

ゆうちょ資産研レポート

2014年9月号

ファンダメンタル・アナリシス 1

今後の世界経済展望とアベノミクス2年目の課題

- 米国は金融正常化へ、日本ではコーポレート・ガバナンスが焦点 -

JPモルガン証券株式会社 チーフ・エコノミスト 菅野 雅明

マーケット・アウトLOOK 7

異次元緩和が国債需給にもたらす影響～これまでとこれから

SMB C日興証券株式会社 金利ストラテジスト 土井 俊祐

特別報告 13

米国のツーリズムの経済効果と経常収支

明海大学 教授 朝日 譲治

資産研コーナー 19

日銀の国債買入れによる金融機関のバランスシートへの影響

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

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

今後の世界経済展望とアベノミクス2年目の課題

- 米国は金融正常化へ、日本ではコーポレート・ガバナンスが焦点 -

JP モルガン証券株式会社 チーフ・エコノミスト 菅野 雅明

世界経済概観

2014 年の世界経済は、第 1 四半期には、米国が大雪などから予想外のマイナス成長となったほか、中国も経済安定化重視政策により減速したことから、大幅な減速を余儀なくされた。また、第 2 四半期についても、ユーロ圏がドイツのマイナス成長から概ねゼロ成長となった一方、日本では消費税率引上げによる需要の大幅な落ち込みが見られたことから、世界経済の回復は緩やかなものに止まった。

しかし、2014 年後半から 2015 年前半にかけては、世界経済は潜在成長率（2.7%）を上回って成長する見込みだ。第 1 に、米国経済が米国の潜在成長率（2%弱）を上回る 3%程度の成長を遂げると見られている。第 2 に、ユーロ圏、日本も年前半の低成長から脱し、成長の加速が見込まれている。第 3 に、足下の原油価格の低下によりインフレ率が低下し、この結果、先進国を中心に個人消費が下支えされる可能性が高い。

一方、リスクは中国経済で、不動産価格の下落に伴い固定資産投資が減少するなか、個人消費の勢いも鈍化しつつある。さらに、世界的に民族主義が高まり、地政学的リスクが顕現化する懸念もある。この間、FRB では年内に量的緩和を終了し、2015 年前半中には利上げに踏み切る可能性が高い。FRB の政策変更が市場の攪乱要素になる可能性もあるが、利上げのペースは緩やかとなる見込みなので、利上げで米国景気が失速する可能性は低い。ただし、一部の新興国では、米国利上げに伴い資金が流出可能性もあり、金融面で不安定化するリスクがある。

米国は潜在成長率を上回る成長、金融政策は正常化へ

米国では、雇用改善を背景に個人消費が堅調に推移し、併せて設備投資も景気押し上げに寄与するであろう。

米国で注目すべきは、金融政策に大きな影響を与える雇用の動向だ。失業率は 8 月に 6.1%と今次景気回復局面での最低値に並んだ。失業率が今後もこのペースで低下すると、「これ以上低下するとインフレ率を加速させる」自然失業率である 5%半ば（5%台前半という説もある）に達するのは時間の問題だ。

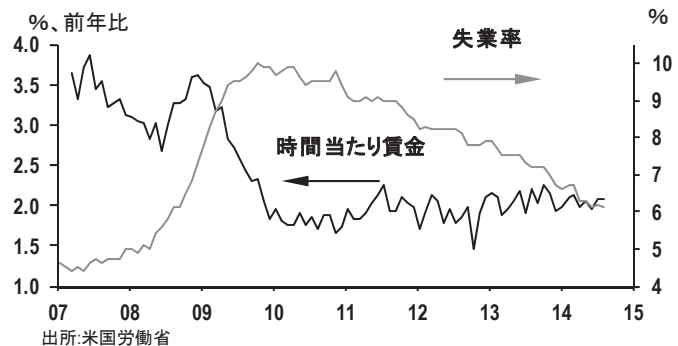
失業率が低下すればいずれインフレ率の上昇が加速することになるが、先行きの賃金上昇率の動向に関しては、FRB 内でも意見が分かれている。実際、失業率が低下しても、これまでは時間当たり賃金上昇率は横這いであった（1 図）し、福利厚生費などを含む雇用コスト指数を見ても同じような傾向が窺われる。

今後の賃金動向を議論するためには、足下の雇用の状況を詳しく見る必要がある。第 1 に、失業率の

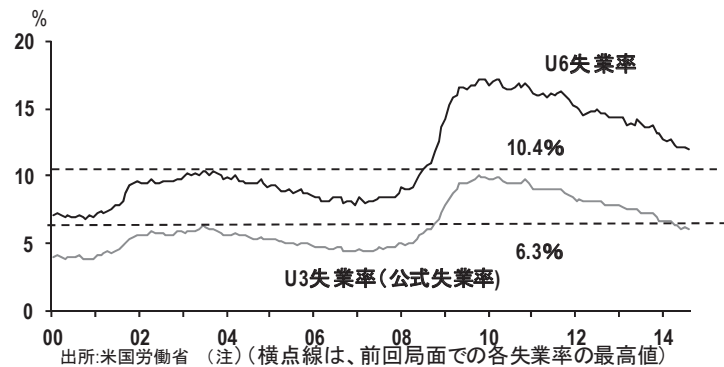
数字は実勢を示していないのでは、という指摘だ。公式に用いられている失業率（U3失業率）のほかに、「経済的理由でパートタイマーを続けている就業者を失業者とカウントした場合の失業率（U6失業率）」という指標があるが、これは8月でも12.0%とリーマンショック前のピークである10.4%と1.6%ポイント上回っている（2図）。米国には、非自発的なパートタイマーが大勢いるので、正社員の賃金がなかなか上昇しない、という考え方だ。実際、就業環境に関するアンケート調査結果を見ると、家計では「就業機会が十分ではない」という回答の方が「十分だ」という回答を上回っている（コンファレンス・ボード調査）。足下の労働需給は、失業率が示すほどはタイト化していない可能性もある。

第2に、労働参加率の低下をどのように解釈するか、という問題がある。労働参加率とは、15歳以上人口に占める就業者と失業者の合計の比率だが、低下傾向が続いており、足下の水準は1980年以降で最低となっている（3図）。米国では、景気回復局面では労働参加率が上昇するのが一般的だが、今次局面では、景気回復開始後5年が経過するのに明確な上昇傾向はみられていない。米国でも、高齢化が進むにつれ、労働参加率が低下する方向にあるが、過去数年間の労働参加率の低下は高齢化だけでは説明できない速さだ。この現象は、雇用情勢の改善が進んでいないために、職探しを諦めた人々が増加したことを示唆している。では、今後労働需給が改善した場合、人々は再び職探しに労働市場に戻ってくるのだろうか。この点についても見解は分かれている。労働参加率が上昇するのであれば、労働の供給が増えるので賃金上昇のペースは鈍化することになる。一方、長期間失業した人々

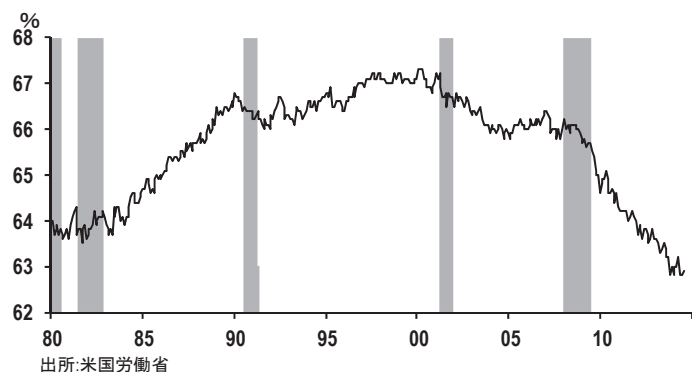
（1図）米国：時間当たり賃金



（2図）米国：2つの失業率指標



（3図）米国：労働参加率



は日進月歩の仕事のスキルに追いつくことが困難なため、労働参加率は上昇しないのではないか、と考えると、労働市場での余剰労働力はあまり存在しないことになり、賃金上昇率は今後急速に上昇しかなれない、ということになる。

こうした中、イエレン FRB 議長が最近注目しているのが「pent up wage deflation（抑圧された賃金デフレ）」だ。これは、次のような考え方だ。深刻な景気後退に陥った場合、賃金は下方硬直性があるので一定以下には下らない。実際の賃金は市場で決まる賃金より高い水準にあったので、失業率が低下しても、市場で決まる賃金水準は上昇しても、実際の賃金上昇率は上昇しない。しかし、早晩、市場で決まる賃金水準が実際の賃金水準に追いつくと、実際の賃金は急速に上昇することになる。イエレン議長は、もともとハト派だが、FRB の中では、賃金の先行きについてタカ派的、すなわち賃金上昇に対する警戒感が強まっているように見受けられる。

以上を前提に、今後の FRB の金融政策を予測してみよう。

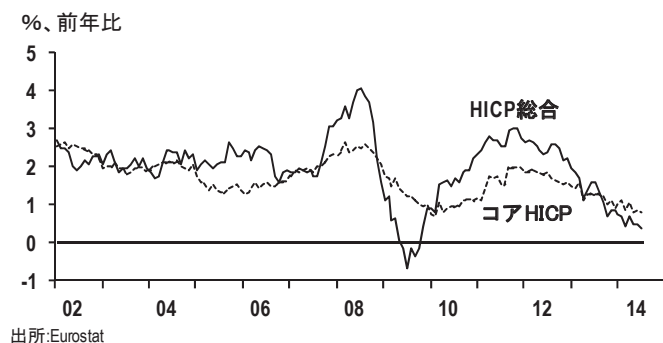
FRB は量的緩和を 10 月 FOMC で終了させた後、第 1 回の利上げを 2015 年前半（恐らく 6 月）に実施するであろう。この点については市場関係者の意見の相違は大きくない。問題は、その後の利上げのペースだ。J.P. モルガンでは、FRB の政策金利（正確にはレンジで示されるであろう政策金利の上限）は、2015 年末 1.0%、2016 年末 2.5%、2017 年末 3.5%と予測している。これは、現在市場が織り込んでいる 2015 年末 0.75%、2016 年末 1.6%をかなり上回るペースの利上げだ。

J.P. モルガンの予測は、市場予測に比べると、より積極的な利上げ予測となっているが、前回引き締め局面と比較すると、緩やかな利上げ予測だ。2004 年 6 月に始まった前回利上げでは、FF レートは 2 年余の間に 1.0%から 5.25%へ 4.25%ポイント引き上げられたが、今回局面での利上げ予測は、3 年間に 3.25%とより緩やかである。今回の政策金利が最終的に 3.5%まで引き上げられると予測するのは、今後 2 - 3 年間の米国経済の実質成長率が 3%程度で推移するとの前提に立っている。3%成長が展望され、インフレ率も 2%程度（あるいは 2%弱）が見込まれれば、3.5%の政策金利が高すぎるということはない。今後、FRB が市場の予想を上回るペースで利上げする場合には、市場との緊密なコミュニケーションが必要になる。

追加緩和観測が燦る ECB の金融政策

ECB（欧州中央銀行）は、先般追加利下げを決定した。第 2 四半期 GDP の伸びが大幅に下ブレしたこともあり、インフレ率が ECB が目標とする「2%弱」を大きく下回り、デフレリスクが現実のものとなりつつあったからだ（4 図）。ECB は銀行の ECB への預け金利を -0.2%に引下げ、マイナス金利の幅

（4図）ユーロ圏：インフレ率



を拡大したほか、ABS（資産担保証券）とカバード・ボンド（金融機関が保有貸付債権等を担保として発行する債権）の購入を決定したが、FRB や日銀が実施している国債の大量買入れ（ソブリン QE）については見送られた。

市場では、ユーロ圏のデフレ懸念が払拭されないことから、「ソブリン QE」導入についての期待が高まりつつある。しかし、ECB が国債を市場から買入れる場合、禁じ手である「財政赤字ファイナンス」と受け止められるリスクがあり、この点にとくに敏感なドイツ（ブンデスバンク）は強く反対する可能性があるため、実現までのハードルはかなり高いと思われる。実際、ブンデスバンクのバイトマン総裁は今回の ECB による金融追加緩和にも反対したと報じられている。

もっとも、市場は ECB の追加緩和を好感して、それまでのユーロ高が是正されつつある。これは輸出依存度が高いドイツ製造業にとっては好材料だが、ユーロ圏の中ではフランス・イタリアの 8 月 PMI（全産業）景況感 50 を割り込むなど二極化が進んでいる。

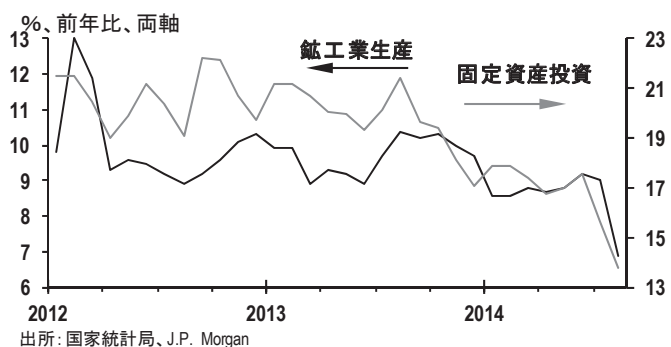
今後のユーロ経済については、実体経済面では、景気が緩やかに回復する可能性が高い一方、デシインフレ傾向はなかなか是正されないであろう。こうした中、構造面の改革の進展ペースは緩やかだ。ユーロ危機（2010 - 12 年）当時は、ユーロ圏の財政統合の必要性が認識され、一時はその方向に向けてのムードが高まったが、危機の終焉とともに財政統合は政治の重要テーマではなくなりつつあるように見受けられる。ユーロ危機は ECB の「国債購入プログラム（OMT）」により脱することができたが、ユーロ圏の「一つの中央銀行（金融政策）と複数の政府（財政政策）」という基本的な矛盾は解決されていない。ユーロ圏の財政規律が保証されない状況下でブンデスバンクがソブリン QE を承認できるのかどうか、甚だ疑問だ。

中国経済は下振れリスク

中国経済は第 1 四半期に 6.3% 成長（前期比年率、季節調整は J.P. モルガン）というリーマンショック以来の低成長を記録した後、第 2 四半期には政策のテコ入れもあって 7.7% 成長まで回復した。しかし、第 3 四半期になると、8 月鉱工業生産が前月比でマイナスに転じたほか、固定資産投資の伸びも急速に鈍化した。政策効果が息切れした感がある（5 図）。

この間、不動産価格の下落が全国に拡大しつつあり、一部には金融面への波及を懸念する声も聞かれる。ただし、不動産価格の下落が直ちに金融危機を招来するものではない。日本でも、地価のピーク（1990 年）から金融危機（1997 年）まで 7 年を要した。むしろ、不動産価格下落で懸念すべきは、不動産投資の減少を通じるマクロ経済へのインパクトだ。不動産投資は固定資産投資の約 2 割を占めるが、その伸び率は、2013 年の +19.8%（前年比）から 2014 年 8 月

（5図）中国：鉱工業生産と固定資産投資



には +10.4%まで低下した。

また、製造業の設備投資も足下急減速している（2013年：+18.5%→2014年8月：+11.3%）。製造業も過剰設備問題から設備稼働率が低下し、企業収益率が低下する中、企業の設備投資意欲が減退している模様だ。

こうしたなか、中国政策当局の対応は緩慢だ。中国の財政政策面では、公共事業の前倒し執行の反動が2014年下期に顕現化する可能性が高いほか、地方政府でも土地売却代金収入の減少に加え、資金調達面でも中央政府の指導により制限されているため、景気押し上げには力不足だ。中国人民銀行の金融緩和策も利下げといった伝統手段ではなく、銀行間金利の低下や中国国家開発銀行を通じた重点分野への融資拡大（PSL）など非伝統的な金融政策手段を用いているが、効果は不透明だ。

中国の内需の低迷は、中国の輸入の停滞となって資源価格を下押しするとともに、中国経済に依存するアジア経済にとっても打撃だ。また、世界景気が減速すると、間接的に米国金融政策にも影響することになる。中国の2014年GDP成長率予測（J.P. モルガン）は +7.3%と政府の目標である +7.5%を下回る可能性が高いが、足下の経済指標は、この予測がさらに下方修正される可能性があることを示唆している。

日本経済：成長戦略ではコーポレートガバナンス改革と戦略特区に注目

日本経済では、第2四半期GDPが、消費税率引上げ後の反動から -7.1%（前期比年率）の大幅な落ち込みを記録した後、第3四半期については、夏場の天候不順から個人消費の回復が緩やかなようだが、それでも2%強の成長は可能だろう。輸出に不安が残るものの、労働需給タイト化を背景に賃金が上昇しており、家計・企業の先行き景況感が高水準で推移している。

