# ゆうちょ資産研レポート

# 2016年11月号

| ファンダメンタ          | ル・アナリシス                   |                       |                |              | 1        |
|------------------|---------------------------|-----------------------|----------------|--------------|----------|
| 内外マクロ            | 経済展望                      |                       |                |              |          |
| - 金融政策           | だけでのデフレ <mark>脱却</mark> は | 困難だという                | こと –           |              |          |
|                  | 三菱UFJモルガン                 | · スタンレーii             | E券株式会社         |              |          |
|                  |                           | チーフ                   | <b>ノエコノミスト</b> | 佐治 信         | 行        |
| マーケット・ア          | ት እ 10 m <i>ት</i> (1)     |                       |                |              | 7        |
|                  | ・超長期金利の見通し                |                       |                |              |          |
|                  | 更海東京証券株式会社                |                       | トラテジフト         | <b>佐</b> 野 一 |          |
| 7                | 《伊米尔皿分怀八云红                | ノーノ貝分グ                |                | VE ±1        | <b>沙</b> |
| マーケット・ア          | ウトルック (2)                 |                       |                |              | 13       |
| 2016年の円          | 金利市場を振り返る                 |                       |                |              |          |
|                  | モルガン・スタン                  | レーMUFG証               | 券株式会社          |              |          |
|                  | 債券調査                      | 全本部 金利ス               | トラテジスト         | 杉嵜 弘         |          |
|                  |                           |                       |                |              |          |
| 資産研コーナー          |                           |                       |                |              | 19       |
| 日本の格差            | 社会の現状                     |                       |                |              |          |
|                  | ゆうちょ資産                    | <mark>全研</mark> 究センター | 主任研究員          | 室  博         | 和        |
|                  |                           |                       |                |              |          |
| 統計データ集 …         |                           |                       |                |              | 25       |
| ゆうたと関連デ          | 一夕                        |                       |                |              | 31       |
| マタンプロス (美) 学 / ご | <i>,</i>                  |                       |                | ,            | 31       |

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

# 内外マクロ経済展望

# 一金融政策だけでのデフレ脱却は困難だということ

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 チーフエコノミスト 佐治 信行

#### 経済政策に対しての欧米と日本の姿勢

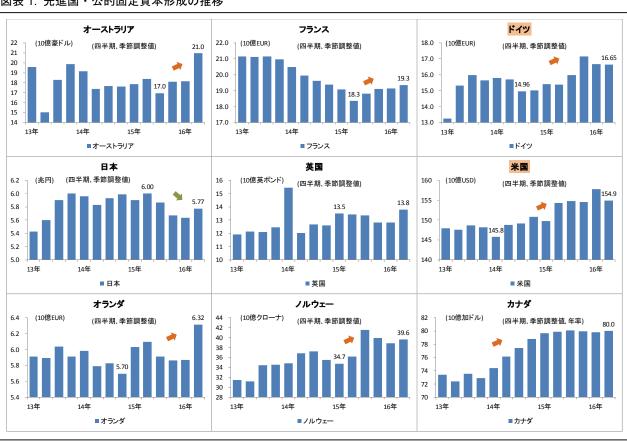
残念ながら日本は欧米に経済対策及びデフレ回避の姿勢が遅れている。2017年度マクロ経済成長率は 実質 GDP+0.5%程度の低い数値に止まるとわれわれは予想している(2016年度見込み同+0.8%)。世界 は少子高齢化で先進国中最も先行している日本をみているかのようだ。その日本が異次元量的質的金融 緩和を3年半実行してもデフレから脱却できていない。他方、米国では昨年 12 月に陸上交通修繕法が成 立し 2,735 億 USD の高速道路の修繕が開始され、ドイツでは8月に連邦交通路計画(BVWP2030)が閣 議決定され、事業総額 2,700 億 EUR の社会インフラ整備に乗り出した。今や金融政策だけでのデフレ脱 却は困難だということを世界では誰でもが知っているのである。そうした中で、英国国民は6月に EU 離脱を決め、米国国民は11月に共和党トランプ氏を大統領に選出した。印象が強烈に残る発言で国民を 扇動するに映るリーダーを米国国民は求めたのだ。その背景には、社会格差、中間所得層の社会不満が ある。低所得層は移民中心に生活は苦しいながらも本国の生活に比較すれば米国国内には職業がある点 で満足感がある。しかし、中間所得層は海外からの移民に職業を奪われ、安価な外国製品に職業を奪わ れていると言う意識が沸々と湧きあがっていたのである。2008年リーマンショックで米国は異次元金融 緩和に踏み出した。その結果、金融的波乱の収縮は当初予想されていたよりは短期間で進み、米国経済 は正常を取り戻したかに見えた。ただ、その実情は金融緩和で会社経営者、株主と言った資本家だけが その回復がもたらした富の恩恵を受けただけである。金融緩和だけでは平均的な国民所得の向上に繋がっ てこなかった。平均的成長に必要な要素は経済の実需であり、米国はこの1年間で陸上交通インフラの 再整備と国家社会資本主義的な新大統領の選出に動いたのである。

一方、日本は金融緩和を進めるものの、財政政策と言えば10月成立の2016年度第2次補正予算は32兆円の小規模にとどめた。8月に安倍政権は総事業費28兆円の景気対策パッケージを発表するも、残りの約25兆円は先送り、現時点での予算化の確約はされていない。これに対して日本国民は不満を言おうとしない。2014年衆院選挙、2016年参院選挙での年齢別投票率トップは70歳代前半(それぞれ72.2%、73.6%)である。つまり、日本の国民コンセンサスは高齢化しているのであって、景気拡張に向う財政資金の大量投入には関心がなくなってきている。今日において日本では、選挙に出向く国民の関心は自分たちの

10年後の暮らしであり、現時点では将来福祉予算の政府蓄積なのである。しかし、人口減少の日本のGDPは、海外企業や外国人を積極的に受け入れない限り減少する。日本は、団塊の世代が健康寿命年齢70歳代前半を迎える2020年までに規制緩和と市場開放を積極化して海外企業、海外人材を積極的に受け入れないと安倍政権の経済目標である名目 GDP600兆円は無理である。日本は企業が海外で工場展開を1980年代から進めてきた。その背景には貿易摩擦と円高があったのであるが、今日的な日本は GDPで伸び悩む国ながらも GNPでは成長している国である。いま世界の国民経済計算体系では GDP(国内総生産)が基準になっている。1990年代半ばまでは GNP(国内総生産)がその基準であったが変更されたのである。振り返ってみると、1990年代に入って日本には不利な基準設定が経済指標や計算方法などでされ、同時にデフレ経済は進行したように見える。日本経済を GDPでデフレ的経済と見るべきか、GNPでインフレ的経済と見るべきか。残念ながら、いまの金融市場のコンセンサスは前者である。

#### 財政拡張の潮流に日本は乗り遅れている

2015年12月に米国は陸上交通修繕法(FAST法)を議会通過させた。これは、2016年から2020年ま での間に 2.735 億ドルの資金を高速道路等の交通インフラに投資するものであり、この財源の内 2.080 億 ドルは燃料税などで確保し、残り約700億ドルはFRB(米連邦準備制度理事会)が拠出する。その仕組 みは FRB から株主(各地の金融機関)への配当金を減らしたり、FRB の剰余金を引き出したりすること になっている。FRB は今後徐々に金融引き締めの方向へ進んで行こうが、その FRB の資金を使って政府 は2015年末から景気刺激的な財政政策に動き始めたことがここに窺われる。そこで海外の各国政府が社 会資本整備、公共事業にどのように取り組んでいるのか各国の GDP 統計からその動きを見ると、米国に 限らず複数の先進国でその増加が確認できる(図表1)。こうした海外先進国の流れの背景として、1960 年代に整備された社会資本の使用年数長期化(寿命)がある。例えば、米国の高速道路及び一般道路の 平均使用年数は 2014 年で 28.1 年となっており、2000 年の 23.2 年、更に遡れば 1965 年の同 16.0 年からは 極端に社会資本が老朽化している。これについて、修繕更新の限界に近づいていると言う見方がある。こ れはドイツでも同様なようで、ドイツでは社会資本平均使用年数データが捕捉されていないものの、最近 になって現地では米国同様の声が多く聞かれる。ドイツでも大型の交通網の整備計画が今年8月の閣議 で決定されたことはその内容面での共通性から興味深い。ドイツが今回策定したのは「連邦交通路計画 (BVWP2030)」と言う 2016 年から 2030 年までの 15 年間で 2,700 億 EUR を道路、鉄道、水路に投じる交 通インフラのグランドデザインだ。 前回は BVWP2003 と言って 2001 年から 2015 年までの計画、総額 1,500 億 EUR であったから、今回計画では 1.8 倍に引き上げられたことになる。一方、2013 年からの日本のデフレ脱却を目標にしたアベノミクス 3 本の矢政策は、世界の先進国に当初は高く評価されたものの、その後の展開を見るに日本のデフレ脱却は実現されていない。なぜならばそれは 2 本目の矢、機動的な財政政策を未だ日本は執っていないからだ。日本の高速道路はその仕上がり、その整備状況については他国に比較して美しいと思う。しかし、制限時速 100km/ 時以上の道路延長距離は、日本の 2,800km に対して、英国が 8,500km、フランスが 1 万 600km、イタリアが 6,500km、ドイツが 1 万 2,000km と言うデータがあり(国土交通省)、日本の高速道路整備度は世界と比べて先進的とは言い難い。物流生産性の観点で、更には潜在成長率を決定付ける全要素生産性の観点で、日本政府には積極的な社会資本整備、同強化への予算配分を望みたい。



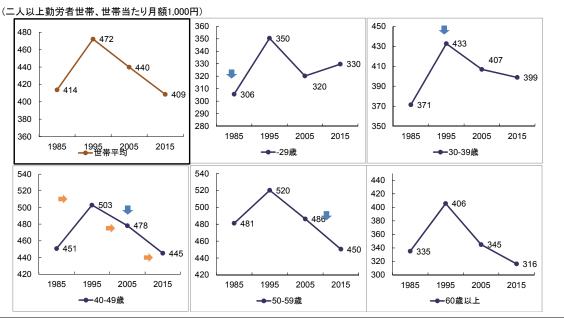
図表 1. 先進国・公的固定資本形成の推移

出所: 各国 GDP 統計より MUMSS 作成

# 日本経済がデフレに何度も沈む理由

日銀が年間80兆円もお金を増加供給、しかも少子高齢化で人手不足なのに常にデフレの日本は世界から 教科書通りに行かない異常な国と映る。その背景には低迷する消費市場がある。人口動態からみて団塊世 代は既に退職しているが、1980年代後半の大量採用世代が50歳前後、団塊ジュニアが40歳代前半にいる。 これは就業者年齢ミックスの観点で企業側の人件費負担が膨大になっていることを意味している。日本企 業は徐々に年功序列型賃金の引き下げ修正に動き、今の 40 歳代の収入は 20 年前比で 11.5% 減ってしまっ ていることに気付く。現在、世帯人数二人以上勤労者世帯の可処分所得(2010 年実質ベース)は 2015 年 で月当たり 40.9 万円であって、1995 年 47.2 万円、2005 年 44.0 万円から減少している(図表 2、総務省 「家計調査報告」)。この大幅な収入減少の背景には、世帯主が60歳以上で退職者、継続雇用者、年金受給 者等いずれも収入が少ない世帯の数が増えたことが大きい。そもそも、少子高齢化社会の進展は世帯平均 収入の減少を生むものである。我々が更に注目するところは、世代間収入格差である。例えば、40 歳代世 帯主世帯の月当たり実質可処分所得は 2015 年で 44.5 万円、それが 2005 年では 47.8 万円、1995 年では 50.3 万円である。日本の働き盛り 40 歳代の家計収入はこの 20 年で 5.8 万円も大幅に減少したのだ。また、こう した見方もできる。1985 年に20歳代世帯の可処分所得は30.6万円、その時30歳代世帯は同37.1万円であっ た。日本の年功序列型賃金体系の下では30歳代になれば6.5万円の月収が増えると計算する。その1985 年 20 歳代世帯が実際に 1995 年で 30 歳代となっていると、平成バブル景気もあって月当たり可処分所得が 43.3 万円になり、20 歳代時点に比較して 12.7 万円の増加になったのである。そうなると当然に消費支出は 増え、この先賃金が今以上に増えるという期待形成が起こる。1995 年で 40 歳代は 50.3 万円の収入がある のであるから、30歳代の自分たちが40歳代になるころには60万円前後に増加しているのではないかと言 う期待である。しかし、実際には彼らが 40 歳代になった 2005 年には 47.8 万円、50 歳代の現在、2015 年 には 45.0 万円、60 歳を超えると 31.6 万円と 1985 年の 20 歳代の収入まで減少すると言う期待形成に逆転す る。これが今日デフレの近因である。日本は同じ職場での勤続年数が長く転職が少ない、と言われている。 日本の転職者比率は 2015 年 4.7% と 10 年前の 2005 年の 5.4% から小幅ながらも低下している。また、先進 国で勤続年数が10年を超える雇用者シェアが50%を上回っている国は日本(第1位)とイタリアの2ヵ国 だけであり、英国が35%程度、米国では30%を下回っている。こうした終身雇用制度が現時点では前提と なっている日本、且つ年功序列が基本になっている日本で高齢化が進んでいるのである。日本の民間企業 はこの高齢化対策の一端を政府から担わされている面がある。世に言う「改正高年齢者雇用安定法(2012 年)」 の施行であり、企業は継続雇用制度の導入を義務付けられている。日本は人手不足ではなく、人手を多く

雇い過ぎている企業が多すぎるのである。こうした状況では、人手不足と言っても賃金は上がらない。



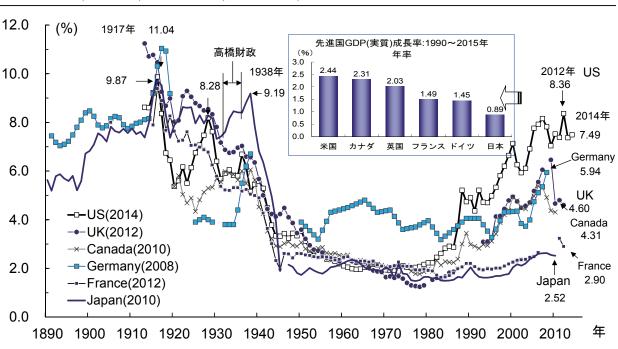
図表 2. 実質可処分所得【年齢階級別】 1985, 1995, 2005, 2015 各年

