

ゆうちょ資産研レポート

2018年5月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス 1

金融市場の「異変」は終わったか？ —ドル円レートと米日金利差の相関復活の持続性

野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

マーケット・アウトLOOK (1) 7

第2期・黒田日銀の「異次元の大胆緩和」の行方と金利動向

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LOOK (2) 13

主要国の長期金利見通し

岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠

資産研コーナー 19

YCC後の金利変動性と地域金融機関の資金運用の課題

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

2018.5

ファンダメンタル・アナリシス

金融市場の「異変」は終わったか？

ードル円レートと米日金利差の相関復活の持続性

野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

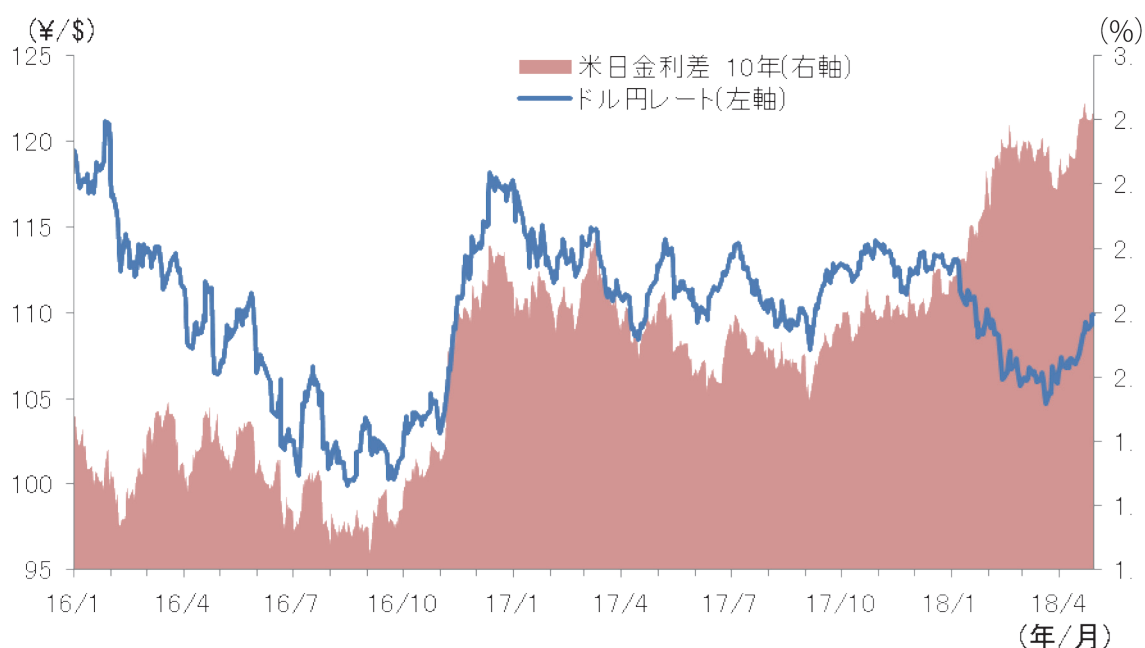
【「異変」とその終息】

2017年年末以降、世界の金融市場にはちょっとした「異変」が生じていた。理論的には順相関となるべき米日金利差とドル円レートが、逆相関関係に陥った。特に、2018年2月に入り、米10年財務省証券利回りの急騰を契機に、米日10年国債利回り格差が2.8%台まで上昇していく過程において、ドル円レートは3月23日に一時104円台を記録するところまで下落した。

しかし、4月に入ると、再び様相が変わりはじめることになる。米10年財務省証券利回りは、4月25日にかけて4年ぶりに3%台に乗せる上昇を示し、これに伴って米日10年金利差も2.9%台まで拡大していった。一方で、ドル円レートは従前とは逆に、109円台まで上昇する展開となった。米日金利差とドル円レートの逆相関という「異変」は、終息しつつあるように見える。

これまで上述のような異変が金融市場に生じていた背景は、何であったのだろうか。そして、4月に入り確認されている「異変」解消の流れは、続くのであろうか。本稿では、実体経済環境や政策動向を踏まえ、従来生じていた「異変」の背景を探るとともに、現下のドル円レート上昇（円安ドル高）傾向、米国を起点とする債券利回りの上昇基調の持続性を占ってみたい。

図表1 金融市場に生じた「異変」ードル円レートと米日金利差の逆相関



(出所) ブルームバーグより野村作成

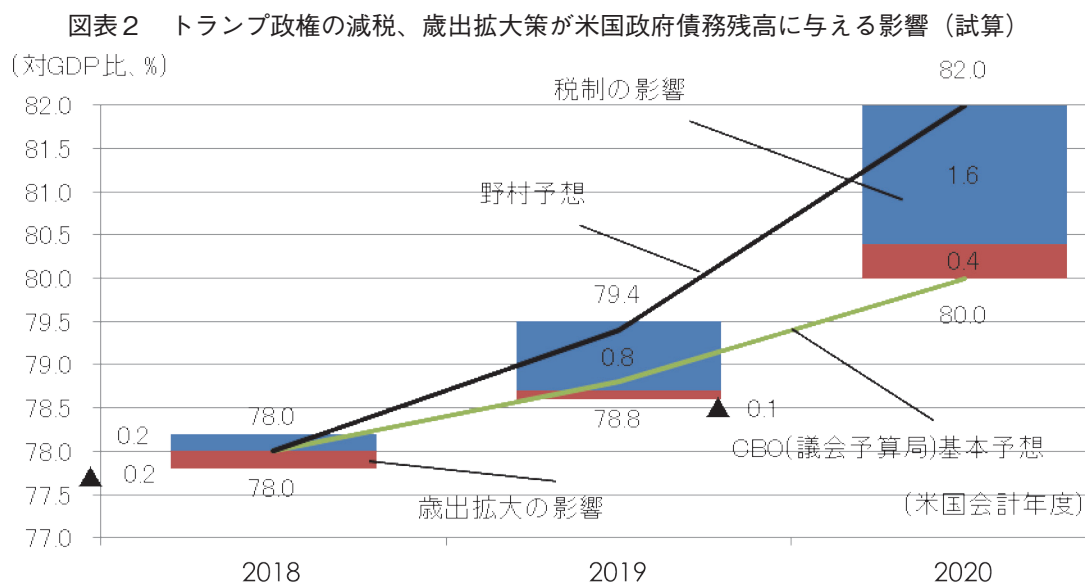
【「異変」の背景(1)－米国側の要因】

ドル円レートと米日金利差の逆相関という「異変」の背景には、米国側の要因と日本側の要因の両方が存在していたと考えられる。このうち、米国側の要因については、トランプ政権の政策に端を発するものが多い。

第一に、2017年12月に決定された大型減税、2018年2月に議会を通過した予算法に盛り込まれた歳出拡大、という財政拡張的な政策が挙げられる。減税、歳出拡大をともに実現するトランプ財政の特徴は、1) 米国経済が完全雇用に近いとされる好況期に実施される異例の景気刺激策である点、2) リーマンショック後の金融危機、景気後退に対応して行われた財政拡大策で悪化した財政バランスや政府債務残高水準上昇などの財政事情が、改善を示す前に実施されている点、である。

1) の点は、確かに、米国景気を更に加速させ、インフレ圧力を高める可能性がある点では、米金利上昇要因となり得るが、好況期の財政拡張によって、財政拡大効果が剥落した時点での景気の急減速を市場が先回りして織り込み「山高ければ谷深し」といった懸念を抱けば、米ドル下落という反応が起きる可能性は否定できなくなるだろう。

2) の点は、財政悪化に伴うリスクプレミアムが金利を上昇させる一方、米国政府債務支払の持続可能性に対する不安から対米財務省証券投資フローの先細りが想起されれば、米ドル下落に繋がりうることになろう。



第二に、上記の財政拡張策によって生じうるインフレ圧力増大に対応して、FRB（連邦準備制度理事会）が金融政策によるインフレ抑制において後手に回る、いわゆる「ビハインド・ザ・カーブ」が懸念されたと考えることも可能であろう。この点で、2018年2月のイエレン前FRB議長退任、パウエル新議長就任という、人事的な節目に当たったことも影響した可能性がある。パウエル議長は、エコノミスト（経済学者）としてのキャリアを有しておらず、就任早々のインフレ亢進に対し適切な対応がなされるかどうかについて市場が不安視した可能性は否定できない。

第三に、トランプ政権の通商政策の影響が想起できる。もちろん、保護主義的な通商政策がさらに明示的なドル安政策に繋がるとの懸念を生じさせた可能性も否定できない。しかし、それ以上に、トランプ政権が、対中国で見せている関税引き上げや知的財産保護分野における制裁措置などの強

硬な通商政策の背景に、中国が今後ハイテク、ネット技術、EV（電気自動車）などの領域においてこれまで米企業が有してきた競争優位を脅かす恐れがあることに対し、米国が戦略的に機先を制しようとする意図があると考えた場合、米国の保護主義的通商政策の裏側には、米中経済戦争とでも言うべき衝突の火種が隠されていることになる。米国通商政策の地政学的側面に対するリスク回避姿勢が、「異変」の背景となっているとみることは可能であろう。

【「異変」の背景（2）－日本側の要因】

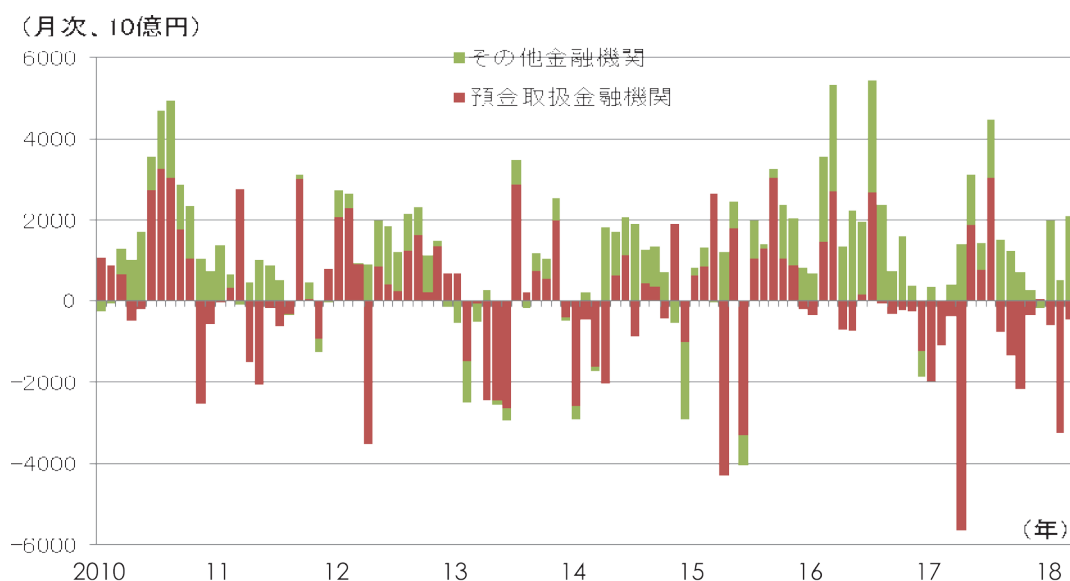
「異変」の背景には、日本側の要因も存在していたと考えられる。ドル円レートと米日金利差の逆相関が生じはじめた2017年年末頃から、日本銀行が翌2018年には10年国債金利目標の引き上げ等による金融政策の正常化に着手するとの見方が高まっていた。その一つの契機となったのは、黒田総裁による「リバーサルレート」への言及があった、2017年11月13日のチューリヒ大学での講演であろう。「リバーサルレート」は、金融緩和による市場金利低下や国債利回り曲線の平坦化が、金融機関の収益率を圧迫し全体としてみると金融緩和の効果が弱まりはじめる転換点を指す。

日銀による金融政策正常化が、「異変」に繋がるロジックは、以下の通りである。

金融政策正常化の一環として、日銀が10年国債金利目標の引き上げに動けば、10年ゾーンのみならず、超長期ゾーンにおいて債券利回りの水準が上振れることになろう。これは、国内債運用利回りの低迷に苦しんできた国内金融機関を中心とする投資家にとっては朗報であり、運用資産の国内回帰が生じることになろう。反面、そうした期待は、国内債の代替として積み上げられてきた米国債を中心とする外債の取崩しに繋がることにもなる。日銀金融政策正常化への思惑は、実際に、10年国債金利目標が引き上げられていない段階では、米日金利差の拡大を生じさせる。

一方で、日銀による10年国債金利目標の引き上げとそれに伴う長期債、超長期債利回り上昇は、将来的には米日金利差の縮小要因となる。また、日銀金融政策正常化期待の高まりを受けた、本邦投資家の国内債回帰が先行して生じれば、特に為替オープンで投資されている資金を中心に、ドル円需給を円安方向に傾けることにもなる。

図表3 本邦金融機関の対外中長期債投資（ネット）

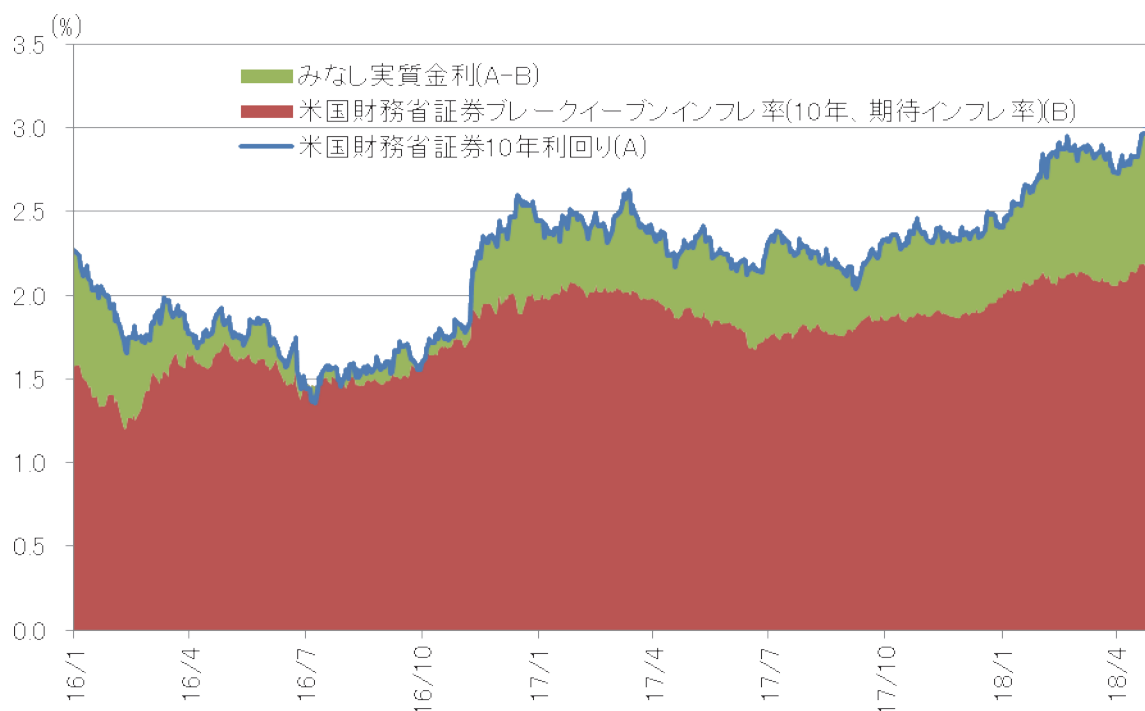


（出所）財務省資料より野村作成

【「異変」解消の背景】

では、4月に入り、「異変」が解消に向かい、ドル円レートと米日金利差の正の相関が復活しはじめたのはなぜであろうか。そのヒントの一つを与えているのが、米金利上昇の「中身」である。米国10年財務省証券利回りから、同年限のBEI（ブレーク・イーブン・インフレ率）を差し引くことで、米国債利回りが織り込んでいるインフレ予想と実質金利部分に便宜上分解することができる。この手法を用いることで明らかになるのは、4月に入ってから米金利上昇が主として実質金利に相当する部分の上昇によってもたらされている点である。

図表4 米国10年財務省証券利回りの要因分解



（出所）ブルームバーグより野村作成

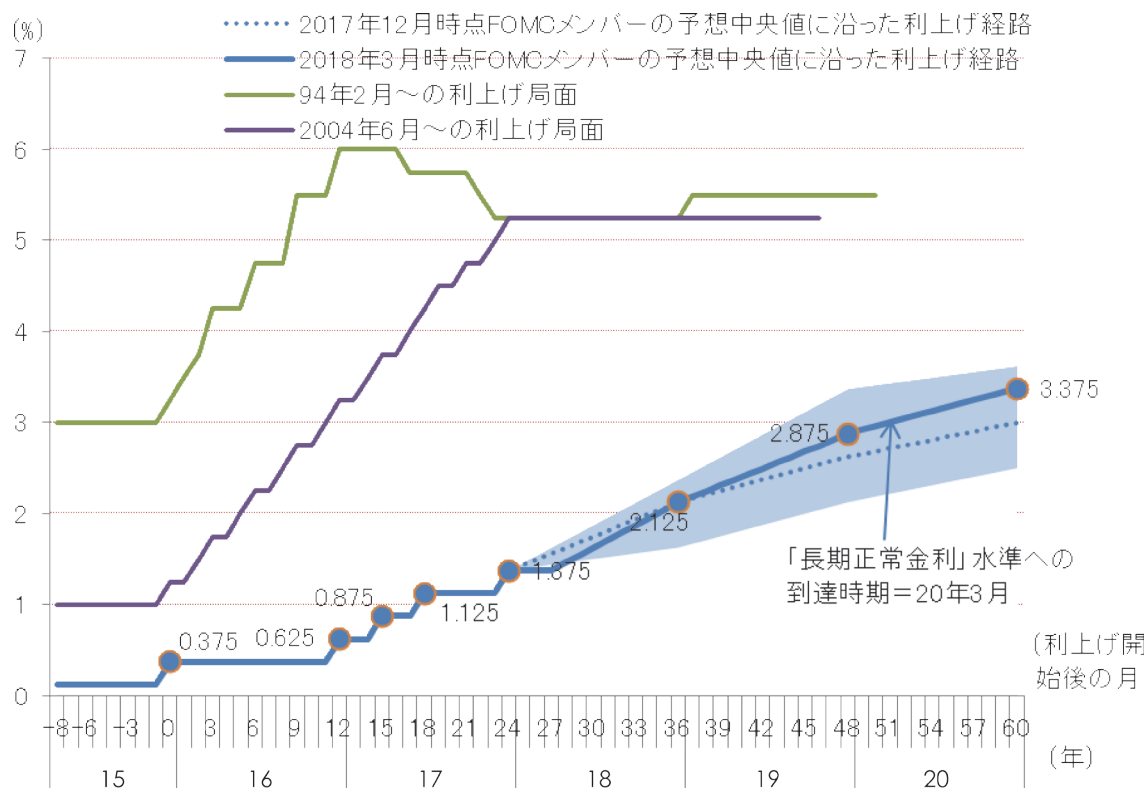
こうした実質金利の上昇をもたらしている主因には、18年1-3月期に弱含みをみせたグローバル景気が4-6月期に入って持ち直しに向かうとの期待があろう。実際に、米ISM製造業指数、主要国製造業PMIなど、製造業活動の活発さを表す指標は全般に改善をみせている。