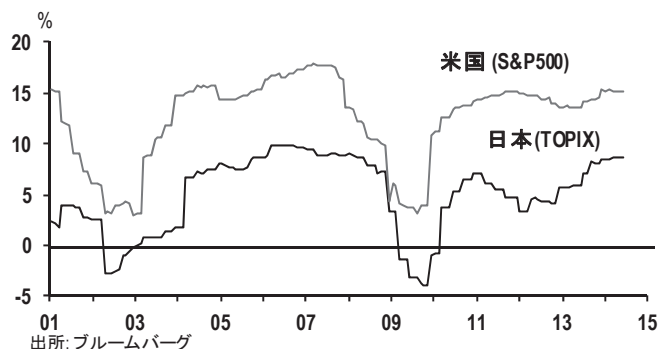
家計の実質勤労所得は、消費税率引上げに伴い目減りする可能性が高いが、雇用環境改善と一段の円安を背景とする資産価格上昇により家計貯蓄率が低下することで個人消費は下支えされると予想する。設備投資に関しては、短期的には、企業収益の改善を背景にこれまで抑制されてきた案件が実行に移されると見ているが、中期的には、製造業が海外生産移転と国際競争力の低下から国内での生産設備拡張に慎重な姿勢を示していることから、設備投資の牽引役は非製造業に移行していくと考えられる。

ただし、日本の労働生産性は、製造業が非製造業に比べ高くなっているため、製造業のウェイトが低下することは、経済資源が高生産性部門から低生産性部門にシフトすることを意味する。今後日本の経済成長率を高めるためには、人口減少が避けられない状況下、生産性を高めるしかないが、そのためには、非製造業の生産性を高めると同時に、製造業でも、国際競争力のある部門に資源を再投入することが望まれる。

アベノミクスの第3の矢である「成長戦略」では、コーポレート・ガバナンス改革、国家戦略特区の設置が提唱されているが、これらの施策はまさに日本経済の生産性を高める上で不可欠なツールだ。小泉改革では「官から民へ」ということで、民間企業の活動分野を拡大することに力が注がれたが、その後判明したことは、単なる民営化だけでは不十分で、企業のガバナンスを向上させ資本効率を上げないと経済の活性化は実現しないということだ。実際、東証上場企業のROEは約8%と米国S&P500の半分

程度だ（6図）。資本効率が低いということは、収益性の低い部門に資本と労働が投入されていることを示す。日本経済の体質改善が必要とされるなかで、企業が不採算部門を切り離し、真に収益の上がる分野に特化することが求められているが、そのためには独立した外部取締役のチェックを経て、現在の活動分野を見直すことが喫緊の課題となっている。ただし、こうした時代

（6図）日本と米国のROE



の要請を日本の企業がどこまで理解しているかどうか、不明だ。企業自身が変わることが求められている。

コーポレート・ガバナンス改革の観点からは、GPIF（年金積立管理運用独立行政法人）の改革も重要だ。運用改革については、あくまでも将来の年金受給者の年金給付原資を確保する観点から運用収益の極大化を目指すべきだが、同時に、公的年金は短期の運用成果に捉われず、長期運用の観点から流動性プレミアムを獲得できるという有利な立場にいることも忘れるべきではない。これを放棄して低利回りの安全資産のウェイトを高めることは本来の責務を全うしていないことになる。その意味で、インフラ投資などを含めたリスク資産への配分比率を高めることは理に叶っている。さらに、GPIFが資本効率の高い企業に投資することは、日本企業のROE向上にも資することになる。

しかし、同時に GPIF 自身のガバナンスの向上も不可欠だ。現在の GPIF は理事長一人が全責任を負っているが、執行役員（CEO または CIO）を頂点とする執行部隊を充実させると同時に、常勤の複数理事からなる理事会に取締役会としての機能を持たせることが望ましい。独立した理事会には透明性と国民に対する説明責任が求められるが、このような組織にすれば、GPIF の株式購入が PKO であるかのような誤解を招くことはなくなるであろう。

さらに、国家戦略特区の枠組みも重要だ。戦略特区の中身は、従来の地方経済振興策とは異なり、各地域に任されている。各地方自治体は、各地域の歴史と文化を踏まえた独自の経済成長モデルを模索する必要がある。まさに各地域の知恵の見せ所である。その意味では、将来を真に見通すことの出来る首長を選ぶことが各地域の住民に求められている。

成長戦略の観点からは、日銀の金融政策の役割は時間を買うことだ。日銀が時間を買っている間に、政府は成長戦略と財政赤字削減を進める必要がある。財政に関しては、年末までに安倍首相が消費税率の10%への引き上げについての最終決断をすることになっているが、この実施を延期または中断するようでは、海外からのアベノミクスに対する信認が失われるだろう。消費税率10%はあくまで通過点で、その後さらなる引上げが不可欠だからだ。消費税率再引き上げで景気が悪化するようであれば、日銀の追加緩和を含む種々の景気刺激策で対応すれば済むことだ。財政赤字が大幅に削減されないと、日銀の出口政策にも支障をきたす。日本経済が今後進むべき道は狭いが、強い政治的意思があれば、必ずや新しい経済モデルを実現できると信じている。

異次元緩和が国債需給にもたらす影響～これまでとこれから

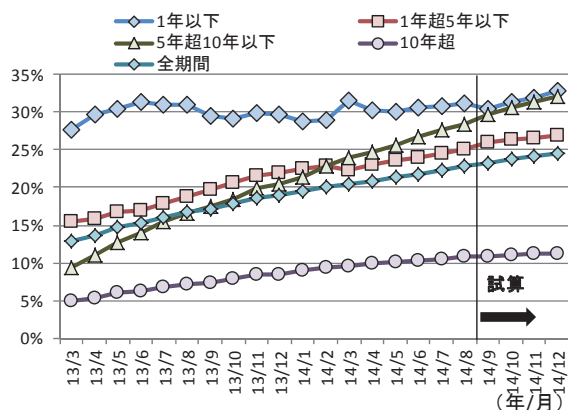
S M B C 日興証券株式会社 金利ストラテジスト 土井 俊祐

■ 2014 年末までの影響

2 年間でインフレ率 2% の目標を掲げ、2013 年 4 月に異次元緩和を開始した日銀は、マネタリーベースを 2 倍にするべく、文字通り政策を総動員し、国債市場を一変させた。インフレ目標の達成可能性を含めその成果に関しては賛否あるが、少なくとも金融政策手段に関しては、一部にあった否定的な見方に反し、異次元緩和発表時点で示した 2014 年末までの目標に概ね沿って推移している。

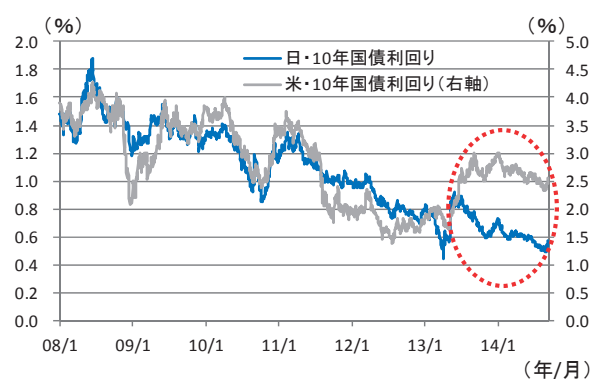
周知の通り、金融政策の主軸となっているのは大量の国債買入である。異次元緩和開始当初こそ買入額の大きさから国債市場のボラティリティを増幅させることもあったが、回数を重ねるにつれ、徐々に市場に受容されていった。足元では国債の買入額は当初よりやや減少したが、ひと月あたり 6 兆円台前半のペースを維持しており、年末の残高目標（190 兆円）の達成は視野に入っている。ただし、残存期間別の買入額では若干の紆余曲折があった。異次元緩和実施以降、買入に応札する投資家の玉が徐々に少なくなるにつれ、結果的に超長期国債を含む市中に供給されたばかりの新発債の買入額が増えた。ひと月に買入れる国債の平均残存期間が、日銀が示した目途である「6 ～ 8 年」の上限を突破することが増えてきたため、日銀は平均残存期間の引き下げを目的として 2014 年以降は「10 年超」の買入額を削減する

図表 1：日銀の残存期間別国債保有シェア



注：2014 年 9 月以降は試算値
出所：日本銀行、SMB C 日興証券

図表 2：日米金利の推移



出所：ブルームバーグ、SMB C 日興証券

動きを進めた。特に2014年6月には「10年超」の区分が「10年超25年以下」と「25年超」に細分化し、更に「25年超」の買入額を大きく制限したため、比較的投資家層の限られるこの年限においては、金利の下げ渋りが顕著となっている。

日銀の固定利付国債の保有シェアは異次元緩和前には12.9%だったが、2014年末時点においてはおよそ2倍弱の24.5%となる見込みである（図表1）。残存期間別のシェアを確認すると、発行額に対して、日銀の買入額が大きいと、とりわけ「5年超10年以下」のシェア上昇が著しい。一方、「10年超」は異次元緩和開始時点より買入額が抑制されていたことに加え、先に述べたように2014年以降の日銀の買入額が減少傾向にあったため、シェアは他の年限に比較して限定的となっている。そのため、追加緩和が検討される際は、買入れる国債の平均残存期間について、「6～8年程度」の年限を変更し、他の年限と比較して買入余地のあるように見える「10年超」の国債買入額を増やすとの観測が一部である。

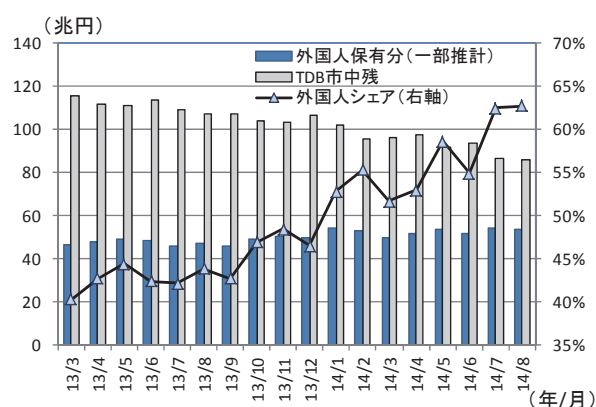
このように日銀の市場支配力が増す中で国債買入の効果が累積的に発揮され、日米金利の関係は、過去の関係から大きく外れた状態が続いている（図表2）。物価目標達成の見通しが立ち、国債買入がいずれ縮小されるとの見方が優勢とならない限り、このように過去の関係から外れた状態が続く公算が大きい。

図表3：日本銀行のバランスシート

(単位:兆円)									
	13/3末		13/12末		14/8末		14/12末		
	実績	目標	実績	実績	13/12比	目標	13/12比	弊社予測	
マネタリーベース	146	200	202	243	+42	270	+68.2		13/12比
(バランスシート項目の内訳)									
長期国債	91	140	142	179	+37	190	+48	193	+51.4
短期国債	34.0	—	39.8	53.2	+13.4	—	—	50～52.5	+10.2～+12.7
CP等	1.2	2.2	2.2	2.3	+0.1	2.2	+0.0		
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	+0.0	3.2	0.0		
ETF	1.5	2.5	2.5	3.2	+0.7	3.5	+1.0		
J-REIT	0.12	0.14	0.14	0.15	+0.01	0.17	+0.03		
固定金利オペ	21.7	—	18.5	10.0	-8.5	—	—	6.5～9	-12～-9.5
貸出支援基金	3.4	13.0	8.4	16.8	+8.3	18.0	+9.6	23.5	+15.0

出所：日本銀行、SMBC日興証券

図表4：短期国債の残高と外国人シェア



出所：日本銀行、財務省、SMBC日興証券

マネタリーベースの積み上げは長期国債の買入が主要な役割を果たしているが、それ以外の短期の資金供給も重要なツールである（図表3）。短期の資金供給手段は①短期国債の買入、②固定金利オペ、③貸出支援基金があり、このうち日銀が機動的に動かすことが出来るのは①短期国債の買入のみである。

日銀の目指すマネタリーベース増加額は、長期国債買入額より多い上、固定金利オペのニーズが低下していく中で、目標達成のためには、短期国債の買入を増やす以外の機動的手段がなかった。結果、短国の発行額は概ね一定である中で、日銀の短期国債買入を背景に市中残高は緩やかに減少傾向を辿った。そうした中においても、外国人は短期国債をじりじりと積み増しており、2014年8月末時点でシェアは60%強もある（図表4）。足元はECBのマイナス金利導入が外国人シェア増加の追い風になっていよう。また、9月には短期国債の利回りがマイナスとなり、日銀もマイナス金利で買入に応じたことが盛んに報じられたが、元々タイト化していた需給環境に、四半期末特有の国内投資家による短期国債積み上げニーズが重なったことが背景にあると考えている。したがって、金融政策としてマイナス金利を導入している欧州と異なり、マイナス金利が常態化することはないとみる。とはいえ、短期国債の利回りがゼロ近傍で推移する環境は少なくとも2014年末までは変わりなく、イールドカーブの手前から根強く金利低下圧力をかけ続けるとみる。

③貸出支援基金もマネタリーベースに寄与する割合は決して小さくない。異次元緩和以前より導入されていた措置で、一時利用が伸び悩む局面もあったが、2014年2月に貸出の伸びの2倍まで資金供給を受けられるようにするなど要件を緩和した結果、再び利用が拡大。2014年末に残高は20兆円を大きく上回る見込みだ。このことは、預金取扱機関のバランスシートに期間4年で0.1%の負債が同額追加されることを意味する。資金の受け手にとっては年限をマッチングさせるには、4年前後の国債を買うかスワップをレシーブするのが最適である。そのため、貸出支援基金の利用拡大は中期ゾーン（特に4年弱）に対して、金利低下圧力を加えている。

以上のように異次元緩和はマネタリーベースを2倍にするべく、国債買入のみならず様々な資金供給手段を活用し、複数の経路を通じて金利に低下圧力をかけている。短期国債利回りのマイナス化など意図せざる副作用が出てはいるが、2014年末時点のマネタリーベース目標（270兆円）自体は達成の可能性が高いと考えている。

■ 2015年以降の異次元緩和

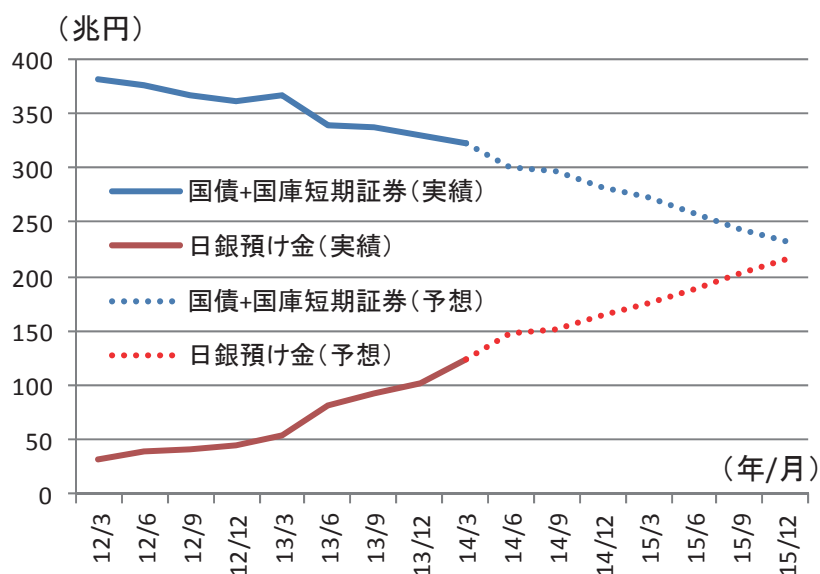
バランスシート拡大を志向する政策は基本的に2015年以降も続くと考えられる。市場では、2015年以降のバランスシート目標をいつ示すのか、ということへの関心が高いが、先に述べたように長期国債買入以外の資金供給への思惑が過剰に高まったことを踏まえると、従来のような個別項目を含むバランスシート目標は示さないと考えている。追加緩和が行われない場合は、長期国債とマネタリーベースのみ

年間の増加ペースについて、幅を持たせた数値を示すというシンプルな目標が、展望レポートの発表される 2014 年 10 月末から 2014 年末までのいずれかの金融政策決定会合で発表され则认为している。

