

ゆうちょ資産研レポート

2021年 11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) 1

2022 年は二極化のなかの世界経済回復継続、「汽水域」を展望
— 足元の米中減速あっても 2022 年に向け腰折れせず

岡三証券株式会社グローバル・リサーチ・センター理事長 エグゼクティブエコノミスト 高田 創

ファンダメンタル・アナリシス (2) 7

米中関係の「改善」を考える

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 チーフエコノミスト 李 智雄

マーケット・アウトLOOK 13

グローバル・スタグフレーション懸念のゆくえ

野村証券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

資産研コーナー 19

時価の算定に関する会計基準の適用による決算への影響

ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久

統計データ集 25

ゆうちょ関連データ 29

2021.11

ファンダメンタル・アナリシス (1)

2022 年は二極化のなかの世界経済回復継続、

「汽水域」を展望

— 足元の米中減速あっても 2022 年に向け腰折れせず

岡三証券株式会社グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創



1. はじめに、2021 年の世界的経済状況を振り返る

2021 年、IMF の見通し下方修正、中国・米国は下方修正

以下の図表 1 は IMF が 2021 年 10 月に公表した 2021 年 2022 年の世界経済見通し総括表である。2020 年はコロナショックで世界的に成長率の大幅なマイナスが生じたが、2021 年はその反動もあり大幅な回復に転じた。2020 年前半以降、米国を中心に各国政府や中央銀行の協調した経済政策が行われ、2020 年後半からは経済が急回復することになった。2021 年には世界レベルでのワクチン接種が始まり、経済活動の後押しも加わるなかで、2021 年には世界的な成長率は大きく戻す流れとなった。

2021 年も終盤を迎え回復基調は変わらないが、コロナ感染が続く中、ワクチン接種状況による地域間格差が生じている。2021 年度上期を振り返れば、夏場にかけて、世界第 1 の米国と第 2 の中国での見通し下方修正が特徴だった。ただし、ユーロ圏は比較的堅調であった。日本はワクチン接種が遅れたことから 2021 年の成長は先進各国に比べ低い水準に止まるものの、2021 年末にかけワクチン接種も主要国並みの水準になり、2022 年に向けて緩やかな改善に至ると見込まれる。

2021 年は総じてみれば、中国の予想外の減速が生じたものの世界経済全体として底上げが続いた。コロナショック以来の筆者のストーリーラインとして世界的資産価格底上げが経済全体の体温を引き上げ、「資産効果」が大きな役割を果たしている。その背景として金融財政政策の高压経済が後押しする状況にある。

■図表1:IMFの世界経済見通し総括表

	2019年	2020年	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年
			(10月予測)		(7月予測)		(7月予測との比較)	
世界全体	2.8	▲ 3.1	5.9	4.9	6.0	4.9	▲ 0.1	0.0
先進国	1.6	▲ 4.5	5.2	4.5	5.6	4.4	▲ 0.4	0.1
米国	2.2	▲ 3.4	6.0	5.2	7.0	4.9	▲ 1.0	0.3
ユーロ圏	1.3	▲ 6.3	5.0	4.3	4.6	4.3	0.4	0.0
英国	1.4	▲ 9.8	6.8	5.0	7.0	4.8	▲ 0.2	0.2
日本	0.3	▲ 4.6	2.4	3.2	2.8	3.0	▲ 0.4	0.2
アジア・新興国	5.4	▲ 0.8	7.2	6.3	7.5	6.4	▲ 0.3	▲ 0.1
中国	6.0	2.3	8.0	5.6	8.1	5.7	▲ 0.1	▲ 0.1
インド	4.2	▲ 7.3	9.5	8.5	9.5	8.5	0.0	0.0
ASEAN5	4.9	▲ 3.4	2.9	5.8	4.3	6.3	▲ 1.4	▲ 0.5
ブラジル	1.4	▲ 4.1	5.2	1.5	5.3	1.9	▲ 0.1	▲ 0.4
メキシコ	▲ 0.1	▲ 8.3	6.2	4.0	6.3	4.2	▲ 0.1	▲ 0.2
ロシア	1.3	▲ 3.0	4.7	2.9	4.4	3.1	0.3	▲ 0.2
原油価格 (WTI\$/bbl)	\$56.99	\$39.17	\$65.69	\$62.37	—	—	—	—

出所：IMF、EIA（米エネルギー情報局）、2021・2022 年は予測値、原油価格は 9 月時点予測

中国の予想外の減速

2021 年度上期の下方修正の背景には中国の減速があった。コロナショックは 2019 年末に武漢発のウイルスとして問題化したが、中国自体では感染を封じ込め、世界に先駆けた回復を示していた。ただし、その回復ペースが過熱に至るのを事前に抑制すべく、中国政府が不動産セクターを中心に意図的なブレーキをかけたことが 2021 年度上期の減速につながった。

以下の図表 2 は中国の経済動向の実態を示すとされる李克強指数であるが、2021 年半ば以降、一転し減速が生じた。この背景には 2022 年の 5 年に一度の中国共産党大会に向けた政策的対応の側面が強いと考えられる。2022 年の党大会は習近平体制が 3 期目に向けた重要なタイミングになるだけに、その前に意図的に不動産セクターを中心にスピード調整をしたものである。2021 年に生じた減速は格差是正に向けた中国共産党の人民に向けた政治的姿勢を示したことによる副作用の側面が強い。一方、すでに経済回復に政策の軸足が置かれており、2022 年に向けて次第に経済成長は再び改善に向かうと展望される。

■図表 2：李克強指数の推移



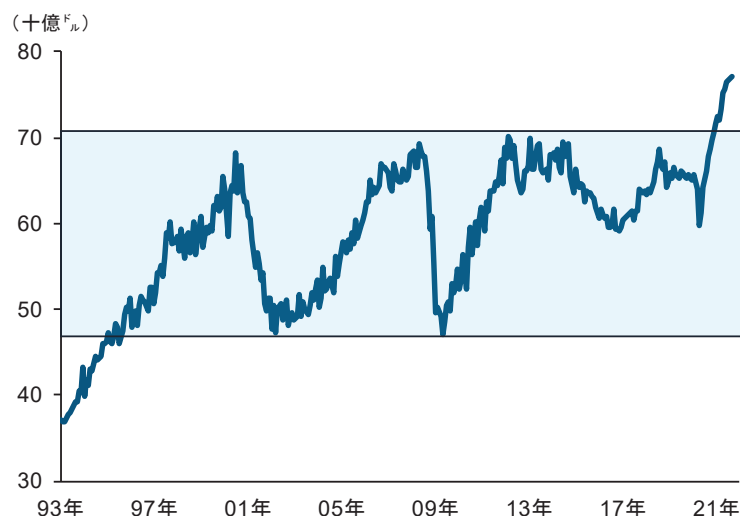
出所：Wind 作成：岡三証券 月次、直近は 2021 年 8 月

米国経済は底堅さ継続

米国経済の回復は 2020 年度上期、2020 年の大統領選以降、回復力が増す「バイデン効果」が生じ、金融財政政策の「高圧経済」での資産効果も後押しとなった。ただし、コロナ感染に伴う消費の減速、半導体不足を中心にした供給制約も加わり 2021 年夏場に向け見通し下方修正が生じた。一方、以下の図表 3 に示されるような資本財投資の回復は続いており、経済の底堅さを保つ状況にある。バイデン政権としては 2022 年秋の中間選挙をまえに、政策面からもインフラ投資を中心に経済面のサポートを続けると考えられる。

以上、2021 年の世界経済の状況は世界第 1 位と第 2 位の米国中国の成長に下方修正が生じたことで、年後半にかけて成長見通しの下方修正が生じた。ただし、以上の動きで成長の腰折れが生じるものではなく、コロナショック以降の回復の流れは継続していると評価される。2022 年に向けてもコロナからの経済正常化の流れのなかで世界的に緩やかな回復のトレンドが続くと展望される。

■図表 3：米国の耐久財受注（航空機を除く非国防資本財）推移



出所：米商務省 作成：岡三証券 1993年1月～2021年8月

2. 2021年の市場動向、資産市場の安定の底上げに

日米ともにコロナショック以前の水準に戻った株式市場

図表 4 は日米の株式市場の推移である。2020 年 2 月のコロナショックで大きな下落が生じたが、その後のグローバルな政策当局の異例な規模での対応から世界的に株式市場はコロナショックの影響を受ける前の水準を取り戻し、米国では史上最高値を更新、日本では一時的に 30 年ぶりの水準になった。2021 年段階で実体経済はコロナショックによるマイナスの影響を取り戻していないなか、ショック以前の水準まで値を戻したのは金融財政政策によるサポートが大きかった。

日本のバブル崩壊やリーマンショックでは、金融の制約から資産価格が大幅に下落したことがグローバル企業に大きな影響を与えた。一方、今回のコロナショックにおいては、資産市場が支えられたことがその後の回復の大きな要因になった。コロナショックでは経済の減速が生じたものの、バランスシート全般への波及を遮断した点が過去と危機との大きな違いとなる。さらに、金融財政のサポートだけでなく、デジタル化の進展や脱炭素に向かう投資の大きな潮流の存在が加わっている。

■図表 4：2020 年以降の日米の株式市場推移



出所：Refinitiv 作成：岡三証券 日足、2019 年末=100 とした指数表示、直近は 2021 年 10 月 22 日

日本では為替の円安が企業収益底上げに寄与

2021年の日本企業の企業業績や株式市場の安定を支えた一因となったのは、為替市場の安定にある。以下の図表5はドル円相場と想定為替レート（製造業、大企業、年度計画）の推移である。2021年10月の日銀短観での企業の想定為替レートは106円台であるが、2021年11月段階の為替水準は114円程度と8円近い円安にあり、その分、輸出企業中心に企業収益改善に向かいやすいサポートがある。

■図表5：ドル円相場と想定為替レート推移



2022年に向け大企業は予想以上の回復も

以上、2021年の市場環境を振り返れば海外経済の底堅さにより日本にとって外需が戻りやすい状況にあった。資産価格が維持されたことから減損不安が薄れ、バランスシート面からも安心感が生じている。2021年10月1日発表の2021年10月の日銀短観の大企業製造業の改善は以上の状況を反映したものと考えられる。

コロナショックに伴い、日本全体としては依然、厳しい業界も存在するなか、世の中の日を意識し大企業製造業を中心とした経営者は「自らは改善」とは言いにくい面もあり、業績見通しは慎重な予想が続くと考えられるが、今後、断続的に業績見通し上方修正が進むと展望される。2021年度上期決算が2021年年末にかけて発表されるが、こうしたバイアスが存在することを念頭に置く必要がある。

2021年度上期の市場を振り返れば、海外経済回復で外需持ち直しに加え国内では資産価格上昇による資産効果で大企業中心に企業に安心感が戻っている。今回のコロナショックは資産デフレが回避され日本全体としてマクロでのバランスシートが痛んでいないだけに、資本の余裕に伴うリスク許容度上昇が大企業やファンドを中心に生じやすく、大企業、なかでも製造業を中心にした回復期待が生じやすく、株式市場の底上げにつながりやすい。

コロナショックでも資産価格の安定が続いたことで、企業や家計の資産価格が安定し、その結果、実質自己資本の上昇がリスク許容度拡大につながる。その結果、企業では新たな投資に、家計では消費拡大に向かいやすい状況にあり、資産価格が経済全体の体温を高めて経済の底上げにつながる可能性があることに注目する必要がある。

3. 2022 年展望、「汽水域」のなか新たな局面に

2022 年は新たな時代の始まりに

2022 年を視野にした展望を以下の図表 6 の 3 点にまとめてみたい。①「汽水域」、二極化継続、②「黄金の 20 年代」再来の起点、③「グローバル政治イヤー」、である。2022 年もコロナショックからの回復は続くが、コロナショックを引き摺りつつ、新たな局面への萌芽が生じる二極化にある。歴史的に振り返れば 100 年前のスペイン風邪のあと、1920 年代に自動車等の発展にけん引されたブーム「黄金の 20 年代」が生じたが、今回もコロナショックを経て「黄金の 20 年代再来」の可能性もある。一方、政治的には主要国で軒並み選挙が予定される不確実性の年である。コロナショックを抱えながら危機が 3 年目になって正常化への道筋が開かれるなか、新たな潮流で世の中が大きな革新に向かう糸口を迎える年である。ただし、政治的な不確実性に留意が必要だろう。

■図表 6：2022 年の 3 つの展望

2022年の3つの展望
①「汽水域」の年：二極化
②「黄金の20年代」再来も：DX期待
③「グローバル政治イヤー」：不確実性

作成：岡三証券

2022 年は「汽水域」、二極化は続く

2022 年の世界的な経済の見通しは、2021 年の回復を受けて安定的な回復が続く年との位置付けである。2022 年を展望し「汽水域」をキーワードとして考えた。「汽水域」とは、海と川の交わるところで海水と淡水が入り混じるエリアを指す。すなわち、2022 年はコロナショックからの回復が続き、新たな成長の萌芽もみられるが、同時に、コロナショックからの行動変容を一定部分引き摺る局面、「二極化」が続く局面と展望される。

コロナショックと二極化の進展

コロナショックは、「face to face」のサービス産業を中心とした「コロナ 7 業種」（飲食、宿泊、娯楽、生活関連、小売り、陸運、医療福祉）中心の中小零細と大企業製造業を中心とした格差が特徴であった。大企業中心の株式市場は回復が続くが、「コロナ 7 業種」を中心とした企業の存在で景気の回復実感は薄い二極化状況は続いていた。2022 年に向け「コロナ 7 業種」のなかでも二極化が進み、小売り・陸運・医療福祉は回復するなか、依然、宿泊・飲食・娯楽・生活関連の苦境は続いている。

一方、筆者は「コロナニューノーマル 7 業種」（電気機器、情報通信、機械器具、非鉄金属、自動車関連、学習教育、不動産活用）とした新たな業種の台頭を議論してきたが、以上の業種を中心にしてコロナ後に向けた新たな産業の萌芽も生じている。今回、2020 年代に向けた脱炭素に向けた大きなパラダイムシフト、DX 化等の大きな潮流が生じていること十分に認識する必要がある。

「異時間のトレードオフ」に留意

コロナショックでは世界的資産価格底上げが経済全体の体温を引き上げ、「資産効果」が大きな役割を果たしてきた。その背景として金融財政政策の高圧経済が後押しする状況にある。2022 年を展望すれば、従来の資産効果を支えた高圧経済からの正常化、出口への対応が「異時間のトレードオフ」（目先は回復しつつも、中長期的視野に立てば正常化による調整リスク）を引き起こすリスクに留意が必要で、拙速な出口対応が引き起こす反動に警戒が必要になる。一部で原油価格中心にした資源価格高騰も含めたインフレ懸念も生じているだけに一層の留意が必要となる。