また、パウエル体制下のFRBが無難な船出を果たしつつ、トランプ政権の財政拡大やそれに起因する景気・インフレ加速のリスクに呼応して利上げペースの加速に前向きなタカ派姿勢を強めていることも指摘できるだろう。

さらに、「異変」の一因となっていた、日銀による金融政策の早期正常化期待は、鎮静化している。4月26-27日の金融政策決定会合は、黒田総裁体制2期目、雨宮、若田部両副総裁を迎えた新体制下の1回目の会合であり、前体制との違いを浮き彫りにする何らかの変化が示唆されるかどうか注目されていたが、政策全体の現状維持が決定された。

また、「異変」の下で生じていたドル円下落（円高）により、2%の物価安定目標達成がより困難になったとの見方が高まるだけでなく、円高の下で日銀が国債買入れオペ減額を従来のように進めることも難しくなったとの認識が広まった。これらも、金融政策正常化期待を低下させる要因になったとみられる。

図表5 FOMC（連邦公開市場委員会）メンバーの政策金利予想



(出所) FRB資料より野村作成

【異変解消はホンモノか？】

では、米日金利差とドル円レートの逆相関は完全に解消し、今後は同金利差が一段と拡大に向かいながら、ドル円レートにおいてもより明確なドル高円安トレンドが形成されると解釈できるのだろうか。残念ながら、以下の諸点からみて、「異変」の完全解消はなお難しいと考えざるを得ない。

第一に、4-6月期以降に持ち直しが期待される世界経済の「モメンタム」が、従来ほどには強まらない可能性がある点である。2016年以降の世界経済拡大は、主として、中国における財政資金に支えられた公的投資の活発化と、鉄鋼、石炭など過剰供給、過剰生産能力を抱えた低付加価値な製造業から、電子部品及び同製造装置などのハイテク、高付加価値な製造業への産業構造転換に支えられた設備投資の活発化にあったとみている。2017年10月の共産党全国大会が終了したことで、前者は一巡しつつあると考えられる。一方、後者については今後も構造的な投資押し上げ要因となりうるが、産業構造転換が進むにつれて、それに関連した投資の活発さという点では、徐々に勢いが低下していくことは否めないだろう。日本の製造業活動が4月に入り概ね下げ止まったのに対し、輸出関連の指標が引き続き弱めの動きを示しているのは、その証左とも判断できる。

第二に、米日金利差とドル円レートの逆相関が解消し、ドル円レートが上昇（ドル高円安）に向かうほど、日銀金融政策正常化への思惑が復活しやすいという宿命的構図が存在していることに留意する必要がある。4月26-27日に開催された日銀金融政策決定会合では、同時公表された経済・物価情勢の展望（いわゆる展望レポート）において、従来示されてきた「19年度頃」とする物価安定目標達成時期の見通しが削除された。その背景にあったのは、もちろん、インフレ圧力の高まりが不十分であり同時期の目標達成が危ぶまれる状況を踏まえた日銀の現実的対応であろう。しかし、それに加え、時期の見通しを明示しつづけることで追加緩和要求に晒されるばかりでなく、正常化への

道筋をいつまでも付けることができない状況を解消しようとした可能性も否定はできない。日銀金融政策正常化観測の完全消滅や、追加緩和期待の浮上により、さらに異変解消が進む余地も限られているとみるべきであろう。

【米トランプ政権に関連したさまざまなリスク】

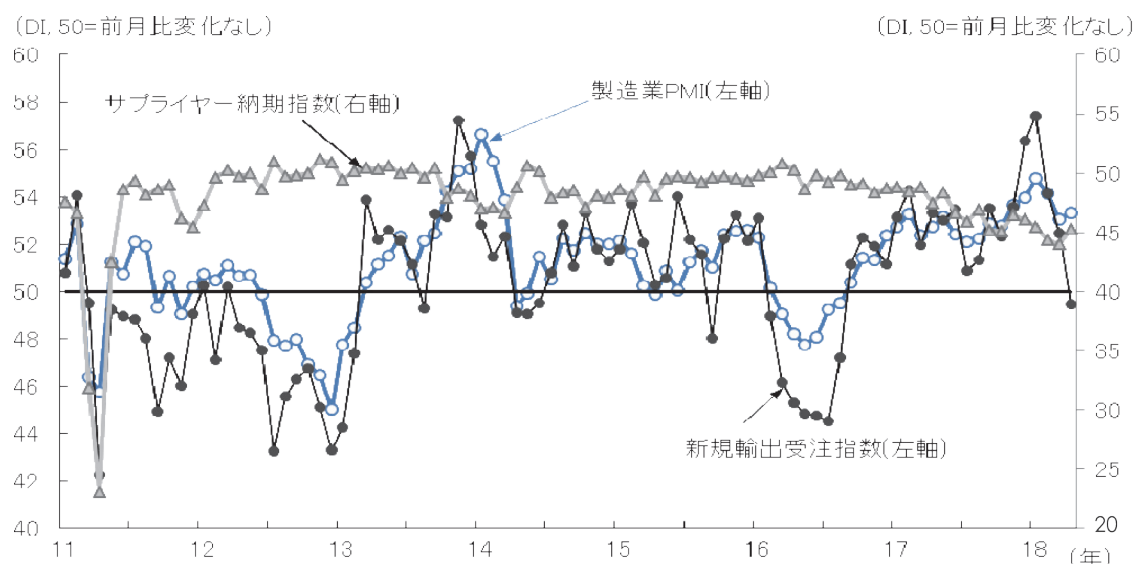
以上に加え、米日金利差とドル円レートの逆相関という「異変」が完全に解消に向かうかどうかのカギは、米トランプ政権そのものの帰趨とそれを左右する同政権の政策にも大きく依存していると考えるべきであろう。

「異変」の一因を担った米トランプ政権の財政拡大策や保護主義的通商政策の背景には、11月の中間選挙をにらんだ米共和党の支持基盤維持・拡大の意図、同党内でのトランプ政権の求心力強化の狙いがあったと考えるべきであろう。最も単純化してみれば、中間選挙に向けてこのような政策は維持・強化されていく可能性が高く、また、結果としての中間選挙の戦績が芳しいものでなければ、今度は2020年の大統領選挙に向けて一段と急進的な政策に傾く潜在的な可能性を有しているとも解釈できる。

なかでも警戒を要するのは、現下の保護主義的通商政策の根底に、さまざまな戦略分野での中国の経済的台頭の機先を制しようとする地政学的側面が見え隠れすることであろう。米国内での政治的事情を背景として、米国が対中通商政策でより強硬姿勢を強めることは、北朝鮮の融和姿勢を受けて緩和しつつある東アジア地域での地政学的緊張を、別の観点から再度高めることにもなりかねない。

東アジアの地政学的リスク低下も、現下の「異変」解消の一翼を担っていると考えられるが、こうした流れも決して一方通行で進んでいくと楽観視することはできないだろう。

図表6 日本の製造業PMIと主要項目



（出所）Markit社より野村作成

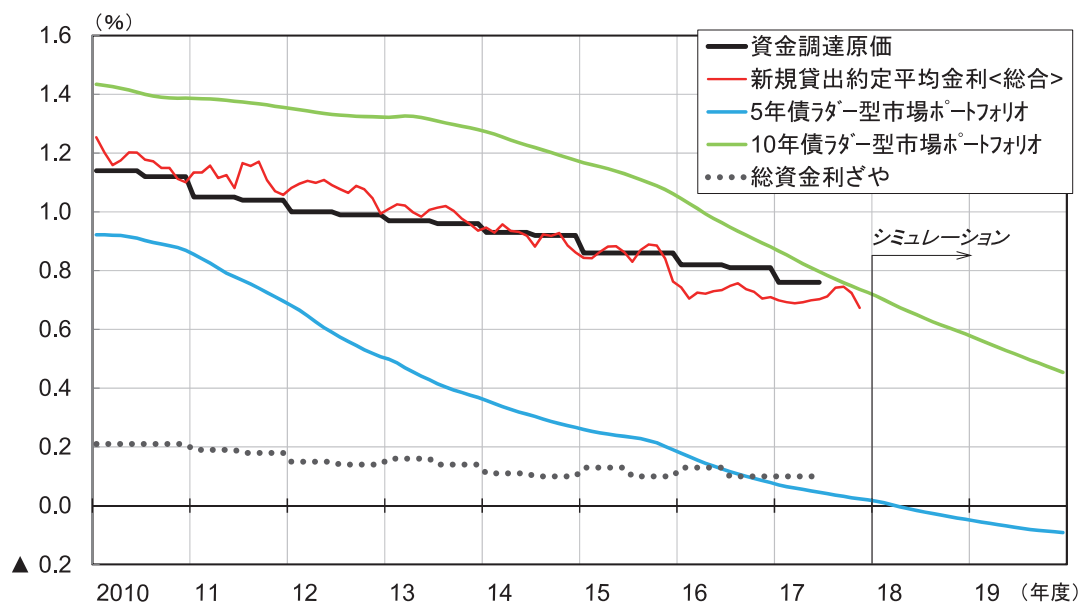
マーケット・アウトlook (1)

第2期・黒田日銀の「異次元の大胆緩和」の行方と金利動向

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

2013年4月にスタートした黒田日銀の「量的・質的金融緩和<QQE>」、通称「異次元の大胆緩和」は、今年度、6年目を迎えた。QQEはこの間、14年10月の追加緩和で拡大され、15年12月には補完措置が実施された。そして、16年1月に「マイナス金利付きQQE」に改定されると、同年9月には「長短金利操作（イールドカーブ・コントロール<YCC>）付きQQE」へと抜本的にレジーム修正され、現在に至っている。こうしたなか、債券市場では、今年4月9日に始動した第2期・黒田日銀¹が“調整利上げ”を年度内に前倒し実施するのではないかと希望的な観測がくすぶっている。銀行が総じて、「異次元の大胆緩和」による利ざや縮小や逆ざや化、あるいは超低利回りによる資金運用難に呻吟しているためだ（図1）。

図1：全国銀行の資金調達原価と新規貸出金利等との関係



注：「5年債/10年債ラダー型市場ポートフォリオ」の利回りは5年/10年利付国債利回りの5年/10年移動平均値を代理変数とした。
そのシミュレーションは5年債：▲0.10%、10年債：0.05%で横違い推移と仮定。「総資金利ざや」＝資金運用利回り－資金調達原価
出所：日本銀行、全国銀行協会、Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成（シミュレーションは弊社）

¹ 政府は2月16日、衆参両院の議院運営委員会理事会で、4月8日に任期満了となる黒田日銀総裁を再任する人事案を提示。国会が3月16日の衆参両院の本会議で、当該人事案を可決、承認。そして、政府が4月6日、9日付で再任する人事を閣議決定した。日銀総裁を2期連続で務めるのは1961年に再任した山際正道氏以来57年ぶり。任期は2023年までの5年間。

“調整利上げ”とは、現行「ゼロ％程度」の長期金利操作目標をある程度引き上げ、イールドカーブの水準や形状を修正することである。待望論の背景には3つの要因が考えられる。第1は、「イールドカーブ調整と出口の切り離し」論を日銀自身が提起していること。“出口”とはもちろん、「異次元の大胆緩和」からの出口政策である。黒田東彦総裁は3月2日の国会所信聴取で、『(2％の物価安定目標が達成される見込みが薄い) 18年度内に出口について具体的な議論を探るとは考えていない』と明言した。ただ一方では、かねてより『イールドカーブ・コントロールは柔軟な枠組みであり、2％物価安定目標の実現まで一切変わらないわけではない』とも述べている。第2期・黒田日銀のキー・マンと目されている雨宮正佳・新副総裁も、3月22日の就任記者会見で、『概念的に、あるいは理論的には、(2％物価目標の達成前の) イールドカーブの調整という可能性は排除していない』と指摘した。債券市場は両者の文脈から、日銀は今年度、『2％目標の実現にはなお距離がある』(黒田総裁) 物価情勢下でも、イールドカーブをある程度スティープ化させ、銀行の利ざやを改善するべく調整利上げを敢行するのではないかと期待している。

第2は、来年度以降の金融政策環境の不確実性だ。原因の一つは、目白押しの政治イベント。4月に統一地方選挙、7月に参議院選挙、10月に8％から10％への消費税増税が予定されている。そうしたなか、円高/株安基調という「逆アベノミクス相場」、もしくは「アベグジット<Abexit>²相場」を招きかねない調整利上げは、いかにも実施しにくい。もう一つは、消費増税後の景気の先行き不透明感だ。個人消費の反動減と「オリンピック需要」の一巡を受け、拡大期間が長期化している景気が循環的な後退局面を迎えるとの見方が聞かれる。折悪く、米国景気も循環的な減速または後退局面に移行していたら厄介だ。FRBによる金融緩和転換が取り沙汰され、わが国経済は日米金利差縮小に伴う円高デフレ圧力にさらされる。このように、金融政策運営を巡る環境は先に行くほど不確実性が高くなるので、日銀が『今のうちに…』と調整利上げを目論む可能性はあながち否定できない。現に、片岡剛士日銀審議委員は昨年7月の着任以来、今年度中の追加緩和実施を主張しているが、その理由については、『消費税増税や米国景気後退などのリスク要因を考慮すると、18年度中に物価安定目標を達成することが望ましい』と説明している。

ちなみに、景気拡大期間(12年12月～)は現在66カ月に達し、「いざなぎ景気(57カ月)」を超え、戦後2番目の長さになっている。戦後最長は「かげろう景気(02年2月～08年2月)」の73カ月。米景気拡大期間(09年7月～)は現在107カ月に達し、わが国と同様、戦後2番目の長さとなっている。戦後最長は91年4月～01年3月の120カ月である。

² アベノミクスと出口<exit>を合成した造語。

第3は、金融緩和の「のりしろ作り」論だ。すなわち、内外景気・物価の下振れリスクやリーマン・ショックのような不測の経済危機等に備え、金融緩和の発動余地をあらかじめ広げ、確保しておこうという政策運営戦略のこと。それは、FRBが前述した米景気の先行き不透明感を視野に入れ、まさしく推進中の“金融政策の正常化（FFレートの漸進的引き上げと大規模保有資産の縮小）”にはかならない。日銀内では過去の経験則から、そうしたFRBの動きに追随しておかなければ、政策正常化のチャンスを逸するばかりでなく、来るべき景気後退期にデフレ（スパイラル）への逆戻りを防げない、との危機感がじわり高まってきているのではないか。

もっとも、日銀は今のところ、以上のような見方を全面的に否定している。まず「2%物価目標達成前のイールドカーブ調整」については、雨宮副総裁が就任会見で、『適切なイールドカーブの形状は、2%の「物価安定の目標」の実現可能性との関係で議論していくべき。（2%になお距離がある）今の段階で、イールドカーブの調整を議論するのは時期尚早である』と断じた。日銀にとって最優先事項はあくまでも2%物価目標の早期実現なのだ。

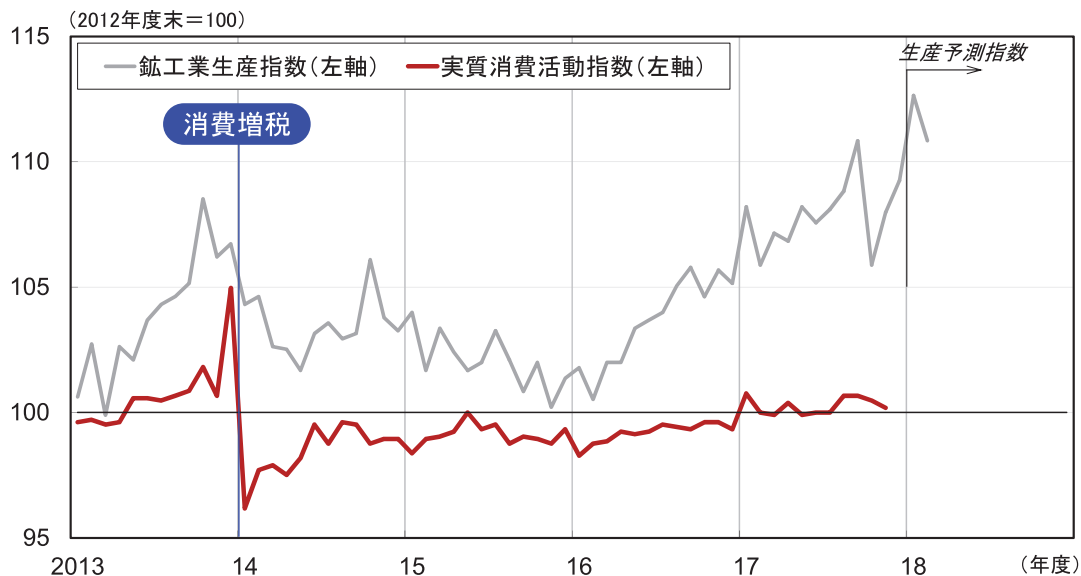
2点目の「来年度以降の金融政策環境の不確実性」、なかんずく消費増税後の景気の下振れリスクに関しては、黒田総裁が再任会見で楽観論を展開した。根拠は3つ。1) 消費税率の引き上げ幅が2%ポイントと前回比小幅であること。2) 食料品には軽減税率（税率据え置き）が適用されること。3) 増収分の一部を教育費の無償化に充当すること。これらに基づき、『前回（増税時）のような大きな駆け込み需要や反動（図2）は予想されない』と言う³。また、オリンピック需要一巡の影響に関しても、『その他民需が先送りされているので、ガタッと落ちるという感じではなくなってきている』と説明。さらに、世界経済の先行き不透明感については、『世界経済は、先進国と新興国、あるいは製造業と非製造業との間でバランスのとれた形で拡大しているので、比較的順調な成長がかなり長続きする』という楽観的見通しを披露した。