出所:総務省「家計調査報告」より MUMSS 作成

#### 英国 EU 離脱と米国新大統領にトランプ氏

英国 EU 離脱は新たな経済の歴史の始まりなのかもしれない。世界は"本音"を覗かせてきたのだ。6月 24日に英国の EU 離脱が決定。"離脱"と言う言葉を日本人が聞くと 1933 年の日本国連脱退を想像する。1930 年代は 20 年代の世界不況を引き摺ったデフレ経済、農村疲弊と社会格差の時代で今の米英と共通点が多い。その後米国はニューディール政策、欧州は戦費増大へ突き進む。米国は 11 月 8 日の大統領選でトランプ氏が選出された。1933 年は米国で「隔離演説」の F. ルーズベルト氏が第 32 代大統領に選出された。両者の共通点は過激な発言にある。日本では昭和金融恐慌からの不況に加えて、1930 年のロンドン軍縮会議での決定に対する不満が軍部を中心に煮えたぎって行く。世界はそれまでの金本位制を放棄して、財政・金融的な制約から離れはじめる。1931 年には満州事変、不況対策に行き詰る日本は人口爆発問題も抱えて満州(現在の中国東北地方)へ進出する。この海外進出が元になって日本は国連を脱退することになったのである。そして、日本は高橋是清蔵相による財政拡張政策から不況脱却を図る。1933 年に日本は国連から脱退して軍事拡張を進めることになる。一方、米国は 19 世紀以来の孤立主義

を貫いていたが、1929年の世界恐慌からの脱却はままならず、1935年に第二次ニューディール政策を実行に移す。米国も財政拡張により伝統的手法での不況脱出を目論んだのである。米国はこの国内需要喚起政策だけでは済ませなかった。1941年にルーズベルト大統領は三選を果たし、武器貸与法(レンドリース法)を議会通過させる。この時代も現在にも共通的な背景として、社会格差がある。米国では現在0.1%の上位所得者、富裕層の所得が全体の7.5%を占める(図表3)。この水準は過去の2回のピークに次ぐ水準であり、同時に1930年代の世界は同様に社会格差の状況に直面していた。これに対する世の中の不満が政治リーダー過激発言にカリスマ性を見出し、国家社会主義的な孤立に進んで行く。英国のEU離脱と過激発言が選挙戦で目立ったトランプ氏の米大統領選での当選を見るに、1930年代の財政拡張によるデフレ脱却と国家孤立主義から来る保護貿易化、インフレ期待の増勢と長期金利の上昇が2017年以降のマクロ経済局面での特色になるように考えられる。そうした中で、高齢化による財政拡張、所得平準化政策が皮肉な成功、機能している日本では相対的なデフレ脱却力は劣後な状況が続く可能性が高い。世界的な資金の安全回帰が強まることも考えられ、2017年以降は再び大幅な円高に注意を払いたい。



図表 3. 富裕層 (上位 0.1%) の所得シェア(1890-2014年)

出所: Alvaredo, Facundo, Anthony B. Atkinson, Thomas Piketty and Emmanuel Saez, The World Top Incomes Database, http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu/ より MUMSS 作成

# 今後の長期・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. はじめに

今年1月29日、日本銀行は金融政策決定会合でマイナス金利政策の導入を決めた。「量的・質的金融緩和」は「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」にバージョンアップされた。これを受けて同日、長期金利(10年国債利回り)は0.10%を割り込み、さらに、2月9日にはマイナス圏に突入した(図表1)。

マイナス金利政策は日銀当座預金 金利に▲ 0.10%を採用、無担保コール O/N 金利をこの▲ 0.10%近くに誘導す るものである。したがって、長期・超 長期の国債利回りへの波及は限定的と いう見方が少なくなかった。しかし、

(図表 1) 10 年国債利回り推移(2016年)



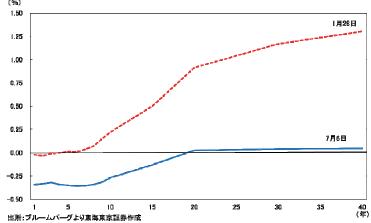
10年国債利回りは7月6日に▲0.300%まで大きく低下、史上最低水準をつけるに至った。

そして、10年国債以上に大きく利回りを低下させたのは超長期ゾーンだった。マイナス金利政策の導

入決定の前日、20、30、40年債利回りは各々0.9%強、1.2%弱、1.3%程度という水準にあった(図表 2)。しかし、最も低下した7月6日には全てが概ね0%程度となり、瞬間ではあるが、20年債は $\triangle 0.005$ %とマイナス利回りを見た。

何故、マイナス金利政策が超長期 ゾーンの利回りを大きく低下させ、国 債イールド・カーブを極端にフラット 化させたのだろうか。過去の検証には なるものの、今後の長期・超長期金利 の予想をする際、重要なポイントと考 えられるため丁寧に解説したい。

(図表 2)国債イールド・カーブ変化



#### 2. 長期・超長期金利の大幅低下の背景

まず、さらなる緩和期待が強かったことが挙げられる。マイナス金利政策導入が円安に働く時間は極めて短く、その後、円高が進み、6月下旬には1ドル=100円を割り込んだ。もっとも、追加緩和の手段はマイナス金利の「深掘り」が優先するとの見方が多く、長期・超長期金利のある程度の低下はともかく、イールド・カーブの極端なフラット化をこの要因だけで説明するのは難しいだろう。

外部環境面では、グローバルなリスク・オフの動きが指摘できる。中国経済の低迷や原油価格下落などを背景に年初から株価が世界的に急落した。その後も特に日欧の株価回復は鈍かった。

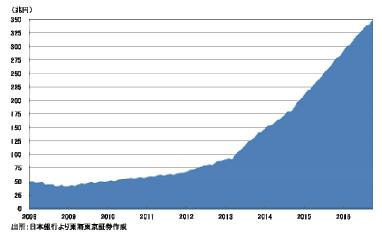
そして、6月 23 日に行われた英国民 投票が欧州連合(EU)離脱の結果と なり、再びリスク・オフは加速した。 前掲 1 ドル = 100 円割れの円高はこれ を受けたものであり、米独長期金利が 水準を切り下げた(図表 3)。

しかし、フラット化のメイン・ドラ イバーは投資家の「イールド・ハン ティング」の動きだったと考えられる。 マイナス利回りの銘柄への投資を極力 回避し、プラス利回りを選好する投資 家は少なくないはずである。典型例は 償還再投資だ。マイナス利回りで買っ た銘柄を償還まで持ち切ると損を確定 することになる。したがって、ある程 度年限のリスクを取ってもプラス利回 り、すなわち、超長期ゾーンに向わざ るを得ない。超低金利という環境下、 円債ポートフォリオの残高を増やすの は当然、維持する投資家も少ないだろ う。しかし、残高を減らしても、この ような償還再投資は一定に行われる。 その際、国債需給が大きく逼迫する。 「量的・質的金融緩和」に従い、日銀 は市中発行の長期国債の9割程度を買 い占めており、その保有残高は急速に 積み上がっている(図表4)。残った1

(図表3) 米独長期金利推移



(図表 4) 日銀保有長期国債



割程度では、しかもプラス利回りの銘柄に集中するなら、国債は足りないと言っても過言ではない。

# 3. 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」と年限別国債利回りの予想

9月21日、日銀は「総括的な検証」を踏まえ、金融政策の枠組みを変更した。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の登場である。

前述のとおり、マイナス金利政策はイールド・カーブの極端なフラット化を招いた。超長期ゾーンの大幅な利回り低下は年金などの運用にマイナスとなるなど弊害も指摘された。日銀は金融市場調節方針の対象を以前のマネタリーベースから長短金利に変更、目処とする水準を示し、イールド・カーブをコントロールすることを決めた。そして、その水準は短期金利が政策金利の▲ 0.10%、長期金利は概ね直近の水準である 0%程度に定められた。

この「イールド・カーブ・コントロール」と共に今回、政策の柱となったのが「オーバーシュート型コミットメント」である。「消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比が安定的に2%を超えるまでマネタリーベースの拡大を継続する」ということを約束、この存在により今回の枠組み変更が緩和強化に当たると説明された。

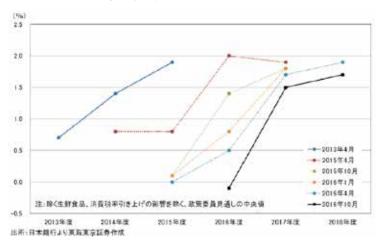
円債市場に強く影響するのは前者の「イールド・カーブ・コントロール」である。もちろん、後者の「オー

バーシュート型コミットメント」を市場が評価し、期待インフレ率が切り上がって行くなら、10年国債利回りは現在の目処である前掲0%程度を超えて持続的に上昇するだろう。

しかし、市場でそのような予想は全くと言って良いほど聞かれない。日銀による消費者物価指数の見通しの変遷を見れば、それも仕方あるまい(図表5)。

さて、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」決定直後、果たして、日銀が長期金利をコントロールできるのかと疑問視する見方もあり、特に超長期ゾーンを支配するのは難しいとの意見が多かった。しかし、そういった懸念は徐々に収まったようだ。実際に長期・超長期ゾーンの利回りが安定的に推移したことが影響したが、前述のとおり、日銀が市中発行の長期国債の9割程度

(図表5)日銀の消費者物価見通し

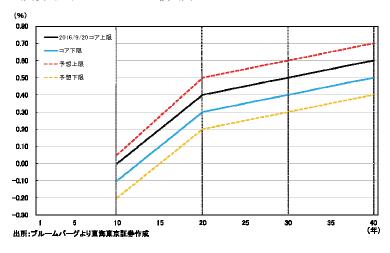


を買っているという事実がやはり大きい。利回りが彼らの望む水準を逸脱する場合、たとえば、長国買入れ額を増減することで容易に調整可能と見られるからだ。

それでは、日銀がフェアと考えるイールド・カーブはどこにあるのだろうか。 金融政策の枠組み変更を決めた直前の 水準を中心とするのが妥当である。9月 20日の10、20、30、40年債利回りは概 ね各々0.00%、0.40%、0.50%、0.60%だっ た(図表6)。ここを出発点に考察して みよう。

この9月20日のイールド・カーブは 今後の中心ではなく、コア・レンジの 上限と判断している。すなわち、そこ を下回って推移する時間帯が多いと予 想している。理由は主に3つ挙げられ る。

(図表 6) イールド・カーブ模式図



第一に、日銀は強力な金融緩和を行っている。したがって、引き締めに当たる利回り上昇やイールド・カーブのスティープ化に彼らは徹底抗戦しよう。そのため、今回、「指値オペ」や10年までの固定金利資金供給オペというバックストップを新たに用意した。一方、過度のフラット化には問題もあるが、基本的に緩和方向である利回り低下や緩やかなフラット化には寛容と見られる。

第二に、最終投資家の「イールド・ハンティング」の動きだ。前述のとおり、これがマイナス金利政 策導入後に大きくブル・フラット化が進んだ主因である。8月以降、「総括的な検証」の思惑などから最 終投資家による債券、特に超長期債の購入が止まった感が強く、その状況は「長短金利操作付き量的・ 質的金融緩和」の決定後もあまり変わっていないとうかがわれる。しかし、下期も徐々に時間が経過す れば、相応の動きが出てくると見込まれる。

第三に、「イールド・カーブ・コントロール」によって利回り変動がレンジ内に収まり、ボラティリティが低下すると予想される。それに伴って年限が長くなるほど与えられているリスク・プレミアムは一定に剥落すると考えられる。

それでは、より具体的に予想してみる。コア・レンジの下限は前掲水準から各々 10b 下の 10 年:  $\triangle 0.10\%$ 、 20 年: 0.30%、 30 年: 0.40%、 40 年 0.50%とする。したがって、コア・レンジは各々  $\triangle 0.10 \sim 0.00\%$ 、 0.30

 $\sim 0.40\%$ 、 $0.40 \sim 0.50\%$ 、 $0.50 \sim 0.60\%$  になる。そして、来年 3 月末までの予想レンジはこの 10bp のコア・レンジから上下に 10bp 取り、20 年: $0.20 \sim 0.50\%$ 、30 年: $0.30 \sim 0.60\%$ 、40 年: $0.40 \sim 0.70\%$  とする(図表7)。ただ、10 年債の利回りは日銀がターゲットとしており、それは 0%程度だ。このターゲットが引き上げられる公算はないに等しく、したがって、0.10%までの利回り上昇は見込み難い。上への振れを 5bp にとどめ、予想上限は 0.05%とした。

(図表7) 年限別国債利回り予想

|      | 現在~ 2017 年 3 月                    |
|------|-----------------------------------|
| 10 年 | <b>▲</b> 0. 200% <b>~</b> 0. 050% |
| 20 年 | 0. 200% <b>~</b> 0. 500%          |
| 30 年 | 0. 300%~ 0. 600%                  |
| 40 年 | 0. 400%~ 0. 700%                  |

出所:東海東京証券

#### 4. 追加緩和の可能性

図表7の利回り予想下限を下回るとすれば、それは大きく円高ドル安が進行、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年割れが深まる可能性が高くなる場合だろう。日銀が追加緩和に追い込まれ、まずは長短金利の目処の内、短期金利の水準を引き下げると考えられる。それはイールド・カーブの発射台を低くする。もちろん、長期金利の目処を下げる公算もある。

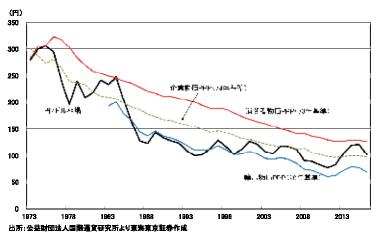
長期的な円/ドル相場は購買力半価である。理論上は輸出物価の PPP をフェア・バリューと考えるのが妥当だろうが、図表 8 の過去の経験則に則ると企業物価の PPP が円/ドル相場のレンジの中心線と映る。そして、この現在の水準が 1 ドル = 100 円前後である。

一方、短期的には日米金利差で決定されるというのも概ね意見の一致するところだ。その金融政策が市場の円安期待を強く醸成した「量的・質的金融緩和」が開始される前は、日米2年金利差の円/ドル相場に対する説明度が極めて高かった(図表9)。日銀の金融政策の効果を疑う向きが一段と増えたためか、今年に入って過度の円安は修正されてきた。あくまで過去の関係に過ぎないものの、こちらも1ドル=100円前後がフェア・バリューとうかがわれる。

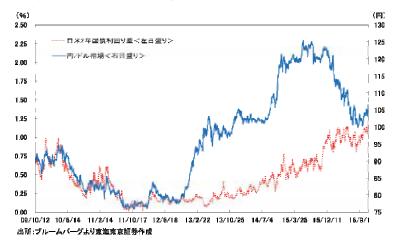
長期的、短期的いずれの視点から も円/ドル相場は現在、落ち着くべ き水準に近付いている。今後のダイ ナミックな変動は予見できないとい う結論も得られよう。もっとも、行 き過ぎた円安ドル高の修正が行き過

長期的な円/ドル相場は購買力平価(PPP)で決定されるとの見方が有力である。図表8はその代表例

(図表8) 購買力平価・円/ドル



(図表9) 日米2年金利差と円/ドル



ぎた円高ドル安を経ずにフェア・バリューへ回帰するという展開は、マーケット・メカニズムからはどうもしっくりこない。加えて、米連邦準備理事会(FRB)の利上げペースが市場の期待より緩慢にとどまるなら、それはドル安円高を招くだろう。後述するように FRB の利上げは後1回で打ち止めの公算が大きいと見ている。

