

ゆうちょ資産研レポート

2012年11月号

ファンダメンタル・アナリシス 1

当面の米国経済を左右するのはFOMCの動きと『財政の崖』の行方

みずほ証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 上野 泰也

マーケット・アウトLOOK (1) 5

今後の長期金利の見通し

東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦

マーケット・アウトLOOK (2) 11

忘れ去られた内需系企業の魅力

モルガン・スタンレー MUFG証券株式会社

日本市場投資戦略 株式ストラテジスト 山田 洋平

資産研コーナー 17

欧州金融危機の行方

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

統計データ集 25

ゆうちょ関連データ 31

当面の米国経済を左右するのはFOMCの動きと『財政の崖』の行方

みずほ証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 上野 泰也

人口動態がすでに「下向き」で、個人消費など内需に大きな期待ができない日本にとって、景気回復の牽引役である輸出の行方を左右する海外経済の動向、中でも中心点にある米国経済の行方は、きわめて重要である。株価や長期金利の世界でも、米国が日本に及ぼす影響には大きなものがある。ここでは、米国の金融政策と財政政策の直近の動向について考えてみたい。

まず、米国の金融政策は、どのような状況だろうか。

10月23、24日に開催された米FOMCは、市場が予想していた通り、金融政策を現状維持とした。FFレート誘導水準と「時間軸」表現、「オープンエンド型」のMBS追加購入、米国債の「ツイストオペ」などは、少なくとも次回12月のFOMCまで継続される。リッチモンド連銀ラッカー総裁が今回もただ1人、反対票を投じた。

FOMC終了後に公表された声明文では、景気全般についての状況判断は「緩やかなペースで拡大」と表現され、9月13日の前回声明文から変更はなかった。労働市場については、「失業率は引き続き高い水準にある」という基本認識にまったく修正はなく、9月の雇用統計における失業率の7.8%への低下には慎重な評価を下した形になった。個人消費の記述は上方修正されたものの、このところ改善が著しい住宅市場についてはあくまでも「沈滞した水準から」の改善だという認識が、前回に続いて表明された。物価については足元の上昇に言及しつつも、基本線としての楽観論が維持された。

図表1 米FOMC声明文の第1段落で示された経済状況認識 9月と10月の比較

	9月13日声明文	10月24日声明文
景気全般	8月のFOMC以降に入手された情報は、経済活動が最近数か月、緩やかなペースで拡大を続けた(has continued to expand at a moderate pace)ことを示している。	9月のFOMC以降に入手された情報は、経済活動が最近数か月、緩やかなペースで拡大を続けた(has continued to expand at a moderate pace)ことを示している。
労働市場	雇用の伸びは緩慢である。そして、失業率は引き続き高い水準にある。	(同左)
個人消費	家計支出は増加を続けた。	家計支出の増加はわずかに加速した。
設備投資	設備投資の伸びは鈍化したようである。	しかし、設備投資の伸びは鈍化した。
住宅	住宅セクターはいくつかのさらなる改善の兆候を見せているが、それは沈滞した水準からである。	(同左)
インフレ率・商品価格・インフレ期待	インフレ率は落ち着いている。しかしながらいくつかの重要な商品の価格が最近上昇した。長期的なインフレ期待は、引き続き安定している。	エネルギー価格の上昇を反映して、インフレ率は最近やや上向いた。長期的なインフレ期待は、引き続き安定している。

出所：米FRB資料よりみずほ証券金融市場調査部作成

FRBは、課されている法的責務の1つである「最大雇用」の達成をできるだけ早めるために強い緩和姿勢を当面とり続けることが予想される。具体的には、年末の「ツイストオペ」終了と、大統領選の終了による政治面からの金融政策運営余地の拡大を背景に、次回12月のFOMCで、筆者の見る

ところでは真の「量的緩和（QE）」である、国債の追加購入が決まる可能性が高い。

ただし、毎月400億ドルのMBS追加購入に加えて、「ツイストオペ」と同規模である毎月450億ドルの国債追加購入を行うとなると、償還分について再投資政策が行われ続けるという前提で言えば、1か月で850億ドル、1年で1兆200億ドル、2年で2兆400億ドルというハイペースで、すでに2兆8,000億ドルを超えているFRBのバランスシートが膨張していくことになってしまう。「出口」がどんどん遠のくことによって市場に不安心理が生じるのは、FRBにとっても望ましくないことだろう。したがって、米国債の追加購入については「オープンエンド型」にする場合でも毎月の購入額をたとえば200億ドルに抑えろとか、「オープンエンド型」にはせずに購入の全体額と期限をあらかじめ決める方式を採用するといった工夫が加えられるのではないかと、筆者はみている。

では、米国の金融政策の関連で、なにか「波乱の芽」はないのだろうか。

14年1月に議長としての任期が満了するバーナンキFRB議長の去就が、大統領選との関連もあり、最近関心を集めた。仮に、量的緩和にきわめて批判的でバーナンキ議長を再任する意向のない共和党のロムニー候補が選挙で勝利していれば、資産買い入れが早い段階で打ち切られたり、超低金利の「時間軸」が短縮したりする可能性を、市場は大きく材料視せざるを得なかった。世論調査の両候補支持率は、投票直前まではほぼ互角だった。しかし結局は、3回の候補者討論会のうち2回で勝利した上に、過半数の選挙人を獲得しようとする上でカギを握る「スイングステート」（激戦州）で優位を保ったオバマ大統領が再選を決めた。バーナンキ議長はオバマ大統領再選の場合も再任を希望しない意向だと、友人の話をもとに米紙ニューヨークタイムズが伝えている。しかし、バーナンキ議長が勇退する場合、イエレンFRB副議長のような現在の緩和路線を継承する人物が後継議長に指名される可能性が高いため、市場の不要な混乱は避けられるだろう。

筆者がむしろ注目しているのは、13年のFOMC投票権メンバーの入れ替えである。

ニューヨーク連銀を除く地区連銀の総裁は、ローテーションで4人ずつ、FOMCの投票権を持つ決まりとなっている。13年に投票権を持つことになる1人は、カンザスシティ連銀のジョージ総裁（女性）である。11年10月に就任した同総裁は、金融政策運営に関する発言がこのところ少ない。

独自の政策論がマスコミで取り上げられる機会が多いセントルイス連銀のブラード総裁も、13年に投票権を持つ1人である。同総裁は9月のFOMCで決まったMBS追加購入には反対姿勢で、自分に投票権があれば反対票を投じていただろうとコメントしている。また、FRBの責務はインフレ抑制（物価安定）だけに絞るべきで、最大雇用の面でFRBにできることは少ないという見解である。ただし、ブラード総裁はすでにマスコミへの露出度が高いので、投票権を持つことによってその発言が急に材料視されるわけでもないだろう。

注意すべきは残る2人、シカゴ連銀のエバンス総裁とボストン連銀のローゼングレン総裁である。ハト派として著名なこの2人は、最大雇用の実現を極力早く実現するために金融緩和を強化すべきだと、常々主張してきた。

特にエバンス総裁は、失業率が7%を下回るまではFRBは超低金利政策を続けるべきで、その間、中期的なインフレ率見通しは+3%までは許容範囲内だという、明らかにインフレ面のグリップを緩めることを許容している考え方の持ち主である。

また、ローゼングレン総裁は9月のFOMCで決定が下されるよりも前、8月上旬の時点で「オープンエンド型」の資産購入増額を主張していたほか、準備預金付利金利（現在0.25%）の段階的な引き下げを主張している。さらに、ボストン連銀は自然失業率を5～6%台のうち下の方とみており、他の地区連銀よりも低いことに、同総裁は言及している。

これら2人の主張が従来以上に注目されやすくなる結果、FRBは最大雇用実現に注力するあまり物価への目配りがおろそかになるのではないかと、インフレ目標である2%よりも高いインフレ率を許容するのではないかという思惑や警戒感が市場で広がりやすくなり、米国債イールドカーブのベアス

ティープ化や株価上昇の材料になる場面が出てくるのではないかと、筆者は予想している。

次に、米国の財政政策だが、ホット・トピックは何と言っても、米国の財政政策が年明けから断層的に緊縮方向に動いて景気が腰折れするリスク、いわゆる「財政の崖」の問題である。この問題で、一般にはあまり知られていないが注意しておくべきいくつかの重要な点が、著名ジャーナリストであるデヴィッド・ウェッセル氏が米紙ウォールストリートジャーナルに寄稿したコラム（9月27日 アジア版に掲載）に含まれていた。他のさまざまな情報も加味しつつ、この問題を見ていく上で重要なポイントを筆者なりに5つに整理すると、以下のようになる。

(1) 「ブッシュ減税」延長問題などで民主・共和両党による合意が年内に成立しない場合でも、1月1日にいきなり米国経済が腰折れするわけではないこと

～ まず、3月末まではシャットダウン（連邦政府機関の閉鎖）が起こらない見通し。民主、共和両党の指導部は7月31日、13会計年度（12年10月～13年9月）のうち最初の半年程度について1兆0,470億ドル規模の暫定予算を策定することで合意している。

～ さらに、政府は強制削減する歳出の年内における配分や、所得税の源泉徴収の変更について、かなり柔軟な対応を行うことができる。要するに、議会で妥協が成立するまでの間、歳出削減をマイルドなものにとどめたり、給与所得から源泉徴収する税率を据え置いたりして、経済に急激なショックが加わらないよう配慮することが可能である。1～2か月はそうした対処によって経済に大きな打撃を生じさせないでおくことが可能だとする元予算官僚トップのコメントが、上記コラムの中で引用されている。

(2) 「ブッシュ減税」延長問題で年内に合意が成立せず、失効する場合でも、年明け後1～2か月以内に妥協が成立し、年初に遡って減税の大部分が延長される可能性があること

～ (1) のような柔軟な対処で時間を稼いでいる間に、新しい議会で両党の妥協が成立し、（少なくとも中間所得層以下の部分について）「ブッシュ減税」延長が合意された場合、年初に遡って減税を適用することが可能である。クリントン政権でCEA委員長や国家経済会議議長を務め、現在はカリフォルニア大学バークレー校教授で、雇用に関しオバマ大統領に助言するメンバーの1人でもあるローラ・タイソン氏は9月19日、ブルームバーグのインタビューで、「ブッシュ減税」の失効が「現時点で主流のシナリオだ」と述べた上で、減税をその後復活させて13年初めに遡って適用することが可能であり、失効することで議会における予算合意がむしろ強く促されるという見方を示した。

(3) 大統領選および議会選で共和党の退潮が明らかになり、「財政の崖」の問題で妥協が成立する余地が拡大したこと

～ 11月6日に米大統領選とあわせて実施された上下両院議員選の結果、上院を民主党、下院を共和党が支配している従来の構図には変わりがなかった。しかし、共和党はこれで大統領選に2連敗。下院では過半数を維持したものの、目指していた上院での過半数奪回には失敗し、逆に議席を減らした。茶会党系の大物候補者が上院選で落選したことも重要な意味を持ちそうである。バイナー下院議長ら共和党幹部は、富裕層の税率引き上げには強い反対姿勢を維持しつつも、税の不公正な「抜け穴」をふさいだり、不必要な控除を圧縮することなどを通じた増税には賛意を示す姿勢に変わってきている。

(4) 株価が大幅に下落して米国民の間に不安心理が増大するなど、市場の側が「財政の崖」問題の早期決着を促すかどうかも見逃せないポイントであり、この問題がたとえばクリスマス前に決着するかどうかのカギを握っていること

～ 政治サイドは上記のように、年明け後1～2か月程度の猶予期間も視野に入れた上で「財政の崖」回避に向けた合意を模索していく構えである。しかし、マーケットがそうした悠長な対応を

許さない可能性もある。たとえば「財政の崖」回避に向けた動きが、大統領選・両院議員選が終了して12月に入っても鈍いままで、景気腰折れリスクを嫌気して株価が急落したり、世論の強い批判につながったりする場合は、クリスマス前の「財政の崖」合意に追い込まれるのではないかと、ウェッセル氏はコラムの中で示唆している。

(5) 米国の大企業は足元で設備投資や雇用を手控えている模様だが、「財政の崖」問題が決着すれば、そうした手控えの反動による設備投資や雇用の増加が、多かれ少なかれ見込まれること

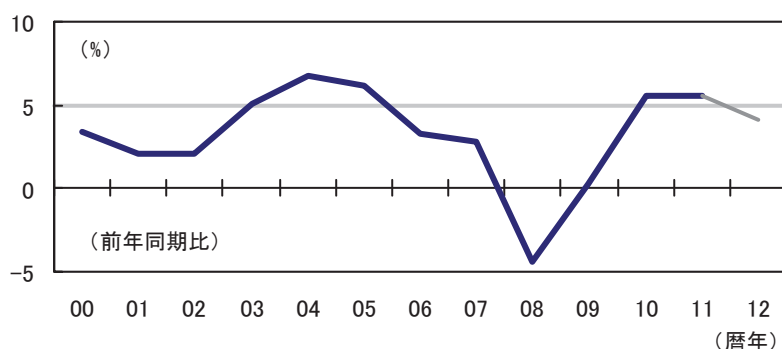
～ ビジネスラウンドテーブルの7-9月期調査によると、グローバル展開している大企業のCEOの景況感が悪化しており、その背景には欧州債務危機や中国景気減速といった海外マターに加え、米国内の「財政の崖」問題にまつわる不透明感がある。海外の「霧」が早期に完全に晴れるのは難しいが、国内の最大のリスク要因が紆余曲折を経つつも解消されれば、それまで手控えられていた設備投資や雇用案件が、前向きな方向にある程度動き出すことが予想される。

なお、「財政の崖」を構成するいくつかの財政緊縮要因のうち、年末で期限が切れる給与税（社会保障税）の減税措置（13年も継続の場合950億ドル規模）については、このまま期限切れになるだろうという見方が優勢である。共和党は、社会保障プログラムの財源である給与税の減税のさらなる延長には反対姿勢。民主党の側でも、「プッシュ減税」延長問題に関心が集中しているほか、給与税減税が失効しても米景気はもちこたえられるという見方が出ている中で、給与税減税をさらに延長しようとする熱意が見られず、ペロシ下院議長は同減税について失効すべきだと発言した（9月30日 ニューヨークタイムズ）。給与税減税の終了によって米国の個人消費が年明けに可処分所得の面から下押し圧力を受けることは、覚悟せざるを得ないようである。

全米小売業協会（NRF）は10月2日、今年のホリデーシーズン（11月・12月とNRFは定義しており、11月下旬からの通常のクリスマス商戦よりも期間が長い）の小売売上高の予想について、5,861億ドル（前年同期比+4.1%）と発表した。10年および11年実績の同+5.6%よりも低い予想だが、株高を背景とする資産効果や消費マインドの改善から、実績はこの予想を上回る可能性がある。

さらに、すでに述べたように、12月11～12日の米FOMCでは、年末で終了する「ツイストオペ」後の措置として、年明けからの国債追加購入が決まる公算が大きい（「量」の追加が前面に出るという意味で、本当の「QE3」になると言える）。その時まで「財政の崖」問題が決着していない場合でも、FOMCによる追加緩和は、「財政の崖」への警戒感に対してカウンターで効いてくる、米国株や消費動向にとっての好材料である。結局のところ、ホリデーシーズンの小売売上高は、上記のNRF予想よりも上振れるのではないかと筆者はみている。ただし、そうなる場合には、給与税減税の終了がのしかかる中で、個人消費の停滞が年明け後の市場で意識される場面が出てきやすいことにも、注意が必要になる。

図表2 米国のホリデーシーズン（11～12月）の小売売上高



注: 12 年は NRF による予想値
出所: 米 NRF

マーケット・アウトlook (1)

今後の長期金利の見通し

東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦

1. 今後の長期金利を見通す際のポイント

今後の長期金利の行方を占う。まずは、その際のポイントを挙げる。

基本的に長期金利は期待成長率とリスク・プレミアムで決定される。したがって、国内景気動向は何よりも重要である。もちろん、我が国経済の外需依存が強まっているため、海外経済、特に米国経済の見通しもやはり重要になる。加えて、日米長期金利の連動性は極めて高い。その面でも米国経済の影響は大きいと言える。

リスク・プレミアムに関し、現状、インフレ・リスク・プレミアムはあまり懸念する必要性はないだろう。ただ、それには日銀の金融政策が影響する。加えて、短期金利は長期金利の発射台である。したがって、金融政策の行方を占わなくてはならない。そして、絶えず、市場で不安視されるのが、財政悪化に伴うリスク・プレミアムの拡大である。これに関し、我が国の財政状態が悪化を続けているのは事実だが、世界的視点では、欧州の財政問題の方が大きい。その欧州問題の位置付けを明確にする必要もある。

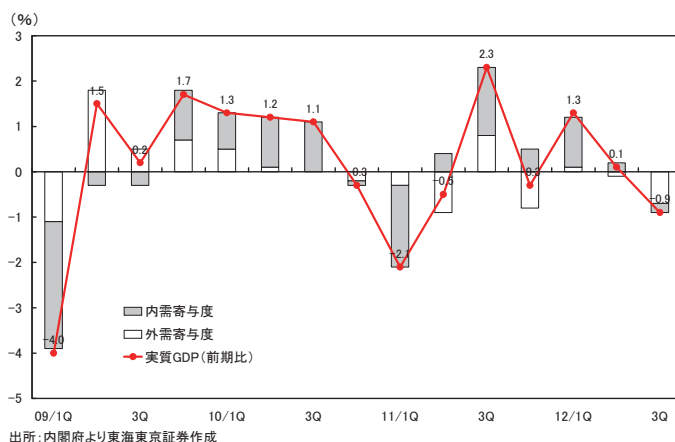
以上をおおまかなポイントに、順不同となるが、考察していきたい。

2. 国内経済

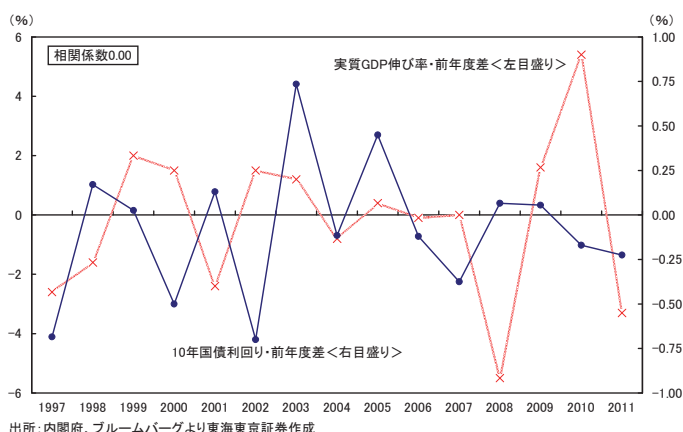
11月12日、7～9月期のGDP（1次速報）が発表された。それによれば、実質GDPは前期比0.9%減、年率換算では3.5%減となった（図表1）。昨年10～12月期以来、三四半期振りのマイナス成長である。中国など海外景気の減速に加え、エコカー補助金の終了などが背景だった。さらに、10月以降、日中関係の緊迫化の影響が加わり、10～12月期もマイナス成長の可能性が高そうである。国内景気は後退期に入ったと見られる。