ところで、4月22日付の日本経済新聞によると、政府は経済対策を一体にした19年度当初予算案の編成を検討しているという。消費増税後や東京五輪（20年7～8月）後の景気の落ち込みを防ぐ狙いだ。19、20両年度の当初予算に対策費を組み込み、100兆円超の規模にする構想である。

3点目の「のりしろ作り」論についても、黒田総裁は本末転倒と言わんばかりに否定した。『2%物価目標には距離がある今の段階で、将来の政策余地を拡大するために引き締めに変換するとか、緩和を縮小していくのは適切ではない』とのこと。今は「のりしろ作り」よりも、物価目標達成の方が重要であり、優先事項というわけだ。

図2：前回の消費増税後の反動減による低迷が続く個人消費

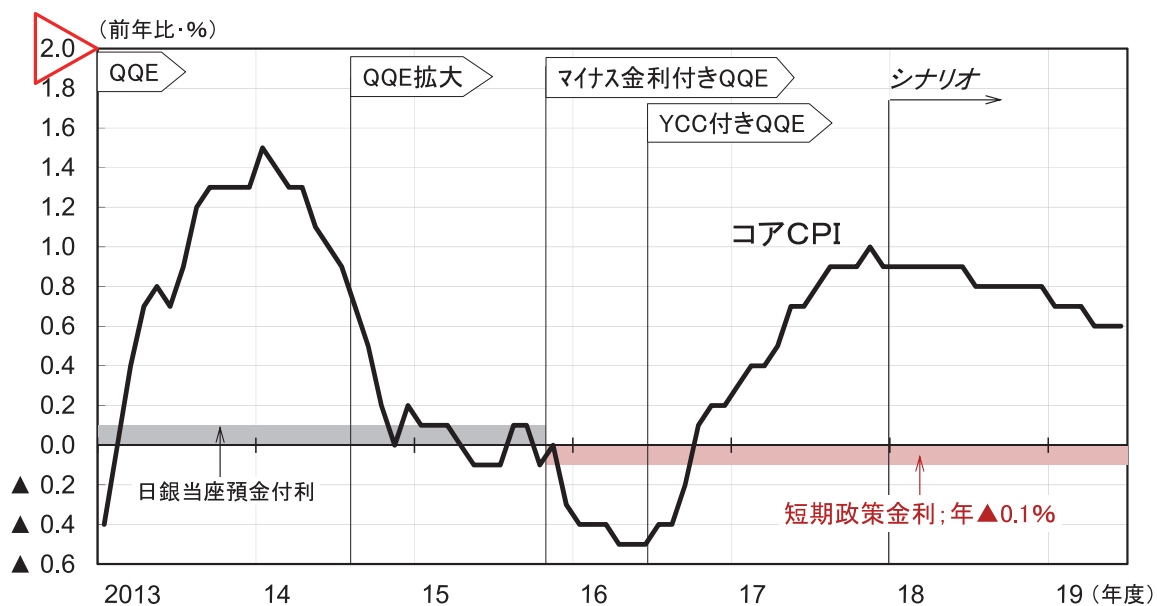
³ 日銀の試算によると、消費税率の引き上げ前後に増える実質的な家計負担は2兆円程度と、97年、14年の増税時に比べて約4分の1にとどまるとのこと。



注：季節調整値。実質消費活動指数は日銀が商業動態統計や小売業界統計を使って算出
出所：経済産業省、日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

こうしてみると、日銀が今年度中に調整利上げを前倒し実施する可能性はやはり低そうだ。インフレ目標であるコア消費者物価指数(生鮮食品を除く消費者物価指数)＜CPI＞の前年比上昇率が目標道半ばの1%を目前にピークアウトすると予想される今年度中(図3)⁴、第2期・黒田日銀は現行の金融緩和政策を粘り強く続けてゆく覚悟だろう。

図3：目標道半ばの1%でピークアウトとなる物価上昇率



注：「コアCPI」は生鮮食品を除く消費者物価指数(消費増税の影響を除く)。実績は月次データ。シナリオは四半期ベース
出所：総務省と日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成(シナリオは弊社)

⁴ そのような物価動向では、政府もデフレ脱却宣言を実施できないだろう。

現行緩和策とはもとより、短期政策金利を年▲0.1%、長期金利操作目標を「ゼロ%程度」とする「YCC付きQQE」のこと。日銀はそれによって、まずはイールドカーブ・ギャップのマイナス状態を維持しようとしている。イールドカーブ・ギャップは「実際の実質イールドカーブー均衡イールドカーブ」と定義されている。ここで均衡イールドカーブとは、景気中立的な均衡実質金利で構成されているイールドカーブのこと。したがって、イールドカーブ・ギャップがマイナス、すなわち「実際の実質カーブ<均衡カーブ」という状況はたいへん景気刺激的であり、需給ギャップを改善させる効果が大きい。日銀は、総需要が総供給を上回ってインフレ・ギャップ〔=需要>供給〕が拡大し、物価上昇率を2%目標に向かって押し上げてゆくと期待している（図4）。雨宮副総裁も、『物価の基調を決めるものは3つ。需給ギャップと人々の予想物価上昇率、賃金だ』と指摘し、需給ギャップを筆頭に挙げた。ただ、昨年10-12月期の需給ギャップは、日銀の推計によると潜在GDP比で+1.5%だった。今年度は、我々の予想では同+2%弱にとどまる。とすると、基調的な物価上昇率は図4より、1%あたりがせいぜいだろう。ちなみに、物価上昇率が2%台を維持していたのはバブル景気の最終局面で、当時の需給ギャップは実に同+4%を超えていた（図4）。

さて、第2期・黒田日銀も以上のロジックに基づき現行緩和策を粘り強く続けてゆくとすると、長期金利は動くに動けないだろう。日銀が操作目標とする「ゼロ%程度」の横這い圏で悶々と推移することになりそうだ。仮に円高/株安基調というくだんの「アベグジット相場」が勃発し、「ゼロ%程度」

に相当する誘導レンジの下限と目される0%を割り込もうとすれば、日銀は昨夏と同様⁵、長期債の買い入れを連続的に減額したり、買い入れの減額方針を公表したりして、過度な下振れを防ぐだろう（図5）。逆に、長期金利が例えば米金利上昇に釣られて誘導レンジの上限と目される0.1%を上抜けようとするれば、日銀は過去3度と同様、長期債の買い入れ増額や無制限購入・指値オペ（買い入れ利回りも同じ0.110%）を駆使して抑え込むだろう（図5）。結局、長期金利は現行のYCCが続く限り、事実上0%～0.1%という非常に狭いレンジ内での“往来相場”を強いられてゆく。

図5：主なイールドカーブ・コントロールと長期金利動向の関係



注：「減」は長期債の買い入れ減額、または減額方針の公表、「増」は増額、「指」は指値オペ
出所：QUICKより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

なお、日銀が前述した調整利上げを今年度中に前倒し実施するとしたら、それは、「異次元の大胆緩和」の脱デフレ効果を副作用や逆効果が上回ってしまったときである。それらの代表例は、金融仲介機能の停滞・低下や資産バブルの発生だ。黒田日銀総裁は今のところ、いずれも観察されないと否定している。

⁵ 昨夏は北朝鮮の地政学リスクが高まり、市場ではリスクオフの動きが広がったため、安全資産とされる国債が買い進まれた。

マーケット・アウトlook (2)

主要国の長期金利見通し

岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠

■金融政策の正常化が進む米、ユーロ圏

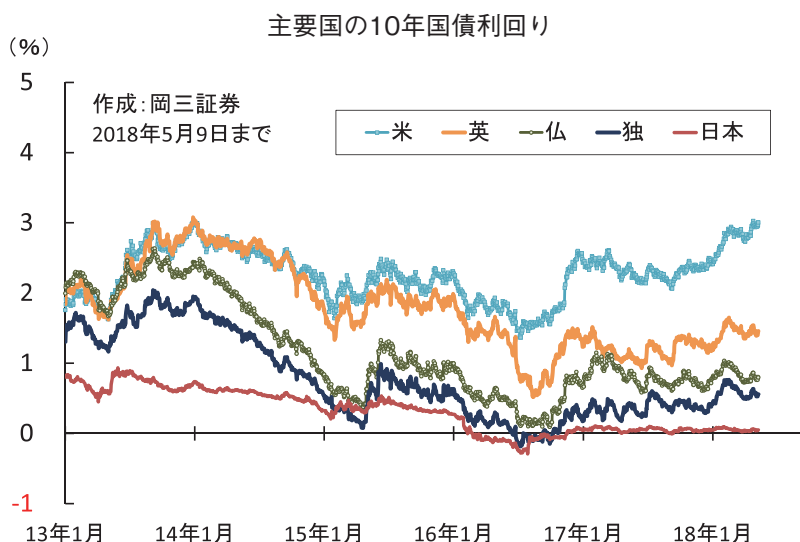
IMFが4月に公表した世界経済見通しでは、2018年、2019年の世界経済成長率見通しは3.9%に据え置かれた。ただ、米国については大型減税や歳出拡大などを踏まえ成長率見通しは上方修正され、ユーロ圏でも主要各国の成長率見通しは上方修正されている。トランプ米大統領の通商政策による貿易摩擦の拡大懸念などは残るが、世界経済の回復は続いており、米、ユーロ圏では今年も金融政策の正常化に向けた動きが着実に進むことになろう。依然として物価上昇懸念が高まるような環境ではなく、長期金利が大幅に上昇することはないだろうが、主要国の長期金利の低下余地は限定的と思われる。

米国では2%の物価上昇もほぼ達成されており、FRBは今後も利上げを進めようが、すでに2年国債利回りなどは今年3回の利上げをほぼ織り込んだ水準まで上昇している。

利上げ観測を背景に米10年国債利回りは4年ぶりに3%台に上昇したが、今年の米債券相場の焦点は10年国債利回りがどこまで上昇するかになろう。利上げ見通しや国債増発が長期金利の上昇圧力となる一方で、イールドカーブは今後もフラット化を続ける見通しであり、米長期金利の上昇は小幅にとどまる可能性が高いだろう。

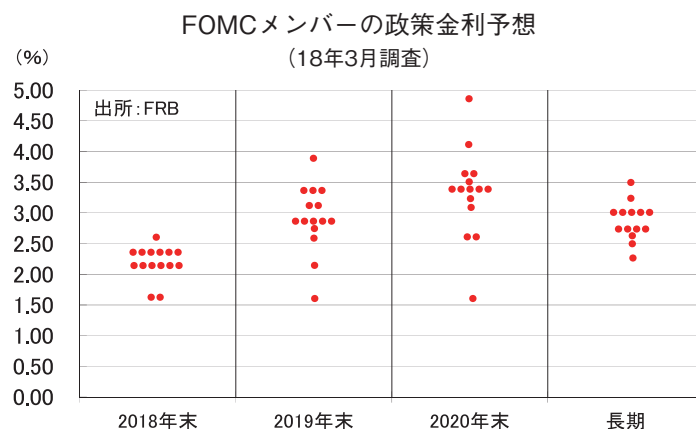
欧州では英国のEU離脱問題や、イタリア、スペインなどの政治情勢の不透明感が残るが、緩やかな景気回復が続いている。ECBは今年後半には資産購入を終了することが見込まれており、各国長期金利の低下は見込みづらい状況となろう。ただ、為替市場でのユーロ高の影響などもあり、物価上昇圧力は依然として鈍い。利上げ観測が高まるのはもう少し先になる可能性が高く、ユーロ圏各国の長期金利も大幅な上昇にはならないだろう。

米、ユーロ圏の金融政策が着実に正常化に向かうなかで、日銀の金融緩和政策には依然として出口がみえない。世界経済の回復に支えられて日本経済も緩やかな回復が見込まれるが、物価は目標には遠く及ばない状況が続こう。日銀の金融緩和姿勢に当面変化はなく、日本の長期金利の大幅な上昇もしばらく見込みづらいだろう。

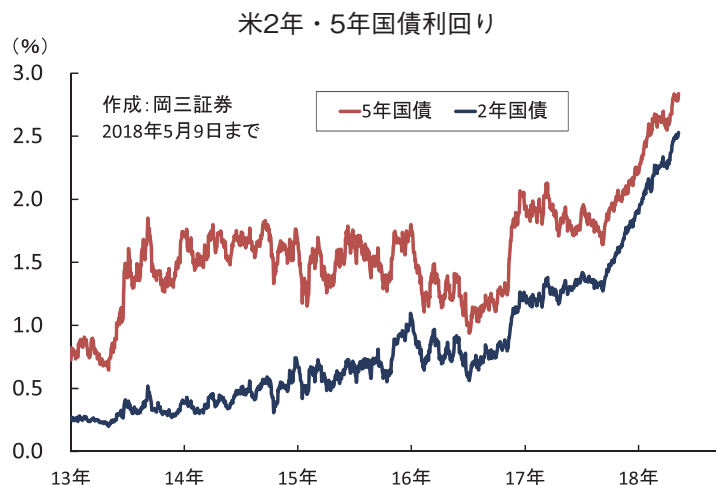


■米イールドカーブはフラット化を続けよう

今年3月に公表されたFOMCメンバーの経済見通しでは、トランプ政権の減税策や歳出拡大を織り込んで、2018年、2019年の経済成長率見通しは上方修正された。物価見通しについても小幅に上方修正されたが、物価は今後も2%程度で安定した推移が続くと予想されており、当面は物価上昇懸念が長期金利を大きく押し上げるような状況は想定されていない。雇用情勢の改善や賃金の上昇が続くなかで、今年3月のコアPCEはすでに前年比1.9%上昇と目標をほぼ達成しており、今後も物価は上振れが懸念されやすい環境となろう。ただ、先行きの不透明要因は残っており、FRBは物価が将来的にも2%台に定着することを確認するまでは、利上げペースを速めることはないだろう。3月のFOMC時点では今年3回から4回の利上げを予想するメンバーが大半だったが、当面は3カ月に一度程度の利上げペースを維持する可能性が高いと思われる。

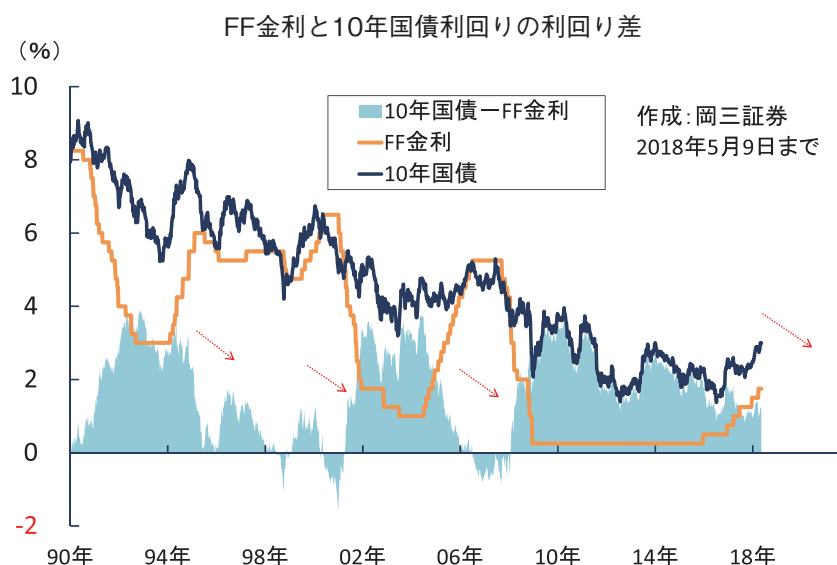


利上げ観測を背景に米国債利回りには上昇圧力が続いているが、特に昨年後半から2年国債など中期国債利回りの上昇が目立っている。今年4回の利上げが行われれば、2018年末のFF金利は2%台半ばまで引き上げられようが、足元の2年国債利回りはすでに2.5%近辺で推移している。米2年国債利回りは今年3回までの利上げをほぼ織り込んだ水準であり、米景気の過熱が警戒され、来年の利上げが前倒しされるような環境にならなければ、当面は2年国債利回りが大きく上昇する可能性は低いと思われる。北朝鮮情勢には明るい兆しがみられるなど地政学リスクは和らいでいるが、トランプ米大統領の通商政策による世界経済への悪影響が警戒されるなかで、米国債利回りの大幅な上昇は見込みづらいただろう。物価上昇懸念などから米長期金利が大きく上昇すれば、新興国経済への影響



が懸念されることや、米株式相場が再び不安定な動きを強めることとなり、結局は米長期金利の上昇は抑えられよう。

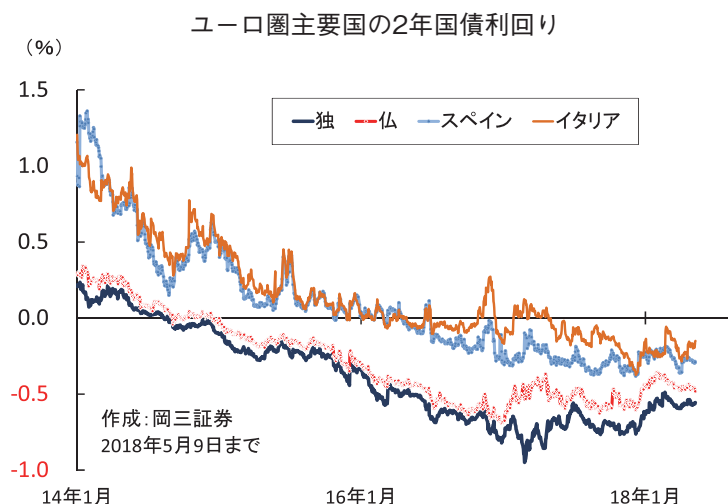
FOMCメンバーによる政策金利予想では、米景気の拡大が順調に続けば19年末にはFF金利は3%程度まで上昇することが見込まれている。FF金利の引き上げとともに米中短期国債利回りは今後も着実に上昇しようが、過去の利上げ局面では利上げの最終局面に向けてイールドカーブはフラット化している。FRBが金融政策の正常化に動き始めてから米イールドカーブは緩やかにフラット化しているが、米10年国債利回りとFF金利の利回り差は今後も縮小を続ける可能性が高いだろう。財政支出の拡大や物価上昇懸念が長期金利の上昇圧力となり、一時的にはイールドカーブがスティープ化する場面も想定されようが、利回り上昇による将来的な米景気の減速も徐々に意識されよう。当面は利上げ観測が続くことで米長期金利の大幅な低下は見込みづらいが、主要国のなかでは最も利回りの高い米国債には海外投資家からの需要も増加しよう。環境的には米長期金利は上振れしやすい状況となろうが、長期的なイールドカーブのフラット化見通しに支えられて、米10年国債利回りの上昇は3%台半ば程度までにとどまろう。