上で確認したように 2014 年末までのバランスシート拡大は副作用を伴いつつも比較的順調に進む見込みだが、2015 年以降もこうした買入を続けていくことは可能だろうか？ここでは、2015 年以降も同様の買入を続けた際の国債需給面での変化を、シミュレーションを用いて明らかにしたい。2015 年も同様の買入を続けた場合、2015 年末の日銀の保有する固定利付国債残高は 228.2 兆円となり、市場全体に占めるシェアは 29.1%となる。日銀が市中から国債を買い入れた際、その代金は国債の売り手となった民間金融機関の当座預金に支払われるため、長期国債買入に伴って当座預金の残高も増大していく。2015 年末時点の当座預金は 222 兆円となる見込みである。

なお、日本においては当座預金の多くを保有しているのは、日本における国債のメインプレーヤーである銀行を含む預金取扱機関であり、2014 年 3 月末時点で当座預金の 95% 以上を保有している。2015 年以降も異次元緩和が続けられるということは、預金取扱機関の当座預金残高が今後も増え続けていくことを意味する。預金取扱機関が保有する国債（含む国庫短期証券）と当座預金のシミュレーションを行った結果が図表 5 の通りであり、2015 年末時点で国債残高と当座預金の残高の逆転が間近であることが読み取れる。仮に国債買入増額のような追加緩和が実施されれば、2015 年中に当座預金と国債残高が逆転することはほぼ間違いない。預金取扱機関は預金と貸金のギャップ部分の運用を主に国債で行っている

図表 5：預金取扱機関の国債保有残と当座預金のシミュレーション



出所:日本銀行、財務省、SMBC日興証券

が、異次元緩和継続下で余資運用の主役としての色合いは益々薄れることとなる。国債と当座預金の残高の逆転が迫っている段階においても、預金取扱機関がこれまで同様に日銀の国債買入に応じるかどうか不安が残る。まして大規模な追加緩和が可能かどうかはより不透明である。黒田日銀総裁は追加緩和に関して「手段に限界はない」と述べているが、容易でないだろう。現実的な手段としては、「10年超」の日銀保有シェアが限られていることから、買入れる国債の残存期間を長期化するようなものが考えられよう。2度目の消費増税の影響緩和という目的があったとしても、追加緩和は容易でなく、仮に実現したとしても異次元緩和開始時点と比較してサプライズは限定的との認識が広まれば、追加緩和期待を前提に進行している足元の円安・株高のトレンドは巻戻しを迫られることとなる。

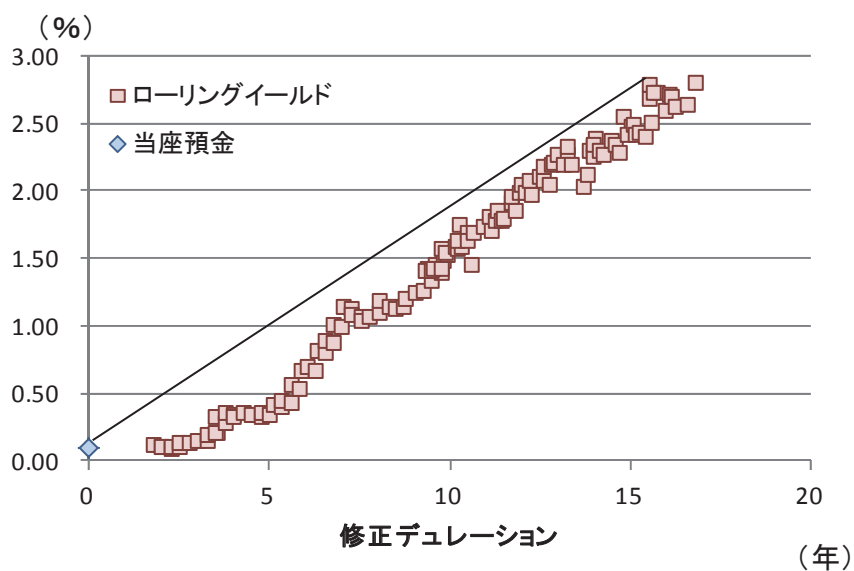
結局のところ、異次元緩和はいずれ出口に向かわざるを得ず、ましてや物価が目標達成に近づく場合、出口のタイミングは相応に近いと考えていいだろう。出口に際しては、緩和的な金融政策を維持していることが主張できるよう、日銀はバランスシートの規模を維持する程度の国債買入は続けざるを得ないと考えている。その際の買入額はひと月あたり平均で2～3兆円と予想され、現在の6兆円強からみるとおよそ半減することとなる。国債市場に与えるショックを和らげるため、FRB同様に時間をかけて買入額を徐々に削減する「日本版 Tapering」が採用されるだろう。しかし、2013年の米債市場に見られたように、足元において国債買入を実施している最中においても、将来の国債買入停止の思惑がショック的な金利上昇を促すことは日本においても避けられないとみる。異次元緩和以前の日米金利の関係から導き出される、10年新発債利回りのフェアな水準は1.0%台であろうが、一時的にはその水準を大きく上回る可能性もある。現在の国債市場における最大のリスク要因といえる。

■当面の適切な国債投資戦略

異次元緩和をいつまでも続けることが難しいことを述べたが、物価が2%に近づいていかない限り、向こう1年程度は現行の政策が継続され、需給的にタイトな状況は変わらないだろう。その際の適切な国債投資戦略はいかなるものであろうか？先に述べたように異次元緩和が続いていく以上、預金取扱機関のポートフォリオ中の当座預金の割合は増えていくこととなる。当座預金の利率は0.1%であり、足元では残存3年程度の国債の利回りに相当する。一方、当然ながら当座預金の期間はゼロである。したがって、当座預金を、中期債と同等のリターンを持つ期間ゼロの資産として活用し、ポートフォリオ全体の金利リスクを抑えながら、投資する国債の年限を延長させることが適切な対応と言えるだろう。イールドカー

ブの変動がない下での半年間の保有期間利回りをみると、オフザラン銘柄を含む20年債への投資は、クーポンのインカムにロールダウン効果によるキャピタルゲインが加わり、デュレーション対比のリターンが高い（図表6）。例えば、全体のデュレーションを7年に抑えたい場合、当座預金と20年債を組み合わせることで、7年のデュレーションを有する国債単独に投資するよりも高いリターンを享受することが可能である。歴史的な長期金利低迷が継続する環境においては、数少ない有望な投資戦略となろう。

図表6：国債の銘柄別保有期間利回り（半年間）



注:9月12日時点
出所:SMBC日興証券

米国のツーリズムの経済効果と経常収支

明海大学 教授 朝日讓治

はじめに

今年の夏もニューヨークは国内外からの観光客であふれていた。これら観光客によってニューヨークのホテル、レストラン、ギフトショップなどはおおいに潤うことになる。ツーリズムは、ニューヨーク経済にとって、実に大きな富を生み出しているのである。そして、乗数効果により、その繁栄の余波は全米に及ぶ。ニューヨークにとっては、観光客がアメリカ人であろうと外国からの旅行客であろうとまったく関係なく、ツーリズムによる収入ということになる。ところが、米国全体からみれば、外国人の旅行客は経常収支の「サービス収支」のなかの「旅行収支」を上昇させ、米国の国内総生産 GDP を引き上げることになる。

わが国でも、最近、海外からの観光客誘致に本腰を入れるようになり、国土交通省の外局として「観光庁」を設置し、昨年には、観光立国推進閣僚会議で「観光立国実現に向けたアクションプログラム」を決定した。それにより、海外からの観光客の誘致を本格化させているのは、海外からの訪問者の活発な消費に期待しているからである。

米国は、ツーリズムに関しても、世界で群を抜く実績を上げてきている。本稿は、米国のツーリズムを中心に、ツーリズムの経済効果を概観する。

1. ツーリズムの状況

平成 25 年版の『観光白書』によると、世界全体の国際観光客数は 2012 年に史上初めて 10 億人を突破した。それでは、この巨大な数の観光客はどの国を訪れているのだろうか。図表 1 は、2011 年に海外からの観光客の多い国順に 5 カ国をリストした「年間訪問観光客数」と、海外訪問者からもたらされる各国の「年間国際観光収入」を示したものである。

図表 1 訪問観光客数と国際観光収入（2011 年）（金額単位：百万米ドル）

	年間訪問観光客数		年間国際観光収入
フランス	7,950 万人	米国	116,279
米国	6,233 万人	スペイン	59,892
中国	5,758 万人	フランス	53,845
スペイン	5,669 万人	中国	48,464
イタリア	4,612 万人	イタリア	42,999
⋮			
日本*	622 万人	日本**	10,966

* 日本への訪問観光客数は、世界ランク 39 位、アジアでは 10 位である。

** 日本の国際観光収入は、世界ランク 28 位、アジアでは 10 位である。

（出所）各国政府観光局資料に基づき日本政府観光局が作成した図より抽出。

図表 1 から、米国におけるツーリズムの規模の大きさを読み取ることができる。訪問観光客数ではフランスにひけを取るものの、海外からの訪問客から得られる観光収入は、総額で他国をはるかに凌駕し、トップの座を占めている。米国への訪問観光客数は、フランスへの訪問客の 78% に過ぎないのに対し、訪問客の支出総額は、フランスにおける支出総額の 2 倍以上も大きい。わが国への訪問観光客数は、同年、600 万人余りで、世界ランクでは 39 位に甘んじているが、国際観光収入額は 101 億ドルと 28 位に浮上している。

図表 1 をもとに、訪問外国人一人当たり支出額を単純平均で算出すると、結果的に図表 2 のようになり、わが国は第 2 位に浮上し、フランスは 6 カ国の中で最下位になる。

図表 2 一人当たり支出額 (単位:米ドル)

米国	1,866
日本	1,763
スペイン	1,056
イタリア	932
:	
中国	842
フランス	677

(出所) 図表 1 より算出。

まずは、米国政府が海外企業を米国に誘致する目的で提供している SELECTUSA を利用して、米国のツーリズムの経済効果を鳥瞰しよう。米国のツーリズム産業は、2012 年に 1.5 兆ドルの価値を生み出した。さらに、これが全米で 780 万人の雇用を創出し、米国の財・サービスの輸出の 7% を占める。米国人の 17 人のうち 1 人は、直接・間接にツーリズム関連の産業に従事している、と言われる。2011 年には、ツーリズム産業の生産量は GDP の 2.8% を占めたのである。

さらに SELECTUSA によると、2012 年の貿易・サービス収支のサービス部門で 470 億ドルの黒字をもたらした。ツーリズムは、米国のサービス輸出の中で最大の 25% を占めているのである。¹

このようなトレンドに基づいて、米国商務省は、2018 年まで海外からの訪問者は毎年 3% ずつ増加すると推計している。

米国においては、大都市のダイナミズムが満喫できる魅力あふれるニューヨークや、米国の建国以来の歴史を誇るボストンなど個別の都市への訪問も活発であるが、米国の大自然を堪能できる国立公園もまた大きな観光拠点となっている。そこで、つぎに米国の国立公園に目を転じよう。

¹ SELECTUSA The Travel, Tourism and Hospitality Industry in the United States.
<http://selectusa.commerce.gov>

2. 国立公園

長い歴史を誇る米国の国立公園の原点は、自然の保護と「人々の益と楽しみのため」(for the benefit and enjoyment of the people) に整備された自然資本である。日本からも、ヨセミテや全米で最初に国立公園に指定された(1872年)イエローストーンを訪問するツアーがあり、毎年、日本人観光客が訪れている。こうした観光客の出費もすべて米国の GDP を高めるのである。

米国の国立公園は、内務省の「魚類・野生生物・公園局」の管轄下にある。実際の管理・運営は1916年に設置された国立公園サービス(NPS, National Park Service)が行っている。今日の国立公園は、グランドキャニオンのような自然だけでなく、米国の歴史的な建造物、たとえばニューヨークにあるセオドア・ルーズベルト大統領の生家や、南北戦争の遺跡、教育の公民権運動の象徴となった学校など広範な事跡を含む。

NPS の広報によると、現在、22,000 人が常勤、一時、または季節雇用の形態で雇用されている。さらにその 10 倍にあたる 22 万人の人々が国立公園で様々な形でボランティア活動に従事している。国立公園の多くは、自然を対象としているので、季節に大きく依存するし、旅行シーズンにも影響を受けるため、季節雇用は避けられない。

米国の多くの国立公園では、わが国と異なり、公園範囲を明確にし、ゲートを設け、入園料を課している。公園内で営業する民間の業者は入札を経て NPS が指定し、利益率の上限も明確に設定されている。これについては後述しよう。

国立公園の運営のために拠出される連邦予算は、2014 年度では 2.98 億ドルである。連邦予算総額は 3.78 兆ドルであるので、その額は極めて小さい。連邦予算に全面的に依存できない財政状況から、国立公園は入園料を取り、寄附金や賛助会費等から収入を得ている。

国立公園での宿泊、食事、売店、乗馬やクルーズなどのアクティビティは、民間企業が行っている。128 ある国立公園に 638 の営業許可を得た民間運営のコンセッション(concessions)と呼ばれる施設があり、訪問者の便宜を図っている。NPS 内の「商業サービスプログラム」が、利益率の上限を筆頭に、さまざまに設定した基準に照らして、審査のうえ営業許可を付与する。さらに、1935 年に成立した法を根拠とする NPS の諮問機関(Advisory Board)が年に 2 回開催され、国立公園全体の管理運営や NPS の運営状況などを点検する。当然、コンセッションの運営についても厳しい目でチェックしている。諮問機関は内務省内に設置され、内務長官が委員を任命する。委員には、環境保全、歴史学、考古学、人類学、エコロジーなどのいずれかの高い専門性が求められる。²

このように、政府と民間の絶妙な協働により、自然を保護すると同時に、「人々の益と楽しみのため」に寄与する体制が出来上がっているのである。

国立公園の入場者は、天候や景気動向により一定しないが、2013 年には 2 億 7000 万人が訪れている。このうち、海外から米国への訪問者とそのうち国立公園への外国人訪問者数は、利用可能な 2009 年データでは図表 3 のようになる。図表 3 では国別トップ 6 ケ国をリストしている。

² コンセッションについては、NPS Commercial Services を参照。<http://www.concessions.nps.gov>

図表 3 米国への外国人訪問者と国立公園への年間外国人訪問者（2009 年）

	米国への 外国人訪問者（千人）	国立公園への 外国人訪問者（千人）	訪問者のうち 国立公園訪問者の比率（%）
英国	3,899	819	21
日本	2,918	257	9
ドイツ	1,687	520	31
フランス	1,204	372	31
ブラジル	893	131	15
イタリア	753	139	18

（出所） U.S. Department of Commerce/International Trade Administration

<http://www.nationalparksonline.org/wp-content/uploads/2011/01/OTTI-International-Travel-to-Native-American-Destinations.pdf>

図表 3 は、米国への訪問者のほぼ 20% がいずれかの国立公園を訪れていることを示しており、国立公園が米国にとって、重要な観光地であることが分かる。わが国は米国への訪問者が英国に次いで多いにもかかわらず、数字の上からは、国立公園を訪れる人の割合は 9% に過ぎない。この要因は別途検討する必要があるだろう。

3. 国立公園の経済効果の測定

国立公園がもたらす経済効果については、これまでも数多くの研究がなされてきた。ここでは、国立公園がいかに地域経済に恩恵をもらすかを数量的に計測した最新の成果をご紹介します。³

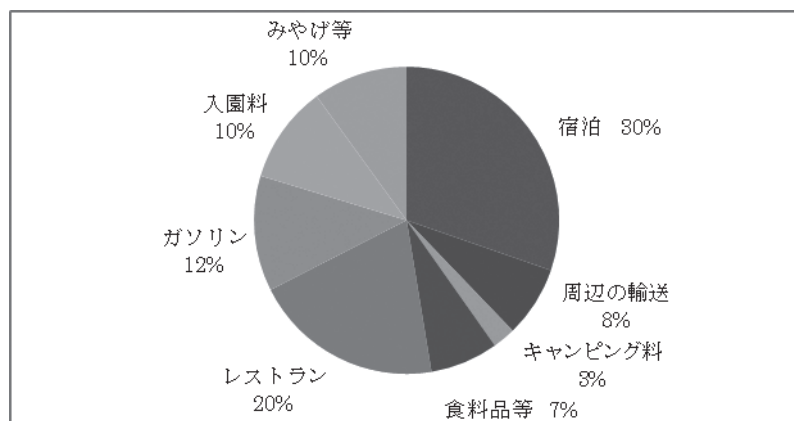
キャサリン・トーマス等の経済効果の試算は、新しい手法「訪問者支出効果モデル」を用いて、次のような結果を導き出している。既述のように、2013 年、国立公園には 2 億 7300 万人（2012 年には、2 億 8200 万人）が訪れ、これら訪問者が各地の国立公園近辺（国立公園の周囲 60 マイル内のコミュニティ）で総計 146 億ドル支出する。この額は、米国全体に 23 万 8000 の仕事を創り出す。その結果、92 億ドルの稼得所得をもたらし、付加価値は 156 億ドル、産出量は 265 億ドルの増加となる。宿泊部門では国立公園の近辺で、38,000 の仕事を創り出し、全米で 44 億ドルのサービス価値を生み出す。

ツーリズムの経済効果は旅行者が訪問地で支出する額の「直接効果」と、それが乗数効果を通じて拡散していく間接効果及び誘発効果からなる「二次的効果」の合計である。

図表 4 に見るように、トーマス等は、国立公園への訪問者の平均的な支出の内訳も算出している。

³ Catherine Cullinane Thomas et. al, *Economic Contributions to Local Communities, States, and the Nation*. Natural Resource Report NPCS/NRSS/EQD/NRR – 2014/824.
http://www.nature.nps.gov/socialscience/docs/NPSVSE2013_final_nrss.pdf

図表 4 標準的な訪問者の支出内訳



(出所) Catherine Cullinane Thomas et. al, *Economic Contributions to Local Communities, States, and the Nation*. Natural Resource Report NPCS/NRSS/EQD/NRR – 2014/824.

