

ゆうちょ資産研レポート

2020年 5月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
新型コロナウイルスがもたらす経済・金融構造の変化 ー金利環境への示唆	
野村證券株式会社 経済調査部チーフエコノミスト 美和 卓	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
大規模な財政拡張・量的緩和のポリシーミックスが 金利動向に及ぼす影響	
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 石井 純	
マーケット・アウトLOOK	13
主要国の長期金利見通し	
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠	
資産研コーナー	19
所得格差と家計資産保有状況ー貯蓄と遺産の観点から	
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

2020.5

新型コロナウイルスがもたらす経済・金融構造の変化 —金利環境への示唆

野村證券株式会社 経済調査部
チーフエコノミスト 美和 卓



【新型コロナウイルスが一変させた世界経済】

新型コロナウイルスの世界的感染拡大は、世界経済の様相を一変させた。武漢市・湖北省を中心とする中国国内での感染拡大が主に問題となっていた1月から3月前半には、中国に集約されている製造業の供給網が寸断され、それが世界的に生産活動を停滞させる生産・供給ショックが主として懸念されていた。一方、欧米での感染爆発とその抑止に向けた都市封鎖が実施された3月後半以降は、主要先進地域での需要急減が目立った。新型感染症が経済に与える影響は、供給ショックから需要ショックに移行しつつあると言える。

3月に入ると中国での感染拡大に歯止めがかかりはじめ、生産活動も再開されはじめた。こうした状況を踏まえ、野村では中国の実質GDP(国内総生産)成長率は20年1-3月期こそ大幅なマイナス(前年同期比-6.8%)を記録したが、同4-6月期には大きく持ち直す(同-0.5%)とみている。しかし、先進地域の経済成長率は、同4-6月期の方が1-3月期よりも落ち込みが激しくなると予想する。前期比年率での1-3月期、4-6月期実質GDP成長率は、米国、ユーロ圏、日本について、それぞれ、-4.8%から-41.7%、-14.4%から-43.6%、-5.7%から-23.9%へと急減速すると予想している。野村でカバーする主要国の実質GDP成長率を加重平均した世界経済の成長率は、中国生産活動の正常化を反映して1-3月期よりも4-6月期の方が高くなるが、雇用や所得への悪影響に繋がる大幅な需要ショックを伴っている点で、世界経済全体の最悪期はむしろ4-6月期とみる方が妥当であろう。

3月後半以降、爆発的感染増に直面し、都市封鎖による感染封じ込め策を講じた欧米諸国において、死者数、入院患者数、感染確認件数などにおいてピークアウトの兆しも見えてきている地域も現れている。現状、野村のメインシナリオでは、4月中に主要地域の都市封鎖が概ね解除できることを前提としているが、実態もほぼこれに沿った動きをしていると考えられる。

しかし、目先の感染収束が実現しても経済がV字回復を実現できるとは限らないのが、感染症の経済に対する影響の厄介な点である。新型感染症の特効薬やワクチンが完成していない現状では、都市封鎖を解除し、経済活動を正常化させれば、再び感染急増の危機に直面する可能性が高いからである。

野村のメインシナリオにおいても、4月以降も「社会的距離(確保)政策」が継続されることによる経済活動の抑制は長期化し、かつ、緩やかながら感染拡大の第二波が生ずることを想定している。全体として、感染第一波収束後の世界経済の回復は緩やかなものにならざるを得ないだろう。野村では、2020年通年の世界経済(実質GDP)成長率が前年比-3.6%と、大幅なマイナスを記録すると予想している(図表1参照)。

第一波収束後に感染再発防止のためにとられる経済活動抑制の度合に地域ごとの違いが生じる可能性にも注意が必要である。一部の国は、IT(情報技術)を活用した感染者、接触者の緻密な捕捉や、血清抗体検査による感染履歴確認により、できるだけ完全に近いかたちで経済活動を再開させる戦略を取り始めている。経済活動抑制策の濃淡により経済の回復度に地域的に差が生じる点、さらには、そうした差異の存在自体が、渡航制限など国境を跨ぐ人の移動を長期にわたり停滞させる影響など、

感染症特有の問題が、世界経済に及ぼす影響を念頭に置いて、今後の世界経済を見通していく必要があるだろう。

感染の第一波収束後の世界経済が、V字回復にならないとの見方は、野村特有の見解ではない。IMF(国際通貨基金)の4月の世界経済見通しにおいても、感染収束後の世界経済は、少なくとも短期的には、従前の成長軌道に復帰することが困難であるとの見方が示されている(図表2参照)。

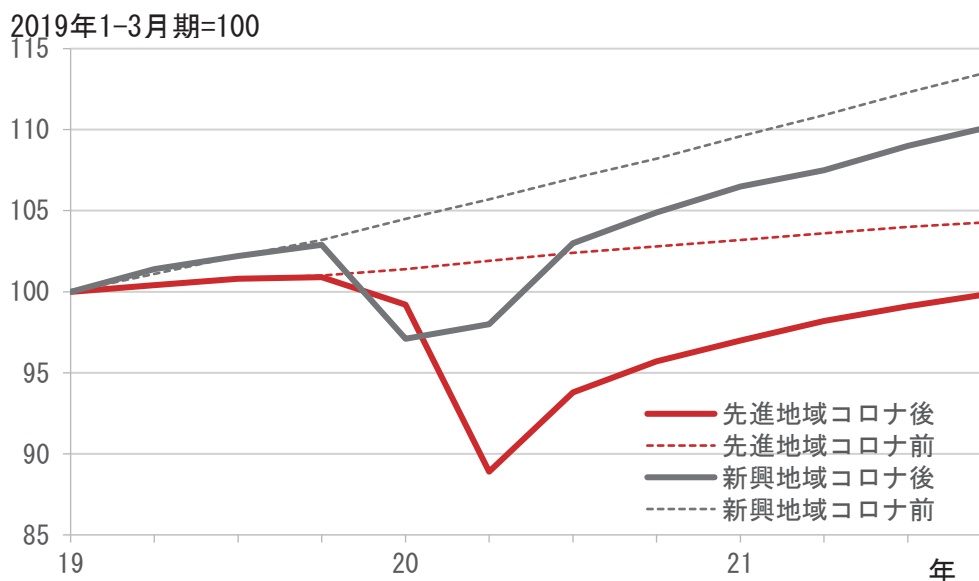
図表1 世界経済見通し要約表

	実質GDP (前年比、%)		
	2019年	2020年	2021年
全世界	3.2	-3.6	5.5
先進国・地域	1.6	-7.9	4.2
日本	0.7	-5.9	2.3
米国	2.3	-9.0	3.2
ユーロ圏	1.2	-7.9	6.0
新興国・地域	4.3	-0.4	6.4
中国	6.1	1.5	8.8

注:2020年4月27日時点。先進国・地域は、米国、カナダ、日本、豪州、香港、シンガポール、ユーロ圏諸国、英国。上記以外の国・地域を新興国・地域とする。

出所:野村グローバルリサーチ

図表2 IMF 世界経済見通し(2020年1月コロナ前見通しと同4月コロナ後見通しの比較)



注:先進地域、新興地域の定義は、IMFによるAdvanced economies、Emerging and developing economiesにそれぞれ対応。

出所:IMF(国際通貨基金)

【新型コロナウイルスはデフレ的】

新型コロナウイルスの流行拡大は、世界的に医療物資やマスクなどの品不足を生じさせている。こうした点から、新型コロナウイルスが経済に対してインフレ的な作用をもたらすとの見方も根強い。しかし、感染症がもたらした部分的な需給逼迫だけを見て、インフレ的であると考えてるのは早計であろう。

新型コロナウイルス流行が及ぼす経済への影響は、供給ショックと需要ショックに大別される。武漢をはじめとする中国主要都市の封鎖措置による生産停止やその波及により生じる内外での生産調整が供給

ショックの典型である。中国における生産停滞で、素材や中間財の納入が滞り輸出が落ち込むのは需要減少ではあるが、広義の供給ショックに含めて考えるべきであろう。一方、欧米主要都市におけるロックダウン(都市封鎖)による経済活動停滞や、国内における緊急事態宣言発令を背景とした外出自粛、営業休止は、典型的な需要ショックである。

生産を停止させるが、生産能力そのものを破壊するわけではなく、かつ、流行が収まれば基本的に流行期の生産停止により失われた供給量を修復する動きが生じやすいのが、感染症流行時の供給ショックの特徴でもある。蛇足ながら、同じ供給ショックでも自然災害やテロ、戦争などに起因するものについては、生産能力そのものの破壊を伴うケースがある点で、異なる結論が得られる可能性に留意する必要があるかもしれない。

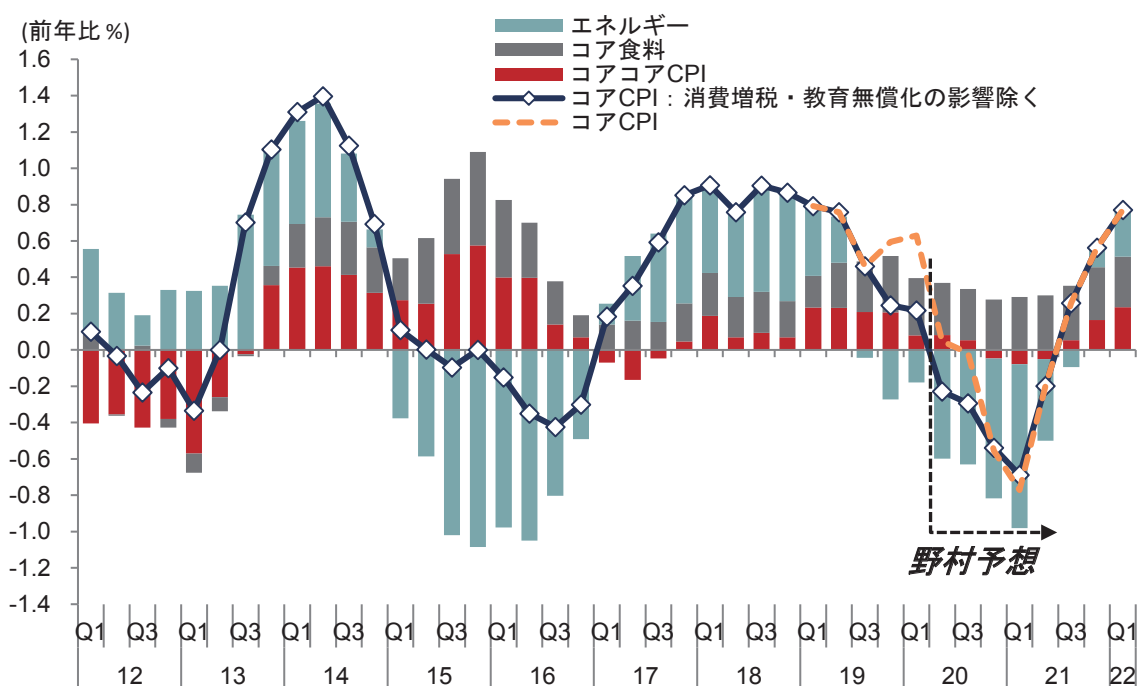
これに対し、需要ショックの多くは、事後的に補填されない性質を有する。感染症流行期間に旅行を諦めざるを得なかった者が、流行終息後にそれを取り返すべく普通の倍の日程や回数で旅行に出かけるとは一般的に考えにくい。

以上を踏まえると、感染症流行に伴って生じる需給ギャップの逼迫は、時限的なものであり、流行終息後は、流行期間中に生じた需要水準の低下やその波及効果として生ずる恐れのある所得減などにより、生産活動の正常化とともにむしろ需給バランスは感染症流行発生前と比べても弛緩した状態に至る可能性がある。

マスクや医療資材の不足に象徴される需給逼迫は、あくまで一部の製品に限られたものである点にも留意する必要がある。ネットオークションで現実化しているマスク等の価格高騰が仮に店頭価格等にも反映され、インフレ率押し上げ要因になったとしても、一方で、感染症流行に伴う負の需要ショックで価格が押し下げられる財・サービスも存在する。内外からの旅行需要減少に呼応した宿泊料金の値下げなどは典型的な例となる。この点で、新型感染症流行がもたらす一部製品の需給逼迫が、一般物価全体に対しインフレ的に作用するとも考えにくい。

新型感染症流行は、デフレ的な経済現象であり、だからこそ、内外における金融緩和期待が高まっている実態や原油市況など商品市況が急落している実態とも整合的なのではないだろうか。

図表 3 全国消費者物価指数上昇率の見通し



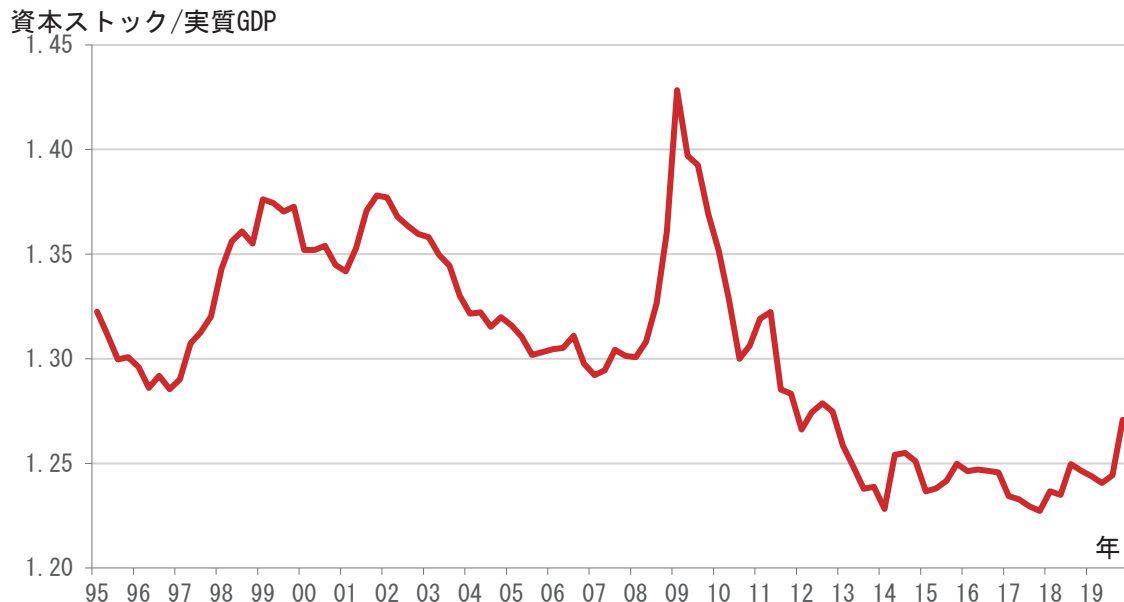
注:コア食料は、生鮮食品、酒類を除く食料
出所:総務省資料より野村作成

【新型コロナウイルスがもたらす経済構造変化は構造的な金利低下要因】

新型コロナウイルス感染症は、上記のような短期的な経済成長や物価に与える影響を通じてのみならず、中長期的に、企業や家計など経済主体の行動を構造的に変化させることを通じて、従来以上にグローバルな金利水準を低下させる可能性がある。

第一に、新型コロナウイルス流行などのショックに対応し、企業は従来以上に、BCP(事業継続計画)を意識した生産能力や供給網の多重化を図る可能性がある。生産能力や供給網多重化に向けて企業が実施する投資そのものは、短期的な需要拡大に結び付く。しかし、ひとたび生産能力や供給網の多重化が完成すると、企業は全体として、また世界的にも余剰な生産能力のストックを保有することになる。これはむしろ、構造的な需給緩和要因となり、経済全体に対してはデフレ的に作用することになるだろう。こうした動きは、経済の成長会計においては、資本係数(資本ストック/実質GDP)の上方シフトとして表われてくることになるだろう(図表4)。

図表4 日本経済の資本係数(実質企業設備ストック/実質GDP)

