

ゆうちょ資産研レポート

2012年9月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
世界経済を覆う不透明感は払拭されるか	
JPモルガン証券株式会社 チーフ・エコノミスト 菅野 雅明	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
日本の潜在力と長期フォワード金利	
みずほインベスターズ証券株式会社	
チーフマーケットエコノミスト 落合 昂二	
マーケット・アウトルック	13
内外政局と債券市場	
SMBC日興証券株式会社	
金融経済調査部 チーフ債券ストラテジスト 末澤 豪謙	
特 別 報 告	19
医療保険改革と米国の大統領選	
明海大学 経済学部 教授 朝日 譲治	
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 (1)

世界経済を覆う不透明感は払拭されるか

JPモルガン証券株式会社 チーフ・エコノミスト 菅野 雅明

年初、世界経済の先行きに関する市場の一般的な見方は「年央までに底打ちし、年後半には明るさが増す」というものだった。ただし、その前提としては、①欧州では、ECBによる大胆な政策転換により欧州財政危機が早期に解決に向かい、景気も年後半にはプラス成長となる、②中国でもインフレ率の低下とともに金融緩和が進み、国内需要が喚起される、③米国の雇用情勢も改善する、というものだった。こうした先行きに対する楽観論が株式市場にも反映され、日経平均株価は年初の8500円台から3月には一時1万円台を回復した。

しかし、欧州では景気後退が長期化し、欧州危機についてもスペイン・イタリアへの飛び火が懸念されるなど、市場は急速に「リスク・オフ」の状況へ傾いて行った。一方、中国では、欧州向け輸出比率が高いことから輸出が低迷、金融緩和にも拘わらず、内需の回復は遅れている。米国では、住宅関連に回復の兆しが窺えるものの、設備投資、雇用といった企業行動は予想外に慎重だ。

このように、2012年後半の世界景気展望は、年初の予想に比べると大きく下方修正されているが、FRBやECBが非伝統的な政策手段による金融の大幅緩和を発表したことから、目先の景気のさらなる下ブレ懸念は薄らいでいる。しかし、金融政策の役割は「時間を買う」に過ぎない。金融政策で時間を稼いでいる間に、各国の構造問題をどのように解決するかが問われている。

米国：「財政の崖」に要注意

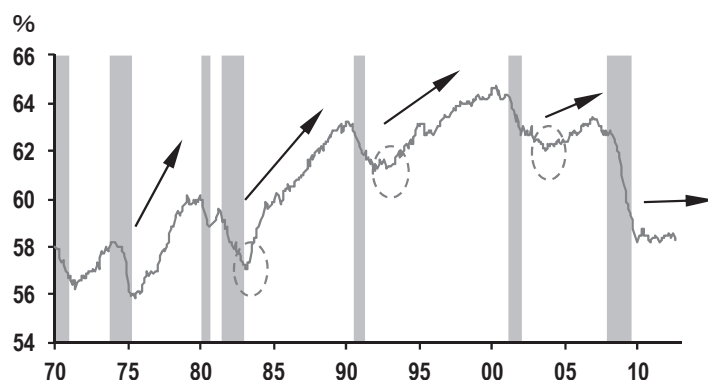
米国の経済指標は強弱両様だ。明るい指標の代表は、住宅関連指標だ。米国の住宅市場は、リーマンショック後長期間低迷が続いていたが、FRBによる低金利政策のおかげで、本年入り後中古住宅市場の販売が徐々に回復、低水準ではあるものの住宅着工件数も増加に転じた。また、住宅価格（ケース・シラー指数、20都市）は、ピークから7.5%下落した後、春先には底入れが確認され、小幅ながら7月まで5ヶ月連続して前月比上昇している。

米国の典型的な景気回復のパターンは「住宅市場の回復を契機に個人消費全般に波及し、それが企業業績の改善をもたらし、設備投資を増加させる」というものなので、住宅市場の回復により、本格的な景気回復に繋がる可能性を秘めているが、雇用面の回復が遅れているために、個人消費の本格的な回復には至っていない。

雇用面では、非農業部門雇用者数が過去6ヶ月間平均では約10万人/月という状況で、市場が期待する20万人以上という数字に比べると半分程度の緩やかなペースでの改善に止まっているほか、失業率も8%台と歴史的な高水準で推移している。こうしたなか、特に注目すべき指標は「雇用者数対人口比率」だ。米国は移民の流入から人口が増加しているため、雇用者数が増えても総人口に占める雇用者の比率が上昇しない状況が続いている（図1）。過去の推移を見ると、同比率は、景気後退局面で下落した後、景気回復局面では上昇するという循環的な動きを示していたが、今回は、リーマンショック後の景気後退局面で、歴史的な落ち込みを示した後、景気回復局面に移行して3年余りが経過したにも拘わらず横這いのままだ。8月には、0.1ポイント低下して58.3%となったが、これは

リーマンショック後の最低値を0.1ポイント上回っているに過ぎない。また、失業率は、ピークから1.9%ポイント低下しているが、その最大の要因は労働参加率の低下だ。勤労意欲を喪失し、求職活動すら行っていない人々（失業者には含まれない）が増加していることを示している。

図1 米国：雇用者数対人口比率



さらに、雇用情勢の改善の遅れを反映して、賃金の伸び率が低下している。8月雇用統計で示された時間当たり賃金（前年同月比）は1%台まで低下したが、米国のインフレ率（2%強）を勘案すると、実質賃金はマイナスとなっている。しかも、足下ガソリン価格が上昇しているほか、食料品価格も早魃の影響から今後上昇が見込まれる。個人消費が盛り上がりにかかる最大の理由は、所得環境が厳しさを増していることだ。雇用の回復の遅れは米国の企業行動が全般に慎重化していることを反映しているが、足下では設備投資の先行指標である耐久財受注も減少している。8月鉱工業生産は前月比-1.2%と市場予想を上回る減少を示した。米国経済は、企業部門を中心に慎重なスタンスが目立つことから、当面は潜在成長率（2%強）を下回る成長が続きそうだ。

先行きを展望した場合の最大の注目点は「財政の崖」と呼ばれる「緊縮財政による景気下押しリスク」だ。米国では、これまで延長されてきたブッシュ減税、オバマ景気刺激策などの期限が本年末に到来する。また、昨年の米国政府債務上限問題が議会で議論されたときに、今後の強制的な歳出削減条項が盛り込まれた。本年末に到来する各種景気対策が打ち切られ、歳出削減がそのまま実行されると、2013年のGDP成長率を2.7%下押しする見込みだ。この場合、これらが何も実行されない場合の米国2013年成長率予測は前年比+2.0%なので、米国経済はマイナス成長に陥ることとなる。実際に「財政の崖」が顕現化する可能性は、大統領選挙や議会選挙の結果次第という面はあるものの、当社では15%程度と見込んでいる。実際には年末に期限を迎える施策の全てではないにせよ、かなりの部分が継続される（打ち切りが先送りされる）と予測しているが、現時点で不確実性は残る。企業行動が足下慎重化している背景の一つがこうした先行きに対する不透明感の強まりだ。企業の立場からは、先行きの不透明感が大きい限りは設備投資や雇用に慎重になるのは当然かもしれない。

こうした状況下、雇用の回復の遅れに人一倍悩んでいるのがFRBのバーナンキ議長だ。同議長は講演などで「雇用の回復はイライラするほど遅い」「雇用は深刻な懸念材料」などと発言している。FRBの使命は、「物価の安定」のほか「雇用の確保」も含まれているので、バーナンキ議長は金融政策の緩和バイアスをさらに強めている。9月のFOMCでは、金融緩和維持の期限を2014年終

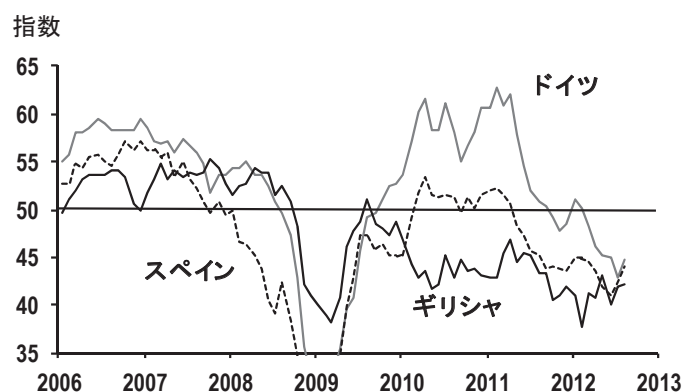
盤から2015年半ばに延期したほか、住宅ローン担保証券（MBS）の買入（いわゆるQE3）を決定した。さらに、声明文では「労働市場の見通しが改善するまでMBSの購入を続ける」と「無期限MBS購入」を示したほか、「時間軸効果（低金利政策の長期化を打ち出すことで長期金利の低下を促す政策）」を企図して「景気回復の力強さが増したあとも金融緩和を続ける」ことも明らかにした。Fedとしては現状可能な政策をまとめて打ち出した感がある。

市場はFOMCの結果を好感して、株価上昇、長期金利上昇、ドル安となった。とくに市場で計測される期待インフレ率の上昇が顕著で、長期金利（10年）の上昇を上回ったことから、実質長期金利が大幅に低下した。実質金利の低下は住宅投資、設備投資といった金利敏感な投資を刺激する効果が期待されている。しかし、実体経済が実質長期金利低下に本当に反応するかどうかは不明だ。実際、実質長期金利の低下はこれまでも続いてきたが、企業行動は慎重なままだ。この点につき、バーナンキ議長は記者会見で「金融政策は万能薬ではない」と金融政策に対する過度な期待を戒めている。雇用の行方からは目が離せない。

欧州：ECBの新国債購入プログラムで当面の危機は回避

ユーロ圏のGDPは、本年前半はマイナス成長を続けた。欧州財政危機が金融面にも波及、銀行の貸出態度が慎重化して実体経済面にも悪影響が及んだためだ。国別には、昨年までは南欧を中心とする周辺国の景気が落ち込む一方、ユーロ経済の牽引役であるドイツ経済は比較的堅調に推移していたが、足下ではドイツの企業景況感も急速に悪化しつつある（図2）。欧州景気は、年内はマイナス成長が続き、景気後退からの回復は来年以降に持ち越される可能性が高まっている。

図2 PMI 製造業景況感（ユーロ圏）



欧州財政危機に関しては、当面の焦点はスペインの動向だ。スペインが注目を集めているのは、単に経済規模が大きい（GDPでみるとギリシャはユーロ圏の2%以下であるのに対し、スペインは8%強）だけではない。スペインは、ギリシャとは異なり、財政はユーロ圏のなかでも健全であったが、リーマンショック後、地方政府の財政の悪化が目立つようになった。同時に、2008/09年の不動産バブル崩壊後に発生した銀行の不良債権処理が遅れたことから金融システムに対する懸念が台頭した。金融危機への対処方法は早期に公的資金を問題先の金融機関に注入することだが、スペインの場合には、公的資金を注入するとその分国家財政が悪化し、スペイン国債の価格が市場で急落

する事態が発生した。スペインの銀行はスペイン国債を大量に保有していることから、政府から資本注入を受けても資産内容が悪化するというこれまでの金融危機には見られない現象が発生した。併せて、国内景気の後退が顕著になり、失業率は全体で20%超、若者については50%超に上昇。金融、財政、実体経済の間の悪循環に陥った。

こうなると、自国だけで悪循環から脱出することは困難になり、EUからの援助が必要になった。実際、EUはスペインの銀行に対し、EFSF/ESM資金1000億ユーロ（10兆円）を支援することを決定した。日本や北欧、米国など過去に金融危機に陥った国の例から考えると、金融危機対策は早めの対応が不可欠である。その点、ユーロ圏の対応は迅速だったが、財政危機への対応は簡単ではない。

スペインを含む周辺国の国債価格の下落に対して、フランス、イタリアなどはECBによる国債の購入を主張したが、ドイツは「ECBは財政赤字ファイナンスが禁じられている」「財政統合を先に進めるべき」と反対の姿勢を堅持した。両者が平行線を辿るなか、ECBのドラギ総裁は、ドイツの反対にも拘わらず、9月6日のECB理事会で新国債購入プログラム（OMT）を決定し、ECBによる短期国債（1-3年）の無制限購入を可能にした。このECBの決断は市場で好感され、周辺国の国債利回りは大幅に低下した。しかし、OMTが適用されるための条件としては、EFSF/EMSに申請することと、IMFからの承認も加えられた。周辺国の立場からは、国債をECBに買い支えてもらう代わりに、財政政策面での自由度が制限され、IMFなどのチェックを受けることとなるため、スペインは申請に躊躇している模様だ。

ECBの思い切った措置により欧州危機は一息ついた形だが、これで危機が去った訳ではない。格付け機関がスペインの国債を投資適格以下に格下げするリスクがあるほか、スペインの銀行の資産内容および地方政府の財政状況についても不安は残る。

ユーロ圏でのこれまでの対応は「缶蹴りをしながら進むようなもの」と表現されているように、問題が起こるとその度に対応策がまとまるものの、一旦市場が落ち着くと当局間の話し合いが進展せず、結局また新たな危機が発生し、対応策が発表されるというプロセスが繰り返されてきた。その意味では、今回のECBの措置も「缶蹴り」の域を出ないのかもしれない。では、欧州は缶蹴りをしながらどこに進もうとしているのか。出口はあるのだろうか。

その鍵は今後の実体経済にあると考えている。欧州経済が年末までに景気後退からの脱却が展望できるようになると、政治面での妥協が成立しやすくなり、現在協議中の銀行同盟に加えて財政同盟への展望も開けやすくなるだろう。一方、景気後退が長期化、あるいは悪化するような場合には、各国が保護主義的になり、各国間での利害対立が顕現化しかねない。今後数ヶ月間は、欧州の景気動向に注目する必要がある。

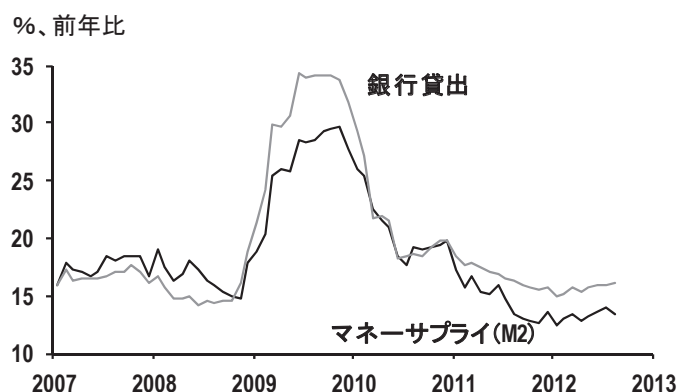
中国：景気の持ち直しに遅れ

中国経済に関しては、楽観論と悲観論が交錯している。確かに、中国経済の回復は遅れている。中国経済の状況を比較的正確に反映すると言われる製造業PMI景況感指数は、景気良し悪しの分岐点とされる50を下回って推移している。経済活動に関するマクロ指標を見ると、固定資産投資は前年比20%程度で増加している一方、個人消費の伸び率は鈍化している。中国経済の成長率は着実に低下している。

こうした状況下、中国人民銀行は本年6月と7月に利下げを行ったほか、預金準備率の引下げにより流動性の供給増加を企図してきた。これまでの中国経済であれば、金融緩和とほぼ同時に实体经济が反応して、経済活動が活発化してきたが、今回は实体经济の反応が予想外に鈍い。

中国経済に一体何が起きているのだろうか。まず、金融面の指標を見ると、銀行貸出とマネーサプライ（M2）の前年同月比は1月を底に緩やかな上昇基調にある（図3）。その意味では、金融の状況はそれなりに改善しつつあることが分かる。では、何故实体经济が金融緩和に速やかに反応しないのか。

図3 中国：マネーサプライと銀行貸出



実は、金融緩和にいち早く反応している指標がある。住宅価格だ。中国主要100都市の8月平均住宅価格（CREIS調査、前月比）は3ヶ月連続で上昇した。金融緩和によるマネーの増加は住宅投資（投機）資金として使われているように窺える。しかし、中国当局は、住宅価格上昇に警戒感を抱いている模様で、早くも住宅価格抑制策の導入について検討を開始したとの報道がなされている。中国政府は、住宅価格上昇による住宅購入の困難化により社会情勢が不安定化することを懸念しているためと思われる。住宅価格上昇は、中国における期待資産インフレ率が高止まりしていることを示しているので、中国人民銀行としても追加緩和には慎重にならざるを得ないのかもしれない。

もう一つの要因は、生産設備の過剰能力の存在だ。リーマンショックからの回復の過程で中国は設備投資が急増したが、この結果一部の製造業の生産設備能力が過剰となり、足下の金融緩和にも拘わらず、企業の設備投資に動意が見られにくい状況になっている可能性が指摘されている。この傾向は鉄鋼、セメントなどの素材産業のほか、自動車などにも窺える。マクロ的に見ても、中国のGDPに占める固定資産投資（民間設備投資、住宅投資、公的資本形成の合計）の割合は、2002-07年間の平均39.1%から2011年には46.0%に上昇している。日本（22.5%から20.7%に低下）、米国（19.3%から15.5%に低下）と比べても中国の固定資産投資比率の高さは際立って高い。