「黄金の 20 年代」の起点に

コロナショックは約 100 年ぶりのパンデミックとされる。1918 年から生じたスペイン風邪は世界的に流行したが、3 年目の 1920 年以降世界的に終息に向かい、1920 年代は「黄金の 20 年代」とされ、自動車産業を中心とした大量生産時代の到来、世界的な技術革新が経済成長や金融市場の拡大の時代をもたらした。

その約 100 年後に生じたコロナショックも大きな被害をもたらしたが、3 年目の 2022 年以降はワクチン接種の進捗も加わり、終息に向けた動きが生じることも期待される。同時に、足元で生じた DX、脱炭素に向けた動きは、新たな技術革新の潮流の到来を期待させる。2022 年は「黄金の 20 年」再来の起点として期待したい。

「グローバル政治イヤー」

2022 年の特徴は世界的に選挙や重要な政治日程が集る「グローバル政治イヤー」であることだ。図表 7 は 2022 年に予定されている主な政治イベントである。以上 6 か国で世界の GDP の 54%(2020 年)と半分以上を占める。

特に、日米中の 3 カ国については世界的な金融市場に与える影響が大きいだろう。日本では 7 月の参院選、10 月の米国中間選挙、秋に予定の中国の共産党大会、どれもその後の政策フレームワークに大きな影響を与えるものだ。

また、金融政策において 2022 年 2 月にはパウエル FRB 議長、翌年 2023 年 4 月には黒田日銀総裁の任期満了を迎えるだけに、これまでの金融政策と不連続的な動きが生じる可能性があることにも留意が必要だろう。

■図表 7：2022 年の主な政治日程

日程	国	イベント
3月	 韓国	大統領選挙
4月	 フランス	大統領選挙
7月	 日本	第26回参議院議員通常選挙
秋頃	 中国	第20回共産党大会
10月	 ブラジル	大統領選挙
11月	 米国	中間選挙

出所：各種資料 作成：岡三証券

2022 年、「千里を走る」寅年への期待

2022 年、寅年の相場格言は、「寅千里を走る」とした良好なものであり、上昇に向かった助走の年となることを意味するものである。先述のように「黄金の 20 年代」再来の期待もかかる。一方、政治的な不確実性を抱えること、大きな節目にあることからの不連続的な側面にどう備えるかが問われる年になるだろう。

2022 年は「汽水域」、二極化は続くなか大きな潮流に向かうことを期待

コロナショックは、大企業と「コロナ 7 業種」中心に中小零細との格差を一段と拡大させる面をもつ。大企業中心の株式市場は回復が続くが、「コロナ 7 業種」を中心とした企業の存在で景気の回復実感は薄い二極化状況が続くだろう。

以上、2022 年を展望すれば、コロナショックを引き摺りながらもコロナ後の新たな環境も垣間見られる「汽水域」状況が特徴で、資産効果の底上げによる新たな投資が続くと展望される。また、資産価格に支えられた回復だけに、拙速な正常化がもたらす調整には留意が必要になる。以上の政策面からも二面性をもつ「汽水域」が特徴となる。

一方、脱炭素等の動きは 50 年に一度とされる大きな産業革新をもたらす可能性を秘めるだけに、スペイン風邪から 1 世紀を経た「黄金の 20 年代」再来にも期待をかけた。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

米中関係の「改善」を考える

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社
チーフエコノミスト 李 智雄



「米中貿易関係への新たなアプローチ」の中、米中対話再開

米国は「米中貿易関係への新たなアプローチ」の中で「ターゲットを絞った関税除外」のプロセスを開始する。米中関係は経済、技術、基軸通貨、軍事という四つの覇権争いを巡る難しい関係である一方で、貿易依存度は高いという「現実」も抱えている。その中で、中国側の譲歩が行われている可能性もあり、米国側もこれまでの戦略を見直しているという形であると理解している。具体的にはトランプ政権下で決められた第 4 弾の関税の一部は早期に除外される可能性もあるのではないかな。一方でコア技術に関わる規制が緩和される可能性は低いだろう。

米国が「米中貿易関係への新たなアプローチ」を発表

中国への要請は継続しつつも、対話を開始、「ターゲットを絞った関税除外」プロセスも開始

米国通商代表のキャサリン・タイ代表は 10 月 4 日の「米中貿易関係への新たなアプローチ」の中で、米中が新しい関係を模索していくことを強く示唆した。その後も、2021 年内にバイデン大統領と習近平国家主席がビデオ会議を行うことが決定されたり、劉鶴中国国务院副総理が 10 月 26 日午前、イエレン米財務長官とビデオ通話を行ったりと、米中関係に一定の進展がみられている。

キャサリン・タイ氏の 10 月 4 日の「米中貿易関係への新たなアプローチ」と題されたスピーチにおいては、四つの点が説明されている。まず、(1) フェーズ 1 協定の合意に基づく履行状況に対して中国と協議、中国は農業を含む米国の特定の産業に利益をもたらす必要がある。次に (2) ターゲットを絞った関税除外のプロセス (a targeted tariff exclusion process) を開始する。そしてそれは既存の執行体制が米国の経済的利益に最適になるように行う。それから (3) フェーズ 1 協定では対処されなかった中国の国家中心の非市場的な貿易慣行に対して広範な政策上の懸念を北京に提起する。そして最後に (4) 21 世紀の公正な貿易のルールを形成し、市場経済と民主主義国家の競争を促進するために、同盟国との協力を継続する。

重要なのは、米国と中国が貿易交渉を再開する、という点だ。

米中は四つの覇権(経済、技術、基軸通貨、軍事)をめぐる難しい関係だが、互いの経済依存度は高い。その中で、中国側の譲歩(人民元高、米国からの輸入の拡大、国内市場開放)が継続されるならば、米国側の有利になるものに関しては制裁を緩和する可能性が高い、と筆者はかねてから指摘してきたが、それが着実に進んでいることが確認された形である。米国は物価上昇圧力が進んでいるので消費財や、グリーン関連で再生エネルギー関連の財の制裁関税の適用が一部除外される可能性がある、と筆者は考えている。

そこで本稿では米中の直面している課題を再度確認したうえで、米中依存度の高さの確認と、中国側の譲歩とは何かを確認する。その上で、今後予想される動きを考えておきたい。

米中の直面している「課題」: 四つの覇権争い

経済、技術、基軸通貨、軍事を巡る四つの覇権争い

米中関係は現在どうなっているのだろうか。われわれは 2016 年 8 月レポート「保護主義から来る米中貿易の断続的な動きに警戒しておくべきではないか」以来、2018 年 4 月レポート「米中貿易摩擦を考えるための 10 の事実と含意、そして 2 つの仮説」などを通じて、米中関係を四つの覇権争いとして、長期にわたる対立だと論じてきた。

覇権争い(1)「経済」: 経済規模の格差は徐々に縮小してきている

背景にあるのは中国の成長だ。例えばトランプ政権下での中国を振り返ると、2017~2020 年の経済成長率は実質 GDP ベースで年平均+5.42%と米国の+0.96%を 4.46%ポイント上回っている(なお名目ドルベースの成長率はそれぞれ、+7.10%と+2.80%)。

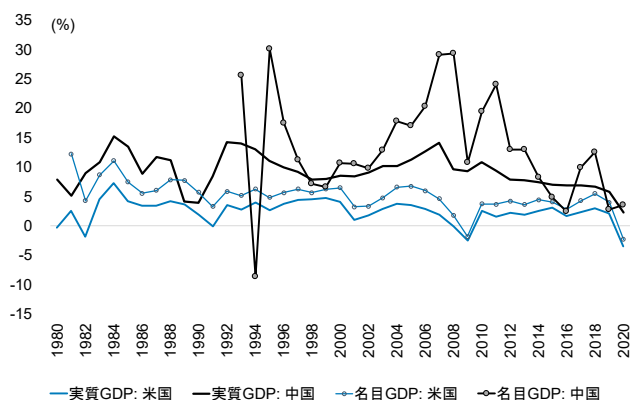
経済規模は、市場の大きさを意味する。市場が大きければ、その市場にて決められた標準が、世界の標準になる可能性が高まる。いわゆる「デファクトスタンダード(事実上の標準)」である。経済規模はその意味でも重要である。

覇権争い(2)「技術」:中国の技術は様々な側面で進歩

技術革新については様々な産業が該当するが、米国が規制を強化せねばならないほど脅威になっているのは間違いないさそう。例えば、2018 年 11 月に米国商務省産業安全保障局が輸出管理改革法(ECRA)に基づき、輸出規制対象 14 の先端産業((1)バイオテクノロジー、(2)人工知能(AI)・機械学習技術、(3)測位技術(Position, Navigation, and Timing)、(4)マイクロプロセッサ技術、(5)先端コンピューティング技術、(6)データ分析技術、(7)量子情報・量子センシング技術、(8)輸送技術、(9)付加製造技術(3D プリンターなど)、(10)ロボット工学、(11)脳コンピュータインターフェース、(12)極超音速、(13)先端材料、(14)先進監視技術)を制定したことはその代表的な動きと考えられる。中国が月や火星に到着したことも一つの例となりそう。

中国の技術発展の速さの裏側で、知的財産権に関する米国側の中国に対する批判は強い。今後も技術覇権をめぐる争いは継続するだろう。

図表 1. 中国と米国の成長率（実質および名目ドル建て）



出所: IMF より MUMSS 作成

図表 2. 米国の規制対象と中国製造 2025

米国商務省産業安全保障局による輸出規制対象14の先端産業	
(1)バイオテクノロジー	(8)輸送技術
(2)人工知能 (AI) ・機械学習技術	(9)付加製造技術 (3Dプリンターなど)
(3)測位技術 (Position, Navigation, and Timing)	(10)ロボット工学
(4)マイクロプロセッサ技術	(11)脳コンピュータインターフェース
(5)先端コンピューティング技術	(12)極超音速
(6)データ分析技術	(13)先端材料
(7)量子情報・量子センシング技術	(14)先進監視技術

「中国製造2025」の十大重点分野

(1) 次世代情報技術 (半導体、次世代通信規格「5G」)	(6) 省エネ・新エネルギー自動車
(2) 高度なデジタル制御の工作機械及びロボット	(7) 電力設備 (大型水力発電、原子力発電)
(3) 航空・宇宙設備 (大型航空機、有人宇宙飛行)	(8) 農業用機械 (大型トラクター)
(4) 海洋エンジニアリング・ハイテク船舶	(9) 新素材 (超電導素材、ナノ素材)
(5) 先進的鉄道設備	(10) バイオ医薬・高性能医療機械

出所: 国务院、米商務省産業安全保障局 (BIS) より MUMSS 作成

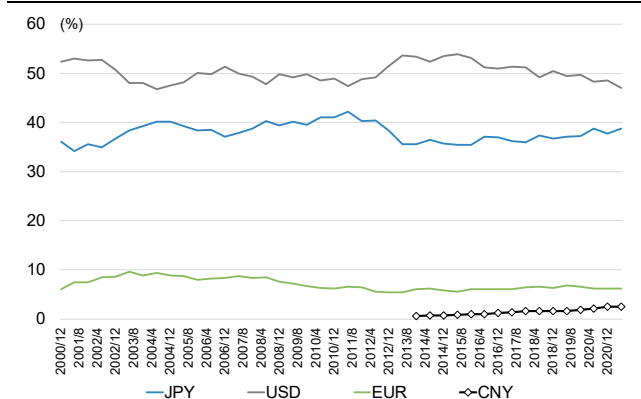
覇権争い(3)「基軸通貨」:人民元の位置付けはどうか

人民元の通貨としての位置づけはどうか。基軸通貨としてはまだまだである。だが、少なくとも日本の輸出企業が取引通貨として用いる人民元の割合は、2013 年下半期の 0.6%から(この時期から人民元が独立して計上されるようになった)、2021 年上半期の 2.5%へと着実に上昇している(税関:貿易取引通貨別比率)。

人民元の国際化にとって重要な要素の一つは、中国の貿易額だ。例えば世界中の国にとって重要な「外貨準備」があるが、「外貨準備」とは他国に対して外貨建て債務の返済が困難になった場合等に使用する準備資産のことであるが、通常は、当該国の輸入の数ヵ月分としてあらわされる。「輸入」は外貨建てで行われることが多いため、その支払いとしての意味合いで用いられている。

そこで中国の貿易額を確認すれば、世界の輸入総額(よって輸出総額と概念としては同値になる)に占める中国の輸入の割合は2020年に11.7%と、米国の13.3%に徐々に近づきつつある。一方で外貨準備に占める人民元の

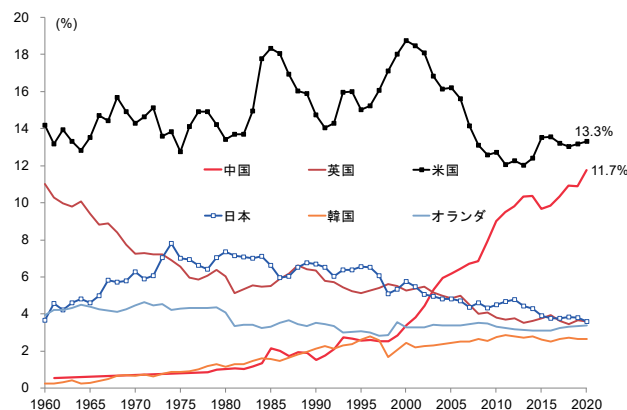
図表 3. 日本：貿易取引通貨別比率の推移（輸出）



出所: 財務省より MUMSS 作成

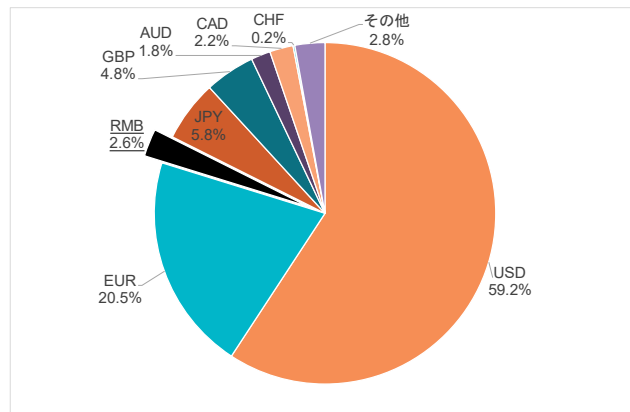
割合は2021年Q2時点で2.6%(未分類含む)と米国ドルの59.2%からは程遠いものの、その割合は徐々に上がってきている(例えば中国人民元分類開始時の2016年Q4は1.08%、新型コロナウイルスの影響前の2019年Q4は1.94%)。つまり、人民元の国際化は、ゆっくりだが着実に進んでいる、とわれわれは判断している。