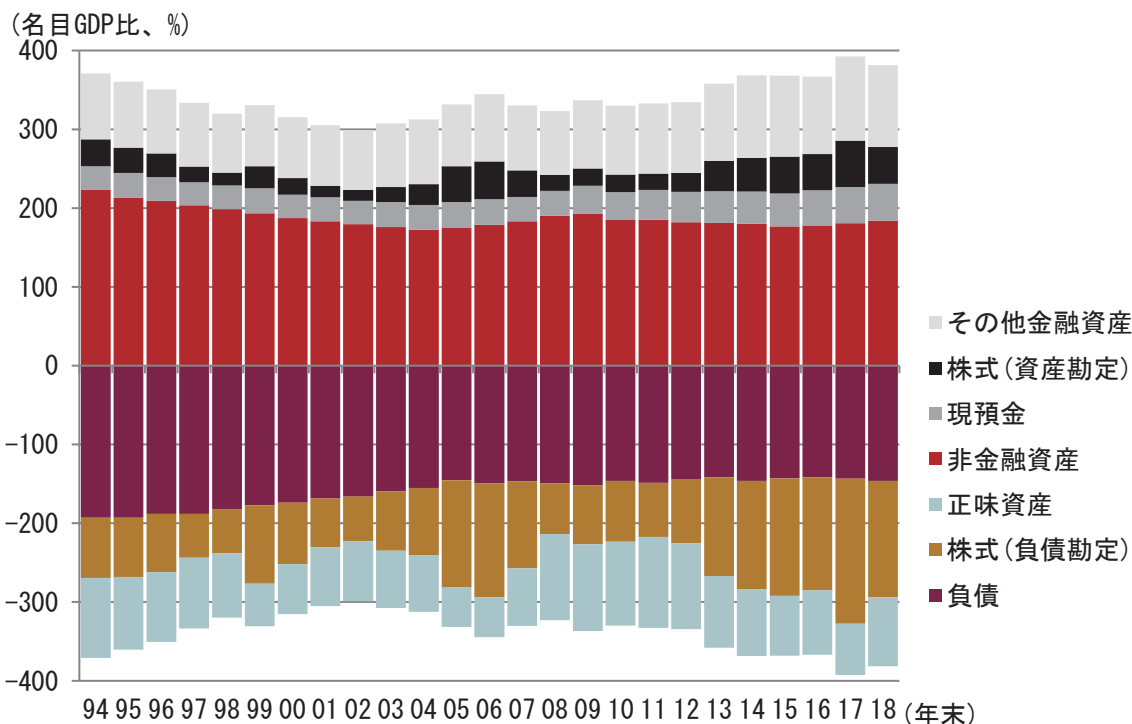


出所：内閣府資料より野村作成

第二に、新型コロナウイルスショックがもたらした急激な売上減少やそれに伴う運転資金枯渇リスクに対応し、企業はこれまでよりも手元流動性を厚めに保有する傾向を強める可能性がある。新型コロナウイルスが、米国において急拡大をみせた3月には、米国社債市場における流動性不安が生じた。その原因の一端は、企業価値向上のため財務レバレッジ(負債/資本比率)を戦略的に大きく拡大して株主還元に取り組む、米国企業の財務戦略にあった。逆に、内部留保を手元流動性として積み上げてきた本邦企業は、株主・投資家から、資産効率の悪さを批判され続けてきた(図表5参照)。

今後は、新型コロナウイルスに限らず、不測のリスク事象への備えとして、一定の手元流動性を保有することがむしろ正当化されやすくなる可能性があるだろう。世界的に、非金融法人企業が、従来に比べ手元流動性の厚みを増すことは、金融資本市場における資金需給バランスを構造的に弛緩させることを通じ、低金利環境を構造的に定着させる原動力となる可能性があるだろう。

図表 5 日本の民間非金融法人企業のバランスシート



注:負債、資本勘定はマイナス表示
出所: 内閣府資料より野村作成

【未曾有の財政拡大】

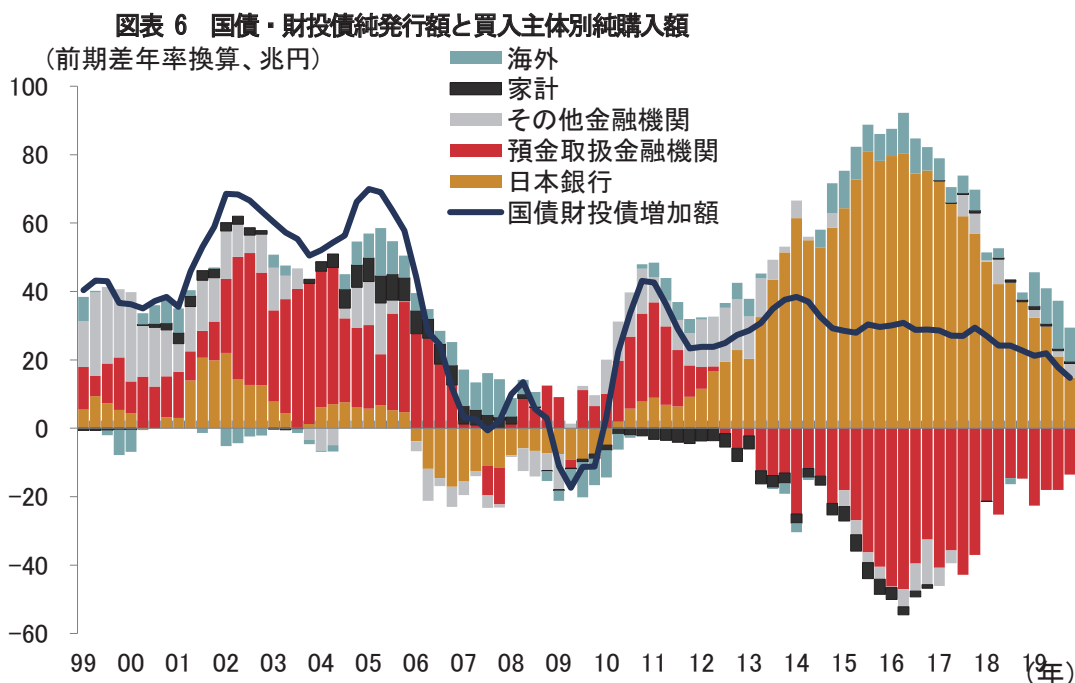
一方で、新型コロナウイルス拡大に伴う経済や企業経営環境の悪化に対応して、未曾有の規模に上る政策対応が打ち出され、結果として財政バランスの大幅な悪化が発生することが懸念されている。日本では、政府が 117 兆円の事業規模の緊急経済対策を決定し、このうち、財政支出を伴う対策に関しては、2020 年度補正予算において所要の措置がなされ、結果として同補正予算に伴う新規国債発行額は、23 兆円を超えることとなった。このような大幅な財政支出と公債発行の拡大は、むしろ、金融資本市場における資金需給を逼迫させる方向に作用し、中長期的には金利上昇要因となるだけでなく、金利の構造的上昇と相俟って、財政不安や政府債務危機を招来するのではないかと懸念も生じている。

しかし、新型コロナウイルスショックに対応した大規模財政出動が、直ちに財政不安やそれに結び付くような金利上昇を惹起する可能性は低い。

短期的には、こうした大規模財政出動と連動して、各地域中央銀行が量的金融緩和策を拡充する方向で動いていることから、財政拡大に呼応して増発される政府債務の需給が悪化する懸念は封じられているとみることができる。日本においても、日本銀行が 4 月 27 日の金融政策決定会合において国債の無制限購入を柱とする金融緩和強化策を決定したのが象徴である。

新型コロナウイルスの影響による経済の停滞が長期化した場合、各地域中央銀行がこうした思い切った金融緩和姿勢を修正する方向に動くことは現実的ではない。その際、万一、大規模財政拡大を契機とした金利上昇が現実化するのであれば、追加的な金融緩和策によって金利上昇圧力を抑制する取り組みを打ち出さざるを得ないだろう。米 FRB(連邦準備制度理事会)が一举に実質ゼロ金利政策に回帰する中で、次の緩和策の候補の一つに浮上しているのが、長期金利にも誘導目標を設けるイールドカーブコントロールである。これは、既存の金融緩和手段だけで財政拡大による中長期金利の上昇を抑えき

れなくなった場合の選択肢として位置づけられていると考えることができよう。



出所: 日本銀行資料より 野村作成

【新型コロナウイルスが突きつけた課題】

もちろん、中長期的には、新型感染症の経済的ショックに対応した大規模な財政コストを誰がいかなるかたちで負担していくのかは、大きな課題となる。感染症拡大により、多くの地域が医療崩壊のリスクに直面したことで、これまでのように効率・コスト優先で医療システムを構築していくことが必ずしも合理的ではない点で一定のコンセンサスは形成されたとみられ、今後は、医療システムのみならず雇用保険制度なども含め、広義の社会保険、社会保障のコストを負担する必要性について、民間企業や家計の理解が高まった可能性もあるだろう。こうした理解を背景に、従来と比べ、高福祉・高負担型の財政・社会システム再構築に動く地域が増える可能性も指摘できる。

高福祉・高負担型の財政・社会システムが有する含意は、先述の、BCP の観点から生産体制、供給網を多重化した産業システムと同様に、構造的な需給バランスの緩和であり、よく言えば変動の少ない、悪く言えばダイナミズムに欠ける経済システム、ということになるだろう。これらは、金利に関して言えば、いずれも構造的にその水準を低下させる要因になる可能性が高いと言えるだろう。

大規模な財政拡張・量的緩和のポリシーミックスが 金利動向に及ぼす影響

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社
チーフ債券ストラテジスト 石井 純



新型コロナウイルス感染症のパンデミック(世界的な大流行)により、世界経済は大恐慌以来という危機に瀕している。国際通貨基金(IMF)は4月14日に公表した世界経済見通しで、2020年の世界経済の成長率予測を▲3.0%へと大きく引き下げた。+2.9%だった19年の実績から下振れし、リーマン危機だった09年の▲0.1%を大幅に下回るマイナス成長に落ち込む。1月の前回予測は成長率が+3.3%、金額が約90兆ドルだったので、コロナ・ショックによる経済損失は大よそ5兆ドル(約540兆円)超と見積もられる(表1)。IMFは4月9日、世界各国の景気下支えのための財政出動が8兆ドル(約860兆円)に達するとの分析も公表した。

表1:リーマン・ショックとコロナ・ショックの世界経済へのインパクト

	リーマン・ショック (2008年秋)	コロナ・ショック (2020年春)
経済損失額	2兆ドル超	5兆ドル超
株式時価総額の消失額	17兆ドル (08年8月末~11月末)	19兆ドル (19年末~20年3月末)
財政出動規模	5兆ドル	8兆ドル

注: 経済損失額は民間試算などに基づく。財政出動規模は国際通貨基金(IMF)の推計
出所: 4月15日付の日本経済新聞より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

その半分を占める見通しなのが、感染者数、死者数ともに世界最多となった米国である。実際、トランプ米政権は表2のとおり、3月以降、累計3兆ドル(約320兆円)弱もの財政政策を矢継ぎ早に打ち出してきた。主な内容は、中小企業の給与支払いを連邦政府が肩代わりする雇用維持策など。そして、失業率が10%を大きく超え戦後最悪水準となることが見込まれる現在、追加の財政出動を俎上に載せる。それは、労使双方が負担する給与税の減免だ。同税は年1.2兆ドル(約128兆円)の税収が見込める基幹税。実現すれば、法人税引き下げなどが盛り込まれた17年末の「トランプ減税(1,500億ドル)」以来の大型減税になる。今年11月に迫る大統領選で再選を目指すトランプ米大統領は、一義的なカギを握る雇用の受け皿確保に躍起だ。給与税の全面免除を議会に働きかける方針という。それが決まれば、財政出動は4兆ドル規模と名目GDP比2割に相当し、年間歳出(4.4兆ドル)にも匹敵する巨額となる。財政収支赤字も年4兆ドルを超えそうで、第2次世界大戦時に次ぐ水準に及ぶ。この点で、コロナ対策としての米財政拡張政策は戦時体制と言っても過言ではない。

表2: トランプ米政権が矢継ぎ早に決めてきた新型コロナ対策としての財政出動

	関連法成立日	規模	主な内容
1	3月6日	83億ドル	ワクチン開発への支援, 州政府への補助
2	3月18日	1,900億ドル	失業給付の拡充, ウイルス検査の無償化
3	3月27日	2兆2,000億ドル	賀啓への現金給付, 中小企業の資金支援
4	4月24日	4,840億ドル	中小企業の資金支援, 医療施設への補助
5	—	1兆ドル超?	給与税全額免除や公共投資による雇用の受け皿確保

注: 規模は一部推計

出所: 5月4日付の日本経済新聞より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

欧州では、欧州連合(EU)加盟国の財務相が3月23日の電話会議で、「財政赤字を名目GDP比で3%以下に抑える」という財政ルールを一時停止することで合意した。4月9日にはユーロ圏財務相会合が、最大で5,400億ユーロ(約62兆円)規模の経済対策を講じることで合意。同月23日には実際、欧州安定化メカニズム(ESM)による最大2,400億ユーロ規模の与信枠設定や欧州投資銀行(EIB)による企業への2,000億ユーロの流動性供給、総額1,000億ユーロ規模の共同雇用保険基金の創設が発表された。個別国では、例えばユーロ圏の大黒柱・ドイツが、1,560億ユーロ(約18兆円)の補正予算を策定した。

日本では、事業規模が117兆円、財政支出が48兆円という過去最大規模の緊急経済対策が策定された。これまでの過去最大はリーマン・ショック後の緊急経済対策(09年4月、事業規模57兆円、財政支出が15兆円)だったが、それを大きく上回る。今次対策の裏付けとなる20年度補正予算は4月30日に成立した。追加の歳出規模は25.7兆円。内訳は表3のとおり、「国民1人当たり一律10万円の現金給付」で12.9兆円、「企業の資金繰り対策=政府系金融機関への出資など」で3.8兆円、「企業などへの持続化給付金」で2.3兆円などとなっている。ちなみに、安倍晋三首相は5月4日、緊急事態宣言の期限延長に伴い追加対策を速やかに講じると明言し、今年度第2次補正予算案の編成を示唆した。

表3: 緊急経済対策の裏付けとなる2020年度補正予算の概要

内容	予算の規模
・ 1人当たり一律10万円の「新たな給付金」	12兆8,803億円
・ 資金繰り対策で政府系金融機関への出資など	3兆8,316億円
・ 中小企業に最大200万円、個人事業主・フリーランスの最大100万円の「持続化給付金」	2兆3,176億円
・ 自治体への「地方創生臨時交付金」	1兆円
・ 雇用調整助成金の特例措置の拡大	8,330億円(特別会計を含む)
・ 回復期の観光、飲食などの「Go To」キャンペーン事業	1兆6,794億円
・ 新型コロナウイルス感染症予備費	1兆5,000億円

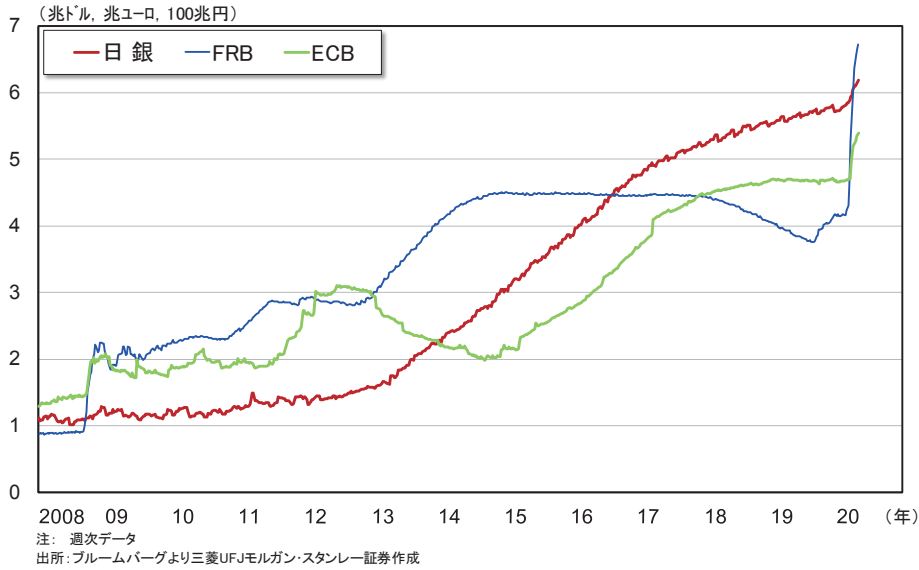
出所: 5月3日付の日経ヴェリタスより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

