ゆうちょ資産研レポート

2019 年 3 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

	0		-	43	0	49	489	1	0		0		-	4
ħ.		1		0 0	6	400						1000	A Control of the Cont	
	•		0	0	(B)									
)							A							
	0		-											
0)		@ 6	. 星)				4	9 0	-	To the	
			6	772	ダンス	II 7-	+11877							1
0							レーショ							1
							レーフョ 年問題」	-	される	までし	いる~			
Mile.					, =		• • • • • •				 :コノミスト /宮	育前	耕也	
	*	STATE OF THE REAL PROPERTY.			7	.								7
											る展開に		•••••	/
	1			12)出(八), 23	4014	'、1/目塚	_			が成用に		徒彦	
9			N.											
			(0)									•••••		13
				徐			つつある		_			1 137	/ 丰 ^	
	9			_L_ID:			-	-			そして アナリスト 大			
9				入和i	证券休式云红	金融巾,	易調食部 クレ	ンツト・証券化	調宜謀・ナー	- ノクレシット	rtuar 🖊	(简	後女	
	機			, , , , , , , , , , , , , , , , , , ,	肝コーナー					•••••		•••••	•••••	19
190	lane.	9 9		投	資信訊	の成	績表開	_						
	-		0					ゆう	ちょ資産研究	スセンター 主	E任研究員 室	2	博和	
	1200	e 9		統計ラ	データ集・									25
				ゆうち	よ関連デ	ータ …	•••••			•••••		•••••		31
				No.	and the same	585	100000 0		20500	E.	all to	die	.000	
NE.	10	MARK REES	1025	1927 192	E 1995		DATE:	HIS EX	A SANGE		600	(60)(7)	Service .	- E

2019.3

※当レポートは弊財団 HP にて全文を公開しております

http://www.yu-cho-f.jp/publication/monthly_report/index.html

医療費シミュレーション ~ 「2025年問題」は誇張され過ぎている~

SMBC日興証券株式会社 日本担当シニアエコノミスト 宮前 耕也

■サマリー

先行き、高齢化で医療費が膨らむと懸念されている。特に、団塊世代が75歳以上の後期高齢者入りする2025年前後に、公的負担分である医療給付が大幅に増加すると警戒されている。だが、シミュレーションに基づけば、「2025年問題」は誇張され過ぎている。医療費および医療給付は、確かに高齢化で押し上げられるものの、人口減少に伴う押し下げ圧力も強まっていく。人口動態のみを考慮すると、医療費および医療給付の水準は2030年頃にピークを迎えよう。2020年代に「自然増」が縮小に向かい、2030年代以降は「自然減」が発生する見込みだ。極論すれば、「2025年問題」は存在しない。

ただし、実際の医療費は2030年代以降に減少局面へ転じるわけではないだろう。医療の高度化等により、医療単価の上昇がこれまでと同様に続けば、医療費の増加は止まらない。高齢化ではなく、医療単価の抑制こそが課題になろう。言い換えれば、「2025年問題」を理由に「自然増」を積み上げ、財政規律を緩めるような政治的な圧力が高まらないよう、注意する必要がある。

■社会保障給付増の主役が交代

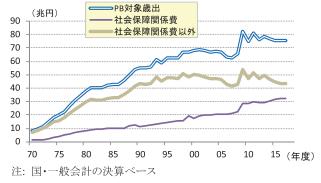
<年金給付の伸びは鈍化傾向>

日本財政にとって、歳出面における最大の課題は社会保障給付の抑制であろう。社会保障給付は 人口減少にもかかわらず増加を続けており、社会保険料収入では賄えていない状況だ(図表 1)。収 入の不足分を主に一般会計(社会保障関係費)で穴埋めしている(図表 2)。

ただし、社会保障給付の増加ペース自体は鈍化傾向にある(図表3、4)。部門別で最大の年金給付の伸びが鈍化傾向にあるためだ(図表5)。2010年代に入って、年金の伸びは前年比+1%前後で推移し、

図表1. 社会保障給付と社会保険料収入の推移

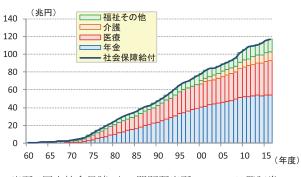
図表2. PB対象歳出の内訳推移



出所: 財務省、SMBC日興証券

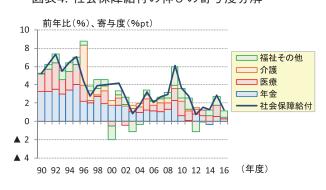
14年度に同▲ 0.7%と初の減少を記録した。過去の物価下落局面で支給額を引き下げなかったため発生した特例水準を、政府は 2013年度から 15年度にかけて圧縮した。また、政府は 2015年度にマクロ経済スライドを発動し、年金給付を抑制した。

図表3. 社会保障給付の推移(部門別)



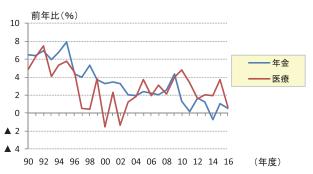
出所:国立社会保障·人口問題研究所、SMBC日興証券

図表4. 社会保障給付の伸びの寄与度分解



出所:国立社会保障·人口問題研究所、SMBC日興証券

図表5. 年金給付と医療給付の伸び率推移

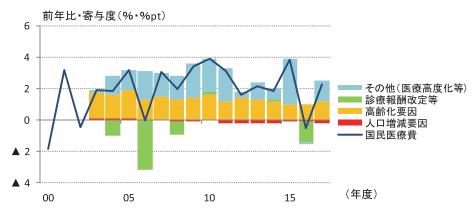


出所:国立社会保障·人口問題研究所、SMBC日興証券

<医療給付が全体を押し上げ>

年金給付に代わって社会保障給付全体を押し上げている部門は、医療給付である(図表 3、4)。 2010年代に入り、医療給付の伸び率が年金給付の伸び率を上回るようになった(図表 5)。厚生労働 省の試算によると、2010年代に医療費の伸びを押し上げた最大の要因は高齢化である(図表 6)。人 口減少局面にあるものの、1人当たり医療費が高額な高齢者が増え、全体の医療費を押し上げている。

図表6. 医療費の伸び率の要因分解(厚生労働省試算値)



出所: 厚生労働省、SMBC日興証券

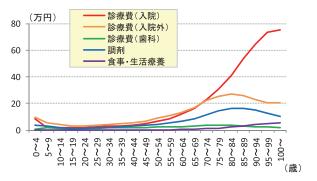
■「2025年問題」とは何か?

<高齢になれば入院回数が増える>

高齢者の医療費が高額になるのは、入院費が嵩むためだ(図表 7)。高齢になるほど、1日当たりの入院医療費の水準は低下も、入院日数が増加してしまう(図表 8、9)。退院まで時間を要し1回あたりの入院日数が膨らむ影響もあるが、高齢化により入院回数自体が増えてしまう影響の方が大きい。例えば、 $30\sim40$ 歳代であれば、1人当たりの年間入院件数(受診率)は0.1程度であり、10人中1人が年間1回程度入院するペースの計算になる。だが、80歳代後半の受診率は1を超え、年間で1人1回程度入院することを意味する。高齢化で入院件数が増え、医療費を押し上げる構図だ。

図表7. 年齢階級別の1人当たり医療費(2016年度)内訳

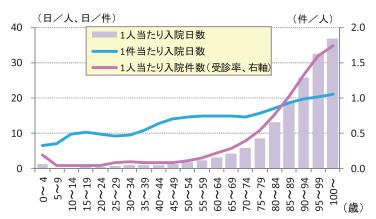
図表8. 1日当たり入院医療費(2016年度)



出所:厚生労働省、SMBC日興証券



厚生労働省、SMBC日興証券



図表9.1人当たり入院日数(2016年度)

注:1人当たり入院日数=1件当たり入院日数×1人当たり入院件数(受診率) 出所:厚生労働省、SMBC日興証券

<「2025年問題」とは何か?>

先行き、高齢化の進行により、医療費が更に膨らむと懸念されている。特に、他の年齢階層よりも人口ボリュームの大きい団塊世代が75歳以上の後期高齢者入りする2025年前後に、医療給付(医療費のうち患者負担を除いた公的負担分)が大幅に増加すると警戒されている。後期高齢者になれば、自己負担割合が原則1割へ低下し、公的負担割合が上昇するためだ。団塊世代の後期高齢者入りに伴う医療費(あるいは医療給付)増加への懸念は、「社会保障費の『2025年問題』」等と呼ばれる。

■医療費シミュレーション

<2020年代に「自然増」縮小、2030年代以降は「自然減」>

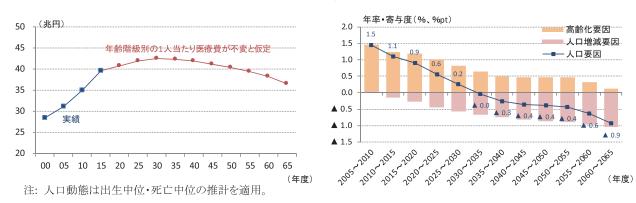
だが、医療費(あるいは医療給付)のシミュレーションに基づけば、「2025年問題」は誇張され過ぎているように思われる。確かに高齢化により、医療費(あるいは医療給付)は押し上げられるものの、人口減少が徐々に加速する見込みで、医療費の押し下げ圧力も強まっていく。

他の条件を一定として、人口動態のみを考慮すれば、医療費はどのような推移を辿るだろうか。 年齢階級別の一人当たり医療費が最新データ(2016 年度)から不変と仮定し、各年齢階級の人口変 動を適用してシミュレーションを実施すると、図表 10 のようになる。人口動態のみを考慮すると、 医療費の水準は 2030 年頃にピークを迎えよう。2030 年代に入ると、高齢化による医療費の押し上げ 圧力が弱まる中、人口減少が加速して医療費の押し下げ圧力が勝る見込みだ(図表 11)。人口動態の 医療給付への影響を試算しても、医療費への影響とほぼ変わらない(図表 12)。

すなわち、2020年代までは高齢化を主因に医療費(医療給付)の「自然増」が発生するが、2030年代以降は人口減を主因に「自然減」が発生する見込みだ。医療給付ベースでみれば、2010年代後半に「自然増」は年間4000億円程度発生するが、2020年代前半には2000億円程度、2020年代後半には1000億円程度へ圧縮されよう。「2025年問題」との表現を用いれば、2020年代に「自然増」が拡大するイメージを受けるが、実際には縮小する見込みだ。