■欧州主要国の長期金利の上昇も限定的に

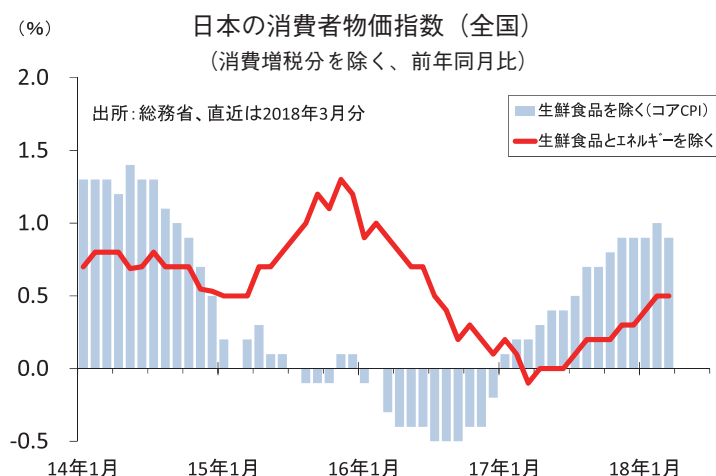
欧州中央銀行 (ECB) は昨年10月の定例理事会で、資産購入の終了時期を今年9月末に延長する一方で、資産購入額を今年1月から半減することを決定した。ユーロ圏経済の緩やかな回復が続くなかで、デフレ懸念は後退しており、ユーロ圏も量的緩和の終了に向かっている。今年3月の定例理事会では、経済環境が悪化した場合には資産購入の規模や期間を再び拡大する用意があるという文言を削除し、金融政策の正常化を進める姿勢を明確にしている。ECBが金融政策の正常化に動き始めたことから為替市場ではユーロ高が進行し、足元では景気や物価の先行きにやや慎重な見方も広がっているが、ECBは今後も慎重に金融政策の正常化を進めよう。今後の焦点は資産購入の終了時期、利上げへ時期へと移ろうが、ユーロ圏でも2%の物価上昇はまだ見通しづらい状況であり、利上げ観測が高まるのは今年の終盤から来年に入ってからになるだろう。量的緩和の終了は各国長期金利の上昇圧力となろうが、マイナス金利政策はしばらく維持される見通しであり、各国の2年国債利回りはマイナス圏での動きを続けよう。ユーロ圏で最も信用度の高いドイツの10年国債利回りは今後1%を目

指そうが、中短期国債利回りの低位安定が続くことで、各国長期金利が大幅に上昇する可能性は低いだろう。特にイタリア、スペインなどの高利回り国では、景気回復とともに格付け見通しが改善している。イタリア、スペインでは政治情勢がリスク要因として残るが、信用度の高い独国債との利回り差は縮小基調が継続しよう。金融政策の正常化が進むなかで欧州各国の長期金利の低下は見込みづらいが、上昇ペースは緩やかにとどまる可能性が高いだろう。

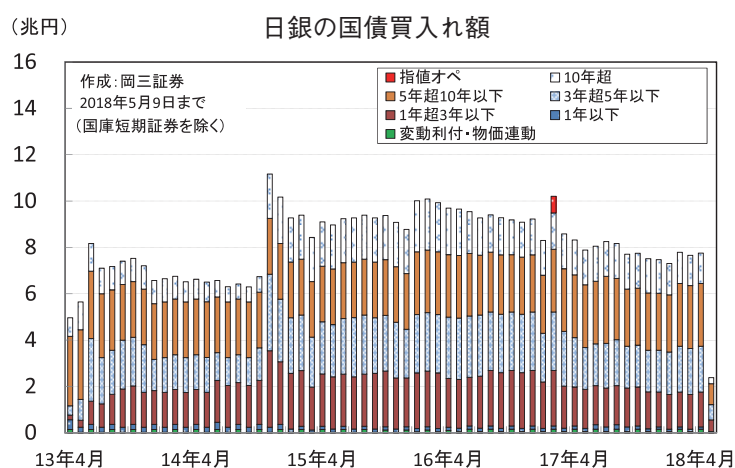


■日銀は当面現状の金融政策を維持しよう

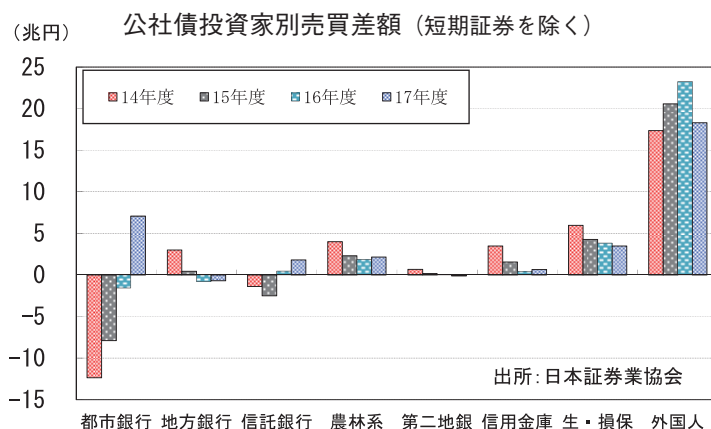
米国では利上げが続き、ユーロ圏でも金融政策は正常化へ向かおうが、日銀の金融政策が正常化に向けて動き出すのはまだ先になろう。昨年は日本の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）も上昇を続け、今年2月には目標の半分を達成したが、エネルギーの影響を除けば依然として目標にはかなりの距離がある。中東情勢の不透明感から足元では原油価格が上昇しているが、物価が2%の目標に向けて順調に上昇するとの見方は依然として少数派だろう。日米利回り差の拡大見通しから円安が進めば、国内景気、物価には好材料となろうが、貿易赤字縮小を目指すトランプ政権の通商政策が続く間は大幅な円安進行は見込みづらいだろう。黒田日銀総裁も当面は現状の強力な金融緩和政策を粘り強く推進することが重要と発言しており、日銀の強力な金融緩和政策はしばらく続くことになろう。金融緩和政策の長期化による副作用が意識され、国債利回りの低下余地は限られようが、日銀の金融緩和姿勢に支えられて、国内長期金利は低位での安定推移を続けよう。



日銀の金融政策の重点は「量」から「金利」に変更されており、昨年は日銀が国債買入れ額を徐々に減額したが、日銀の金融政策も正常化へ向かうとの思惑から国債利回りが上昇したことで日銀は国債買入れ額を再び増額した。ただ、日銀の国債買入れ額が80兆円の残高増加ペースを大きく下回っていることも、円安が進みづらい要因と思われる。日銀は過度なイールドカーブのフラット化を警戒していることから、超長期国債利回りがさらに低下すれば、超長期国債の買入れ額を小幅に減額しようが、円高への警戒感が残るなかで大幅な国債買入れ額の減額にはしばらく踏み切れないだろう。新年度に入って20年国債を除く各年限の国債発行額は減額されたが、日銀は毎月8兆円近い国債買入れを続けており、国内債券市場の良好な需給環境が大きく崩れる可能性は低いだろう。利回りが上昇すれば日銀の指値入オペが予想されることや、押し目買いに動く投資家も多いと思われ、日本の10年国債利回りは日銀の操作目標を大きく離れることはないだろう。



投資家動向をみても、日本国債には積極的な売り手は見当たらない。量的・質的金融緩和が始まってからの最大の日本国債の買い手である外国人の買い越し額は、昨年度も18兆円を上回った。前年度からはやや減少したものの、外国人が円資金を調達しやすい環境は続いており、日銀が現状の金融緩和政策を維持する間は中短期国債を中心とした外国人の買い越しは続こう。日銀の国債買入れオペとともに、外国人の日本国債買いが中短期国債利回りを低位に安定させることで、長期金利の上昇は抑えられよう。現状の利回り水準では国内投資家は総じて慎重な姿勢だが、昨年度は都市銀行が7年ぶりに買い越しに転じた。日銀が国債発行残高の40%以上を保有するなかで、国債を積極的に売却できる国内投資家は少なくなっているよう。プラス利回りを確保できる超長期国債には生保や



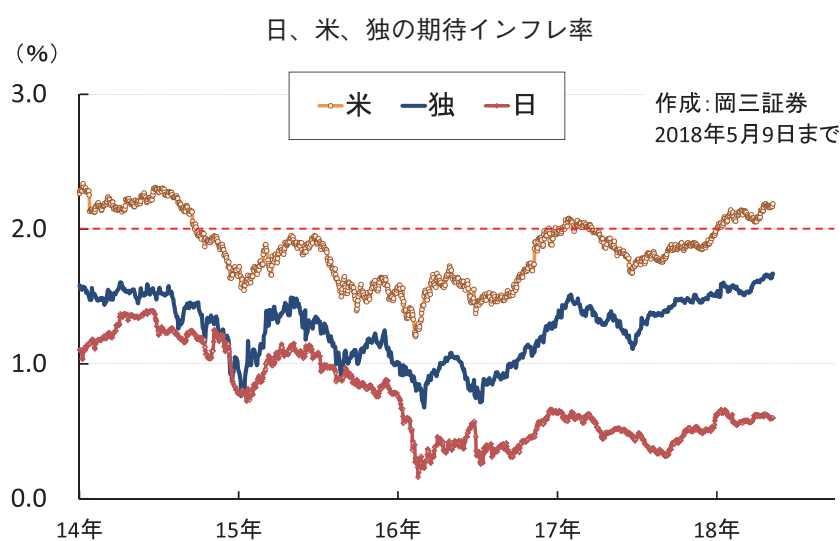
年金資金を中心に国内投資家の買いが続いているが、国債利回りが上昇する局面では国内投資家の押し目買い姿勢は強まろう。

■長期金利の上昇は小幅にとどまろう

世界経済の回復見通しを背景に主要国の長期金利には上昇圧力が続こうが、長期金利の上昇幅を決めるのは今後の各国の物価動向になろう。米国では2%の物価上昇はほぼ達成された状況であり、米長期金利の上昇懸念は高まりやすいが、米国の期待インフレ率は2%をようやく上回ってきた段階であり、急速に物価上昇懸念が高まるような状況ではないだろう。4月の米雇用統計では失業率は17年ぶりに3%台に低下したが、賃金の上昇は依然として緩やかにとどまっている。トランプ大統領の減税策などにより経済成長率見通しは上方修正されたが、FRBは緩やかな利上げペースを維持しよう。米債券市場ではすでにその先の景気減速も意識されており、米10年国債利回りが4%に向けて上昇する可能性は低いと思われる。18年度の米10年国債利回りは、3%近辺を中心に推移しよう。

ドイツの期待インフレ率も2%に向けた上昇を続けているが、為替市場でのユーロ高の影響などもあり、当面は物価上昇懸念が高まるような状況ではないだろう。欧州経済も緩やかな回復は見込めようが、英国のEU離脱問題やイタリア政治の混乱といったリスク要因は残っている。ドラギECB総裁も金融政策の正常化を慎重に進める姿勢を示しており、政策金利の引き上げが視野に入るのは18年度の終盤になる可能性が高いだろう。欧州各国の長期金利の低下余地は限られようが、大幅な上昇はまだ見込みづらいだろう。

日本では日銀の強力な金融緩和政策が続いているが、期待インフレ率は1%にも達していない。物価安定目標の達成には依然として目途が立たない状況であり、18年度に日銀が金融政策を変更する可能性は低いだろう。ただ、緩やかな景気回復や物価上昇が続いていることや、強力な金融緩和政策の副作用が懸念されるなかで、日銀が追加の金融緩和政策に動くこともないだろう。日本の10年国債利回りは1年以上横ばい推移を続けているが、18年度もこれまでと同様のレンジ内で推移しよう。



YCC後の金利変動性と地域金融機関の資金運用の課題

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

先月日銀より公表された「金融システムレポート(4月)」において、マイナス金利の導入により特に地域金融機関の資金運用において国債から外国債・投資信託へのシフトが顕著となり、金利リスク量が増大している。

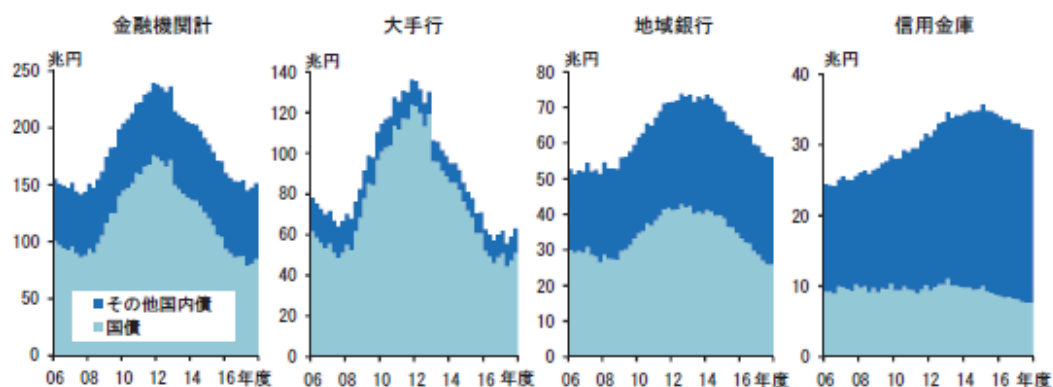
長期に亘る低金利から運用環境は厳しさを増す中、長短金利操作付き量的・質的緩和(Yield Curve Control: YCC)導入によりイールドカーブの裁定機会が限定的となり、これまでの運用戦略の修正が余儀なくされている。金融政策と金利ボラティリティの関係性に焦点を当てながら、債券運用の課題について考察していきたい。

1 地域金融機関の資金運用

4月に公表された日銀金融システムレポートによると、マイナス金利が進行する局面において、国債から社債・外国債・投資信託へのシフトが顕著となっている。

まず円債残高において、大手行は2013年4月の量的質的緩和政策での国債買いオペに応じる中で国債残高を急減させてきたものの、2016年2月のマイナス金利導入後には一定の担保需要から更には減らせない状況となり、地域銀行でも国債減額の余地は限られてきている。一方信用金庫は、その他円債のウェイトが高まっていることが分かる(図表1)。

(図表1) 金融機関の円債残高

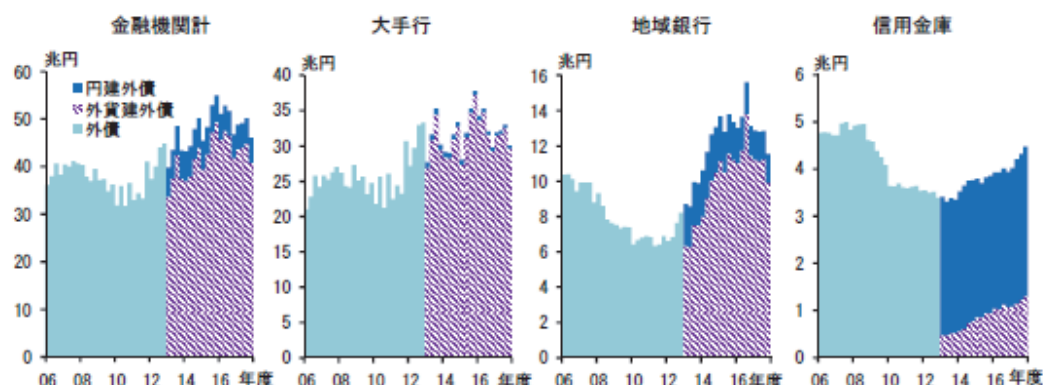


(注) 国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年2月末。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート(2018年4月号)」

次に外債残高(円換算ベース)については、大手行・地域銀行は円債の圧縮に呼応して増加させてきたものの、米国の利上げ進行によるイールドカーブのフラット化が予測される状況においては含み損が拡大する懸念があり、ここもと減少に転じている。一方、信用金庫は外貨建外債を継続して積み増している(図表2)。

(図表2) 金融機関の外債残高



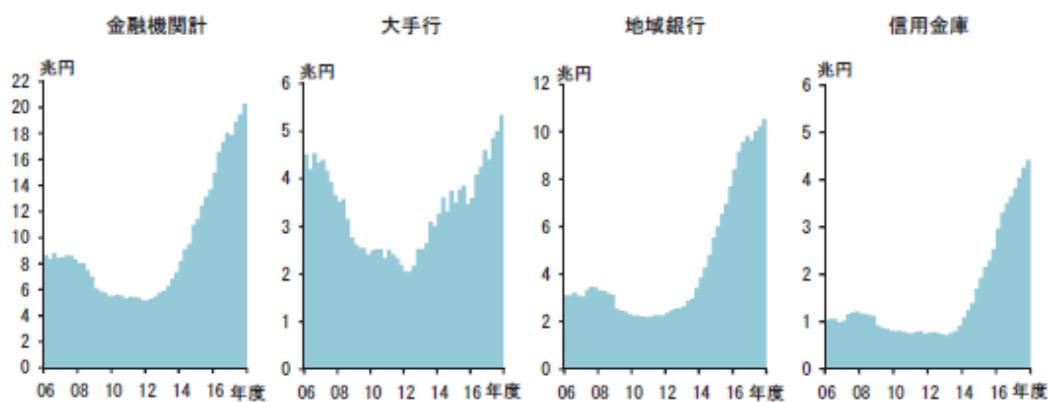
(注) 1 「外債」は、「外貨建外債」と「円建外債」の合計。2010年3月以前は外国証券。

2 国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年2月末。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート(2018年4月号)」

投資信託は全般的に増加基調を保っている。株価が底堅く推移する中で一部利益確定売りがみられたものの、REIT や海外株式を含むバランス型の投資信託の積み増しを通して、残高の増加が続いており(図表3)、海外金利、為替、不動産など多様な市場リスクを抱えるようになっている。

(図表3) 金融機関の投資信託残高



(注) 1 投資信託以外の有価証券を一部含む。

2 国内店と海外店の合計。末残ベース。直近は2018年2月末。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート(2018年4月号)」