このことは、中国経済が設備投資に依存した成長パターンを辿ってきたことを示している。設備投資比率の上昇に併せて経済成長率が上昇しているのであれば問題ないが、中国の場合には成長率が低下傾向にある。今後もこの傾向が続くと、過去に行った設備投資が十分に収益を上げられない、言い換えれば資本効率が大幅に悪化することを示している。この解釈が正しいとすると、金融緩和をしても中国では過剰設備が存在することから設備投資が大幅に増加することは難しいという

ことになる。

もっとも、中国政府は、安定志向を維持しつつも、都市交通（地下鉄網の整備）などインフラ投資の増加を中心とした景気刺激策を既に発表し、かつ今後も追加的な金融緩和を実施するとみられていることから、目先、中国経済が急速に悪化することは避けられよう。年末にかけて成長率が上昇すると予測するが、回復テンポの上昇速度は緩やかに止まる可能性が高い。また、中期的には、中国で資本の最適アロケーションという問題にどのように取り組むかが問われている。市場経済であれば、非効率な投資を行った企業は市場からの退出を迫られるが、中国では市場経済のルールが徹底されていないため、非効率な企業が温存されるリスクが高い。この傾向が続くと、最終的には金融機関の不良債権が増加し、最終的には国の財政が悪化することとなるので要注意だ。

世界経済の新たな課題とは

以上、米国、欧州、中国経済の現状と先行き展望を簡単に記したが、いずれの経済も構造的な問題に直面している。先進国経済では雇用の増加が緩やかに止まっているが、これは新興国経済で大幅な生産性の上昇が見られた一方、賃金格差が十分に縮小しないことから、先進国の企業、とくに製造業の企業が新興国への生産シフトを進めた結果ともいえる。この流れは不可逆的なもので、先進国では高付加価値品の生産に集中すると言う形で、新たな国際分業体制のもとでの国内の産業構造を見直す必要に迫られている。言い換えれば、先進国では新興国が直ちに真似できないような技術革新が求められている。金融政策は産業構造転換のために必要な時間を買う役割を果たすだけであり、構造変化に伴う痛みを和らげるという脇役であることを認識する必要がある。

一方、新興国の状況にも変化が生じてきた。これまではBRICsに代表されるように、世界経済の成長センターとしての役割が期待されてきたが、新興国においてもこれまでの急速な経済成長の歪みがそれぞれの国で顕現化してきた。期待インフレ率や期待資産インフレ率の高止まりはその一例だ。ここでも金融政策は新たな制約に直面している。新興国の中央銀行は、期待インフレ率・資産インフレ率の低下と成長促進のどちらに重点をおくべきか、判断が問われている。

現在世界経済が直面している問題の多くは、これまでの急速な技術進歩と国際化の結果としての高い経済成長率にそれぞれの国の制度が十分に適応しきれてこなかったことが原因とも言える。こうした事態は、今後世界的に成長率が低下する可能性を示唆しているが、悲観する必要は無い。同時に新たな技術革新が次々に生まれ、それが新たな成長の源泉を提供してくれるからだ。ただし、世界的な激変の時期は、あらたな時代を先取りする人・企業・国の所得が増大し、そうでないグループとの所得格差が拡大する傾向があり、これが社会を不安定化させる傾向がある。成長と平等を如何にバランスをとりつつ経済運営できるか、旧くて新しい問題に世界の国々は直面している。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

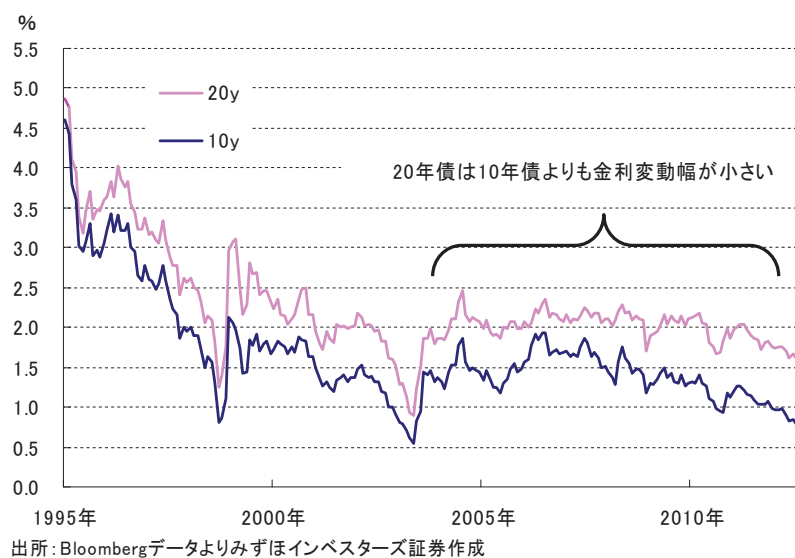
日本の潜在力と長期フォワード金利

みずほインベスターズ証券株式会社 チーフマーケットエコノミスト 落合 昂二

<20年債の金利が低位安定している日本>

わが国の長期金利の推移を見ると、バブルの絶頂期である1990年には8%台という水準も経験したが、その後の景気後退とともに金利は一気に水準を切り下げていった。10年国債利回りは2000年以降2%以下の水準が定着しており、最近では1%以下の水準が常態化している。一方、20年債を見ると、金利変動の方向性は10年債とほぼ同じであるが、変動幅は10年債よりも小さい。特に2000年以降では、2003年の債券バブル時を除くと非常に安定した推移を見せており、2006年の量的緩和解除以降、中期から長期ゾーンにかけて大幅に金利が上昇したときでも20年債の金利の振れ幅は小さかった。これは何を意味しているのだろうか？生保など、金利水準を重視する投資家の選別的な投資姿勢が作り出した安定という理由だけではなく、そこにはマクロ経済的な理由も潜んでいたと考えられる。

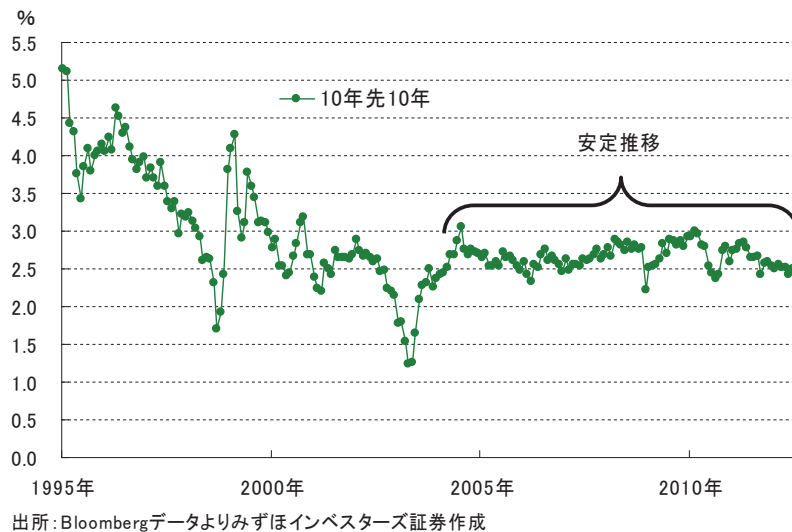
10年債と20年債の利回り推移



<10年先10年のフォワード金利>

リーマンショックのあった2008年頃を境に、10年債も20年債も金利低下トレンドに入っているが、マクロ的な観点に立てば、これは主として景気循環による金利低下局面と解釈することが出来る。一方、10年債金利と20年債金利から算出される10年先の10年金利、いわゆるフォワード金利を見ると、そうした景気循環とは無関係に、過去8年程度、2.5%～3.0%の範囲で極めて安定した推移を見せている。10年債と20年債の金利の低下とはまた別の意味合いがそこには含まれていると考えられないだろうか。

日本のフォワード金利（10 年先 10 年）



＜フォワード金利は日本の潜在力を示す＞

この現象に対する理解としては、「足元では景気循環によって多少の金利変動が発生するにせよ、日本経済の長期的・潜在的な実力が反映されるフォワード金利は、10年も先の10年金利であるため、そう簡単に変動しない」という解釈が相応しいようにも思える。つまりこの数年間、リーマンショックの後遺症により景気が後退し、長期金利は低下したが、10年債金利が下がっていく過程において、20年債の金利はそれにフルに連動して下がらず、その結果10年先10年のフォワード金利が2.5%程度で維持されたままとなったのは、日本の潜在能力がこの間も一定に保たれていたから、との解釈が可能である。

この仮説が正しければ、長期的・潜在的な日本の実力が変化した場合にはフォワード金利も変化するはずである。実際、日本はバブル崩壊後に経済に大きな構造変化が起きた。1990年以降長期金利は大きく低下し、1997～98年の金融危機や、2003年に再度の危機を経てようやく安定に向かったが、その間にフォワード金利が大きく下がってきたことは、現在までに日本の潜在力が大きく低下した姿を象徴するものである。

＜米国は過去1年でフォワード金利が大幅に低下した＞

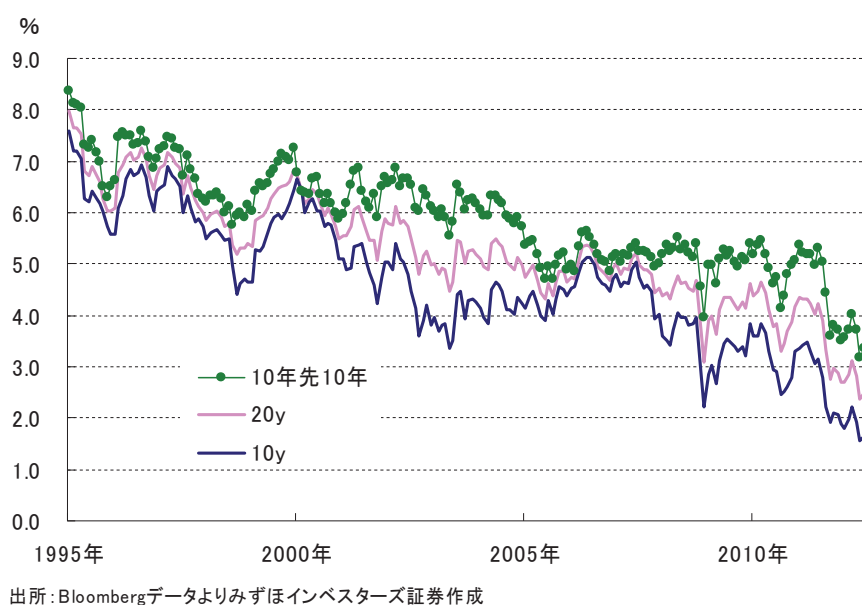
では、近い将来にフォワード金利が再び変化する可能性は無いのだろうか？1995年以降の米国のケースを見ると、次のような特徴がある。（1）1996年～2004年ごろまでは、スポットの金利水準は低下したものの、10年先10年フォワード金利が6%～7%の範囲で安定的に推移していた。（2）2005年には、1%程度の水準訂正が起きてフォワード金利が5%前後にまで低下したのち、2011年頃までは割と大きな変動を伴いつつも4%～5.5%の範囲で推移した。（3）2011年に再び大きく水準を切り下げて、現在までのところ3%～4%程度で推移している。全体として見ると、過去20年近くフォワード金利の低下傾向が続いている。

マクロ的なイベントとフォワード金利を関連付けて見た場合、米国は日本のバブル崩壊や金融危

機のように、大きな経済の構造変化を経験したことでフォワード金利が下がったと言えるのだろうか？米国で思い当たるのは2000年のITバブルとその崩壊、2001年の同時多発テロ、2006～2007年にかけての信用バブル、そして2008年のリーマンショックであるが、その前後では確かに長期金利の水準自体は大きく変動し、低下もした。しかし、フォワード金利が動いたのはそのタイミングではなく、まったく別の時期に水準訂正が起きているのだ。

筆者が考える仮説としては、フォワード金利は一定の時期に一気に段差を伴って変化するクセがあり、それは何かの出来事をきっかけとして起きると言うよりも、むしろ世界経済の大きくて間断なく続く変化（例えばBRICS諸国の台頭やIT技術革新など）の影響が蓄積され、あるタイミングでそれがフォワード金利に一気に反映されるというプロセスを繰り返しているように思える。最近の米国のフォワード金利の急低下は、投資家がそうした蓄積された変化（例えば欧州の債務危機やそれにとまなう新興国の急減速等から来る影響）に気づき、投資行動が変化して、それに相応しい金利まで水準訂正が進んでいくというプロセスが、米国で改めて起きたからではないだろうか。

米国の長期金利とフォワード金利



＜過去8年で日本でも変化が蓄積されている＞

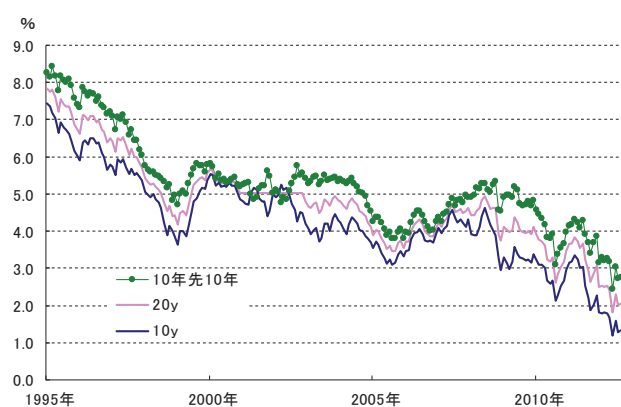
日本のケースをもう一度振り返ると、2.5%前後という現在のフォワード金利水準がもう8年近くも続いている。この間にも、実は環境変化の蓄積はかなり進んだはずであり、そう遠くない将来にフォワード金利の水準訂正が起きても何の不思議も無い。蓄積された変化とは、日本の場合、人口動態のさらなる高齢化、製造業（特に電機関連の業種）で起きた急速な国際競争力の低下、2010年ごろに始まって震災後に顕在化した貿易赤字体質への変化、あるいは潜在成長率の低下など、フォワード金利の低下と言う形で反映されてもおかしくない変化の蓄積はたくさん思い浮かぶ。（逆に金利上昇要因としては財政悪化も思い浮かぶが）

先ほどは米国の例を挙げたが、ここ1年のフォワード金利の低下はドイツやイギリスでも共通の現

象である。日本の財政事情を考えると、将来は長期金利が上昇するリスクが高いものの、現時点では金利低下トレンドのなかに位置しており、先ほどの事例のように日本はこの8年の間に長期的な潜在力の低下を数多く蓄積している事実を踏まえると、日本のフォワード金利は一段と低下する余地を残しているのではないだろうか。これまでは10年債の金利低下に20年債が追いつかず、10年-20年がスティープ化する傾向があったが、今後はフラット化する局面が見られる可能性がある。仮に、フォワード金利を現在の2.5%に固定した場合、10年が0.5%まで下がっても20年は1.5%までしか下がらないが、フォワード金利が2.0%まで低下するケースでは、10年が0.8%でも20年が1.4%、10年が0.5%になれば20年は1.25%までの低下余地がある。逆に金利が上昇するケースでは、フォワード金利が2.5%の場合、10年が1.0%に上昇すると20年は1.75%に上昇するが、フォワード金利が2.0%では、10年が1.0%でも20年は1.5%となる。

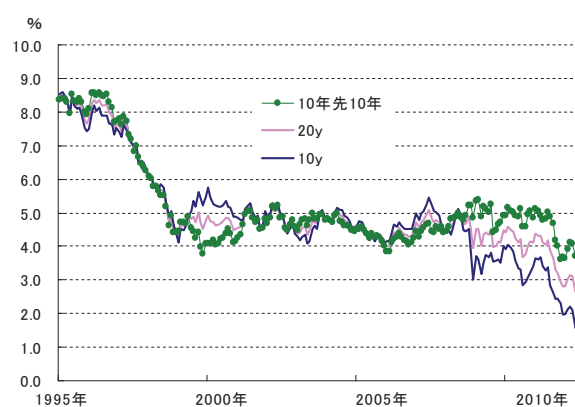
要するに、超長期である20年債の金利は、10年債に比べて高すぎる、というのが本稿の趣旨である。参考までに、ドイツ、イギリスについても同様のグラフを掲載しておく。両国でも、フォワード金利の低下と言うレジームチェンジが起きている最中である。日本だけが取り残されるとは見えないほうが良いだろう。

