

ゆうちょ資産研レポート

2021年 1月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
2021 年は「波乱」ながらも資産価格安定の二極化に —コロナショック下、「国民皆株主」で回復実感を	
岡三証券株式会社 グローバル・リサーチ・センター理事長 エグゼクティブエコノミスト 高田 創	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
アフター・コロナの金融・財政政策の課題	
東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト 加藤 出	
マーケット・アウトLOOK	13
良好な需給環境が期待される 2021 年の日本株式市場	
株式会社東海東京調査センター 市場調査部 シニアエクイティマーケットアナリスト 仙石 誠	
資産研コーナー	19
若年層のリスク許容度は高まっているか —ライフサイクルからの考察	
ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

2021.1

ファンダメンタル・アナリシス（1）

2021 年は「波乱」ながらも資産価格安定の二極化に

——コロナショック下、「国民皆株主」で回復実感を

岡三証券株式会社グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創



2021 年の 5 つの論点

2020 年はまさに想定外の年だった。2020 年年初、コロナのコの字も意識になかった。ただし、2020 年度の市場を振り返れば年度初の想定以上に運用環境は良く、意外と心地よいゴルディロックス状況だ。株式市場は予想以上の回復になった。株式市場が上昇したなかでも債券市場は比較的安定した状況が続き、為替市場の安定も続いた。2021 年を展望しコロナショック下、改めて資産運用への検討が必要になる段階だ。一方、経済は回復感に欠ける状況が続いた。以上の経済の低迷と市場の回復の二極化の行方を中心に 2021 年の経済を展望することにする。

以下が、筆者が想定する 2021 年の 5 つの論点である。

1. 経済は回復するが戻りきらず

- ・経済は回復するが、コロナ前水準に戻りきらず
- ・「A Long, Uneven and Uncertain Ascent」(IMF、ゴピナート調査局長)
- ・「コロナ 7 業種」の苦境が続き回復実感不在に

2. 資産デフレなき初の「危機」

- ・「コロナ 7 業種」の苦境が政策サポート継続の後押しに
- ・世界的金融緩和・財政支援による資産価格底上げで資産効果が経済に波及

3. 世界の日本化、日本の見直し

- ・世界の日本化の進展
- ・日本の再評価、日本モデルへの関心

4. 資本主義とデータ主義

- ・世界中で富は資本家とデータに集まる、国民皆株主の時代に
- ・深刻な資本不足の「コロナ 7 業種」に向けた資本参加、国内 M&A ブーム
- ・格差の時代になるだけに、株主になることも必要に

5. 丑年

- ・相場格言は「つまずき」
- ・戦後株式市場は 3 勝 2 敗、波乱の年

2021 年、経済は回復するが戻りきらず

以下の図表 1 は IMF の世界経済見通しである。2020 年は中国を除き、すべてがマイナス成長であったのに対し、2021 年は回復が見込まれる。ただし、その回復力は十分ではなく、その回復は「L 字型」もしくは、底が長い「U 字型」が見込まれる。回復しても、2021 年にコロナショック以前の水準を取り戻すのは難しそうだ。

IMF の調査局長のゴピナート氏は、「A Long, Uneven and Uncertain Ascent」との表現で、回復が「まだら(Uneven)」で「不確実(Uncertain)」としているのは、2021 年の世界経済の状況を象徴的に展望したものと評価される。

■図表 1:IMF の世界経済見通し

	2018年	2019年	2020年	2021年	2020年 (6月予測)	2021年	2020年 (6月予測との比較)	2021年
世界全体	3.5	2.8	▲ 4.4	5.2	▲ 5.2	5.4	0.8	▲ 0.2
先進国	2.2	1.7	▲ 5.8	3.9	▲ 8.1	4.8	2.3	▲ 0.9
米国	3.0	2.2	▲ 4.3	3.1	▲ 8.0	4.5	3.7	▲ 1.4
ユーロ圏	1.8	1.3	▲ 8.3	5.2	▲ 10.2	6.0	1.9	▲ 0.8
英国	1.3	1.5	▲ 9.8	5.9	▲ 10.2	6.3	0.4	▲ 0.4
日本	0.3	0.7	▲ 5.3	2.3	▲ 5.8	2.4	0.5	▲ 0.1
アジア・新興国	6.3	5.5	▲ 1.7	8.0	▲ 0.8	7.4	▲ 0.9	0.6
中国	6.7	6.1	1.9	8.2	1.0	8.2	0.9	0.0
インド	6.1	4.2	▲ 10.3	8.8	▲ 4.5	6.0	▲ 5.8	2.8
ASEAN5	5.3	4.9	▲ 3.4	6.2	▲ 2.0	6.2	▲ 1.4	0.0
ブラジル	1.3	1.1	▲ 5.8	2.8	▲ 9.1	3.6	3.3	▲ 0.8
メキシコ	2.2	▲ 0.3	▲ 9.0	3.5	▲ 10.5	3.3	1.5	0.2
ロシア	2.5	1.3	▲ 4.1	2.8	▲ 6.6	4.1	2.5	▲ 1.3
原油価格 (WTI\$/bbl)	\$65.07	\$56.99	\$38.24	\$44.24	—	—	—	—

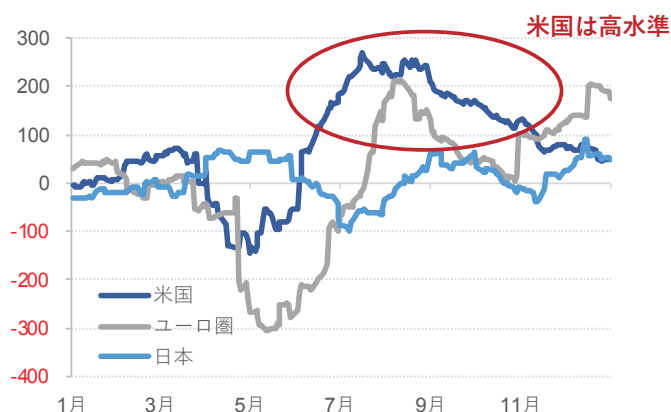
出所:IMF、EIA (米エネルギー情報局)、2020 年・2021 年は予測値