国内経済の悪化は長期金利の低下要因である。しかし、市場が十分に織り込んでいけば、その限りではない。図表2は長期金利の前年度差と実質GDPの前年度差の関係である。「景気が回復すれば金利が上がる。景気が悪化すれば金利が下がる」という教科書的説明が成り立つなら、両者は、「どちらもプラス、どちらもマイナス」という正の相関関係にあるはずだ。しかし、図表からはそのような関係は認められない。実際、両者の相関係数を計算すると、図中にあるとおりゼロになる。

図表1 実質GDP



図表2 長期金利と実質GDPの関係



今年度を例にとって考えよう。図表3はESPフォーキャスト調査（日本経済研究センター）における、民間エコノミストによる実質GDP予測総平均の推移である。昨年度の実質GDPの伸びはゼロだった。それに対してエコノミストの今年度の予想は切り下がった直近でも1.16%増とプラスである。しかし、昨年度より成長率が上がるからと言って、長期金利も上昇すると考える市場関係者は皆無に等しいだろう。ちなみに、昨年度末、3月30日の10年国債利回りは0.985%だった。もう一度、図表3を見てみよう。昨年度末に最も近い予想時点が4月調査である。その時の今年度の実質GDP予測は2.07%だった。すなわち、金利が0.985%の時に市場が織り込んでいた成長率が2.07%だったことになる。その成長率見通しが切り下がったのだから、現在、10年国債利回りが0.985%を下回っているのは自然と言える。したがって、今年度を考えた場合、直近の実質GDPの予想である1.16%増を最終的に上回るのか下回るのかが長期金利の行方を占う際、重要になってくる。

そして、来年度の実質GDPの予測総平均は現在1.40%増である（図表3）。これは今年度の予測と大差ない。もちろん、前述の解説に従えば、前年度との伸びの単純比較は禁物である。しかし、国内景気の低空飛行が続けば、長期金利の低位安定に寄与すると考えるのが妥当だ。

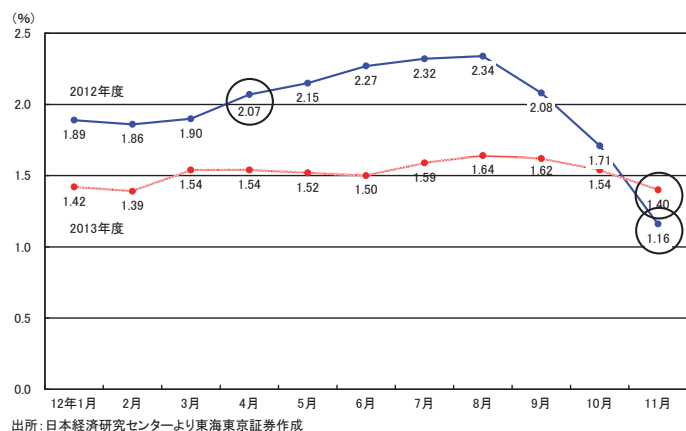
3. 米国経済

好調だった前年末のクリスマス商戦などを映し、昨年も今年も年初の米国経済の見通しはかなり楽観的だった。しかし、実際は景気回復の足取りが重く、米連邦準備理事会（FRB）は9月13日、量的緩和の第三弾（QE3）に踏み切った。住宅ローン担保証券（MBS）を毎月400億ドル、時期を定めずに購入している。また、労働市場の見通しが大幅に改善しなければ、MBSの購入を続け、追加の資産購入や他の政策手段も講じるとしており、今後の緩和拡大の公算も大きそうである。

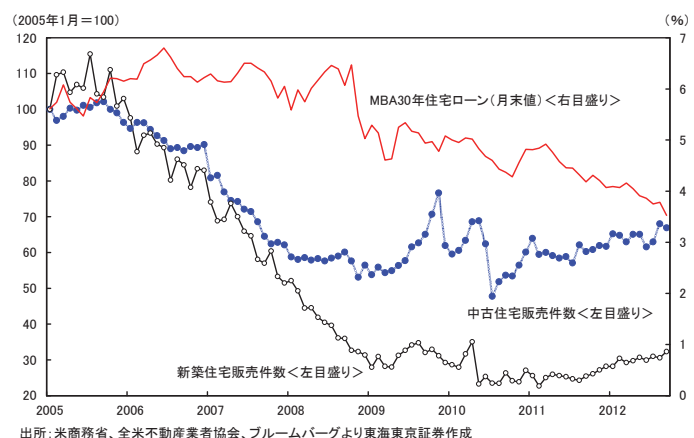
リーマン・ショックはサブプライムローン市場の崩壊に端を発したと考えれば、住宅市場の回復は景気回復の必要条件と言える。第二次世界大戦後、リーマン・ショックに至るまで米国の住宅価格が持続的に下落したことはなかった。FRBは長期金利、住宅ローン金利を低位安定させることで住宅市場の回復を促そうとしている。実際、低金利の恩恵を受け、住宅販売は中古を中心に伸びてきている（図表4）。

しかし、経済の足取り確認する上において、住宅部門で重視すべきは価格動向と理解している。住宅投資はGDPのわずか2.5%程度の需要項目に過ぎない。その回復は景気回復の必要条件であっても、十分条件ではあるまい。一方、住宅価格の持続的上昇は金融機関のバランスシート（B/S）調整の進展を示す。たとえば、彼らが差し押さえた担保物件が市場に出て消化される状況を意味するからだ。確かに、住宅価格にも上昇の気配がある。しかし、S&P/ケース・シラーコ

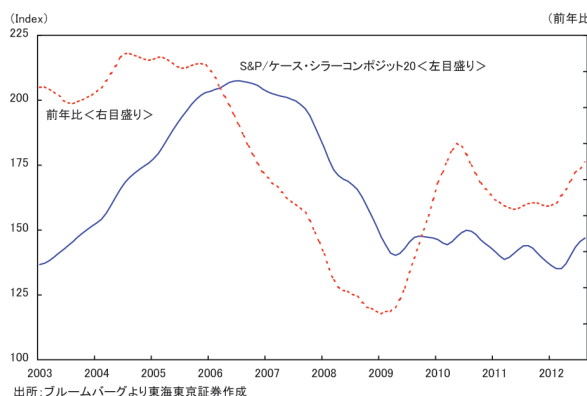
図表3 ESPフォーキャスト調査・実質GDP予測



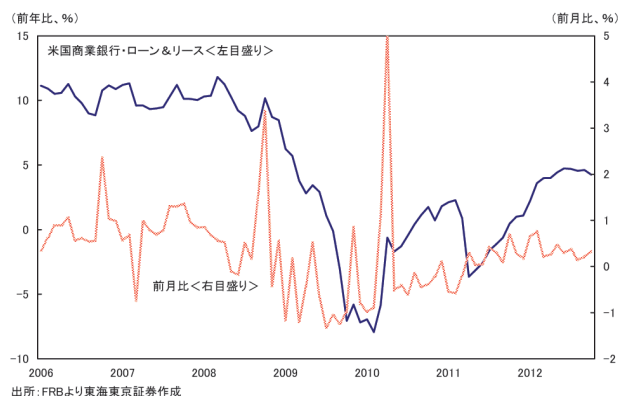
図表4 米国・住宅販売と住宅ローン金利



図表5 米国・住宅価格



図表6 米国・国内銀行貸出

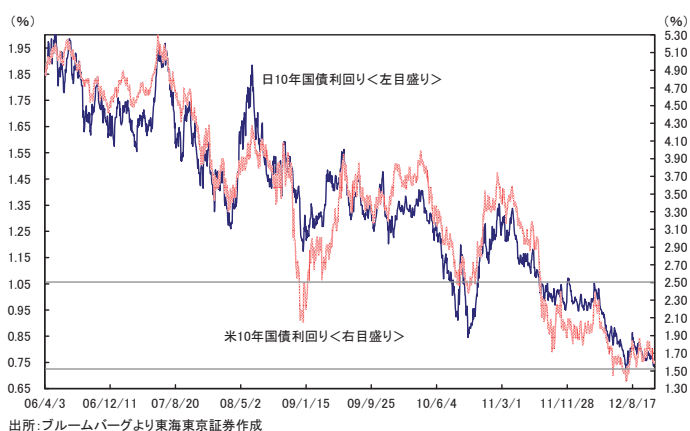


ンポジット20は依然、底這い圏にある（図表5）。そして、米銀の貸出の伸びも勢いに欠ける（図表6）。したがって、金融機関などのB/S調整は続いており、それが相変わらず米国経済の足枷になっていると見られる。

では、こういった調整はいつ終わるのだろうか。現在、FRBは低金利政策の時間軸を「2015年半ば」に置いている。これはリーマン・ショックから7年弱に当たり、今から3年弱後である。おそらく、この2015年が1つの目処となり、少なくともその間、米国経済は低成長を続けよう。そして、米国の長期金利も低水準にとどまる可能性が高い。

前述のように、そして、図表7が示すとおり、日米長期金利の連動性は極めて高い。来年末まで見通して、米国の10年国債利回りは1.5～2.5%がコア・レンジと判断している。時間の経過は米国景気の回復に寄与しようが、これまでの解説どおり、B/S調整は依然、続いており、加えて、「財政の崖」という大きな不透明要因も存在する。したがって、我が国の10年国債利回りは持続的上昇を避けられるだろうし、何より、1.0%台に乗せたとしても、その滞空時間は短いと見込まれる。

図表7 日米長期金利の関係

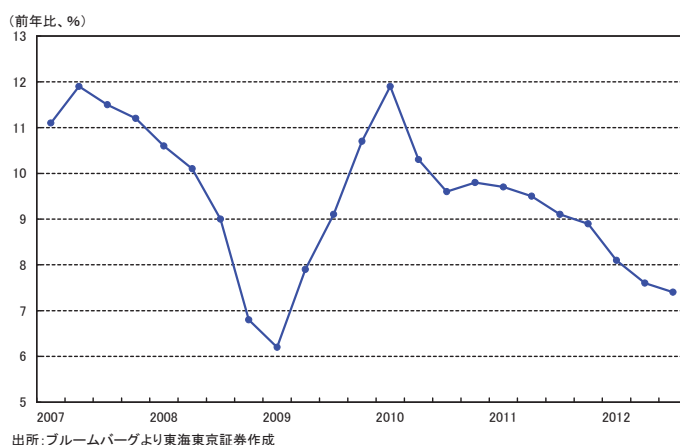


4. 中国経済

中国の7～9月期の実質GDPは前年同期比7.4%増にとどまった（図表8）。2四半期連続で安定成長の目安となる8%を下回ったことになる。

中国経済は外需依存度が高い。そのため、世界経済の影響にさらされやすく、特に最大の輸出相手先である欧州の経済の失速は響く。内需では、個人消費が全需要の5割未満にとどまり、その割合は他国に比べて低い。社会保障制度が整っていないため、貯蓄性向が高いなどがそ

図表8 中国・実質GDP



の理由である。一方、固定資産投資の比率は高く、通常、景気が落ち込むと積極的な公共投資が行われる。足元も7月以降、5兆元を超える投資事業を中国政府は認可してきている。しかし、これらは既に計画されていたものである。これに対し、リーマン・ショック後に実施された4兆元の経済対策は追加の新規事業だった。ちなみに、その経済対策による過剰投資が現在の過大な供給圧力にはね返り、経済の足枷になっている。いずれにせよ、今回の投資事業認可の経済効果は乏しい。加えて、日中関係の緊迫化の影響が長引き、大きくなる可能性があり、これも懸念材料だ。

それでも、消費者物価の伸びは前年比2%弱と政府の抑制目標の4.0%前後を大きく下回っている。金融政策などの対策は打ちやすい状況にある。政府の成長目標である7.5%を維持できなくとも、7%を割り込むような景気失速は避けられる公算が大きそうだ。そして、来年の成長率はそれを若干ながら上回ると期待できる。もちろん、欧米経済が予想よりも悪くなるようだとその限りではない。

5. 欧州経済・財政問題

ユーロ圏経済は今年がマイナス成長、来年もほぼゼロ成長にとどまると予想される。その最大の背景は言うまでもなく、財政問題である。

9月6日、欧州中央銀行（ECB）はアウトライト・マネタリー・トランザクションズ（OMT）の導入を決定した。対象となる国が欧州安定メカニズム（ESM）に支援を要請し、財政再建に取り組むといった条件付きだが、ECBは残存1～3年の欧州国債を無制限で購入する。これに従い、スペインやイタリアがギリシャの二の舞になるリスクは薄れ、南欧諸国の国債利回りは安定してきている（図表9）。

もっとも、ECBの取り組みは市場の安定化に寄与しても、財政問題の根本解決の処方箋にはなり得ない。問題解決に向けてのユーロ圏諸国の足並みは依然、揃っておらず、取りあえずの危機対応の域を出ていない。

欧州の財政問題を解決する特効薬は欧州経済の回復である。歳出削減だけでは、景気が悪化して税収が落ち込み、財政が一段と悪化するという負のスパイラルに陥る可能性が高い。景気が回復して税収が増えれば、そこから脱することができよう。

欧州経済の自律回復に期待することは難しいが、独国はその牽引役になり得る。独国が財政を拡大し、それが欧州経済全体を刺激する構図だ。加えて、財政状態の悪い南欧諸国を直接助けるというルートも存在しよう。しかし、これには独国民の合意が必要である。独国経済がユーロ安の恩恵を受けているからと言って、すぐに合意に至るとは考えにくい。この「独国機関車論」は当面、望み薄だろう。

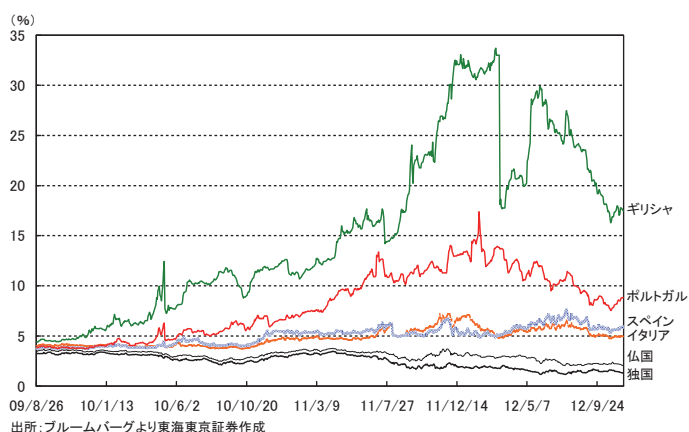
そうなると、期待は世界経済の回復である。そして、その必要条件は米国経済の回復だろう。しかし、前述のとおり、米国経済は当面、低空飛行を続ける可能性が高い。その間、世界経済を引っ張っていくことは難しい。

やはり、欧州の財政問題が根本解決に至るには相当の時間を要すると見られる。

6. 我が国の財政問題

欧州の財政問題が片付かなければ、海外の市場参加者の矛先は日本に向わないと見て良いだろう。日本国債は米国国債、独国国債とともに安全資産と判断されており、実際、海外投資家の日本

図表9 欧州10年国債利回り



国債保有高は過去最高水準を更新している（図表10）。もちろん、財政に関するイベントで一時的に国債利回りが上昇する場面はあろう。しかし、その上昇がトレンドになることは考え難い。

衆議院は11月16日に解散、総選挙は12月16日の投開票が決まった。世論調査の結果などから判断すると、民主党から自民党に政権が交代する公算が大きくなっている。現在の自民党総裁は安倍晋三元首相である。安倍総裁は、「デフレが続いているなら消費税率を引き上げるべきではない」「3%の物価上昇率を目指す

べき」と主張している。前者は財政悪化によるリスク・プレミアムの拡大、後者は期待インフレ率の上昇を通じて長期金利上昇に働く。したがって、自民党が政権政党に返り咲いた際、それが現実化すると見る向きは少なくない。

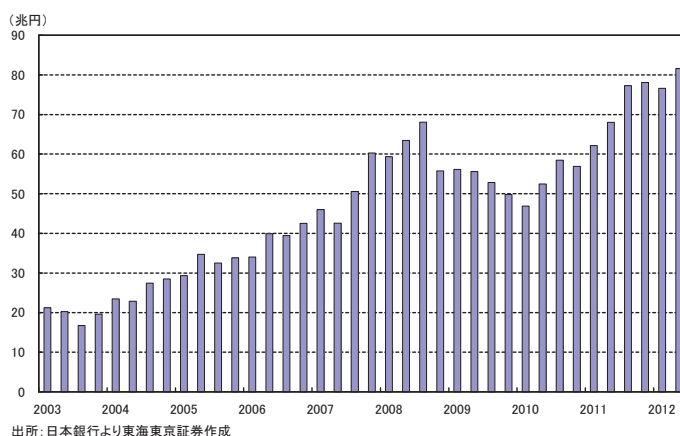
もっとも、現民主党政権においても、デフレから脱却できなければ、消費税率の引き上げは見送るはずである。消費増税は経済状況の好転が条件になっており、「名目3%、実質2%」の経済成長率を目指すとしている。

一方、消費者物価上昇率の3%は事実上、不可能と言える（後述参照）。首相になれば、安倍総裁の政策も現実路線化しよう。加えて、この高めの物価目標は日銀のより積極的な金融緩和を引き出すための手段と見ることも可能である。

