

ゆうちょ資産研レポート

2014年11月号

ファンダメンタル・アナリシス	1
日銀の10/31量的金融緩和は最終局面で日本経済に何をもたらすのか - マネタリーベース80兆円追加で日銀BSは対GDP比16.4%増加して1年後には75%へ 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティリサーチ部 チーフエコノミスト 佐治 信行	
マーケット・アウトルック(1)	7
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・アウトルック(2)	13
中央銀行の大量購入の下での国債市場 モルガン・スタンレーMUFG証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 河野 研郎	
資産研コーナー	19
日本の物価連動国債の発行再開 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

ファンダメンタル・アナリシス

日銀の 10/31 量的金融緩和は最終局面で日本経済に何をもたらすのか

マネタリーベース 80 兆円追加で日銀 BS は対 GDP 比 16.4% 増加して 1 年後には 75% へ

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 エクイティリサーチ部 チーフエコノミスト 佐治 信行

10/31 に日銀は追加的金融緩和に踏み切った。今回の時期と規模はわれわれの事前予想（来年 1-2 月頃に同規模 1 年延長）を超えるものであった。うち年 80 兆円の国債増加額は 2014 年度一般会計国債発行額 41.3 兆円の 1.94 倍に相当する。同日に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は基本ポートフォリオ（中期）を見直し、国内債の資産割合を従来の 60% から 35% へ変更。運用状況一定なら GPIF から 32 兆円の国債が拠出される計算。GPIF 運用に連動が推察される準公的年金（共済）も入れると同 40 兆円前後。日銀国債購入年 80 兆円はこれで可能になるが。

今回の日銀追加政策と今後の政治日程

今回の日銀の決定で株価上昇、このモメンタムが内閣支持率上昇につながり、更に 11 月に平成 26 年度補正予算（3 兆円前後と言われ始めている）が編成されて来よう。そして 12 月上旬には与党税制大綱が発表される。その中で 2015 年 10 月の消費税率現行 8% から 10% への引き上げが書き込まれる。今年の段階的な消費税率引き上げは、税と社会保障の一体改革と言って、税率引き上げによる増収分は社会保障費の自然増加及び改善に向かう。これは財政収支の直接的な改善が目的なものではなく、社会保障制度を維持するもので、国民を安心させることを目的として始まったものである。つまり、今回の日銀の追加的金融緩和、11 月の補正予算、12 月の消費税率引き上げ決定は 2015 年 4 月の地方統一選挙で自民党が勝利して、同年 9 月の自民党総裁選、2016 年に控える参議院選及び衆議院選を通じた政権維持には不可欠な政治日程的第一歩に理想的にはなるはずだ。推察の域を出ないが、今回の時期と規模の面で意表を突いた日銀の金融緩和は経済的というより政治的な色濃さを印象として持たざるを得ないものである。11/10 前後から、衆議院解散から総選挙や消費税率引き上げ時期の 1 年半延期の思惑が働き始めているが、マクロ経済的観点からの理想としては 2015 年 10 月からの消費税率引き上げであろう。

今回の日銀政策の最大呼応者 GPIF

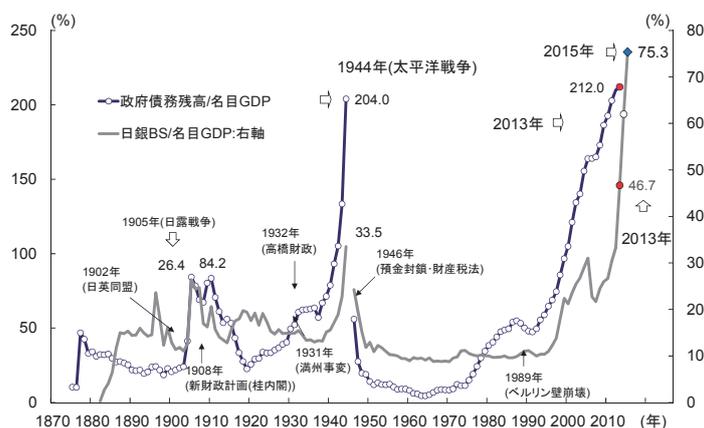
今回の日銀の金融緩和は1年でマネタリーベースを80兆円増加させるとしている。マネタリーベースは、2013年末202兆円が2014年末に275兆円に36.1%増加するところ、これで1年後には80兆円増加して355兆円になり29.1%増となり、伸び率としては若干鈍化する。日銀はこのマネタリーベース80兆円の増加は長期国債の保有残高を80兆円増加させるとしており（この他にETF、J-REITも）、更にその平均残存期間をこれまでの7年から7～10年へと延ばす。2015年には日銀が保有している長期国債187兆円（10月31日時点）のうち35.6兆円が償還を迎える（MUMSS推計）。そして、現時点での保有長期国債の平均残存年数は5.78年（MUMSS推計、2013年11月時点5.05年）と、昨年4月4日に目標とした7年を下回っているため、仮に今後1年で7年を超えて更に10年に近づけようとするれば日銀は超長期国債を大量に購入しなければならない。このためには発行体である国が当初予算で発行する国債の発行年限を長期化し、そして同時に超長期国債保有者が大量の国債を抛合せねばならない。その抛出者がGPIF及び準公的年金である。

これは平成版の"高橋財政"なのか

今回の日銀の追加的金融緩和が実施されると、日銀のBSはその金額だけではなく対GDP比率でも未曾有の高水準になる（図表1）。具体的には、現在の日銀BS規模の286.8兆円（10月31日）が単純に80兆円増加するとして計算すると1年後には366.8兆円となる。これは対GDP対比で75.3%、太平洋戦争中の1944年33.5%の2倍以上の水準であり、日露戦争（1905年）26.4%の3倍の規模に相当する。1932年に始まった当時の大蔵大臣高橋是清氏の"高橋財政"が昭和恐慌による長期デフレからの脱却を日本経済にもたらした、と言うことが今日的には通説となっているところである。しかし、今回の日銀の超異次元金融緩和と歯止めなき財政政策がこの"高橋財政"をなぞっているわけではない相違点は、改めてここで整理しておきたい。

図表 1. 日本政府債務・日銀 BS【1870 年～】

(年度)



出所：財務省「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」、日本銀行「日本銀行勘定」、内閣府「国民経済計算」より MUMSS 作成

"高橋財政" と今日的な財政金融政策との3つの相違点

第一に、財政拡張の主因が違う。1930年代の国の一般歳出の中心は軍需費であった。高橋蔵相時代の最終年である1935年の軍需費は一般歳出の46.8%に拡大していた。現在は一般歳出（国債費を除く基礎的財政収支対象経費）のうち社会保障費が42.0%を占める（2014年度）。前者は技術開発、イノベーションを誘発する。実際に日本の自動車メーカー創業は1933年、"高橋財政"の頃である。そして日本の重化学工業化が進む。後者はその効果が相対的に低いと推察される。また、軍需費の増勢は永久には続かない。これは「戦争1年、平和10年」と言われるところだ。しかし社会保障費は半永久的に続く可能性が高い。特に医療費の増加は平均寿命が延びれば延びるほど増加する。第二に、人口動態の違いである。1930年代の日本の人口は1930年の6,440万人、1935年6,920万人、1940年7,190万人へ増加していた。国が多額の借金をしても国内には税金を納める主体である労働者と企業は存在していた時代だ。今回は人口が減っているだけでなく、会社事業所数も減少している。全国事業所数は2001年の635万事業所から2006年には591万事業所へと44万事業所の減少となっている（総務省「事業所・企業統計調査」）。第三に、1930年当時の日銀は国債引受けを実施したものの結果的には日銀BSは対GDP比で緩やかに低下していた点である。"高橋財政"の時、日銀は引受けた国債を市中銀行に短期間で売却し、過剰な流動性供給には至っていない。高橋財政では金本位制からの離脱が円安を決定付け、円/ドルレートは1930年の2.02円から

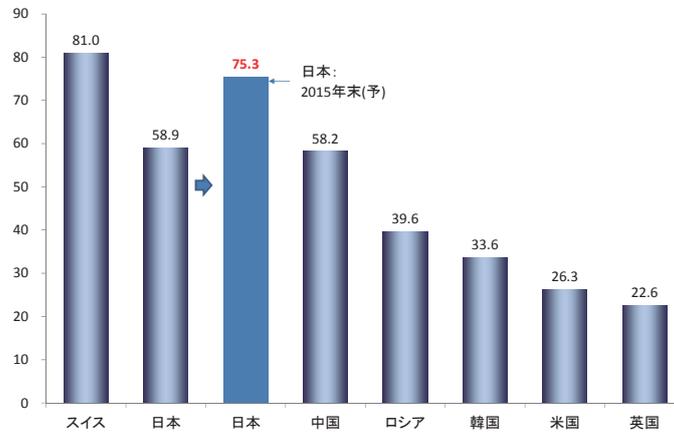
1935年には3.50円へ大幅に下落している。そしてこの円安が豊富な国内労働力と相まって、日本の輸出額を大幅に増加させた。輸出総額は1930年からの5年間で70.2%増加し、アジア向け輸出増加寄与度は+40.8%ポイントであった（旧大蔵省）。そして今回は日銀のマネタリーベース増加施策が円相場に働きかけて円安が進行するものの、国内での大幅な企業設備投資の増加につながって来てはいない。

日本中央銀行はスイスに次ぐBS拡張、2015年末には1ドル=127.5円か

この今回の歴史的な日銀BS拡張は海外中央銀行BSの規模と比較しても目立つ大きさである（図表2）。日銀BSは今回の措置で2015年10月末でGDP対比75%まで拡張する計算になるが、これは英米の中央銀行BS同比率の3倍規模になるだけでなく、中国人民銀行BSの規模を1年強にして抜き去るスピードでの拡張である。この中央銀行BS拡張は需給的な観点で通貨安要因となる。日銀BS拡張ペースの過去2年間の幅と、その間の円レートが80円/ドルから足元115円/ドルへ43.7%減価した関係をこの先2015年末に予想される日銀BS水準を前提して、2015年末に予想される円レートを単純に導くと、127.5円/ドルとなる。予想される円安が高齢化した日本の消費市場にどれくらいの圧縮力になるかは注目される場所である。円安がマクロ経済に与える影響は過去15年間で確実に低下してきている。内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル」のシミュレーションによれば、円安（円の対ドル減価）10%進行した場合の実質GDPに与える影響は3年間累計で、1998年時点計量モデル、つまり1998年当時の経済構造下では実質GDPを1.88%押し上げてものの、2011年時点では0.58%押し上げまで3分の1以下に縮小している（図表3）。これは円安が国内設備投資を刺激する力が衰えてきていることが影響している。

図表 2. 中央銀行総資産（BS）対名目 GDP 比率

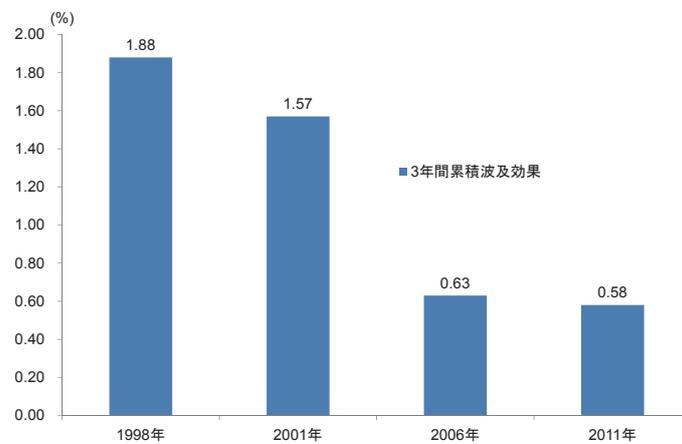
(2014 年直近月、%)



注：日本、米国、EU の直近は 2014 年 10 月末、英国、中国、ロシア、スイスは 9 月末、韓国は 8 月末の値
出所：各国中銀より MUMSS 作成

図表 3. 円の対ドル 10% 為替減価の実質 GDP への影響

(3 年間累積波及効果)



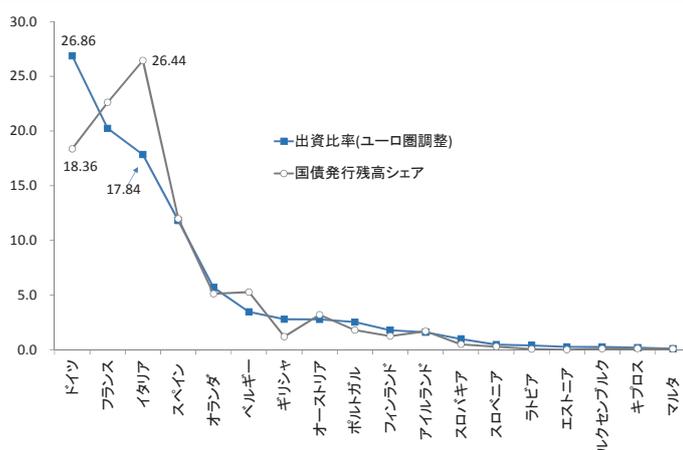
出所：内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル」各年版より MUMSS 作成

米国 FRB、欧州 ECB に比べて出口が見えない日銀

日銀 BS 拡張からくる円安圧力とともに、この先注目せざるを得ないことは日銀の金融緩和政策の出口戦略である。これまで日銀は大量の国債を購入してきたのであるから、国債を売却することでその出口は現実的なものとなる。そのため、国債売却時に国家財政の健全化が政府から固く約束されていないと、国債価格の急落、金利上昇を誘発することになる。消費税率大幅引き上げ（税収増加）、年金及び医療制度改革（歳出削減）等財政収支大幅改善が着実に実行される具体的なプランが明言されていないといけない。この点米国においては、2012 年～2013 年度の歳出削減が実績として示されており、2013 年度

において歳出額が1兆2,021億ドル、前年比6.5%減だ（米国行政管理予算局（OMB））。欧州においてはECBの量的金融緩和が域内国の国債購入によって実施されるものとみられるが、その方法はECBへの国別出資割合に応じてとされている。こうなるとECB出資比率トップはドイツで18.76%。但し、ユーロ圏内での同シェアは26.86%とフランスの20.24%を引き離している。他方、ユーロ圏内の国債発行残高は6兆6,640億ユーロ、このうちドイツは18.36%のシェアでフランスの22.62%、イタリアの26.44%を下回る。つまり、ECBが出資比率に応じて購入する国債はドイツ国債のウエイトが発行シェアに比較して高まることになる。因みに、イタリアのECB出資比率は17.84%、ギリシャは同2.79%（ともにユーロ圏内）である。ECBのBSは拡張しながらも自然的に格付けが高い国債に荷重がかけられながら進むことになる。こうしたことを勘案すれば、米国と欧州の中央銀行は量的金融緩和の出口局面に入った場合に、市場信用力の高い資産を円滑に売却できることになる。しかし、日本の財政収支改善は何ら担保されないままであれば、中央銀行は溜まった国債の出口を探る場面になって慌てることになる。政府による財政均衡化の確約がない限り、日銀は出口を探ることが困難となり、終わりが無い金融緩和の罫にはまる可能性は、高まる。そして対先進国通貨で円の独歩安が始まる。先に示した日銀BS拡張割合から算出した2015年末127.5円/ドルは通過点に過ぎず、一層の円安を覚悟せねばならない事態も予想しておく必要がある。財政構造改革なき量的金融緩和は、無謀だ。更に、補正予算の追加、衆議院解散、1年半の消費税率引き上げ時期の延期が取りざたされる今日の政治状況に対しては理解するに時間がかかる。

図表 4. 国別 ECB 出資比率・ユーロ圏国債発行残高
(2013年、%)



