

ゆうちょ資産研レポート

2020年 9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
コロナ後の日本経済の再生～ポスト・アベノミクス <small>J.P. モルガン証券株式会社 チーフエコノミスト 経済調査部長</small>	鵜飼 博史
マーケット・アウトック (1)	7
マイナス金利政策は制御が複雑化且つ 効果を期待し難くなっている <small>SMB C日興証券株式会社 金利ストラテジスト</small>	竹山 聡一
マーケット・アウトック (2)	13
今年度末までの長期・超長期金利の見通し <small>東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト</small>	佐野 一彦
資産研コーナー	19
老後不安と消費行動－現役世代の3大消費を捉えて <small>ゆうちょ資産研究センター 研究員</small>	宮下 恵子
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

2020.9

ファンダメンタル・アナリシス

コロナ後の日本経済の再生～ポスト・アベノミクス

J.P.モルガン証券株式会社
チーフエコノミスト 経済調査部長
鶴飼 博史



はじめに～世界を襲った新型コロナの爪痕と日本経済の今後の課題

本年の新型コロナ渦は、昨年には想像もつかない事態であったが、これによって世界中で都市の封鎖が生じ、本年上期は世界的に世界金融危機を超える未曾有の景気後退となった(図表1)。しかし、世界金融危機のように金融システムの機能が痛むことがなかったため、経済封鎖を解除した後は、世界金融危機とは異なり、すぐに回復に転じた。最初に新型コロナが席卷した中国ではその封じ込めに逸早く成功し、第2四半期から早々にV字回復を始めたが、先進国は遅れて感染が拡大したため、景気のボトムが第2四半期となった。第3四半期には抑えられていた消費が反動(ペントアップ需要)で立ち上がり、財の取引が動き出すとともに製造業の生産も立ち上がったが、その後の回復は不完全なペースとなることが見込まれる。これは、新型コロナの感染がなかなか収束しないために対面型産業であるサービス部門の回復が鈍いことや、本年に大幅に拡大した財政支出をどの国もやや再建方向に舵を切ること等が原因だ。先進国全体でみれば、本年の実質GDP成長率が-5.3%の落ち込みとなった後、2021年も4.1%と落ち込みを取り戻し切れない程度の回復にとどまり、新型コロナが来襲する前の経済活動水準に戻らないだろう。

こうした中で、日本は、第2四半期の落ち込みが米欧よりもやや浅かったものの、ペントアップ需要が顕在化する第3四半期のリバウンドが弱めであり、2021年にかけても景気は回復を続けるが、先進国の中でも弱めになると見込まれる。日本は、当面は新型コロナへの対応に注力し続けるであろうが、その後は新型コロナとある程度共生を続ける中で、従来の対面型産業が恒常的に需要不足に悩まされる可能性がある。新型コロナ渦の前に日本経済が直面してきた課題も戻ってくるだろう。こうした状況下、新型コロナの危機を脱した後、どのような政策運営によって日本経済の成長力を向上させることができるのかを考えたい。

図表1: 内外の実質GDP見通し

	前期比年率、%						
	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	2021
世界	2.1	-11.8	-19.9	35.2	7.3	-4.0	5.3
先進国	0.3	-7.4	-35.5	39.3	6.5	-5.3	4.1
米国	2.4	-5.0	-31.7	27.5	3.5	-4.2	2.6
ユーロ圏	0.1	-13.6	-40.3	60.0	7.0	-6.4	6.1
日本	-7.3	-2.2	-28.1	15.0	8.0	-5.6	2.5
新興国	4.8	-18.3	3.6	29.0	8.5	-2.1	7.1
中国	8.0	-35.8	56.5	17.9	5.6	2.5	8.6
インド	4.0	3.3	-67.2	99.0	20.0	-9.0	15.1
新興アジア(除く中国、インド)	4.0	-7.0	-22.2	16.7	9.2	-3.2	4.1
中南米	-1.2	-8.1	-44.2	35.3	11.8	-8.3	4.2
EMEA	2.9	-2.0	-35.1	28.1	5.8	-4.1	3.8

出所: J.P. Morgan

1. アベノミクスの成果と課題

ところで、菅氏が安倍首相退陣後の次の自民党総裁に決まり、この原稿が公表される頃には新首相であろうが、同氏はアベノミクスの継続を政策方針として掲げている。そこで、本章ではまず、安倍政権が標榜したアベノミクスが何を達成したのか、また何を達成できていないのかを振り返る。

アベノミクスは、2012 年末の導入当初、大胆な金融緩和政策・機動的な財政政策・成長戦略という 3 本の矢の下で、経済成長率の高まり、物価上昇率の上昇、雇用の改善等、日本経済のパフォーマンスを改善させていた。このまま行けば、アベノミクスは掲げられた目標を達成できるのではないかと期待も生まれたが、その後は、実質 GDP 成長率でみても、2013 年度だけは 2%を超える成長となったが、これには消費税増税前の駆け込みが加わっており、翌年度にはマイナス成長となったほか、2018 年度が 0.3%、2019 年度は 0.0%と、新型コロナの到来前に既に失速が鮮明であった。CPI 上昇率(除く生鮮食品・消費税・教育費無償化要因)に至っては、2014 年の消費税増税直前に 1.4%まで上昇したのがピークであり、エネルギーを除いても 2015 年後半に 1.2%まで上昇したのがピークで、その後はむしろ減速してきた。現在は小幅のデフレが続くことが懸念される状況だ。

アベノミクスが目標をどの程度達成できたかを鳥瞰してみよう(なお、本年に発生した新型コロナ危機によって経済のパフォーマンスが劇的に悪化した点は、アベノミクスとは切り離すべきと考え、2019 年までの経済パフォーマンスで評価)。達成できたと評価できるのは、完全雇用の達成とデフレからの脱出であり、その点では意義があった。ただ、完全雇用の達成には、労働力人口の減少も寄与している点には留意が必要だ。

図表2：アベノミクスの成果（1）

	目標	安倍首相 就任直前	2013-2019	現在
名目GDP	兆円	600	493	507
		(2020)	(4Q12)	(2Q20)
実質GDP	%	2.0	1.5	-27.8
			(2012)	(2Q20)
失業率	%	完全雇用	4.3	2.9
			(Dec 12)	(Jul 20)
CPI		2.0	-0.2	-0.3
(除く 生鮮食品)			(Dec 12)	(Jul 20)
基礎的	GDP	持続可能な	-5.8	-14.8
財政収支	比%	財政構造	(2012)	(2020, JPMf)

注：CPIは消費税増と教育費無償化要因も除くベース。出所：J.P. Morgan

図表3：アベノミクスの成果（2）

	目標	安倍首相 就任直前	2013-2019	現在
訪日外国人	百万	40.00	8.36	3.95
数	人	(2020)	(2012)	(2020/1-7)
法人税率	%	引き下げ	25.5	23.2
			(2012)	(2018)
コーポレートガバナンス	コーポレートガバナンスの強化	-	ステュワードシップコード導入 (2014, 2017)	改善中
		(2012)	コーポレートガバナンスコード導入 (2015, 2018)	
特殊出生率	女性	1.8	1.41	1.36
比%	比%		(2012)	(2019)
外国人労働者の増加	百万人	高度・中堅的技術労働者人材受け入れ	0.68	1.66
			(2012)	(2019)
労働力人口	百万	女性労働参加率拡大等	-0.55	1.02
増加数	人	TPP等	(2012)	(2020/1-7)
多国間		No	TPP11, EPA w/ EU	RCEP, EPA w/ UK
貿易協定			(2018)	(交渉途上)
ビジネス	3位以上	15位	15位	18位
環境(OECD)		(2012)	(2013)	(2019)
潜在成長率	%	-	0.7	0.5
			(2012)	(2014, 2015)

注：潜在成長率は内閣府推計と日銀推計の平均値。出所：J.P. Morgan

しかし、具体的に掲げたマクロの数値目標に即してみると、図表 2 の通り、殆ど達成できていない。名目 GDP 目標(2020 年に 600 兆円)は達成できなかったし、2%の実質 GDP 成長率も駆け込み需要が加わった 1 年しか達成できず、日本銀行が設定した 2%の物価安定目標も達成からは程遠いなど、どれもほぼ達成できなかった。しかも、機動的な財政政策の中長期の目標である財政再建の道筋もついていない。

さらに第 3 の矢との関係が深い構造改革への取り組みの達成度をみると(図表 3)、需要の確保という観点で目覚ましい成果が挙げたのは、訪日外国人を増やしたことだ。しかし、これは目標を達成する前に新型コロナの影響で跡形もなくなり、今後もコロナの影響が残る可能性が高いことを踏まえれば、今後は方向転換が必要だろう。

それ以上に重要なのは、日本が人口高齢化・減少に直面する中で、如何に経済の生産性を上昇させると共に、労働力を確保したかである。残念ながら、この観点からみると、課題は克服できなかったという結論だ。生産性上昇のための対応として評価できるのは、コーポレート・ガバナンスの改革を具体的に進めたことだ。しかし、これによって企業の統治が大きく変わりマクロの生産性の上昇といった具体的な成果をもたらしてはいない。また、雇用については働き方改革を進めているが、米欧で使われているジョブ型雇用制度が定着して労働生産性を向上させるには道程が遠い。労働者を如何に確保するかという観点では、女性・高齢者の労働市場への参加を増やしたことは、明らかな成果である。しかし、人口が減少していく中ではこの取り組みだけでは限界が近い。外国人労働者を増加させることも、高度技術者だけでなく中堅の技能の外国人の労働も認めたという点では画期的だが、実際に日本に流入させている人数が少ない。出生率は低下している。これでは、労働力のこれからの減少に歯止めを掛けることは難しい。また、現状、日本のビジネス環境は OECD 内で現在は 18 位とアベノミクス前よりも世界で順位を下げているのが現状だ。

こうした中で、評価すべきは、対外政策において、多国間の自由貿易協定を推進したことだろう。実際、第 2 次安倍内閣の下で、TPP11 や EU との EPA を発効させたことは大きな成果だ。ナショナリズムが高まる世界の中にあって、日本が自由貿易推進の柱になっている。現在も RCEP や英国との EPA 発効に向けて進んでいる。

2. アベノミクスはなぜ多くの目標を達成できなかったのか？

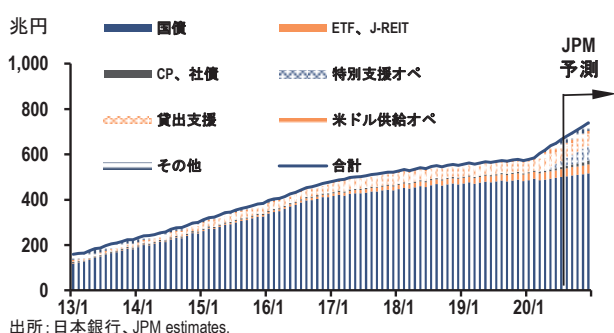
このように、様々な試みを行ったにも拘らず、3 本の矢によるアプローチは息切れを起こし、完全雇用とデフレ脱出は実現できても、それ以上の数値目標は殆ど達成できなかった。この背景には、当初、2013 年から 2014 年にかけて景気・物価が良くなった要因が、円安の進展と公共投資の増加、それらを囃した株価の上昇といった、効果の長続きしない性格の強いものが多かったということがある。一方で、日本経済の潜在成長率を上昇させていくような政策の効果が発現すれば、自然利子率が上昇しただけでなく、それによって金利の下限制約に近付いている金融緩和の効果も増したのであろうが、そうしたことは生じず、一時的な要因が剥落していくとともに、息切れしていったのだと考えている。

このようにアベノミクスが期待したほどの成果を挙げられなかった理由として、3 点挙げられる。第

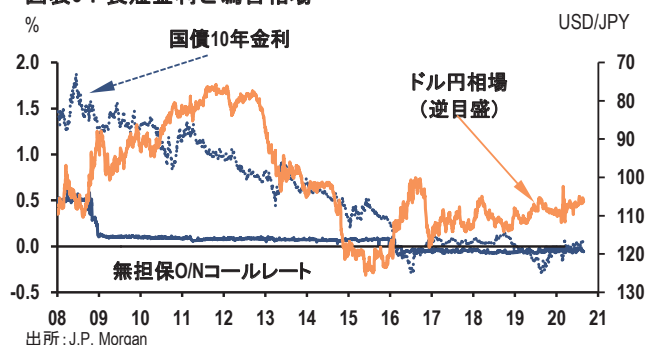
1 に、アベノミクスは、実質的に、3本の矢の中で第1の矢である金融緩和だけに重い負荷をかけた政策であったと言える。日本銀行は2013年1月に物価安定目標を導入後、2013年4月に量的質的金融緩和を実施して以来、そのバランスシートは国債の大量購入を主体に4倍以上に大きくなり、GDPを大きく超える大きさになっている(図表4)。しかし、大量の資産購入の効果が初期に効果を発揮したのは、2015年にかけてもたらされた円安を通じた経路であり、それ以外の経路は大きな効果を挙げることはなかった(図表5)。それでもデフレから一旦脱出する効果は認められた。したがって、円安の効果が一巡するとともに目に見える程の効果は出なくなった。この円安は日本銀行の異次元緩和に対する海外投資家の過度な期待や、米国の経済情勢を映じて生じたものである可能性が高く、内外投資家の情報の非対称性が薄まるにつれて、金融政策では内外金利差以外に円安効果を期待できなくなった。それにも拘らず、イールドカーブコントロールの導入まで、日本銀行は資産購入の拡大を続けていった。その後、2016年1月にマイナス金利を導入し、さらには同年9月にイールドカーブコントロールとインフレ率のオーバーシュート型コミットメントを導入したが、これによってインフレ期待が上昇することはなかった。

国債やETFを大量に購入し、短期金利、長期金利ともに低下させた後、そこから脱出できないまま長期間経過したため、問題が生じることになった。1つには、金融システムの機能に、さらには日本銀行の財務に対しても、副作用が生じることへの配慮が必要になっていることだ。2つ目は、金融政策は新型コロナ危機の発生に対して、金融市場の機能の維持や信用仲介機能の維持に向けた緊急対応こそ迅速に行えたものの、その後の景気・物価の浮揚に向けては、緩和余地が乏しくなっていることだ。

図表4: 日銀のバランスシートの政策手段別推移



図表5: 長短金利と為替相場



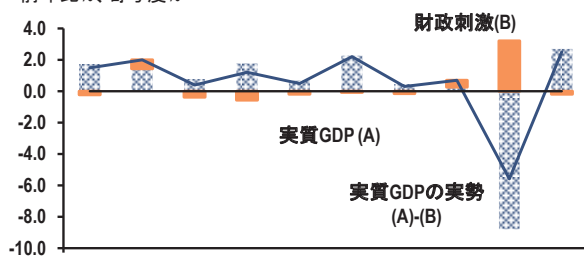
第2に、政策の視野が総じて短期的であり、しかも痛みを先送りする姿勢が強かった。これが、中期的な目標達成を妨げるようになっている。財政・金融政策はデフレからのできるだけ早い脱却を目指したものであり、その下で第2の矢も、当初は大規模な公共投資によって経済を浮揚させた(図表6)。しかし、その後は消費税増税で景気が大幅に減速すると、短期的な景気の落ち込みを懸念して、10%への消費税率の引き上げを2度延期した。結果として、景気が回復を続けている間に引き上げを延期し、後退局面入りしてから2度目の引き上げに踏み切るちぐはぐな結果を招き、その景気への悪影響を減殺するための財政支出も嵩むことになった。全体として、低金利下で財