第 1 の予想外、米国の予想以上の回復、サプライズ・インデックスの改善

一方、2020 年を振り返れば、景気後退の最悪シナリオが回避され、年後半にかけて相応の安心感が生じた。ただし、2020 年年初はかなり緊張感を伴ったものであり、4 月以降、政府が緊急事態宣言に向かう環境下、株式市場もグローバルに大暴落となり、今後どうなるかの不安を前にしたスタートだった。それから見れば、2020 年後半にかけて市場で回復が生じたのは大きなサプライズと言っている。また、株価が 2020 年 2 月の暴落前水準にまで戻るとはだれも思っていなかったに違いない。

本論では、2020 年に予想外の状況が生じた要因を以下の 3 点、①米国経済の改善、②中国経済の改善、③世界的な資産価格の堅調、から考えることにする。以下の図表 2 は各国のサプライズ・インデックスだが、米国の経済指標が市場を上回る状況が続いたことが分かる。2020 年 4 月にサプライズ・インデックスがボトムを付け、その後、年末にかけて一貫して期待を上回る(プラス)の状況が続いた。同様の状況は欧州にも当てはまり、欧米経済の回復が世界のマインドを支えたことになる。その反面、日本は上期中、プラスとマイナスが繰り返される状況で、経済の回復感があまり感じられなかった。

■図表2:各国のシティ・サプライズ・インデックス



(出所)Refinitiv、直近は12月31日

第2の予想外、中国製造業の回復

予想外要因、第2は中国の製造業を中心とした大幅な回復にある。2020年後半にかけて欧米に先駆けて早期に感染に目途がついた中国では金融財政政策での後押しを強化するスタンスが示されていた。なかでも以下の図表3に示されるように、中国での自動車販売が予想以上の伸びを示したことにより、懸念が強かった世界の自動車産業、さらには世界的な製造業の景況感に大きくプラスに働いた。

■図表3:中国の自動車販売台数(前年比)



(出所)Refinitiv、直近は20年11月

第3の予想外、影響が「コロナ7業種」に止まり、資産価格上昇に

第3の想定外は、資産価格の予想以上の回復にあった。筆者が認識するコロナショックの特徴は、中小零細のサービス業である「コロナ7業種」(飲食、宿泊、陸運、生活関連サービス、娯楽、小売、医療福祉)を中心に売上げ減少に伴うバランスシートの右側、資本の毀損が起点となった点にある。コロナショックの特徴は売上げ減少等に伴う資本問題にあり、比較的中小零細企業に限定されている。同時に、「コロナ7業種」に限らず、大企業も含めた広がり派生するリスクとして、以下の図表4に示される4つを指摘してきた。

第1段階が、先行き期待低下から株式・不動産を中心に資産価格が下落、バランスシートの左

の資産デフレ問題である。

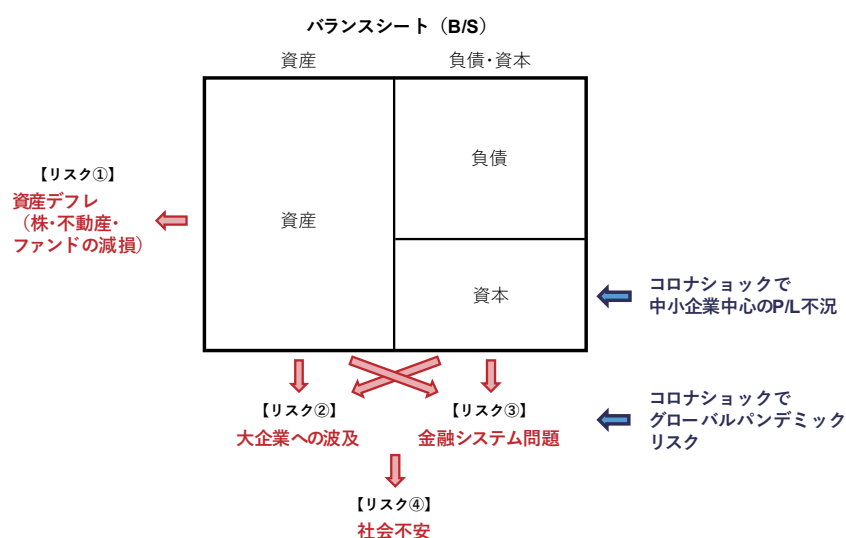
第 2 段階は、世界的な需要の減少によってグローバルな大企業に波及する不安、そのリスクは第 1 段階のリスク要因である資産デフレによる減損リスクによっても加速される。また、M&A を中心としたのれんの償却が広がるリスクも存在する。

第 3 段階は、中小企業の倒産不安に加え、以上の第 1 段階の資産デフレ、第 2 段階の大企業の負担も加わり金融システム問題につながり、大手銀行の負担も拡大するリスク。

第 4 段階は、以上の不安から中小企業を中心とした倒産リスクが雇用問題につながり社会不安が幅広く生じる点にある。

2020 年を振り返り、「コロナ 7 業種」からの問題の遮断、すなわち、資産デフレが回避され以上の第 1 段以降のリスクに至らなかった点が大きい。米中経済の予想以上の改善に加え、資産価格下落を食い止められたことが大手企業の業績面への波及を防いだことになる。その結果、資産効果として、時間をかけつつも経済活動全般の底上げにつながる可能性がある。以上の資産価格が安定した状況は、過去の「危機」とされたバブル崩壊やリーマンショックとは大きく異なる。