財源調達手段は各国とも国債による。米財務省は5月4日、純借入額が今4-6月期に過去最大の3兆ドル(約320兆円)弱、7-9月期も0.7兆ドル弱、2020会計年度(19年10月~20年9月)では合計4.5兆ドル(約480兆円)と前年度の3.5倍に膨らむとの見通しを公表した。ドイツは、新規国債発行額をゼロにする財政健全路線を封印し、7年ぶりに、補正予算と同じ1,560億ドル(約18兆円、必要なら最大2,000億ユーロ)を発行する。わが国は35.1兆円を増発へ。結果、今年度の国債発行総額は188.6兆円と過去最大を更新する。ただし、国債需給動向への影響が大きい“利付国債のカレンダーベース市中増発額”については、年度間調整(いわゆる前倒し債の取り崩し)や割引短期国債の増発などによって8.6兆円に抑えられた。

このように巨額の財政資金は、各国とも中銀マネーが支えていく構図になっている。日米欧中銀が3月以降、財政拡張・国債増発を予見して、競い合うように、資産購入拡大を打ち出してきたからだ。先陣を切ったのはECB。3月12日に開いた理事会で、今年末までに1,200億ユーロ(約14兆円)の資産追加買い入れを決め、18日にも7,500億ユーロ(約86兆円)の新たな資産購入策を発表した¹。FRBは3月15日(日)に前倒し開催したFOMCで、合計7,000億ドル(約75兆円)の国債と住宅ローン担保証券(MBS)の購入による量的緩和政策(QE)の再開を決定。23日には臨時のFOMCを開き、国債・MBSの買い入れ額について、合計7,000億ドルから『金融政策を効果的に伝達するうえで必要な額』に変更し、“事実上の無制限QE”を導入した。一方、日銀は臨時の長期国債買い入れオペを断続的にオファーしたり、3月末公表の4月の買い入れ方針で中長期債の事実上の増額を示したりした。そして、4月27日開催の政策委・金融政策決定会合では、ついにFRBに倣って(?)、事実上の無制限QEの導入に踏み切った。すなわち、『保有残高の増加額年間約80兆円』という長期国債の買い入れめどを声明文から削除し、代わりに『当面、長期国債、短期国債ともに、さらに積極的な買い入れを行う』と明記。黒田東彦総裁が会見で、『イールドカーブ・コントロールのもと、長期金利を(操作目標の)ゼロ%程度で安定させるために必要なだけいくらでも買う』と説明した。実際、各中銀の総資産が拡大している(図1)。とりわけ刮目に値するのがFRBだ。2月末から約2.5兆ドル、60%も激増し、約6.7兆ドルに達している。ECBは約7,000億ユーロ、15%増え、約5.4兆ユーロに拡大。日銀は約27.8兆円、5%増の約613兆円に漸増している。こうしてみると、日米欧中銀はそろって、事実上の財政ファイナンス(中銀マネーによる財政赤字の穴埋め)に邁進していると言っても、あながち的外れではなさそうだ。

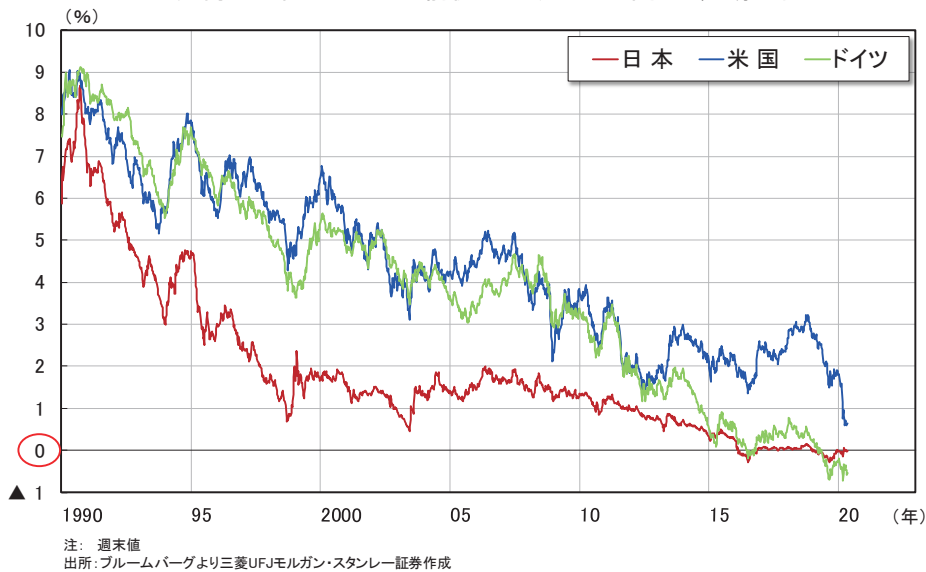
¹ 独連邦憲法裁判所は5月5日、ECBの量的緩和政策は一部違憲との判断を示したが、7,500億ユーロのコロナ対策枠は対象としていない。

図1: コロナ・ショックで増勢が加速している日米欧中銀の総資産



もともと、日米独の長期金利は、分水嶺となった3月こそ高下したものの、その後は歴史的な低水準で落ち着きを取り戻した。コロナ・ショックで史上初めて1.0%の台を下げた米長期金利は、1.0%割れが常態化し、0.50%~0.75%のレンジ相場を形成している。独長期金利は4月末より、短期政策金利(預金ファシリティ金利)の水準であり、心理的な節目でもある▲0.50%を再び割り込んだ。日長期金利は日銀操作目標のゼロ%程度で保合っている。結果、日米独の長期金利動向を図2で俯瞰すると、今やゼロ%前後という前代未聞の低水準に収斂してきていることがわかる。

図2: 趨勢的に低下しゼロ%前後に収斂した日米独の長期金利



今後についても、感染拡大の収束に伴い世界的に経済活動が漸次再開されても、あるいは事実上の財政ファイナンスが推進されても、日米独の長期金利は引き続き上げ渋るだろう。原因の第1は、利回り[=期待潜在成長率+期待インフレ率+リスクプレミアム]を構成している期待潜在成長率の復元が捗々しくなさそうなこと。それは、日米欧経済がコロナ禍による需要消失ショックをきっかけに、長期停滞色を一段と強めかねないと予想されるからである。今4-6月期分の実質GDPは総じて、前期比年率20%~30%台という未曾有のマイナス成長が見込まれている。そのうえ、翌7-9月期以降の戻り歩調は比較的緩やかにとどまるので、19年平均の水準を回復するのに、米国でも1年あまりを要すると推測される。そのような経済低迷下では、成長期待は高まりにくい。ちなみに、長期停滞は、構造的な貯蓄超過・投資不足のもと、長期的に見ると潜在成長率に近似していく均衡実質金利または自然利子率が低下・低迷する経済状況と定義されている。

第2は、期待インフレ率または中長期的な予想物価上昇率も伸び悩んでいくと見られること。代理変数であるインフレ・スワップ5年先スタートの5年物フォワードレートを図3で見ると、コロナ・ショックを受け、すでに下振れしている。今後は、大幅なマイナス成長に伴う需給ギャップの悪化により、米欧の物価上昇率は一段と鈍化し、日本はデフレ(物価の持続的な下落状態)に逆戻りすると予想される。そのような足元の物価動向では、適合的な期待形成の要素が強い²中長期的な予想物価上昇率は低迷を強いられていく。ちなみに、IMFは先進国の今年の消費者物価上昇率(前年比)を、平均で+0.5%と昨年と同+1.4%から急減速すると予測している。

第3は、各中銀の大規模資産に起因するストック効果の一層の強まりだ。それは、タームプレミアムまたはリスクプレミアムの押し下げを通じた金利上昇の抑制効果のこと。中銀の大規模資産(前掲図1)は、資産購入(量的緩和)で市場に供給され、回収されず存置された過剰流動性を体現している。したがって、中銀が総資産を膨らませ、高水準を維持しているもとでは、一般に、株高・債券高という流動性相場が持続する。債券について言い換えれば、需給逼迫によりタームプレミアムまたはリスクプレミアムが圧縮されたり、マイナス化したりして、金利上昇を抑えたり、金利低下を促したりするのだ。日銀は18年10月、この点に関し『長期国債買い入れによるタームプレミアムの押し下げ効果のうち9割以上がストック効果によるもの』という実証分析レポートを公表した。黒田東彦総裁も、米債が逆イールド化して注目を集めていた19年9月に、『FRBの資産大量購入に伴うタームプレミアムの縮小効果が持続しているので、長期金利が比較的低位に保たれている』と説明した。また、長期国債の事実上の無制限購入が財政ファイナンスではないかとの批判に対しては、『買い入れは金融政策上の目的(=金利上昇の抑制)で実施し、政府による財政資金の調達支援が目的ではない』と述べ、反論した。ここで、『金融政策上の目的』とは、拙速な金利上昇の抑え込みと解釈される。

² 最近の傾向や足元の実績の影響を強く受けるという意味。

図3: コロナ・ショックを受け下振れした中長期的な予想物価上昇率



ところで、リスクシナリオの一つとして想定しておくべきは、財政インフレの発現を引き金とする「悪い金利上昇」である。財政インフレとは、財政赤字の急膨張により総需要が総供給を超過して物価水準が急上昇する経済状況のこと。コロナ・ショックは周知のとおり、需要消失ショック(消費者の外出自粛による消費減退など)と供給停滞ショック(労働者の外出規制による生産活動の停止など)の両面を併せ持っている。なので、財政拡張により前者が終息する反面、後者の解消が諸般の事情から遅延していると、財政インフレが勃発する蓋然性もないとは言えない。財政インフレになれば、中長期的な予想物価上昇率が拡大して金利を押し上げ、金利上昇が国の利払い負担を急増させ、政府債務残高の発散過程入りを受けて財政リスクプレミアムが拡大し、期待インフレ率とともに金利上昇を加速させてしまう。コロナ・ショックの金利動向への影響を巡っては、「需要ショック＝デフレ＝金利低下」というイメージが描かれやすいだけに、このようなリスクシナリオは、その死角として注意が怠れない。

主要国の長期金利見通し

岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト
鈴木 誠



■長期金利の大幅な上昇は見込みづらい

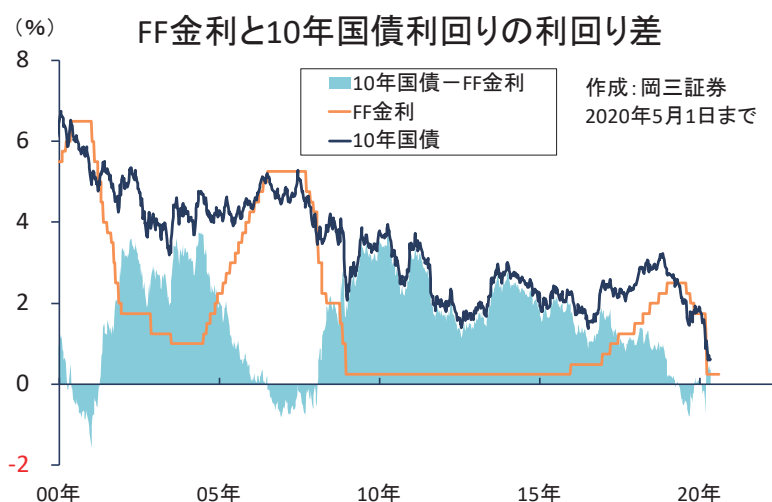
今年の金融市場は米国とイランの軍事衝突が警戒されて波乱の幕開けとなったが、懸念された軍事衝突は回避された。中東情勢の緊張は続くが、米、イランともに戦争への発展は望まない姿勢が確認され、金融市場にも安心感が広がった。今後も北朝鮮情勢などの地政学リスクが再び金融市場を不安定にする可能性は残るが、戦争の拡大が金融市場を大きく動かすような状況はあまり考える必要はないだろう。ただ、その後起きてきている新型コロナウイルスの感染拡大は、世界経済に大恐慌以来の大打撃を与えようとしている。1月は中国の問題だった新型コロナウイルスは世界に拡大し、3月には世界保健機関（WHO）が新型コロナウイルスはパンデミック（世界的な流行）と宣言した。その後の欧米諸国での感染拡大は中国を上回り、欧米主要国では都市部の封鎖にまで追い込まれ、経済活動はほぼ停止した。新型コロナウイルスの感染拡大鈍化とともに、経済活動再開への期待も高まってきたが、早期の経済活動再開が再び新型コロナウイルスの感染拡大をもたらす可能性もあり、世界経済が正常化に向けて動き出す時期は依然として不透明だろう。

こうした状況を受けて、各国政府や中央銀行は金融、財政両面から積極的な景気刺激策に動いている。米国では3月に大幅な緊急利下げが決定され、金融政策は事実上のゼロ金利政策に戻った。すでにマイナス金利政策を採用している日本やユーロ圏では利下げは見送られたが、資産買入れの拡大が決定され、金融緩和政策は各国で強化された。新型コロナウイルスの感染が収束すれば、年後半には世界経済が急速に回復するといった楽観的な見方もあるが、世界経済の立ち上がりを確認するにはしばらく時間が必要だろう。4月にIMFが発表した世界経済見通しでは、今年の世界経済はマイナス成長が予想されている。強力な金融緩和政策に支えられて、主要国では長期金利の大幅な上昇は見込みづらいだろう。



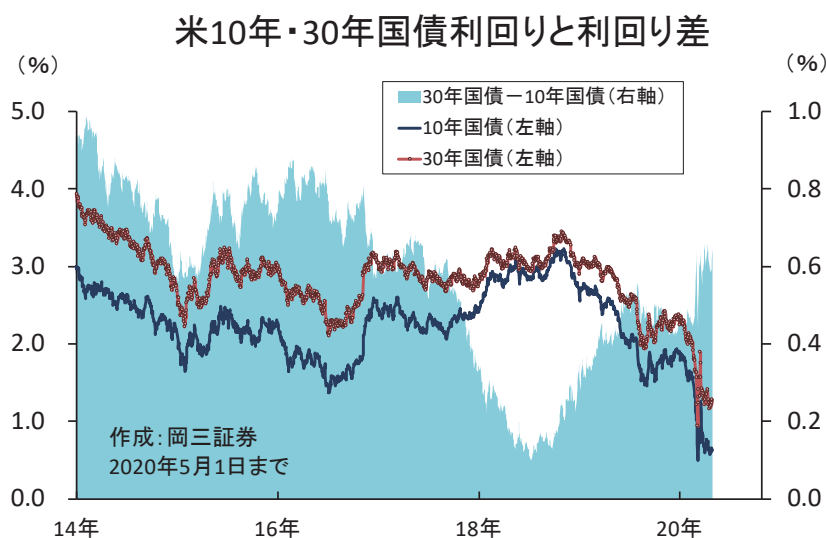
■米 10 年国債利回りは 1%を下回る水準で推移しよう

米国では景気拡大とともに 2015 年末から利上げが開始され、2018 年末には FF 金利の上限は 2.5%まで引き上げられた。FRB は約 3 年間慎重に利上げを進めたが、昨年は米中間の貿易戦争などによる景気減速懸念や、物価の停滞を理由に 7 月には「予防的利下げ」に踏み切った。約 10 年半ぶりの利下げ以降も、2 回の追加利下げが決定されたが、失業率が低水準を維持するなど米景気が底堅く推移するなかで、FRB 内のタカ派からはさらなる利下げには反対論も強まった。この間、米 10 年国債利回りは、利上げの最終局面となった 2018 年には 3%台まで上昇したが、物価上昇圧力の鈍さもあり、米 10 年国債利回りが 3%台に定着することはなかった。米景気がいずれ後退局面を迎えるとの警戒感も根強く、FF 金利の引き上げ幅に比べて、米 10 年国債利回りの上昇は小幅にとどまった。新型コロナウイルスの感染拡大を予想するのは困難だが、結果的に今年の米国経済は景気後退局面となり、事実上のゼロ金利政策は長期化する可能性が高いだろう。目標に向けた物価上昇も当面見込みづらく、米長期金利が大きく上昇していく経済環境ではないだろう。



新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、FRB は 2 回の緊急利下げとともに、債券保有残高を増加させる方向性も決定した。3 月には主要国の中央銀行が一斉に金融緩和政策を強化したが、1.5%の利下げと量的緩和の拡大に踏み切った FRB の政策は、最も大幅な金融緩和政策になった。結果的に FRB のバランスシートは急拡大し、3 月には米 10 年、30 年国債利回りは過去最低利回りを更新した。FRB はマイナス金利政策の採用には否定的であり、日本やユーロ圏の高格付け国のように 10 年国債利回りがマイナス圏に低下する可能性は低いと思われるが、米景気の先行きに不透明感が残る間は、FRB は長期金利の大幅な上昇は容認しないだろう。金融市場がやや落ち着きを取り戻してきたことから、足元では国債買入額は徐々に減額されているが、株式相場下落など金融市場が不安定な動きを強めれば、FRB は今後も積極的に国債市場に介入しよう。3 月には米国債市場でも換金売りが強まり、米 10 年国債利回りは一時 1%台を回復する場面もみられたが、滞留時間は短かった。当面の FRB の金融政策は、日本と同様に 10 年国債の利回り水準をある程度意識した政策とな

