

ゆうちょ資産研レポート

2018 年 11 月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス (1) 1

「四つの覇権」争いから成る米中の対立は
誰が政権を取ろうが止む問題ではない

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 インベストメントリサーチ部 チーフエコノミスト 李 智雄

ファンダメンタル・アナリシス (2) 7

2019 年内外経済見通し：
リスクは山積みでも景気後退は訪れない

J.P. モルガン証券株式会社 チーフエコノミスト 鵜飼 博史

マーケット・アウトルック 13

JGB 市場のボラティリティはなぜ低いのか？

モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社 債券ストラテジスト 杉寄 弘一

資産研コーナー 19

新興国の経済危機

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 21

ゆうちょ関連データ 27

2018.11

ファンダメンタル・アナリシス (1)

「四つの覇権」争いから成る米中の対立は誰が政権を取ろうが止む問題ではない

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 インベストメントリサーチ部
チーフエコノミスト 李 智雄

0. はじめに

世界では保護主義が問題となっている。だが、そもそも保護主義が問題となってきた根本的な背景が理解されていないようだ。その結果、例えば市場において「米国大統領は中間選挙までの人気取りとして、中国に強硬な姿勢を続けているが、選挙が終われば落ち着くはずである」という見通しを形成させるに至っている。

筆者は早期から世界の保護主義に対して警鐘を鳴らしてきた。具体的には、オバマ大統領下の2016年、8月のレポート「保護主義から来る米中貿易の断続的な動きに警戒しておくべきではないか」にて米中の保護主義と貿易摩擦について検討した上で、2017年2月付レポート「貿易摩擦、米中と米日の行方を考える」などにてその影響が日本に及ぶことを考察してきた。一連の考察の中で一貫して論じていたのは、米中の貿易摩擦という対立の構図が、一大統領や、一政党によるものではなく、より大きな動き、具体的には「覇権争い」によって生じたものである、ということである。

結論を先に述べておく。保護主義は一過性の問題ではなく、局所的な問題でもない。世界の実質GDP成長率が緩やかに低下してきている中で、成長の果実をどのように分配するのか、という争いだけでもない。「米国の覇権に対して、中国が近付き追い越すことが出来るのか」、それが問われているのだ。結局のところ、米国あるいは中国のどちらかが覇権を放棄しない限り、両国の対立と、その表れとしての保護主義、貿易摩擦は続く可能性が高い。そしてその覇権とは、経済、技術、通貨、軍事と四つにまたがるものである。

両大国の摩擦が長引く結果、その影響は米中にとどまらず、他国にも及ばざるを得ない。日本経済への影響と言う意味では、(1) 米中間の貿易低迷から、グローバル・サプライチェーンの中での日本の輸出減が考えられる。さらに中国が抵抗すればするほど、米国の中国以外への圧力も高まるため、日本への圧力が高まる結果、(2) 円高バイアスに加えて、(3) 米国からの輸入の増加（エネルギーや防衛関連装備）、(4) 米国への輸出に対するハードル上昇（関税、非関税障壁など）など、マイナス面が想起しやすい。だが実は、(5) 米中関係悪化による、中日関係の改善によるメリットもある。さらに言えば、(6) 世界貿易摩擦という圧力の中で、企業体質を変え、企業の経営体質がさらに強靱になることもあることが、過去の日米関係からはわかる。危機は機会、そう言える企業は、やはり強い。

1. 問題の発端：経済覇権

米中貿易摩擦問題の発端は、中国の急速な経済発展にある。

1-1. 米中の経済成長率・規模の「実質」GDPによる比較は十分なのか

中国経済は急速な成長を遂げてきた。実質GDP成長率で見ると、1980年代、1990年代、2000年代にそれぞれ、平均年率9.3%、10.4%、10.5%と伸びてきた。

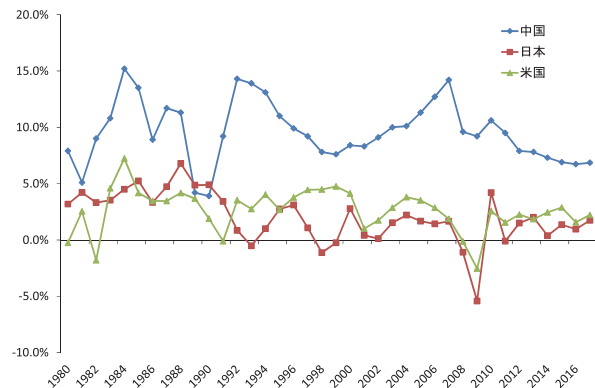
一方で米国の成長率は徐々にだが低迷してきている。1980年代、1990年代に年平均それぞれ3.3%、3.4%だった実質GDP成長率は、2000年代に1.6%、グローバル金融危機を脱した2010年代（2017年まで）においても2.5%となっている。その間、中国の2010年代の実質GDP成長率は8.9%であった。

それに加えてFOMCの見通す長期実質成長率予想も中位値で1.8%、中央レンジで1.8～2.0%と低い（2018年9月時点）。米国議会予算局の提示する潜在成長率も2018~22年に2.0%、2023~28年に1.8%となっている（2018年8月時点）。その間、米国の財政収支は赤字のまま推移している上に、貿易収支も赤字を継続している。

中国と米国の実質GDP成長率の差は各年ベースでみると、1980年以降5.7～8.8%ポイントと大きな開きがある。

だが、実は、実質GDP成長率の差だけで米国の焦りを十分に把握することはできないのだ。

図表1 恒常的に米国より高い中国の実質GDP成長率
中国、米国、そして日本の実質GDP成長率（前年比）



出所:IMF より MUMSS 作成

図表2 中国の実質GDP成長率は米国を
5.7～8.8%上回ってきた
中国、米国、そして日本の実質GDP成長率

実質GDP成長率	中国 A	米国 B	日本	中国－米国 =A－B
1980年代	9.3%	3.3%	4.5%	6.0%
1990年代	10.4%	3.4%	1.3%	7.0%
2000年代	10.5%	1.7%	0.6%	8.8%
2010～17年	8.2%	1.5%	0.5%	6.8%

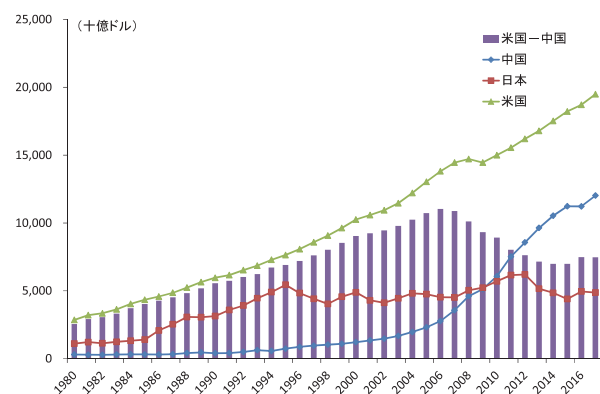
出所:IMF より MUMSS 作成

1-2. 米国と中国を比較するときは「名目」かつ「ドル建て」がいい

「中国経済の規模が米国に追いついてくる」という時、実質GDP同士ではなく、名目のドル建てという、同一基準で比較すべきある。実質GDPは各国それぞれの物価事情と、それぞれの為替レートを用いて換算した、いわば数量ベースの基準である。比較するためには、物価分を戻して、さらに比較できるように同じ通貨、たとえば基軸通貨であるドルに換算する必要があるのだ。つまり、「名目」かつ「ドル建て」のGDPで比較する必要がある。

その上であらためて中国の「経済成長率」（米国と比較できる「名目」の「ドル建て」）をみると、中国は1980年代、1990年代、2000年代にそれぞれ、平均年率2.7%、11.8%、17.4%と伸びてきた。2010～17年も12.9%となっている。一方で米国はそれぞれ、7.6%、5.6%、3.9%、3.0%となっており、特に2000年以降、中国の成長率は米国のそれを5.1～15.3%ポイント上回ってきたのである。実質GDPで確認した5.7～8.8%ポイントの差と比べてはるかに開きがある。つまり、両国が比較できる「名目」「ドル建て」ベースで中国が急速に米国に迫ってきたことがわかる。1990年には米国の6.7%に過ぎなかった中国経済の規模は、2017年に米国の61.7%までになっている。

図表3 米国に迫る中国
中国、米国、そして日本の「名目」「ドル建て」GDPの推移



出所:IMF より MUMSS 作成

図表4 足早に成長する中国
中国、米国、そして日本の名目ドル建てGDP成長率

名目ドル建てGDP成長率	中国 A	米国 B	日本	中国－米国 =A－B
1980年代	2.7%	7.6%	11.0%	-4.9%
1990年代	11.8%	5.6%	4.5%	6.2%
2000年代	17.4%	3.9%	1.5%	13.6%
2010～17年	12.9%	3.0%	0.8%	9.9%

出所:IMF より MUMSS 作成

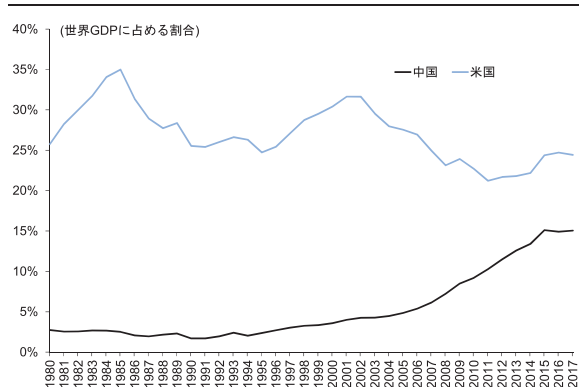
その結果、顕著となったのは米国の世界に占めるGDPシェアの低下である。1980年には25.7%、1990年には25.4%だった米国のシェアは、2000年に30.3%と上昇、2002年に31.5%とピークを迎えた。だがその後低下、2010年に22.7%、直近の2017年は24.3%となっているが、今後は低下することが見通されており、たとえばIMFは2023年に22.7%まで低下すると予想している。

その間、中国の世界GDPに占めるシェアは上昇している。具体的には、1980年には2.7%、1990年には1.7%だったがそれから上昇、2000年に3.6%、2010年に9.2%、直近の2017年は15.0%、2023年には18.0%まで上昇することが見込まれている。貿易に占める割合も同じく、米国の相対的な地位は低下する一方で、中国のシェアは高まっている。

1-3. PPPベースでは中国の経済規模は米国を2014年に抜き去っているという事実

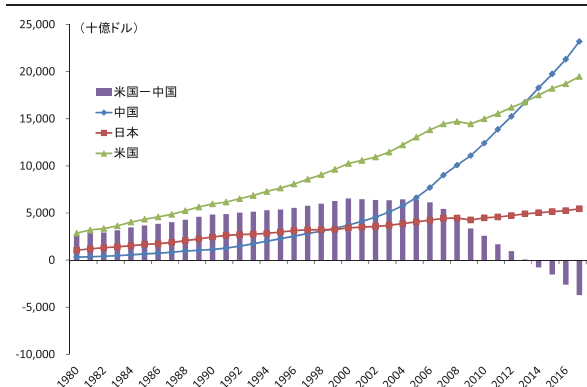
さらに言えば、購買力平価をベースとした経済規模では、中国は既に米国を抜いているのだ。米国の中国に対する警戒感と様々なツールを使った牽制の発端は、このような世界における経済力の勢力図変化にある。

図表5 米国に迫る中国
米国と中国の世界GDPに占める割合



出所: IMF より MUMSS 抜粋

図表6 PPPベースでは既に中国は米国を2014年に
抜き去っている
中国と米国のGDPの推移



出所: IMF より MUMSS 作成

1-4. 大国であることのメリット：例えば「デ・ファクト・スタンダード」

つまり、米国が焦るように様々な制裁を中国に課している理由は、自国経済の低迷と、自国に影響を与える他国の興隆という相対的な地位の変化にあるのではないか。大国であることそれ自体、その市場の大きさによって、購入時の価格交渉力の大きさを意味する。もちろん、規模が大きいほど国内隅々まで政策を行き渡らせる事も、持続的成長も難しいため、一長一短はある。だが大国になればなるほど、また世界の貿易に占める割合が大きくなるほど、その国のスタンダード（いわゆる「デ・ファクト・スタンダード」）が他の小国にまで影響を与えることが多い。小国はインフラを自ら構築するよりは、大国において規模の経済でコストが下がったインフラなどを輸入する方が得になるからである。

スタンダードの決定は、当然ながらそれを決定する国の持つあらゆる資源（技術、資本など要素賦存）に相対的に有利な形でなされる。スタンダードを決めてしまえば、その国は製品やそれに伴う社会的なインフラを積極的に他国に輸出し、普及・浸透させることで、大きな市場を獲得することができるというわけだ。逆にスタンダードを設定したい、あるいは「デ・ファクト・スタンダード」を常に狙っている大国からすれば、他のいかなる国の興隆も許容できない、ということになる。

経済規模の接近、それが米中貿易摩擦の出発点になっている。とすれば、米国の大統領が誰になるかが、米国のどの党が上下院において過半数を取ろうか、中国の国家主席が誰になるかが、両国の対立が、止むはずがないのである。

以下では、文字数の許す限り、両国の対立を三つの覇権（「技術」「基軸通貨」「軍事」）という観点から検討してみよう。

2. 米中「技術」覇権

米中の対立を考える上で、経済覇権以外に重要な要素となるのが、技術覇権である。米国はトランプ大統領の指示を受けて、2017年8月から米国通商代表部（Office of the United States Trade Representative, USTR）は、中国の技術移転、知的財産、イノベーションに関する法律・政策・慣行について「通商法301条」(Section 301 of the Trade Act of 1974)に基づく調査を実施。2018年3月には通商法301条に基づき、対中制裁措置の発動を決定した。その焦点は貿易不均衡ではなく、産業・技術に関することであった¹。

¹ <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/presidential-memorandum-actions-united-states-related-section-301-investigation/>

米国USTRが問題にしたのは、(1) 中国が米国から技術移転を進めるための外国による所有制限(合弁事業要件、投資制限など)、(2) 中国の技術ライセンスなど事業活動に関する実質的な制限、(3) 中国による米国企業に対する組織的投資・買収、中国政府の産業計画に基づいた技術移転の促進、(4) 中国による米国企業へのコンピュータネットワークへの不正侵入、などであった。

これらの問題を受けて、トランプ大統領は、関税引き上げの対象となる製品リスト案発表に加えて、中国の差別的な技術ライセンス慣行に対処するために、WTO（世界貿易機関）協定に基づく紛争解決手続開始、米国にとって重要な産業・技術に対しての中国による投資に関する問題に対処することを指示している。その後、米中ともに関税リストを公表、その額も500億ドル相当から、米国側からは2,500億ドル相当へと応酬が続き、米国は追加的な措置も検討中であるようだ（2018年11月10日時点）。

米国は中国の実施している「産業政策」のうち、2015年に発表された「中国製造2025」を最も批判の対象としているようだ。在中国米国商工会議所は、2017年3月に発表した報告書において、「中国製造2025」による政府指導の強化、優遇政策の強化、財政支援策などを批判している²。

2-1. 「中国製造2025」とは何か

それでは「中国製造2025」とは何か。中国国務院は2015年5月19日、「中国製造2025」行動計画を発表した。建国100年に当たる2049年を目処に三段階で進めるというものだ。具体的には、まず2025年までにITを駆使し製造業全体の効率と水準を向上させる。それから、2035年までにグローバルで競争できる製造強国へ向う。その後、2049年までには世界トップ製造強国になる。改革を通じて公平で競争的な市場環境を醸成するほか、金融面での政策、税制による支持のほか、製造業の対外開放も行う。それが「中国製造2025」であり、英語では「Made in China 2025」などと訳され、Made in Japanに対抗できるような品質の向上も意図されているように思われる。

「中国製造2025」行動計画においては、次世代情報技術や、高度なデジタル制御工作機械及びロボットなど10大重点産業が指定された（図表7）。

図表7 「中国製造2025」の10大重点分野

(1) 次世代情報技術	(6) 省エネ・新エネ車
(2) 高度なデジタル制御 工作機械及びロボット	(7) 電力設備
(3) 航空宇宙設備	(8) 農業機械
(4) 海洋エンジニアリング ・高技術船舶	(9) 新材料
(5) 先進鉄道設備	(10) バイオ・高性能医療機器

出所: 国務院よりMUMSS作成

2-2. 「中国製造2025」はどこまで来たのか：着実に進展

それでは「中国製造2025」の進捗度合いはどうか。2015年時点の国務院通知にて目標としてあげられたイノベーション能力や品質効率、情報化と工業化の割合、そしてグリーン関連発展に関する様々な指標が全て発表されているわけではないが、既にブロードバンド普及率は2017年時点で72%と2020年の目標(70%)を上回っている（図表8）。

他の指標も着実に上昇している。たとえば、

図表8 「中国製造2025」における製造業主要目標と現状

種類	指標	2013年	2015年	2017年	2020年	2025年
イノベーション能力	一定規模以上の製造業開発経費の内部支出が主要事業収入に占める割合(%)	0.88	0.095	-	1.26	1.68
	一定規模以上の製造業の主要事業収入億元当たりの有効発明特許件数	0.36	0.44	-	0.7	1.1
品質効率	製造業質量競争力指数	83.1	83.5	-	84.5	85.5
	製造業付加価値率引き上げ	-	-	-	2015年より 2%ポイント上 昇	2015年より 4%ポイント上 昇
	製造業全員労働生産性増加率	-	-	-	平均7.5% (2016-20年)	平均6.5% (2021-25年)
情報化と工業化の融合	ブロードバンド普及率(%)	37	50	72	70	82
	デジタル開発設計ツール普及率(%)	52	58	63.3	72	84
	主要工程デジタル制御率(%)	27	33	46.4	50	64
グリーン関連発展	一定規模以上企業の工業付加価値単位当たりエネルギー消費削減幅	-	-	(エネルギー消費 前年比4.3%減)	2015年よりも 18%ポイント 上昇	2015年よりも 34%ポイント 上昇
	工業付加価値単位当たり二酸化炭素排出量削減幅	-	-	-	2015年よりも 22%ポイント 上昇	2015年よりも 40%ポイント 上昇
	工業付加価値単位当たり用水量削減幅	-	-	水量前年比 6.0%減	2015年よりも 23%ポイント 上昇	2015年よりも 41%ポイント 上昇
	工業固体廃棄物総合利用率(%)	62	65	-	73	79

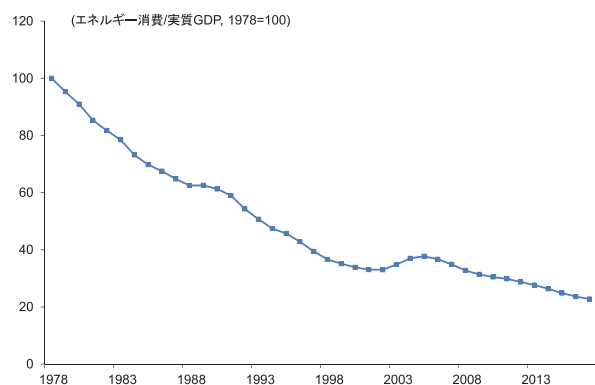
注: 2013年と2015年、2020年、2025年は中国国務院の資料によるもの。2017年は各種報道による実績値。