政規律が弛緩して効率的な支出ができず、経済の調子が良い期間にも財政再建は進まなくなり、新型コロナ危機が来る前でも基礎的財政収支の黒字化目標が延期された。今や、新型コロナへの対応によって財政赤字はGDP比で15%にもものぼる(図表7)。当面、経済が痛んでいる間は財政再建はできないが、緊急対応モードが終わった後に、信認のある財政再建計画を中長期的な観点から如何に立てるかが課題になっている。

また、長期的な視点からの成長戦略も打ち出してはいるが、それでも施策が毎年目まぐるしく変わることも、成果を出すための障害となった。

図表6: 実質GDPと財政刺激

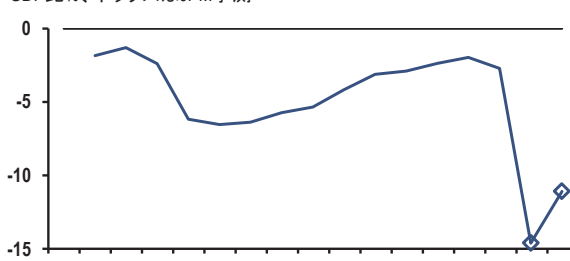
前年比%、寄与度%



出所: 内閣府、J.P. Morgan

図表7: 一般政府の基礎的財政収支

GDP比%、ボックスはJPM予測

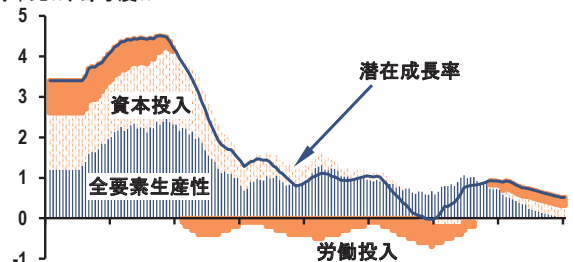


出所: 内閣府、J.P. Morgan

第3に、この最後の点とも繋がるが、第3の矢である成長戦略、言い換えると構造改革への取り組みが不十分であった。日本経済の潜在成長率をみると、世界金融危機後に一旦大きく落ち込んだ後、それ以前の水準まで上昇したが、ここ数年はむしろ低下を続けている(図表8)。内訳を見ると、全要素生産性が低下を続け、最近ではほぼゼロ成長になっているのが目を引く。様々な改革に着手しても、生産性の上昇に繋がっておらず、これが潜在成長率を引き下げている。一方、女性や高齢者の労働市場への参画が労働投入の増加を通じて潜在成長率の上昇に寄与してきた。しかし、今後、新型コロナ危機で一旦市場から出て行った人が戻った後は、女性や高齢者の参入にも限界が出てくるので、労働力の確保は、外国人の参入をもっと加速させないと息切れすることは必至だ。現在のこの点での施策は不十分であり、新型コロナの影響が終息し次第早急に改善しないと、いずれは東南アジア諸国とも外国人労働者の取り込みで競合することになりかねない。やはり、第3の矢の成果が出ていないことが最も大きな問題だろう。

図表8: 潜在成長率

前年比%、寄与度%



出所: 内閣府、日本銀行、J.P. Morgan

3. 今後の日本経済の課題～ポスト・コロナ

次の政権の誕生は、これまでのアベノミクスを総括するタイミングに来ていたうえ、ポスト・コロナを展望しなければならない時期にもあたるため、経済政策を再考する絶好の機会にある。

菅新自民党総裁は、新首相になれば、アベノミクスの継続を掲げ、日本銀行との関係も変えないとしている。したがって、この場合、政府と日本銀行の関係は変わらないだろう。日本銀行も、黒田総裁の在任中、金融緩和に対する姿勢が変わることはなさそうだ。

財政政策に関しては、菅氏が経済成長なくして財政再建なしと訴え、他の2人よりも支出に積極的な姿勢をみせている。

しかし、日本経済の運営にあたっては、金融緩和の手詰まりも認識し、金融政策に過度に依存するのではなく、今後は、新型コロナ危機を経て、日本経済がニューノーマルに向けて経済構造を転換しつつ生産性上昇率を向上させることが、重要な課題として求められる。当面は新型コロナ対策をしっかりと行ったうえで、中でも、今回の新型コロナ下で必要性が痛感された日本経済のデジタル化を積極的に推進することと、コロナ渦で苦しむサービス業を中心とした対面型産業のビジネスモデルを転換することで、日本経済の生産性を引き上げていくことが、重要であろう。この点、政府が本年度の骨太の方針で「デジタルガバメント」を端緒としてデジタル化への集中投資を重視していることは明るい兆しである。菅氏は、デジタル行政の加速に向けて、「デジタル庁」の創設を検討すると述べており、同氏が首相になる場合は、デジタル化の推進に期待したい。また、政府は新型コロナ対策の中で、企業への経営干渉のないリスクキャピタルへの投資政策を講じつつある点は、対面型産業のビジネスモデルを変換していくために有用であろう。上述のデジタル化の推進も、対面型産業の構造転換に役立たせることができる筈だ。また、菅氏は、中小企業の再編や競争力強化に取り組むとも述べている。日本政府には、ニューノーマルを見据えて生産性の向上に包括的に取り組むことを期待したい。

2008～2009年の世界金融危機後は、日本は危機前の経済水準に戻るのが米欧よりも遅かったし、マクロ的に生産性上昇率の向上はみられなかった。今回はそうならないことを期待したい。民間の投資・消費が活性化し、過剰貯蓄が解消されていかないと、金融政策は金利の下限制約に直面したまま脱却できず、財政政策は財政再建の目途すらつかないことになりかねない。

マーケット・アウトルック (1)

マイナス金利政策は制御が複雑化且つ 効果を期待し難しくなっている

SMBC日興証券株式会社
金利ストラテジスト
竹山 聡一

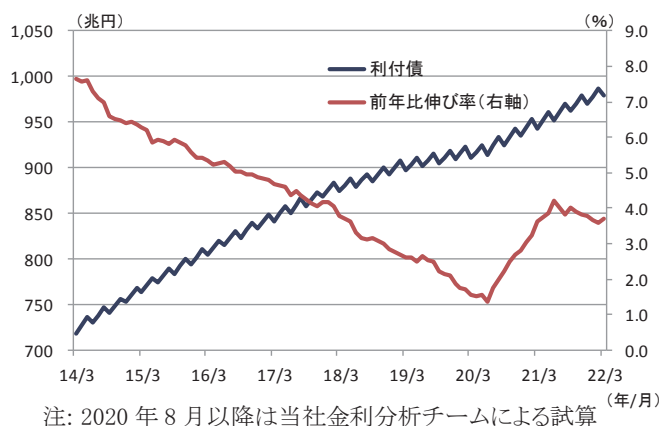


コロナ対応で日銀がやったこととやらなかったこと

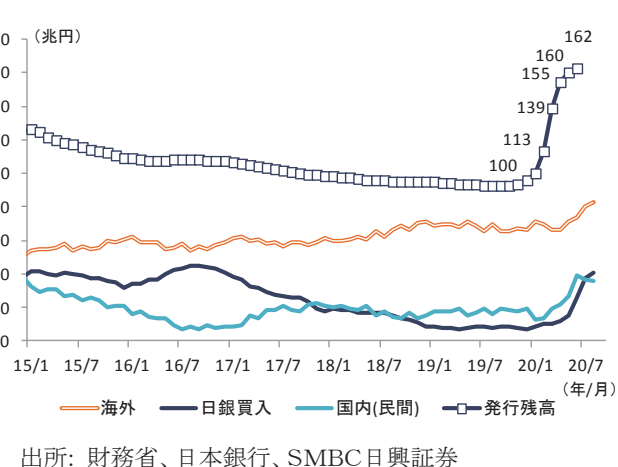
新型コロナウイルスが世界中で猛威を振るうにつれ、景況感の悪化とともに世界的に株価が2月中旬から3月下旬にかけて大幅に下落。1ヶ月程度の短期間のうちに米 S&P500 指数はピークから3割超、日経平均株価も3割近く下落した。こうした状況のもと、日銀は3月16日に『新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化』を発表。政府の緊急対応策と平仄を合わせるように、企業金融の円滑確保に万全をきすとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から①国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施、②新たなオペレーションの導入を含めた企業金融支援のための措置、③ETF・REITの積極的な買入れによる金融緩和の強化が適当と判断した。その後、4月27日には3月の目的に加えて金融機関の資金調達支援を目的に①CP・社債等買入れの増額、②新型コロナオペ対応金融支援特別オペ(以下、コロナオペ)の拡充、③国債のさらなる積極的な買入れによる緩和強化を打ちだした。

2020年度の国債発行総額は、コロナ禍における景気減速に対応した積極財政によって当初の153.5兆円から2次補正後には253.3兆円に膨らんだ。それに伴って、カレンダーベース市中発行額も当初の128.8兆円から212.3兆円に増加。今年7月の月間発行額は少なくとも2013年度以降で最大となった。利付国債の残高ベースでは、前年比伸び率を鈍化させながら900兆円前後で高止まりしていたが、先行きは伸び率を高めながら増加していくと試算される(図表1)。また、TDB市場では今年5月から本格的に発行が増額され、長らく減少傾向を辿っていた発行残高が急増している(図表2)。

図表1. 利付国債発行残高の推移と前年比伸び率

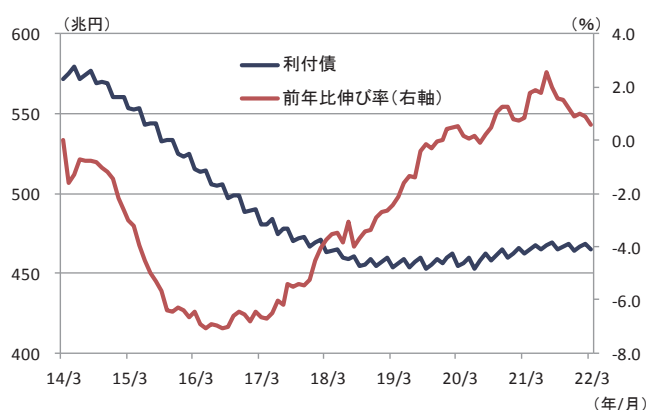


図表2. TDB発行残高と保有者内訳の推移



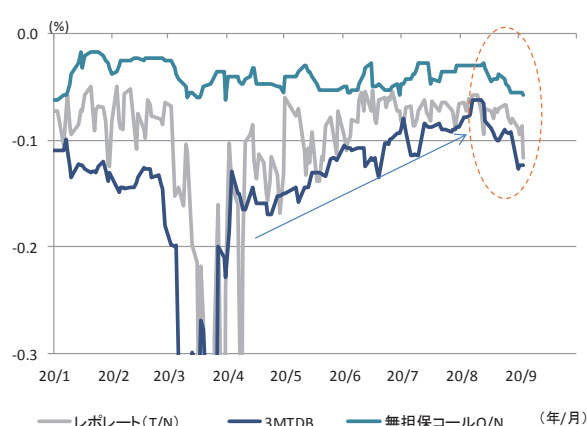
しかし、一方では日銀が金緩和の強化に基づいて長期国債の買入れを積極化し、発行額から日銀の買入れを引いた市中残高は横ばいで推移すると計算される(図表 3)。長期国債においては発行の増額分をほぼ日銀が消化する形だ。日銀は TDB の買入れも積極化しているものの、こちらに関しては、62 兆円の発行残高増加に対して日銀の保有残高の増加額は 30 兆円にとどまり、市中残高が 30 兆円程度増加している(図表 2)。もともと、政策金利である▲0.1%を上回る水準まで 3 ヶ月の TDB 金利が上昇するなど、需給ひっ迫感は後退していた(図表 4)。日銀がより買入れを積極化することも可能はずだが、今のところ、日銀は TDB 金利の上昇を容認していると思われる。

図表 3. 利付国債市場残高と前年比伸び率



注: 2020 年 8 月以降は当社金利分析チームによる試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

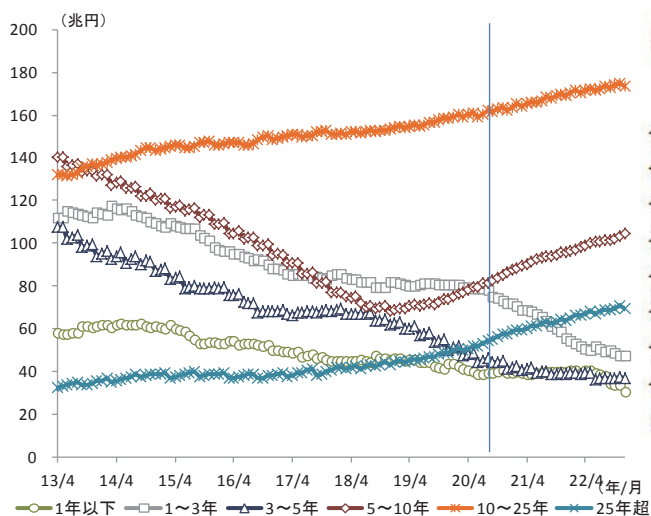
図表 4. 各種短期金利の推移



出所: Bloomberg、SMBC日興証券

また、日銀は超長期債金利の上昇に関しても、それを抑制する動きは見せていない。市中残高を残存年限別に示したのが図表 5 だが、短い年限の残高は減少傾向を辿ると計算される一方、長期・超長期に関しては増加傾向を辿り、特に残存 25 年超の増加ペースは加速している。この図から言えば、日銀が金利の押し下げを図っているのは中期ゾーンまでで、それ以降に関しては需給ひっ迫感の後退を通じた緩やかな金利の上昇を容認しているように見える。黒田日銀総裁は日銀金融政策決定会合後の記者会見において「超長期債の金利」に関して尋ねられると、常々過度な低下はよくないという趣旨の発言をされる。この見解の基礎になっているのが、2016 年 9 月の総括検証において、国内需給ギャップに影響すると考えられる金利の年限は主に短期、長くても 5 年程度までで、年限が延びるほど効果が低下すると分析され、また、超長期債金利の低下は生保や年金への悪影響が強いと判断されたことにある(図表 6)。そのため、超長期は発行の増加によって金利が上昇しても日銀が静観する可能性が高いと考えられる一方、現状では日銀が重要視するはずである短期～中期の金利が、国内 GDP が戦後最大の落ち込みを示す中でやや上昇している。ここには矛盾が生じているように見える。

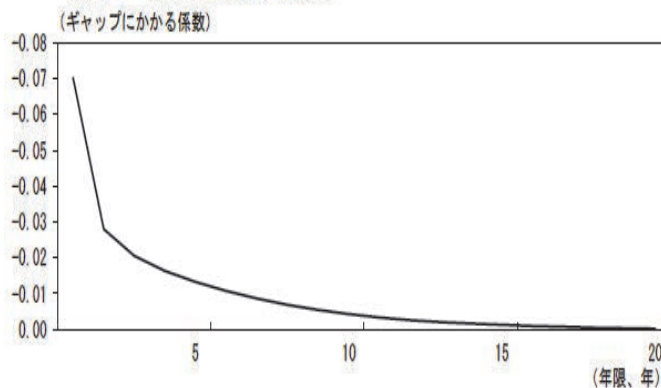
図表 5. 年限別の市場残高の推移



注: 2020年8月以降は当社金利分析チームによる試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 6. 2016年9月日銀「総合的な検証」より抜粋

(2) (1)と整合的な「各年限のイールドカーブギャップにかかる係数」
(混合ベータ分布を仮定した場合)