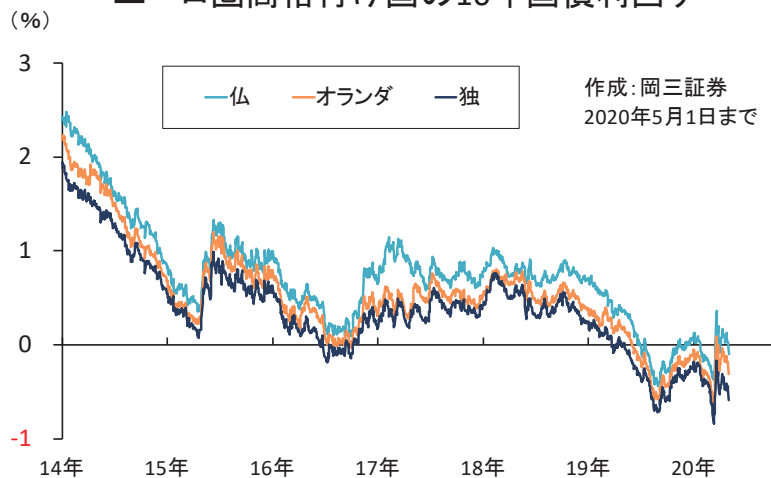
り、米 10 年国債利回りは 1%程度が上限になる可能性が高いだろう。米長期金利は依然として主要国のなかでは最も高く、プラス利回りを維持している。米国債には海外投資家からの需要が続くことも、米長期金利の大幅な上昇を抑えよう。一方、財政面からの景気刺激策も強化されており、財政支出拡大による国債の増発は長期金利の低下を抑える要因になっている。米 30 年国債と米 10 年国債の利回り差はやや拡大したが、国債市場の需給悪化懸念でイールドカーブのフラット化は進みづらいらう。



■日本、ユーロ圏では長期金利の低下余地は限られよう

米国が大幅な利下げに踏み切るなかで、すでにマイナス金利政策が採用されている日本やユーロ圏では、低金利政策の副作用が懸念されて利下げは見送られた。国債買入れ額を増額したことから一時的に長期金利は低下したが、積極的な財政政策による国債増発への警戒感もあり、日本やユーロ圏の高格付け国では長期金利は下げ渋っている。また、新型コロナウイルスの感染拡大が強まったイタリアなどでは、景気悪化見通しとともに国債の格下げが警戒され、長期金利は上昇している。ユーロ圏経済の立て直しに向けて共同債発行の議論も再燃しているが、ドイツなど健全な財政基盤を維持してきた高格付け国からは依然として共同債発行に前向きな姿勢はみられない。そうした状況のなかで、ECB のラガルド総裁は景気回復に向けて積極的な金融緩和政策を進める姿勢を示しているが、利下げはほぼ限界に達していると思われる。ECB の国債買入れにより、ユーロ圏高格付け国の 10 年国債利回りはマイナス圏での推移を続けようが、ドイツなど高格付け国の長期金利が大きく低下することはないだろう。ユーロ圏経済の回復に向けては、金融、財政両面からの強力な景気刺激策が必要という点は各国の共通認識となっていくが、共同債発行の実現が難しいとすれば、ECB の当面の役割はイタリアなど高利回り国債の利回り上昇を抑えることになろう。イタリアなどの高利回り国債はやや不安定な動きとなろうが、ECB の金融緩和政策に支えられて、ユーロ圏各国の国債利回りは低位での安定推移を続けよう。

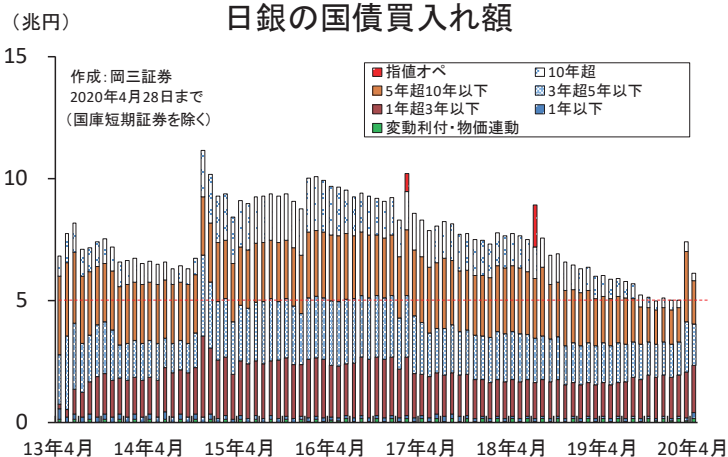
ユーロ圏高格付け国の10年国債利回り



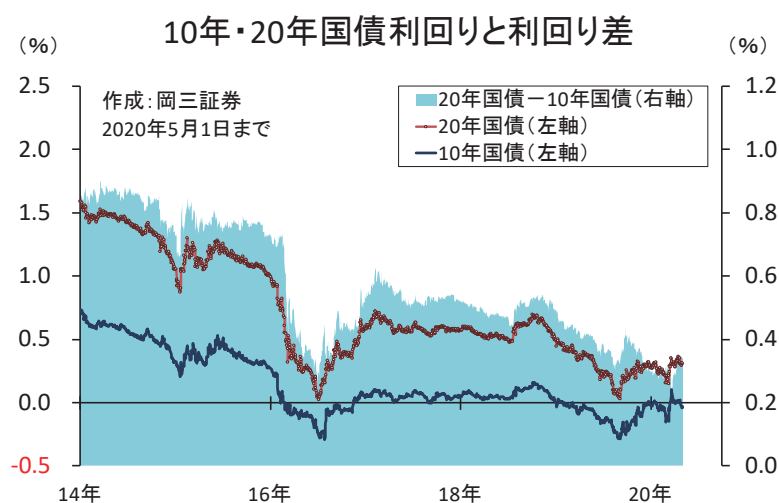
■日本のイールドカーブは緩やかにスティープ化へ

日本では強力な金融緩和政策が2013年から7年以上続いているが、依然として2%の物価上昇には遠く及ばない。今回の新型コロナウイルスによる景気悪化以前から、強力な金融緩和政策の出口はみえない状況だが、3月、4月と日銀は金融緩和政策を強化しており、日本の低金利政策はさらに長期化することになる。ただ、低金利政策の副作用が懸念されるなかで、ユーロ圏と同様に日本でもマイナス金利の深掘りは回避された。黒田日銀総裁は依然として利下げの可能性を示唆しているが、日本でも利下げは限界に達していると思われ、長期金利の大幅な低下は見込みづらいただろう。3月、4月の日銀の金融政策決定会合では、日銀はETFを中心とした資産買入れを強化し、国債の買入れ額も増額されたが、4月の日銀の国債買入れ額は6兆円をやや上回る程度にとどまっている。日銀がこれまで着実に国債買入れ額の減額を進めてきたことから、日銀の国債買入れ額は積極的に量的緩和を進めた時期に比べれば大きく減額されている。今年に入って主要国の金融緩和政策は強化されたが、日銀の追加緩和策は米、ユーロ圏の追加緩和策と比べて債券市場への影響は最も小さいだろう。日銀の金融政策の重点はすでに「量」から「金利」に変更されているが、日本の10年国債利回りは日銀の誘導目標であるゼロ%近辺で安定した動きを続けている。しばらく日本の長期金利の大幅な変動は見込みづらく、現状水準での横ばい推移となろう。

日銀の国債買入れ額



日銀の国債買入れオペが続く安心感もあり、国内債券相場は落ち着いた値動きを続けているが、財政支出を伴う景気対策はすでに決定されており、今年度の国債発行額は大幅に増額された。今後さらに追加の経済対策が実施されるとすれば、国債発行額はさらに増額される見通しであり、日本でも国債増発による国債市場の需給悪化懸念が長期金利の低下を抑える要因となろう。今年度のカレンダーベース国債発行額はすでに当初予算比で大幅に増額されたが、中短期国債の増発が大半を占めていることから、今のところ長期金利への影響はあまりみられない。ただ、7月からの中短期国債の大幅な増発は、徐々により長い年限の国債利回りにも影響しよう。また、日銀が過度なイールドカーブのフラット化を抑える姿勢を維持していることも、長期金利の低下を抑えよう。日銀は3月の緊急時には積極的に国債買入れ額を増やしたが、残存期間10年以下の国債が中心であり、超長期国債の買入れ額はほとんど増やさなかった。金融市場が不安定な動きを続ける間は、日銀も超長期国債の買入れ額を減額することはないと思われるが、今後も過度なイールドカーブのフラット化と判断すれば、日銀は長期、超長期国債利回りの低下を牽制しよう。世界経済が正常化に向かえば、一時的な中短期国債の増発で終わる可能性もあるが、景気停滞が長期化すれば長期、超長期国債の増発も意識され、イールドカーブは緩やかにスティープ化しよう。



■長期金利の低下も限定的に

1990年の湾岸戦争時には主要国の10年国債利回りは8%を上回っていたが、その後30年近く金利低下は続いている。日本ではバブル経済崩壊による金融不安などもあり、10年国債利回りの低下が主要国のなかでは最も早く進んだが、2013年からはデフレ脱却に向けて強力な金融緩和政策が始まり、2016年のマイナス金利政策導入とともに10年国債利回りはゼロ%近辺で推移している。欧州では最も信用度の高いドイツと米国の10年国債利回りは、リーマンショックまではほぼ同じような動きだったが、その後は欧州債務危機や英国のEU離脱問題などもあり、ドイツの10年国債利回りは現在では日本を下回り、マイナス圏に定着している。米国ではリーマンショック後の順調な景気拡大を受けて、金融政策は一

時正常化に向かったが、10年国債利回りが3%を上回ると株式相場が耐えられなかった。今回の景気悪化で米国も事実上のゼロ金利政策に戻り、米国の10年国債利回りは日本やドイツの利回り水準に接近してきた。新型コロナウイルスの感染拡大には鈍化の兆しもみられることから、一部では世界経済の底打ち見通しも広がってきたが、現在の経済環境からすれば今後も各国の長期金利にはさらに低下圧力がかかる可能性も考えられよう。

ただ、すでに日本やユーロ圏ではマイナス金利政策による副作用が懸念されており、日銀やECBが大幅な政策金利の引き下げに動く可能性は低いだらう。米国でもマイナス金利政策の効果には懐疑的な見方が多く、3月の緊急利下げで政策金利の引き下げは打ち止めとなろう。長期金利が大きく上昇する経済環境ではないが、国債増発による国債市場の需給悪化懸念はすでに国債利回りの上昇圧力になっている。マイナス利回りの国債を積極的に買い進む投資家も少ないと思われ、主要国では長期金利の低下余地も限られよう。



所得格差と家計資産保有状況—貯蓄と遺産の観点から

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

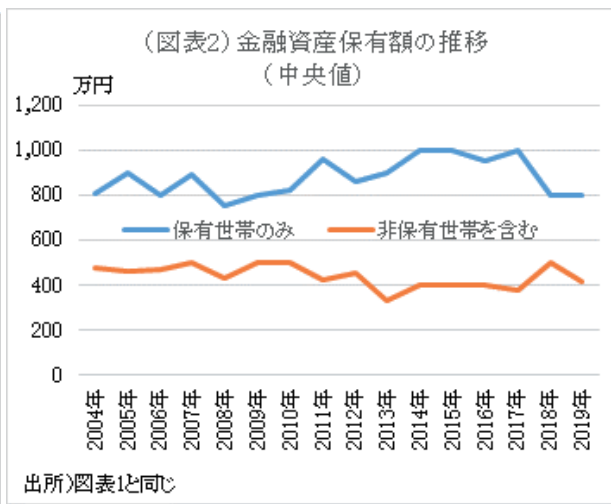
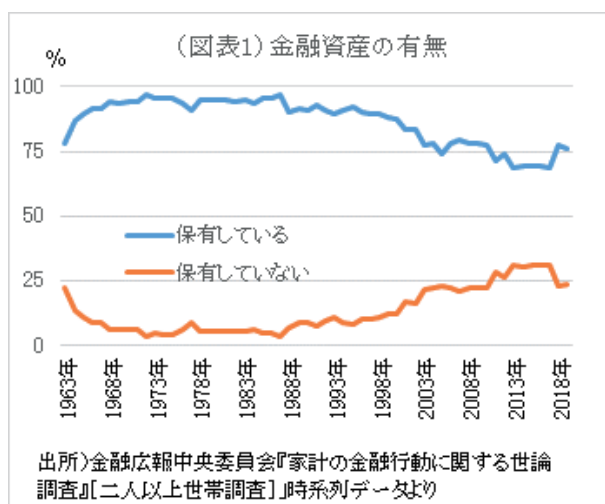
はじめに

本レポート2019年9月号及び2020年1月号において、世帯構造の変遷とそれに伴う世帯間の所得格差について考察した。論点のひとつは、高齢化・少子化・非正規化が進み就労形態・家族形態の多様化に現行の社会制度は十分に対応しておらず、特に若年層の非正規化による低所得は、未婚率を上げ晩婚化を進行させる一因となり、長期に亘り影響を及ぼす可能性があることである。もうひとつは、共働き率の上昇に伴って有配偶女性の非正規雇用の増加が顕著であり、専業主婦が家計を補助するために就業すると世帯間所得格差を縮小させる効果はあるものの、専業主婦への社会的保護から非正規雇用の妻の多くは扶養の範囲内にとどまるように就業調整しており、硬直的な制度が世帯所得の増加を阻んでいる可能性を指摘した。

所得格差の拡大は低所得層の深刻化であるとみられるが、家計の資産(金融・実物)の保有状況や親世代からの遺産なども少なからず影響を及ぼしていることが想定されるため、本稿においてはストック面から考察していくこととする。

1 家計の資産保有状況

金融広報中央委員会『家計の金融行動に関する世論調査』[二人以上世帯調査]によると、金融資産を保有しない世帯が増加している(図表1)。ここで金融資産を保有しない¹とは、運用または将来の備えがゼロとした世帯(無回答を含む)のことである²。金融資産保有額の中央値は非保有世帯を含むベースで減少気味に推移しており、直近では419万円(保有世帯のみで800万円)である(図表2)。

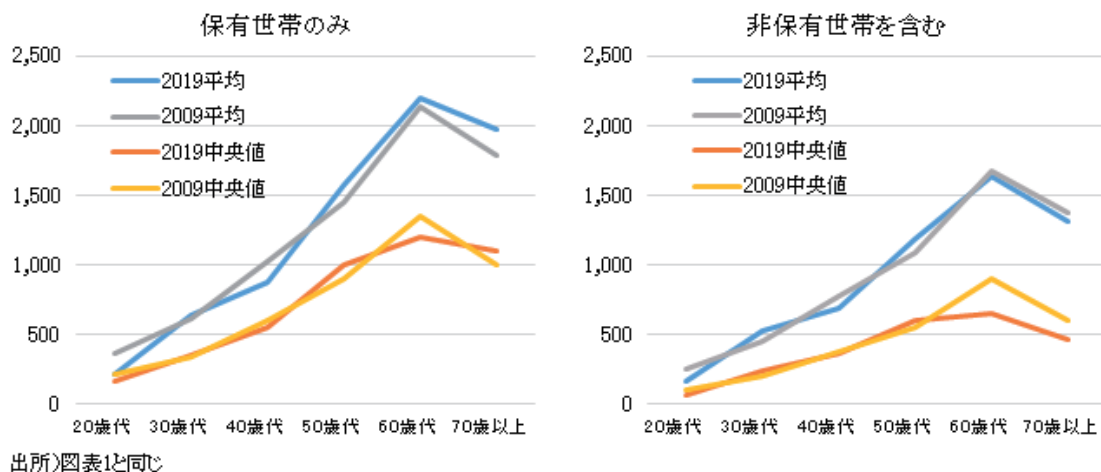


1 2017年までは「保有している/していない」から選択。2018年からは「金融資産をいずれも保有していない」を選択した世帯と、預貯金のみを選択しそのうち運用または将来の備えがゼロないし無回答の世帯を「金融資産非保有世帯」としている。