出所: 国務院、各種報道よりMUMSS作成

² <https://www.uschamber.com/report/made-china-2025-global-ambitions-built-local-protections-0>

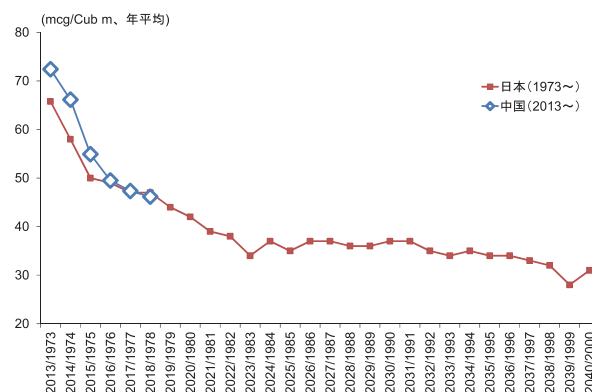
デジタル開発設計ツール普及率は63.3%と2020年目標（72%）へと近づいている。また、グリーン関連発展も政府の意図通り進んでいるようだ。EV（電気自動車）に代表される新エネ車の数々の政策はもちろんのこと、海外からのプラスチックごみ輸入の規制、環境規制や、エネルギー効率化は進んでいる。

図表7 中国のエネルギー消費／実質GDPの推移



出所: 中国国家统计局よりMUMSS 作成

図表8 PM2.5濃度の推移（日本、中国）



出所: 中国国家统计局、中国環境観測センター、日本環境省総合環境政策局環境計画課よりMUMSS 作成

2-3. 深まる「技術覇権」を巡る溝

要するに、着実に進捗しているのが「中国製造2025」である。その「中国製造2025」に最近変化はあるのだろうか。政府が「中国製造2025」に対して直接的に何かを変更したという事実はない。どちらかというと、同概念を大々的に宣伝することを避けているようだ。しかし決して止めたわけではない。逆に、米中貿易摩擦の進展がその喫緊性をより増大させたといえる。

具体的な事件があった。2018年4月18日、米国商務省は中国の通信機器・設備メーカー大手である中興通訊（ZTE）の米国への一切の輸出を禁止すると同時に、米国製品の供給を2025年3月13日まで禁止する措置を発表した。だが最終的には、ZTEは罰金を支払うなどして、制限の撤廃に関して米政府との合意書の署名に至り、一旦は解決に向かったようだ³。

しかし、それが中国全体に与えた影響は甚大であった。その結果、中国政府は「IC国産化」をさらに推進することとなった。具体的には国産CPUを搭載したサーバーを政府調達リストに追加したり、地方政府が国産半導体に対して補助金を出すことを決定したりしている。「中国製造2025」の策定時点である2015年に、政府は約25%（2016年時点）と言われる中国の半導体自給率を、2020年に40%、2025年に75%まで引き上げるとしていたが、今後この目標は前倒しされる可能性が高いと考えられる。

けれども、米国は黙ってはいない。2018年10月4日米国ペンス副大統領は名指しで中国を批判、「中国製造2025」計画を通じて、「共産党は、ロボット工学、バイオテクノロジー、人工知能など、世界で最も先進的な産業の90%を支配する見通し」だとした上で、「北京では現在、多くのアメリカ企業が営業秘密を中国で事業を行うコストとして引き渡す必要」があり、中国は米国の技術を盗んだ上で、盗んだ技術を使っている、と批判した⁴。

その3週間後の2018年10月29日、米商務省、「福建晋華集成電路有限公司（Fujian Jinhua Integrated Circuit）」を輸出規制リストに加えることを発表⁵。半導体製造装置などの輸出、販売を禁止した。自国で生産するということなら、生産できないようにしよう、という米国のアクションであるようにも読める。

³ 記事は多数あるが、たとえば <https://www.cnn.co.jp/tech/35118922.html> や、<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-06-07/P9YDMM6VDKHT01> など。

⁴ <https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/remarks-vice-president-pence-administrations-policy-toward-china/>

⁵ 記事は多数あるが、<http://ashu-chinastatistics.com/news.cgi?d=b589015chinastatistics.com/news.cgi?d=b589015> など。

2-4. 半導体以外も焦点に

中国政府の焦点は半導体だけにとどまらない。中国工業情報化省が2017年5月に発表した「中国製造2025」に対する資金配置指針を見てみると、資金支援の主な方向性は次の三つが焦点となっている。まず(1)スマート製造の標準化と新モデルの応用。次に(2)工業基盤の強化であり、具体的には、コア部品(減速機、高速鉄道設備・部品、スマート端末用コアチップなど)、基幹材料(高温超電導材料、バイオベース材料、グラフェン、特殊セラミックス、人口水晶体など)、そして先進的な基礎製造工程(集積回路など)が含まれる。そして最後に(3)グリーン製造システムインテグレーションとして、グリーンなプラットフォーム設計、グリーンな製造工程、グリーンなサプライチェーンの構築が画策されている。これらの焦点は基本的に変わっていない。

中国が、半導体産業のみならず、他のコア技術に対して政府の支援を強化するとすれば、それが現在の半導体に見られているように、米中貿易摩擦の新たな火種になることは想像に難くない。過去、日本は日米貿易摩擦の中で「日本における外国系半導体の市場参入機会拡大、ダンピング防止」など米国側の主張を大きく取り入れる形になった。だが中国の立場は異なる。米国に協力する姿勢を見せながらも、米国側の要求を直接的には吞まず、間接的に協力する姿勢をとっている。短期的な火消しにはなるかも知れないが、中国の技術覇権を阻止したい米国としては、一時的な妥協にとどまらず、中国側の技術力が上昇するにつれ、更なる圧力をかけてくるだろう。

3. 技術以外に「基軸通貨覇権」、「軍事覇権」も焦点に

米中の対立は技術問題だけにとどまらない。実はより重要な焦点は、その技術を含んだ貿易において取引される際の「通貨」と、その技術が使われる「軍事」である。だが惜しいことに、与えられた文字数を既に大幅に超過してしまった。

ここでは、中国が世界貿易において高いシェアを占めるようになった結果、また購買力の拡大によって、基軸通貨ドルによる取引から、徐々にだが人民元による取引を要求することができ始めているという事実の指摘にとどめよう。最近の輸出企業のIR資料(株主・投資家情報資料)の為替感応度の表示の中に、従来からあった米国ドル、ユーロ以外に、見慣れない「人民元」という項目が増えたことに気付いた人もいるはずだ。

また「軍事」に関しては中国が防衛費の規模が世界2位となってしばらく経つという事実に加えて、米国が制限を課しつつある多くの財が、防衛関連装備と絡むものであることの指摘にとどめておこう。

4. 日本への影響はどうか：実は一概には言えないことをわれわれは既に知っている

両大国の摩擦が長引く結果、(1)米中間の貿易低迷から、グローバル・サプライチェーンの中での日本の輸出減が考えられる。さらに中国が抵抗すればするほど、外交面で成果を出さなければ成らない米国は、中国以外の国への圧力も高めてくると考えら得る。その結果、日本への圧力が高まるため、(2)円高バイアスに加えて、(3)米国からの輸入の増加(エネルギーや防衛関連装備)、(4)米国への輸出に対するハードル上昇(関税、非関税障壁など)など、マイナス面が想起しやすい。

だが実は、(5)米中関係悪化による、中日関係の改善によるメリットもある。さらに言えば、(6)世界貿易摩擦という圧力の中で、企業体質を変え、企業の経営体質がさらに強靱になることもあることが、過去の日米関係からはわかる。特に最後の点は強調しておきたい。

この点に関しては過去の日米貿易摩擦が参考になる。例えば、1981年に開始された日本による対米自動車自主規制の結果、日本の自動車会社は潰されたのだろうか。Berryらの試算(1995)によれば、自主規制の結果、米国自動車産業の利益は1986～1990年の間1983年のドル換算(以下同)で96億ドル増加した。ただしそれは消費者の124億ドル分の損失の上に成り立ったものであり、米国全体には28億ドル分の損失を与えた。興味深いのは日本の自動車会社である。「限られた台数で効率よく収益性を高められるよう、車種構成の見直しを進めた」ことによって自動車の単価を上げると同時に、「業務の効率化」を進めたことによって、収益性を上昇させた(トヨタ自動車75年史より)。なお、Berryらの試算(1995)によれば、1990年時点で最も利益の高かった二つの自動車はホンダ・アコードとフォード・トラスであった。

つまり、保護主義的政策が採られる前は、変わらないだろうと想定していた企業の行動が大きく変わる結果、望んでいなかったような、あるいは予想しなかった結果が出ることもありうる、ということだ。危機は機会、そう言える企業は、やはり強いのである。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

2019年内外経済見通し：リスクは山積みでも景気後退は訪れない

J.P.モルガン証券株式会社 チーフエコノミスト 鶴飼 博史

概要

世界経済は米国一人勝ちの様相を強めている。一方、貿易摩擦の激化や米利上げが続く余波で中国や他の新興国の経済は調整を余儀なくされている。このため、市場の一部では2019年に米国も含めて世界経済が景気後退を迎えるとの見方が出ている。しかし、標準シナリオはむしろ、米国の強さに牽引されて各国が一旦持ち直したうえで、来年を通じて、景気後退にはならない範囲で緩やかに減速する姿だろう。米連邦準備制度理事会 (Fed) も年4回の利上げを続けるとみている。しかし、世界経済にとっては、特に貿易摩擦の激化が世界の企業センチメントを大きく弱めたり、新興国の国内信用が予想以上に引締まることに注意したい。市場では、次は2020年に米国がどこまで減速するかに関心が移るだろう。

日本経済は、上記の標準シナリオが崩れない限り、潜在成長率をやや上回るスピードで成長を続け、消費税率引上げの悪影響も乗り切ると予想する。本当の焦点は、2020年の経済の姿が世界経済を睨みつつどう推移するかだ。日銀の次の一手について、低金利の副作用への対応に市場の関心が集まっているが、2019年中は動かず、消費税率引上げの影響を見定めた後、2020年春に初めて利上げを行うと予想する。とはいえ、物価安定目標の達成は見通せない。逆に、日銀・政府は、将来、景気後退が来た場合のマクロ政策対応についても議論を始めるべきだろう。

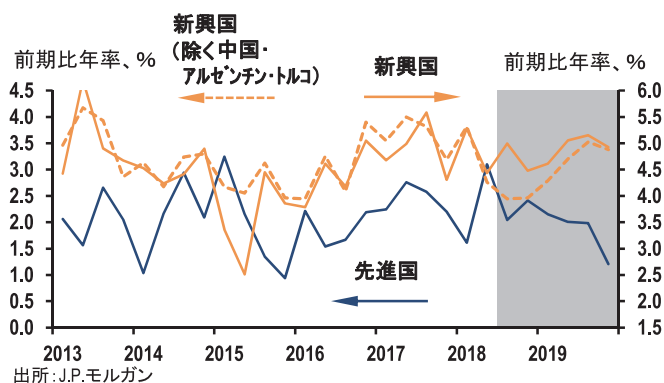
2019年の世界経済は緩やかな減速

当社では、世界の経済成長率が2018年第3四半期に底をつけた後、年末にはややリバウンドし、2019年は2018年より成長率を幾分低下させつつも景気拡大を続けるというシナリオを描いている(実質GDP見通し：2018年3.3%、2019年3.1%)。

景気が失速しない最大の原動力は、現在一人勝ちの様相にある米国経済が、今後も成長率を緩やかに減速させつつも、潜在成長率(1%台半ば)を大きく上回る成長を続けることにある。民間の支出意欲が旺盛なだけでなく、減税と歳出拡大という財政面からの経済成長へのサポートが続くことも寄与するからだ。

こうした中、他の先進国(欧州、日本)も第3四半期の特殊要因(欧州では自動車の排ガス基準の変更、日本では自然災害の集中)による一時的な大幅減速から立ち直り、2019年へ突入する。このような先進国経済の成長に牽引されて、新興国では先進国の設備投資需要に応える形で生産が拡大し、2019年央にかけて再び成長率を高めていく、というのが世界の成長率が失速しない基本的なメカニズムである(図表1)。

図表1：先進国・新興国別にみた実質GDP見通し



結局、世界経済にとっては景気の牽引役である米国経済の動向が大きな鍵を握っており、本当の焦点は2019年の先、2020年とみることができるだろう。

貿易摩擦リスク、米利上げが新興国に及ぼすリスク

しかし、2019年は例年以上に景気展開に不確実性が高いと考えている。米国のイラン制裁をはじめ、政治・地政学的リスクが盛り沢山だからだ。中でも景気に対する影響の大きさからは、米中間を中心に展開する貿易摩擦激化の世界的な影響と、米国の利上げを起点とする新興国の信用面の引き締まりの影響に注目したい。

まず貿易摩擦からみると、米政権は現在、中国からの輸入品合計2500億ドル分に25%の関税を賦課することを決めているが、当社では既に、中国からの全輸入品に25%の関税がかかることを標準シナリオとしている。これはもう貿易戦争と呼んでいいだろう。中国からの対米投資への規制等、ハイテク技術の移転に対する規制も厳しくなっており、中国への長期的な影響としては、こちらの方が大きいかもしれない。最近トランプ大統領が中国と何らかの合意に達する可能性に言及しているが、過剰な期待は現時点では禁物だろう。

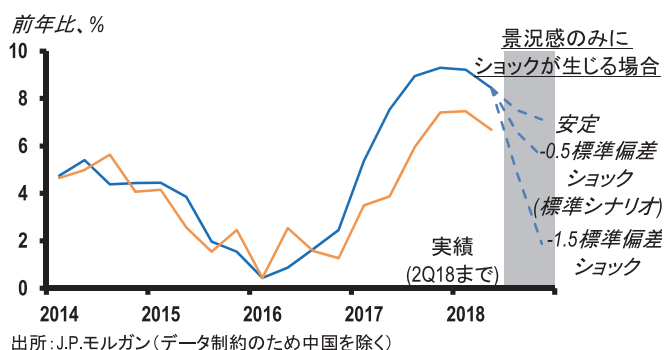
さて、中国からの全輸入品に対する関税賦課の影響は、米国にとっては、CPIインフレ率を0.3%程度押し上げることが見込まれる。しかし、1回限りの供給ショックである以上、インフレ期待に火がつかない限り、Fedが政策対応をするものではない筈だ。

これに対し、中国側では、景気への直接・間接の影響が懸念される。当社の試算では、貿易摩擦が輸出だけでなく消費や設備投資にも間接的に影響し、2019年のGDPを1%程度押し下げる。ただ、中国の場合は、財政・金融政策による対応力が高いほか、人民元も幾分減価させることによってかなり相殺できるため、6%成長を維持できるとの見立てだ。この見方が正しければ、中国の減速に伴う日本を含む他国への影響は大きなものではない。

中国から米国への輸出への影響は、グローバル・バリュー・チェーンを通じて、部品を中国に輸出している各国にも影響が及ぶ。この経路を通じて中国向けに部品を輸出しているのは、金額が最も大きいのが日本、経済規模対比で大きいのは台湾、シンガポール、韓国等だが、この経路から各国のGDPに及ぼす影響も、やはり最大0.1%程度と小さい。

しかし、本当に重視すべきは、こうした計量モデル等を使用した試算では織り込めない、企業のセンチメントの悪化や金融市場の大きな反応の間接的な影響だろう。経済関係の深い他国まで巻き込んで企業の景況感が悪化すれば、設備投資が先送りされるリスクが高まる。当社では、貿易摩擦がない時に比べて企業の景況感が既に若干悪化していることを織り込み、設備投資が全世界で2018年末には5%超まで伸び率を下げるとみている（図表2）。現時点では、景況感は2017年後半以降、ほぼ横這い圏内で推移している。しかし、企業の先行きに対する見方は世界的にかなり低下しており、現在の景況感との大きな乖離に貿易摩擦の激化の影響を垣間みることができる。景況感が今後大幅に低下するなら、世界の2019年の設備投資が景気拡大が頓挫しかけた2016年前半並みにまで低

図表2：世界の設備投資（企業景況感シナリオ別）

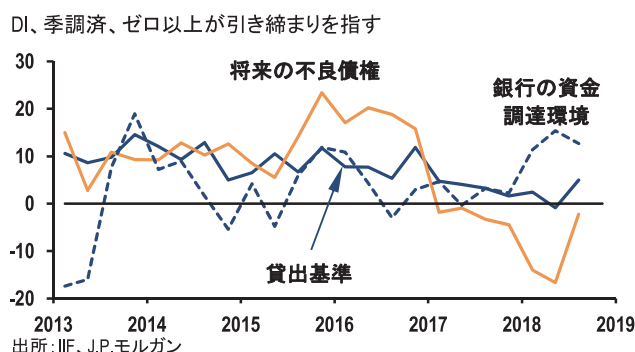


下するリスクも否定できない。当面、この点をしっかりと見極めていくことが重要だ。

次に注目したいのが、新興国の資本流出懸念に伴う国内信用の引き締めだ。その引き金は米Fedの金融引き締めに伴う米金利上昇と米ドル高である。当初は、こうした現象はアルゼンチン、トルコ、南アフリカに限定されていた。

しかし、この影響は、こうした3カ国に止まらず、経常収支も財政収支も赤字の新興国全般に広がりをみせている。さすがにファンダメンタルズが良い新興国には飛び火していないものの、その瀬戸際で踏み止まっている印象だ。実際、新興国の銀行の過半で国内貸出の基準が最近になって厳格化に転じている(図表3)。彼らは同時に、資金調達の引き締めや不良債権が将来の増加を恐れ、これが貸出基準に影響している可能性が高い。今後、米ドル高が大幅に進まない限り、引き続き新興国に壊滅的な影響は及ぼさないとみているが(前掲図表1)、今後のFedの利上げテンポや米ドルの動向に要注意だ。

図表3：新興国の銀行貸出を巡る環境



米国の利上げの程度が景気後退を占うポイント

さて、肝心のFedの利上げについて、FOMC各委員の政策金利予想(ドット)では、2018年の4回の利上げに引き続き、2019年は3回の利上げが予想されている。しかし、当社はむしろ4回の利上げを見込んでいる。市場では2回しか織り込んでいないので、当社と市場の平均とで見方にかかなりの違いがある。Fedは中立金利までしか利上げしないとみるか、それを上回るところまで利上げを続けるとみるかが、予想するうえでの分岐点だ。