今後、たとえば、1ドル=90円台前半といった円高が示現するなら、日銀が追加緩和に追い込まれる 蓋然性が高くなる。その程度によっては利回りの低下幅も大きくなるだろう。もちろん、ここからの円 高はフェア・バリューを離れる動きになるため、長期間とどまるといった展開にはなるまい。

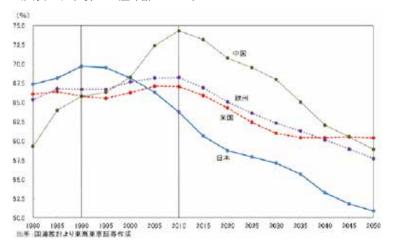
#### 5. 世界の生産年齢人口比率の推移など

国連推計による世界(日米欧中)の 生産年齢人口比率(生産年齢人口/総人口)を見ると、いずれも今後、持続 的に低下していく(図表10)。この持 続的低下は生産性の大きな上昇などが ない限り、経済成長率が切り下がって いくことを意味しよう。経済全体にお ける潜在的な働き手の数が減っていく からである。

1990年に生産年齢人口比率のピークを迎えた我が国は世界のフロントランナーだ。日本は世界第3位のGDPの国である。

そして、世界第2位は中国。中国は

(図表 10) 世界の生産年齢人口比率



「一人っ子政策」の影響により、生産年齢人口比率が2010年にピークを迎えた。気になるのは今後の低下ピッチの速さである。1年前の本稿において、日本がディスインフレではなく、デフレになった理由に関し、(1)生産年齢人口比率の低下ペースが速かった、(2)バブル崩壊が起こった…の2点を挙げた。(1)に加え、(2)も中国経済に該当する可能性がある。もちろん、中国は政府が経済に介入する余地が大きく、我が国の例をそのまま当てはめるわけにはいかない。それでも、今後、世界は中国経済に頼れないという指摘は外れていないだろう。

GDP 第1位の米国、及び第4位の独国を含む欧州はベビーブーマーが65歳以上になることを主因に2010年が同比率のピークになる。人口を維持できる米国でもこの影響を脱するのは2030年以降と見られる。出生率が2を超える国が仏国を含めて2カ国しかない欧州は、推計期間中、生産年齢人口比率が低下し続ける。加えて、統合の「負の側面」が経済の足枷になっていよう。「通貨は統合され、金融政策も1本化した。しかし、財政政策は国によってバラバラであり、たとえば、独国の財政支出で南欧諸国をサポートすることは基本的にない。」さらに、世界第5位のGDPの国は英国である。彼らは6月の国民投票で欧州連合(EU)離脱を決めた。この"Brexit"に伴い、英国にあるエンティティは一定に他国への移転を余儀なくされよう。その受け皿となる大陸欧州の経済的打撃は意外と大きくないと想定できる一方、サッチャー政権以前の姿に戻ると言える英国はかなり厳しいだろう。

以上、世界の主要国・地域の環境を踏まえると、世界経済は長期的な低迷期に入ったと見ることも可能である。それが現実となるなら、長期金利はグローバルに低下、ないしは低位安定を続けよう。しかし、我が国と欧州は中央銀行が量的緩和とマイナス金利を組み合わせるなど積極的・非伝統的金融政策を行っており、既に長期金利は期待成長率といったフェア・バリューから大きくアンダーシュートしていると考えられる。そして、金融政策は基本的に人口動態を変化させられないし、欧州統合の「負の側面」も修正できない。したがって、日欧では、最終的に物価目標などが達成できない中、国債買入れ額を徐々

に減らしていく "tapering" など金融政策の正常化が行われる公算が大きそうだ。

#### 6. 米国経済・金利

米国の景気回復は8年目に入った。 その長期化は内需の自律調整の可能 性を高めよう。世界経済は低迷して おり、これまでのドル高の影響も気 になる。やはり、米国の「1人勝ち」 が続くとは考え難い。

労働需給は逼迫してきている(図表 11)。それに伴い、賃金の前年比の伸び率は高くなってきたものの、依然、2%台にとどまっている(図表12)。そして、物価、個人消費支出デフレータの伸びは安定しており、米国経済はディスインフレ状態にあると言える。

昨年12月16日、FRB は政策金利の引き上げに踏み切った。その前日の10年国債利回りは2.3%程度だったが、現在もそこを下回っている(図表3)。中央銀行が利上げすれば長期金利は上昇するのが教科書的動きである。しかし、図表12が示すように期待インフレ率が安定していたのだから長期金利が低下したのも自然とっている。長期金利は期待インフレ率は今後、低でさえる。長期金利は期待インフレ率は今後、低

(図表 11) 米雇用統計



(図表 12) 米賃金・物価動向



下すると市場が判断するだろう。加えて、FRB はかつて量的緩和を通じて世界にリスク・マネーを供給していた。それが世界のリスク資産の価格、株価を上昇させていた。量的緩和は終了し、新規のリスク・マネーの供給は止まったと見られるが、既存のそれが存在したため、リスク資産の価格は維持できた。しかし、利上げ、ましてや連続利上げとなれば、リスク・マネーを回収することになる。その際、リスク資産の価格は下落する公算が大きい。

実際、今年初に世界の株価が急落した。その背景は中国経済の低迷や原油価格の下落に求められた。もっとも、それは表面的な理由に過ぎず、底流には昨年12月のFRBの利上げ開始があると考えられる。そして、12月13、14日の米連邦公開市場委員会(FOMC)は2回目の利上げに踏み切る可能性が高くなっている。前述のようにそれは期待インフレ率の低下というルートから長期金利を下落させ、リスク・マネーの回収というルートから世界的株安を招く恐れがある。こういった状況になれば、FRBの利上げは打ち止めになると予想される。今後の利上げが避けられるなら、ドル高は修正され、円高の進行が見込まれる。もちろん、リスク・オフ自体も円高要因である。日銀が追加緩和に追い込まれる展開が想定できよう。

最後に、11月8日の米国大統領選挙ではトランプ共和党候補が勝利した。市場は株高、ドル高、金利 上昇で反応したが、やや過剰な動きと映る。これも徐々に落ち着くだろう。

# 2016年の円金利市場を振り返る

モルガン・スタンレーMUFG証券株式会社 債券調査本部 金利ストラテジスト 杉嵜 弘一

2016 年円金利市場は世界で最も注目された市場の一つと言えるだろう。円金利市場はまれにみる大きなボラティリティを伴って変動したが、その要因は言うまでもなく日銀の金融政策であろう。1月29日 導入された日銀のQQE +マイナス金利政策に始まり、7月に発表された総括的検証、9月の総括的検証を受けたイールドカーブコントロール政策へのシフトと、この一年で日銀の金融政策に対するスタンスは大きく変化した。

1月29日に導入されたマイナス金利政策は事前に予想していた向きも少なく、多くの投資家にとってサプライズであったこともあり、イールドカーブ全体に多大なる影響を与えた。短期ゾーンの金利がマ

イナスに沈む中、マイナス金利に投資できない 国内投資家の買いが超長期債に集中し、カーブ は大きくブルフラット化した(図表1)。とりわ けブルフラット化は3月をメインに起こったが、 年度末ということもあって水準を無視してデュ レーションギャップを埋める生保勢の買いがそ ういった動きをけん引したといえるだろう。6月 にはBrexitを反映してグローバルで景気後退、 リスクオフを織り込む形で円金利はさらに買わ れ、20年債は一時的にマイナス金利に落ち込む ような場面もあった。

# 国内投資家は外債へ、海外投資家は JGB へ

こういった環境の中、国内投資家の行動には 大きな変化が見られた。多くの国内投資家はも はや円金利では十分なキャリーを稼ぐことがで きず、償還分や新規資金の大半を外債に回すこ とでイールドエンハンスメントを行っている。 円金利に関して言えば、銀行勢やポートフォリ オリバランスを行う年金勢は国債の残高を急激 に落としており、生保勢は償還分の再投資を行 うのにとどまっている(図表 2)。

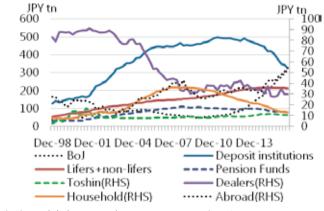
マイナス金利が導入された直後、生保や銀行は過去にないペースで外債投資を積極化させていた(図表3)。銀行勢は今年度にはいってから

図表 1 JGB 金利と JGB カーブ



出所 モルガンスタンレー・リサーチ

図表 2 国債の投資家別保有残高の変化



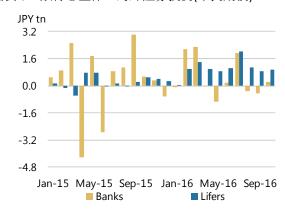
出所 日本銀行、モルガンスタンレー・リサーチ

は外債残高を大きく積み増しているようには見えないが、生保の外債投資ペースは衰えを見せていない。 貸出をわずかながらも伸ばしてきている銀行とは違い、貸出が本業でない生保勢はキャリー収入を外債 投資に頼らざるを得ない。

生保勢は通常円投で外債を購入するた め、彼らの外債への強い需要はドル調達コ ストの逼迫へとつながった。日銀が QQE を導入して以降、円金利がじりじりと低下 してきたこともあって生保は外債への投資 を徐々に積極化させてきた。当初はアベノ ミクス全盛期ということもあって、円安株 高の流れの中、リスク許容度も高まり、オー プンでの投資を各社積極化させていた。し かしながら、日銀のマイナス金利導入後 は、欧州のクレジット懸念、中国からの資 金流出の再燃等からグローバルでリスクオ フムードが高まる中、各社為替スワップや 為替フォワードを通してヘッジ比率を高め てきたと考えられる(図表4)。こういった ドル調達需要の高まりから短期ゾーンのド ル円ベーシスは大きくワイドニングしてき た。加えて Fed の利上げや 10 月に施行さ れた MMF 規制を前にドル調達コストがさ らに上昇するとの思惑からドル LIBOR が 上昇したことで、キャリーコストが上昇。 ドル円のヘッジコストは一時期3か月で 1.7-1.8%程度まで高まった(図表5)。この ため、生保勢はもはや米債10年等では為 替ヘッジ付でみるともはや十分なキャリー を得ることができず、デュレーションは長 くするか、クレジットリスクをとるか、あ るいはヘッジコストが小さくそれなりの利 回りが確保できる欧州ソブリン債(特にセ ミコア) 等にシフトしてきている。

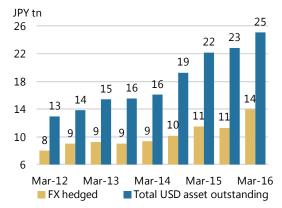
一方でこういった為替ヘッジコストの上昇を背景に、海外投資家からみれば他通貨ベースでみた JGB の魅力が増しているといえる。例えば3か月の TDB をマイナス 0.3%で購入したとしても、3か月為替ヘッジコストが1.7%なら、ドル建てでみ

図表 3 銀行と生保の対外証券投資(中長期債)



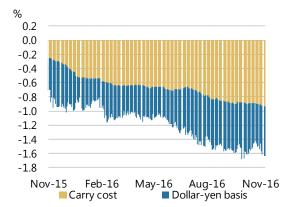
出所 財務省、モルガンスタンレー・リサーチ

図表4 生保のドル建て資産と為替ヘッジ残高(大手7社)



出所 各種ディスクロージャー、モルガンスタンレー・リサーチ

図表5 ドル円3か月ヘッジコストの推移



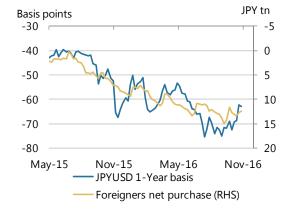
出所 モルガンスタンレー・リサーチ

た TDB はネットで 1.4%の利回りとなる。3 か月 UST-bill が 0.4%程度の利回りであることを考慮すると、約 100bp のピックアップとなる。海外投資家、主に海外中銀勢はドルの出し手となることで、こういった魅力的なピックアップを享受してきた。実際にドル円ベーシスがワイド化し、ドル需要が逼迫しているところでは、海外投資家の JGB 買いが増えていることが見てとれる(図表 6)。流動性や換金性を考え

ると彼らの円運用は主に、当座預金やレポ、TDB、短期 JGB 等で行われており、これが短期ゾーンの円金利がスワップや政策金利対比で割高に取引されている原因にもなっている。

国内投資家の外債シフトがドル調達コストを上昇させ、それが海外投資家のJGB需要を刺激し、それがさらにJGB利回りを低下させることで、国内投資家の外債シフトを刺激するというサイクルがマイナス金利以降、JGB金利が大きく低下したことで、加速されたと言えよう。

図表 6 ドル円ベーシスと海外投資家の本邦債券買い越し額の推移



出所 財務省、モルガンスタンレー・リサーチ

#### 高まる追加緩和論と総括的検証

マイナス金利導入以降、国内投資家のポートフォリオシフトの流れは加速したものの、インフレ率は 円高の影響が徐々に効いてくる形で下落基調にあり、インフレ期待も低位にとどまっていた。こういった中、7月の会合で日銀はETFの買入増額を決定したが、それと同時に9月に総括的検証を行うことを発表した。市場はこれを日銀の緩和の限界ととらえ、むしろ検証の結果テーパリング、もしくは利上げへと舵を切るのではとの見方が広がった。また総括的検証前の委員の発言等から、日銀はカーブをスティープ化させたいのではとの見方も広がっていた。同時期に政府の財政刺激策に絡んで第二次補正予算が編成され、超長期債が増発されるのではとの憶測もあったことから、カーブは大きくスティープニングした。

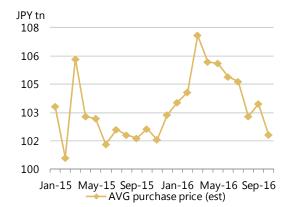
9月の総括的検証に絡んで日銀は緩和策の意図を会見等で具体的に説明するなど、これまでのサプライズスタンスから市場との対話を重視するスタンスへの変更がみてとれた。日銀はそもそも実質金利の低下させることが目的であり、実質金利が低下すれば、貸出等が刺激され、景気も回復し、インフレ率も上がると考えている。また期待インフレは実際のインフレ率にアンカーされやすく、実際のインフレ率が上昇すれば、期待インフレも上昇し、それが、さらに実質金利を低下させ、景気を刺激するという正のメカニズムを想定していた。実質金利は名目金利から期待インフレを引いたものとして定義できるが、マイナス金利+QQEの導入は名目金利を低下させることで実質金利にも低下圧力を与えるというものであった。