2 口座を保有している世帯割合は99.0% (2019年) に至る。

これを年齢別にみると、定年後に貯蓄の取り崩しが顕著となるはずの60歳から70歳以上にかけての傾斜が近年ならかにみえ、長生きリスクへの備えとして残高を維持しようとする傾向が伺える(図表3)。

(図表3) 金融資産の保有額

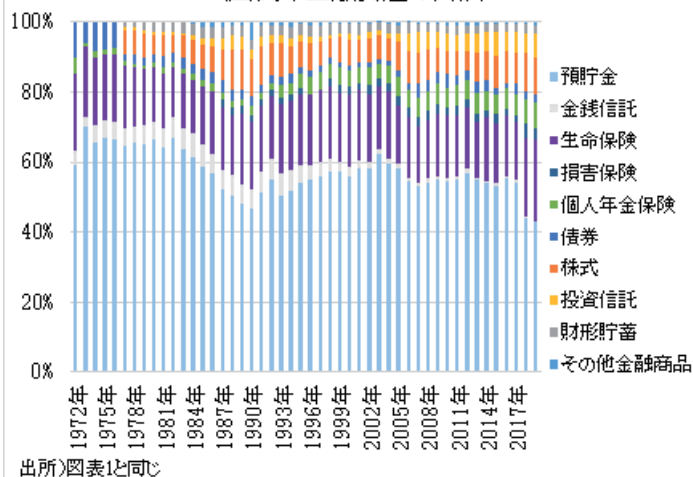


金融資産の内訳では預貯金志向が高い状況にあったが、近年株式や投信・個人年金が増加する傾向がみられ(図表4)、超低金利状況の長期化により貯蓄目的での預貯金に魅力が薄れていることを示している。

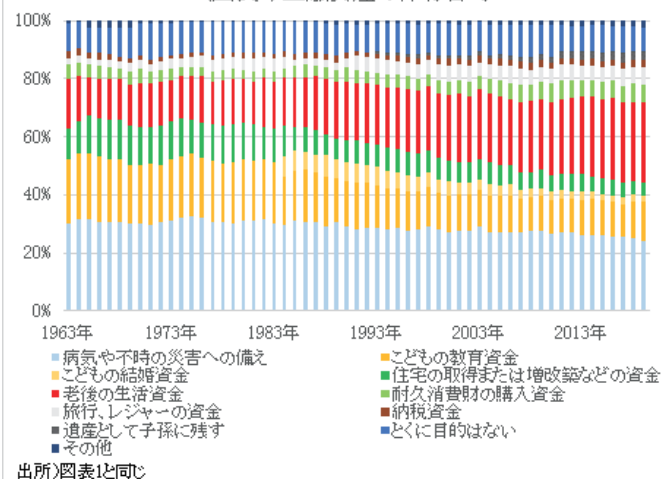
人生の三大コストとして「教育」「住宅」「老後資金」が挙げられるが、金融資産の保有目的をみると、「老後の生活資金」が目立って増加している一方、住宅・教育資金目的が低下している(図表5)。これは金融資産を多く保有している高齢者層の増加に起因し、長生きリスクへの備えが重視されていることが考えられ、現役世代では住宅購入における借入れ依存や世帯当たりの子ども数の減少から教育費が低下している可能性がある。

これを年代別にみると、20代はレジャー、30-40代は子どもの教育費、50歳代から老後資金、更に60歳以降で遺産を意識し始めていることがわかる(図表6)。遺産については後述する。

(図表4) 金融資産の内訳



(図表5) 金融資産の保有目的



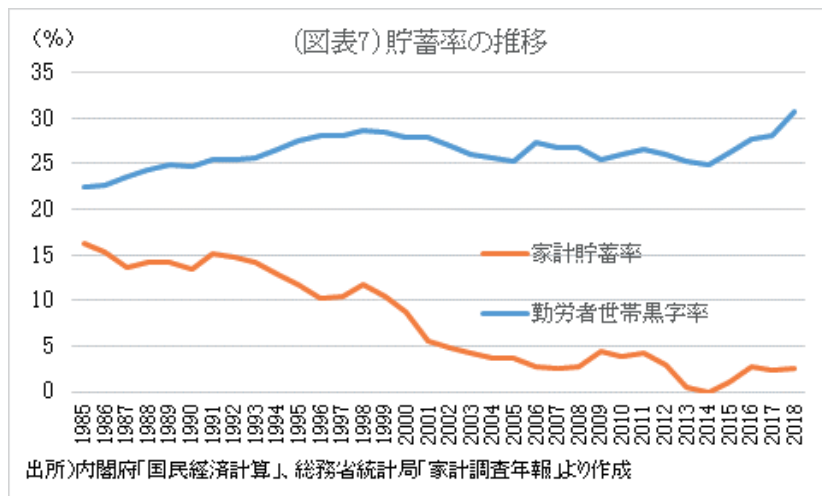
(図表6) 世帯主の年齢別金融資産保有目的(非保有世帯含む:3つまでの複数回答)

	総数	病気や不 時の災害 への備え	こどもの教 育資金	こどもの結 婚資金	住宅の取 得または 増改築な どの資金	老後の生 活資金	耐久消費 財の購入 資金	旅行、レ ジャーの 資金	納税資金	遺産とし て子孫に 残す	とくに目的 はない	その他	無回答	
		%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
全 国		55.6	27.8	4.2	9.9	60	12.9	12.8	6.5	6.1	18.6	9.9	1.4	
(実 数)	3,222	1,791	896	136	319	1,934	415	413	208	198	599	319	46	
世帯主の 年齢別	20歳代	48	43.8	45.8	4.2	25	25	14.6	39.6	8.3	2.1	16.7	12.5	2.1
	30歳代	336	44.3	65.8	3	17.6	38.4	15.5	20.8	5.7	2.4	24.4	6.8	1.2
	40歳代	614	46.7	63	4.6	10.3	44.5	15.3	13.4	3.6	2.8	15.8	9.4	1.5
	50歳代	671	50.2	31.6	8.6	10	63.9	14.3	11.5	4.6	3.7	16.1	9.5	1
	60歳代	695	63.5	3.9	4.3	9.1	72.9	11.5	12.8	7.2	9.1	19	8.3	1.3
	70歳以上	829	65.1	2.8	1	6.6	68.9	10	8.9	9.2	9.9	20.3	12.4	1.9

(出所)図表1と同じ

2 貯蓄

高齢者の割合が増えるに従ってマクロ的な家計貯蓄率³が低下傾向にあるが、勤労者世帯の黒字率⁴は増加に転じており(図表7)、家計の収支は改善している。



年齢別に家計資産の内訳をみると(図表8)、40代までは負債が貯蓄を上回っているが、60代で家計資産は最大となる。定年時には貯蓄が2,000万円ほど、宅地+住宅で3,000万円弱の資産を持っていることとなる。

³ 家計貯蓄率 = (家計可処分所得 - 家計最終消費支出 + 年金基金準備金の増減額) / (可処分所得 + 年金基金準備金の増減額)。高齢者・無職等の勤労所得者以外も含む。(内閣府「国民経済計算」より)

⁴ 勤労者世帯黒字率 = (可処分所得 - 消費支出) / 可処分所得 (総務省統計局「家計調査年報」より)

(図表 8) 世帯主の年齢階級別 1 世帯当たり家計資産の内訳(二人以上の世帯)



出所)総務省統計局「平成 26 年全国消費実態調査 家計資産に関する結果 結果の概要」P4 より抜粋

収支が改善しているにもかかわらず金融資産を保有しない世帯が増えている背景には、超低金利の長期化により定期性預金に魅力が感じられないことや、クレジットカードやネットショッピングの普及に伴い貯蓄と決済用預金を区別をしない層が増えているとも考えられる。

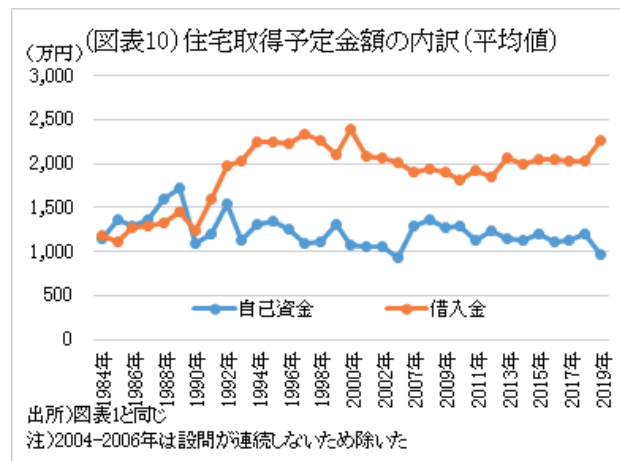
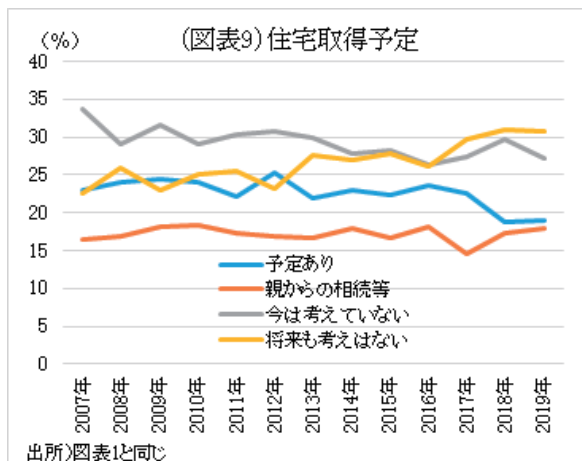
3 住宅

戦前の家制度は、家(親子・男女の序列)と家庭(性別役割分担の原則)との二重制度であり、明治民法で定められた戸籍制度によって家族モデルの方向づけが行われた。戸籍上の筆頭に記載される戸主は家族に対する扶養義務を負うと同時に、家族に対する絶対的権力である戸主権を持っていた。戸主権と財産権の家督相続の原則は長男であり、配偶者には認められていなかった。

戦後、女性参政権の施行・日本国憲法の制定とともに民法が改正(昭和 22 年)され、家制度は廃止となり配偶者の相続権が確立されたが、そのまま承継された部分も多かった。安定した収入のない女性は住宅ローンを借りることができなかつたし、男性は結婚して住宅を買って一人前という持ち家主義が一般化した。これは住宅建設 10 か年計画や住宅金融公庫法などによる国の住宅政策とともに形成され、標準世帯モデルを前提とした 3LDK の公団住宅の量産がされていった。そして日本的雇用システム(終身雇用・年功序列・定年制)と相俟って、稼ぎ頭の夫に対する住宅手当や家族手当を付与することで、企業が世帯を支える仕組みが形成されてきた。

こうした持ち家主義は近年変化がみられ(図表 9)、取得予定のない世帯が増えている。前述の通り住宅保有を目的とした貯蓄は減っており、購入する場合にはローンを組むことが前提であると思われる。これは住宅取得予定における借入金比率の上昇にも表れている(図表 10)。

また、親世代から相続した家に住む割合は低下しており、空き家となっている可能性がある。我が国の中古住宅市場の取引量は欧米に比して低水準であることは知られており⁵、飽和状態となった住宅を有効活用するよう政策転換する必要がある。



4 遺産

ホリオカ・新見(2017)⁶は、高齢者世帯の資産の取り崩し率が最も単純なライフ・サイクル仮説⁷の予測ほど高くなく、予備的貯蓄と遺産動機⁷の存在を指摘した。

世帯主の年齢別にみた遺産相続の考え方によると、全般的には無条件での遺産相続の割合が高いものの、老後が近づくにつれて介護や家業を継ぐといった条件を重視する傾向がみられる(図表11)。

(図表11)遺産についての考え方

		総数	老後の世話をしてくれるならば、子どもに財産を残してやりたい	家業を継いでくれるならば、子どもに財産を残してやりたい	老後の世話をしてくれるか、家業を継ぐか等に関わらず子どもに財産を残してやりたい	財産を当てに働くか、子どもに働かせるか、社会・公共の役に立つようにしたい	財産を残す子どもがいないので、社会・公共の役に立つようにしたい	財産を残す子どもがいないが、自分たちの人生を楽しみたいので、財産を使い切りたい	子どもはいるが、自分たちの人生を楽しみたいので、財産を使い切りたい	その他	無回答
			%	%	%	%	%	%	%	%	%
全 国	(実 数)	(3,222)	17.4	1.6	41.9	0.5	0.5	5.7	14.6	16.4	1.3
			(561)	(53)	(1,351)	(17)	(16)	(184)	(470)	(528)	(42)
世帯主の年齢別	20歳代	(48)	31.3	0.0	47.9	0.0	0.0	4.2	4.2	12.5	0.0
	30歳代	(336)	16.4	0.6	53.3	0.3	0.0	5.4	12.5	10.4	1.2
	40歳代	(614)	12.1	1.0	51.1	0.8	1.0	6.8	11.7	14.5	1.0
	50歳代	(671)	12.8	1.0	45.0	0.6	0.4	6.4	15.2	16.8	1.6
	60歳代	(695)	15.8	1.9	40.1	0.3	0.3	5.3	17.6	17.1	1.6
	70歳以上	(829)	26.2	2.8	29.4	0.5	0.6	4.8	15.3	19.2	1.2

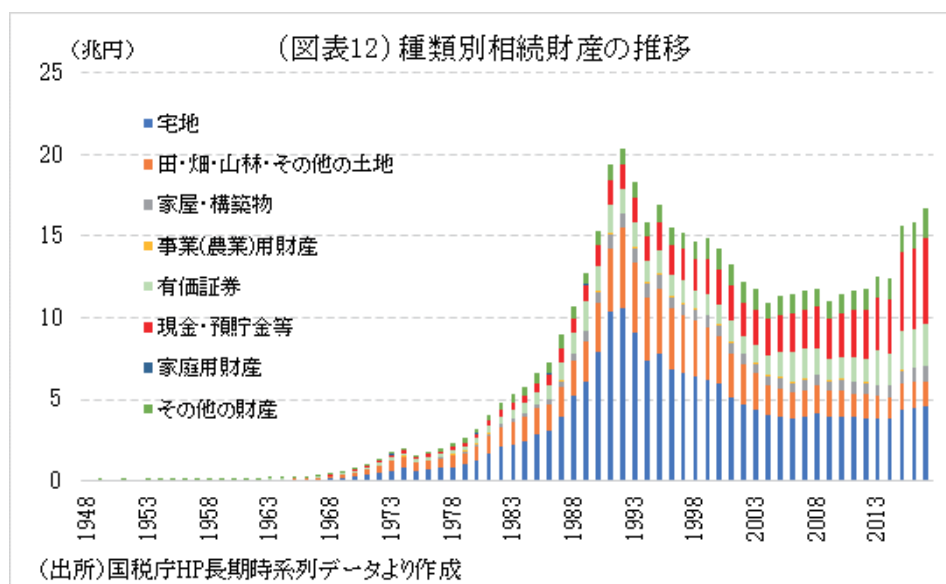
(出所)図表1と同じ

⁵ 国土交通省『平成26年度交通白書』によると、既存住宅流通シェアは米89.3%、英88.0%、仏68.4%に比して我が国は14.7%である。

⁶ チャールズ・ユウジ・ホリオカ、新見 陽子「日本の高齢者世帯の貯蓄行動に関する実証分析」(内閣府経済社会総合研究所『経済分析』第196号 2017年)

⁷ 人々は若い時は働き、稼いだ所得の一部を貯蓄することで老後に備え、退職後はそれまでに蓄積した資産を取り崩すことによって生活費を賄う。

相続財産の内訳を確認すると、1992年には土地(宅地+田畑・山林等)が7割超を占めていたものの、その後は現預金が増加し直近では土地と現預金が同程度までになっている(図表12)。長生きリスクへの備えとして流動性が重視されている傾向が確認できる。