それでも、2009年の金利動向を思い出す必要がある。2009年8月の衆議院選挙では、自民党が結党以来の第一党の座を失い、民主党政権が誕生した。民主党はより大きな政府を志向していた。しかし、選挙結果が長期金利の上昇をもたらすことはなく、ほとんど変化しなかった。それに従えば、自民党に政権が戻ったところで新たなトレンドが生まれるとは考えにくい。

ただし、イベントが起こった際の金利水準には気をつけるべきである。2010年の8月から9月にかけて、2週間足らずで10年国債利回りが0.3%も急上昇した。いわゆる、「小沢ショック」である。小沢一郎元民主党代表が代表選に立候補した。菅直人首相（当時）に替わって党代表、さらには首相になれば、財政拡張的な政策が行われるという懸念がその金利急上昇の背景だった。しかし、本来、金利変動要因としては2009年の政権交代の方が大きいはずである。「小沢ショック」を引き起こしたのは金利水準の低さだと考えられる。2010年8月25日、10年国債利回りは0.895%と2003年8月以来の水準まで低下していた。これがファンダメンタルズの理解を超えて低かったため、反応が大きくなったと史料される。

図表10 海外勢の日本国債保有高



7. 日本銀行の金融政策

10月30日の金融政策決定会合では、緩和強化が決定された。具体的には、「資産買入等の基金」を11兆円程度増額し、「貸出増加を支援するための資金供給」を行うことになった。加えて、「デフレ脱却に向けた取組について」という政府と日本銀行の共同文書も発表した。その共同文書の中にも、「消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、実質的なゼロ金利政策と金融資産の買入れ等の措置により、強力に金融緩和を推進していく」（出所：日本銀行）とある。しかし、消費者物価上昇率の1%を定着させるのは困難と見られる。

図表11は消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比の推移だが、原油価格が高騰した2008年を除くと、1%は1998年まで遡る必要がある。当時は人口も増えていた。そして、物価は需要と供給の交点で決まる。供給曲線はグローバリゼーションや技術革新などで下方シフトしやすい。一方、需

要、すなわち、消費は所得が最大の変数と言えるが、その所得の持続的上昇は想定しにくく、それゆえ、消費者物価の上昇には期待し難い（図表12）。

したがって、当面、日銀の金融緩和強化は続く可能性が高くても、その手を緩めることは考えづらい。そして、その際、中心になる策は、「資産買入等の基金」の増額であり、日銀が買入れる国債は今後も増えていこう。加えて、2013年12月末の期限は延長され、買入れる銘柄の残存も現行の「1年以上3年以下」から「1年以上5年以下」に長期化される公算がある。

しかし、いずれにせよ、資金需要が乏しい中での「資産買入等の基金」の増額は、結局、日銀当座預金の残高を膨らますだけに終わってしまうだろう。その経済効果は認められず、期待インフレ率は上昇しないと見られる。市場がそう理解するなら、「基金」の増額は国債需給の逼迫を通じ、金利低下に資すると考えるのが妥当である。

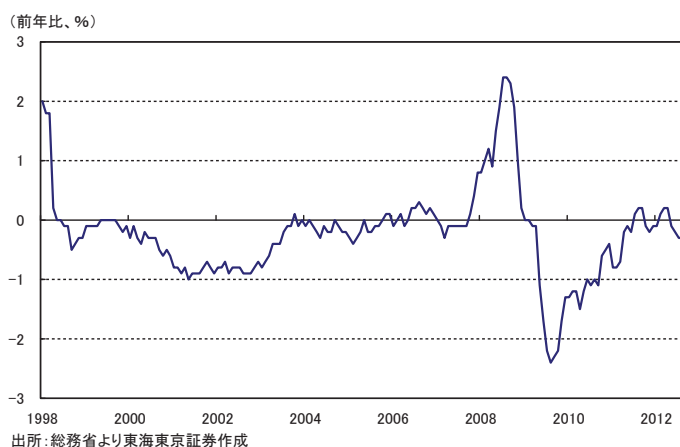
8. まとめ

現在、10年国債利回りは1.0%を下回って推移しており、歴史的な低水準にある（図表13）。しかし、今年度（2012年度）に入ってから、1.0%を超えたのはわずか4営業日しかない。これは1.0%を割り込んだ水準が決して低過ぎない、現在のファンダメンタルズに照らして妥当であるということを意味していよう。

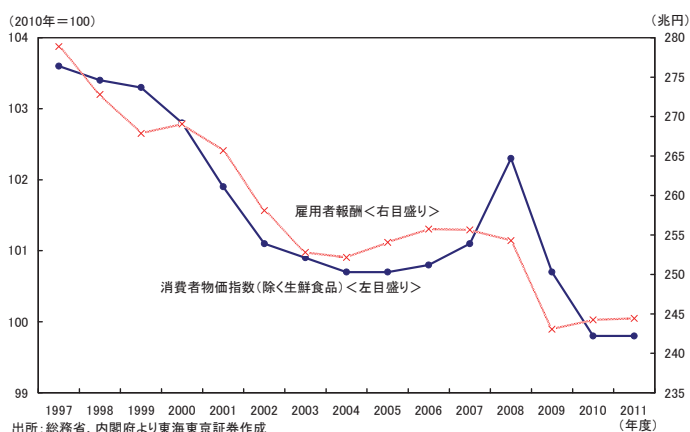
これまで解説してきた長期金利を占う際のポイントを踏まえれば、その妥当性が理解できるだろうし、加えて、当面、長期金利の持続的上昇は視野に入らないと予想できる。

最後に、これらポイントと現在の水準を考えると、来年末までの長期金利、10年国債利回りは0.500～1.250%を中心とする推移が見込まれる。低金利は一段と長期化し、1.0%割れの滞空時間は長くなるだろう。

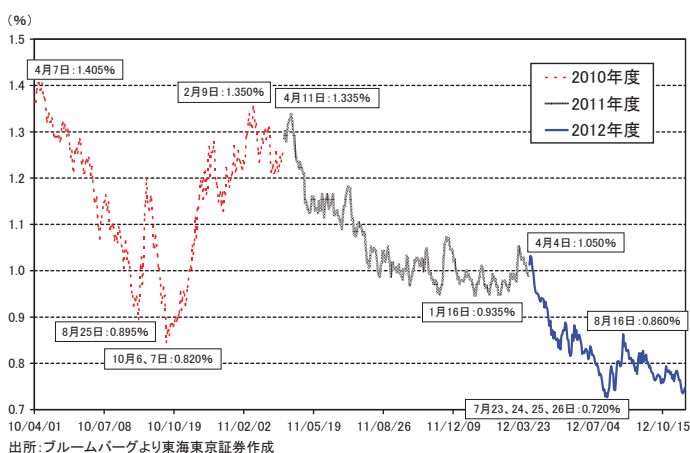
図表11 消費者物価指数（除く生鮮食品）



図表12 消費者物価と所得の関係



図表13 10年国債利回り推移



マーケット・アウトルック (2)

忘れ去られた内需系企業の魅力

モルガン・スタンレーMUFG証券株式会社 日本市場投資戦略 株式ストラテジスト 山田 洋平

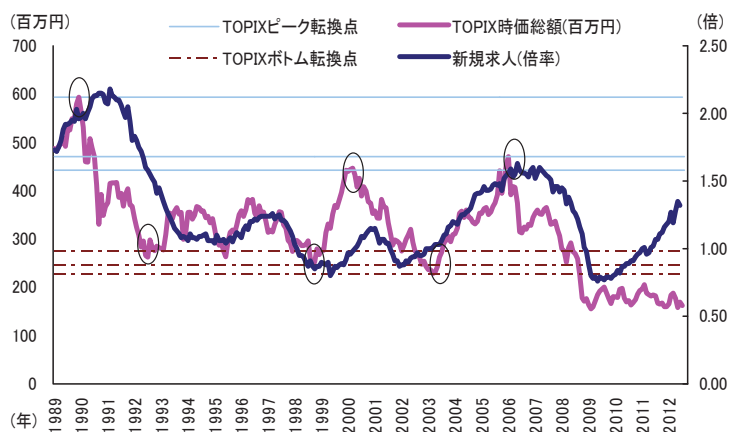
足元の経済指標やミクロの動きにおいて内需失速を示すデータが出てきているが、逆に内需の底堅さを示唆するデータも多い。本稿では、国内マクロ環境の変化に着眼し、日本の内需系企業の可能性について考えてみたい。

震災前から改善している日本の労働市場

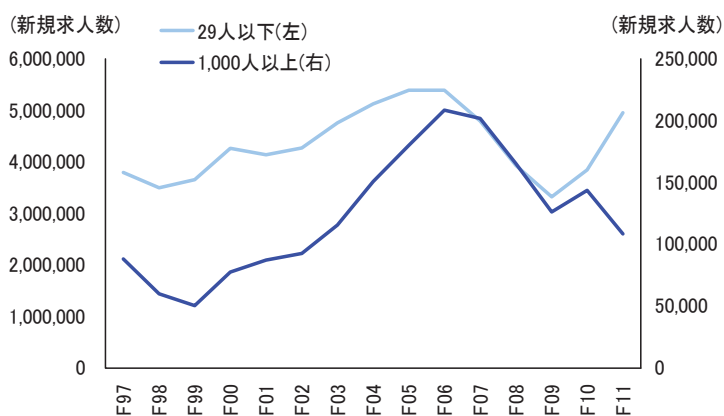
長引くデフレと円高、そして世界的な景気後退懸念が高まる中、日本の名だたる企業が打撃を受けている。リーマンショック以降、S&P500をはじめとする他国の株式指数がリバーサルを遂げる中、TOPIXの水準は半ば単独で長期低迷を続けている。ただし、この間の国内マクロ環境がTOPIX同様低迷を続けてきたかと言うと、実はそうでもない。

たとえば図表1が示す通り、日本においては09年以来新規求人倍率（新規求人数/新規求職者数）に改善の兆しが見られる。かつて、TOPIXと新規求人倍率の間には、タイムラグを置いて極めて高い相関関係があった。足元において、株式市場が労働市場の改善をリード出来なくなった最大の要因は、労働市場改善のリード役が従業員29人以下の中小企業になったことがあげられよう（図表2）。日本における常用雇用者4,800万人の内、従業員500人以上の大企業に雇用されている人達は全体の11%に過ぎない。かつては大企業と中小企業の新規求人数の動きは連動していたが、直近で大きく乖離してきているのである。

図表1 TOPIXと新規求人倍率の動きに乖離が発生



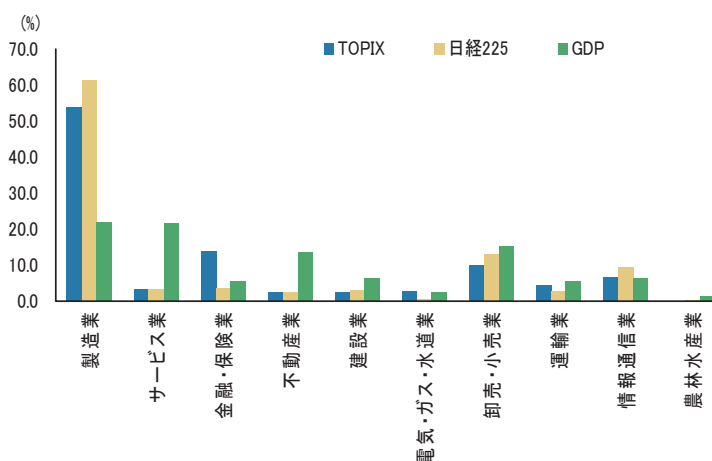
図表2 過去15年間では、大企業と中小企業の求人動向に大きな格差が発生したのは震災以降はじめて



国内雇用者における製造業比率の低下とTOPIXの製造業比率の高水準の乖離

「日本は物づくりの国」と言われることが多い。事実、日本経済連合会の組織を見ても頷ける。会長・副会長18名の内、製造業出身者が半数を占めている。TOPIXにおける製造業比率と同程度である。しかし、日本経済の主役がもはや製造業では無いことは、GDP、雇用者数、新規求人数に対する製造業の比率を見ても明らかである（図表3）。この脱製造業化の流れは長い時間をかけて進展したものであるが、東日本大震災を契機に加速したと言えよう。外需依存度の高い大企業製造業の海外シフトによって雇用面における国内空洞化が叫ばれていたが、現実は違った。新規求人数の好調は震災前も震災後も変わらず、足元においては更に加速して改善しているのである。そして、消費動向の強さを表す消費者動向調査を見ても震災以前の水準に回復している。こうした内需の堅調さは外需依存度の高い製造業比率が圧倒的であるTOPIXや日経225では捕捉できないのは半ば必然であろう。

図表3 TOPIXに占める製造業比率は
マクロに比べきわめて高い

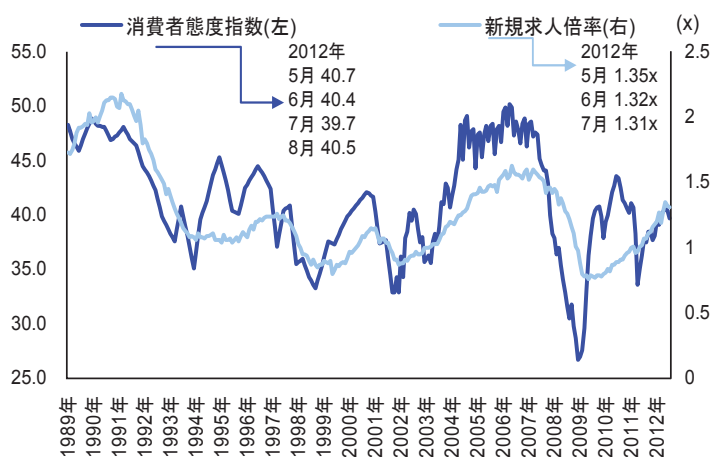


出所：東京証券取引所、モルガン・スタンレー・リサーチ

TOPIXは新規求人倍率の上昇だけでなく、消費者態度指数の改善をも捕捉できなくなっている

新規求人倍率が改善しているのであれば、雇用環境にも改善傾向が見られるはずであり、結果消費者の態度も改善の方向に向かうはずである。事実、消費者態度指数と新規求人倍率の動きにはかなりの相関関係が見られる（図表4）。消費者態度指数とは、今後半年程度の消費者の意識を表す指標であり、今後半年間の「暮らし向き」、「収入の増え方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」について調査し数値化して内閣府が発表しているものである。リーマンショックの際に消費者態度指数は大幅に下落したが、そのボトムの時期を見れば新規求人倍率よりも先行していたことが読み取れる。今年の動向をみると、6月の消費者態度指数は震災前月の11年2月の水準を既に超えている。また、11年2月の消費者態度指数40.6ポイントはリーマンショック前の07年11月頃の水準である。消費

図表4 労働需給改善のドライバーは
消費者態度指数の改善

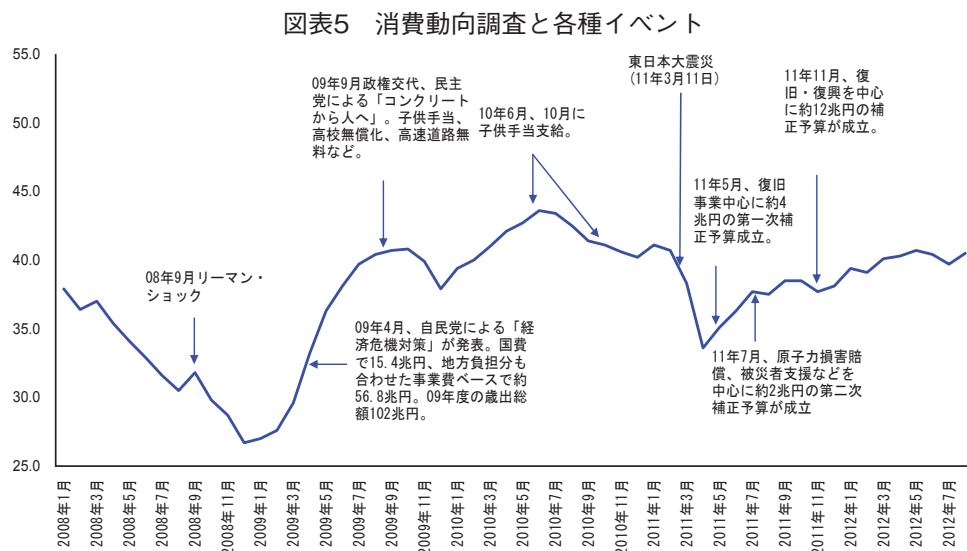


出所：厚生労働省、内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

者は、株価指数や労働需給が改善する前から消費態度を改善させてきているのだ。

09年4月の政府による「経済危機対策」が消費者マインドの改善に寄与したと認めざるを得ないのではないか

ただし、消費者マインドが自然循環的に改善したと結論付けるには無理があるようだ。図表5に、消費動向指数と主な政治イベントを重ねて表示した。09年3月、TOPIXが756ポイントとなった「世界金融危機」への対応として、自民党によって「経済危機対策」が発動された。国費として約15.4兆円、地方負担分も合わせた事業費全体では約58.1兆円という巨大な予算であった。その後、09年4月10日、閣議決定され5月に補正予算が編成された。09年度の本予算が88.5兆円と08年度の83.1兆円から前年度比6.5%増となっていたが、5月には13.9兆円の補正予算が成立し、歳出総額は102兆円と08年度の歳出総額84.7兆円から前年度比20%増という財政拡大が図られ、これらが消費動向を底上げした



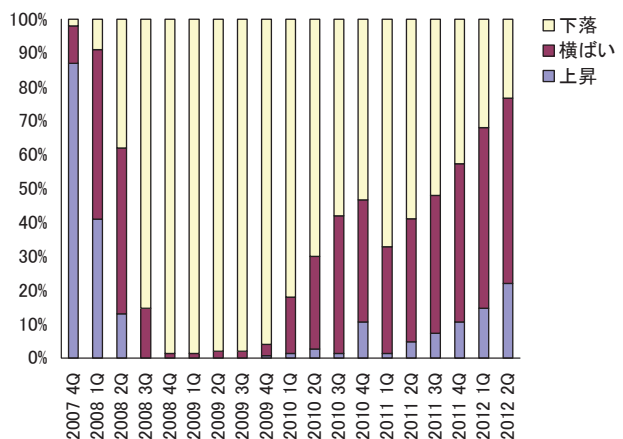
出所:内閣府、モルガン・スタンレー・リサーチ

とみたほうが妥当だと考える。来年以降、政権交代の可能性が高まるなか財政歳出がどのような規模で行われるかが今後の国内消費動向を占う上で極めて重要な点となろう。

堅調なのは消費動向や労働市場だけではなく、地価動向も同じ

これら歳出拡大の効果は、地価動向にも影響を及ぼしている。国土交通省が四半期毎に発表する主要都市の高度利用地区における地価動向を見ると、改善基調が引き続き継続している（図表6）。8月に発表された2012年第2四半期（4月1日～7月1日）における主要都市・高度利用地150地区における地価動向