総括的検証の結果、マイナス金利は名目金利の押し下げに有効と判断されたが、同時に金融機関の収益性の悪化にともなう金融仲介機能の低下や、超長期金利の大幅な低下からくる年金や保険の運用利回りの悪化が人々のセンチメントに与えるマイナス面等を考慮し、日銀は現状のカーブを維持することが適当だと判断した。短期金利に加えて、長期金利にも誘導ターゲットを導入することで、イールドカーブ全体をコントロールしようという新しい試みである。これに対する意図は二つあるといえよう。一つ

は文字通り名目金利を低位に保ちつつも、過度なフラット化を避けることで人々のセンチメントの悪化等を防ごうとすること、もう一つは誘導目標を量から金利に移すことで、実質的に年間80兆円というマネタリーベースの拡大方針を緩め、テーパリングを行うことで現行のスキームをより安定的に実行できるようにするという狙いである。

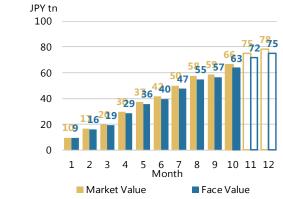
日銀のマネタリーベースの誘導目標は時価ベースであるが、3月から7月にかけて極度なブルフラット化が進んだため、購入する国債の単価が上昇した背景がある(図表7)。これを受けて日銀はこれまでたびたび国債の買入ペースを減額してきた。2016年を通して考えると現行の買入ペースでちょうど時価ベースで80兆円弱となる計算である(図表8)。なお11月の買入ペースではすでに、額面ベースでは年間72兆円程度となっている。2017年も現行の買入ペースを仮定すると、イールドカーブがほとんど動かない前提の下では、時価ベースでも年間80兆円の買入は難しいだろう。すでに一部では80兆円をめどに買入を続けるとの声明文が近いうちに削除または変更されるのではとの見方も広がっている。来年1月の買入が発表される前のタイミングで声明文に何らかの変更がある可能性は否定できない。しかしながら、来年度の国債発行計画においては、発行額が2016年度対比で7-8兆円程度減額となる見込みであること踏まえると、額面ベースで年間72兆円の買入で概ね需給が拮抗することから、現状の国債買い入れ額がさらに減額されるとは考えていない。

図表7 日銀のJGB買い入れ平均単価の推移



出所 日本銀行、モルガンスタンレー・リサーチ

#### 図表8 JGB 買い入れペースのシミュレーション

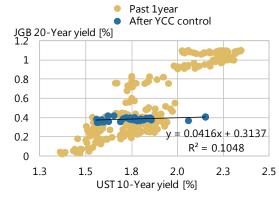


出所 日本銀行、モルガンスタンレー・リサーチ

#### イールドカーブコントロール

イールドカーブコントロール当初から市場参加 者日銀にとっての理想的なカーブとは何かを考え 手探りの状態が続いていた。黒田総裁が現状程度 のイールドカーブを想定と繰り返し言及している ことら、現在のところ市場は9月の会合前のイー ルドカーブを日銀にとって望ましいイールドカー ブの形状であると理解している。今のところイー ルドカーブコントロール政策は非常にワークして いるといえるだろう。10月以降グローバルに金利 が大きく上昇する中でも、JGB 金利はカーブ全体

図表 9 米債金利と円金利の関係



出所 財務省、モルガンスタンレー・リサーチ

にわたってほぼ横ばいで推移していた。またトランプ氏が米大統領選に当選した後、大規模な財政刺激策や規制の緩和期待等から、米金利が大きく上昇する中でも、JGB 金利は 2-3bp の金利上昇にとどまっている(図表 9)。

市場は、日銀と戦ってもしょうがないとの考えがあり、9月会合前のイールドカーブの水準から過度に金利が上下した場合は、自律的に元の水準に調整する力が働いているといえる。とりわけ、金利が大幅に上昇した場合、日銀は新たに導入した指値オペを用いて無制限に国債を購入する用意があるとしており、だれも日銀に逆らう形で金利の上値を試そうとはしていない。このため、グローバル金利に何が起ころうとも円金利への影響は限定的となろう。円金利に影響を及ぼすのは、現状日銀の金融政策スタンスのみだといえよう。

## トランプ大統領と JGB 金利への影響

これまでのグローバル金利市場の見方としては、低成長、低インフレが続く中、Fed は利上げできず、ECB や BoJ は緩和スタンスを継続するというものであった。グローバルの中銀による資金の供給が、実際の需要を大きく上回る中で、余剰資金がありとあらゆる資産の利回りを食いつぶすという世界であった。それが足元変化する兆しを見せている。

夏以降、米欧州の経済データが改善を見始める中、FEDやECBは徐々にタカ派的なトーンに変わりつつある。利上げやテーパリングが意識されることで、グローバルの金利には上昇圧力がかかっている。こういった状況にも関わらず、リスクアセットや新興国通貨は堅調な動きを見せており、金融環境の引き締めに対する体力はある程度グローバルで備わってきたと考えられる。極めつけはトランプ次期大統領の誕生であろう。当初は保護貿易主義や移民排斥等のマイナス面が懸念されたトランプ氏であったが、現状では公共投資や減税、規制緩和策等が好感され、市場は株高、ドル高、金利上昇、インフレ期待上昇と典型的なリスクオン相場が構築されつつある(図表10)。

今後 JGB 金利への影響を考えるにはドル円の動きが重要となるだろう。欧米と異なり日本では、足元のコア CPI は前年同期比 -0.5%程度と日銀の目標とする 2%からはほど遠い状況にある(図表11)。今後は原油価格や円高によるベース効果の影響が剥落するにつれてテクニカルにコア CPI が上昇する可能性が高いが、2%にはまだほど遠いだろう。仮に米国で大規模な財政刺激策が公約通り行われ、ドル円にさらなるアップサイドが出るのであれば、輸入価格の上昇を通して、コア CPI

図表 10 米大統領選挙後の各資産の推移



出所 財務省、モルガンスタンレー・リサーチ

図表 11 各国のインフレ指標の推移



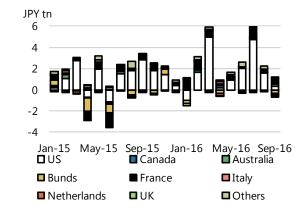
出所 モルガンスタンレー・リサーチ

も大きな伸びを見せる可能性がある。日銀は会合ごとにその時々で適切なイールドカーブの形状を判断すると言っているが、仮に実際のインフレが大きく2%に向かって上昇してくれば、彼らが理想とするイールドカーブの形状が上方シフトする可能性があり、市場参加者は会見等での発言からそれを判断することとなる。彼らがタカ派化したと市場参加者がとらえるなら、金利には大幅な上昇圧力がかかる可能性がある。

一方でトランプ大統領をめぐる政策の不透明性、特に保護貿易主義に絡んでドル円や株が下落する場合は、日銀に対する追加緩和期待が再燃し、とりわけ短期ゾーンのスワップや JGB 金利に対してポジティブな要因となろう。またドル円のさらなるダウンサイドを警戒する動きから短期ゾーンのドル円ベーシ

スのワイド化を通じて、為替ヘッジコストが高まっている。短期的なドル円下落の警戒感から為替ヘッジコストが高止まりする場合は、ヘッジ付外債の利回り低下を通じて、外債投資が抑制される可能性がある。実際に MMF 規制の施行に関する懸念や年末のターンに絡んだドル調達コストの上昇が懸念され、為替ヘッジコストが急上昇した9月には、本邦投資家の米国ソブリン債への投資は減少していた(図表12)。このような状況が続く場合、生保勢は超長期債へ資金をシフトする可能性がある。これはカーブのブルフラット化につながろう。

図表 12 本邦投資家の国別外債投資



出所 財務省、モルガンスタンレー・リサーチ

もちろん、過度なフラットニングを許容しないという日銀のスタンスを踏まえると、彼らが超長期債の購入減額に動いてくる可能性はある。ただし、弊社は9月会合時点のイールドカーブから多少かい離した程度では、日銀が減額に動いてくる可能性は低いとみている。現在の日銀の買い入れのペースは時価ベースでほぼ年80兆円となっており、"80兆円をめど"という文言を声明文から削除していない限りにおいては大きな減額に動いてくるとは想定しにくい。"石橋をたたいて渡る"ではないが、市場も日銀が輪番減額に動かないとみるや、その水準の利回りは日銀の中では許容範囲との自信を深め、徐々に金利の下値を試す展開になると思われる。

筆者は現状金利低下方向に振れる可能性が高いと考えている。現状のリスクオン市場はまだトランプ政権に対する期待に依存する部分が大きく、実際の政策が期待に届かない場合は失望を招くことになりかねない。また上述したように現状のコア CPI は日銀の目標とする 2% に向けてはまだほど遠く、ここ数か月で日銀のスタンスが大きく変化するとは考えにくい点に注目している。さらに国内投資家に関して言えば、マイナス金利以降外債投資を積極化してきたことから、今回の大統領選後の大幅な外債金利の上昇で含み損を大量に抱えている向きが多いと考える。オープン外債の比率が少ないことから為替による恩恵も小さく、株価の回復だけでは到底外債の含み損をカバーできているとは考えにくい。本邦投資家、特に銀行勢のリスク許容度の低下は貸出等へも影響してくるため、楽観的になるのはまだ時期尚早と考えている。

# 日本の格差社会の現状

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

#### 1. はじめに

日本で格差が問題とされたのは、1990年代後半からだと言われている。日本は、第2次世界大戦の敗戦で国自体が壊滅状態に陥った 1945年から 1960年ぐらいまでは、経済のみならず、国の復興期であった。その後、1960年代から 1980年ぐらいまでは高度成長期であり、経済成長が最も大きかった時代であり、その後の 10年(1980-1990年)は、「Japan as No.1」とも言われ、日本経済は絶好調であった。そのころの日本は「一億総中流社会」と言われていたように、格差とは無縁の社会と考えられていた。

しかし、1990年からのバブルの崩壊(1989年末の日経平均株価38,915円は25年たってもその半分にも達していない)から徐々に格差が広がっていったと言えよう。

トマ・ピケティ氏は、その著書「21世紀の資本」が世界中で話題となり格差拡大の現象は資本主義諸国全体の問題であり、それに歯止めをかける必要があると説いた。格差問題は、貧困問題と直結しており、住むところ、食べるものが十分に与えられていない人が多くいることが問題なのである。日本国憲法第25条「すべて国民は、健康で文化的な最低限度の生活を営む権利を有する。」に反していると考えられる。ここでは、OECD<sup>1</sup>による所得格差の国際比較、トマ・ピケティ氏<sup>2</sup>の世界各国の高所得者の所得独占度(Top10% income share)、日本の厚生労働省による所得再分配調査報告書等のデータを比較しながら、格差問題の現状に触れてみたい。

# 2. 所得格差の国際比較

OECD による所得格差の国際比較(2009-2012 年)を表1に示す。ここで示してあるジニ係数とは、所得分配の不公正性や富の偏在性を図る指標で、1936 年にイタリアの経済学者、コッラド・ジニ³によって考案された。ジニ係数は、以下の数式で求められるが、考え方としては、各世帯間の所得の差の合計が大きければ大きいほど、所得の不平等度は大きいと考え、逆にすべての世帯が同じ所得であれば、最も平等と考える。この場合、ジニ係数は0となる。また、最も不平等の場合は、1人(または1世帯)がすべての所得を独占した場合である。この場合、ジニ係数は1となる。

.

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> OECD は「Organisation for Economic Co-operation and Development:経済協力開発機構」の略で、本部はフランスのパリに置かれている。第二次大戦後、米国のマーシャル国務長官は経済的に混乱状態にあった欧州各国を救済すべきとの提案を行い、「マーシャルプラン」を発表したが、これを契機として、1948年4月、欧州16か国でOEEC(欧州経済協力機構)が発足した。これがOECDの前身にあたる。その後、欧州経済の復興に伴い1961年9月、OEEC 加盟国に米国及びカナダが加わり新たにOECDが発足した。日本は1964年にOECD 加盟国となった。

 $<sup>^2</sup>$  トマ・ピケティ 1971 年生まれ、フランスの経済学者、経済的不平等の専門家。 r (資本収益率)> g (経済成長率)が長期間続いたため、保有資本が多い金持ちはより金持ちに、比較的保有資本が少ない労働者階級は一生懸命働いても金持ちの域には達しない、つまり格差が開くという理論を提唱した。

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> イタリアの統計学者、社会学者。1884 年生まれ。社会における所得分配の不平等さを測る指標としてジニ係数を考案した。

すべての所得データのそれぞれの差  $|x_i-x_j|$ を平均したもの、すなわち以下のように定義される平均差 (MDF)

$$\text{ld} \quad MDF = \frac{1}{n(n-1)} \sum_{i=1}^{n} \sum_{i=1}^{n} |x_i - x_j|$$

となる。平均差(MDF)を平均値の2 倍で割ったものがジニ係数となる。

ジニ係数
$$GC = \frac{MDF}{2\bar{x}}$$

しかし、数式で示すと、目視ではわかりにくいので、よくローレンツ曲線を用いた図が使われる。

図1は、ローレンツ曲線を使ってジニ 係数の求め方を図示している。

ローレンツ曲線は、横軸に所得の低い 世帯から順に並べていき、縦軸には所得 の累積比率をプロットしたものである。 ジニ係数はグラフ中にあるAの面積をA + Bの面積で割って求めるのである。

ところで、表1の日本のジニ係数は 0.336となっており、OECD 諸国 35 カ国 中 10 番目に悪い数字となっている。ジニ係数は、大きいほど格差があるという意味であるが、表2のジニ係数の目安(悪さの度合い)によれば、0.3~0.4は「少し格差はあるが、競争のなかでは好ましい面もある」となっている。

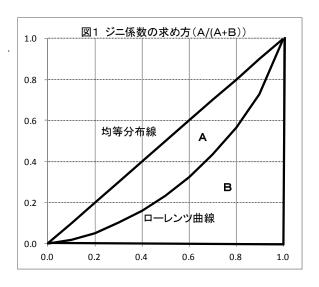
この目安では、0.4を越えると「格差がきつい」なっており、0.5を越えると「特段の事情がない限り是正を要する」となっている。