図表10. 医療費シミュレーション(人口動態のみ考慮)

図表11. 人口動態が医療費に及ぼす影響



年齢階級別1人当たり医療費を2016年度実績で固定し、人口動態を変動させた場合の、医療費の増減率(年率)を試算。

出所:総務省、厚生労働省、国立社会保障·人口問題研究所、SMBC日興証券

年率•寄与度(%、%pt) 2.0 高齢化要因 人口増減要因 1.5 人口要因 1.0 0.5 0.0 ▲ 0.5 ▲ 0.3 ▲ 1.0 2025-2030 ▲ 1.5 2005-2010 2010-2015 2015-2020 2020-2025 2030-2035 2035-2040 2020-2025 2045-2050 2050-2055 2055-2060 (年度)

図表12. 人口動態が医療給付に及ぼす影響

<団塊世代の後期高齢者入りの影響は大きくない>

なお、政府も当社経済分析チームによる推計(図表 11)に近い試算を公表している。2018 年 4 月 12 日の経済財政諮問会議で加藤臨時議員(厚生労働省)が提出した資料によれば、2020 年代に「自然増」が圧縮され、2030 年代以降は「自然減」へ転じる。

医療費ベースはともかく、医療給付ベースでみても、2020年代に「自然増」が縮小する点には違和感を持たれるかもしれない。確かに、団塊世代が後期高齢者になれば、自己負担が減る分、公的負担(医療給付)は増える。だが、その押し上げ効果は年当たり数百億円程度に過ぎない。

団塊世代の後期高齢者入りが医療給付に及ぼす影響が大きくないのは、高齢者の医療給付に占める入院費の割合が大きいためであろう。自己負担割合引き下げで高齢者が恩恵を受けるのは、入院診療及び食事・生活療養以外の診療項目だ¹。入院診療の大半は、高額療養費制度が適用されるため、実質的な自己負担割合が元々低い。後期高齢者になっても、実質的な自己負担割合はさほど変わらず、すなわち公的負担割合もさほど変わらない。

¹ 食事・生活療養については、各年齢階層で一律3~4割の自己負担となっている。例えば、入院時の食費は、1 食あたり一定額が自己負担になり、残額が保険給付の対象になる。

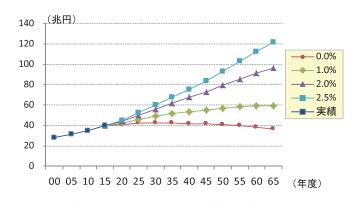
<医療単価の抑制が課題に>

2020年代に医療給付の「自然増」は縮小する見込みであり、「2025年問題」を過度に警戒する必要はない。極論すれば、「2025年問題」は存在しない。ただし、実際の医療費は 2030年代以降に減少局面へ転じるわけではなく、しばらく増加が続く可能性が高そうだ。それは、医療高度化等により、医療単価が上昇する見込みのためだ。

図表6で示した厚生労働省の試算でも確認されたように、近年医療費が押し上げられている背景には、高齢化のみならず医療高度化等も存在する。先行きの医療費も、医療単価次第の側面が強いだろう。1人当たり医療費は、人口動態要因を除けば、2008年度からの8年間で年率+2.5%程度上昇している。

仮に人口動態要因以外の1人当たり医療費上昇を年率 +2.5%と織り込めば、すなわち医療単価の上昇がこれまでと同様に続けば、医療費の増加は止まらないだろう (図表 13)。医療単価の上昇を年率 +1.0%程度まで抑制できれば、医療費は 2060 年代頃にようやく増加が止まる見込みだ。

2010年代は高齢化に伴う「自然増」が医療費を押し上げてきたが、2020年代以降は「自然増」の 圧力は和らぐはずだ。医療単価の抑制こそが課題になろう。言い換えれば、「2025年問題」を理由に 「自然増」を積み上げ、財政規律を緩めるような政治的な圧力が高まらないよう、警戒する必要がある。



図表13. 医療費シミュレーション (医療単価上昇率のパターン別)

注: 人口動態は出生中位・死亡中位の推計を適用

出所:総務省、厚生労働省、国立社会保障·人口問題研究所、SMBC日興証券

マーケット。アウトルック (1)

逆風が強い中、循環的な回復を模索する展開に

みずほ証券株式会社 投資情報部部長 倉持 靖彦

2015年~2016年の様相をみせる世界経済

- ・2018年は秋以降、世界同時株安の様相となった。昨年の当コーナーにおいて2018年は2017年の「世 界同時景気回復・同時株高」と「適温相場(ゴルディロックス)」が転機を迎え、ボラティリティ が上昇する展開を予想したが、概ねその通りとなった。特に10月以降は米国株の下落を主因とし た同時株安となった。
- ・この理由としては世界経済の見通しが悪化したことがある。そのキッカケは10月初旬の二つの出 来事だ。1 つ目はペンス米副大統領がハドソン研究所の講演で中国に対して通商面のみならず政治 体制や安全保障、人権など包括的に極めて厳しい内容となったことが挙げられる。2つ目はパウエ ル FRB 議長が利上げは金利正常化に向けて道半ば的な発言をしたことだ。結果、世界貿易や米国 景気、新興国景気に対する不透明感が高まった。また11月以降は米中貿易摩擦等を要因に米主要 企業が業績に対して慎重な見通しを示したことや、12月のFOMCにおいてもタカ派トーンがそれ 程、変化しなかったことで、テクニカル的なサポートラインを割り込み投機筋の売りも入り、大 幅安となった。
- ・しかし12月下旬には安値が入り、現在、米国株は下落の8割を戻す展開になっており、また中国
 - 株を中心に新興国市場も堅調、 欧州株、日本株も戻してきてお り、一転、世界同時リバウンド 相場に入っている。これは米中 貿易摩擦について一定の合意に 達するとの期待や FRB の利上げ 休止、中国の追加景気対策期待 などにより、世界経済に対する 懸念が一服したことが理由であ る。
- こうした上限に振幅の大きい展 開を経て、現在は世界経済のモ メンタムがどう動くのか見極め る局面に入っていると言える。 では、そのカギを握るのは何な のか。それは2016年2月のG20

実質 GDP 成長率予想

			2018年	2019年(⁻	予想)		2020年(⁻	予想)				
			(見込み)		1~6月	7~12月		1~6月	7~12月			
世	界	Į	3.7	3.5	3.5	3.4	3.3	3.3	3.3			
	先	進国	2.4	2.0	2.0	1.9	1.7	1.7	1.7			
		米 国	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0			
		ユーロ圏	1.8	1.3	1.2	1.6	1.5	1.5	1.3			
		日本	0.6	0.7	1.2	0.7	0.5	0.1	1.1			
	新	興国	4.7	4.5	4.5	4.5	4.3	4.4	4.3			
		中国	6.6	6.1	6.2	6.1	5.5	5.7	5.4			
(注) 予	想はみずほ証	券投資情報部	3								

年間予想は前年比、日本のみ年度、その他は暦年。半期予想は日米欧は前期比年率、その他は前年同期比 出所・みずほ証券作成

における上海合意(アコード)の再現があるのかということだろう。2016年2月は近年で最も世界景気に対して不透明感が強まった局面であった。すわなち2012年以降、中国は大規模な景気対策が一巡、習体制に移行する中、腐敗防止やレバレッジ抑制から景気が減速、2015年8月には中国が人民元を突如切り下げるチャイナショックがあり、新興国景気に対する不安が台頭、サウジのスイングプロデューサー役の放棄から下落基調にあった原油価格は更に下落、2016年に入ると1バレル=30ドルを割り込み、こうした世界経済の情勢が米国にも波及しかねないとの懸念も生じた。当時、2016年の世界実質 GDP 成長率は2.5%を割り込むのではないかとの観測も散見された状況だった。

- ・2016年2月のG20の上海合意に至る前に、FRB はタカ派トーンを抑制した。前年12月に利上げを実施、2016年は4回の利上げを想定していたにも関わらずである。今年1月上旬にパウエル議長の利上げ休止を示唆したのはデジャブーである。G20の上海合意では米国の拙速な利上げの回避、財政政策による景気の下支え等が提唱された。実際、FRB は2016年に利上げをしたのは年の瀬12月の1回のみ、中国はインフラ投資を再度強化した。またサウジとロシアは原油減産で合意、世界経済はソフトランディングし、2016年の世界の実質GDP成長率は3.3%の減速に止まり、2017年は3.7%の成長に加速した。また2016年、2017念は2015年とは逆の展開となり、コモディティや新興国・先進国株式などリスク資産が堅調となった。
- ・当方は今年の世界経済や世界の金融市場は 2015 年~ 2017 年の展開と似たようになるのではないかと見ている。世界の実質 GDP 成長率のメインシナリオは 2019 年 3.5% の成長、2020 年は 3.3% の成長を見込む。一方、リスクシナリオは 2019 年、2020 年ともに、世界景気の好不調の分岐領域である 3.0% ~ 2.5% の間に減速すると置いている。
- ・このシナリオの相違は主に通商摩擦に関する前提にある。メインシナリオでは対中関税は現在まで実施済みの追加関税以上の賦課はないと想定している。一方、リスクシナリオでは中国からの輸入製品全てに米国が25%の追加関税を賦課し、かつ中国が報復。更に米国が欧州や日本等に対して自動車・同部品に25%の追加関税をかけ、それに対して報復措置があり、企業や市場のセンチメントの悪化が強まり、資金調達環境もタイト化するとの前提だ。

上海合意が再現される 4 つのポイントと半導体サイクルがカタリストに

- ・では、この貿易摩擦の問題を含めて、2016年2月の上海合意のような政策対応につなげられるのかについては主に4点ある。1つ目は貿易摩擦をどうみるか、2つ目は米国の金融政策、3つ目は米国の政治・政策動向、4つ目は世界的な政策対応である。
- ・1点目の貿易摩擦については米中首脳会談において一定の合意に達すると予想している。メインシナリオは天然ガス、農産物等の大幅な輸入拡大と銀行、保険市場の市場開放等の実利を確保しつつ、知的財産権侵害や技術移転強要といった構造問題について検証プログラムを設置することで合意する展開だ。この場合、関税合戦のエスカレートは当面回避されることになり、世界景気や金融市場の不安を軽減することにつながるだろう。ただし、世界景気や金融市場が期待している