出所：欧州中央銀行（ECB）より MUMSS 作成

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

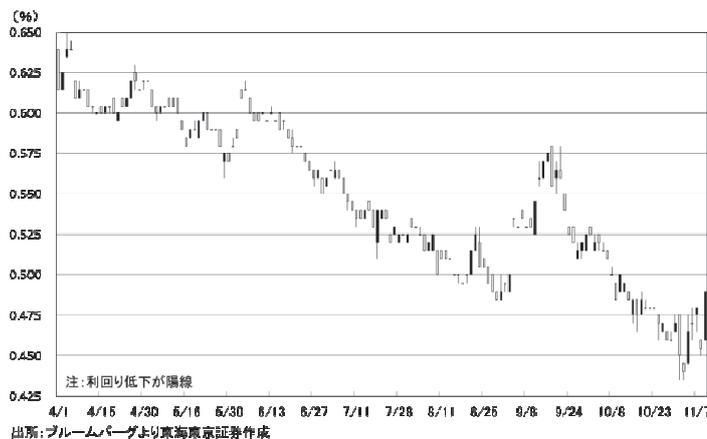
1. はじめに

今年度（2014年度）の長期金利（10年国債利回り）は4月3日の0.650%を最高水準に低下基調にある（図表1）。9月には円安・株高などを受けて上昇する場面もあったが、一時的なものにとどまった。足元は日本銀行による追加の金融緩和もあり、0.40%台が定着、さらなる低下をうかがう展開にある。

昨年度、この0.40%台での滞空時間は極めて短かった。0.50%割れに対する市場参加者、特に投資家の抵抗感は強いはずである。それにもかかわらずこのような状況にあるのは、やはり、日銀の強力な金融緩和、大量の国債買入れが効いているからだろう。もちろん、内外の経済環境がサポートしている部分もある。

それでは、今後の長期金利の見通しやその背景を解説する。

（図表1）2014年度の10年国債利回り推移

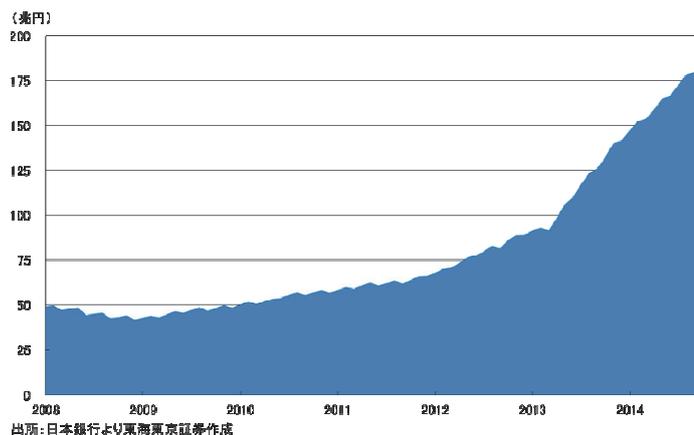


2. 利回りの「自然落下」と日銀の金融政策

昨年4月4日、日銀は「量的・質的金融緩和」を決定した。マネタリーベース・コントロールを採用、ディレクティブは、「年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う」（日本銀行）となった。それに際し、主役となるオペレーションは長期国債の買入れだった。市中発行額の7割程度を買入れ続け、年間残高の増加は50兆円相当とした¹。

さて、短期国債も含めた大量の国債買入れは、「過去形」ではない。その影響は国債需給の逼迫から金利水準を1回切り下げて終わるのではなく、「現在進行形」で切り下げ続けるという理解になるはずである。さらに、後述するように10月31日には追加の金融緩和を決定、買入れる長期国債は増額された。

（図表2）日銀保有の長期国債残高の推移



¹ 2013年度の増加額は62.8兆円だった。

前掲のディレクティブを吟味しよう。マネタリーベースは現金と日銀当座預金である。さらに、日銀当座預金は概ね所要準備と超過準備に分かれる。その性質上、現金や所要準備が年間数十兆円規模で増加することはない。したがって、日銀がマネタリーベースを年間60兆～70兆円（追加緩和前）積み上げるには、同様に超過準備を増やす銀行など金融機関の存在が必要になる。

昨年度、最も貢献した都市銀行はそれに従い、国債残高を30兆円減らした（年度末残高78.5兆円、図表3）。しかし、彼ら

の国債に対する担保需要などを踏まえると今年度の同様の貢献は難しく、幅広く他の金融機関が超過準備を増やす必要がある。その際、利回りの低下が国債売却を促すインセンティブになる。

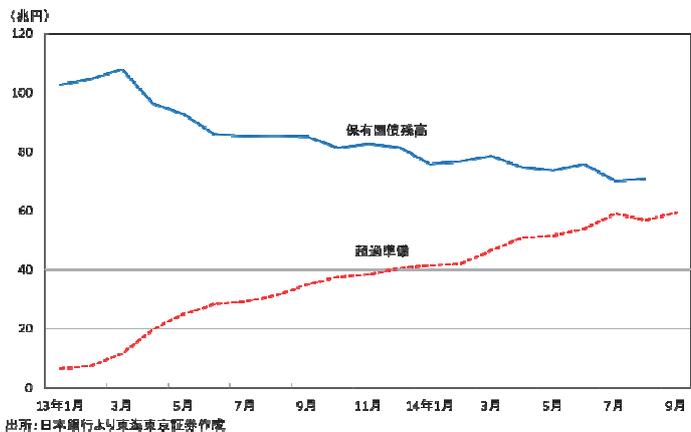
既にこのようなメカニズムで利回りの「自然落下」が確認できていた（図表1）。ところが、10月31日、日銀は追加の金融緩和、「量的・質的金融緩和」の拡大を決定した。

まず、日銀はマネタリーベースの年間増加額を前掲の60兆～70兆円から80兆円に拡大した。資産買入れは長期国債の保有残高の年間増加ペースを約50兆円から約80兆円へ約30兆円引き上げた。これに従い、「自然落下」の圧力は一段と強まると見られる。前述説明のとおり、日銀は国債をより幅広い投資家から買入れる必要があるからだ。拡大した形で「現在進行形」は続くことになる。もちろん、過度の利回り低下に対する市場の警戒感と綱引き状態ではあり、一気の利回り低下とはいかないだろう。円安・株高が続けば、それも一定の足枷になる。

そして、長期国債買入れは毎月8兆～12兆円に引き上げられた。月平均では国債の市中発行額を上回る場面もあると見られ、一段の需給の逼迫と流動性の低下は避けられまい。買入れの平均年限はこれまでの7年程度から7～10年程度に延長された。ゾーン別に見ると残存期間1年超5年以下及び残存期間10年超の上限などが引き上げられた（図表4）。したがって、これらの年限の需給が逼迫しやすく、特に、元々流動性の低い超長期ゾーンへの影響が大きくなる。もちろん、「イールド・カーブ全体の金利低下を促す」というのが日銀の意図である。

この10月31日の決定で日銀は物価目標の達成に極めて強い意思を示した。声明文には以下のとおりある。「現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するた

（図表3）都市銀行の保有国債残高と超過準備



出所：日本銀行より東海東京証券作成

（図表4）「当面の長期国債買入れの運営について」（日本銀行）

<6月18日>		(億円)	
残存期間など	月頻度	1回当たり金額	合計
1年以下	2回程度	1,100～2,500程度	2,200～5,000程度
1年超5年以下	6回程度	5,000～7,000程度	30,000～42,000程度
5年超10年以下	6回程度	4,500～6,000程度	27,000～36,000程度
10年超	5回程度	1,300～3,500程度	6,500～17,500程度
変国(偶数月)	隔月1回	1,400	1400
物国(奇数月)	隔月1回	200	200

注：残存期間10年超は(中略)残存期間10年超25年以下1,000億円、残存期間25年超300億円とする予定

<10月31日>		(億円)	
残存期間など	月頻度	1回当たり金額	合計
1年以下	2回程度	1,100～2,500程度	2,200～5,000程度
1年超5年以下	6回程度	5,000～12,000程度	30,000～72,000程度
5年超10年以下	6回程度	4,000～6,000程度	24,000～36,000程度
10年超	5回程度	1,300～4,000程度	6,500～20,000程度
変国(偶数月)	隔月1回	1,400	1400
物国(奇数月)	隔月1回	200	200

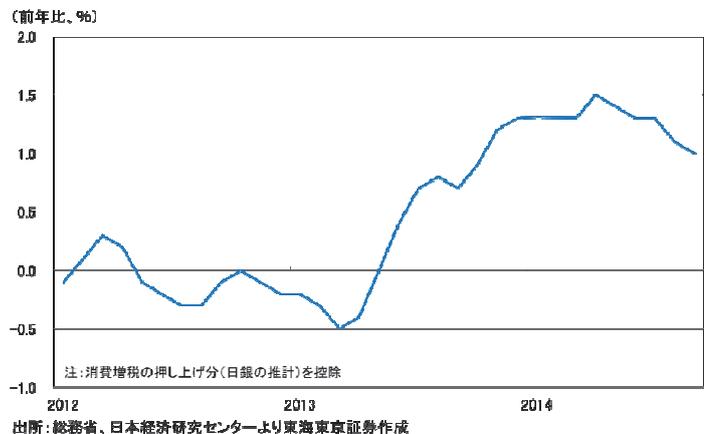
注：最初のオファー金額は残存期間1年以下1,100億円、1年超3年以下5,500億円、3年超5年以下5,500億円、5年超10年以下4,000億円、10年超25年以下2,400億円、残存期間25年超1,200億円とする予定

出所：日本銀行より東海東京証券作成

め、ここで、『量的・質的金融緩和』を拡大することが適当と判断した。(日本銀行)日銀は市場に対して先手を打った格好となった。

しかし、今回の追加緩和を踏まえても、依然、物価目標の達成は難しいというのが市場関係者の大勢の見方だろう。原油価格の下落などから今後、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比増加幅は消費増税の影響控除後で1%を割り込むと予想される(図表5)。今後、さらなる緩和観測が強まる可能性は低くない。それは円安・株高要因と見られるものの、「量的・質的金融緩和」の拡大は基本的に金利低下要因と判断するのが妥当である。

(図表5) 全国・消費者物価指数(除く生鮮食品)

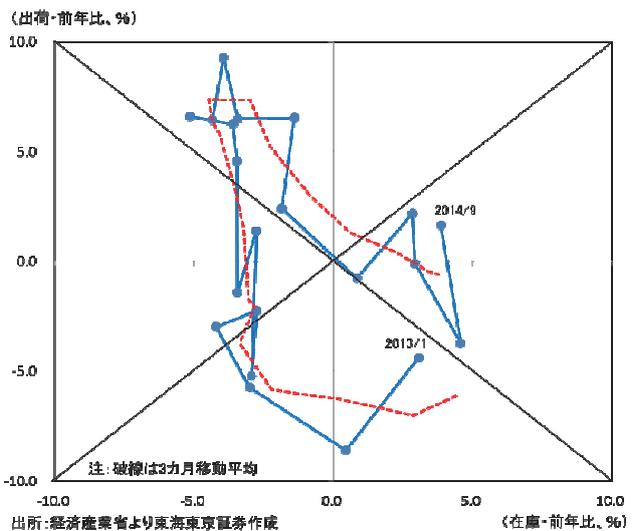


3. 国内経済

円安が進行しても輸出数量は増えず、消費増税の悪影響は当初の一般的想定よりも強かったようである。4～6月期の景気悪化は大きく、7～9月期の持ち直しは緩慢だった。

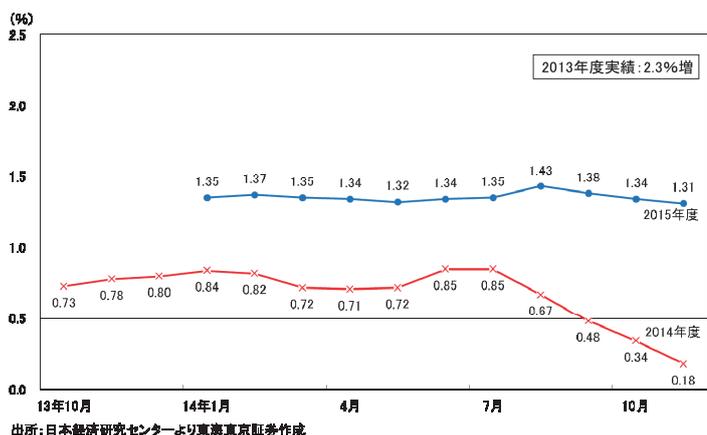
9月の鉱工業出荷・在庫(速報値)のデータを確認してみよう。生産者出荷は前月比4.3%増(前月2.1%減)と2カ月振りに増加した。前年比も1.7%増(前月3.7%減)と3カ月振りの増加。一方、生産者在庫は前月比0.8%減(前月0.9%増)と5カ月振りにマイナスに転じた。しかし、前年比は3.9%増(前月4.6%増)とこちらは5カ月連続のプラス。在庫調整は一定に進んだが、3カ月移動平均で確認すると「出荷減、在庫増」の状況にあり、依然、生産調整が必要と見られる(図表6)。

(図表6) 鉱工業・在庫循環



図表7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(42名)による実質GDPの予測総平均である。今年度の予測が徐々に切り下がってきているのが確認できる。そして、来年度を含めた平均値でも、昨年度実績(2.3%増)を大きく下回る見通しになっている。長期金利は景気を映す「鏡」と言える。景気がこの予測どおりに展開するのであれば、金利は昨年度の平均的水準を下回って推移、基本的に上昇する展開は見込みにくいだろう。

(図表7) ESPフォーキャスト調査・実質GDP予測



4. 米国経済・金利

10月17、18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、資産買入れの停止を決定した。一方、事実上のゼロ金利政策は「相当な期間」維持するという表現を残した。

今後の米連邦準備理事会（FRB）の金融政策に関し、「フォワード・ガイダンスを変更、一定の期間を経て政策金利を引き上げる」が既定路線である。しかし、利上げに関しては躊躇せざるを得ない場面があると見られる。米国経済は当面、デスインフレーション状態が続くと考えられるからである。

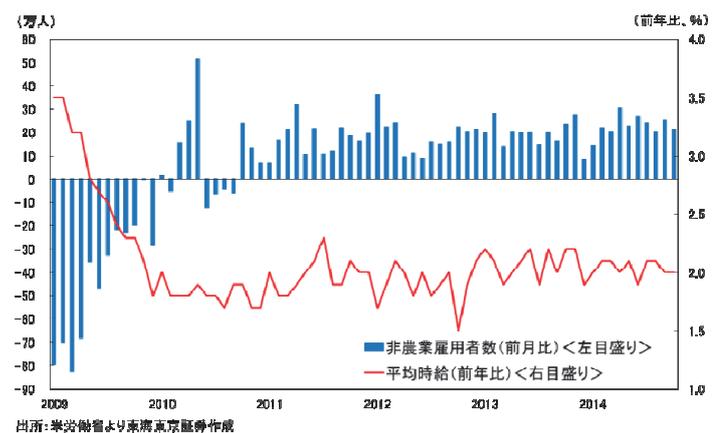
雇用統計を見ると、非農業雇用者数の回復に依然、加速感は見られず、賃金上昇は一向に弾みが見つからない（図表8）。物価動向を消費者物価指数・コアや個人消費支出（PCE）デフレーターで確認するとデスインフレの大枠に変化はうかがわれない（図表9）。そもそも、FRBが目指す物価上昇の2%は遠いと言わざるを得ない。

「ベビーブーマーの大量退職に伴い生産年齢人口比率（生産年齢人口／総人口）が低下する。それを踏まえると、米国の平均的成長率は以前の水準に戻れない」というのがいわゆる、「ニューノーマル」である。その生産年齢人口比率（国連推計）を見たものが図表10であるが、足元から低下をたどる見通しとなっている。