ドイツの長期金利とフォワード金利



出所: Bloombergデータよりみずほインベスターズ証券作成

イギリスの長期金利とフォワード金利



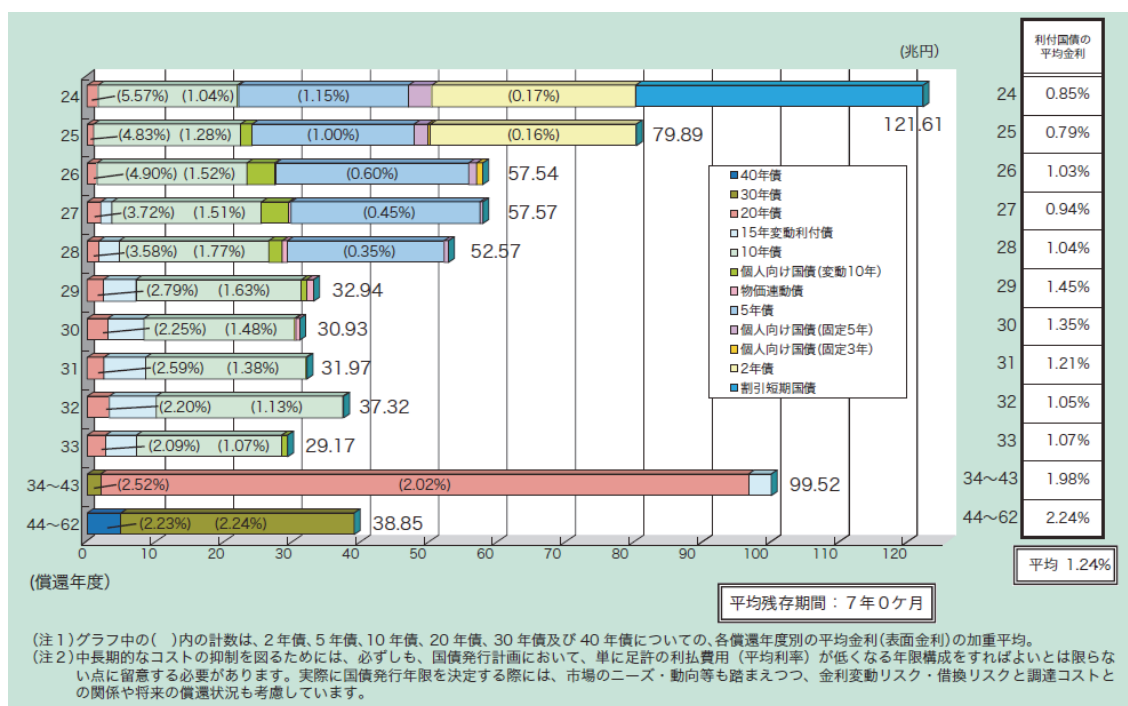
出所: Bloombergデータよりみずほインベスターズ証券作成

＜高いクーポンの国債が次々と償還される＞

次に、債券運用とかかわりの深い、今後満期を迎える国債の償還について見て行きたい。財務省から公表されている「債務管理レポート2012」から、次に掲載する図表を抜粋した。これは、平成24年度以降、毎年どれだけの国債が償還されるのかを、年限別のおおよその金額と平均金利をビジュアルに把握できる画期的なグラフである。グラフの見方としては、まず、平成24年度に償還を迎える普通国債が121.61兆円であり、その年限別の金額が棒グラフの長さによって示されている（金額は記載されていない）。そして、それぞれの年限の平均金利（クーポン）が括弧書きで記されているが、ここから読み取れるもっとも重要な点としては、今年度中に償還される国債では、平均金利1.15%とかなりクーポンの高い5年債が大量に（25兆円程度）償還されることである。

例えば他の年限を見ると、20年債は平均金利5.57%と非常に高い（20年前の金利水準はこれが普通

であった・・・）が、金額が僅かであるため全体に与えるインパクトはさほどでもない。一方、10年債の償還は20兆円程度と大きいものの、平均金利は1.04%と低く、現在の10年債金利（0.8%）に乗り換える場合にもそれほど大きな金利差ではない。しかし、5年債の段差はこれとは比較にならず、今年度償還を迎える5年債の利回りは現在の約0.2%と比較して0.95%もの落差がある。これでは償還金をそのまま5年債でロールする気にはなれないだろう。



出所：財務省

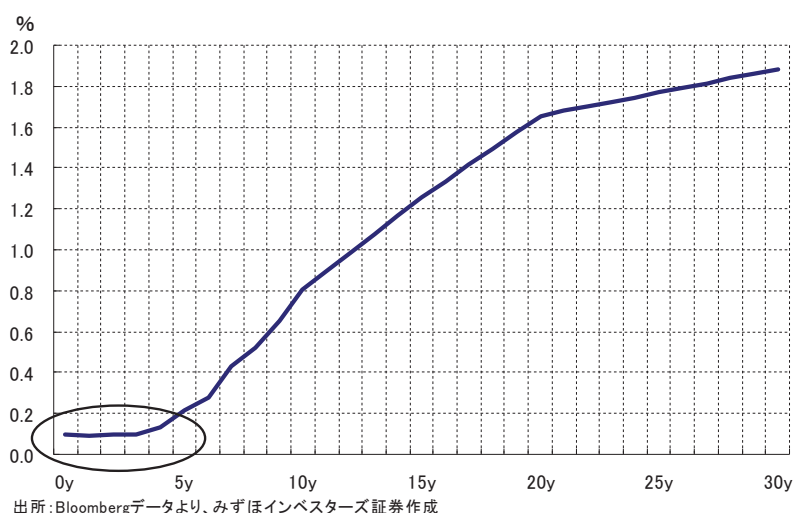
＜運用の年限を長期化せざるを得ない投資家の事情＞

債券運用で利回りをアップさせる手段としては、年限を長期化するかクレジットリスクを取るしかない（場合によっては為替リスクをとって外債という考え方もある）が、一般的には年限の長期化の方が投資家は受け入れやすいと考えられる。だが、償還を迎えた資金の運用先として、これまでと同じ金利収入を得るためには10年債に乗り換えても足りず、さらに長い年限にまで対象を広げる必要が出てくる。今年償還を迎える5年債に見合う利回りを求めるなら、年限を残存14年程度まで延ばす必要がある。

国の財政にとっては利払いコストが大幅に低下するため、償還を迎えた5年債を再び5年債でリファイナンスした場合、年度合計では25兆円×0.95%=2375億円ものコスト削減効果がある。しかし投資家側にとっては同じ金額が収入減となってしまうため、かなり大きな問題である。現在のイールドカーブは4年までのゾーンがほぼ0.1%に張り付いており、右肩上がりの形状は5年以降で形成されるという異常な状態である。5年債が0.2%前後という水準では、もはやこのゾーンには投資対象としての魅力が乏しいと言わざるを得ない。このイールドカーブは、インフレ目標達成に向けて日銀が強力な金融緩和を推進してもなお、向こう4年間は政策金利の引き上げが実施できない可能性を

100%織り込んでしまったことを意味するが、それは果たして妥当なのか？3年前には現在のような金利環境になるとは誰も想像しなかったように、3年後にはこれまで想像しなかったような環境（例えば円安やインフレ率が高まる状況）がやって来る可能性はまったく無いのだろうか？それとも現在のイールドカーブが物語るように、34年後にも利上げを行える環境が来ないのなら、向こう34年間の債券投資ではもっと年限を延ばすほうが得策ではないだろうか？

日本国債のイールドカーブ



＜高クーポンの償還もフォワード金利の低下要因に＞

単純・素朴な疑問であるが、いくら計量化して理論的に考えても、今のイールドカーブには感覚的な不合理感を拭うことは出来ない。それほどいびつな形状をしているように見える。そしてこれが10年ゾーンまでの金利低下に強く影響を与えている一方、参加者層の違いによって20年ゾーンにはその影響が十分に届かない状態となっている。それが本稿の前半で触れたフォワード金利の高止まりにも多分に影響していると考えられる。高クーポン債の償還は今年度だけではなく、来年度以降も続く。その間、イールドカーブに織り込まれたとおり市場金利が上昇しないのであれば、長期金利の上昇余地もさほど大きくはないだろう。今後、過去の高クーポン債によって得られていた収益源が償還によって失われていくことを考えると、償還金の運用先は自ずと、より長い年限へとシフトしていかざるを得ないだろう。これが20年債など超長期ゾーンの金利を押し下げる圧力となり、結果的にフォワード金利を過去8年間のレンジから下方へ離脱させる原動力となるかもしれない。フォワード金利は国の潜在力を表すと前段で述べたが、長期金利がこれほど長期間続いていること自体が潜在力の低下を意味し、自己実現的に一段とフォワード金利を押し下げるという側面もありそうだ。

マーケット・アウトLOOK

内外政局と債券市場

SMB C日興証券株式会社 金融経済調査部 チーフ債券ストラテジスト 末澤 豪謙

米共和・民主両党全国大会開催

米民主党の全国大会が、南部ノースカロライナ州のシャーロットで、6月4日から6日まで3日間の日程で開催され、バラック・オバマ大統領と、ジョセフ・バイデン副大統領のコンビが引き続き、再選を目指して、正副大統領候補として正式指名を受けた。

共和・民主大統領候補正式決定で、大統領選本格化へ

一方、8月27日～30日まで、フロリダ州タンパで開催された共和党全国大会では、大統領候補として、ミット・ロムニー前マサチューセッツ州知事が、副大統領候補には、ポール・ライアン下院議員（ウィスコンシン州選出）が正式に指名された。

米大統領選情勢分析

米国は、大統領選の選挙管轄区として50州とコロンビア特別区の51区（総選挙人数538人）が存在するが、過去、大統領選の帰趨は、いわゆる「スイング・ステート」12州（オハイオ、バージニア、コロラド、フロリダ、アイオワ、ミシガン、ネバダ、ニューハンプシャー、ニューメキシコ、ノースカロライナ、ペンシルベニア、ウィスコンシン州）で決まっている。

共和党全国大会がフロリダ州で、民主党全国大会がノースカロライナ州で開催されるのも、このあたりの事情がある。特に、フロリダ（選挙人数29）やペンシルベニア（同20）、オハイオ（同18）等、大票田の州が、極めて重要だ。

図表1のように、2010年の国勢調査に基づき、再配分された51区の選挙人をスイング・ステート以外で、共和党のロムニー陣営と民主党のオバマ陣営に振り分けると、191対196で、オバマ氏が若干、優位なるも、僅差の状況。

但し、2012年の大統領選では、このうち、ペンシルベニア（同20）、ミシガン（16）、ウィスコンシン（11）、ニューメキシコ（5）では、現職のオバマ大統領が優位に立っていることから、4州の選挙人を追加すると、191対247で、オバマ氏の優位が拡大する。選挙人538人の過半数は、270人のため、オバマ氏は、あと23人獲得すれば、再選が可能となるのに対し、ロムニー氏は、なお79人必要となる。

焦点は、スイング・ステートの残り8州、オハイオ（同18）、バージニア（同13）、コロラド（同9）、フロリダ（同29）、アイオワ（同6）、ネバダ（同6）、ニューハンプシャー（同4）、ノースカロライナ（同15）の帰趨だ。

現状、世論調査における支持率では、民主党が全国大会を開催中のノースカロライナ州を除き、全ての州でオバマ氏が優位に立っているが、最近、その差はやや縮小した後、再拡大している。

背景には、共和党のライアン副大統領候補の決定や、8月下旬に開催された共和党全国大会の影響があったと考えられる。一方、9月上旬に開催された民主党全国大会後は、その差は再度拡大している。但し、より重要なのは、経済情勢だろう。

今後、11月に向けて、緩やかであれ、雇用や株価の回復傾向を維持できるかが勝負の分かれ目となりそう。米雇用統計が、年初は市場予想を上回る改善を示したが、3-7月期は非農業部門の雇用者数が低迷、市場予想も下回った。背景には、昨冬が暖冬だったという特殊要因もあったが、欧州財政問題等も影響したと想定される。非農業部門の雇用者数は、7月分は、市場予想を大幅に上回ったものの、8月分は、再度、前月比9万6千人増（速報値）と低迷することとなった。市場

予想を下回る雇用統計等を受けて、9月12日・13日開催の米FOMCで、FRBは、毎月400億ドルMBS（住宅ローン担保証券）の買い取り等、いわゆるQE3（量的緩和第3弾）の発動を決めた。QE3の発動や欧州での政策対応を受けて、株価は世界的に上伸、9月14日には、ニューヨークダウ30種平均は、1万3,593ドルと2007年12月10日以来4年9カ月ぶりの、ナスダック総合指数は、3,183.95ポイントと2000年11月9日以来11年10カ月ぶりの高水準で引けた。11月に向けて、株価が上昇トレンドを維持し、雇用も緩やかな改善を維持できれば、失業率が大幅に回復せずとも、オバマ氏は、かつてのロナルド・レーガン大統領のように再選を手にする可能性は高いと予想しているが、景気失速が明らかとなれば、経済通との評判が高いロムニー氏が優位に立ちそうだ。但し、この場合、共和党内に反対の強いQE3の発動を決めたバーナンキFRB議長の再任のハードルは高くなることも予想される。

図表 1 2004 年と 2008 年の米大統領選の結果と 2012 年の予想（2012 年 9 月 18 日時点）

州名	2004年結果			2008年結果			2012年予想		
	選挙人数	ブッシュ	ケリー	選挙人数	マケイン	オバマ	選挙人数	ロムニー	オバマ
メイン	4		4	4		4	4		4
ニューハンプシャー	4		4	4		4	4		○
バーモント	3		3	3		3	3		3
マサチューセッツ	12		12	12		12	11		11
ロードアイランド	4		4	4		4	4		4
コネティカット	7		7	7		7	7		7
ニューヨーク	31		31	31		31	29		29
ニュージャージー	15		15	15		15	14		14
ペンシルベニア	21		21	21		21	20		◎
デラウェア	3		3	3		3	3		3
コロンビア特別区	3		3	3		3	3		3
メリーランド	10		10	10		10	10		10
バージニア	13	13		13		13	13		○
ウェストバージニア	5	5		5	5		5	5	
ノースカロライナ	15	15		15		15	15	○	
サウスカロライナ	8	8		8	8		9	9	
フロリダ	27	27		27		27	29		○
ケンタッキー	8	8		8	8		8	8	
テネシー	11	11		11	11		11	11	
ジョージア	15	15		15	15		16	16	
アラバマ	9	9		9	9		9	9	
ミシシッピ	6	6		6	6		6	6	
アーカンソー	6	6		6	6		6	6	
ルイジアナ	9	9		9	9		8	8	
オクラホマ	7	7		7	7		7	7	
テキサス	34	34		34	34		38	38	
ミシガン	17		17	17		17	16		◎
オハイオ	20	20		20		20	18		
インディアナ	11	11		11		11	11	11	
ウィスコンシン	10		10	10		10	10		◎
イリノイ	21		21	21		21	20		20
ミネソタ	10		10	10		10	10		10
アイオワ	7	7		7		7	6		○
ミズーリ	11	11		11	11		10	10	
ノースダコタ	3	3		3	3		3	3	
サウスダコタ	3	3		3	3		3	3	
ネブラスカ	5	5		5	4	1	5	5	
カンザス	6	6		6	6		6	6	
モンタナ	3	3		3	3		3	3	
ワイオミング	3	3		3	3		3	3	
コロラド	9	9		9		9	9		○
カリフォルニア	55		55	55		55	55		55
ニューメキシコ	5	5		5		5	5		◎
アイダホ	4	4		4	4		4	4	
ユタ	5	5		5	5		6	6	
アリゾナ	10	10		10	10		11	11	
ワシントン	11		11	11		11	12		12
オレゴン	7		7	7		7	7		7
ネバダ	5	5		5		5	6		○
アラスカ	3	3		3	3		3	3	
ハワイ	4		4	4		4	4		4
合計	538	286	252	538	173	365	538	191	196
4州分追加 支持率での優位								191 206	247 332
	選挙人数	ブッシュ	ケリー	選挙人数	マケイン	オバマ	選挙人数	ロムニー	オバマ

出所：米NARA及び米大使館資料や最近の報道内容よりSMB C日興証券作成。

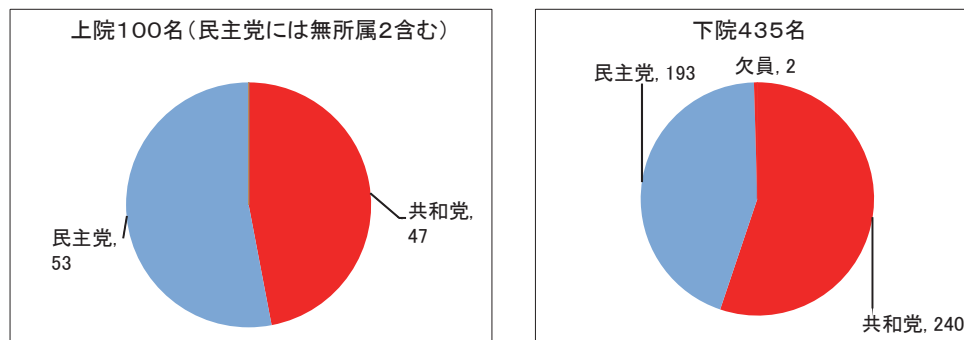
オバマ大統領再選の可能性が高い

筆者の現時点での予想では、株価や雇用統計等は緩やかな改善が続くものと予想している。また、オハイオ州は、自動車産業の回復等もあって、失業率が全米平均よりも低い。スイング・ステートの中で最大の票田であるフロリダ州は、ヒスパニック系住民の増加もあって、移民政策等に寛容な民主党に支持が集まりやすいと考えられる。以上、勘案すると、現状では、オバマ大統領再選の可能性が高いと考えられる。

米議会選予想、上下院で、一段と民主・共和両党が拮抗か

一方、議会選では、上院、下院とも、共和党が優勢と予想している。但し、下院では共和党の議席数は減少、上院では非改選を含め民主・共和がほぼ半々と、現状以上に、議会の構成が拮抗するものと予想している。

