

ゆうちょ資産研レポート

2015年11月号

ファンダメンタル・アナリシス	1
内外のマクロ経済の焦点	
ー世界をめぐる巨額な資金とその行方ー	
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社	
チーフエコノミスト 佐治 信行	
マーケット・アウトLOOK①	6
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LOOK②	12
ドル調達は早い者勝ち！？	
モルガン・スタンレーMUFG証券株式会社	
債券調査本部 金利ストラテジスト 杉寄 弘一	
資産研コーナー	19
日米資産運用業界の現状	
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

内外のマクロ経済の焦点

―世界をめぐる巨額な資金とその行方―

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券 チーフエコノミスト 佐治 信行

日本において“アベノミクス”が始まってもう3年になる。円安による企業収益の改善、日銀の異次元緩和による株価上昇などが現れ、2012年までの日本経済沈滞ムードは払拭されるところまでは進んできた。しかしながら先行きについての楽観は禁物だ。まずは国内経済、2016年に向けて次の3点が景況感回復の障害になり得る。我々は2016年度のGDP成長率を1.0%と予測し、2015年度の1.5%から低下すると予想している。

第一に、2015年度と2016年度の間に国内需要の断層が発生する。具体的には、2015年度で5年間の東日本大震災の集中復興期間が終わるから、これは我々の試算では年間GDP0.8%分の需要がなくなることを意味する。15年度までの過去5年間で震災復興関連予算は26.3兆円であった。これがこれからの5年間は6.5兆円に減少する（政府）。

そうした中で第二に、中小企業の在庫保有率が現時点で大幅に上昇していることが、2016年度の経済成長率を押し下げる調整圧力になる。中小企業の在庫率は2005年を100とした指数でリーマンショック後の140から足元では165まで上昇しており、中でも金属加工製品やプラスチック製品と言った自動車及び電機関連の部品在庫が統計からみて積み上がっている。この背景には、2013年からの量的金融緩和による運転資金潤沢化や円安による輸出増加期待が中小企業の在庫積み上がりを後押ししたものと考えられる。この在庫調整が2016年春からの公共事業の減少と同時に起こることが予想され、来年春の賃上げは中小企業で実現することは難しい。これは個人消費の伸びを抑制する要因になる。

そして第三に、個人消費の伸び悩みも日本経済の成長を抑制する要素になる。足元の個人消費の低迷は賃金の伸び悩みよりは必需品物価の上昇にある。総務省が分類している購入頻度別の消費者物価指数で最も上昇している分野は月に1回程度購入する財・サービスである。2010年を基準にするとこの分類の指数は過去5年間に12%上昇している。全体の消費者物価の上昇は2010年比較で4%程度であるから、これらから消費税率の影響を除いて日銀の物価上昇率目標2%を達成しているのは月1回購入する必需品、つまり食品関係のものである。しかし、この必需品の物価上昇から消費者は逃げられない。賃金の上昇に勢いがいい中で円安による食料品の物価上昇を消費者は別の分野の支出抑制で切り抜ける。我々の分析では年に1回購入する・サービスの物価変動が消費に与える影響が最も大きい。この分野の中心は衣料品であり、この衣料品が過去

の円安による原価上昇をこの秋口からの店頭価格に転嫁し始めた。その途端に総務省「家計調査報告」で被服・履物の消費支出が減少に向ったことが確認できる。食品業の輸入為替予約は短期で衣料品業のそれは長期化し、大手衣料品販売会社の輸入予約は3年、つまり3年前からの円安の原価上昇が表面化して来る時期であり、今後その価格転嫁に動きたいところであろう。しかし、先に食料品の値上げにより消費者の購買力が低下していることにより、衣料品の値上げは同分野の消費支出を大幅に減らしてしまう。企業収益の観点からみると2014年までは円安メリットを輸出企業が受け、食料品メーカーが値上げ出来て全体の収益を押し上げた。2016年には輸出企業の円安メリットは減衰、遅れて一般小売業の円安から来る原価上昇が収益を圧迫する。2016年はこれまで株価上昇をサポートしてきた企業収益の状況が一変する可能性がある。

こうした国内経済状況及び2016年7月の参議院選の日程を勘案すると、政府は2016年通常国会冒頭で総額3兆円強の補正予算の編成に入り、最低でも2016年度に起こる公的需要の断層、5年間で20兆円、年間4兆円のギャップを埋めるべく政策を執るに違いない。2016年4月には日銀も政府の補正予算編成に呼応して追加的量的金融緩和に動くものと予想される。但し、日銀としては残り国債の購入可能範囲が限られており、金融市場を驚かせるほどの追加策には限界がある、と我々はみている。従って、円ドルの下落は限定的であって、2016年は1ドル=125円前後で推移するのではないかと予想している。

こうした国内経済の概ね予見できる2016年に比較して、波乱が予想すべきは海外経済であろう。2015年中には米国金利引き上げが実施される確度は足元で着実に高くなってきている。そうした中で最も警戒すべきマクロ経済の歪みは新興国の与信膨張にある。その代表は中国である。中国の国際収支統計の中で誤差脱漏が2014年に1,400億ドルの流出超過、2015年上半期には年率1,800億ドルの流出超過になっていることから目が離せない。中国の巨額資金の一部が当局によっても把握できない形で海外に流出しているのである。我々はこの動きから既に新興国からの資金流出が始まっていると見ている。

先ず中国の与信構造について言及すると、中国には正規の銀行与信と影の銀行の二つが存在する。2014年末のデータで中国の銀行貸出は81兆元、これは名目GDPの127%相当、日本のバブル時代の112%（1989年）を超えている。それでも中国の銀行は預貸比率を75%で規制しており、過剰な与信膨張を政策的に防いできたとされる。しかしそれには裏があって、中国の銀行は社会インフラ債、公共事業へ投下される資金調達債券に投資することで迂回融資しており、その代表は2つある。国家開発銀行債の6.5兆元と地方融資平台債の6兆元。前者はその資金を空港、港湾等の国家プロジェクトに向わせており、保有者は四大公営銀行だ。これには政府保証が付いている。

一方の融資平台債は地方政府の傘下の財投機関が発行するもので地方の公共事業、住宅開発、工場団地開発に向けられている。保有者は地方銀行であるが、その工事主体には地方銀行が直接融資しているケースが多い。これには政府保証はついておらず、その発行体である地方融資平台は全国で7,000社強あるとされており、その安全性は低いとされている。この発行残高6兆元の地方融資平台債「城投債」の償還が現在は年間4,000億元程度であるが、2019年からは一気に1兆2,000億元程度へ急増する。

そこで地方政府は新規住宅開発を進めて保有する土地に借地権を付けて売却、その収入によって過去の城投債を償還してしまいたいところである。しかし、ここ数年中国は住宅ストックに対して3%分に相当する新規住宅戸数を供給してきた。日本の1960年代後半の新規住宅供給戸数はストックに対して1%程度であったのだから、いかに中国の住宅供給が急であり膨大であったかが改めて驚かされる。こうした状況であるから中国の新規住宅市場は過剰の調整が強制される局面に来ており、更に2015年からは生産年齢人口が減少に向っているのであるから、今更地方政府が新規住宅の供給でその土地売却からの収入を増やすと言う思惑は甘すぎる。寧ろ、供給した物件が売れずに開発投資額を回収できず、と言う事態に追い込まれ始めるのである。

従って、地方政府の傘下の組織が発行した城投債は地方政府が借換債で延長していくしかない。しかし、回収不能な債権を地方銀行が引受けるはずはなく、地方政府は政府保証が付いた地方債を新規に発行して地方政府に購入させ、購入した地方政府はそれを中央銀行に持ち込んで地方銀行の資金繰りを改善させる。こうした方策が2015年から中国では始動してきている。これで中国は地方政府のデフォルト危機を先送りできるのであるが、他面では中央銀行のバランスシートが急速に膨張することになる。それは中国人民元の潜在的な下落要因となる。また、中国銀行が呑み込む地方債務の裏側には過剰設備がぶら下がっており、中国のデフレ供給圧力は温存されることになる。人民元の大幅な下落は中国の輸出競争力を高めて、輸出増加から経済成長率を引き上げるものになるものの、中国は1兆2,000億ドル強の対外債務を負っており、その75%は1年未満の返済のもの、また80%は外貨建てのものであるから、債務返済負担の増加と言う観点からは人民元の切り下げの幅を大幅化させたくはないと言うジレンマがある。こうした中国の成長には限界が出てくるのであって、しかも通貨は下落していくと言う期待が一般化して来ると海外資金及び中国国内資金も海外に逃避していくことになる。

そこで中国の国際収支の動きを見ると、大幅な誤差脱漏を通じた資金流出に気付かされる。順を追って説明すると、2014年の中国のモノ・サービスの流れを把握する経常収支は2,197億ドルの黒字、カネの流れを把握する資本収支は382億ドルの黒字、そしてその残高が反映される外貨

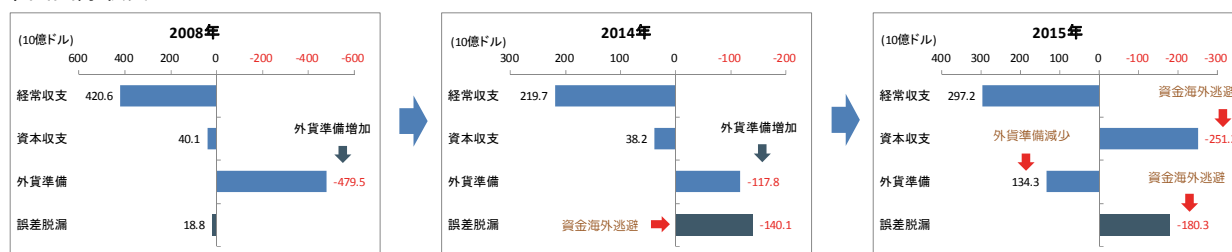
準備は 1,178 億ドルの積み上がりとなった。この 3 項目は政府の各担当省及び中央銀行が把握している。しかし、この 3 項目を合計すればゼロになるはずが 1,401 億ドル足りない。これが誤差脱漏と言う項目に現れることになる。2015 年は 1~6 月の統計が発表されているところであるが、この段階で年率換算すると資本収支が一転して 2,512 億ドルの流出超過になり、またも誤差脱漏が 1,803 億ドルの流出超過だ。いよいよ 2015 年に中国の外貨準備高の減少が始まったのである。その資金の漏れが誤差脱漏と言う、こっそりと中国から逃げていく資金ルートだ。1 枚 10 ドルのぬいぐるみを輸入、通関の書類は 10 ドルになっているものの送金は 20 ドル、と言うケースがあると言う。中国と香港の貿易収支の差額は 2014 年 970 億ドルも発生している。この誤差脱漏と言う国際収支統計項目に注目していくと、米国側にも大きな変化が見て取れる。

米国の 2014 年の経常収支は 3,895 億ドルの赤字、資本収支は 2,435 億ドルの黒字、そして外貨準備は 38 億ドルしか積み上がっていない。米国は年間 1,500 億ドル前後の誤差脱漏を通じての資金流入国であり、その 2015 年の金額は 2,000 億ドルに達しようとしている。中国の資金流出の向い先は米国である可能性が極めて高い。米国は 2015 年末から金利引き上げの局面に入ってくるであろう。一層の米国資金吸収力は金利面から強まってくるだろうから、資金が逃げ出す新興国はそれを埋め合わせるべく中央銀行が派手な量的金融緩和を実行するに違いない。それは新興国通貨の膨張であり、新興国通貨の信頼を低下させることになる。しかもその方法が中国と同様に自国内の不確かな資産（債券）を中央銀行が購入しての資金供給であるとする、結局は新興国通貨が暴落して、新興国のドルリンクと言う通貨体系が崩壊していく。何故ならば、新興国の中央銀行の資産の大半は外貨準備であって、外貨（中心はドル）を裏付けに通貨が発行されている。例えば中国の人民銀行の資産の 79% は外貨である（2015/9）。その資産内容の信頼性が流動性の低い資産の購入によって希薄化するのである。その間のドルの信認は相対的に高まるであろうから、為替市場はドルの独歩高になる。しかし、その先に米国は米国でこれまでに膨張した国内の与信をうまく収束していかないといけない。

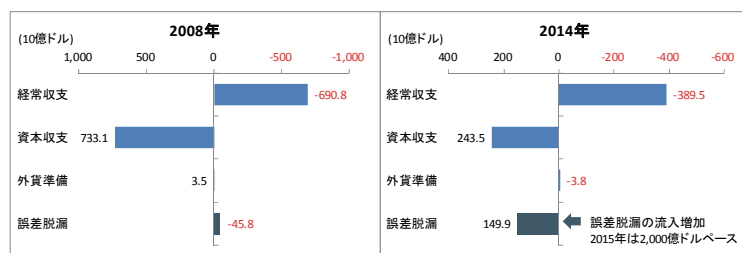
米国の資金循環表（FRB）を見ていると、金融機関を通じない与信がここ数年で多額化してきている印象を持つ。例えば、非金融法人部門の「その他金融負債」が 2015 年 6 月で 3 兆 2,085 億ドルあり 2000 年代半ばから膨張してきている。この中身をその先の統計で追うと、「Identified Miscellaneous Financial Claims」とされている。正体不明、と言うわけである。また、家計部門の金融資産の中に、「Equity in noncorporate business」と言う分類があって、同 10 兆 3,876 億ドルでこれもリーマンショック以前の水準を抜いて過去最高水準である。この資金が米国の新規企業設立に回っていると推察されるのであるが、金額の大きさから米国のここ数年の成長が新興企

業によってもたらされ、その資金が海外からの流入資金と国内の直接的金融によって成り立っている構造に今日的な新しさを感じる。米国はリーマンショック以降当局が金融機関のリスク管理を厳格に進めてきた。また、世界的にもバーゼル委員会からの金融機関の自己資本比率規制の強化が広く取り組まれてきた。金融市場でのバブル崩壊を経るたびに当局は規制金融の一層の規制強化に動いてきたわけである。しかし、その一方で非正規（将来は正規になるのかもしれない）の金融市場が膨張していることはデータから見て紛れもない事実である。米国の金融引き締めが正規のルートである住宅ローンや企業ローンを収縮させ、その変動が家計や企業のリスク許容度を低下させて、当局の手が届かない膨張した与信を収縮させる事態が、近い将来とまでは言わないが、何れ我々の目の前に飛び出してくるであろうと言う仮説は消すわけにはいかない。

中国国際収支



米国（US）国際収支



出所：State Administration of Foreign Exchange China, Bureau of Economic Analysis US, Office for National Statistics UK 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1月20日、長期金利(10年国債利回り)は0.195%と史上最低水準を更新した(図表1)。主因は日本銀行による大量の長期国債買入れが需給を逼迫させたためである。

2014年10月31日の「量的・質的金融緩和」の拡大を受けて、現在、日銀は毎月9兆円超という巨額な長国買入れを行っている。それは今年度の市中発行額の9割以上に当たる。この需給逼迫を主因に今年度中に0.195%を割り込んで低下する可能性が高いと予想している。

図表1：10年国債利回り推移(2013年4月～)



出所：ブルームバーグより東海東京証券作成

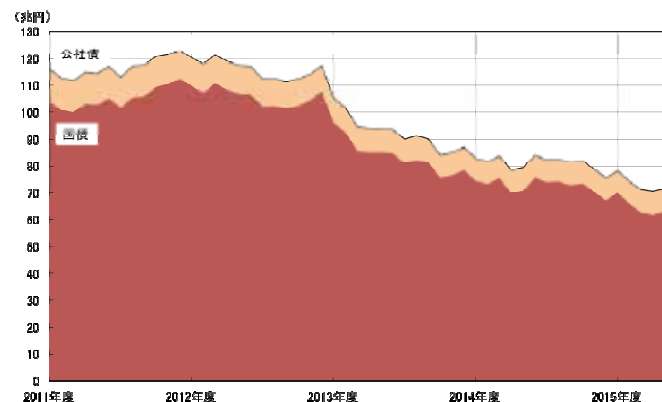
2. 投資家動向と日銀の金融政策

2013年度、国債残高を大幅に積み上げる日銀に最も協力したのは都市銀行だった¹。都銀は約30兆円公社債残高を落とした(図表2)。しかし、国債などには担保需要が存在する。彼らも一方的に残高を落とし続けることはできないだろう。実際、2014年度の残高減は11.5兆円と前年度の3分の1強のピッチに鈍った。恐らく、今年度は10兆円を下回ってくると思料される。

昨年度、都銀に替わって大きく貢献したのは公的部門である。しかし、公的部門の公社債残高の減少ピッチも鈍ってこよう。したがって、日銀はより幅広い投資家層から直接・間接的に国債を購入せざるを得なくなっているはずである。何より、前述のように昨年10月31日に追加緩和を決定しており、年度ベースで最も日銀の買う国債の量が多くなるのが今年度なのである。この状況下、国債需給の逼迫感は日に日に強まっていくと言っても過言ではない。これが利回り低下、特に史上最低水準更新の最大の原動力になろう。

そして、日銀に対するさらなる緩和観測は根強い。後述するとおり、今年度に入って国内景気は低迷しており、消費者物価も除く生鮮食品は前年比マイナスに転落してしまった(図表3)。具体的な緩

図表2：都市銀行・公社債保有残高



出所：日本銀行より東海東京証券作成

¹ 2013年4月4日に決定した「量的・質的金融緩和」では、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うとした。

和策は、「量的・質的金融緩和」の拡大、すなわち、(1) 長国買入れの増額、(2) 長国買入れの年限長期化、(3) ETF や J-REIT の若干の買入れ増…などが見込まれる。しかし、(1) の限界も遠くないと見られるため、たとえば、(4) 地方債や財投機関債などへ買入れ対象の範囲を拡大することも考えられる。