のは、既存の追加関税率の引き 下げ、ないしは撤廃であろう。 中国が構造問題で踏み込んだ対 応を見せれば、その可能性は残っ ている。こうなれば世界の貿易 取引量や設備投資が再活性化され、世界の景気拡大局面は延命 されることになる。仮に一定の 合意が先延ばしになる、ないし は追加関税率の引き上げとなれ ば、市場は動揺するだろう。

米国の政策金利と長期金利、S&P500 指数の推移 (日次: 2015/1/2 ~ 2017/6/30)



・トランプ大統領は来年の大統領

選挙を見据え、貿易取引における具体的な成果を必要としている。また中国の景気減速は2015年以上に弱く、追加的な景気刺激策で内需拡大を万全にしようとしているとは言え、合意に対するインセンティブは強いと見込まれる。構造問題が幾分玉虫色的な結果となったとしても、まずは合意にこぎ着けるだろう。米中首脳会談は5月までには実施されると見込んでいる。その後は両国の景気状況や金融市場の動向をにらみ、両国とも戦略を練り直しながら進む展開を想定している。

・2点目の米金融政策については、利上げはあったとして秋に一回、秋に出来なければ年内の利上げはないであろう。秋に利上げが出来る前提は、貿易問題がエスカレートせず世界景気に持ち直しの兆しが見られる場合のみである。また秋以降には利上げがないと考えるのは来年の「財政の崖」への対応や債務上限問題など財政問題で不透明感が強まる時期になるためである。また既に政策金利が中立金利に達していること、物価水準目標など新たな金融政策のツールを検討・構築する議論が始まっていること、原油価格はOPECプラスの減産合意継続はあっても、米国の原油・天然ガス供給網の拡大やトランプ大統領の意向などから大幅な上昇になり難いことは、住宅や自動

車など金利敏感な消費へ配慮する必要もあること、昨年大幅高となった米ドルへの影響など、 当面、様子見になり易い要因は 多くあると考えている。

・3点目の米政治・政策について は、中間選挙でねじれ議会となっ たことから、主要な法案が成立 し難いといった点では中立であ ろう。勿論、超党派的なディー

財政刺激策の規模(試算) (年次: 2018 ~ 2020)



(注)財政刺激策は減税と国防費増等の財政支出拡大を指す 出所:ストラテガス社のデータよりみずほ証券作成 ルの可能性は皆無ではないが、相当に難しいと見る。こうした中、当面は 2020 会計年度予想や「財政の崖」、債務上限問題は来年が大統領選挙の年であるが故に、年内に片づけて置きたいところだ。 米国債の利払いに支障をきたすような問題を大統領選挙や議会選挙の政争の具にすることはなじまない。

- ・かつて 2013 年に向けて 2012 年秋以降、「財政の崖」や債務上限問題への対応があったが、結局、ブッシュ減税の一部延長や債務上限の大幅引き上げで合意している。今回も 2020 年 11 月の大統領選挙を超える期限を見据えて大幅に債務上限を引き上げるか、再度、債務上限適用を停止せざるを得なくなると見込んでいる。なお大統領選挙についてはロシアゲート問題も懸念されるが、この点でトランプ大統領の共和党支持者からの支持率が大きく低下してくるようになれば、来年の共和党予備選も不透明になる。現時点ではトランプ大統領が予備選を勝利する確率は高いであろう。一方、民主党については雨後の竹の子のように候補者が乱立している。バイデン元副大統領をはじめとして支持率は横一線である。カマラ・ハリス氏のような候補者が台頭してくるのかどうか。現時点では来年の大統領選挙では民主党候補が奪回するとの見方も優勢であるが、政治の世界は一寸先は闇であり、予断を持たず見守るしかないであろう。いずれにしても民主党が奪回すれば、経済政策はビジネスフレンドリーからアンチビジネス的な政策にシフトする可能性がある。2021年の景気展望は大統領選挙の結果次第であろう。
- ・4点目の世界的な政策協調については、上述の通り中国は追加景気対策をうち、年央からの回復が 見込まれるほか、米国の「財政の崖」等への対応を見込んでいる。また欧州は景気減速やポピュ リズムの台頭が続く中、ECBの金融正常化は遠のき、ドイツやフランスでは減税策の実施も想定 される。また米利上げ休止により新興国の金融引締めも一服であろう。世界的にインフレ率は加

速する状況ではなく、金融、財 政政策が景気の足を大きく引っ 張る展開は想定していない。な おブレグジットについては一定 期間、離脱期限を延長すること をメインシナリオとしている。 期限候補は6月、12月、来年3 月か。

・以上のことを踏まえれば、2016 年2月のG20上海合意のような 展開になる可能性は高まってい る。こうしたファンダメンタル ズに加えて、世界景気回復を見 込むもう1つの観点がある。そ れは半導体サイクルである。半

アジアの電子部品関連出荷・在庫バランスと フィラデルフィア半導体株指数 (月次: 2002/1~2019/2)



(注) データはすべて前年同月比、出荷・在庫バランスは出荷伸び率-在庫伸び率。 アジアの出荷・在庫バランスは韓国、台湾、日本のデータを単純平均したもの、 2018/12まで 出所: データストリーム、ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成 導体は足許過剰在庫の整理中であり、適正在庫に戻るのは年央以降であろう。であれば半導体価格は年央以降、下げ止まりに転じてくる。その後、来年発売の5G対応のデバイス作り込みに向けた部品調達、またクラウドサービス業者による最新鋭のデータセンタ投資が始まり、半導体価格は来年に向け持ち直しに転ずると予想している。世界半導体市場、世界の半導体製造装置市場は今年はマイナス成長であるが、2020年はプラス成長に復帰しよう。もっとも2017年のような非常に堅調な状況に戻るまでは想定していない。

- ・世界の株式市場はこのような世界経済、産業動向から景気モメンタム、業績モメンタムの秋以降 の回復を睨む展開になるだろう。勿論、地政学リスク、ポピュリズム、通商問題、景気拡大局面 の長さ、米利上げの再開の可能性、民間レバレッジの拡大、中国の構造問題など多くの逆風は存 在している。今年もそうした難しい環境の中で、各国の政策対応や循環的な要因から、景気、業 績の回復モメンタムを評価する流れだろう。
- ・したがって株式市場のPER などバリュエーションが大きく拡大することは想定していない。予想PER は米国で16~17 倍、TOPIX で14 倍~15 倍、新興国で12 倍程度が許容の範囲であろう。業績については米国は2019年5%増益、2020年6%増益、日本は各々3%増益、9%増益が当方のトップダウン業績予想である。各国とも2019年秋までは減益含みの展開ではないかと想定している。また日本の業績予想の前提となるドル円レートは105円、レンジは105円~115円、米企業業績を予想する米ドル指数は概ね横ばいで置いている。

日本株は 2019 年度上期はボックス圏、秋以降、2020 年度の回復を織り込み高値更新へ

- ・以上のグローバルな投資環境の中、新年度 2019 年度をどう見るか。まず年度前半の期初は調整含むとなる公算が高い。具体的には、4 月には①企業の 2019 年度の減益予想発表、②携帯料金引き下げ等によるデフレ懸念の再燃、③ 4/27 からの 10 連休前の投資家のロング・ポジション縮小などを背景に、日経平均株価は再度 20000 円割れがあり得ると予想している。
- ・政策面では、6/28 までの通常国会は厚労省の統計不正が最大の論点になっており、企業経営で重要な会社法改正案の審議は秋の臨時国会に延期されたことはネガティブな材料だ。
- ・政治面では4月には統一地方選、7月には参議院選挙がある。安倍政権及び自民党の支持率は安定しているが、6年任期の参議院で、自民党は6年前に過去最高の議席を獲得しているため反動が出るのか留意が必要だろう。この点、衆参ダブル選挙になるのかどうかにも注目している。いずれにしても国内景気は減速を強めており、好材料が少なく、2019年度上期の日経平均株価は19000~23000円のボックス相場が続くと見込んでいる。
- ・一方、年度後半は 2020 年度の業績回復を織り込むことを想定、日経平均株価の 2019 年 12 月末予想値は 24000 円、2020 年 3 月末予想値は 25000 円と各々予想している。
- ・こう考えるマクロ環境の理由は、① 2020 年は米国大統領選挙の年であり、2019 年末からトランプ 大統領は景気・株価浮揚策に注力する、②足元厳しい中国経済も2019 年後半に前年比で回復傾向 となるほか、中国景気の悪化の影響を受けていた欧州も金融引き締めの先送りや財政刺激政策か

ら持ち直す可能性があること、③日本も消費税引き上げ対策により増税後も景気後退に陥らない ことが明らかになり安心感が出ると見ていることを挙げたい。

・需給面では引き続き外国人投資家の動向に注目している。彼らが本格的に買い戻すきっかけとし

ては3点指摘したい。まずは中国経済指標の底入れ、2点目は日本の電機・機械の受注回復だ。いずれも世界経済の動向を左右するものであるが、1点目は2018年、2019年で総額50兆円以上の景気刺激策が打ち出されており、年央以降、持ち直しに転じてくるだろう。また半導体・電子部品



については上述の通り年央頃が分岐点に、つれて工作機械受注の前年比モメンタムも最悪期を通過してこよう。こうした流れにより世界の景気先行指数や半導体、工作機械といった景気先行きを占う「炭鉱のカナリア」は、年央頃に底入れ策となる。「炭鉱のカナリア」と外国人投資家の買い越しには関連性が高く、注目している。3点目はコーポレートガバナンス改革の進展期待だ。自社株買いの増加や6月の有報開示強化による持ち合い解消促進期待、東証の市場構造見直し案により日本企業の時価総額重視経営が増えることへの期待は日本株の大きな下支え要因となろう。

・なお米国株は米中貿易摩擦の一巡などから年央には過去最高値を更新するも、秋にかけてはメインシナリオでは9月の利上げの可能性もあること、上述の秋頃の財政関連イベントで不透明感が高まること、また過去のアノマリーから調整に転じる可能性がある。その後、財政関連のイベント通過は季節性から反転し、S&P500指数の10-12月期のレンジ上限は3100pに置いている。中国上海総合指数については3800p程度までの上昇は見込めよう。

코―ケット · アウトルック (2)