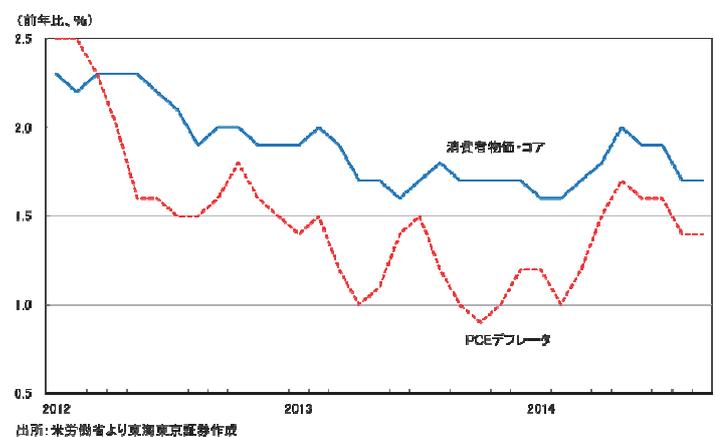
ところで、我が国の生産年齢人口比率は1990年がピークだった。バブル崩壊も重なり、時を同じくして、経済の長期低迷が始まった。このバブル崩壊に当たるのが米国の場合、リーマン・ショックであり、我が国の経験則に従うと、こういった人口動態の変化はまず、経済の供給面より需要面に影響を及ぼすと言える。「グローバリゼーション」や「IT化」なども考え合わせると、米国のデスインフレの構図が簡単に崩れるとは見込み難い。

こういった状況を踏まえると、FRBが利上げを急ぐ必要はないと見られる。現状、市場の利上げ観測は前のめりの感が否めない。しかし、量的緩和やゼロ金利は異常な政策であり、当局が正常

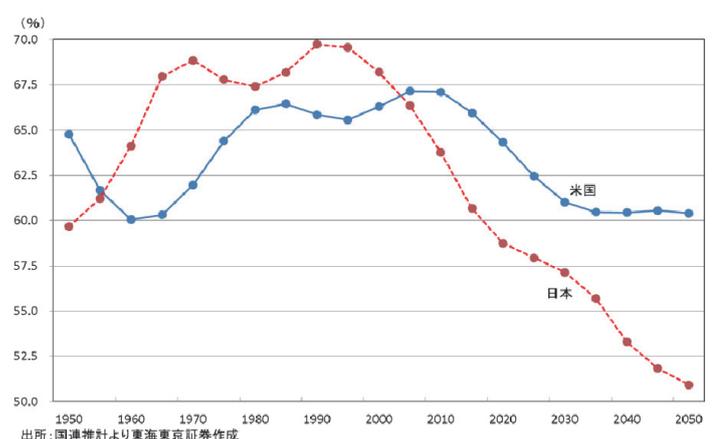
（図表8）米雇用統計



（図表9）米物価動向



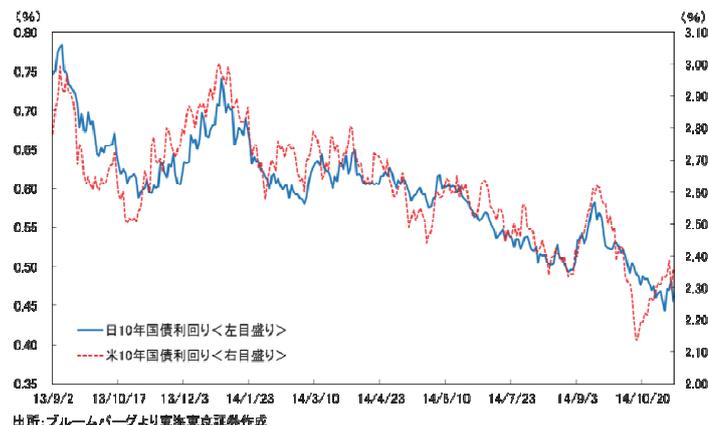
（図表10）日米生産年齢人口比率推計



化を急ぐのは理に適っていてもいる。それでも、その際は利上げが景気回復の足枷となり、やがて、期待成長率が低下することになる。国債イールド・カーブは急速にフラット化し、長期金利が下がる可能性も否定できない。いずれにせよ、デフレーション下では、長期金利は低位安定するのが妥当であり、当面、米国の急上昇は想定しにくい。

日銀の「量的・質的金融緩和」によって我が国の長期金利は「自然落下」しているというのが前述の理解だ。それでも、日米長期金利の連動性はやはり、高い（図表11、以下同じ）。それを前提にすれば、デフレーションの下、米国の長期金利が低位安定を続けるなら、我が国の長期金利もそれに沿って推移すると考えられる。たとえば、米10年国債利回りのコア・レンジを2%台前半と置いたら、我が国のそれは0.35～0.55%辺りでの推移と見られる。

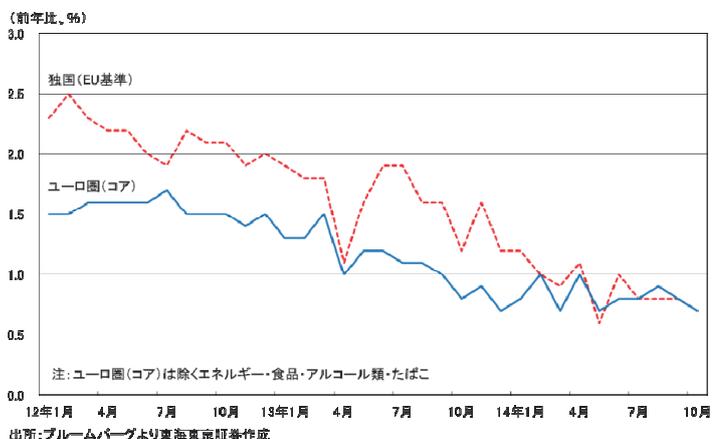
(図表11) 日米長期金利推移



5. 欧州経済・金利

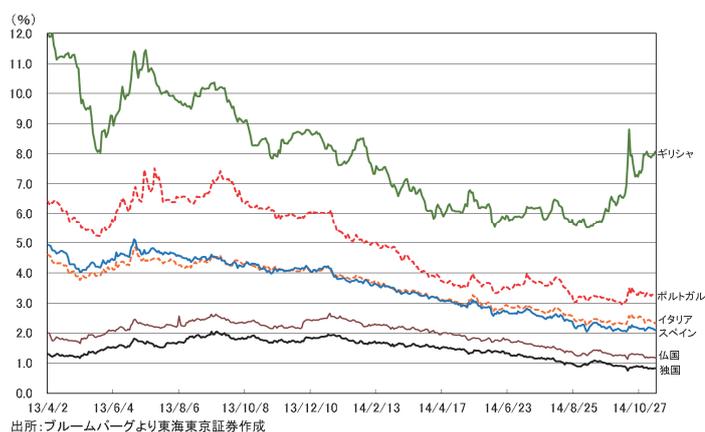
米国以上にデフレーションが深刻なのが欧州である（図表12）。やがてはデフレに陥るという「日本化」も指摘されている。景気回復は覚束ず、独10年国債利回りの1.0%割れが恒常化している（図表13、以下同じ）。独の長期金利低下が米国の金利低下を促し、わが国にも作用するという流れがあろう。

(図表12) 欧州消費者物価動向



独の長期金利低下に対し、南欧諸国のそれは鈍くなっている。これは経済が悪化すれば、彼らが抱える財政や民間債務の問題などが顕現化するリスクを市場が認識しているからだだろう。スペインに加え、イタリアの10年国債利回りも米国のそれを下回る時がある。さすがに下がり過ぎとの印象が強い。

(図表13) 欧州10年国債利回り推移



ロシア経済の混迷も気になる。ウクライナ問題に伴う欧米の経済制裁に原油価格の下落が加わり、景気後退が必至の状況にある。ロシアの混迷は欧州経済の大きな足枷になるばかりか、程度によっては世界経済への悪影響も否定し得ない。

そして、欧州の金融・財政政策にも大きな期待はできない。欧州中央銀行(ECB)はマイナス金利政策を採用している。預金ファシリティや超過準備に対する金利

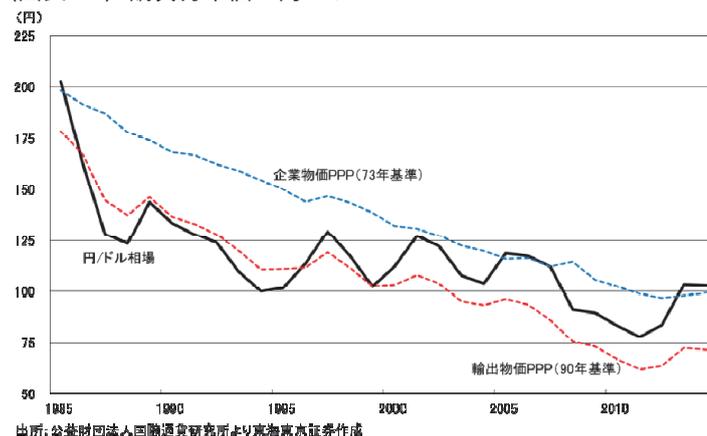
をマイナスにしているのであり、銀行は中央銀行に余資を置くことを極力回避する。それゆえ、FRBや日銀と違い、自らのバランスシートを大きく膨らますような大規模の量的緩和政策を実現することが難しい。いずれにせよ、今後の効果的手段は乏しいだろう。最後に、独に欧州全体をサポートするような財政拡大を期待することもできない。

6. 円/ドル相場の行方

一昨年秋以降、円安ドル高が進行している。日米の金融政策の方向性が主たる背景だろう。有力な決定要因と言える日米短期金利差を踏まえれば、その方向性は妥当かもしれない。しかし、長期的な決定要因である購買力平価から見ると、1ドル = 100円を超える円安は行き過ぎと判断できる(図表14)。加えて、購買力平価が成立をすることを前提に長期的な円安ドル高を見込むなら、「我が国の物価上昇率が米国のそれを上回り続ける」という条件が必要になってくる。しかし、この条件の成立は現実的ではなからう。

当面、円安ドル高は続くかもしれない。しかし、それはどこかで一気に修正される可能性も孕んでいる。そして、円反発は基本的に長期金利の低下要因である。

(図表14) 購買力平価・円/ドル



7. 今後の長期金利の見通し

今後の長期金利を占う際、最も重要なのは日銀の金融緩和策の効果とその行方だろう。市中発行額に匹敵する長期国債を日銀が購入することに従い、利回りは「自然落下」を続けると見られる。もっとも、10年国債利回りが0.50%割り込むような低水準に対する市場参加者、特に投資家の抵抗感は強いだろうし、金融緩和に伴う円安・株高も足枷になりやすい。今後の「自然落下」のピッチは緩やかと見られる。まずは10年国債利回りの下限を0.350%程度に設定したい。

ところで、日銀の長国買入れは市場の流動性を大きく奪う。一定の相場変動要因があった場合、まずはそれに沿った動きになった後、振幅が拡大する公算がある。実際、昨年4月4日の「量的・質的金融緩和」決定直後にはそういった展開になった。たとえば、前掲の0.350%から見れば、史上最低水準の0.315%は目の前である。大きな材料がなくてもこの0.315%を下回る可能性は低くない。その際は一定に売りが集中しよう。史上最低水準更新なら、一旦は利喰いたいと考える参加者は多いと見られる。そして、流動性が大きく低下している市場はそれを吸収できず、今度は一気に利回りが急上昇する公算が大きい。もちろん、利回り低下要因があった上での展開だけに「次は反落」と乱高下するポテンシャルがある。一方、利回り上昇要因が先行した場合は乱高下の可能性は低そうである。基本的に日銀の長国買入れが効果的に働くからだ。それでは、利回り低下要因として予見できる材料はあるのだろうか。現状、欧州経済懸念が候補と言えよう。

最後にリスク・シナリオを挙げる。それは日銀の物価目標が達成されることである。残念ながら、現在、その達成は難しいとの見方が市場の大勢だ。そうでなければ、日銀の長国買入れを他所に長期金利は上昇するはずである。それでも、もし、目標達成となれば、期待インフレ率の上昇に加え、日銀による長国買入れが減っていく過程に入ることから金利上昇は大きくなるだろう。

結局、鍵を握るのは日銀と言える。

マーケット・アウトロックス(2)

中央銀行の大量購入の下での国債市場

モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 河野 研郎

「強いコミットメント」を示すための金融緩和

10月31日に日銀はQQE第2弾となる“追加緩和”を実施した。テクニカルな調整ではなく、リスクを未然に防ぐという観点からの「金融緩和」であったことがポイントであろう。国債購入額を年間50兆円ペースから80兆円ペースに増加させる一方、ETF、J-REITの買入額は今までの3倍の各々年間3兆円ペース、900億円ペースとした。また、国債購入80兆円については、その購入平均年限を7年中心の6年～8年、という枠組みから中心を定めず7年～10年に長期化して変更した。

既に短期国債市場では、その保有者構造を見れば明らかであったように日銀の保有額が市場に占める割合が極めて大きくなり、実際にオペによる需給ひっ迫が顕在化していた。いずれかの段階で短期国債買入オペは極めて困難になることはほぼ明らかであった。そのため、マネタリー・ベースの増加額を今までの目標である年間60～70兆円から変化させないとしても、金融緩和とはせずにテクニカルな調整として、短期オペで積み増している年間10兆円から20兆円程度のマネタリー・ベース増加額を他の資産で純増させる必要はあった。その埋め合わせのための必要額の大きさを考えれば長期国債購入が増加される可能性は高かった。インフレなどについては、足元原油価格下落などの影響で幾分低下したとは言え、逼迫した雇用環境に加え、足元で幾分改善の兆しが見られる経済指標などを前提とすれば、今までの2015年度、2016年度にかけての上昇シナリオを維持することは可能であったと思われる。ただ、実際に日銀が取った策は「リスク」に着目した形での金融緩和であった。

日銀の発表文によれば「短期的とはいえ、現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある。日本銀行としては、こうしたリスクの顕現化を未然に防ぎ、好転している期待形成のモメンタムを維持するため」としている。日銀が言及する「デフレマインド」は、下で見るように中央銀行による国債購入の金利への影響を考える上で重要であろう。

日銀は国債純増額を増加させたわけであるが、その額は極めて大きい。長期国債が年間およそネット40兆円程度で増加するのに対して、日銀の吸収は、今までであっても市中残高（日銀除く）を10兆円程度減らすものであった。今後は日銀の吸収は市中残高を40兆円程度も減らす。単に30兆円の増額というだけでなく、ネットでどの程度の残高が減るかを考えれば如何に大きいかかわかる。これがおそらく黒田総裁のいうところの「何でもやる方針」に裏打ちされた「強いコミットメント」ということであろう。

今回の「緩和策」により、①黒田日銀は、必要と日銀が判断すれば、今後も「躊躇なく調整」をしようこと、②2013年4月の緩和に続き、今回の緩和でも巨額の買入増を表明しており、次に調整があるとすれば、市場の流動性などの観点を越えた策が打たれる可能性があること、③事前に観測記事がな

い中での実施となり、前回に続き今回もサプライズになった、これらのことから今回の日銀の行動は「強いコミットメント」の印象を強く市場に与えたと言える。

国債市場の市中残高が減少するのに対して、日銀が金額を変えずにオペを実施していくとすると、次第に1回当たりのオペの効果は相対的に大きくなり、保有残高が極端に大きいため効果が効きだす。そして需給はひっ迫することになる。買い入れがある程度の期間続く場合には今年6月以降に短期国債市場で見られたような需給の逼迫が見られる可能性は十分にあらう。まずは、買い入れを大量に増やした中期セクターでその可能性が高い。それほどに大きい金額である。

大量国債購入と長期金利推移 — 過去からの知見

さて、中央銀行の大量の国債購入はどのような影響を国債市場に及ぼすのだろうか。2008年以降の米国、及び日本の国債大量購入の結果として得られた知見は、資本移動規制などがなくとも、金融規制等も含めた現在の金融システムの中では、中央銀行は国債の大量購入により金利抑圧が達成され、金利に強い下押し圧力をかけることができる、ということである。そして米国の例を取れば、これが反転するのは、中央銀行が国債買い入れをやめるだろうとの見通しが出る時である。