それでも、実際、日銀が追加緩和を行うかと問われれば、否の可能性が高いだろう。彼らがコミットしているのは、「2%の『物価安定の目標』を2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ということであり、足元の物価の基調は強いと判断している。確かに、除く生鮮食品は前年割れとなったものの、除く食料・エネルギー（コア・コア）や日銀が注目している除く生鮮食品・エネルギーは上昇傾向にある。

いずれにせよ、0.195%割れに追加緩和の必要はなく、現在の需給逼迫で十分だろう。

3. 欧州経済と金利

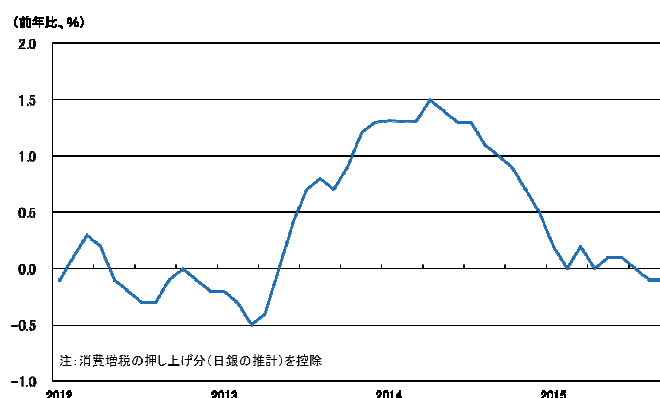
欧州の景気回復は鈍く、消費者物価は前年比ゼロ近傍といった状況にある（図表4、5）。

欧州では、景気刺激策として財政政策を使い難い。財政統合が行われておらず、南欧諸国は歳出を抑制する必要があるからだ。加えて、独国が他国を財政面で間接的にサポートすることも見込めない。

したがって、欧州中央銀行（ECB）の金融政策に頼らざるを得ない。ECBは量的緩和を1月22日の理事会で決定し、3月9日から開始した。

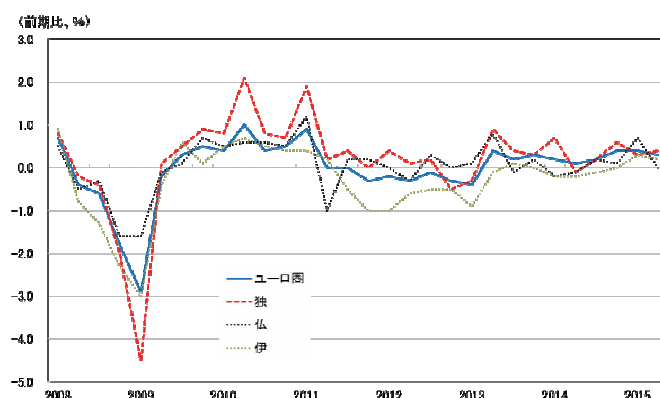
しかし、ECBはマイナス金利政策を同時に行っている。日銀や米連邦準備理事会（FRB）のように中央銀行のバランスシートを大きく膨らませたり、マネタリーベースを大幅に拡大したりすることは難しいはずである。民間金融機関が資産を中央銀行に売却、資金をそのまま残せば、金利を払う必要があるからだ。実際、ECBも量的緩和の効果については大量の資産買入れによる金利低下のそれを強調している。

図表3：消費者物価指数推移



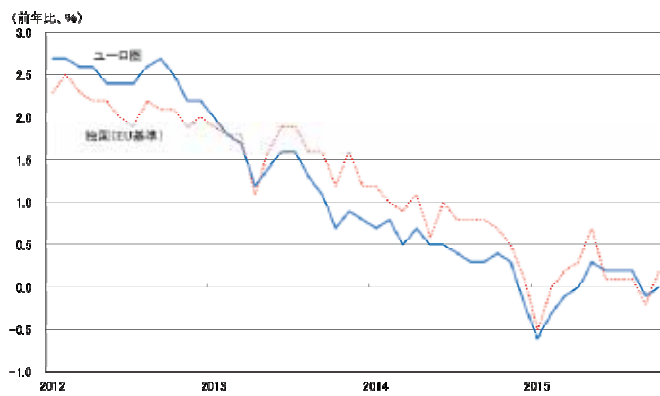
出所：総務省より東海東京証券作成

図表4：欧州実質 GDP 推移



出所：ブルームバーグより東海東京証券作成

図表5：欧州消費者物価推移



出所：ブルームバーグより東海東京証券作成

独 10 年国債利回りは一時、ゼロ % に接近した（図表 6）。しかし、その急低下の反動から 1.0 % を超える局面もあった。その後、ゆっくりと再低下しているものの、依然、量的緩和開始直前の水準である 0.40 % 程度を上回っている。

10 月 22 日に開かれた ECB の政策委員会後の記者会見において、ドラギ総裁は追加の金融緩和策を次回（12 月 3 日）決定する可能性を強く示した。具体策には資産買入れの延長や規模拡大などが見込まれ、それは一段の利回り低下を促す可能性が高い。

もっとも、後述するように、欧州経済には経済成長率の下方屈折とデスインフレ化が構造的に起こっており、伝統的な金融政策が有効ではなくなっていると思料される。結局、欧州経済の回復は鈍く、独 国など欧州の長期金利が低く推移するなら、それは我が国の長期金利も同様に推移する一因となろう。

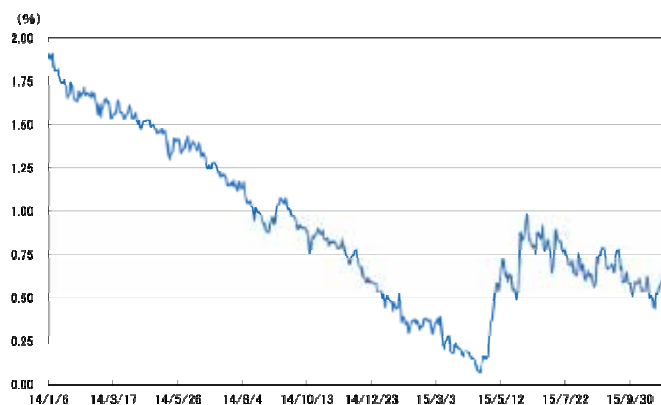
4. 日米欧の生産年齢人口比率の推移

国連推計による日米欧の生産年齢人口比率（生産年齢人口 / 総人口）を見ると、いずれも今後、持続的に低下していく（図表 7）。この持続的低下は生産性の大きな上昇がない限り、経済成長率が切り下がっていくことを意味しよう。そして、期待成長率の低下は投資収益率の低下と概ね同義であり、こういった国・地域では長期の資金需要が生まれ難い。すなわち、金利感応度が低い経済と定義でき、金利政策は効きにくくなろう。

1990 年に生産年齢人口比率のピークを迎えた我が国はフロントランナーである。それゆえ、今後の欧米経済・金利を占う際、我が国の経験は大いに役立つ。経済成長率が下方屈折すれば、基本的に物価上昇率も低下しよう。たとえば、「4 % の成長率と 2 % の物価上昇率」の組み合わせは「2 % の成長率と 1 % の物価上昇率」に変化する。これは正に経済のデスインフレ化である。ちなみに、我が国はそこを飛び越えてデフレ化してしまった。その理由は、(1) 人口動態の変化が急峻だった、(2) バブル崩壊が起こった…などに求められよう。

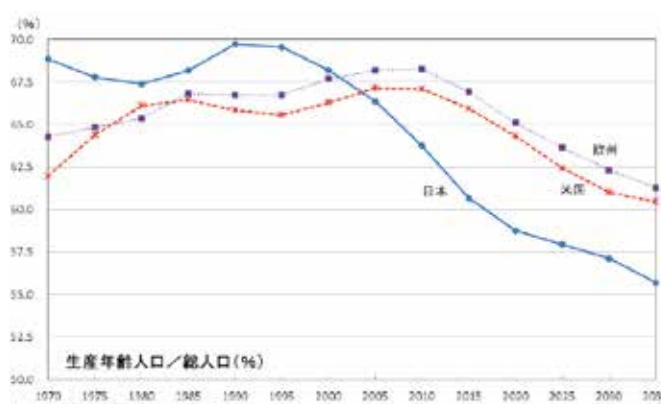
欧米の生産年齢人口比率のピークは 2010 年である。この人口動態の変化に従い、欧米経済はデスインフレ化し、特に景気回復が遅れる欧州において金利低下の効果は限定的なものにとどまると見られる。そして、欧米の生産年齢人口比率の動きが似通っているにもかかわらず、米国に比べて欧州のデスインフレが厳しく、デフレ化や「日本化」が懸念されている。それは南欧や東欧といった経済的に弱い国々を抱え込んでいることに起因するのではなかろうか。

図表 6：独 10 年国債利回り推移



出所：ブルームバーグより東海東京証券作成

図表 7：日米欧の生産年齢人口比率



出所：国連推計より東海東京証券作成

5. 米国経済・金利

リーマン・ショックを脱し、2010年以降の米国景気は概ね順調な回復振りを示してきた（図表8）。労働市場も逼迫の度合いを強めている。しかし、賃金上昇率が高まらない（図表9）。既に言い古されているものの、やはり、「グローバル化」や「IT化」といった世界的な構造変化が強く影響しているのだろう。加えて、企業経営者が前項で説明した成長率の下方屈折を強く意識しているなら、常用雇用を増やすことに慎重なものも十分理解できる。そして、物価は正にデスインフレを示しており、今後の人口動態を考えると、それは長期化すると見込まれる（図表10）。

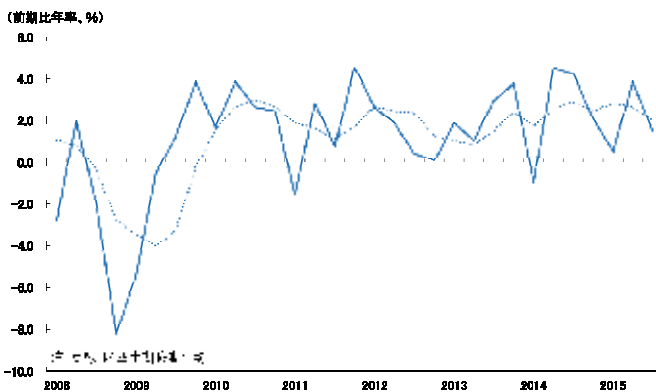
中国の景気減速など海外要因を理由にFRBは年内の利上げ開始を躊躇するかもしれないが、その際も来年早々には踏み切る可能性が高い。しかし、期待インフレ率が低い水準で安定する中、早期の利上げは必要とは考えにくく、海外要因以上に米国経済自体の構造変化を踏まえると慎重な金融政策が望まれよう。

加えて、FRBの利上げは株価急落など市場のショックを招きかねない。それに伴って世界のリスク・マネーが回収されると見られるからである。実際、これまでも利上げ観測が強まると株安が加速する場面が度々あった。

株価急落というショックではなく、FRBが現在の米国経済に必要なと判断することをメインに連続利上げは回避されると予想している。その結果は米国長期金利が低位で推移することに寄与しようが、そもそも現在も期待インフレ率が安定しているのだから、たとえ、利上げがあっても長期金利の持続的上昇は考え難い。もし、連続利上げが実施されるなら、それが期待インフレ率の低下に働き、長期金利が下落する公算すらあろう。

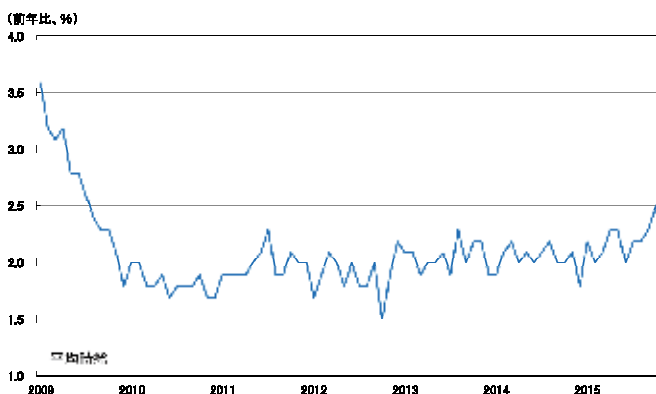
米国の長期金利が持続的に上昇しないなら、日米連れ高との見方も排除できる。

図表8：米 GDP 推移



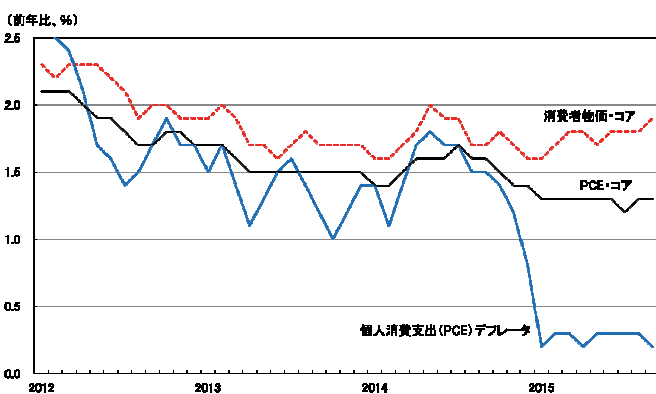
出所：経済産業省より東海東京証券作成

図表9：米賃金動向



出所：米労働省より東海東京証券作成

図表10：米物価動向



出所：米労働統計局・経済分析局より東海東京証券作成

6. 国内経済

今年度に入り、消費増税の影響が剥落したにもかかわらず、国内景気は低迷している。4～6月期 GDP は前期比 0.3% 減となり、鉱工業生産指数は 4～6月期、7～9月期と 2 四半期連続の前期比マイナスになった（図表 11）。確かに、予想以上の中国経済の減速による輸出の低迷が主因の 1 つである。しかし、賃金上昇が政府の期待するほど伸びなかったことに加え、円安が企業活動を活発化させるより、物価高を通じて家計の打撃となった。

図表 12 は ESP フォーキャスト調査における、民間エコノミストによる実質 GDP の予測総平均である。² 今年度の予測は 8 月に大きく切り下がり、直近は 1.0% を割り込んでいる。加えて、2016 年度も徐々に低下してきている。

低迷の背景を考えると景気が当面、力強い回復に転じるのは難しそうである。そして、より長期的には生産年齢人口比率の持続的低下が影響しよう。

9 月 25 日、安倍首相は「アベノミクスはセカンドステージに移る」と述べ、「新 3 本の矢」を掲げた。その具体的目標は、(1) 名目 GDP600 兆円の達成、(2) 希望出生率 1.8 の実現、(3) 介護離職ゼロの実現…である。繰り返し指摘してきた人口動態の変化を踏まえると、問題意識としては決して、間違っていない。しかし、具体策に乏しく、いずれも達成は難しいというのが一般的評価である。

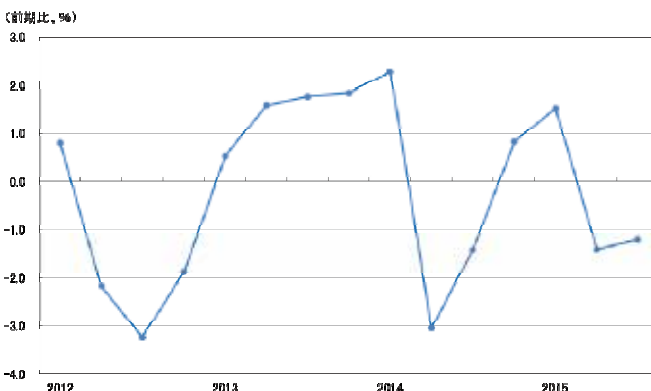
そして、デフレ脱却はともかく、2% といった高い物価上昇率の実現は難しいと見られる。³ したがって、日銀の物価目標もより現実的なものに修正される可能性が高いだろう。それは「出口」が近づいたとの判断につながり、一時的にはリスク・プレミアムの拡大を通じて長期金利の上昇要因になりそうだ。もっとも、ファンダメンタルズは何も変わっていないはずである。

結局、国内経済という観点から長期金利が持続的に上昇する見通しは立ち難い。

7. 円 / ドル相場の行方

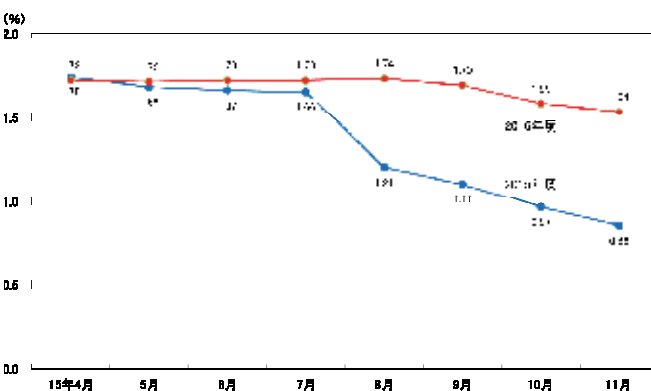
日銀が黒田総裁体制になって以降、急速に円安が進行した。円安は当初、輸出増、企業業績回復、株高などを通じて景気を支えた。しかし、最近では前項で指摘した負の側面が目立っているようだ。それは現政権が一段の円安進行に躊躇する理由となろう。もっとも、日銀が追加緩和に消極的なら「渡りに船」と言えるかもしれない。