図表2 米議会の構成（2011年6月1日現在）



出所：外務省資料よりSMB C日興証券作成。

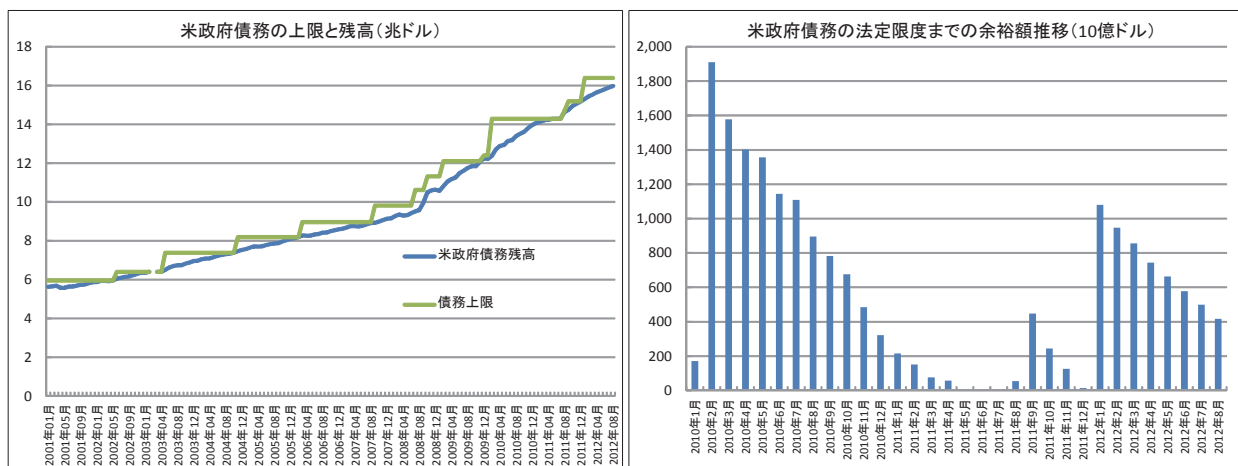
「決められない政治」色がより強まる可能性

オバマ大統領の再選が叶っても、議会との関係はより厳しくなることが想定される。上院は、議事妨害で機能せず、下院も共和党内で保守派が増加すれば、より姿勢が硬化する可能性も考えられ、大統領の拒否権も相まって、「決められない政治」色がより強まる可能性は否定できない。特に、今後の財政再建策を巡っては、社会保障等の歳出削減を主張する共和党と富裕層向け増税等を優先する民主党では、意見の隔たりが大きく収束は容易ではない。

11月6日の米大統領選後は、3つのリスク浮上で「質への逃避」再燃か

2013会計年度の米財政赤字は、5年ぶりに1兆ドルを割り込む見通しとなっているが、既に本予算の可決は当面見送られ、半年間の暫定予算で凌ぐことが決まっており、最終的な決着は、11月6日の大統領選、議会選の結果次第だ。2012年末には、いわゆる財政の壁（フィスカル・クリフ）と呼ばれるブッシュ減税や社会保障税減税等の延長問題、トリガー条項の発動に伴う10年間で総額2.1兆ド

図表3 米国債発行限度までの余裕額推移



出所：米財務省資料よりSMB C日興証券作成。（注）米国政府債務の法定限度額の対象：国債残から限度枠外の債務やアモチコスト分、連邦金融銀行分を控除し、政府機関宛政府保証債務を加えたもの。

ルの歳出削減問題も控えている。加えて、2013年春先には2011年夏同様、米国の債務上限問題が再燃する可能性も想定される。米債務残高は、2012年末頃に上限（現状、16.4兆ドル）に達する見込。3カ月程度は、社会保障信託基金等の資金でやり繰りできても、2013年3月頃には2011年8月と同様の状況となる可能性が高い。また、大統領選後は、イランの核問題が再浮上し、イスラエルとの緊張が高まる事態も想定され、注意が必要だろう。

3つのリスク解決のため、最終的には、超党派で妥協が図られるものと予想

財政の壁（フィスカル クリフ）問題、米債務上限（シーリング）引き上げ問題、イラン情勢の緊迫化という3つのリスクが同時に噴き出すことで、大統領選後は、一時的に「質への逃避」再燃が想定されるが、最終的には、3つのリスクの解決のため、超党派で妥協が図られ、財政の壁問題等は、乗り越えられるものと予想している。

自民党総裁選告示、5氏が立候補届出

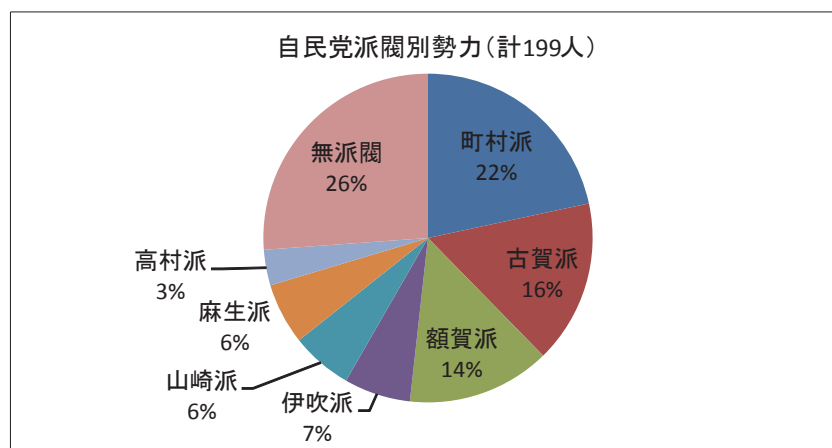
一方、国内では、自民党の谷垣禎一総裁の任期満了に伴う党総裁選が14日、告示され、安倍晋三元首相（57）、石破茂前政調会長（55）、町村信孝元外相（67）、石原伸晃幹事長（55）、林芳正政調会長代理（51）の5氏が立候補を届け出た。5氏による争いは、麻生元首相が当選した2008年9月の総裁選以来で過去最多。立候補する5氏は、全員が閣僚経験者を父親に持つ2世議員で、林氏だけが参院議員。参院議員が総裁選に出馬するのは、今回が初めて。総裁選は、党所属国会議員票199票と党員・党友の地方票300票の計499票で争われる。25日までに党員投票を行い、26日に開票。同日の国会議員の投開票と合わせて新総裁を選出する。1回目の投票で過半数を得る候補者がいなければ、国会議員による1位と2位の決選投票となる。任期は3年。

総裁選、序盤の情勢、決選投票必至か

総裁選序盤の情勢だが、自民党派閥毎の状況はかつてなく流動的であり、単純に派閥の人数の足し算では、分析は困難な情勢だ。最大派閥の町村派は、町村氏と安倍氏が立候補し、分裂選挙となっている。第2派閥の古賀派も13日の会合で、古賀会長が派内の林氏への支持を訴えたものの、出馬断念に追い込まれた谷垣総裁に近い議員は欠席。

一方、11日、山崎派は、派内の石原氏支持を決定、12日には、額賀派が石原氏支持を、13日には、麻生、高村両派が安倍氏支持を、伊吹派は自主投票を決定した。但し、各派閥には、石破氏や安倍氏を推す議員も多く、地方票も分散が予想される。

図表 4 自民党所属国会議員派閥別勢力図



出所：NHK資料等よりSMB C日興証券作成。

決選投票へは、石破氏、石原氏、安倍氏のうち2氏が進む可能性

第1回目の投票では、過半数を得られる候補者はなく、決選投票にもつれこむ可能性が高いと想定される。この場合、世論調査でも人気が高く、地方票でリードしているとされる石破氏、派閥領袖等の支持を広範に得ている石原氏、総理経験者で派閥横断的に支持の多い安倍氏の3氏のうち、2氏が決選投票に進む可能性が高いと考えられる。決選投票では、石原氏、町村氏、林氏の3氏を押す勢力と、石破氏と安倍氏の2氏を推す勢力が、各々連合を組む可能性も想定される。但し、自民党内では、派閥の溶融に加え、無派閥議員も増加していることから、民主党代表選のように、候補者の演説等を聞いて、最終的に判断を下す国会議員も多いと想定され、選挙情勢は混とんとした状況が続きそうだ。

自民党新総裁の顔ぶれは、政権の枠組みにも影響を及ぼす可能性

自民党新総裁の顔ぶれは、「近いうち解散」後の衆院総選挙後の政権の枠組みにも影響を及ぼすこととなりそうだ。要因としては、2点考えられる。まず、第1点は、新総裁の顔ぶれによって、自民党の議席占有率が変化することで、衆院で、過半数を得るための、連立相手の選択肢に変化が生じることだ。仮に、自公両党で、過半数が確保できれば、新たな連立相手を探す必要性はないが、衆院解散のタイミングが後ズレしたことで、いわゆる第3極の選挙準備が整いつつあることから、連立の枠組み拡大が必要となる可能性が高まりつつある。また、第3極の勢力次第で、過半数を確保するための連立相手の選択肢が変化・限定されることも想定される。第2点は、政策面での変化だ。成長重視か財政再建重視か、「大きな政府」か「小さな政府」といった経済財政政策面や外交・安全保障政策等、政策面での連立構成の変化、場合によっては、政界再編に至るような政界の枠組み変化が生じる可能性も想定される。

自民党総裁選への注目度高まる

自民党総裁選は、次期衆院総選挙後の政界の枠組みや基本政策の変化にも影響を与える可能性が想定され、今後、市場の注目度が増すこととなりそうだ。

民主党代表選、10日告示、21日投開票、4氏が立候補届出

他方、民主党代表選は、10日に告示され、21日に投開票が実施される。代表選へは、4氏が立候補した。再選を目指す野田首相に、赤松広隆元農水相、原口一博元総務相、鹿野道彦前農水相が挑む構図となった。但し、一時は、有力な対立候補と目された細野豪志環境相が立候補を断念したこともあって、野田首相の再選は揺るがない情勢。

民主党代表選の仕組み、1,231ポイントの争い

民主党代表選は、投票はポイントに換算され、国会議員336人が1人2ポイントで672ポイント、国政選挙の公認候補予定者9人が1人1ポイントで9ポイント、地方議員2,030人は合わせて141ポイント、党員・サポーター32万6,974人は合わせて409ポイントの合計1,231ポイントで争われる。

第1回目の投票で、過半数を得た候補者が新しい代表に選出され、過半数を得た候補者がいなかった場合には、上位2人の候補者の間で、国会議員と公認候補予定者による決選投票が行われる。任期は今回から3年（従来2年）。但し、今回の場合、1回目の投票で、野田首相が代表に選出される見通しだ。

内外政局と債券市場

欧州では、6月28日・29日開催のEUサミットで、欧州財政問題の短期的な対応とともに、中長期的な安定化策が議論された。具体的には、ユーロ圏の銀行監督をECB（欧州中央銀行）に一元化するとともに、9月に稼働するESM（欧州安定化メカニズム）が、民間銀行に資本を直接注入、また、

EFSF（欧州金融安定化基金）やESMにより欧州周辺国の国債を買入れることも決定した。同会議では、成長・雇用協定を採択、インフラ整備等に1,200億ユーロを投入することも決定した。但し、欧州銀行同盟や財政同盟構想に関しては、具体的な進展は見られず、同問題の進捗は2013年9月までに実施されるドイツ総選挙を待つ必要があるようだ。一方、ECBは、9月6日の理事会で、OMTs（アウトライト・マネタリー・トランザクション）等非伝統的な措置の導入を決定、南欧諸国の国債買入をEFSF等と共同で実施の方向にあり、10月8日にはESMも設立見込み。欧州財政問題は、一旦、小康状態となることが想定される。

8-11月期は、一旦、リスクオンの動きへ転化か

米国では、住宅市場の底打ちが明確化している。緩やかではあるものの雇用関連指標の改善に加え、株価の上昇もあって、当面、内需主導の回復が期待できそう。QE3実施もリフレ期待を強めることになろう。中国では、10月頃開催の第18回共産党全国代表大会に向け、既に金融緩和を始め、今後は、当面1兆元規模の財政出動も実施される。我が国においても、4-6月期以降は、特に公共投資の追加による復興需要が表面化しつつある。秋の臨時国会で想定される衆院解散後の総選挙では、大規模な政界再編の可能性もされ、政策面でも、やや断絶的な変化が発生する可能性も否定できない。このような各国の政策対応から、8-11月期は、一時的に世界的に「質への逃避」の巻き戻し、リスクオンの動きが強まるものと想定している。

2013年序盤は、米国発の「質への逃避」から、金利低下へ

一方、年末を見渡すと、前述のように、11月6日の米国の大統領選・議会選が不透明要因だ。米国では、共和党と民主党の間で政策面での対立が相当程度深まっている。2013年に向けた「財政の壁」の調整方法や昨夏の格下げの要因にもなった債務上限の引き上げについても、決着に時間がかかり、混乱が予想される。また、大統領選後は、イラン情勢の緊迫化の懸念があることなどから、2013年に向けては、米国発の「質への逃避」的な環境が続きやすく、ボラティリティが高まる展開になるのではないかと考えられる。但し、最終的には、過去同様、ギリギリのタイミングで超党派による妥協が成立、「財政の壁」は相当程度、緩和するものと想定している。

国債市場は、基本的に好需給が続くが、変動率の拡大には要注意

こうした中、国内債券市場では、米独長期金利の低下や株安を受けて、長期金利は7月23日には、2003年6月27日以来の水準となる0.720%まで低下した。やはり、2010年10月に実施された事業仕分け（第3弾特別会計）を受けた国債整理基金剰余金を活用した利付国債の実質的な発行減の影響に加え、国内金融機関の預貸差額の増加とリスク回避志向の強まり、日銀による資産買入等基金の大幅増枠等から、国内債券市場では、依然、好需給が続いていることが背景にありそう。6月や9月の国債大量償還や2012年度通期を見据えた国債残高の積み増しニーズ等を鑑みると、この環境が直ぐに変化するとは考えにくい。ただ、今年は、秋頃には、衆院が解散される可能性が高い。選挙結果次第では、大型景気対策の策定や消費増税の凍結等の可能性も想定される。その場合、日本国債の格付けが一段と引き下げられることとなろう。既に、海外格付会社1社は2012年5月に日本国債の格付けをシングルAプラス格水準に引き下げており、政局次第では、他の海外格付会社が追随する可能性も見込まれる。さすがに、複数格付会社がシングルA格水準に引き下げるとなると海外投資家の日本国債に対する投資姿勢が変化する可能性も否定できない。長期金利が1%を大きく割り込んだ1998年夏や2003年春同様、変動率の拡大は、一時的であれ、金利上昇要因と位置づけられることとなろう。（2012年9月18日執筆）

医療保険改革と米国の大統領選

明海大学 経済学部 教授 朝日 譲治

はじめに

米国の高齢者のための公的医療保険「メディケア」法案は1965年に成立した。ミズリー州インディペンデンスでこの法案に署名したリンドン・B・ジョンソン大統領は誇らしくこう述べた。「今後、アメリカの高齢者は、現代医療がもたらす奇跡の治療を拒まれることはなくなる。将来に備えてこつこつと長年蓄えてきた貯蓄を病気のために減らしたり、使い尽くしたりすることはなくなるであろう。」メディケアは、65歳以上の人々が全員加入する米国で最初の公的な医療保険制度である。

その後、メディケアは、高齢者に加えて、障害者にも適用されるようになった。メディケア成立と同時に、低所得者を対象とした医療保険制度であるメディケイドも始まった。メディケイドは、無償で医療サービスを受けられる保険である。これらメディケアとメディケイドが現在の米国の公的な医療保険制度の基本となっている。

さて、いま、このメディケアが本年11月の大統領選挙の大きな争点となっている。民主党大統領候補、現職のオバマ大統領と共和党候補、ミット・ロムニー前マサチューセッツ州知事との間で激しい論戦が戦わされている。外交、財政、社会保障、雇用が重要な争点となっている中で、もっとも両候補者が気にしていること、そして有権者が関心をもっていることは、社会保障、とりわけ医療保険改革である。米国でも大量のベビーブーマーが60歳代に入ってきている。アメリカのベビーブームの期間については諸説あるが、第二次大戦直後から10年余りの長きにわたっていると捉えるのが標準的であろう。11月の大統領選挙では、このベビーブーマーの支持をいかに獲得するか、両陣営が最重要と位置づける戦略である。

ベビーブーマーの最大の関心事は、高齢期の医療保険である。このあり方をめぐる両陣営の立場と、さらに大きく視点を広げて、オバマ大統領の医療保険改革をどう評価するか、間近に迫った大統領選を見据えて、これらを中心に概観しよう。

1. メディケア制度とは

米国において、包括的な公的医療保険制度は確立していないが、上述のように、低所得者のためのメディケイド、65歳以上の高齢者と障害者を対象としたメディケアの二つの保険制度がある。米国政府の公式ホームページにもとづき、まず、メディケア制度の成り立ちを鳥瞰する。(Medicare.gov. The Official U.S. Government Site for Medicare)