表 1 における 0.5 を越える国はチリ 1 国であり、 $0.4 \sim 0.5$  の国はメキシコとト

表1 所得格差の国際比較(2009~2012年)

| <u>衣</u> ! | かけ | <u>                                      </u> |       |
|------------|----|---|-------|
|            |    |   | ジニ係数  |
|            | 1  |   | 0.503 |
|            | 2  | メキシコ  | 0.482 |
|            | 3  | トルコ   | 0.412 |
|            | 4  | ロシア   | 0.396 |
|            | 5  |   | 0.389 |
|            |    | イスラエル   | 0.377 |
|            | 7  |   | 0.344 |
|            | 8  |   | 0.344 |
|            | 9  | ポルトガル   | 0.341 |
|            | 10 | 日本  | 0.336 |
|            | 11 | ギリシャ  | 0.335 |
|            | 12 | オーストラリア<br>ニュージーランド                           | 0.324 |
|            | 13 | ニュージーランド                                      | 0.323 |
|            | 14 | エストニア   | 0.323 |
|            | 15 | イタリア  | 0.321 |
|            | 16 | カナダ   | 0.316 |
|            | 17 | フランス  | 0.309 |
|            | 18 | 韓国  | 0.307 |
|            | 19 | ポーランド<br>アイルランド                               | 0.304 |
|            | 20 | アイルランド  | 0.302 |
|            | 21 | ドイツ   | 0.293 |
|            | 22 | ハンガリー   | 0.290 |
|            | 23 | スイス   | 0.289 |
|            | 24 | オーストリア  | 0.282 |
|            | 25 | オランダ<br>ルクセンブルグ                               | 0.278 |
|            | 26 | ルクセンブルグ                                       | 0.276 |
|            | 27 | スウェーデン  | 0.273 |
|            | 28 | ベルギー  | 0.264 |
|            |    | スロバキア   | 0.261 |
|            | 30 | フィンランド  | 0.261 |
|            | 31 | チェコ   | 0.256 |
|            | 32 | デンマーク   | 0.253 |
|            | 33 | アイルランド  | 0.251 |
|            |    | ノルウェー   | 0.250 |
|            |    | スロベニア   | 0.245 |
| (注)        |    | Income Distributio                            |       |

(注) OECD Income Distribution Databaseによる。 世帯員数で調整された等価可処分所得のジニ係数



ルコの2カ国である。

格差のきつそうなロシアでさえ、0.396 と 0.4 より小さい数字となっている。先進資本主義国でのジニ係数の順位は、1. 米国 0.389、2. 英国 0.344、3. 日本 0.336、4. フランス 0.309、5. ドイツ 0.293 となっており、日本が突出してジニ係数が高いわけではない。

表2 ジニ係数の日安

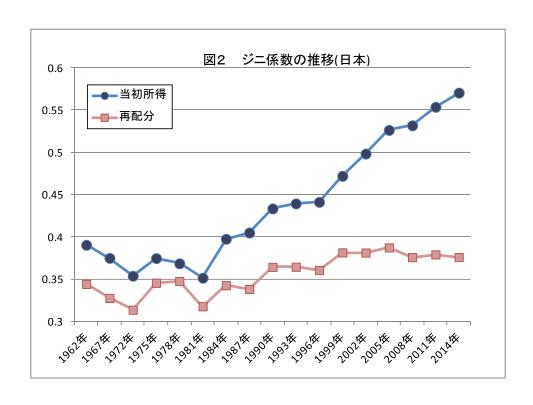
| 142 / - 17 | RXVロメ                       |
|------------|-----------------------------|
| ~0.1       | 格差をなくそうとする意図がみられる           |
| 0.1~0.2    | かなり平等であり、差異はほとんどみられない       |
| 0.2~0.3    | 社会で一般にある通常の配分型              |
| 0.3~0.4    | 少し格差があるが、競争の中での向上には好ましい面もある |
| 0.4~0.5    | 格差がきつい                      |
| 0.5~       | 特段の事情がない限り是正を要する            |

## 3. 日本でのジニ係数推移

さて、日本でのジニ係数の推移はどうなっているのであろうか?

図2は、厚生労働省が行っている所得再配分調査で示されているジニ係数をグラフ化したものである。 ここでは、当初所得および再配分所得のジニ係数があるが、再配分所得とは、当初所得から税金、社会 保険料を控除し、年金などの社会保障給付を加えたものである。2014年は当初所得 0.5704、再配分所得 0.3759 となっている。

所得再配分調査は、社会保障制度がどの程度機能しているかをその目的としているので、再配分所得のジニ係数がこの期間においてさほどの上昇を示していないことは、日本の社会保障制度が機能していることを示したいのだと思われる。表1でのOECDによるジニ係数も再配分所得のジニ係数である。

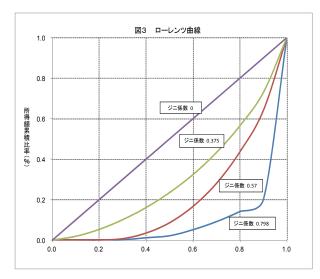


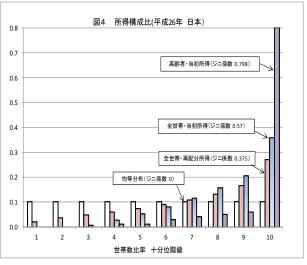
しかし、ジニ係数 0.35 程度はどのような分布になっているのであろうか?

図3ローレンツ曲線、図4所得構成比の両グラフは、不平等から完全平等までのローレンツ曲線および所得の分布状況を示したものである。完全平等(ジニ係数0)、日本における再配分所得(ジニ係数0.375)、日本における当初所得(ジニ係数0.57)、日本における高齢者(65歳以上)の当初所得(ジニ係数0.798)の4パターンにおいて、累積所得の分布と累積する前の十分位の所得比率を図示したものである。分布状況がよくわかるのは、図4の所得構成比であると思われる。この中で最も不平等のパターンであるジニ係数0.798では、第10十分位(所得上位10%が所得全体に占める割合)は0.8程度になり、極端な不平等所得分布であることがわかる。ジニ係数0.57でも、この第10十分位の比率は0.359であり、所得上位10%の世帯が所得全体の約36%を占めている。日本の再配分所得のジニ係数0.375では、所得上位10%の比率は27%であり、図4のグラフをみても、比較的緩やかなカーブとなっている。このように、不平等な分布の度合いは、ジニ係数よりも所得上位10%比率(Top 10% income share)のほうが実感として捉えやすい。

このジニ係数 0.798 の分布は高齢者世帯の当初所得分布であるが、これが再配分所得の分布のジニ係数 となると 0.3813 と全世帯の再配分所得の分布とさほど変わらなくなる。所得上位 10%比率は類推するしかないが、おそらく 30%程度ではないかと思われる。当初所得の所得上位 10%比率は 80%程度であるから再配分所得の 30%は 50% ダウンということになる。

平成 26 年度の所得再配分報告書では、高齢者世帯の当初所得の平均は 95.3 万円であるが、再配分所得は 350.2 万円と 3.6 倍に増えている。これが全世帯では、当初所得 392.6 万円、再配分所得 481.9 万円となり、23%増加にすぎない。これはもちろん、高齢者世帯のほとんどすべてが年金・恩給を受け取っているからであるが、所得分布は様変わりしている。





## 4. 世界各国の高所得者の所得独占度(Top10% income share)

トマ・ピケティ氏の「21世紀の資本」が世界中で論争を巻き起こしたが、まず、日本を含む先進資本 主義諸国での所得独占度は如何なるものかを示したものが表3である。

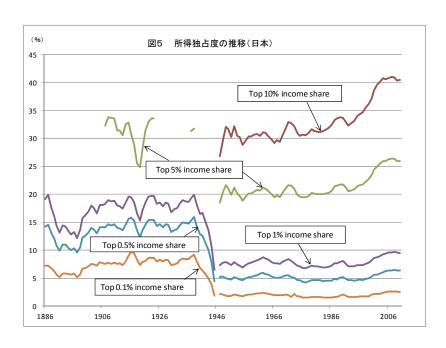
これは、トマ・ピケティ氏らが公表しているデータベース(The World Wealth and Income Database)から取り出した数字である。ピケティ氏の母国であるフランスのデータがちょっと古いため、正確な比較はできないが、米国の Top10% income share の 48.16%はやはり驚きの数字であろう。ただ、日本でも Top10% income share は 40.5%と 40%を越えている。前述の所得再配分報告書では、当初所得の Top10% が 35.0%(2011 年)となっており、5%程度の誤差がある。いずれにしても、Top10%の所得が  $35\sim40\%$ にも達しており、寡占度合いが進んでいることの証左であることは間違いがなさそうだ。ただ、所得再配分報告書で述べられているように、再配分所得では、ジニ係数 0.3759、Top10% の所得シェアが 35.9%とかなり寡占度合いが軽減されている。

表3 先進資本主義諸国の高所得者による所得独占度

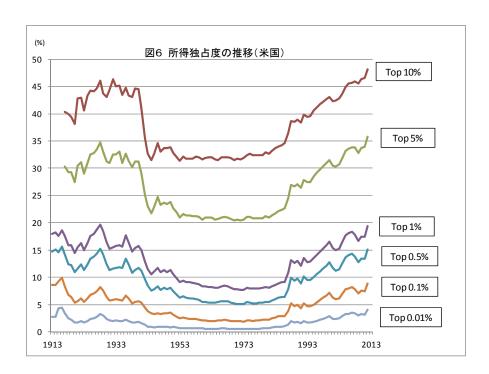
| KO NEXT EXHIBITING TOO ON NIGHT |         |        |        |          |          |  |  |  |  |  |
|---------------------------------|---------|--------|--------|----------|----------|--|--|--|--|--|
|                                 | Top 10% | Top 5% | Top 1% | Top 0.5% | Top 0.1% |  |  |  |  |  |
| 日本(2010)                        | 40.50   | 25.98  | 9.51   | 6.32     | 2.52     |  |  |  |  |  |
| 米国(2012)                        | 48.16   | 35.76  | 19.34  | 15.16    | 8.82     |  |  |  |  |  |
| 仏国(2006)                        | 32.81   | 21.98  | 8.94   | 6.15     | 2.65     |  |  |  |  |  |
| 英国(2011)                        | 39.15   | 27.58  | 12.93  | 9.50     | 4.80     |  |  |  |  |  |

次に、日本の長期間に所得独占度の推移をグラフに示したのが、図5である。

これを見ると、第 2 次世界大戦前と戦後で分断されているのが確認できる。Top10% は戦前のデータがないため、比較できないが Top5%,Top1%,Top0.5%,Top0.1% においては、独占度が 10%以上減少しているのがわかる。Top10% においては、戦後直後の数字 26.81%から 2010 年の 40.5%まで 15%近く上昇しているのが、ピケティ氏の提唱している r>g の所以であろう。



しかし、ピケティ氏は米国の所得独占度に批判の矛先を向けているように感じる。米国の長期における所得独占度の推移を示すグラフが図6である。このグラフのポイントは、Top10%と Top5%の所得シェアが、1920年代の山を上回ってきていることであろう。中でも Top10%の所得シェアは 48.16%と 50%に迫る勢いである。Top1%の所得シェアは全所得の 20%を、Top0.1%の所得シェアは全所得の 10%を越えようとしている。所得の寡占度合いは、ますます大きくなっていきそうである。



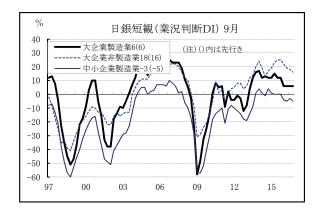
#### 5. おわりに

所得の寡占問題は、格差社会を生み、結局貧困問題に行きつく。ヨーロッパ諸国の難民問題も、移民に仕事を奪われる、移民の振る舞いが乱暴だといった昔からの住民からの苦情が問題の根源にある。それが、イギリスのEU離脱といった経済的に不利な選択を選ばせる原因となっている。2016年の米大統領選挙も明らかに今までの米国では起こり得ない選挙戦になっており、イギリスのEU離脱決定の時同様、大手メディアの予想に反して、トランプ氏が次期大統領になった。その原因は富の寡占問題に端を発していることは間違いない。格差社会を論じる際、所得のみならず、富(金融資産)の格差をも問題にするべきではあるが、今回は所得の格差のみを扱った。金融資産の格差については、次の機会としたい。欧米の格差社会が数々の問題を引き起こしている中で、現在のところ日本では格差社会が表立って問題にはなっていない。ただ、人口減少時代に入り、移民を受け入れなければ立ちいかなくなった時、ヨーロッパと同様の問題が起きる可能性は高い。