徐々に広がりつつある国内クレジット市場 ーグリーンボンド、ハイブリッド証券、そしてHY債へ

大和証券株式会社 金融市場調査部 クレジット・証券化調査課 チーフクレジットアナリスト 大橋 俊安

育まれる国内クレジット市場

<国内クレジット市場は予想通り育まれつつある>

グリーンボンド、ハイブリッド証券、そして HY 債と、徐々にではあるが、国内クレジット市場は広がりを見せつつあるようだ。国内クレジット市場と言えば普通社債(SB)、という時代はもう過ぎ去ったと言っても過言ではない。東芝の巨額損失懸念から始まり、約5年半振りの公募社債デフォルト事例となったタカタ、そして神戸製鋼での製品データ改ざん事例の発生と続いた 2017 年の国内クレジット市場を、筆者は「驚」という漢字で表した。そして、JGBへの関心が落ちる形で、つまり、敵失でクレジットの時代が到来した昨年 2018 年を、筆者は社債市場が育つ年として「育」と予想した。果たして大概その通りになったようだ。グリーンボンドの発行は 2018 年に入り急増し、日本の同市場は黎明期から勃興期に育っている。劣後債に象徴されるハイブリッド調達は、銀行や保険といった規制業種のみならず一般事業会社へと拡大し、いよいよ J-REIT もその活用を視野に入れるまでに育ってきた。そして、アイフルによる計 200 億円の私募債発行に見るように、HY 債市場誕生の萌芽と呼べる起債も 2018 年には実現した。年間 100 兆円以上の発行がある国債市場とは大きく異なり、せいぜい年間 10 兆円規模の起債があれば御の字の国内クレジット市場を、筆者は「小池のような市場」と呼んできた。徐々にではあっても、商品の多様性を広げながら国内クレジット市場が広がりを見せることは、投資家にとっても望ましいことに違いなかろう。

2018 年はグリーンボンドの発行が急増

<グリーンボンドは黎明期から勃興期に移行>

債券でのESG投資は、グリーンボンドを通したインパクトインベストメントから花開きつつあるようだ。2018年は、環境省の政策的後押しもありグリーンボンドの発行が急増した。弊社の親会社である大和証券グループ本社も含めた金融、リース、政府機関、海運、空運、造船、建設、紙パ、小売、不動産、J-REITなど、グリーンボンドを発行する業種は多岐に亘り、さながら業界内での初物争いといった現象も垣間見られたほどだ。今のところ、①グリーンボンドガイドラインの策定、②モデル性のあるグリーンボンドを選定するグリーンボンド発行モデル創出事業、③追加的に発生するコストを肩代わりする補助金事業、そして④OneストップサービスのHP「グリーンボンド発行促進プラットフォーム」の開設など、環境省による政策的後押しがカタリストとなり、発行体、つまり供給側主導でグリーンボンドの発行が増えているのが実状だ。但し、債券でのESG投資への関心の高まりが、日本でも起き始めていることが根底にあるのも間違いない。

6,000 35 ■発行額(億円) 30 5,000 ----件数 25 4,000 20 3,000 15 2,000 10 1.000 5 2014 2015 2016 2017 2018

図表:グリーンボンドの発行推移

2018年12月現在。外貨建て発行分については、1米ドル=110円、

1ユーロ=135円、1豪ドル=90円にて円換算。

出所:環境省

<グリーン、ソーシャル、そしてサステナビリティボンドへ>

グリーンボンドは、環境プロジェクトを資金使途に据えたインパクトインベストメントの一種だが、ESGへの関心の高まりの中で、社会的プロジェクトを資金使途に据えたソーシャルボンドや、グリーン(環境プロジェクト)・ソーシャル(社会的プロジェクト)の両要素を兼ね備えたサステナビリティ(持続可能性)ボンドなど、債券発行のテーマは既に広がりを見せ始めている。実際、JICAによるソーシャルボンドの発行や、DBJによるサステナビリティボンドの発行などが既に行われているうえ、日本公庫 CLOのソーシャルボンドとしての発行や、JRTT(鉄道・運輸機構)/アシックスなどによるサステナビリティボンドの発行も発表されている。また、シニア債でのグリーンボンド発行にとどまらず、住友林業のよるグリーン CB、東京建物によるグリーン・ハイブリッド債など債券の種別にも拡がりが出始めている。将来を見据えた場合には、資金使途を限定するグリーン、ソーシャル、サステナビリティなどラベルの貼られたインパクトインベストメントの枠を越えた、株式投資でなされているような発行体の ESG 評価を考慮したパッシブ・アクティブ投資、そしてその先の、全ての投資プロセスに ESG を考慮する「ESG の全面化」まで ESG の債券投資が育つかどうかが注目される。

<グリーンボンドが市場にしっかりと根付くためには?>

見てきたように、日本でのグリーンボンドなどインパクトインベストメントは、急速な立ち上がりを見せ始めている。しかし一方で、発行体からは、第三者認証の取得や調達後の資金管理、情報開示など、グリーンボンド発行にはコスト・手間が余計に係る割りには、調達コストの低減化も含め目に見えた経済効果が見えにくいとの指摘・意見も聞こえてきている。また、投資家からも、グリーンボンドのグリーン度合いを調査・モニタリングするなど追加の手間がかかる割りには、リコース負債であればグリーンボンドのリスクは通常のシニア債と何ら変わらないので、投資妙味を見出し難いとの指摘・意見も聞こえてくる。つまり、発行体はグリーンボンドをできるだけ低コストで発行したいと思う反面、投資家はその逆で、追加の利回りを要求しがちだ。よって、グリーンボン

ドの発行が、一時的なブームに終わることなく、しっかりと市場に根付くことになるためには、欧米に比しその動きが遅い日本のアセットオーナーによる ESG 投資へ関心が本格的に高まる必要があると筆者は考えている。

ハイブリッド証券は市場にしっかと根付いた感あり

<銀行・保険・事業会社のハイブリッド証券は一般的債券に>

銀行、保険、そして事業会社を発行体とするハイブリッド証券(若しくは資本性証券)は、すっかり国内クレジット市場に根付いた感がある。メガ3グループを中心とした国内銀行の資本性証券は、その他 Tierl 債(AT1 債)は国内機関投資家向け、Tier2 債(B3T2)は国内リテール投資家向け、そして TLAC 債(広義の資本性証券と捉えることも可能)は海外市場でと、発行市場と投資家を綺麗に棲み分けながら、経常的な発行が続いている。保険会社の劣後債は、筆者のプロパガンダ(「三種の神器¹」の一つとして推奨)も奏功してか、国内での投資家層は引き続き拡大中で、地域金融機関による同劣後債への投資も拡がりを見せている。そして、事業会社の劣後債(ハイブリッド証券)は、日本企業による M&A・投資増などを背景に案件が増加中で(積水ハウス/ヒューリック/野村不動産 HD/ドンキホーテ HD/楽天/大陽日酸/東京建物/武田薬品工業など)、クレジット市場での存在感を増すことになった。

3.3 3.5 -3.0 -2.1 도 2.0 꽃 1.8 1.6 1.5 ■ 保険業 1.0 1.0 0.7 銀行業 0.5 ■ 事業会社 0.0 '10 '11 '12 '13 '14 '15 '16 '17 '18

図表:ハイブリッド証券(資本性証券の発行動向)

注:公募債のみで私募債は含まず、2018年度は1月までの集計 出所:大和証券調べ

< J-REIT もハイブリッド証券を活用へ>

そしていよいよ、J-REIT もハイブリッド証券の発行体に加わる可能性が増している。一定の資本性を具備したハイブリッド証券での資金調達が叶えば、J-REIT は LTV をコントロールし、且つ NAV(Net Asset Value)の希薄化を回避しながら外部成長を行なうことが可能となる。銀行・保険・事業会社、そして J-REIT へと発行体が広がるハイブリッド証券は、もう特殊なクレジット商品では無くなったと言ってよいだろう。

¹ クレジット投資に活用したい商品として、ソフトバンクグループ社債、保険会社の劣後債、そして東電 PG 債を「三種の神器」と呼んで推奨してきた。

<同じ"One Digit Percent"(一桁%)証券でもリスクは全く異なる>

銀行 AT1 債、保険劣後債、そして事業会社のハイブリッド証券は、国内クレジット市場のなか で数少ない"One Digit Percent"(一桁%)証券だ。それでは、似通ったリスクプロファイルの証券 かと言えば、銀行 AT1 債と、保険劣後債 / 事業会社のハイブリッド証券は、まったくリスクの異な る証券だ。まず投資家が認識しておくべきは、銀行 AT1 債がゴーイング・コンサーン・キャピタル (going-concern capital)であるのに対して、後者2つは完全とは言わないまでも~、ほぼゴーン・コン サーン・キャピタル (gone-concern capital) だという大きな違いだ。ゴーイング・コンサーン・キャ ピタルは、普通株式などと同様に発行体の破綻前から資本的役割を担うのに対し、ゴーン・コンサー ン・キャピタル(gone-concern capital)は、発行体が破綻して初めて、資本的役割を担うもの。よっ て、筆者は従前より、銀行 AT1 債を「債券の衣をまとった株式」と比喩的に表現し、一方、後者を 「株式の衣をまとった債券」と比喩的に表現している。また、コール付き超長期債であることは(注: 銀行 AT1 債は永久債、一部保険劣後債にも永久債が存在する)、すべての証券に共通するものの、 ノン・コール時のステップアップ金利が付き、商品性にコールの蓋然性が組み込まれている保険劣 後債や事業会社のハイブリッド債(両証券とも最近の事例はステップアップ金利は 100bp に収斂し ている)とは異なり、銀行 AT1 債はステップアップ金利の付与は叶わず、コールの蓋然性は商品性 に全くと言って組み込まれていない。そもそも、Tierl 証券(銀行 AT1 債)にはコールの蓋然性があっ てはならないというのが、バーゼルⅢでの必要条件だ。銀行 AT1 債の商品性の特徴は、①企業継続 時の損失吸収性、②償還期限の不確実性、③クーポン支払いの完全裁量性の3つであり、いずれも 株式の特徴(大きな時価変動や減資の可能性、償還期限は無く、配当の支払いは任意)そのものと言っ ても過言ではない。銀行 AT1 債と保険劣後債 / 事業会社のハイブリッド証券は、資本として持つ役 割やリスクの所在は全くの別物だ。くれぐれも、証券の利回り水準だけを比べて、銀行 AT1 債に飛 びつくことは避けたいものだ。筆者の意見では、「債券の衣」を纏う故、利回り水準がディスカウン トされやすい銀行 AT1 債よりは、「株式の衣」を纏う故、利回り水準にプレミアムが付き易い保険 劣後債 / 事業会社のハイブリッド証券に一日の長があると考える。