図表6 150地区における地価動向で約77%が上昇及び横ばいへ



四半期は第 1:1/1-4/1, 第 2:4/1-7/1, 第 3:7/1-10/1, 第 4:10/1-1/1

出所:国土交通省、モルガン・スタンレー・リサーチ

は、上昇が35地区（前回22地区）、横ばいが82地区（前回80地区）、下落が35地区（前回48地区）となり、上昇及び横ばいを示す地区が全体の77%を占め、前回の68%より大幅に上昇している。

労働力率の低下は賃金上昇今後更に本格化する

2013年はベビーブーム世代が65歳を超え退職を始める年であり、今後数年で大量の労働力人口が失われる。このことによって、高齢化が進展している産業ばかりでなく、多くの産業において労働力率が低下してくるものと思われる。労働力率の低下と雇用のミスマッチが進展することで、人不足が深刻な職種の賃金が上昇局面に入ってくるとと思われる。

厚生労働省の統計では、職業を約64に分けて有効求人倍率を公表している（図表7）。このうち、有効求人倍率が1倍を超えている職業は30もある。目立つのは医療・福祉関係の職業や保安・自動車の運転などの職業の他、情報処理技術者、機械・電気技術者、そして意外にも接客などのサービスの職業が1倍を超えている。保安・自動車の運転などは建設業界の職業と同じく、肉体的にハードな要素が高く、若者の入職率が低位に留まっていることで、高齢化の進展が相対的に高いことが推測される。また、各種技術者においても不足が目立つが、これは大学生における文系志向が影響しているものと思われる。一方、日本で最も人気の高い職業（有効求人倍率が低い）のは、船舶・航空機の運転の職業、一般事務の職業となっている。絶対数から言えば、一般事務の職業が最も人気のある職業となっている。11年度の日本の求職者数は累計約3,000万件に上り、この内、一般事務の職業を希望しているのは680万人に及ぶ。

人手が全く足りていない職業が多数あるなかで、多くの人が一般事務の職業を希望しているという雇用のミスマッチは益々拡大していくのであろう。かつては多様な職種を希望する多様な人材が多くいたが、高学歴化の進展が雇用のミスマッチを生んでいる一つに要素になっていると思われる。今後は産業全体においてこうした固定費の上昇を如何に販売価格に転嫁できるかが鍵となってこよう。

2011年度に最高益を更新した企業145社のうち、90社は内需系企業で、そのうち半分はサービス関連

図表8は、TOPIXを構成する3月期決算銘柄を過去10年の海外売上高累計額がゼロであったかどうかで「内需型」「外需型」に分類し、これらの企業群がどの年度に最高益を到達したかを集計したものである。巷を流れる不況ムードとは裏腹に、2011年度は最高益を達成した内需系TOPIX構成

図表7 需給が逼迫している職種はこんなにある
（職種別有効求人倍率）

	F11
医師、歯科医師、獣医師、薬剤師	5.71
建設躯体工事の職業	3.49
保安の職業	3.05
保健師、助産師、看護師	2.76
医療技術者	2.28
販売類似の職業	2.28
外勤事務の職業	1.67
接客・給仕の職業	1.67
運輸・通信事務の職業	1.62
生活衛生サービスの職業	1.61
建築・土木・測量技術者	1.52
社会福祉専門の職業	1.47
建設の職業	1.45
家庭生活支援サービスの職業	1.36
ゴム・プラスチック製品製造の職業	1.36
電気作業者	1.27
飲料・たばこ製造の職業	1.25
窯業製品製造の職業	1.24
紡織の職業	1.15
土石製品製造の職業	1.14
土木の職業	1.14
自動車運転の職業	1.13
衣服・繊維製品製造の職業	1.12
機械・電気技術者	1.11
情報処理技術者	1.10
飲食物調理の職業	1.08
金属加工の職業	1.06
その他のサービスの職業	1.04
計器・光学機組立修理の職業	1.03
その他の保健医療の職業	1.02

出所：厚生労働省、モルガン・スタンレー・リサーチ

企業数が過去30年間で最も多い年度であり、「内需系」が全体の7割を占める結果となった。業種ごとの会社数をみると、小売、情報通信業・卸売業・サービス業が「内需型」の半分以上を占めていることがわかる。これらのサービス関連企業53社の平均投下資本利益率（ROIC）は8.30%で、これは弊社試算の内需・非製造業TOPIX銘柄のROIC 5.85%を顕著に上回る。それにもかかわらず、平均PBRは1.41であり、これら内需サービス関連の最高益更新益企業に対する評価が高いとはいえない。海外系企業に対比しても、国内系企業が輸出関連

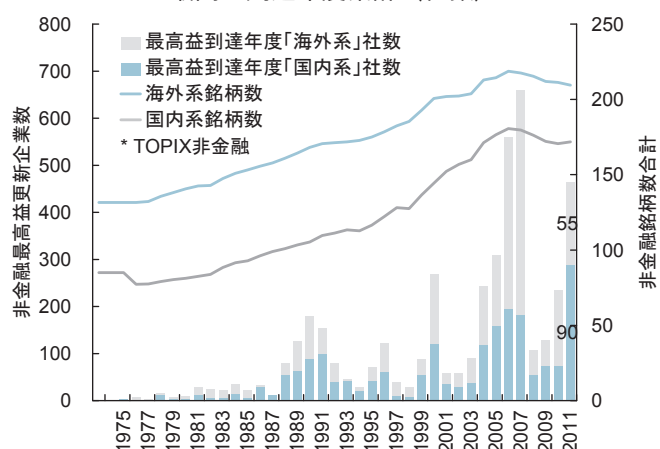
企業の倍程度最高益更新数を大きく上回することは珍しく、これまでにしっかりと上回ったのは不動産・ITバブル期に重なる1988年度、1991年度、1999年度のみである。

2011年度における一部内需の好調ぶりはどう説明すれば良いのか。グローバルマクロの先行き不透明感が自動車や高ベータシクリカル銘柄の全体不振につながった結果最高益を更新する海外系企業数が落ち込んだと考えがちだが、図表8を見る限り、海外系企業の最高益更新社数は2010年度と大きく変わらない。大きなトレンド変化の兆しが見えるのは内需系の動向であり、これまで議論してきたように、09年以降の政策施行が国内消費動向のトレンドを変化させ、結果国内サービス企業の最高益更新社数を押し上げた可能性がある。

国内個人消費が今後1年間横ばい基調となり、その後緩やかな伸びが再開するという見通しを前提にすると、国内消費に関連する内需サービス業に注目した投資戦略を検討する価値があろう。ただ、11年度のEPSに対応するPERを用いた分析だと、震災や洪水などの特殊要因が大きすぎるため、企業本来の収益力および割安感を正しく測ることは難しいと考えられる。この点を考慮し、ここでは10年利益基準株価利益率

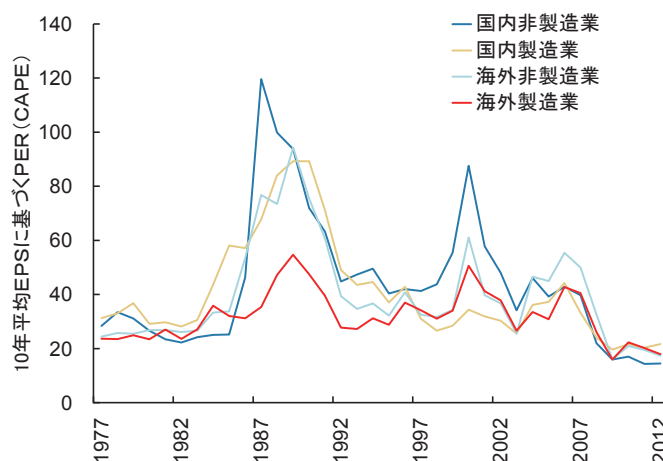
（CAPE）に基づくバリュエーションを採用した。図表9は、TOPIX銘柄を海外系/国内系 × 製造業/非製造業のグループそれぞれに対応するCAPEの水準である。CAPE水準において、現在TOPIXは全体として歴史的な割安水準にあるが、中でも国内系非製造業（サービス）が最も割安という結果になった。また、TOPIX内で割安な傾向にあるのは超大型株および中・小型株であることが示唆される（図表10）。輸出関連銘柄を多く含む超大型の銘柄の時価総額がグローバ

図表8 「内需系」「海外系」の最高益到達年度集計（社数）



国内系指数は金融除く。
出所：日経 NEEDS, モルガン・スタンレー・リサーチ

図表9 TOPIX非金融のCAPEは全体として割安



出所：日経 NEEDS, モルガン・スタンレー・リサーチ

ルマクロの景況感低迷や円高懸念によって低迷している一方で、内需関連銘柄を多く含む「忘れ去られた」中小型関連銘柄の多くが割安で放置されている今の市場を反映していると思われる。

「国内中小型銘柄はバリュートラップに陥りがちで、長期リターンは望みにくい」という誤解

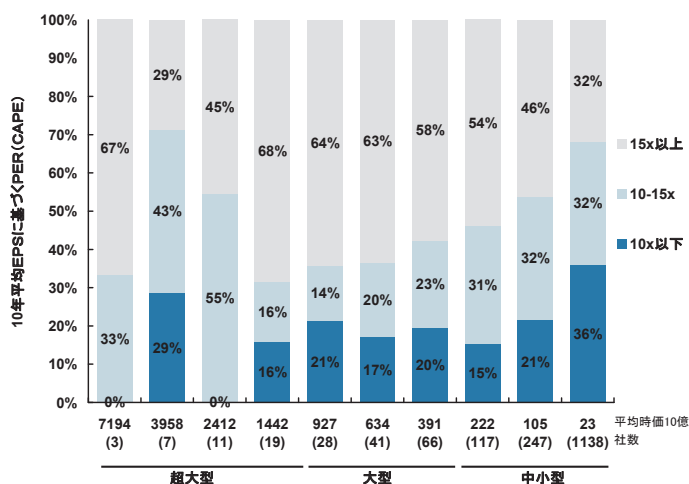
CAPEの分析から、TOPIX銘柄は歴史的にも対地域比較でも割安だが、なかでも超大型と中・小型グループが割安

で、また内需サービス関連銘柄が相対的に割安だという示唆が得られた。ここで、いわゆる知名度の高い超大型外需関連銘柄で構成するポートフォリオの長期リターンと、中小型の内需関連銘柄のポートフォリオを比較しておきたい。図表

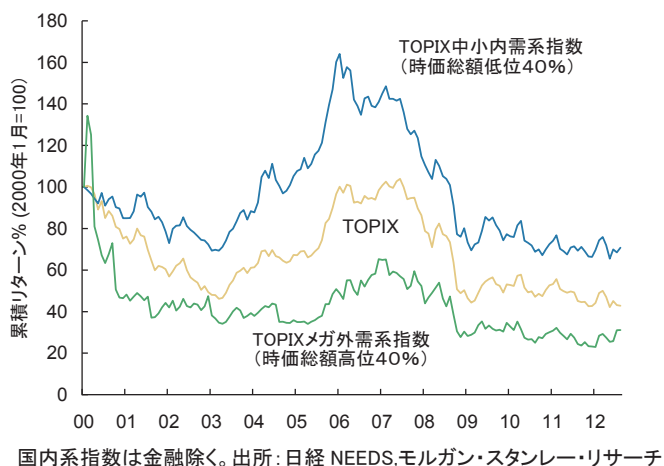
11は、TOPIX中小国内系銘柄、メガキャップ海外系銘柄群のパフォーマンスを比較したものである。ここでは、2000年1月以降、過去当時のTOPIX構成銘柄を、報告されたセグメント海外売上高の2000～2012年の累計額がゼロかどうかで「内需系」「海外系」にグループ化し、さらにそれを時価総額を基準にメガ（超大型、時価総額上位40%）、大型（次の上位30%）、中型（次の上位15%）、小型（残り15%）に区分した。2000年来パフォーマンスが最も良かったのは国内系の中・小型指数で、海外系超大型のパフォーマンスとの乖離が最も顕著であった。この点から、中小型・内需銘柄は結局バリュートラップに陥りがちで、長期リターン

は望みにくい傾向があるという考え方は少なくとも過去10年の結果に当てはまらない。また、時価総額は考慮せずに、国内系指数をPBR基準で四分位に分解し、月次累積パフォーマンスを計算すると、いわゆるロングオンリーに対応する最低分位PBR（低PBR群）の累積パフォーマンスは2012年7月時点で305%である（1999年12月=0）。最低分位と最高分位のスプレッドとして定義するQSpreadのシャープレシオは1.35であり、国内系銘柄を対象にしたロング・ショート戦略の有効性が確認できる。人口構造の変化により労働力率が低下し個々の企業の賃金コスト上昇が想定される中で、歳出拡大路線継続による消費動向の上昇トレンドを掴み、価格転嫁を実現できる内需系企業群に着眼した投資戦略が重要になってくると思われる。

図表10 TOPIX非金融のCAPEは全体として割安



図表11 「中小内需系指数」は「超大型海外系指数」を上回る



欧州金融危機の行方

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

欧州発の金融危機は、ご存知のとおり、ギリシャの金融危機から始まった。ギリシャ国債の利回り急上昇が欧州金融危機の引き金となった。もともと、ユーロ発足当時から、通貨が共通でありながら、国債は国別に発行されていたことに無理があった。ユーロ圏においては、通貨はユーロで共通、短期金利（政策金利）もECBが誘導目標を設定し、管理している。しかしながら、長期国債は、各国別に取り引されており、自ずから大きく異なった利回りで取引されていた。各国によって財政状態が異なっているため、当然の結果である。

ここで、ギリシャの金融危機を時系列でみると、以下のようになる。

- ・ 2009年10月：ギリシャの財政赤字の隠匿が判明
- ・ 2010年01月：欧州委員会が統計不備を指摘、ギリシャ国債格下げ
- ・ 2010年05月：ギリシャへの第一次支援策決定
- ・ 2011年10月：ギリシャ政府が財政赤字削減目標の未達を発表
- ・ 2011年11月：ギリシャ首相の国民投票発言で国内外が反発
- ・ 2012年02月：ギリシャへの第二次支援策決定
- ・ 2012年05月：ギリシャ総選挙で連立協議失敗、ユーロ離脱懸念
- ・ 2012年06月：ギリシャ再選挙で連立政権発足

2012年10月現在でも、ギリシャの第二次支援については、不透明な部分があり、予断を許さない状況である。ドイツ等経済支援に回る国々は、ギリシャ国内での経費削減が予定通り進んでいないことを懸念している。

2. 欧州各国の国債格付けの推移

ギリシャに端を発した金融危機は、当然のことながら、欧州各国の政府債務全般の格下げを誘発した。右図には、格付け会社S&Pのギリシャ長期国債の格付け推移を示すが、ポイントとしては、2010年4月27日のBB+、および2012年2月27日のSD（選択的債務不履行）であろう。一般的にBB+以下が投資不適格とされ、2010年4月のBB+への格下げは、通常の投資家は

ギリシャ自国通貨建て長期債
格付け推移(S&P)

1997年3月26日	A-
2001年3月13日	A
2003年6月10日	A+
2004年11月17日	A
2009年1月9日	A *-
2009年1月14日	A-
2009年12月7日	A- *-
2009年12月16日	BBB+ *-
2010年3月16日	BBB+
2010年4月27日	BB+
2010年12月2日	BB+ *-
2011年3月29日	BB- *-
2011年5月9日	B *-
2011年6月13日	CCC
2011年7月27日	CC
2012年2月27日	SD
2012年5月2日	CCC

出所: Bloomberg

*- 格下げ見通し

SD 選択的債務不履行

ギリシャ国債に投資しないことを意味する。投資不適格に下がって急激に利回り上昇が起こったということではなく、その前から急激な利回り上昇は起こっていた。2012年2月の選択的債務不履行は、S&Pがギリシャの債務不履行を確認したことを意味する。選択的債務不履行なので、すべての債務に債務不履行を行ったわけではなく、一部に債務不履行が認められたとされている。しかし、2012年5月2日には、CCCに格付けされており、債務不履行は継続的に確認できていないとされている。

欧州債務危機は、ギリシャの財政危機を発端にし、ユーロ諸国に波及していった。

以下には、ユーロ諸国の支援を時系列に示す。

- ・ 2009年10月：ギリシャの財政赤字の粉飾が発覚
- ・ 2010年05月：ギリシャ向けの第一次支援決定、EFSFの設立合意
- ・ 2010年06月：EFSFの設立
- ・ 2010年11月：アイルランドの支援決定
- ・ 2011年05月：ポルトガルの支援決定
- ・ 2011年07月：EFSFの信用保証増額および機能拡充
- ・ 2011年10月：EU包括戦略合意、EFSFの支援能力強化
- ・ 2011年11月：市場圧力でイタリアのベルルスコーニ政権崩壊
- ・ 2012年02月：ギリシャ向けの第二次支援決定
- ・ 2012年05月：ギリシャ総選挙で連立協議失敗、ユーロ離脱懸念
- ・ 2012年06月：スペインがEUに支援要請

(注) EFSF:欧州金融安定基金

ECB（欧州中央銀行）が、ギリシャの次に金融支援をしたのはアイルランドであった。アイルランドの長期国債格付け推移を右図に示すが、2010年11月にS&Pが格下げを発表したのとほぼ同時に、金融支援を決定している。その結果、BB以下（投資不適格）に格付けが下がらず、投資適格のまま長期国債が取引されている。アイルランド経済規模が小さいという理由もあろうが、非常にスムーズな金融支援であったことが伺われる。