図表 11：鉱工業生産指数



出所：経済産業省より東海東京証券作成

図表 12：ESP フォーキャスト調査・実質 GDP 予測



出所：日本経済研究センターより東海東京証券作成

² 11 月調査の回答数は 40。

³ 前掲の例「『4%の成長率と 2%の物価上昇率』の組み合わせは『2%の成長率と 1%の物価上昇率』に変化する」を思い出して欲しい。

そもそも、購買力平価（PPP）の観点からすると、1ドル＝120円台後半を超える円安は進み難いと判断できる。「長期的な円／ドル相場はPPPで決定される（たとえば、日米の同じ商品は最終的に同じ価格で買えるようになる。まずはお互いの物価上昇率で価格が調整され、日米物価上昇率格差の分は円／ドル相場がそれに働く）」と多くの市場関係者が考えていよう。そして、為替で調整されない品目が多い消費者物価のPPPは円安の「岩盤」と映り、現在の水準は1ドル＝130円程度である（図表14）。

もちろん、PPPで示されるのは長期的な均衡水準であり、短期的には日米金利差が決定要因というのも衆目の一致するところである。しかし、かつての関係からその観点を見てみると、やはり、円安ドル高は行き過ぎと考えられる（図表15）。

日銀の積極的な金融緩和策によって円安が進んだのだが、昨年秋以降はドル高の色彩が濃くなっていると言えよう。そして、その主因はFRBの連続利上げ観測の強まりに他ならな

い。しかし、この観測は以前に比べると後退している。さらに、本稿の予想どおりに連続利上げが回避されるなら、ドル高の修正すなわち、円安の修正が待っていよう。ただし、それはあるべき水準への回帰に過ぎない。

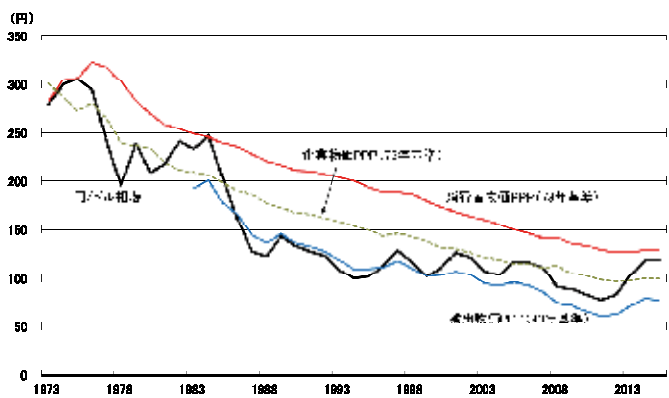
8. 今後の長期金利の見通し

冒頭に示したとおり、10年国債利回りは史上最低水準の0.195%を下回ると予想している。その主因は日銀が大量の長期国債買入れを行うことで引き起こされている需給逼迫である。加えて、グローバルな環境もそれをサポートしよう。利回りの下限は超過準備の付利水準でもある0.100%を想定している。

ところで、需給逼迫は市場流動性低下の裏返しである。そして、利回りが史上最低水準を更新すれば、それ自体が市場参加者にとって国債を売却する強い理由になる。言わば、誰が売っても益となるからである。流動性が著しく低下している状況下で一定にまとまった売りが出ると、それは予想外の利回り上昇を促す。市場が売りを吸収できないためだ。実際、今年1月20日に0.195%をつけた後、1カ月弱で0.450%に上昇している。さらに、「量的・質的金融緩和」導入（2013年4月4日）後はその翌日に0.315%と当時の史上最低水準を更新したが、1カ月半後に1.000%へ急騰している。

したがって、今回、0.195%を割り込んだ後に同様な利回り上昇を想定している。もっとも、既に前掲2度の経験があり、今回、その幅はあまり大きくならないだろう。せいぜい、0.50%台乗せ程度と見込んでいる。

図表14：米 GDP 推移



出所：公益財団法人国際通貨研究所より東海東京証券作成

図表15：米賃金動向



出所：ブルームバーグより東海東京証券作成

マーケット・アウトルック（1）

ドル調達は早い者勝ち!?

モルガン・スタンレー MUFG 証券 債券調査本部 金利ストラテジスト 杉寄 弘一

ドル円ベースとは

足元、円金利のボラティリティが低下し、円債市場が安定する中、市場の注目を集めているプロダクトの一つに通貨ベースがある。この中でも特に \$LIBOR と円 LIBOR + α を交換するドル円ベースのスプレッド α のマイナス幅の拡大が最近顕著になっている。この取引は取引日に通常ドルと円の想定元本分を交換するので、ドルの借り手（ベースの受け手）は例えばベースが -70bp なら、金利交換日に毎回、\$LIBOR + 70bp を支払い、円 LIBOR を受け取ることになる。つまり、ドル円ベースのマイナス幅の拡大はドル調達コストの上昇を意味する。なぜ、足元でドル調達コストの上昇が顕著になってきているのであろうか。本稿では、比較的流動性の高い短中期ゾーンのドル円ベース市場を動かす要因をベースのマイナス幅拡大要因、縮小要因に分けて確認し、今後のドル調達コストの見通しについて考察する。

ベースのマイナス幅拡大要因としては以下のような理由が挙げられるであろう。

1. Fed の利上げに対する思惑（主に短中期ゾーン）
2. バーゼル規制等に絡んだ各期末特有の動き（主に超短期ゾーン）
3. 生保の外債投資に絡んだ為替ヘッジ（主に短期ゾーン）
4. 邦銀のドル調達ニーズ（主に短期ゾーン）
5. 外国企業のサムライ債発行ニーズ（主に中期ゾーン）

特に足元での急激なドル円ベースのマイナス幅拡大要因に絡んでいるのは、1.4 の理由によるところが大きいと思われる。

反対にベースのマイナス幅縮小要因としては、下記のような要因が挙げられる。

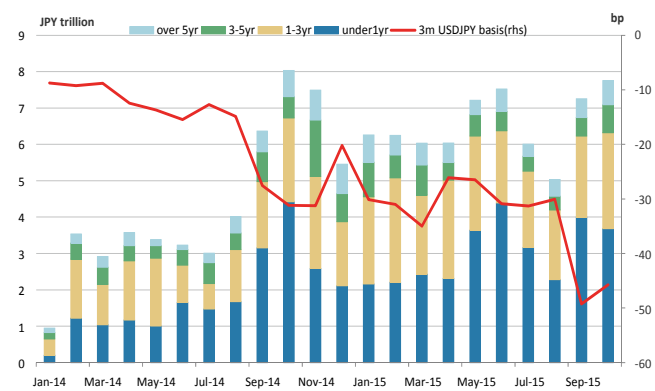
6. ヘッジファンドのキャリートレード（主に短中期ゾーン）
7. 海外リアルマネーの他通貨建て JGBASW の買い
8. 本邦投資家の円転目的の Yankee 債発行
9. 日銀のドル供給オペ

Fed の利上げに対する警戒感

8 月の中国発のグローバルでの株安を受けて Fed の 9 月の利上げに対する市場の期待値は高くなかったが、FOMC を前に利上げを警戒する向きがあったのは、市場の利上げの織り込み具合をみても明らかであった。利上げが警戒されている中、本邦投資家の中で、先行きドル調達コスト上昇懸念から、早めにドルを手当てしておこうというインセンティブが働き、ドル円ベースのワイド化につながったものと考えられる。同様の動きはテーパタントラムのあった 2013 年 6 月やサンフランシスコ連銀のレポートを受けて利上げ期待の高まった 2014 年 9 月にも見られている。なお、2014 年 9 月以降、近い将来の Fed の利上げへの懸念が高まったことで、ドル円ベースはワイドニング基調を早めるとともに、出来高も増加している。これは通貨スワップを利用したドル調達が活発化したためと考えられる。

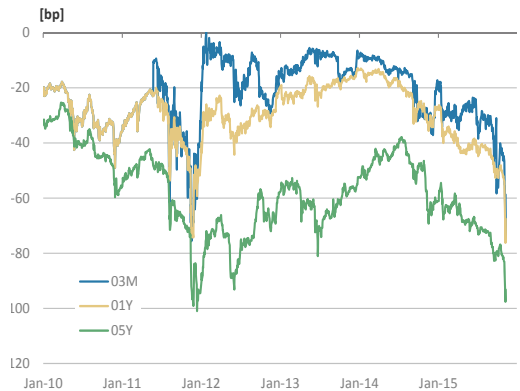
今年 9 月は利上げが見送られたことで、短期ゾーンのドル円ベースは一時的に縮小したものの、その後は 4 であげた規制絡みの懸念や足元の 12 月の利上げ観測を背景に再度マイナス幅を拡大させている。特にタカ派的なトーンであった 10 月の FOMC やイエレン議長のスピーチ等を受けて、

図表 1：ドル円ベース取引高の推移（SDR 報告分）



出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 2：ドル円ベースの推移



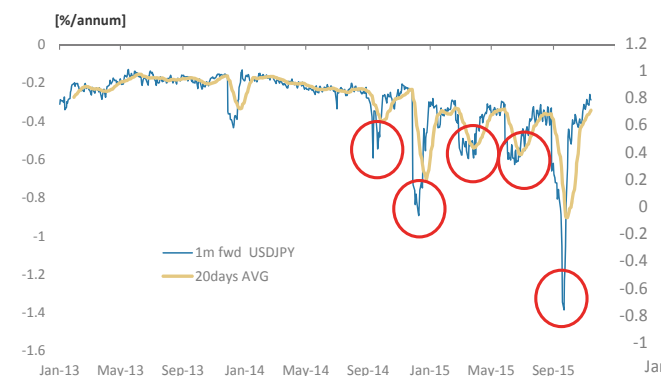
出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

12月の利上げに対する市場の織り込みはすでに11月11日時点で68%程度に達している。先行きのドル調達コストの上昇を懸念した駆け込み的なドル調達が足元のドル円ベースの強烈なワイドニングにつながっている可能性が考えられる。Fedが仮に12月に利上げを決定したとしても、その後はさらなる利上げのペースについての議論が焦点となり、先行きのドル調達コストの上昇に対する懸念は構造的な問題として残る。できるだけ早期に低い金利でドルを調達しておこうというインセンティブは高いままであろう。こういったFedの利上げサイクルは短中期ゾーンのドル円ベースに恒常的なワイドニング圧力を与える要因として残り続けるであろう。

バーゼル規制等に絡んだ期末特有の傾向

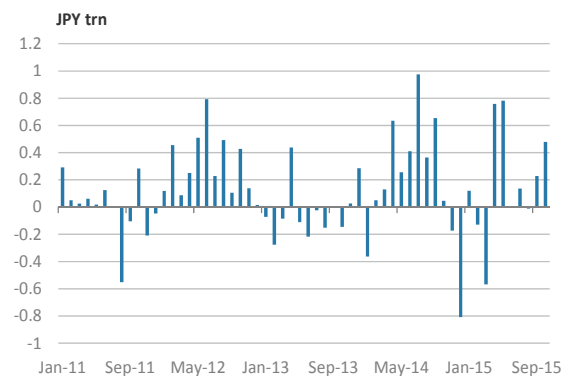
2014年中盤以降、各期末になるとレポ市場やドル円フォワード、ドル円ベーススワップ等のドル調達マーケットの一時的なタイトニングが見受けられる。これは諸規制に絡んだ部分が大いだろう。米国ではバーゼルⅢのレバレッジ率の枠組みを強化した補完的レバレッジ比率（SLR）という指標が独自に設定される予定であり、米銀に対し5%以上の達成を求めている。施行自体は2018年以降とされているものの、2015年1月からモニタリングが開始されている。この指標はトータルのエクスポージャーに対し、十分な自己資本を積む義務があるというものであるが、分母にくるエクスポージャーについては、資産、負債のリスク度によらず、全て同等の掛け目で扱われる。このため、たとえ低リスクなレポ取引等であっても、エクスポージャー上は他の資産と同等の負荷が課されるため、指標が観測される各期末において、米銀はレポ等の取引を控えるインセンティブが働く。このため、期末に

図表 3：1 か月ドル円フォワードの推移
期越えのドル調達コストは高くなる傾向



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 4：生保の外債投資（中長期債）



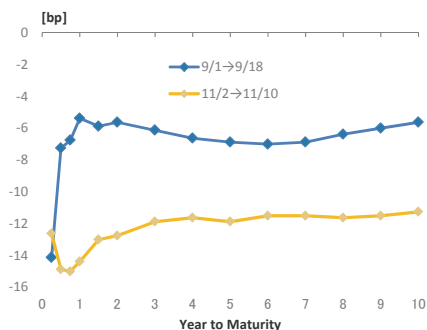
出所：財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

なるとドルの供給サイドが急減し、ドル調達市場の需給がひっ迫する要因となっている。こういったドル調達コストのひっ迫は各期末の一時的なものであり、期越えすれば、もとの状態に戻ると考えられる。しかしながら、レバレッジ比率の達成のため、バランスシート全体を圧縮するという動きは米銀や欧州銀で進んでおり、長期的にみてもレポでの調達は今後困難になると考えられる。

生保の外債投資に絡んだ為替ヘッジ

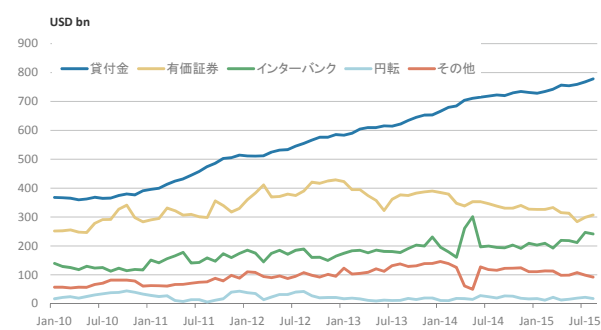
QQE以降、JGB利回りがじりじりと低下する中、生保はより高い利回りを確保するために、外債投資へシフトしてきた。通常彼らは為替フォワードを使い、3カ月といった短い期間でヘッジをかけているため、そういったヘッジフローが短期ゾーンのベーススのワイド化につながっていると考えられる。生保勢は、今年4、5月に大きく外資を買い越した後は、外債投資を抑制気味であった。しかしながら、下期に入り外債投資を再度加速させている。11月も国内投資家が大きく外債を買い越しているところを見ると、上記のトレンドは続いているものと思われる。こういった状況に加えて足元ドル円が123円近辺までラリーしたこともあって彼らの為替ヘッジニーズは高まっているものと考えられる。これは11月の短期ゾーンのドル円ベーススの急落の一因となっている可能性がある。11月のワイドニング時には、9月のFOMC前時とは異なり、3カ月物よりも、6か月～1年といったゾーンが大きくワイドニングしている。これを踏まえると、後述する邦銀の例のように、Fedの利上げによる先行きのドル調達コストの増加を懸念して、より長期の6か月や1年といった調達に切り替えている可能性があるだろう。

図表5：11月は6か月～1年主導でワイドニング



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

図表6：大手行の外貨運用手段別の残高



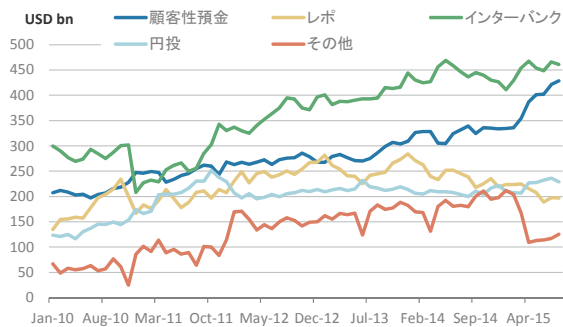
出所：日銀金融システムレポート

邦銀のドル調達ニーズの長期化

QQE以降、円金利の低下に伴い、円での収益性が低下していることもあって、邦銀は海外向け投資を積極化させている。運用手段としては、貸出が圧倒的であり、次いで有価証券である。足元、海外金利が低位安定している一方で、ドル調達コストは上昇していることから、今後もより高い利回りを得るという目的の下、貸出中心に増加しやすいと考えられる。一方で調達サイドをみると、その多くがドル建てCP等を通じたインターバンクでの調達であり、それに次いで預金、円投、レポ、その他（起債等）となっている。なお、残高上位に来るのはすべて短期での調達と考えられ、運用サイドが貸出金等、3～5年の比較的長いタームであることを踏まえると、運用と調達サイドのデュレーションのミスマッチが大きい状況にあるといえよう。規制のパートで言及したように、レバレッジ比率の影響で、米銀中心にバランスシート圧縮のインセンティブが働くが、邦銀からみれば、レポでのドル調達コストが上昇するため、インターバンクや円投等を通じたドル調達に移らざるをえなくなる。しかしながら、インターバンク市場でもMMF規制の影響でプライムMMFの残高が減少することが今後

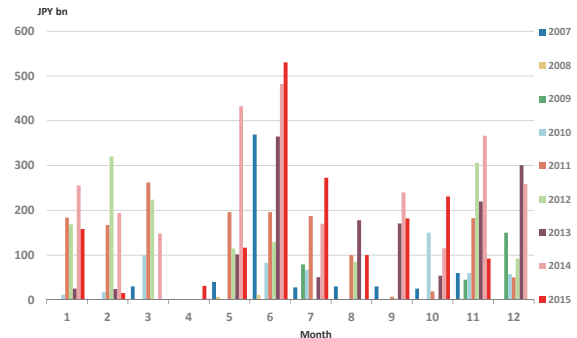
予想され、CPでの調達コストも同様に上昇してくと考えられる。このため、邦銀のドル調達は今後、起債、預金、円投を通じた調達への変化を余儀なくされるだろう。必然的に調達サイドに関しても、運用サイド同様に、より長期のファンディングに依存せざるをえない状況になってきているといえる。こういった要因はドル円ベースの短期-中期ゾーンにわたり、ワイドニング圧力となりつつ、ベーススカープのフラット化要因にもなるであろう。