HY 債市場誕生に期待は高まる

<環境は千載一遇のチャンスだが・・・・>

グリーンボンドやハイブリッド証券が順調に育まれているのに対して、ハイ・イールド債(HY 債)市場は引き続き生みの苦しみを続けている。マイナス金利政策が長期化する日本では、債券の「米」である JGB 投資では、長期・超長期ゾーンでなければプラスの利回りさえ得られない。また、"The IG 市場"である日本のクレジット市場では、社債投資でも大した利回りが得られない上に、面での投資ができるほどの発行量もないのが実状だ。よって、HY 債市場の創設にとって足元の金融環境は千載一遇のチャンスのはず。但し、HY 債市場の誕生は、「言うは易し、行なうは難し」で、投資家、発行体、そして我々証券会社の"三位一体"の改革が必須となる。投資家は投資基準(委託先、そして自らの)や審査・リスク管理能力の、発行体はコベナンツ付与や開示姿勢、そして銀行ローンとのパリパス性の、そして我々証券会社は引受審査やマーケットメイク能力の、従来の殻をそれぞれ

² 利払いが止まる可能性はあるため。但し、止まった利払いは累積される。

一気に破る必要がある。つまり、相当な推進力が必要となる。

<アイフルの私募債発行は、HY 債市場誕生の萌芽かと思わせた>

その意味で、HY 債市場誕生の萌芽かと思わせたアイフルによる私募債 200 億円の発行は注目に値する。2018 年 9 月 14 日、アイフルは合計 200 億円の私募債をローンチ。3 年債 150 億円(1.85%)と 2.5 年債 50 億円(1.8%)の 2 トランシェだ(59 回債、60 回債)。格付けは R&I から「BB-」を取得している。私募債形式ではあるものの、待望の HY 債が発行されたことになる(注:正確にはアイフルは 2017 年 7 月に 2.5 年債 72 億円(2.4%)、2016 年 10 月に 2 年債 13 億円(2.0%)を発行済みだが、今回とは規模が異なるし、債券格付けも取得していない)。尚、アイフル社債は、プロである機関投資家のみならず、幅広い層の投資家に受け入れられた可能性がある(3 年債 150 億円は適格機関投資家限定分付き少人数私募なので)。HY 債を活用し、金利リスクを抑えつつクレジットリスクで利回りを求める投資戦略は、超低金利が続く環境下、有効な戦略だと考える。アイフルの私募債発行をきっかけに、今年こそは HY 債の発行が増加することを期待したい。

<金融庁主導での社債市場改革に期待したい>

金融庁主導で社債市場改革が動き出す期待も高まっている。今回こそ、抜本的且つ実効性のある 社債市場改革が行われ、HY 債市場創設に繋がることを期待したい。昨年9月26日に金融庁より発 表された平成30年事務年度の行政方針において、社債市場の形成・発展に向けた課題と対応策を整 理・検討することが、様々なメニューの一つとして組み込まれた。日本の社債市場について金融庁は、 経済規模に比して発行量・流通量が少なく、特にBBB格相当以下の市場が極めて小さいと現状分析。 その要因を、①社債と競合する銀行貸出金利が将来の信用リスク等を反映した利率になっておらず、 企業が適正なリターンを持つ社債を発行するインセンティブが低いこと、②銀行ローンとのパリパ ス性が保たれていないこと、③機関投資家に投資家が偏っていること、と指摘している。金融庁の 要因分析は的を射ている。日本はしっかりと情報開示が行われている大企業でさえ、間接金融優位 の企業金融が蔓延っている。銀行はゆりかごから墓場まで、とことん貸出先大企業に付き合い過ぎる。 こうした慣習は、企業の新陳代謝を遅らせるばかりか、金融システムの安定性も損なうと筆者は常々 考えている。少なくとも株式を上場し、しっかりと情報開示が行われている大企業に、情報生産活動を銀行に任せる間接金融など不要だ。銀行ローンも含めた大企業金融の一体改革を金融庁主導で 推進し、HY 債市場の創設、投資家の拡大など、悲願である社債市場改革を是非実現したいものであ る。金融庁の手腕に期待したい。

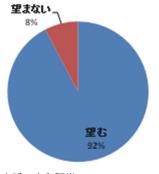
< HY 債市場創設・発展の悲願に向け、投資家から大きな後押しを得た>

日本での HY 債市場創設・発展の夢・悲願に向け、投資家から大きな後押しを得ることができたので最後に共有したい。弊社で 1 月に実施した「新春クレジット・証券化セミナー」の折に、HY 債市場に関するアンケートを実施した 3 。まず、「HY 債市場の創設・発展を望みますか?」とのストレートな問いかけに対し、殆どの投資家(92%)が「望む」と回答。続いて、「HY 債の起債が増加した

³ 弊社のセミナーに出席頂いた中央の投資家中心のアンケートなので、地方投資家の声は必ずしも反映されていない点は留意頂きたい。

として投資を検討しますか?」と問うてみれば、半数以上(66%)の投資家が「検討する」と回答した。 つまり、自らは投資を検討しない投資家でさえも、HY債市場の創設・発展を望んでいることになる。 ベンチマークに組み入れられれば、現在の投資規程が改訂できれば、十分な市場規模・流動性の確 保が出来れば、投資を検討するとの回答もあったので、HY債市場の創設・発展を望む投資家は、条 件さえ整えば、HY 債投資を検討できると期待できる。HY 債市場創設に向けては、日証協が社債懇 を通じて1)引受審査の見直し、2)コベナンツの付与及び情報開示、3)社債管理のあり方、4) 社債の価格情報インフラ整備、を進めてきた。アンケートでは、こうした「日証協社債懇の取り組みが、 HY 債創設に役立つと考えるか?」と問うてみたところ、「十分役立つ」と我々業界の取り組みを前 向きに評価して頂いた回答がそこそこあった(33%)。一方で、過半の投資家(62%)は「不十分」 だと手厳しい評価を下している。現時点でHY債市場が育っていないのだから、当然と言えば当然だ。 それでは、「HY 債市場の創設・発展に向け、最も努力すべき主体は何処ですか?」と今後の取り組 みの鍵を求めると、想定したように、発行体、投資家、そして証券会社の何れもが努力すべきとの 回答を得た(筆者が指摘する「三位一体の改革」)。加えて、やや恣意的かもしれないが、選択肢に「金 融庁など規制当局」を加えておいたのだが、最も多い35%の投資家が、金融庁など規制当局の努力 が最も必要だと答えている。上述したように、金融庁は、平成30事務年度の金融行政方針に社債市 場の形成・発展に向けた課題と対策案を整理・検討することを盛り込んだ。「三位一体」ならぬ、「四 位一体 | となって、悲願である HY 債市場の創設・拡大を是非実現したいものだ。

問1: HY 債市場の創設・発展を望みますか? 問2: HY 債の起債が増加したとして投資を検討しますか?

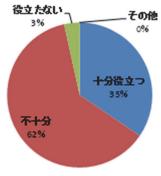


出所:大和証券



出所:大和証券

問3:日証協社債懇の取り組みは、HY 債創設に 役立つと考えますか?



出所:大和証券

問4: HY 債市場の創設・発展に向け、最も努力 すべき主体は何処ですか?



出所:大和証券

投資信託の成績表開示について

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1 はじめに

先ほど、投資信託の「成績表」が公表された。銀行や証券会社が自ら販売した投資信託の「成績表」ということで、販売した投資信託の運用損益別顧客比率が掲載されていた。このことは画期的なことで、投資信託が販売されてきて70年たって始めて顧客にも目が当てられるというような印象である。この「成績表」は、金融庁主導で行われてきている。事の始まりは、2016年4月19日の金融審議会総会において、金融担当大臣より「情報技術の進展その他の市場・取引所を取り巻く環境の変化を踏まえ、経済の持続的な成長及び国民の安定的な資産形成を支えるべく、日本の市場・取引所をめぐる諸問題について、幅広く検討を行うこと」との諮問が行われ、これを受けて、市場ワーキング・グループが設置され、国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営(フィデューシャリー・デューティー)等について審議が行われたとある。

この審議会での結論は、①顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表、②顧客の最善の利益 の追求、③利益相反の適切な管理、④手数料等の明確化、⑤重要な情報の分かりやすい提供、となっ ている。

これを受けて、前述の公表となった訳であるが、この「成績表」の公表は顧客本位の業務運営の一環である。

2 顧客本位の業務運営

金融庁は、2017年3月に「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けた取組みというレポートを発表している。これは、2016年4月の審議会の結果のフォローとなっている。結論としては、「フィデューシャリー宣言を行った先であっても顧客本位の業務運営の実現に向けて現状必ずしも大きな進展は見受けられない状況」であるとして、①投資対象を特定の種類の資産に限定したテーマ型の商品が、依然販売額上位の銘柄の多くを占めている、②投資信託の販売額と解約・償還額は、ほぼ同額である状況が継続しており、残高の増加には貢献していない③売れ筋投信の9割が毎月分配型であり、特に地銀では積立投信であっても販売額の半分以上を毎月分配型が占めている、としており、いわば「顧客本位の業務運営」に向けた取組みがあまり進んでいないと苦言を呈している。

ここで金融庁は、顧客本位の業務運営を客観的に評価できるようにするための成果指標(KPI)を公表している。

具体的には、①運用損益別顧客比率、②投資信託預り残高上位 20 銘柄のコスト・リターン、③投資信託預り残高上位 20 銘柄のリスク・リターンとしている。

投資信託の「成績表」とは、①運用損益別顧客比率のことである。

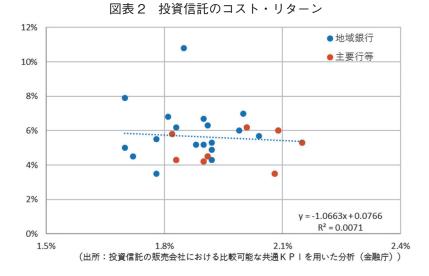
3 金融庁の共通 ΚΡΙ を用いた分析

金融庁は続いて2018年6月に「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIを用いた分析」を発表している。金融庁は事前に「投資信託の販売会社における比較可能な共通KPIの定義」を公表しており、上記①損益損益別顧客比率②コスト・リターン③リスク・リターンについて対象顧客から損益の計算方法、コストやリスク・リターンの計算方法まで非常に細かく指示している。

図表1は①損益損益別顧客比率のグラフであるが、対象は主要行等9行、地域銀行20行の集計としている。基準日は2018年3月末であり、今ではかなり古いデータになってしまったが、発表時は2018年6月であり、3ヶ月前のデータであった。金融庁ではこの比率の評価を、「半数強(54%)の顧客の運用損益率がプラスである一方、35%の顧客が-10%以上0%未満であるなど、半数弱の顧客の運用損益率がマイナス」としている。