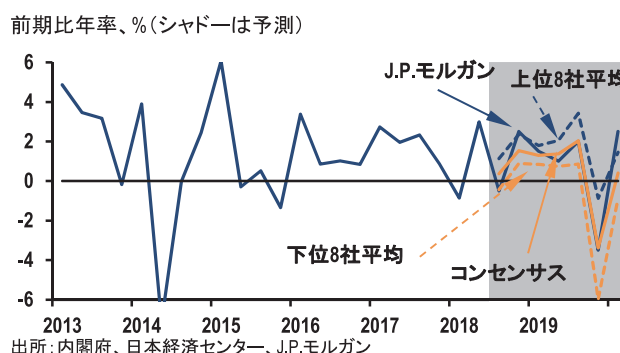
こうした違いは、米国の景気が2019年中拡大を続けるとみるかどうかに加え、米国の供給力をどの程度とみているかも関係している。当社は米国の潜在成長率を1.4%と厳しくみており、2019年も生産性の伸びは変わらないとの見方だ。現在の雇用者数の伸びは毎月20万人増のペースになっているが、潜在成長率にマッチしたペースなら本来は月7.5万人～10万人増で十分である。賃金上昇率の緩やかな加速と相俟って、人件費は着実に増大しており、これがいずれ物価に転嫁されると考えられる。その際、物価指標よりも物価を取り巻く環境の方が均衡からみた「行き過ぎ」が大きいことに注意したい。パウエルFOMC議長が8月にジャクソンホールで講演を行った際に力説していたように、Fedが注目するのは、不確実性が高い中にあるのは、物価指標以上にこの「行き過ぎ」である。

2019年に意識すべき大きなリスクは、Fedがインフレの制御に出遅れる可能性だろう。インフレ率が予想以上に強くなり、Fedが後になって引き締めを大幅に強化せざるを得ない場合には、米国が早めに景気後退に陥る可能性が高まる。

2019年の日本経済は緩やかな拡大継続を展望

2019年の日本経済は、2018年に天候要因もあって低迷した個人消費が持ち直すほか、設備投資が増勢を維持することから、2019年10月の消費税率引き上げまでは前年並みの成長率を維持すると予想している。消費税率が引き上げられると一時的にマイナス成長となるが、それでも今回は1四半期程度の調整に止まるので、全体としてはほぼ潜在成長率並みの成長を維持する見通しだ（実質GDP：2018年度1.1%、2019年度0.9%、図表4）。

図表4：日本の実質GDP見通し



2019年をみるポイントは、日本経済の感応度が大きい、世界経済の減速や貿易摩擦の影響と消費税率引き上げの影響をどうみるかにある。

まず、世界経済の減速はあくまでも緩やかと見込まれるうえ、特に感応度が高い米国経済の成長率減速が小幅であることから、日本経済は持ち堪えるとみてよい。当面の焦点は、貿易摩擦、それも米中間の貿易摩擦激化が企業のコンフィデンスを揺るがすか否かだ（図表5）。また、コンセンサスではないが、日米貿易摩擦に不確実性が残っていることにも注意を促したい。2019年初から開始される日米物品貿易協定では交渉が終了するまでは自動車への輸入関税を賦課しないと確約されことが安心材料となっているが、交渉が終了すればその保証はない。2020年の米大統領選挙を睨むと、2016年の大統領選挙でトランプ氏の勝利の原動力となった幾つかの州がいずれも自動車を基幹産業としていることを踏まえれば、中国の次に再び日本の自動車をターゲットにする可能性も否定できない。日本経済にとっては、日本車をターゲットに関税を賦課する場合には日本の成長率を大きく押し下げかねないので、注意が必要である（図表6）。

図表5：米国が中国からの輸入品全額に25%の関税賦課の場合の日本のGDPへの影響

	%
中国の米国向け輸出数量の減少がサプライチェーンを通じて日本のGDPに及ぼす影響(%)	-0.04
中国の米国向け輸出価格の減少がサプライチェーンを通じて日本のGDPに及ぼす影響(%)	-0.02
中国のGDPの減少が輸出減少を通じて日本のGDPに及ぼす影響(%)	-0.05
人民元の減価が日本のGDPに及ぼす影響(%)	0.00
中国による米国への報復関税が中国向け輸出増を通じて日本のGDPに及ぼす影響(%)	0.01
日本のGDPへの影響計	-0.10
リスクシナリオ	
企業センチメントの悪化を通じて日本のGDPに及ぼす影響(%)	-0.3
リスクシナリオ顕在化時の日本のGDPへの影響計	-0.4

注：リスクシナリオでは、米国による中国からの輸入品全額に25%の関税を賦課したために、日本の企業のセンチメントが0.5標準偏差分悪化（ロイター短観DIが10ポイント低下）したと想定。

出所：J.P.モルガン

図表6：対日自動車規制が日本経済に及ぼす影響試算
(%)

	日本車への25%関 税賦課	自動車輸出の10% 対米自主規制
名目GDP	-0.6	-0.1

注：関税は日本からの輸出自動車のみにかかる想定。

出所：J.P. モルガン

また、消費税率引き上げの影響にも注意が必要であるが、今回は日本経済は乗り切れる筈だ。今回の消費税率引き上げは、2014年に比べ、上昇幅が2%と小さいだけでなく、これによる増収分の約半分を児童教育の無償化に充てるほか、食品への軽減税率適用もあり、家計所得の押し下げ幅は2.2兆円(日銀試算)と、前回(8兆円)を大きく下回る。しかも、前回のように家計が消費税率の2回分の引き上げを織り込むこともない。さらに、政府は既に2019～20年度に財政支出を拡大する方針を固めており、これも景気を下支えする筈だ。

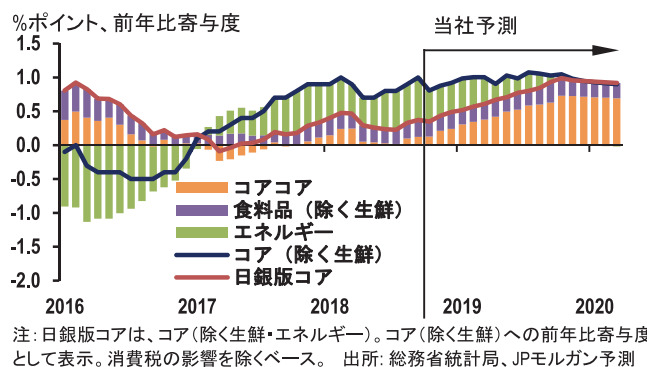
日本経済も、本当の焦点は2019年ではなく、消費税率引き上げの影響を乗り切った後の2020年の景気が世界経済の減速を睨みながらどう推移するかであろう。

物価は数年以内に2%に到達せず、日銀は市場の期待にも関わらず2020年まで動かず

日本銀行は2018年7月、消費税率引き上げの影響を含めた不確実性に配慮しながら当分の間、現在の低金利政策を維持することにコミットするフォワードガイダンスと、長期金利とETFやJ-REITの購入額を弾力的にする新たな方針を決定した。これによって、日銀は少なくとも消費税率引き上げの影響を見極めるまでは動かないとみることが適切だろう。それでは、影響を見極めた際、CPI上昇率はどこまで高まっているだろうか。

CPI(除く生鮮食品)が現在前年比1%程度で推移しているのは、エネルギー価格が上昇したからに過ぎない。物価の実勢(日銀版コアCPI<除く生鮮食品、エネルギー>)は前年比0.4%とボトムを脱したばかりである。しかし今後は、需給ギャップが引き締まり続ける下で、これまでの輸入原材料費や人件費の上昇を徐々に製品・サービス価格に転嫁していくため、2019年9月に漸く1.0%まで上昇すると見込んでいる(図表7)。10月になって消費税率を引き上げると、成長率は一旦マイナスになるが、需給ギャップが引緩む一方で、米Fedが金利の引き上げを続け、日米金利差が拡大することを映じて円安が幾分進めば、CPIにとってはこの影響が相殺され、1%程度の上昇率を維持することが見込める。

図表7：コアCPIの予測



このような状況では、物価の実績に応じて動く性格の強いインフレ期待も徐々に上昇するので、長期実質金利は現在よりも低下し、漸く日本銀行が長期金利を上昇させる余地が生まれる。したがって、当社では日本銀行は消費税率引き上げの影響を2四半期程度見守った後、2020年4月に初めて、10年金利ターゲットを0.25%上昇させると予想している。CPI（除く生鮮食品、エネルギー）が現在の0.4%から1.0%まで上昇しているのに応じてインフレ期待も小幅に上昇するので、この程度の利上げであれば、実質的な金融引き締めにはならないという理屈だ。しかし、2%の目標達成が見通せる訳ではない。それでも利上げを行うのは、低金利の長期化が金融システムに及ぼす副作用を軽減するためだ。物価安定目標を早期に達成するために政策変更を行わないという選択肢もあるが、金融政策の主要な波及経路である金融システムが過剰なリスクテイクに走ったり、資本不足に陥ったりして健全な機能を発揮しなくなるのを抑止し、金融緩和を長期化できるようにすることを優先しよう。政策正常化の開始ではないことに注意したい。

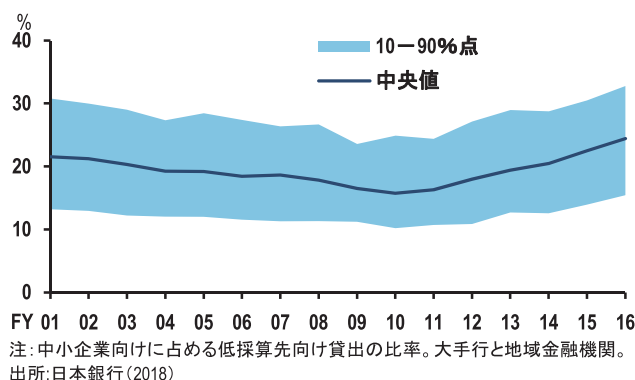
ただし、その後に需給ギャップの引き締まりが小さくなるため、CPIがなかなか加速しなくなる。日銀にとっては、世界経済の減速と消費税率引き上げが利上げを行ううえで悩ましい障害となろう。

低金利長期化の副作用をどう考えるか

市場では日本銀行が長期金利の変動幅をさらに広げるといった政策の微調整を2019年前半にも行うとの見方が絶えない。日本銀行が金融システムに及ぼす副作用に早々に配慮するとみているからだ。ここで日本銀行が懸念しているのは地域金融機関への影響だ。彼らは貸出利鞘が地域の深刻な人口減と市場金利の低下によって低下しているため、ミドルリスク企業のうち低採算の貸出先や不動産関連への融資を増加させ、また外債投資や投資信託への投資も増やしている（図表8）。しかし、結果としてそれに見合ったリターンを上げられず、自己資本比率が緩やかに低下を続けている。

しかし、当社では、日本銀行は少なくとも2019年中に動くことはないと考えている。その理由は第1に、こうした金融システムにかかる負荷への対処は、まずは地域金融機関の合併の促進や店舗政策の見直し等の競争政策まで含めた広義のマクロプルーデンス政策で対応すべきだからだ。そのうえで、金利政策が経済の隅々まで影響を及ぼすという特性を用いるべきと判断した時にはじめて金融政策による対応が始まる筈だ。第2に、自己資本比率が目減りしているとは言え、国内基準の最低要件（4%）を大きく上回っているからだ。今後、過度なリスクテイクがマクロ的にも無視し得ないという段階に至らない限り、そこまで早期に金融政策が対応を迫られることにはならないと考えている。

図表8：金融機関の低採算先貸出比率



マーケット・アウトlook

JGB市場のボラティリティはなぜ低いのか？

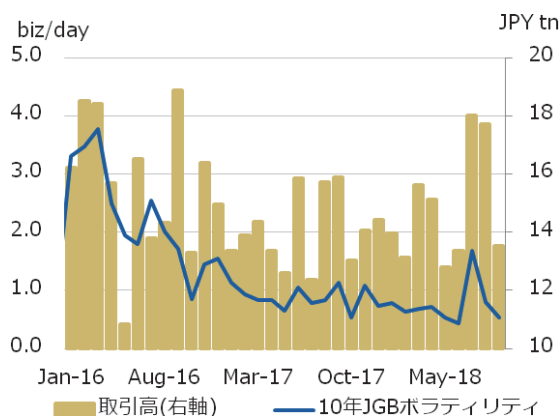
モルガン・スタンレー MUFG証券株式会社 債券ストラテジスト 杉寄 弘一

市場機能と緩和効果のトレードオフに苦悩する日銀

日銀は7月末の会合で、インフレ見通しを下方修正するとともに、金融緩和の枠組みの強化を題して長期金利の誘導レンジの拡大を許容し、それと同じくして、「2019年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」というフォワードガイダンスを導入した。長期金利の誘導レンジの拡大に関しては、これまで、強力な金融緩和政策を継続するもとの、長期金利の変動幅は極めて狭くなっていたほか、マーケットメイクを行う業者間の取引高も減少し、市場機能低下への懸念が強まりつつあることに対応したものだとしている。

日銀が7月末の会合で変動レンジを拡大した後、一時的に取引高もボラティリティも増加したものの、9月にかけては徐々に取引高も減少し、ボラティリティも低下した(図表1)。日銀は変動レンジの拡大を許容しても、動きのない市場に劇薬を与えるため、あえて超長期入札の次の日に超長期の輪番を減額するという市場が全く織り込んでいなかった行動に出ることで、いつでも輪番の減額がありえることという新たな材料を市場に伝え、幾分ボラティリティをもたらしことに成功したように思える。

図表1：国債取引高（顧客の国債グロス買入額）とボラティリティ



注：顧客は都市銀行、地域金融機関、投資家（生損保、信託銀行、農林系金融機関、投資信託、官公庁共済組合）、外国人の合計。国庫短期証券を除く

出所：日本証券業協会、モルガン・スタンレー・リサーチ

ストック効果を重視する日銀

日銀は輪番減額の理由として足元で買入れのストック効果を前面に押し出す姿勢を見せている。直近日銀から発表されたワーキングペーパーでは、日銀の長期買入れによるタームプレミアムの低下がストック効果によるものか、フロー効果によるものかを定量的に分析している。この論文の結論としては、日銀の国債買い入れにより2017年末時点でタームプレミアムの押し下げ効果が50～

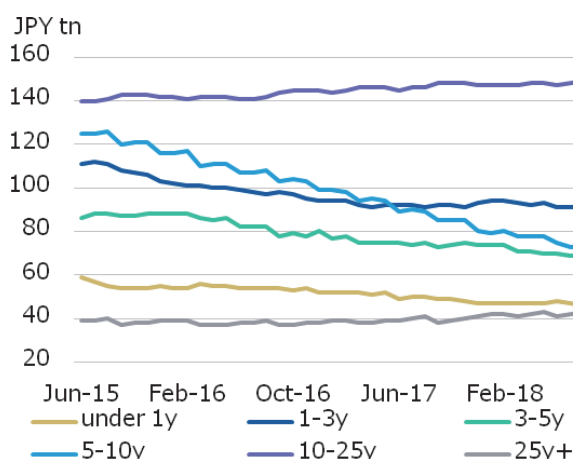
100bp程度であり、この押し下げ効果の9割以上がストック効果によるものであり、フロー効果の影響は限定的であるとしている。つまり、タームプレミアムを低位安定させるにおいては、日本銀行が各期買入れるフローの大きさよりも、日本銀行が保有するストックの大きさの方が、重要度が高いことを示唆するものである。

こういったワーキングペーパーは、あくまでも研究成果を取りまとめたものであり、日銀の公式見解を示すものではないとしているが、日銀によるこれまでの輪番減額を正当化する結論であろう。ストック自体は増加しており、タームプレミアムの押し下げ効果は継続しているため、より長く緩和を継続するために輪番の額自体を減らしても問題ないだろうとの見方が背景にあるといえる。

ではなぜ9月末に日銀が行ったたった100億円の減額で超長期ゾーンの金利が大きくリプライシングされたのであろうか。ストック効果が重要なのであれば、一時的なフローの減額はタームプレミアムにそれほど大きなインパクトは及ぼさないはずである。

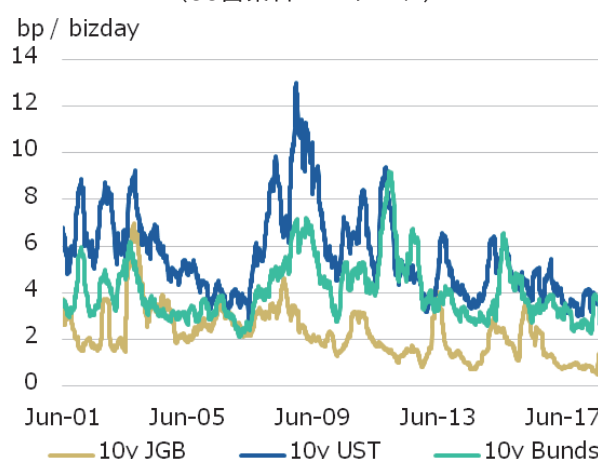
答えは市場がいつストック効果を織り込むかという点にあらう。市場は将来を予想して動く生き物であるため、市場はストック効果の将来に対する予想が形成された時点でそれを織り込みに行くためであると考えられる。9月末に行われた超長期の輪番減額はたった100億円程度のものであるが、市場はこの減額をうけて近い将来さらに買入れが減ることをすでに織り込みに行っていると考えられる。下記の図表2に示すようにこのまま減額が継続すれば徐々に25年超の市中残高は増加することが予想される。わずか100億円の減額に対して市場が過敏に反応したのはまさに将来の減額に対する不確実性を市場が一度に織り込みにいったためである。

図表2：各セクターにおける市中残の変化



出所:日銀、財務省、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表3：各国ボラティリティの比較
(60営業日ローリング)



出所:ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

ボラティリティはどこからもたらされるのか？

ボラティリティの上昇には不確実性が必要である。将来に対する不確実性の下で投入される様々な相場を動かす材料に対し、市場で異なる解釈が行われ、それが取引につながる。そういった取引の増加は、ボラティリティの増加として現れるだろう。

イールドカーブコントロール政策の下では、レンジが概ね明確化していることもあり、金利の不確実性は大きく減少している。特に日銀の目標とする2%の物価安定目標を達成するにはまだ長い道

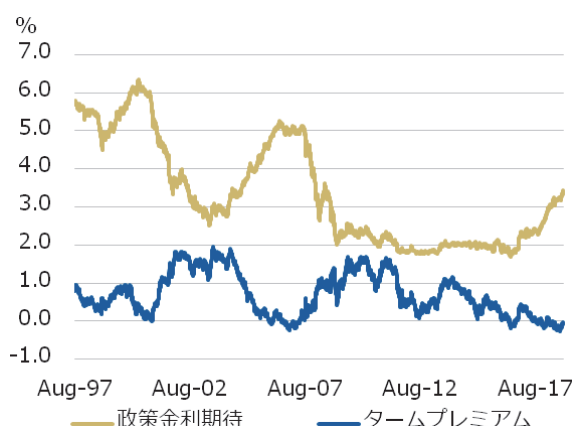
のりであることを日銀自身も物価見通しを下方修正することで認めてしまった中では、すぐにYCC解除という選択肢も難しいため、なおさらであろう。