アイルランド自国通貨建て長期債格付け推移(S&P)

1993年1月21日	AAA
1998年5月6日	AA+
2001年10月3日	AAA
2009年3月30日	AA+
2009年6月8日	AA
2010年8月24日	AA-
2010年11月23日	A *-
2011年2月2日	A- *-
2011年4月1日	BBB+
2011年12月5日	BBB+ *-
2012年1月13日	BBB+

出所: Bloomberg

欧州各国 GDP(2011年)

(単位: 億ユーロ)

	ドイツ	フランス	イタリア	アイルランド	スペイン	ポルトガル	ギリシャ	ユーロ圏
GDP	25,926	19,966	15,802	1,590	10,634	1,709	2,085	94,253
シェア	27.5%	21.2%	16.8%	1.7%	11.3%	1.8%	2.2%	100.0%

(出所: ECB)

しかし、次に金融危機に陥ったポルトガルについては、2011年5月に金融支援を決定した直後は、やや持ち直したように見受けられたが、2012年に入ると、格付け各社が次々と、格下げを発表し、右図にあるように、BBB-（投資適格）からBB（投資不適格）まで格下げされてしまった。

長期金利については、2012年に入ってから徐々に下がってきているが、2012年10月時点では10年債利回りで危険とされる7%を越える状態にある。

最も最近EUに金融支援を要請した国は、スペインである。スペインの経済規模は、ユーロ圏のなかで第4位であり、2011年のGDPでも1兆ユーロを越える。今まで金融危機が起こった3国のGDPを合計したより大きい経済規模となっている。支援規模が巨額になるため支援を要請されたEU側はどうするだろうと国際社会も見守っていたが、2012年9月6日、ECBは理事会を開き「1～3年国債を無制限に購入する、ただし、厳しい財政再建を求める」と発表した。これで一応の決着がついた格好だが、ギリシャに端を発した欧州金融危機の紆余曲折をみていると、まだ安心はできない。2012年10月現在のスペイン長期国債の格付けはBBB-と、かろうじて投資適格を保っており、10年国債利回りも5%半ばで推移している。

その他、金融危機を噂される国は、イタリアである。イタリアは、ユーロ圏のなかで第3位の経済規模であり、2011年のGDPは1兆5800億ユーロと、スペインより50%も大きい。

2012年10月現在の格付けはBBB+、10年国債利回りは5%以下での推移となっている。

現在の状況では、イタリアもスペイン同様、金融支援を要請せざるを得ないとされている。

ポルトガル自国通貨建て長期債格付け推移(S&P)

1993年5月26日	AAA
1998年5月6日	AA-
1998年12月15日	AA
2005年6月27日	AA-
2009年1月13日	AA- *-
2010年4月27日	A-
2011年3月24日	BBB *-
2011年3月29日	BBB-
2011年12月5日	BBB- *-
2012年1月13日	BB

出所: Bloomberg

スペイン自国通貨建て長期債格付け推移(S&P)

1992年11月2日	AAA
1998年5月6日	AA
1999年3月31日	AA+
2004年12月13日	AAA
2009年1月12日	AAA *-
2009年1月19日	AA+
2010年4月28日	AA
2011年10月13日	AA-
2011年12月5日	AA- *-
2012年1月13日	A
2012年4月26日	BBB+
2012年10月10日	BBB-

出所: Bloomberg

イタリア自国通貨建て長期債格付け推移(S&P)

1995年2月15日	AAA
1998年5月6日	AA
2004年7月7日	AA-
2006年10月19日	A+
2009年1月13日	A+u
2011年9月19日	Au
2011年12月5日	Au *-
2012年1月13日	BBB+u

出所: Bloomberg

u: 非依頼格付け

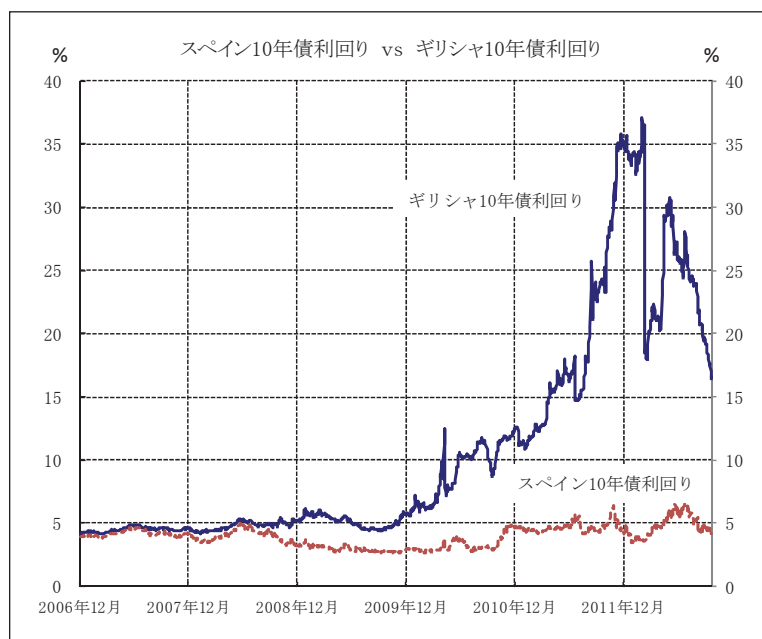
3. 欧州各国の長期国債利回りの推移

一般的に、長期国債利回りというと、残存10年の国債の利回りを指すことが多い。

右図は、ドイツ、フランス、イタリアの10年国債利回りの推移である。イタリアは、2006年ごろから格下げ気配であったが、ドイツ、フランスとのスプレッドが3%を越えるあたりから、格下げが急ピッチになった。2011年には、ドイツ、フランスと、金利が逆方向に動き始めた。イタリア急上昇、ドイツ、フランス急降下という具合である。



右図には、破綻したギリシャおよび金融危機に直面しているスペインの10年国債利回りの推移を示す。ギリシャは第二次金融支援の直前までは、35%を越える利回りであったが、第二次支援が決定した直後、利回りが大幅に低下した。ギリシャと比較すると、スペイン国債の利回りは、大きく動いていないような印象を受けるが、それでも、危険水域といわれる7%を一時越えた。下表には、ユーロ圏諸国の政府負債（対GDP比）を示



すが、ギリシャは、2012年3月の第二次支援の際、2020年までに負債を120%にまで下げるとしている。

欧州各国の政府負債(対GDP比%)

	ドイツ	フランス	イタリア	アイルランド	スペイン	ポルトガル	ギリシャ
2008	66.7	68.2	105.7	44.2	40.2	71.6	113.0
2009	74.4	79.2	116.0	65.1	53.9	83.1	129.4
2010	83.0	82.3	118.6	92.5	61.2	93.3	145.0
2011	81.2	85.8	120.4	108.2	68.5	107.8	165.3

出所: ECB

4. 欧州各国のCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）の推移

CDSは、本来、社債の保険としてのデリバティブとして取引されてきた。つまり、通常の会社の社債に対するヘッジ手段として始まった。CDSの取引が始まったのは、1990年ごろであるから、デリバティブとしては新しい。当時は、新興国はともかく日米欧の先進国の国債は、デフォルトしないものとされていたため、格付けもされていなく、CDSの取引もなかった。それが俄然注目されてきたのは、やはりギリシャの財政破綻が発覚してからである。

右図は、金融支援を要請したスペインの5年国債利回りと5年CDSの推移である。6年程度の長期間に渡っての推移である。CDSは、通常単位がbpsで表示されるため、このグラフでもbpsになっているが、100bps=1%であるため、このグラフでは、右軸も左軸も同じレベルになっている。



いる。スペイン国債の格付けは、2009年1月までAAA格であったが、5年国債利回りは2008年末から2009年初頭に向かって低下気味に推移しているのに対し、5年CDSは同じ時期に急騰している。2009年初頭には、まだギリシャ危機は表面化していないが、リーマン・ショックの真っ只中であった。そのためリーマン・ショックの影響で、CDS急騰、しかし、長期債利回りは低下傾向となったと考えられる。しかし、その後CDSは下値を切り上げて大幅上昇、長期債利回りもギリシャ危機の影響で急上昇に転じた。スペインは、政府負債の対GDP比は68%程度で大きくはないが、失業率が非常に高く2011年21.7%、2012年8月25.1%とギリシャよりも高い。特に、若者（15～24歳）の失業率が非常に高く（52.5%）、2人に1人が失業している計算になる。日本でも、景気が悪い、新卒の内定が決まらなるとよく言われるが、スペインの失業率に比べれば、まだましと言えよう。また、GDP成長率も2012年第1、第2四半期はマイナスを示しており、つまるところ景気が非常に悪く、経済が長期間に渡って停滞していることが原因と考えられる。

次頁図には、ユーロ圏での経済優等生のドイツのCDS、長期債利回りを示すが、ドイツでも、グラフの形はスペインと変わらない。しかし、長期債利回りのレベルやCDSのレベルは、スペインとは大きく違う。2009年初頭には、ドイツでもCDSの急騰が見られる。しかし、その後は長期債利回

りが低下し、CDSは乱高下をしているものの、100bpsを大きく越えることはなかった。2012年10月30日現在、ドイツのCDSは27.5bpsである。フランス279.25bps、スペイン314bps、ポルトガル504.41bpsとなっている。参考までに、日本のCDSは、77bps、米国は33bpsといずれも、ドイツより高い。



4. おわりに

2012年9月6日のドラギECB総裁の「無制限国債購入」発言を契機とし、ヨーロッパ金融危機は峠を越えたようだ。9月6日以降のヨーロッパ各国の長期債利回り、CDSは急低下している。しかし、これまで3年余に渡る紆余曲折を考慮すると、まだ予断は許されない。おそらく、スペイン、イタリアには資金投入があろうが、ギリシャの時よりもスムーズに収束が進むと思われる。ただ、ギリシャ国債はデフォルトしたことになる。結果的には、2060億ユーロのギリシャ国債を対象に元本の53.5%を削減した上で、残る46.5%分を利率が低く償還期間が長い新しい国債と交換することに、民間債権者の95.7%が合意した。約1,000億ユーロに上る損失は、最大の国家デフォルトとされる。直後に行われた国際スワップデリバティブ協会（ISDA）の決定委員会（DC）でも、参加した15行すべてが信用事由（クレジットイベント）にあたることに賛成票を投じている。

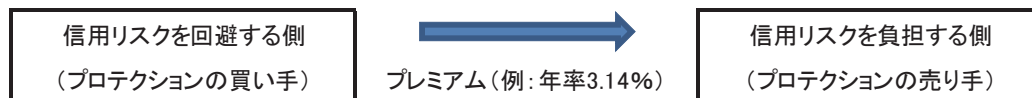
このように、当初社債の保険として取引が始まったCDSであるが、国家のデフォルトを判定するようなデリバティブにまで発展したことは特筆に価する。

(参 考) CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) とは

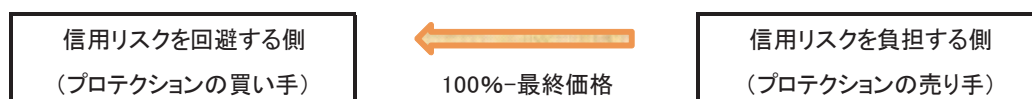
一般的には、社債の集まり等（参照組織）の信用リスクを取引する契約を指す。社債の信用リスクを回避（転嫁）する側を「プロテクションの買い手」と呼び、信用リスクを負担する側を「プロテクションの売り手」と呼ぶ。CDSを契約した時には、「プロテクションの買い手」から「プロテクションの売り手」にプレミアム（たとえばスペインのCDSなら314bps=3.14%×額面）が支払われる。

クレジットデフォルトスワップの仕組み

A クレジットイベントが発生しなければ、信用リスクを回避する側（プロテクションの買い手）は、信用リスクを負担する側（プロテクションの売り手）に契約期間終了までプレミアムを支払います。



B クレジットイベントが発生した場合、プロテクションの売り手は、買い手に対し、損失分の補償を行い、クレジットデフォルトスワップ(CDS)は早期終了します。



破産・デフォルト等の信用事由（クレジット・イベント）が契約期間内に発生すれば、「プロテクションの売り手」は、「プロテクションの買い手」に損失分を補償し、何も起こらなかった場合は、補償はしない、つまり、プレミアムは支払ったままになり、「プロテクションの売り手」は、プレミアム分だけ儲かったことになる。

クレジットイベント（信用事由）とは

一般的に、企業を参照組織とする場合、3つのクレジットイベントが適用される。

① 破産

- ・解散（清算）、債務超過、法的倒産手続き、管理人や管財人の選任等
- ・日本の破産法、会社更生法、民事再生法等における申立て
- ・北米における連邦破産法11章（いわゆるChapter11）の適用申請

② 支払不履行

- ・支払不履行とは、不払いを起こした対象債務の不払い金額が合計で最低支払不履行金額（1億円、またはその相当額）を超え、かつ摘要される支払猶予期間を経過した場合をいう

③ リストラクチャリング

- ・リストラクチャリングとは、1) 金利の減免、2) 元本等の減額、3) 利息または元本返済の繰延、4) 債務支払順位の劣後化、5) 利息・元本または債務を構成する通貨の許容通貨以外への変更等、債権者にとって不利益となるような条件変更が幅広く含まれている
- ・債務の株式化も該当することがある

なお、国家や政府系機関といったソブリン、もしくは、それに準ずる組織を参照する場合、通常

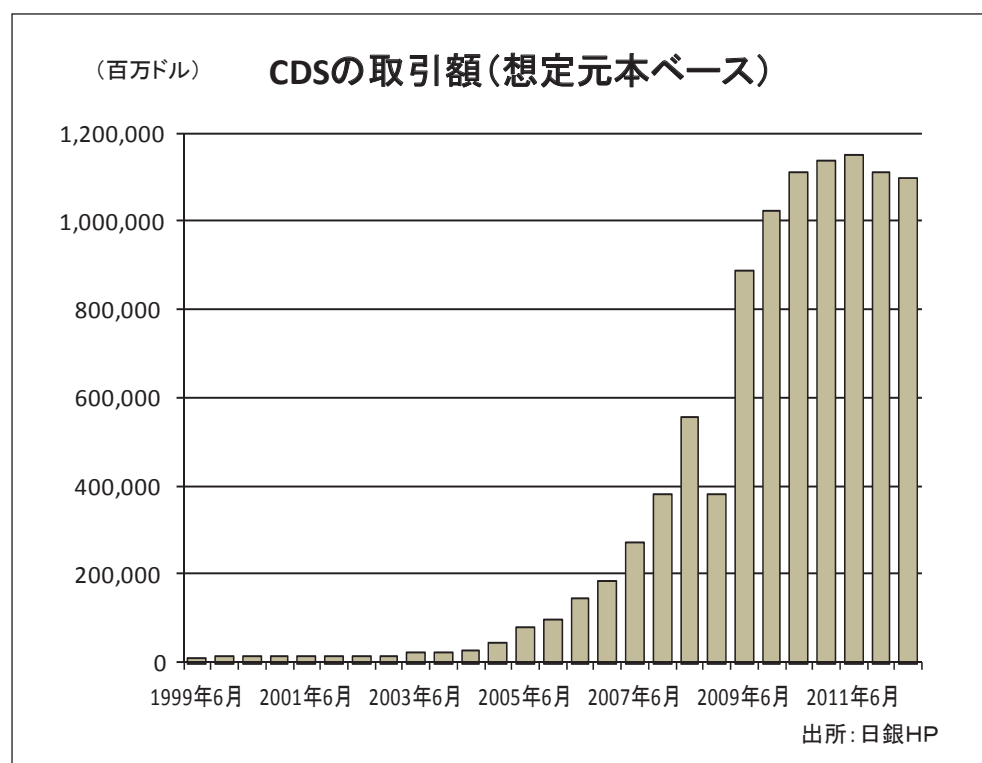
「破産」の代わりに「債務拒否/支払猶予」となる。「債務拒否/支払猶予」とは、債務者が債務の全部または一部を否認、放棄、履行拒否、有効性に対する異議の申立て等をする、もしくは、支払猶予や支払停止等を宣言することとなり、過去に、該当した可能性がある国は、1997年インドネシア、1998年ロシア、2001年アルゼンチンとなっている。

CDSの取引が急増した現在では、信用事由の判定は非常に重要な問題となっている。世界的には、国際スワップデリバティブ協会（ISDA）で、信用事由の判定が行われているが、世界的な銀行・証券のほとんどがISDAの会員となっており、事実上の世界標準となっている。