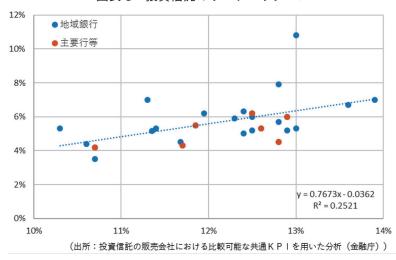
図表2には、投資信託のコスト・リターンのグラフを載せる。金融庁はこれをコストに見合った リターンが観測されるかどうかの基準として見ているようである。結論として、コストに見合った



-20-

リターンは必ずしも実現していないとしている。この分析の観測対象として、各販売会社の投資信託預り残高上位20銘柄のうち5年以上の投資信託としている。この投資信託のコストの平均は1.9%程度である。一般的に外国証券が入った投資信託では募集手数料が3%程度で信託報酬(販売会社、委託会社、管理会社3社に配分)は1.5%程度である。この投資信託では、5年のコストの年率換算は3%/5+1.5% = 2.1%となる。募集手数料とは、購入時に販売会社に払う手数料のことで、購入時に徴収される。信託報酬は3社に分配される、委託会社は運用フィーとして、管理会社は管理フィーとして、日割りで徴収される。したがってコスト見合いという意味では、委託会社のフィーの大小によって、それ見合いのリターンが期待できると考えられる。つまり、コスト全体で反映されるわけではない。委託会社や管理会社のフィーは、運用の巧拙や管理の難しさによって、フィーが変わることは理解できるが、募集手数料の大小は何によって決まるかはよくわからない。

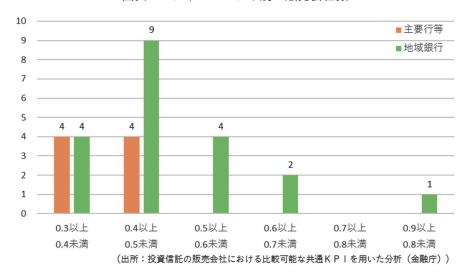
次に、投資信託のリスク・リターンのグラフを図表3に示す。金融庁はこれをリスクとリターン がある程度比例関係にあるかどうかの基準としたいようで、コメントには、「リスクの上昇に伴いリ ターンも一定程度上昇する傾向が見られた」としている。



図表3 投資信託のリスク・リターン

最後に、シャープレシオのグラフが載せてある。このグラフでは、シャープレシオが低い(03 ~ 0.5)販売会社が多いことが不満のようである。

シャープレシオとは、Sharpe Ratio=(Return-risk free rate)/risk で定義される。一般的に risk free rate は短期金利で、risk は標準偏差が使われる。この期間、短期金利はほぼゼロなので、シャープレシオは結局 Return/risk となる。つまりリスク1単位あたりのリターンとなる。このシャープレシオが大きければ大きいほど、リスクの割りにリターンが大きく、運用がうまくいったと解釈される。



図表 4 シャープレシオ別の販売会社数

4 公募投信の販売状況

現在、投資信託の販売はどのくらいあって、どの販売会社が多く売っているのかであるが、70年前に証券会社が投資信託の設定・販売を始めたころは、証券大手4社(当時は野村・日興・山一・大和の4社)の寡占状態であった。その後、山一證券の廃業によって、大手は3社になった。次ページの図表5には、最近の公募投信販売額推移があるが、3社の投資信託の販売額は7~8兆円で、株式投信(投信のほとんどは株式投信)設定額の20%程度となっている。大手3社による寡占は、その後の業界の変遷によって、徐々に下がっていっているが、現在でも20%程度のシェアを持っている。また、公募投信販売によって得る募集手数料は3社合計で1600~1800億円程度で販売額の2%程度となっている。

また、前章でも述べたが、投信の販売会社は、いわゆる信託報酬の1部も報酬となる。各証券会社の投信残高の $0.4\sim0.5\%$ の収入となっている。

図表 5 大手証券 3 社公募投信販売額推移

(単位:億円)

		2017年3月期	2018年3月期	2018年4月-12月
	投信販売額	33,763	36,105	22,717
野村證券	募集手数料	823	871	458
	手数料率	2.4%	2.4%	2.0%
	投信販売額	23,536	27,910	18,348
日興証券	募集手数料	354	474	254
	手数料率	1.5%	1.7%	1.4%
	投信販売額	20,702	22,156	12,451
大和証券	募集手数料	432	453	204
	手数料率	2.1%	2.0%	1.6%
投信販売額	頁3社合計	78,001	86,171	53,516
株式投信設定額		347,698	431,687	273,286
証券3社の	占める割合	22%	20%	20%
			(Just • 2 1) 1-25	34 m /2 M 40 /= 15 A 1 D

(出所:各社決算説明資料・投信協会 H P)

また、図表6には、証券会社の公募投信の預り純資産が載せてある。証券大手3社の投信預り資産の場合は、全体の40数%を占めている。2018年12月末での証券会社預り純資産は77兆8895億円であり、公募投信全体では109兆5753億円なので、残り30兆円程度が、銀行等および直販(投信会社預り)となる。

図表 6 公募投信信託預り純資産

(単位:億円)

	2017年3月	2018年3月	2018年12月
野村證券	174,000	174,000	162,000
日興証券	80,902	106,982	99,609
大和証券	64,000	74,000	68,000
証券3社	318,902	354,982	329,609
証券全体	701,728	805,108	778,895
証券3社の占める割合	45%	44%	42%
ゆうちょ銀行	13,101	16,423	20,676

(出所:各社決算説明資料:投信協会 H P)

投信会社別の公募投信純資産額に関しては、図表7にあるが、いまだ55%弱の投信残高を証券大手3社の系列投信会社が運用している。

証券大手3社系列の投信会社の下には独立系といわれる投信会社3社の純資産額があるが、まだまだ全体の1%以下となっている。この3社は、直販体制をとっており、ネットで購入できる。また、直販で買えば、いわゆる募集手数料は無料となる。

この中で、レオス・キャピタル・ワークスの運用純資産が7000 億超えと非常に多いが、これは、 レオスの投信(ひふみ投信)は証券・銀行でも売り出しているからである。

図表7 投信会社別純資産額

(2019年1月末)

(単位:億円)

野村投信	302,953	27.6%
日興投信	141,178	12.9%
大和投信	155,589	14.2%
3社計	599,720	54.7%
コモンズ投信	189	0.017%
レオス	7,171	0.654%
セゾン投信	2,342	0.214%
3社計	9,702	0.885%
全社計	1,095,753	100.0%

(出所:投信協会 HP)

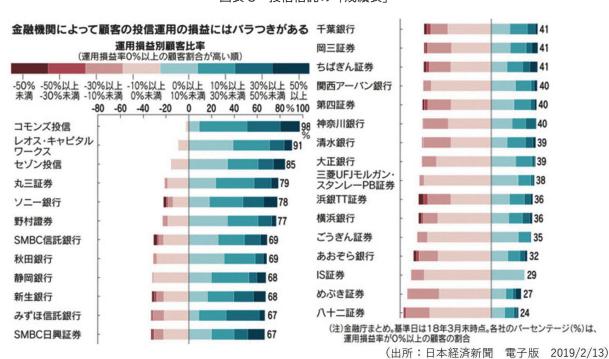
3 投資信託の「成績表」

図表8は日経新聞電子版に載せられた記事そのものであるが、これを見て第1に感じることは、1位のコモンズ投信の顧客の98%が評価益であるということである。98%の顧客が評価益とは、ほとんどの顧客が評価益であるということである。しかも、2位のレオス・キャピタル・ワークスは91%、3位のセゾン投信は85%の顧客が評価益である。これのポイントは、基準日が2018年3月末であることである。新聞掲載日が2019年2月13日と1年近くあとになっている。

この3社の投信会社の特長は、①直販体制となっており、販売会社と運用会社が同じであり、ネットで売買が完結できる、②募集手数料が0である、③積み立てNISAなどを利用して小額からでも投資できる、④長期投資を標榜しており、商品を1つか2つに絞っており、選択がしやすい、となろう。なお、コモンズのザ・2020 ビジョンとレオスのひふみプラスは証券会社など他の販売会社でも購入できる。しかし、図表8の顧客には含まれていない。

この投資信託の「成績表」には入っていないが、上記3社と同じような特長を持った投信会社にさわかみ投信がある。さわかみ投信のHPには、さわかみ投信の顧客の95.6%が評価益であるとしている。しかし、2018年3月末のように過去5年間の株式相場が非常に堅調な時期に発表すれば大部分の顧客が評価益となるが、相場暴落時に発表すればほとんどの顧客が評価損となり、無用な混乱を招くとして、KPIの公表を見送ったとしている。