図表4. 世界の輸入に占める各国の推移



出所: IMF より MUMSS 作成

図表5. 外貨準備に占める各通貨の割合 (2021年Q2)



出所: IMF より MUMSS 作成

覇権争い(4)「軍事」:防衛関連はどうか

国防費については、米国は2017年の6,468億ドルから2020年には7,782億ドルへ上昇したが、中国も同時期に2,104億ドルから2,523億ドルへ上昇している。ドルベースでは為替の影響を受けるため、現地通貨換算後の年平均成長率で比較すると、米国の+6.36%に対して、中国のほうが+6.94%と高い。

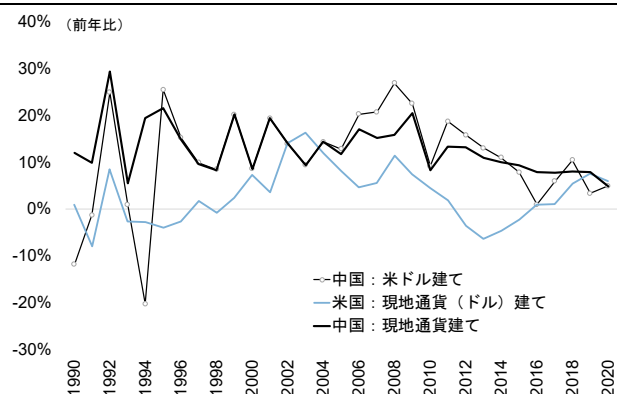
なおグローバル・ファイヤーパワー (Global Firepower) の「軍事力ランキング (Military Strength Ranking)」によれば、中国は2021年に米国、ロシアに次いで3位となっている。米国の1位の座はランキングが始まった2005年以来不動であり、2011年から2位のロシアも同様だ。それでも米国にとって、中国は徐々に脅威度が増している、と言えるのではないかな。

米中の直面している「現実」:高い相互貿易依存関係

だが、米中の経済依存関係は高く、協力関係も模索せねばならない

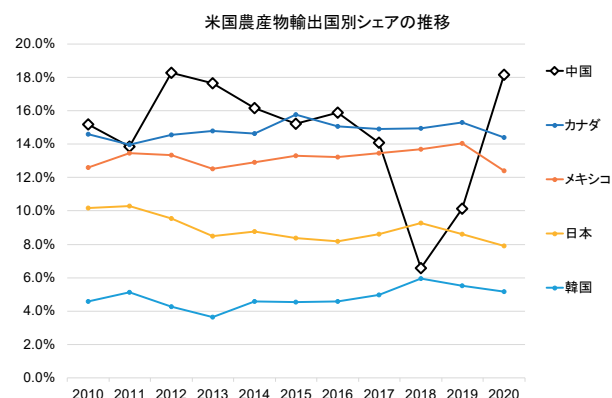
だが対立だけが続くわけではない。なぜならば、米中経済は相互補完関係にもあるからだ。例えば、2020年、米国の農産物輸出の最大相手国は中国となった。

図表6. 国防費増加率 (ドル及び現地通貨ベース)



出所: SIPRI より MUMSS 作成

図表7. 米国農産物輸出の国別推移



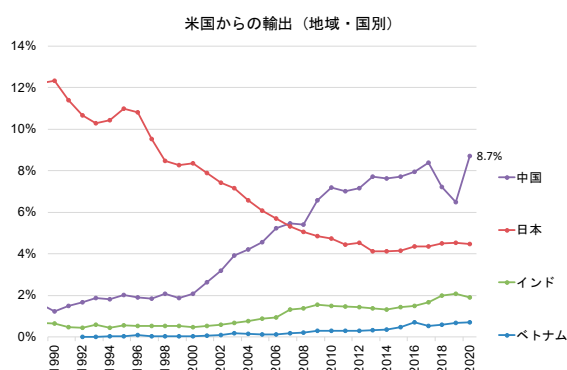
出所: USDA より MUMSS 作成

過去にさかのぼれば、米中では 2018 年 7 月以来、数度に亘る関税強化を経て、貿易関係は悪化してきた。だが 2020 年 1 月、米中合意によって、一部関税が引き下げられると同時に、中国側が米国からの農産物などの輸入を強化することが決定されている。その結果、米国の輸出に占める中国の割合は、2017 年をピークに一旦低下していたものの、2020 年には再び上昇して 8.7%と、過去のピークを更新している。

米国の輸入に占める中国の割合も、輸出ほどではないものの、振れはあれども 2018 年までは上昇傾向、2019 年は一旦低下したものの、再度上昇に転じている。

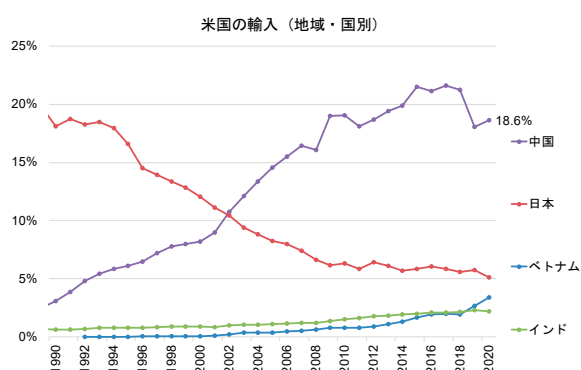
つまり貿易データを見る限り、2020 年の米中関係は、2019 年より貿易依存関係が再び強くなっている。それは何故か。背景には、従来からの米中の相互依存度の高さがあると考えられる。

図表 8. 米国の国別輸出割合



出所: 米センサス局より MUMSS 作成

図表 9. 米国の国別輸入割合



出所: 米センサス局より MUMSS 作成

(1)米国の工場としての中国の重要性は多少下がったものの依然顕著で…

まずは(1)米国の中国への輸入依存度の高さだ。2020 年の米国貿易収支－9,049.4 億ドルのうち、対中国は－3,108.0 億ドルと、その状況はトランプ大統領が政権をとった 2016 年の－3,471 億ドルから少しは減ったものの、依然米国の貿易赤字最大国という状況は大きくは変わっていない。

つまり、「世界の工場」としての中国、その中でも、「米国の工場」としての中国の位置付けは大きく変わっていないように思われる。ただし、フェアに言えば、中国の代替工場として例えばベトナムなどの位置づけが上がってきていることも間違いない。時間をかければ、中国より賃金の低い国が、インフラ環境を整えることで、次なる米国の工場になっていく可能性は高いだろう。

(2)さらに米国の農産物需要者としての中国の重要性は今後も顕著だ

だが米国にはより重要な「中国に依存しているもの」が存在する。それは(2)米国の中国への輸出依存度の高さ、つまり中国需要への依存度である。

米国と国境が接しているカナダ、メキシコに次いで、中国は米国の輸出先第 3 位の国である。2018 年以降の米中関税引き上げによって一旦低下した中国のシェアが、2020 年に再び上昇したことは、先に述べたとおりである。米国にとってのさしあたっての問題は、中国ほど今後も継続して、米国からの輸入を増やすことができる規模の国があるか否かであろう。更に言えば、米国の輸出に占める中国の割合である 8.7%という水準は、過去に日米貿易摩擦を経験した日本のピークである 12.3%(1990 年)から比べても低い。米国からすれば、まだまだ中国は米国製品を輸入できる余力あり、という判断になろう。またその代替となりそうな国も、日本を含め、今後しばらくは期待できそうにない。

米国が対中輸出を増やす一方で、中国からの輸入を積極的に増やさないとすれば、輸出から輸入を引いた貿易収支が改善することが予想される。その結果、貿易赤字は徐々に解消するとは言え、まだ膨大である。その間、米国は中国に対して、米国製品輸入の増加、中国製品輸出の選択的抑制を要請、あるいは様々な規制をかけながら、米国の技術的、経済的優位を維持しようとする可能性は高いだろう。

一方で中国は、少なくとも短期的には米国に対して妥協せざるを得ない。経済力が全体として上がってきた(2020年時点での世界GDPシェアは中国が18%、米国は25%)とはいえ、まだ一人当たりGDPは10,582ドルと、ようやくIMFの言う世界平均(10,953ドル)にほぼ並んだに過ぎない。米国の63,051ドル、日本の39,048ドルと比べてもまだ低い。

中国側が米国に譲歩できるものは何か

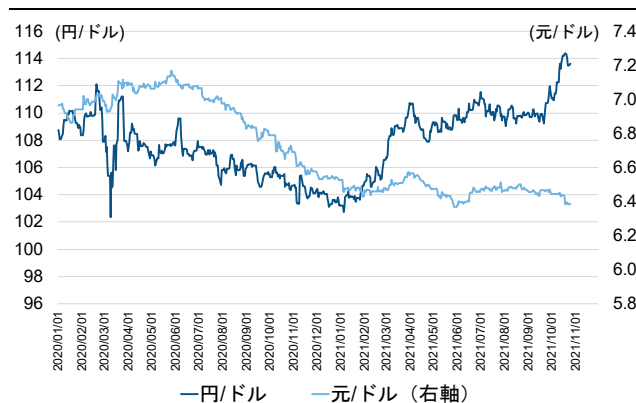
緩やかな元高、米国からの輸入拡大、中国市場の開放拡大であると考え

それでは中国側が米国に譲歩できる部分はどこであろうか。具体的には、(1) 対ドルでの人民元高、(2) 米国からの輸入拡大、(3) 中国市場の開放拡大、であると考えられる。

まずは(1) 人民元の動きだ。対ドルでみて、年初来円安が進んだ日本円とは対照的な動きとなっている。相対的に人民元が強い理由の候補として、例えば貿易収支や金利差などを考えることはできるが、中国の貿易収支の改善ペースが日本のそれと比べて大きく異なるわけではないこと、中国の市中金利(例えばSHIBOR3ヵ月)は低下傾向であったことを考えれば、両者とも人民元の動きを説明するのに十分ではない。その背景に、中国政府の対ドルでの人民元安を大きく許容しないというスタンスがあったのではないかと、筆者は考えている。

また(2) 中国の米国からの輸入は加速している。中国の輸入は2021年1～9月に前年比32.9%増(米ドルベース)であるが、米国からに限れば同43.9%増と強い。フェーズ1協定の履行に向けて、中国側は米国からの輸入を今後も強化していくと考えられる。

図表 10. ドル元、ドル円の推移



出所: Bloomberg より MUMSS 作成

図表 11. 中国の輸入全体、米国からの輸入の推移



注: 2021年は1～9月の累積ベース。

出所: 中国海関総署より MUMSS 作成

また、(3) 中国市場の開放拡大も進んでいるように思われる。例えば、李克強國務院総理は4月14日、米ビジネスリーダーとのオンライン対話に出席。同対話には米中ビジネス協議会(USCBC)メンバーや、多国籍企業20社余りの会長やCEOが参加した。

参加企業を見ると、工業製品、医療機器、半導体などが中国における重点分野であることが示唆されている。李総理の発言のうち、重要なポイントは「中米の経済貿易関係の本質は互惠・ウィンウィン」という部分と「われわれは一段と自ら進んで対外開放を行い、市場化、法治化、国際化されたビジネス環境を築き、『放管服改革』(行政のスリム化と権限委譲、緩和と管理の結合、サービスの最適化)を進め、中国企業と外資系企業を平等に扱い、公正な競争の行われる市場環境を築いていく」という部分かと考えられる。

これは、中国国内市場を積極的に開放していくことで、米中関係の改善を模索していくという動きの一つであると考えている。それは李総理の「米国や世界各国の企業が中国の改革開放と現代化のプロセスに積極的に参加し、互惠・ウィンウィンをより良く実現することを歓迎する」という部分にもよく表れている。そしてこれは日本企業にとって中国市場におけるプレゼンスを更に拡大させる良い機会ともなるのではないかと。

図表 12. 米ビジネスリーダーとのオンライン対話出席企業（4月14日）

セクター	業種	産業サブグループ	企業名	株式コード
工業	工業製品	複合企業	ハネウェルインターナショナル	HON
工業	工業製品	輸送用機器	カミンズ	CMI
工業	工業製品	複合企業	ゼネラル・エレクトリック	GE
工業	工業製品	航空宇宙・防衛	ボーイング	BA
ヘルスケア	ヘルスケア	医療機器・装置	サーモフィッシャーサイエンティフィック	TMO
ヘルスケア	ヘルスケア	医療機器・装置	アボットラボラトリーズ	ABT
ヘルスケア	ヘルスケア	バイオテック・医薬品	ファイザー	PFE
テクノロジー	テクノロジー機器・半導体	通信機器	コーニング	GLW
テクノロジー	テクノロジー機器・半導体	半導体	クアルコム	QCOM
一般消費財	一般消費財製品	自動車	ゼネラル・モーターズ	GM
原材料	原材料	化学工業	エア・プロダクツ・アンド・ケミカルズ	APD
金融	保険	損害保険	チャブ	CB
金融	銀行	総合銀行	JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー	JPM
(その他、判明している出席者)	元アメリカ合衆国財務長官ヘンリー・ポールソン氏(会議主催者)			
	米中貿易促進の民間組織USCBC			
	国際コンサルティング会社Barbara FranklinEnterprisesの社長兼CEO パーバラフランクリン氏			
	政府関係者			

出所: 中国中央人民政府、Bloomberg より MUMSS 作成

今後何が期待できるか

少なくともトランプ政権下で決められた第4弾の関税の一部は早期に除外される可能性もあるのではない

米国側は、ターゲットを絞った関税除外のプロセス(a targeted tariff exclusion process)を開始する、としている。バイデン政権が始まって以来、3月のブリンケン国務長官と中国外交トップの楊共産党政治局員の会談、6月のジャネット・イエレン財務長官や米国通商代表部のキャサリン・タイ代表との電話協議、7月のウェンディ・シャーマン国務副長官の王国務委員兼外交部長との会談、そして9月9日のバイデン大統領と習近平国家主席の電話会談を通じて、入念に練られてきたプロセスの一つであると、筆者は考えている。