米国の例

実際、米国の例を見てみると、大量の国債購入の期待が高まるにつれて長期金利は低下した。実際にQEが発表されると、それまでのロング・ポジションのアンワインドに加え、期待インフレ率の反転も含め金利は反転上昇している。期待インフレの上昇は物価連動国債のブレイク・イーブンインフレ率の上昇からもわかる通りである。ただ、その上昇した金利水準は、例えば名目成長率と比較しても明らかであるが、抑圧されたものであった。その後、量的緩和縮小がアナウンスされると金利は上昇したものの、購入が続く間は上昇は比較的抑制されたものであったと言えるだろう。量的緩和によるFedの買い入れが進んでいた2014年中頃からはユーロ圏のデフレ懸念やグローバル成長懸念など別の要因で金利に低下圧力がかかりやすい局面ではあったが、Fedの買い入れも幾分かは下押し圧力として効果を持ち続けたと言えるだろう。ただ、ここで注意点は、米国の場合にはFedの国債購入額は米国財務省によるネット発行額を大きく継続的に超えることはなかったことであろう。その点で日本の場合とはその規模が決定的に異なっていたと言えよう。

日本の例

さて、日本の場合を見てみよう。長期金利の推移を見ると、2013年4月4日のQQE第一弾の導入に向け、2012年末の安倍内閣誕生以降、「大胆な金融政策」が「第一の矢」として取り上げられてきたため、期待もあって長期金利は4月に向け低下した。そのあと、サプライズではあったが、実際に「大胆な金融政策」、すなわちQQE第一弾が発表されると金利は急反転して上昇した。ここには、米国のケース同様、その前の金利低下の反動に加え、それまでの経験からすれば「異次元」の金融政策であったためにインフレ期待も幾分かは上昇していた可能性はあるだろう。また、その金利上昇過程で、Fedが量的緩和縮小を示唆

(2013年5月)し米国長期金利が上昇したことなども日本の長期金利上昇圧力となった。一方、9月以降は、次第に金利は低下し始め、米国金利が上昇するような中でもボラティリティーの低下を伴いつつ日本の長期金利は低下した。日本の長期金利は米国長期金利だけでなく、ドル円や株価など他の資産対比でも相関を失って緩やかに低下した。インフレ率についてみれば、その間実際には上昇している。インフレ率は2013年3月のマイナス0.5%から2014年度4月には消費税率引き上げの影響を除くベースで2008年以来となる1.5%（除く生鮮食品、前年比）まで上昇したにも関わらず、日本の長期金利は低下したのである。

すぐには変化しない期待インフレ

この長期金利低下には、2つの要因があるだろう。一つには、日銀がいうところの「デフレマインドの定着」であり、もう一つは日銀の実際の大量購入である。

日銀は長期にわたって定着した「デフレマインド」を覆すべく異次元の金融緩和を実施しているわけであるが、国債市場参加者は、日銀が「物価安定の目標」とする2%にインフレ率が到達するとは未だに想定していない可能性が高い。実際、日本の短期から中期にかけてのイールドカーブを見ると、その金利水準は極端に低い。例えば3年後の2年スワップ金利は0.37%であり、フォワードLIBOR対比で10bp、スポットのLIBOR対比では25bp高い水準に過ぎない。2006年の量的緩和終了時には、量的緩和終了、その後の利上げを織り込む形でそれまで15bp～20bpで推移していたLIBOR/2年スプレッドは60bpに向け上昇した。これを考えると、市場の平均的な認識は3年後に利上げが開始されるような環境には到底なっていないというものであろう。それどころか、金利市場が織り込んでいることは、日銀の「異次元」の金融緩和によってもインフレ率は日銀が目標とする水準には届かず、その間極めて低い金利水準が低いボラティリティーと共に続くことを予想しているということになる。物価連動債をみても同様である。物価連動債の再導入が2013年10月なので、QQE導入前から見ることはできないが、再導入された2013年10月以降の推移をみると、物価連動債が織り込む期待インフレであるブレイク・イーブンインフレ率の上昇は見られるものの、今後10年間の平均的なインフレ率が2%になるとは想定されていない。消費税率引き上げの効果を除いたものを図に示しているが、これを見ると、足元、QQE2導入後急反発したものの、それでも今後10年間の平均的なインフレ率が1.1%と予想されているに過ぎない。

この点は上記の米国の場合と大きく異なる。米国の場合には、2%程度のブレイク・イーブン・インフレ率が維持される中、QE導入後にはブレイク・イーブンインフレ率は2.5%と言った水準まで上昇した。そしてその水準は長期的に見て2%前後で安定して推移している。日銀がいうところの「インフレ期待のアンカーされている米国に対して、長期に渡るデフレによりインフレ期待が低い日本」の差が顕著に現れている。

このような環境の下では実際の購入の効果は米国以上に大きい。つまり、デフレマインドが修正されるようになるまで日銀の国債購入の影響は実際の金利低下となって現れやすいということである。そしてそれがネット発行額を減らすほどの量であるから尚更であろう。

ここで今回の緩和後の国債購入についてみておこう。図表3は、初回のオファー額として日銀が発表したものを参考に今後の日銀の国債購入についてみたものである。今までから大きく中期セクターと超長期セクターが増額されている。日銀によれば柔軟性を持たせるため、オファー額を毎月見直すことも検討されているようである。なお、これから単純に推計すれば（買入れる銘柄の年限の仮定に強く依存するが、この図表では各ゾーン、2年、5年、10年、20年、30年として新発債の年限に合わせたため実際よりも長めの推計になる）、平均は今までが7.6年に対して今回は8.1年である。

このシナリオに対して中期・長期セクターが少なく、超長期セクターが多いシナリオも考えられるだろう。すでに5年から10年セクターは日銀保有が大きいため、このままの購入を継続すれば、日銀保有の割合が更に増加していくためである。日銀の買入の平均年限が最長である10年になる一つのケースは図表の右列である。この場合には、今まで市中残高が増加していた超長期セクターの市中残高は大きく減少することになる。

実際には7年～10年の平均買入れ年限を達成するために様々なシナリオが考えられる。日銀は2013年以降の平均年限を7年程度とするのに苦慮したことなどを踏まえ「柔軟な運営」を目指すとしている。要点は①全体として今まで以上に市中残高は減少し、今まで日銀によるオペでは買いが控えられていた超長期セクターの買いは増えるということである。

来年度の発行では先日の「在り方懇談会」によれば、30年、40年の増額に対して中短期が減少する可能性が高くなっている。市中発行総額は、消費税率引き上げに対して財政政策が打たれたとしても税収見通しの上昇とともに市中発行は増額されない可能性が高いため、発行の側面からはステイプ化圧力がかかる。ただ、今まで十分にステイプになっていたところに今まで想定されていなかった日銀の買いが増え、場合によっては市中残高の減少も考えられるため、イールドカーブ上フェアな水準に収斂していくことになるだろう。現在のイールドカーブを出発点とすれば、イールドカーブはフラット化することになるだろう。

まとめ 一 期待インフレを変化させる実際のインフレ率

まとめると次のようになる。現代の金融システムの中での中央銀行による国債大量購入の事例は少ないが、2008年以降の米国と日本の例を取れば、①中央銀行の国債購入は一定程度の金利低下圧力かける、②その際に恐らく重要なポイントは、そもそもの中長期的なインフレ期待がどの程度であるかであろう。インフレ期待がある程度アンカーされる中では、金利には抑制圧力がかかりつつも、国債の大量購入によるインフレ期待上昇の影響が短期間で顕著に観察され、全体として金利上昇圧力となる可能性が高い。一方、そもそものインフレ期待が低い水準にある日本のような場合には、インフレ期待を押し上げる効果があるかどうかは少なくとも短期間では明確ではない。昨年（2013年）のQQE導入時からの推移、昨年9月以降、他の資産と相関を失いつつ、次第に金利が低下したことは、インフレ期待が顕著に変化しない中で、日銀の大量国債購入が金利低下圧力として大きく影響したであろうことを示している。すなわち、日本のようにそもそものインフレ期待が低い中では、実際の効果が見られる前にまずは長期金利に対して極めて強い抑制圧力となる可能性が高い。

実際のインフレ率が日銀が目標とする水準に達する可能性が極めて高くなれば、日銀の量的緩和の縮小、すなわち日銀による国債大量購入の終了も見えてくるため、金利にはインフレ圧力による金利上昇圧力とそれに加えて今まで抑制圧力となっていた日銀の国債大量購入の終了という上昇圧力の2つが同時にかかることになるが、それまでは日銀が市場を圧倒するだろう。

これはインフレ率が目標近くに上昇する可能性を市場が意識し始めた場合には、市場が大きく振れる可能性は極めて高いだろうことを意味する。ただ、足元でその可能性がリスク・プレミアムに織り込まれるよりも、短期的には日銀の効果が勝り続ける可能性が高い。このように考えてくれば、日本の場合に転機となりそうなのは、株価が緩やかに上昇するとか幾分かの景気の本質的な変化が見られるのではなく、実際のインフレ率に上昇傾向が見られるようになってからとなりそうである。

現時点では、実際の雇用環境や賃金統計などに潜在的なインフレの芽が見られ始めている可能性は高いが、市場が明確なサインを読み取り、日銀の行動が変化するだろうとの見通しが立つまでにはまだ相当時間がかかりそうである。

図表 1：米国 10 年金利と物価連動債による実質 10 年金利、ブレイク・イーブン・インフレ率



注：シャドーは全米経済研究所による米国景気後退局面

出所：全米経済研究所 (NBER)、ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 2：日本 10 年金利と物価連動債による実質 10 年金利



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 3：月毎の発行と日銀の買入（初回のオファー額に基づく月毎の買い入れと平均年限、および平均が 10 年となるようなオファーのシナリオ）

兆円		今まで（10月最後のオペを除く）	今後（初回のオファー額が継続の場合）	平均年限が10年になる例	月毎の発行額（除く第Ⅱ非価格）
利付債	-1y	0.22	0.22	0.22	
	1y-3y	1.80	3.30	2.90	2.70
	3y-5y	1.20	3.30	3.00	2.70
	5-10y	2.40	2.40	2.10	2.40
	10y-25y	0.50	1.20	1.60	1.20
	25y+	0.15	0.60	1.20	0.80
変国（偶数月）		0.07	0.07	0.07	
物価連動（奇数月）		0.01	0.01	0.01	
総額		6.35	11.1	11.1	
平均年限		7.6	8.1	10.0	

注：ここでは、各ゾーンの平均年限を短いゾーンから 0.5、2、5、10、20、30 と仮定しているため実際には平均年限はこれより短い可能性が高い。

なお、変国、物価連動については考慮していない

出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

日本の物価連動国債の発行再開（2）

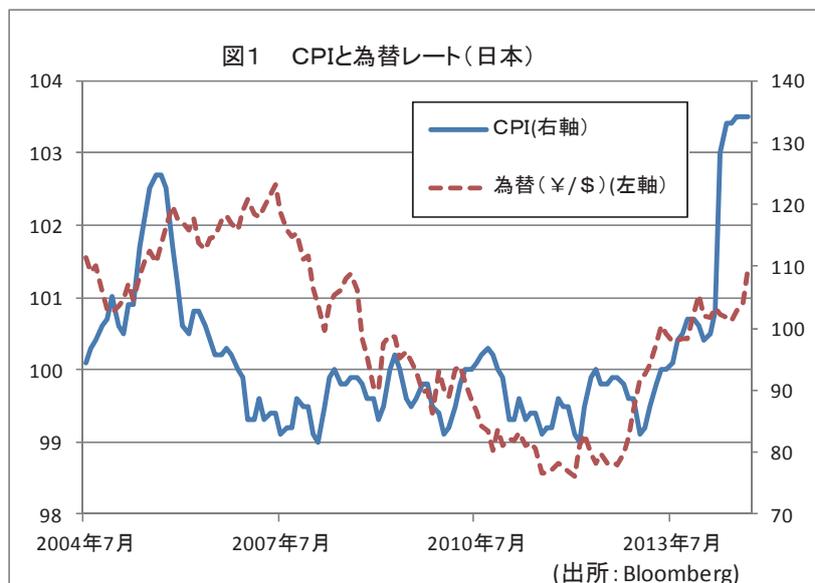
ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. 発行再開後の物価連動国債

日本の物価連動国債については、2004年3月から2008年8月にかけて発行された後、リーマン・ショック後の市場環境の悪化から2008年10月以降発行を取りやめていた。ところが、日銀が消費者物価指数（CPI）の年率2%上昇を目標にし、米国を上回るような大幅な金融緩和（異次元緩和）を実施したことから、2013年9月、日本も物価連動国債を発行再開した。また、従来デフレ時の元本保証を付与していなかったが、再開後の物価連動国債には、アメリカやフランス等と同様、デフレ時の元本保証を付与した。

図1に示すように、日本では、為替レートの上昇（円安・ドル高）とともに消費者物価指数が大幅に上昇した。2012年の後半から為替レートが80円/ドルから100円/ドルまで下落すると、CPIは2013年後半から前年比2%近くまで上昇した。その後、為替レートは100円/ドル程度で膠着状態であったが、CPIは2014年4月ごろから前年比4%にまで上昇した。

日本の物価連動国債は、2013年9月、2014年3月、2014年9月にそれぞれ発行されているが、物価連動国債の元本はCPIに完全連動するため、2013年9月に発行された債券（第17回債）の連動係数は1.035となっている。



また、表1には日本の物価連動国債の全銘柄を示す。

第17回債以降が再開された物価連動国債であり、再開以降の基本CPIはすべて100を超えている。直近のCPIが103.5となっていることもあり、現存している物価連動国債の連動係数すべてが1以上となっている。

表1 日本の物価連動国債の概要

	当初クーポン	発行日	償還日	発行額	現存額	基本CPI	参照CPI	日時	連動係数
第1回	1.2%	2004/3/10	2014/3/10	998	償還済み	100.10	100.60	2014/3/9	1.005
第2回	1.1%	2004/6/10	2014/6/10	2,995	償還済み	99.59	100.79	2014/6/9	1.012
第3回	0.5%	2004/12/10	2014/12/10	5,004	946	100.10	103.50	2014/11/13	1.034
第4回	0.5%	2005/6/10	2015/6/10	5,282	548	99.28	103.50	2014/11/13	1.042
第5回	0.8%	2005/9/10	2015/9/10	5,435	616	99.69	103.50	2014/11/13	1.038
第6回	0.8%	2005/12/10	2015/12/10	5,084	951	99.99	103.50	2014/11/13	1.035
第7回	0.8%	2006/3/10	2016/3/10	4,997	587	99.99	103.50	2014/11/13	1.035
第8回	1.0%	2006/6/10	2016/6/10	9,996	2,047	99.79	103.50	2014/11/13	1.037
第9回	1.1%	2006/9/10	2016/9/10	4,997	1,414	100.30	103.50	2014/11/13	1.032
第10回	1.1%	2006/12/10	2016/12/10	10,334	2,497	100.50	103.50	2014/11/13	1.03
第11回	1.2%	2007/3/10	2017/3/10	5,044	1,283	100.20	103.50	2014/11/13	1.033
第12回	1.2%	2007/6/10	2017/6/10	10,254	2,808	100.20	103.50	2014/11/13	1.038
第13回	1.3%	2007/9/10	2017/9/10	5,005	1,161	100.20	103.50	2014/11/13	1.033
第14回	1.2%	2007/12/10	2017/12/10	10,133	3,825	100.40	103.50	2014/11/13	1.031
第15回	1.4%	2008/3/10	2018/3/10	5,395	1,354	101.00	103.50	2014/11/13	1.025
第16回	1.4%	2008/6/10	2018/6/10	10,493	4,334	100.90	103.50	2014/11/13	1.026
第17回	0.1%	2013/9/10	2023/9/10	6,467	6,467	100.00	103.50	2014/11/13	1.035
第18回	0.1%	2014/3/10	2024/3/10	8,217	8,217	100.60	103.50	2014/11/13	1.029
第19回	0.1%	2014/9/10	2024/9/10	5,327	5,327	103.40	103.50	2014/11/13	1.001
計				121,457	44,382				

(注)発行額、現存額の単位は億円、基本CPIとは発行時(3ヶ月前)のCPI、参照CPIとは直近のCPI、ただし償還済み債券については償還時(3ヶ月前)のCPI
(出所: Bloomberg)