いずれにしても、多少問題があるにしても投信購入者に「成績表」なるものを提示した意味は大きいと思われる。



図表8 投信信託の「成績表」

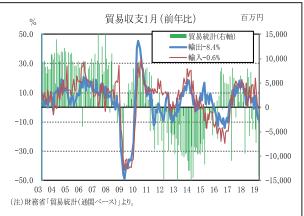


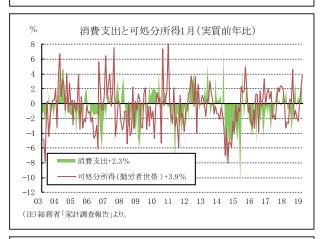
日本 マクロ経済









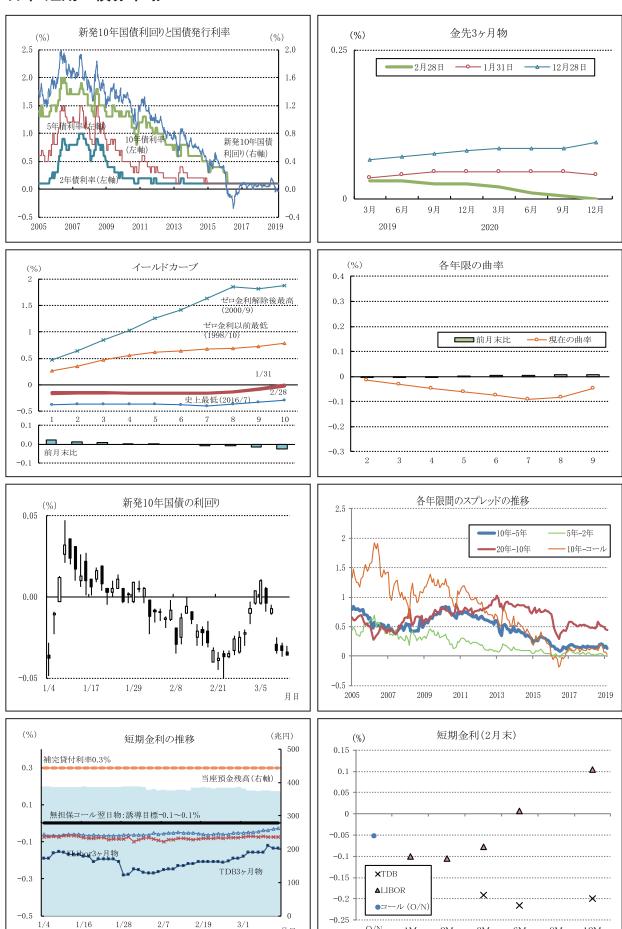








日本 短期・債券市場



1M

2M

3M

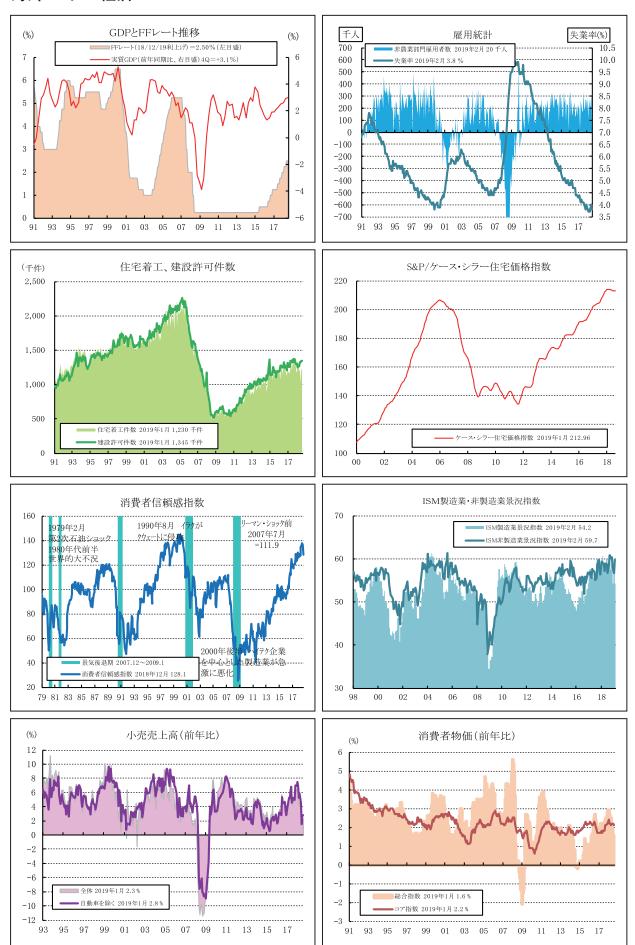
6M

9M

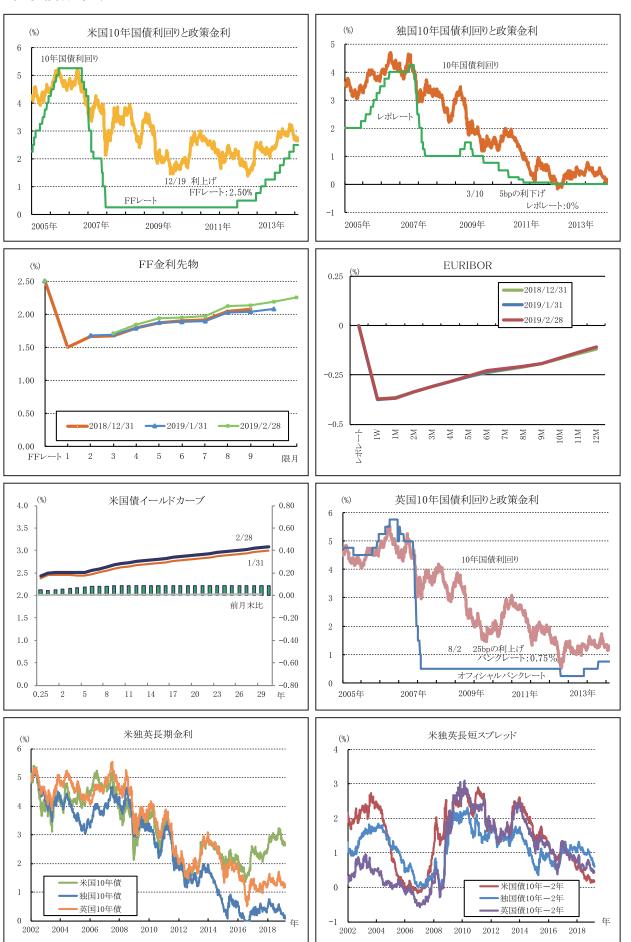
12M

月日

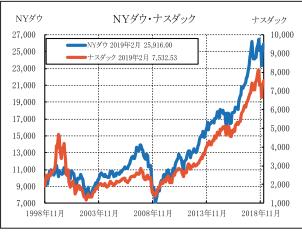
海外 マクロ経済



海外 債券市場



株式市場

















為替市場



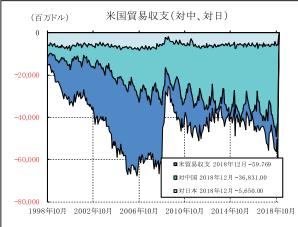


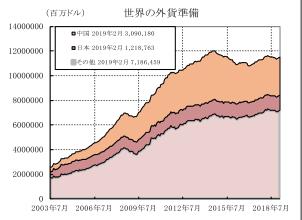










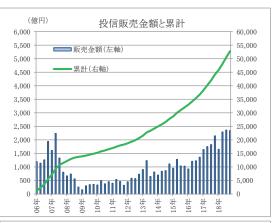


ゆうちょ関連データ

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	615,000	902,646
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10-12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1-3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1-3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	_	-
2018年4-6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年7-9月	547,000	236,300	969,000	2,019,200
2018年10-12月	622,000	234,300	1,024,000	2,067,600
2018年度累計	1,650,000	699,900	_	-
累計	17,834,022	5,280,032	_	





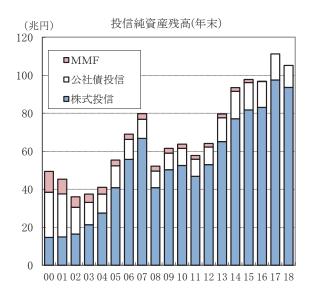
ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.3.11)	純資産 (2019.3.11)		ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.3.11)	純資産 (2019.3.11)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.3.11)	純資産 (2019.3.1
IP日米バランス②	60円	9.737	3,657	H	eMAXIS 新興国株式※①	tel	15.046	31.841	Navio南アフリカ債券(2)	540円	7.266	2
JP4資産バランス(安定)⑥	60円	10.794	88,291	ł	ピクテグローバル株式※①	600円	3.121	609.024	Navioブラジル債券①	360円	7.118	-
IP4資産バランス(安定成長)(6	60円	11,423	114.149	1	ピクテグローバル株式※①	tel.	17.481	10.013	Navioインド債券(2)	600円	10.263	
IP4資産バランス(成長)⑥	60円	12,023	46,257	1	IPM北米高配当①	たし	12,139	47	三菱UFI欧州債券印	120円	9,781	
リスク抑制世界8資産⑥	60円	10,028	112,388	1	新光世界インフラ株式②	670円	14.218	26	同(為替ヘッジなし)⑫	60円	8,397	
東京海上・円資産(2)	360円	11,369	526,516	1	グローイング台湾株式②	なし	9,555	103	ピムコグローバル債券①	480円	12,493	
東京海上・円資産①	なし	11,140	136,484	海	マニュライフカナダ株式※④	なし	9,521	2,458	同(為替ヘッジあり)(2)	480円	8,254	
野村資産設計2015②	110円	10,923	853	外	グローイングブラジル株式②	400円	12,874	34	メキシコ債券オープン※(2)	660円	5,291	40
野村資産設計2020②	5円	11,160	824	株	野村ユーロトップB※②	なし	8,446	5,721	インドネシア・ルピア債券⑫	480円	7,667	
野村資産設計2025②	5円	11,403	905	式	エマージング好配当①	130円	8,561	17	アジアハイイールド債券※⑫	1200円	5,643	
野村資産設計2030②	5円	11,662	836	1	JPM医療関連株式※④	なし	9,394	56,605	。同(為替ヘッジなし)※®	1800円	8,472	
野村資産設計2035②	5円	11,537	563	1	ピクテプレミアムフ'ラント'※④	390円	12,064	19,647	USストラテジックA※⑫	240円	8,542	2
野村資産設計2040②	10円	11,457	1,126	1	セゾン資産形成の達人※①	なし	20,704	71,447	同(為替ヘッジなし)B※⑫	680円	8,031	12
野村資産設計2045②	5円	20,310	147	1	オーストラリア好配当※⑫	720円	7,410	71	短期ハイイールド債券(ヘッジあり)	なし	9,907	
野村資産設計2050②	10円	11,379	214	1	ニッセイ日本債券⑫	120円	9,632	17,520	新興国ハイイールド債券A①	240円	6,324	
HSBCワールド(安定)①	60円	10,204	30,148		eMAXIS 国内債券※①	なし	11,628	13,714	新興国ハイイールド債券B①	520円	7,638	
HSBCワールド(安定成長)①	70円	10,550	45,388	国	Navioマネープール②	なし	10,002	5	ピムコハイインカム※⑫	240円	7,163	72
HSBCワールド(成長)①	10円	11,267	20,635	信	日興五大陸債券⑫	300円	8,097	53,092	同(為替ヘッジ付き)※⑫	350円	8,002	2
野村6資産(安定)⑥	180円	11,878	64,766	券	三菱UFJ高金利債券⑫	665円	7,279	66,246	DIAMアジアソブリン債券⑫	なし	9,335	
野村6資産(分配)⑥	180円	9,954	115,967	1	ダイワ成長国セレクト債券※⑫	360円	4,371	21,182	欧州ハイイールド債券※⑫	560円	8,934	7
野村6資産(成長)⑥	180円	12,451	34,404	l	ダイワ成長国セレクト債券※①	なし	9,643	494	同(為替ヘッジなし)※⑫	960円	10,616	9
スマートファイブ ⑫	480円	9,799	300,315	l	野村米国ハイイールド⑫	950円	8,526	20,494	三菱UFJバランス⑫	240円	8,869	
スマートファイブ①	なし	12,419	36,600	l	同(為替ヘッジあり)⑫	390円	8,558	2,776	同(為替ヘッジなし)⑫	240円	8,817	
セゾン・バンガード①	なし	14,395	173,080	1	野村米国ハイイールド①	なし	12,721	948	三菱UFJバランス①	なし	9,755	
日本配当追求株②	なし	9,663	11,244	1	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,803	226	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,720	
大和インデックス225①	260円	15,535	30,846	1	エマージング・ソブリン※⑫	540円	7,336	24,296	MHAM Jリート⑫	960円	10,482	17
SMTAM JPX日経400⑫	なし	12,726	2,288	1	同(為替ヘッジあり)※⑫	480円	8,266	21,830	DIAM世界リート@	600円	3,571	197
GS日本株式※②	925円	9,434	5,717	1	エマソブ (資産成長)※①	なし	14,232	845	ダイワUS-REITA※⑫	720円	7,087	4
日本株式SRI①	150円	8,436	2,117	海	同(為替ヘッジあり)※⑫	なし	11,653	372	ダイワUS-REITB※⑫	580円	2,970	535
フィデリティ日本配当④	340円	9,260	6,830	外	DWSグローバル公益債券※⑫	300円	8,743	71,272	ダイワUS-REIT(ヘッシ'あり)※①	なし	14,183	
MAXIS TOPIX*	なし	20,599	19,107	倩	同(為替ヘッジなし)※⑫	480円	10,084	15,283 l	ダイワUS-REIT(ヘッシなし)※①	なし	17,885	2
三菱UFJ日本優良株①	150円	9,299	2,415	茶	DWSグローバル公益債券※①	なし	10,671	6,210	eMAXIS 国内リート※①	なし	29,291	11
PMジャパンプライム(1)	なし	11,619	102	-	同(為替ヘッジなし)※①	なし	11,934	1,341	eMAXIS 先進国リート※①	なし	27,886	9
新光日本小型株①	1000円	16,526	15,926	ł	三菱UFJ米高格付債券⑩	120円	8,837	967	ニッセイ世界リート※⑫	1440円	5,678	41
生活基盤関連株式①	80円	13,231	2,163	1	同(為替ヘッジなし)⑫	120円	8,874	488	ニッセイ世界リート※②	なし	14,168	
世界株配当収益追求②	20円	9,517	1,432	ł	高金利先進国債券※⑫	480円	4,840	141,865	アジアリートオープン※⑫	240円	14,331	
SMTAM NYダウ①	なし	16,686	4,801	1	高金利先進国債券※①	10円	16,584	10,453	フォーシーズン※⑫	240円	6,175	2
日興五大陸株式④	570円	10,273	16,367	1	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13,288	13,490	ステートストリートゴールド①	なし	6,272	1
DIAM好配当株式®	1560円	9,239	21,687	1	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,703	5,665	ピムコUSハイインカムローン※位	360円	8,489	1
所光サザンアジア株式②	20円	10,445	2,964	1	Navioオーストラリア債券(2)	180円	10,592	289 (1 同(為替ヘッジなし)※⑫	960円	7,887	8
米国成長株オープン①	1182円	10,153	712	1	Navioカナダ債券⑫	60円	10,566	230	A 31.	-		4.0.11
eMAXIS 先進国株式※①	なし	26,080	35,809	1	Navioトルコ債券⑫	450円	3,618	504	合 計	l		4,341