早ければ年末までに関税の一部が除外される可能性が高いのではない。例えば第4弾の関税のうち、消費財の関税が除外される可能性が考えられる。米国にとっても、米国の輸入物価を通じた物価上昇圧力を僅かでも緩和できる可能性があるからだ。

またそれに合わせて、中国側でも対米関税を引き下げていく可能性が高い。

図表 13. 米中制裁関税の推移

	米国の対中制裁関税
第1弾 18/7/6	818品目/340億ドル相当 機械、半導体、精密機械、自動車など 追加関税25%
第2弾 18/8/23	284品目/160億ドル相当 電気機器、鉄鋼、プラスチック製品など 追加関税25%
第3弾 18/9/24	5745品目/2000億ドル相当 家具・照明器具、カバンなど 追加関税10%
19/5/10	追加関税10→25%
第4弾パート1 19/9/1	3243品目/1114億ドル相当 スマートウォッチ、デジカメ、薄型TVなど 追加関税15%
第1段階合意 19/12/13	第1段階合意で第4弾パート1の追加関税15→7.5% 555品目(携帯等)/1560億ドル相当の第4弾パート2(12/15)回避
20/1/15	第1段階合意正式署名(20-21年に17年比2000億ドル対米輸入拡大)

出所: 米 USTR、ピーターソン国際経済研究所(PIIE)より、MUMSS 作成

環境関連設備の関税除外の可能性もあるが、中国が輸出競争力を有し過ぎている点は気になる

バイデン政権が協力を呼び掛ける気候変動対応における分野での関税除外の可能性もあるだろう。特に米国通商代表部のタイ代表も言及しているように、米国にグリーンエネルギーの設備が存在していない(タイ代表はソーラーのサプライチェーンの多くが米国には存在していない、と言及している)。だが中長期的には、米国の環境対策が進むほど、環境関連の米国の輸入が中国から増えることで貿易赤字が拡大し、摩擦が進む可能性が高い。よって環境関連財の関税除外は、米国における設備投資の拡大ペースや生産有無などを見ながら柔軟に対処されていく可能性が高いのではないかと考えられる。

結局、米国の政策は「スモールヤード・ハイフェンス」であり、コア技術に関しての規制緩和は期待しがたい

ただし、汎用品を中心に関税が除外される可能性はあるとしても、特に安全保障や国際競争力に影響するコア技術品に対する規制の緩和は考えにくい。筆者は米国の外交政策が「スモールヤード・ハイフェンス」(対象を限定したうえで、徹底的に守る)に変わっていると考えている。

グローバル・スタグフレーション懸念のゆくえ

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

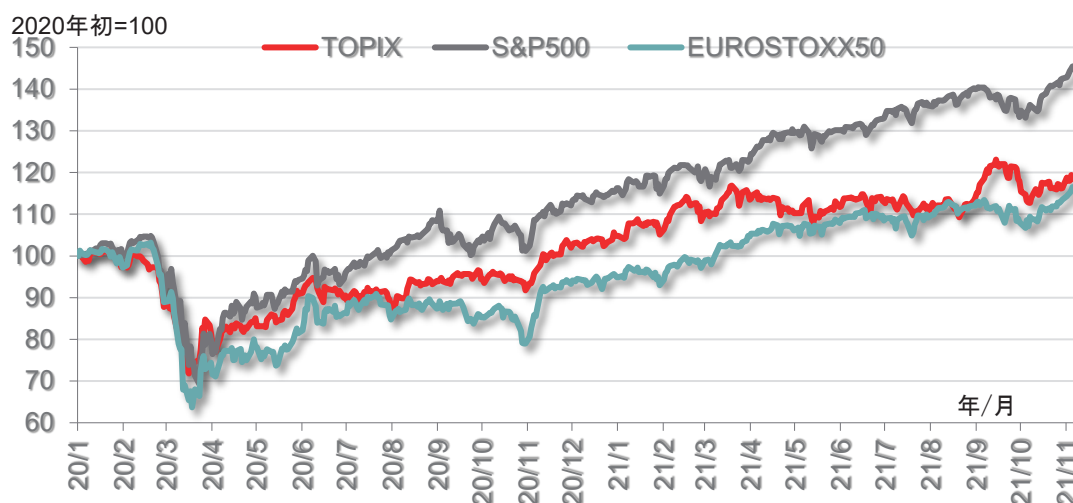


【スタグフレーション懸念に揺らぐグローバル金融市場】

2021年9月以降のグローバル金融市場では、スタグフレーション(高インフレと景気後退の併存)懸念が大ききテーマとなった。真っ先にその懸念が直撃したのは、株式市場であったと言えるだろう。主要先進地域の株式市場は、20年3月に新型コロナウイルス感染症(以下、コロナ、と略)の第一波に見舞われた際、全般に3割を超える大幅な下落を極めて短期間で経験した。しかし、それ以降は、コロナ禍が実体経済活動を抑制し続ける下にあっても、基調的には上昇トレンドを辿ってきた。低迷、落ち込みを続ける実体経済活動との対比から、コロナ禍の下での経済・金融市場の特徴が「K字回復」などと描写される一翼を担ってきたとも言える。

9月以降のグローバルな株式市場の調整は、期間、調整の深さの両面から、こうした上昇トレンドの中にあつて幾度か繰り返されてきた調整局面の中でも深刻度の大きなものであったと考えられる(図表1)。インフレに起因する金利上昇懸念に加えて、世界景気の悪化懸念が同時に発生したことが調整を深刻化したと解釈すると、スタグフレーション懸念の台頭が株式市場の調整の背景であったことになるだろう。

図表1 日米欧の代表的株価指数の推移



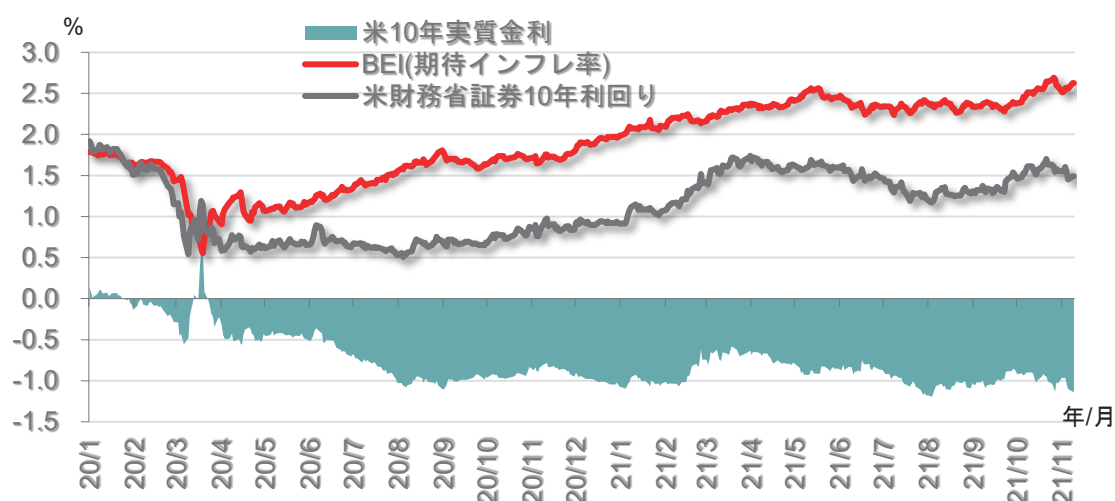
出所: ブルームバーグ資料より野村作成

もちろん、表面的には、コロナ禍からの経済活動再開を背景として、米FRB(連邦準備制度理事会)がはいよいよ金融政策正常化に踏み切るとの思惑や、金融政策正常化の思惑を背景として生じた市場金利上昇が、株式市場の調整を引き起こしたようにもみえる。金利上昇(懸念)を背景とした株式市場の調整は、20年3月以降の株価上昇トレンドの中でも幾度か繰り返されたものであった。何より、金融政策正常化をテーマとした株式市場の調整という点では、2013年5月に生じた、いわゆる「テーパータントラム<テーパリング(FRBによる資産購入減額)を懸念した金融市場の痼癩>」と同類の調整であったとの見方も可能ではある。

しかし、株式市場の調整の直接の引き金を引いたようにみえる市場金利上昇の中身をみると、いささか異なる解釈が可能であると考えられる。

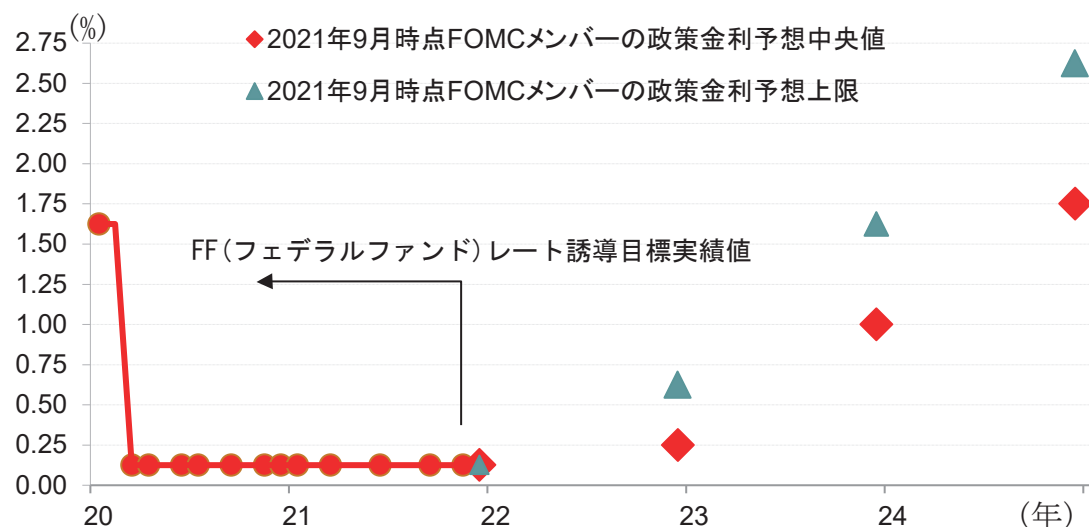
一般的に、金融政策正常化に伴い、政策金利引き上げや資産購入減額に伴う債券需給引き締まりが予想された場合に強く反応するのは実質金利であると考えられる。米国財務省証券 10 年利回りの反応を振り返ると、9 月に入って実質金利の上昇が確認されるのもその証左であろう。しかし、9 月来の市場金利上昇局面において、むしろ目立っていたのは、ブレイクイーブンインフレ率(BEI)で表される市場のインフレ予想の上昇であった(図表 2)。特に、FRB が従来以上に利上げを加速させる見通しを示した 9 月 FOMC(連邦公開市場委員会) (図表 3)以降も、BEI の上昇が持続し、その水準が 2.5%を上回ったことは、機械的に解釈すれば、FRB による金融引き締めにもかかわらず、米国のインフレ率を金融政策目標である 2%程度に抑制しきれない可能性を市場が織り込んだとも言える。

図表 2 米国財務省証券 10 年利回りとその内訳



出所: ブルームバーグ資料より野村作成

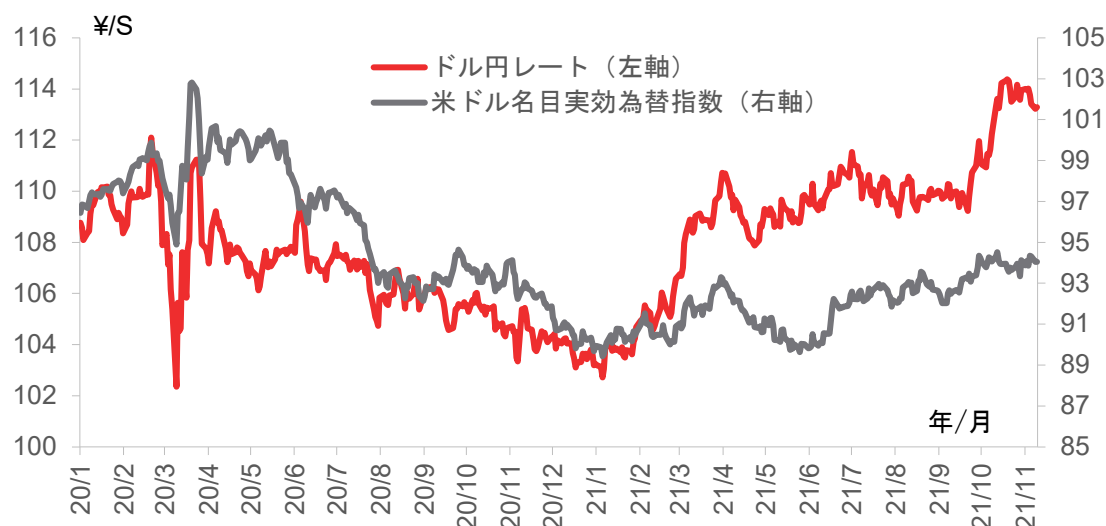
図表 3 FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーの政策金利見通し



出所: 米FRB連邦準備制度理事会資料より野村作成

グローバルなスタグフレーション懸念の下で生じてきた金融市場における特徴的な動きの一つが、米ドル独歩高の傾向である。一般的に、株安局面に代表される「リスク・オフ時」、つまり市場においてリスク回避傾向が強まっている局面では、ドル円レートが下落し円高が生じやすい。ところが、21年9月以降の世界的株安局面においては、むしろドル円レートの上昇、つまり円安化、が加速し、(名目)実効レートベースでも米ドルが大きく上昇する米ドル独歩高の傾向が鮮明となった(図表 4)。

