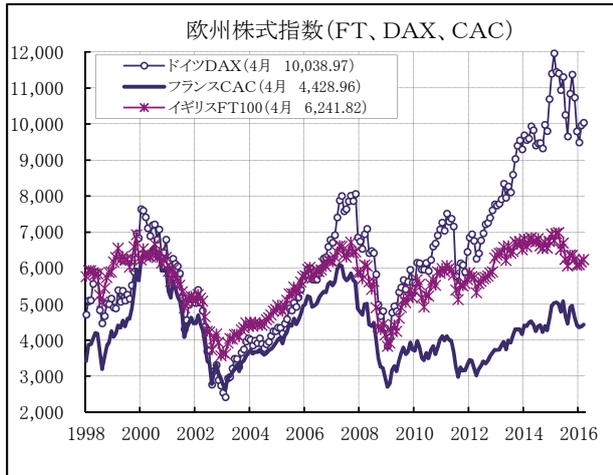
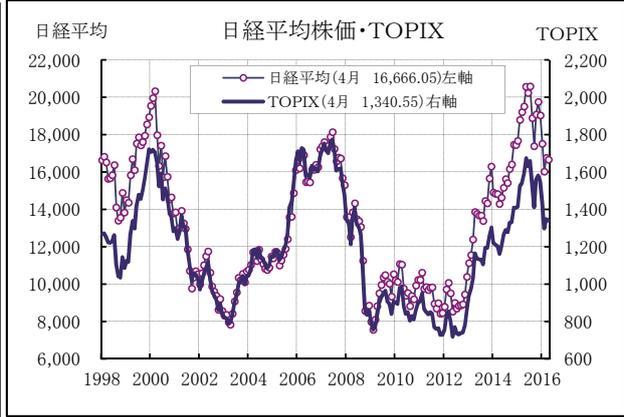
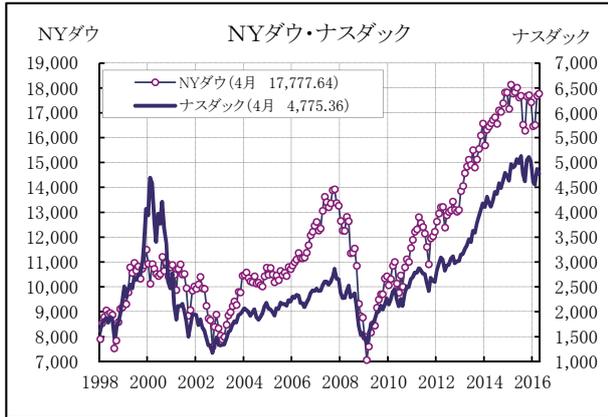
海外 マクロ経済