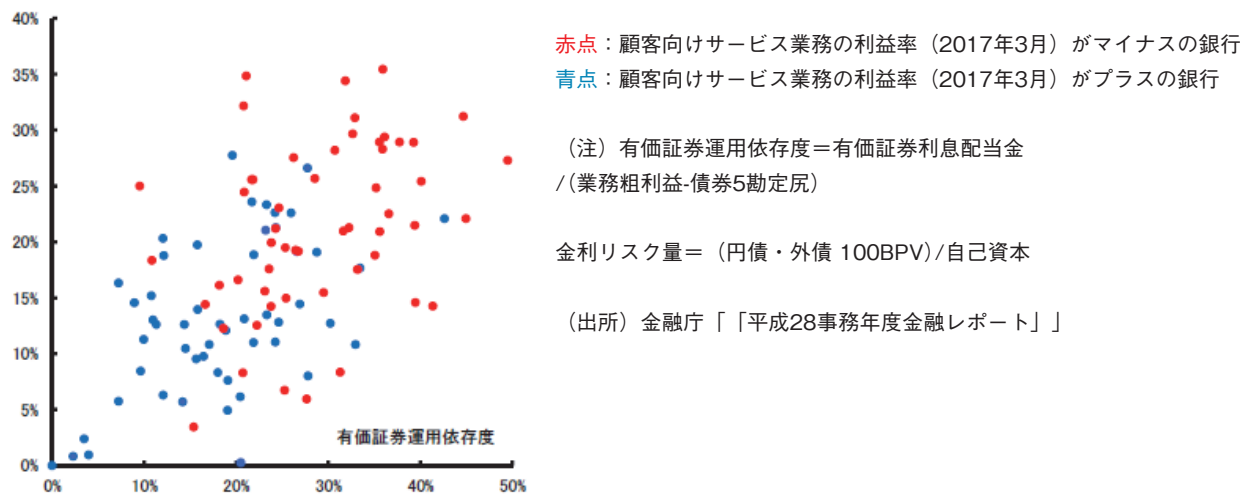
また、金融庁より昨年10月に公表された「平成28事務年度金融レポート」においては、長短金利差の縮小により、預金など短期資金を調達し貸出など中長期の運用を行う本来のビジネスモデルでの収益性の低下に伴って有価証券運用にシフトしてきたが、本業(貸出・手数料ビジネス)の利益¹がマイナスとなっている地域銀行の多くは、有価証券運用による短期的な収益への依存が一段と進んでおり(図表4)、その結果、金利リスク量²が増加しているとの指摘があった(図表5)。

¹ 本業の利益は、次式で定義される「顧客向けサービス業務の利益」を指す。

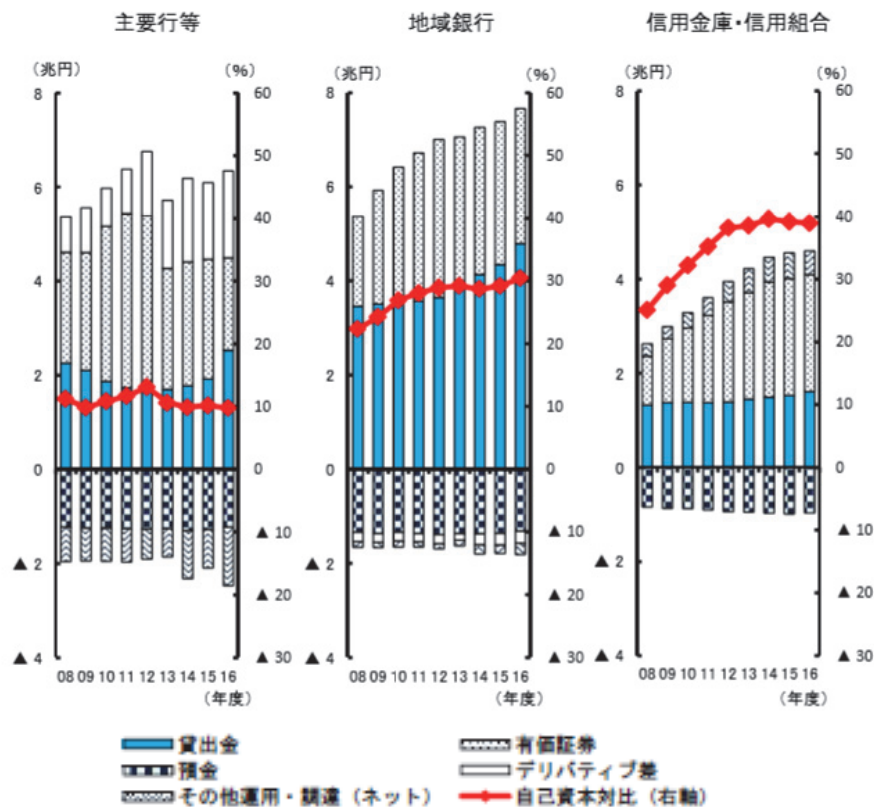
顧客向けサービス業務の利益＝貸出残高×預貸金利回り差＋役務取引等利益－営業経費

² ここでいう「金利リスク量」は、金利がパラレルシフトで1%ポイント上昇したと仮定した場合における現在価値(Net Present Value)の変化を示す。

(図表4) 金利リスク量と有価証券運用依存度の状況 (2017年3月)



(図表5) 円金利リスク量の推移

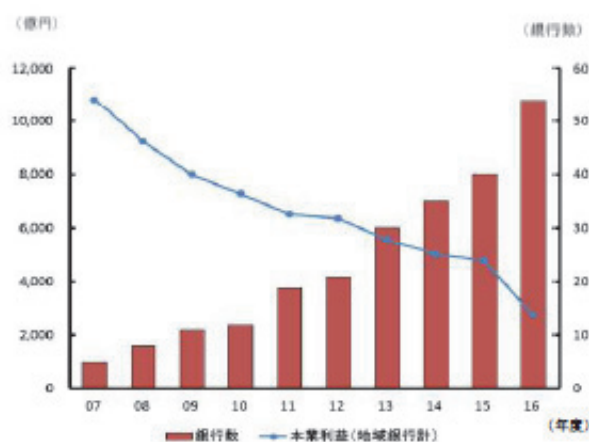


(注) 地域銀行、信用金庫・信用組合については、期中合併における非存続金融機関の計数は含まれない。
 (出所) 金融庁「平成28事務年度金融レポート」

このように基礎的な収益力が低下するもとで、有価証券投資のパフォーマンスが期間収益全体に及ぼす影響は大きくなってきている。本業の利益は悪化を続けており、28年度の決算では地域銀行(106行)の過半数の54行が本業赤字であり(図表6)、さらに5年後には7割の地域銀行が本業赤字になるとの試算も金融庁から示された。本業以外の収益についても低下していくことが予想されるた

め、投信等の解約益を除いた実力ベースのコア業務純益でみても、5年後には約3割の地域銀行がマイナスになるとの試算もある。足元のバランスシートの健全性に問題がなくても、本業が赤字で有価証券の益出しにより決算を作っている銀行は、自己資本等の余裕がある今のうちに抜本的な経営改革に着手しないと手遅れになるおそれがあると金融庁は指摘している。

(図表6) 地域銀行の本業利益と本業赤字銀行数の推移



(出所) 金融庁「平成28事務年度金融レポート」

金融レポートにおいて具体的に指摘のあった事例は、以下の通りである。

- ・ 当期純利益を確保するため、投資信託の解約益や債券・株式の売却益（益出し）に大きく依存している。中には、利益が出るファンドのみを売却する一方で、含み損の損切りを先送りしている。
- ・ 利息配当金収入の増加を図るため、市場環境の変化によっては、将来的に大きな含み損を抱えるリスクを十分考えずに、残存期間が極めて長い債券や投資信託への投資を拡大し、金利リスク等を増加させている。

YCC政策により金利のボラティリティが歴史的低水準にあり、短期金利と長期金利がコントロール下にあることで裁定取引の余地が限られた状況において、収益確保のためには超長期債のデューレーションリスク・事業債のクレジットリスク・外貨建て債の為替リスクに依存してきた。金利リスク量が増大している現況において、金利ボラティリティの先行きが懸念材料である。

2 タームストラクチャーの先行研究

ここで金利のボラティリティと金融政策の関係性をみるために、まずは金利の期間構造（タームストラクチャー）について整理する。

イールドカーブの形状は、水準・傾き・曲率の3要素（ファクター）でほぼ説明できることが知られている³。実際にマーケットで観測されるイールドカーブは、年限・クーポン・償還条項など条件の異なる個々の債券の集合体であるが、それらの金利（債券価格）には相互に強い相関があるため、主成分分析において僅かなファクターで説明可能となる。

これらのファクターからイールドカーブを推計する様々なモデルが構築され、実証分析が行われてきたが、近年では理論カーブを推計するのみならず、そのファクターとマクロデータとの関連性

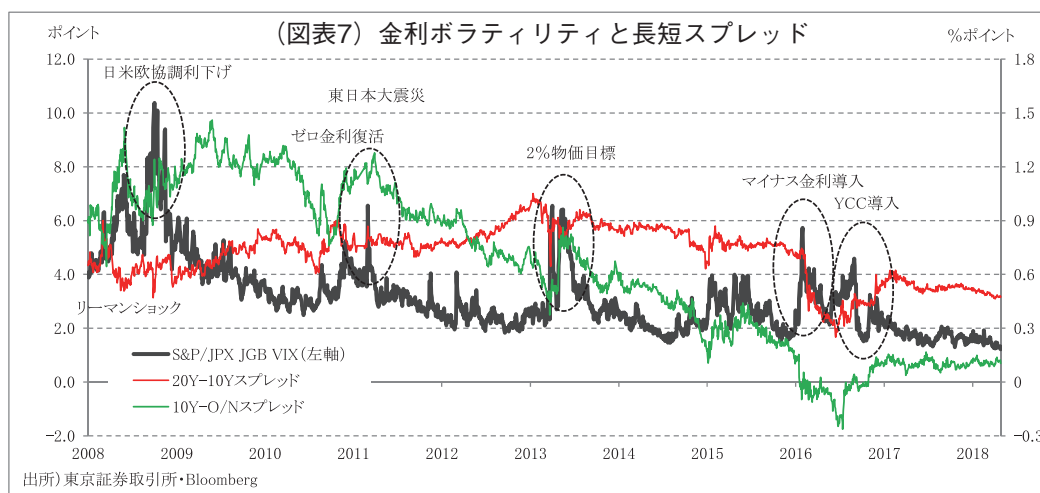
³ Nelson and Siegel [1987] は、主成分分析の結果、金利変動の90%以上が第1主成分で説明され、第3主成分までとれば、ほぼすべてを説明できるとし、さらに Litterman and Scheinkman (1991) などにより、各主成分が「水準」、「傾き」、「曲率」の3つの要素に対応することが確認されている。

に焦点があたっており、ゼロ金利政策以降はその関連性が希薄化していることも報告されている。イールドカーブに歪みを生じさせる要因は多岐にわたり、各年限のメインプレイヤーが異なることで発生する市場分断仮説（特定期間選好仮説）も再び注目されている。

また、タームストラクチャーモデルのインプリケーションとして、「水準」は長期インフレ率、「傾き」は景気循環、「曲率」は金融政策やボラティリティとの間に関係性があることも指摘されている⁴。曲率とボラティリティとの関係性を利用した裁定取引として、バタフライ・トレード（中期の売り/買いと、短期+長期の買い/売りを組み合わせるポジション）がある。通常のイールドカーブは上に凸であると仮定すると、曲率の大きいほど利回りは中期が短期+長期の合成より高い一方、短期+長期はコンベクシティが大きいほど金利変化が大きいほど有利となる。金利変化が大きいと予想すれば短期+長期の買いと中期の売り、金利がさほど変化しないと予想すれば逆のポジションをとる戦略である。バタフライ・スプレッドは金利ボラティリティや金融政策などの外部環境の予測に依存して決まる変数となる。

3 金利変動性と金融政策

金利ボラティリティを表すデータとして2008年1月より公表が開始された日本国債VIX指数の推移をみると、外性的ショックや金融政策の変更などがボラティリティに深く影響していることが分かる。統計開始以来最もボラティリティが上昇したのは2008年のリーマンショックを契機とした日米欧協調利下げの期間であり、2011年の東日本大震災、2013年の量的質的緩和と2%の物価目標の導入、2016年1月のマイナス金利導入と同年9月のYCC導入と、それぞれボラティリティの跳ね上がりが観測できる（図表7）。



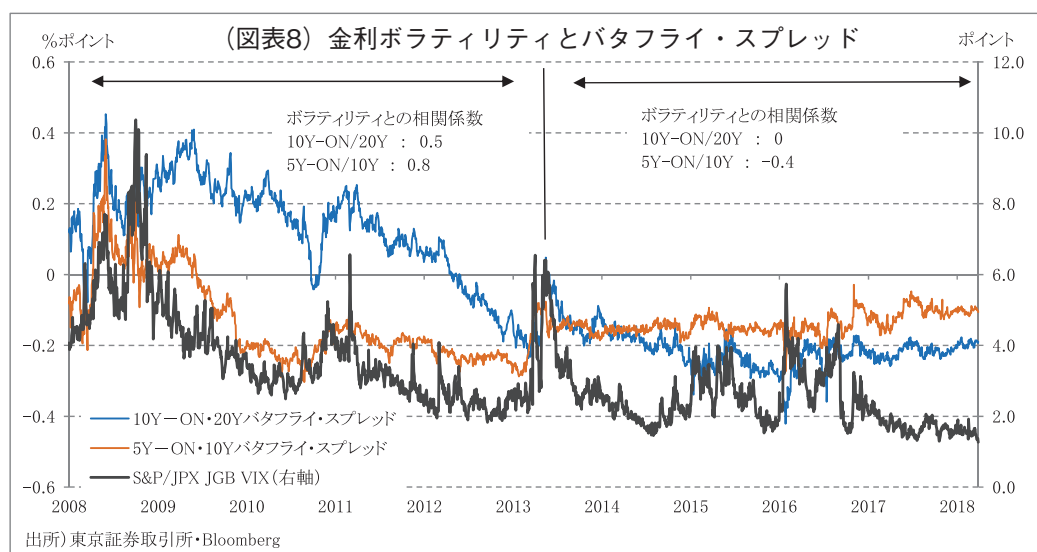
翌日物（短期）と10年債（長期）のスプレッド（10Y-O/N）をみると、2011年のゼロ金利復活時にブルスティープ、2013年の物価目標導入でベアスティープの局面があったものの、一貫してスプレッドはタイトニングしてきた。一方、10年債と20年債（超長期）のスプレッド（20Y-10Y）をみると、2012年半ばまでは10Y-O/Nを下回っており、イールドカーブの傾きが長期～超長期ゾーンで緩や

⁴ Dewatcher and Lyrio (2006) はドイツのイールドとマクロ経済変数から推計したところ、イールドカーブの「水準 (level)」は長期インフレ率に、「勾配 (slope)」は景気循環に、「曲率 (curvature)」は金融政策にそれぞれ依存するとした。また、Litterman et al. (1991) は1980年代の米国債市場データを分析し、米国債バタフライ・スプレッドを表す変数によって、米国債先物オプションのインプライド・ボラティリティの変動を7割程度説明できると報告している。

かになっていたが、それ以降は逆転し超長期ゾーンのカーブの傾きの方が急となった。ゼロ金利政策により短期ゾーンからカーブが潰れていったことが分かる。

ここから2016年以降に注目すると、2月のマイナス金利導入後、ボラティリティの上昇を伴いながら10年ゾーンが急低下しマイナス圏に突入、更なる低下余地を探る動きとなった。カーブを潰す動きは超長期ゾーンにまで波及し、20Y-10Yも過去最低に迫る水準までタイトニングした。そこで9月にYCCが導入されると過度なタイトニングに歯止めがかかり、スプレッドが復活することとなった。YCC導入当初は出口戦略への地ならしかと見る向きが多かったものの、行き過ぎたフラット化を修正しながら、コントロール目標を限界の見えてきた量から金利に戻すという意図であったことが分かる。それは2017年11月に黒田日銀総裁が「リバーサル・レート」を紹介した⁵ことも裏付けとなる。低金利環境が長く続いた後での更なるフラット化が金融機関の体力を奪っており、中央銀行としてイールドスプレッドを復活させることで、金融機関の運用の危機的状況に理解を示し、サポートする姿勢を見せたものであると解釈できるのである。