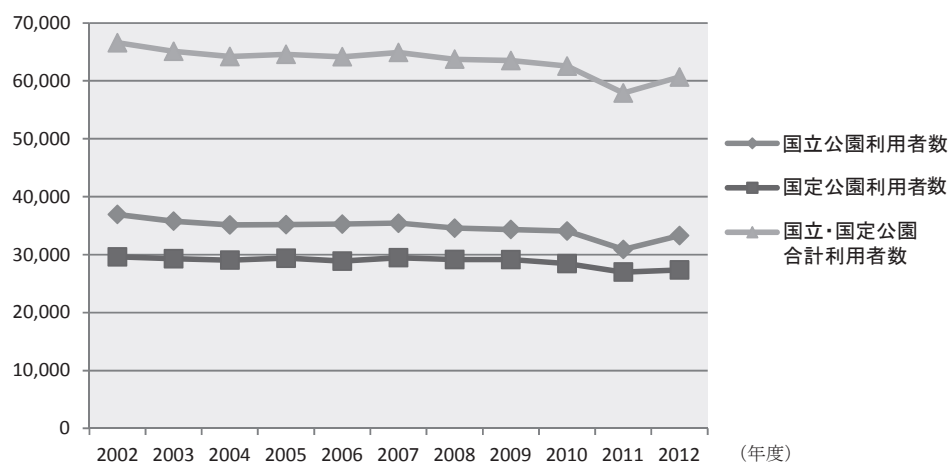
図表 4 から、出費の中でもっとも大きな割合を占めるのは宿泊費であり、全体の支出の 30%、ついでレストランでの食事費の 20% であることが分かる。

4. わが国における国立公園への利用者数

ここで参考までに、わが国の国立公園への利用者数を見ておこう。図表 5 は、環境省が公表している国立公園と国定公園それぞれの年間利用者数、及び両公園の合計を表にしたものである。

図表 5 国立・国定公園利用者数

(単位万人)



(出所) 環境省自然環境部 国立公園課 <http://www.env.go.jp/park/doc/data> のデータを用いて筆者作成。

わが国の国立公園利用者数は漸減の傾向を示し、最近では 3 億 3 千万人台となっている。ただし、この数字は米国の国立公園入場者数よりも大きい。両国のデータの取り方の違いからこのような数字となるのであろうか。なお、2011 年、例年になく国立・国定公園利用者が 6 億人を割ったのは、東日本大震災の影響が大きいと思われるが、年々減少化の傾向にあるのは、少子化の影響も徐々に及んでいるからであろう。

5. ツーリズムと経常収支と GDP

ツーリズムをわが国の国内総生産、GDP との関連で見てみよう。マクロ経済学のテキスト第 1 章、「GDP の決定」を思い出していただきたい。GDP は、「国内消費 C」、「国内投資 I」、「政府支出 G」、そして「輸出 X」と「輸入 Y」の差額、すなわち、 $C + I + G + X - M$ で決まる。この式をツーリズムの具体例に適用すると、日本人の観光客が 1 週間、ニューヨークへ行って、払ったホテル代や買ったみやげ物は、日本の GDP の「輸出」、アメリカの GDP の「輸入」となる。

また、アメリカのロックバンドが、1 週間、日本で公演して、200 万円稼いで帰国した場合、この金額は日本の GDP の「輸入」、アメリカの GDP の「輸出」となるのである。

一般には、「輸出」あるいは「輸入」というと直ちにモノの動きを想定し、ヒトの動きに伴う金銭の授受がそのカテゴリーに入るとは気づかれないかもしれない。だが、今後は、いよいよ製造部門によるモノの生産・輸出だけでなく、ヒトの交流の活発化によるサービス部門の拡充により、日本にとっての「輸出」額を上昇させていくことを国民全体の課題とすべきであろう。

米国商務省が本年 9 月 4 日に公表した最新のデータによると、2013 年 7 月から 2014 年 7 月の 1 年間、米国のサービス輸出は 2.4 兆ドル、前年と比較して 4.2% 増加した。その増加に最大の貢献をしたのは、観光目的の「旅行」の伸長であったのである。

おわりに

観光は「自然資本」の重要な活用である。自然を保護し、将来の世代へ残していくことは、われわれの責務である。国立公園は、人々に自然が有している魅力を提供するだけでなく、自然保護の重要性を認識させ、実践させる場でもある。海外からの観光客を迎えるために、自然豊かな地方へと誘導し、それぞれの地域での経済活性化を図りたいものである。

海外へ出かけるわれわれは、その地の自然や歴史にふれ、大きな喜びを得る。食事や宿泊に使った費用は、その国の GDP を高め、それがその国の人々の所得を高め、やがてはその国の人々の旅行意欲を高めるようになり、日本も訪問国のひとつとなろう。乗数効果は、一方向ではなく、各国間で相互に依存し合っているのである。

統計データから、米国を訪れる日本人のうち、国立公園へ出かける人は少ないことが分かった。そもそも、われわれは、国立公園の意義を過小評価しているのではないだろうか。地方活性化の意味でも、外国人観光客を地方に誘導するために、国立公園のさらなる広報活動が求められる。

上でみたように、ツーリズムでもっとも経済効果の大きい分野は宿泊である。次いで食事という結果が出ている。このことは、滞在型のツーリズムが重要であることを示唆する。海外からの訪問者 2 千万人の目標も重要だが、経済効果を考えると、宿泊施設の拡充、良質な食の提供、自然の中でのアクティビティの整備拡充の三者がうまく連携がとれる体制が望まれる。

ホスピタリティについては、日本人の細やかな配慮はどの国の人からも評価されるであろう。これもまた無形の重要な資本である。

ツーリズムは、景気状況や天候に大きく左右される。また、観光地によっては、特定の季節のみに観光客が集まるという不安定性もある。このような需要の変動をいかに緩和するかも重要な課題であろう。

日銀の国債買入れによる金融機関のバランスシートへの影響

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

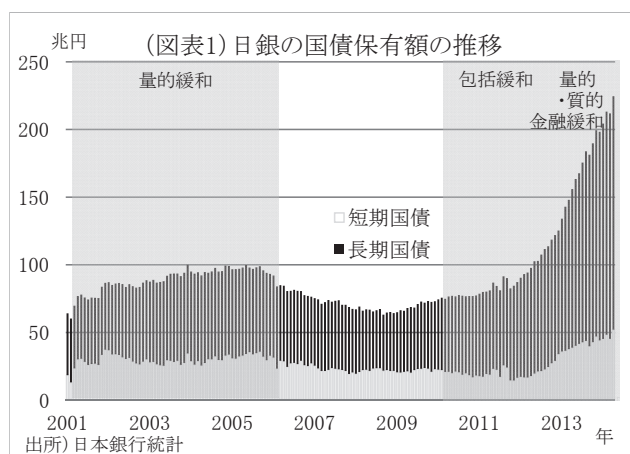
5月29日に日銀は約1年ぶりに長期国債買入れに減額修正を施したが、その僅か3週間後に、さらに残存10年超の1回当たり購入下限を引き下げ、年限の細分化も打ち出した。こうした矢継ぎ早の修正により、にわかに超長期ゾーンの「日銀版テーパリング」の思惑も台頭した。

一方、買いオペに対応してきた民間金融機関の金利リスク量は2013年度以降減少に転じている。国債の流動性が低下する中、長期～超長期ゾーンではボラティリティの高まりが危惧されたものの、異次元緩和策により足元の金利は低位安定している。債券市場の投資環境が厳しい折、貸出やクレジットリスクに積極的になる金融機関もみられている。

未曾有の額に膨らんでいる日銀の国債買入が、民間金融機関のバランスシートにどのような影響を及ぼしているのか、買いオペにより得られた資金が国債以外の社債・株式等クレジット投資や貸出増加に繋がっているのかを確認する。

1. 日銀の国債買入措置変更のポイント

2013年4月の異次元緩和策¹以降、その目標達成のために日銀は年間約50兆円ペースで国債を買入れており、日銀の国債保有額は着実に増加している（図表1）。大規模な国債購入により、市場金利は特に短期～中期ゾーンにかけて極めて低水準に抑えられており、10年国債利回りも0.5%割れまで低下し、過去最低水準を意識した推移となっている。



(図表2) マネタリーベースの目標と
バランスシートの見通し (単位: 兆円)

	12年末 (実績)	13年末 (実績)	14年末 (見通し)
マネタリーベース	138	202	270

(バランスシート項目の内訳)

長期国債	89	142	190
CP等	2.1	2.2	2.2
社債等	2.9	3.2	3.2
ETF	1.5	2.5	3.5
J-REIT	0.11	0.14	0.17
貸出支援基金	3.3	8.4	18
その他も資産計	158	224	290
銀行券	87	90	90
当座預金	47	107	175
その他も負債・純資産計	158	224	290

(出所) 日本銀行HP

¹ マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行う。イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から、長期国債の保有残高が年間約50兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。また、長期国債の買入れ対象を40年債を含む全ゾーンの国債としたうえで、買入れの平均残存期間を、3年弱から国債発行残高の平均並みの7年程度に延長する。

5月に続き、6月にも日銀は長期国債買入れ方式に変更を加えた（図表3）。10年超の買入額の下限を減額し、年限を細分化したのである。この背景となるのは、月間に買い入れる国債の平均残存年数がターゲットとしている7年程度を上回っていた²ため、平均年限を短期化させようとする狙いがあったものと思われる。超長期の減額分は1年以下の増額に当てられる。

（図表3）当面の月間買入予定

（単位：億円）

		オファー回数	1回あたりオファー金額		月間合計額	
			5/29公表	6/18公表変更点	5/29公表	6/18公表変更点
利付 国債	残存期間：1年以下	2回程度	1,100～2,000程度	1,100～ 2,500 程度	2,200～4,000程度	2,200～ 5,000 程度
	残存期間：1年超5年以下	6回程度	5,000～7,000程度	－	30,000～42,000程度	－
	残存期間：5年超10年以下	6回程度	4,500～6,000程度	－	27,000～36,000程度	－
	残存期間：10年超	5回程度	1,500～3,500程度 内訳 10～25年1,000・25年超300	1,300 ～3,500程度	7,500～17,500程度	6,500 ～17,500程度
変動利付債＜偶数月＞		隔月1回	1,400	－	1,400	－
物価連動債＜奇数月＞		隔月1回	200	－	200	－

（出所）日本銀行HPより作成

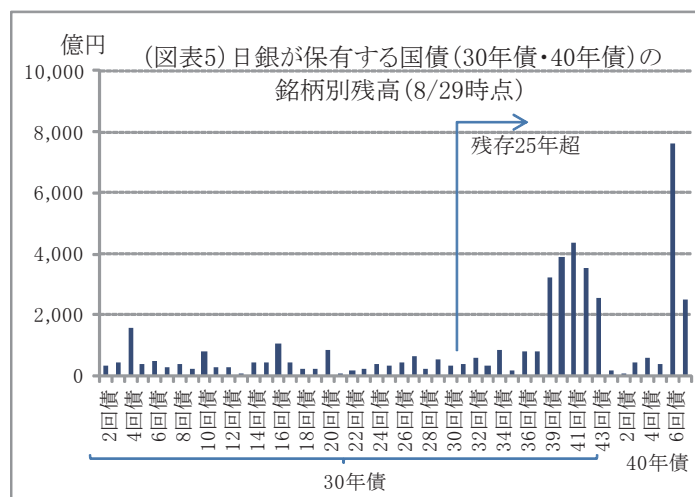
変更後の月別オファー額をみると、10～25年は一回当たり1,000億円、25年超は同300億円となっており、買入予定の下限でオファーされていることが分かる（図表4）。8月末時点での日銀保有国債を銘柄別にみると、既に25年超の買入額が積み上がっていることから（図表5）、平均年限を抑えるため今後しばらくは月300億円ペースが続けられるものとみられる。ただし、当該ゾーンへの金利上昇圧力が高まったり、追加緩和が必要となる場合にはオベ増額の余地がある。

（図表4）月別オファー額

（単位：億円）

	5月	6月		7月	8月	回数
		～6/22	6/23～			
～1年	2,200	3,100		2,200	2,200	2
1～3年	15,000	18,000		18,000	18,000	6
3～5年	15,000	12,000		12,000	12,000	6
5～10年	24,000	24,000		24,000	24,000	6
10～25年	8,500	4,500	2,000	5,000	5,000	5
25～40年			600	1,500	1,500	5
変国	－	1,400		－	1,400	1
物価連動	200	－		200	－	1
短期国債	110,000	60,000		110,000	122,500	
CP	12,000	13,500		12,000	13,500	
社債	1,000	1,000		1,000	1,000	
ETF	476	390		720	1,236	
REIT	3	12		20	20	
計	188,379	140,502		186,640	202,356	

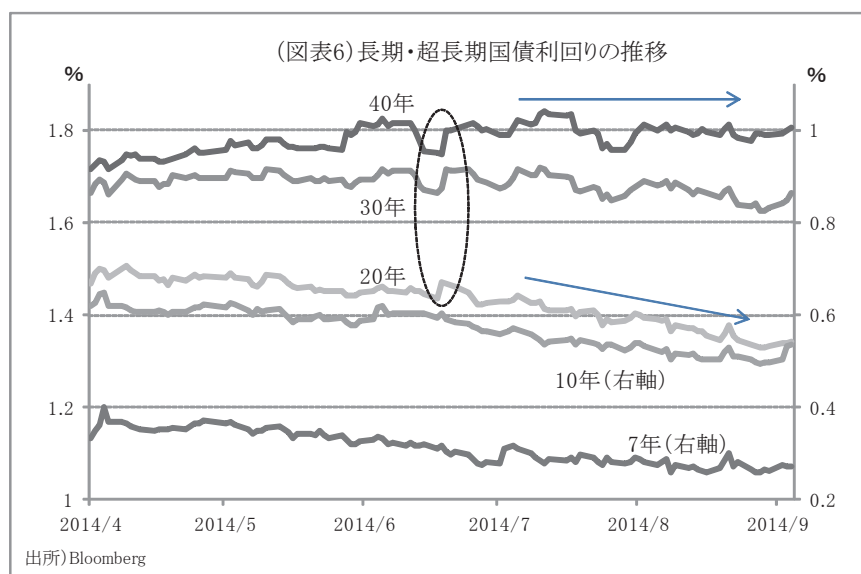
（出所）日本銀行HPより作成



（出所）日本銀行HPより作成

² 保有国債リストからの試算によると、5月の買入平均残存年限は約9年（8月は約7.5年）となっていた。

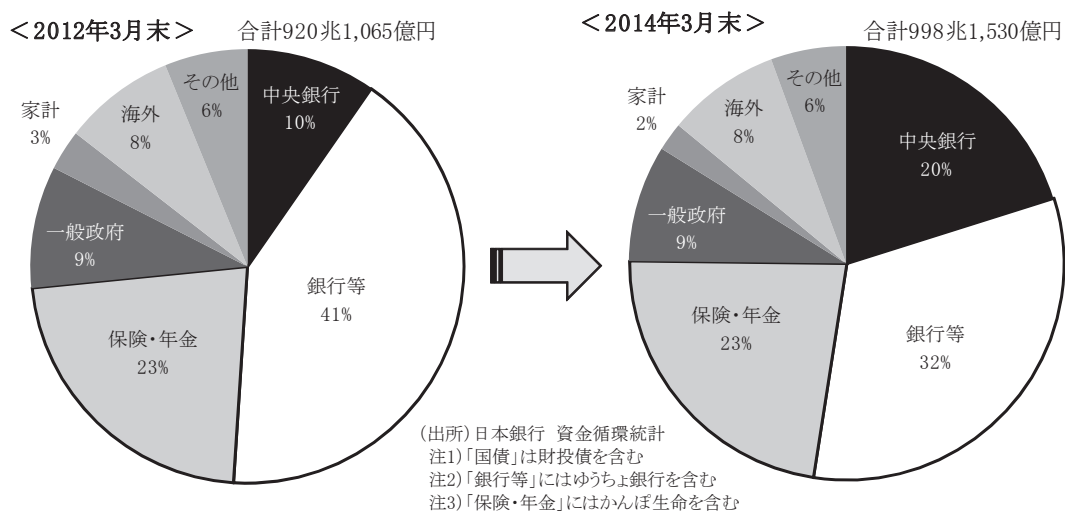
6月の買入変更が公表された際、特に30年～40年の市場は動揺し、「日銀版テーパリング」の開始とも囁かれた。公表前後の超長期金利の推移をみると、20年超のゾーンで金利が乱高下したことがわかる(図表6)。20年以下のゾーンではその後金利低下傾向がみられたが、30年超では高止まり状況にあり、境界となる25年で明確に反応が異なっている。このことは、将来日銀版テーパリングが開始された際、他の年限の金利においてもボラティリティが高まり金利上昇圧力がかけやすくなることを示唆している。