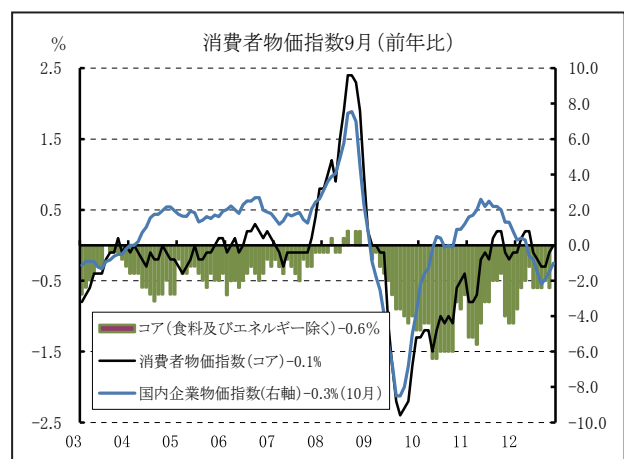
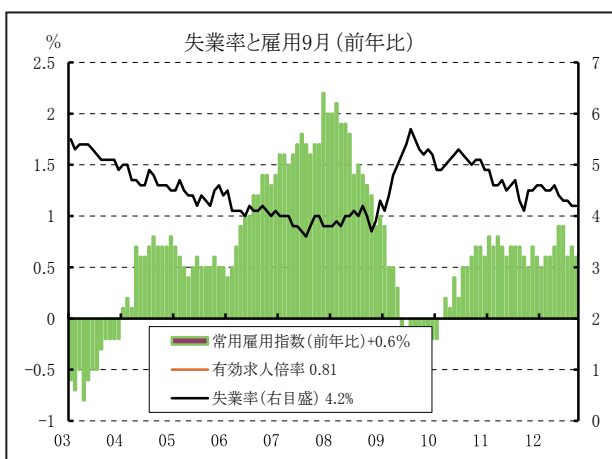
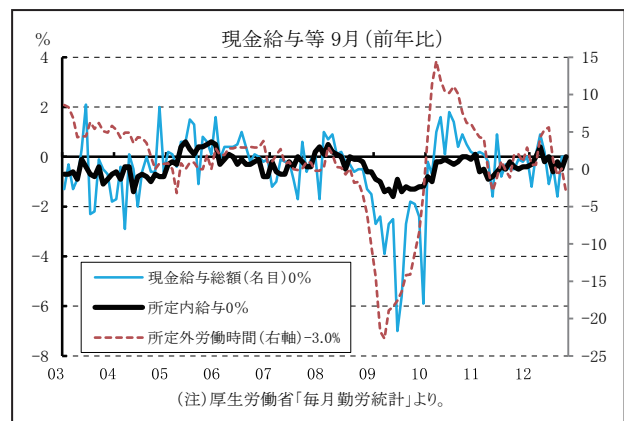
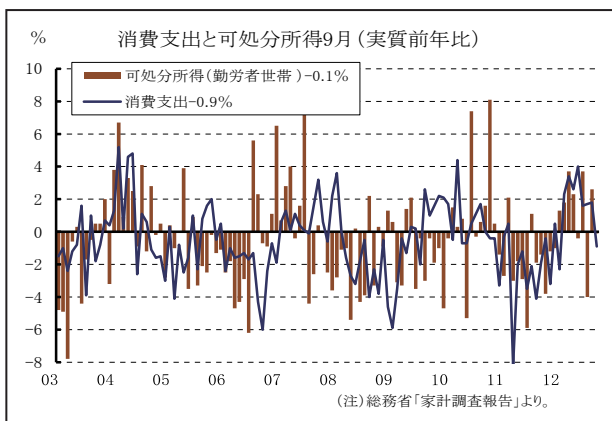
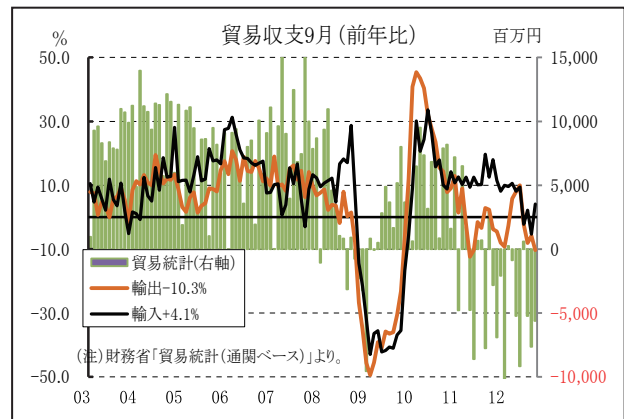
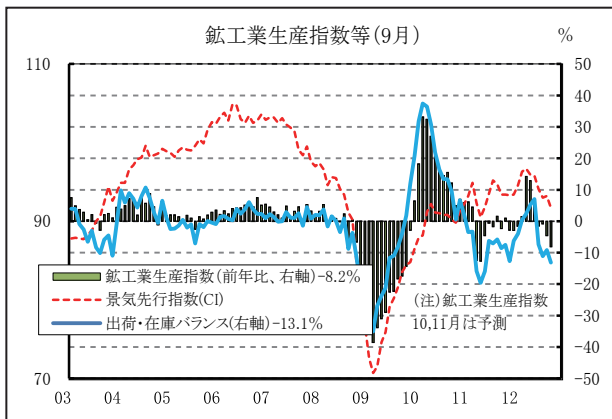
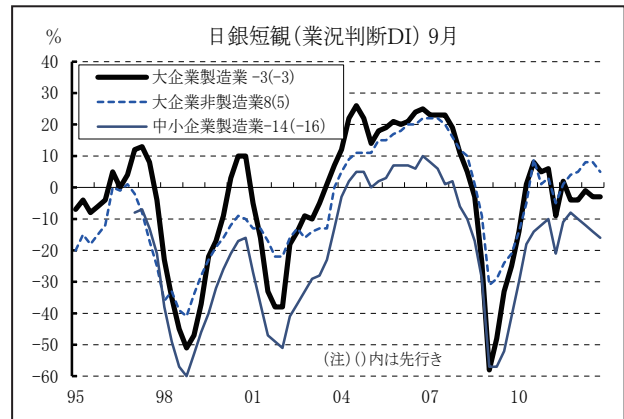
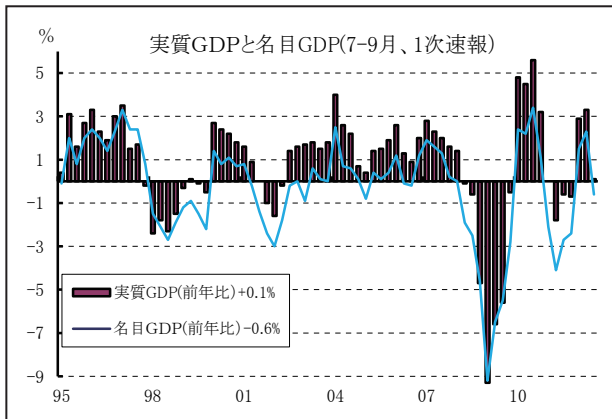
国際スワップ・デリバティブズ協会

(International Swaps and Derivatives Association)

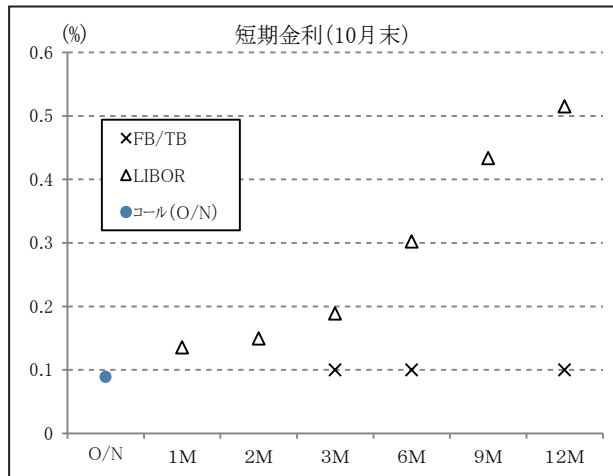
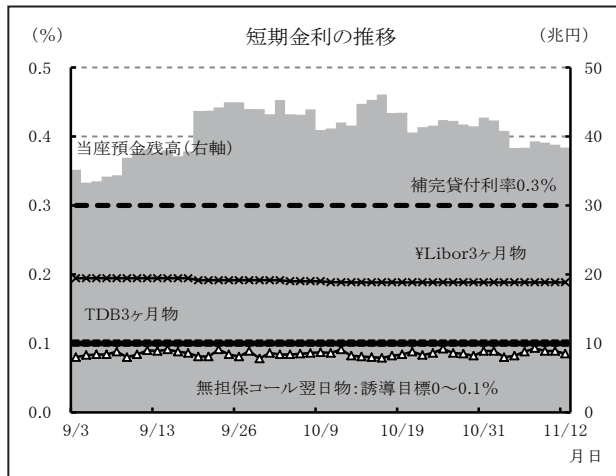
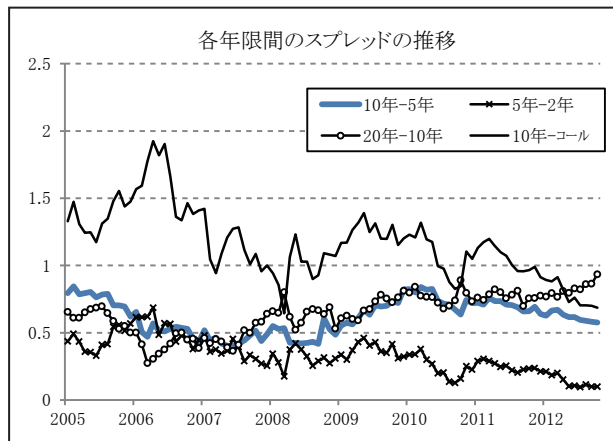
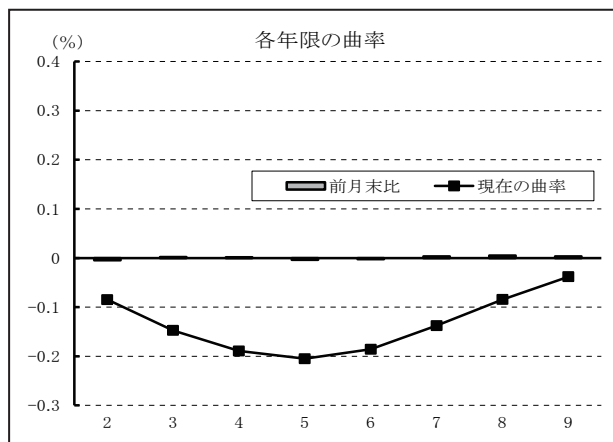
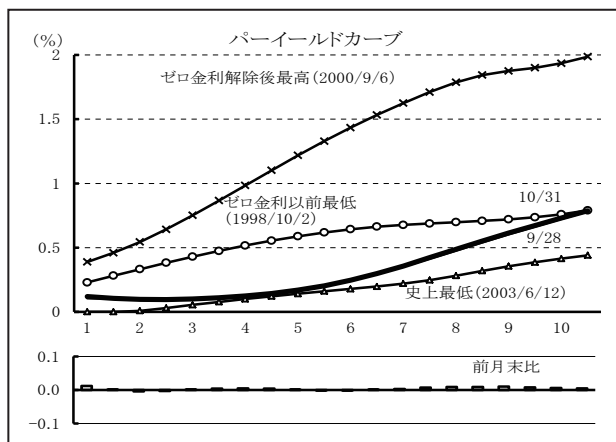
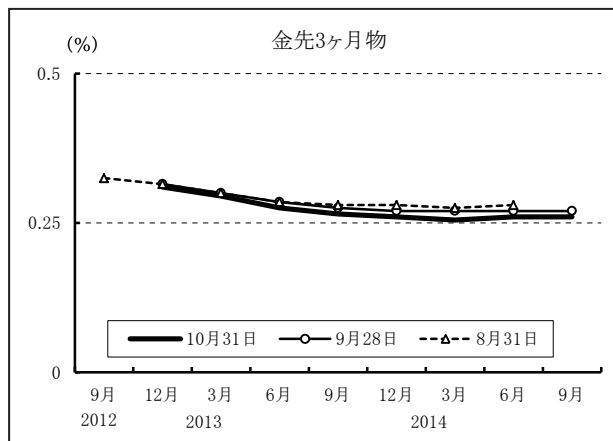
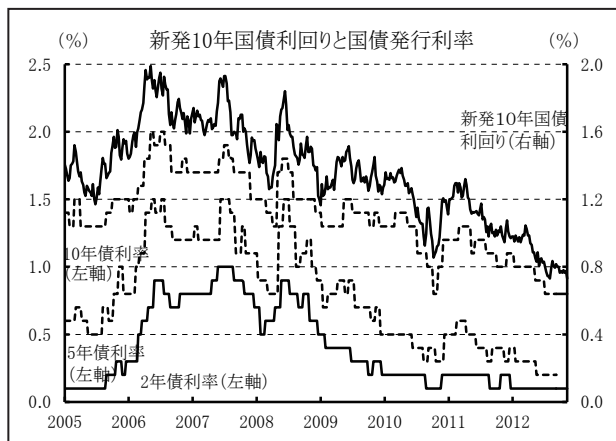
- ・店頭デリバティブの効率的かつ着実な発展を促進するため1985年に設立された任意団体であり、各国政府や他市場の業界団体と密接に連携しデリバティブ市場の発展促進に寄与
- ・ISDAの会員は2009年1月現在、56カ国から800社余に上り、その構成者は店頭デリバティブに携わる各国の主要金融機関、事業法人他エンド・ユーザー、サービスプロバイダーやコンサルティング会社、政府系機関や中央銀行等
- ・ISDA会員が合意した事項は、強制力を持たない業界の最良事例として公表されるが、その多くは業界関係者のみならず各国規制当局や他の業界団体との密接な対話を経て醸成されている



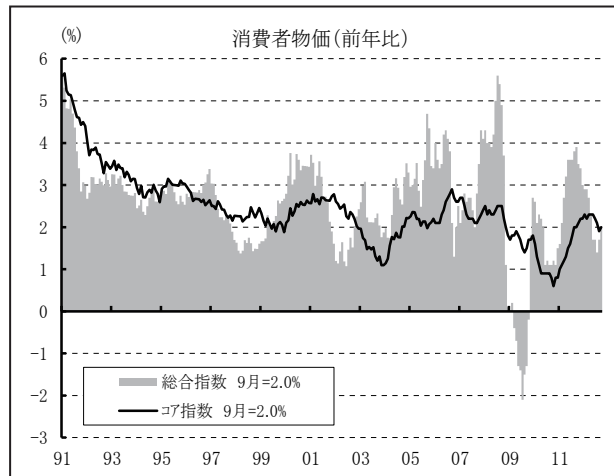
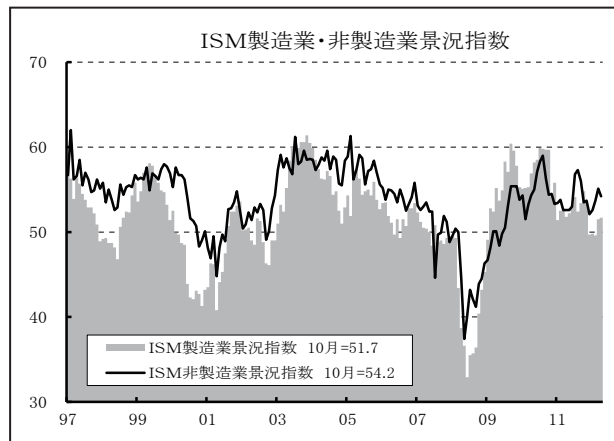
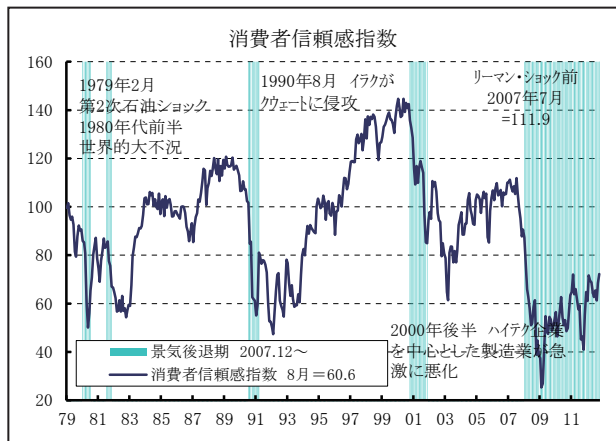
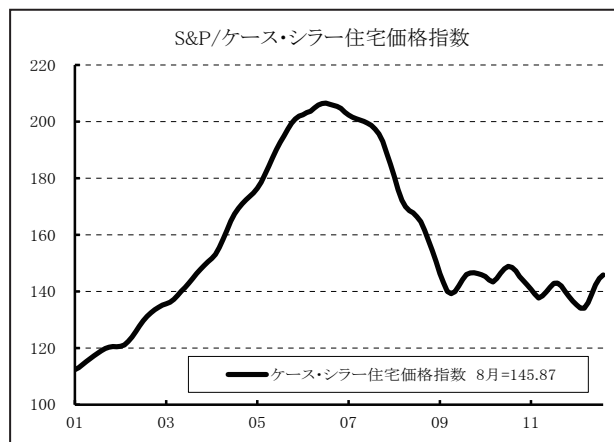
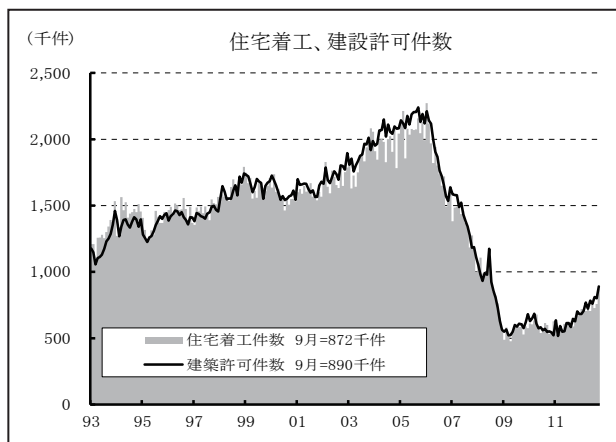
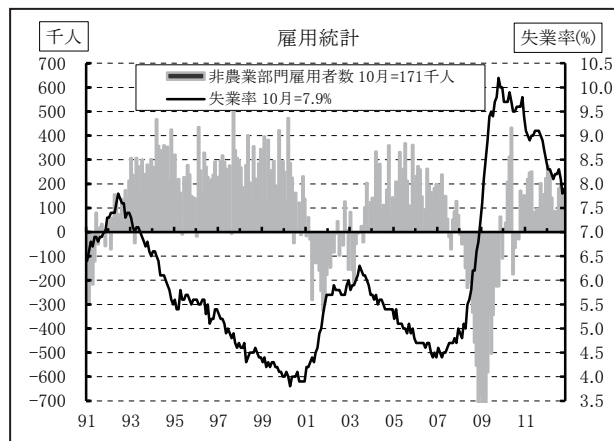
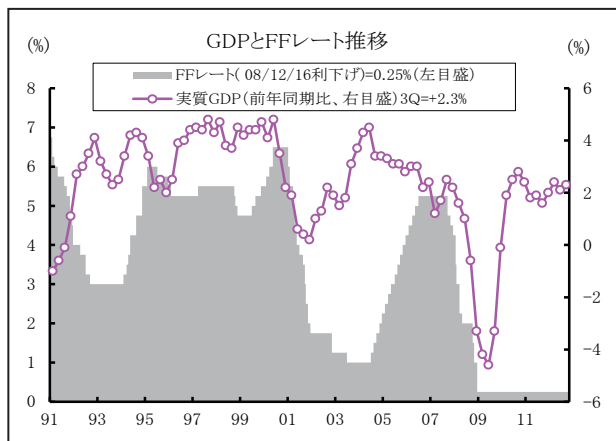
日本 マクロ経済