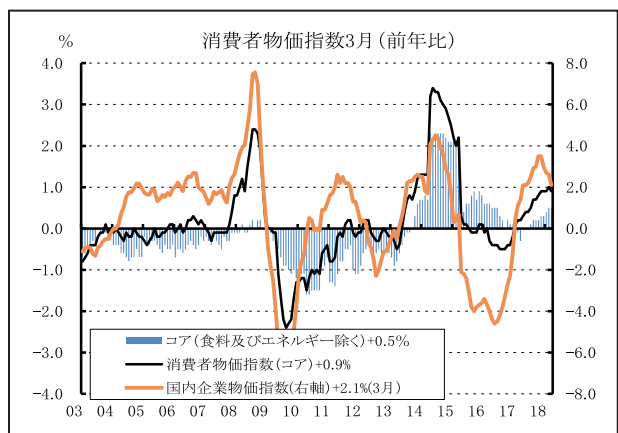
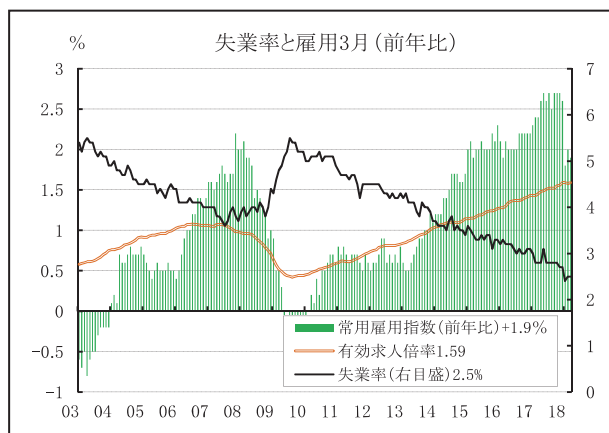
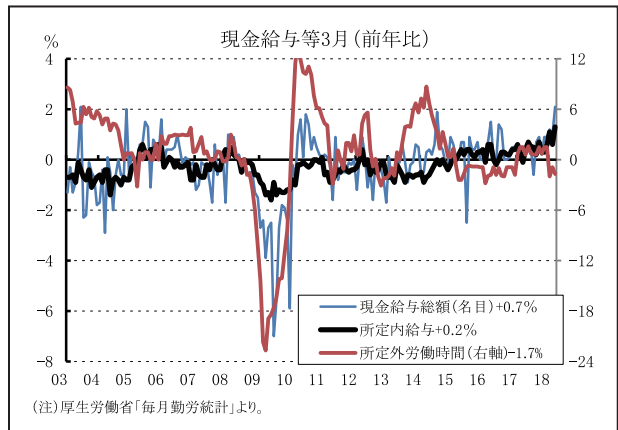
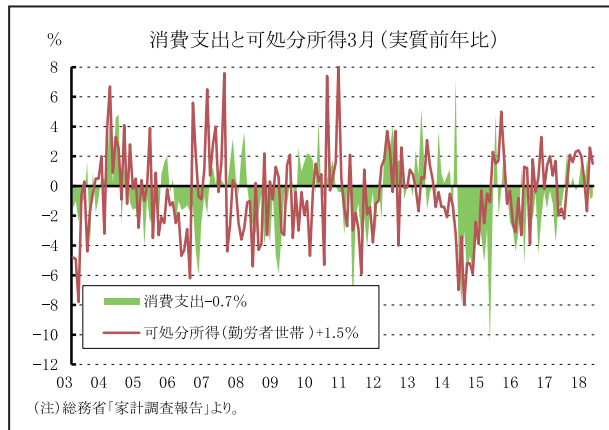
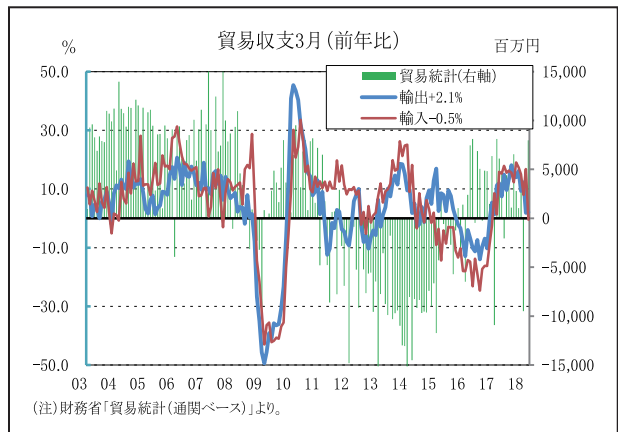
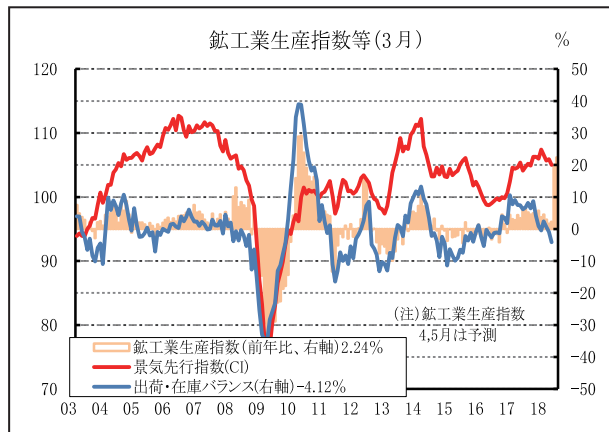
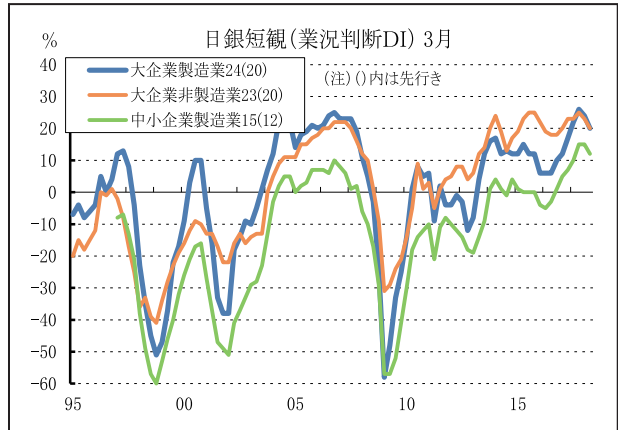
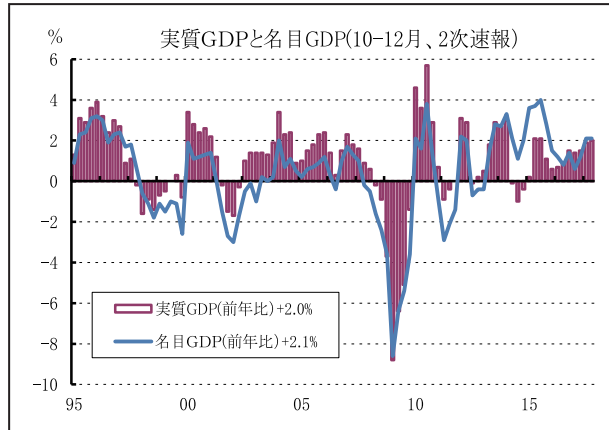
次に金利ボラティリティと曲率の関係についてみてみると、5Y-ON・10Yのバタフライ・スプレッドは金利ボラティリティとの強い正の相関がみられたが、それはマイナス金利導入以降逆相関となった(図表8)。またイールドカーブのフラット化が超長期まで波及する過程において10Y-ON・20Yのバタフライ・スプレッドもマイナス圏に入り、ボラティリティと無相関となっている。しばらくは金融政策の変更がなく、低金利状況が今後も続く予想を反映しているといえよう。



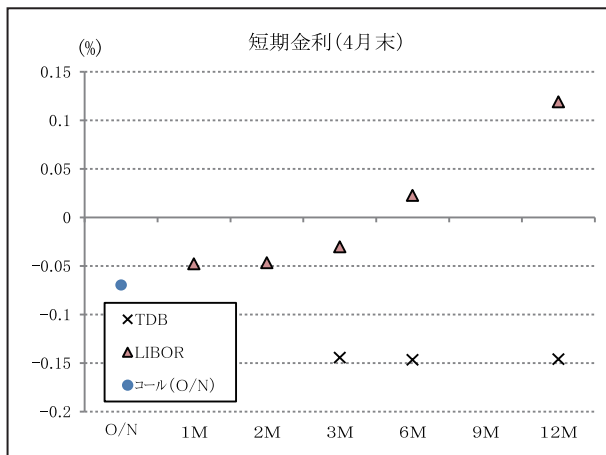
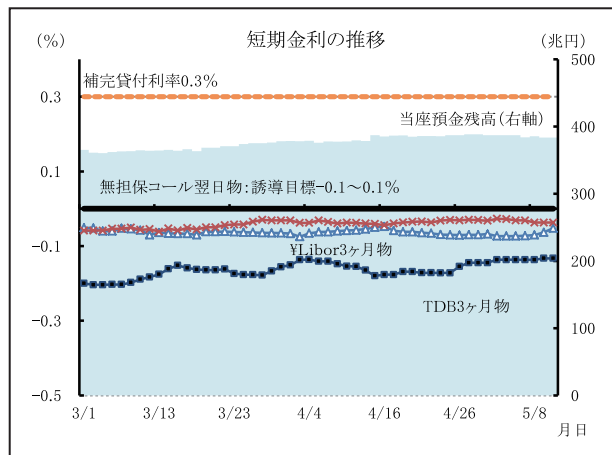
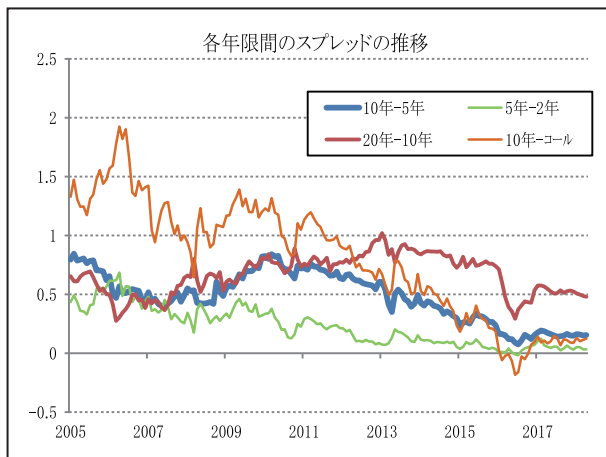
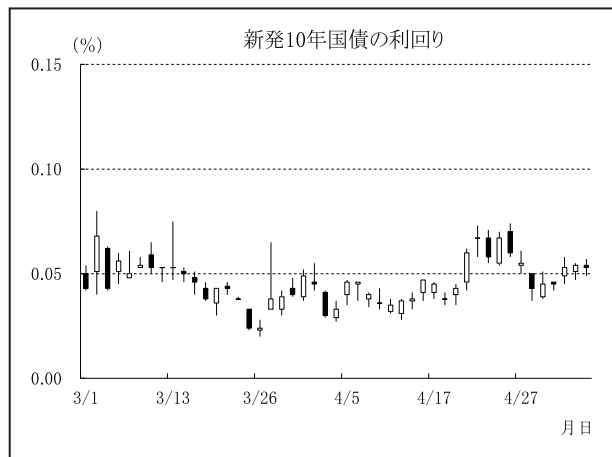
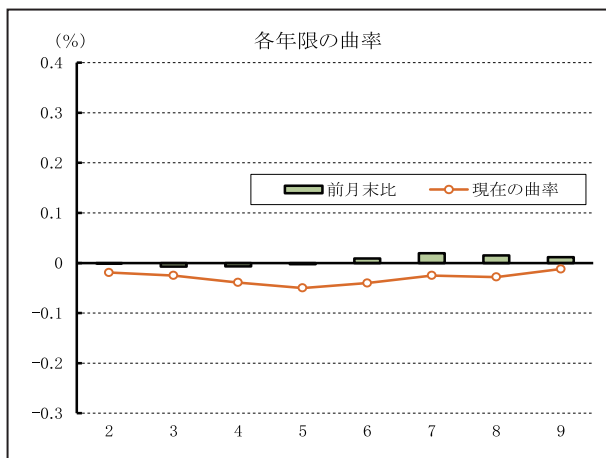
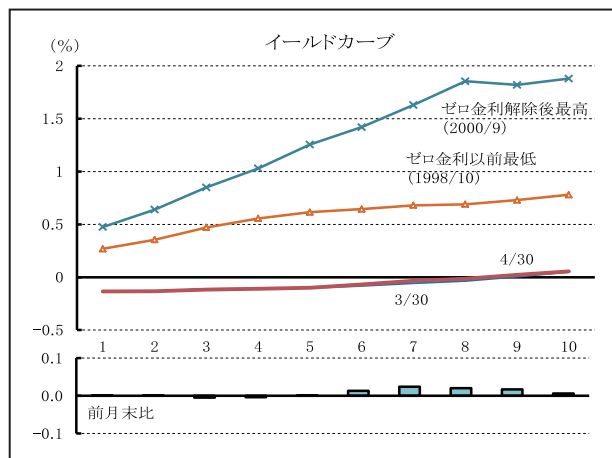
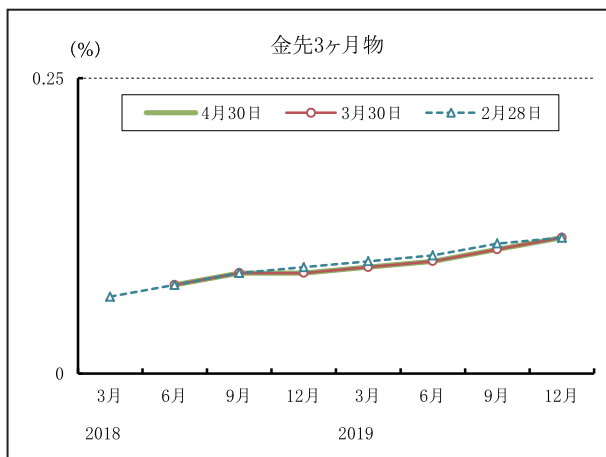
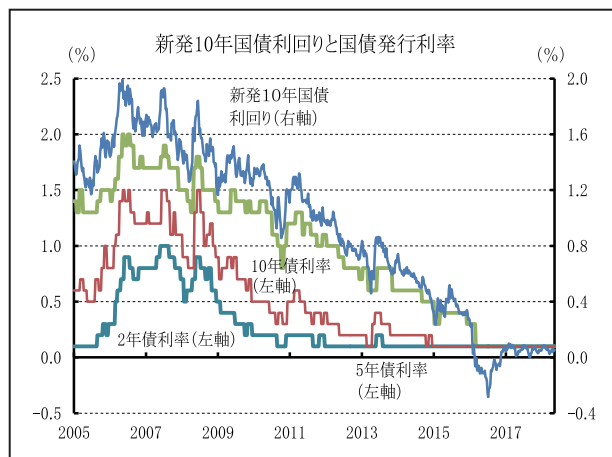
特に有価証券運用への依存が進行している地域金融機関において、国内外の経済金融環境について様々なリスクシナリオを想定し、多岐にわたるリスクファクターの適切な把握と相関を踏まえた運用体制を整備しておく必要性が高まっている。株式で主流であったファクター投資が債券運用でも注目されており、過度なデュレーションリスクやクレジットリスクに偏重せず、相関の低いファクターを取り入れる戦略を検討することも課題と思われる。

⁵ 「これは、金利を下げすぎると、預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転 (reverse) する可能性があるという考え方です。」「『量的・質的金融緩和』と経済理論」チューリッヒ大学での講演の邦訳 (日銀総裁 2017.11.13)

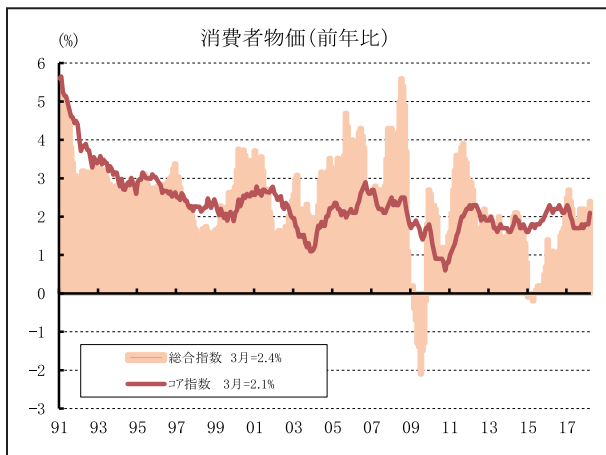
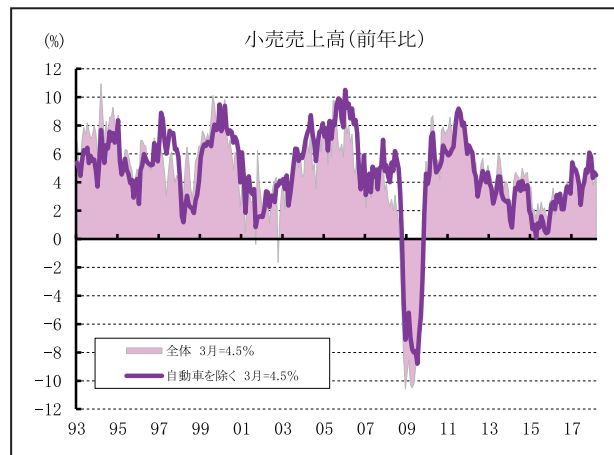
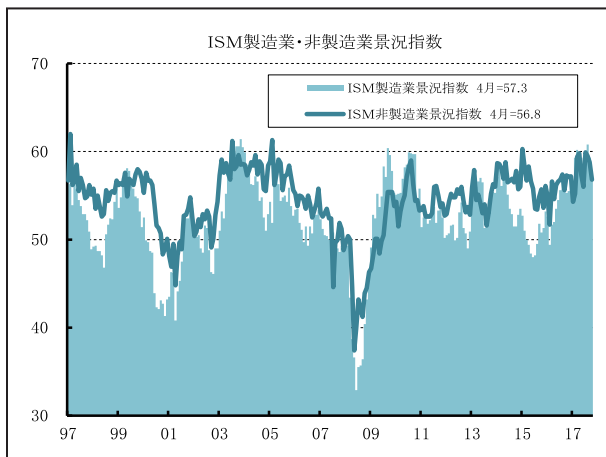
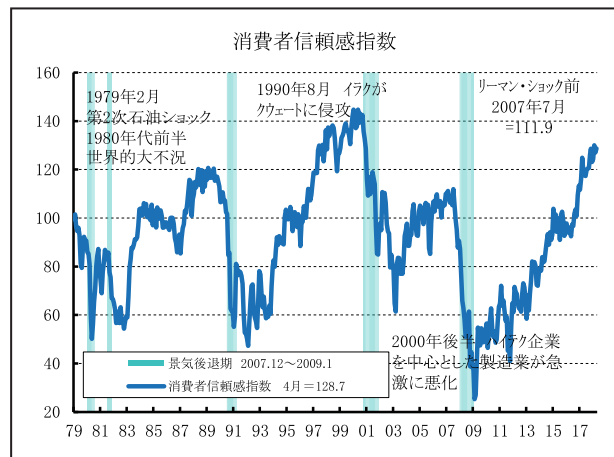
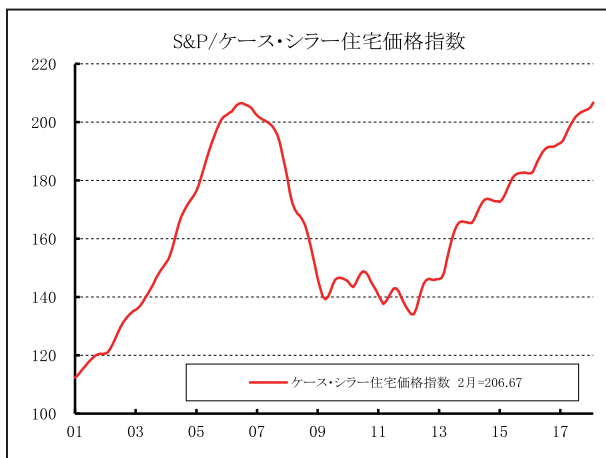
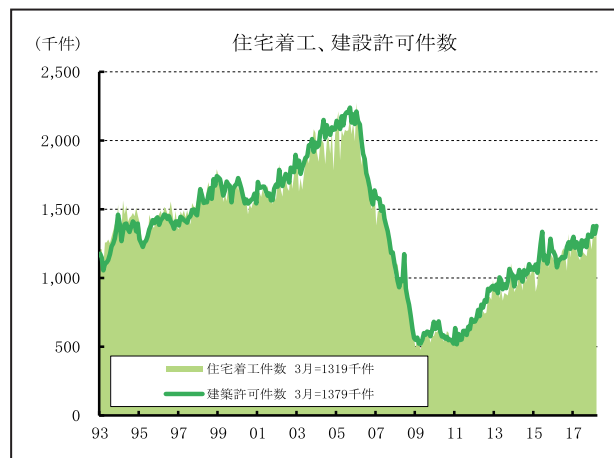
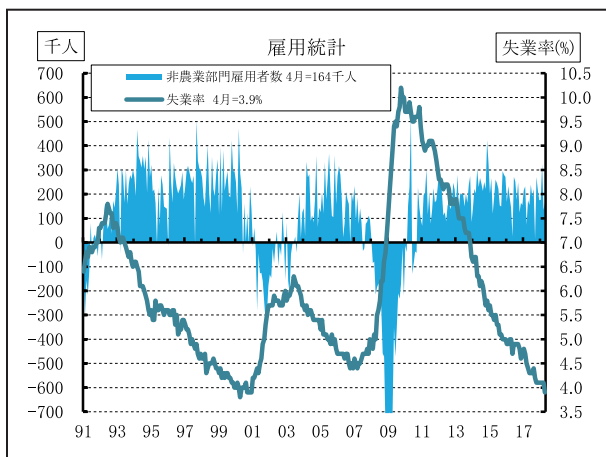
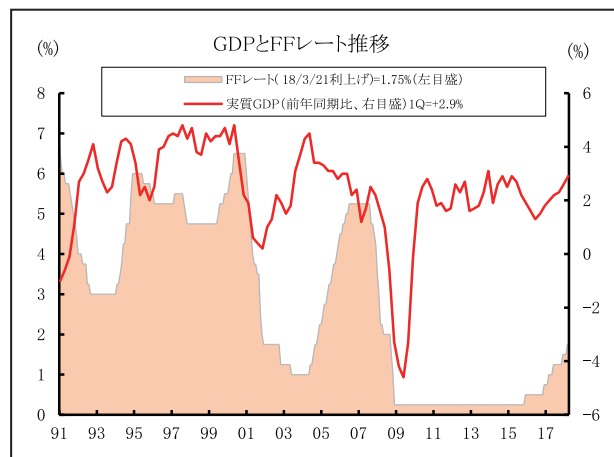
日本 マクロ経済