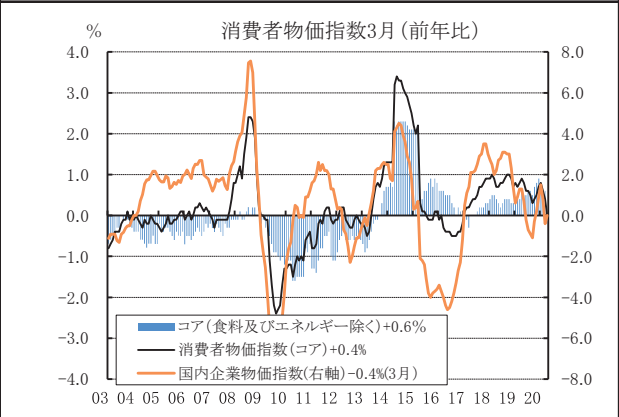
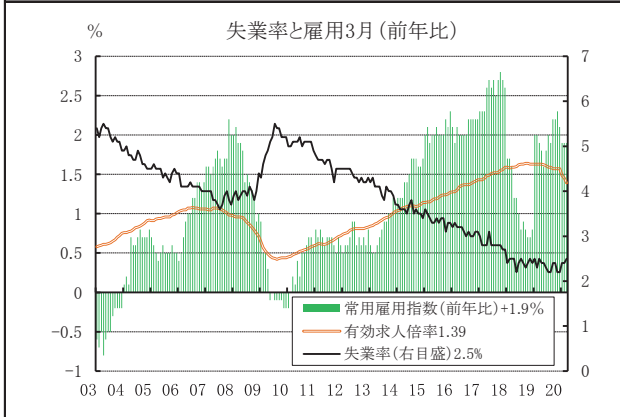
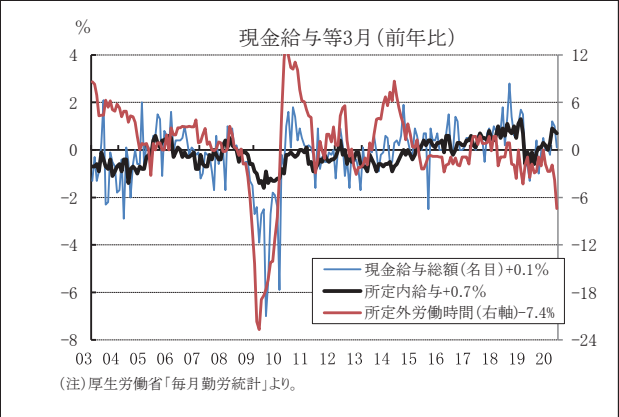
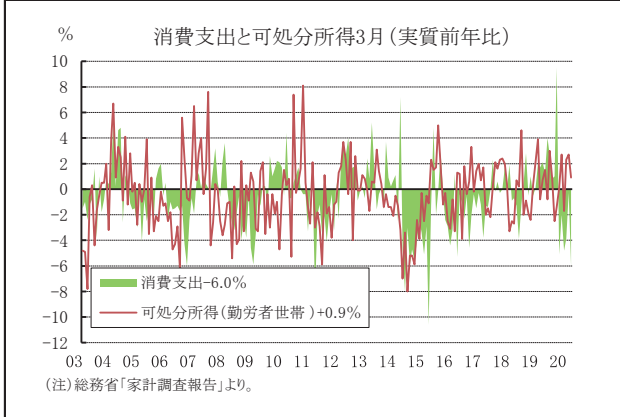
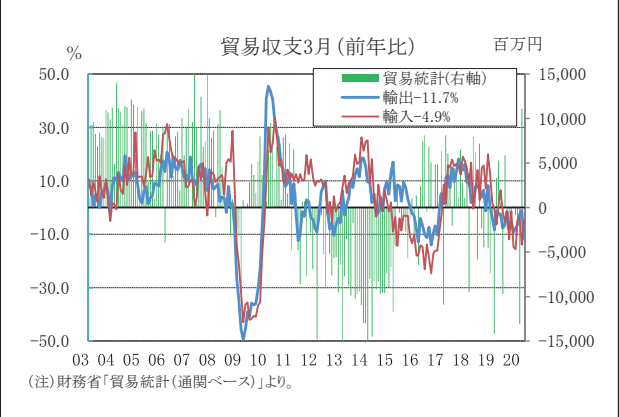
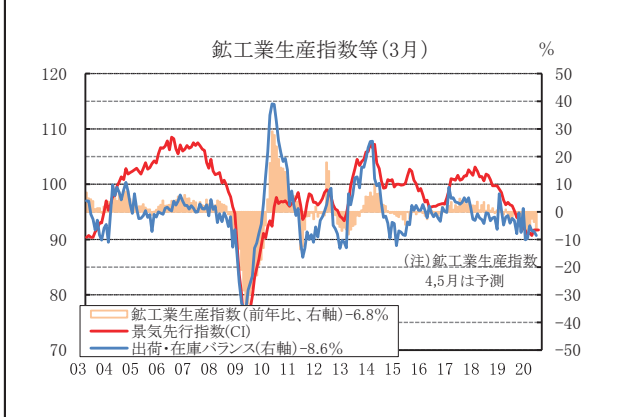
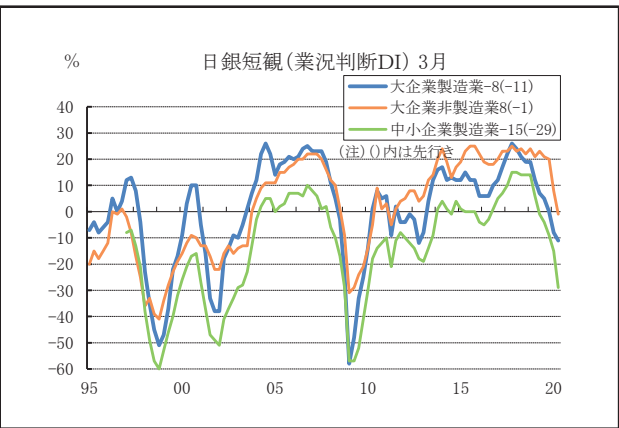
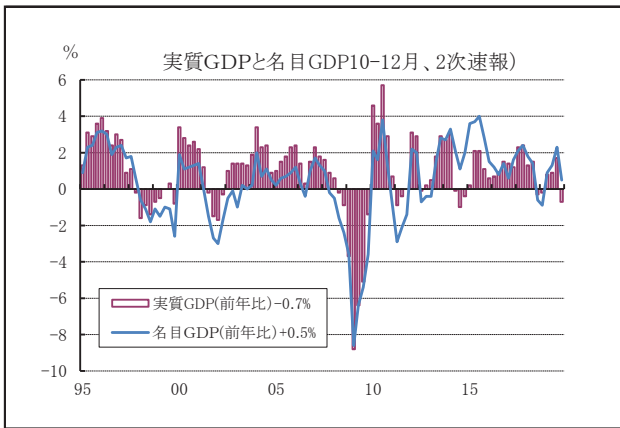
高齢化に伴って被相続人の年齢も上がっていることから、政府は現役世代への所得移転を促すために子や孫への教育資金や結婚・子育て資金の贈与に関する非課税措置を講じてきたが、2021年3月末まで延長するにあたり、所得が1000万円超の場合に非適用となるなど低所得者へ配慮することは格差是正に寄与しよう。

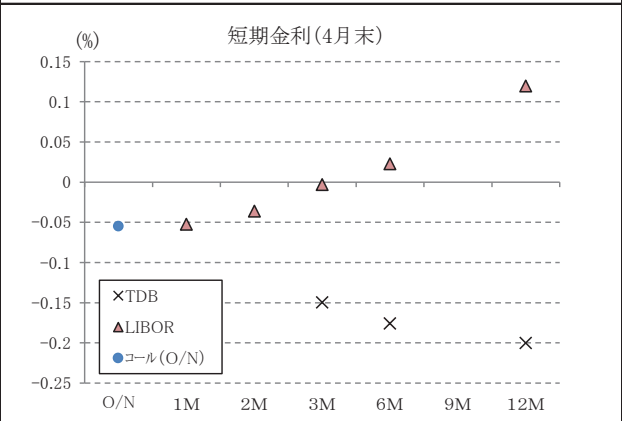
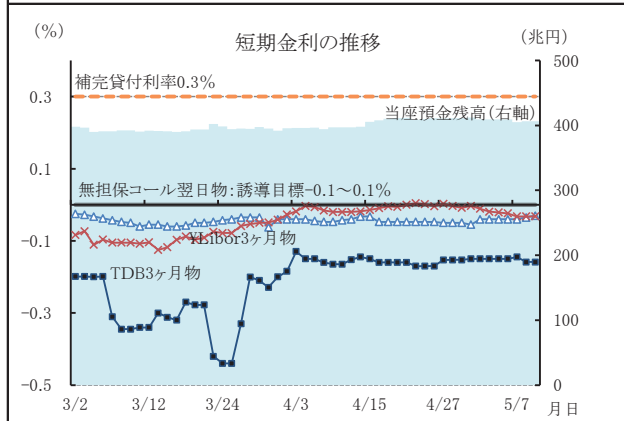
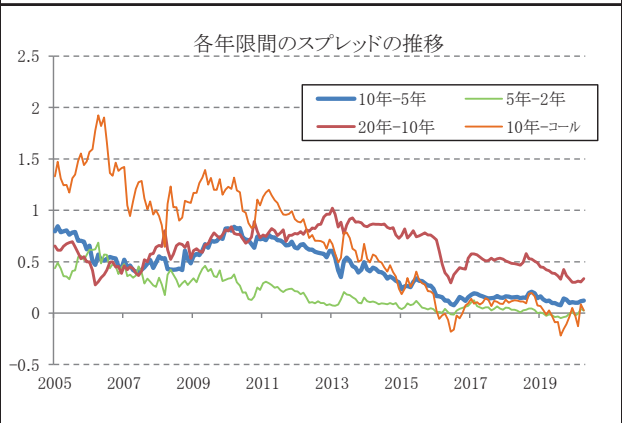
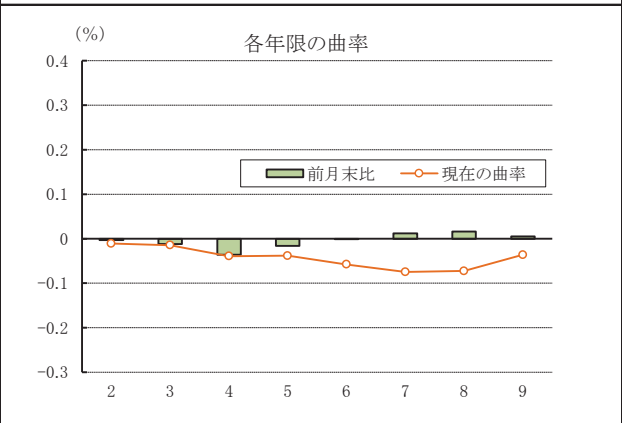
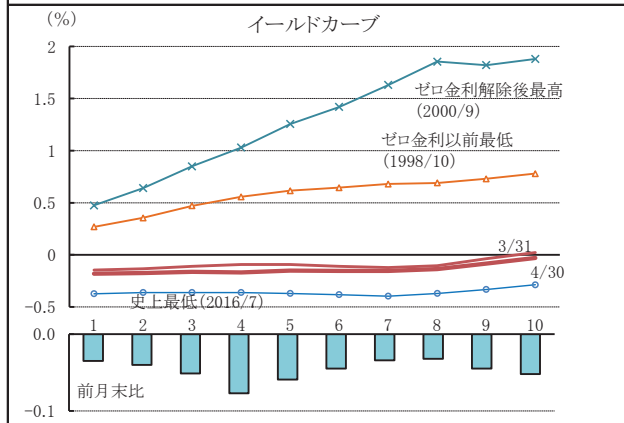
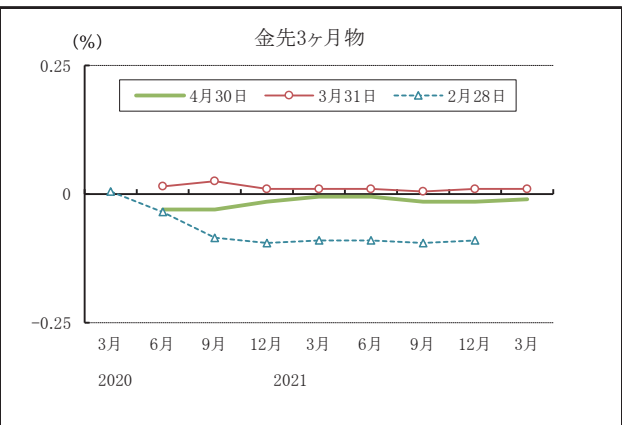
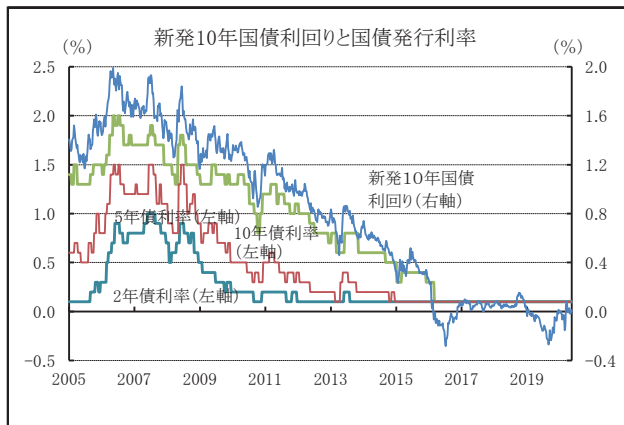
おわりに

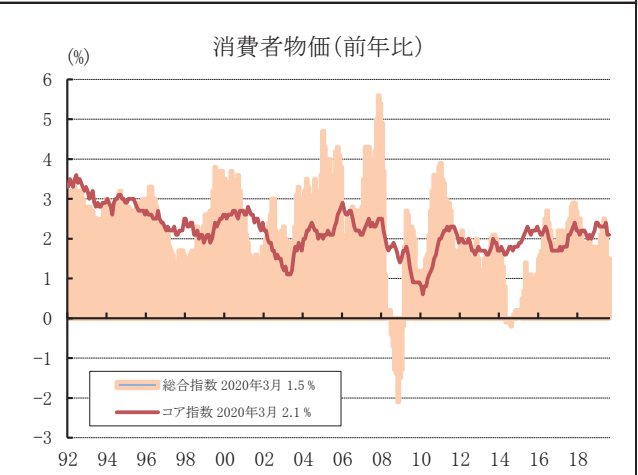
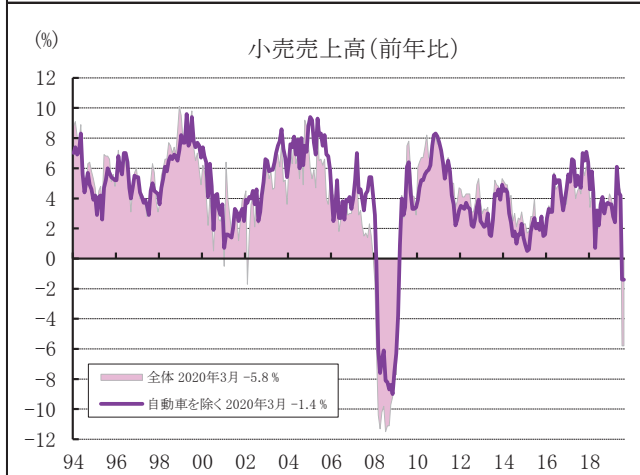
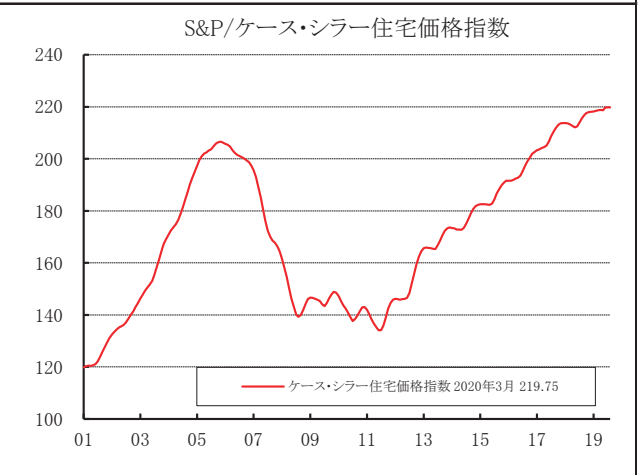
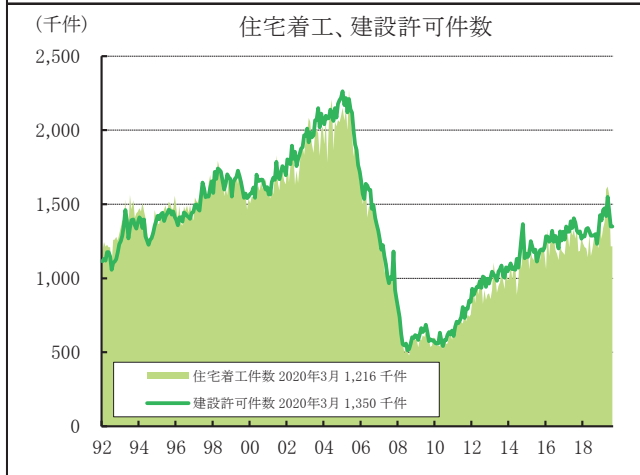
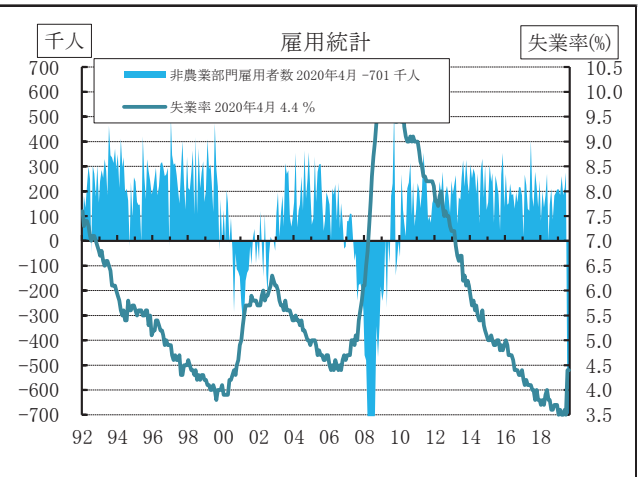
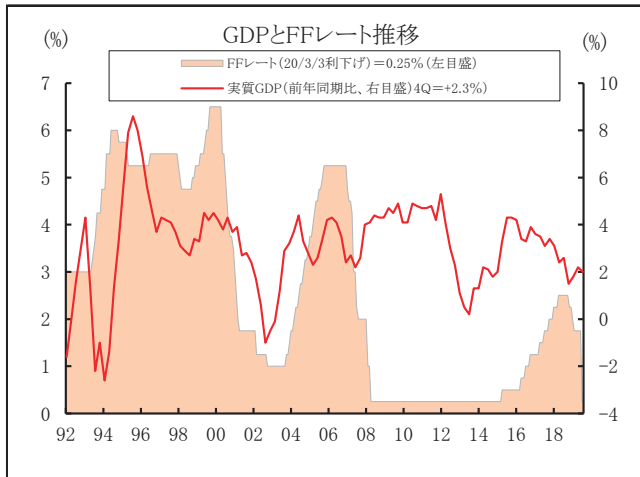
戦後形成されてきた標準世帯モデル(稼ぎ手の夫と専業主婦と二人の子ども)を前提とした制度設計を今なお維持していることが様々な弊害をもたらしている。雇用流動化や同一労働同一賃金(ジョブ型)のグローバルな方向性と、日本型雇用システム(メンバーシップ型)が併存する齟齬は低所得者層の深刻化による所得格差を拡大させ、それが無貯蓄世帯の増加に表れている。