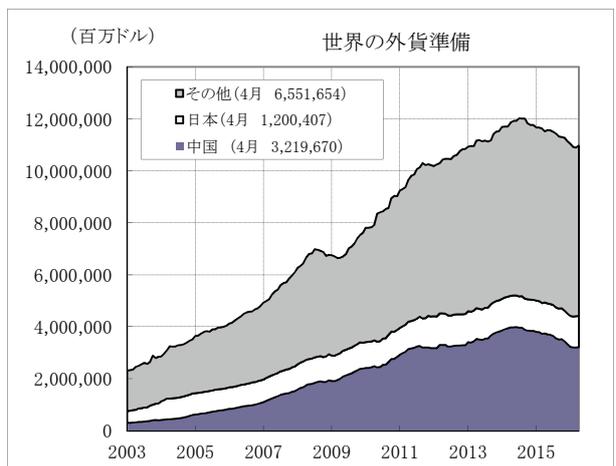
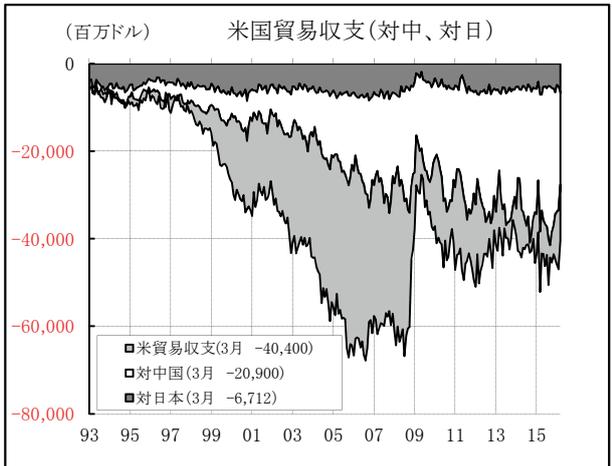
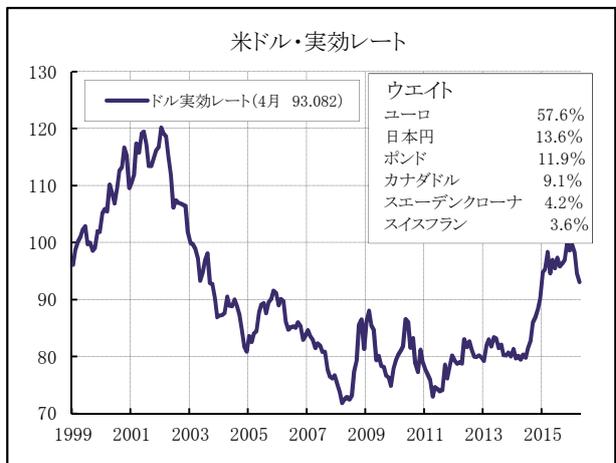
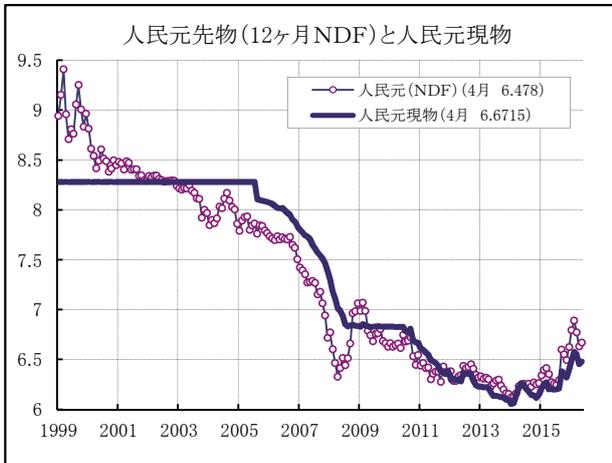
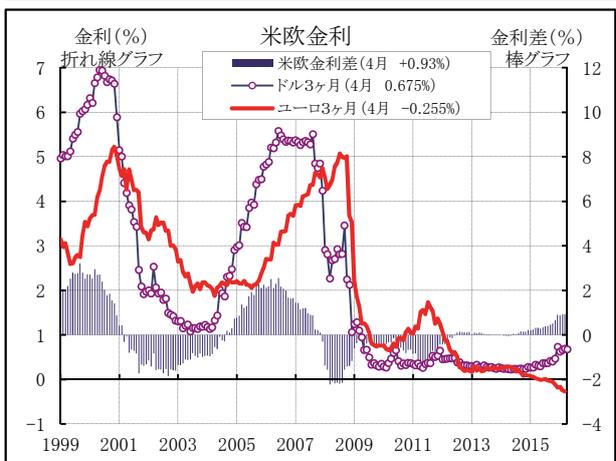
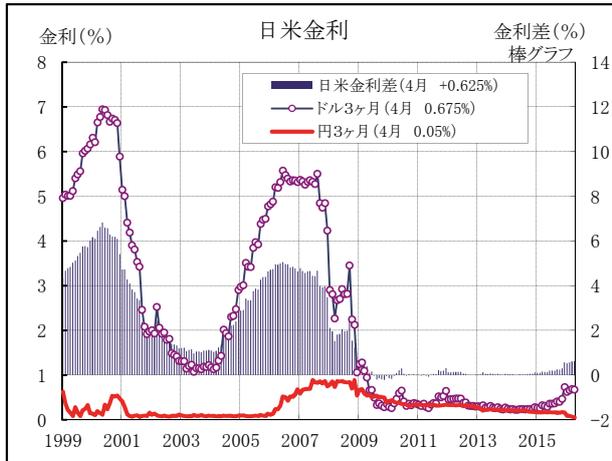
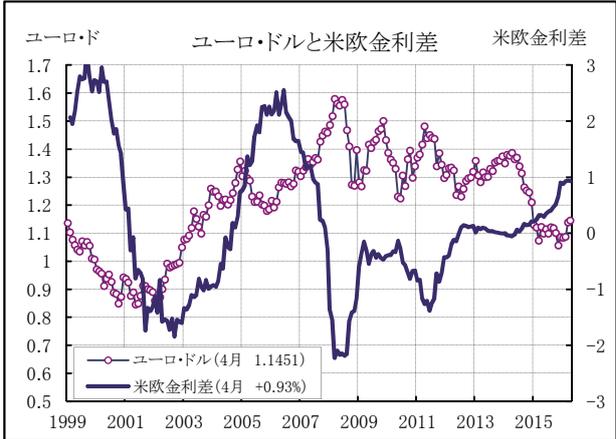
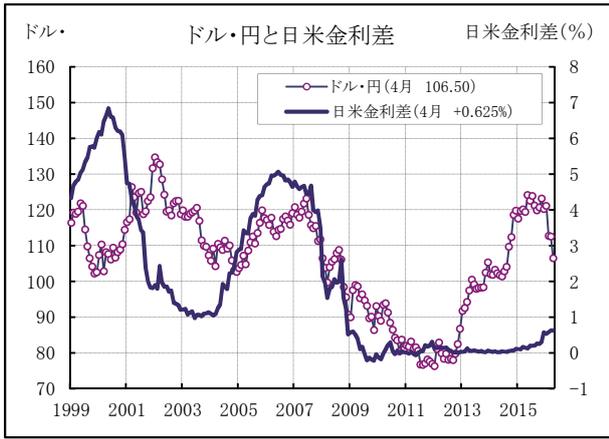
海外債券市場