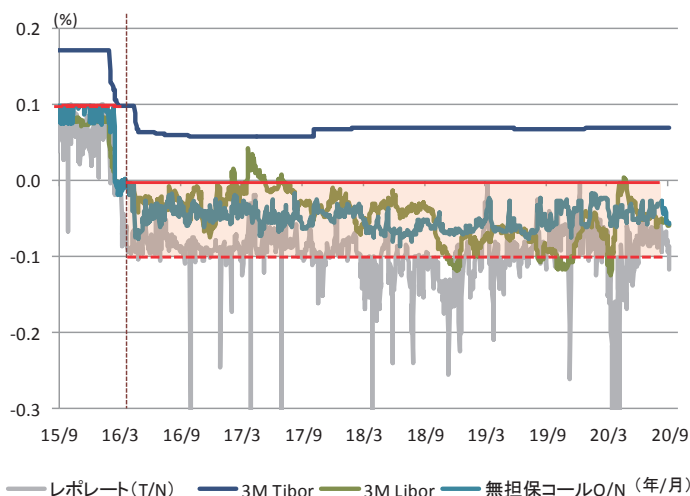


出所: 日本銀行

日銀がやったことは金融緩和の強化ではあるが、その目的は主に企業や金融機関の資金繰りへの対応と、ETF 買入れの積極化による株式相場のサポートだ。その意味では、現時点で短期金利を押し下げて需給ギャップを改善させるという優先順位は相対的に後退していると考えられる。そもそも日銀の総括検証は金融機関の貸出における金利更改期がほぼ1年以内であることを踏まえた分析になっていると見られ、あしもとのように制度融資を通じた貸出が大幅に伸びている中で、短期金利が低下することを通じた貸出の増加経路などほとんど見られないだろう。つまり、マイナス金利政策に期待される効果が得られ難くなっているはずである。一方で、金融機関収益への下押し圧力などの副作用に関しては、全体としては強まっていないが局所的に加わる力は増大している可能性がある。

日銀が採らなかった追加緩和の手段にマイナス金利の深掘りがあり、目立たないが貸出増加支援やコロナオペなどの資金供給における金利をマイナス化させなかったこともある。貸付金利を▲0.1%にすることと、コロナオペのように残高に+0.1%の付利をつけることの間には、金融機関へのミクロ的な影響は変わらないもののコリドーシステムには影響があると考えられる。現在、日銀からの貸付金利であるゼロ%がギャップ、日銀当座預金の政策金利である▲0.1%がフロアとして機能している(図表7)。ここで、日銀からの貸付金利を▲0.1%にした場合、マイナス金利導入前のゼロ金利時代のようにかなり狭いレンジで市場の短期金利が推移するようになり、一部の変更でもやや下押し圧力として働くことが想定される。短期金利の押し下げを追加緩和とするなら、貸付金利を▲0.1%にしたほうが理にかなうはずだがそれをしなかったということになる。そしてもう一つやらなかったことが、完全裁定後のマイナス金利残高の精緻なコントロール。日銀は円資金の支配者であり、そのオペレーションは非常に緻密で、多様な手段を有している。その日銀がマイナス金利の効果の後退につながるようなオペレーションをしていたことは、指摘しておくべきだろう。

図表 7. 各種短期金利の推移



出所: Bloomberg、SMBC日興証券

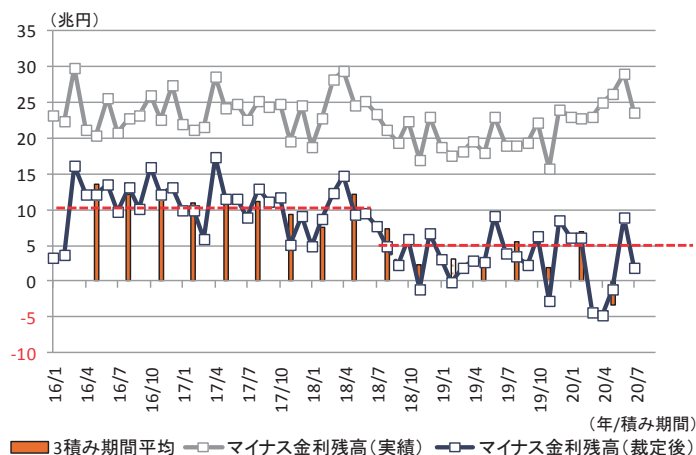
日銀のマイナス金利政策を改めて考える

日銀がマイナス金利政策を導入したのは2016年1月。それ以降、深掘りも引き上げもなく、政策金利は▲0.1%のまま。マイナス金利政策を実現させるために、日銀は当座預金を3層に分けて、それぞれ基礎残高(プラス金利適用残高)、マクロ加算残高(ゼロ金利適用残高)、政策金利残高(マイナス金利適用残高)とし、この順に各金融機関が保有している日銀当座預金を埋めて基礎残高とマクロ加算残高をはみ出た分に▲0.1%を適用している。日銀はコアCPIの前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大方針を継続しているため、日銀の当座預金は基本的に増加傾向を辿り、基礎残高とマクロ加算残高の枠が不変なら政策金利残高が膨らんでいくことになる。そこで、日銀はマクロ加算残高の枠を随時拡縮させて、政策金利残高がある程度一定になるようにコントロールしている。具体的には、基礎残高は固定しているが、マクロ加算残高を①貸出支援基金オペにより資金供給を受けている残高、②2015年の各金融機関における当座預金残高の平均を基準平均残高として、これに基準比率を乗じた残高、に応じて拡大・縮小させている。そして、基礎残高とマクロ加算残高を満たした上での政策金利残高(完全裁定後のマイナス金利残高)を当初は10兆円になるようにコントロールし、2018年7月からは10兆円から減少させることを金融政策決定会合にて決定して現在は5兆円になっている。また、①は2016年4月にオペ自体の残高に加えて、2016年3月末時点から増加した分をマクロ加算残高に算入する措置(いわゆる2倍措置)を加え、更に今年3月に導入したコロナオペに関しても2倍措置を認めた。

こうした経緯を踏まえて、実際の日銀当座預金の構造や完全裁定後のマイナス金利残高などを見ていくと、コロナ禍よりは概ね日銀の想定通りにコントロールされてきた(図表8)。すなわち、完全裁定後のマイナス金利残高は単月ではマイナス化(全ての金融機関が各々の基礎残高・ゼロ金利適用残高を満たす資金取引をした場合、マイナス金利が適用される残高はゼロになる)することはあったが、日銀の設定通り、3積み期間の平均では2~7兆円で推移していた。それが、今年3月以降は、3ヶ月連続でマイナスとなった。この原因は、貸出増加支援オペやコロナオペなど、金融機関の需要に応じて金額が決定されるオペによる資金供給量、当座預金構造に与える影響の度合いが増していることがある。しかし、そうであってもTDBの買入れを積極化して資金供給量を

一段と増やしたり、基準比率を引き下げることで2倍措置のオペによる影響を相殺させることはできずであるが、そうした行動をしなかった。

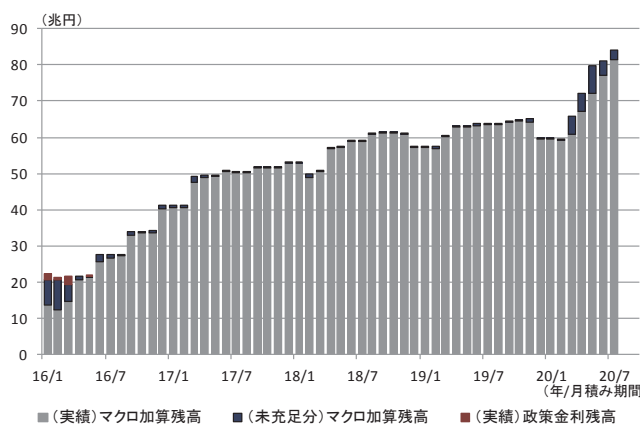
図表 8. 日銀当座預金における完全裁定後のマイナス金利残高と実際のマイナス金利残高



出所: 日本銀行、SMBC日興証券

もともと、完全裁定後のマイナス金利残高がマイナス化しても実際のマイナス金利適用残高がなくなることはなく、短期金利が▲0.1%を超えて大きく上昇したこともない。日銀がコントロールしているのは、あくまでも理論上のマイナス金利残高であり、実際のマイナス金利残高が存在することや、当座預金の状況に応じた金融機関の行動が様々なため、裁定機会があってもその取引に取り組むとは限らないことが影響している。例えば、日銀が公表している業態別の当座預金残高で見ると、『都市銀行』においてはマイナス金利残高適用を回避し、且つ、マクロ加算残高の未利用分はコロナ前にはほとんどなかった(図表 9)。つまり、資金量を当座預金の構造を踏まえてしっかりとコントロールし、最適な行動をとっていると見られる。『地銀+第Ⅱ地銀』もマイナス金利残高は基本的にゼロに近いが、マクロ加算残高の未利用分は基本的に多い(図表 10)。レポやコール市場でマイナスの資金を調達すれば、裁定取引が可能な状態なのだが、個別ではロットが小さく効率が悪いので取り組んでいない可能性や保有している国債残高が減少していたためレポや現先に供する担保に不足していた可能性がある。

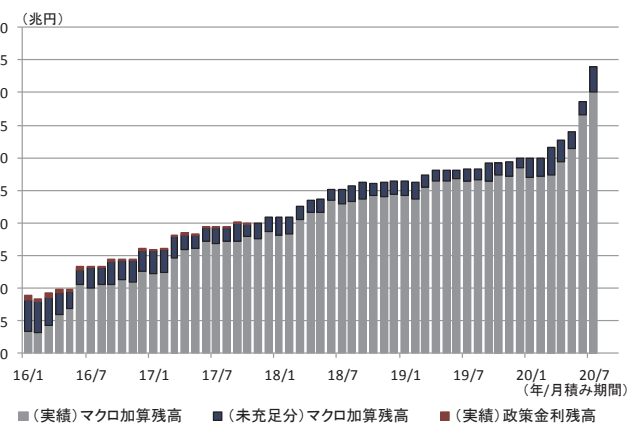
図表 9. 都市銀行の当座預金構造



注: 基礎残高はほぼ一定なため省略

出所: 日本銀行、SMBC日興証券

図表 10. 地銀+第Ⅱ地銀の当座預金構造

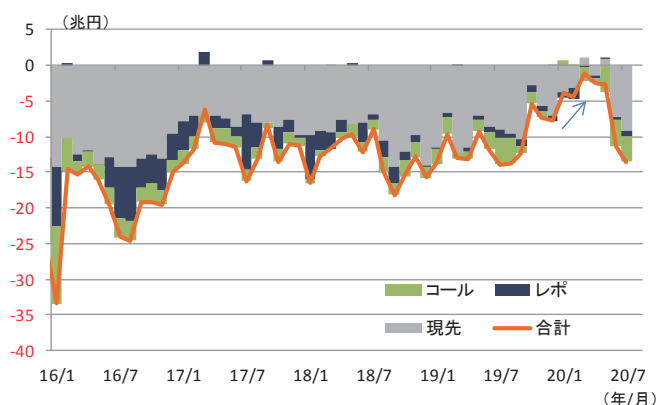


注: 基礎残高はほぼ一定なため省略

出所: 日本銀行、SMBC日興証券

しかし、金融機関の行動はコロナ以降変わってきている。『都市銀行』におけるマクロ加算残高の未利用枠拡大は、3月以降、日銀にドル資金供給オペやコロナオペを利用する際の担保差入によって、レポや現先市場における資金調達用の担保が乏しくなったため裁定取引が消極化した可能性を示唆する。日銀が公表している「民間金融機関の資産・負債」における都市銀行の現先・レポ・コールのネット残高を見ると、3月はコールによる資金調達は増加しているが、担保が必要になる現先とレポの残高は減少していた(図表 11)。また、同統計で大きく変化してきているのが、預貸ギャップだ(図表 12)。金融機関が一つの世界を想定して企業が借入をすると、金融機関の資産に貸出金、負債の企業預金が増加するため、預貸ギャップに影響はない。根本的には政府の財政が大きく影響し、コロナ以降は各種給付金による預金の増加が預貸ギャップ拡大の主因と考えられる。なお、過去、リーマンショック以降の拡大局面では、国債の保有残高が大幅に増加していたが、今回は日銀当座預金を示す預け金を中心に増加している違いがある。過去は、国債金利の水準が高かったことや貸出残高自体が減少していた一方、今回は国債金利の水準が低く、貸出残高はむしろ大きく増加している。国債の投資妙味が乏しい上、貸出は制度融資を通じて順調なため無理をする必要がないのだろう。日銀当座預金は増えすぎるとマイナス金利が適用されるが、今のところ都市銀行や地銀において適用されているところはごく一部だ。

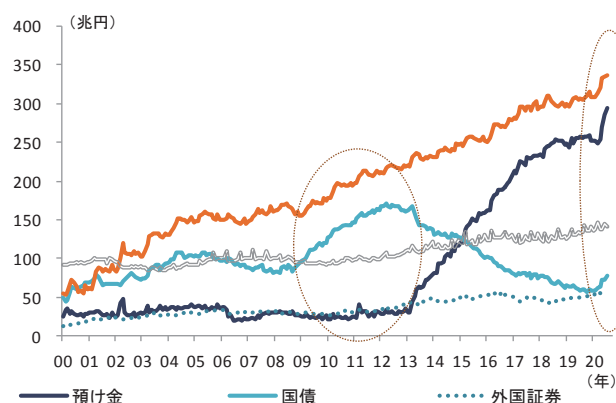
図表 11. 都市銀行の金融市場における資金調達



注: 各取引のネット

出所: 日本銀行、SMBC日興証券

図表 12. 国内銀行の資産・負債(一部)



出所: SMBC日興証券

こうした状況の下、今後は日銀のマイナス金利政策に対する姿勢が問われてくる。足許では住宅ローン債権信託受益権や社債を日銀の担保に差入れてコロナオペを利用する金融機関があり、更に、大幅に増加した貸出にもとづいて貸出増加支援オペを利用するところも出てくるかもしれない。それらが積極的に利用された場合、日銀が完全裁定後のマイナス金利残高を一定に保とうとすると、拡大したマクロ加算残高の枠を大きく削る必要が生じる。つまり、コロナオペなどを積極的に利用できない金融機関においてはゼロ金利の適用枠が削減され、マイナス金利適用残高が増加する方向になる。その際に、裁定取引に積極的な『都市銀行』などが資金調達を積極化すれば、実際のマイナス金利適用残高はそこまで大きく膨らまないだろうが、そうでない業態のゼロ金利適用枠が拡大する場合は、実際のマイナス金利適用残高が大きく膨らむ可能性がある。業態毎の裁定取引への姿勢が異なるにも関わらず、機械的に完全裁定後のマイナス金利残高をコントロールすると、局所的にマイナス金利適用残高が増加し、キャッシュ潰し需要によって短期～長期の国債金利には大きな低下圧力が加わることにつながる可能性があるということだ。こうして見ると、日銀のマイナス金利政策はコロナ禍に対応するための各種措置によって制御が難しくなっており、機械的な行動を採ると一部の金融機関への負荷が強まる状態になっていると考えられる。負荷をかけることによって短期金利を引き下げることが容易と見られるが、引き下げても得られる効果はかなり乏しく、効果と副作用のバランスは大きく変化しているのではないかと。

今年度末までの長期・超長期金利の見通し

東海東京証券株式会社
チーフ債券ストラテジスト
佐野 一彦



1. 昨夏以降の国債市場の動向

昨年9月4日、10年国債利回りは史上最低水準の▲0.300% (2016年7月8日)に迫る▲0.295%まで低下した(図表1)。米中貿易問題を主因に世界経済の減速懸念が強まり、日米欧の中央銀行が金融緩和に舵を切ることになったからである。米連邦準備理事会(FRB)は7月31日、欧州中央銀行(ECB)は9月12日に政策金利の引き下げに踏み切った。