■図表 4: バランスシートからみた 4 段階のリスクシナリオ



（作成）岡三証券

■4 段階のリスク

1. 資産デフレ
2. グローバルな大企業への波及
3. 金融システム問題で大手銀行にも波及
4. 雇用不安から社会問題化

第 1 の「資本の循環」、大企業から「コロナ 7 業種」への資本の仲介に

2021 年の課題は、企業と家計における「2 つの資本の循環」の実現ができるかにかかっていると展望される。それぞれの論点を以下で展望してみよう。

以上で示されたように、米中を中心にした海外経済のサプライズ的な改善に伴い、日本にとっては外需が戻りやすい環境にある。しかも、資産価格が維持されたことから、M&A 等に伴う減損の不安が薄れ、バランスシート面からも安心感が生じている。2020 年 12 月の日銀短観における大企業

製造業の予想以上の改善は以上のような状況を反映したものと考えられる。「コロナ 7 業種」中心に多くの中小企業が苦労しているなか、大企業製造業が「自らの影響は軽微」とは言いにくいだろう。その結果、業績見通しも慎重な予想を続けることになると考えられる。ただし、2020年の改善状況が続けば 2020 年度決算に向かい、次第に大企業中心に業績見通しの上方修正が進むと展望される。また、資産価格が堅調なことに支えられ、実質自己資本比率の上昇が投資に対するリスク許容度を引き上げやすい。その結果、時間は伴うものの 2021 年後半にかけて大企業中心に M&A も含めた投資拡大が経済全体の底上げにもつながることが展望される。資産価格の底上げの影響が時間差をもって企業のリスク許容度を押し上げて、不況下でも投資の拡大に結び付く可能性がある。こうした大企業中心の資本の余剰を「コロナ 7 業種」の深刻な資本不足に向ける「資本の好循環」が重要となろう。以上が企業を中心とした第 1 の「資本の循環」となる。

2020 年 3 月 4 月の世界的資金繰り対策が決め手だった

2020 年を振り返り、仮に 2020 年 3 月にかけて米国を先頭にして行われた大規模な金融財政政策のサポートがなかった場合、資産価格下落や企業の資金繰りでの倒産が続き、今日の状況とは大きく様相が異なった可能性もある。それは、世界的に金融面から危機が広範囲に波及したリーマンショックのシナリオであり、資金繰りの観点からグローバルな大企業にも波及が生じ、金融システム問題に至った可能性も否定できない。リーマンショックで資金繰りが悪化したのと対照的に、今回は資金面での不安が軽微に止まった。今後も、以上のリスクの連鎖を回避するには、資産価値の維持を中心に世界的な金融財政政策の協調も必要になる。

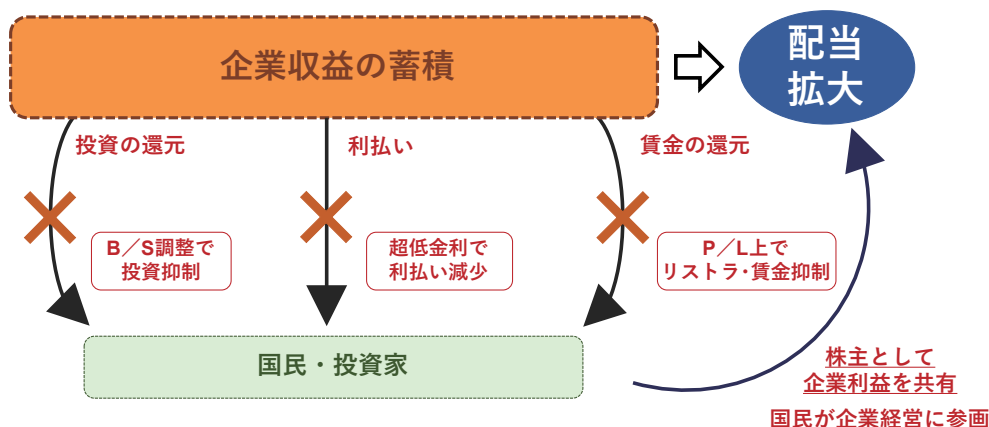
第 2 の「資本の循環」、国民が幅広く株主に

バブル崩壊後、国民が回復の実感を得られなかった要因として、日本企業が作り上げたキャッシュが国民や投資家に行き渡らない点があった。以下の図表 5 は、キャッシュが国民・投資家に向かう 3 ルートを示すが、今やどれも滞っている。第 1 は、バランスシート(B/S)上の投資の抑制、第 2 は損益計算書上(P/L)のリストラ、第 3 はマイナス金利政策での超低金利にある。以上の 3 ルートが滞った結果、大手企業中心にキャッシュをため込む状況が続く。

これからはインベストメントチェーン実現によって国民に成長の果実が届く仕組みが重要であり、そこでは唯一拡大が続く配当に期待が集まる。国民が企業収益の拡大に与かりつつ、企業も同時に発展する成長戦略が望ましく、それには国民皆が株式市場を通じて幅広く株主になることが必要だ。企業は配当を通じ株主還元のルートには報いている。コロナショックでも、企業収益を国民が共有する仕組みとして、国民も同じ船の上に乗るべく株式市場を通じて株主になることは重要な選択肢だ。以上が家計を巡る第 2 の「資本の循環」である。