# 統計データ集

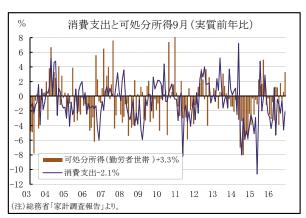
# 日本 マクロ経済

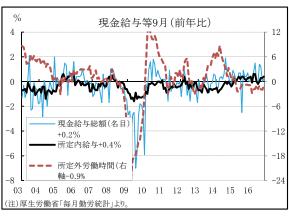




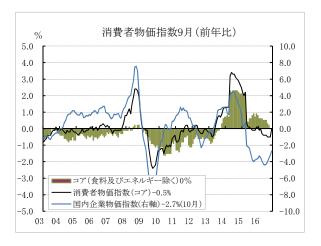




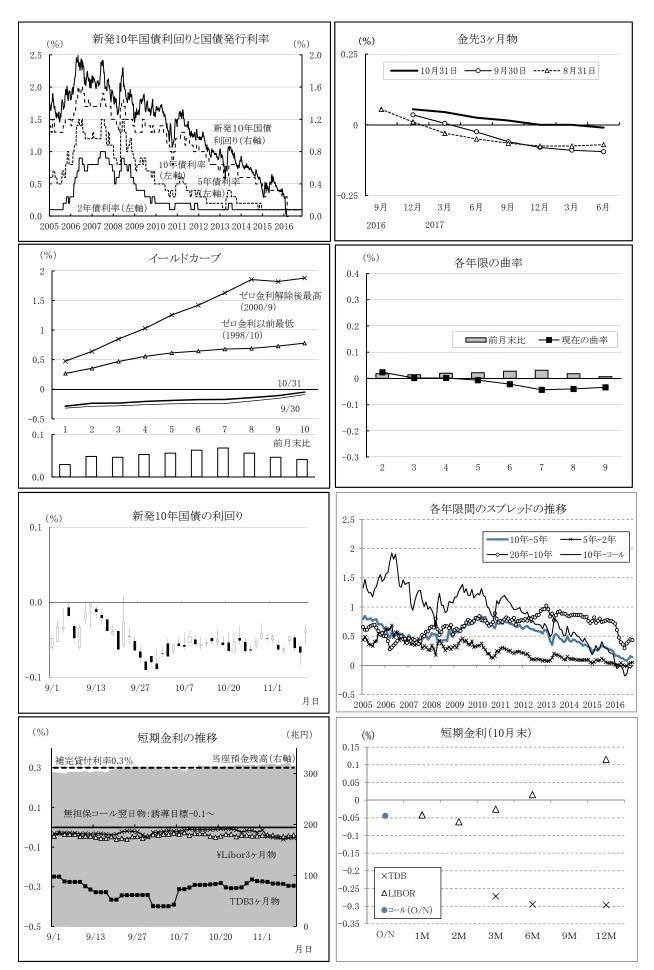








# 日本短期・債券市場

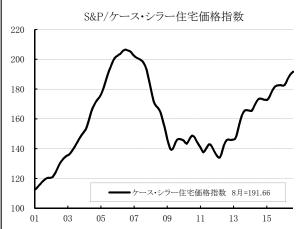


# 海外 マクロ経済









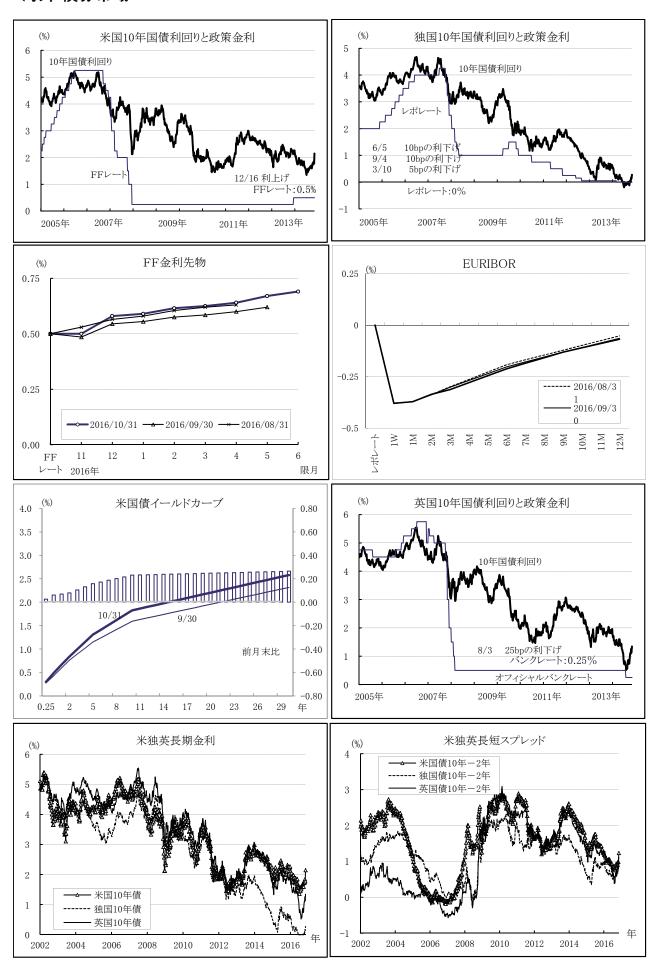




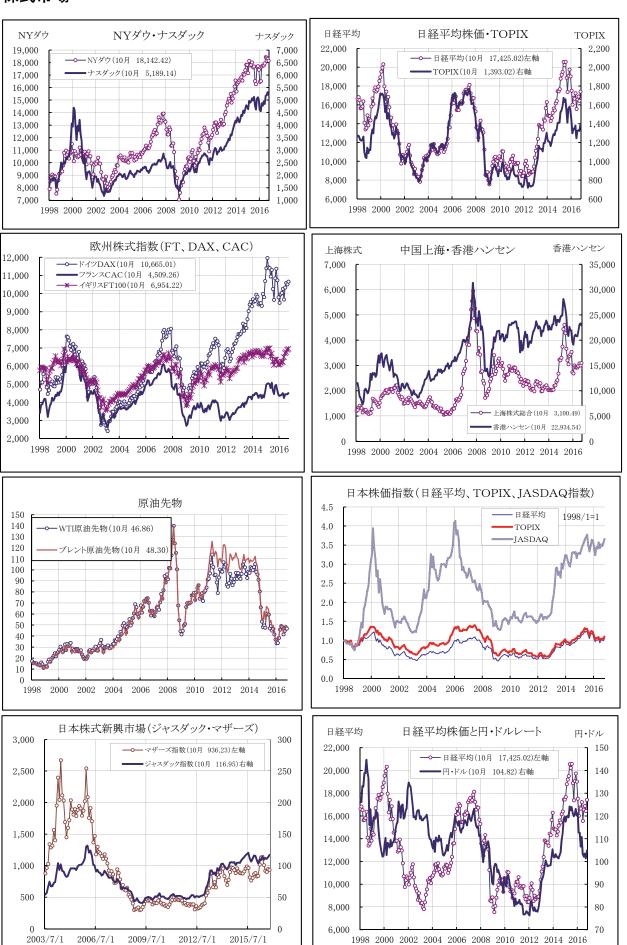




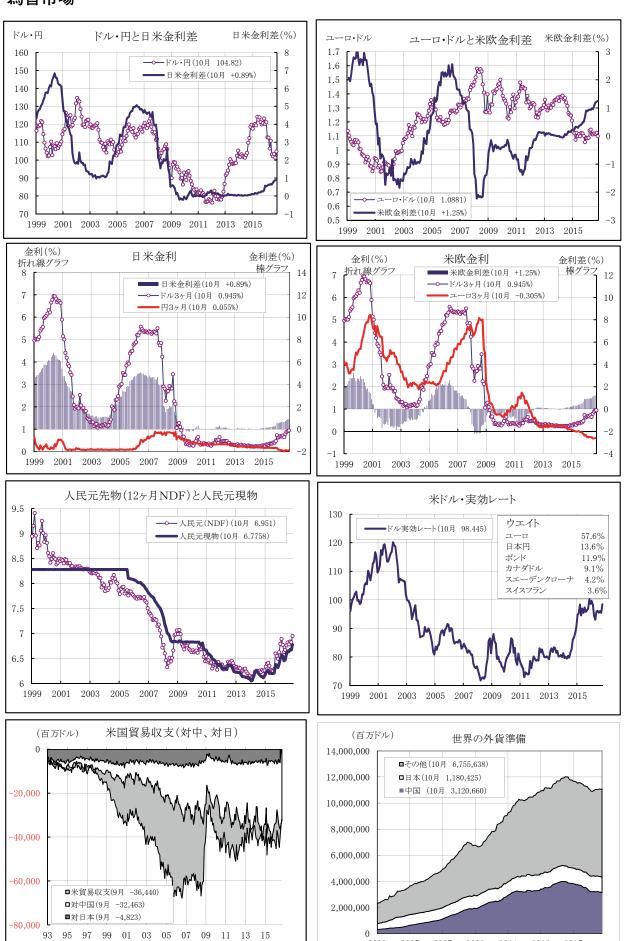
# 海外 債券市場



# 株式市場



# 為替市場



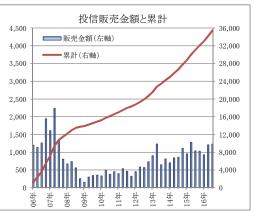
2011 2013

# 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>

|             | 販売件数       | 販売金額      | 保有口座数   | 純資産残高     |
|-------------|------------|-----------|---------|-----------|
| 年月          | (件)        | (百万円)     | (口)     | (百万円)     |
| 0005年中日刊    | ****       |           |         |           |
| 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   | _       | _         |
| 2009年度累計    | 1,279,000  | 133,885   | _       | _         |
| 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   | _       | -         |
| 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 |
| 2015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 |
| 2016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 |            |           |         |           |
| 2017年1-3月   |            |           |         |           |
| 2017年度累計    | 594,000    | 243,744   | _       | -         |
| 累計          | 13,983,022 | 3,541,599 | _       | _         |





| K              | Þうちょ銀行取扱のファンド別           | 」 分配金         | 実績・基準信               | i格・純資産              |          |                 |                 |                      |                     |    |                  |                 | (単                   | 位:百万円)              |
|----------------|--------------------------|---------------|----------------------|---------------------|----------|-----------------|-----------------|----------------------|---------------------|----|------------------|-----------------|----------------------|---------------------|
| タ 教            |                          | 分配金実績<br>(1年) | 基準価格<br>(2016.11.15) | 純資産<br>(2016.11.15) |          | ファンド名           | 分配金実績<br>(過去1年) | 基準価格<br>(2016.11.15) | 純資産<br>(2016.11.15) |    | ファンド名            | 分配金実績<br>(過去1年) | 基準価格<br>(2016.11.15) | 純資産<br>(2016.11.15) |
|                | JP4資産バランス(安定)⑥           | なし            | 10,184               | 7,809               |          | ピクテグローバル株式※①    | なし              | 13,631               | 10,717              |    | Navio南アフリカ債券⑫    | 540円            | 6,991                | 240                 |
|                | JP4資産バランス(安定成長)⑥         | なし            | 10,367               | 5,479               |          | JPM北米高配当①       | なし              | 9,576                | 77                  |    | Navioブラジル債券⑫     | 360円            | 6,644                | 86                  |
|                | JP4資産バランス(成長)⑥           | なし            | 10,543               | 2,618               |          | 新光世界インフラ株式②     | 480円            | 6,543                | 917                 |    | Navioインド債券⑫      | 600円            | 10,685               | 1,101               |
|                | 野村資産設計2015②              | 120円          | 10,482               | 1,133               | 毋        | グローイング台湾株式②     | なし              | 9,339                | 37                  |    | 三菱UFJ欧州債券⑫       | 120円            | 9,949                | 988                 |
|                | 野村資産設計2020②              | 10円           | 10,261               | 881                 | 作性       | マニュライフカナダ株式※④   | なし              | 8,247                | 4,062               |    | 同(為替ヘッジなし)⑫      | 105円            | 7,897                | 20                  |
|                | 野村資産設計2025②              | 10円           | 10,256               | 840                 | ホオ       | グローイングブラジル株式②   | なし              | 9,177                | 13                  |    | ピムコグローバル債券⑫      | 480円            | 12,024               | 18                  |
|                | 野村資産設計2030②              | 10円           | 10,303               | 703                 | -        | 野村ユーロトップB※②     | なし              | 7,595                | 7,226               |    | 同(為替ヘッジあり)⑫      | 480円            | 8,914                | 37                  |
| ١.             | 。野村資産設計2035②             | 5円            | 10,055               | 475                 |          | エマージング好配当①      | 230円            | 7,339                | 3                   |    | メキシコ債券オープン※⑫     | 1380円           | 5,777                | 30,616              |
| =              | 野村資産設計2040②              | 5円            | 9,846                | 1,283               |          | JPM医療関連株式※④     | なし              | 7,235                | 75,626              |    | インドネシア・ルピア債券⑫    | 480円            | 8,055                | 5                   |
| 1              | 野村資産設計2045②              | 10円           | 17,302               | 108                 | } H      | ピクテプレミアムブラント※④  | 100円            | 9,741                | 19,985              | 海  | アジアハイイールド債券※⑫    | 1200円           | 8,256                | 521                 |
| 5              | KBBCワールド(安定)①            | 100円          | 10,021               | 7,651               | 合        | オーストラリア好配当※⑫    | 720円            | 8,289                | 20                  | 加加 | 同(為替ヘッジなし)※⑫     | 1800円           | 11,601               | 786                 |
|                | HSBCワールド(安定成長)①          | 100円          | 10,102               | 4,140               | 券        | ニッセイ日本債券⑫       | 120円            | 9,826                | 13,214              | オー | USストラテジック※⑫      | 240円            | 9,398                | 5,758               |
|                | HSBCワールド(成長)①            | 100円          | 10,190               | 1,799               |          | eMAXIS 国内債券※①   | なし              | 11,601               | 23,456              | 贝光 | 同(為替ヘッジなし)※⑫     | 720円            | 9,259                | 28,952              |
|                | 野村6資産(安定)⑥               | なし            | 11,411               | 38,658              |          | Navioマネープール②    | なし              | 10,003               | 2                   | 分  | 新興国ハイイールド債券A⑫    | 10円             | 9,908                | 1,872               |
|                | 野村6資産(分配)⑥               | なし            | 9,353                | 121,821             |          | 日興五大陸債券⑫        | 300円            | 8,180                | 67,183              |    | 新興国ハイイールド債券B位    | 480円            | 6,543                | 917                 |
|                | 野村6資産(成長)⑥               | なし            | 10,853               | 32,339              |          | 三菱UFJ高金利債券⑫     | 840円            | 8,419                | 81,318              |    | ピムコハイインカム※⑫      | 360円            | 6,887                | 91,597              |
|                | スマートファイブ⑫                | 480円          | 10,293               | 62,170              |          | ダクロ成長国セル外債券※⑩   | 705円            | 4,783                | 33,385              |    | 同(為替ヘッジ付き)※⑫     | 480円            | 8,444                | 3,767               |
|                | スマートファイブ①                | なし            | 11,680               | 8,418               |          | ダイワ成長国セレクト債券※①  | なし              | 8,739                | 378                 |    | DIAMアジアソブリン債券⑫   | なし              | 8,690                | 175                 |
|                | 東京海上·円資産⑫                | 360円          | 11,702               | 255,470             |          | 野村米国ハイイールド⑫     | 1800円           | 10,541               | 12,951              |    | 欧州ハイイールド債券※⑫     | 860円            | 9,727                | 507                 |
|                | 大和インデックス225①             | 160円          | 13,038               | 33,573              |          | 同(為替ヘッジあり)⑫     | 540円            | 9,190                | 3,759               |    | 同(為替ヘッジなし)※⑫     | 1240円           | 11,189               | 576                 |
|                | SMTAM JPX 日経400⑫         | なし            | 11,061               | 4,729               |          | 野村米国ハイイールド①     | なし              | 11,240               | 1,045               |    | 三菱UFJバランス⑫       | 240円            | 9,560                | 1                   |
|                | GS日本株式※②                 | 10円           | 9,333                | 8,617               |          | 同(為替ヘッジあり)①     | なし              | 10,299               | 282                 |    | 同(為替ヘッジなし)⑫      | 240円            | 8,831                | 2                   |
| 3              | □ 日本株式SRI①               | なし            | 7,521                | 2,931               | اے.      | エマージング・ソブリン※⑫   | 700円            | 7,575                | 30,318              |    | 三菱UFJバランス①       | なし              | 9,902                | 2                   |
| P <sup>t</sup> | フィデリティ日本配当④              | 120円          | 9,738                | 9,967               | 7 #      | 同(為替ヘッジあり)※⑫    | 540円            | 8,936                | 34,715              |    | 同(為替ヘッジなし)①      | なし              | 9,162                | 2                   |
| 杉              | ₹eMAXIS TOPIX <b>※</b> ① | なし            | 17,645               | 28,110              | かき       | エマソブ(資産成長)※①    | なし              | 12,473               | 613                 |    | MHAM Jリート⑫       | 480円            | 9,499                | 578                 |
| Ī              | 三菱UFJ日本優良株①              | 50円           | 9,390                | 2,642               | <b>火</b> | 同(為替ヘッジあり)※⑫    | なし              | 11,074               | 279                 | R  | DIAM世界リート⑫       | 600円            | 4,200                | 210,974             |
|                | JPMジャパンプライム①             | なし            | 9,580                | 132                 | "        | DWSグローバル公益債券※⑫  | 480円            | 9,666                | 105,328             | F  | ダイワUS-REITA※⑫    | 720円            | 8,038                | 7,303               |
|                | 新光日本小型株①                 | 1000円         | 11,632               | 149                 |          | 同(為替ヘッジなし)※⑫    | 480円            | 10,391               | 20,797              | ļ  | ダイワUS-REITB※⑫    | 960円            | 4,126                | 677,997             |
|                | 生活基盤関連株式①                | 80円           | 10,494               | 5,216               |          | 三菱UFJ米高格付債券⑩    | 120円            | 9,512                | 1,065               | Ļ  | eMAXIS 国内リート※①   | なし              | 24,934               | 12,628              |
|                | SMTAM NYダウ①              | なし            | 11,621               | 2,503               |          | 同(為替ヘッジなし)⑫     | 120円            | 8,841                | 877                 | ľ  | eMAXIS 先進国リート※①  | なし              | 23,166               | 11,053              |
|                | 日興五大陸株式④                 | 270円          | 8,986                | 15,605              |          | 高金利先進国債券※⑫      | 630円            | 5,752                | 294,469             |    | ニッセイ世界リート※⑫      | 1440円           | 7,711                | 9,939               |
| 洋              | F DIAM高配当株式⑫             | 1560円         | 11,179               | 12,390              |          | 高金利先進国債券※①      | 10円             | 16,055               | 14,746              |    | ニッセイ世界リート※②      | なし              | 11,935               | 339                 |
| 9              | 新光サザンアジア株式②              | 2400円         | 8,562                | 95                  |          | eMAXIS 先進国債券※①  | なし              | 12,329               | 22,943              |    | アジアリートオープン※⑫     | 240円            | 10,048               | 9                   |
| 杉              | * 米国成長株オープン①             | 118円          | 8,861                | 1,120               |          | eMAXIS 新興国債券※①  | なし              | 11,236               | 5,842               | そ  | フォーシーズン※⑫        | 240円            | 6,989                | 5,994               |
| Ī              | eMAXIS 先進国株式※①           | なし            | 20,039               | 33,994              |          | Navioオーストラリア債券① | 180円            | 10,711               | 255                 | の  | ステートストリートゴールド①   | なし              | 6,413                | 324                 |
|                | eMAXIS 新興国株式※①           | なし            | 11,526               | 24,225              |          | Navioカナダ債券⑫     | 60円             | 10,193               | 218                 | 他  | ピムコUSハイインカムローン※⑫ | 360円            | 9,223                | 1,404               |
| L              | ピクテグローバル株式※⑫             | 600円          | 3,612                | 644,831             |          | Navioトルコ債券⑫     | 600円            | 7,111                | 247                 |    | 同(為替ヘッジなし)※⑫     | 960円            | 9,314                | 11,518              |
| ×              | 《印 ゆうちょ銀行以外でも販売          | も ⑫毎月決        | 算型 ⑥年                | 6回決算 ④年             | F-4      | 回決算 ②年2回決算 ①年   | 1回決算            |                      |                     |    | 合 計              |                 |                      | 3,391,598           |