実施主体は連邦政府であり、パートAからパートDまで4つの部分から成り立っている。図表1は、それぞれの保障対象と財源を表にしたものである。

図表 1 メディケアの4つの部分

パート	保障対象	財 源
Part A	入院に伴う医療費をまかなう。	現役世代の拠出する社会保険税。
Part B	外来に伴う医療費をまかなう。	被保険者による保険料および公費。
Part C	入院および外来に伴う医療費をまかなう。 (認可を受けた民間保険会社が運営する。)	被保険者による保険料。加入するプランによって異なる。
Part D	処方箋による薬剤の費用をまかなう。	被保険者による保険料。加入するプランによって異なる。高所得者はより高い保険料を負担する。

(注1) 現役時代に社会保険税を拠出していた人は、パートAの保険料はゼロである。大半の人がこれに該当する。

(注2) 所得の基準額を超えていない大半の人の場合、パートBの保険料は月\$99.90で、負担する免責額は年間\$140である。基準額を超えた人の保険料は高くなり、保険料の最高額は\$259.70である。

(注3) パートCには、処方箋による薬剤費用をまかなうプランがつく場合が多い。パートCは、メディケア・アドバンテージとよばれる。

加入者をみると、2010年7月1日時点で、パートAとパートBの両方に加入している人、およびAまたはBのいずれかに加入している人の合計は、高齢者が3931万人、障害者が792万人、合計4724万人であり、この数字は年々増加傾向を示している。

65歳未満の健常者については、事業主の提供する民間医療保険に加入するか、個人で民間医療保険に加入するか、あるいは、医療保険なしで済みますか、のいずれかである。図表2から分かるように、実に14.3%もの人々が医療保険なしで暮らしている。

図表 2 保険加入者と無保険者

	民間の医療保険の加入者		メディケア タイプA タイプB (高齢者+障害者)	メディケイド	無保険者
人数	1億8995万人		4724万人	5031万人	4820万人
比率	61.2%		14.0%	14.9%	14.3%

(出所) Centers for Medicare & Medicaid 他。

(注1) メディケアとメディケイドのデータは2010年度、その他は2011年度である。

(注2) 一部に算入の重複があるため、比率の合計は100にならない。

2. オバマ候補のメディケア

オバマ大統領は、就任前から、医療保険改革を訴えて、実際に2010年3月、「医療保険改革法」を成立させた。この改革法は、本来、国民階級保険を目指したものであった。従来から皆保険に対する根強い反対が米国内にあったため、まずは現状の保険制度を見直し、無保険者をなくす、という意図で「オバマ・ケア」がスタートした。

まず無保険者に民間の保険に加入させること、当然これには巨額の財政出動が必要である。赤字が続いている米国政府は、新たな財源をつくることは不可能で、高所得者や医療関係業界への増税とともに、結局、メディケアにかかる費用の削減をはかることとなった。ロムニー候補は、この点を衝き、オバマ大統領が再選されると、高齢者に対する医療サービスが劣化し、保険料の高騰をもたらすと攻撃する。

オバマの改革法は、メディケアの保障範囲を拡大し、たとえば、それまで保険の対象となっていなかった乳がん検査など予防的医療を無償化した。さらに、がんや長期にわたる慢性病患者は、以前なら保険会社が一定額の保障の限度額を設けていたため、この額を超えるとすべて自費で支弁しなければならなかった。改革法では、2014年にはこうした限度額が撤廃されることになる。さらに、メディケアを悪用する事例を徹底的になくすことにより、メディケア経費の削減を図ることも盛り込んでいる。「社会のために働いてきた高齢者が、医療費のために家や生活のための貯蓄を失わなくてよいように、メディケアを守り、強化しなければならない。」（大統領のWeekly Address 2012.8.25）

3. ロムニー候補のメディケア

もともと共和党は、公的医療保険に否定的な態度を取り続けてきた。オバマ政権に対しては、医療保険改革、いわゆる「オバマ・ケア」が保障範囲を拡張し過ぎて、むしろ、メディケアを壊していると批判する。ロムニー候補は、現在55歳以下、すなわち、2023年以降に65歳に達する人々を対象に、現在のメディケアにとって代わる「特別支援」プログラムを導入し、65歳になると民間医療保険を購入するための補助金を支給すると提案している。しかし、メディケアを廃止して、医療保険購入のための補助金支給が一般にアピールするかどうか、疑問である。この補助金支給額がいくらになるのか、大いに興味が湧く。現在のプランでは、保険会社が競争入札して、最安値から二番目に安い金額とすることとなっている。これより高い保険を購入する者は、差額分を自己負担することになり、より安い保険を購入した者は差額分を手にすることができる。

ロムニー候補の現金支給案に加えて、さらにメディケアの適用年齢を上げようとするのが副大統領候補に指名された下院予算委員長ポール・ライアンである。すなわち、ライアンは、2023年以降、毎年2ヵ月ごとに適用年齢を遅らせていき、2033年に67歳にするというプランを提案する。ライアンは、「小さな政府」の論者で、これまでもさまざまな社会保障の削減を行ってきた。連邦の医療保険制度を改革するロードマップを示したこともその一環であるが、ロムニー候補は、ライアンの主張の詳細についてキャンペーン期間中触れないようにしている。

ロムニー候補自身、マサチューセッツ州知事時代、州の医療改革に真剣に取り組んでおり、「オバマ・ケア」の要点がよく理解できるのであろう。自分が大統領になった初日に「オバマ・ケア」

を全面的に廃止すると豪語していた時もあったが、最近ではトーンを落とし、むしろ、「オバマ・ケア」の一部、たとえば既往症や持病のある者も医療保険に組み入れることに賛同している。

この点については、プリンストン大学のポール・クルーグマンが、早速反論し、「全員の加入強制としなければ、健康な人たちがどんどん保険から逃げて行って、結局リスクの高い人、費用のかかる人ばかりが残ってしまい、保険料が巨額なものになってしまう」とコメントしている。

(BloombergBusinessweek 2012.9.9)

4. 「オバマ・ケア」～医療保険改革法2010年に成立

医療保険改革法は、約4800万人いるという米国の中低所得者の無保険者一掃を意図したものである。皆保険を目標に、保険に加入しない者や従業員のために保険を導入しない企業等に対しては罰金を科すという徹底ぶりである。

米国の医療保険は、被用者の場合は企業や政府が提供する団体保険に加入する。その際、既往症等はあまり問題にならない、と言われている。しかし、中途採用や個人で保険に加入する場合、州によっては既往症等が問題になり、ときには保険加入を拒否されたり、免責期間が設定されたりすることもある。医療保険改革法では、19歳未満の未成年者の保険加入に対して既往症や持病を根拠に保険会社は加入拒否ができなくなった。19歳以上については2014年から既往症等の有無に関わりなく保険加入が可能となる。さらに、26歳までは、親の医療保険に加えてもらえるようになった。

この医療保険改革は、2014年までの経年ごとに詳細で具体的な改革プログラムが組まれている。たとえば、2010年10月からは、将来の医療費削減のため、健康診断や予防接種などの予防医療の一部が保険で全額適用されるようになり、血圧やコレステロールのスクリーニング、肝炎、破傷風、ジフテリア等の予防接種等、適用されるリストが公開されている。また、25歳未満の小規模事業主側が被用者の保険を半分以上負担すれば、負担額の一部の税額控除が認められるようになった。さらに、保険会社による保険料の自由な設定は認められず、保険料を値上げする場合は、その理由を説明させるシステムが構築された。2014年、完成年度には、個人の保険加入が義務化され、加入しないと罰則が科されることになる。

この改革法に対し、強制加入をめぐって、国民の自由な選択を保障する合衆国憲法に反するとして、共和党の色彩の濃い諸州で訴訟が続いたことは記憶に新しい。保険料使途の開示をめぐっても、保険会社から強い反発が起こっている。下級審では、合憲、違憲両方の判断が出て、最終判断は最高裁判所にゆだねられた。9名の最高裁判事の来歴から、違憲判決がでるのではないかと、との観測が強かったが、6月、合憲との判決が下された。この判決でオバマ陣営は活気づき、医療保険改革の意義をさらに詳細に訴えている。しかし、米国の長い伝統に根付いた「小さな政府」の考え方はなかなか消えるものではなく、現在、オバマ候補とロムニー候補の論戦の中で、アメリカ人が新たに「大きな政府」の意味と「小さな政府」の意味を考える機会が与えられているといえよう。

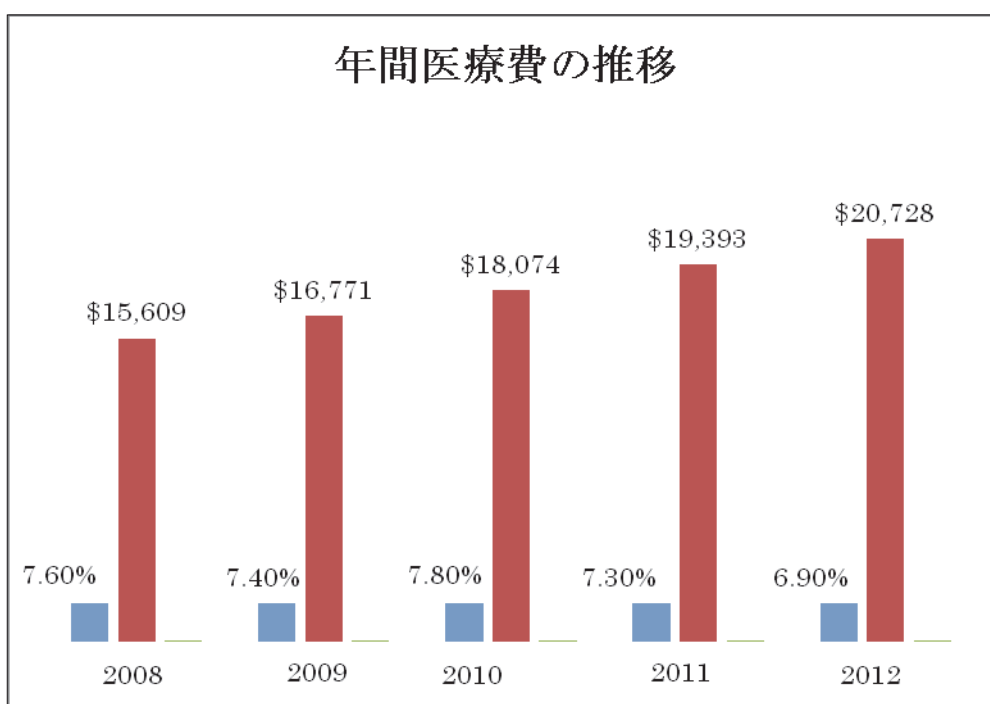
5. 米国の医療費の現状

米国の医療保険改革の取り組みは、無保険者の問題以外に、高騰する米国の医療費の問題からも発していることは確かである。OECDによる世界の医療費対GDP比率をみると、米国が世界のトップ

プに立っている。すなわち、17.6%であり、第2位のオランダの12%をはるかに凌駕している。日本でも国民医療費の高騰が指摘されているが、世界では第13位の9.5%にとどまっている。各国において、医療費の算出方法が異なり、正確な国際比較は困難であるとしても、米国の高さは群を抜いている。

2012年の家族4人モデルの年間医療費は、ミリマン・メディカル・インデックスによると、その年間上昇率は鈍化し7%を下回ったものの、はじめて2万ドルを超えた。図表3は、過去5年間の医療費上昇の推移である。

図表3 家族4人モデルの年間医療費



(出所) Milliman Medical Index 2012のデータを用いて作成。

(注) 米国の年間医療費の総額は、2010年度、2兆5936億ドル、一人当たりでは、309万ドルである。同年のGDPが14兆5270億ドルであるから、年間医療費がGDPに占める比率は17.9%である。(Center for Medicare & Medicaid Servicesのデータ)

米国の医療費上昇の要因として、医療市場が民間主導であるという点が指摘できよう。医療サービスに対する需要の弾力性はほぼゼロ、すなわち、他の財・サービスと異なり、治療のためにはいくら払ってもよい、という意識があり、価格水準に応じて需要が反応することはきわめて小さい。このため、医療費の高止まりが生ずる。医療サービスの供給サイドには、最新の医療機器の導入に伴うコスト上昇、薬価の上昇、そして診療報酬を供給サイドで決定できるという特徴がある。かつては、高価な医療費も保険会社が比較的容易に負担していたが、近年、チェックが厳しくなっている。医療費は上昇しているものの、その増加率が鈍化してきているのも、保険者サイドのチェックに負うところが大きいであろう。

この点はわが国の国民医療費との関連で興味深い対照を見せている。わが国では、医療サービス供給サイドのコスト上昇は政府の監督の下、厳しく抑制されている。反面、保険者サイドでは、きわめて甘いチェックしかおこなわれていないのである。

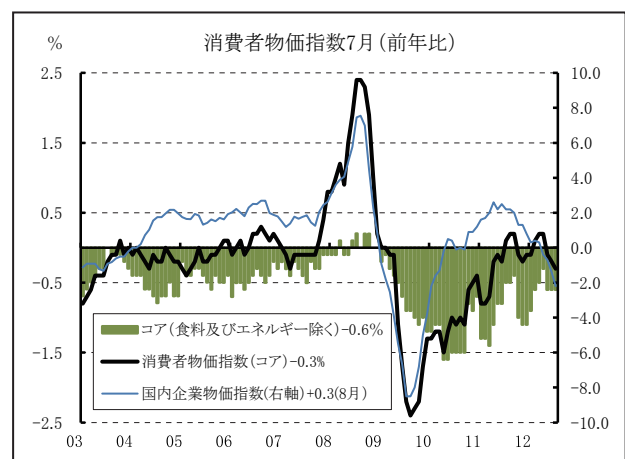
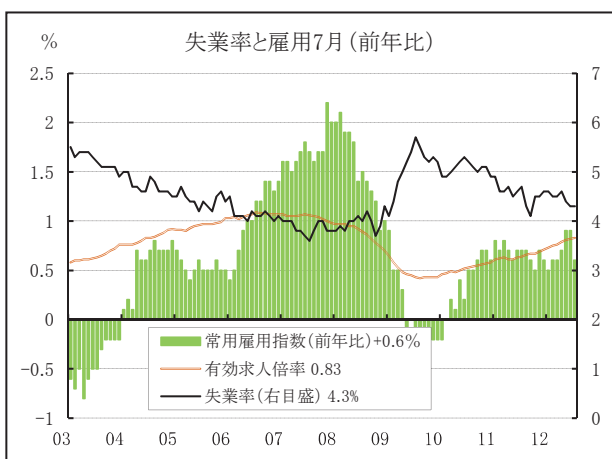
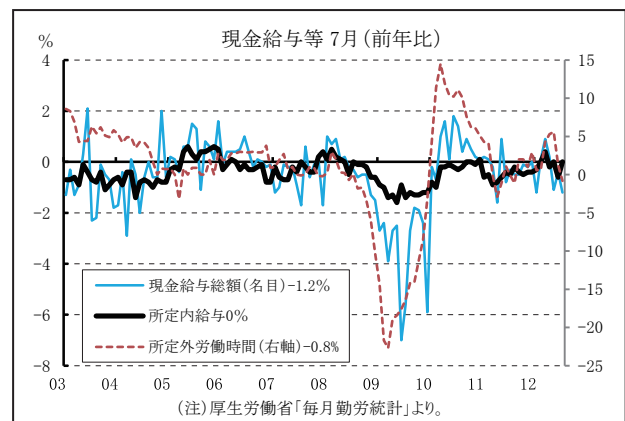
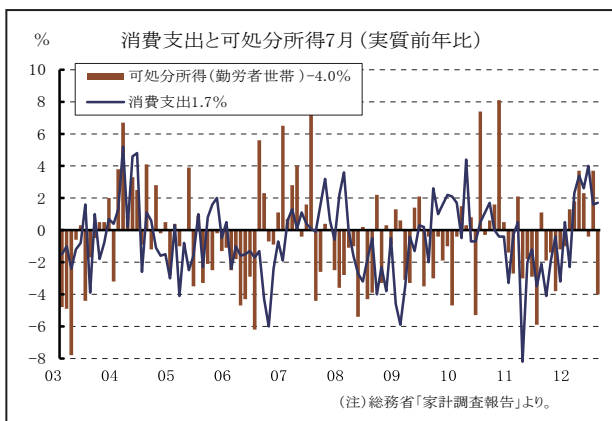
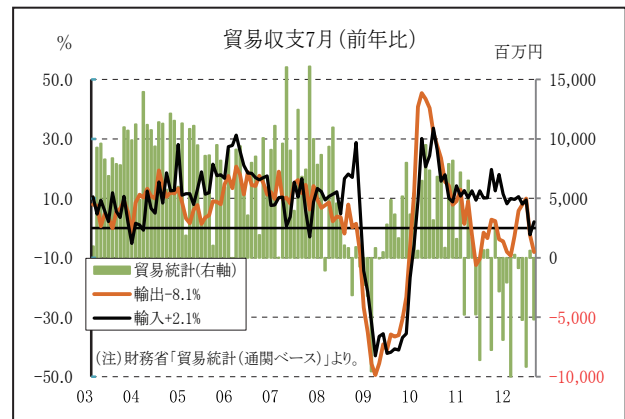
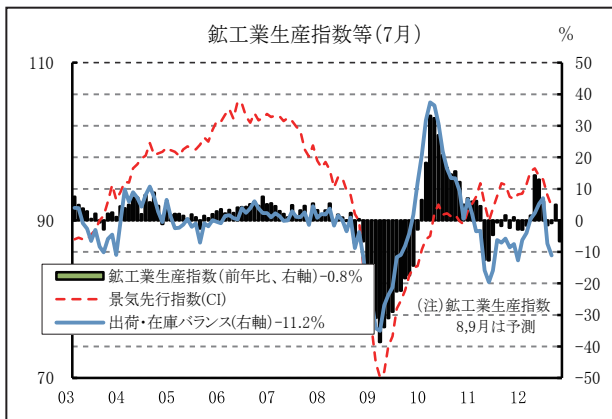
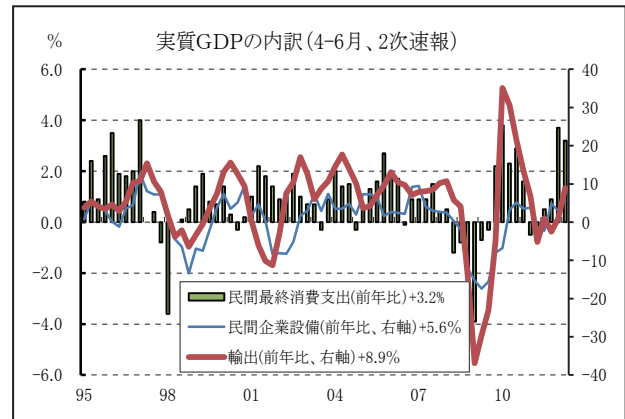
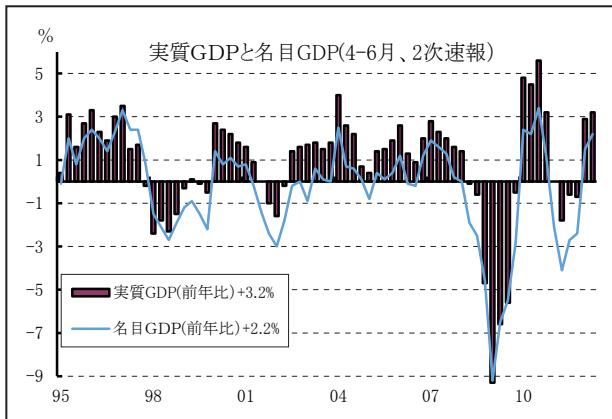
6. アメリカは日本の皆保険成立にも難色を示した