株式市場



為替市場

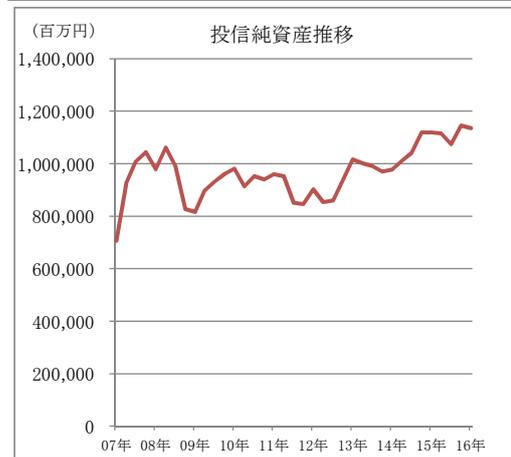
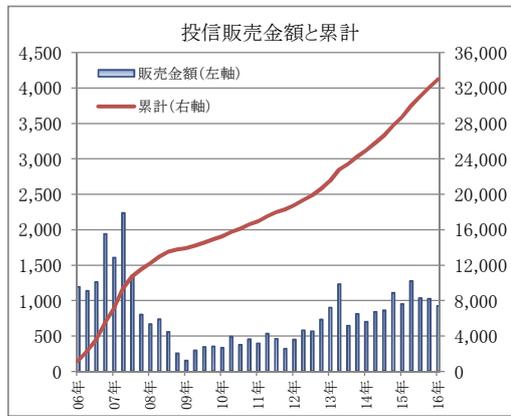