図表 4 米ドル名目実効為替指数とドル円レート



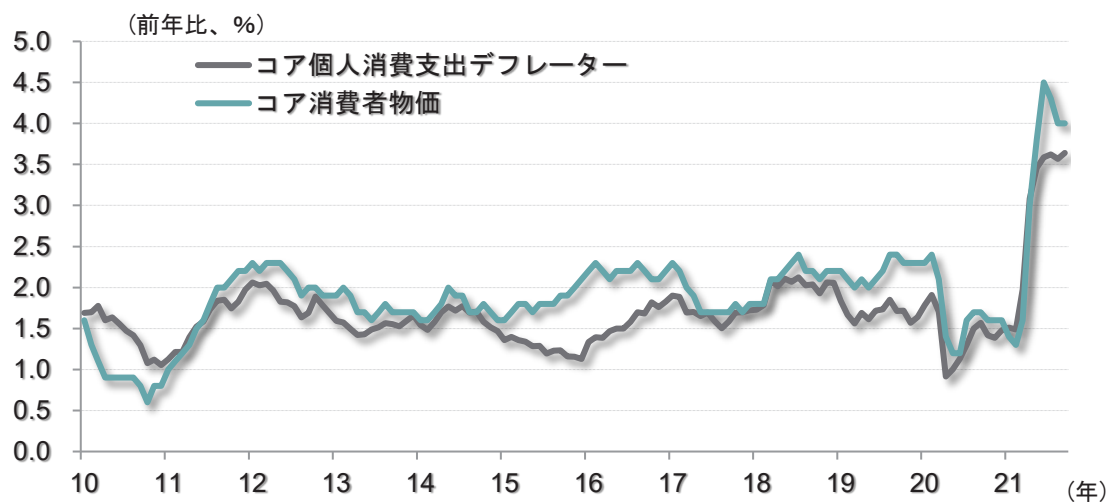
出所:ブルームバーグ資料より野村作成

【市場が懸念したスタグフレーションの正体】

今後の市場環境を考える際、9月以降、グローバル金融市場が懸念を抱き始めたスタグフレーションが、いかなる原因によって生じるものなのかを解明することは重要であると考ええる。一般的な景気循環においても、景気変動に対し物価変動が遅行する点から、景気後退期の初期には高インフレと景気悪化が併存することはありうる。しかし、前述の通り、10年BEIや10年実質金利といった市場における長期の期待形成にも影響を与えている点で、より根深い原因を背景とした、長期的に持続するスタグフレーションが懸念されはじめたとみられる。また、別の角度からみると、経済成長の加速に伴う需給ギャップの改善が物価を押し上げたり、物価上昇による購買力低下が成長を押し下げる、といった景気と物価の相互作用により、景気の悪化、インフレのいずれかが収束していくような自動調整メカニズムの働かない状況で、景気悪化とインフレが持続していくことが懸念されているとも考えられる。

差し当たり、市場が強いインフレ懸念を抱き始めた背景として想定できるのは、当初「一時的」と考えられることの多かった、コロナ禍からの経済活動再開と連動したインフレ加速が予想外に長期化している実態であろう。米国では、21年4月以降のインフレ指標、すなわち消費者物価上昇率や個人消費支出デフレーター上昇率が大きく加速した。これらのうち食品・エネルギーを除くコア指数上昇率は、9月に至るまで、対前年4%前後での推移を続け高止まったままである(図表 5)。インフレ加速が一時的であるとの評価を下してきたFRB幹部の物価に対する見解も時間を追って揺らぎはじめ、それが、金融政策スタンスのタカ派化(金融引き締めへの積極化)を誘発する有力な要因ともなっている。

図表 5 米国主要インフレ指標の推移

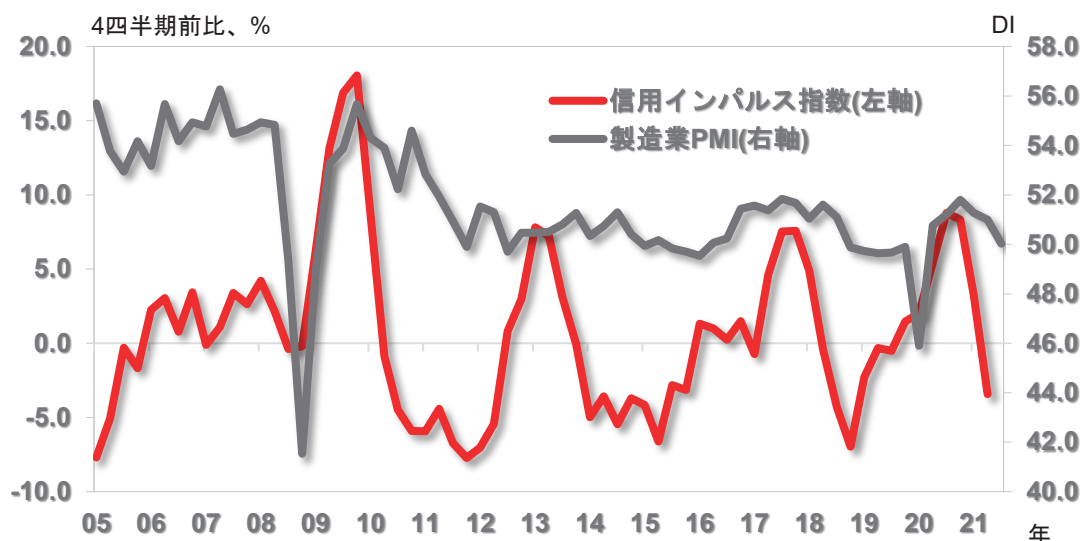


出所: 米国商務省、労働省資料より野村作成

一方、景気悪化の起点として市場が意識しているのは中国経済であるようだ。コロナ禍の制圧にいち早く成功した中国は、経済活動再開においても主要先進地域に一步先行した。しかし、21 年に入って生産活動を中心に経済の減速感が目立ちはじめている。その要因についても、世界的に影響が広がっている半導体不足などの供給制約によるものだけではなく、中国当局が「共同富裕」の掛け声の下で取り組みを強化している所得・資産格差の是正に関連し、さまざまな面で規制・統制を強化する引き締め策の悪影響を受けたものとの解釈も現れはじめている(図表 6)。

以上のように、インフレ加速と景気悪化がそれぞれ独立した要因によって生じはじめているとすると、市場が懸念しはじめたスタグフレーションが長期にわたって持続する可能性が現実化することにもなりかねない。

図表 6 中国製造業 PMI(購買担当者指数)と信用インパルス指数



注: 信用インパルス指数は、社会融資総量など、経済全般の信用量を表す統計から合成された、金融環境の緩和度/引き締め度を表す指数

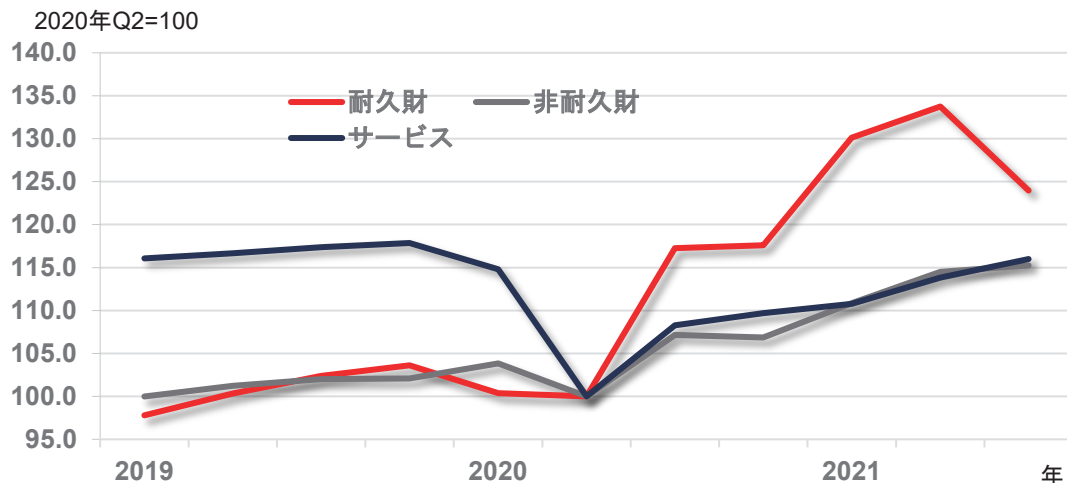
出所: Haver Analytics 資料より野村作成

【スタグフレーション懸念早期解消がメインシナリオ】

野村では、現下市場が根強く懸念するスタグフレーションが現実化しかつ長期化する可能性は低いと考えている。基本的な理由は、インフレ加速と景気減速が従来の市場の想定以上に長引いている主因がコロナ禍の下からその収束過程において持続している部分的な需給ミスマッチ(不整合)を背景とした供給制約にあると考えられるからである。

部分的なミスマッチを背景とした供給制約は、世界経済の多くの地域が感染症収束の下で経済活動を再開するにつれて、需給両面から解消していく性質のものであると考えられる。需要面においては、コロナ禍においてある種の「特需」が生じた耐久消費財の需要増加が一巡し、需要拡大の主体がサービスに移行していくことが想定できる。年初からのワクチン接種進捗で、21年前半に経済活動再開が加速した米国では、消費需要の耐久財からサービスへのシフトが既に鮮明に確認されはじめている(図表 7)。一方、供給面では、上記の需要拡大に対応した一定の生産能力拡大への取り組みが進んだり、感染拡大の影響が残存していた地域における生産停滞の影響が緩和していくことにより、供給不足の解消が進んでいく可能性がある。

図表 7 米国実質民間消費の内訳



出所: 米商務省資料より野村作成

【リスクシナリオー脱炭素化と中国の構造調整】

しかし、前述のような想定に反し、スタグフレーションが長期にわたって継続するリスク要因も皆無ではない。実現確率は低いと考えられるが、リスクシナリオとしては意識され続ける可能性がある。

インフレ長期化のリスクとして、脱炭素化への取り組みの「反動」として、原油、天然ガス、石炭などの化石燃料市況高騰に歯止めがかからないケースがある。現下の化石燃料市況高騰の背景には、脱炭素化で中長期的な需要先細りが視野に入りはじめる一方、新規採掘や掘削設備の更新投資が今後行われなくなることにより、かえって供給不足が深刻化すると懸念が指摘される(図表 8)。

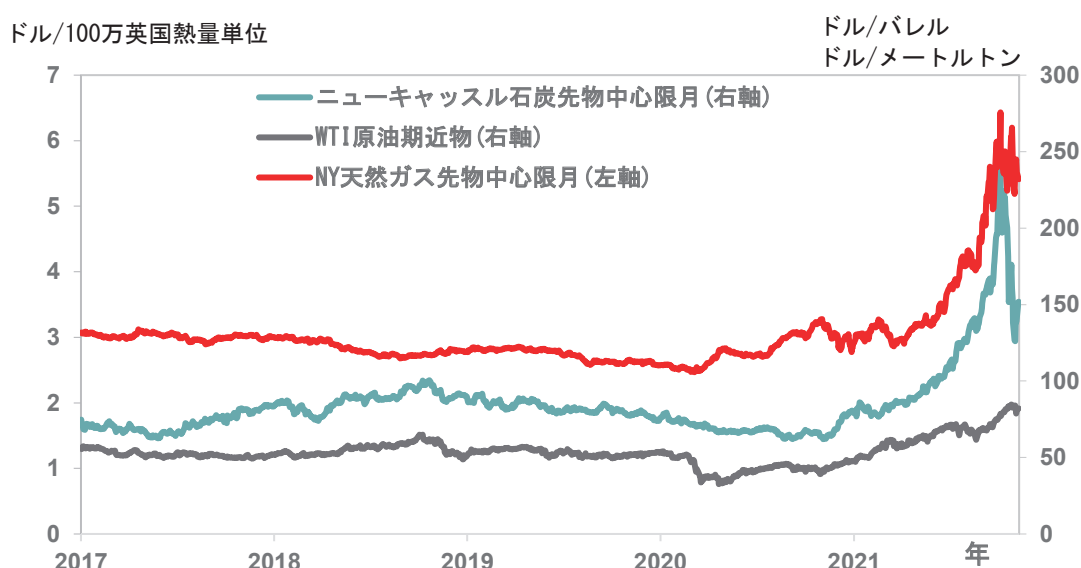
もともと、化石燃料市況高騰に歯止めがかからず、それが世界の实体经济に深刻な影響を及ぼすようであれば、脱炭素化に向けた取り組みにおいて激変緩和措置が打ち出されたり、原子力の活用強化など過渡期のエネルギー需要を賄う代替策が強化されたりといった形で、影響軽減が図られ市況が落ち着きを取り戻すと考えるのが、なお基本シナリオではある。

世界経済悪化の深刻化、長期化の起点としては、中国における「共同富裕」の下での格差是正策の行き

過ぎにより、不動産市況の大きな調整など資産バブル崩壊が生じるリスクが想定される。過去5年程度において、中国では家計部門の債務残高が比較的大きく拡大しており、不動産市況が大幅な調整に至った場合には、家計の需要が抑制されるリスクが蓄積されているとも考えられる(図表9)。都市部の不動産市況高騰に対する一般市民の不満を背景とした「バブル潰し」策が、結果的かつ現実にはバブル崩壊を招来し、その後の長期にわたる経済環境悪化の契機をつくった過去の日本の経験との類似性が指摘されることもある。

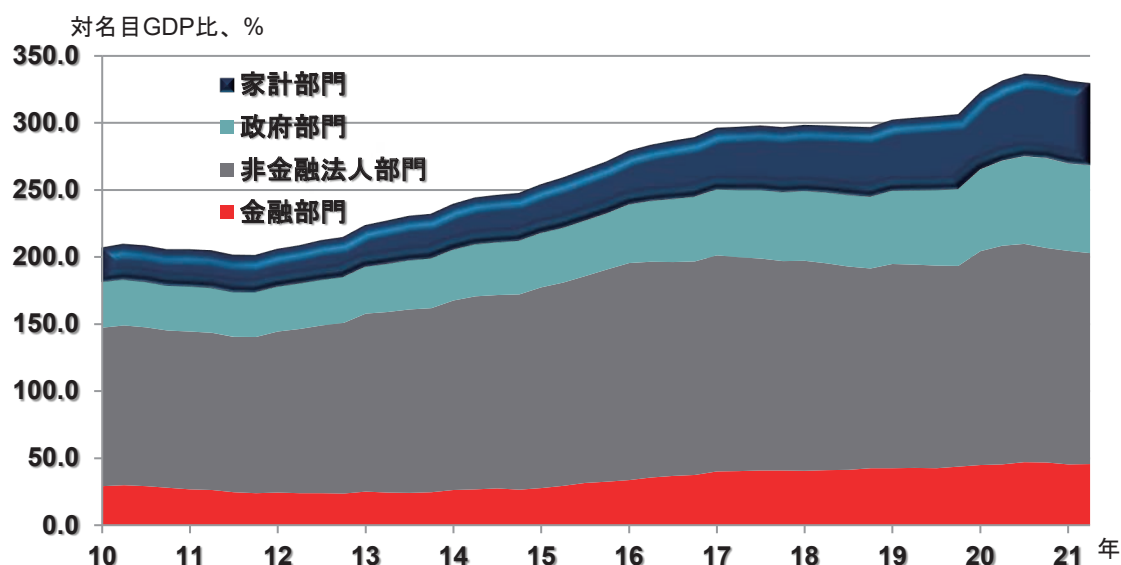
ただし、格差是正の実現以前に、国全体としての経済悪化を招来するのは本末転倒である。また、そうした状況が実現しそうであれば財政、金融政策を活用した回避策を中国当局が講ずる可能性が高い、という点で、現実化する可能性は低いと考えておくのが妥当ではあろう。