わが国は、国民皆保険制度の下、全員が公的医療保険制度に加入し、その便益を享受している。皆保険が成立したのが1961年であり、昨年、皆保険発足50周年を迎えた。ただし、その成立までには紆余曲折の道を辿った。

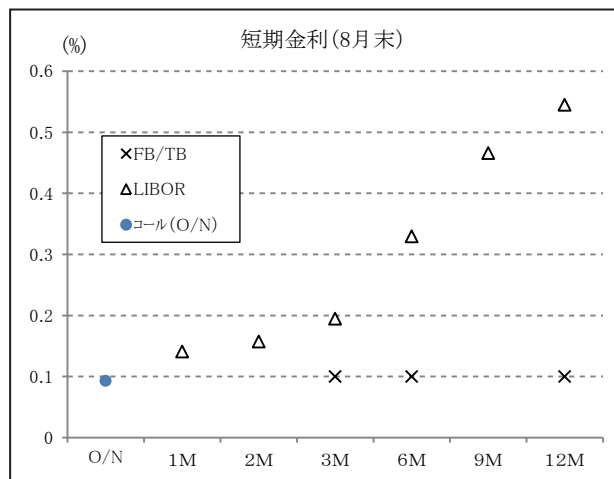
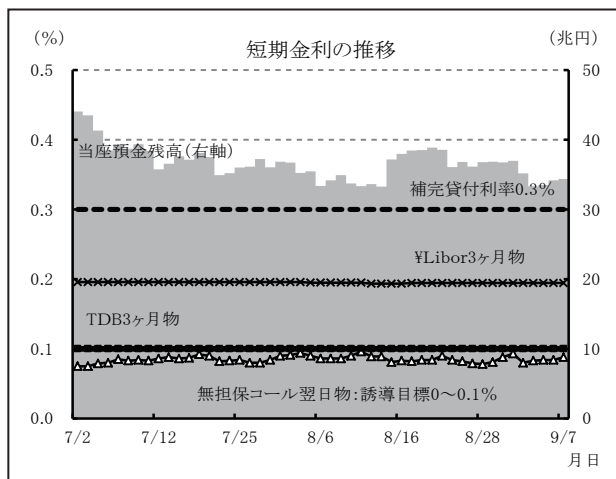
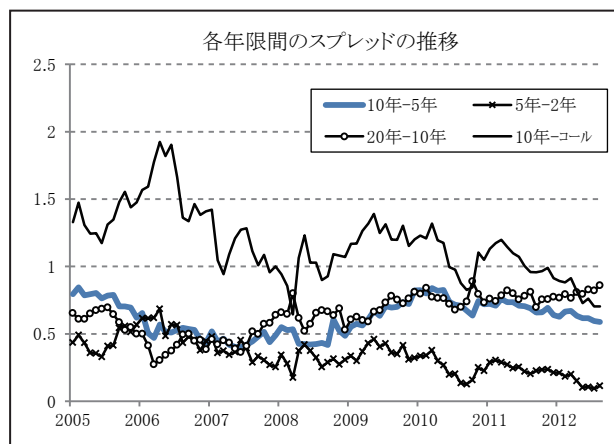
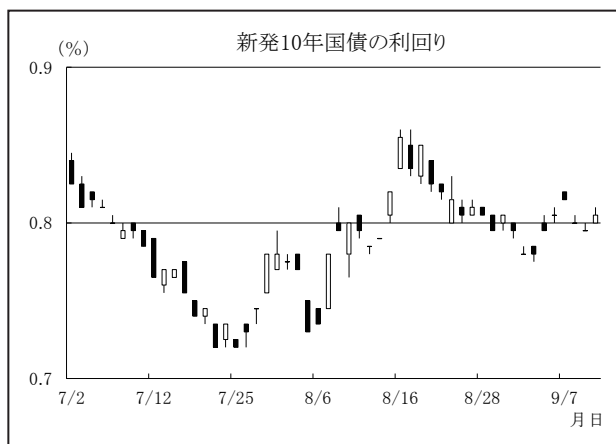
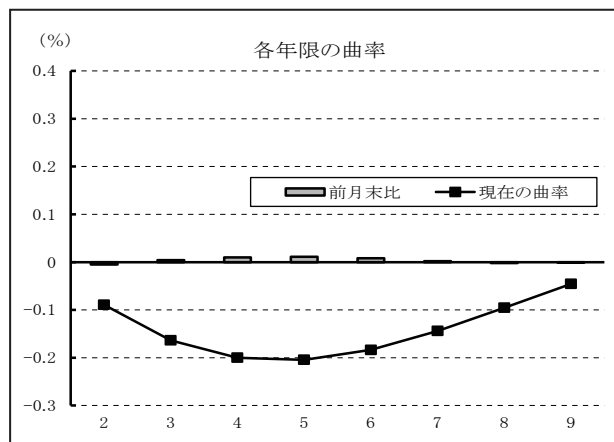
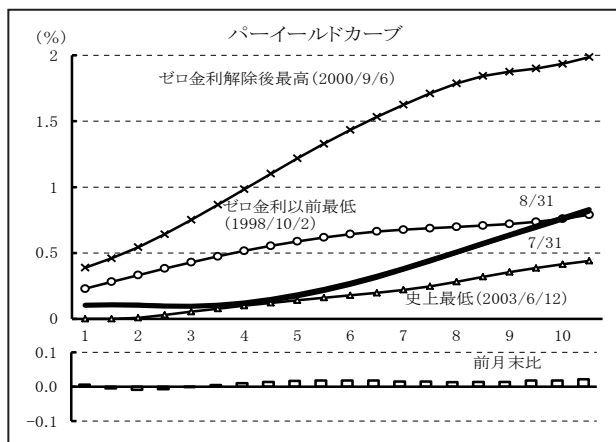
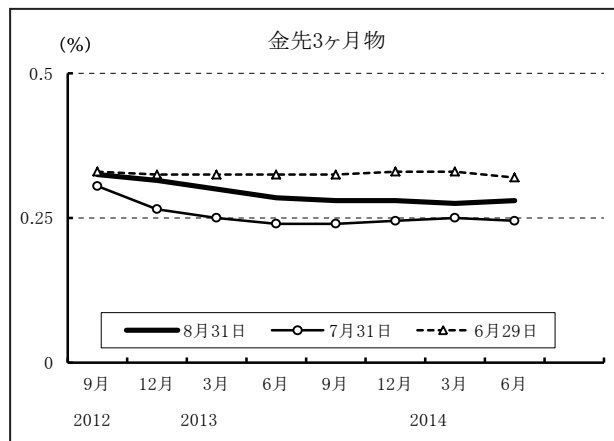
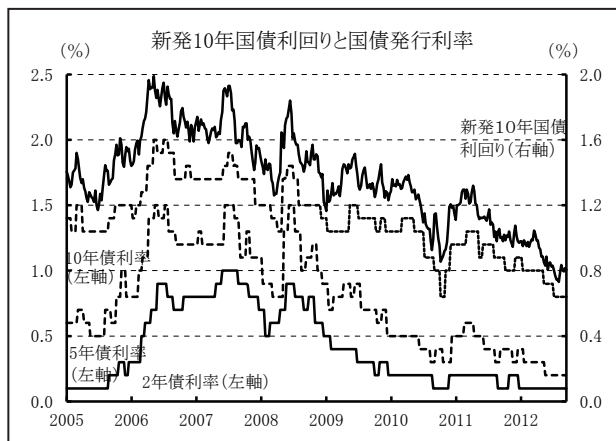
わが国最初の医療保険として1922年（大正11年）に成立した「健康保険法」は、勤労者を守るというより、生産に支障をきたさないという観点から、鉱山や工場などの現場の労働者が対象であった。これを出発点として、その適用は、被用者とその家族全員に拡大していく。

1938年には、農漁村住民を対象とした「旧国民健康保険法」が制定され、任意加入とはいえ、農漁村住民の保険が確立し、やがて、都市の非被用者にもその適用が広がっていった。しかし、その運営は、被用者の健康保険と比べ、財政的に極めて厳しいものであった。信頼できない医療保険だから加入しない、加入するのは健康に問題のある人、という保険の弊害である「逆選択」の問題が生じたのである。そこで、被保険者数を増やそうと改正が行われ、国保が設立された市町村の非被用者は強制加入とすることにした。ところが、当時は占領下であり、法律の改正には連合国軍最高司令部GHQの了解が必要であった。GHQは、国保制度再建の必要性は十分認めながらも、民主主義の原則から、強制加入に難色を示した。このGHQの方針からも、「自分の人生における選択に対する自己責任」という米国流の基本的な姿勢を読み取ることができ、それが今日の米国における皆保険反対の姿勢として続いている興味深い一面を見出すのである。

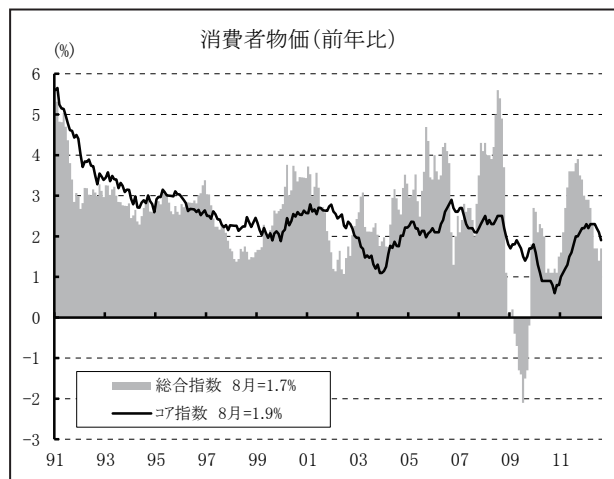
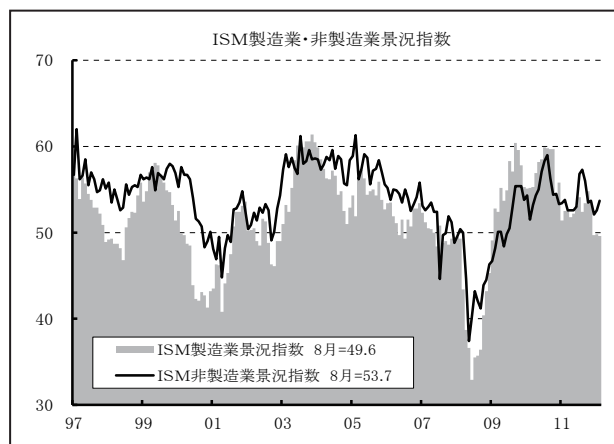
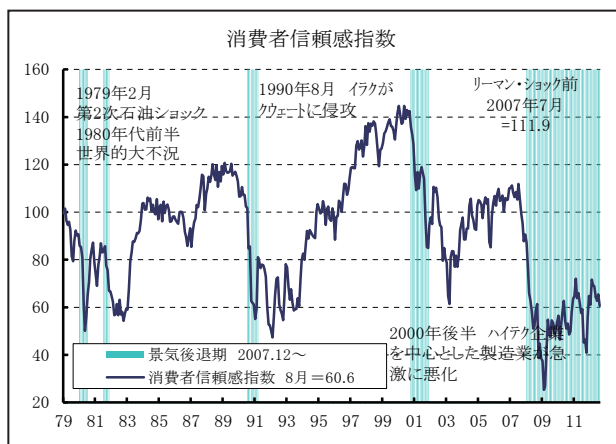
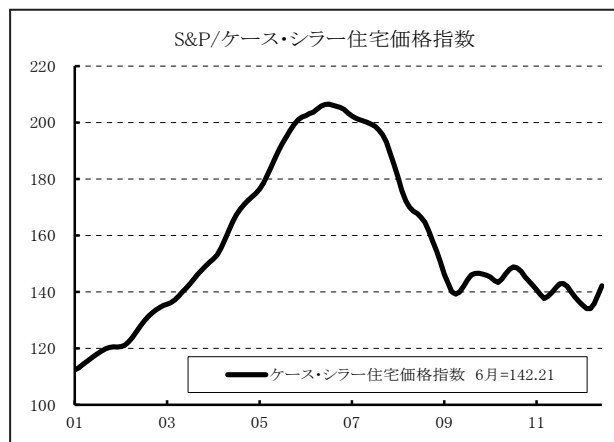
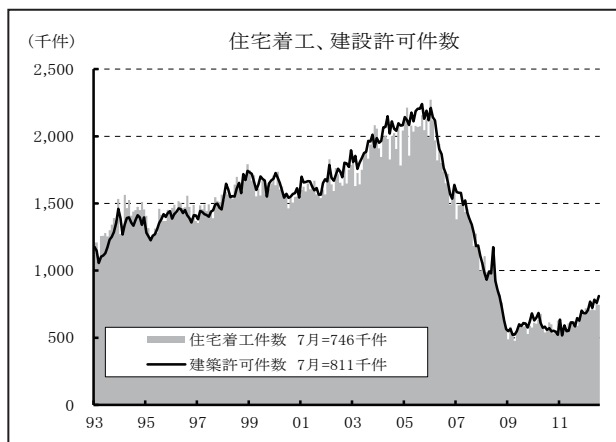
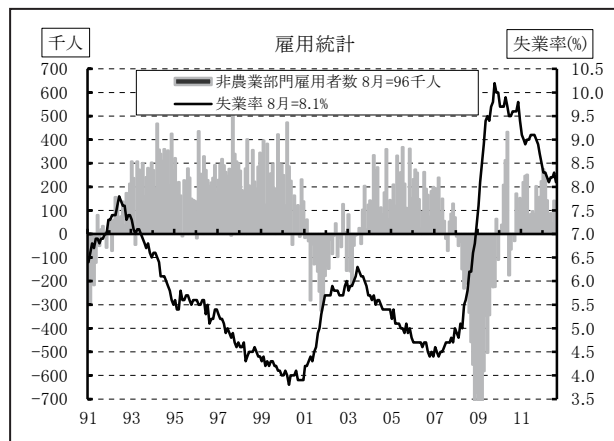
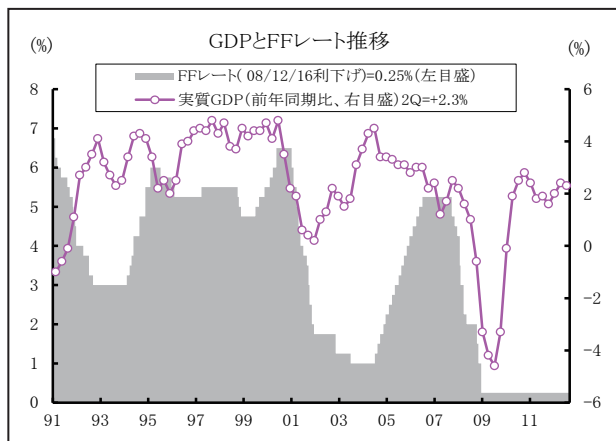
日本 マクロ経済