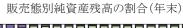
					株式	 大投信						公社債投信	•		
×21	プ				追加	型									
末		単位型	毎月決算型	ファンドオ プファンズ	インデック ス	ETF	特殊型	追加型計	計	単位型	追加型	うちMRF	うちMMF	#	証券投信計
2000)年12月	3,736	_	_	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	_	109,711	347,886	493,992
2001	1年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	_	77,228	303,752	452,807
2002	2年12月	6,979	_	_	_	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003	3年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356
2004	4年12月	17,998	_	_	_	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967
2005	5年12月	19,450	_	_	_	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	30,202	126,967	553,476
2006	5年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276
2007	7年12月	18,762	_	_	_	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607
2008	8年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476
2009	9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	1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	2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	3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	4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	5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	5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	7年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	0	137,594	1,200,486
2018	8年12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	0	116,040	1,051,592
2018	8年10月	6,637	241,946	240,604	446,467	351,989	12,180	976,542	983,180	40	118,974	111,965	0	119,015	1,102,194
	11月	6,682	242,170	243,536	459,331	362,138	12,639	999,148	1,005,831	40	119,326	112,362	0	119,367	1,125,198
	12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	0	116,040	1,051,592
201	19年1月	6,295	233,730	236,520	453,958	357,281	12,394	974,419	980,715	40	114,992	108,123	0	114,992	1,095,747

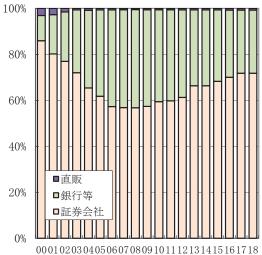
<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

(単位:億円)

販売態	証券会	:社	銀行	等	直則	反	合計		
末	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		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		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	002,000	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	051,511	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	,	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%	
2017年12月	814,318	74.5%	288,865	24.7%	8,987	0.8%	1,111,919	100%	
2018年12月	778,895	71.8%	264,738	27.5%	7,963	0.7%	1,051,596	100%	
2018年9月	866,599	74.5%	286,878	24.7%	9,381	0.8%	1,162,858	100%	
10月	817,492	74.1%	276,162	25.1%	8,544	0.8%	1,102,199	100%	
11月	835,533	74.3%	280,914	25.0%	8,756	0.8%	1,125,204	100%	
12月	778,895	74.1%	264,738	25.1%	7,963	0.8%	1,051,596	100%	
2019年1月	812,882	74.2%	274,518	25.1%	8,352	0.8%	1,095,752	100%	







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 通常貯金	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	712 542 712 384	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		35,761	1,559		1,965,490
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	12,705	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,851	2,418	10,507	1,991,174

<貸借対照表(資産の部)> (単位:億円)

he 13					// H	金銭の信	A 111.44	現金預け	その他の	V/m → → ∧ → 1
年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	託	貸出金	金等	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	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688
2018年3月	1,392,012	627,497	64,051	107,162	592,988	42,415	61,455	493,146	88,621	2,077,335

<損益計算書> (単位:百万円)

	_								
年月	経常収益	うち資金	うちその	経常費用	うち資金	うち営業	うちその	経常利益	当期純利益
		運用収益	他収益		調達費用	経費	他費用		
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264
2017年4月 - 2018年3月	2,044,940	1,502,747	542,193	1,545,286	331,781	1,042,970	170,535	499,654	352,730

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)> (単位: 百万円)

	年月	玉	債	地方債		社 債		その		合 計		
L	十万	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	
Г	2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182	
	2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218	
	2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517	
	2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512	
	2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685	
	2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240	
	2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097	
	2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079	
	2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453	
	2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991	
	2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964	
	2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939	
	2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842	
	2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718	
	2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424	

_<外国債券の運用状況> (単位:百万円)

年月				通貨別	残高				合 計	
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比		
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162	
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949	
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979	
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813	
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503	
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012	
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502	
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033	
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930	
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955	
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446	
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618	
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706	
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573	16.23%	292,079	1.47%	19,829,503	
2017年3月	5,220,018	25.91%	11,515,528	57.16%	2,929,283	14.54%	478,637	2.37%	20,143,467	
2018年3月	5,423,335	26.78%	11,507,664	56.84%	3,054,368	15.08%	258,990	1.27%	20,244,358	

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

<証券化商品の保有状況> (単位:億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合 計	
平月	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): RMBSIは住宅ローン証券化商品、CLOは法人向けローン証券へ配慮、その他はカルジット債券等を要付資金とする証券化商品、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)

	アウトライヤー			VaR				
年月	比率	経済価値低下 額	広義の自己資本 (Tier1+Tier2)	年度末値	最大値	最小値	平均値	VaR 期 間
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月~2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月~2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月~2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月~2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月~2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月~2014年3月
2015年3月	9.31%	7,705	82,740	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月~2015年3月
2016年3月	7.03%	5,980	84,993	17,904	20,445	14,243	17,503	2015年4月~2016年3月
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083	2016年4月~2017年3月
2018年3月	11.37%	9,980	87,720	35,428	37,065	31,368	34,365	2017年4月~2018年3月

2016 中分 7 | 11.3 7 | 3,300 | 31,700 | 31,000 | 31,300 | 31,300 | 31,000 | 31,300 | 2017 中4 月 ~ 20 (注1) アウトヤー比率計測の際の金利ショック幅は、保有期間14、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	7:億円)	
	エクスポー						信用リスク・ア	リフ	クウエイト区	分ごとのエクス	スポージャー額		
年月	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	セット額	0%	10%	20%	50%	100%以上	
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291	
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866	
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926	
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498	
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832	
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343	
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607	
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	134,826	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615	
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,938,262	43,341	216,029	87,928	175,391	
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596	394,706	
2018年3月	2.320.979	890.901	13,459	1.419.814	5.611	4.652	475.734	1.609.895	43.520	133,394	57.344	490.280	

| 2018年3月 2,320,979 890,901 | (注1)機構とは、新原貯金・商易生命保険管理機構を意味する。
(注2)デリバティブは、金利スワップ及び参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)

-	\ \P\P\D	貝平凡十	(国1)至4	-) /									(+15.	D /3 1/
ſ		自己資本額 (D)							リスクアセット			自己資本比	Tier1比率	
١	年月				基本的項目(A)			補完的項目	ラヘラ / Eラド 等(E)	資産(オン・バラ		OPRを8%で除	率(D/E)	(A/E)
ı		(D)	資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得	一般貸倒	4(1)	ンス) 項目	引等項目	して得た額	+ (D/ L)	(A/ L)
	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%
١	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%
١	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%
١	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%
١	2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,48	2,628	3,070,695	56.81%	-
١	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	18,49	0,222	3,043,268	38.42%	_
١	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	29,25	3,213	2,965,316	26.38%	-
١	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	35,90	6,558	2,873,248	22.22%	_
- 1	2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	38,779,806	47,57	3,471	2,768,805	17.43%	-

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