ただ、日銀はマイナス金利の深堀りを見送った。9月18、19日の金融政策決定会合では、「次回会合で経済・物価動向を改めて検討していく」と示し、黒田総裁も発言を通じて市場の追加緩和期待を醸成させはした。しかし、次回会合の10月30、31日において、新たな政策金利のフォワードガイダンスを決定したにとどまった。「日本銀行は、政策金利については、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。(日本銀行)」マイナス金利の深堀りが及ぼす副作用に配慮したと史料される。

さて、その後、米中貿易問題に対する懸念が薄れた。日銀への追加緩和期待も後退し、10年国債利回りは前掲▲0.295%を底として0%近傍まで上昇基調をたどった。ところが、今年2月に入って環境が大きく変わる。新型コロナウイルスの感染が世界的に広がり、その封じ込めのため欧米各国がロックダウンを行い、経済が大きく停滞したからに他ならない。各中央銀行は新たな対応を迫られ、FRBが3月3日、ECBは3月12日に金融緩和を実施した。日銀は3月16日、「企業金融の円滑確保に万全を期すとともに、金融市場の安定を維持し、企業や家計のコンフィデンス悪化を防止する観点から」緩和強化を決定した(詳細後述)。

10年国債利回りは3月9日に▲0.200%へ低下した。しかし、昨年の▲0.295%は遠かった。世界経済に及ぼす悪影響は米中貿易問題より新型コロナウイルスの方が大きいだろう。実際、今年4～6月期の日米欧の実質成長率はリーマン・ショック直後を大きく上回るマイナス幅を記録しており、米長期金利は0.31%(3月9日)と過去最低水準まで低下した。しかし、我が国の10年国債利回りはリスク回避の動きが長期・超長期ゾーンの国債まで及んで0.095%(3月19日)へ反発する場面があり、その後も概ねプラス圏で推移している。この高止まりの背景を分析することは今後の行方を占う上で極めて重要である。詳細はこれから解説していくが、主に国債の大量増発と日銀の金融政策に起因していると考えている。

(図表1) 10年国債利回り推移 (2019年4月～)



2. 国債の大量増発

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて4月7日、第1次補正予算案が閣議決定された。それに伴う国債増発額は26.2兆円だった（図表2）今年度のカレンダーベース市中国債発行額

市場が最も注目するカレンダーベースの市中発行の増額は前倒債を削るなどの対応から18.2兆円に抑えられ、増発開始は7月からになった。しかし、この補正予算案は国民への現金給付などの策を採用することで組み替えられた(4月20日閣議決定)。国債増発額は35.1兆円、カレンダーベースの市中発行額は24.0兆円に変更された(図表2)。

さらに、国債増発額は膨らんだ。

早くも5月27日に第2次補正予算

案が閣議決定されたからだ。結局、当初予算との比較での国債増発額は99.8兆円、カレンダーベースの市中発行増は83.5兆円に達した。そして、年限別の発行額は以下のとおりになった。

「40年債：隔月5,000億円(当初予算比変わらず、以下同じ)、30年債：毎月9,000億円(2,000億円増)、20年債：同1.2兆円(3,000億円増)、10年債：同2.6兆円(5,000億円増)、5年債：同2.5兆円(6,000億円増)、2年債：同3.0兆円(1兆円増)、短期国債1年：同3.5兆円(1.7兆円増)、短期国債6カ月：年間45.6兆円追加、物価連動債：四半期毎0.2兆円(2,000億円減)」

増額の中心は中短期債だった。超長期債の増発は40年債のそれを見送るなど財務省が極力抑え込んだ。そして、この年限配分については、日銀のイールド・カーブ・コントロール(YCC)という政策と国債買入れに対する姿勢を踏まえたはずである。

3. 日銀の金融政策

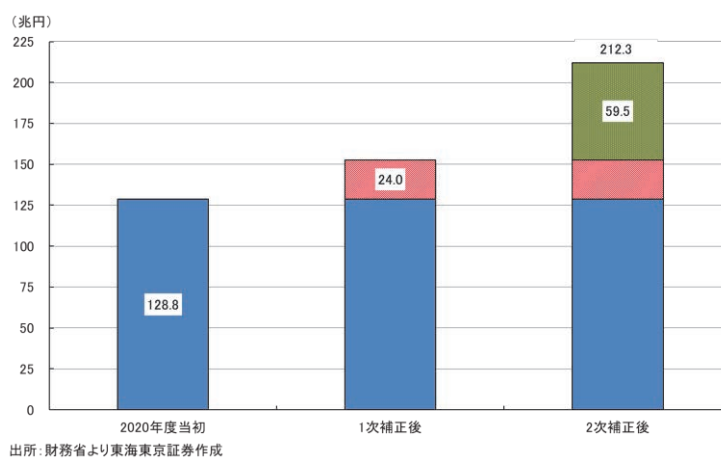
3月16日、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて日銀は金融緩和を強化した。主な内容は以下のとおり。「(1)国債買入れやドルオペを含む一層潤沢な資金供給の実施。(2)最長1年の資金をゼロ%で供給、CPと社債の追加買入れ枠を2兆円設けて前者は約3.2兆円、後者が約4.2兆円を上限に買入れ。(3)当面、ETFが年間約12兆円、J-REITは年間1,800億円を残高増加ペースの上限とする。」

さらに、4月27日、一段の緩和強化を決めた。「(イ)CP・社債など買入れの増額、(ロ)新型コロナ対応金融支援特別オペの拡充、(ハ)国債のさらなる積極的買入れ…が柱。(イ)(ロ)は9月末までの時限措置。CP・社債の買入れ上限は20兆円、社債は残存期間5年まで延長。特別オペの担保範囲を民間債務全般に拡大。国債買入れは『80兆円のめど』を撤廃。」

そして、5月22日、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」を決定した。「前掲4月27日の措置の(イ)約20兆円と(ロ)約25兆円に、中小企業の資金繰り支援策『新たな資金供給手段』約30兆円を加え、『新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム』約75兆円へ拡大(6月16日に110兆円超へ再拡大)。期間も2021年3月末まで延長。」

ポイントはマイナス金利政策の深堀りに踏み込まなかったことだ。今回の災禍、著しい経済の悪化に際し、企業金融の円滑化が最重要であり、その担い手は金融機関である。金融機関の経営に悪影響を及ぼす可能性が高いマイナス金利の深堀りを避けたと見るのが妥当だろう。そして、これを前提にすれば、今後を展望しても深堀りは封印されたと思定できる。

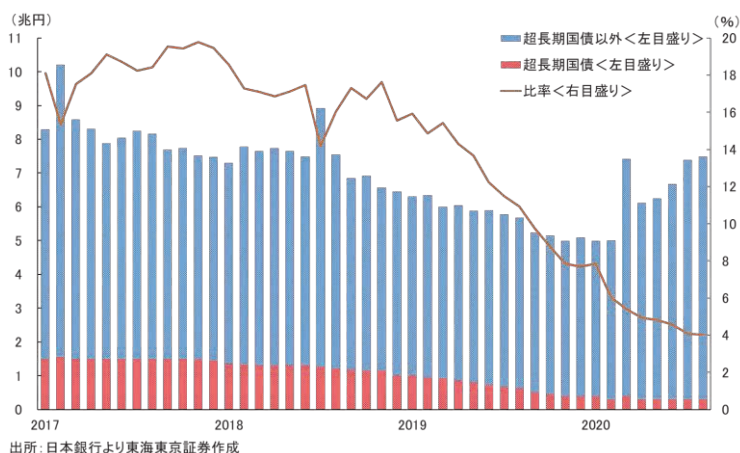
YCCにおいて日銀は短期金利を▲0.1%、長期金利(10年国債利回り)を0%程度で推移するように金融調節を行っている。そのため、国債大量増発に従って利回りが上昇するならそれを抑え込む必要がある。具体的には国債の買入れ額を増やして対抗する。しかし、超長期ゾーンはコントロール



の外と言え、実際、7月からの増発でも残存10年超の買入れ額は据え置かれている。

しかし、日銀が超長期ゾーンの国債買入れに慎重なのは今に始まったことではない。全体の買入れ額に占める超長期国債の比率は低下し続けている(図表3)。その理由として日銀は、「超長期金利が低下し過ぎると年金や生保の運用利回りが下がり、消費者マインドに影響があり得る」と指摘してきた。イーールド・カーブが一定にスティープ化する

のは長短ミスマッチ運用者である金融機関にとっても基本的に望ましい。すなわち、今回の災禍に従



い、超長期ゾーンの利回りを高止まりさせる理由が加わったと指摘できる。そして、その利回りの高さは長期金利にも影響する。金利の期間構造を踏まえると、短期金利が概ね固定されている中、超長期ゾーンの金利(利回り)が上昇すれば、長期金利もそれに連れることになる。

今後に関し、日銀は新型コロナウイルスの感染状況やその経済への影響を見守り、現行政策を維持しよう。そして、さらなる緩和強化が必要と判断する際は、まず、3月以降に実施した策の規模拡大や期間延長で対応するだろう(後述参照)。

4. 期待成長率と期待インフレ率の下方屈折

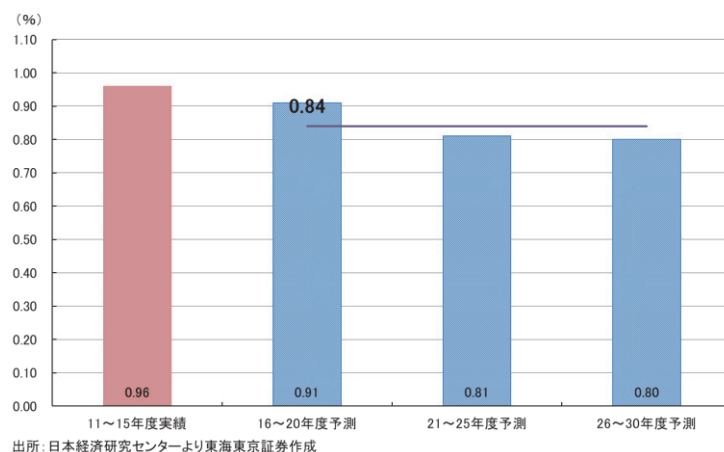
新型コロナウイルスの感染拡大という想定しなかった事態が起こり、それは今春以降の世界経済にリーマン・ショック直後を上回る大きな打撃を与えた。ただ、今後の世界経済の行方は極めて不透明感が強いものの、7~9月期からは一定に回復していくだろう。それでも、経済活動が完全に元へ戻る道程は極めて長く、険しいと予想せざるを得ない。

まず、今回の災禍が個人や企業の価値観などに大きな変化を与えると見られるからである。たとえば、「3密」に対する警戒感は弱まりこそすれ、今後も残るだろう。それを前提とする関連ビジネスは再考が迫られることになる。業種、個別企業の優劣がこれまでとは異なるようになり、当初、経済的にはマイナスに働きやすい。たとえば、テレワークなどが広く流布し、その効果が高まるなら、企業は人件費削減の一手段を得る。個人は消費行動、企業は投資行動が慎重になるだろう。やはり、長期的な期待成長率は下方屈折したはずである。それを我が国で確認しておきたい。

日本経済研究センターは ESP フォーキャスト (図表4) ESP フォーキャスト長期予測・実質 GDP (昨年6月)

というエコノミストへのアンケート調査を毎月行っている。その中で毎年6月は長期予測を実施、概ね今後10年間の期待実質成長率などが確認できる。

図表4は昨年6月の実質GDP平均成長率の予測結果である。それによれば、2016~2030年度の平均伸び率は0.84%となっていた。ところが、今年の調査では、2017~2031年度の平均伸び率が0.51%と前年の6割程度に大きく切り下がって



いる(図表5)。長期的な期待成長率が大きく下方屈折した証左である。

加えて、期待インフレ率も低下している。昨年と今年6月のESPフォーキャストにおけるCPI平均上昇率を確認すると、昨年調査の2016～2030年度が0.85%だったのに対し、今年調査の2017～2031年度が0.67%と下がっている。

長期金利は経済の「鏡」であり、期待成長率や期待インフレ率によって決まれていると言っても過言ではない。しかし、「1.昨夏以降の

国債市場の動向」で示したように、今年の10年国債利回りの平均的水準は昨年のそれを上回っており、高止まりしている。その主因を国債の大量増発と日銀の金融政策に求めたが、前者をクロウズアップさせるのも後者、特に国債買入れの姿勢である。いずれにせよ、長期的なファンダメンタルズを考えると、長期金利にはかなりの低下余地があると見て良いだろう。

5. 米国経済・金利から再び日銀の金融政策へ

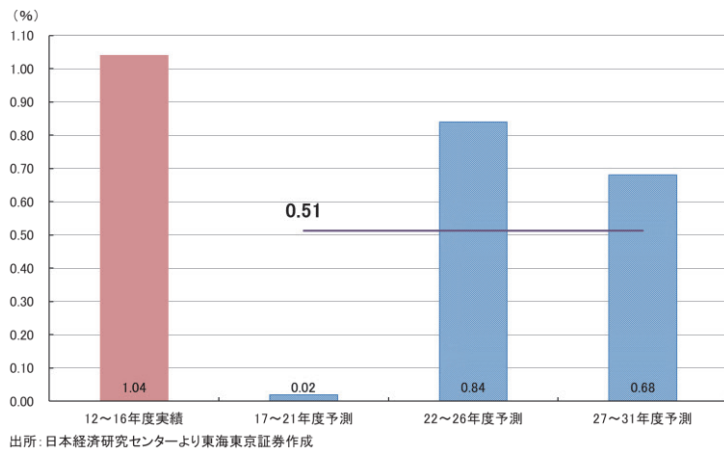
新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウンなどの措置を受けて、今年4～6月期の米国の実質GDPは前期比年率で31.7%減と大幅な落ち込みとなった(図表6)。これは過去データの遡及が可能な1947年以降で最大のマイナス幅である。

今後は経済活動の再開などに従い、7～9月期に2割程度のプラス成長が見込まれるなど回復基調をたどるのが予想コンセンサスだ。しかし、新型コロナウイルスの感染の行方は見定めにくい。「財政の崖」の懸念や大統領選の不透明感なども踏まえると、経済の回復軌道は予想が難しく、下振れリスクがある。

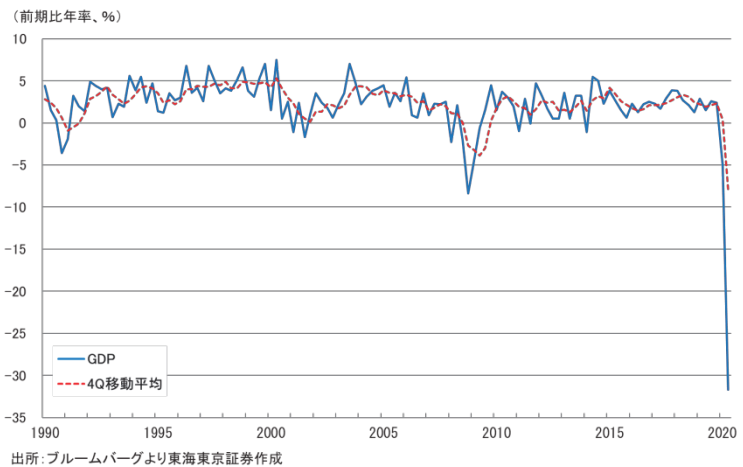
したがって、FRBは強力な金融緩和を維持しよう。3月3日及び15日にF.F.O/Nターゲットを各々50bp、100bp引き下げて0.00～0.25%とし、7,000億ドル以上の国債及びMBSの保有拡大を決定した(3月23日に「無制限」へ規模拡大)。その後、複数のファシリティを創設し、民間債務をも直接サポートして