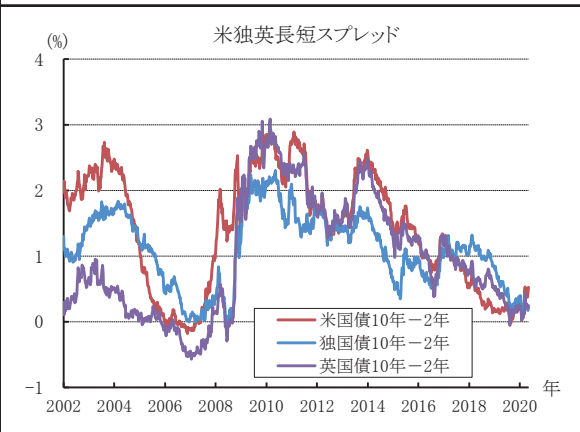
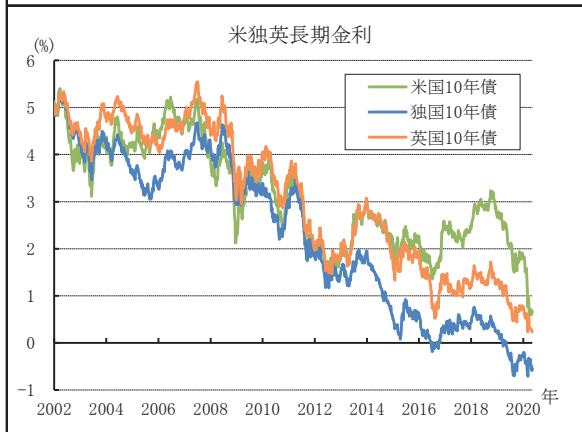
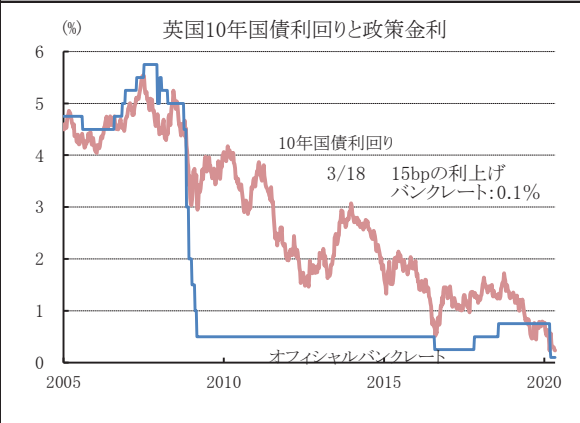
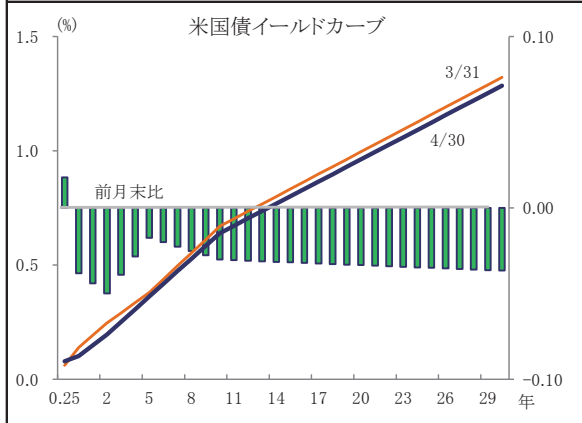
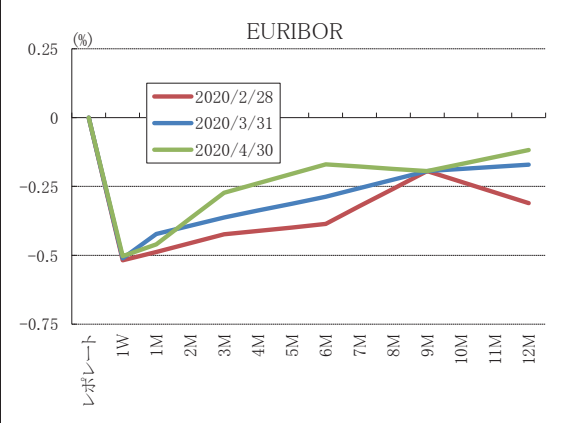
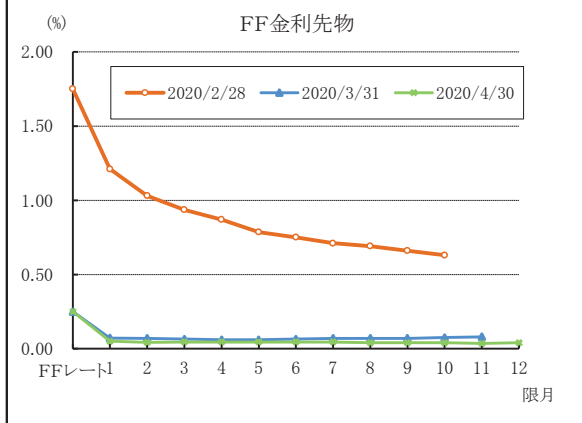
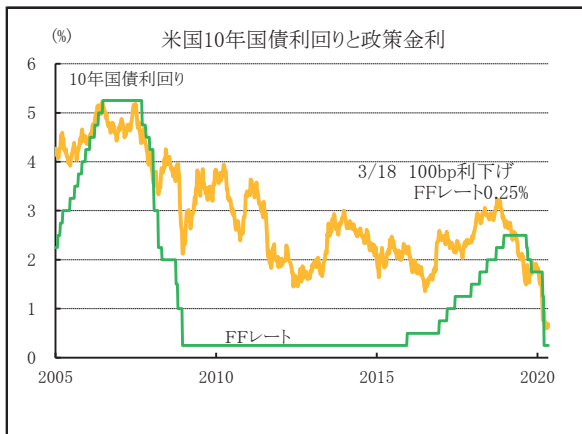
ライフ・サイクル仮説に基づき現役世代の貯蓄を定年後に取り崩していくが、長生きリスクを意識するためなるべく貯蓄を残そうとする傾向がみられる。定年時には3,000万円弱の住宅資産と2,000万円程度の金融資産を保有しているが、新築志向は健在であり空き家問題が深刻化するリスクを孕んでいる。

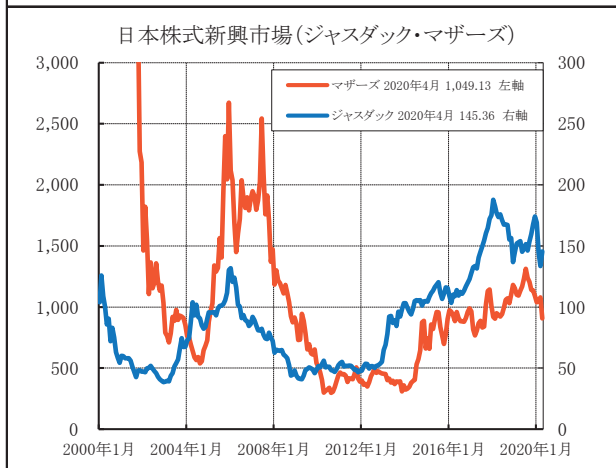
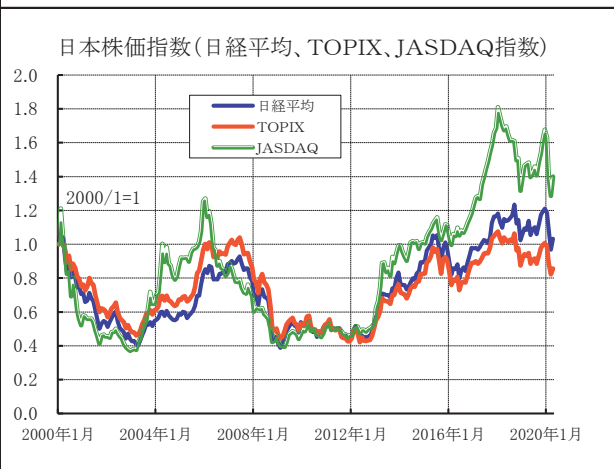
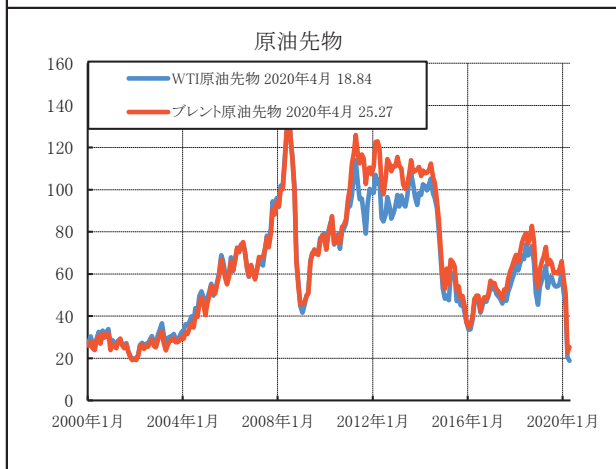
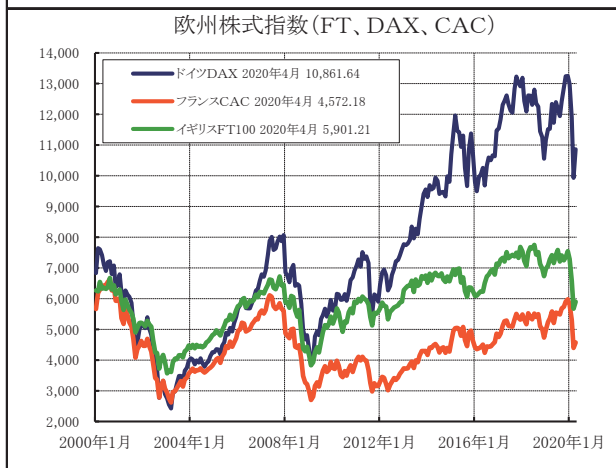
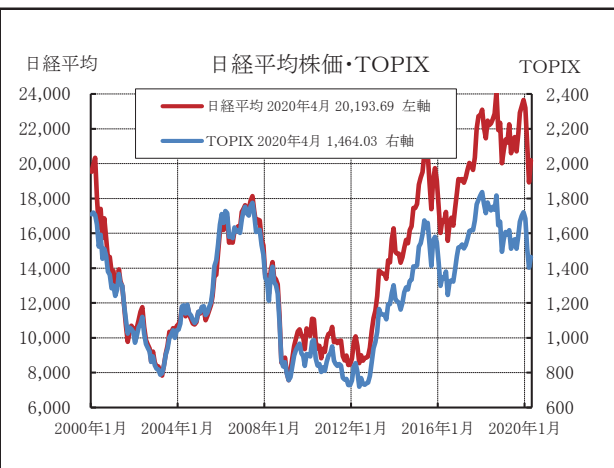
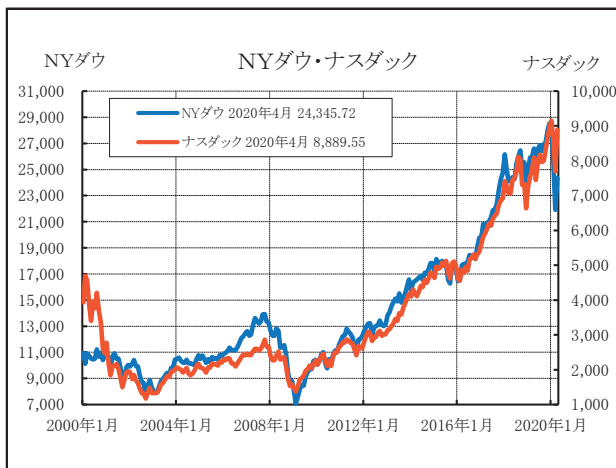
高齢化の進展により被相続人はすでに高齢であることから、子や孫への生前贈与に税制優遇するなど現役世代への所得移転を促しているが、金融資産の保有者/非保有者の格差は世襲する可能性が高いことから、税制優遇に所得制限を課している。貧困の連鎖と同様に、遺産や贈与は格差を広げる要因となり得るが、超低金利と市況低迷を背景とした流動性重視の傾向は、富裕層の更なる富の拡大は見込みにくい環境にあり、低所得者層をターゲットとした所得底上げの政策が重要となろう。