このように最近のボラティリティの低下の主な要因はイールドカーブコントロール政策にあるが、JGB市場のボラティリティが他国と比べて低いことは今に始まったことではない。ヒストリカルにみると、JGB市場は概ね他の国債市場と比較してボラティリティが低い状態が長い間に渡って継続していることがみてとれる(図表3)。以下では各市場の違いを考察し、JGB市場をボラティリティが長期にわたって低い理由をみていくことにしたい。

各市場の違いを考察

名目金利は政策金利期待とその期待に対する不確実性に対して投資家が要求するリスクプレミアムや需給的な要因を含んだタームプレミアムに分解できるが、日米欧で比較するとその動きは大きく異なる(図表4, 5, 6)。米国では政策金利期待部分の方が総じてタームプレミアムの挙動よりも大きく、欧州では両者同等、日本ではタームプレミアムの挙動が大部分を占める。

図表4：米国債10年利回りに内包されている政策金利期待とタームプレミアム

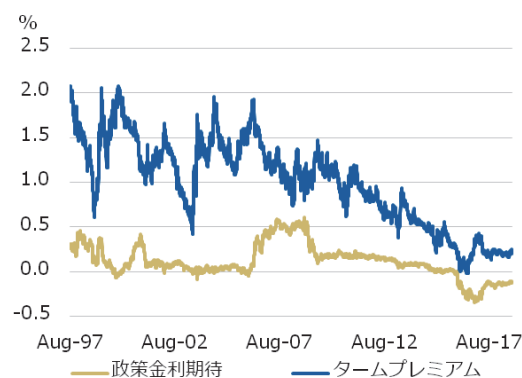


図表5：ドイツ国債10年利回りに内包されている政策金利期待とタームプレミアム



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ

図表6：日本国債10年利回りに内包されている政策金利期待とタームプレミアム



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ

名目金利のドライバーは主にファンダメンタルと需給である。前者について、経済や物価等ファンダメンタルの動向は中央銀行の政策反応関数に直結しており、市場はその動向を踏まえて将来の中央銀行の利上げタイミングや、利上げパス、最終的な長期均衡金利の水準等をカーブに織り込みに行く。

後者については、上述したように政策金利予想に対する不確実性（主に成長率に対する不確実性とインフレ期待に対する不確実性）に対して投資家が要求するリスクプレミアムと、需給的な要因を反映する。リスクプレミアムという点では、投資家が自ら形成した将来の成長やインフレ予想に対し、上振れリスクが高いとみれば正のリスクプレミアムを、下振れリスクが高いとみれば負のリスクプレミアムを要求するだろう。需給的な要因に関してはいうまでもないが、財務省の発行増や中央銀行の買入による影響等がこの部分に該当する。

米国では現在利上げフェーズにおり、FEDのパウエル議長は今後の利上げについてデータ次第というスタンスを重視している。そのため、投資家は足元のデータの良し悪しや、その基調を元に、今後のFEDの政策パスを予想し、カーブに織り込む。足元米国では、金利が上昇傾向にあるが、これは主に政策金利期待部分の上昇が先導したものである（図表4）。度重なる良好な経済データを踏まえて市場は将来の政策金利パスの見通しを上方修正しているといえる。一方でタームプレミアムはマイナスで安定的に推移している。FEDのバランスシートのストック効果に加えて、継続的な利上げが行われる中で、将来の成長率予想に対するダウンサイドリスクを投資家が懸念している表れであるといえよう。

なお米国では、過去20年にわたって政策金利を大きく上げ下げしてきた実績がある。市場もそういった動きを十分に経験していることから、FEDの利上げまたは利下げの可能性を十分に考えており、政策金利期待部分の変動しやすい。言い換えると経済や物価といったファンダメンタル指標に対して米国債市場が敏感に反応しやすい環境が整っているといえる。一つ一つの指標の良し悪しには不確実性を伴い、実際に予想が大きく外れた場合は、市場が政策金利期待を大きくリプライシングしようとするため、ボラティリティも高どまりしやすい傾向にあるといえる。

欧州においてはドイツ国債利回りの動きをヒストリカルにみると、政策金利期待部分とタームプレミアム部分が同程度の変動を伴って推移している（図表5）。これはいわば相場の動きをつかむためには、経済や物価というファンダメンタル指標だけでなく、タームプレミアム部分に働きかける投資家需給的な要素も考慮する必要があることを示唆している。その動きはECBがQEを開始した2015年以降で特に顕著であろう。

足元のECBの政策スタンスはまさにFEDと日銀の中間にあるといえる。ECBは2019年夏ごろまで利上げを行わないという明確なフォワードガイダンスをしていることもあり、政策金利期待部分は低位にアンカーされている。またタームプレミアム部分についても、12月でQE自体終了は終了となるものの再投資する債券のデュレーション長期化期待が幾分存在することで低位にアンカーされており、結果として足元ではブンズのボラティリティは低い状態が続いている。

米国と同様にヒストリカルにみれば、FEDほどではないが3%以上の金利水準まで利上げを行っていた時期もあることから、12月にQEが予定通り終了した後は、投資家の注目は徐々にファンダメンタルズへとうつり、将来の政策金利パスに対して焦点が当たることが予想される。政策金利期待部分がリプライシングされる可能性があるという点では、今後の経済指標に対して金利が十分に反応する余地が残されており、結果としてボラティリティを伴うことが予想される。

一方で日本はどうであろうか？ 日本について言えば、ここ20年間程度政策金利期待はほぼ0%近くにアンカーされており、名目金利の挙動はほぼタームプレミアムで説明できてしまう(図表6)。政策金利期待が0%程度にアンカーされてしまっているのは、そもそもここ20年間デフレの時代を経験してきた日本において、政策金利の誘導幅がわずか—0.1%～0.5%にとどまってしまった影響が大きい。日銀がインフレ期待の伸び悩みに対して、根強いデフレマインドの存在、すなわち適格的期待形成が働いていると指摘しているのと同じである。すなわち、これまで利上げがほとんどできていなかった日本では、マイナス金利の排除はまだしも、誰も日銀が継続的な利上げに踏み切れるとは考えておらず、それゆえに将来的な利上げパスや長期的な均衡金利の水準が議論されることはほとんどないこのため、政策金利期待がほぼゼロにアンカーされてしまっていると考えられる。

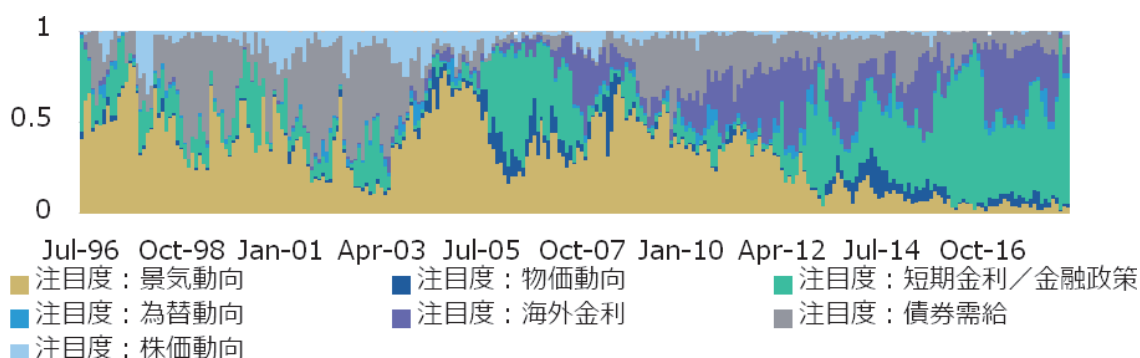
政策金利期待がゼロ近傍でアンカーされている、それはすなわち誰も日銀が最終的に1%や2%といった水準まで政策金利を引き上げられることは考えておらず、経済や物価といった将来の日銀の金融政策方針を決める決定材料に投資家があまり関心を示さない一番の原因であると考えられる。**政策金利期待に働きかけるファンダメンタル要因に対する感応度が鈍いことが長期にわたってJGBのボラティリティが低位で安定している一番の要因であると考えている。**後述するようにJGBの値動きはタームプレミアムに依存するところが非常に大きい。

思えば、ここ数年間マクロ的な観点から円金利を議論することは稀である。筆者が投資家や社内のトレーダー、セールスとJGB市場について議論するとき、決まって話題になるのは日銀の動向と投資家需給であり、経済指標などについて議論した記憶はほとんどない。Quick債券月次調査の今後6か月を想定したときに最も注目する指標は何かとの問いに対して、長い期間にわたって大部分を占めるのは、金融政策と債券需給である。一方で景気動向と回答する投資家は利上げや利下げ期にあたる2004年～2008年には注目が当たっていたが、それ以外の時期ではほとんど注目されていない。特に2013年以降に日銀のQQEの影響力が強くなってきたからはなおさらである(図表7)。

図表7：Quick債券月次調査

今後6か月程度を想定してお答えください。

最も注目している債券価格変動要因を以下の1～7から一つだけ選んでください。



出所：Quick, モルガン・スタンレー・リサーチ

JGB金利の動きを支配しているのはタームプレミアムであり、タームプレミアムに最も働きかけているのは需給的な要因、すなわち日銀である。図表8, 9は、足元の10年JGB利回りを期待成長率、インフレ期待、日銀による需給要因で長期間のデータと直近のデータのみを用いて回帰したもので

ある。回帰の結果からは長期間にわたり、需給要因での説明力が高いことがみてとれる。そしてその説明力は特に直近非常に高くなっていることがみてとれる。こういった結果を踏まえると、直近市場が日銀の今後の買入れ動向に最もフォーカスするのも当然であろう。

図表8: 10年JGB利回りの回帰結果
(2004年以降のデータを使用)

説明変数	係数	P値
期待成長率	0.762	0.00***
インフレ期待	0.138	0.23
日銀のJGB保有比率	-2.38	0.00***

図表9: 10年JGB利回りの回帰結果
(2015年以降のデータを使用)

説明変数	係数	P値
期待成長率	-0.018	0.965
インフレ期待	0.331	0.402
日銀のJGB保有比率	-0.563	0.00***

注：下記の回帰分析では、10年JGB金利－無担保コールレートのスプレッドを上記の説明変数にて回帰している。期待成長率には、内閣府の企業行動におけるアンケート調査の上場企業の今後5年間の実質経済成長率の見通しを使用。インフレ期待はQuick債券月次調査におけるコアCPIの予想から、消費税増税の影響を除外するために、2年先8年フォワードインフレ期待を計算し、その値を使用。

出所：内閣府、Quick、モルガン・スタンレー・リサーチ

JGB市場はタームプレミアムの挙動がほとんどすべてであり、現状そこに大きく働きかけることができるのは日銀のみである。このため、日銀の買入れ動向ぐらゐしか相場の材料がなく、イールドカーブコントロール政策によってある程度の許容レンジが定められており、不確実性が幾分減少する中では、取引高が減少し、ボラティリティが低下するのは当然ともいえる。フォワードガイダンスを導入し、当分の間長短金利を現在の低い水準に留めることを約束し、市場の政策金利期待をコントロールしようとしている中ではなおさらであろう。

日銀は市場機能を復活させることができるのか？

日銀のいう市場機能とは、経済や物価の情勢等に応じて金利がある程度変動をもって自由に動くことで、価格発見機能が保たれている状態を指すと考えられる。7月会合で長期金利の許容レンジを広げ、輪番の減額方針をより明確にすることで、日銀としては市場への介入度合いを弱めたつもりであろう。

しかしながら、これが根本的な市場機能の回復につながるものとは言えないかもしれない。上述したように政策金利期待がゼロ近傍にアンカーされている下では、経済や物価といったファンダメンタルに対するJGBの感応度は低い状態にとどまるためである。足元JGBのボラティリティに復活の兆しがみられるのは、日銀の輪番減額タイミングやどのセクターを減額するのかということに対する不確実性が供給されたからであり、これはタームプレミアムに働きかけているに他ならない。結局日銀の将来の買入動向という一点に市場の焦点が集約しているという点では、7月会合前と状況は変わらないであろう。

本当の意味で市場機能を取り戻すという意味では、政策金利期待部分に対して多少なりとも市場がプライシングを行う可能性が出てくるには、何よりもまず実際の物価が2%に向けて上昇し始め、市場が多少なりともマイナス金利の撤廃、あるいは追加利上げの可能性を認識し始める必要があると考える。

新興国の経済危機

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

トルコ、アルゼンチン、ベネズエラなどの新興国の経済危機のニュースが新聞紙上を賑わせている。特に、ベネズエラにおいては、マドゥロ大統領が7月25日、自国通貨（ボリバル）の単位を5ケタ切り下げて（10万分の1）新通貨ボリバルソベラノにすると発表し、8月20日に実施した。ベネズエラでは、典型的なハイパーインフレ（インフレ率数万%）状態であり、経済は完全に破綻している。

トルコでは、7月末ごろから通貨トルコリラが急落、2月には1ドル4リラ程度であったが8月半ばには、1ドル7リラを突破するなど、下落率は40%を超える。9月のCPIは24.52%に達した。

アルゼンチンでも、インフレが加速、9月のCPIは39.5%に達した。通貨アルゼンチンペソは、3月には1ドル20ペソ程度であったが、9月には1ドル40ペソを突破した。下落率は50%を超える。

また、インドやブラジルでも、通貨安が進行しており、新興国全般に通貨安や株安が進行している。

2008年のリーマンショックから10年、巷ではそろそろ全世界が景気後退かと言われるなかで、リーマンショック時のアメリカ発ではなく、新興国発の景気後退が訪れる可能性は否定できない。

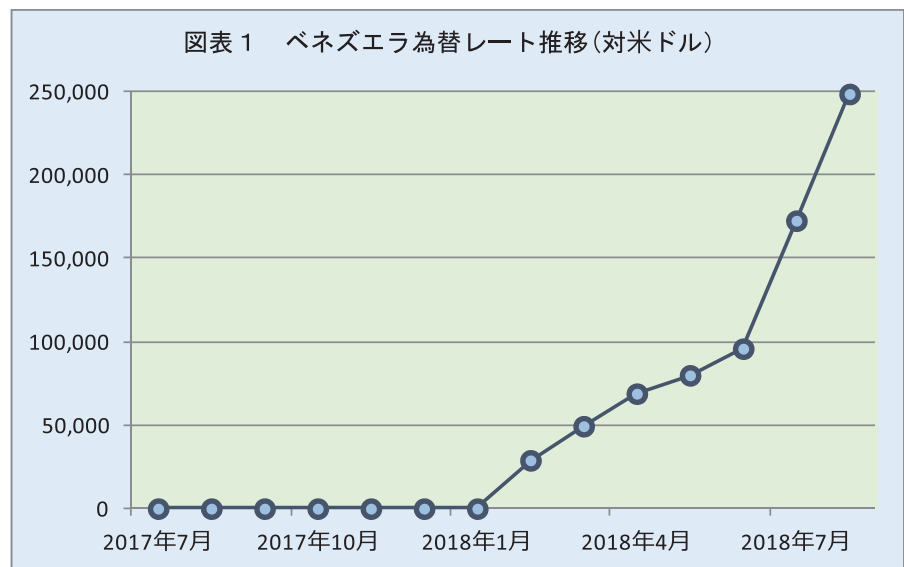
ここでは、ベネズエラ、トルコ等、経済破綻ないしは経済危機に陥った国の実情を示し、これからの世界経済の行方の参考としたい。

2. ベネズエラ

ベネズエラは、南米大陸の北部に位置する連邦共和制国家である。人口は3000万人程度であるが、特筆すべきことは、南米大陸でも指折りの自然の宝庫として知られており、原油埋蔵量は2977億バレルと世界一を誇っていることである。1980年代までは、南米でも最富裕国であったが、政府の失策によって経済は低迷、特に2010年代に入ってから、市民生活は混乱をきたした。2018年には、ハイパーインフレ状態

となり、生活苦のあまり、ブラジルなどへの国外逃亡を図る市民が少なくとも230万人にのぼると新聞紙上には報道されている。

経済破綻の原因は、大統領の失政（場当たり的な政策）にあると言われている。2018年8月に5ケタの通貨切り下げ（10万分の1）

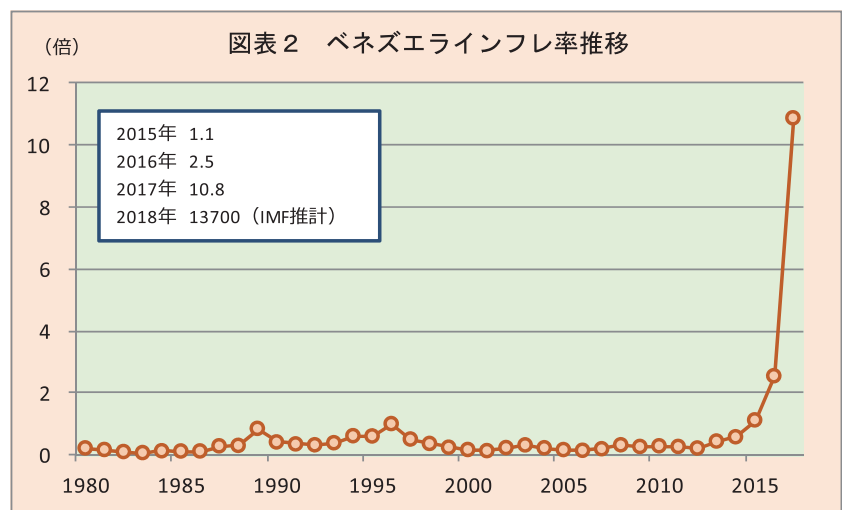


を行う10年前の2008年1月に3ケタの切り下げ（1,000分の1）を行っている。2008年には新通貨名をボリバルフエルテとしている。2018年の新通貨名はボリバルソベラノである。つまり、この10年で1,000×100,000、1億分の1に切り下げているのである。

2008年に通貨切り下げを行った時は、為替は米ドルペッグ制を敷き、1ドル＝2.1473ボリバルフエルテとしていた。その後2010年には、1ドル＝4.2947ボリバルフエルテ、2013年には、1ドル＝6.2921ボリバルフエルテ、さらに2016年には、1ドル＝9.9875ボリバルフエルテとしたが、闇レートでは1ドル＝3,000ボリバルフエルテ程度だったようだ。その後2018年2月、変動相場に変更したのちは、通貨は下げ足を速め、図表1にあるように、1ドル＝250,000ボリバルソベラノにまで下がった。