いる。とりわけ、大量の国債買入れは長期金利の継続的な1%割れの主因であり、実質金利は▲1%

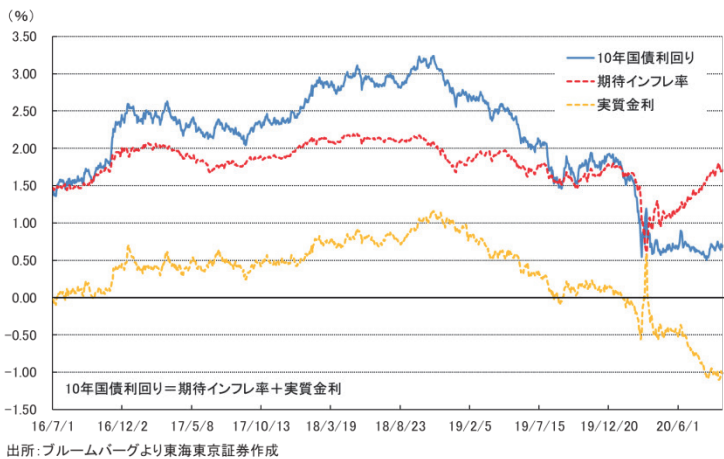
(図表5) ESPフォーキャスト長期予測・実質GDP(今年6月)



(図表6) 米国GDP



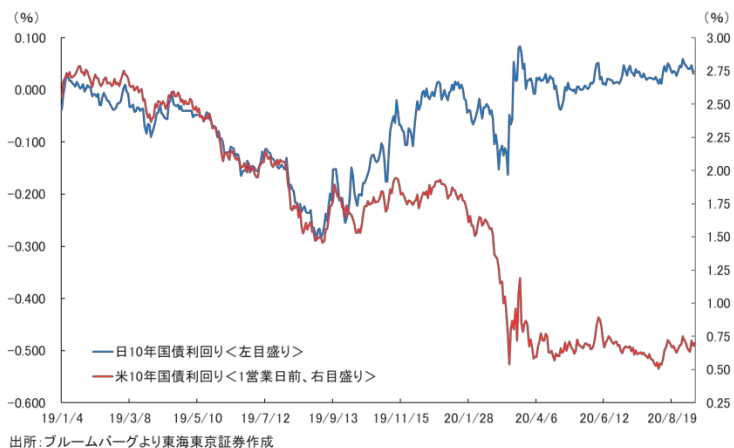
(図表7) 米10年国債利回り(期待インフレ率と実質金利)



を下回って低下、足元も史上最低水準圏にある(図表 7)。この実質金利の低さや 1%台後半の期待インフレ率の水準からは長い目で見た場合、米長期金利がやがて 1%を超えて上昇すると判断できる。もっとも、前述の経済環境のため FRB のスタンスは当面、変わらないはずである。少なくとも、来年 3 月末までに米長期金利が 1%を超える可能性は低い。

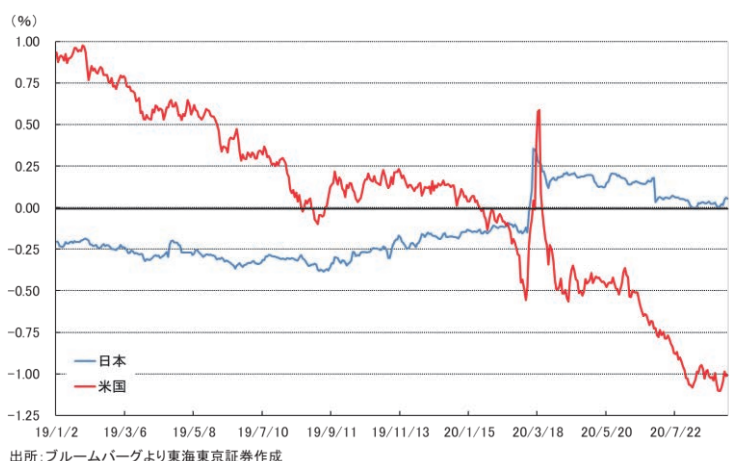
ところで、日米長期金利の動きを (図表 8) 日米長期金利の推移

を見ると、今年に入って対象的な動きとなっている(図表 8)。前述のように、新型コロナウイルスの世界的感染拡大を受けて米の長期金利が大きく水準を切り下げて過去最低水準を見る一方、我が国のそれは▲0.20%に低下する場面もあったが、概ねプラス圏で推移している。その主たる背景は FRB と日銀の国債買入れに対する姿勢の差にあり、もちろん、前者が積極的、後者が消極的である。



名目金利から期待インフレ率を (図表 9) 日米実質金利 (10 年) の推移

差し引いた部分は実質金利で物価(インフレ)連動債の利回りである。米国については前述のとおりだが、我が国の実質金利はプラス圏に切り上がっている(図表 9)。実質金利の低下は景気回復を促す一方、その上昇は逆に働く。この実質金利の推移からすると、マイナス金利を含めた超低金利の副作用に配慮するあまり、日銀は景気刺激策を取れていないとも言える。



「3. 日銀の金融政策」において、

今後の見通しは、「日銀は現行政策を維持しよう。そして、さらなる緩和強化が必要と判断する際は、まず、3 月以降に実施した策の規模拡大や期間延長で対応するだろう」と結論付けた。しかし、一段と踏み込まざるを得ない場合、マイナス金利の深堀りは難しくても、実質金利を低下させる観点から長期金利ターゲットを引き下げるといった策も求められるかもしれない。これをリスク・シナリオに挙げておく。

6. 超長期国債中心に投資家動向

日銀が慎重なら、超長期ゾーンの買いは投資家に求めざるを得ない。ドル保有者は日米金利差の大きさから安価な円調達が可能だったため、海外勢は日銀に次ぐ国債の買い手として存在感が大きかった。その基本的な構図は変わらないと見られるが、FRB の政策金利引き下げを主因に日米金利差が縮小し、以前に比べると安価な円調達のメリットは薄れている。今後、海外勢に大きな期待まではできない。ただ、幸いなことに彼らは超長期ゾーンにおいて絶対的な買い手ではなく、買い越しも売り越しもするタイプの投資家だ。

超長期ゾーンの買い手の代表格は生命保険である。特に最近は、「保険金の支払い期間と資産の

運用期間をマッチングさせる新たな資本規制」が2025年に導入される予定であり、超長期ゾーンの需要の強まりは既定路線となっている。生保・損保の超長期国債の買い越し推移を見ると、2019年度の月平均額は2018年度の40%超であり、今年度に入ってからの4~7月の月平均額は昨年度のそれを44%上回っている(図表10)。

加えて、地域金融機関の超長期国債の買い越しが顕著になっている。彼らはインカム狙いの投資家であ

る。現在、プラス利回りの国債は超長期ゾーンしかなく、利回りが一定に上昇するなら買いを積極化させる。利回りが低下した際はキャピタル狙いで売る部分もあるが、インカム重視のため多くは保有し続けると思われる。生保も基本的に同様のタイプだ。

こういった投資家の存在が超長期ゾーンの利回りの持続的上昇を阻むだろう。前掲の金利の期間構造を踏まえれば、長期金利は政策金利であり、日銀がその上昇を許容しない限り、超長期ゾーンの利回り上昇には限界がある。その日銀は、「政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」と言明している。

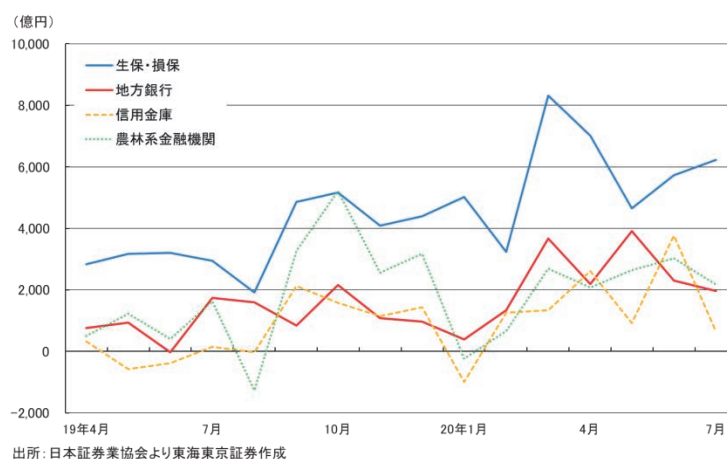
7. 結論

今年度内、来年3月末までの長期・超長期国債の年限別利回り予想は図表11のとおりである。10年債利回りの下限は▲0.150%だ。期待成長率や期待インフレ率の下方屈折を考えるなら十分視野に入るだろう。しかし、日銀の姿勢とそれに対する市場の敬意からは遠いのも事実。したがって、コア・レンジの下限を示すなら、10年債は▲0.050%、20年債が0.300%としたい。なお、前掲のリスク・シナリオは利回り予想に織り込んでいない。

インカム狙いが中心の最終投資家の投資対象は上記の

ように超長期債へ向かいやすい。日銀が長期金利は現在の水準かそれを下回って推移することを想定している以上、10年債利回りが予想上限の0.100%に接近する蓋然性も低い。そして、これを前提とするなら、20、30年債利回りが各々0.500%以上、0.700%以上で長期的に推移する展開は想定し難い。YCC導入後の10年と20年及び30年の関係がそれを示していよう(図表12)。20年債なら0.40%台、30年債なら0.60%台は押し目買いの水準として妥当と判断できる。

(図表10) 生保・損保と地域金融機関の超長期国債売買動向

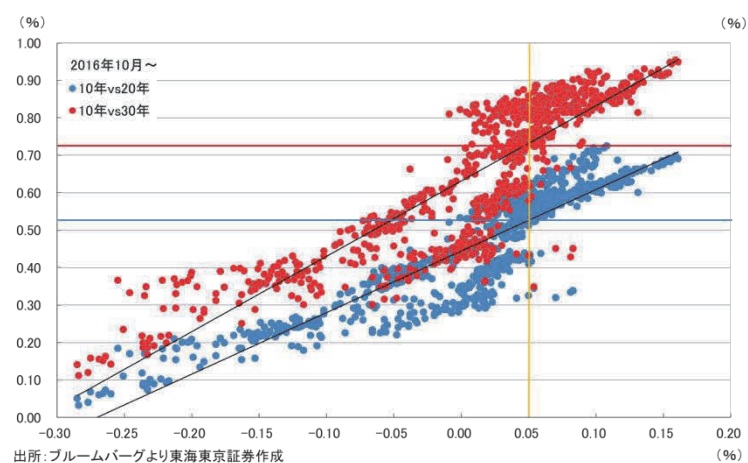


(図表11) 年限別国債利回り予想

	現在~2021年3月
10年	▲0.150%~0.100%
20年	0.200%~0.525%
30年	0.375%~0.725%
40年	0.400%~0.750%

出所: 東海東京証券

(図表12) 10年 vs 20年 & 10年 vs 30年



出所: ブルームバーグより東海東京証券作成

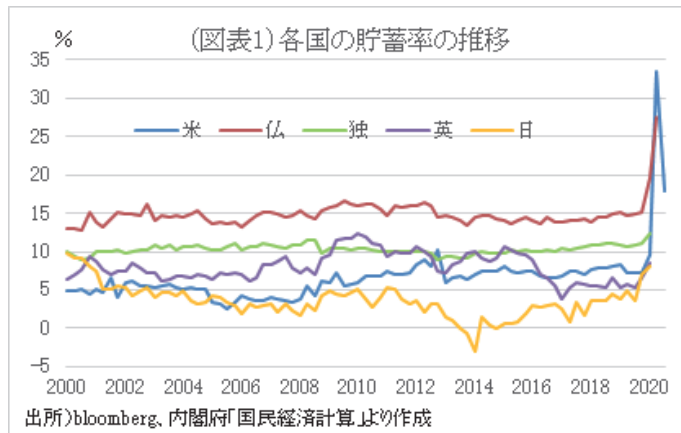
老後不安と消費行動－現役世代の3大消費を捉えて

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

新型コロナウイルスによる世界的な景気悪化を受け、各国政府が給付金等で所得の下支えに動いているものの、将来への不安から個人消費は鈍いままとなり、貯蓄率が歴史的な高水準となった(図表1)。民間の貯蓄過剰の状態が続けば、中立的な金利水準である自然利子率は下がる。日銀総裁はコロナの長期化で「企業や家計の成長期待が低下し、(投資や消費などの)支出スタンスが慎重化しないか」を景気の下振れリスクに挙げている。

米では経済活動が徐々に再開されると、自粛の反動で個人消費支出(季節調整値)は4月の前月比-12.6%から一転、5月は+8.2%と過去最大の伸びを記録した。その後は6月+6.2%、7月+1.9%と鈍化している。政府の失業保険給付金などが個人所得を下支えするものの、失業手当が削減されるなど持続的支援が見込めない中、貯蓄を取り崩してまで消費を拡大させる状況にはなく、貯蓄率は元の水準に下がり切っていない。



我が国でも所定外労働の削減により現金給与は4月以降マイナスで推移しているものの、給付金等により6月の可処分所得は最大の伸びとなった。2014年を底に貯蓄率の上昇傾向がみられるが、将来の老後生活への経済的不安から消費抑制的な動きが顕在化していると考えられる。そのため、一時的に上昇した貯蓄率は一旦修正されるとしても、上昇基調は維持するとの見方が多い。

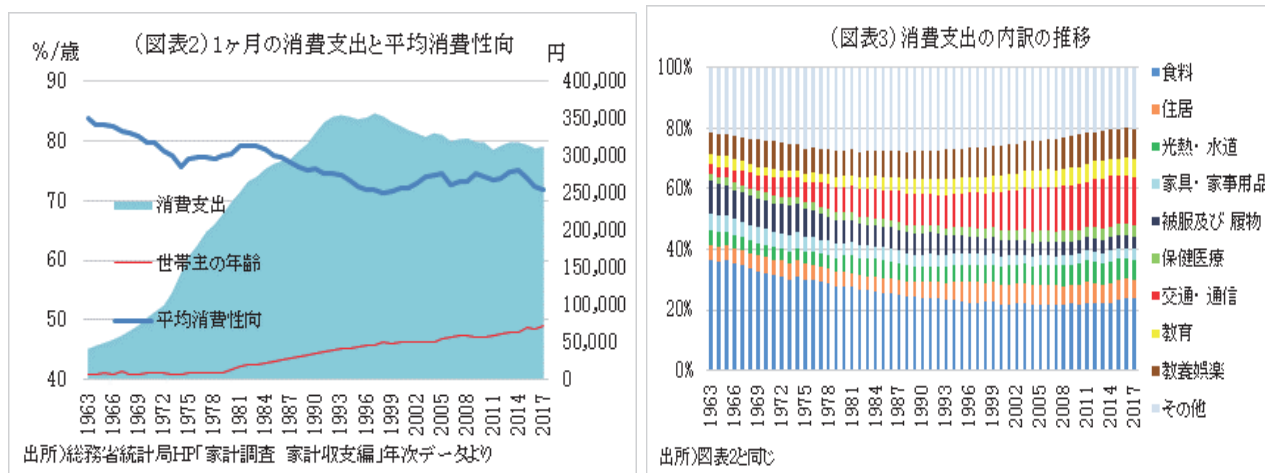
本稿では長生きリスクを見据えた消費抑制の動きを確認したうえで、現役世代の3大消費(住宅費・教育費・老後資金)の動向を通して将来不安がどのように消費行動に影響するかを考察する。