2. 民間金融機関の国債保有残高は減少

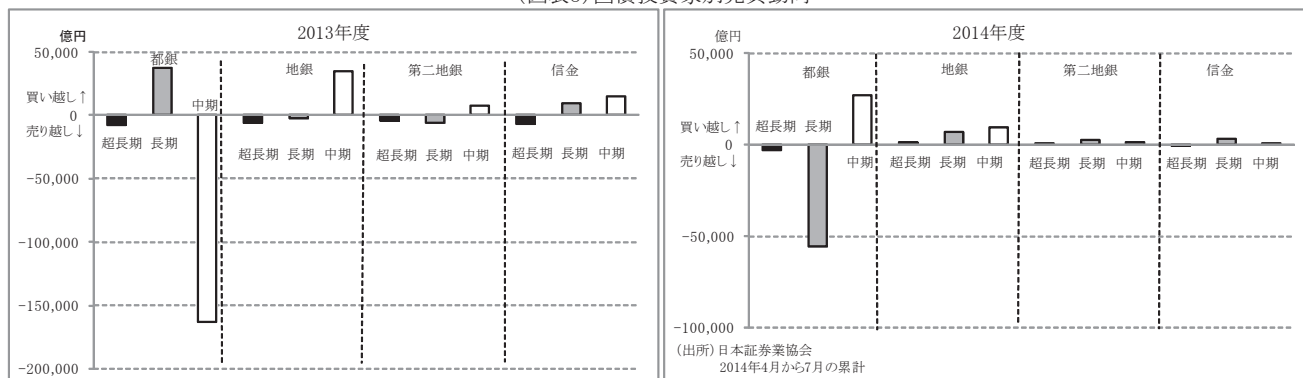
日銀の国債買入により、民間金融機関の国債保有状況はどう変化したのか。国債の所有者別内訳を二年前と比較すると、日銀の保有残高が倍増した分、民間金融機関の保有が減っている(図表7)。一方、その他の家計・海外・保険・年金等のウエイトにはほとんど変化がみられない。

(図表7) 国債及び国庫短期証券の所有者別内訳



民間金融機関の国債保有状況の内訳について主要業態別の売買動向で確認してみると、都銀が特異な動きをしていることがわかる（図表8）。都銀は昨年度大幅に売り越した中期債を今年度に入り買戻す一方、昨年度買い越した長期債を売却し、年限を短期化していることが伺える。残高を減らす過程でデュレーションも短期化し、保有債券の金利リスク量は相当低下していると思われる。一方、地銀や信金は僅かながらも買い越していることから、民間金融機関の保有国債減少のほとんどは都銀の動きと見てよい。

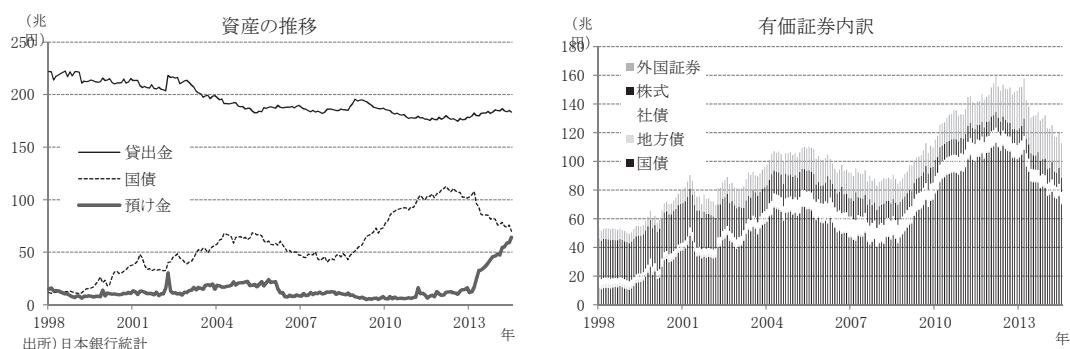
（図表8）国債投資家別売買動向



3. 地域金融機関を中心にクレジット投資が増加

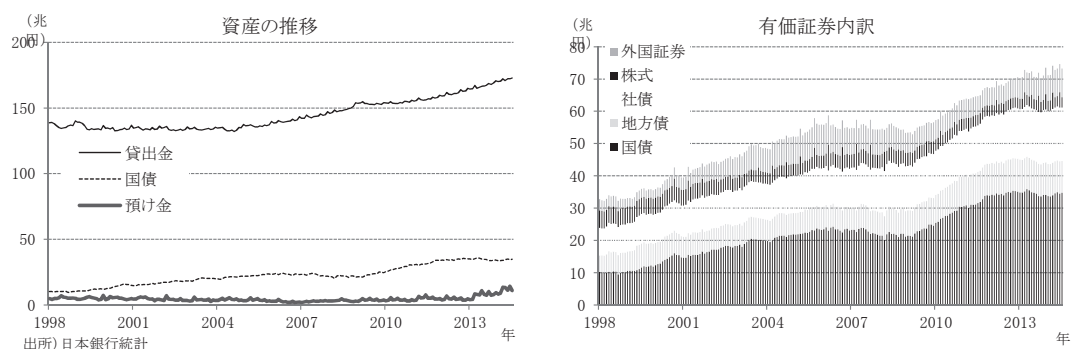
次に民間金融機関のバランスシートの推移についてみていく。まず、最も国債のウェイトを落とした都銀は、それに呼応して預け金が膨らんでおり、預け金のほとんどを占める日銀当座預金に資金を積み上げている。貸出金は底ばいで推移しやや上向きつつあるとはいえ、まだ趨勢的に増加しているとはいえない状況にある。有価証券については、国債が大幅に減少しており、その他の債券・株式への振替はほとんどみられない。

（図表9）都銀

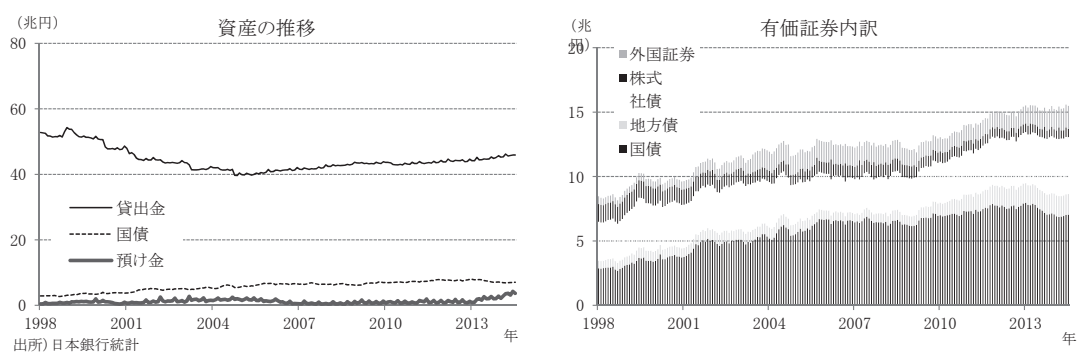


地銀では国債残高はほぼ横ばいで推移し、貸出金も伸びている。有価証券残高も全般的に増大しており、社債や外国証券などクレジットリスクを取る動きがみられる。また、第二地銀でも、貸出金は緩やかに伸びている。有価証券残高は横ばいであるが、国債から地方債や社債への入替がみてとれる。

(図表10) 地銀

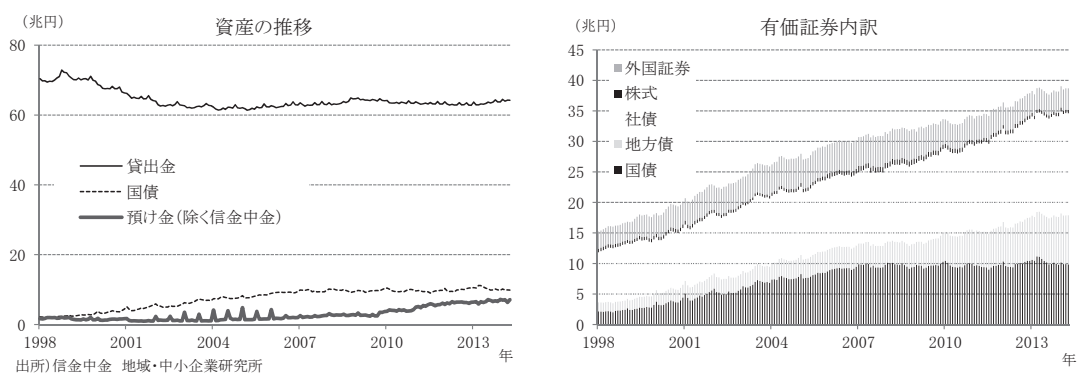


(図表11) 第二地銀



信金については、貸出金は横ばいとなる一方、有価証券が趨勢的に増加している。内訳をみると国債は残高維持であるが、新たに地方債・社債を積み増す動きがみられる。

(図表12) 信金

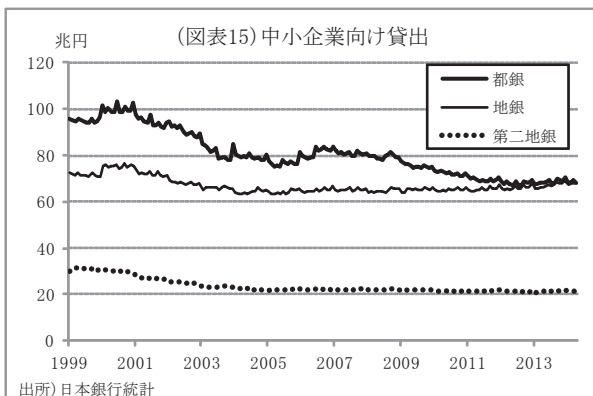
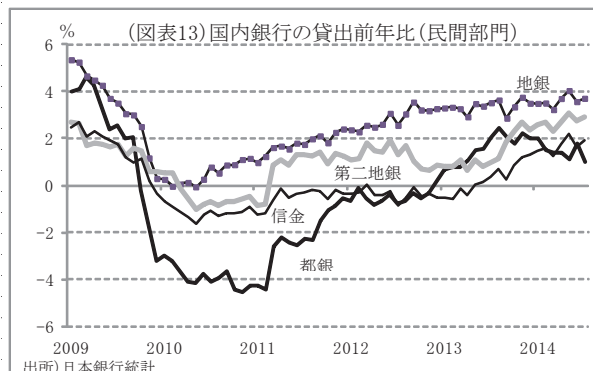
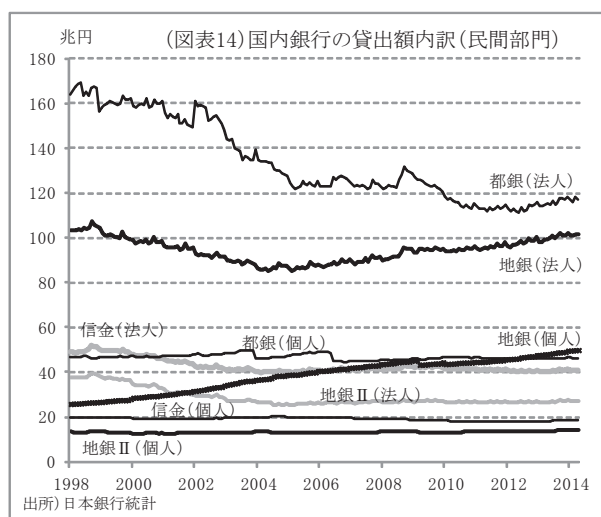


このように、国債からクレジット商品へのポートフォリオ・リバランスの動きが一部でみられた。日銀の国債買入は、長期金利低下から相対的な高収益資産への志向を強め、保有国債残高の減少と年限短期化に伴う金利リスク量の低下からリスクテイク余力を拡大させる効果を持っているとみられるが、主要プレイヤーである都銀において明確な傾向は確認できなかった。

4. 都銀の貸出は伸び悩み

特に地銀で貸出金残高の増加が確認できたが、これを前年比でみたのが図表13である。リーマンショック後いち早く回復に転じたのが地銀であり、最も遅れているのが都銀である。都銀は法人向け貸出の落ち込みの影響が強く、直近では住宅ローンなどの個人向けも苦戦しており、残高ベースでこの15年間で倍増した地銀に逆転されている（図表14）。

また、法人貸出は緩やかに回復傾向がみられるが、そのうち6割程度を占める中小企業向けについては伸び悩み状況にある（図表15）。金融機関の金利リスク量の減少は、貸出にかかる追加的なリスクテイク余力を高める作用があろうが、企業の資金需要が高まる環境が整わないかぎり効果は現れにくいと思われる。