ベネズエラのインフレ率はすさまじい。IMFの推計によると、2018年10月時点で2018年のインフレ率は13,700倍（1,370,000%）に達するらしい。

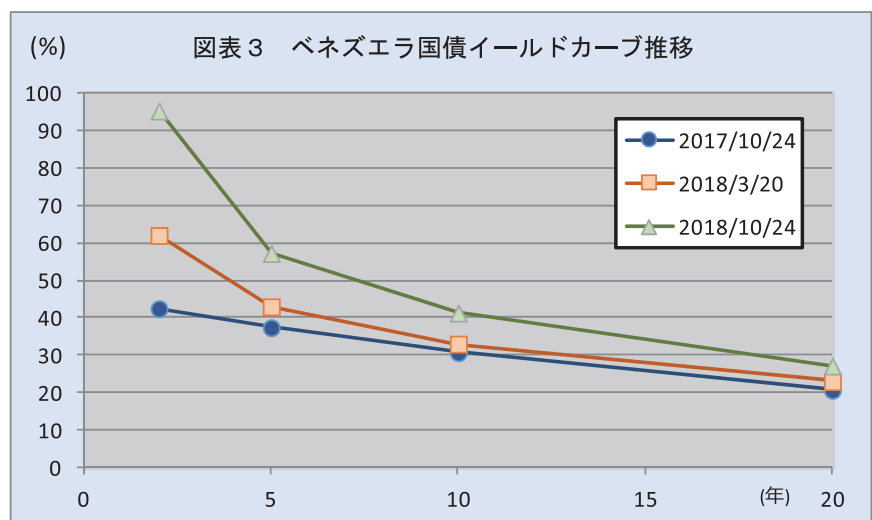
なお、図表2には2018年の推計値はプロットされていない。2018年をプロットすると、2015年までの動きが全く分からなくなってしまうためである。



ベネズエラは、国債も発行している。政府債務は2016年1019億米ドル、2017年994億米ドルとなっている。ベネズエラ国債はすべてが米ドル建てであるが、現在デフォルト状態にある。一応取引レートが提示されているが、2年90.4%、5年55.3%、10年39.8%、15年31.4%、20年26.3%と逆イールド状態で各年限とも2017年10月ごろから利回りが急騰（価格は暴落）している。

図表3には、ベネズエラ国債のイールドカーブを示すが、2018年10月時点での2年債の利回りは90%を超えている。この

国債は、ボリバル建てではなく、米ドル建てである。ベネズエラ国債はすべてが米ドル建てである。もちろん、デフォルト状態であり、残存年限にかかわらず価格は額面の25%程度である。2018年3月にムーディーズやS&Pの大手格付け会社が格下げを行っており、ムー



ディーズはC格、S & PはD格を付けている。ムーディーズでのC格の説明では、「Cと評価される発行体は通常デフォルトに陥っており、元利回収の見込みはほとんどない」とある。ベネズエラの国債は2017年11月から利払いがされていない。C格の期待回収率は35%未満となっている。

しかし、ここ1年でかなり活発な取引があるようで、世界一の石油埋蔵量があるベネズエラでは、いくらかの回収はまだ可能だと考えているようだ。また、現地通貨建てでなく、米ドル建てであることもデフォルト状態でも買いが入るのではないかと。さらに、額面の25%で購入すれば、今後裁判になって35%程度で決着すればそのパフォーマンスは40%にもなる。

図表4には、ベネズエラ国債の保有者のランキングがあるが、最も保有が多いブラックロック（世界最大の運用会社）で7億7771万ドル（871億円）となっている。日本勢は、日興アセット、野村HD、大和グループ本社などで、多くて1,000万ドル程度の保有である。右の表は、ベネズエラ国債（9.25%、2028年5月償還）のここ1年の取引の状態を示している。この表にある取引量は3億ドル程度だが、発行量の15%にも達している。この表からは保有を増やしている運用者と減らしている運用者がはっきりと分かれている。アリアンツ、FMR、TCWは大幅に増やし、ダンスケ銀行、ゴールドマン、HSBCは大幅に減らしている。日本勢は、野村、大和が売り、日興アセットは横ばいであった。

図表4 ベネズエラ国債（米ドル建て）保有ランキング

1	ブラックロック	777,712
2	FMR	714,528
3	アリアンツ	654,501
4	アッシュモアG	361,659
5	グラサムメイヨ	305,671
6	サン・ライフ	244,309
7	Tロウ・プライス	208,157
8	ゴールドマン	174,335
9	TCWグループ	163,882
10	アライアンス	152,000
11	HSBC	138,024
12	ダンスケ銀行	136,483
13	ピクテ	116,818
14	UBS銀行	112,372
15	ストーンハーバー	109,554
52	日興アセット	10,930
54	野村HD	10,500
87	大和グループ	2,000
107	三菱UFJ	590

（2018年10月現在、単位1000ドル）

ベネズエラ国債（9.25%、2028年5月償還）保有ランキング

		2017Q4	2018Q3	増減
1	アリアンツ	45,792	87,823	42,031
2	FMR	54,265	70,265	16000
3	TCW	0	52,555	52,555
4	ブラックロック	48,660	46,548	-2112
5	ダンスケ銀行	119,812	46,169	-73,643
6	ゴールドマン	108,094	36,112	-71982
7	HSBC	48,450	34,266	-14,184
8	アビバ	37,000	30,000	-7000
9	アッシュモア	27,840	27,150	-690
10	JPモルガン	9,785	21,408	11623
29	野村HD	4,920	2,370	-2,550
46	日興アセット	650	650	0
65	大和グループ	315	0	-315

（発行：20億ドル、単位：1000ドル）

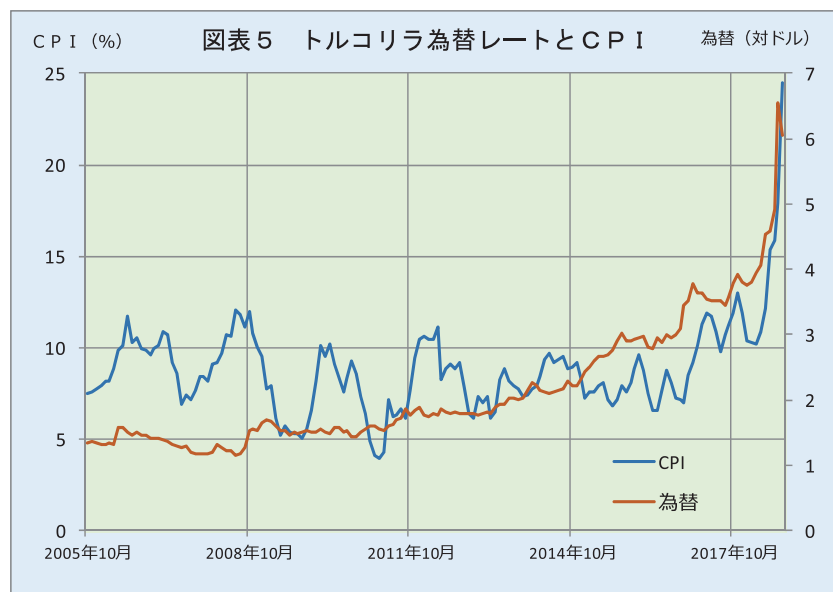
3. トルコ

トルコは、西アジアのアナトリア半島から東ヨーロッパのバルカン半島の東端までを領地とする、アジアと東ヨーロッパにまたがる共和国である。昔からアジアとヨーロッパを結ぶ交通の要衝であり、数々の文明が栄えた地でもある。首都はアナトリア半島の中央部のアンカラであるが、トルコ最大の都市はヨーロッパ側のイスタンブールである。

現在、紛争の真っ只中にあるシリアやイランやイラクとも近いことから中東紛争の影響を受けやすい地でもある。人口は7,500万人あまり、産業の中心は農業であるが、古い遺跡やイスタンブールの街並みに訪れる人も多く、観光も盛んである。

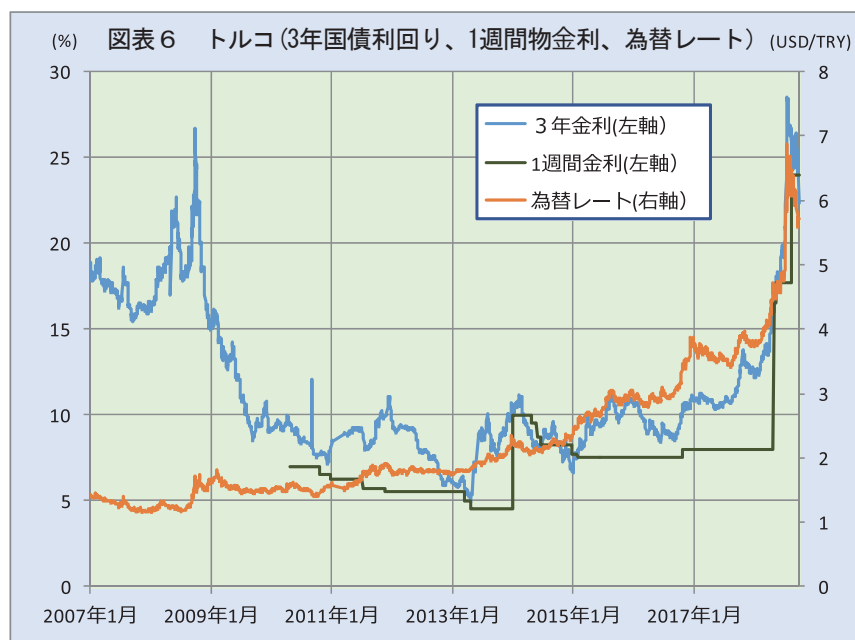
図表5には、トルコリラの対米ドル為替レートとCPI（前年比%）の長期グラフであるが、為替

に関しては長期的に対ドルでは売られていたことが分かる。2005年-2010年ではおおそ1米ドルあたり1.5トルコリラで推移していたが、2013年には2に上がり、2016年には3、2018年4月には4と上がり（トルコリラは米ドルに対して下がる）2018年8月にはついに7近辺まで上がった。この時点でトルコリラは暴落したという認識である。1.5近辺で



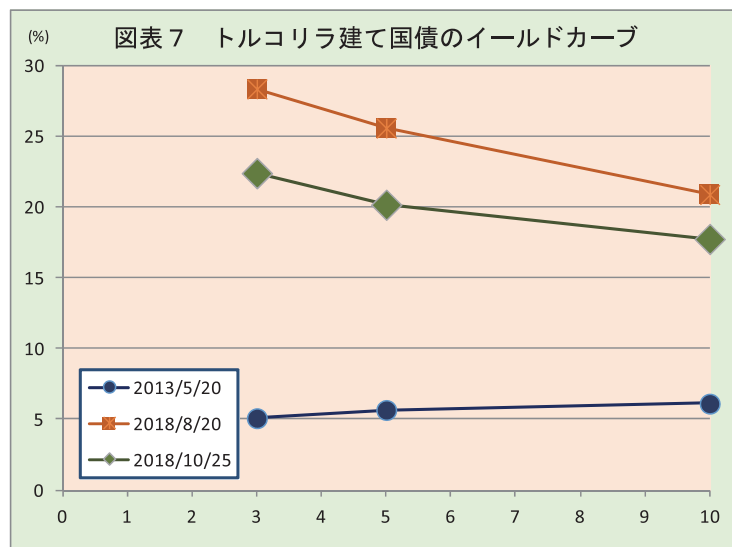
推移したものが7になるとは、実に80%の下落である。2017年8月で3.5程度、2018年8月で7程度なので、この1年で下落率は50%となる。さすがに自国の為替がこんなに暴落すると、輸入物価が上がりCPIも上がるのが通常である。CPIの場合、発表が1カ月程度遅れるので、10月時点でわかるのは9月の数字であるが、それは前年比24.52%の上昇となっている。CPIの場合、2005年から2018年5月ぐらいまでの長期間に渡って5-12%程度の範囲に収まっていたが、その後3ヶ月で2倍程度の24%まで上昇したことになる。トルコで売られる物品のすべてが輸入品で、それがすべて米ドルで決済する（トルコの輸入業者はトルコリラから米ドルに替えて代金を払うことになる）なら、CPIの前年比は50%になるはずである。しかし、CPIが24%ということは、トルコ国内で生産されるものや企業努力等で24%に収まっているということである。ベネズエラのように、ハイパーインフレにまで至っているわけではないが、前年比24%の上昇は、市民生活を直撃している。

次に、図表6には、3年物現地通貨建て国債利回り、1週間物金利、為替レートの長期の推移を示してある。1週間物金利は中央銀行がコントロールする政策金利を指す。これをみると、3年国債金利は、リーマンショック時の2009年ごろに25%を超えるような高い金利を示していたが、為替レートは全然反応していない。国債だけが大きく売られたことを示している。しかし、今回は為替レート、3年国債金利も急上昇し、それを見て、トルコ中央銀行が、政策金



利である1週間物金利を上げたという経緯である。そして、政策金利の上げ方が遅れ気味であることがわかる。

トルコの国債は、現地通貨（トルコリラ）建て、米ドル建て、ユーロ建て、日本円建ての4種類がある。利回りが上昇しているのは、トルコリラ建てである。表7には、トルコリラ建ての国債の利回り上昇の推移がグラフとして示してあるが、3年債は5月の5%だったものが8月には28%と23%も上昇している。その後、やや下がり23%程度となっている。イールドカーブの形状も5月時点では順イールドであったものが、8月には逆イールドになり、10月でも逆イールド状態となっている。



トルコの国債は、4種類の通貨で発行されているので、為替レートが変われば、トルコリラでの発行残高も変わってくる。今年のように、トルコリラが一方的に売られると、トルコ建てでの発行残高は見かけ上大きくなる。トルコ政府が、トルコリラを外貨に換えて外貨を支払うとすると、その負担は大きくなることになる。図表8にはその試算をしてあるが、為替が下がったことにより、2132億トルコリラもの負担増になったことになる。また、この時点ですべての国債を償還するためには1兆トルコリラ必要となる。

図表8 トルコ国債残高

	自国通貨	トルコリラ換算		差額	比率
		2018年3月	2018年10月		
トルコリラ建て	653,091	653,091	653,091	0	62%
米ドル建て	59,250	142,287	327,479	185,192	31%
ユーロ建て	9,750	30,439	47,282	16,843	5%
円建て	448,400	10,716	21,975	11,259	2%
		836,532	1,049,827	213,295	100%

(出所：ブルームバーグ、単位：百万 為替10月5.527・3月2.401)

トルコ国債の格付けは、現在BBB-格（ムーディーズBaa3）であり、信用力としては中程度の下となっている。ベネズエラとは全く違う。通貨によって格付けが違うこともない。

また、図表9にはトルコ国債の保有ランキングがあるが、上位には外国の運用会社や証券会社が名を連ねており、彼らの売買動向によって為替も金利動向も大きく変わることになる。

図表9 トルコ国債 保有ランキング

1	ブラックロック	14,510
2	アリアンツ	5,950
3	アナドルハヤツ	5,844
4	ゴールドマン	5,527
5	HSBC	5,140
6	FMR	4,748
7	ヤッピクレディー	4,566
8	Tロウプライス	3,041

(出所：ブルームバーグ、単位：百万トルコリラ、2018年10月)

4. おわりに

新興国の国債金利はもともと高い。表10には、新興国の国債利回りが残存年限別に示してある。これを見ると、トルコの現地通貨建ての2年債利回り(21.56%)とベネズエラの米ドル建ての2年債利回り(94.04%)が特に高い値となっている。ベネズエラ国債はデフォルトしているの、仕方ないが、トルコ国債の21.56%は格付け(Baa3)からいっても売られすぎであろう。トルコは米ドル建ての国債も発行しているが、2年債利回りは6.06%に過ぎない。そして、イールドカーブをみると、トルコの現地通貨建てのイールドカーブは極端な逆イールドであるが、米ドル建てのそれは、順イールドとなっている。一般的に、平常時のイールドカーブは順イールドであり、物価上昇、金利急騰時のイールドカーブは逆イールドとなる。ベネズエラとトルコは金利急騰、CPIも著しく上昇しており、逆イールドカーブになるのももっともである。しかも両国は為替も米ドルに対して、大幅に下落している。しかし、ベネズエラは完全に経済破綻の状態であるが、トルコは経済破綻の状態ではなく、経済危機の状態であり、持ち直す可能性ももちろんある。このベネズエラ、トルコの2国は、大統領自身が明らかに米国に対抗していることが経済危機を招いている一因でもある。

この45のイールドカーブのうち逆イールドが2つしかないのは、逆イールドが異常な状態であることを示していると思われる。しかし、経済が危険といわれているアルゼンチンのイールドカーブは順イールドとなっており、金利水準の9%程度となっている。しかも、アルゼンチン国債は現在はデフォルト状態ではない。しかし、アルゼンチンペソは米ドルに対して急落しており、トルコ同様米ドル建ての国債の利払いに窮している。2018年4月にはIMFが500億ドルの緊急融資をしている。危険な状態にあると言えよう。

ベネズエラは経済破綻、トルコ、アルゼンチンは経済危機状態にある。その他に危険な水準の金利にあるのは、ナイジェリア、ウクライナ、パキスタン、レバノン、メキシコといったところか。

この中で、メキシコは別にして、国の経済規模は小さく、また、日本の銀行が大量に国債を購入または、引き受けていないため、日本国内では問題にされないと思われる。

現状では、トルコ、アルゼンチン、メキシコの経済状態が気になるところである。

図表10 新興国国債利回り(現地通貨)

地域	2年	3年	5年	7年	10年	15年	30年
1 トルコ ☆	21.56	17.85		15.95	15.47		
2 ナイジェリア			14.56	15.18			
3 パキスタン			10.79		11.77		
4 レバノン	10.01	10.21	10.20	10.22	10.07		
5 メキシコ ☆	8.37	8.47	8.46		8.62		8.83
6 ロシア ☆	7.78	8.21	8.31	8.50	8.59	8.66	
7 インド	7.46	7.48	7.69		7.80		
8 コスタリカ	7.39						
9 ブラジル ☆	7.36	8.41	9.18	9.61	10.10		
10 インドネシア ☆	7.19	7.70	8.00	8.72	8.20	8.50	9.06
11 南アフリカ	6.37	7.52	8.44			9.77	10.00
12 フィリピン ☆	6.30		7.01		7.73		
13 コロンビア ☆	5.36			6.81	7.18	7.54	
14 ハンガリー ☆			4.67		5.82	6.16	
15 チリ	3.94	4.07	4.36	4.51			5.13
16 ルーマニア	3.78	4.11	4.40	4.56	4.92	5.27	
17 マレーシア		3.65	3.80	4.04	4.09	4.56	4.92
18 ハンガリー		1.55	2.96		3.53	4.10	
19 中国	3.02	3.13	3.32	3.47	3.52		4.04
20 韓国	1.94		2.09		2.25		
21 タイ	1.88	2.02	2.37	2.60	2.81	3.18	3.32
22 ホーランド	1.52	1.79	2.41	2.81	3.17		
23 チェコ	1.32	1.55	1.77	1.96	2.05	2.19	
24 台湾	0.50		0.79				1.43
25 クロアチア	-0.02				2.03		
26 アルバニア	-0.05	0.06					
27 キプロス	-0.15		1.09	1.77	2.32		
28 ブルガリア	-0.44	-0.22	-0.12	0.23	0.68		
29 スロベニア	-0.55	-0.17		0.60	1.12	1.66	1.94
30 ラトビア		-0.18		0.67	1.01		1.85
31 スロバキア	-0.80	-0.72	-0.04	0.60	0.96		1.80