2021 年もコロナ危機で苦しむ「コロナ 7 業種」の景況感が厳しいままにあることもあり、景気回復感が感じられにくいだろう。2021 年後半以降、企業セクターを中心に回復感が緩やかながら生じる動きを展望するが、その恩恵を国民も享受できるかが重要になる。

■図表5:どうしたら国民は企業収益に与えるか



(作成)岡三証券

企業・家計を通じた「資本の循環」が課題に

先述の「コロナ 7 業種」の苦境が続く中、2021 年も回復実感は得られにくいだろう。ただし、コロナショックでは直接市場に介入する日本銀行の ETF 買いや REIT の購入が大きな機能を果たしてきた。公的年金である GPIF の株式の購入も公的資金の一つと考えることができる。経済対策で導入された家賃支援給付金は事実上の不動産市場への公的資金注入に等しい効果を持つ。コロナショックでは暗黙裡に資産価格を支えるべくかつてなく資産価格に優しい政策が行われた。今回のコロナショックはバブル崩壊やリーマンショックと並ぶ「危機」だが、資産価格の下落がない初めの状況であり、株・不動産の安定の果実を「コロナ 7 業種」への資本支援に向けるためにも資産価格に優しい政策対応がつつきやすい。

コロナショックで重要なのは公的サポートと同時に、国民が皆で日本の資産市場を支えることで、自助・共助・公助が一体として国富を支える動きだ。こうした資産価格支持政策は格差をもたらす面もあるが、同時に国民が資産を保有することで格差を是正させる面もある。2019 年に、金融庁の市場ワーキンググループの報告書で、いわゆる「老後資金の 2000 万円問題」が話題になった。そこでの重要なメッセージは各世代に応じた資産運用の重要性への気付きや見える化を示したことだ。筆者もその審議会のメンバーとして報告書作成に立ち会ったが、その後、若者世代を中心に資産運用への関心が高まっており、その流れは 2021 年に向けてより一般化しやすいと考えられる。以上、企業・家計双方の「資本の循環」を通じた対応が 2021 年の課題となる。

丑年の相場は「波乱」を見込みながらも資産運用に

2021 年の干支は丑だ。十二支と結び付けた相場格言では、「丑(うし)つまずき」とされ、コロナショックが続く中での「つまずき」も懸念される。事実、戦後 5 回の「丑年」の日経平均は 3 勝 2 敗、年間平均騰落率は▲0.1%と十二支の中では 2 番目に悪い。12 年前の 2009 年はリーマンショック後の混乱、日本では民主党政権誕生の波乱だった。24 年前の 1997 年は、戦後経済の転換、金融危機、山一・北拓破綻の年で波乱そのものだった。36 年前の 1985 年は、日米貿易摩擦、プラザ合意の円高と経済金融の波乱の年だった。48 年前の 1973 年は石油危機と戦後経済のターニングポイントとなる波乱の年だった。

振り返れば、コロナショックがあった 2020 年、相場格言上は「子(ねずみ)は繁盛」とされながらもまさに「波乱」であった。2021 年は「波乱」を想定しつつも、それを乗り切る金融サポートも含めた環境にあるだけに、「資本の好循環」を資産運用の観点から実現し、機動的な対応を行いつつ一定のリスクテイクに向かう年を展望する。

ファンダメンタル・アナリシス (2)

アフター・コロナの金融・財政政策の課題

東短リサーチ株式会社
チーフエコノミスト 加藤 出



2020 年に世界の多くの中央銀行は、新型コロナウイルス禍対策として大胆な金融緩和策を実施した。また、各国政府は財政資金を用いた救済策を平時としては空前の規模で実行した。それらの多くはそれには必要な政策ではあったものの、副作用や先行きの出口政策時のショックなど懸念される点が多々存在している。以下に、今後の金融・財政政策を巡る主な論点を整理してみよう。

新型コロナのパンデミック拡大をきっかけに、2020 年 3 月に金融市場はグローバルに大混乱に陥った。それを放置すると、金融市場の機能麻痺と実体経済の悪化が急速に激しい負のスパイラルを起こして収拾がつかない事態が現れる恐れがあった。

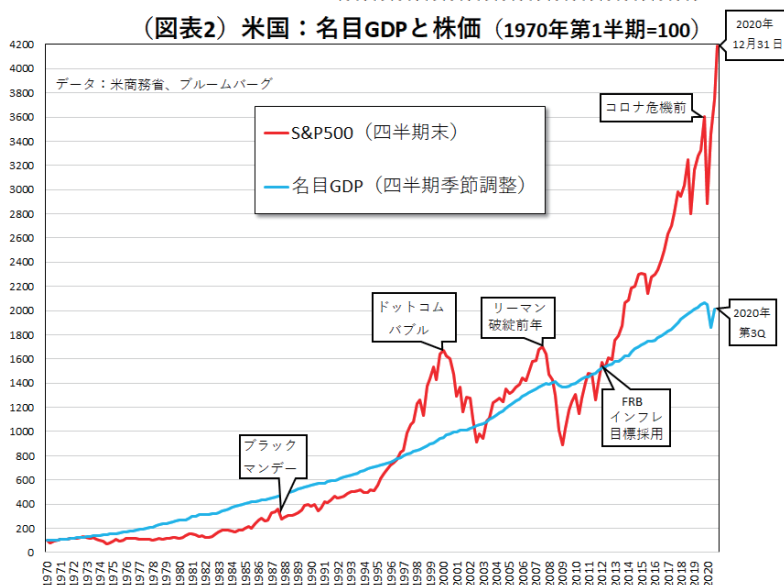
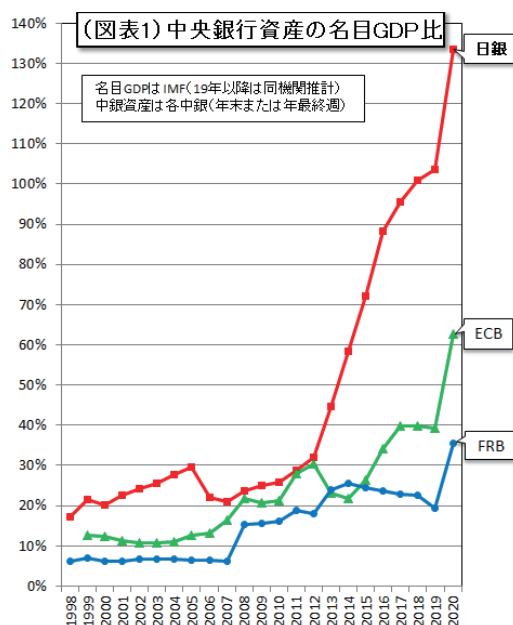
このため、FRB（米連邦制度準備理事会）、ECB（欧州中央銀行）、日本銀行など主要中銀は、迅速に連携し合いながら、超低金利政策、緊急融資策、資産買入策等々を実施して、市場に流動性を大規模に供給した。