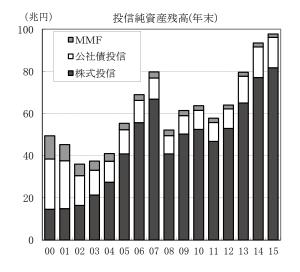
(単位:億円)

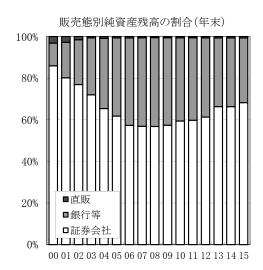
|          |        |           |             | 株           | 式投信            |         |         |         |       | 公社      | 債投信     |         |         |
|----------|--------|-----------|-------------|-------------|----------------|---------|---------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|
| タイプ      |        |           |             | 迫           | 加型             |         |         |         |       |         |         |         |         |
| 末        | 単位型    | 国内<br>株式型 | バランス .<br>型 | うち毎月<br>決算型 | ファンドオ<br>ブファンズ | その他     | 小計      | 計       | 単位型   | 追加型     | うちMMF   | 計       | 証券投信計   |
| 2000年12月 | 3,736  | -         | -           | -           | _              | -       | 142,369 | 146,105 | 6,783 | 341,103 | 109,711 | 347,886 | 493,992 |
| 2001年12月 | 6,173  | -         | -           | -           | _              | -       | 142,881 | 149,054 | 4,934 | 298,818 | 77,228  | 303,752 | 452,807 |
| 2002年12月 | 6,979  |           | -           | -           | _              | -       | 156,749 | 163,728 |       | 192,537 |         | 196,432 |         |
| 2003年12月 | 11,613 | -         | -1          | -           | _              | -       | 201,780 | 213,393 |       | 157,730 |         | 160,963 |         |
| 2004年12月 | 17,998 | 51,088    |             |             |                | 74,491  | 256,354 | 274,352 |       | 133,476 |         | 135,614 |         |
| 2005年12月 | 19,450 |           | 159,380     |             |                | 11,548  | 306,022 | 408,289 |       | 124,143 |         | 126,967 |         |
| 2006年12月 | 18,752 | 82,058    |             | 164,505     | 133,503        | 122,883 | 537,826 | 556,578 | 2,494 | 130,202 |         | 132,696 | 689,276 |
| 2007年12月 | 18,762 |           | 227,469     |             | 200,411        | 156,295 | 649,083 | 667,845 |       | 128,262 | 29,170  |         |         |
| 2008年12月 | 12,878 |           | 180,202     |             | 104,161        | 77,724  | 395,555 | 408,433 |       | 112,066 |         | 113,042 |         |
| 2009年12月 | 15,229 | 33,712    |             | 164,535     |                | 102,057 | 487,207 | 502,436 |       | 111,477 |         |         |         |
| 2010年12月 | 12,661 | 29,528    |             | 154,715     | 201,084        | 98,641  | 511,984 | 524,645 |       | 112,111 |         |         |         |
| 2011年12月 | 8,814  | 23,709    |             | 131,192     | 198,929        | 80,184  | 458,806 | 467,619 |       | 109,731 |         | 110,105 | ,       |
| 2012年12月 | 12,753 |           | 154,535     |             | 236,889        | 103,800 | 516,386 | 529,139 |       | 110,894 |         |         |         |
| 2013年12月 | 14,798 |           | 151,525     |             | 285,464        | 152,375 | 635,476 | 650,274 | 245   | 164,468 | 19,259  | 164,713 | 815,232 |
| 2014年12月 | 17,911 | 44,979    | 161,496     | 123,272     | 357,558        | 189,010 | 753,043 | 770,954 | 148   | 163,943 | 19,758  | 164,091 | 935,045 |
| 2015年12月 | 17,342 | 51,413    | 149,727     | 106,455     | 337,796        | 254,440 | 800,039 | 817,381 | 126   | 160,053 | 16,427  | 160,180 | 977,562 |
| 2016年7月  | 16,002 | 46,174    | 139,288     | 93,480      | 316,047        | 251,649 | 753,158 | 769,160 | 116   | 118,757 | 8,159   | 118,874 | 888,035 |
| 8月       | 15,681 | 45,001    | 138,363     | 92,429      | 310,511        | 257,871 | 751,746 | 767,427 | 115   | 113,564 | 4,338   | 113,680 | 881,108 |
| 9月       | 15,437 | 44,940    | 136,842     | 90,807      | 301,093        | 272,387 | 755,262 | 770,700 | 116   | 116,914 | 4,023   | 112,691 | 887,732 |
| 10月      | 14,891 | 46,397    | 137,965     | 91,399      | 303,852        | 278,175 | 766,389 | 781,280 | 116   | 114,744 | 668     | 114,861 | 896,142 |

<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      | 証券会社    |       | 銀行       | 等     | 直則     | 턴    |         |      |
|----------|---------|-------|----------|-------|--------|------|---------|------|
| 末        | 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% | ,       | 100% |
| 2006年12月 | 394,956 | 57.3% | 289,996  | 42.1% | 4,325  | 0.6% | , .     | 100% |
| 2007年12月 | 453,232 | 56.8% | 339,963  | 42.6% | 4,412  | 0.6% | _       | 100% |
| 2008年12月 | 296,043 | 56.8% | 222,664  | 42.7% | 2,770  | 0.5% |         | 100% |
| 2009年12月 | 352,527 | 57.4% | 258,387  | 42.0% | 3,636  | 0.6% |         | 100% |
| 2010年12月 | 378,664 | 59.4% | 254,706  | 40.0% | 3,831  | 0.6% |         | 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% | ′ .     | 100% |
| 2014年12月 | 621,244 | 66.4% | 307,819∎ | 33.0% | 5,983  | 0.7% | , .     | 100% |
| 2015年12月 | 669,652 | 68.5% | 301,512∎ | 30.8% | 6,397∎ | 0.7% | 977,562 | 100% |
| 2016年7月  | 600,146 | 67.6% | 281,849  | 31.7% | 6,041  | 0.7% | 888,036 | 100% |
| 8月       | 596,279 | 67.7% | 278,740  | 31.6% | 6,090  | 0.7% | 881,109 | 100% |
| 9月       | 606,323 | 68.3% | 275,307  | 31.0% | 6,099  | 0.7% | 887,731 | 100% |
| 10月      | 615,688 | 68.7% | 274,129  | 30.6% | 6,326  | 0.7% | 896,144 | 100% |





# ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

| <b>-</b> - |           |         |         |          |         |           |           |       | 債券貸借取引         | その他負債   | 各種引当金  | 繰延税金負  | 4 44 4 -1 |
|------------|-----------|---------|---------|----------|---------|-----------|-----------|-------|----------------|---------|--------|--------|-----------|
| 年月         | 貯金        | うち      | うち      | <u> </u> | うち      | うち        | うち        | 55    | 受入担保金          | 等       | 等      | 債      | 負債合計      |
|            |           | 振替貯金    | 通常貯金    | 貯蓄貯金     | 定期貯金    | 定額貯金      | 特別貯金      | その他貯金 | 7C7 13-111-111 | ,       | ,      |        |           |
| 2005年3月    | 2,161,129 | 52,042  | 556,997 |          | 116,586 | 1,432,073 |           | 3,431 |                | 427,809 | 6,991  |        | 2,595,928 |
| 2006年3月    | 2,039,053 | 58,104  | 563,529 |          | 79,624  | 1,334,888 |           | 2,908 |                | 361,758 | 6,899  |        | 2,407,711 |
| 2007年3月    | 1,919,573 | 61,347  | 560,632 |          | 96,310  | 1,198,940 |           | 2,344 |                | 306,281 | 6,288  |        | 2,232,138 |
| 2007年9月    | 1,865,159 | 64,518  | 543,698 |          | 115,978 | 1,138,865 |           | 2,100 |                | 273,659 | 10,448 |        | 2,149,299 |
| 2008年3月    | 1,817,437 | 75,005  | 482,435 | 5,110    | 57,988  | 97,966    | 1,095,196 | 3,737 |                | 221,973 | 1,316  |        | 2,040,723 |
| 2009年3月    | 1,774,798 | 72,700  | 461,098 | 4,666    | 174,086 | 290,589   | 768,353   | 3,307 | 8,048          | 98,824  | 1,342  |        | 1,883,012 |
| 2010年3月    | 1,757,976 | 75,977  | 439,598 | 4,286    | 268,477 | 352,479   | 614,133   | 3,026 | 62,360         | 35,238  | 1,360  | 1,452  | 1,858,388 |
| 2011年3月    | 1,746,532 | 87,147  | 446,935 | 4,222    | 219,113 | 535,144   | 450,952   | 3,018 | 80,839         | 13,119  | 1,384  | 1,624  | 1,843,497 |
| 2012年3月    | 1,756,354 | 94,741  | 449,741 | 4,112    | 184,267 | 669,506   | 351,392   | 2,596 | 83,021         | 15,376  | 1,411  | 3,854  | 1,860,017 |
| 2013年3月    | 1,760,961 | 102,100 | 449,002 | 4,026    | 184,267 | 715,607   | 299,587   | 2,461 | 94,432         | 24,876  | 3,368  | 8,705  | 1,888,431 |
| 2014年3月    | 1,766,128 | 109,257 | 452,381 | 3,964    | 147,814 | 789,947   | 260,219   | 2,545 | 106,676        | 25,111  | 2,577  | 9,992  | 1,910,484 |
| 2015年3月    | 1,777,107 | 117,473 | 461,400 | 3,934    | 135,699 | 835,833   | 220,725   | 2,040 | 135,701        | 35,761  | 1,559  | 14,406 | 1,965,490 |
| 2016年3月    | 1,778,719 | 138,746 | 474,659 | 3,884    | 114,411 | 855,501   | 189,675   | 1,841 | 131,235        | 25,329  | 1,557  | 12,112 | 1,955,478 |

< 貯金残高と前期末増減額(四半期) >

(単位:億円)

| F II     | Bb / 45 = |                |         |                 |           |                 |        |              |
|----------|-----------|----------------|---------|-----------------|-----------|-----------------|--------|--------------|
| 年月       | 貯金残高      |                | うち      | 流動性貯金の          | うち        | 定期性貯金の          | うち     | その他貯金の       |
|          |           | 前期末増減額         | 流動性貯金   | 前期末増減額          | 定期性貯金     | 前期末増減額          | その他の貯金 | 前期末増減額       |
| 2015年12月 | 1,784,063 | 12,753         | 630,079 | 14,406          | 1,151,332 | <b>▲</b> 2,348  | 2,652  | 696          |
| 2016年3月  | 1,778,719 | <b>▲</b> 5,344 | 617,289 | <b>▲</b> 12,790 | 1,159,587 | 8,255           | 1,841  | <b>▲</b> 811 |
| 6月       | 1,794,290 | 15,571         | 652,978 | 35,689          | 1,139,695 | <b>▲</b> 19,892 | 1,617  | <b>▲</b> 224 |
| 9月       | 1,788,309 | <b>▲</b> 5,981 | 648,431 | <b>▲</b> 4,547  | 1,138,183 | <b>▲</b> 1,512  | 1,694  | 77           |

## <特別貯金残高と前月末増減額>

(単位:億円)

<各種金利> (単位:%)

| 年月                         | 特別貯金残高         | 特別貯金の           | 通常郵便貯金 | 通常郵便貯金の | 定額郵便貯金  | 定額郵便貯金の         |
|----------------------------|----------------|-----------------|--------|---------|---------|-----------------|
|                            |                | 前月末増減額          | 残高     | 前月末増減額  | 残高      | 前月末増減額          |
| 2016年7月                    | 180,047        |                 | 20,824 |         | 159,214 |                 |
| 8月                         | 169,293        | <b>▲</b> 10,754 | 21,864 | 1,040   | 147,421 | <b>▲</b> 11,793 |
| 9月                         | 160,607        | <b>▲</b> 8,686  | 22,313 | 449     | 138,294 | <b>▲</b> 9,127  |
| 10月                        | 152,790        | <b>▲</b> 7,817  | 22,749 | 436     | 130,040 | <b>▲</b> 8,254  |
| ( ) + > + =   Lil, n + ( ) | L ACTION A NO. | ちゅう ヘー・ナッ       |        |         |         |                 |