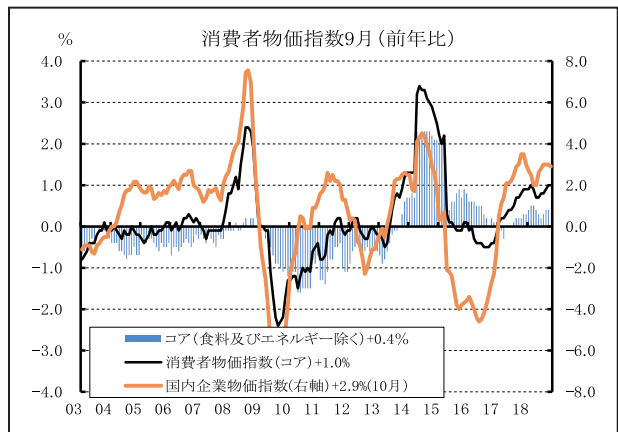
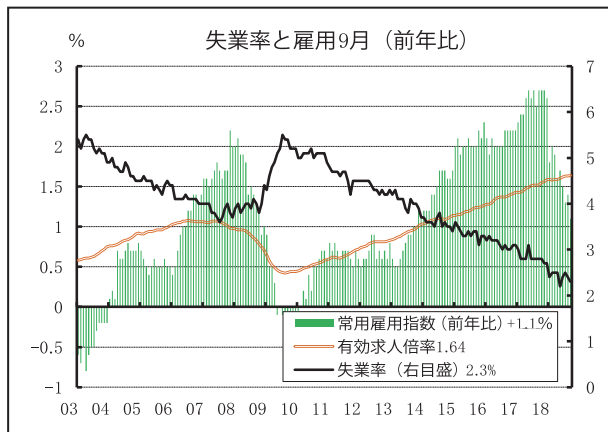
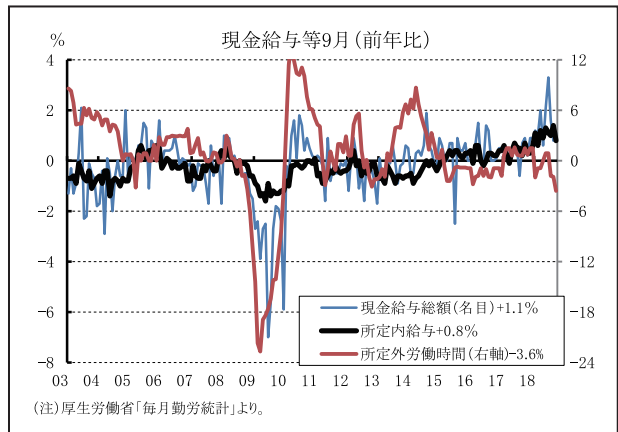
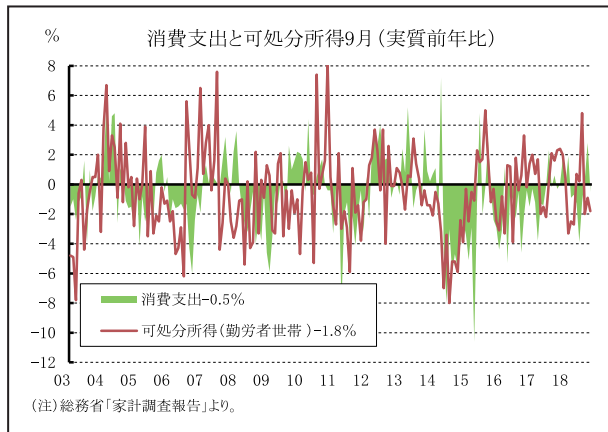
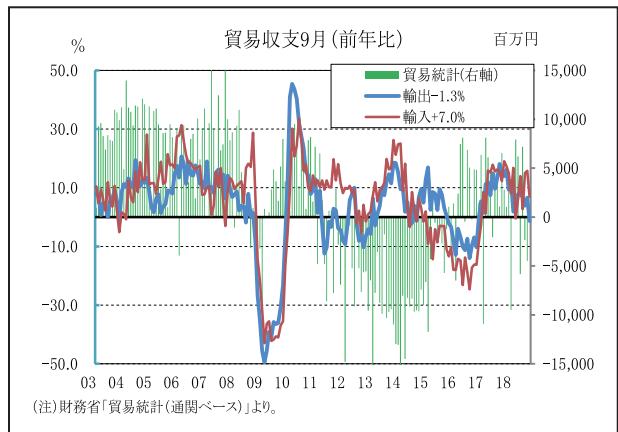
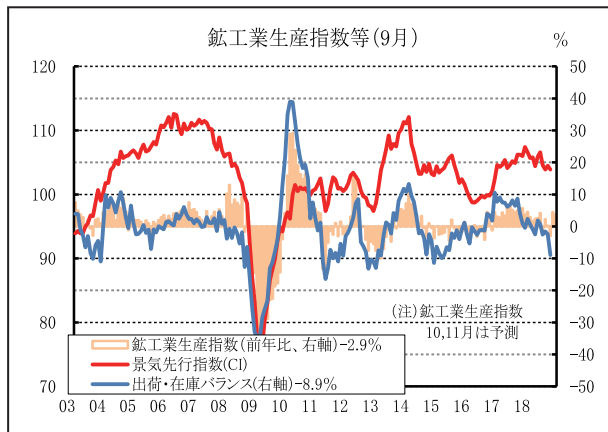
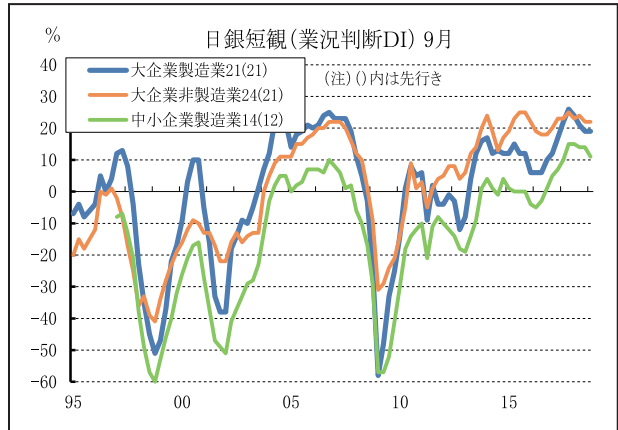
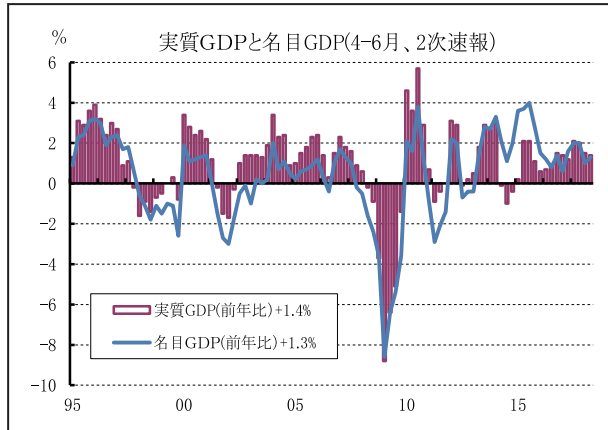
(出所：ブルームバーグ、単位%、2018年10月)

新興国国債利回り(米ドル建て)

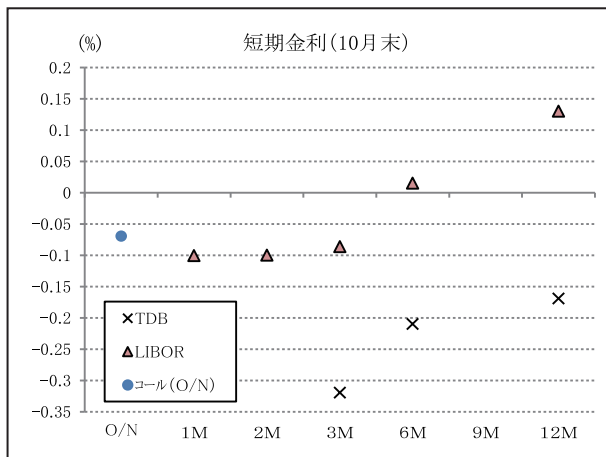
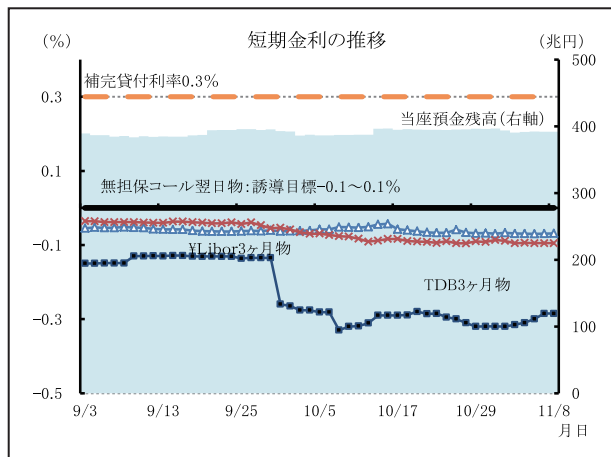
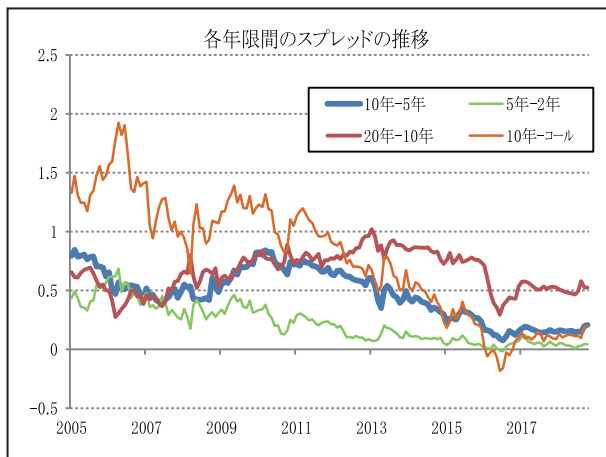
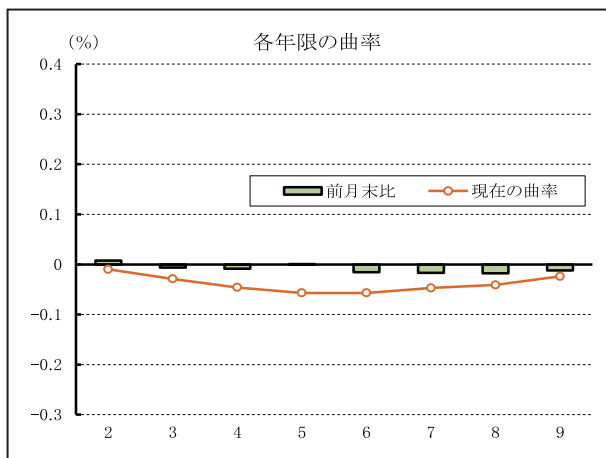
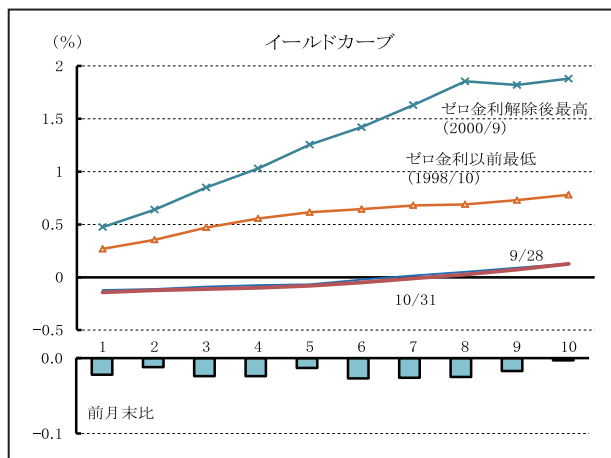
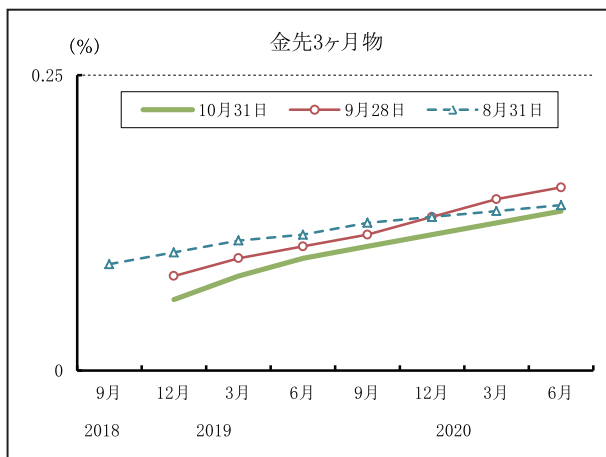
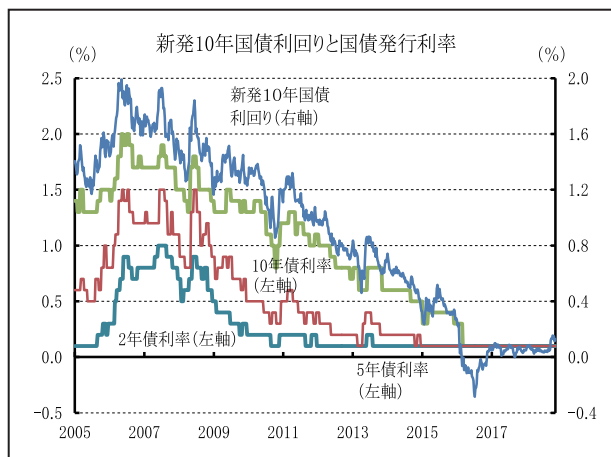
地域	2年	3年	5年	7年	10年	15年
1 ベネズエラ(USD)	94.04		55.94	38.25	40.53	31.98
2 アルゼンチン(USD)			8.43			9.07
3 ウクライナ(USD)		7.82	8.25	8.85		
4 トルコ(USD) ☆	6.06	6.29	6.69	7.20	7.19	7.75
5 ブラジル(USD) ☆		3.81	4.42	4.72	5.36	
6 ロシア(USD) ☆		3.61	4.34		5.02	
7 インドネシア(USD) ☆	3.28	3.83	4.37	4.71	4.76	
8 メキシコ(USD) ☆	2.77	3.69	4.24	4.58	4.76	5.21
9 コロンビア(USD) ☆		3.18	4.07		4.56	
10 カタール(USD)		3.12				
11 サウジアラビア(USD)			3.89	4.06	4.31	4.44
12 チリ(USD)		3.02			4.01	
13 ハンガリー(USD) ☆				3.77		4.66
14 フィリピン(USD) ☆	2.87	3.31		3.99		4.34

(出所：ブルームバーグ、単位%、20)

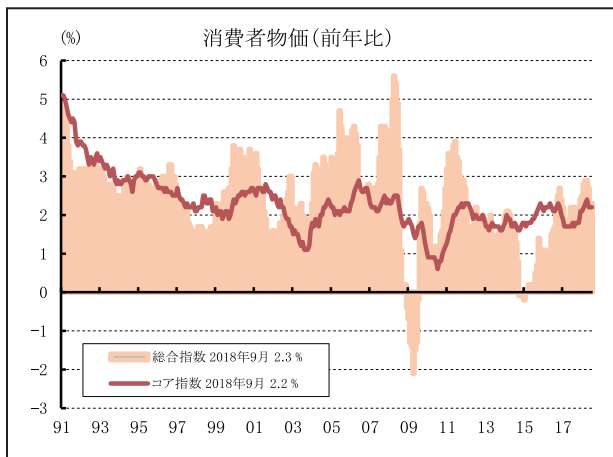
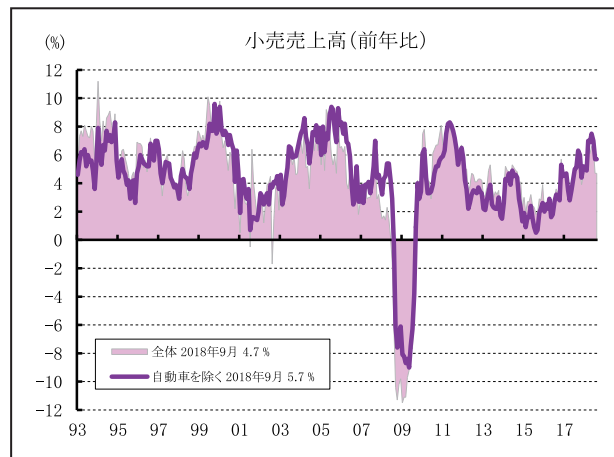
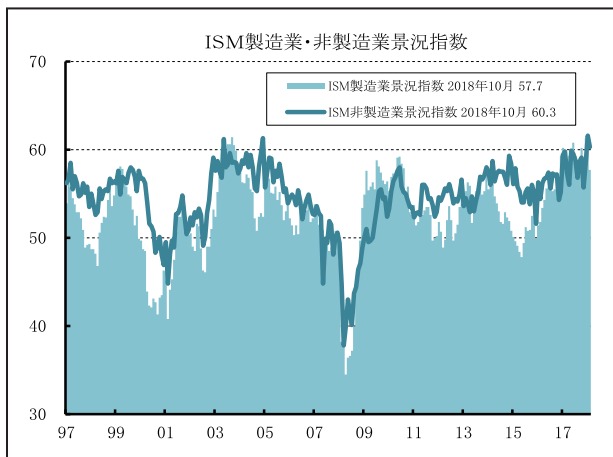
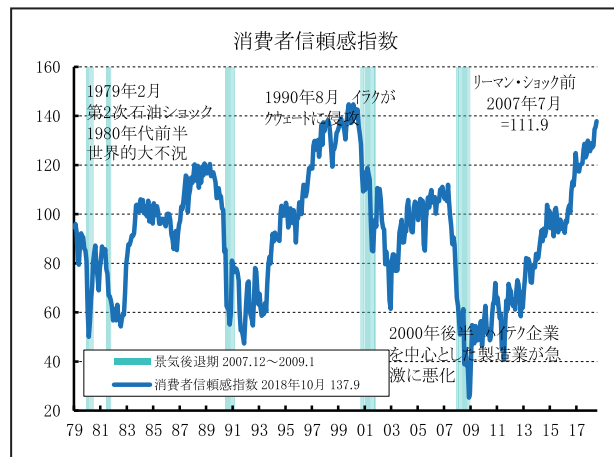
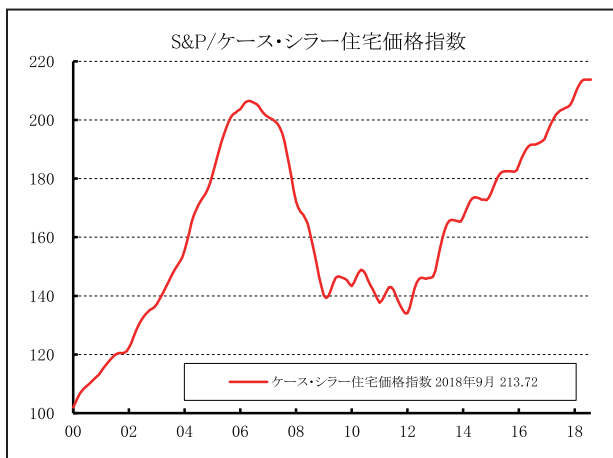
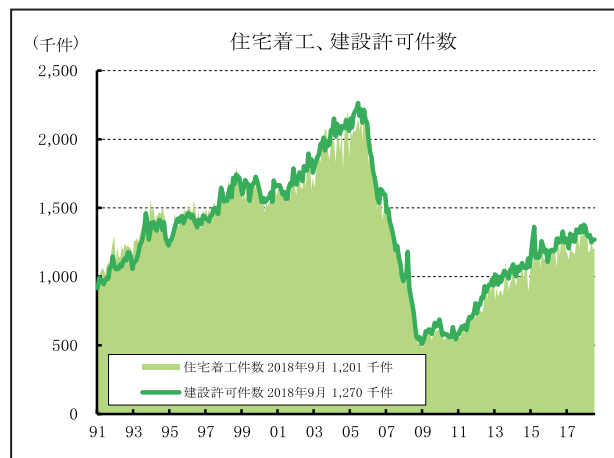
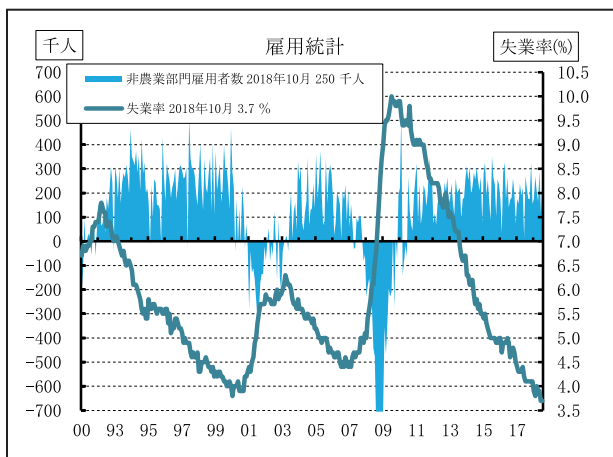
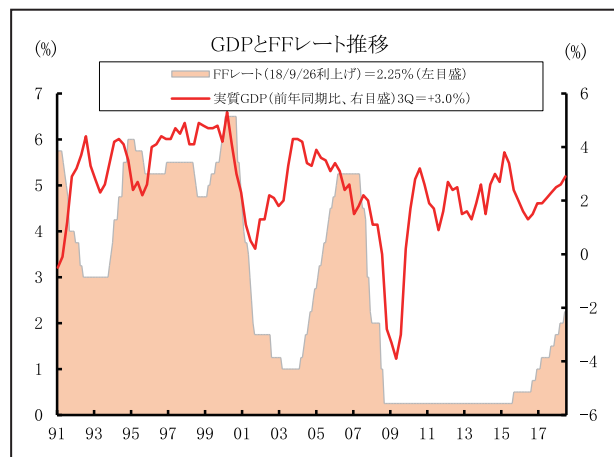
日本 マクロ経済