図表 7：大手行の外貨調達手段別の残高



出所：日銀金融システムレポート

図表 8：サムライ債の発行量の推移

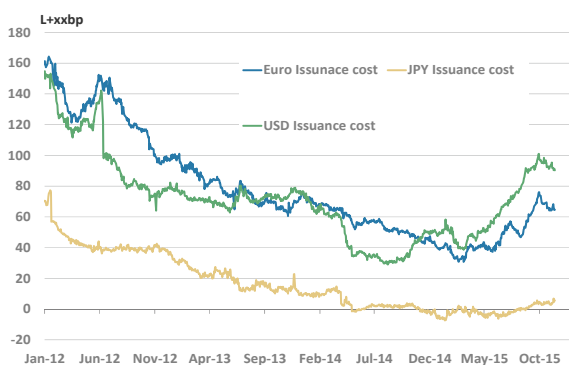


出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

サムライ債発行ニーズ

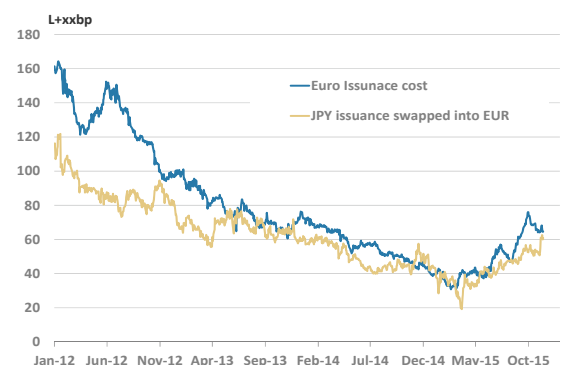
QQE以降、サムライ債の発行が増加している。円市場では、QQE後、国債の利回り低下に伴い、クレジットスプレッドも大きくタイト化した。一方で利上げ前の起債ラッシュが続く米国ではクレジットスプレッドがワイドニングし、ギリシャ債務問題や周辺国の問題があった欧州ではクレジットスプレッドが他国と比較してワイドな状態にあった。なお、米国、欧州市場での発行コストと円市場でサムライ債を発行し、ユーロ転した場合の発行コストの比較を行うと、自国でユーロを調達するよりも、円で調達しユーロにスワップする方が、ユーロ調達コストが安い状態が続いていた。一方で、米国市場では、自国で発行する方が割安にドルを調達できる状態にあった。実際これまでのところサムライ債に関しては、欧州ネームが発行件数の6割程度を占めている。ユーロ転は、一旦ドルを経由して行われることが多く、間接的にドル円ベースのワイドニングにつながっていると考えられる。発行年限として多い3年や5年ゾーンのドル円ベースが特にその影響を受けやすいと言えるであろう。欧州に関しては引き続き、円債市場で発行し、ユーロ転した方が割安なコストで発行できるため、今後もサムライ債の発行ラッシュは続くであろうが、足元 ECB の

図表 9：A 格企業の発行コストの推移（5 年）



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

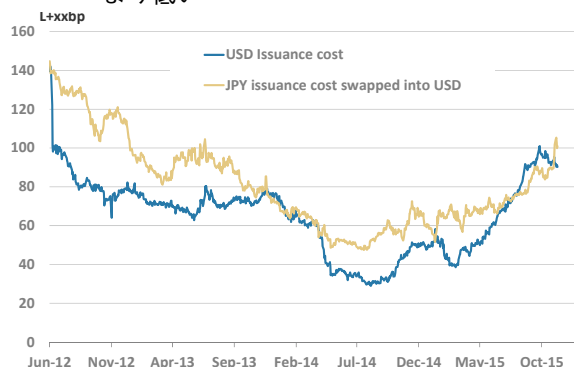
図表 10：ユーロ圏発行体にとってはサムライ債発行が有利であった



出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

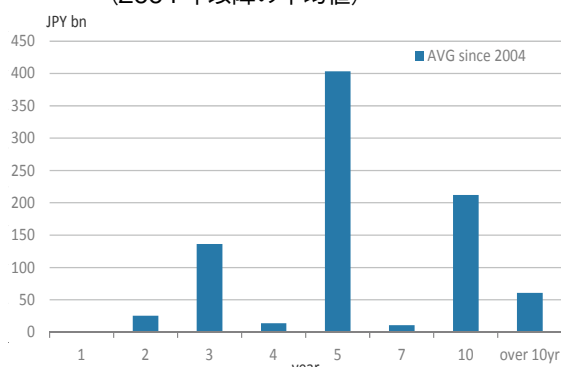
追加緩和が期待される中、ユーロ圏のクレジットスプレッドはタイト化してくると考えられ、欧州ネームの発行体のサムライ債発行ニーズは今後徐々にではあるが、抑制されてくるとみている。

図表 11：米国での調達コストは円投での調達コストより低い



出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 12：サムライ債の年限別平均発行残高 (2004 年以降の平均値)

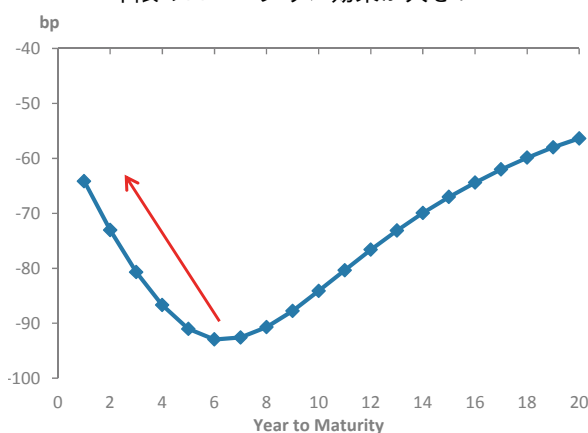


出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

キャリートレード

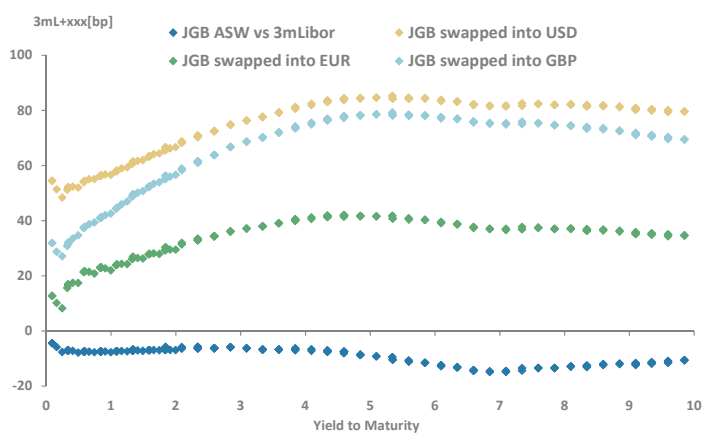
国内勢の旺盛なドル調達ニーズが短期ゾーンのドル円ベースの受け圧力につながる中、反対にサイドのフローとして見られていたのが、HF 勢からのキャリー目的のドル円ベースの払いである。ドル円ベースカーブは特に中期ゾーンで、フローがサムライ債発行によるドル転需要の一方通行になっていることもあって、需給的なバランスが大きく崩れており、特にマイナス幅が深くなっている。1－2 年といった年限のドル円ベースの払いポジションは、カーブの形状に大きな変化がなければ大きなロールダウンが見込めることもあって、ヘッジファンドを中心に人気のポジションとなっている。これらのポジションは主にフォワード取引で行われており、レバレッジがかかっているために、その分スポットカーブへの影響も大きい。しかしながら、直近では、9 月の Fed の利上げに対する警戒感や中国の元切り下げを発端とした新興国からの資本流出を受けて、リスク回避的にドルへの需要が強まり、これらのキャリーポジションの巻き戻しまたはロスカットが起こり、短期ゾーンのドル円ベースのワイドニングを加速させた一因となっていた。

図表 13：ドル円ベースカーブ (11/13) は手前の年限のロールダウン効果大きい



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 14：他通貨建て JGB の利回り

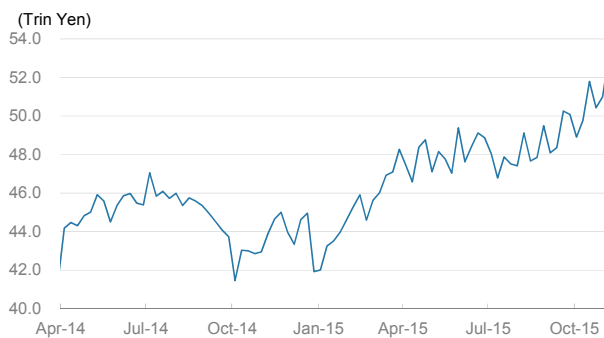


出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

海外リアルマネーの他通貨建て ASW の買い需要

なお、同様のキャリーポジションとして海外リアルマネーを中心に人気を集めていたのが他通貨建て JGBASW の買いであろう。JGB を他通貨建てにスワップすると LIBOR に対するスプレッドが大きく、これが海外勢が短中期ゾーンの JGB を選好する主な理由である。財務省のデータをみると、海外投資家は 2014 年 9 月以降、短期債、中長期債ともに大幅に買い越していることがわかる。特に短期債については、短期ゾーンのマイナス幅が深くなるほど、買い越し額が増加しており、9 月や足元の 11 月のクラッシュ時はロスカットするどころか、むしろ押し目買いに動いていたことがみてとれる。ロスカットリミットの厳しいヘッジファンドと違い、リアルマネー勢は、満期保有前提のところが多いとみられ、大きな解約でもない限り、時価の振れに対して耐性があるということが考えられよう。今後も短期ゾーンのドル円ベースが大きくワイドニングする局面では海外リアルマネーの ASW ベースでの押し目買いが、本邦投資家に対する大きなドル供給先となるであろう。

図表 15：海外投資家の対内証券投資 短期債
(2005 年以降の累積)



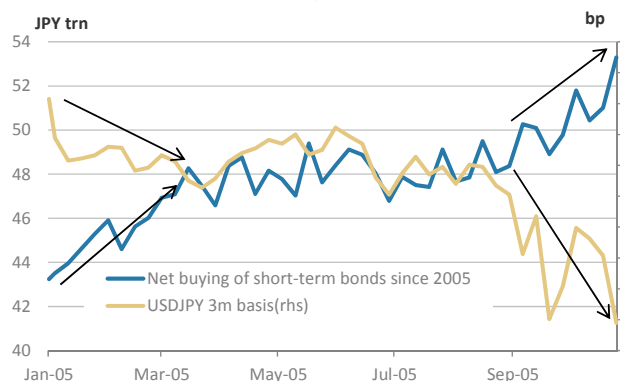
出所：財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 16：海外投資家の対内証券投資 中長期債
(2005 年以降の累積)



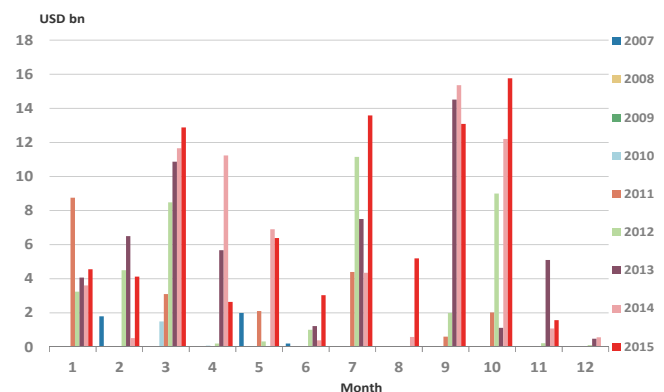
出所：財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 17：ドル円ベースがワイドニングすると、海外勢は短期国債を押し目買い



出所：財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 18：本邦企業発行のヤンキー債発行量の推移



出所：ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

ヤンキー債の円転需要

今年に入って本邦企業のヤンキー債の発行も増えている。サムライ発行のパートで記述したように、本来ならば、ヤンキー債を発行して円転した方が、円調達コストとしては、割安であろう。しかしながら、邦銀や本邦に関していえば、貸出支援基金やコア預金の充実、生保に関してみれば、保険料での低コスト

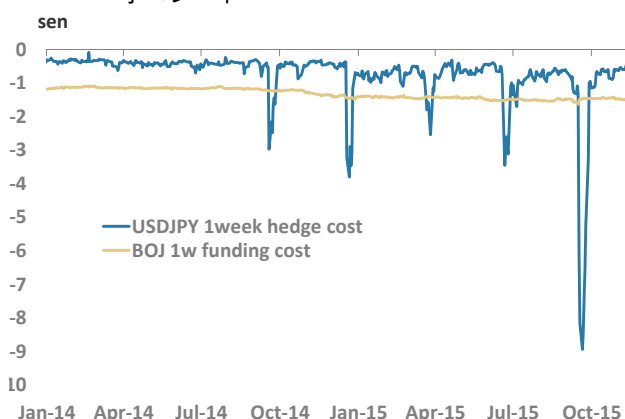
トでの円調達が可能のため、わざわざドル建てで発行して、円転するインセンティブは小さいと思われる。調達したドルは、米国での貸出やドルアセットへの投資、M&A等の資金に回されるものと考えられる。このため、ドル建て Yankee 債の円転需要は限定的であると思われ、ドル円ベースのタイトニング要因にはなりにくいと考えられる。

日銀のドル供給オペについて

短期ゾーンのドル調達コストのフロアとして期待されているのが、日銀のドル供給オペである。現在、金融機関は適格な担保を差し入れれば、OIS + 50bp のレートで 1 週間物のドルを日銀から無制限に借りることが可能である。このため、日銀は最後のドル供給先として期待され、実質上記のレートが短期ゾーンのドル調達コストのキャップとして機能することが期待されていた。しかしながら、9 月のターンでは、1 週間物の市場のドル調達コストは日銀のレートを大きく上回った。9 月末を挟む時期には、日銀ドル供給オペにて 539 億円相当の 1 週間物のドル調達が見られたが、この数字自体は、銀行の外貨貸出残高と比較しても非常に小さい数字であり、実質使われているとは言い難い。

同じ日をカバーするオペが二度ないことから、期末をまたぐオペにオファーできるチャンスは一度しかない。このため、各社のドルファンディングスケジュールと日銀のオファー日がうまくマッチせず、使い勝手が悪いこと、またオペレショナルリスク等を警戒し、万が一借りられないような事態を考慮すると利用しにくいという背景があるのかもしれない。これは 1 週間物のドル調達コストが一時的に日銀からのファンディングレートを上回る要因となっている可能性がある点には、注意が必要であろう。

図表 19：1 週間物のドル調達コストと、日銀のドル供給オペレート



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

総括

総じてみて、全体的な動向としてやや受けサイドの需要が強く、ドル円ベースのワイドニング基調は今後も継続すると考えられる。需給的な要因を誘発しているのは、① Fed の利上げに対する懸念、② 期末のバランスシート圧縮に絡んだ問題であろう。残念ながら、どちらも構造的な問題として今後残る。ドル円ベースカーブへの影響としては、先行きのドル調達コストの高まりを意識して、できるだけ早期に割安なコストで長期間のファンディングを行うインセンティブが高まることから、より長い年限、例えば 1 - 2 年といったゾーン中心にベースカーブがさらにワイドニングしやすいとみている。

②に関して金融機関の各種規制対応状況はいまだ道半ばであり、今後も各期末近辺では、バランスシート作りのために、資産圧縮インセンティブが高まることから、ドル調達需要はひっ迫しやすいだろう。これはもちろんのことながら、期末をまたぐような期間において、1 日～3 カ月といったより短期ゾーンのドル調達コストのひっ迫を一時的に生み出すと考えられる。上記を避けるには、日銀が期末をまたぐ期間においてより頻繁にオペを行うことで、各行のファンディングスケジュールにあったドル調達を可能にすることが不可欠と思われる。

日米資産運用業界の現状

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

日本では、最近になって資産運用会社の再編が話題になっている。2015年9月にみずほフィナンシャル・グループは系列の資産運用会社3社（みずほ投信、新光投信、DIAM アセット）とみずほ信託銀行の運用部門が合併し、新会社を設立すると発表した。新会社の運用残高は、54.2兆円となり、アジア最大の運用会社になる。DIAM アセットとは、みずほと第一生命がそれぞれ50%ずつ出資している資産運用会社であるが、今回の合併で新会社の出資比率（議決権ベース）はみずほ51%、第一生命49%となり、第一生命の出資比率が上がる形となる。しかし、利益ベースでは、みずほ70%、第一生命30%を軸に調整するという。2015年9月時点での資産運用会社の運用資産ランキングを表1に示すが、2015年7月には、三菱UFJ投信と国際投信投資顧問が合併し、その運用資産を13.4兆円とした。また、三井住友トラストアセットと日興アセットは両者とも、三井住友トラスト・フィナンシャル・グループの傘下にある。両者が合併すれば、その運用資産は23.5兆円となる。三井住友アセットと大和住銀投信投資顧問は三井住友フィナンシャル・グループがそれぞれ40%、44%保有している。大和証券グループも大和投信と大和住銀投信投資顧問を保有している。上記グループの傘下のアセットマネジメントはいずれグループ内での合併が進むことは容易に想像できよう。したがって、現在の表1のままで推移することはいえな。3メガ銀行グループによる資産運用会社の買収も含め、規模の競争が始まったといえよう。

表1 日本の資産運用会社 (単位:兆円)

みずほ+第一の新会社	54.2
野村AM	40.5
DIAM AM	17.7
大和証券投信委託	16.5
日興AM	16.4
三菱UFJ国際投信	13.4
三井住友AM	13.4
ニッセイAM	9.2
三井住友トラストAM	7.1
大和住銀投信投顧	6.7
みずほ投信	5.2
新光投信	4.4
みずほ信託銀行	26.9