ゆうちょ関連データ

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
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2016年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2016年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,164,000	427,085	-	-
累計	13,389,022	3,297,855	-	-



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 (1年)	基準価格 (2016.5.13)	純資産 (2016.5.13)	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2016.5.13)	純資産 (2016.5.13)	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2016.5.13)	純資産 (2016.5.13)
パ ラ ン ス	野村資産設計2015②	120円	10,665	1,253	マニウライカナダ株式④	200円	8,291	4,963	Navioインド債券②	600円	10,754	1,126
	野村資産設計2020②	10円	10,372	904	グローイングブラジル株式②	なし	7,663	8	三菱UFJ欧州債券②	120円	10,221	1,020
	野村資産設計2025②	10円	10,295	834	野村ユーロトップB②	50円	7,948	8,429	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,634	21
	野村資産設計2030②	10円	10,329	703	エマーゼンダ好配当①	190円	7,268	2	ピムコグローバル債券②	480円	12,297	19
	野村資産設計2035②	10円	10,045	462	IPM医療関連株式④	700円	7,296	95,299	同(為替ヘッジあり)②	480円	9,111	39
	野村資産設計2040②	10円	9,756	1,288	ビクテラバイオファーム④	370円	10,426	22,492	メキシコ債券オープン②	1440円	7,815	33,968
	野村資産設計2045②	10円	17,040	116	オーストラリア好配当②	720円	8,447	18	インドネシアリート②	480円	8,473	5
	野村6資産(安定)⑥	なし	11,665	38,010	ニッセイ日本債券②	120円	9,935	16,056	アジアハイイールド債券②	1200円	8,642	625
	野村6資産(分配)⑥	なし	9,760	132,140	eMAXIS 国内債券①	なし	11,768	22,778	同(為替ヘッジなし)②	1740円	12,214	874
	野村6資産(成長)⑥	なし	10,757	32,604	Navioマネーボール②	なし	10,002	2	USストレテジック②	240円	9,641	5,272
	スマートファイブ②	480円	10,859	31,244	日興五大陸債券②	375円	8,789	77,394	同(為替ヘッジなし)②	840円	9,702	32,245
	スマートファイブ①	なし	12,053	6,538	三菱UFJ高金利債券②	840円	8,734	90,445	新興国ハイイールド債券A②	560円	6,551	950
	東京海上・円資産②	360円	12,046	137,091	ダウ成長国セレクト債券②	810円	5,328	42,299	新興国ハイイールド債券B②	1080円	8,109	816
	大和インテックス225①	160円	12,198	33,141	ダウ成長国セレクト債券①	なし	9,028	405	ピムコハイインカム②	420円	7,123	103,424
	SMTAM JPX日経400②	なし	10,379	4,773	野村米国ハイイールド②	1800円	10,844	13,303	同(為替ヘッジ付き)②	540円	8,605	3,929
GS日本株式②	10円	8,872	8,622	同(為替ヘッジあり)②	540円	8,919	3,768	DIAMアジアソブリン債券②	なし	9,217	185	
日本株式SRI①	なし	7,148	2,890	野村米国ハイイールド①	なし	10,601	1,033	欧州ハイイールド債券②	960円	9,772	1,010	
フィリッパティ日本配当④	590円	9,611	10,385	同(為替ヘッジあり)①	なし	9,700	270	ニッセイ世界リート②	1440円	12,097	784	
eMAXIS TOPPIX①	なし	16,464	29,091	エマーゼンダ・ソブリン②	780円	7,896	33,196	三菱UFJパランス②	220円	9,572	1	
三菱UFJ日本優良株①	1050円	9,242	2,817	同(為替ヘッジあり)②	720円	9,171	42,683	同(為替ヘッジなし)②	220円	8,808	2	
IPMジャパンプライム①	なし	9,222	135	エマツブ(資産成長)①	なし	12,485	570	三菱UFJパランス①	なし	9,794	1	
新光日本小型株①	1000円	12,789	41	同(為替ヘッジあり)②	なし	11,078	216	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,012	2	
生活基盤関連株式①	140円	10,740	7,321	DWSグローバル公益債券②	480円	9,869	108,044	同(為替ヘッジなし)②	1000円	13,012	10,234	
SMTAM NYダウ①	なし	10,934	2,442	同(為替ヘッジなし)②	480円	10,908	22,132	MHAM リート②	600円	4,846	247,505	
日興五大陸株式④	630円	8,878	15,831	三菱UFJ米高格付債券②	120円	9,902	1,130	DIAM世界リート②	600円	4,846	247,505	
DIAM高配当株式②	1560円	12,075	13,021	同(為替ヘッジなし)②	120円	9,216	1,134	ダイフUS-REITB②	960円	4,844	672,083	
新光アジアアジア株式②	510円	8,573	2,707	高金利先進国債券②	660円	6,223	374,439	eMAXIS 国内リート①	なし	27,180	13,798	
ピクテグローバル株式②	440円	8,872	1,176	高金利先進国債券①	10円	16,518	15,881	eMAXIS 先進国リート①	なし	24,922	11,817	
米国成長株オープン①	なし	19,586	32,397	eMAXIS 先進国債券①	なし	13,079	22,735	ニッセイ世界リート②	1440円	8,856	12,092	
eMAXIS 先進国株式①	なし	11,029	22,856	eMAXIS 新興国債券①	なし	11,657	5,856	ニッセイ世界リート②	なし	12,572	418	
eMAXIS 新興国株式①	600円	4,362	814,858	Navioオーストラリア債券②	180円	10,740	250	アジアリートオープン②	240円	10,087	8	
ピクテグローバル株式①	なし	15,276	12,900	Navioカナダ債券②	60円	11,018	235	フォーシーズンズ②	240円	7,426	7,839	
IPM北米高配当①	なし	9,154	48	Navioトルコ債券②	600円	8,222	285	ステートストリートゴールド①	なし	6,797	219	
新光世界インフラ株式②	750円	14,001	51	Navio南アフリカ債券②	540円	6,786	229	ピムコUSハイインカム②	360円	9,292	1,949	
グローイング台湾株式②	なし	8,147	31	Navioブラジル債券②	360円	6,507	93	同(為替ヘッジなし)②	960円	9,713	13,160	
合計												3,610,038