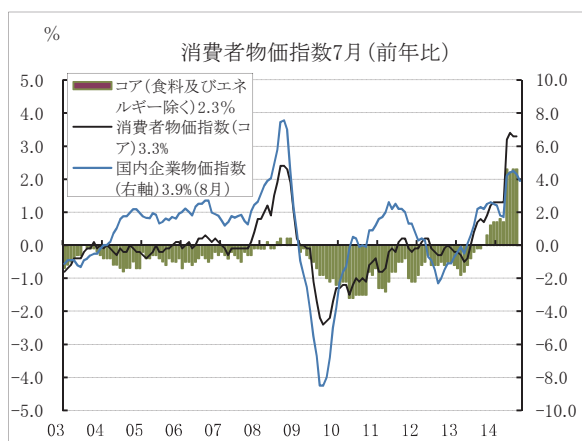
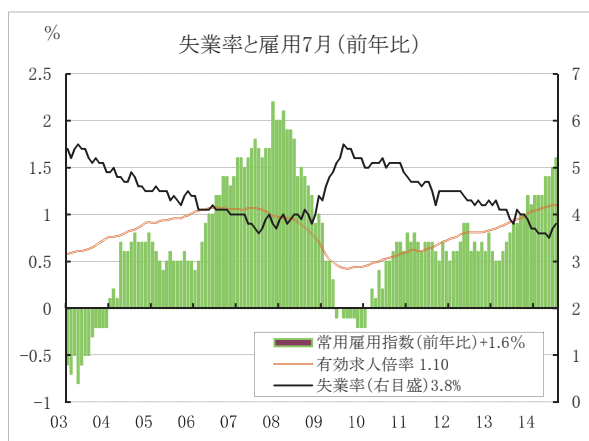
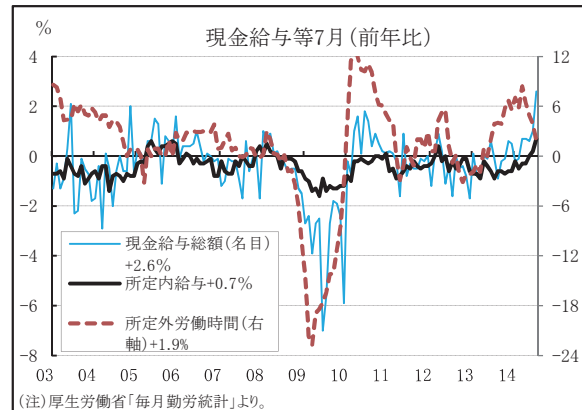
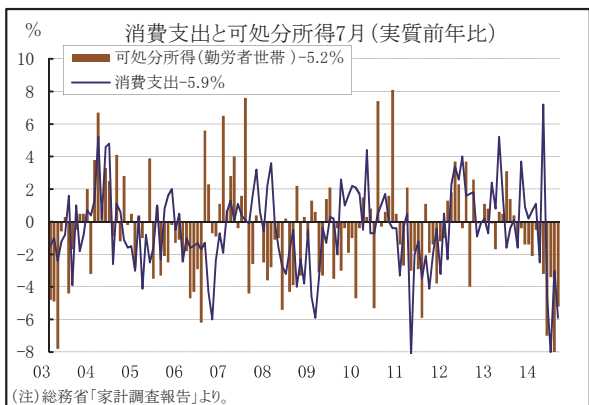
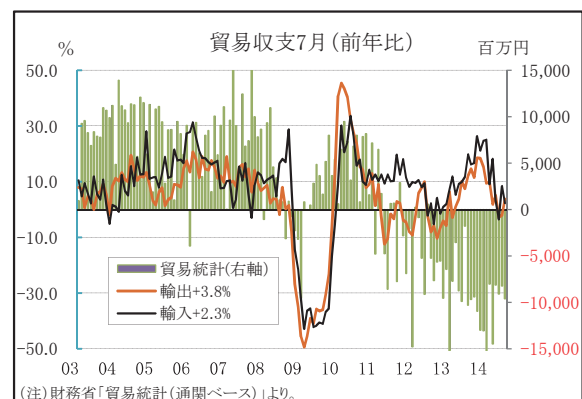
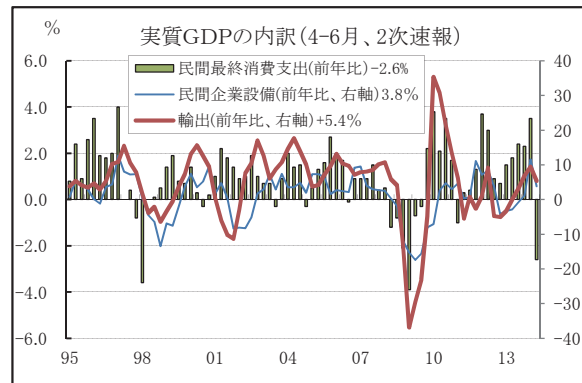
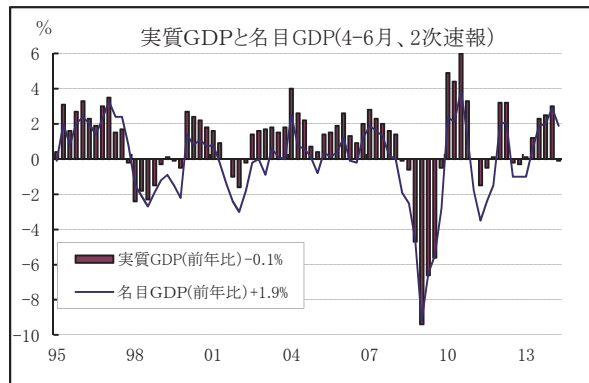
おわりに

日銀による国債買入に伴う長期金利低下や金利リスク量の削減により、国債以外のクレジット投資へとアロケーションを見直すきっかけとなったことは確認できた。しかし、依然として貸出は伸び悩み状況にある。“成長のための緩和”ならば、供給された資金をいかに隅々まで循環させるかが焦点となる。地方経済の活性化のため、産（事業者）学（大学等）金（地域金融機関）官（自治体）の連携強化が推し進められているところであるが、地域金融機関の中には地域と都市・地域と世界とをつなぐビジネスモデル改革に取り組む先も散見され、今後の取組が注目される。

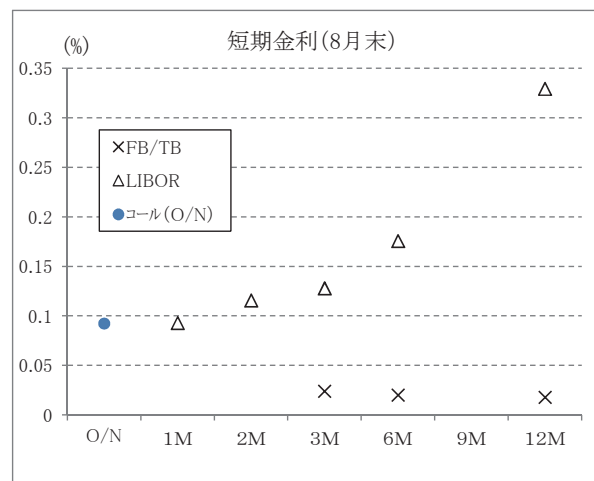
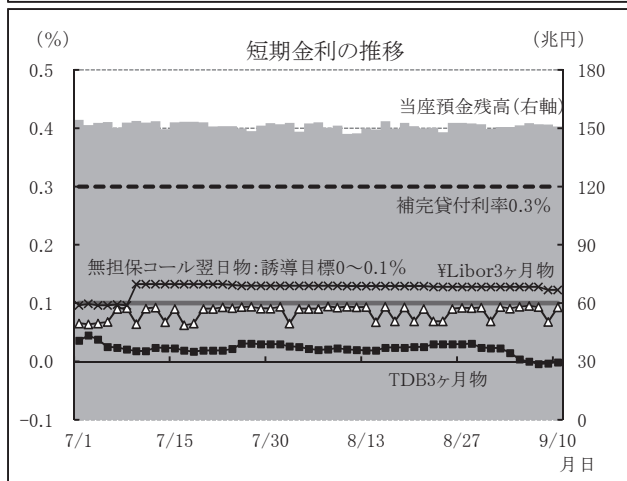
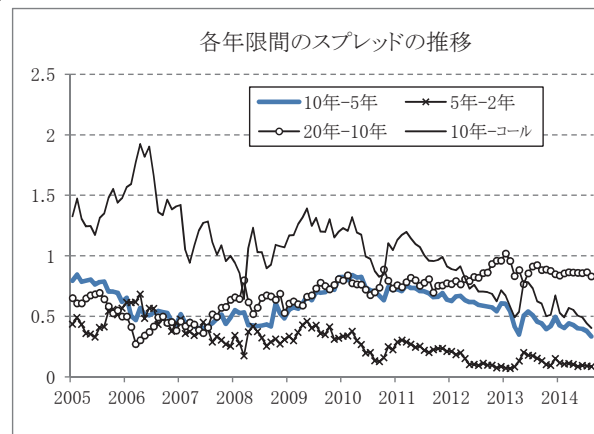
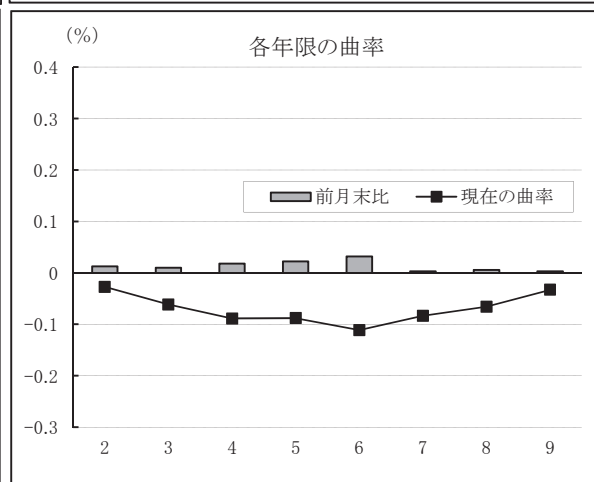
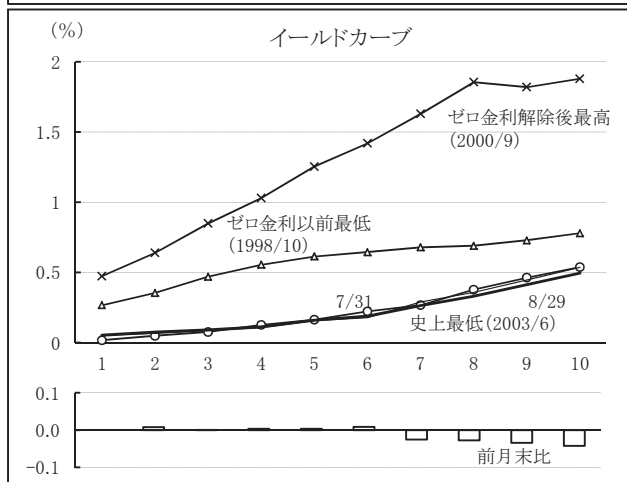
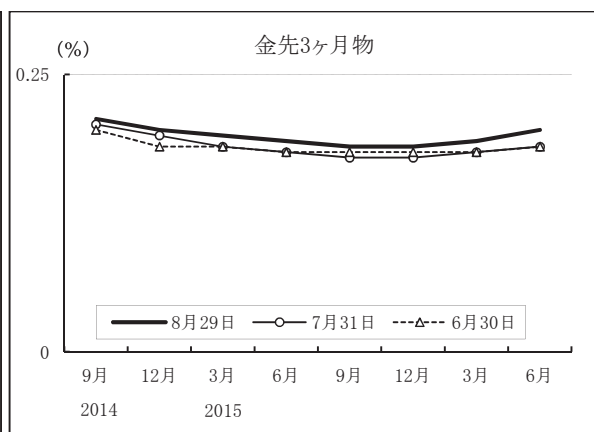
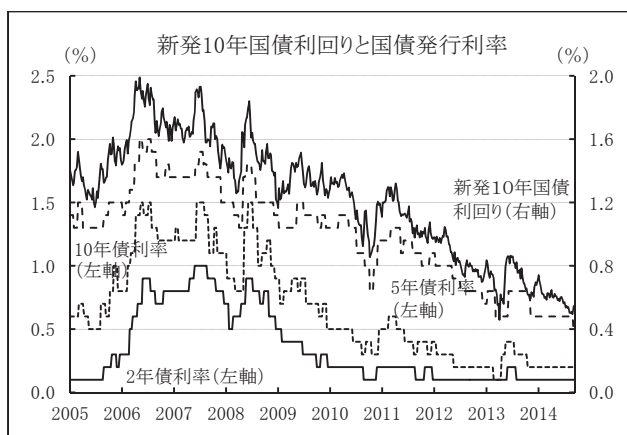
また、超長期国債の買入減額がもたらした混乱は、流動性が低下した国債市場に内包する金利リスクの高まりを露呈した。これは先々、テーパリング開始の際に懸念される事象である。出口政策としてどのようなソフトランディングシナリオを描き、市場を混乱無く誘導していくことができるか、日銀の手腕が問われている。

統計データ集

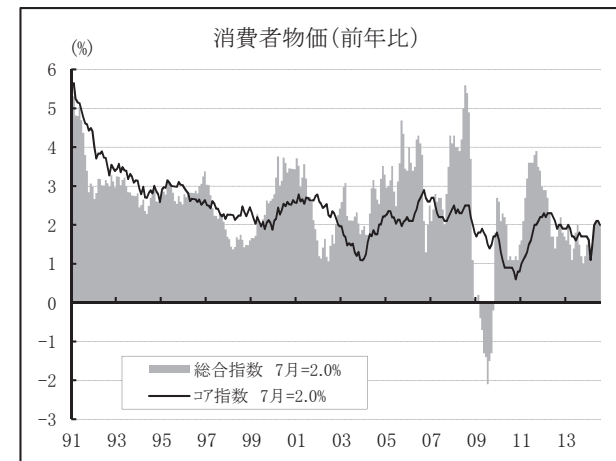
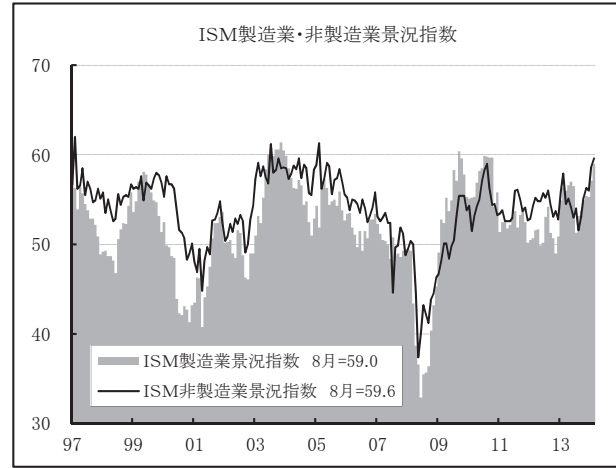
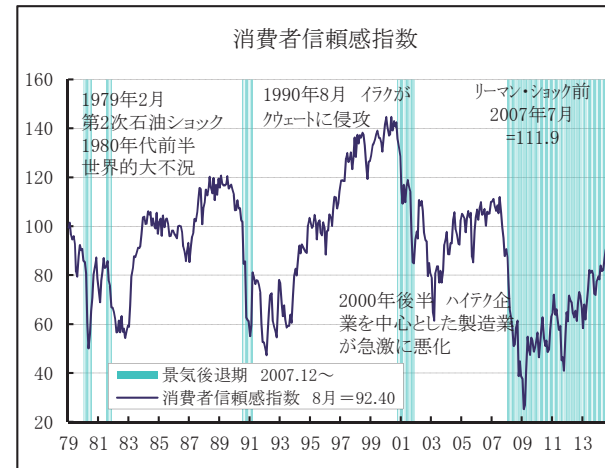
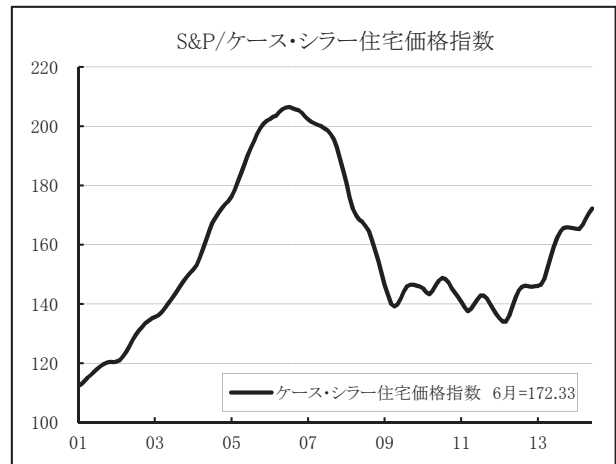
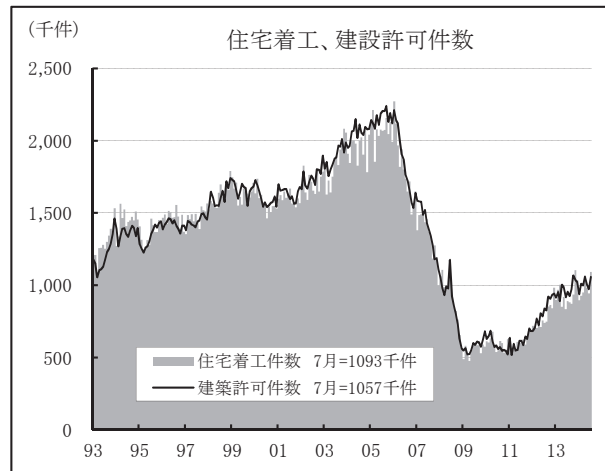
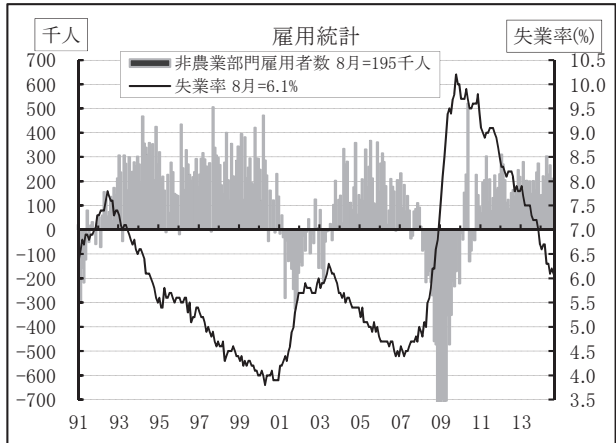
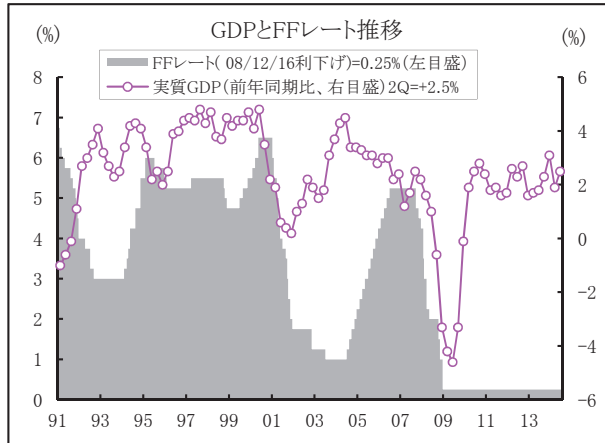
日本 マクロ経済