(注) 日経2015.9.25より筆者作成

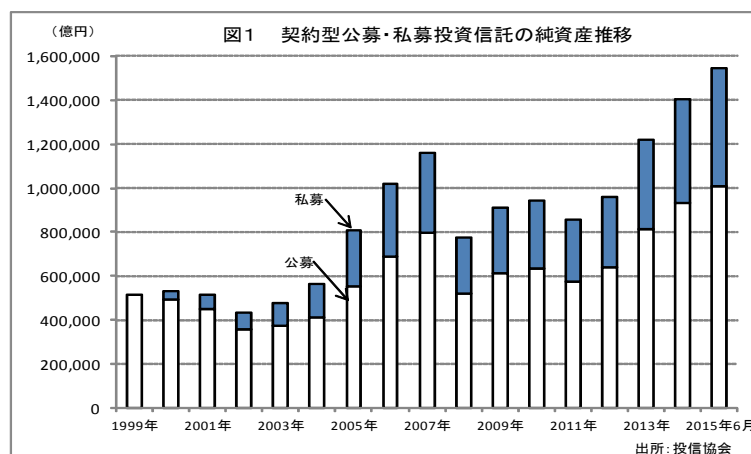
また、2015年4月には横浜銀行と三井住友信託銀行がスカイオーシャンAMを設立したほか、2015年7月には、ゆうちょ銀行、野村HD、三井住友信託銀行3社が共同で新投資信託会社を設立した。

みずほFGは、2015年9月には、アジアに特化した米サンフランシスコを拠点とする独立系の資産運用会社、マッシュューズ・アジアに約16%出資し、持ち分法適用会社にする方針を固めた。（投資額は約300億円）さらに、10月には不動産開発のヒューリックと共同で不動産開発のシンプレックス・インベストメント・アドバイザーズを買収する方針で、その買収額は約1550億円と、今年最大の不動産取引と報道されている。シンプレックスは、東京ベイ舞浜ホテルやSIA豊洲プライムスクエアなど13物件を保有している。このように、みずほFGの投資（M&A）が活発になってきている。

2. 日本の資産運用業界の歴史

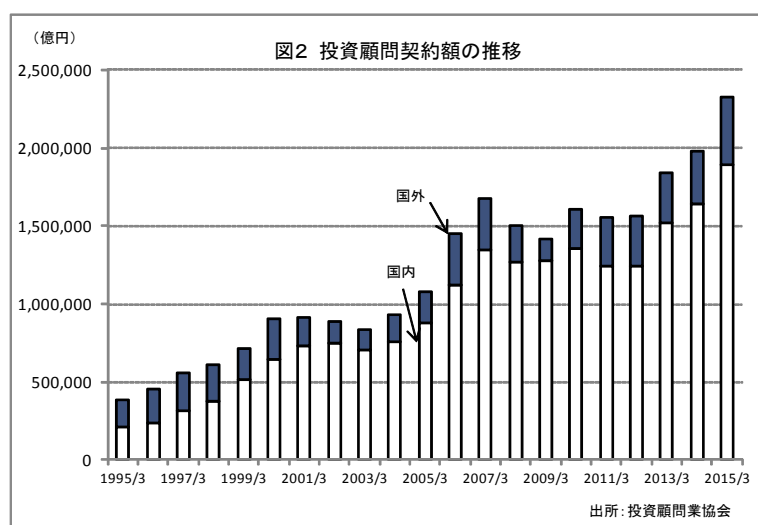
日本の資産運用業界は、個人の資産運用が証券会社（投資信託）により、年金の運用が民間では信託銀行・生命保険会社により始まったと考えられる。個人の資産運用を担う投資信託は、1951年の証券投資信託法の制定により証券会社の一部門で始まった。最初はユニット型（追加投資不可、信託期間の定めあり）で始まったが、翌年にはオープン型（追加投資可、信託期間の定めなし）投信が主流になり、現在ではオープン型投信がほぼすべてとなっている。その後、生命保険会社や外資系の銀行等が投資信託業務に参入し、現在では証券投資信託会社91社、不動産投信運用会社62社（投信協会）となっている。2015年5月には、契約型公募投信（オープン型）の残高が100兆円を超えて話題になったが、公募投信＋私募投信の合計では、2013年1月に100兆円を超えていた。証券会社の中で投信の運用を担う投信部門は1959年に会社化され投信委託会社となった。当時の運用資産は、ほぼ株式または債券（伝統的資産）で占められていたが、最近になると不動産投資信託（REIT）やヘッジファンド（基本的に絶対収益を狙う）の投資信託なども含まれている。

図1には、投資信託の純資産推移を示すが、リーマンショックの影響で2008年には大幅に減少したが、その後は順調に純資産が増えている。



一方、年金の運用は、信託銀行または生命保険会社によって古くから行われてきたが、1990年4月に、厚生年金保険法が改正により投資顧問会社との投資一任契約が認可された。その結果、投資顧問会社の年金運用参入が相次ぎ資産額も急速に増加した。

図2には、投資顧問契約額の推移を示すが、この契約額のうちほとんどが年金の運用で占められる。これを見ると、国内年金の契約額が100兆円を超えたのが2006年、150兆円を超えたのが2013年、そして2015年には189兆円と200兆円に迫ろうとしている。



また、資産額が大きく膨らんできた2000年ごろに信託銀行、生命保険会社が中心となって、資産管理専門銀行の設立に動いた。

表2には、日本の資産管理銀行3社の概要を示すが、設立には、三井住友、三菱、みずほの信託銀行が中心になっているのがわかる。また、この3社の管理資産合計は975兆円にも上る。

表2 日本の資産管理銀行

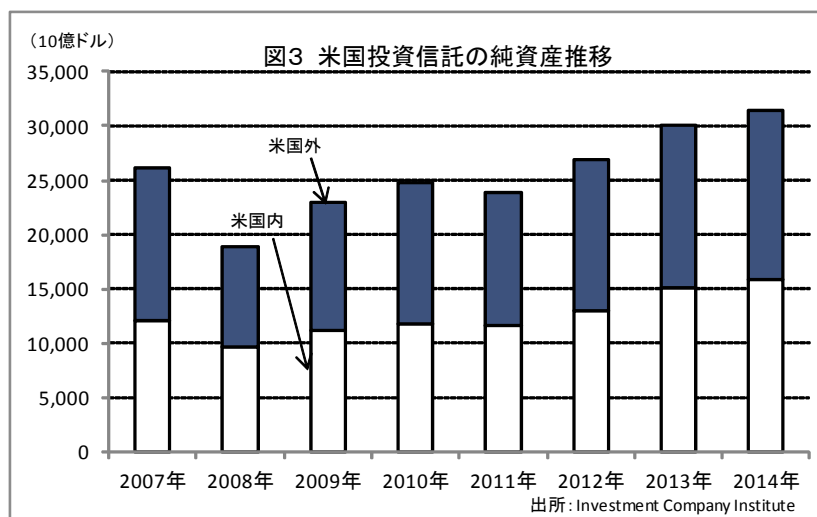
	日本トラスティ・サービス信託銀行	日本マスタートラスト信託銀行	資産管理サービス信託銀行
設立	2000年6月20日	2000年5月9日	2001年1月22日
管理資産	226兆円(2015年3月)	369兆円(2015年3月)	380兆円(2015年3月)
主要株主	三井住友トラストHD(66.66%) りそな銀行(33.33%)	三菱UFJ信託銀行(46.5%) 日本生命保険(33.5%) 明治安田生命保険(10%) 農中信託銀行(10%)	みずほFG(54%) 第一生命(23%) 明治安田生命(9%) 富国生命(4%)

3. 米国の資産運用業界

米国の資産運用業界は、日本のそれよりもはるかに規模が大きく、ミューチュアル・ファンドと呼ばれる投資信託の2014年末の純資産額は31兆3810億ドル(3766兆円)に達した(Investment Company Institute)。米国の名目GDPが17兆6159億ドル(2014年末)なので、1.78倍にもなる。さらに、ETFなどの資産を加えると、33兆4000億ドルになるという。しかし、そのうち米国内に投資されている純資産額は15兆8520億ドルということなので、GDPと同程度ということになるだろう。

日本の投資信託の純資産は 156 兆円弱なので、米国の投資信託純資産は日本の 24 倍もの額になる。日本の名目 GDP は、2014 年末で 500 兆円ほどであり、純資産額は GDP の 30% 程度になる。

図 3 には、米国投資信託の純資産推移を示すが、2014 年末時点で米国内 15 兆ドル、米国外 15 兆ドルほどの純資産がある。だいたい米国内と米国外の純資産は同じくらいで推移している。



また、個別の米国資産運用会社の資産額に目を移すと、驚くべき結果になる。1位のブラックロックは資産運用会社の買収を通して、急速に大きくなった会社であるが、その運用資産額は4兆6200億ドルに達する。日本円にすると、550兆円を超える、これは、日本のGDPよりも大きい。これは米国が投信大国・資産運用大国の証であることを示している。

表3 米国資産運用会社 Best20

(単位:百万ドル)

	2014年	2013年	増減額	増減率
1 BlackRock(ブラックロック)	4,619,969	4,295,248	324,721	7.0%
2 Vanguard Group(バンガード)	2,708,065	2,289,131	418,934	15.5%
3 State Street Global(ステートストリート)	2,448,112	2,344,765	103,347	4.2%
4 Fidelity Investment(フィデリティ)	2,025,289	1,942,433	82,856	4.1%
5 Allianz Asset Mgmt(アリアンツ=ピムコ)	1,776,279	2,008,845	-232,566	-13.1%
6 J.P. Morgan Asset(JPモルガン)	1,744,320	1,598,074	146,246	8.4%
7 BNY Mellon Investment(バンクオブニューヨーク)	1,691,327	1,555,550	135,777	8.0%
8 Capital Group(キャピタル)	1,396,800	1,338,000	58,800	4.2%
9 Goldman Sachs Group(ゴールドマン)	985,000	880,000	105,000	10.7%
10 Prudential Financial(プルデンシャル)	956,671	888,812	67,859	7.1%
11 Northern Trust Asset Mgmt(ノーザントラスト)	934,100	884,500	49,600	5.3%
12 Wellington Mgmt(ウェリントン)	913,720	834,405	79,315	8.7%
13 Bank of America wealth & Investment Mgmt(バンカメ)	902,872	821,449	81,423	9.0%
14 Franklin Templeton Investment(フランクリンテンブルトン)	880,146	879,139	1,007	0.1%
15 TIAA-CREF(全米教職員年金基金)	816,089	552,323	263,766	32.3%
16 Invesco(インベスコ)	792,382	778,790	13,592	1.7%
17 T.Row Price Group(ティーロープライス)	746,800	692,400	54,400	7.3%
18 Legg Mason(レッグメイソン)	709,086	679,475	29,611	4.2%
19 AXA Group(アクサ)	599,678	575,122	24,556	4.1%
20 Wells Fargo & Co.(ウェルズファーゴ)	581,366	570,160	11,206	1.9%

(出所: Institutional Investor)

4. パッシブ運用とアクティブ運用

米国資産運用会社の上位のうち、いわゆるパッシブ運用資産が多い会社は、1位のブラックロック、2位のバンガードグループ、3位のステートストリートである。つまり上位3社までは、パッシブ運用業者である。このことは、アクティブ運用業者よりもパッシブ運用業者の資産がより増えたことを意味する。パッシブ運用とは、インデックスと同等なリターンを目指すファンドのことで、多額の資産を運用する投資家にとっては、運用費用が比較的少なくて済み、便利な運用方法となる。株式インデックス運用はS&P500連動型ファンドが最も多く運用されていると思われるが、その起源は1973年と言われている。日本では、TOPIX型のインデックスファンドが最も多く、1980年代から運用されている。インデックスファンドの顧客は、長期運用を基本とする、年金基金が最も多い。

その理論的背景は、1970年代流行したMPT（現代ポートフォリオ理論）であろう。効率的市場仮説では、すべての情報は一瞬にして株式市場に反映され、個別銘柄選択で市場以上のリターンを狙うのは不可能であるという考え方である。インデックスファンドでは、市場のリスクをすべて受け入れ、それ以外のリスクは排除する。したがって、インデックスと連動することになる。S&P500連動型ファンドは、500銘柄すべてを発行済み株数でウエイト付けされ組み入れることになる。ただ、ファンドの資金流入および銘柄入れ替え時には、リバランスが必要になる。TOPIXのインデックスファンドの場合は、1800を超える銘柄すべてを組み入れると流動性が低い銘柄がパフォーマンス低下の要因となるので、200から500程度の流動性の高い銘柄群でポートフォリオを構成することになる。これには、市場とリスクを合わせるようなモデルを使い、銘柄およびウエイトをはじき出す。

インデックスファンドには、アクティブファンドと違い、市場や銘柄をいつもウォッチし、取引を行うファンドマネージャーが必要なく、その分コストが下がる。この低コストも投資家には、インデックスファンドを選ぶ一因となっている。

その後、債券運用にもインデックスファンドが現われ、投資家もインデックスファンドを选考するようになる。

表4 パッシブ運用の歴史

1896年	ダウジョーンズ工業平均が12銘柄で算出開始
1923年	S&Pが233銘柄で株式指数算出を開始
1950年	日経平均株価の算出開始
1960年代	アクティブ型投資顧問が爆発的に増大
1971年	NYSE上場1500銘柄に等金額投資ファンド登場
1973年	S&P500連動型ファンドが運用開始
1980年	パッシブファンド運用総額が100億ドルに
1980年代	日本でもパッシブファンドが普及
1990年	世界初のETFがカナダトロント市場に上場
1993年	米国でS&P500型ETFが登場
2001年	日本で日経平均、TOPIX型ETFが登場

出所:「証券投資の思想革命」(東洋経済新報社)

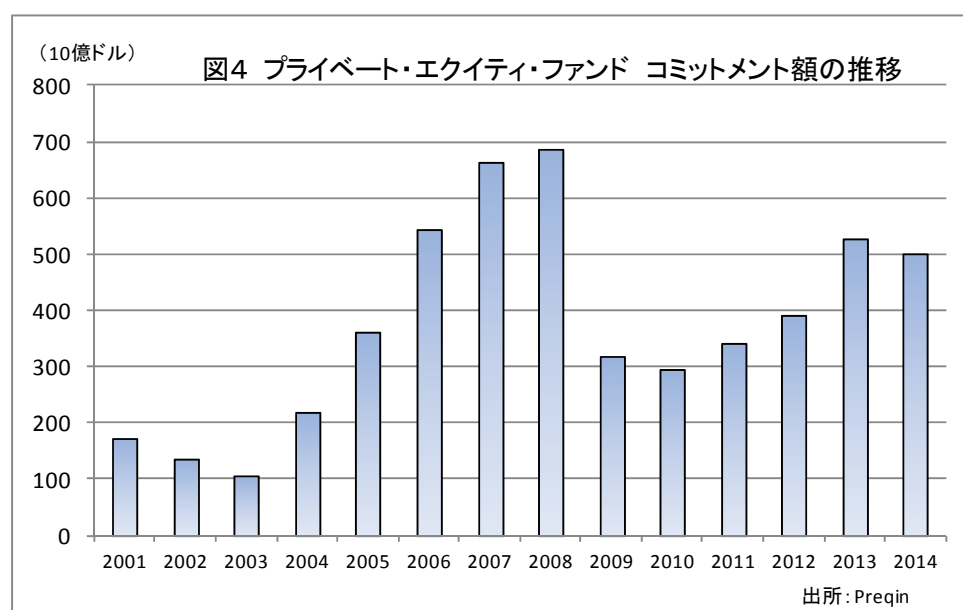
5. オルタナティブ運用

現在では、大手の資産運用会社は例外なく、オルタナティブ運用に力を入れている。インデックス運用は、コストが低くマーケットのリターンを余すところなく享受できる点で、長期運用の投資家、特に年金基金に受け入れられた。現在から将来に渡ってもパッシブ運用の資産は増えていくであろう。しかし、インデックス運用はマーケットが下がる時期はインデックスファンドもその価値は下がる。したがって、マーケットとは関係なくいつも安定したリターンを上げられる運用方法が求められてきた。その答えは、少なくとも今まではヘッジファンドといわれる運用者であろう。彼らは、基本的に絶対リターンの追求者である。その運用方法は多種に渡っているが、最も多い運用手法は、マーケット・ニュートラルと呼ばれる運用手法であろう。これは、同時に買いと売りを行うため、マーケット全体の動きに影響されない。しかし、一般的には上昇時のマーケットのリターンより利益は小さい。ヘッジファンドは、雨後のたけのこように非常に多く設立された。現在では、大手の運用会社はヘッジファンドの選別をして、機動的に運用者を選んでいる。

もうひとつ、オルタナティブ運用で大きくなってきた運用方法に、プライベート・エクイティがある。これは、未公開株投資とも呼ばれるが、プライベート・エクイティ・ファンドと呼ばれる運用者は、ヘッジファンドとともに、オルタナティブ運用者である。