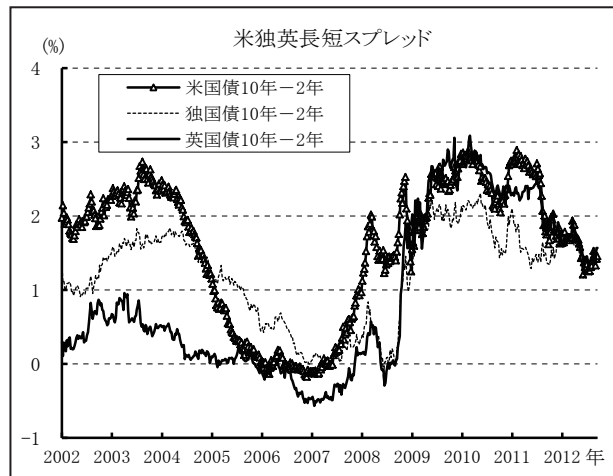
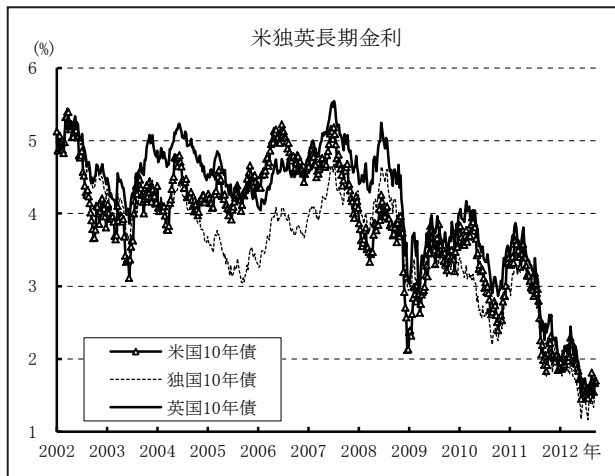
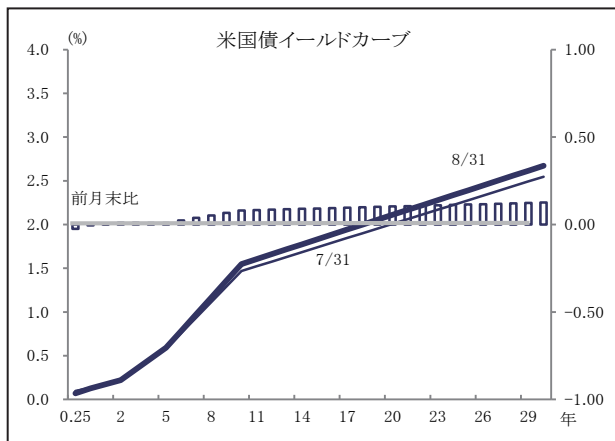
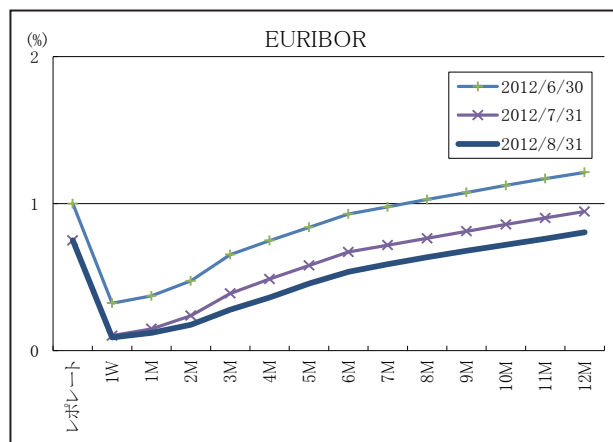
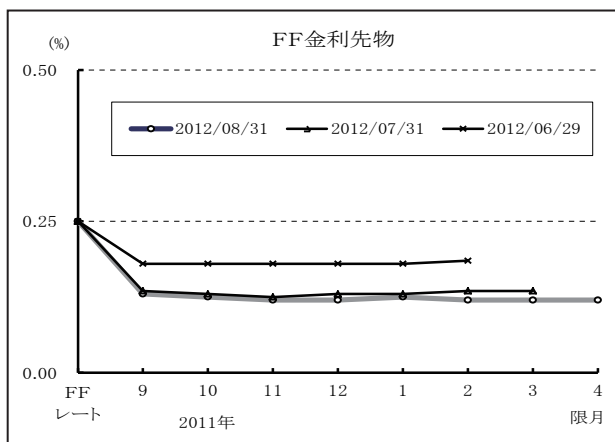
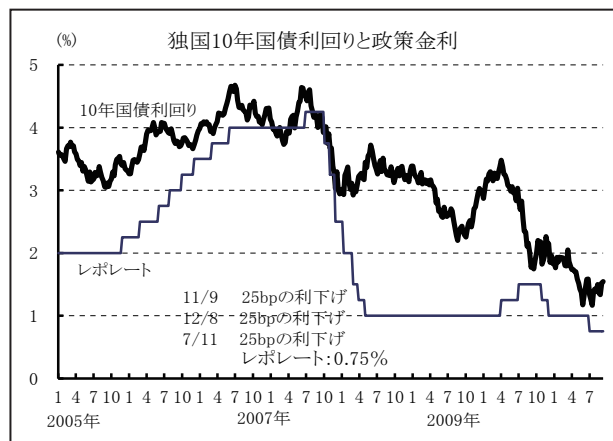
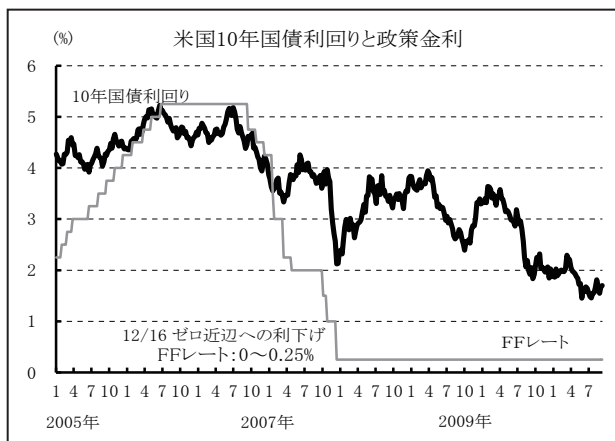
日本 短期・債券市場



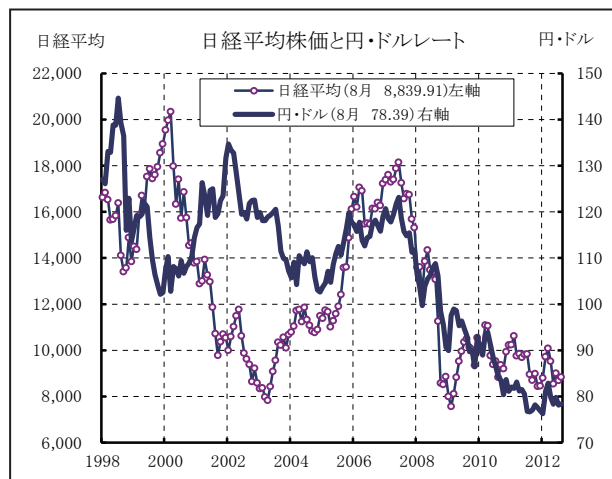
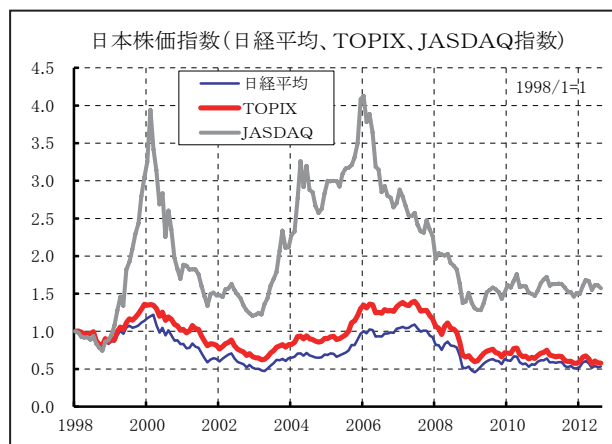
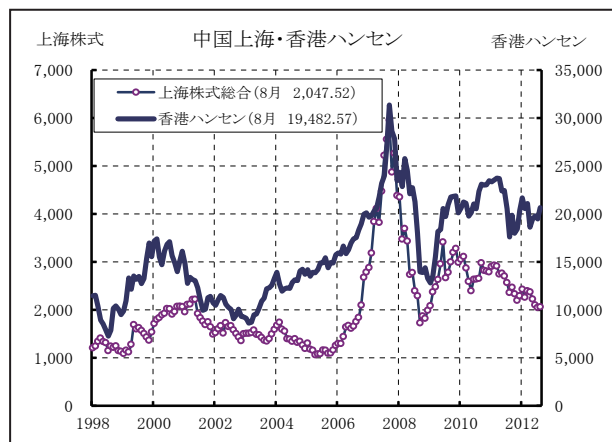
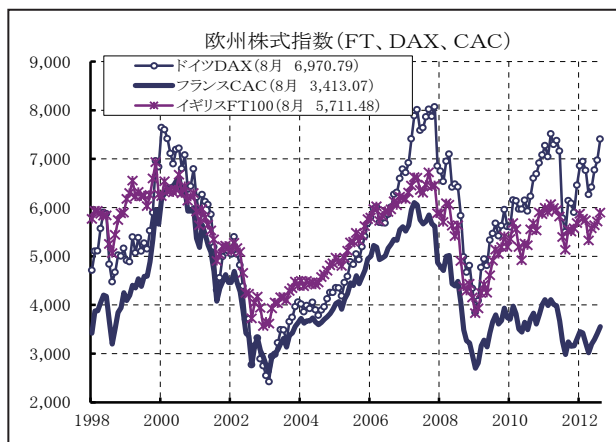
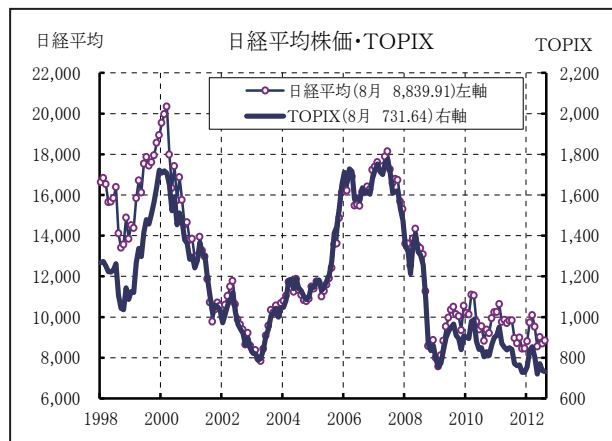
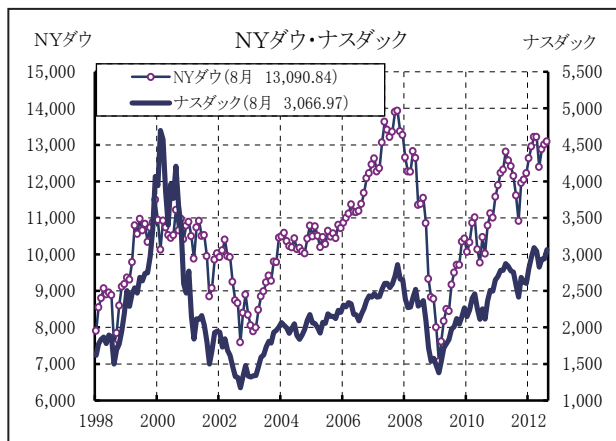
海外 マクロ経済



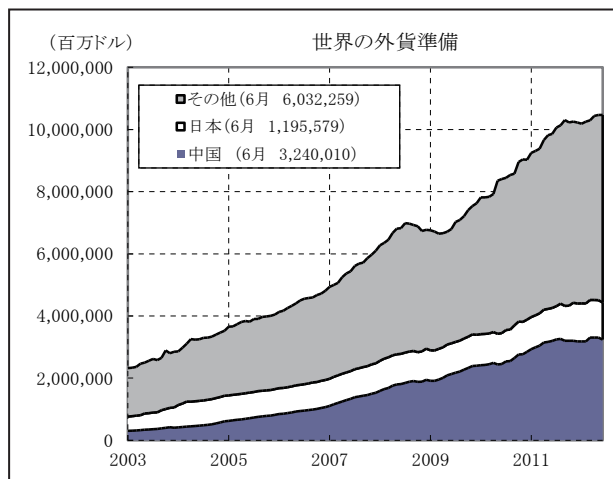
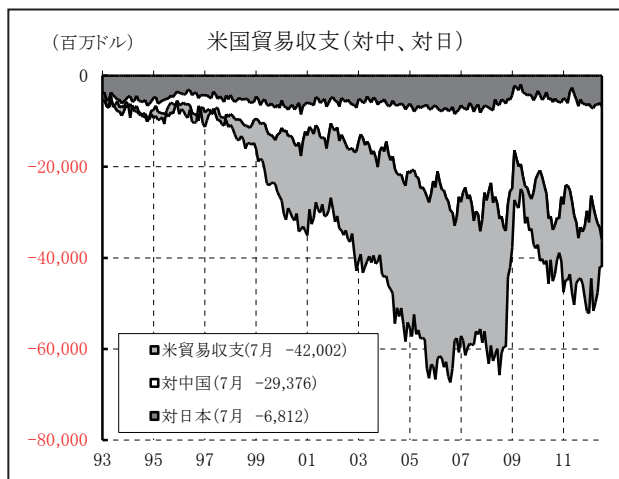
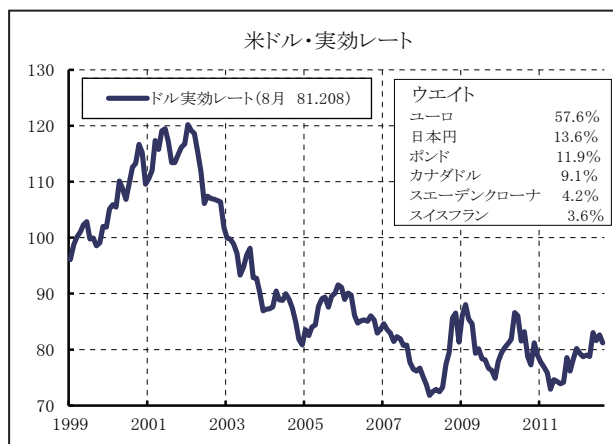
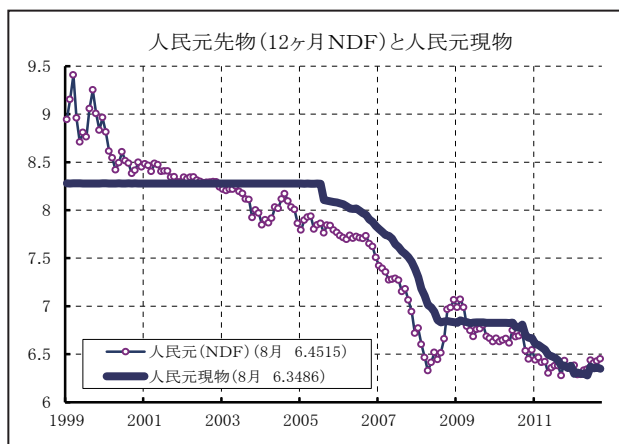
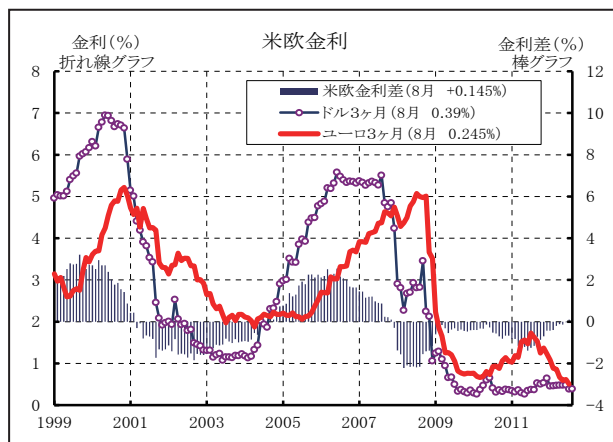
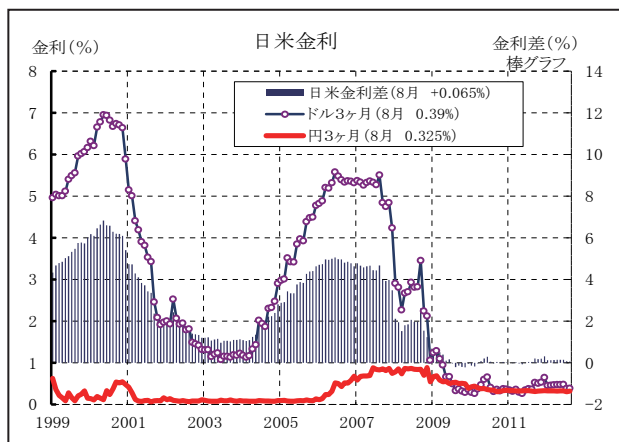
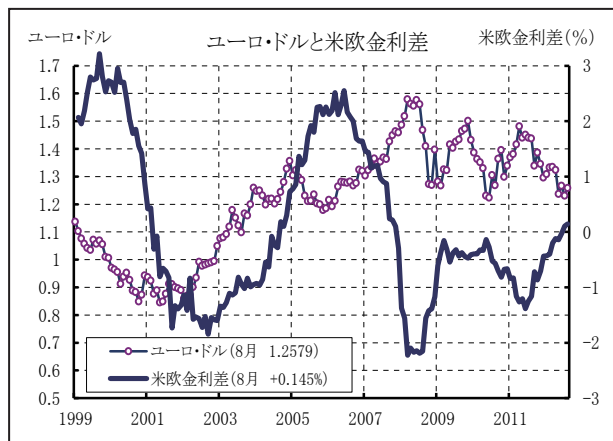
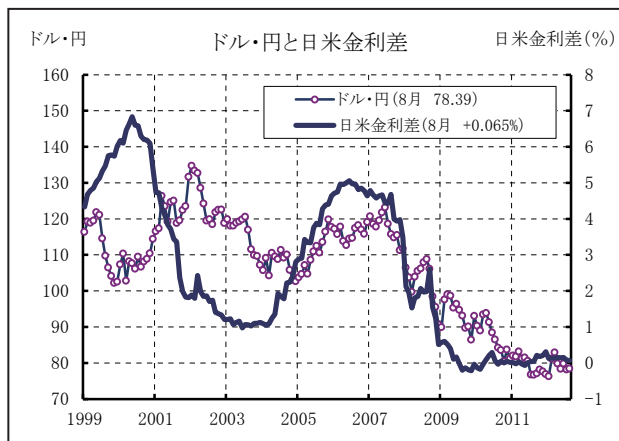
海外 債券市場