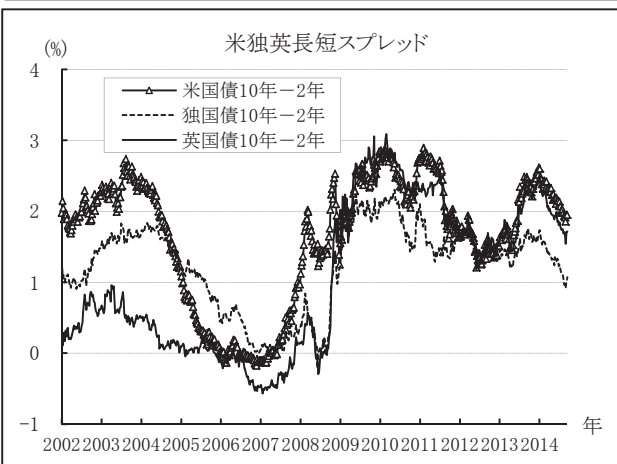
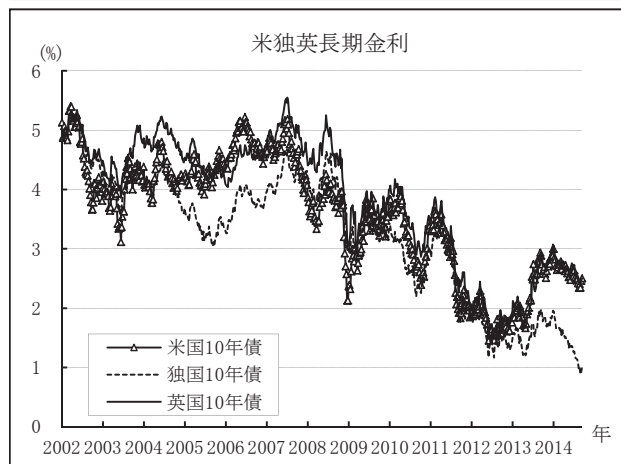
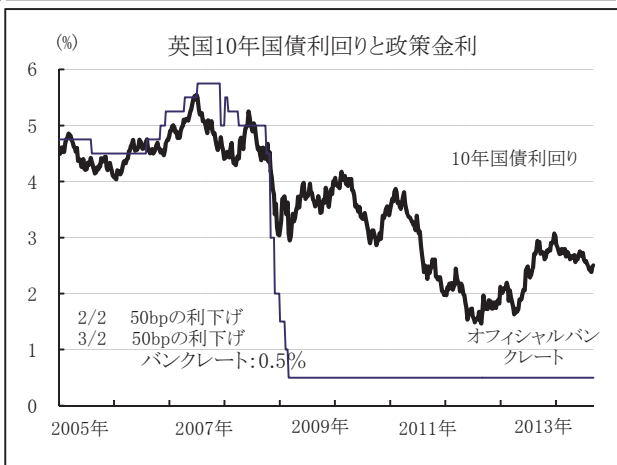
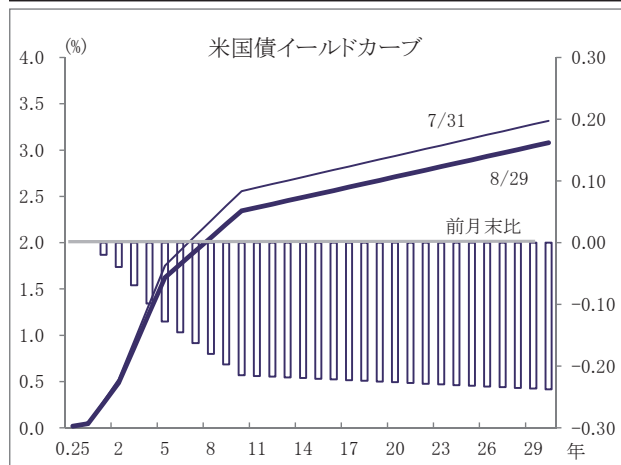
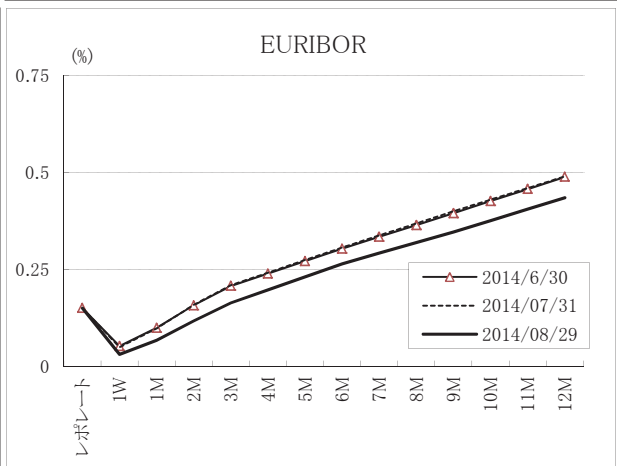
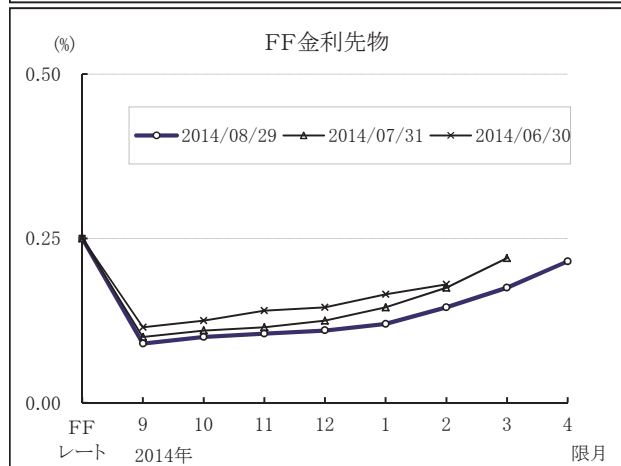
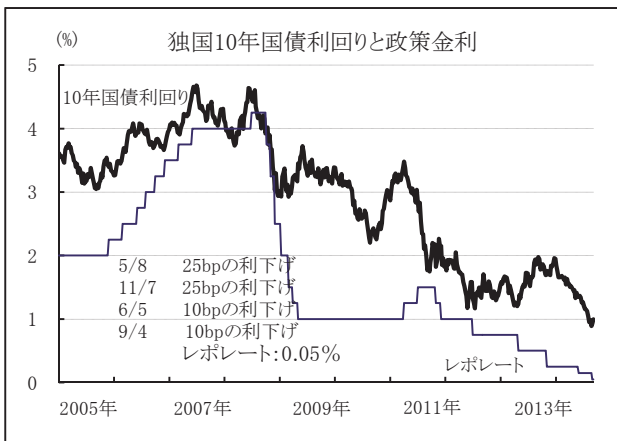
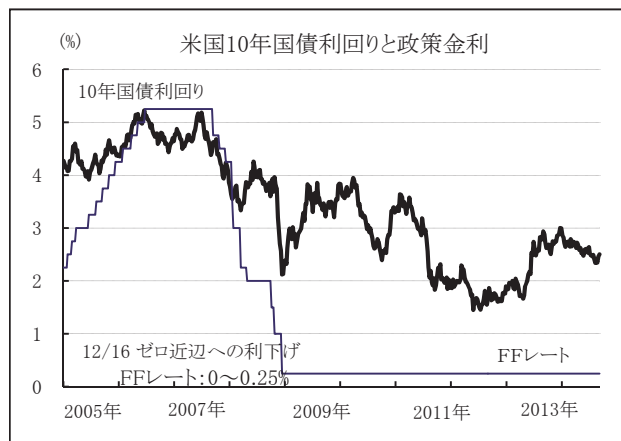
日本短期・債券市場



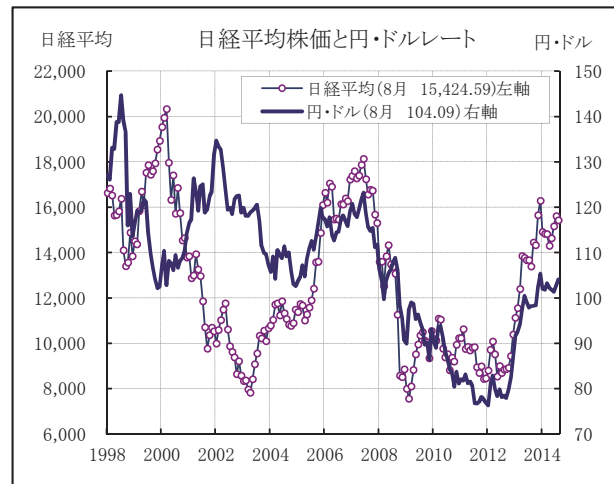
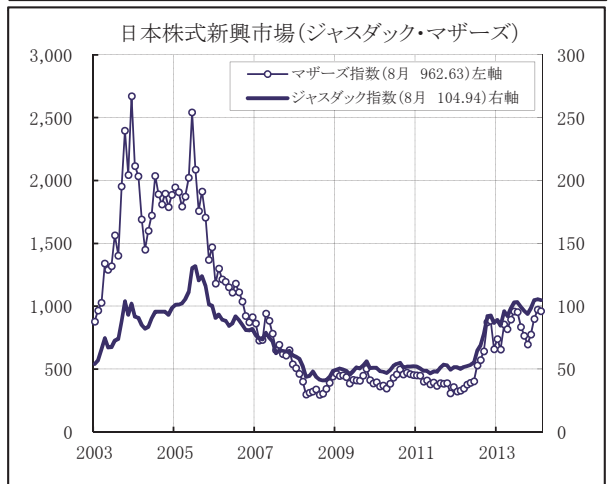
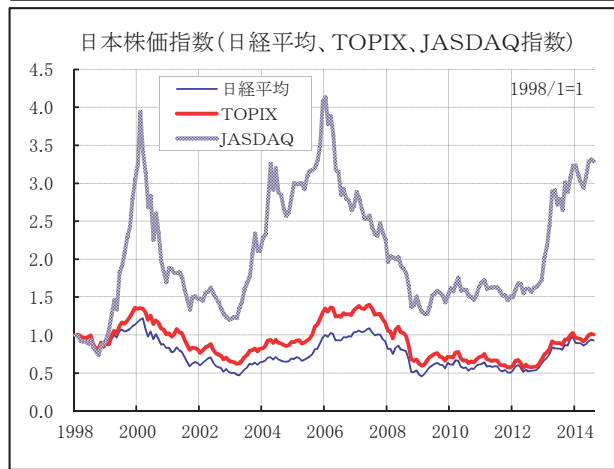
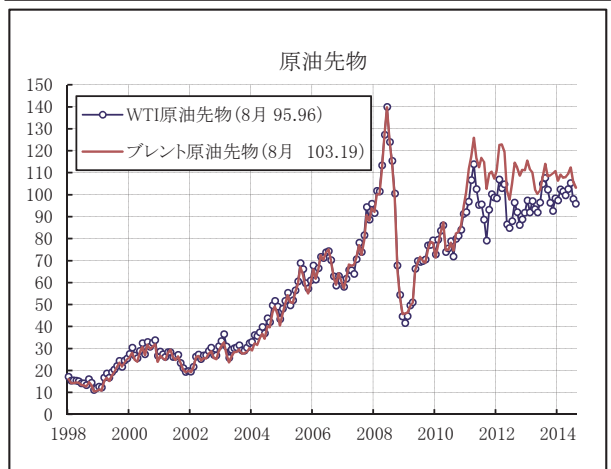
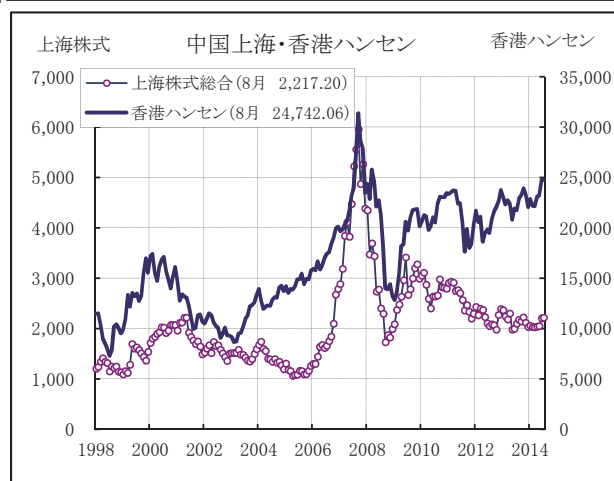
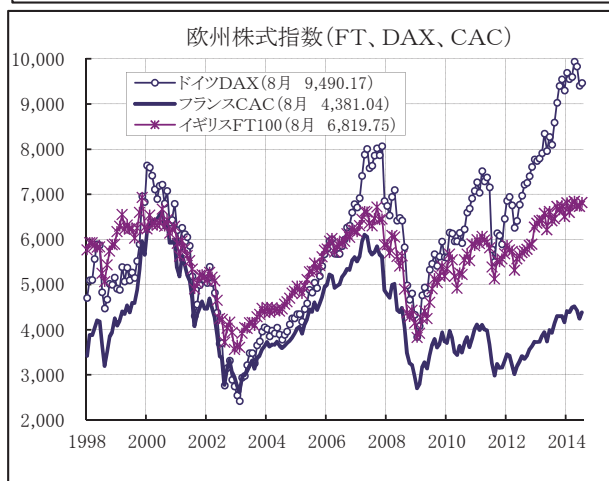
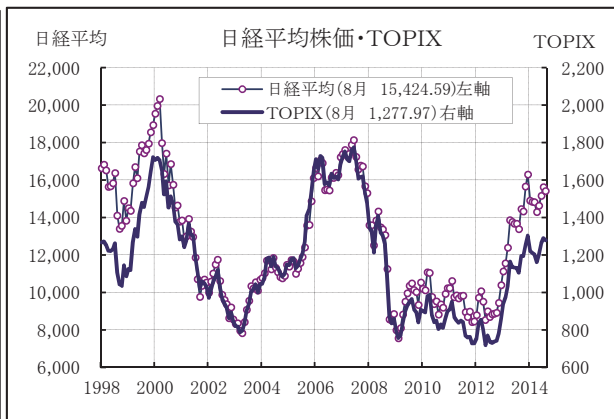
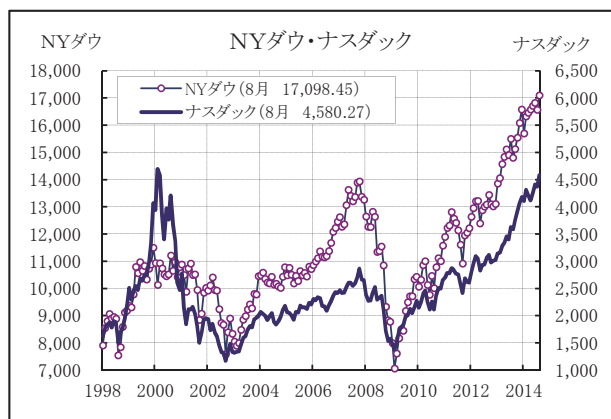
海外 マクロ経済