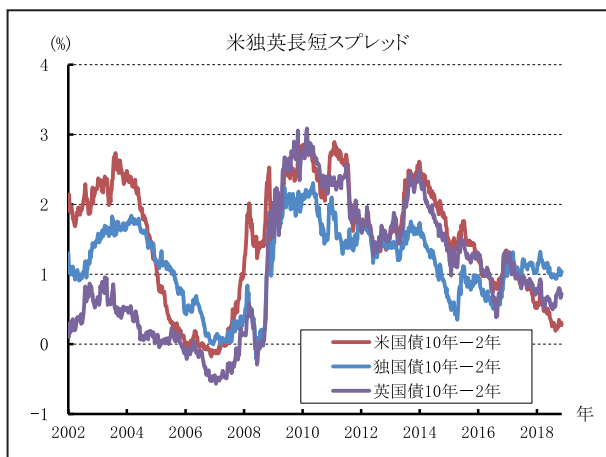
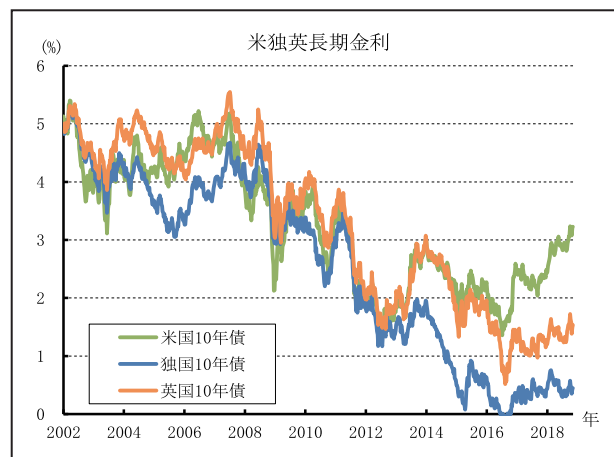
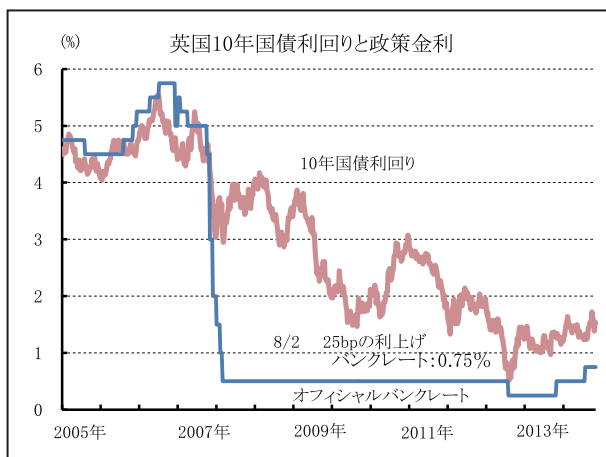
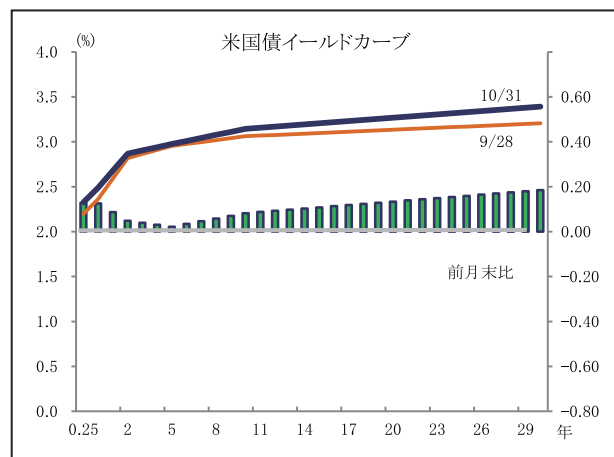
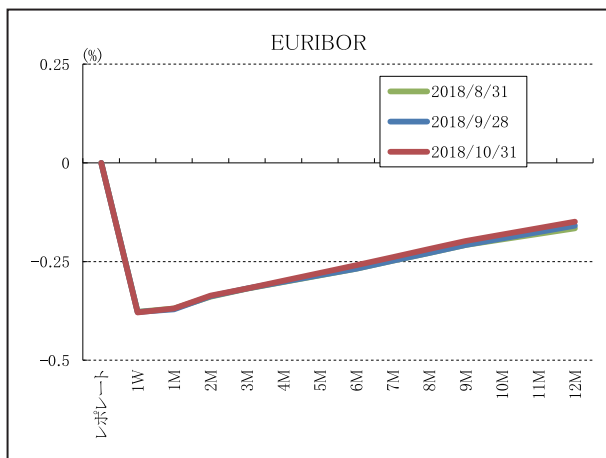
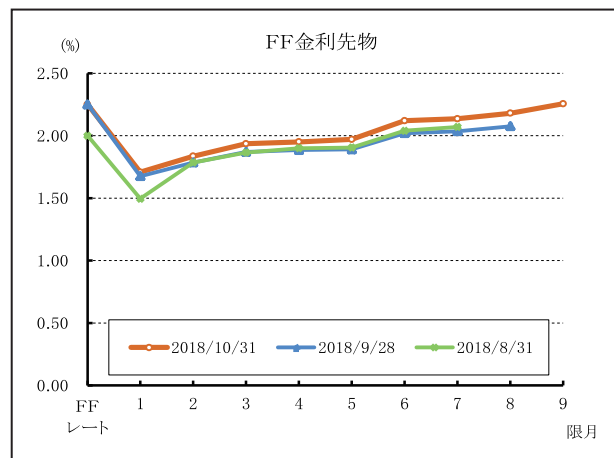
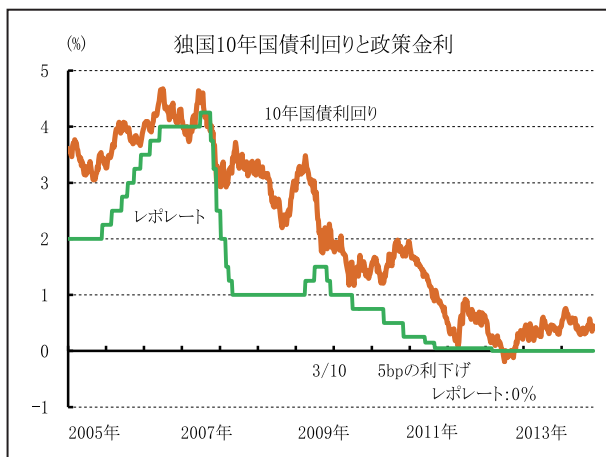
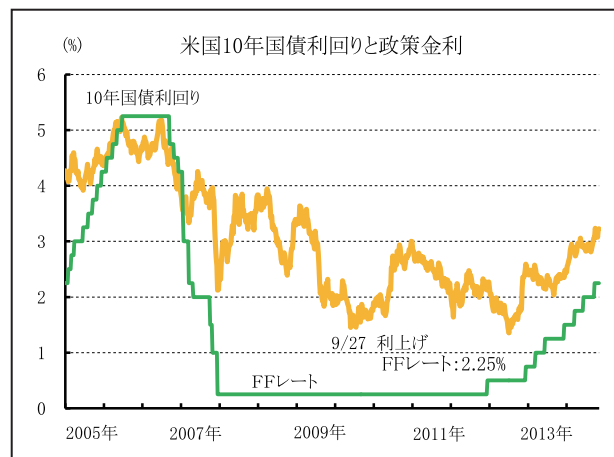
日本 短期・債券市場



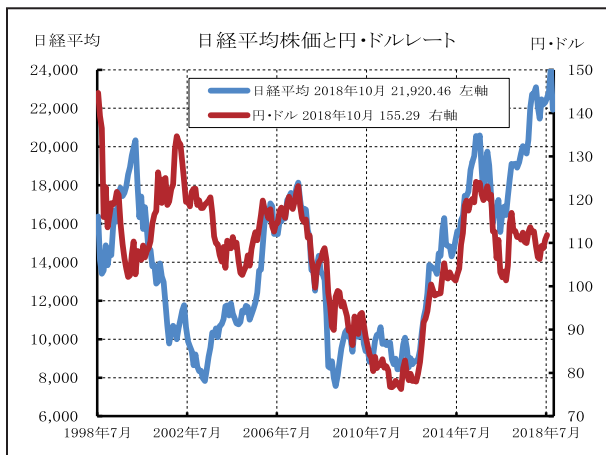
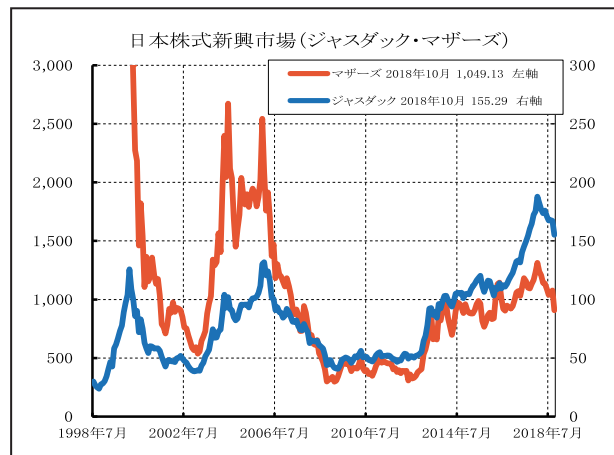
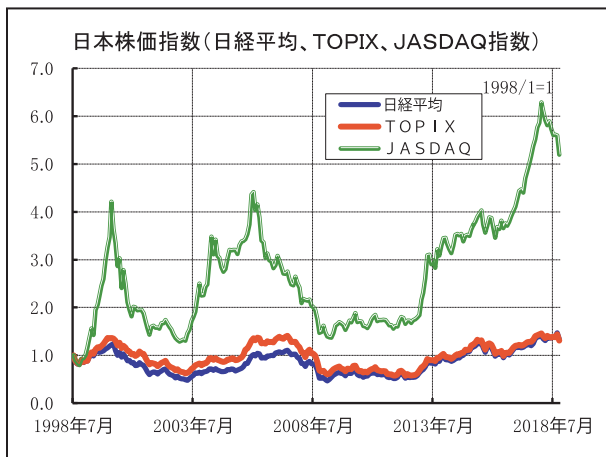
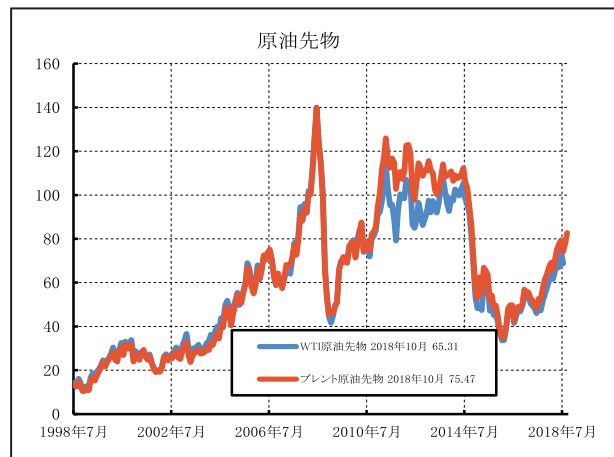
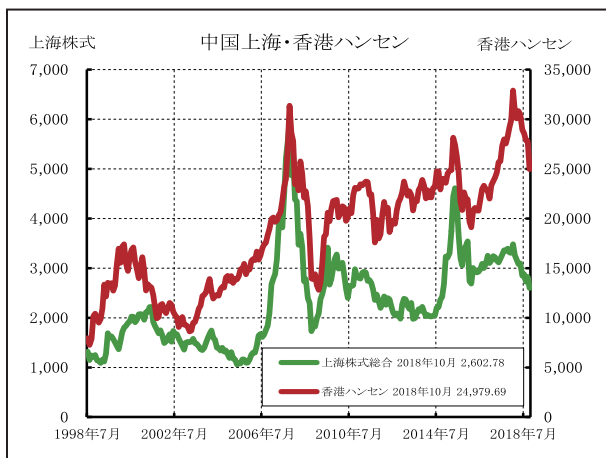
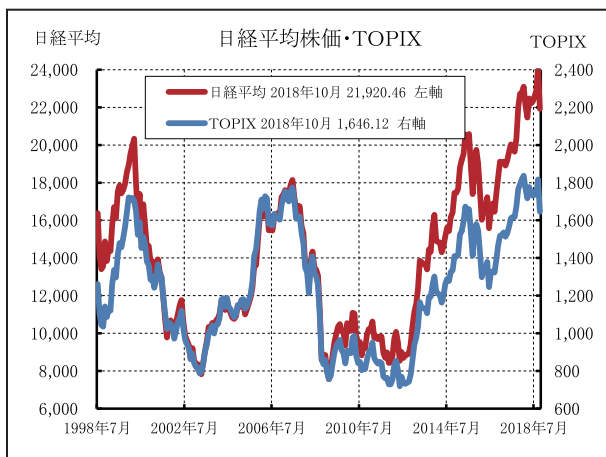
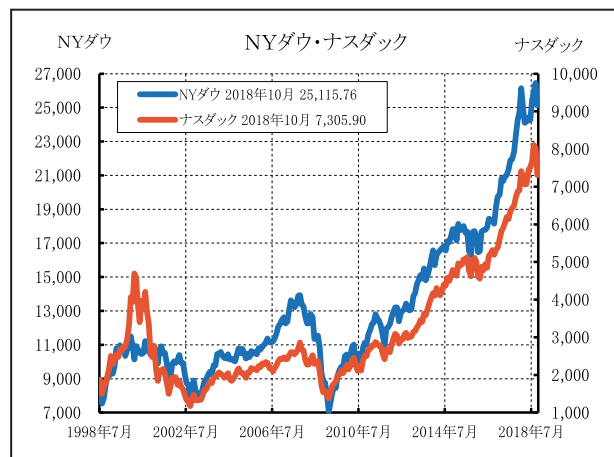
海外 マクロ経済