1 消費動向は抑制的

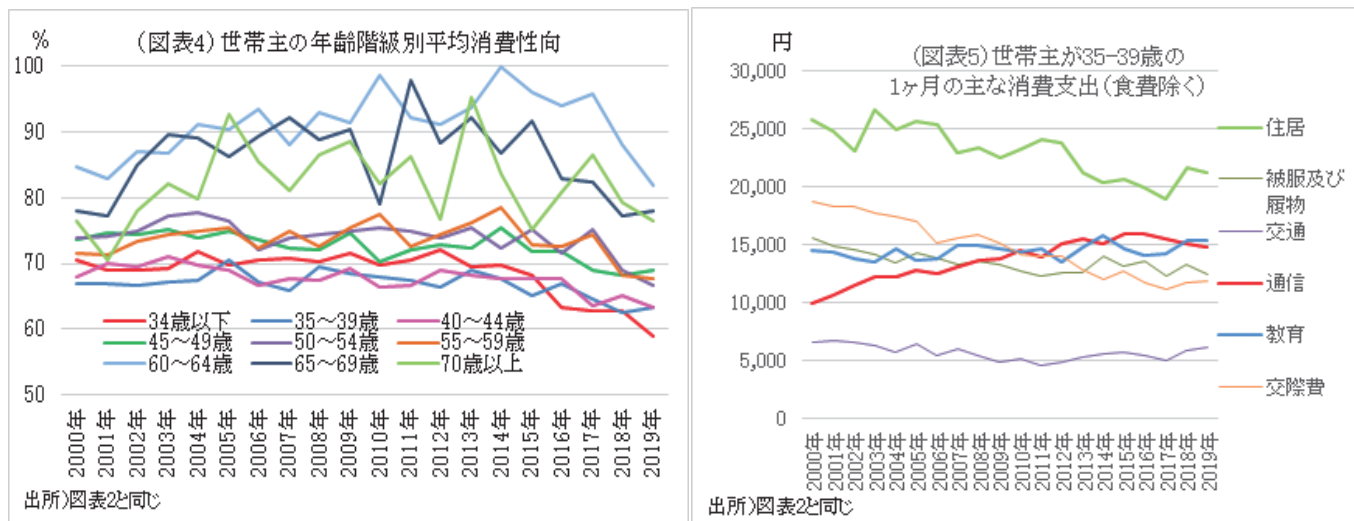
総務省「家計調査(家計収支編)」から、勤労者世帯(二人以上の世帯)の消費動向をみると、消費支出は1990年代より低下に転じているが、平均消費性向¹は長期的に低下傾向を示してい

¹可処分所得に占める消費支出の割合

る(図表 2)。消費支出の内訳では「食料」「被服」が低下する一方、「交通・通信」「教育」が上昇している(図表 3)。



さらに世帯主の年齢階級別にみると、若年層²が趨勢的に低下している(図表 4)。二人以上の世帯の世帯主が 35-39 歳の主な消費支出を時系列にみると、教育費は変わらないものの住居・被服・交通(主に自動車関連)が低下しており、増加しているのは通信費である(図表 5)。シェアリング・サービスやリユース市場(フリーマーケット)、サブスクリプション・サービスが発達し、若年層を中心に“モノを持たないライフスタイル”が浸透していることを表しているといえよう。



2 人生の3大消費(住宅費・教育費・老後資金)の動向

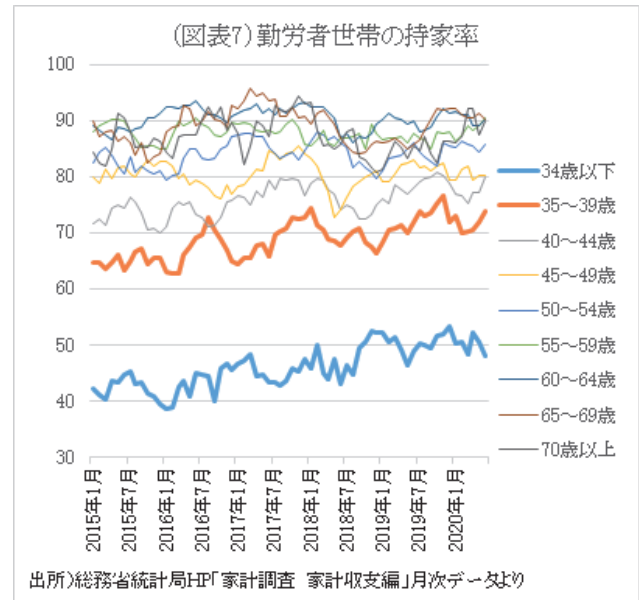
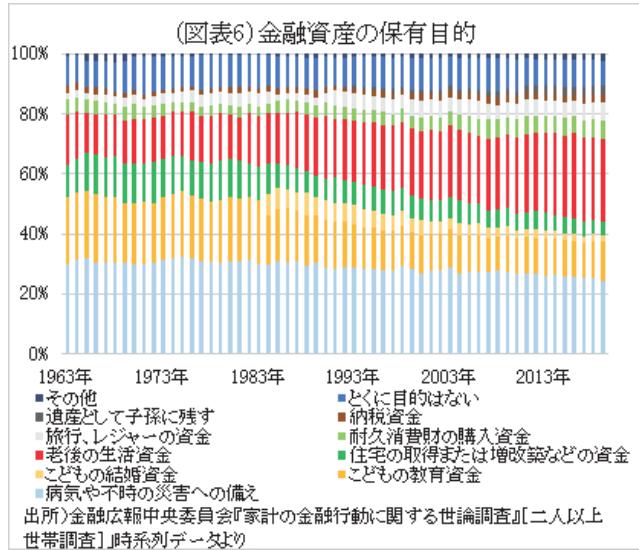
一般に人生の 3 大消費として「住宅費」「教育費」「老後資金」が挙げられるが、金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」(二人以上世帯) から金融資産の保有目的をみると、「老後の生活資金」が一貫して増加傾向にあり(図表 6)、最も重視される項目となった。以下では 3 大消費各々についてみていくこととする。

² 二人以上の勤労者世帯の統計のため、単身若しくは引退後の高齢者層は含まれないことから、サンプル数が少ない 65 歳以上の振れ幅が大きいと思われる。

(1)住宅費

若年層の過去20年の住宅への支出は減少傾向にあったが、直近5年をみれば持ち直しの兆しがみえる(前掲図表5)。これを「家計調査」(勤労者世帯)で確認すると、若年層の持ち家比率が上昇傾向にあることが分かる(図表7)。定年までに住宅ローンが完済していれば、老後の住居費負担が軽減できるという安心感と、マイホームを建てて一人前との社会的慣例も依然として残っていることもあり、定年時までには9割近くが持ち家を保有している。

内閣府が5/25~6/5に実施した調査³では、テレワーク経験者の25%が地方移住について「関心が高くなった」「やや高くなった」と回答した(就業者6,685人を対象)。三大都市圏居住者に限ると、年代別では20歳代、地域別では東京圏に住む者が地方移住への関心を示した(図表8)。今般のテレワークの広がりにより、比較的安価で広い住居の持てる郊外への関心も高まり始めており、住まいの在り方も変容していく可能性が高い。



(図表8)地方移住への関心

		関心が高くなった	関心がやや高くなった	変わらない	関心がやや低くなった	関心が低くなった	
	通常通り勤務	2.5	7.5	83.6	2.1	4.3	
	テレワーク経験者	6.3	18.3	70.8	1.6	3.1	
年代別	全体	3.8	11.2	79.7	1.8	3.5	
	10歳代	3.7	9.8	80.1	2.4	3.9	
	20歳代	5.2	16.9	70.7	3.2	4.0	
	30歳代	6.0	14.0	73.8	2.1	4.0	
(地域別)	40歳代	3.7	11.5	80.3	1.3	3.2	
	東京都23区	11.8	23.6	54.2	4.2	6.3	
	東京圏	7.5	20.2	65.6	2.9	3.8	
	大阪・名古屋圏	2.4	12.8	77.1	3.6	4.1	

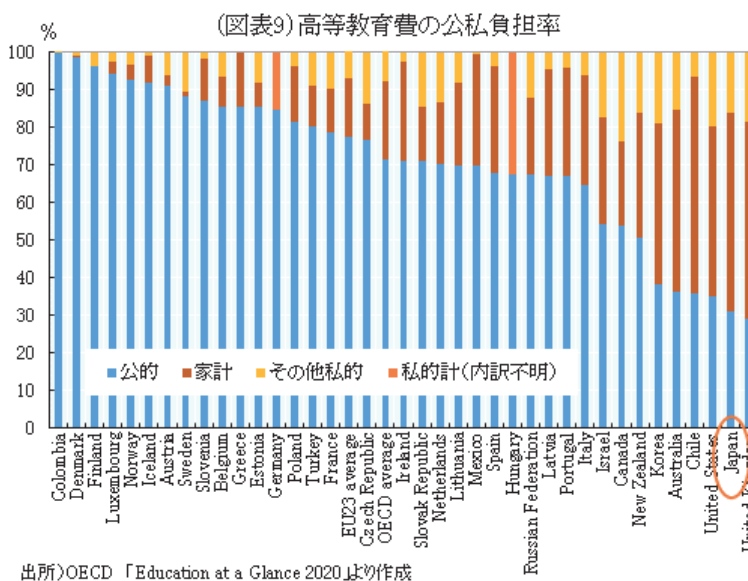
(出所)内閣府「新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査」より作成

³ 「新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査」令和2年6月21日、回収数:10,128、調査期間:5月25日~6月5日

(2)教育費

幼児教育・高等教育無償化の制度は拡充されてきたものの、日本政策金融公庫「教育費負担の実態調査結果」によると、高校入学から大学卒業までにかかる入在学費は子ども一人当たり939万円である(国公立大で748万円、私立大理系で1,070万円)⁴。その費用の捻出方法としては、外食・レジャー・被服費を削るほか、預貯金の取り崩し・アルバイト・奨学金が挙げられており、教育費負担が生活費を切り詰める要因となっている。

大学への進学率は2000年代に入り50%を超え、高等教育のマス化が進んだ。高等教育⁵費の考え方については、英米圏では受益者負担の観点から相対的に授業料は高めである一方、北欧は無償(公的負担)の国が多い。アジアでは家計(親)の負担率が高い傾向にあり、特に我が国の家計負担率は世界的にみて高水準にあることが分かる(図表9)。



奨学金については、給付型の奨学金と要返済の学生ローンに分けられるが、我が国では給付型奨学金は地方自治体や民間の一部のみみられるだけで、ほとんどが学生ローン⁶である。

労働者福祉中央協議会が2019年3月に公表したアンケート調査結果⁷によると、奨学金の借入総額は平均324.3万円、月の返還額の平均は16,880円、返済期間は平均14.7年であった。奨学金返還の負担感については、「少し苦しい」29.7%と「かなり苦しい」13.4%を合わせた<苦しい>が43.1%にのぼり、2015年調査より増加した。なお、雇用形態別で<苦しい>の比率をみると正規で40.6%、非正規労働者では58.7%とこれも2015年調査より増加した。

要返済の奨学金を抱える学生が増えており、若者の平均的な姿は300万円のローンを抱えて就職し、月20万円の手取りから10%近い1.7万円を15年に亘り返済しなくてはならない。これは非正規雇用ではさらに生活が苦しくなる状況にあり、経済的理由からの晩婚・少子化の一因ともなる。

⁴ 日本政策金融公庫「教育費負担の実態調査結果」令和2年3月11日

⁵ 高等教育機関は、大学・短期大学・大学院・高等専門学校・専修学校が該当する。国際標準教育分類(ISCED)ではレベル5以上を指す(First stage of tertiary education 及び Second stage of tertiary education)。

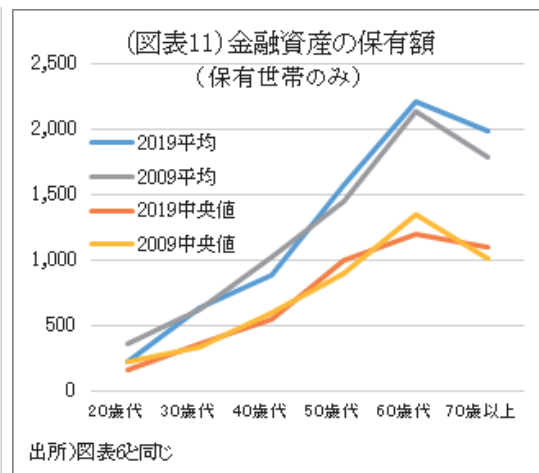
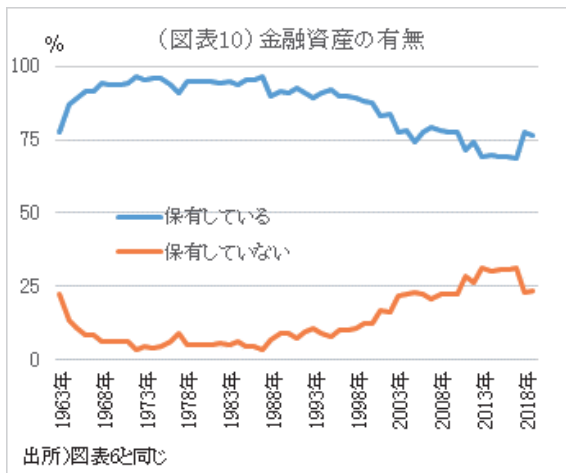
⁶ 学生ローンは日本学生支援機構の規模が最も大きく、大学生の奨学金受給者の90%を占める。

⁷ 労働者福祉中央協議会「奨学金や教育費負担に関するアンケート調査」2018年8～11月実施、勤労者対象、有効回収数16,588件

(3) 老後資金

「家計の金融行動に関する世論調査」(二人以上世帯)によると、金融資産を保有しない⁸世帯が増加している(図表 10)⁹。金融資産保有額の中央値は非保有世帯を含むと 419 万円、保有世帯のみでは 800 万円であり、非保有世帯の増加に伴い全世帯の中央値は減少気味に推移している。

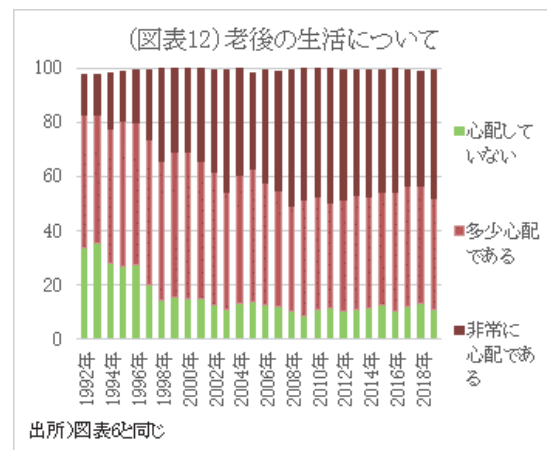
保有額を年齢別にみると、定年後に貯蓄の取り崩しが起こるとみられていた 60 歳代から 70 歳以上にかけて金融資産額の減少幅がなだらかとなっており、長生きリスクへの備えとして残高を維持しようとする傾向が伺える(図表 11)。



また、老後の生活について「心配」とする世帯¹⁰が9割近くとなっており、さらに約半数が「非常に心配である」と答えている(図表 12)。その理由について「年金や保険が十分ではないから」が 73.3%、「十分な金融資産がないから」も 69.7%となっている。