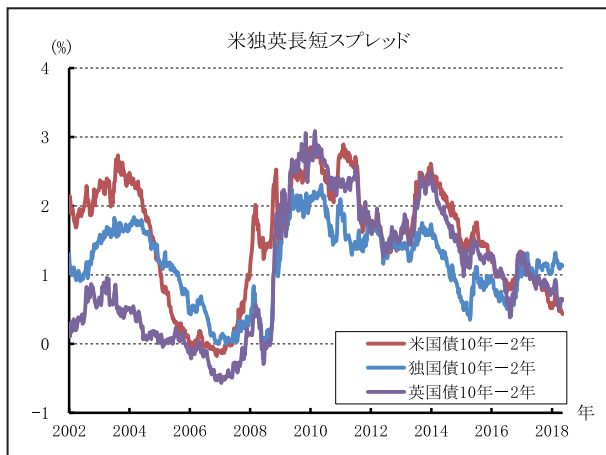
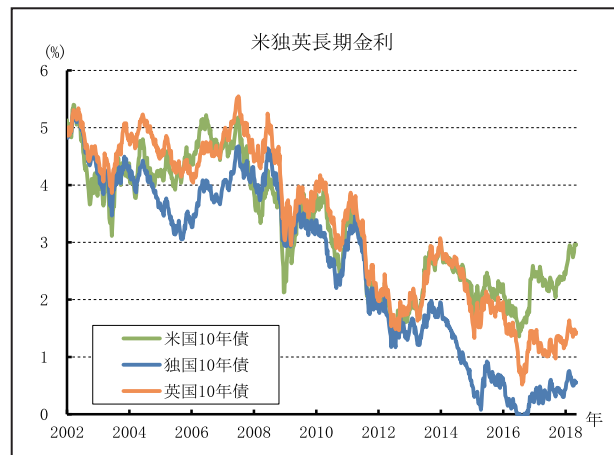
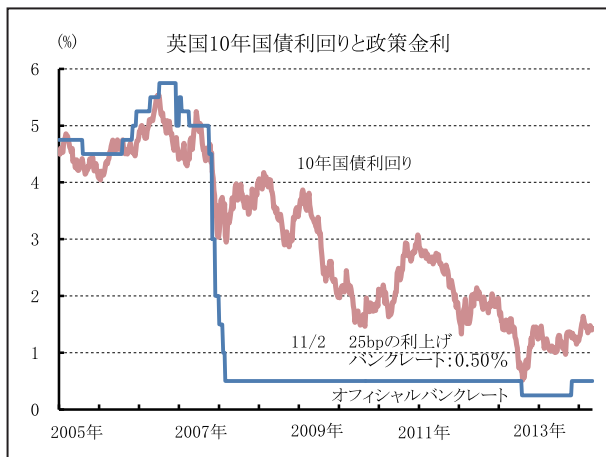
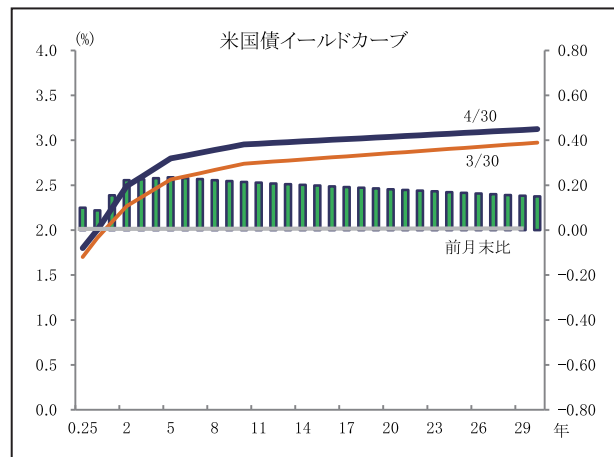
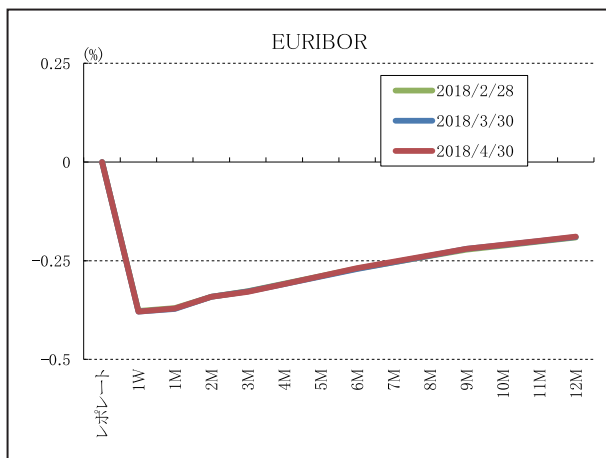
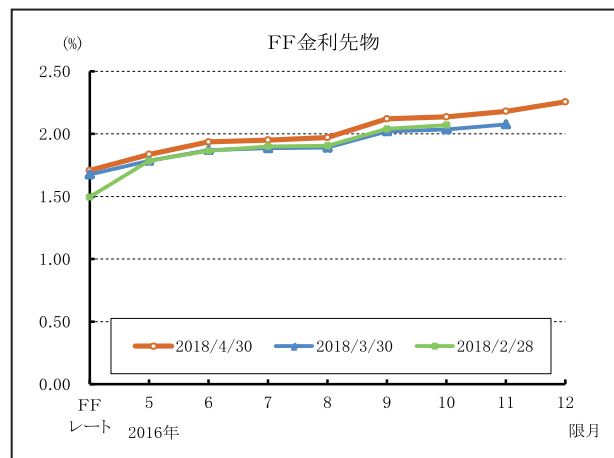
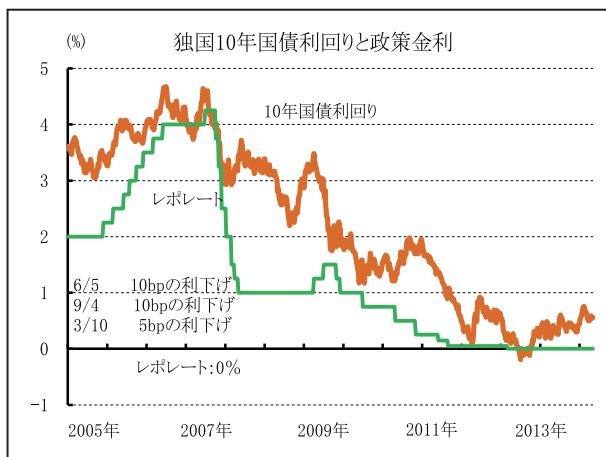
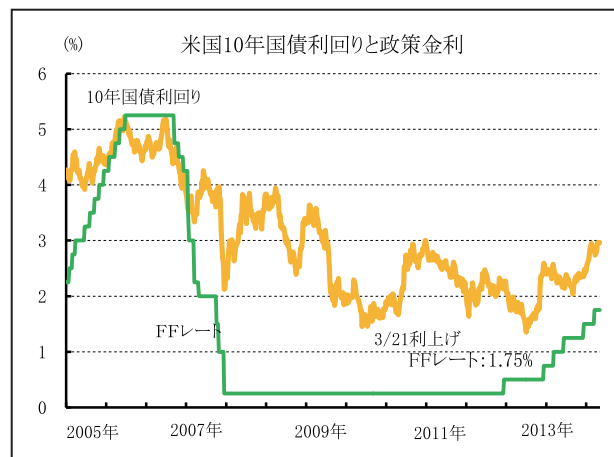
日本 短期・債券市場



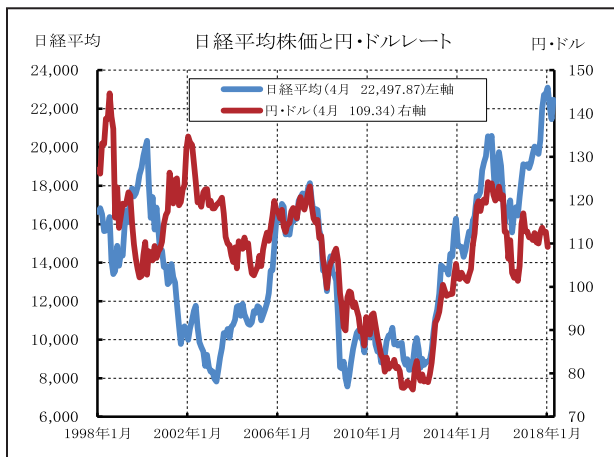
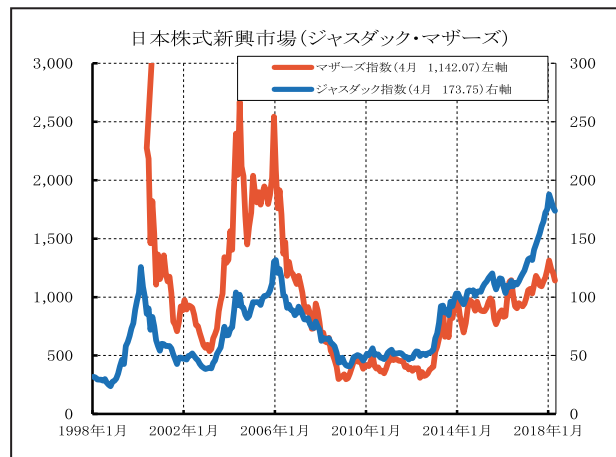
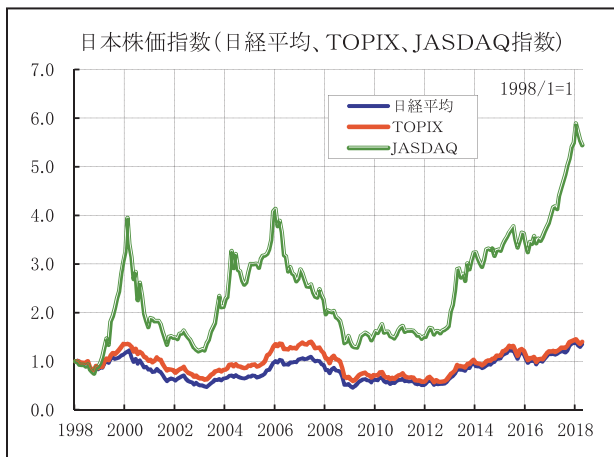
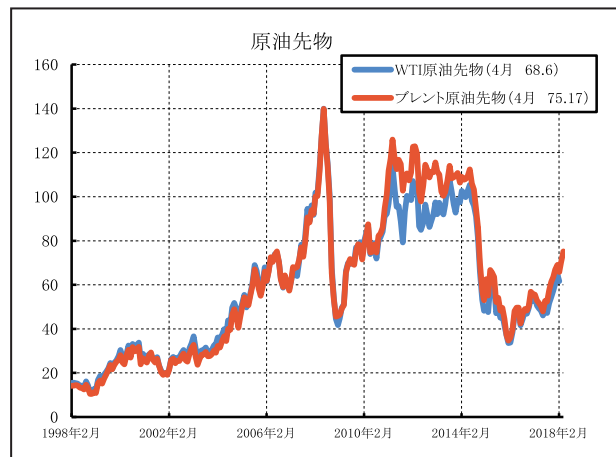
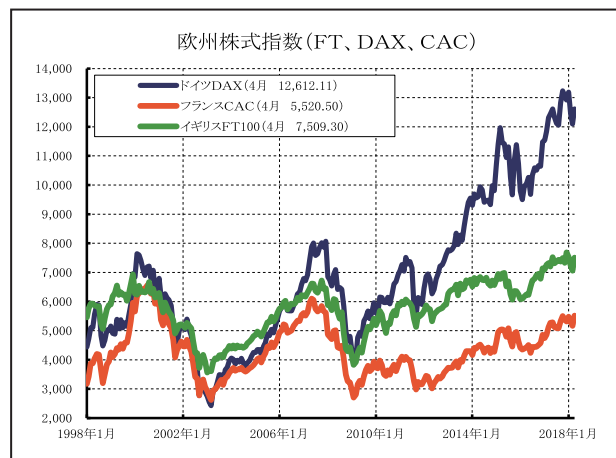
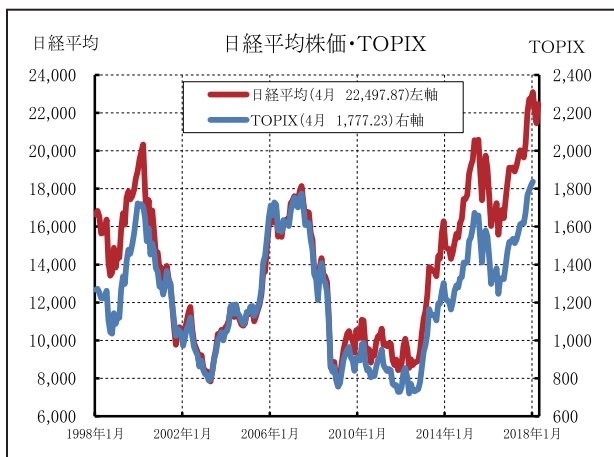
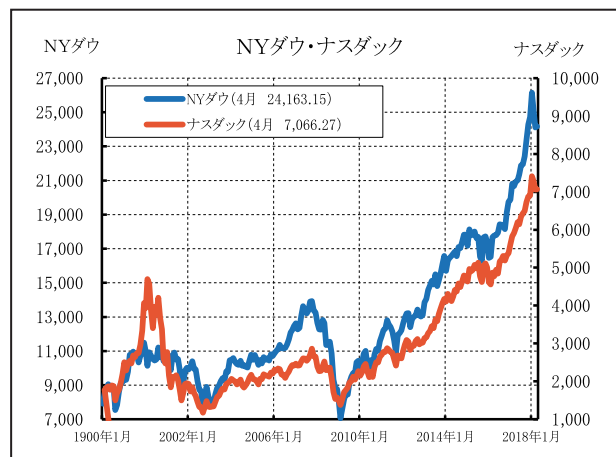
海外 マクロ経済



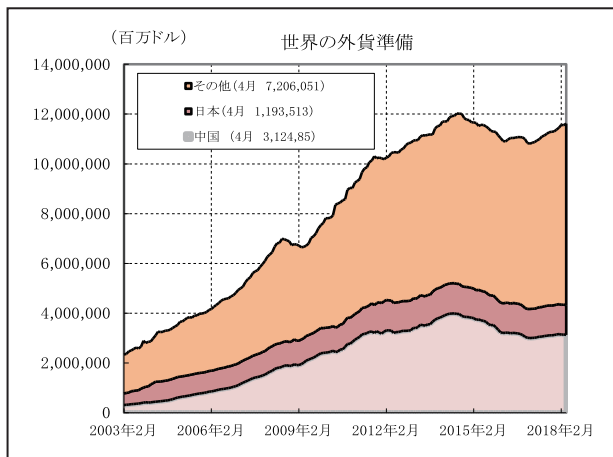
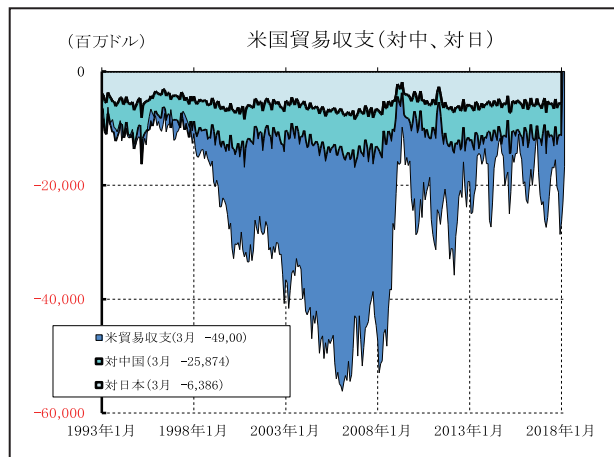
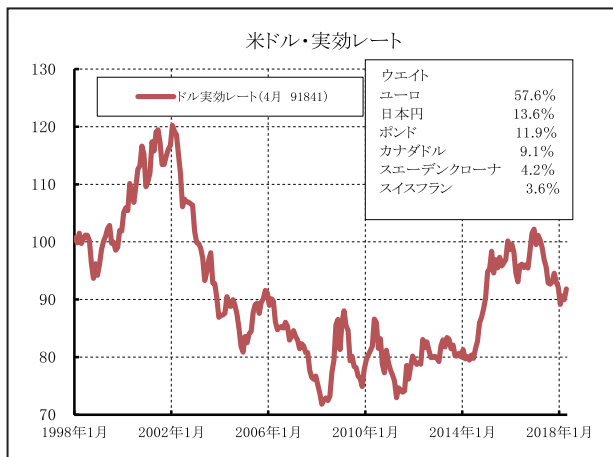
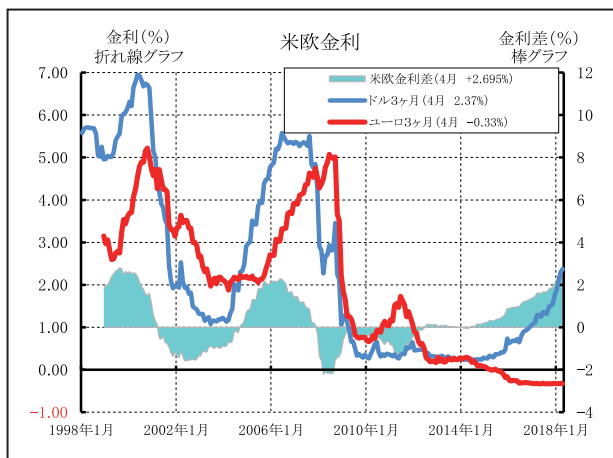
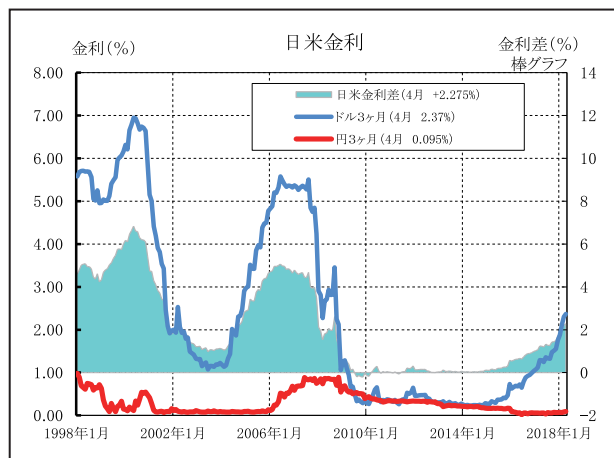
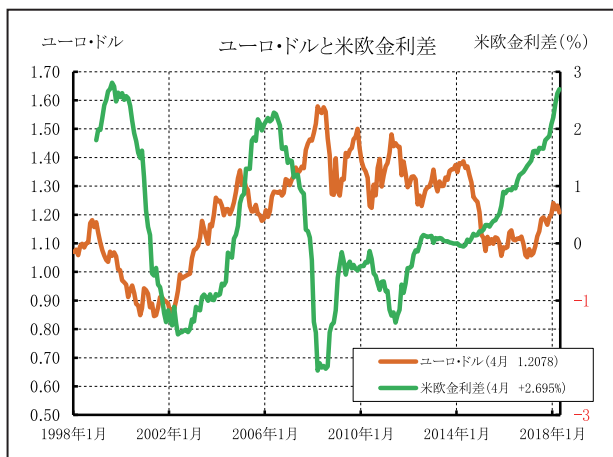
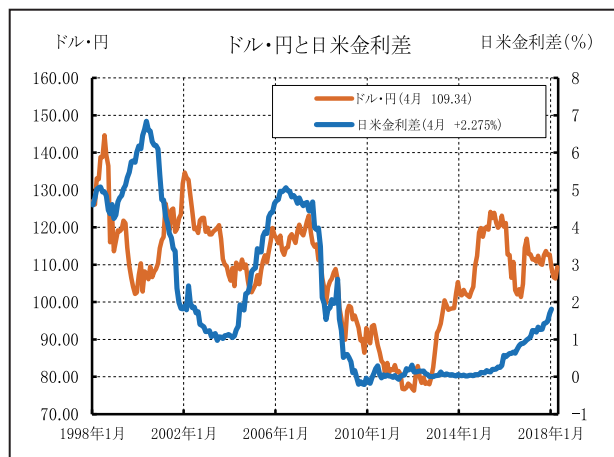
海外 債券市場