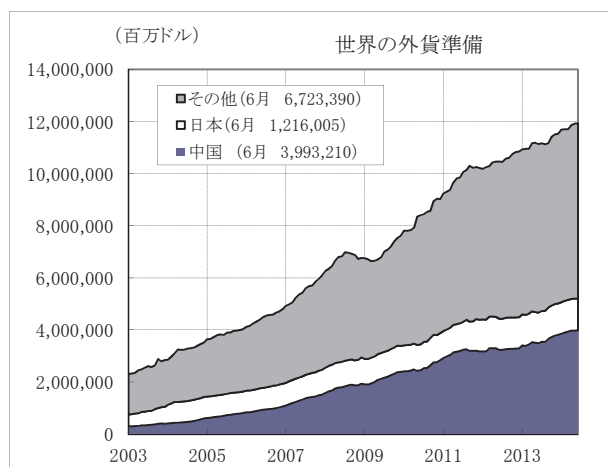
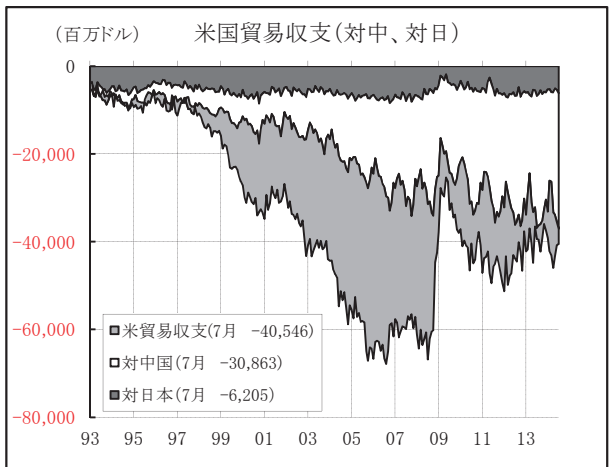
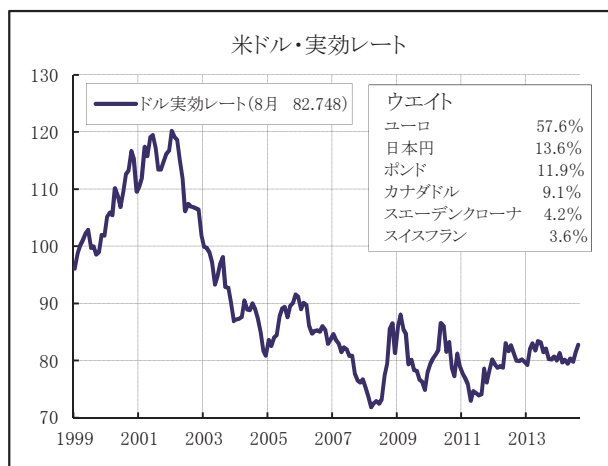
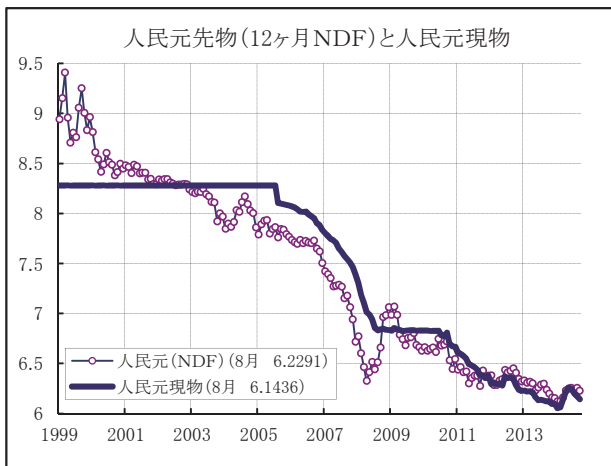
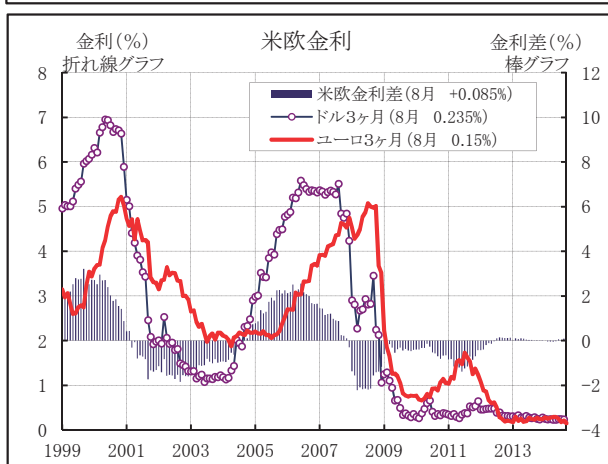
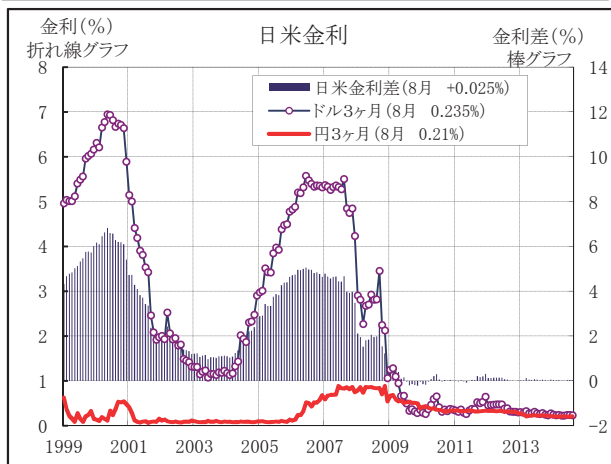
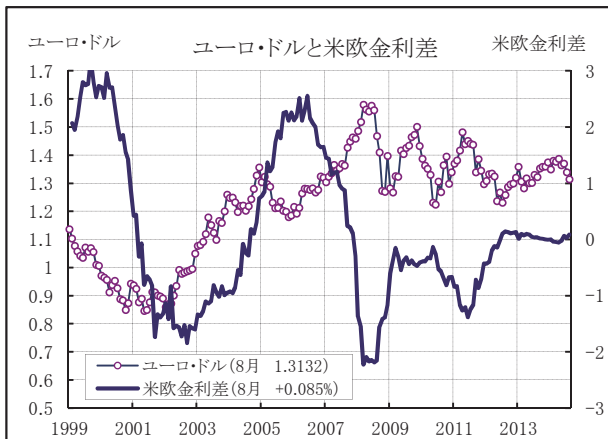
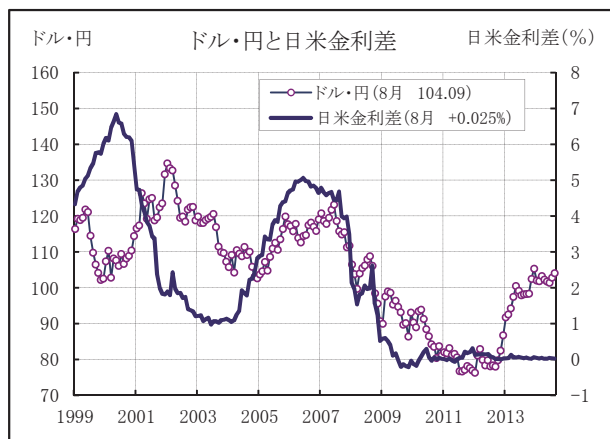
海外 債券市場



株式市場



為替市場

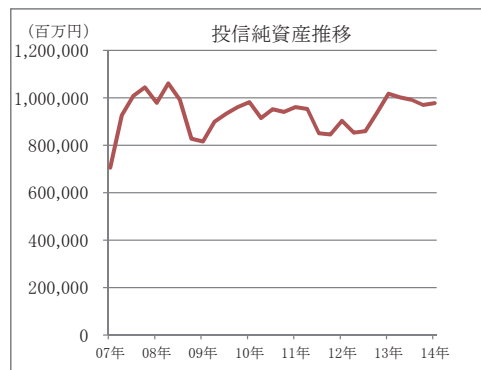
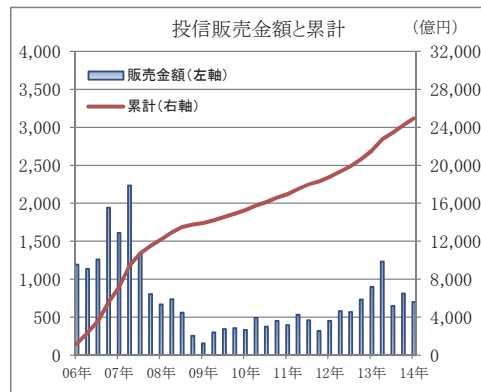


ゆうちょ関連データ

投資信託

< ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況 >

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年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	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	-	-
累計	11,164,022	2,493,770	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位: 百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.9.12)	純資産 (2014.9.12)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2014.9.12)	純資産 (2014.9.12)
野村6資産(安定)⑥	180円	11,188	38,281	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,905	6,866
野村6資産(分配)⑥	180円	9,692	165,667	eMAXIS 国内リート※①	なし	22,160	7,106
野村6資産(成長)⑥	180円	10,656	40,605	eMAXIS 先進国株式※①	なし	19,842	18,523
野村資産設計2015②	なし	10,159	2,051	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13,069	5,977
野村資産設計2020②	なし	9,957	1,157	eMAXIS 先進国リート※①	なし	21,667	6,607
野村資産設計2025②	なし	9,991	1,008	eMAXIS 新興国株式※①	なし	14,093	21,883
野村資産設計2030②	なし	10,039	797	eMAXIS 新興国債券※①	なし	13,610	3,077
野村資産設計2035②	なし	9,812	550	Navioオーストラリア債券⑫	180円	12,028	264
野村資産設計2040②	なし	9,691	1,809	Navioカナダ債券⑫	60円	11,926	254
野村資産設計2045②	なし	16,915	100	Navioトルコ債券⑫	600円	11,071	371
野村米国ハイイールド⑫	1340円	14,369	21,329	Navio南アフリカ債券⑫	540円	9,737	313
同(為替ヘッジあり)⑫	540円	10,637	9,616	Navioブラジル債券⑫	360円	8,890	32
大和インデックス225①②	140円	11,859	36,946	Navioインド債券⑫	600円	11,349	1,207
ダイワ成長国セレクト⑫	960円	7,800	91,624	Navioマレーシア債券⑫	なし	10,008	2
日興五大陸債券⑫	250円	9,189	104,538	三菱UFJ高金利債券⑫	1240円	11,118	108,726
日興五大陸株式④	240円	10,378	22,568	日本株式SRI①	なし	7,277	4,445
フォーシーズン※⑫	360円	8,275	19,749	エマージング・ソブリン※⑫	620円	8,560	42,531
ビムコ・グローバル債券⑫	480円	13,149	21	同(為替ヘッジあり)※⑫	1190円	10,132	100,403
同(為替ヘッジあり)⑫	480円	9,978	46	新光サザンアジア株式⑫	1300円	11,372	4,103
eMAXIS TOPIX※①	なし	15,897	8,760	新光世界インフラ株式⑫	720円	17,442	53
				合 計			1,467,408

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ⑫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

純資産ランキング

(単位: 百万円)

	ファンド名	純資産	ウェイト
1	DIAM世界リート⑫	287,348	19.6%
2	野村6資産(分配)⑥	165,667	11.3%
3	DWSグローバル公益債券※⑫	115,473	7.9%
4	三菱UFJ高金利債券⑫	108,726	7.4%
5	日興五大陸債券⑫	104,538	7.1%
6	ES(為替ヘッジあり)※⑫	100,403	6.8%
7	ダイワ成長国セレクト⑫	91,624	6.2%
8	メキシコ債券オープン※⑫	48,841	3.3%
9	エマージング・ソブリン※⑫	42,531	2.9%
10	野村6資産(成長)⑥	40,605	2.8%
計		1,105,756	75.4%

基準価格ランキング

	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	22,160
2	eMAXIS 先進国リート※①	21,667
3	eMAXIS 先進国株式※①	19,842
4	新光世界インフラ株式⑫	17,442
5	野村資産設計2045②	16,915
6	eMAXIS TOPIX※①	15,897
7	DIAM高配当株式⑫	15,150
8	野村米国ハイイールド⑫	14,369
9	eMAXIS 新興国株式※①	14,093
10	eMAXIS 新興国債券※①	13,610

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

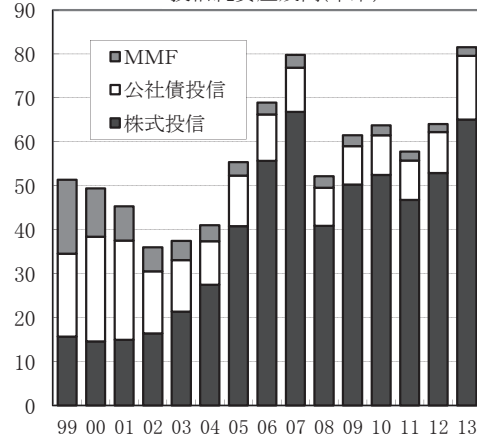
タイプ 末	株式投信							公社債投信			MMF	証券投信計	
	単位型	追加型					計	単位型	追加型	計			
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他							小計
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	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12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,637
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	145,209	145,454	19,259	815,232
2014年5月	17,940	45,268	151,730	120,118	298,379	161,841	657,218	647,400	173	124,947	128,027	19,918	820,196
6月	17,933	46,523	152,705	120,232	305,592	165,048	669,868	661,020	169	127,858	128,027	19,812	835,640
7月	18,513	46,255	153,695	120,311	313,608	168,920	682,478	700,991	170	129,581	129,751	19,795	850,537
8月	18,422	45,250	155,046	121,141	320,956	170,305	691,557	700,991	170	129,197	129,367	19,735	859,080

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

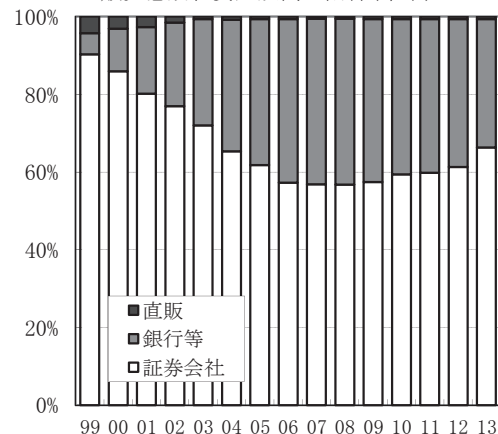
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
1999年12月	463,770	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年5月	535,058	65.0%	279,908	34.4%	5,231	0.6%	820,197	100%
6月	546,992	65.5%	283,226	33.9%	5,422	0.6%	835,640	100%
7月	557,422	65.5%	287,574	33.8%	5,542	0.7%	850,537	100%
8月	563,452	65.6%	290,113	33.8%	5,516	0.6%	859,080	100%

(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
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	3,368	9,992	1,910,484

＜貯金残高と前期末増減額（四半期）＞

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち 流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期貯金	定期貯金の 前期末増減額	うち その他貯金	その他貯金の 前期末増減額
2012年12月	1,769,113	11,145	608,231	7,260	1,158,512	4,070	▲ 184
2013年3月	1,760,961	▲ 8,152	599,715	▲ 8,516	1,158,786	274	90
6月	1,773,057	12,096	612,026	12,311	1,158,279	▲ 507	191
9月	1,764,498	▲ 8,559	599,773	▲ 12,253	1,162,003	3,724	69
12月	1,776,298	11,800	609,570	9,797	1,164,524	2,521	▲ 517
2014年3月	1,769,640	▲ 6,658	605,509	▲ 4,061	1,161,448	▲ 3,076	479

＜特別貯金残高と前月末増減額＞

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金の 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定期郵便貯金の 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額
2014年4月	256,998	▲ 3,221	35,520	▲ 884	221,458	▲ 2,335
5月	253,856	▲ 3,068	34,369	▲ 617	219,466	▲ 2,450
6月	250,689	▲ 3,167	33,316	▲ 1,053	217,352	▲ 2,114
7月	247,372	▲ 3,317	32,259	▲ 1,057	215,093	▲ 2,259
8月	243,986	▲ 3,386	31,130	▲ 1,129	212,836	▲ 2,257

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

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

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

(注)5 未払利子は含まれない。

＜各種金利＞

(単位:%)

年月	財政融資資金 預託金利	貸付金利	定額貯金
2014年2月	0.6	0.7	0.04
3月	0.6	0.7	0.04
4月	0.6	0.7	0.04
5月	0.6	0.7	0.04
6月	0.6	0.7	0.04
7月	0.6	0.6	0.04
8月	0.5	0.6	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

＜貸借対照表（資産の部）＞

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	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
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

(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
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

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

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	

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

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1					5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1					8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0			12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1			12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14	13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196	13,793	799
2013年9月	10,960	456	944	47	19	0	69	1	3,023	360	15,017	866
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

金利リスク（オフバランス）比率（%）と Value at Risk（円）（単位：億円）								
年月	アウトライ ヤー比率	VaR						
		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	VaR 期 間
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月～2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月～2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月～2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月～2014年3月

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

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

< 信用リスク >

(単位: 億円)

信用リスク・アセット額							リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額					
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	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額				
								0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	134,826	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607

(注) 1: 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注) 2: デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等に構成される。

< 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) の内訳			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		資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除して得た額		
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%
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	-	-	16,553,324	13,482,628	-	3,070,695	56.81%

(注) 1: OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

< 損益計算書 >

(単位: 百万円)

年月	経常収益	うち資金運用収益		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
		うち資金運用収益	うちその他収益		うち資金調達費用	うち営業経費				
2003年4月 - 2004年3月	5,871,450	4,589,446	1,282,004	3,600,665	2,498,814	1,053,867	47,984		2,270,784	2,275,515
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330		1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168		2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996		977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871		817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082		256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081		385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896		494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170		526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261		576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754		593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539		565,095	354,664

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