年金の減額が予想される中で老後資金の確保のため、NISA(少額投資非課税制度)や iDeCo(個人型確定拠出年金)の残高も積み上がっており、世帯の平均保有額は一般 NISA226 万円、つみたて NISA56 万円、ジュニア NISA117 万円、iDeCo202 万円となっている(図表 13)。

節税効果¹¹は高いものの、投資リスクが個人にあることと、長期投資を前提とするため保有期間にかかる信託報酬(図表 14)にも留意した選定を行う必要がある。

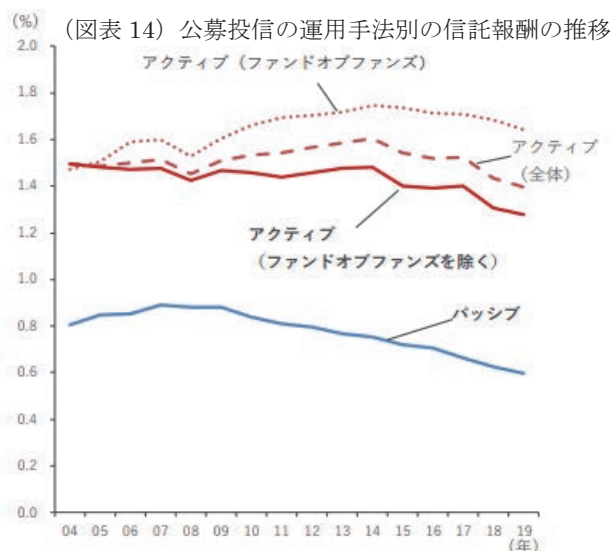
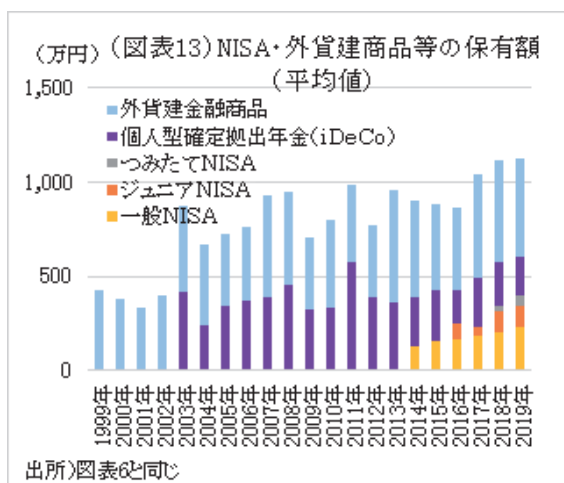


⁸ 運用または将来の備えがゼロとした世帯(無回答を含む)のことである。

⁹ 口座を保有している世帯割合は 99.0% (2019 年) に至る。

¹⁰ 世帯主年齢 60 歳未満の世帯の回答である。

¹¹ NISA は年間 120 万円、最長 5 年間(累計 600 万円)、つみたて NISA は年間 40 万円、最長 20 年間(累計 800 万円)の売却益・配当が非課税となる。NISA とつみたて NISA の併用は不可。



(出所) 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2020」より抜粋

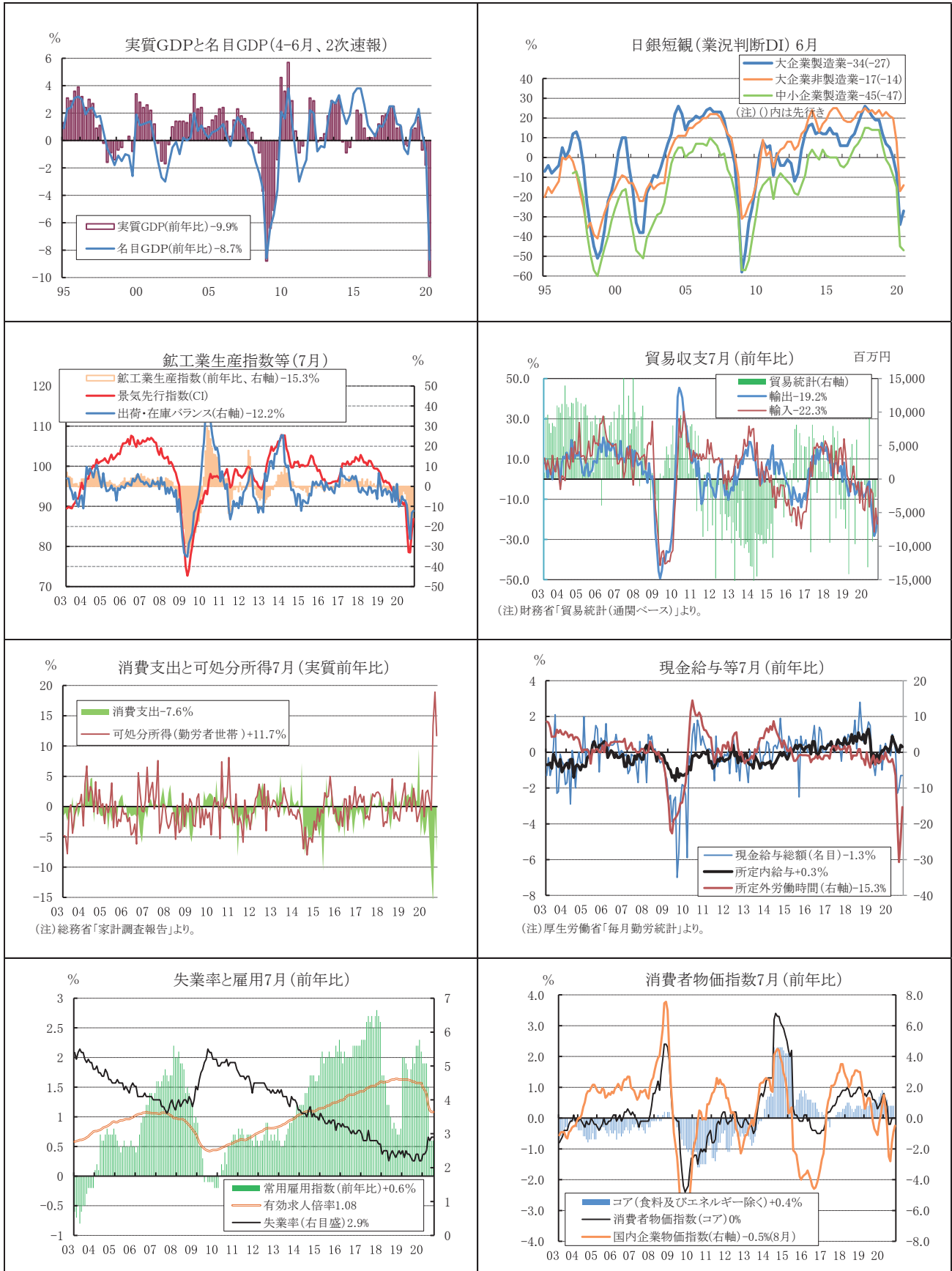
おわりに

ライフ・サイクル仮説に基づき現役世代の貯蓄は定年後に取り崩されるとみられていたが、長生きリスクへの警戒感などからなるべく貯蓄を残そうとする傾向が伺える。消費抑制的な兆しは全世代で見られるが、特に若年層で顕著である。非正規雇用の増加により若年層の所得格差は拡大しており、高齢者を中心とした社会保障制度を維持したままでは所得再分配機能が弱く、不平等感は増している。さらに、要返済の奨学金を抱えて社会に出る若年層の低所得の影響は、少子化・晩婚化の一因となり、長期に亘り影響を及ぼす。

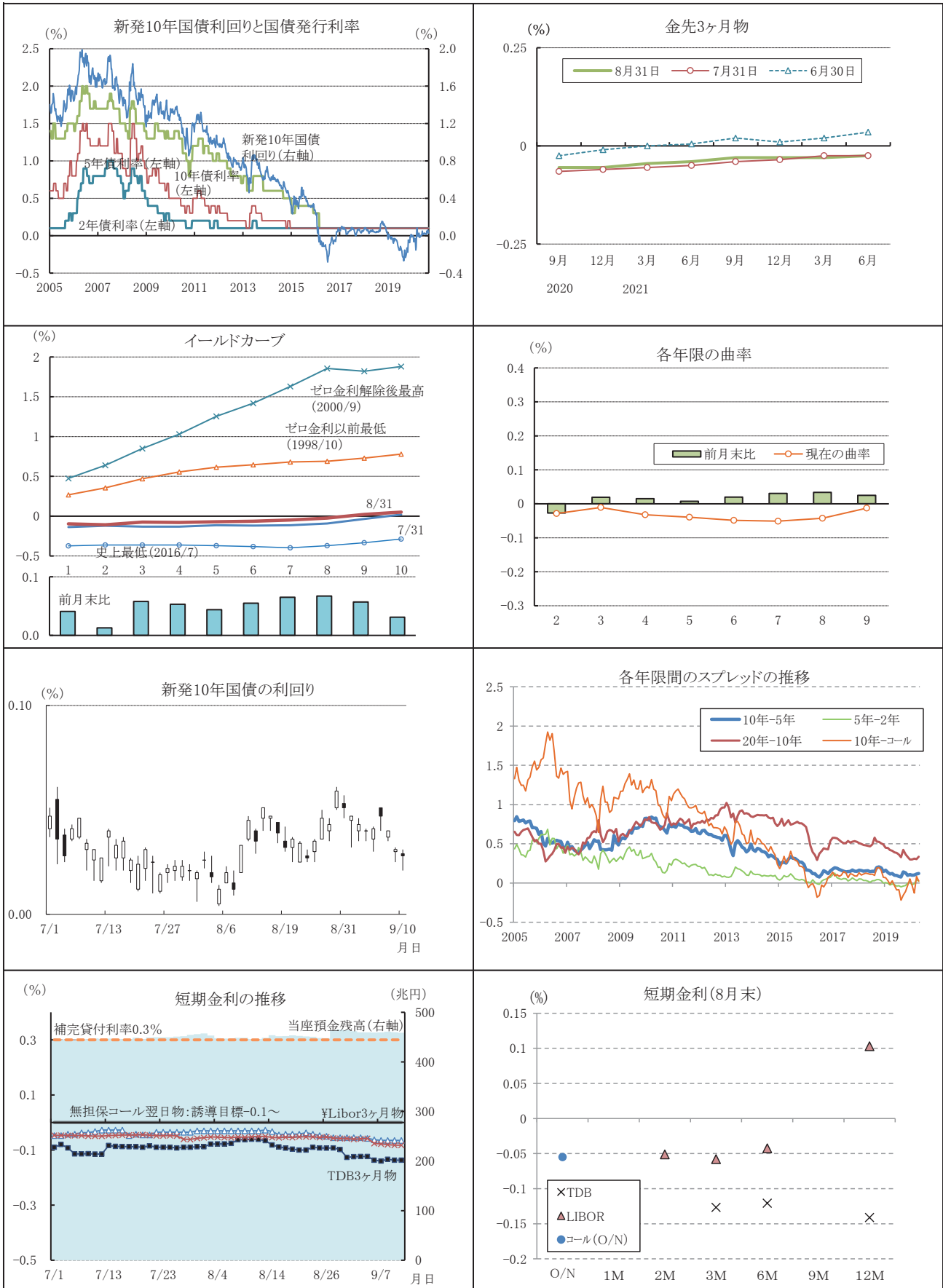
年金の減額・リタイア後の長期化が予想されるため現時点での消費に慎重にならざるを得ず、特に若年層では住宅や自動車・被服への支出が減少傾向にある。デジタル化の進展によりスマホさえあれば様々なサービスを受けることができ、リユース市場やシェアリング・サブスクリプションサービスの普及から“モノを持たないライフスタイル”も支持されている。ただし、住宅については老後に賃料を払い続けるよりは持ち家の方が安心との考え方も根強く、定年までには9割近くが持ち家を保有している。コロナ禍で比較的安価な郊外での居住に関心が高まっており、住居費低減も生涯のキャッシュフローを見通す上でのポイントとなる。ゆとりある老後を送るためには自己責任で貯蓄することが求められているが、超低金利状況とキャッシュレス決済の広がりにより、決済性預金と貯蓄の境目が曖昧となっている。若いうちからつみたて NISA や iDeCo での資産運用も検討せねばならないが、投資に回す余裕がない低所得層・金融資産無保有層の増加が深刻な状況にある。

コロナ禍によりテレワークやペーパーレス化など働き方の転換点を迎えているが、新卒一括採用・終身雇用・年功序列など日本型雇用を見直す機運が高まるとともに、雇用システムの在り方が問われている。テレワークの実施状況ひとつ取っても正規と非正規には格差があり、経営状況の悪化から非正規の解雇・雇い止めも増えてきている。職種の異なる転職の際に学び直しの場合もなる高等教育費の家計負担の低減、多様な働き方を選択できる労働環境の整備、若年層・低所得層を底上げする雇用対策に本腰を入れなければ、根強い将来不安を払拭することはできないだろう。