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

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

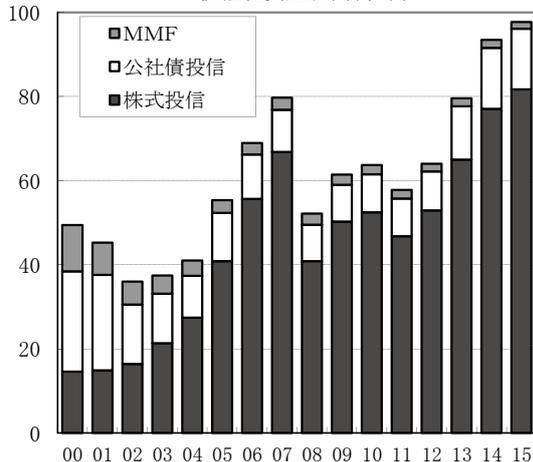
タイプ	株式投信							公社債投信				証券投信計	
	単位型	追加型					計	単位型	追加型		計		
		国内株式型	バランス型	うち毎月決算型	ファンドオブファンズ	その他			うちMMF				
末													
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	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
2015年12月	17,342	51,413	149,727	106,455	337,796	254,440	800,039	817,381	126	160,053	16,427	160,180	977,562
2016年1月	16,918	48,954	147,456	104,014	319,214	250,588	766,212	783,130	127	152,007	16,206	152,134	935,264
2月	16,396	45,021	140,773	98,141	308,907	234,182	728,883	745,279	127	143,190	13,915	143,317	888,597
3月	16,639	48,017	144,183	100,101	324,906	251,964	769,070	785,709	124	138,451	12,762	138,575	924,285
4月	16,421	47,243	142,457	97,669	322,266	245,487	757,453	773,875	122	133,316	10,811	133,438	907,314