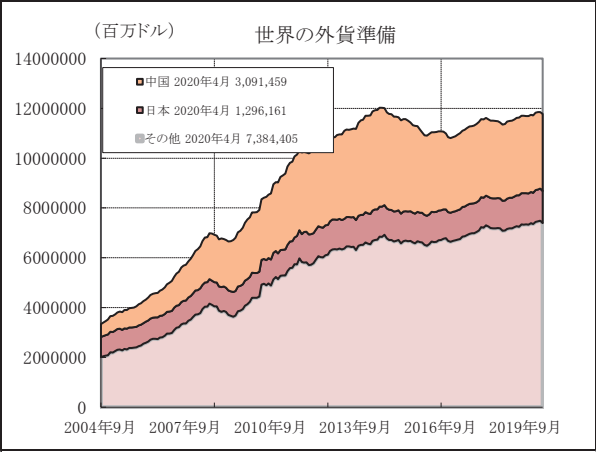
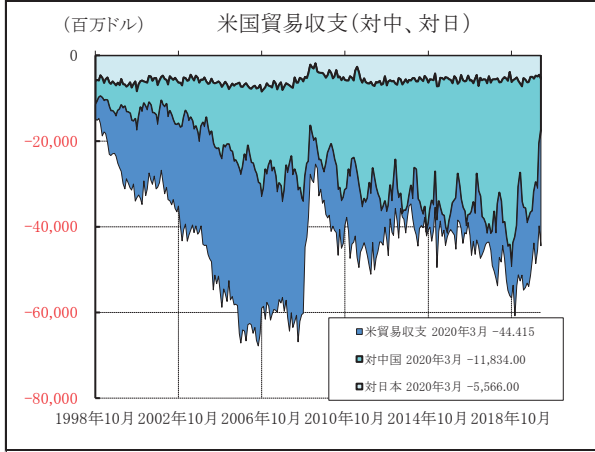
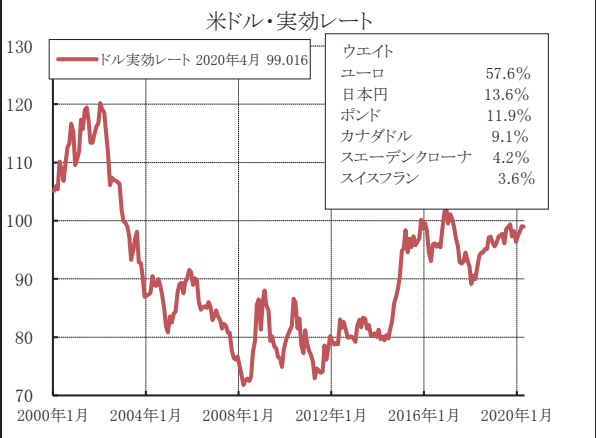
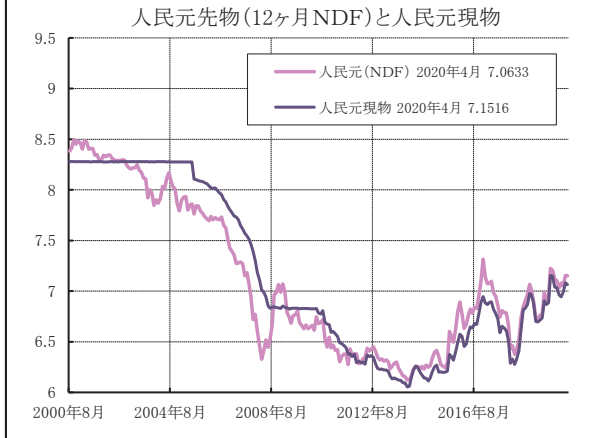
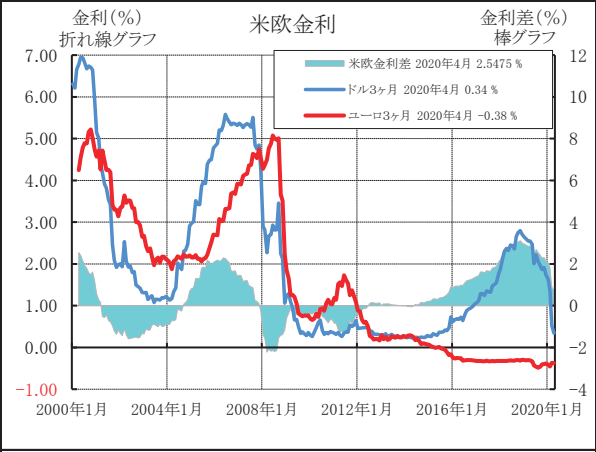
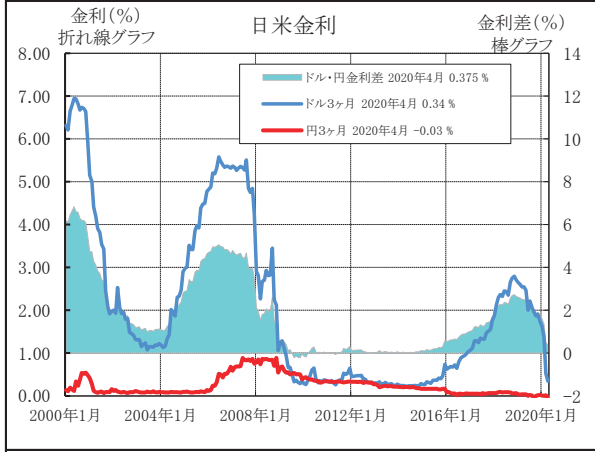
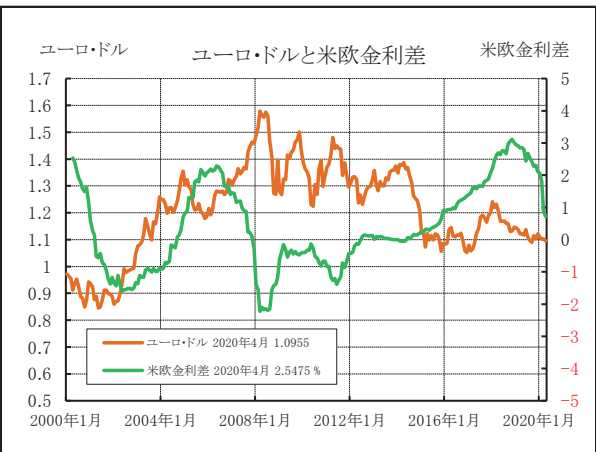








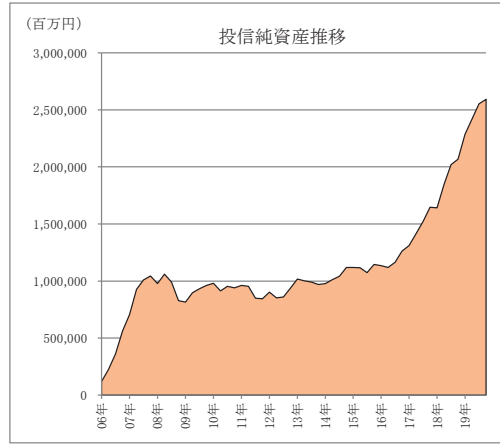
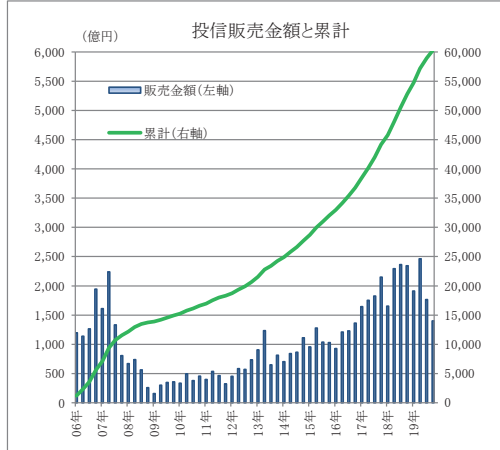




投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1-3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	-	-
2018年4-6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年7-9月	547,000	236,300	969,000	2,019,200
2018年10-12月	622,000	234,300	1,024,000	2,067,600
2019年1-3月	653,000	191,100	1,062,000	2,285,900
2018年度累計	2,303,000	891,000	-	-
2019年4-6月	689,000	246,200	1,129,000	2,420,100
2019年7-9月	782,000	176,500	1,168,000	2,553,400
2019年10-12月	787,000	139,900	1,179,000	2,592,500
2020年1-3月	-	-	-	-
2019年度累計	2,258,000	562,600	-	-
累計	20,745,022	6,033,732	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 パフォーマンス基準価格・純資産

ファンド名	基準価額(円) 1年(%)	基準価額(円) 2020/3/31	純資産(百万円) 2020/3/31	ファンド名	基準価額(円) 1年(%)	基準価額(円) 2020/3/31	純資産(百万円) 2020/3/31	
三菱日联銀行 海外債券ファンド(2%コース) *	-	10,025	16	三菱日联銀行海外債券ファンド(年1回決算型)【投信:グローバル債券】	6.90	10,943	606	
三井住友銀行 海外債券ファンド(4%コース) *	-	10,134	161	三井住友銀行海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-8.07	3,716	15,142	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-4.63	10,526	756	野村証券海外債券ファンド(年1回決算型)【投信:セパレート】	-8.05	8,757	344	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-4.97	10,858	775	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-13.42	2,026	2,026	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-6.01	11,037	873	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-12.50	7,029	13,474	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-7.23	11,213	838	野村証券海外債券ファンド(年1回決算型)【投信:セパレート】	-12.91	9,833	154	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-8.55	10,994	573	野村証券海外債券ファンド(年1回決算型)【投信:セパレート】	-12.51	11,494	689	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-9.06	10,886	1,057	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-3.95	4,256	102,476	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-9.41	19,307	135	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-3.93	16,330	8,381	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-10.09	10,767	205	DWS グローバル債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-2.58	8,891	62,117	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-	9,121	67	DWS グローバル債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-3.72	9,701	13,042	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-	10,070	2,077	DWS グローバル債券ファンド(年1回決算型)【投信:セパレート】	-2.67	11,190	6,451	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	2.91	10,216	3,351	DWS グローバル債券ファンド(年1回決算型)【投信:セパレート】	-4.01	12,101	1,174	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-1.54	10,682	86,991	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.69	7,413	17,692	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-3.31	11,214	110,113	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.10	6,393	20,813	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-4.94	11,679	41,208	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.69	11,103	523	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-2.58	9,959	3,809	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.00	13,436	996	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-8.75	10,006	11,001	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	4.69	13,726	10,884	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-9.87	9,900	18,655	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.81	11,614	5,166	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	4.44	10,558	132,343	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-12.33	4,494	27,734	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-4.31	10,549	673,460	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-10.38	6,858	25	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-4.30	10,728	285,952	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-12.02	4,429	333	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-22.28	7,698	1,341	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-11.63	6,422	581	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-4.69	10,012	26,480	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	1.75	8,826	1,918	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-8.46	10,139	40,333	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	2.57	7,799	10,415	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-12.63	10,631	17,733	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-2.89	7,824	2,270	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-9.33	9,047	4,959	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-4.02	6,742	62,978	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-3.92	11,537	83,855	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-11.28	8,053	5,067	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-1.87	9,774	109,675	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-15.19	8,400	6,634	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-8.95	11,837	33,546	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-5.12	8,977	6,374	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-9.41	10,053	13,756	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.14	15,008	25,728	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-6.79	9,968	67	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-14.13	16,182	12,966	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-8.65	9,869	47	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.63	8,623	6,223	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-9.65	9,815	32	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.51	12,178	1,547	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-	9,216	13	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-14.28	8,635	1,878	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-0.36	9,427	337,853	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-13.71	8,516	4,737	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-0.25	12,652	51,392	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-11.45	8,280	1,904	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-3.65	14,351	187,623	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-14.36	8,123	5,463	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-0.44	9,447	14,548	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-7.45	11,740	79	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	-0.62	11,618	12,515	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.19	13,938	1,719	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	1.19	10,369	37,917	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.86	19,621	17,371	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	3.23	7,941	48,303	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-6.87	8,873	580	
野村証券 海外債券ファンド(2%)【投信:未決算型】	6.92	7,359	52,696	野村証券海外債券ファンド(毎月決算型)【投信:セパレート】	-9.23	9,870	159	
合 計								4,939,367

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

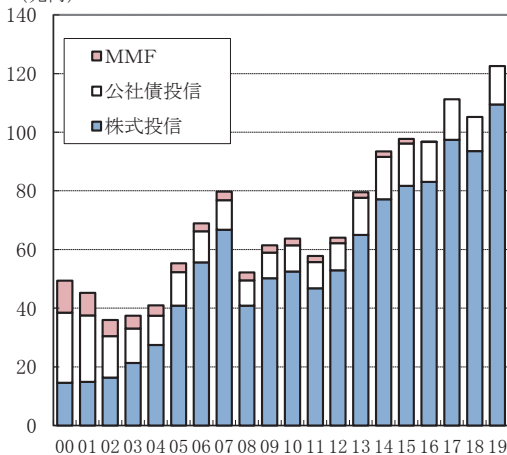
タイプ 末	株式投信							計	公社債投信				証券投信計	
	単位型	追加型							単位型	追加型	計			
		毎月決算型	ファンドオブ プランス	インデック ス	ETF	特殊型	追加型計				うちMRF	うちMMF		
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,545	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	0	137,594	1,200,486
2018年12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	0	116,040	1,051,592
2019年12月	8,044	232,417	250,612	546,428	433,450	13,586	1,091,031	1,099,075	27	132,615	126,235	0	132,646	1,231,722
2020年1月	7,983	231,811	250,985	544,087	429,847	13,786	1,086,992	1,094,975	27	130,936	124,587	0	130,967	1,225,942
2月	7,871	221,646	243,591	503,094	394,105	13,743	1,021,807	1,029,678	27	129,417	123,107	0	129,444	1,159,123
3月	7,831	185,135	207,485	477,820	375,969	13,708	931,254	939,085	28	124,886	118,655	0	124,914	1,063,999

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

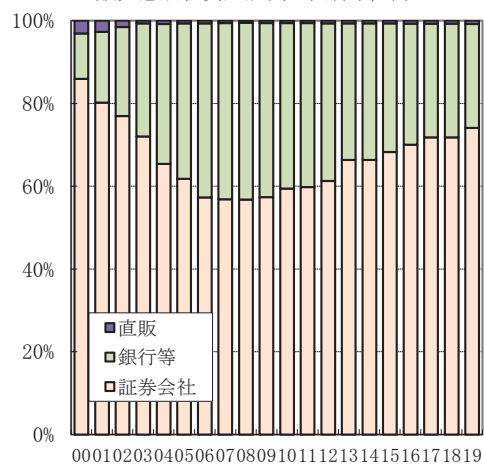
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,700	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2017年12月	814,318	74.5%	288,865	24.7%	8,987	0.8%	1,111,919	100%
2018年12月	778,895	71.8%	264,738	27.5%	7,963	0.7%	1,051,596	100%
2019年11月	914,828	75.3%	291,342	24.0%	9,353	0.8%	1,215,524	100%
12月	929,606	74.1%	292,688	25.1%	9,429	0.8%	1,231,724	100%
2020年1月	923,458	75.3%	293,400	23.9%	9,081	0.7%	1,225,940	100%
2月	869,818	75.0%	280,933	24.2%	8,371	0.7%	1,159,122	100%
3月	803,496	75.5%	252,724	23.8%	7,775	0.7%	1,063,997	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)



< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894	990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972	
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091	655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953	
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167	540,125	901,388	263,243	91,811	130,725	
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400	192,723	219,138	101,120	36,680	53,462	
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035	61,306	334,035	31,936	12,133	17,236	
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280	942,948				
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098	0	0	0
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282	0	0	0
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939	12,346	18,756	0
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037	0	0	0
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110	0	0	0
2018年3月	4,162,251	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671	0	0	0
2019年3月	3,990,780	1,122,266	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792	0	0

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1							8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0					12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1					12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14			13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196			13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537			14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363			16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43			17,025	698
2017年3月	12,760	415	941	16	1,012	▲ 1	20	1	2,403	▲ 100	1,564	40	18,702	371
2018年3月	12,774	361	492	1	1,318	1	15	0	1,711	81	4,958	▲ 168	21,269	112
2019年3月	13,057	401			1,655	0	12	0	997	▲ 116	11,787	▲ 60	27,511	225

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライヤー比率	VaR				VaR 期間		
		経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)	年度末値	最大値		最小値	平均値
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月~2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月~2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月~2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月~2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月~2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月~2014年3月
2015年3月	9.31%	7,705	82,740	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月~2015年3月
2016年3月	7.03%	5,980	84,993	17,904	20,445	14,243	17,503	2015年4月~2016年3月
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083	2016年4月~2017年3月
2018年3月	11.37%	9,980	87,720	35,428	37,065	31,368	34,366	2017年4月~2018年3月
2019年3月			34,320	37,016	37,016	34,017	35,556	2018年4月~2019年3月

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

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

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポージャー額	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額										
		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	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	3,051,400	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	54,782	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	2,486,388	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	96,898	2,200,498	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	106,484	2,161,042	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	134,826	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	184,902	2,065,932	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,893,217	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,066	1,758,987	51,980	123,653	51,596	394,706
2018年3月	2,320,979	890,901	13,459	1,419,814	5,611	4,652	475,747	1,609,896	43,520	133,394	57,344	490,280
2019年3月	2,230,231	872,034	6,896	1,348,859	3,622	5,714	533,051	1,505,182	44,086	148,957	52,688	485,771

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額(D)	基本的項目(A)					補完的項目	リスクアセット等(E)	資産(オンバランス)項目			自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得			一般貸倒	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除した額		
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%	-
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,906,558		2,873,248	22.22%	-
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	50,343,515	47,573,471		2,768,805	17.42%	-
2019年3月	8,844,213	3,500,000	4,296,285	2,477,878	▲ 93,736	▲ 1,300,926	243	56,033,562	53,334,010		2,699,551	15.78%	-

(注1) OPRはオペレーション・リスク相当額を意味する。

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

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

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

非売品