また、表2には物価連動国債の利回り（価格）を示すが、物価連動国債すべてがマイナスの利回りとなっている。債券の利回りがマイナスで取引する投資家がいるのだろうかという疑問を持つ方もおられるでしょうが、この利回りは、この物価連動国債が100円（額面）で償還した場合の最終利回りであり、物価連動国債はCPIに元本そのものが連動しているため、100円で償還する可能性は低く、購入した投資家が償還まで持った場合の利回りではない。

表2 日本の物価連動国債の利回り

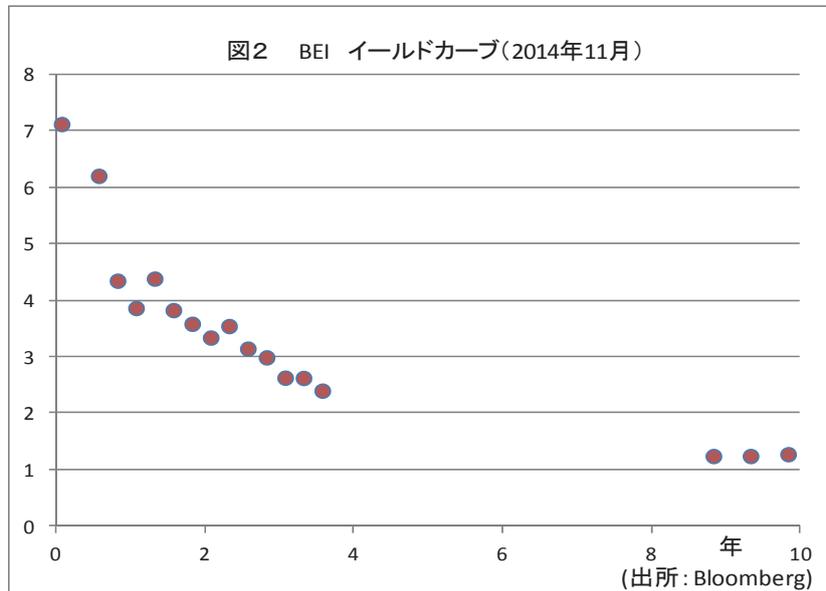
	当初クーポン	償還日	残存年数	利回り	価格	国債利回	BEI	日時	連動係数
第3回	0.5%	2014/12/10	0.071	-7.104	100.55	0.012	7.12	2014/11/14	1.034
第4回	0.5%	2015/6/10	0.570	-6.189	104.00	0.011	6.20	2014/11/14	1.042
第5回	0.8%	2015/9/10	0.822	-4.330	104.38	0.015	4.35	2014/11/14	1.038
第6回	0.8%	2015/12/10	1.071	-3.850	105.18	0.011	3.86	2014/11/14	1.035
第7回	0.8%	2016/3/10	1.321	-4.370	107.16	0.012	4.38	2014/11/14	1.035
第8回	1.0%	2016/6/10	1.573	-3.805	107.85	0.020	3.83	2014/11/14	1.037
第9回	1.1%	2016/9/10	1.825	-3.558	108.85	0.025	3.58	2014/11/14	1.032
第10回	1.1%	2016/12/10	2.074	-3.300	109.51	0.039	3.34	2014/11/14	1.03
第11回	1.2%	2017/3/10	2.321	-3.510	111.48	0.033	3.54	2014/11/14	1.033
第12回	1.2%	2017/6/10	2.573	-3.104	111.61	0.039	3.14	2014/11/14	1.038
第13回	1.3%	2017/9/10	2.825	-2.933	112.55	0.055	2.99	2014/11/14	1.033
第14回	1.2%	2017/12/10	3.074	-2.567	112.43	0.062	2.63	2014/11/14	1.031
第15回	1.4%	2018/3/10	3.321	-2.561	113.81	0.064	2.63	2014/11/14	1.025
第16回	1.4%	2018/6/10	3.573	-2.314	113.91	0.086	2.40	2014/11/14	1.026
第17回	0.1%	2023/9/10	8.827	-0.822	108.46	0.421	1.24	2014/11/14	1.035
第18回	0.1%	2024/3/10	9.326	-0.782	108.55	0.462	1.24	2014/11/14	1.029
第19回	0.1%	2024/9/10	9.830	-0.774	108.49	0.502	1.28	2014/11/14	1.001

(注)利回りの単位は%、国債利回とは、物価連動国債とほぼ同じ償還日の10年国債の利回り、単位%、BEIとはブレイク・イーブン・インフレ率、単位%
(出所: Bloomberg)

では、この利回りは何に使われているかというと、それは、残存が同程度の国債の利回りと比較し、ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）をはじきだすためであろう。BEIは、債券市場からはじきだされたインフレ率といえる。

表2には、物価連動国債ごとのBEIも示されている。それをグラフに示したのが図2のBEIイールドカーブである。

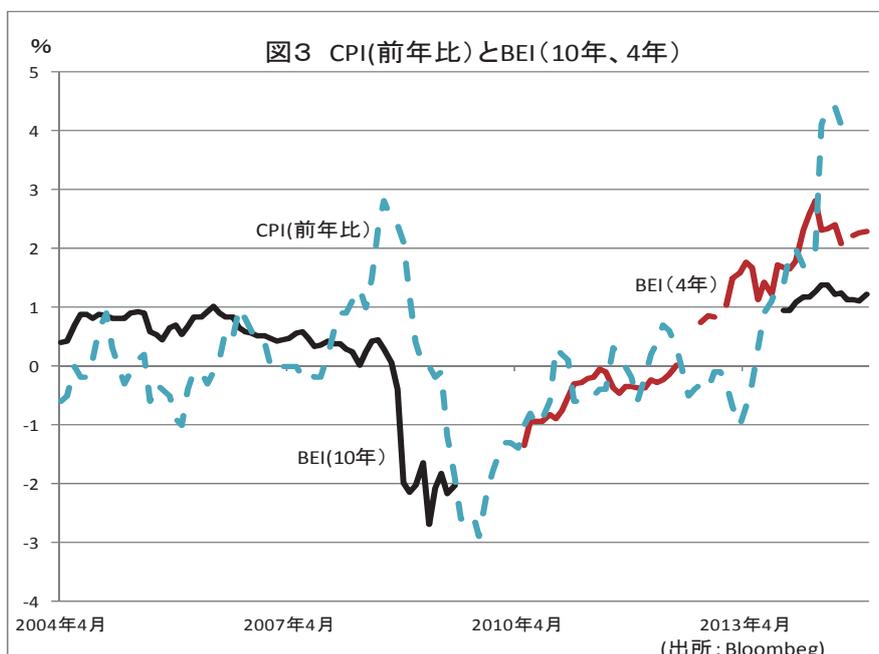
直近発行された物価連動国債 3 銘柄からは、BEI 1.2%程度、2005 年～ 2008 年に発行された物価連動国債から BEI 2.5 ～ 4.5%で、残存年数が長いほうが BEI が低い傾向を示している。



次に、BEI を時系列で見てみよう。

図3は、日本の BEI を時系列に示したものである。BEI10 年とは、残存 10 年程度の物価連動国債の利回りから BEI をはじきだし、プロットしたものである。BEI 4 年とは、10 年同様、残存 4 年程度の物価連動国債からはじきだした BEI をプロットしたものであるが、途中グラフが切れているのは、その間、物価連動国債の発行がなかったためである。

このグラフから見て取れることは、① 2008 年から 2010 年にかけては、CPI、BEI ともにマイナスを示しており、デフレ状態であったこと、② 2013 年半ばごろからは、CPI、BEI ともに上昇基調を示している、③リーマンショック直前の 2007 年ごろは一時的に CPI は前年比 3%程度まで上昇しているが、BEI はほとんど上昇していない、それは 2014 年の 9 月ごろにも見て取れる。



2. 先進諸国の物価連動国債発行状況

先進諸国の物価連動国債の概要を表3に示す。日米欧の先進諸国のなかで、もっとも早く物価連動国債の発行に踏み切ったのは、英国である。連動する指数は、消費者物価指数ではなく、小売物価指数であるが、消費者物価指数と動きはほぼ同じとなっている。英国の物価連動国債の発行年限は、5～55年となっているが、1980年代に発行された30年物価連動国債の想定元本は、2.6～3.2倍の水準となっている。30年で物価は約3倍になったことを示しており、30年前の1ポンドは現在では0.33ポンドの価値しかないことになる。

このように、長期の物価連動債の想定元本は物価が高騰すると（インフレが高進すると）非常に大きくなる。また、英国の物価連動国債比率は、先進諸国のなかで最も高く、19.65%と約2割に達する。米、仏、独は6～9%と英国の半分以下である。また、日本は0.54%とまだ1%にも達していない。日本については、通常の国債発行がGDP比率168%（国の借金という意味では1,000兆円を超え、200%以上になる）と他の先進諸国と比べ圧倒的に高く、これが、日本国債の格付けを下げる要因となっている。

表3 先進諸国の物価連動国債の概要(2014年11月)

	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ	日本
導入時期	1997年	1981年	1998年	2006年	2004年
発行年限	5・10・20・30Y	5～55Y	6～33Y	10～16Y	10Y
発行残高	9,546億ドル (108.8兆円)	2,682億ポンド (48.8兆円)	1,583億ユーロ (22.6兆円)	490億ユーロ (7.0兆円)	11兆7,464億円
2014年9月現在 残高	発行残高と同じ	2,625億ポンド (47.8兆円)	1,569億ユーロ (22.4兆円)	発行残高と同じ	4兆4,382億円
2014年11月現在 の想定元本	10,509億ドル (119.8兆円)	3,520億ポンド (64.4兆円)	1,851億ユーロ (26.5兆円)	572億ユーロ (8.2兆円)	4兆5,629億円
想定元本/発行 残高	1.10	1.34	1.18	1.17	1.03
国債現在残高	10兆7,014億ドル (1,220兆円)	1兆3,358億ポンド (243兆円)	2兆1,415億ユーロ (306兆円)	7,360億ユーロ (105兆円)	817兆9,757億円
名目GDP	17兆5,354億ドル (1,999兆円)	1兆7,553億ポンド (319兆円)	2兆1,270億ユーロ (304兆円)	2兆8,586億ユーロ (408兆円)	486兆7,963億円
国債/GDP	61%	76%	101%	26%	168%
物価連債/国債	8.92%	19.65%	7.33%	6.66%	0.54%
インフレ指数	消費者物価指数 (都市部)	小売物価指数	消費者物価指数 (タバコを除く)	消費者物価指数 (タバコを除く)	消費者物価指数 (生鮮食料を除く) 2004年～2008年 発行債券はなし、 2013年以降発行 債券はあり
デフレ時の元本 保証(償還時)	あり	なし	あり	あり	

(注)換算為替レートは米ドル114円/ドル、英ポンド182円/ポンド、ユーロ143円/ユーロ
(出所) Bloomberg

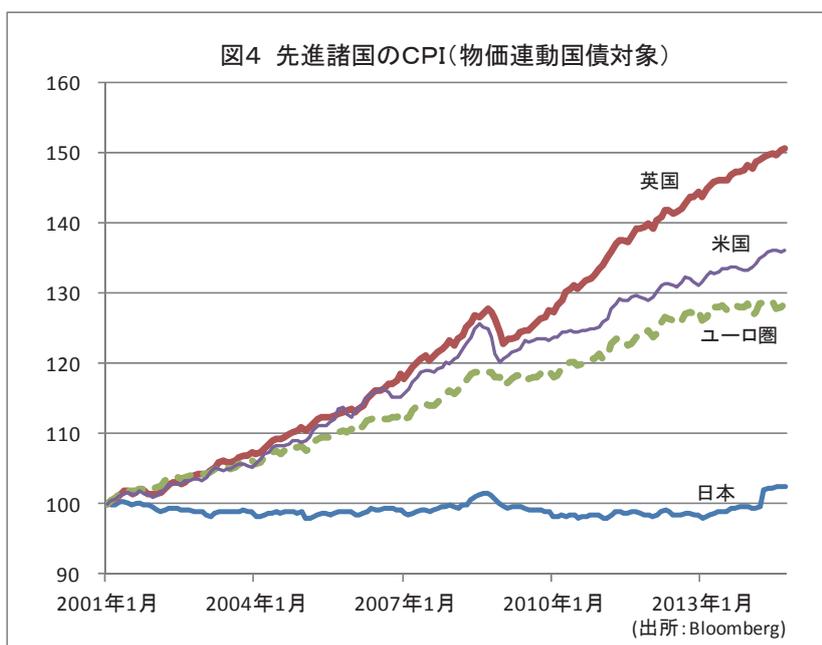
3. 先進諸国のCPIの値動き

図4は、先進諸国の消費者物価指数(CPI)の値動きをほぼ13年間に渡って描いたものである。これを見れば一目瞭然、日本だけが100前後でうろろうろしており、他の欧米諸国は、年率2.0～3.7%の上昇率で推移している。日本の消費者物価指数はほぼ0%の上昇率ということになるが、日銀の異次元緩和以降は3%近くの上昇率を示している。2008年後半に一時急落しているが、これがリーマンショックの影響である。リーマンショック後の先進諸国のCPIは、英国だけが唯一リーマンショック前より大きな上昇率になっているのに対し、米国、ユーロ圏のそれはやや上昇率が下がっている。表4には、リーマンショック前後のCPI上昇率の変化を表にしているが、米国は年率換算で0.75%の下落、ユーロ圏は0.46%

の下落、しかし日本では0.32%の上昇、英国は、1.29%の上昇となっている。なお、直近1年のCPI上昇率は、日本以外ではやや上昇率が下がっている。

表4 リーマンショック前後および直近1年の
先進各国のCPI上昇率(年率換算)

	全期間	リーマン前	リーマン後	直近1年
日本	0.17%	0.18%	0.50%	2.97%
英国	3.70%	3.54%	4.83%	3.33%
米国	2.63%	3.42%	2.67%	2.22%
ユーロ圏	2.09%	2.48%	2.02%	0.35%



日本：消費者物価指数-全国 生鮮食品を除く総合指数（出所：総務省）
 米国：都市部消費者物価指数-全項目（出所：米国労働統計局）
 英国：小売物価指数-全項目（出所：英国国家統計局）
 ユーロ圏：消費者物価指数-タバコを除く（出所：欧州委員会統計局）

4. 英国の物価連動国債の状況

英国は、1981年に物価連動国債を発行して以来、55年といった超長期の物価連動国債を発行している唯一の先進国である。2013年に2068年償還（発行当初の残存55年）の物価連動国債を発行している（表5参照）。2013年には、通常のGilt（英国国債）でも55年の国債を発行している。ここ30年程度では、英国はインフレ高進の国の印象が強く、CPIでも1980年代は80程度だったものが、現在では257.6となっている。この30年で3倍以上の上昇となっている。当然のことながら、1983年発行の物価連動国債の連動係数は3を超えている。1983年発行の物価連動国債は2本ある（表5参照）が、そのいずれもが、当初クーポンが2.5%となっているため、現在のクーポンは額面に対し、7.75%程度になっていることになる。

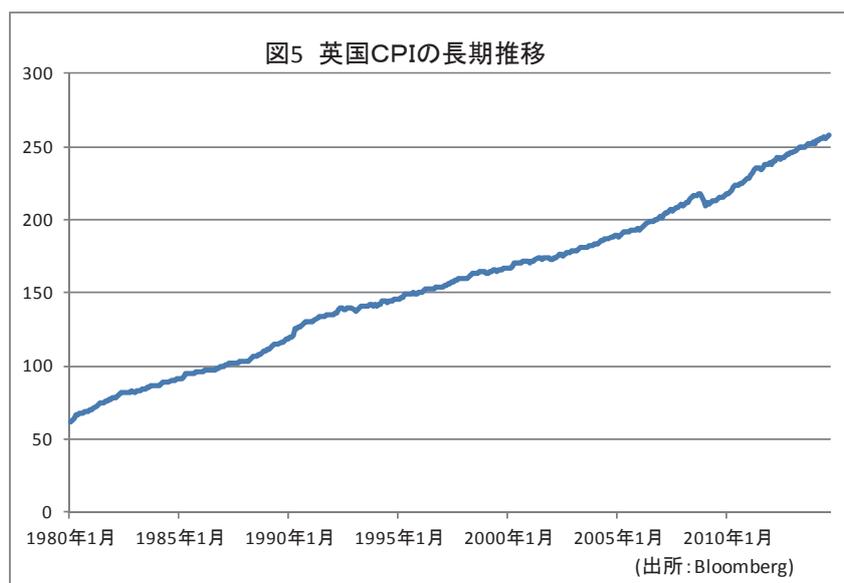
このような状態は、物価連動国債の投資家にとっては好ましいことであろうが、英国政府にとっては、好ましくないのではなかろうか？物価連動国債の償還額は、結局英国国民の税金より払われることになる。最も絶対額からすると、英国の国債はGDPの76%しかならないし、物価連動国債は国債の2割程度である。国の借金（国債を含む）がGDPの2倍を超える日本のほうが、好ましくない状況であることははっ