それらが功を奏して市場の混乱は春以降鎮静化した。だが、実体経済は脆弱であったため、中銀らは超金融緩和策を継続（または拡大）した。その結果、主要中銀の資産の経済規模（名目 GDP）比は劇的な上昇を示している（図表1）。

超緩和策により国債など債券の利回りが世界的に低下したため、投資家達は運用資金を株式などのリスク資産へ振り向けた。そこにワクチンの効果への期待も重なり、パンデミックの第 2 波、第 3 波で足下の経済は打撃を受けているのに株価は上昇していくという乖離が発生している。

図表2は、1970 年を 100 として、米国の株価指数（S&P500）と同国の名目 GDP の四半期毎の推移を比較したものである。

ノーベル賞経済学者のポー



ル・クルーグマンは、「株価と経済成長との間の関連性は、緩いか、または存在しない。強欲と恐怖の間で揺れる動きが株価を牽引する」とこれまで度々指摘している。確かに強欲と恐怖が株価の変動を高めてきたのは事実だが、とはいえ、ドットコム・バブルの破裂後や、リーマン破綻後の株価は、GDP のトレンドに近づく動きを見せていた。つまり、実体経済との乖離が激しくなると、中央回帰の形で市場に修正が生じていたのである。ところが、近年の株価は上放れしたまま戻らなくなっている。その背景として、次の 2 点を指摘することができる。

第一にインフレ目標の存在である。先ほどの図表をあらためて見ると、実体経済と乖離した株価のバブル的な動きは、昨年のコロナ禍で始まったのではなく、2010 年代前半から始まっていたことがわかる。FRB は 2012 年 1 月に 2% のインフレ目標を正式採用した。

だが、グローバル化、IT 化、(日本ほどではないが)高齢化などによって米国でもインフレ率はかつてのように上昇しなくなっていた。2015 年暮れ(リーマン破綻の 7 年後)に FRB はゼロ金利政策を解除したが、インフレ目標の下ではその後の金融引き締めペースは緩やかなものとなる。

コロナ禍の襲来で 2020 年 3 月にゼロ金利政策に戻り、利下げ余地を再び失った FRB は(マイナス金利は弊害が大きいと彼らは考えている)、同年秋に平均方式のインフレ目標を採用した。平均値が 2% になるには、2% 超の状態がしばらく続く必要がある。ゼロ金利の長期化を市場に織り込ませることがその狙いだった。このような流れの中で資金運用難に直面した投資家たちは、「株を買うしかない」という強迫観念を植え付けられてきた。2020 年 12 月に導入された資産購入策(QE)の当面の継続を示唆するフォワードガイダンスもそれを強化している。

第二に、「Fed プット信者」の増加が挙げられる。「Fed プット」とは、株価急落が起きたら FRB は必ず手厚い支援に動く、という見方のことだ(「グリーンスパン・プット」「バーナンキ・プット」「パウエル・プット」も同じ意味)。その信者らは「危機は絶好の買い場」と考えるため、結果的に株価の調整は深くならない。だがそれはモラルハザード的な状況も招いてしまう。

FRB はこれまで公式には「Fed プット」の存在を認めていない。FOMC 議事録によると 2011 年 6 月にベン・バーナンキ議長は、「私はグリーンスパン＝バーナンキ・プットが存在するとは思わない。あなたたちはそれが本当に存在するかどうかを私が知っていると思っているだろう(笑)。私はそういった認識をやめさせたい」と語っている。

ところがグリーンスパン時代以降の FRB の実際の行動は、「Fed プット」の存在を市場参加者に信じさせる効果をもたらしてきた。

デューク大学の A.Cieslak 教授らによる論文“The Economics of the Fed Put”(初版 2016 年 12 月、改訂版 2020 年 6 月)は、1990 年代半ば以降の金融緩和を検証してみた結果、FOMC は主な経済指標よりも株価下落に敏感に反応していたことが明らかになったと指摘している。FOMC メンバーは、①株式市場の景気予測能力をこれまで重視してきた、②株価下落による逆資産効果で消費が悪化するのを和らげたかった、といった点から、「Fed プット」に見える行動を選択してきたのである。

「Fed プット」を大多数の市場参加者が強く信じてしまうと、現在の株価は先行きの同プットの実行を織り込んだものになる。その場合、FRB は市場の予想を裏切ることはできなくなる。しかも、FRB としては大胆な緩和策をやったつもりでも、それが市場予想の範囲内であれば、株価は下落以前の水準に戻るだけとなる。株価をより高値に持っていくには、サプライズを伴うさらなる大胆な緩和策が必要になる。