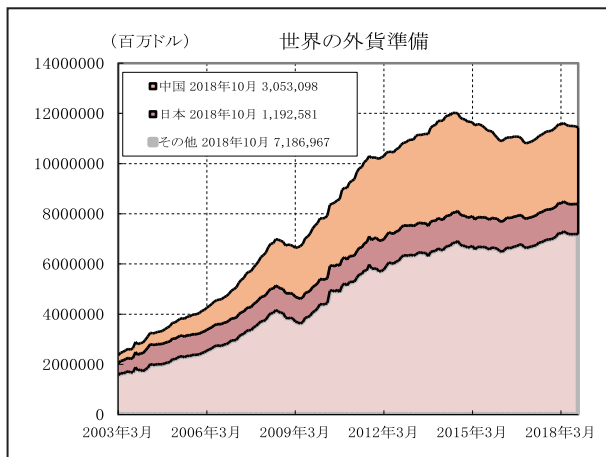
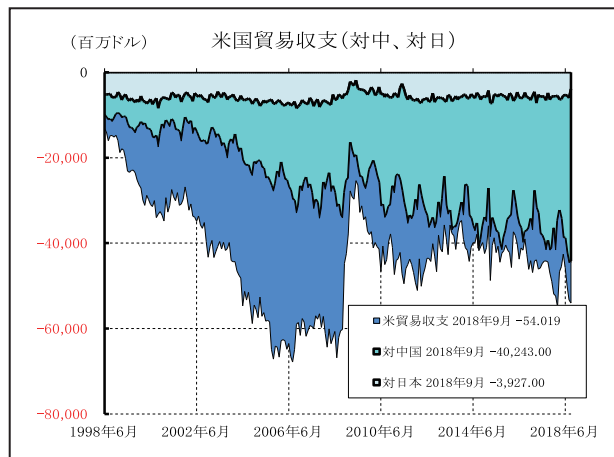
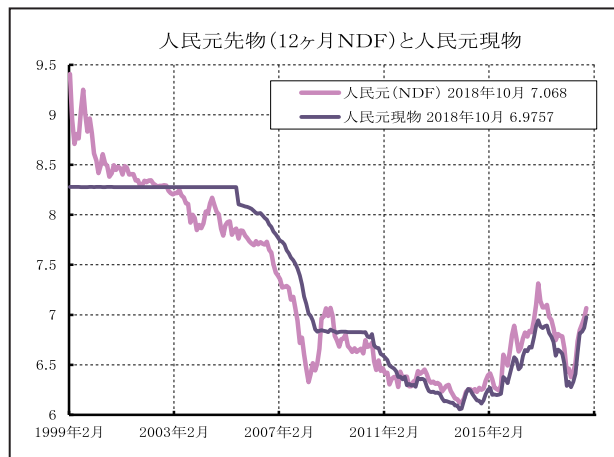
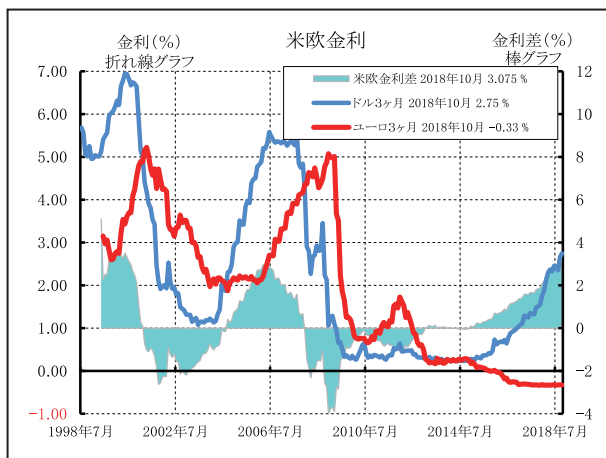
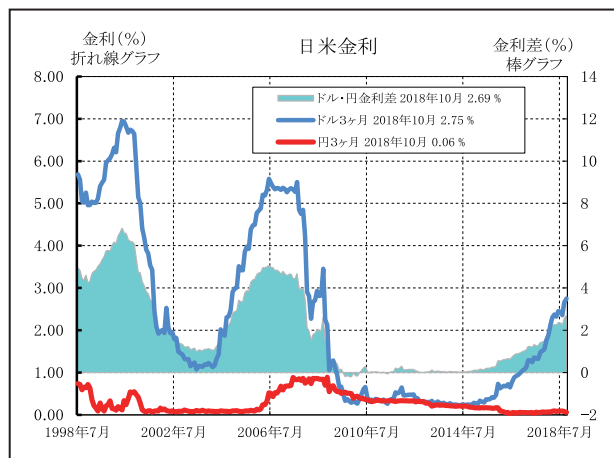
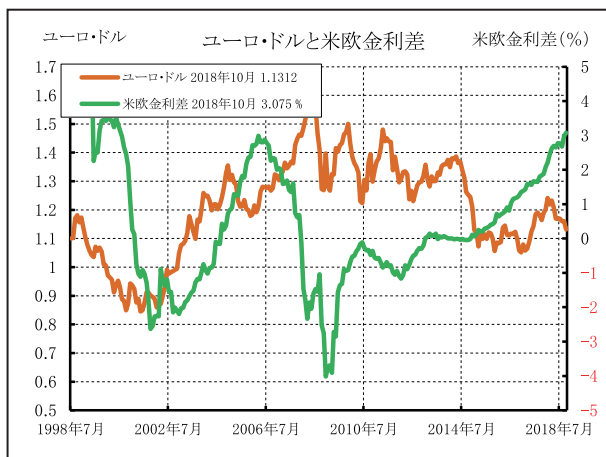
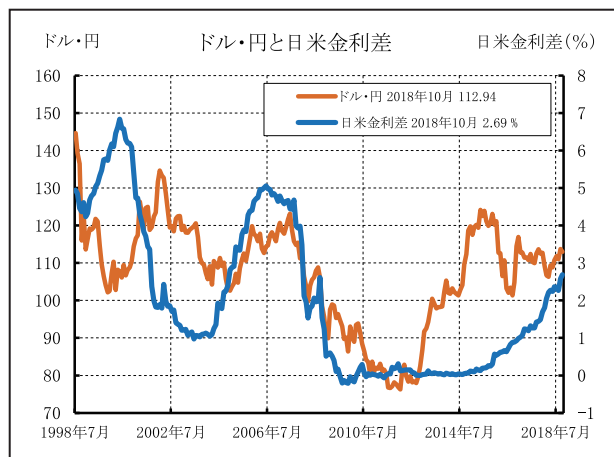
海外 債券市場



株式市場



為替市場

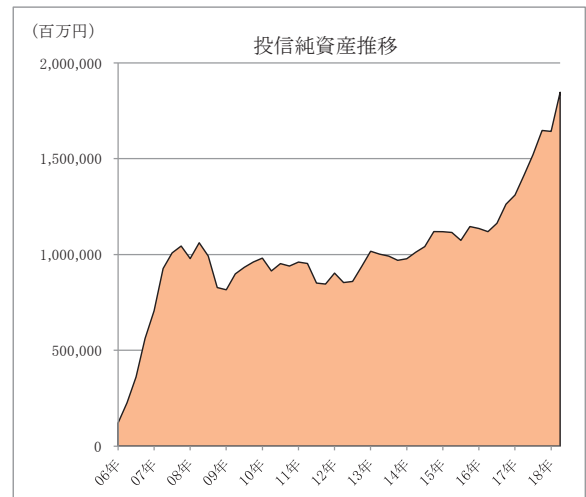
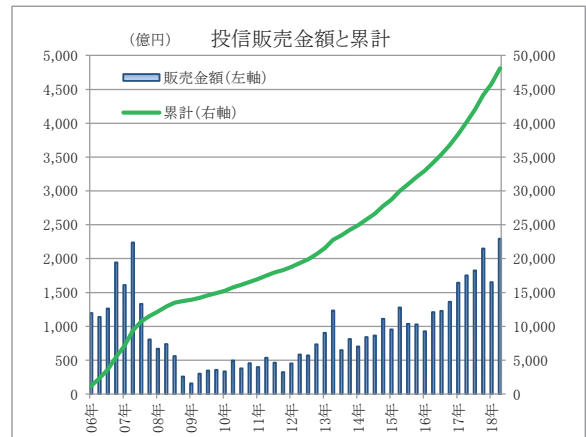


ゆうちょ関連データ

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	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4～6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7～9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10～12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1～3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4～6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7～9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10～12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1～3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4～6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7～9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10～12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1～3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4～6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7～9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10～12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1～3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4～6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7～9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10～12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1～3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4～6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7～9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10～12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1～3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	-	-
2018年4～6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年度累計	481,000	229,300	-	-
累計	16,184,022	4,580,132	-	-



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)

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.11.12)	純資産 (2018.11.12)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.11.12)	純資産 (2018.11.12)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2018.11.12)	純資産 (2018.11.12)
海外債券	JP日米バランス②	60円	9.604	3,518	eMAXIS 新興国株式※①	なし	14.625	31,033	Navio南アフリカ債券②	540円	7,332	295
	JP4資産バランス(安定)⑥	60円	10,850	75,134	ビクトグローバル株式※②	600円	3,199	580,772	Navioブラジル債券②	360円	7,306	117
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	60円	11,609	95,312	ビクトグローバル株式※①	なし	16,791	10,541	Navioインド債券②	600円	10,050	202
	JP4資産バランス(成長)⑥	60円	12,392	41,530	JP4北米高配当①	なし	12,562	45	三菱UFJ欧州債券②	120円	9,522	948
	リスク抑制世界8資産⑥	60円	9,810	111,403	新光世界インフラ株式②	640円	14,056	27	同(為替ヘッジなし)②	60円	8,433	18
	東京海上・円資産②	360円	11,356	461,666	グローイング台湾株式②	なし	9,500	84	ビムコグローバル債券②	480円	12,457	15
	東京海上・円資産①	なし	11,009	105,416	マニエライフカナダ株式※④	なし	9,432	2,533	同(為替ヘッジあり)②	480円	8,167	11
	野村資産設計2015②	120円	10,860	869	グローイングブラジル株式②	200円	12,773	32	メキシコ債券オープン※②	720円	5,193	41,984
	野村資産設計2020②	10円	11,084	817	野村ユーロトップB※②	なし	8,735	6,167	インドネシアルピア債券②	480円	7,625	21
	野村資産設計2025②	10円	11,379	886	エマージング好配当①	130円	8,656	15	アジアハイイールド債券※②	1200円	5,822	372
	野村資産設計2030②	10円	11,676	818	JP4医療関連株式※④	なし	9,908	63,006	同(為替ヘッジなし)※②	1800円	8,853	936
	野村資産設計2035②	10円	11,572	545	ビクトプレミアムファンド※④	550円	12,259	20,470	USストラテジックA※②	240円	8,471	2,420
	野村資産設計2040②	10円	11,533	1,115	セゾン資産形成の達人※①	なし	21,083	67,910	同(為替ヘッジなし)B※②	720円	8,183	13,530
	野村資産設計2045②	10円	20,526	137	オーストラリア好配当※②	720円	7,767	42	巨額ハイイールド債券(ヘッジあり)	なし	9,886	847
	野村資産設計2050②	10円	11,528	202	ニッセイ日本債券②	120円	9,645	16,214	新興国ハイイールド債券A※②	240円	6,238	475
	HSBCワールド(安定)①	60円	10,056	29,935	eMAXIS 国内債券※①	なし	11,424	13,753	新興国ハイイールド債券B※②	600円	7,655	429
	HSBCワールド(安定成長)①	70円	10,442	44,520	Navioマナーボール②	なし	10,002	6	ビムコハイイールド債券※②	240円	7,251	74,931
	HSBCワールド(成長)①	10円	11,238	20,412	日興五大大陸債券②	300円	8,133	54,420	同(為替ヘッジ付き)※②	360円	7,961	2,613
	野村6資産(安定)⑥	180円	11,829	54,874	三菱UFJ高金利債券②	805円	7,392	71,344	DIAMアジアアジア債券②	なし	9,174	184
	野村6資産(分配)⑥	180円	9,979	116,376	ダイワ成長国セレクト債券※②	360円	4,419	22,130	欧州ハイイールド債券※②	640円	9,077	7,563
	野村6資産(成長)⑥	180円	12,783	34,315	ダイワ成長国セレクト債券※①	なし	9,485	506	同(為替ヘッジなし)※②	960円	11,285	10,828
	スマートファイブ②	480円	9,694	284,308	野村米国ハイイールド②	1250円	8,908	22,701	三菱UFJバランス②	240円	8,806	3
	スマートファイブ①	なし	12,085	33,515	同(為替ヘッジあり)②	435円	8,747	3,039	同(為替ヘッジなし)②	240円	8,869	3
	セゾン・ベリガード①	なし	14,519	168,682	野村米国ハイイールド①	なし	13,060	1,010	三菱UFJバランス①	なし	9,598	3
国内債券	日本配当追求株②	なし	9,823	12,137	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,928	246	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,689	3
	大和インデックス225①	260円	16,361	29,733	エマージングアジア債券※②	540円	7,412	24,962	MHAM リート②	960円	10,282	15,758
	SMTAM JPX日経400②	なし	13,388	2,404	同(為替ヘッジあり)※②	480円	8,181	22,436	DIAM世界リート②	600円	3,711	195,285
	GS日本株式※②	925円	10,162	6,227	エマノバ(資産成長)※①	なし	14,024	812	ダイワUS-REIT※②	720円	7,001	4,974
	日本株式SRI①	150円	9,199	2,317	同(為替ヘッジあり)※②	なし	11,305	400	ダイワUS-REIT※②	660円	3,042	567,196
	フィデリティ日本配当④	810円	10,180	7,606	DWSグローバル公益債券※②	380円	8,655	79,152	ダイワUS-REIT(ヘッジあり)※①	なし	13,550	151
	eMAXIS TOPIX※①	なし	21,758	19,988	同(為替ヘッジなし)※②	480円	10,262	16,375	ダイワUS-REIT(ヘッジなし)※①	なし	17,342	2,143
	三菱UFJ日本優良株①	1050円	10,067	7,712	DWSグローバル公益債券※①	なし	10,465	6,622	eMAXIS 国内リート※①	なし	27,816	10,701
	JP4ジャンププライム①	なし	12,026	98	同(為替ヘッジなし)※①	なし	11,956	1,499	eMAXIS 先進国リート※①	なし	27,453	9,043
	新光日本小型株①	1000円	16,747	15,399	三菱UFJ米高格付債券②	120円	8,697	953	ニッセイ世界リート※②	1440円	6,272	27,049
	生活基盤関連株式①	80円	13,716	2,462	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,866	503	ニッセイ世界リート※②	なし	14,400	257
	世界株配当収益追求②	20円	9,460	1,816	高金利先進国債券※②	480円	4,998	155,435	アジアリートオープン※②	240円	12,819	119
海外株式	SMTAM NYダウ①	なし	17,403	4,494	高金利先進国債券※①	10円	16,575	10,920	フォーシーズンズ※②	240円	6,237	3,048
	日興五大大陸株式④	690円	10,674	16,777	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13,239	13,837	ステートストリートゴールド①	なし	5,928	839
	DIAM好配当株式②	1560円	9,958	21,412	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,433	5,822	ビムコUSハイイールド債券※②	360円	8,657	1,591
	新光サザンアジア株式②	410円	9,798	2,884	Navioオーストラリア債券②	180円	10,708	284	同(為替ヘッジなし)※②	960円	8,367	9,189
	米国成長オープン①	1182円	10,226	724	Navioカナダ債券②	60円	10,617	230				
	eMAXIS 先進国株式※①	なし	26,720	36,719	Navioトルコ債券②	550円	3,483	468	合計			4,207,064

※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)

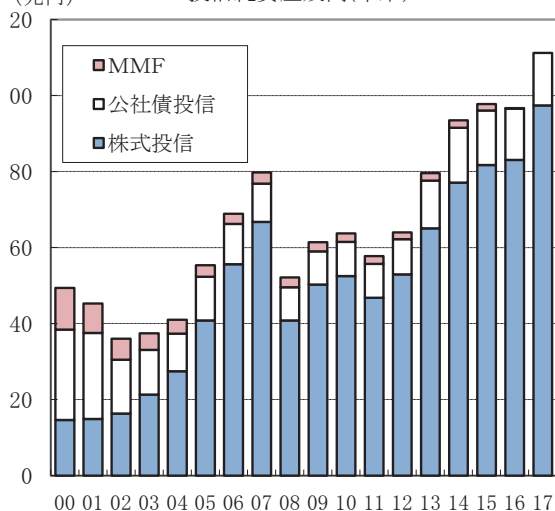
タイプ 未	株式投信								公社債投信					証券投信計	
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		うちMMF		計
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計								
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	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	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	-	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	-	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	-	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	57,506	-	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	-	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	-	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	-	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	-	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	-	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	-	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	-	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	-	0	137,594	1,200,486
2018年5月	7,250	262,840	251,014	424,140	325,354	10,724	975,516	982,766	57	124,713	117,485	-	0	124,770	1,107,537
6月	6,812	265,630	257,539	435,856	343,654	10,821	984,657	991,469	47	125,745	118,566	-	0	125,793	1,117,262
7月	6,601	258,936	254,130	440,807	347,563	10,983	998,169	1,004,771	41	125,196	118,043	-	0	125,237	1,130,009
8月	6,437	252,242	250,721	445,758	351,472	10,902	1,001,666	1,008,104	40	122,896	115,785	-	0	122,937	1,131,041
9月	6,808	251,207	252,465	470,307	373,824	11,725	1,031,437	1,038,246	40	124,564	117,493	-	0	124,605	1,162,851

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

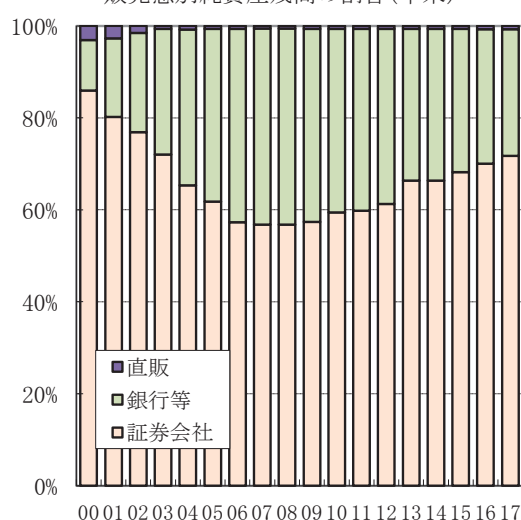
(単位:億円)

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	352,521	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12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2017年12月	814,318	71.8%	288,865	27.5%	8,987	0.7%	1,111,919	100%
2018年5月	818,662	73.9%	279,986	25.3%	8,891	0.8%	1,107,539	100%
6月	827,280	73.7%	281,089	25.5%	8,898	0.8%	1,117,267	100%
7月	837,360	72.9%	283,636	26.4%	9,017	0.8%	1,130,013	100%
8月	838,124	74.1%	283,861	25.1%	9,059	0.8%	1,131,044	100%
9月	866,599	74.5%	286,878	24.7%	9,381	0.8%	1,162,858	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
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	12,705	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,851	2,418	10,507	1,991,174

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

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
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688
2018年3月	1,392,012	627,497	64,051	107,162	592,988	42,415	61,455	493,146	88,621	2,077,335

<損益計算書>

(単位:百万円)

年月	経常収益	うち資金 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
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264
2017年4月 - 2018年3月	2,044,940	1,502,747	542,193	1,545,286	331,781	1,042,970	170,535	499,654	352,730

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

年月	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	その他	時価	評価差額	合計	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	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939				
2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842				
2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718				
2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424				

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

年月	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
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573	16.23%	292,079	1.47%	19,829,503
2017年3月	5,220,018	25.91%	11,515,528	57.16%	2,929,283	14.54%	478,637	2.37%	20,143,467
2018年3月	5,423,335	26.78%	11,507,664	56.84%	3,054,368	15.08%	258,990	1.27%	20,244,358

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1							8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0					12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1					12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14			13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196			13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537			14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363			16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43			17,025	698
2017年3月	12,760	415	941	16	1,012	▲ 1	20	1	2,403	▲ 100	1,564	40	18,702	371

(注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 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		
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月	
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月	
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月～2011年3月	
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月～2012年3月	
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月～2013年3月	
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月～2014年3月	
2015年3月	9.31%	7,705	82,740	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月～2015年3月	
2016年3月	7.03%	5,980	84,993	17,904	20,445	14,243	17,503	2015年4月～2016年3月	
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083	2016年4月～2017年3月	
2018年3月	11.37%	9,980	87,720	35,428	37,065	31,368	34,365	2017年4月～2018年3月	

(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	リスクウエ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				
		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	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
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
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
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
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
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	134,826	2,065,931	42,456	171,673	67,832
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,938,262	43,341	216,029	87,928
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596
2018年3月	2,320,979	890,901	13,459	1,419,814	5,611	4,652	475,734	1,609,895	43,520	133,394	57,344

(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)					リスクアセ ット等(E)	リスクアセ ット等(E)			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	自己株式取得		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 除した額		
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%
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%
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,906,558		2,873,248	22.22%
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	38,779,806	47,573,471		2,768,805	17.43%

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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



お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

注：この資料は特定の売買を推奨するものではありません。
この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品