きりしているが。ただ、55年後に償還する物価連動国債の連動係数がいくつになっているかは、おおよそ想像できるのではないだろうか？

表5 英国の物価連動国債の概要

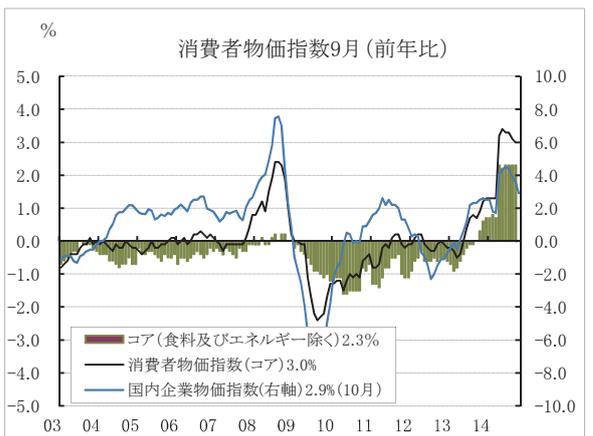
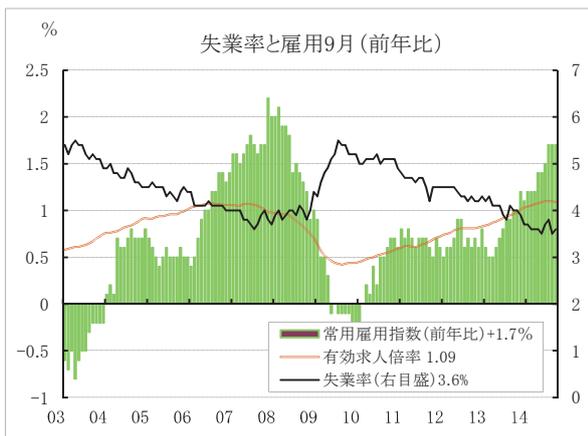
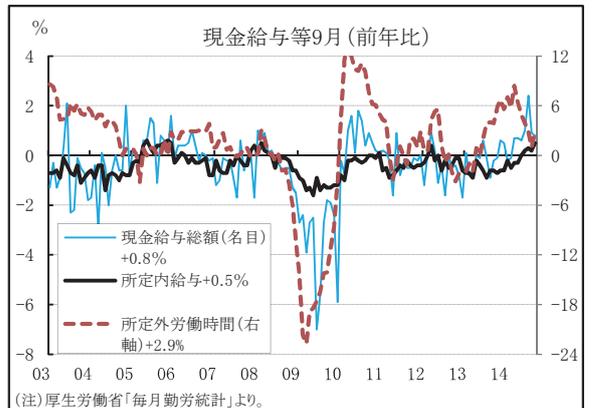
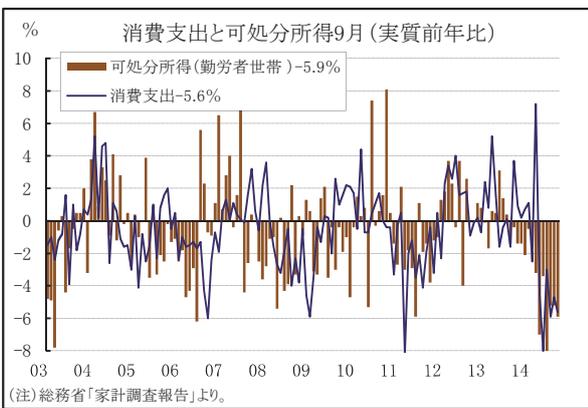
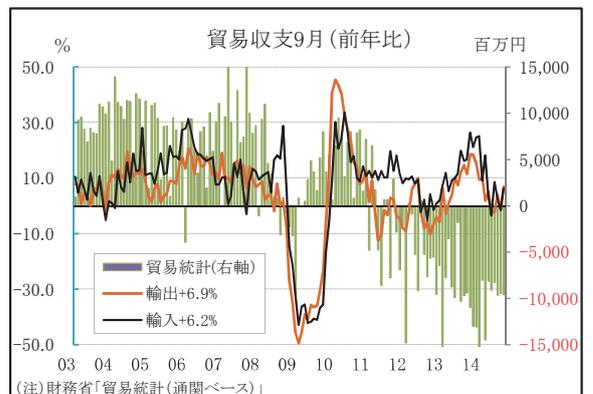
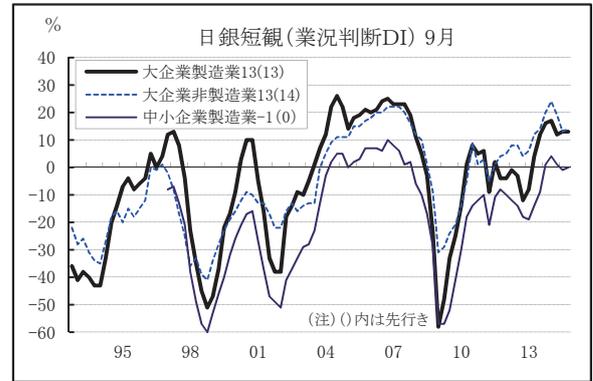
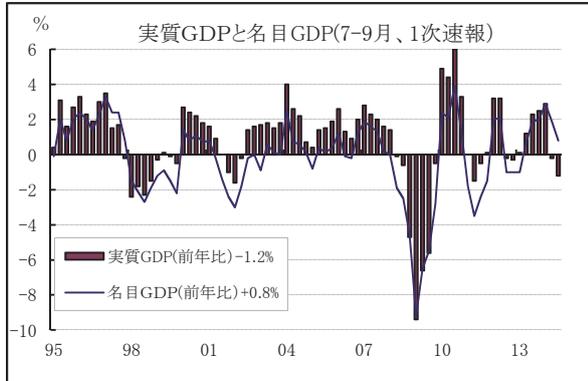
当初クーポン	発行日	償還日	発行額	現存額	基本CPI	参照CPI	日時	連動係数
2.5%	1983/01/19	2016/07/26	7,982	7,899	81.62	257.60	2014/11/13	3.156
2.5%	1983/10/12	2020/04/16	6,585	6,579	82.97	257.60	2014/11/13	3.105
2.5%	1986/12/30	2024/07/17	6,827	6,821	97.67	257.60	2014/11/13	2.638
4.125%	1992/06/16	2030/07/22	5,207	4,841	135.10	257.60	2014/11/13	1.907
2.0%	2002/07/11	2035/01/26	9,738	9,084	173.60	257.60	2014/11/13	1.484
1.25%	2005/09/23	2055/11/22	10,454	10,169	192.20	257.60	2014/11/13	1.340
1.25%	2006/02/08	2017/11/22	11,984	11,846	193.73	257.60	2014/11/13	1.330
1.25%	2006/04/26	2027/11/22	15,578	14,170	194.07	257.60	2014/11/13	1.327
1.125%	2007/02/21	2037/11/22	12,863	12,132	202.24	257.60	2014/11/13	1.274
1.875%	2007/07/11	2022/11/22	15,826	15,743	205.66	257.60	2014/11/13	1.253
0.75%	2007/11/21	2047/11/22	11,870	11,687	207.77	257.60	2014/11/13	1.240
1.25%	2008/10/29	2032/11/22	13,930	12,760	217.13	257.60	2014/11/13	1.186
0.625%	2009/07/24	2042/11/22	11,206	10,921	212.46	257.60	2014/11/13	1.212
0.5%	2009/09/25	2050/03/22	12,224	12,221	213.40	257.60	2014/11/13	1.207
0.625%	2010/01/28	2040/03/22	12,458	12,406	216.52	257.60	2014/11/13	1.190
0.75%	2011/05/25	2034/03/22	13,764	13,758	232.23	257.60	2014/11/13	1.109
0.375%	2011/10/26	2062/03/22	12,750	12,480	235.83	257.60	2014/11/13	1.092
0.125%	2011/11/23	2029/03/22	14,236	14,229	237.42	257.60	2014/11/13	1.085
0.125%	2012/07/25	2044/03/22	14,685	14,685	242.42	257.60	2014/11/13	1.063
0.25%	2012/09/26	2052/03/22	11,966	11,966	242.05	257.60	2014/11/13	1.064
0.125%	2012/10/12	2024/03/22	13,144	13,144	242.42	257.60	2014/11/13	1.063
0.125%	2013/08/21	2019/11/22	8,183	8,183	249.81	257.60	2014/11/13	1.031
0.125%	2013/09/25	2068/03/22	9,750	9,750	249.70	257.60	2014/11/13	1.032
0.125%	2014/07/30	2058/03/22	5,000	5,000	255.89	257.60	2014/11/13	1.007
計			268,211	262,475				

(出所: Bloomberg)

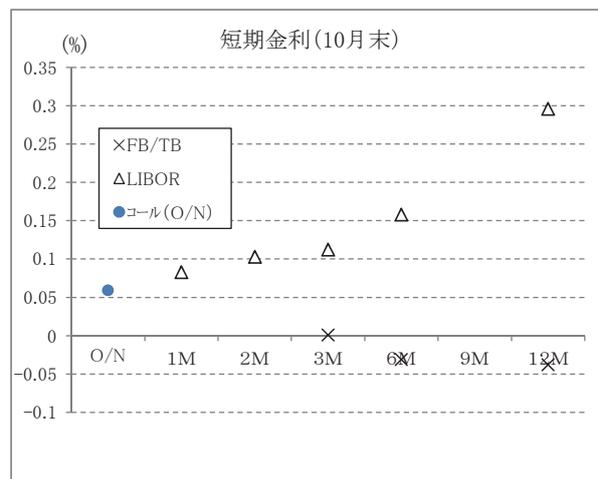
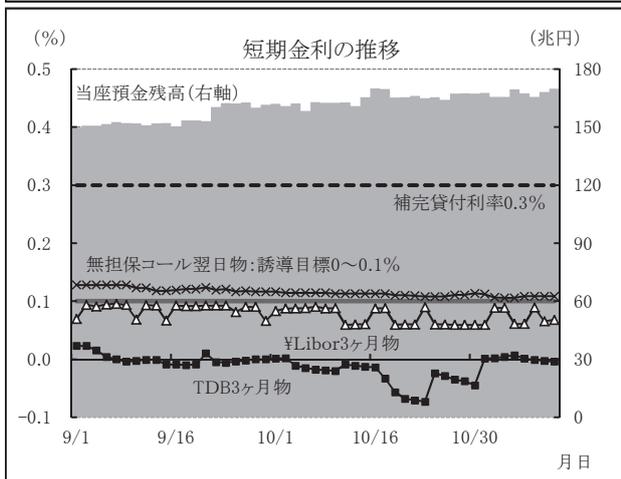
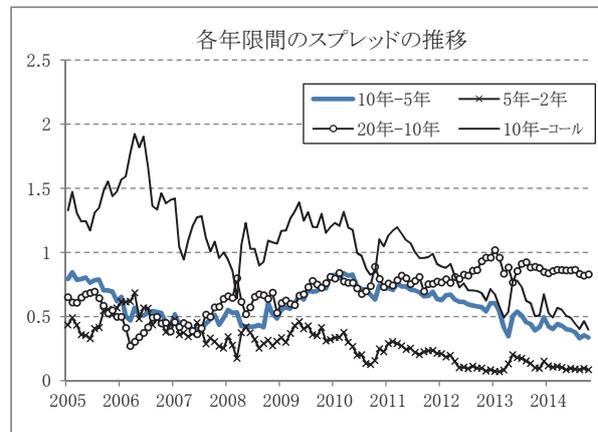
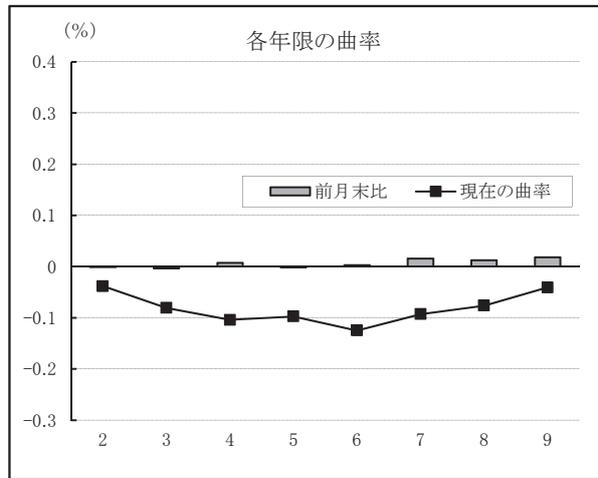
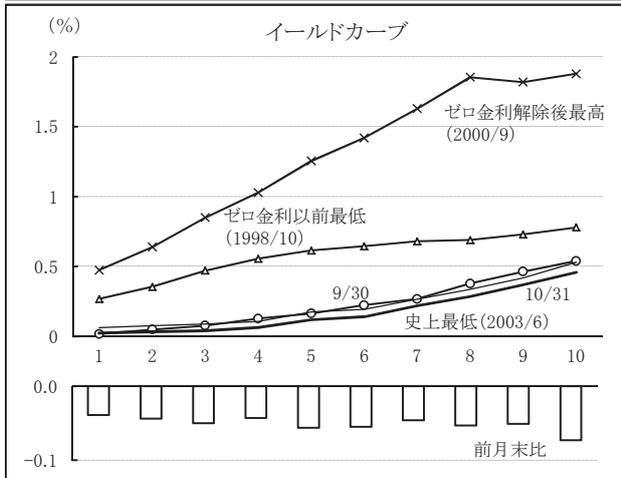
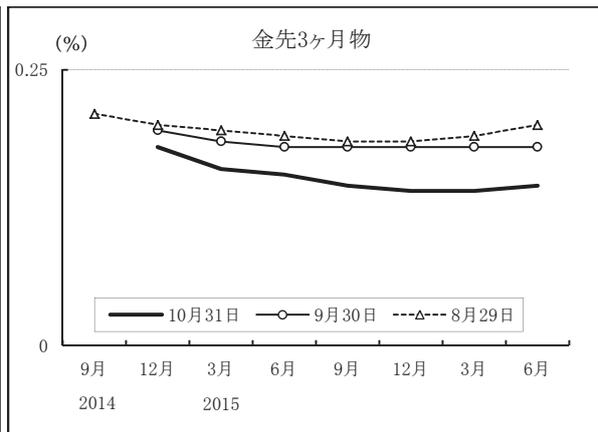
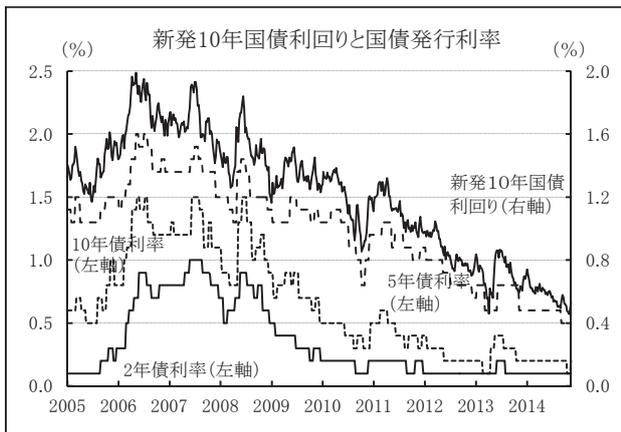