FRB の緩和策は実際のところ、危機のたびに大胆さをエスカレートさせてきた。今後もそれを市

場から期待され続けると次のクラッシュ時は厄介なことになる恐れがある。FRBとして打てる手はもう限られているからである。

パンデミックの先行きを楽観視することはまだ難しいが、ワクチンの接種が広範囲に行われて、その感染抑制効果が実際に現れてきた場合は、市場参加者は中銀らの出口政策を意識し始めることになる。その際、株式市場などに大きなショックが生じないように、中銀らはソフトランディングを図るだろう。

それゆえ FRB 幹部らはバーナンキ議長時代の「テーパー・タントラム」のような長期金利急騰を避けたがっている。2013 年 5 月にバーナンキが資産購入策第 3 弾(QE3)の縮小を示唆したところ、米国債 10 年金利は 4 か月ほどで 130 ベーシス・ポイント以上上昇した(図表 3)。今の市場環境でそれが起きたら、米国内だけでなく日本を含め世界の金融市場に衝撃が及ぶ恐れがある。

また、米国の家計が保有する株式が近年高水準になっていることも、FRB を神経質にするだろう。図表 4 は米国の家計の可処分所得に対する不動産、株式、預金の価値の比率である。

1987 年の米株価暴落(ブラック・マンデー)の頃の株式の同比率は 50%前後でしかなかった。それが今は 200%前後になっている。

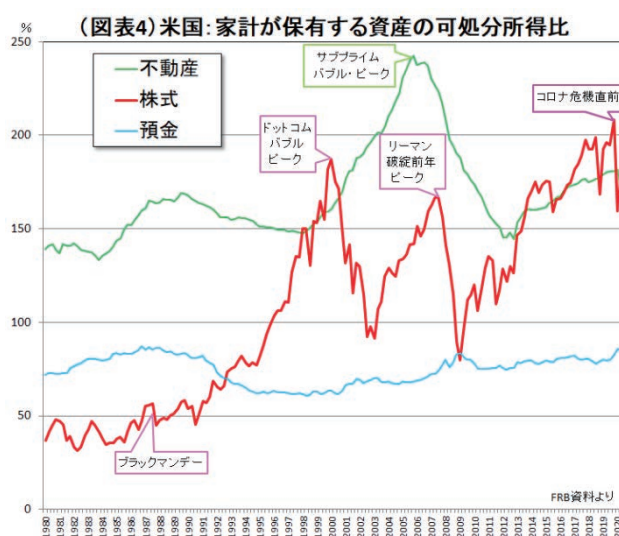
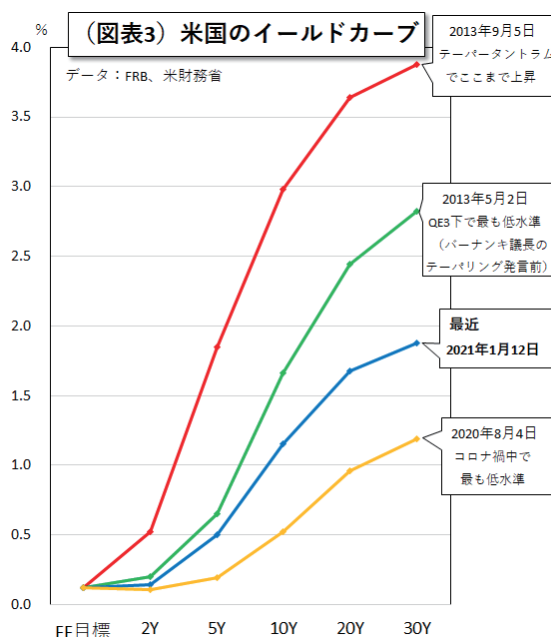
イギリスの国際政治学者スーザン・ストレンジは1986年に「カジノ資本主義」を著した。金融業界が世界的にカジノ化し始めた危うさに警告を発した慧眼の名著だった(翌年ブラックマンデーが起きている)。

通常のギャンブルはそれに参加さえしなければ問題は自分にふりかからない。だが「経済のカジノ化」が進行すると、全ての人々の人生が金融市場というルーレットの動きに否応なく巻き込まれてしまう。ストレンジはそれを憂慮した。

とはいえ、この図表を見ていると、家計の株式保有が増えながら「経済のカジノ化」が本格化したのは90年代後半以降であることが分かる。現在の米国では、多くの家計が株式市場の日々の動きに一喜一憂する状態になった。ストレンジが存命だったら、「まさにカジノ資本主義だ」と描写しただろう。

ひとたびそうなると、政策当事者は「カジノ」を繁栄させることに注力せざるを得なくなってくる。なぜなら株価が急落したら、FRB に対して激しい批判が湧きおこる恐れがあるからである(2018 年 12 月は実際それに似た状況となり、「FRB は利上げを止めろ！」との大合唱が生じた)。

先行きの FRB の正常化ステップは、バーナンキ〜イエレン時代のそれと基本的に同様のものに



なるだろう(その方が市場にとっての予見可能性が高いため)。

具体的には、①QE のフォワードガイダンスが条件としている経済の「顕著」な改善が見られたらテーパリングに着手する(毎月の証券購入額を段階的に縮小)、②おそらく1年程度の時間をかけてテーパリングを完了させ、その後はFRB保有証券残高を横ばいで維持する、③インフレ率が2%をある程度上回ったら、フェデラルファンド金利の引き上げ開始する(前回は結果的に②の1年後になった)、④利上げを継続しても経済が失速しなければ、満期償還による保有証券の減額を開始する、となるだろう。市場が過剰反応しないように、それぞれのステップに進む前にFRB幹部はある程度予告的な情報発信を行おうとすると予想される。