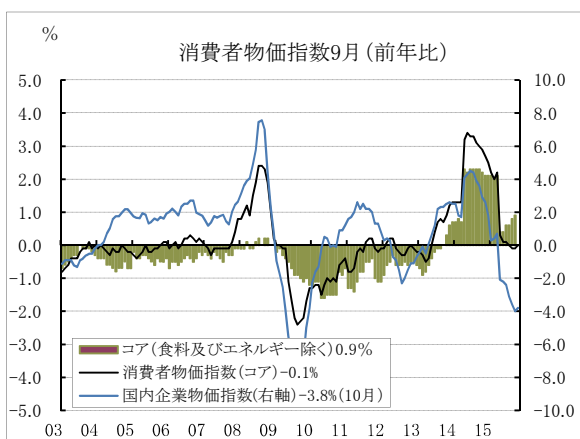
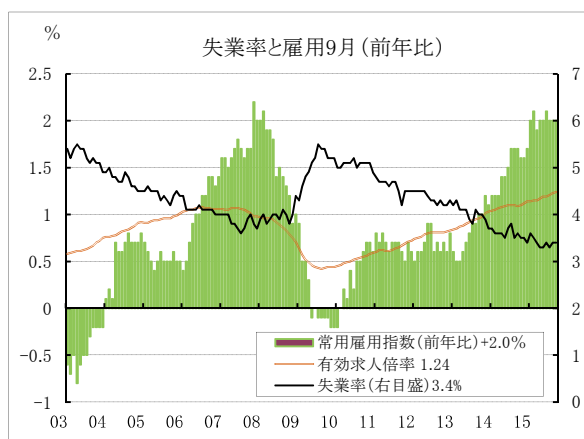
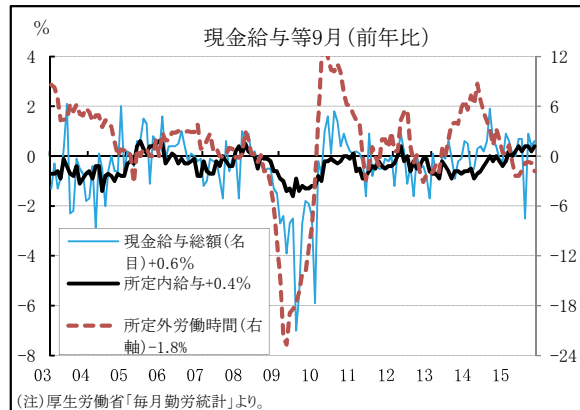
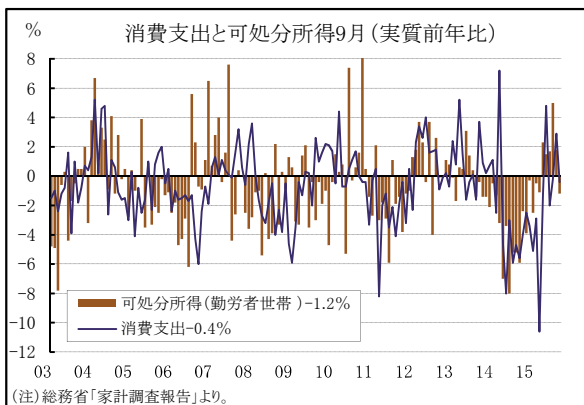
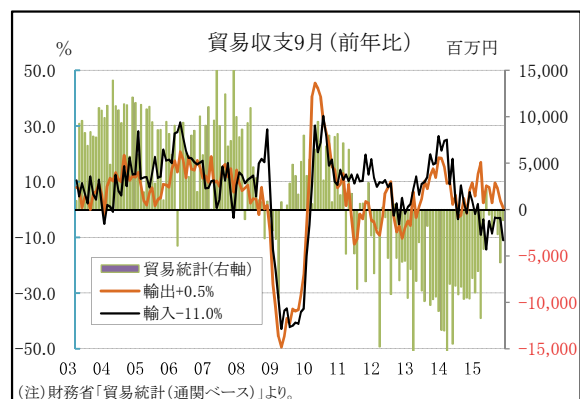
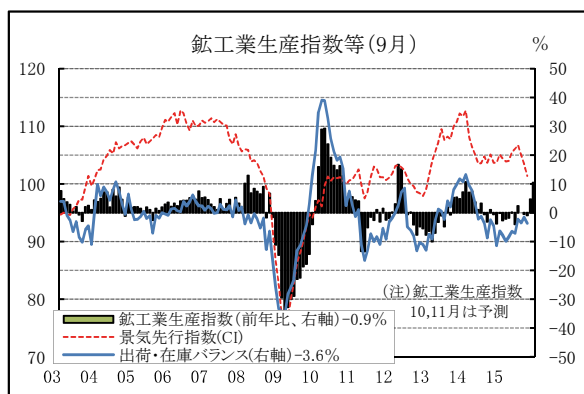
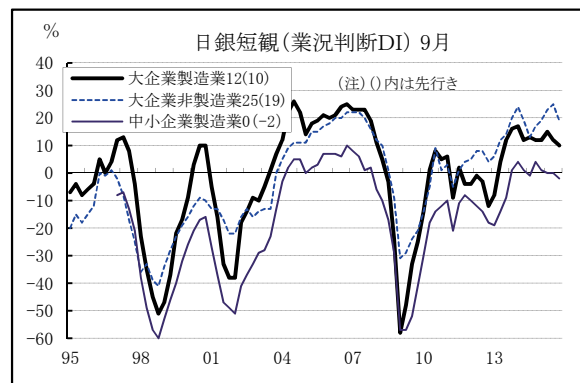
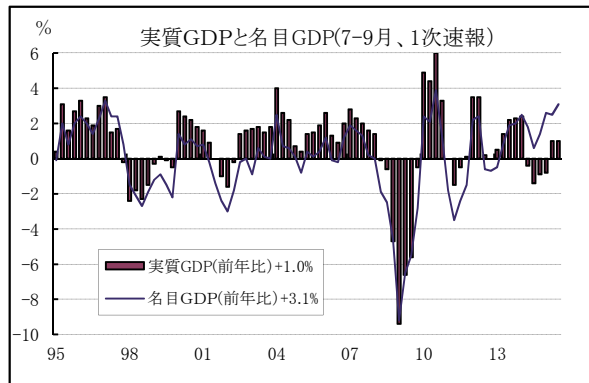
プライベート・エクイティ・ファンドとは、複数の機関投資家（現実には長期投資家の年金基金が多い）や富裕層（ソブリン・ウエルス・ファンドも含む）から集めた資金を、さまざまな原因で投資を必要とする事業会社に投資し、同時にその企業の経営に深く関与して「その企業の価値を高めた後に売却する」ことで高いIRR（内部収益率）を獲得することを目的とする投資ファンドのことである。

図4には、プライベート・エクイティの総額の推移を示すが、プライベート・エクイティの運用は10年以上の長期にわたることが多いので、残存額は数兆ドルに上るであろう。

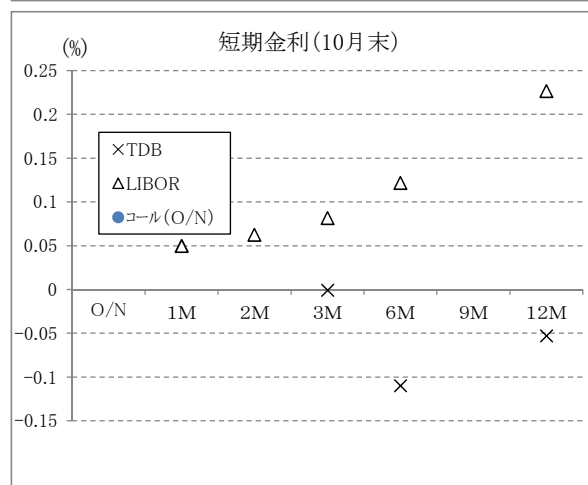
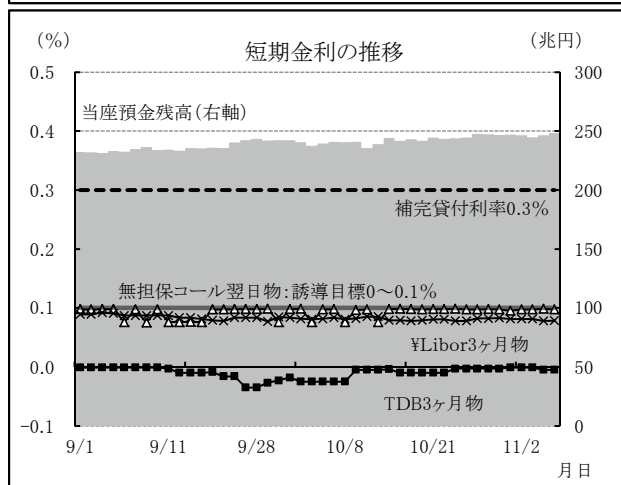
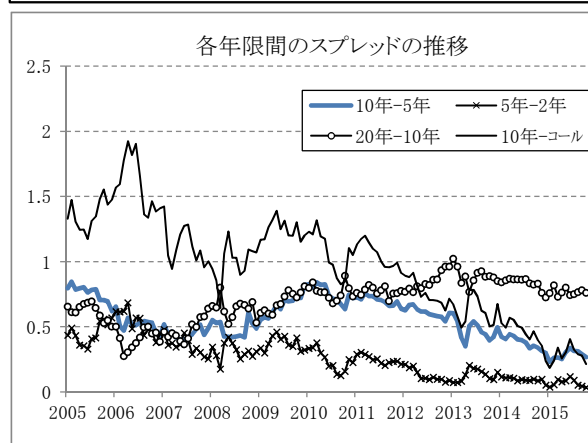
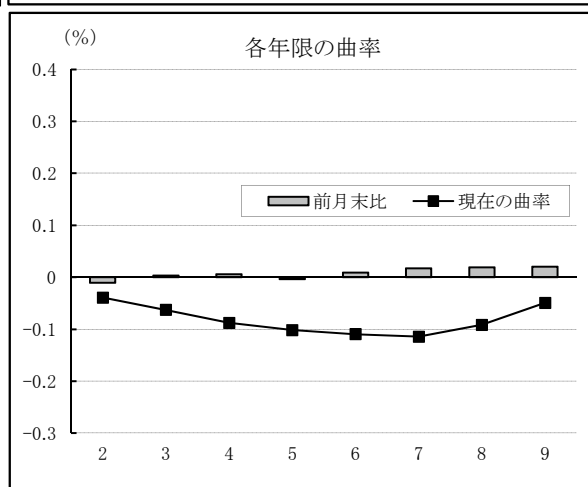
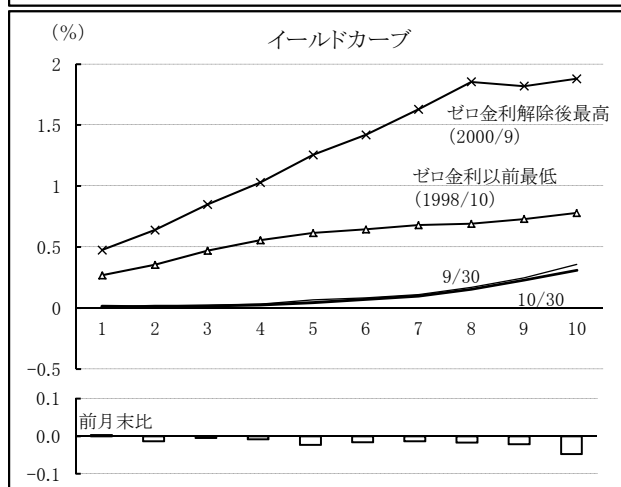
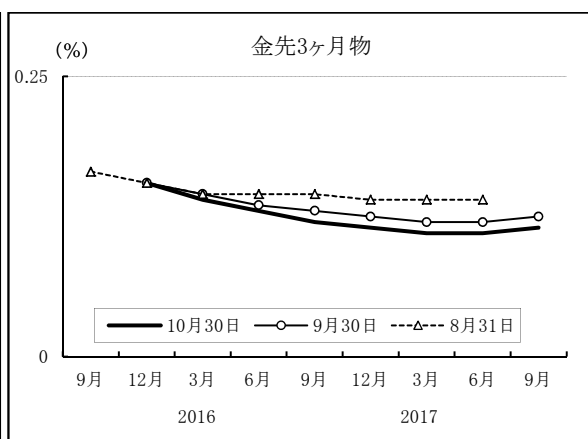
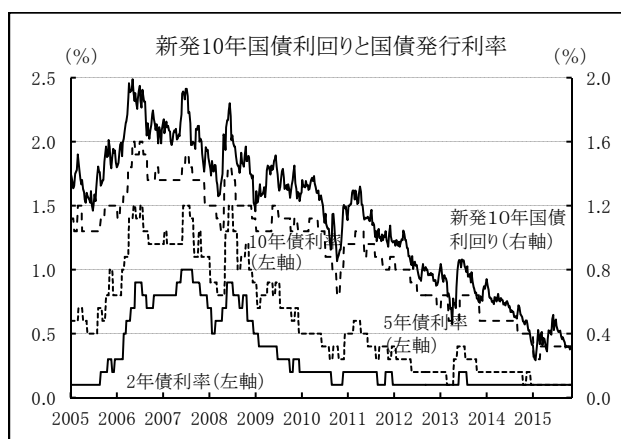


統計データ集

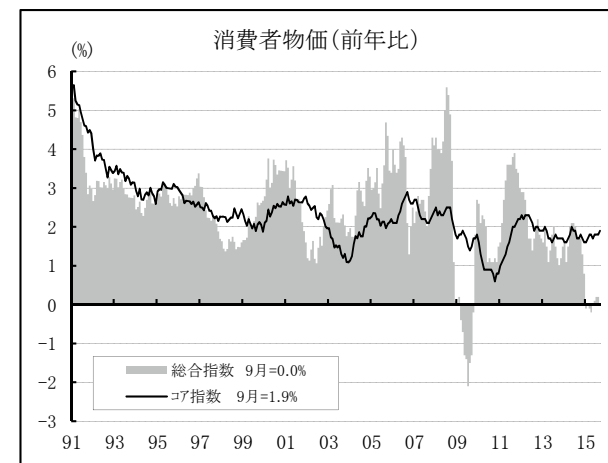
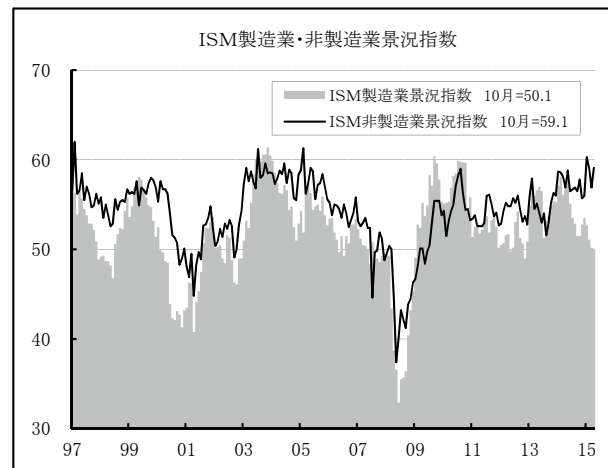
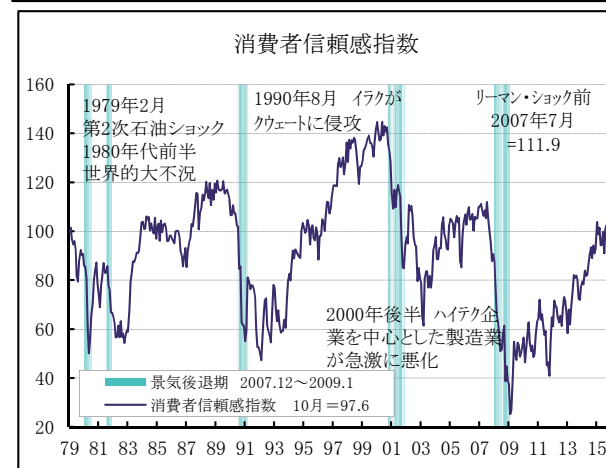
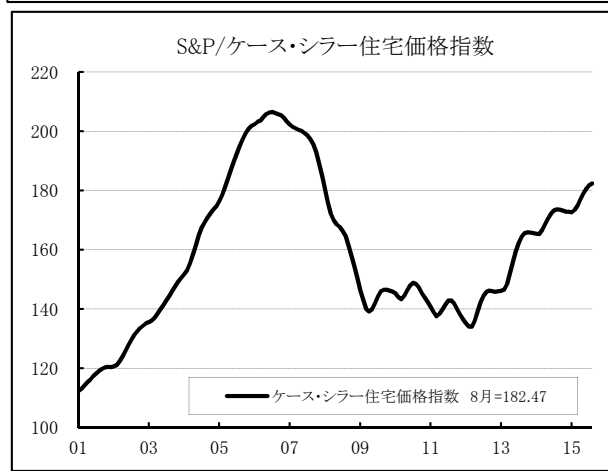
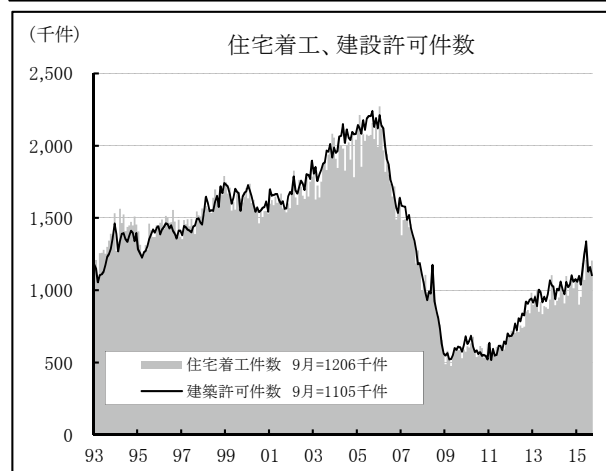
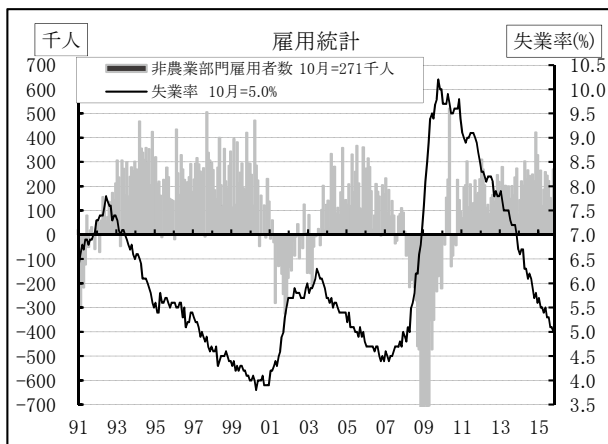
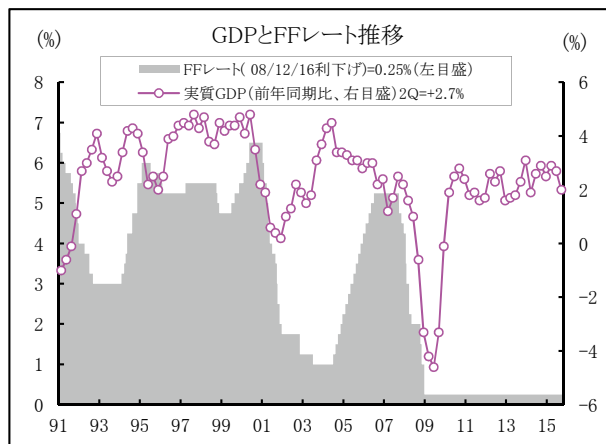
日本 マクロ経済