統計データ集

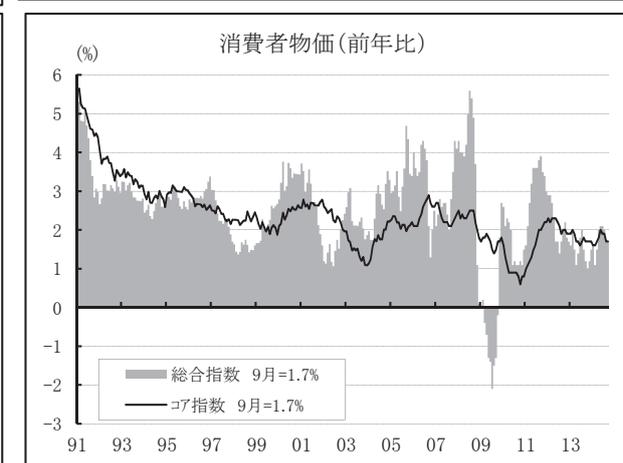
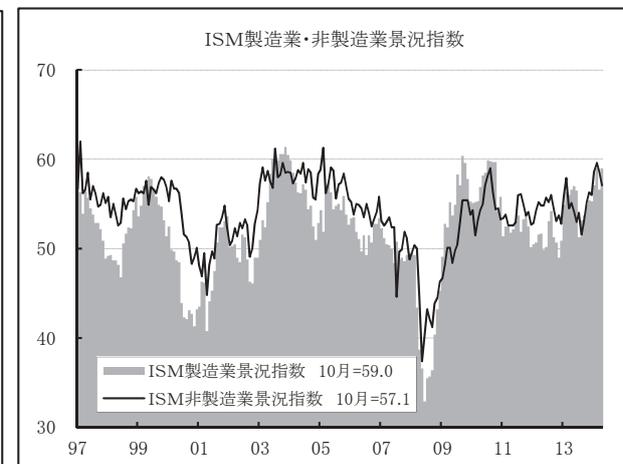
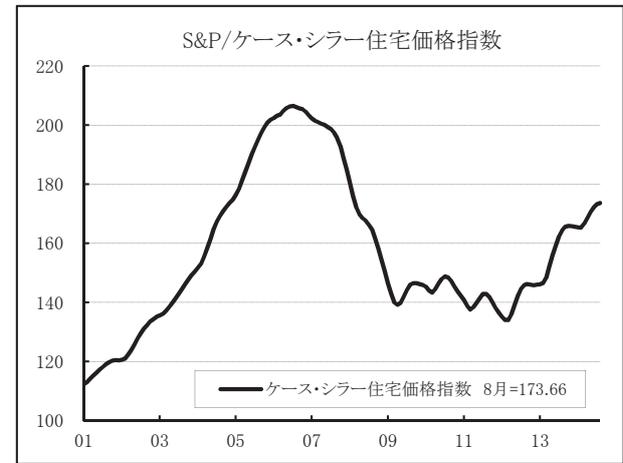
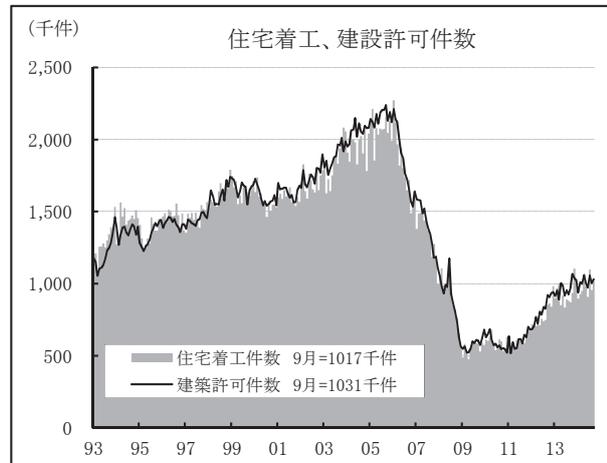
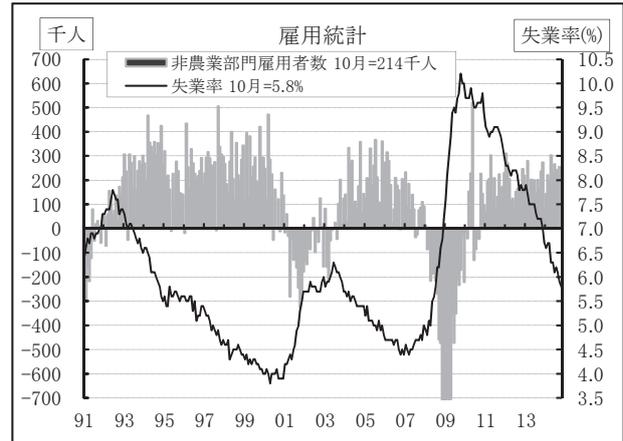
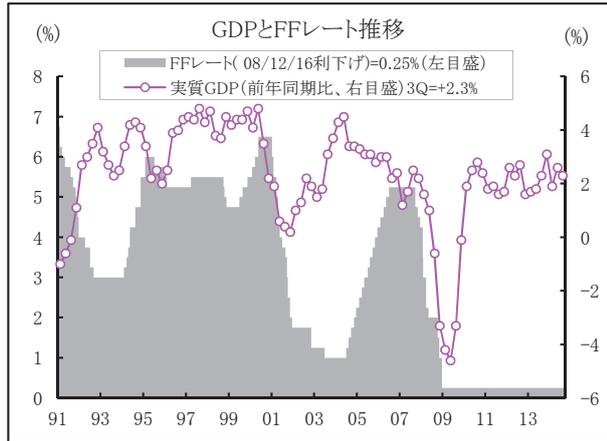
日本 マクロ経済



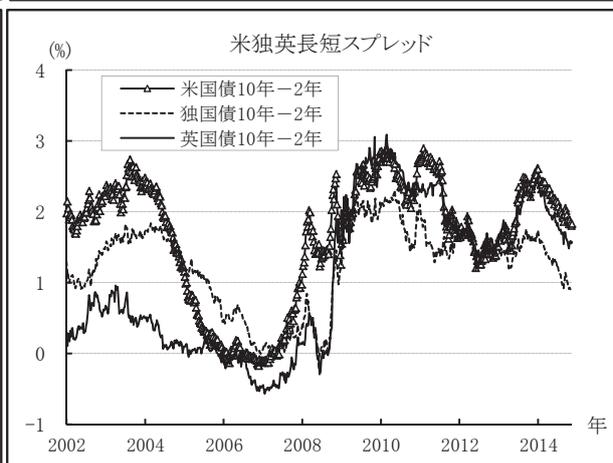
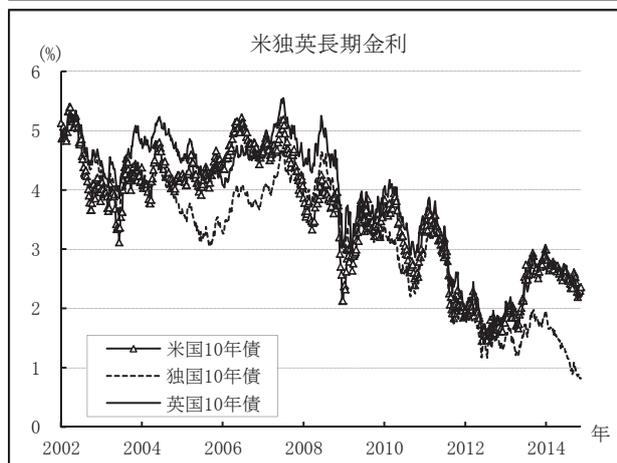
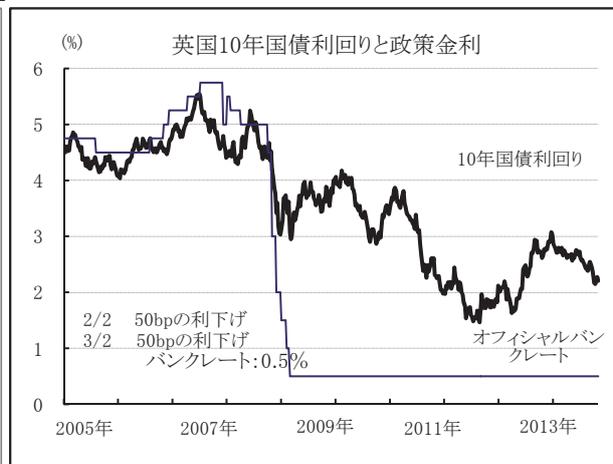
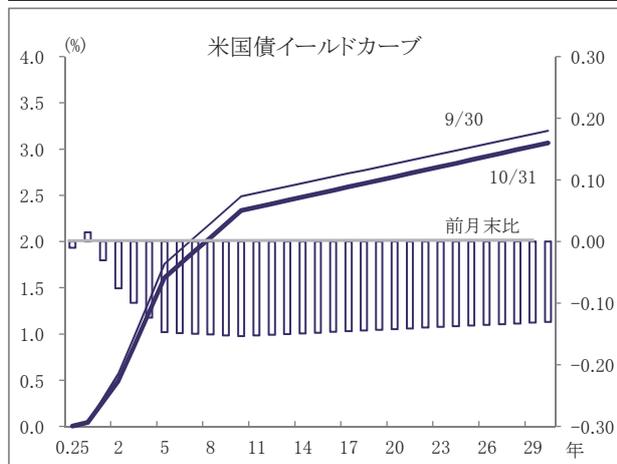
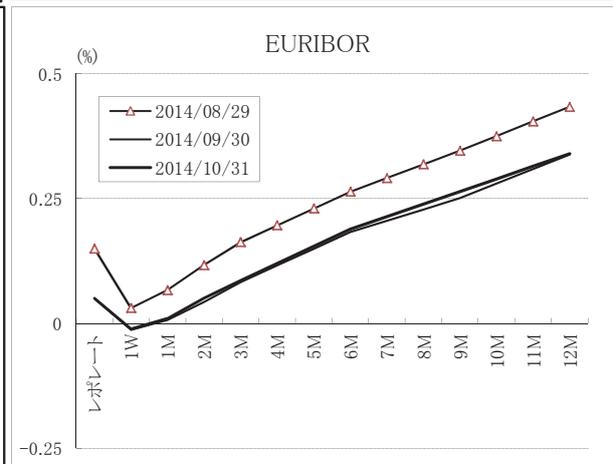
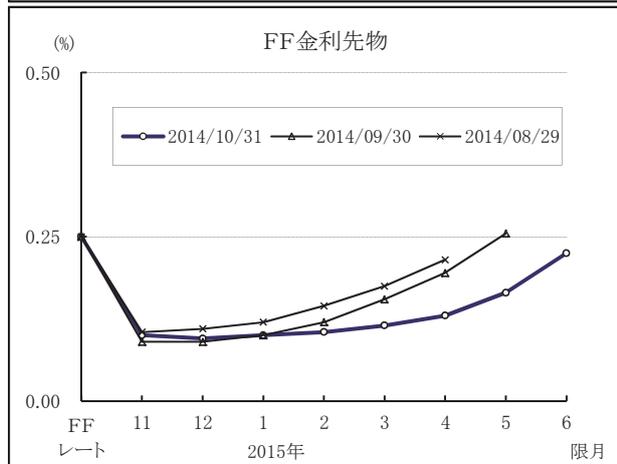
日本短期・債券市場



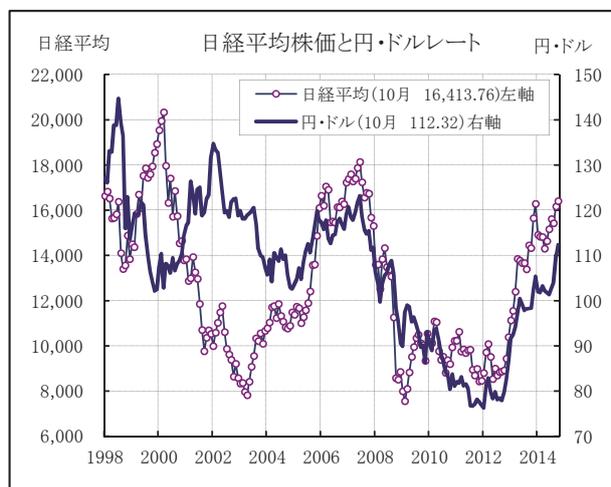
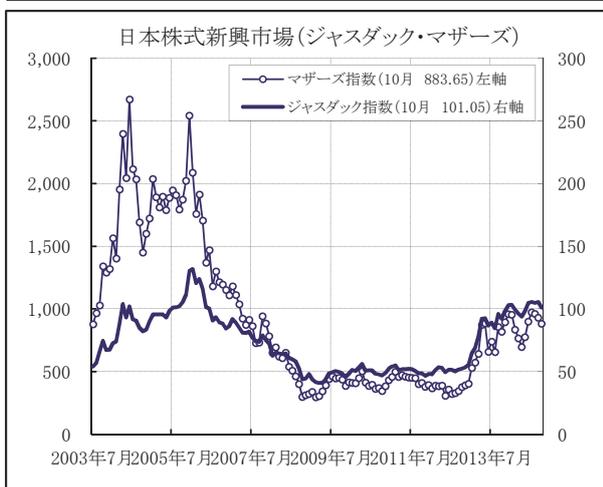
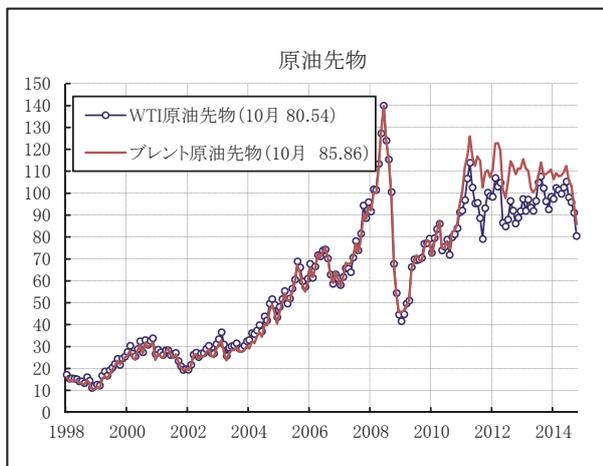
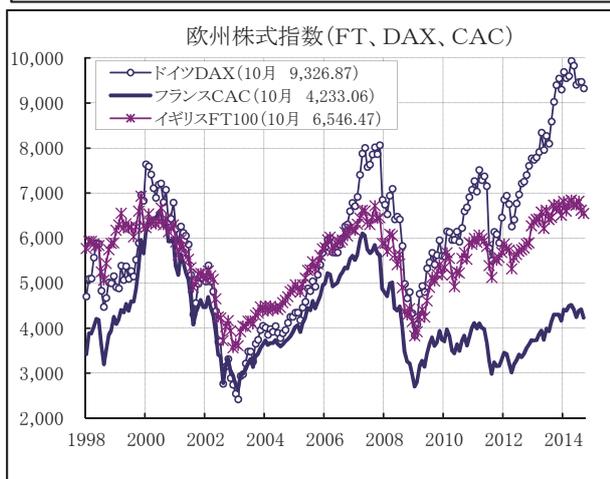
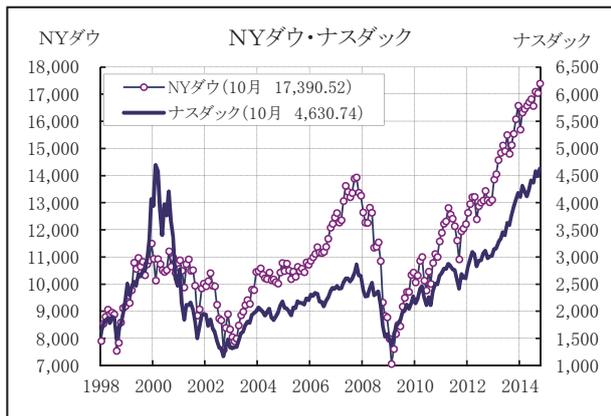
海外 マクロ経済