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

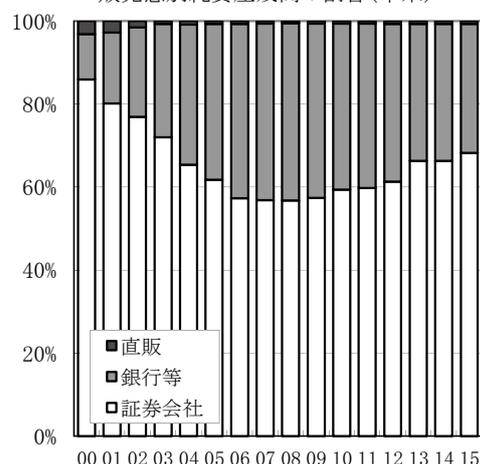
(単位:億円)

末	販売態	証券会社		銀行等		直販		合計	
		残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月		424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月		363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月		277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月		269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月		267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月		341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月		394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月		453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月		296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月		352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月		378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月		342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月		392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月		540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月		621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月		669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年1月		637,084	68.1%	292,097	31.2%	6,082	0.7%	935,263	100%
2月		603,193	67.9%	279,709	31.5%	5,695	0.6%	888,597	100%
3月		627,418	67.9%	290,846	31.5%	6,021	0.6%	924,287	100%
4月		614,587	67.9%	286,701	31.5%	6,025	0.6%	907,314	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						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	通算貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定期貯金	特別貯金					
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	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	3,238	1,858,388	
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,843,497	
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,860,017	
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	1,888,431	
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	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	1,965,490	
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,955,478	

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち					
		前期末増減額	流動性貯金の 前期末増減額	定期性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金の 前期末増減額	うち その他の貯金 前期末増減額	その他貯金の 前期末増減額
2015年6月	1,781,219	4,112	625,311	14,775	1,154,013	▲ 10,517	1,895
9月	1,771,310	▲ 9,909	615,673	▲ 9,638	1,153,680	▲ 333	1,956
12月	1,784,063	12,753	630,079	14,406	1,151,332	▲ 2,348	2,652
2016年1月	1,778,719	▲ 5,344	617,289	▲ 12,790	1,159,587	8,255	1,841

<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	うち				
		特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金の 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額
2016年1月	194,012	▲ 2,106	21,630	▲ 217	172,370	▲ 1,888
2月	192,003	▲ 2,009	21,358	▲ 272	170,634	▲ 1,736
3月	189,675	▲ 2,328	21,059	▲ 299	168,605	▲ 2,029
4月	187,616	▲ 2,059	20,996	▲ 63	166,609	▲ 1,996

(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認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		定期貯金
	預託金利	貸付金利	
2016年1月	0.2	0.3	0.04
2月	0.01	0.1	0.025
3月	0.01	0.1	0.01
4月	0.01	0.1	0.01
5月	0.01	0.1	0.01

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

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

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

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

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

<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		米ドル		ユーロ		その他		
	時価	構成比	時価	構成比	時価	構成比	時価	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月									19,829,503

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

< 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
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43	17,025	698

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

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

(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	リスクウエ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	100%以上				
		貸出金・預け金等	機構への担保の提供	有価証券	デリバティブ	その他		0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,449,551	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	163,111	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額(D)	基本的項目(A)					リスクアセット等(E)	OPRを8%で除いた額			自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)	
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得		資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除いた額			
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	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969			277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%	-

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金運用収益		うちその他収益	経常費用	うち資金調達費用		うち営業経費	うちその他費用	経常利益	当期純利益
		運用収益	その他収益			調達費用	営業経費				
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556		
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437		
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,693		
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677		
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180		
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363		
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758		
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329		
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850		
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948		
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664		
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434		
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069		

お問い合わせ先

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