図表8 主要化石燃料市況の推移



出所: ブルームバーグ資料より野村作成

図表9 中国の経済部門別債務残高



出所: IIF (国際金融協会) 資料より野村作成

時価の算定に関する会計基準の適用による決算への影響

ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久

はじめに

新たな「時価の算定に関する会計基準」(以下、「時価算定基準」という)が2021年4月1日以降に開始する事業年度の決算(2022年3月期決算以降)から適用されている。「時価」とは一般的にはその時々の市場価格のことを意味している。例えば、時価について一番イメージしやすいのは株式である。株式は購入した段階で価値が固定されることなく、日々市場の動向に合わせて価値が変動しており、株式の価値としては、その日に市場で扱われている株式の価額が時価ということになる。

時価や簿価という言葉は、財務や税務などに携わっている人にとって、資産を評価する際の基準としてよく耳にするものの一つであり、「簿価」は資産を購入した際の価額として、「時価」は現在の市場で取り扱われている価額として、資産評価の基準に用いられている。

本稿では、主に企業が保有する「金融商品の時価」に関する会計処理・開示等を規定する新たな「時価算定基準」の適用がもたらす主な変更点とそれらによる(企業が発表する)決算への影響を整理する。

2 決算(会計処理・開示)への影響

新たな時価算定基準の適用により、金融商品の会計処理・開示に関して、主に次のような変更点が生じる。

(1) 時価の定義

→影響① 1か月平均価格(その他有価証券)を時価としている場合は期末日の時価に変更

(2) 時価の算定方法及びその他の取扱い

→影響② 理論価格を時価としている場合は市場価格へ変更

(3) 市場価格のない株式等の取扱い

→影響③ 市場価格のない株式等を除き時価を把握することが極めて困難な金融商品も時価評価

(4) 開示

→影響④ 時価のレベルごとの内訳等に関する事項の注記を新たに開示

新たな時価算定基準において、現行の金融商品実務指針の「市場価格に基づく価額」と「合理的に算定された価額」から構成される時価から「時価の定義」が変更され、「『時価』とは、算定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われると想定した場合の、当該取引における資産の売却によって受け取る価格又は負債の移転のために支払う価格をいう」(時価算定基準5項)と定義された。この時価を算定する際には、たとえ関連する観察可能なインプットが存在しない場合でも、その状況において入手できる最良の情報をを用いて時価を算定することが求められる。併せて、その他の関連する取扱いも一部変更された。

具体的には、まず、現行基準では、その他有価証券の決算時の時価として、期末前1か月の市場価格の平均に基づいて算定された価額を用いることもできるとされているが、時価算定基準では、時価は算定日における価格としたことから、当該1か月平均価格を時価として用いることは認められなくなった。

但し、その他有価証券の減損判定における著しい下落の判定において、1か月平均価格を継続して用いることは認められる。

次に、時価算定基準では、関連する観察可能なインプットが存在しない場合でも、その状況において入手できる最良の情報を用いて時価を算定することが求められていることから、時価を合理的に測定できない場合は想定されないとして、時価を把握することが極めて困難な有価証券等の取扱いが削除された。現行基準では、時価を把握することが極めて困難な有価証券については、取得原価または債権に準じた価額をもって貸借対照表価額とし、同じく時価を把握することが極めて困難なデリバティブ取引についても取得原価をもって貸借対照表価額としており、また金融資産・金融負債の消滅の認識時の残存部分や新たな資産・負債の時価を合理的に測定できない場合に当該資産・負債の時価をゼロまたは譲渡益が出ない金額としている。時価算定基準の適用により、これらの取扱いが認められなくなった。

更に、時価算定基準の適用対象は、金融商品およびトレーディング目的で保有する棚卸資産であり、これらについては、時価のレベルごとの内訳等に関する事項の注記が新たに求められることになった。

3 会計処理・開示に関する変更内容

(1) 時価の定義(時価算定会計基準第5項、第31項、金融商品会計基準第18項)

ア 時価の定義

- ・「時価」とは、算定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われると想定した場合の当該取引における資産の売却によって受け取る価格又は負債の移転のために支払う価格をいう。

- ・時価は、直接観察可能であるかどうかにかかわらず、算定日における市場参加者間の秩序ある取引が行われると想定した場合の出口価格(資産の売却によって受け取る価格又は負債の移転のために支払う価格)であり、入口価格(交換取引において資産を取得するために支払った価格又は負債を引き受けるために受け取った価格)ではない。

- ・同一の資産又は負債の価格が観察できない場合に用いる評価技法には、関連性のある観察可能なインプットを最大限利用し、観察できないインプットの利用を最小限にする。

イ 期末前1ヶ月の平均価額の削除

- ・時価の定義の変更に伴い、金融商品会計基準におけるその他有価証券の期末の貸借対照表価額に期末前1カ月の市場価格の平均に基づいて算定された価額を用いることができる定めについては、その平均価額が改正された時価の定義を満たさないことから削除されている(但し、その他有価証券の減損を行うか否かの判断については、期末前1カ月の市場価格の平均に基づいて算定された価額を用いることができる取扱いが踏襲されている。なお、この場合であっても、減損損失の算定には期末日の時価を用いることとなる。)

影響① 1か月平均価格(その他有価証券)を時価としている場合は期末日の時価に変更

上記の時価の定義により、その他有価証券の貸借対照表価額が変わりうる。その他有価証券の時価として、1か月平均価格を用いていた場合には、時価算定基準適用後は、純資産が期末日の時価の変動にさらされることになる。

なお、その他有価証券の減損判定において、1か月平均価格を用いて著しい下落を判定することは認められるが、この取扱いは現行の実務を承継するものであり、現行の判定で期末日の時価で著しい下落を判定している場合には、会計方針を変更して1か月平均価格を用いて著しい下落を判定する方法に変更することは認められていないことに留意する必要。

(2) 時価の算定方法(時価算定会計基準第 8 項から第 15 項)及びその他の取扱い(第24項)

ア 時価の算定方法

時価の算定に当たっては、状況に応じて、十分なデータが利用できる評価技法(そのアプローチとして、例えば、マーケット・アプローチやインカム・アプローチ)を用い、評価技法を用いるにあたっては、関連性のある観察可能なインプットを最大限利用し、観察できないインプットの利用を最小限にすることとされている。

時価の算定に用いるインプットは、次の順に優先的に使用することとされている(レベル 1 のインプットが最も優先順位が高く、レベル 3 のインプットが最も優先順位が低い。)。

(ア) レベル 1 のインプット

レベル 1 のインプットとは、時価の算定日において、企業が入手できる活発な市場における同一の資産又は負債に関する相場価格であり調整されていないものをいう。当該価格は、時価の最適な根拠を提供するものであり、当該価格が利用できる場合には、原則として、当該価格を調整せずに時価の算定に使用する。

(イ) レベル 2 のインプット

レベル 2 のインプットとは、資産又は負債について直接又は間接的に観察可能なインプットのうち、レベル 1 のインプット以外のインプットをいう。

(ウ) レベル 3 のインプット

レベル 3 のインプットとは、資産又は負債について観察できないインプットをいう。当該インプットは、関連性のある観察可能なインプットが入手できない場合に用いる。

時価は、その算定において重要な影響を与えるインプットが属するレベルに応じて、レベル 1 の時価、レベル 2 の時価又はレベル 3 の時価に分類するとされている。なお、時価を算定するために異なるレベルに区分される複数のインプットを用いており、これらのインプットに、時価の算定に重要な影響を与えるインプットが複数含まれる場合、これらの重要な影響を与えるインプットが属するレベルのうち、時価の算定における優先順位が最も低いレベルに当該時価を分類するとされている。

負債又は払込資本を増加させる金融商品については、時価の算定日に市場参加者に移転されるものと仮定して、時価を算定するとされている。

負債の時価の算定にあたっては、負債の不履行リスクの影響を反映します。負債の不履行リスクとは、企業が債務を履行しないリスクであり、企業自身の信用リスクに限られるものではなく、また、負債の不履行リスクについては、当該負債の移転の前後で同一であると仮定するとされている。

イ その他の取扱い

時価算定適用指針では、これまで我が国で行われてきた実務等に配慮し、次のその他の取扱いが定められている。

(第三者から入手した相場価格の利用)

取引相手の金融機関、ブローカー、情報ベンダー等、第三者から入手した相場価格が会計基準に従って算定されたものであると判断する場合には、当該価格を時価の算定に用いることができる。

上記の定めにかかわらず、総資産の大部分を金融資産が占め、かつ、総負債の大部分を金融負債及び保険契約から生じる負債が占める企業集団又は企業以外の企業集団又は企業においては、第三者が客観的に信頼性のある者で企業集団又は企業から独立した者であり、公表されているインプットの契約時からの推移と入手した相場価格との

間に明らかな不整合はないと認められる場合で、かつ、レベル 2 の時価に属すると判断される場合には、次のデリバティブ取引については、当該第三者から入手した相場価格を時価とみなすことができる。

- (ア) インプットである金利がその全期間にわたって一般に公表されており観察可能である同一通貨の固定金利と変動金利を交換する金利スワップ（いわゆるプレイン・バニラ・スワップ）
- (イ) インプットである所定の通貨の先物為替相場がその全期間にわたって一般に公表されており観察可能である為替予約

影響② 理論価格を時価としている場合には市場価格へ変更

変動利付国債など、流動性が低下した金融商品の時価が変わりうる。時価算定基準の公表に伴い、実務対応報告 25 号「金融資産の時価の算定に関する実務上の取扱い」（以下、「25 号」という）が廃止される。25 号により、リーマンショック時のように流動性が低下した変動利付国債などについて、市場価格ではなく、理論価格を時価としているものもある。時価算定基準における時価は、市場で成立するであろう価格となることから、市場において流動性ディスカウントを要求するような場合であれば、今後、それも時価に反映しなければならなくなる。

したがって、現状、理論価格を時価としている場合には、市場で観察される価格があれば当該価格（流動性ディスカウント込み）を優先し時価とし、市場で観察される価格がなければ流動性ディスカウントも考慮して時価を算定することとなる。これにより流動性ディスカウント分の純資産が減少するであろう。

(3) 市場価格のない株式等の取扱い（金融商品会計基準第 19 項及び第 81-2 項、金融商品時価開示適用指針第 5 項）

時価算定会計基準において、時価のレベルに関する概念を取り入れ、観察可能なインプットを入手できない場合であっても、入手できる最良の情報に基づく観察できないインプットに基づき時価を算定することとされている。

この時価算定の考え方では、原則として時価を把握することが極めて困難な有価証券は想定されないことから、今般の改正により、金融商品会計基準のもとでも時価を把握することが極めて困難な有価証券が存在すると誤解を生じさせないように、時価を把握することが極めて困難な有価証券の記載が削除されているものと考えられる。

但し、市場価格のない株式等に関しては、何らかの方式により価額の算定が可能としても、それを時価とはしないとする従来の考え方を踏襲し、引き続き、取得原価をもって貸借対照表価額とする取扱いとなっている。

影響③ 市場価格のない株式等を除き時価を把握することが極めて困難な金融商品も時価評価

時価を把握することが極めて困難な有価証券等についても時価の算定が必要となる。当該有価証券等が時価をもって貸借対照表価額とする金融商品の場合（非上場会社の新株予約権や債務保証に準じて処理していたクレジット・デフォルト・オプションなど）、時価の変動が純資産に反映されることになる。

また、当該有価証券等が時価をもって貸借対照表価額とはしない金融商品の場合（ゴルフ会員権や敷金など）、貸借対照表上は時価の変動を反映しないが、時価を注記しなければならない。

なお、市場価格のない株式等については、時価に関する注記が不要となっている。

以上により、これらの金融商品は、貸借対照表もしくは注記において、時価情報が反映されることになる。

(4) 開示(金融商品会計基準第 40-2 項、金融商品時価開示適用指針第 5-2 項、四半期適用指針第 80 項)

ア 開示項目

金融商品時価開示適用指針では、基本的には IFRS 第 13 号の開示項目との整合性を図っており、一部の開示項目についてはコストと便益を考慮して採り入れていないものの、金融商品の時価のレベルごとの内訳等に関する事項として、次の開示項目の注記を求めることとされている。

(ア) 貸借対照表又は注記のみで時価評価する金融商品

⑦ 時価のレベルごとの残高

(イ) 貸借対照表又は注記のみで時価評価するレベル 2 の時価又はレベル 3 の時価の金融商品

① 時価の算定に用いた評価技法及びインプットの説明

⑦ 時価の算定に用いる評価技法又はその適用の変更の旨及びその理由

(ウ) 貸借対照表において時価評価するレベル 3 の時価の金融商品

⑤ 時価の算定に用いた重要な観察できないインプットに関する定量的情報

④ 時価がレベル 3 の時価に区分される金融資産及び金融負債の期首残高から期末残高への調整表(純損益に計上した未実現の評価損益を含む。)

⑦ 企業の評価プロセスの説明

⑤ 重要な観察できないインプットを変化させた場合の時価に対する影響に関する説明

一方で、IFRS 第 13 号では上記に加えて次の注記を求めているが、金融商品時価開示適用指針では、これらの注記は求めないこととされている。

⑦ レベル 1 の時価とレベル 2 の時価との間のすべての振替及びその振替の理由

⑦ レベル 3 の時価について観察できないインプットを合理的に考え得る代替的な仮定に変更した場合の影響

なお、四半期適用指針では、上記⑦のうち貸借対照表において時価評価する金融商品について、企業の事業運営にあたっての重要な項目であり、かつ、前年度末と比較して著しく変動している場合に開示することとされている。

イ 期首残高から期末残高への調整表)

金融商品時価開示適用指針では、上記④の時価がレベル 3 の時価に区分される金融資産及び金融負債の期首残高から期末残高への調整表において、期首残高から期末残高への増減を、次の増減理由に分けて記載することが求められている。

(ア) 当期の損益又はその他の包括利益に計上した額

(イ) 購入、売却、発行及び決済のそれぞれの額

(ウ) レベル 1 の時価又はレベル 2 の時価からレベル 3 の時価への振替額

(エ) レベル 3 の時価からレベル 1 の時価又はレベル 2 の時価への振替額

但し、上記イの購入、売却、発行及び決済のそれぞれの額については、作成コストと便益のバランスの観点から、これらの純額で注記することも認められている。

影響④ 時価のレベルごとの内訳等に関する事項の注記を新たに開示

時価をもって貸借対照表価額とする金融資産・負債、それ以外で金融商品の時価等に関する事項を注記する金融資産・負債について、時価のレベルごとの内訳等に関する事項の注記が求められる。