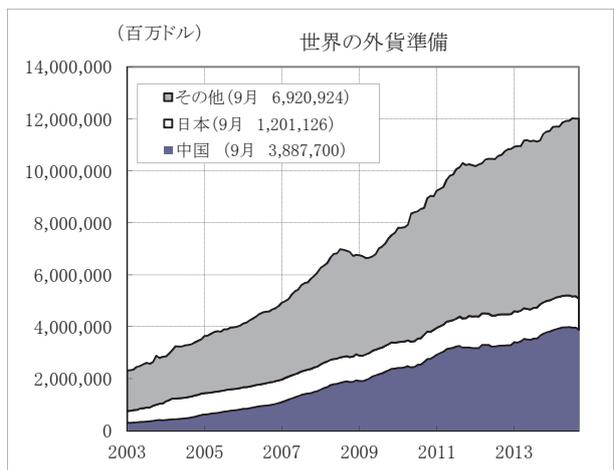
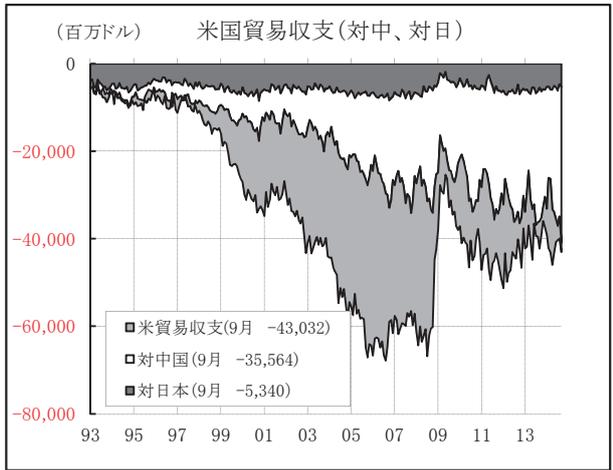
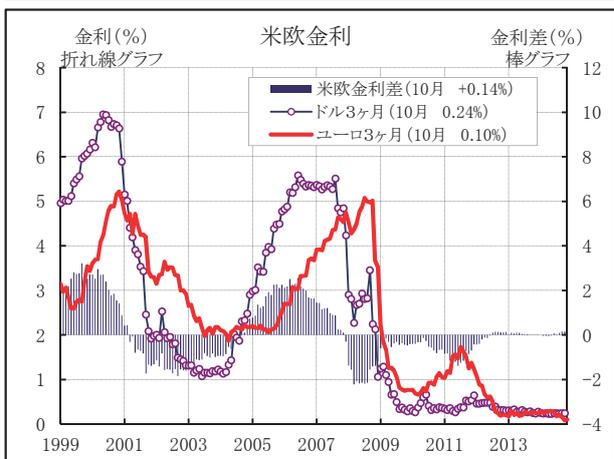
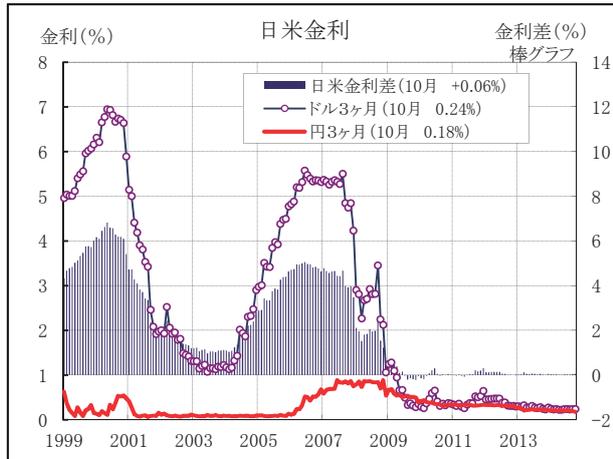
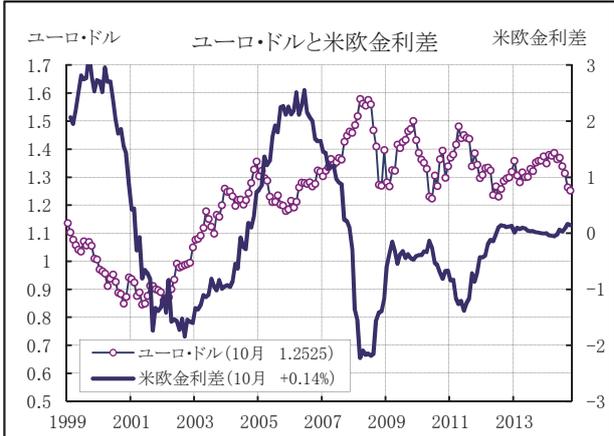
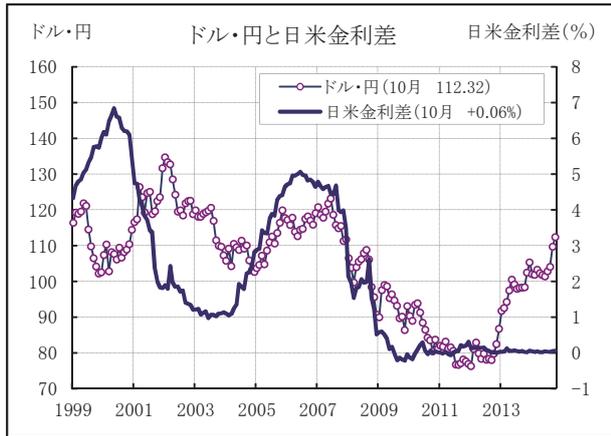
海外債券市場



株式市場



為替市場

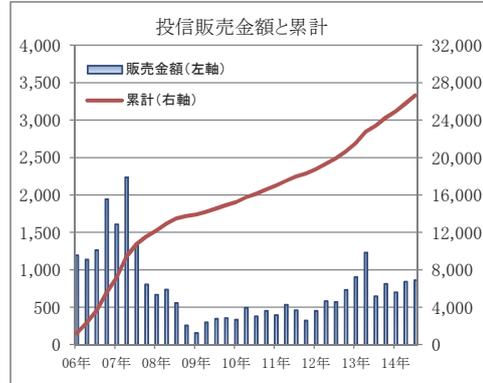


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4-6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7-9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10-12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1-3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4-6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7-9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10-12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1-3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4-6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7-9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10-12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1-3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10-12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1-3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	-	-	-	-
2015年1-3月	-	-	-	-
2015年度累計	490,000	170,508	-	-
累計	11,654,022	2,664,278	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.11.14)	純資産 (2014.11.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.11.14)	純資産 (2014.11.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.11.14)	純資産
野村6資産(安定)⑥	180円	11,568	38,357	eMAXIS 国内債券※①	なし	11,009	11,582	グローイング台湾株式②	1100円	11,575	21
野村6資産(分配)⑥	180円	10,262	168,589	eMAXIS 国内リート※①	なし	23,816	8,458	ニッセイ日本債券②	120円	9,965	11,154
野村6資産(成長)⑥	180円	11,352	40,604	eMAXIS 先進国株式※①	なし	21,269	23,860	DIAM世界リート②	425円	5,492	303,591
野村資産設計2015②	なし	10,510	1,948	eMAXIS 先進国債券※①	なし	14,025	8,787	DIAM高配当株式②	1320円	15,665	11,875
野村資産設計2020②	なし	10,373	1,142	eMAXIS 先進国リート※①	なし	24,061	7,655	東京海上・円資産②	250円	11,756	27,792
野村資産設計2025②	なし	10,463	990	eMAXIS 新興国株式※①	なし	14,163	23,034	フィデリティ日本配当④	120円	10,088	16,799
野村資産設計2030②	なし	10,572	791	eMAXIS 新興国債券※①	なし	14,178	4,090	GS日本株式※②	10円	8,890	12,205
野村資産設計2035②	なし	10,353	577	Navioオーストラリア債券②	180円	12,660	279	マニロイフカナダ株式※④	2600円	11,134	10,277
野村資産設計2040②	なし	10,235	1,774	Navioカナダ債券②	60円	12,616	270	ステート・ゴールド①	なし	6,466	66
野村資産設計2045②	なし	17,904	83	Navioトルコ債券②	600円	11,970	394	スマートファイブ※②	なし	10,872	13,588
野村米国ハイイールド②	1340円	15,041	20,755	Navio南アフリカ債券②	540円	10,496	333	スマートファイブ※①	なし	11,306	4,767
同(為替ヘッジあり)②	540円	10,409	8,459	Navioブラジル債券②	360円	8,448	39	DWSグローバル公益債券※②	480円	10,593	115,331
大和インデックス225①	140円	12,906	30,886	Navioインド債券②	600円	12,221	1,272	同(為替ヘッジあり)※②	480円	12,564	22,205
ダイワ成長国セレクト②	960円	7,991	92,288	Navioマネーボール②	なし	10,007	4	メキシコ債券オープン※	1200円	12,733	52,588
日興五大陸債券②	250円	9,792	107,671	三菱UFJ高金利債券②	1240円	11,559	120,518	インドネシア・ルビヤ債券②	なし	9,756	4
日興五大陸株式④	240円	10,978	22,769	日本株式SRI①	なし	7,796	4,401	グローイングブラジル株式②	なし	10,366	8
フォーシーズン※②	360円	8,334	17,911	エマーシング・ソブリン※②	620円	9,114	43,749	新光日本小型株ファンド	なし	11,588	23
ビムコグローバル債券②	480円	13,991	22	同(為替ヘッジあり)※②	1190円	9,965	87,307	MHAM リート②	なし	13,015	30
同(為替ヘッジあり)②	480円	9,879	44	新光サザンアジア株式②	1300円	12,036	3,691	合計	-	-	1,518,837
eMAXIS TOPIX※①	なし	17,056	11,071	新光世界インフラ株式②	720円	18,258	59				

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

純資産ランキング

(単位:百万円)

	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート②	303,591	20.0%
2	野村6資産(分配)⑥	168,589	11.1%
3	三菱UFJ高金利債券②	120,518	7.9%
4	DWSグローバル公益債券※②	115,331	7.6%
5	日興五大陸債券②	107,671	7.1%
6	ダイワ成長国セレクト②	92,288	6.1%
7	ES(為替ヘッジあり)※②	87,307	5.7%
8	メキシコ債券オープン※②	52,588	3.5%
9	エマーシング・ソブリン※②	43,749	2.9%
10	野村6資産(成長)⑥	40,604	2.7%
計		1,132,236	74.5%

基準価格ランキング

	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 先進国リート※①	24,061
2	eMAXIS 国内リート※①	23,816
3	eMAXIS 先進国株式※①	21,269
4	新光世界インフラ株式②	18,258
5	野村資産設計2045②	17,904
6	eMAXIS TOPIX※①	17,056
7	DIAM高配当株式②	15,665
8	野村米国ハイイールド②	15,041
9	eMAXIS 新興国債券※①	14,178
10	eMAXIS 新興国株式※①	14,163

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

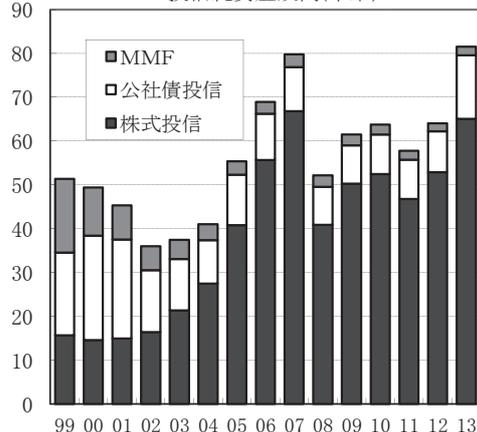
タイプ 末	株式投信							公社債投信			MMF	証券投信計	
	単字型	追加型					計	単字型	追加型	計			
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他							小計
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	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12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,638
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	145,209	145,454	19,259	815,232
2014年7月	18,513	46,255	153,695	120,311	313,608	168,920	682,478	700,991	170	129,581	129,751	19,795	850,537
8月	18,422	45,250	155,046	121,141	320,956	170,305	691,557	700,991	170	129,197	129,367	19,735	859,080
9月	18,989	45,714	154,765	119,717	324,149	173,828	698,456	700,991	159	133,923	134,082	19,636	871,164
10月	18,458	45,897	156,064	120,642	332,565	179,320	713,846	713,846	158	128,692	128,534	19,372	880,210

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

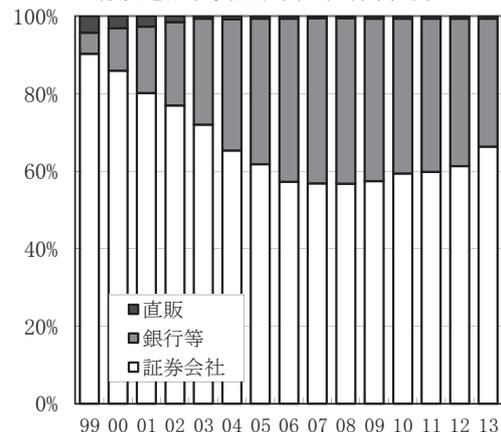
(単位:億円)

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	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年7月	557,422	65.5%	287,574	33.8%	5,542	0.7%	850,537	100%
8月	563,452	65.6%	290,113	33.8%	5,516	0.6%	859,080	100%
9月	573,265	65.8%	292,214	33.5%	5,686	0.7%	871,165	100%
10月	576,032	65.4%	298,547	33.9%	5,631	0.6%	880,210	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち						債券貸借取引 交付担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負 債	負債合計
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定期貯金	特別貯金					
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599			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	1,883,012	
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	1,858,388	
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,843,497	
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,860,017	
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	1,888,431	
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	1,910,484	
2014年9月	1,779,465	126,786	486,783	3,947	136,484	783,203	240,159	2,085	119,475	36,334	1,950,295	

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち						
		前期末増減額	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期貯金	定期性貯金の 前期末増減額	うち 特別貯金	その他の貯金の 前期末増減額	
2013年12月	1,776,298	11,800	609,570	9,797	1,164,524	2,521	2,204	▲ 517
2014年3月	1,766,128	▲ 6,658	602,006	▲ 4,061	1,161,577	▲ 3,076	2,545	479
6月	1,775,082	11,800	614,611	9,797	1,158,264	2,521	2,207	▲ 517
9月	1,779,465	4,383	617,516	2,905	1,159,864	1,600	2,085	▲ 122

<特別貯金残高と前月末増減額>

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	うち				
		特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金の 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額
2014年7月	247,372	▲ 3,317	32,259	▲ 1,057	215,093	▲ 2,259
8月	243,986	▲ 3,386	31,130	▲ 1,129	212,836	▲ 2,257
9月	240,159	▲ 3,317	30,850	▲ 1,057	209,290	▲ 2,259
10月	237,082	▲ 3,077	30,193	▲ 657	206,870	▲ 2,420

(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 未払利子は含まれない。

<各種金利>

(単位:%)

年月	財政融資資金		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2014年6月	0.6	0.7	0.04
7月	0.6	0.6	0.04
8月	0.5	0.6	0.04
9月	0.4	0.6	0.04
10月	0.4	0.6	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					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
		国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託						
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		
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		
2014年9月	1,610,941	1,168,814	56,393	113,669	272,056	30,972	29,005	194,636	169,206	2,034,760		

(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、買戻先約定を含む(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、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
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

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

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

<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
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098	0	0	0
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282	0	0	0

(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		RMBS(国外)		合計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
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
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
2013年9月	10,960	456	944	47	19	0	69	1	3,023	360	15,017	866
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065

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

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

<金利リスク(アウトライヤー比率 & Value at Risk)>

(単位:億円)

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

(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
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
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
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	134,826	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607

(注1)機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2)デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

<単体自己資本比率(国内基準)>

(単位:百万円)

年月	自己資本額(D)	基本的項目(A)				補完的項目	リスクアセット等(E)	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	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額							
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%
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	-	-	16,553,324	13,482,628	-	3,070,695	56.81%	-

(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	うちその	経常利益	当期純利益
		運用収益	他収益		調達費用	経費				
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
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 - 2014年9月	1,030,975	949,448	81,527	757,956	176,586	564,612	16,758		273,018	181,710

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