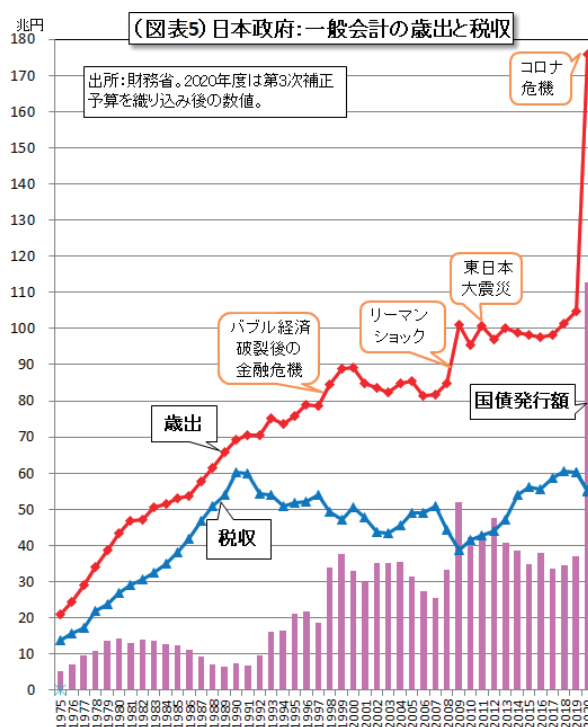
なお、2020年12月のFOMC経済見通しを見ると、2023年末のインフレ率は2%でフェデラルファンド金利はゼロ%近くのままと予想されていた。2024年以降の予想は公表されていないものの、多くのFOMCメンバーは現時点では2024年中のゼロ金利解除をイメージしていると思われる。そこから逆算すると、2022年中にQEのテーパリングが開始される可能性が出てくる(このシナリオが実現するにはワクチンが効果を発揮する必要がある)。

FRBが上記の③のステップ(利上げ開始)に入ったら、為替レートが円高方向に進みにくくなるため、日銀がマイナス金利の解除を検討する可能性が出てくるだろう。しかし、日本のインフレ率は米国よりも低く、2%の目標達成は困難なので、それは本格的な出口政策にはつながりにくいと予想される。

2020年のコロナ禍において米欧日の中銀は主要な追加緩和手段をほとんど使い果たしたこともあり、財政資金による救済策もそれらの国々で重要な役割を果たした。超金融緩和策によって国債の金利が低下したことで財政拡張が行いやすかった面もある。ただし日本の場合、超低金利環境の長期化で政府債務累増に対する感覚麻痺が起きているのではないかと懸念される。

図表5は、我が政府の一般会計歳出額と税収の推移を表している。両者の開きを従来は「ワニの口」と呼んでいたが、その「口」は2020年度に崩壊している。では他国の財政はどういった状況だろうか？

図表6は、IMFの世界経済見通し(2020年10月時点)における一般政府債務残高(グロス)の対名目GDP比を表している。日本の同



(図表6) 一般政府債務残高・対名目GDP比 小数点以下四捨五入

IMF推計	2019年	2020年	増加幅
先進国 (単純平均)	68%	82%	13ポイント
日本	238%	266%	28ポイント
(20年に第3次補正国債増発を加算した場合)		270%	32ポイント
アメリカ	109%	131%	22ポイント
(20年に追加対策9千億ドルを加算した場合)		135%	26ポイント
ドイツ	60%	73%	14ポイント
イギリス	85%	108%	23ポイント
フランス	98%	119%	21ポイント
イタリア	135%	162%	27ポイント
カナダ	89%	115%	26ポイント
北欧4か国 (単純平均)	41%	46%	5ポイント
オーストラリア	46%	60%	14ポイント
韓国	42%	48%	6ポイント
台湾	33%	36%	3ポイント
新興国・途上国 (単純平均)	56%	64%	9ポイント
中国	53%	62%	9ポイント

比率は従来から世界一の高水準だが、それが2019年から2020年にかけて28ポイント増加となっている。先進国平均の13ポイント増加に比べると圧倒的に大きい。

この日本の 2020 年の推計値に、第三次補正予算による国債増発を単純に加算してみると、増加幅は 32 ポイントに拡大する。

米国は 22 ポイント増加と見込まれている。日本の第 3 次補正予算後と比較するため、米議会が 2020年12月下旬に可決した9,000億ドル規模の追加財政救済策を2020年の債務残高にあえて単純に上乗せしてみると、増加幅は29ポイントになる。日本の方がまだ大きい。バイデン新政権は 1.9兆ドルの追加経済対策案 (GDP比9%程度) を発表した、日本政府も2021年度に大規模な補正予算を組む可能性はあるだろう。

新興国では政府債務増加により為替レートがすぐ暴落するため、追加救済策を打ちたくても打てない国が多々存在する。日本は今のところそうならず、日本国債の金利も安定している。これは国内の厚い貯蓄と第一次所得収支を中心とする経常黒字のおかげだが、我が国の生産年齢人口はこの先急激に減少していく。先行きの現役世代が背負わされる一人あたりの政府債務残高は、高齢化による社会保障コスト増大の影響も加わって、悲劇的な大きさになっていく(生産年齢人口の増加が予想されている米国ではそれは起きない)。