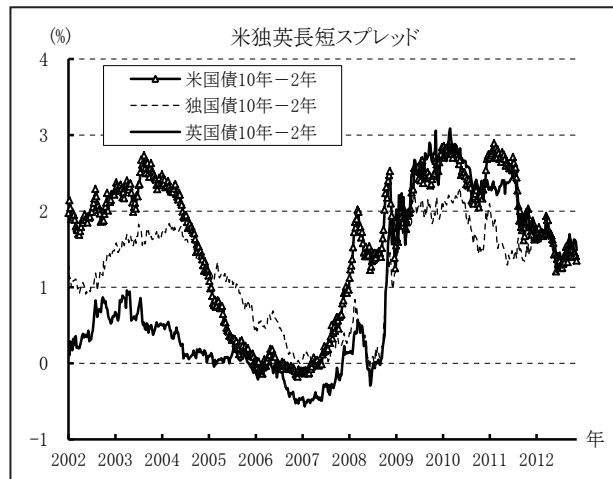
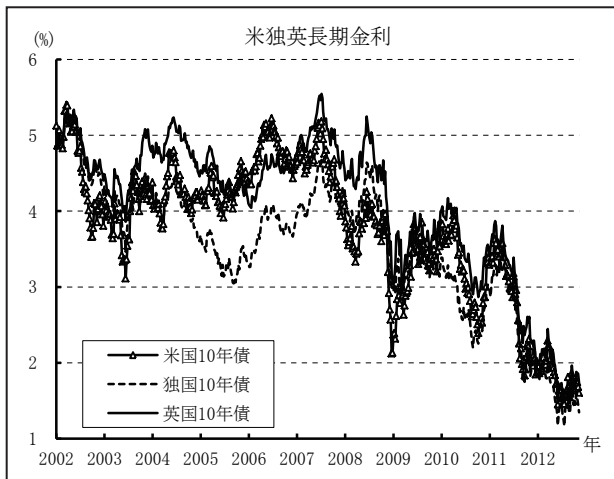
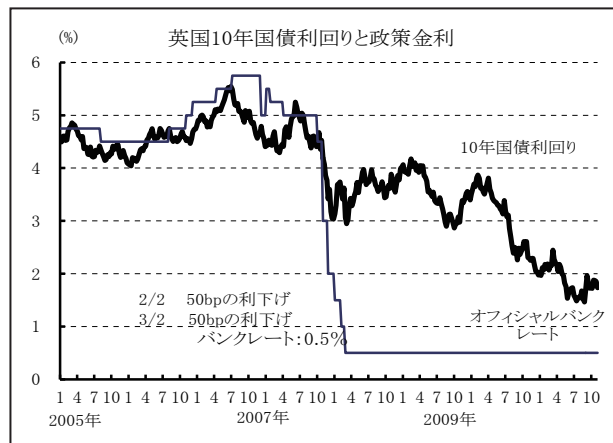
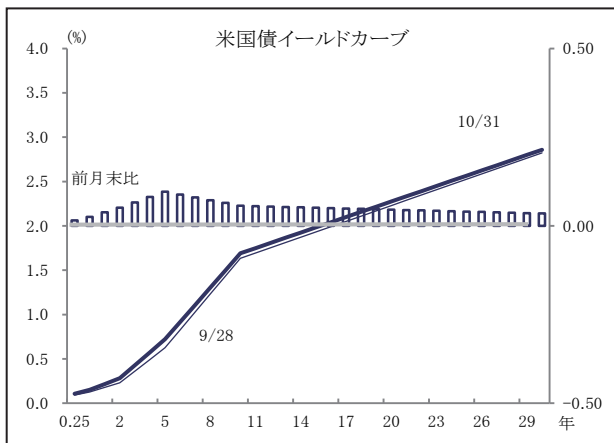
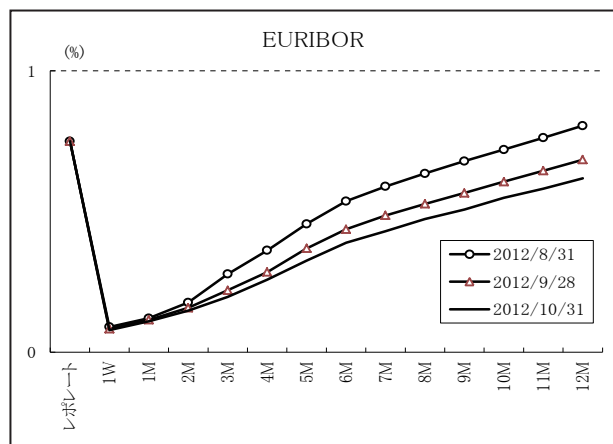
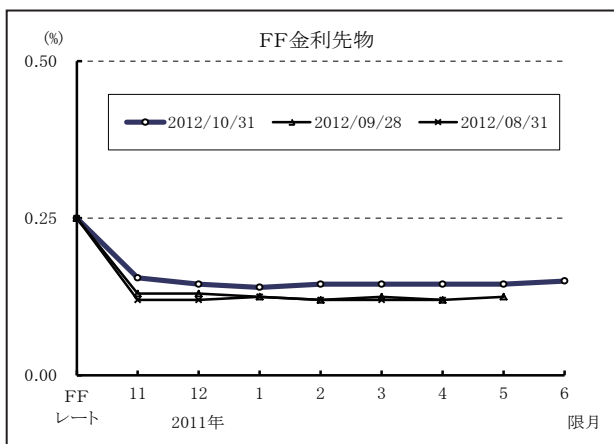
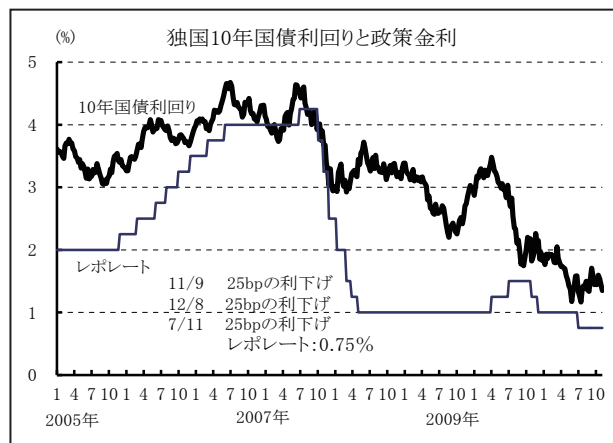
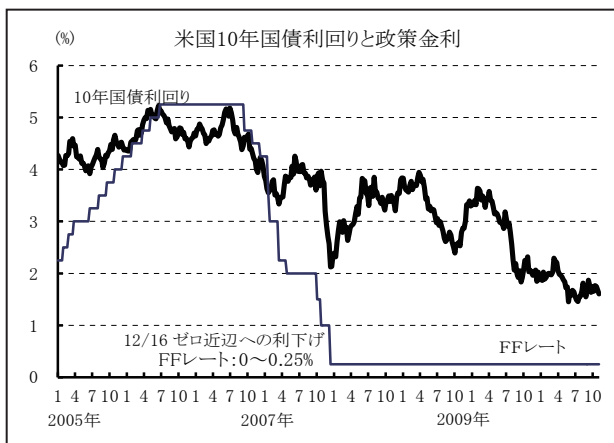
日本 短期・債券市場



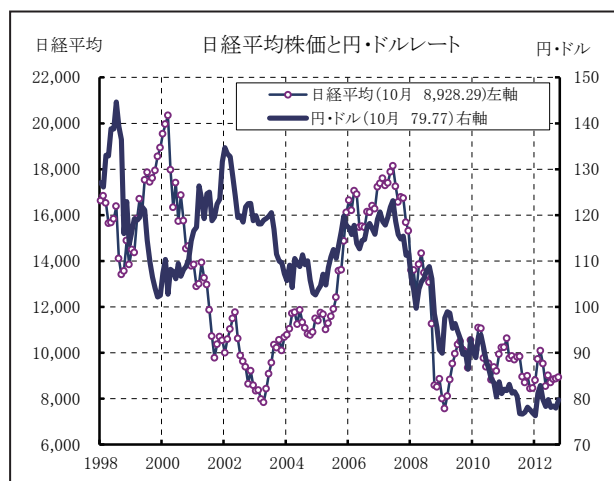
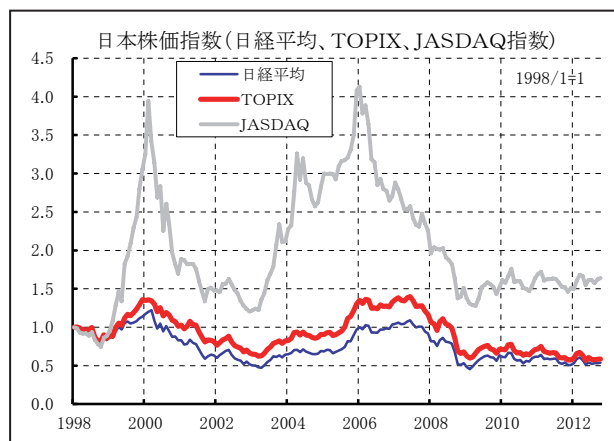
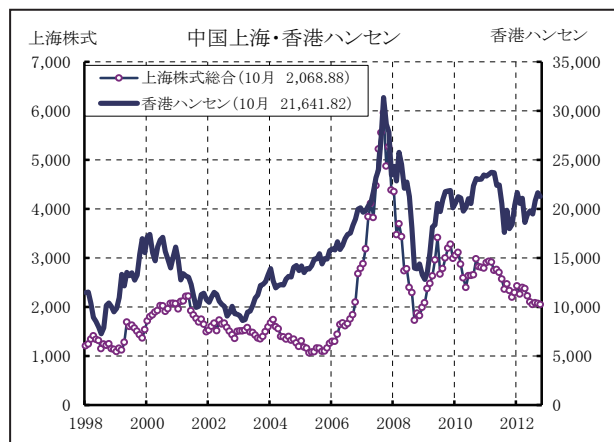
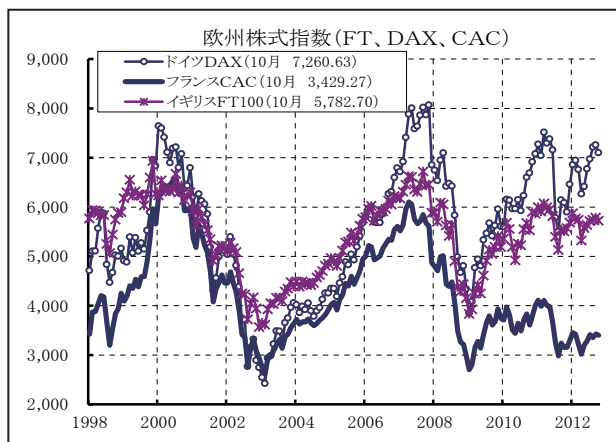
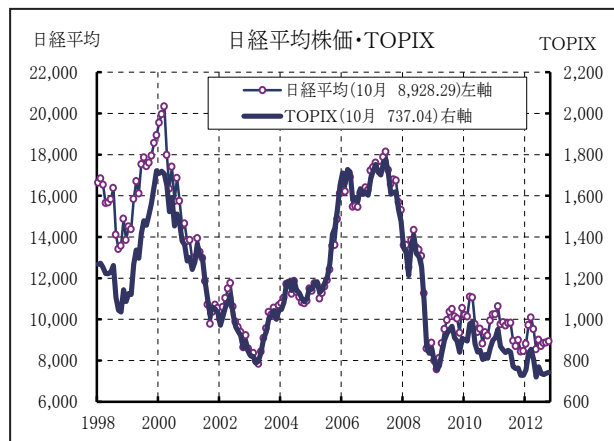
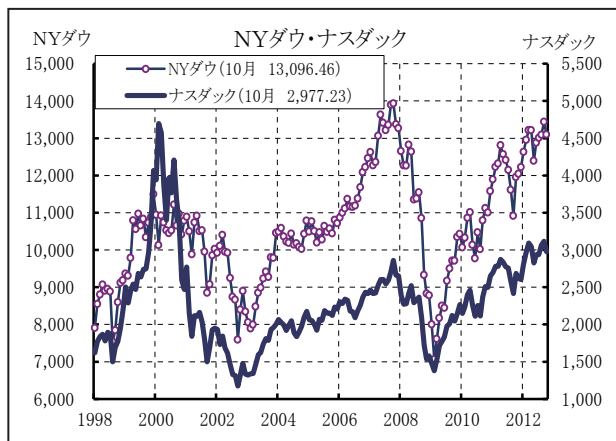
海外 マクロ経済



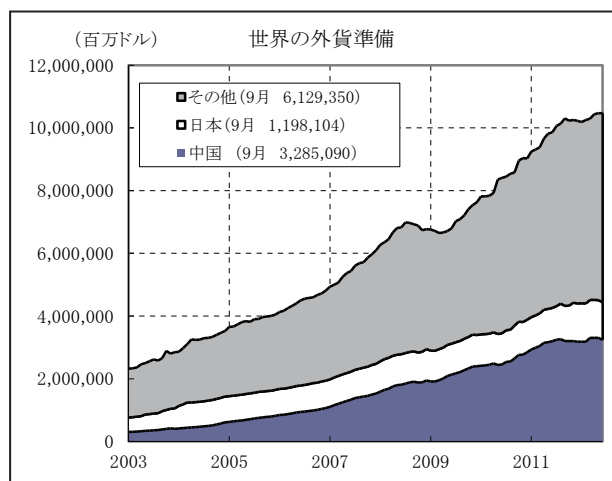
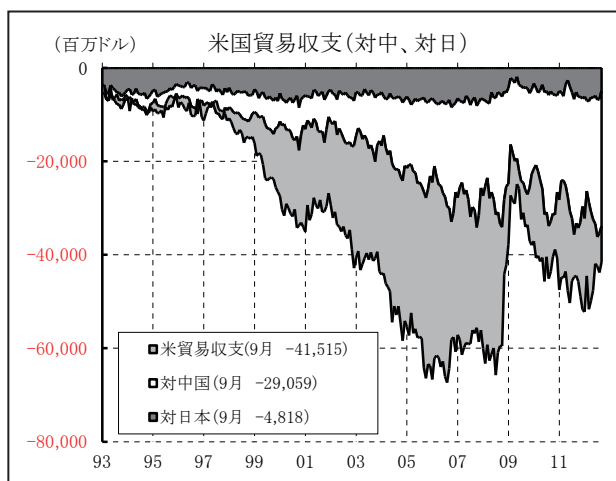
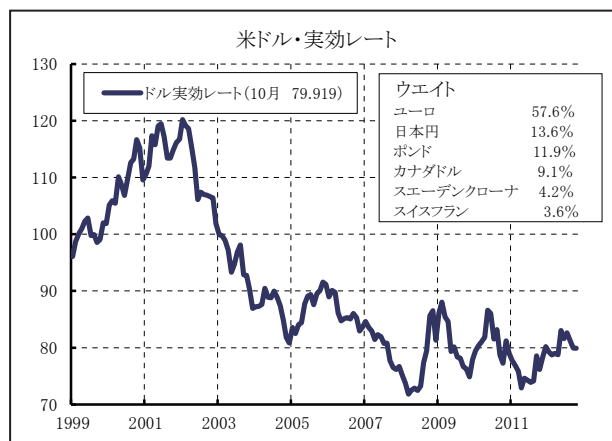
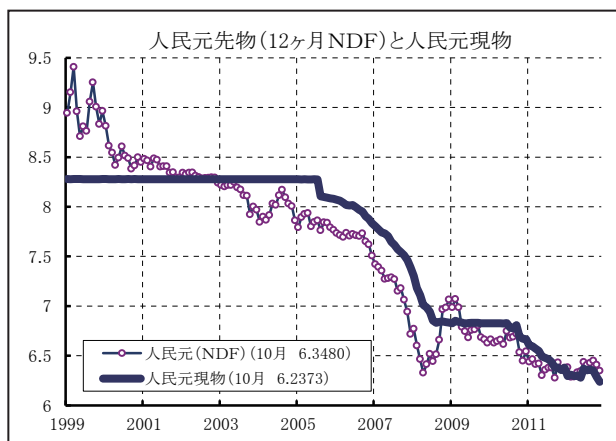
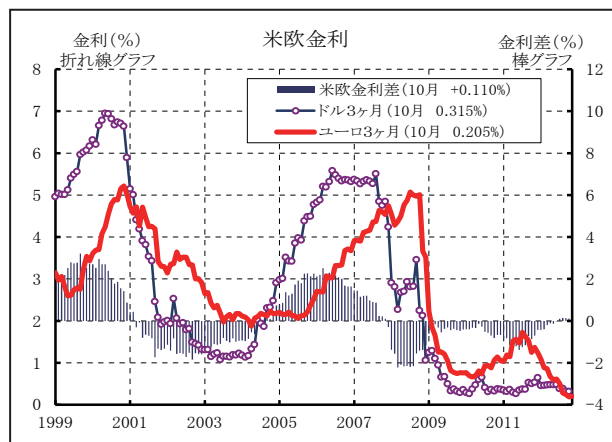
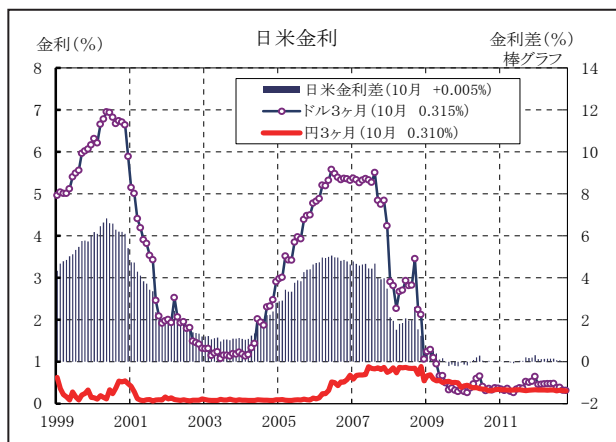
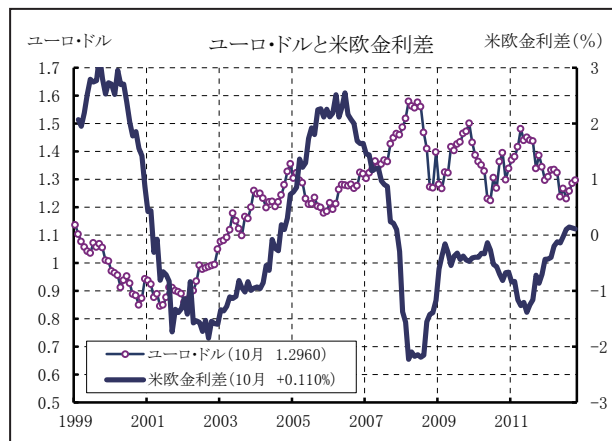
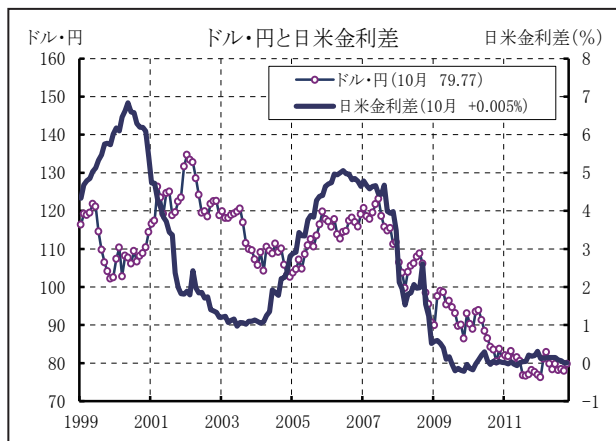
海外 債券市場