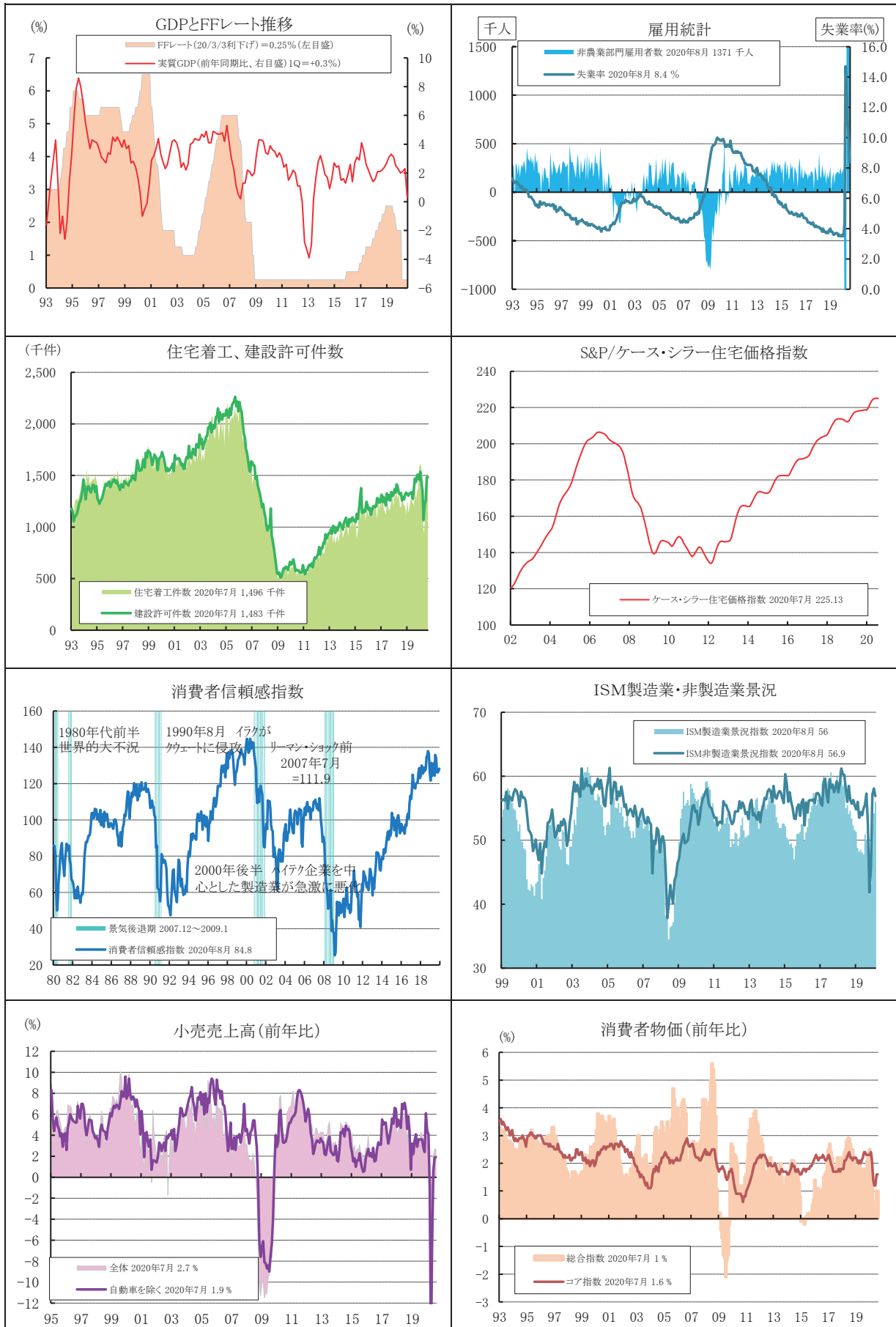
日本 マクロ経済



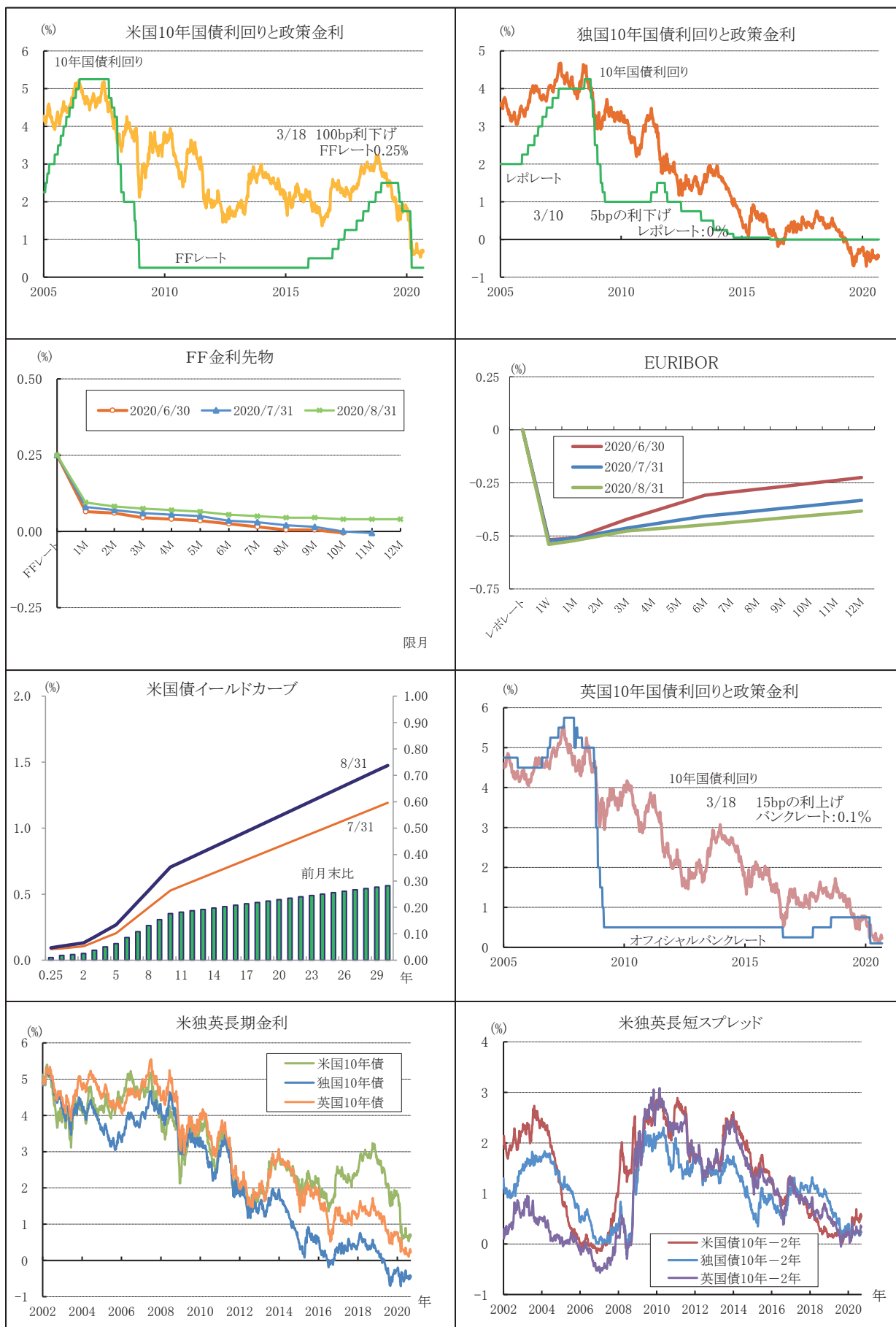
日本 短期・債券市場



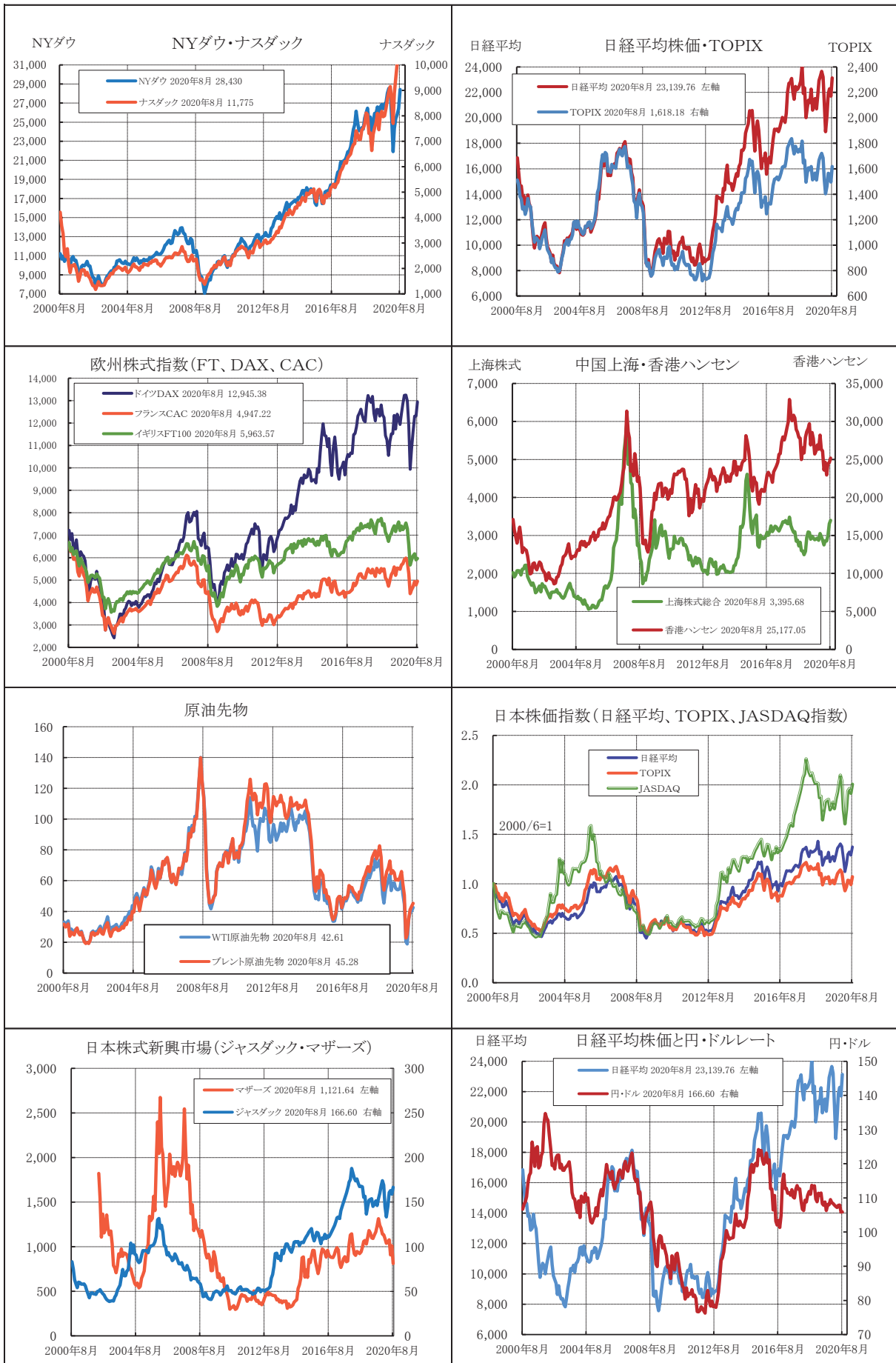
海外 マクロ経済



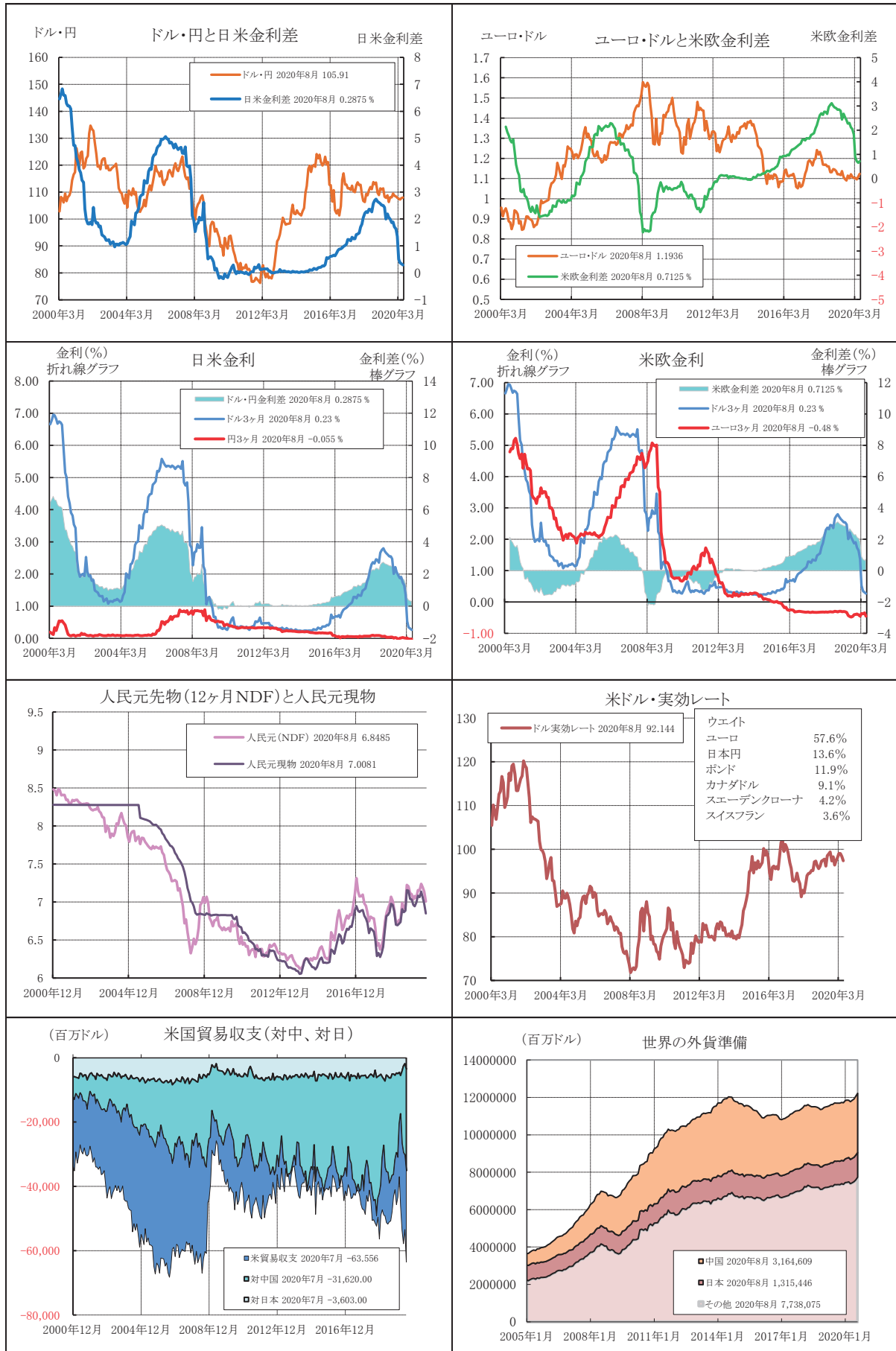
海外債券市場



株式市場



為替市場



<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

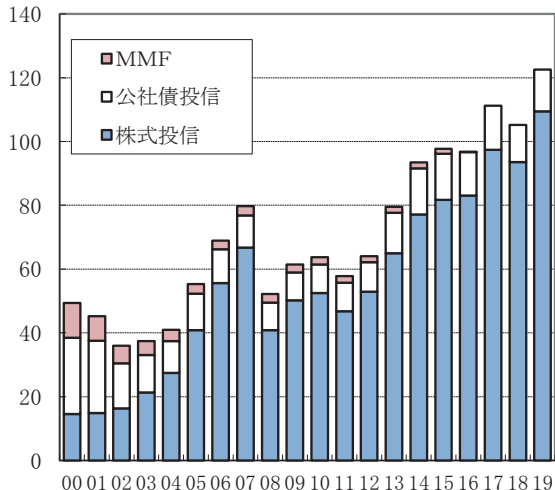
タイプ 末	株式投信								公社債投信					証券投信計
	単体型	追加型						計	単体型	追加型	うちMRF		計	
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計				うちMRF	うちMMF		
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	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	635,476	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	-	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	-	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	-	132,646	1,231,722
2020年5月	7,584	195,702	224,116	556,934	444,162	14,259	1,052,129	1,059,713	27	123,797	117,632	-	123,825	1,183,539
6月	7,561	196,181	225,289	564,365	450,698	14,389	1,065,115	1,072,676	27	129,224	123,067	-	129,252	1,201,928
7月	7,655	198,216	229,575	550,069	435,601	14,716	1,064,043	1,071,698	27	128,268	122,119	-	128,295	1,199,994

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

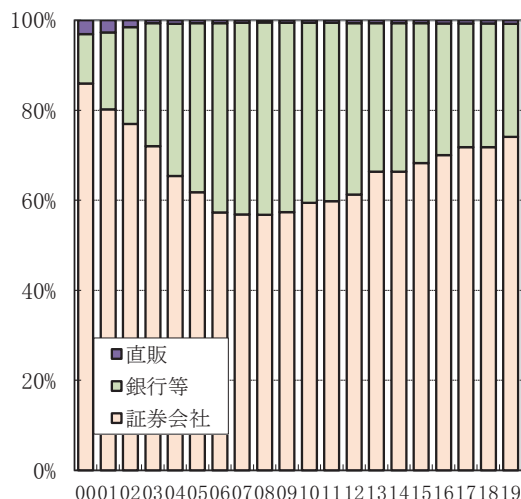
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年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12月	929,606	74.1%	292,688	25.1%	9,429	0.8%	1,231,724	100%
2020年5月	904,153	76.4%	270,678	22.9%	8,708	0.7%	1,183,540	100%
6月	921,291	76.7%	271,897	22.6%	8,739	0.7%	1,201,928	100%
7月	916,415	76.4%	274,974	22.9%	8,603	0.7%	1,199,993	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)



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