株式市場



為替市場

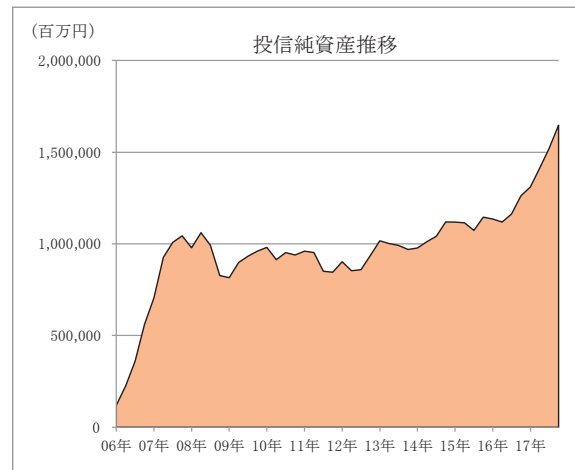
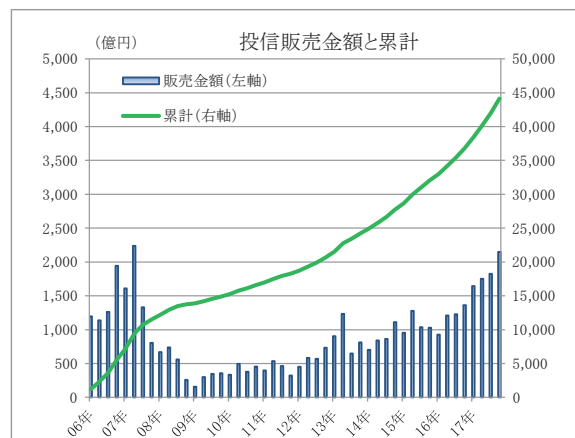


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	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	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7～9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10～12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1～3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4～6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7～9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10～12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1～3月	-	-	-	-
2017年度累計	1,095,000	572,622	-	-
累計	15,735,022	4,414,876	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.5.10)	純資産 (2018.5.10)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.5.10)	純資産 (2018.5.10)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.5.10)	純資産 (2018.5.10)
国内 債券	JP日米バランス②	60円	9.667	3,654	eMAXIS 新興国株式※①	なし	16.334	34,893	Navio南アフリカ債券②	540円	8,478	338
	JP4資産バラン(安定)⑥	60円	10.995	44,313	ビクテグローバル株式※②	600円	3.304	569,199	Navioブラジル債券②	360円	7,276	100
	JP4資産バラン(安定成長)⑥	60円	11.771	48,991	ビクテグローバル株式※③	なし	15.803	10,509	Navioインド債券②	600円	10,556	211
	JP4資産バラン(成長)⑥	60円	12.619	25,828	JP4北米高配当①	なし	11.614	37	三菱UFJ欧州債券②	120円	9,890	984
	リスク抑制世界8資産⑥	60円	9.972	83,079	新光世界インフラ株式②	610円	13,778	26	同(為替ヘッジなし)②	60円	8,836	18
	東京海上・円資産②	360円	11.611	376,767	グローイング台湾株式②	1500円	11,075	97	ビムコグローバル債券②	480円	12,382	14
	東京海上・円資産①	なし	11.081	60,604	マニラフィナンシャル株式④	なし	9.741	2,794	同(為替ヘッジあり)②	480円	8,492	11
	野村資産設計2015②	120円	11.012	923	グローインググローバル株式②	200円	12,370	24	メキシコ債券オープン※②	720円	5,589	51,224
	野村資産設計2020②	10円	11.208	847	野村ユーロトップB※②	なし	9.737	7,669	インドネシア・ルビバ債券②	480円	8,043	14
	野村資産設計2025②	10円	11.537	888	エマージング好配当①	100円	9.703	17	アジアハイイールド債券※②	1200円	6,589	443
	野村資産設計2030②	10円	11.847	789	JP4医療関連株式※④	なし	8.417	60,391	同(為替ヘッジなし)※②	1800円	9,562	985
	野村資産設計2035②	10円	11.741	539	ビクテアジアムバラド※④	630円	12,911	22,385	USストラテジックA※②	240円	8,748	2,918
	野村資産設計2040②	10円	11.750	1,154	セゾン資産形成の達人※①	なし	20.811	60,004	同(為替ヘッジなし)B※②	720円	8,288	16,213
	野村資産設計2045②	10円	20.987	134	オーストラリア好配当※②	720円	8,346	42	短期ハイイールド債券(ヘッジあり)	20円	9,903	923
	野村資産設計2050②	10円	11.812	189	ニッセイ日本債券②	120円	9.701	15,955	新興国ハイイールド債券A※②	300円	6,389	588
	HSBCワールド(安定)①	105円	10.305	25,796	eMAXIS 国内債券※①	なし	11.518	13,632	新興国ハイイールド債券B※②	600円	7,625	485
	HSBCワールド(安定成長)①	110円	10.683	36,890	Navioマネーパール②	なし	10.003	4	ビムコハイインカム※②	240円	7,194	77,799
	HSBCワールド(成長)①	115円	11.425	16,473	日興五大陸債券②	300円	8,234	57,594	同(為替ヘッジ付き)※②	360円	8,184	2,864
	野村6資産(安定)⑥	180円	11.891	46,508	三菱UFJ高金利債券②	840円	7,587	75,094	DIAMアジアゾリン債券②	なし	9,210	185
	野村6資産(分配)⑥	180円	10.007	117,491	グロウ成長国セトル債券※②	360円	4,717	25,299	欧州ハイイールド債券※②	720円	9,447	8,434
	野村6資産(成長)⑥	180円	12.932	33,784	同(為替ヘッジなし)※②	なし	9.720	509	同(為替ヘッジなし)※②	960円	11,994	12,021
海外 債券	スマートファイブ②	480円	10.003	229,451	野村米国ハイイールド②	1800円	9,266	26,126	三菱UFJバラン②	240円	9,149	2
	スマートファイブ①	なし	12.171	24,532	同(為替ヘッジあり)②	540円	9,128	3,366	同(為替ヘッジなし)②	240円	8,780	3
	セゾン・バンガード①	なし	14.321	158,235	野村米国ハイイールド①	なし	12,644	1,024	三菱UFJバラン①	なし	9,840	3
	日本配当追求株式②	なし	10.024	13,534	同(為替ヘッジあり)①	なし	11,079	280	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,462	2
	大和インデックス225①	250円	16.663	27,442	エマージング・ゾリン※②	540円	7,435	26,230	MHAM リート②	970円	10,293	15,625
	SMTAM JPX日経400②	なし	14.076	2,649	同(為替ヘッジあり)※②	480円	8,535	25,479	DIAM世界リート②	600円	3,780	189,043
	GS日本株式※②	1125円	11.084	6,953	エマゾン(資産成長)※①	なし	13,564	794	ダイウス-REIT※②	720円	7,040	5,487
	日本株式SRI①	なし	10.186	2,672	同(為替ヘッジあり)※②	なし	11,460	490	ダイウス-REIT※②	840円	3,061	579,031
	フィデリティ日本配当④	760円	11.355	8,715	DWSグローバル公益債券※②	480円	9,001	96,278	ダイウス-REIT(ヘッジあり)※①	なし	12,962	125
	eMAXIS TOPIX※①	なし	22.947	21,915	同(為替ヘッジなし)※②	480円	10,449	17,994	ダイウス-REIT(ヘッジなし)※①	なし	15,802	2,188
海外 株式	三菱UFJ日本優良株①	1300円	11.918	3,351	DWSグローバル公益債券※①	なし	10,713	7,951	eMAXIS 国内リート※①	なし	26,568	11,174
	JP4ジャンピングライム①	なし	13,006	99	同(為替ヘッジなし)※①	なし	11,895	1,741	eMAXIS 先進国リート※①	なし	25,730	8,957
	新光日本小型株①	1000円	18,209	10,903	三菱UFJ米高格付債券②	120円	8,939	987	ニッセイ世界リート※②	1440円	6,693	10,826
	生活基礎関連株式①	80円	14,009	2,944	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,691	556	ニッセイ世界リート※①	なし	13,761	232
	世界株配当収益追求②	20円	9.673	2,334	高金利先進国債券※②	480円	5,177	180,871	アジアリートオープン※②	240円	12,571	104
	SMTAM NYダウ①	なし	15,740	2,861	高金利先進国債券※①	10円	16,389	11,580	フォーシーズ※②	240円	6,314	3,491
	日興五大陸株式④	570円	11,043	17,163	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13,218	16,712	スタートリートグローバル①	なし	6,542	691
	DIAM好配当株式②	1560円	10,839	18,491	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,932	5,785	ビムコハイインカム※②	360円	8,846	2,057
	新光サザンアジア株式②	550円	10,904	3,369	Navioオーストラリア債券②	180円	10,691	275	同(為替ヘッジなし)※②	960円	8,455	10,825
	米国成長株オープン①	891円	10,546	761	Navioカナダ債券②	60円	10,295	223				
	eMAXIS 先進国株式※①	なし	26,037	35,236	Navioトルコ債券②	600円	5,593	338	合計			3,917,143

※① ゆうちょ銀行以外でも販売 ※② 毎月決算型 ※③ 年6回決算 ※④ 年4回決算 ※⑤ 年2回決算 ※⑥ 年1回決算

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

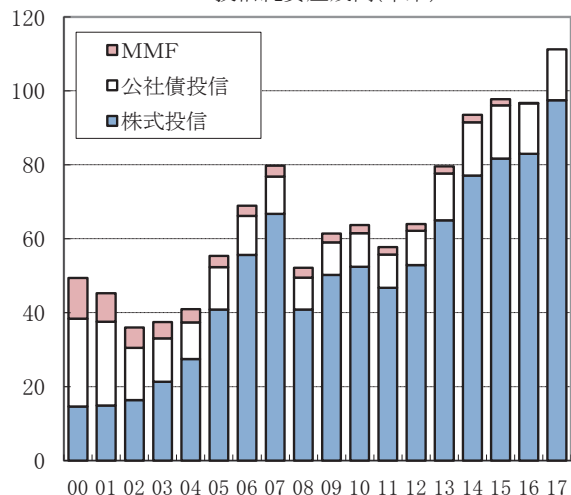
タイプ 末	株式投信								公社債投信					証券投信計	
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		うちMMF		計
		毎月決算 型	ファンドオ ブファンズ	インデッ ス	ETF	特殊型	追加型計								
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	-	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	-	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	-	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	-	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	-	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	-	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	-	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	-	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	-	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	-	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	-	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	-	0	137,594	1,200,486
2017年11月	8,808	308,351	258,462	385,863	300,056	10,589	945,318	954,126	93	135,467	127,892	-	0	135,561	1,089,687
12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	-	0	137,594	1,200,486
2018年1月	7,974	294,973	264,122	407,322	318,785	10,725	980,497	988,471	91	137,146	129,622	-	0	137,238	1,214,579
2月	8,313	279,128	256,758	402,347	314,621	10,757	958,696	967,009	74	128,723	121,259	-	0	128,797	1,095,806
3月	7,974	270,982	251,880	413,437	325,354	10,843	961,484	969,458	57	122,577	115,218	-	0	122,634	1,092,092

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

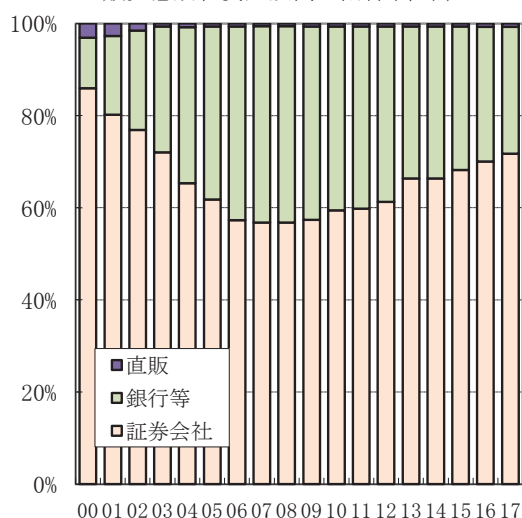
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2017年12月	814,318	71.8%	288,865	27.5%	8,987	0.7%	1,111,919	100%
2017年11月	796,334	73.1%	284,973	26.2%	8,379	0.8%	1,089,687	100%
12月	814,318	72.9%	288,865	26.4%	8,735	0.8%	1,111,919	100%
2018年1月	829,329	73.7%	287,394	25.5%	8,987	0.8%	1,125,711	100%
2月	806,347	72.9%	280,697	26.4%	8,760	0.8%	1,095,806	100%
3月	805,108	73.7%	278,321	25.5%	8,664	0.8%	1,092,093	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通貯金	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負 債	負債合計
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		427,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,490
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	12,705	1,977,887

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

年月	貯金残高	前期末増減額	うち 流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	うち その他貯金	その他貯金の 前期末増減額
2017年3月	1,792,518	▲ 8,310	659,526	▲ 13,007	1,131,380	4,194	1,612	504
6月	1,808,272	15,754	706,307	46,781	1,100,608	▲ 30,772	1,357	▲ 255
9月	1,794,193	▲ 14,079	712,977	6,670	1,080,100	▲ 20,508	1,115	▲ 242
12月	1,810,608	16,415	734,044	21,067	1,074,870	▲ 5,230	1,693	578

<特別貯金残高と前月末増減額>

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金 残高	通常郵便貯金 の前月末増減額	定額郵便貯金 残高	定額郵便貯金 の前月末増減額
2017年11月	25,394	▲ 1,752	25,394	▲ 1,752	-	-
12月	23,264	▲ 2,130	23,264	▲ 2,130	-	-
2018年2月	20,675	▲ 2,589	20,675	▲ 2,589	-	-
3月	19,701	▲ 974	19,701	▲ 974	-	-

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定額貯金、定期貯金、積立貯金である。

(注)3 特別貯金は、独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの預り金で、同機構が日本郵政公社から承継した郵便貯金に相当する。

(注)4 特別貯金のデータは独立法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構のHPから引用した。

(注)5 未払利子は含まれない。

<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	
11月	0.02	0.06	0.01
12月	0.01	0.05	0.01
2018年1月	0.04	0.07	0.01
2月	0.10	0.09	0.01
3月	0.03	0.07	0.01

(注)1 「預託金利」は9年以上10年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,216,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

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

< 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	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037		0	
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,353,468	2,079,290	1,274,178	0	3,353,468			

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

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

(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	広義の自己資 本(Tier1+Tier2)	VaR					VaR 期 間
				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	17,904	20,445	14,243	17,503		2015年4月～2016年3月
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083		2016年4月～2017年3月

(注1) アウトライヤー比率計測の際の金利ショック幅は、保有期間1年、5年の観測期間で計測される金利変動の1%タイル値と99%タイル値による。

(注2) VaR計測に用いる内部モデルについては、ヒストリカル法を採用しており、片側99%の信頼水準、保有期間240営業日(1年相当)、観測期間1200日(5年相当)により算出している。

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポ ージャー額	貸出金・預け 金等	機構への担 保の提供	有価証券	デリバティブ	その他	信用リスク・ア セット額	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額				
								0%	10%	20%	50%	100%以 上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	134,826	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,938,262	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596	394,706

(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・バラ ンス)項目			OPRを8%で 除して得た額	自己資本 比率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得			オフ・バランス取 引等項目					
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%	
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%	
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%	
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%	
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%	
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-	
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-	
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%	-	
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,906,558		2,873,248	22.22%	-	

(注1) OPRはオペレーショナルリスク相当額を意味する。

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

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金 運用収益	うちその 他収益	経常費用	うち資金 調達費用	うち営業 経費	うちその 他費用	経常利益	当期純利益
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264



お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

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

非売品