なお、当該注記は、時価をもって貸借対照表価額とするか否かおよび対象となる金融商品の時価のレベルによって、求められる注記が異なっている。

■時価のレベルごとの内訳等に関する事項の注記

注記事項	BS上時価がBS価額			注記のみ時価を注記		
	L1	L2	L3	L1	L2	L3
時価のレベルごとの合計額	○	○	○	○	○	○
時価の算定に用いた評価技法及びインプットの説明		○	○		○	○
時価の算定に用いた評価技法又はその適用を変更した場合その旨及びその理由		○	○		○	○
時価の算定に用いた重要な観察できないインプットに関する定量的情報（注1）			○			
期首残高から期末残高への調整表、評価損益等			○			
企業の評価プロセスの説明			○			
重要な観察できないインプットを変化させた場合の時価に対する影響に関する説明（注2）			○			

（注1）企業自身が当該インプットを推計していない場合を除く

（注2）インプットを変化させることで著しく時価が変動する場合

4 会計処理・開示等の決算作業への影響

以上の変更を取り込んだ企業における決算作業において、次のような金融商品へのバリュエーションを行う体制の確立・高度化が要求されている。

- (1) 時価の根拠となる情報（インプット）に応じたレベル分類
- (2) マーケットデータに近いインプットを優先的に時価算定に使用
- (3) 第三者から入手した相場価格（時価ベンダーやブローカー提供時価）を利用する場合の検証
- (4) 信用リスク、流動性リスク等の評価調整^注
- (5) ポートフォリオ管理の見直し（の可能性）
- (6) 表示・開示情報の充実

注：評価調整は時価評価の一環であり、インプットから算定されたアウトプットが時価とならない場合などに検討が必要

これらの企業決算への要求に対応するために、決算作業における人材育成や評価マニュアル・システム開発を含めたガバナンス体制が構築されることになる。

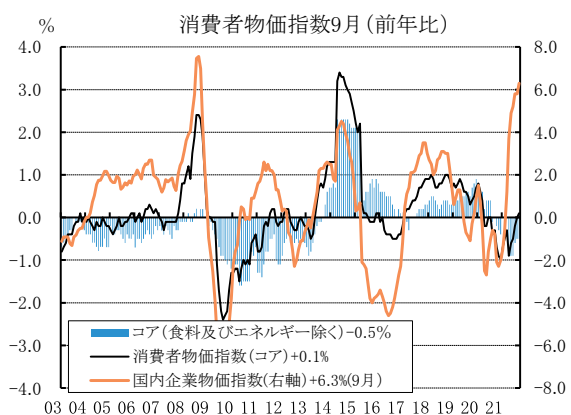
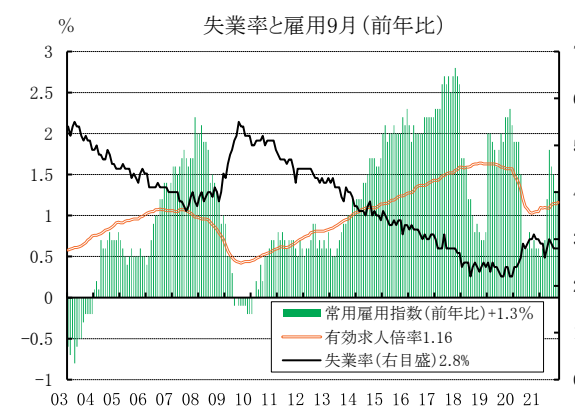
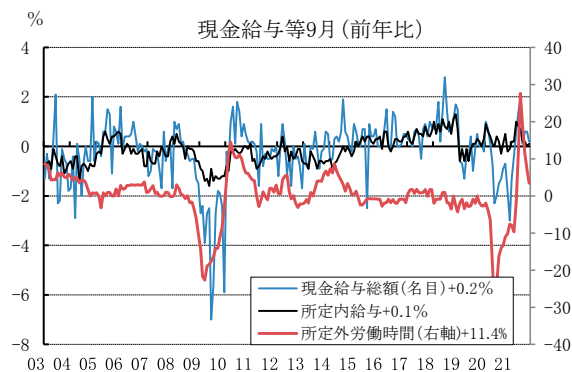
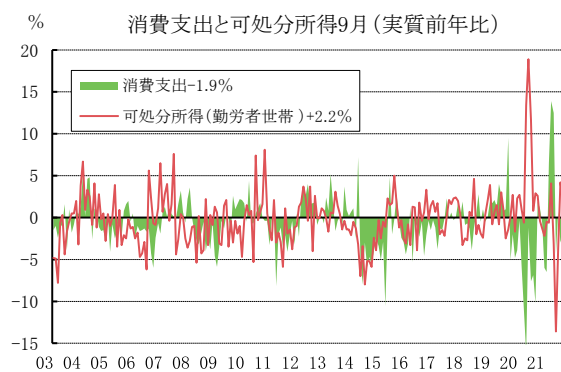
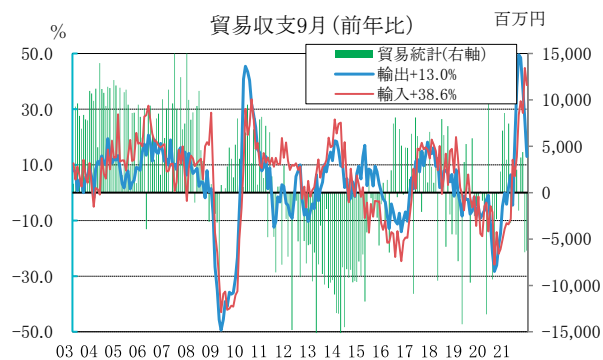
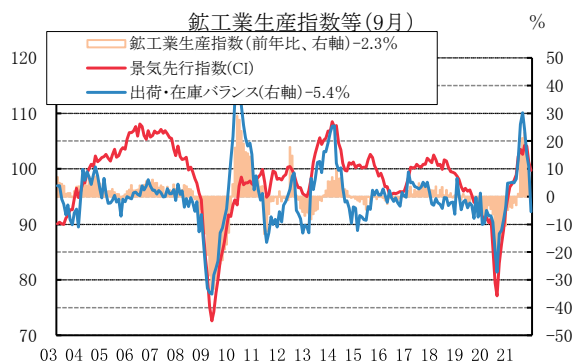
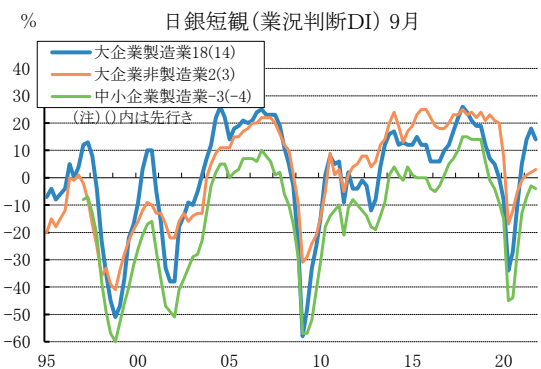
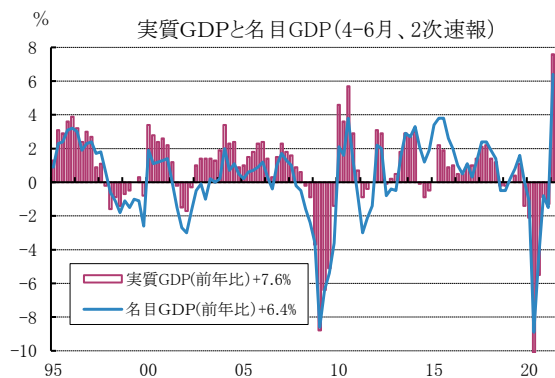
なお、評価調整において、取引相手方の信用リスク等を時価に反映する場合、今後の取引価格の算定にも影響する可能性。

また、開示要求事項への対応が可能な体制の構築も追加的になされる。

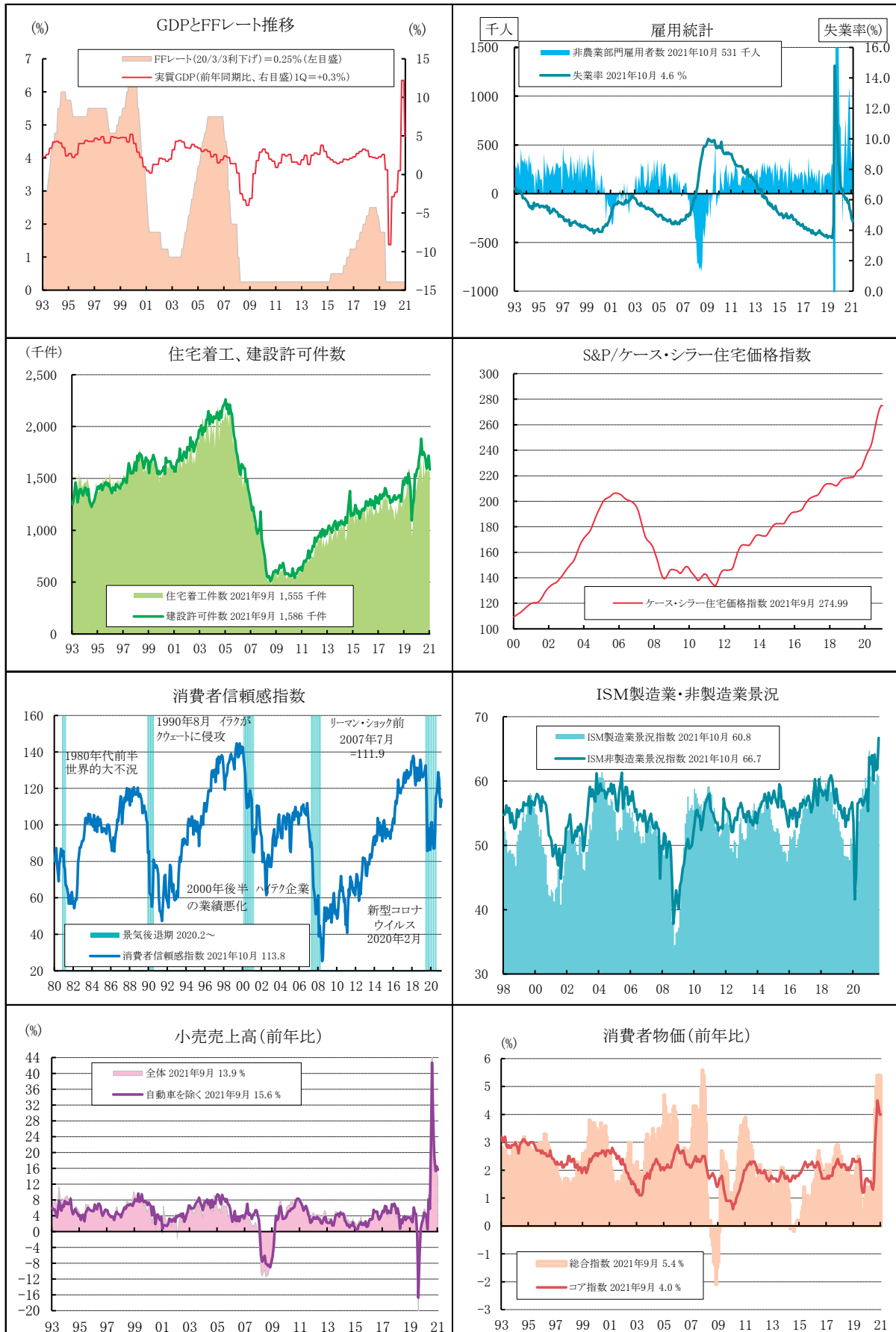
おわりに

以上のように、新しい時価算定基準の適用による会計処理・開示等に関する変更に対応するため企業は保有する金融商品のバリュエーション体制を確立・高度化して決算を発表することになるが、その決算については（特に10月以降に発表される2022年3月期決算の中間決算から）、追加される開示情報により、これまでの貸借対照表等の価額との違いを確認することとしたい。