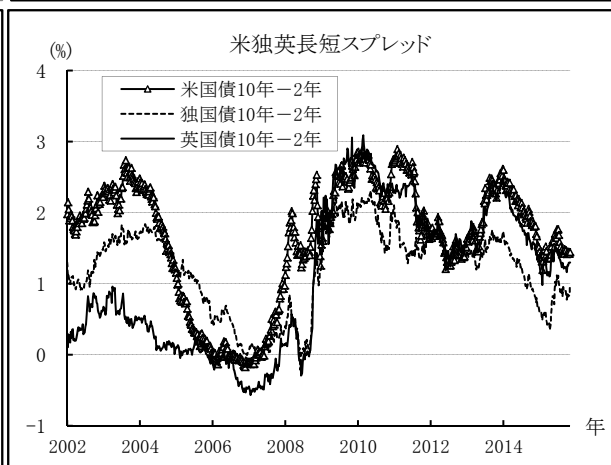
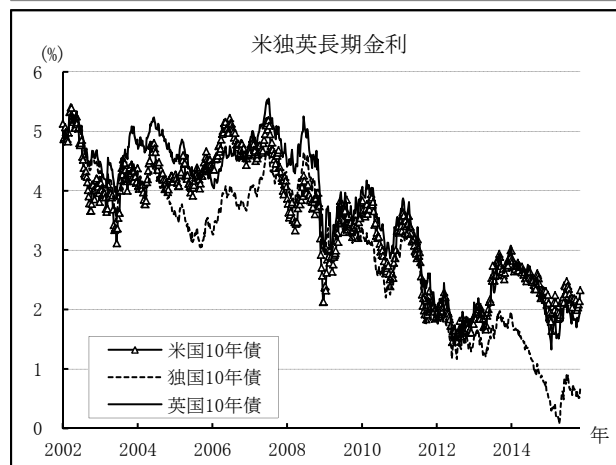
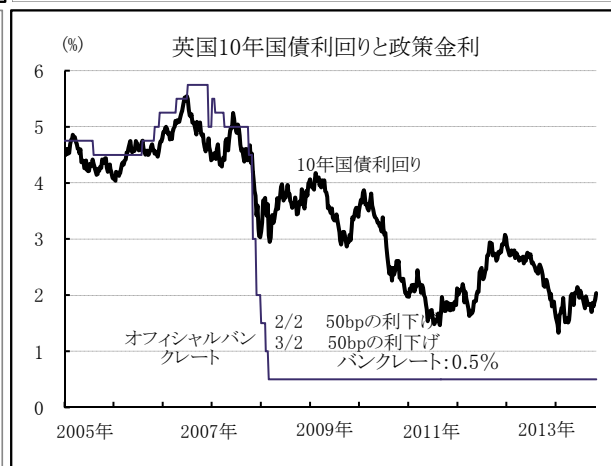
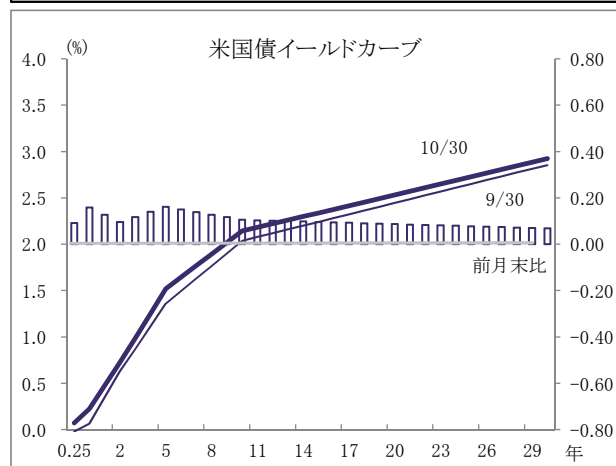
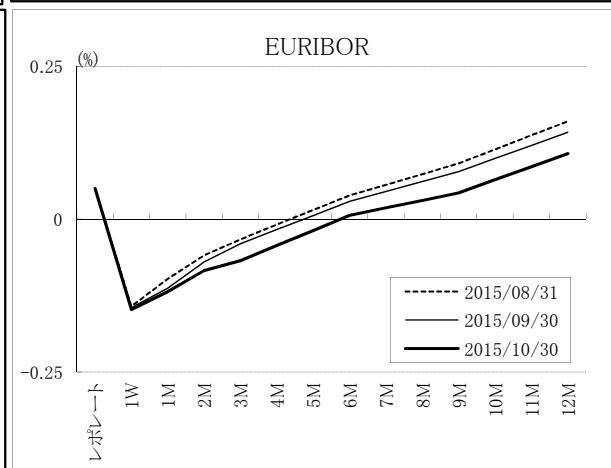
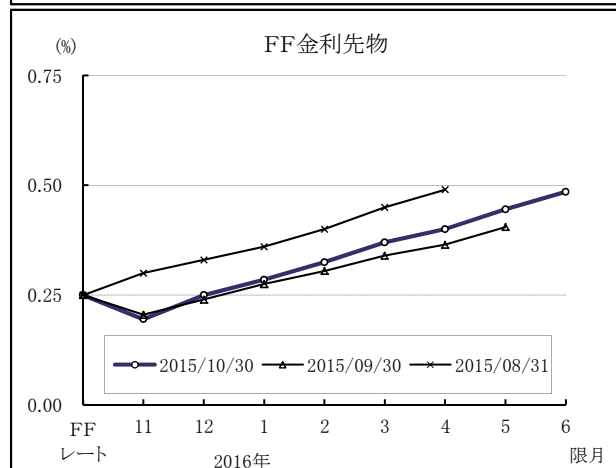
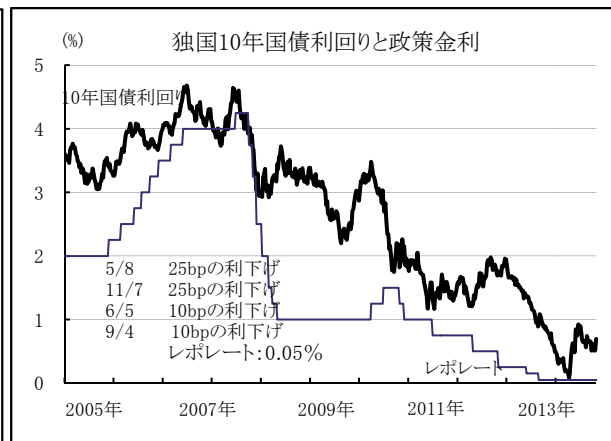
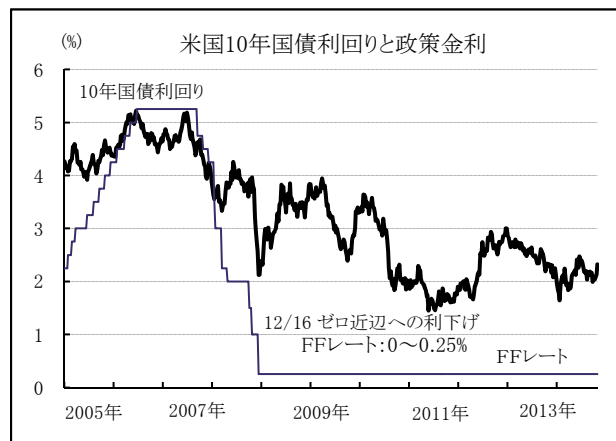
日本短期・債券市場



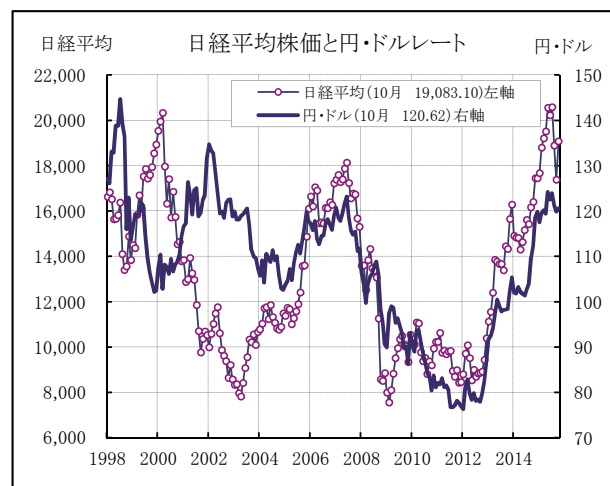
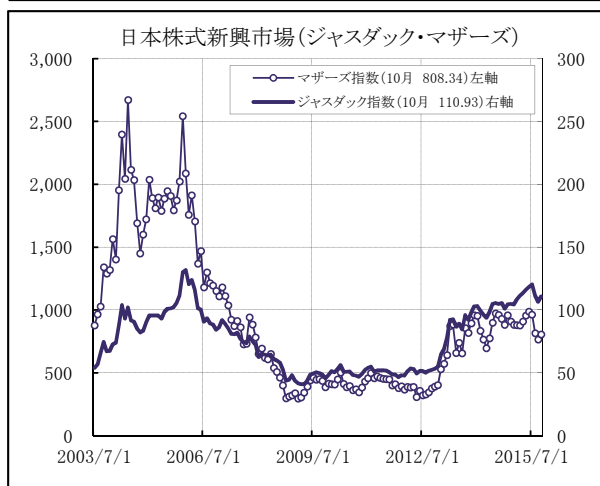
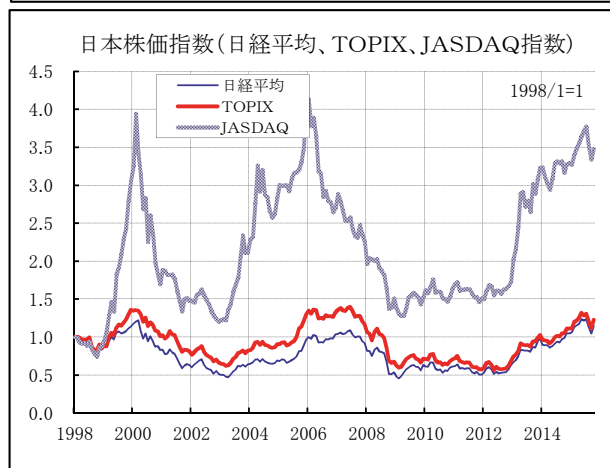
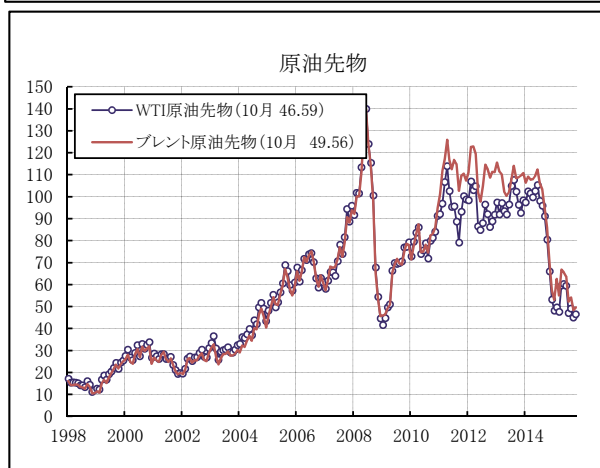
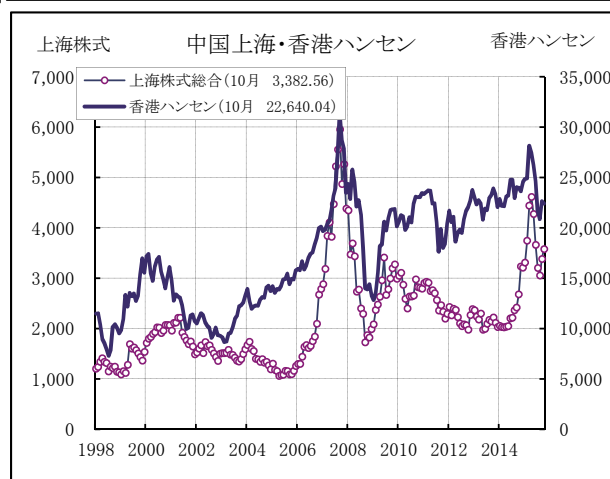
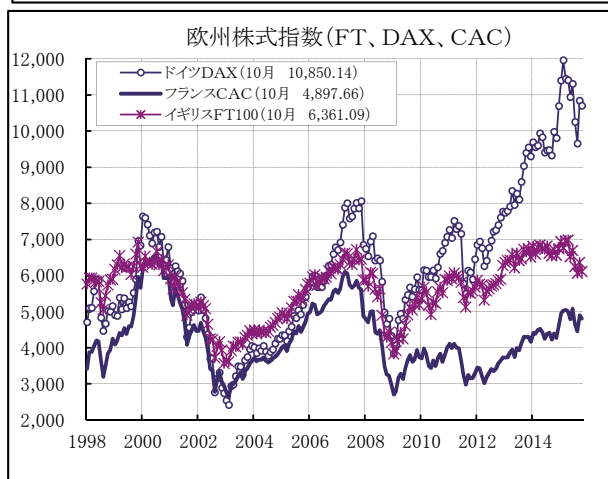
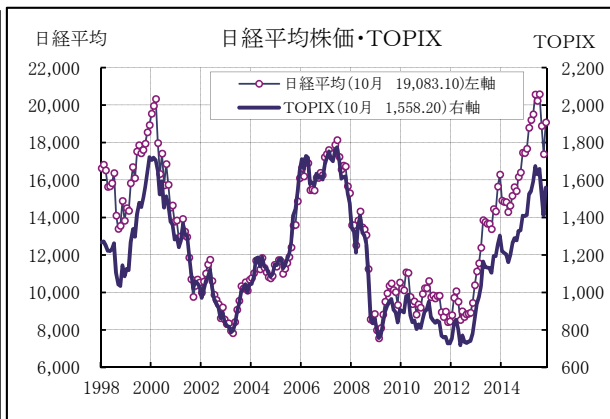
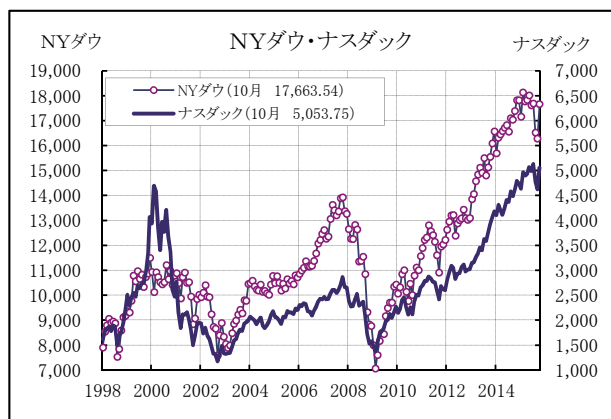
海外 マクロ経済