株式市場



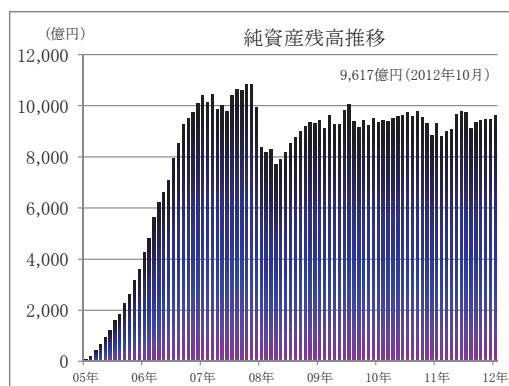
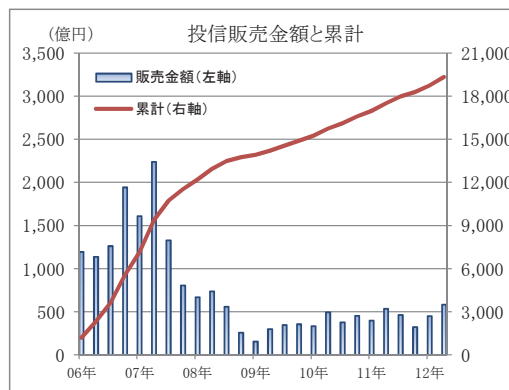
為替市場



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4-6月	570,876	223,810	430,029	926,537
2007年7-9月	593,850	133,090	467,792	1,008,275
2007年9-12月	548,536	80,578	489,984	1,043,958
2008年1-3月	514,559	66,921	508,495	978,531
2007年度累計	2,227,821	504,399	-	-
2008年4-6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7-9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9-12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1-3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4-6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7-9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10-12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1-3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4-6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7-9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10-12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1-3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4-6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7-9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10-12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1-3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月				
2012年10-12月				
2013年1-3月				
2012年度累計	297,000	58,338		
累計	9,419,022	1,933,236	-	-

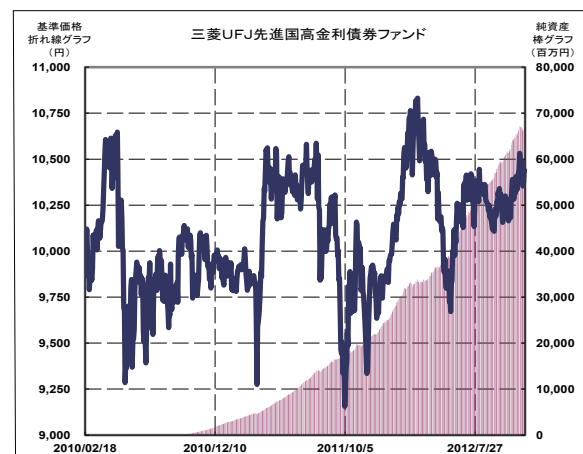
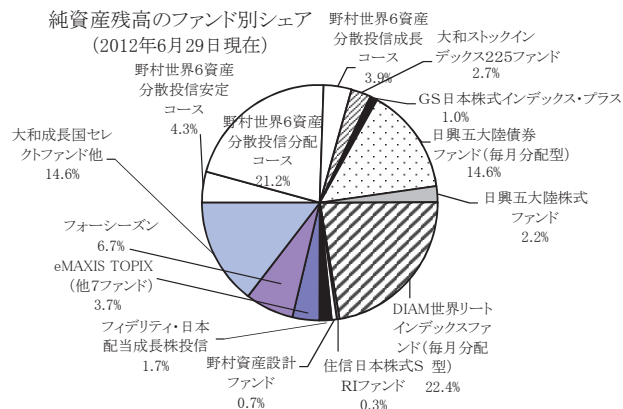


ゆうちょ銀行取扱のファンド別純資産

(単位:百万円)

ファンド名	2012年3月30日	2012年4月27日	2012年5月31日	2012年6月29日	2012年7月31日	2012年8月31日	2012年9月28日	2012年10月31日
野村世界6資産分散投信安定コース	44,695	44,239	42,440	42,582	42,446	42,080	41,492	40,920
野村世界6資産分散投信分散コース	246,932	239,288	220,946	218,684	213,260	210,299	206,385	204,346
野村世界6資産分散投信成長コース	42,672	41,050	37,125	38,087	37,467	37,198	37,266	37,114
大和ストックインデックス225ファンド	28,048	26,867	24,891	26,621	25,833	25,849	25,900	26,163
GS日本株式インデックス・プラス	11,516	10,798	9,665	10,258	9,800	9,547	9,601	9,522
日興五大陸債券ファンド(毎月分配型)	171,797	166,468	154,012	151,268	147,235	145,219	141,557	140,881
日興五大陸株式ファンド	23,612	22,913	20,057	20,297	20,795	20,809	21,134	21,152
DIAM世界リートインデックスファンド(毎月分配型)	210,597	213,089	195,503	204,074	211,482	211,298	208,132	215,439
住信日本株式SRIファンド	3,904	3,688	3,289	3,503	3,376	3,291	3,293	3,285
野村資産設計ファンド	7,465	7,274	6,766	6,901	6,870	6,836	6,832	6,773
フィデリティ・日本配当成長株投信	20,161	18,704	16,504	17,455	16,730	16,449	16,444	16,112
三菱UFJ先進国高金利債券ファンド	33,255	36,517	38,581	45,437	51,528	55,338	60,402	66,132
ダイワ成長国セレクト債券ファンド	54,001	58,370	58,159	62,048	65,965	67,945	69,795	69,861
DIAM世界好配当株式ファンド	918	983	934	1,018	1,136	1,179	1,221	1,284
新光サザンアジア株式ファンド	2,355	2,410	2,197	2,244	2,318	2,280	2,354	2,325
eMAXIS TOPIXインデックス(他7ファンド)	30,784	31,275	29,156	30,977	32,816	33,431	34,695	35,732
フォーシーズン	46,887	49,890	52,295	54,052	55,487	57,290	61,340	64,065
野村米国ハイイールド・ファンド(毎月決算型)	32	33	48	47	87	77	258	436
ニッセイ日本債券ファンド(毎月決算型)	45	52	58	58	64	74	77	192
合計	979,676	973,908	912,626	935,618	944,695	946,489	948,178	961,734

(注)この投資信託純資産は、Bloombergから取得したため上表<ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況>の合計と誤差がある。



< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

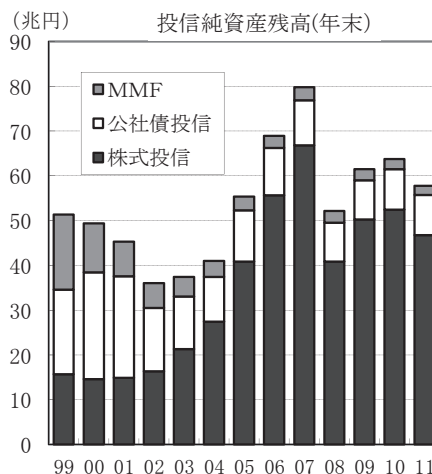
(単位: 億円)

タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年5月	9,031	23,167	147,494	122,972	201,553	85,464	457,678	466,709	354	86,519	89,703	19,642	573,223
6月	8,937	24,568	148,565	123,831	204,958	91,585	469,676	478,613	329	85,287	85,616	19,344	583,573
7月	9,184	23,496	149,231	124,518	209,439	89,920	472,086	481,270	332	84,914	85,246	19,256	585,771
8月	10,768	23,100	148,169	123,401	208,219	89,861	469,349	480,117	330	85,287	86,617	19,051	585,785
9月	11,191	23,239	147,442	122,672	209,692	91,411	471,784	482,975	308	85,414	85,722	18,772	587,469
10月	11,578	23,134	148,210	123,248	214,338	92,034	477,716	489,294	304	85,287	85,591	18,697	596,226

< 契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況 >

(単位: 億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	57.1%	27,965	40.4%	21,802	0.5%	513,536	100%
2000年12月	424,562	58.6%	54,197	40.9%	15,234	0.6%	493,992	100%
2001年12月	363,075	59.0%	77,372	40.5%	12,361	0.6%	452,807	100%
2002年12月	277,062	59.2%	77,601	40.3%	5,498	0.6%	360,160	100%
2003年12月	269,596	59.4%	102,372	40.0%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年5月	347,287	60.6%	222,612	38.8%	3,324	0.6%	573,223	100%
6月	353,334	60.5%	226,736	38.9%	3,504	0.6%	583,574	100%
7月	354,361	60.6%	228,000	38.8%	3,410	0.6%	585,771	100%
8月	355,286	60.7%	226,952	38.7%	3,547	0.6%	585,785	100%
9月	356,142	60.6%	227,754	38.8%	3,573	0.6%	587,469	100%
10月	362,672	60.8%	229,940	38.6%	3,615	0.6%	596,227	100%



< 3ヶ月リターンランキング(QUICK投信平均) >

2012/10/31現在

(リターンの単位: %)

分類名	現在値	1カ月 リターン	3カ月 リターン	6カ月 リターン	1年 リターン	2年 リターン
※ 国際株式型	8,085	1.90	6.06	▲ 2.80	2.72	▲ 7.30
※ 派生商品型	3,527	1.23	4.91	▲ 3.24	▲ 1.32	▲ 8.58
※ ファンド・オブ・ファンズ	8,238	2.42	4.13	0.62	9.07	7.39
※ 転換社債型	13,964	1.74	3.84	0.65	4.68	▲ 0.22
◆ 総合	8,875	2.05	3.76	▲ 0.59	6.08	4.81
※ バランス型	11,848	2.16	3.25	0.94	6.15	8.73
◎ NASDAQ総合(円換算)		▲ 1.92	3.21	▲ 4.11	13.63	16.93
◎ 日経ジャスダック平均	1,344.49	2.19	2.80	▲ 3.30	13.70	16.43
※ インデックス型	7,010	0.66	2.80	▲ 5.89	0.36	▲ 2.01
◎ 日経平均	8,928.29	0.66	2.68	▲ 6.22	▲ 0.67	▲ 2.98
◎ NYダウ(円換算)		0.05	2.59	▲ 2.75	12.24	16.00
※ 業種別インデックス型	8,964	0.73	2.04	▲ 5.71	▲ 0.62	▲ 1.79
◎ ドル/円レート	79.66	2.65	1.91	▲ 1.88	2.46	▲ 1.52
※ 国内株式型	7,945	0.85	1.91	▲ 6.64	▲ 0.61	▲ 2.26
◎ TOPIX	742.33	0.67	0.82	▲ 7.70	▲ 2.84	▲ 8.46

※・・・投資信託協会の大分類

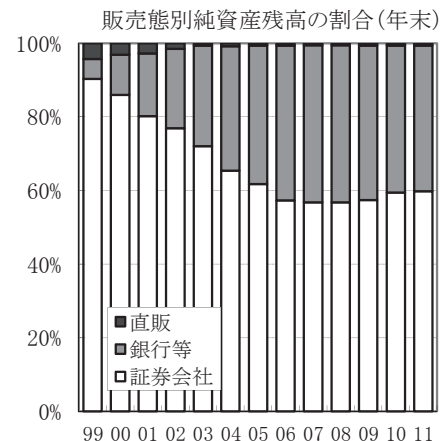
◆・・・総合(全分類対象)

◎・・・マーケットの主要な指標(参考値)

(算出対象期間: 1カ月リターン: 4週間、3カ月リターン: 13週間、

6ヶ月リターン: 26週間、1年リターン: 52週間、2年リターン: 104週間)

(出所) QUICK MoneyLife HP: <http://money.quick.co.jp>



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 定期貯金	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	繰延税金負債	負債合計
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599		4,145		517,776	7,064		2,768,867
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		427,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高		流動性貯金						定期性貯金		その他の貯金	
			うち 前期末増減額	流動性貯金 前期末増減額	うち 定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	うち その他の貯金	その他の貯金の 前期末増減額				
2011年3月	1,746,532	▲ 10,768	598,469	▲ 1,398	1,145,045	▲ 9,938	3,018	569				
6月	1,761,866	15,334	616,531	18,062	1,142,187	▲ 2,858	3,149	131				
9月	1,748,784	▲ 13,082	604,986	▲ 11,545	1,140,984	▲ 1,203	2,813	▲ 336				
12月	1,760,519	15,334	613,697	8,711	1,144,578	3,594	2,245	▲ 568				
2012年3月	1,756,354	▲ 4,165	601,948	▲ 11,749	1,151,810	7,232	2,596	351				
6月	1,767,281	10,927	614,522	12,574	1,150,153	▲ 1,657	2,606	10				

＜特別貯金残高と前月末増減額＞

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金の 前月末増減額	積立郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 前月末増減額
2012年5月	341,181	▲ 4,999	▲ 1,172	0	▲ 3,826	0
6月	336,880	▲ 4,300	▲ 936	0	▲ 3,364	0
7月	332,344	▲ 4,535	▲ 638	0	▲ 3,896	0
8月	327,493	▲ 4,851	▲ 1,154	0	▲ 3,696	0
10月	319,824	▲ 4,046	▲ 722	▲ 1	▲ 3,322	0

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

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

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

(注)5 未払利息は含まれない。

＜各種金利＞

(単位:%)

年月	財政融資資金		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2012年4月	1.0	1.1	0.04
5月	0.9	0.9	0.04
6月	0.9	0.9	0.04
7月	0.8	0.9	0.04
8月	0.7	0.8	0.04
9月	0.8	0.8	0.04
10月	0.8	0.8	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
2004年3月	1,091,605	892,732	94,835	69,026	35,012	37,761	27,862	74,559	1,573,743	2,805,530
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

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。

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

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

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

(注)5 その他の資産等には、商品有価証券、外国為替、その他資産、有形固定資産、無形固定資産、貸倒引当金を含む(2008年3月以降)。

＜有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)＞

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2004年3月	89,534,978	18,332	9,872,196	387,918	6,996,720	58,919	3,501,161	▲ 134,234	109,905,055	330,935
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

＜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

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
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

(注) 2008年3月以降の資産残高には、金銭の信託に入っている現預金は含まれない。

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		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
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1			5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1			8,396	▲ 46
2009年9月	8,452	113	713	20	1,942	12	141	0	11,250	146
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0	12,866	197
2010年9月	9,745	400	947	58	605	1	128	3	11,427	463
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1	12,383	221
2011年9月	11,302	370	946	47	320	0	110	2	12,680	420
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	12,908	420

(注) 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。

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライ ヤー比率	VaR						
		損失額	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
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月
2008年9月	26.73%	21,526	80,505					
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
2009年9月	22.85%	18,991	83,107					2009年4月～2010年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	
2010年9月	16.19%	13,835	85,411					2010年4月～2011年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	
2011年9月	9.60%	8,458	88,026					2011年4月～2012年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	

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

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

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポ ージャー額	貸出金・預け 金等	機構への担 保の提供	有価証券	デリバティ ブ	その他	信用リスク・ア セット額	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額				
								0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2008年9月	3,109,944	470,622	904,195	1,730,502	35	4,590	54,577	2,905,825	74,000	99,241	7,423	23,456
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2009年9月	2,751,751	287,138	686,138	1,775,333	345	2,798	54,432	2,597,155	52,085	60,886	9,959	31,667
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2010年9月	2,555,584	260,059	539,788	1,751,420	1,141	3,175	82,079	2,359,585	53,109	81,592	20,076	41,222
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
2011年9月	2,455,876	354,323	389,174	1,706,527	2,441	3,411	81,560	2,240,307	52,572	89,458	30,253	43,285

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)					補充的項目 一般貸倒	リスクアセット 等(E)	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額				自己資本比 率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本準備金	利益準備金	社外流出額	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額								
						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				
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041		85.90%	85.90%	
2008年9月	8,050,505	3,500,000	4,296,285	333,930	▲ 80,043	331	8,868,512	4,916,947	540,728	3,410,837		90.77%	90.77%	
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115		92.09%	92.08%	
2009年9月	8,310,728	3,500,000	4,296,285	513,967	-	474	8,795,817	5,397,864	45,288	3,352,664		94.48%	94.47%	
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%	
2010年9月	8,541,199	3,500,000	4,296,285	744,421	-	491	10,646,673	7,248,772	90,685	3,307,215		80.22%	80.21%	
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%	
2011年9月	8,802,632	3,500,000	4,296,285	1,005,850	-	495	11,484,032	7,915,374	275,463	3,293,194		76.65%	76.64%	
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%	

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金		経常費用	うち資金		うち営業 経費	うちその 他費用	経常利益	当期純利益
		運用収益	他収益		調達費用	他費用				
2003年4月 - 2004年3月	5,871,450	4,589,446	1,282,004	3,600,665	2,498,814	1,053,867		47,984	2,270,784	2,275,515
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

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(5275)1805

注:この資料は特定の売買を推奨するものではありません。

この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品