- (注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。
  (注)2 定期性貯金は、振替貯金、連開貯金、産期貯金、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。

| 年月      | 財政融  | 定額貯金 |         |
|---------|------|------|---------|
| 平月      | 預託金利 | 貸付金利 | <b></b> |
| 2016年6月 | 0.01 | 0.1  | 0.01    |
| 7月      | 0.01 | 0.1  | 0.01    |
| 8月      | 0.01 | 0.1  | 0.01    |
| 9月      | 0.01 | 0.1  | 0.01    |
| 10月     | 0.01 | 0.01 | 0.01    |

- (注)1「預託金利」は9年以上10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<br>(その他) | 金銭の信<br>託 | 貸出金    | 現金預け<br>金等 | その他の<br>資産等 | 資産合計      |
|---------|-----------|-----------|--------|---------|--------------|-----------|--------|------------|-------------|-----------|
| 2005年3月 | 1,325,462 | 1,126,280 | 93,182 | 74,861  | 31,139       | 33,881    | 37,084 | 63,981     | 1,188,242   | 2,648,650 |
| 2006年3月 | 1,522,415 | 1,325,998 | 86,592 | 78,415  | 31,410       | 33,213    | 41,270 | 70,931     | 809,669     | 2,477,498 |
| 2007年3月 | 1,650,165 | 1,467,211 | 81,306 | 74,318  | 27,328       | 19,272    | 43,760 | 83,048     | 520,037     | 2,316,282 |
| 2007年9月 | 1,705,093 | 1,552,109 | 80,077 | 70,231  | 2,675        | 6,031     | 45,616 | 65,035     | 403,383     | 2,225,158 |
| 2008年3月 | 1,725,320 | 1,567,731 | 74,992 | 78,017  | 4,580        | 4,126     | 37,715 | 126,608    | 227,723     | 2,121,492 |
| 2009年3月 | 1,735,511 | 1,554,902 | 61,772 | 104,233 | 14,604       | 12,247    | 40,316 | 68,425     | 108,309     | 1,964,808 |
| 2010年3月 | 1,782,307 | 1,558,916 | 52,892 | 122,812 | 47,678       | 10,154    | 40,225 | 73,221     | 40,877      | 1,946,784 |
| 2011年3月 | 1,750,264 | 1,464,610 | 56,588 | 129,078 | 99,980       | 18,068    | 42,388 | 100,972    | 22,742      | 1,934,434 |
| 2012年3月 | 1,759,533 | 1,449,398 | 57,356 | 128,464 | 124,306      | 37,154    | 41,345 | 98,246     | 21,921      | 1,958,199 |
| 2013年3月 | 1,715,966 | 1,381,987 | 58,061 | 118,530 | 157,378      | 30,389    | 39,680 | 98,246     | 114,126     | 1,998,407 |
| 2014年3月 | 1,660,579 | 1,263,911 | 55,504 | 113,842 | 227,313      | 29,190    | 30,763 | 194,636    | 109,961     | 2,025,129 |
| 2015年3月 | 1,561,697 | 1,067,670 | 55,251 | 109,829 | 328,936      | 34,916    | 27,839 | 333,010    | 124,331     | 2,081,793 |
| 2016年3月 | 1,440,768 | 822,556   | 58,565 | 105,677 | 453,956      | 35,611    | 25,420 | 458,950    | 109,811     | 2,070,560 |

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

| (畄位・  | 百万円)      |
|-------|-----------|
| (+)1/ | D /J   1/ |

|    | <ul><li>「日間証力"。</li></ul> |             |                    |           | ロロプックリスクリング | _          |                 | (十四:日/313) |                 |             |                    |  |  |
|----|---------------------------|-------------|--------------------|-----------|-------------|------------|-----------------|------------|-----------------|-------------|--------------------|--|--|
| ſ  | 年月                        | 玉           | 債                  | 地フ        | <b>占債</b>   | 社          | 債               | その         | )他              | 合           | 計                  |  |  |
| 十八 |                           | 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               |  |  |
| ſ  | 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 |                    |  |  |
|    | 2006年3月                   | 131,503,878 | <b>▲</b> 1,410,810 | 8,726,076 | 66,063      | 7,831,629  | <b>▲</b> 64,778 | 3,140,979  | 129,307         | 151,202,562 | <b>▲</b> 1,280,218 |  |  |
|    | 2007年3月                   | 146,655,629 | <b>▲</b> 84,260    | 8,186,157 | 54,985      | 7,437,548  | <b>▲</b> 19,497 | 2,732,812  | 298,289         | 165,012,146 | 249,517            |  |  |
| ı  | 2007年9月                   | 155,429,521 | 237,829            | 8,053,571 | 45,517      | 7,030,001  | <b>▲</b> 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    | <b>▲</b> 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  | <b>▲</b> 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                   | , ,         | 3,557,112          | 5,801,992 | 172,725     | 13,039,637 | 272,822         | 13,118,641 | 305,794         | 179,700,453 | 4,308,453          |  |  |
|    | 2013年3月                   | 141,195,583 | 4,277,646          | 5,858,955 | 198,094     | 12,061,567 | 361,801         | 16,478,360 | 1,413,743       | 175,594,471 | 6,268,991          |  |  |
|    | 2014年3月                   | 128,676,055 | 3,459,933          | 5,578,339 | 147,871     | 11,544,286 | 291,860         | 23,471,206 | 2,293,299       | 169,269,892 | 6,192,964          |  |  |
|    | 2015年3月                   | 108,835,343 | 3,450,331          | 5,537,856 | 131,712     | 11,117,512 | 272,531         | 33,773,548 | 3,490,364       | 159,264,267 | 7,344,939          |  |  |
|    | 2016年3月                   | 82,255,653  | 3,807,785          | 5,856,508 | 129,697     | 10,567,709 | 278,039         | 45,659,078 | 1,865,318       | 144,338,951 | 6,080,842          |  |  |

<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     |         |         |         |  |
|---------|-----------|------------------|-----------|-----------|-----------|---------|-----------|---------|---------|---------|--|
|         |           | 左假               | 貝座%同      | 国内株式      | 国内債券      | 外国株式    | 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   | <b>▲</b> 102,618 | 395,341   | 334,035   |           | 61,306  | 334,035   | 31,936  | 12,133  | 17,236  |  |
| 2009年3月 | 1,224,742 | <b>▲</b> 194,135 | 1,148,823 | 995,990   | 152,719   | 114     | 1,148,710 | 113     |         |         |  |
| 2010年3月 | 1,015,355 | 71,311           | 942,948   | 773,668   | 169,280   |         | 942,948   |         |         |         |  |
| 2011年3月 | 1,806,768 | 137,194          | 1,572,617 | 1,113,724 | 174,694   | 284,198 | 1,288,419 | 201,602 | 28,095  | 54,500  |  |
| 2012年3月 | 3,715,446 | 238,628          | 3,588,240 | 1,670,834 | 1,710,319 | 207,086 | 3,381,153 | 190,431 | 0       | 16,654  |  |
| 2013年3月 | 3,038,863 | 497,674          | 2,876,099 | 1,579,002 | 1,297,096 | 0       | 2,876,098 |         | 0       |         |  |
| 2014年3月 | 2,919,003 | 655,682          | 2,897,283 | 1,609,435 | 1,287,846 | 0       | 2,897,282 |         | 0       |         |  |
| 2015年3月 | 3,491,637 | 1,170,895        | 3,466,042 | 2,146,168 | 1,288,771 | 31,103  | 3,434,939 |         | 12,346  | 18,756  |  |
| 2016年3月 | 3,561,110 | 883,889          | 3,172,037 | 1,878,626 | 1,293,411 | 0       | 3,172,037 |         | 0       |         |  |

<証券化商品の保有状況>

(単位:億円)

| 年日      | 年月 RMBS |             | CLO  |      | その他   |            | CDO  |      | RMBS(国外) |             | 合 計    |             |
|---------|---------|-------------|------|------|-------|------------|------|------|----------|-------------|--------|-------------|
| 平月      | 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   | <b>▲</b> 50 | 713  | 5    | 636   | <b>▲</b> 1 |      |      |          |             | 8,396  | <b>▲</b> 46 |
| 2010年3月 |         | 154         | 910  | 19   | 2,738 | 22         | 136  | 0    |          |             | 12,866 | 197         |
| 2011年3月 |         | 183         | 947  | 35   | 473   | 0          | 119  | 1    |          |             | 12,383 | 221         |
| 2012年3月 |         | 369         | 946  | 48   | 197   | 0          | 100  | 2    | 251      | 14          | 13,159 | 435         |
| 2013年3月 |         | 369         | 945  | 57   | 44    | 0          | 80   | 2    | 2,118    | 196         | 13,793 | 799         |
| 2014年3月 |         | 481         | 944  | 44   | 120   | 0          | 60   | 1    | 2,610    | 537         | 14,702 | 1,065       |
| 2015年3月 |         | 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    | <b>▲</b> 43 | 17,025 | 698         |

(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)

|         | アウトライ  |             |                          | VaR    |        |        |        |                 |
|---------|--------|-------------|--------------------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|
| 年月      | ヤー比率   | 経済価値低下<br>額 | 広義の自己資<br>本(Tier1+Tier2) | 年度末値   | 最大値    | 最小値    | 平均値    | VaR 期 間         |
| 2009年3月 | 22.18% | 18,083      | 81,254                   | 15,601 | 24,013 | 15,601 | 15,601 |                 |
| 2010年3月 | 24.15% | 20,227      | 83,752                   | 17,124 | 18,174 | 15,191 | 16,753 |                 |
| 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 |

(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)

|         | エクスポー     |              |               |           |        |       | 信用リスク・ア | リス:       | クウエイト区グ | 分ごとのエクス | ペポージャー |            |
|---------|-----------|--------------|---------------|-----------|--------|-------|---------|-----------|---------|---------|--------|------------|
| 年月      | ジャー額      | 貸出金・預け<br>金等 | 機構への担<br>保の提供 | 有価証券      | デリバティブ | その他   | セット額    | 0%        | 10%     | 20%     | 50%    | 100%以<br>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 | 142,586 | 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 | 149,475 | 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 | 130,107 | 2,127,412 | 44,652  | 137,306 | 53,148 | 71,607     |
| 2015年3月 | 2,449,551 | 724,485      | 216,133       | 1,503,495 | 975    | 4,463 | 163,111 | 2,065,931 | 42,456  | 171,673 | 67,832 | 90,615     |

(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)

| <u> </u> | / · · - · | ŢI        | . ,       |            |                  |                    |               |            |            |          |                   |            |         |
|----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------------|--------------------|---------------|------------|------------|----------|-------------------|------------|---------|
| 年月       | 自己資本額     |           |           | 甘土45万口 (A) |                  | -                  | <b>独力机</b> 蛋白 | リスクアセッ     | Marcha ( ) |          |                   | 自己資本       | Tier1比率 |
| 平月       | (D)       |           |           | 基本的項目(A)   |                  |                    | 補完的項目         | ト等(E)      |            | オフ・バランス取 | OPRを8%で<br>除して得た額 | h率(D/E)    | (A/E)   |
|          | (D)       | 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          | 1 44 (F)   | ンス)項目      | 引等項目     | 除して得た額            | νι∓ (D/ L) | (11/12) |
| 2009年3月  | 8,152,496 | 3,500,000 | 4,296,285 | 413,140    | <b>▲</b> 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    | <b>▲</b> 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    | <b>▲</b> 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  | <b>▲</b> 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  | <b>▲</b> 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  | <b>▲</b> 93,987  | -                  | 336           | 16,553,324 | 13,48      | 2,628    | 3,070,695         | 56.81%     | -       |
| 2015年3月  | 8,274,010 | 3,500,000 | 4,296,285 | 1,968,617  | <b>▲</b> 184,717 | <b>▲</b> 1,299,999 | 315           | 21,533,490 | 18,49      | 0,222    | 3,043,268         | 38.42%     | -       |
| 2016年3月  | 8,499,325 | 3,500,000 | 4,296,285 | 2,108,969  | <b>▲</b> 93,736  | <b>▲</b> 1,299,999 | 277           | 32,218,529 | 29,25      | 3,213    | 2,965,316         | 26.38%     | -       |

(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・パランス項目)、オフパランス項目、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)

| _ ` ※ …            |           |              |           |           |              |            |             |           | - E- 1 /2   1 / |
|--------------------|-----------|--------------|-----------|-----------|--------------|------------|-------------|-----------|-----------------|
| 年月                 | 経常収益      | うち資金<br>運用収益 | うちその他収益   | 経常費用      | うち資金<br>調達費用 | うち営業<br>経費 | うちその<br>他費用 | 経常利益      | 当期純利益           |
| 2004年4月 - 2005年3月  |           | 3,822,959    |           |           |              |            |             | 1,223,555 |                 |
| 2005年4月 - 2006年3月  | 4,531,512 | 3,134,103    | 1,397,409 | 2,199,780 | 1,151,770    | 979,842    | 68,168      | 2,331,732 | 1,930,437       |
| 2006年4月 - 2007年3月  | 3,058,909 | 2,816,772    | 242,137   | 2,081,530 | 907,364      | 994,170    | 179,996     | 977,378   | 940,693         |
| 2007年4月 - 2007年9月  | 1,771,539 | 1,311,040    | 460,499   | 954,458   | 420,045      | 517,542    | 16,871      | 817,080   | 372,677         |
| 2007年10月 - 2008年3月 | 1,328,904 | 1,265,087    | 63,817    | 1,072,732 | 394,863      | 617,787    | 60,082      | 256,171   | 152,180         |
| 2008年4月 - 2009年3月  | 2,488,552 | 2,309,926    | 178,626   | 2,103,308 | 657,022      | 1,266,205  | 180,081     | 385,243   | 229,363         |
| 2009年4月 - 2010年3月  | 2,207,942 | 2,066,088    | 141,854   | 1,713,690 | 447,718      | 1,221,076  | 44,896      | 494,252   | 296,758         |
| 2010年4月 - 2011年3月  | 2,205,344 | 2,044,121    | 161,223   | 1,678,794 | 360,685      | 1,209,939  | 108,170     | 526,550   | 316,329         |
| 2011年4月 - 2012年3月  | 2,234,596 | 2,006,939    | 227,657   | 1,658,380 | 334,205      | 1,173,914  | 150,261     | 576,215   | 334,850         |
| 2012年4月 - 2013年3月  | 2,125,888 | 1,874,142    | 251,746   | 1,532,352 | 349,831      | 1,110,767  | 71,754      | 593,535   | 373,948         |
| 2013年4月 - 2014年3月  | 2,076,397 | 1,827,610    | 248,787   | 1,511,302 | 361,747      | 1,095,016  | 54,539      | 565,095   | 354,664         |
| 2014年4月 - 2015年3月  | 2,078,179 | 1,893,273    | 184,906   | 1,508,689 | 356,780      | 1,113,654  | 38,255      | 569,489   | 369,434         |
| 2015年4月 - 2016年3月  | 1,968,987 | 1,731,217    | 237,770   | 1,486,989 | 374,928      | 1,064,004  | 48,057      | 481,998   | 325,069         |

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(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