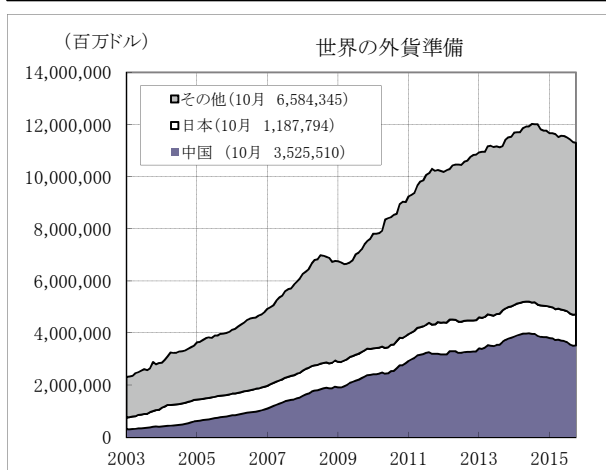
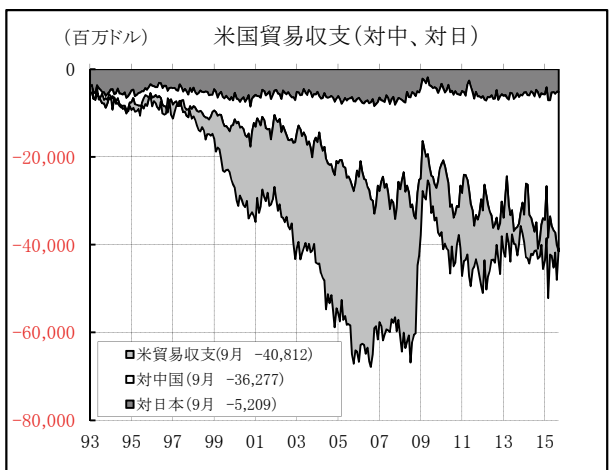
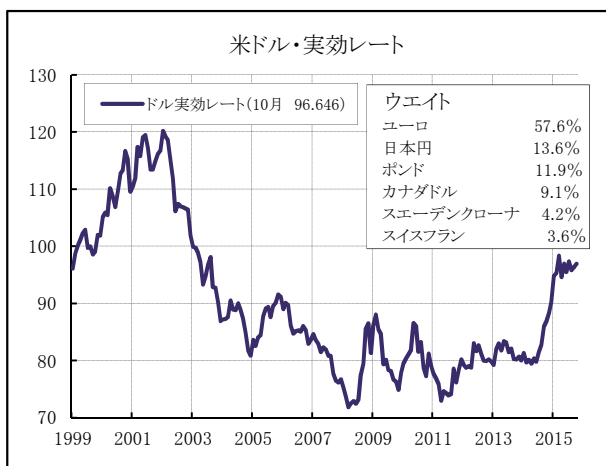
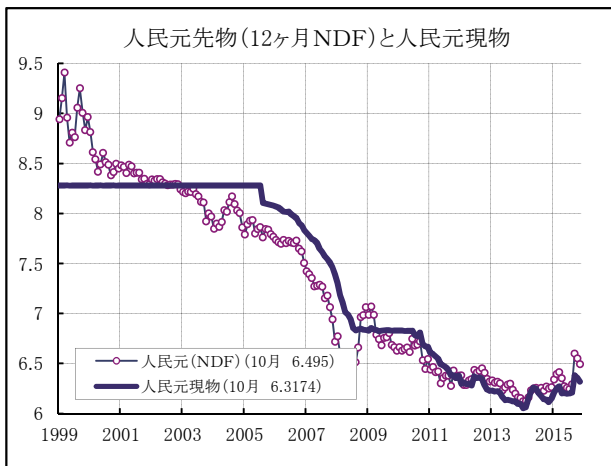
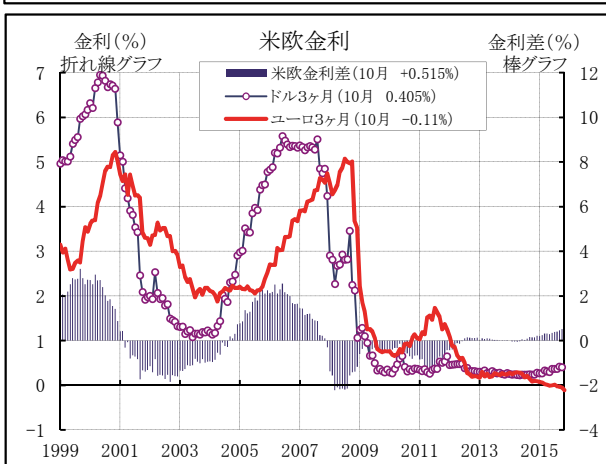
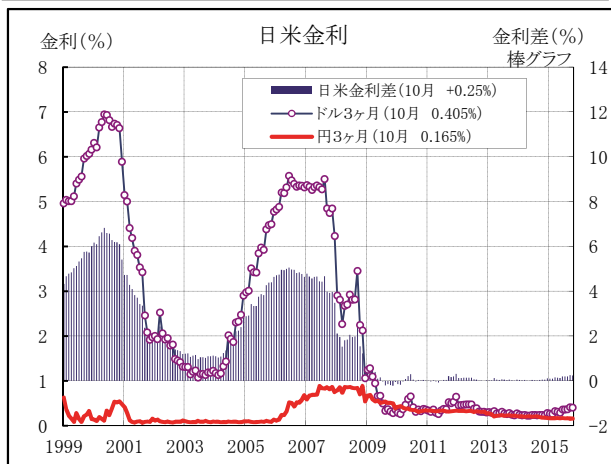
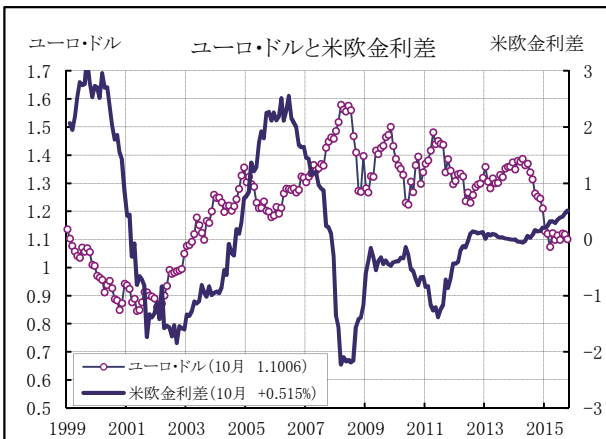
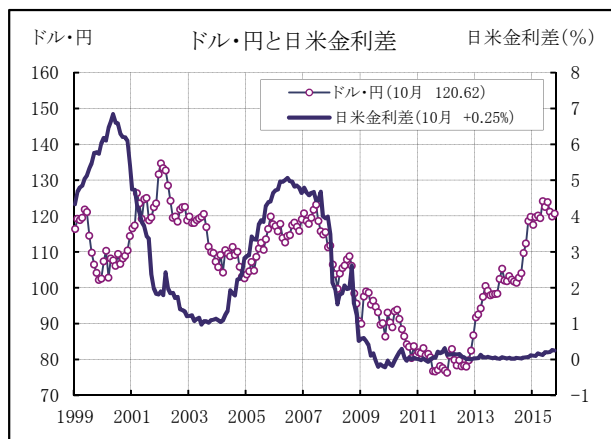
海外 債券市場



株式市場



為替市場

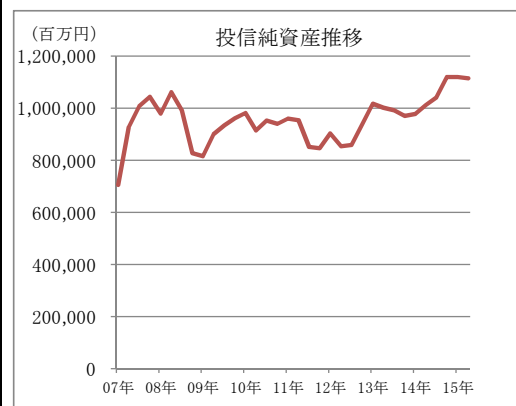
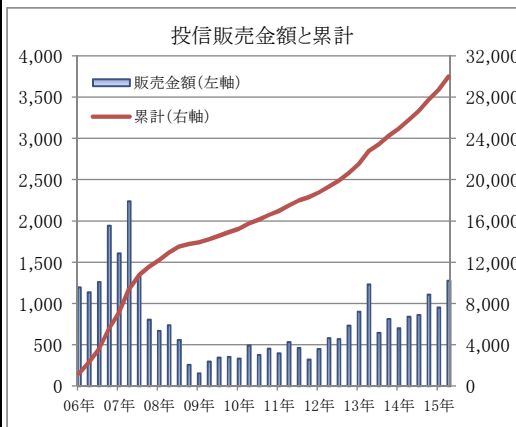


ゆうちょ関連データ

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	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年度累計	284,000	127,816	-	-
累計	12,509,022	2,998,586	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 配分金実績・基準価格・純資産

(単位: 百万円)

分類	ファンド名	配分金実績 (1年) (2015.11.13)	基準価格 (2015.11.13)	純資産 (2015.11.13)	ファンド名	配分金実績 (過去1年) (2015.11.13)	基準価格 (2015.11.13)	純資産 (2015.11.13)	ファンド名	配分金実績 (過去1年) (2015.11.13)	基準価格 (2015.11.13)	純資産 (2015.11.13)
パ ラ ン ス	野村資産設計2015②	120円	10,719	1,371	マニライイカナダ株式④	900円	8,783	6,708	Navioインド債券②	600円	12,185	1,256
	野村資産設計2020②	10円	10,643	1,035	グローイングブラジル株式②	なし	7,376	7	三菱UFJ欧州債券②	80円	10,061	1,004
	野村資産設計2025②	10円	10,785	873	野村ユーロトップB※②	50円	9,630	11,028	同(為替ヘッジなし)②	80円	9,064	22
	野村資産設計2030②	10円	10,929	752	エマーゼン好配当①	340円	8,357	2	ビムコグローバル債券②	480円	13,580	22
	野村資産設計2035②	10円	10,739	503	JPX医療関連株式④	4100円	9,115	117,493	同(為替ヘッジあり)②	480円	9,122	41
	野村資産設計2040②	10円	10,649	1,437	ビクテプレミムアット※④	740円	12,974	29,484	メキシコ債券オープン※②	1440円	9,944	46,493
	野村資産設計2045②	10円	18,730	122	オーストラリア好配当※②	520円	9,182	20	インドネシア・ルビヤ債券②	480円	8,846	5
	野村6資産(安定)⑥	180円	11,699	36,543	ニッセイ日本債券②	120円	9,895	18,539	アジアハイイールド債券※②	1200円	8,937	1,008
	野村6資産(分配)⑥	180円	10,285	144,294	eMAXIS 国内債券※①	なし	11,166	20,552	同(為替ヘッジなし)※②	1560円	14,203	1,116
	野村6資産(成長)⑥	180円	11,964	36,378	Navioマネーボール②	なし	10,004	2	USストラテジック※②	240円	9,623	5,539
内 株 式	スマートファイブ①	460円	10,337	23,842	日興五大陸債券②	375円	9,554	88,408	同(為替ヘッジなし)※②	960円	11,103	36,742
	スマートファイブ①	なし	11,220	6,692	三菱UFJ高金利債券②	1140円	9,512	105,271	新興国ハイイールド債券A②	680円	6,657	1,160
	東京海上・円資産②	360円	11,785	72,748	タワ成長国セロ外債券※②	900円	6,158	53,758	新興国ハイイールド債券B②	1080円	9,521	1,006
	大和インデックス225①	160円	14,445	33,781	タワ成長国セロ外債券※①	なし	9,731	453	ビムコハイインカム※②	420円	7,986	123,344
	SMTAM JPX日経400②	なし	12,336	4,371	野村米国ハイイールド②	1800円	13,140	18,465	同(為替ヘッジ付き)※②	540円	8,705	3,545
	GS日本株式※②	10円	10,321	10,271	同(為替ヘッジあり)②	540円	9,208	4,452	DIAMアジアソブリン債券②	なし	9,695	195
	日本株式SRI①	なし	8,700	3,651	野村米国ハイイールド①	なし	11,864	1,234	欧州ハイイールド債券※②	960円	10,196	1,314
	フィデリティ日本配当④	590円	11,292	12,652	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,713	297	同(為替ヘッジなし)※②	1440円	13,606	1,021
	eMAXIS TOPX※①	なし	19,603	25,566	エマーゼン・ソブリン※②	770円	8,804	38,830	三菱UFJバランス②	100円	9,580	1
	三菱UFJ日本優良株①	1000円	11,106	2,218	同(為替ヘッジあり)※②	840円	9,058	50,060	同(為替ヘッジなし)②	100円	9,896	2
海 外 株 式	JPXジャパンプライム①	なし	10,149	136	エマツブ(資産成長)※①	なし	13,279	617	三菱UFJバランス①	なし	9,680	1
	新光日本小型株①	1000円	12,933	39	同(為替ヘッジあり)※②	なし	10,576	218	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,997	1
	生活基盤関連株式①	140円	11,710	12,268	DWSグローバル公益債券※②	480円	9,746	119,892	MHAM リート②	1190円	12,013	12,564
	SMTAM NYダウ①	なし	12,008	2,279	同(為替ヘッジなし)※②	480円	11,938	26,108	DIAM世界リート②	570円	5,189	267,910
	日興五大陸株式④	840円	10,246	18,746	三菱UFJ米高格付債券②	80円	9,702	1,153	ダイワUS-REITA※②	720円	8,453	2,214
	DIAM高配当株式②	1560円	14,161	13,148	同(為替ヘッジなし)②	80円	10,077	1,439	ダイワUS-REITB※②	960円	5,433	628,533
	新光サザンアジア株式②	1500円	9,938	3,438	高金利先進国債券※②	720円	7,034	442,662	eMAXIS 国内リート※①	なし	24,100	12,304
	米国成長株オープン①	440円	10,106	1,335	高金利先進国債券※①	10円	17,760	16,518	eMAXIS 先進国リート※①	なし	25,340	10,594
	外eMAXIS 先進国株式※①	なし	22,062	32,589	eMAXIS 先進国債券※①	なし	14,003	18,856	ニッセイ世界リート※②	1440円	9,830	13,471
	新光サザンアジア株式②	なし	12,776	24,344	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,310	5,917	ニッセイ世界リート※②	なし	12,882	492
海 外 株 式	ビクテグローバル株式※②	600円	4,788	879,414	Navioオーストラリア債券②	180円	11,272	261	アジアリートオープン※②	180円	10,712	9
	ビクテグローバル株式※①	なし	15,707	12,993	Navioカナダ債券②	60円	11,658	247	フローリーズ※②	240円	7,727	9,581
	JPX北米高配当①	なし	9,994	45	Navioトルコ債券②	600円	9,430	323	ステートストリートゴールド①	なし	5,929	126
	新光世界インフラ株式②	730円	16,104	57	Navio南アフリカ債券②	540円	8,332	265	ビムコハイインカムローン※②	360円	9,386	2,548
	グローイング台湾株式②	1100円	10,068	33	Navioブラジル債券②	360円	6,127	86	同(為替ヘッジなし)※②	800円	11,313	16,452
									合 計			3,821,227

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

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

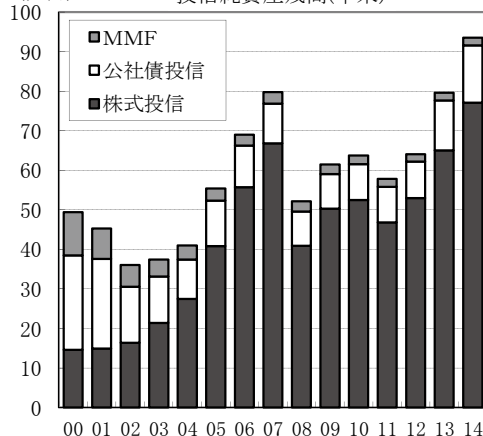
タイプ 末	株式投信								公社債投信				証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型		計	
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計			うちMMF			
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	133,476	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	124,143	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	130,202	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	128,262	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	112,066	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	112,111	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	109,731	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	110,894	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	164,468	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	44,979	161,496	123,272	357,558	189,010	753,043	770,954	148	163,943	19,758	164,091	935,045
2015年7月	18,216	50,225	158,884	117,070	366,327	249,264	824,700	842,915	129	171,524	19,144	171,653	1,014,569
8月	17,671	47,383	153,371	112,167	342,267	240,283	783,304	800,975	128	165,284	18,936	165,412	966,387
9月	17,082	45,243	149,457	108,294	325,332	233,693	753,725	770,807	127	159,739	18,929	159,865	930,673
10月	17,119	49,696	152,560	109,941	346,066	254,440	802,762	819,881	128	160,323	17,970	160,450	980,332

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

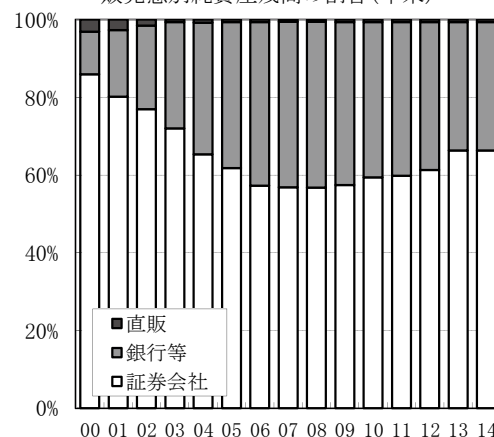
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年7月	693,520	68.4%	314,542	31.0%	6,507	0.6%	1,014,569	100%
8月	659,476	68.2%	300,778	31.1%	6,134	0.6%	966,387	100%
9月	632,018	68.4%	292,815	31.0%	5,840	0.6%	930,673	100%
10月	667,974	68.2%	306,015	31.1%	6,343	0.6%	980,332	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

＜貸借対照表（負債の部）＞

(単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通算貯金	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 等	繰延税金負債	負債合計
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		427,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,490

＜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 流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	うち その他貯金	その他貯金の 前期末増減額
2014年9月	1,779,465	4,383	617,516	2,905	1,159,864	1,600	2,085
12月	1,790,688	11,223	615,206	2,310	1,173,897	14,033	1,586
2015年3月	1,777,107	▲ 13,581	610,536	▲ 4,670	1,164,530	▲ 9,367	2,040
6月	1,781,219	4,112	625,311	14,775	1,154,013	▲ 10,517	1,895

＜特別貯金残高と前月末増減額＞

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額
2015年7月	209,135	▲ 2,847	24,888	▲ 780	184,232	▲ 2,067
8月	206,324	▲ 2,811	24,179	▲ 709	182,130	▲ 2,102
9月	203,797	▲ 2,527	23,531	▲ 648	180,252	▲ 1,878
10月	201,333	▲ 2,464	22,926	▲ 605	178,394	▲ 1,858

(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	
2015年6月	0.4	0.5	0.04
7月	0.4	0.5	0.04
8月	0.3	0.5	0.04
9月	0.3	0.4	0.04
10月	0.2	0.4	0.04

(注)1 「預託金利」は9年以上10年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

＜貸借対照表（資産の部）＞

(単位:億円)

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

(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、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
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	10,890,526	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

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

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756

(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
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1					8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0			12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1			12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14	13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196	13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363	16,110	943

(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		年度末値	最大値	最小値	平均値	VaR 期 間
		経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)					
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月～2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月～2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月～2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月～2014年3月
2015年3月	9.31%	7,705	82,740	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月～2015年3月

(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	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額					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				
		貸出金・預金等	機構への担保の提供	有価証券	デリバティブ	その他		0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628		2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	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	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,449,551	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	163,111	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615

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

(注) 1: OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

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

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