株式市場



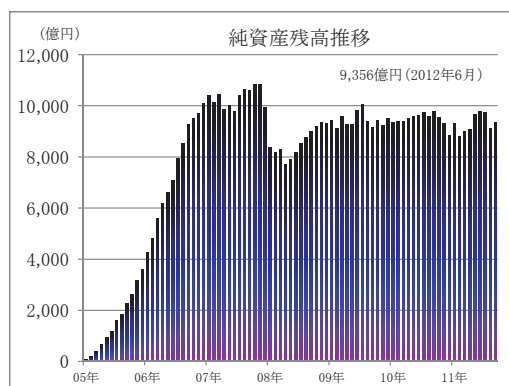
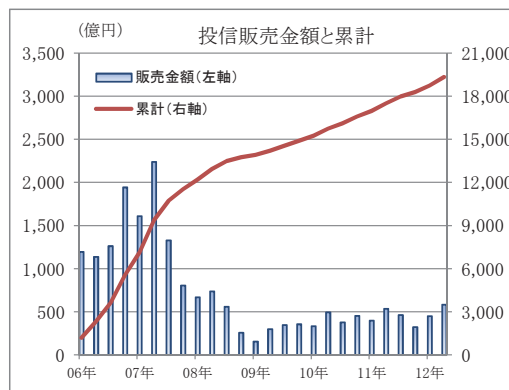
為替市場



投資信託

< ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況 >

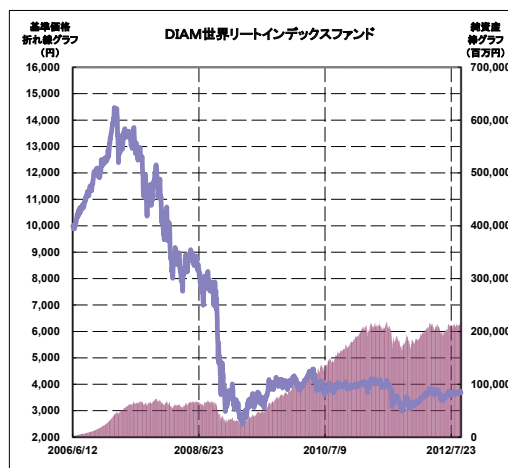
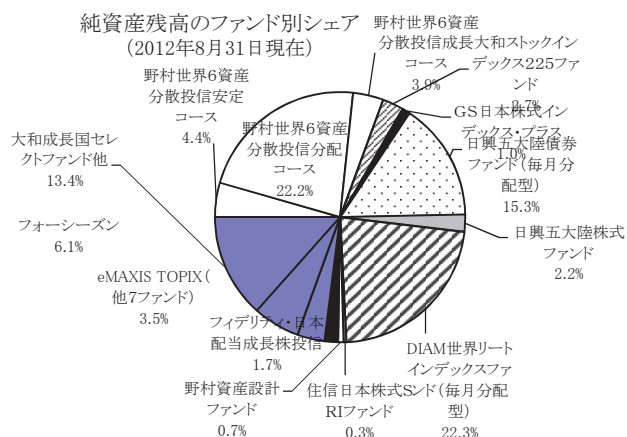
年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年4-6月	570,876	223,810	430,029	926,537
2007年7-9月	593,850	133,090	467,792	1,008,275
2007年9-12月	548,536	80,578	489,984	1,043,958
2008年1-3月	514,559	66,921	508,495	978,531
2007年度累計	2,227,821	504,399	-	-
2008年4-6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7-9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9-12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1-3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4-6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7-9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10-12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1-3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4-6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7-9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10-12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1-3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4-6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7-9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10-12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1-3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	-	-	-	-
2012年10-12月	-	-	-	-
2013年1-3月	-	-	-	-
2012年度累計	297,000	58,338	-	-
累計	9,419,022	1,933,236	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別純資産

ファンド名	2012年1月31日	2012年2月29日	2012年3月30日	2012年4月27日	2012年5月31日	2012年6月29日	2012年7月31日	2012年8月31日
野村世界6資産分散投信安定コース	43,784	44,970	44,695	44,239	42,440	42,582	42,446	42,080
野村世界6資産分散投信分配コース	242,371	250,232	246,932	239,288	220,946	218,684	213,260	210,299
野村世界6資産分散投信成長コース	39,009	42,169	42,672	41,050	37,125	38,087	37,467	37,198
大和ストックインデックス225ファンド	25,522	27,697	28,048	26,867	24,891	26,621	25,833	25,849
GS日本株式インデックス・プラス	10,335	11,178	11,516	10,798	9,665	10,258	9,800	9,547
日興五大陸債券ファンド(毎月分配型)	167,253	174,231	171,797	166,468	154,012	151,268	147,235	145,219
日興五大陸株式ファンド	21,476	23,546	23,612	22,913	20,057	20,297	20,795	20,809
DIAM世界リートインデックスファンド(毎月分配型)	192,438	204,817	210,597	213,089	195,503	204,074	211,482	211,298
住信日本株式SRIファンド	3,501	3,806	3,904	3,688	3,289	3,503	3,376	3,291
野村資産設計ファンド	7,018	7,436	7,465	7,274	6,766	6,901	6,870	6,836
フィデリティ・日本配当成長株投信	18,236	20,046	20,161	18,704	16,504	17,455	16,730	16,449
三菱UFJ先進国高金利債券ファンド	27,984	32,853	33,255	36,517	38,581	45,437	51,528	55,338
ダイワ成長国セレクト債券ファンド	45,024	51,169	54,001	58,370	58,159	62,048	65,965	67,945
DIAM世界好配当株式ファンド	774	914	918	983	934	1,018	1,136	1,179
新光サザンアジア株式ファンド	2,062	2,320	2,355	2,410	2,197	2,244	2,318	2,280
eMAXIS TOPIXインデックス(他7ファンド)	26,469	29,972	30,784	31,275	29,156	30,977	32,816	33,431
フォーシーズン	34,581	39,671	46,887	49,890	52,295	54,052	55,487	57,290
野村米国ハイイールド・ファンド(毎月決算型)	29	28	32	33	48	47	87	77
ニッセイ日本債券ファンド(毎月決算型)	46	42	45	52	58	58	64	74
合 計	907,912	967,097	979,676	973,908	912,626	935,618	944,695	946,489

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



<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

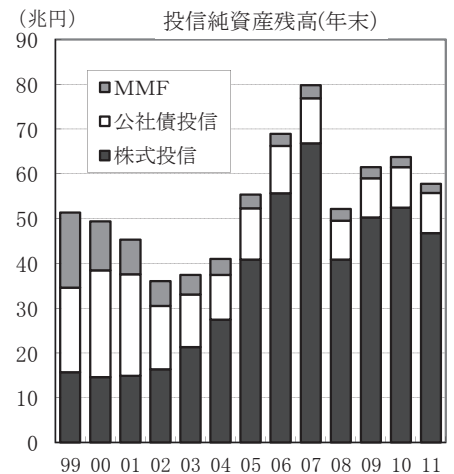
(単位:億円)

タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単位型	追加型					計	単位型	追加型	計			
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他					小計		
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年3月	9,945	27,114	160,419	134,400	221,755	93,039	502,327	512,272	360	89,545	89,905	19,775	621,949
4月	9,621	25,636	157,439	131,970	218,909	91,624	493,608	503,229	355	89,348	89,703	19,736	612,668
5月	9,031	23,167	147,494	122,972	201,553	85,464	457,678	466,709	354	86,519	89,703	19,642	573,223
6月	8,937	24,568	148,565	123,831	204,958	91,585	469,676	478,613	329	85,287	85,616	19,344	583,573
7月	9,184	23,496	149,231	124,518	209,439	89,920	472,086	481,270	332	84,914	85,246	19,256	585,771
8月	10,768	23,100	148,169	123,401	208,219	89,861	469,349	480,117	330	85,287	86,617	19,051	585,785

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	57.1%	27,965	40.4%	21,802	0.5%	513,536	100%
2000年12月	424,562	58.6%	54,197	40.9%	15,234	0.6%	493,992	100%
2001年12月	363,075	59.0%	77,372	40.5%	12,361	0.6%	452,807	100%
2002年12月	277,062	59.2%	77,601	40.3%	5,498	0.6%	360,160	100%
2003年12月	269,596	59.4%	102,372	40.0%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年3月	375,241	60.3%	242,837	39.0%	3,870	0.6%	621,948	100%
4月	370,008	60.4%	238,955	39.0%	3,705	0.6%	612,668	100%
5月	347,287	60.6%	222,612	38.8%	3,324	0.6%	573,223	100%
6月	353,334	60.5%	226,736	38.9%	3,504	0.6%	583,574	100%
7月	354,361	60.6%	228,000	38.8%	3,410	0.6%	585,771	100%
8月	355,286	60.7%	226,952	38.7%	3,547	0.6%	585,785	100%



<3ヶ月リターンランキング(QUICK投信平均)>

2012/8/31現在

(リターンの単位: %)

分類名	現在値	1ヵ月 リターン	3ヵ月 リターン	6ヵ月 リターン	1年 リターン	2年 リターン
◎ NASDAQ総合(円換算)		4.91	8.04	0.71	21.78	34.85
※ ファンド・オブ・ファンズ	7,965	0.68	5.47	▲ 3.56	3.74	8.15
◎ NYダウ(円換算)		1.19	5.20	▲ 1.53	15.45	21.50
◆ 総合	8,601	0.56	4.36	▲ 4.90	1.98	5.02
※ 国際株式型	7,668	0.59	4.27	▲ 10.27	▲ 1.11	▲ 4.58
※ バランス型	11,519	0.38	3.65	▲ 2.81	2.65	6.92
◎ 日経平均	8,839.91	1.67	3.48	▲ 9.08	▲ 1.29	0.18
※ 転換社債型	13,626	1.32	3.44	▲ 2.71	3.16	1.17
※ 派生商品型	3,413	1.52	3.30	▲ 8.60	▲ 5.43	▲ 6.29
※ インデックス型	6,868	0.72	2.80	▲ 9.67	▲ 1.08	▲ 0.51
※ 業種別インデックス型	8,742	▲ 0.49	2.41	▲ 9.99	▲ 2.94	▲ 1.44
◎ TOPIX	731.64	▲ 0.63	1.69	▲ 12.48	▲ 5.06	▲ 9.08
※ 国内株式型	7,746	▲ 0.64	1.68	▲ 10.45	▲ 3.76	▲ 2.69
◎ ドル/円レート	78.60	0.55	▲ 0.41	▲ 2.58	2.42	▲ 7.05
◎ 日経ジャスダック平均	1,302.40	▲ 0.42	▲ 0.87	▲ 0.84	6.85	11.11

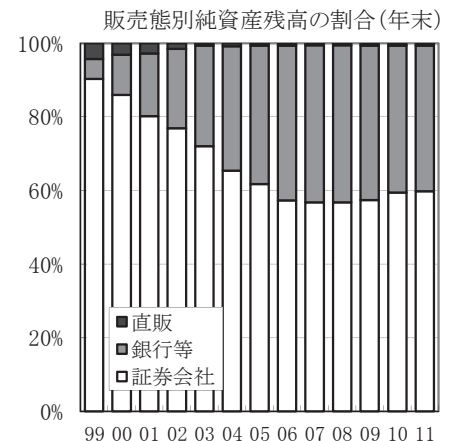
※・・・投資信託協会の大分類

◆・・・総合(全分類対象)

◎・・・マーケットの主要な指標(参考値)

(算出対象期間:1ヵ月リターン:4週間、3ヵ月リターン:13週間、6ヵ月リターン:26週間、1年リターン:52週間、2年リターン:104週間)

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



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

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

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

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

<特別貯金残高と前期末増減額>

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前期末増減額	通常郵便貯金の 前期末増減額	積立郵便貯金の 前期末増減額	定期郵便貯金の 前期末増減額	定期郵便貯金の 前期末増減額
2012年3月	351,393	▲ 9,103	▲ 2,399	▲ 1	▲ 6,702	0
5月	341,181	▲ 4,999	▲ 1,172	0	▲ 3,826	0
6月	336,880	▲ 4,300	▲ 936	0	▲ 3,364	0
7月	332,344	▲ 4,535	▲ 638	0	▲ 3,896	0
8月	327,493	▲ 4,851	▲ 1,154	0	▲ 3,696	0

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

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

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

(注)5 未払利息は含まれない。

<各種金利>

(単位:%)

年月	財政融資資金 預託金利	貸付金利	定期貯金
2012年2月	1.0	1.0	0.04
3月	1.0	1.0	0.04
4月	1.0	1.1	0.04
5月	0.9	0.9	0.04
6月	0.9	0.9	0.04
7月	0.8	0.9	0.04
8月	0.7	0.8	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
2004年3月	1,091,605	892,732	94,835	69,026	35,012	37,761	27,862	74,559	1,573,743	2,805,530
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。

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

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

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

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

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合 計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2004年3月	89,534,978	18,332	9,872,196	387,918	6,996,720	58,919	3,501,161	▲ 134,234	109,905,055	330,935
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

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

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライ ヤー比率			VaR					VaR 期 間
		損失額	広義の自己資 本(Tier1+Tier2)	年度末値	最大値	最小値	平均値		
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月	
2008年9月	26.73%	21,526	80,505						
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月	
2009年9月	22.85%	18,991	83,107						
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	
2010年9月	16.19%	13,835	85,411						
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	
2011年9月	9.60%	8,458	88,026						
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	

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

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

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポ ージャー額	貸出金・預け 金等	機構への担 保の提供	有価証券	デリバティ ブ	その他	信用リスク・ア セット額	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額				
								0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2008年9月	3,109,944	470,622	904,195	1,730,502	35	4,590	54,571	2,905,825	74,000	99,241	7,423	23,456
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2009年9月	2,751,751	287,138	686,138	1,775,333	345	2,798	54,454	2,597,155	52,085	60,886	9,959	31,667
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2010年9月	2,555,584	260,059	539,788	1,751,420	1,141	3,175	82,079	2,359,585	53,109	81,592	20,076	41,222
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2011年9月	2,455,876	354,323	389,174	1,706,527	2,441	3,411	81,560	2,240,307	52,572	89,458	30,253	43,285

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)				リスクアセット 等(E)	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額				自己資本比 率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本準備金	利益準備金	社外流出額		資産(オン・バ ランス)項目	オフ・バランス 取引等項目	OPRを8%で 除して得た額			
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 20,043	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%	85.90%
2008年9月	8,050,505	3,500,000	4,296,285	333,930	▲ 80,403	331	8,867,961	4,916,396	540,728	3,410,837	90.78%	90.77%
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2009年9月	8,310,728	3,500,000	4,296,285	513,967	-	474	8,798,103	5,398,866	46,572	3,352,664	94.46%	94.46%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2010年9月	8,541,199	3,500,000	4,296,285	744,421	-	491	10,648,661	7,250,760	90,685	3,307,215	80.20%	80.20%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2011年9月	8,802,632	3,500,000	4,296,285	1,005,850	-	495	11,484,032	7,915,374	275,463	3,293,194	76.65%	76.64%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金		経常費用	うち資金		うち営業 経費	うちその 他費用	経常利益	当期純利益
		運用収益	他収益		調達費用	他費用				
2003年4月 - 2004年3月	5,871,450	4,589,446	1,282,004	3,600,665	2,498,814	1,053,867	47,984		2,270,784	2,275,515
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330		1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168		2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996		977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871		817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082		256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081		385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896		494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170		526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261		576,215	334,850

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4
一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター
電話 03(5275)1814 FAX 03(5275)1805

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

非売品