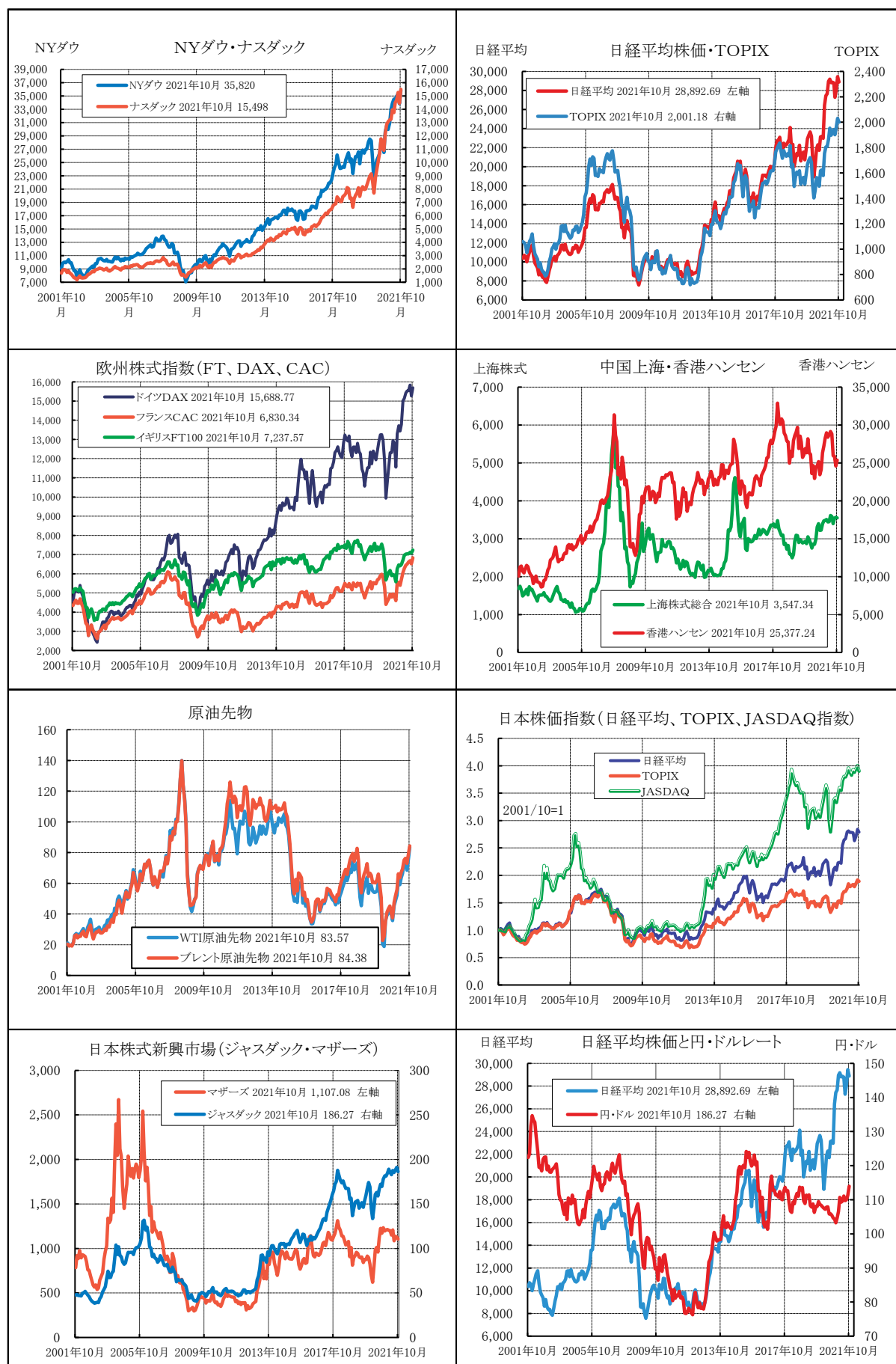
日本 マクロ経済



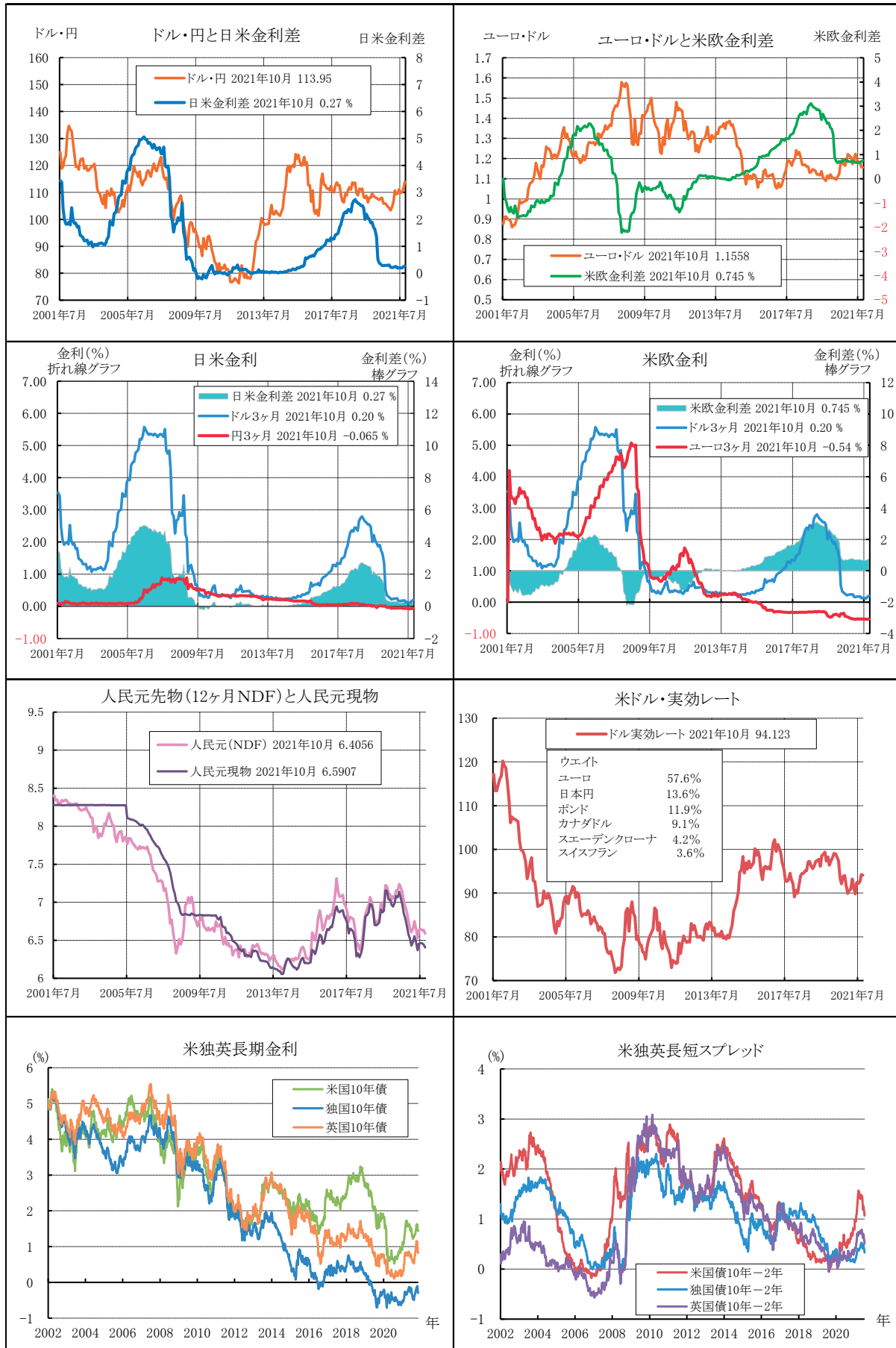
海外 マクロ経済



株式市場



金利・為替市場



ゆうちょ関連データ

ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>単体

(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	売先勘定	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
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	5,545	131,235	19,784	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	9,609	136,942	12,242	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	19,852	138,121	1,750	2,418	10,507	1,991,174
2019年3月	1,809,991	161,435	621,576	4,056	70,963	938,308	12,524	1,125	115,693	24,734	13,882	2,411	9,489	1,976,196
2020年3月	1,830,047	77,123	※793,462	5,089	52,256	900,732	※通常へ合算	1,382	148,556	22,193	16,078	2,301	-	2,019,175
2021年3月	1,895,934	77,123	※915,463	6,125	47,092	834,363	〃	1,388	148,864	15,045	62,773	2,238	-	2,124,854

<貸借対照表(資産の部)>単体

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債 (含短期)	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
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
2019年3月	1,371,352	583,565	63,839	97,957	624,995	39,907	52,974	506,985	118,486	2,089,704
2020年3月	1,351,984	536,361	59,863	99,152	656,575	45,497	49,617	628,641	33,312	2,109,051
2021年3月	1,381,832	504,934	54,938	110,149	711,672	55,475	46,917	722,416	31,835	2,238,475

<損益計算書>連結

(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
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	296,755
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
2018年4月 - 2019年3月	1,845,413	1,357,775	487,638	1,471,434	347,157	1,036,400	87,877	373,978	266,189
2019年4月 - 2020年3月	1,799,544	1,317,832	481,712	1,420,406	346,634	1,019,570	54,202	379,137	273,435
2020年4月 - 2021年3月	1,946,728	1,198,391	748,337	1,552,506	241,154	1,009,358	301,994	394,221	279,529

<有価証券の評価(その他の有価証券+満期保有目的の債券)>単体

(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
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
2019年3月	58,356,567	1,923,234	6,383,964	54,707	9,574,857	109,107	62,851,247	829,600	137,484,544	2,921,775
2020年3月	53,636,112	1,269,740	5,986,349	27,340	9,108,251	50,892	66,019,472	▲ 1,608,708	135,557,167	▲ 260,733
2021年3月	50,493,476	773,478	3,602,553	17,172	9,145,413	43,742	71,558,269	1,809,429	138,571,015	2,645,430

<ポートフォリオの状況>単体

(単位:兆円)

年月	円金利 リスク資産	短期資産	国債・政 府保証証債	リスク性 資産	地方債	社債 等	外国証券 等	貸出金	金銭の 信託 (株式)等	戦略投資 領域	PE ファンド	不動産 ファンド	ヘッジ ファンド	その他
2013年3月				33.0	5.8	5.9	15.7	3.9	1.5					
2014年3月				38.9	5.5	5.9	22.7	3.0	1.6					
2015年3月				49.7	5.5	6.2	32.9	2.7	2.2					
2016年3月				62.9	5.8	6.8	45.4	2.5	2.2					
2017年3月				71.5	6.0	7.7	52.3	2.2	2.5	0.6	0.1	0.0	0.4	0.0
2018年3月	121.5	54.8	66.7	79.0	6.4	7.9	57.9	2.2	2.8	1.6	0.4	0.2	0.8	0.0
2019年3月	116.8	55.3	64.4	81.9	6.3	7.8	60.1	2.2	2.4	2.9	1.2	0.6	0.9	0.0
2020年3月	113.9	57.2	56.7	84.8	5.9	7.5	63.4	2.2	2.2	3.3	1.7	1.0	0.1	0.3
2021年3月	120.9	62.9	54.0	91.1	5.4	7.5	68.2	2.6	2.9	4.3	2.2	1.5	0.0	0.4

< 金銭の信託 > 単体

(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	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
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		16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098			
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282			
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			
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110			
2018年3月	4,162,251	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671			
2019年3月	3,990,780	1,122,266	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792		
2020年3月	4,549,736	813,852	4,317,545	1,859,682	1,419,008	1,038,853	4,311,553	5,991		
2021年3月	5,547,574	1,353,124	3,883,622	2,261,772	1,545,190	1,299,148	5,105,922	189		

< 証券化商品の保有状況 > 単体

(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
2018年3月	12,774	361	492	1	1,318	1	15	0	1,711	81	4,958	▲ 168	21,269	112
2019年3月	13,057	401			1,655	0	12	0	997	▲ 116	11,787	▲ 60	27,511	225
2020年3月	13,597	281			1,739	▲ 2	10	0	385	▲ 93	17,673	▲ 1,219	33,406	▲ 1,033
2021年3月	13,543	190			2,254	0	8	0	549	38	20,363	360	36,720	590

(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。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

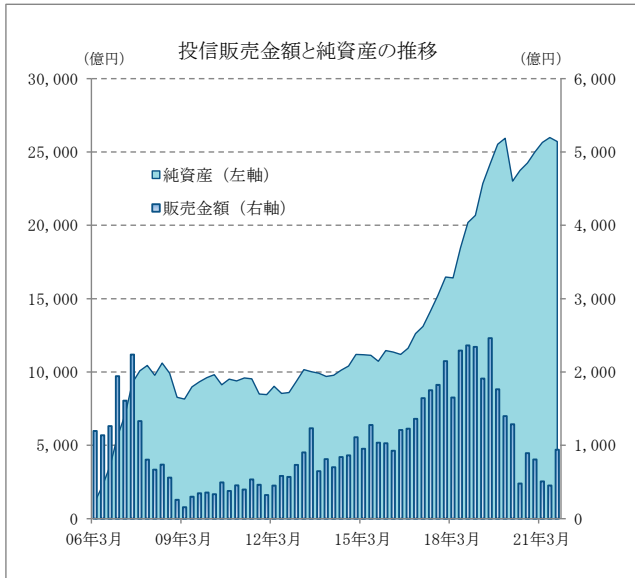
(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (C)	基本的項目 (A)				リスクアセット 等 (D)	自己資本比率 等 (D)			自己資本比率 (C/D)	Tier1比率 (A/D)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	補完的項目 (B) うち、外債引当金		資産(オン・バ ランス)項目	オフ・バランス取 引等項目	OPRを8%で除 して得た額		
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%
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%
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%
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%
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%

年月	コア資本に係る基礎項目						コア資本に係る調整項目	自己資本 額 (A) - (B) = (C)	リスク・アセット等			自己資本比率 単体自己資本 比率 (C) / (D)
	普通株式又は強 制転換条項付債 先株式に係る株 主資本の額	うち、資本金及び 資本剰余金の額	うち、利益剰余金 の額	うち、自己株式 の額	うち、社外流出 予定額	コア資本に係る 基礎項目に算入 される引当金の 合計額			信用リスク・ア セット当の額の合 計	オペレーショ ナル・リスク相当額 の合計額を8% で除して得た額	リスク・アセット 当の額の合計 (D)	
2014年3月	9,404,306	7,796,285	1,702,007	-	▲ 93,987	336	9,404,643	-	9,404,643	13,482,628	3,070,695	16,553,324
2015年3月	8,280,186	7,796,285	1,968,617	▲ 1,299,999	▲ 184,717	315	8,280,501	6,491	8,274,010	18,490,222	3,043,268	21,533,490
2016年3月	8,511,519	7,796,285	2,108,969	▲ 1,299,999	▲ 93,736	277	8,511,796	12,471	8,499,325	29,253,213	2,965,316	32,218,529
2017年3月	8,635,897	7,796,285	2,233,759	▲ 1,300,411	▲ 93,736	267	8,636,164	19,224	8,616,940	35,906,558	2,873,248	38,779,806
2018年3月	8,800,862	7,796,285	2,399,031	▲ 1,300,717	▲ 93,736	278	8,801,141	29,070	8,772,071	47,474,709	2,768,805	50,343,515
2019年3月	8,879,358	7,796,285	2,477,736	▲ 1,300,926	▲ 93,736	243	8,879,601	35,383	8,844,213	53,334,010	2,699,551	56,033,562
2020年3月	8,964,975	7,796,285	2,563,307	▲ 1,300,881	▲ 93,736	258	8,965,233	32,685	8,932,547	54,775,080	2,632,196	57,407,276
2021年3月	9,057,375	7,796,285	2,749,408	▲ 1,300,844	▲ 187,473	280	9,057,656	33,294	9,024,361	55,604,917	2,552,200	58,157,118

< 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年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年度累計	952,000	339,685	644,000	977,638
2014年度累計	1,061,000	377,000	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,164,000	427,085	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,251,000	544,399	749,000	1,310,151
2017年度累計	1,544,000	737,878	874,000	1,642,301
2018年度累計	2,303,000	891,000	1,062,000	2,285,900
2019年度累計	3,170,000	691,400	1,185,000	2,301,700
2020年度累計	3,661,000	262,900	1,215,000	2,565,800
2021年4-6月	1,012,000	45,300	1,217,000	2,598,600
2021年7-9月	2,095,000	94,100	1,220,000	2,570,700
2021年10-12月				
2022年1-3月				
2021年度累計	3,107,000	139,400	1,220,000	2,570,700
累計	28,425,022	6,564,832	1,220,000	2,570,700



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