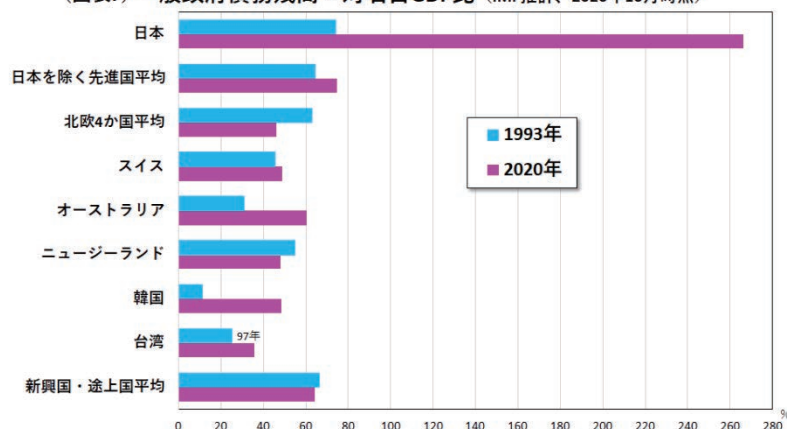
新型コロナのパンデミックが先行きある程度落ち着く状況になったら、海外の多くの国々は、増税を中心とする財政再建策に傾いていくだろう。しかし日本のその動きは、過去の経験を踏まえると、遅くなりがちと予想される。

そういったときに、もし日本で地震などの大規模な自然災害が発生し、日本政府だけが更に巨額の財政支出を行う必要が生じたら、日本の財政悪化懸念が際立って見えてくる恐れがある。その際に日本国債が格下げされる事態になると、日本の金融機関や企業の外貨調達コストが暴騰し、それをきっかけに金融システムが不安定化してくる恐れも考えられる。

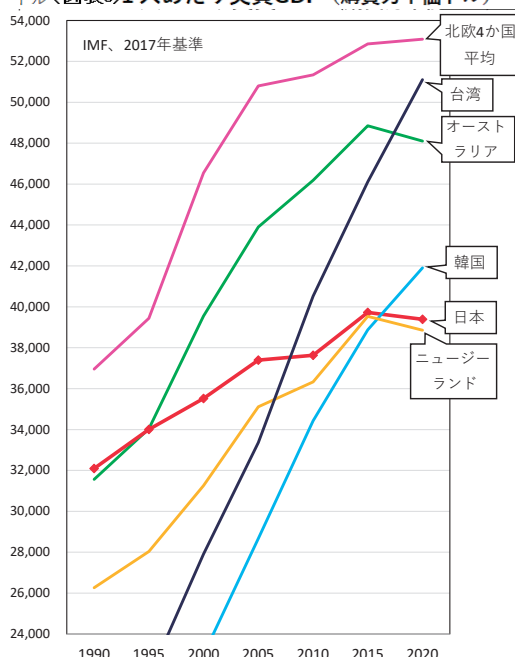
よって、「長期金利が低いからいくらでも国債を発行できる」と考えるのではなく、先行きの「財政のレジリエンス」(強いストレスが加わったときの復元力、反発力)を確保する意識を持ちながら財政運営を行っていくべきである。

図表 7 は、1993 年(台湾は 97 年)と 2020 年の一般政府債務残高の対名目 GDP 比を比較したものだ。90 年代前半の日本の同比率は、他の先進国の平均とさほど変わらなかった。しかしこの四半世紀強の間に、日本の政府債務は日銀の超金融緩和のサポートを受けながら激

(図表7) 一般政府債務残高・対名目GDP比 (IMF推計、2020年10月時点)



ドル (図表8) 1人あたり実質GDP (購買力平価ドル)



増した(第3次補正予算はここでは織り込んでいない)。

では、こういった政府債務の累増は日本経済の長期的な成長力の向上に貢献してきたのだろうか？ 北欧4か国(デンマーク、スウェーデン、ノルウェー、フィンランド)の同比率は同期間に逆に低下している。

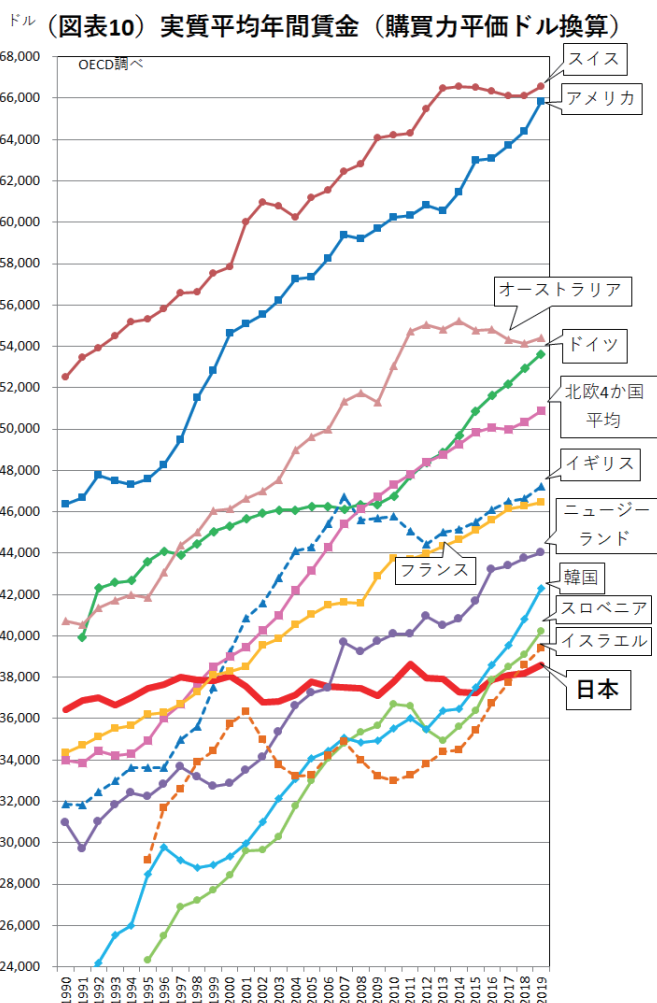
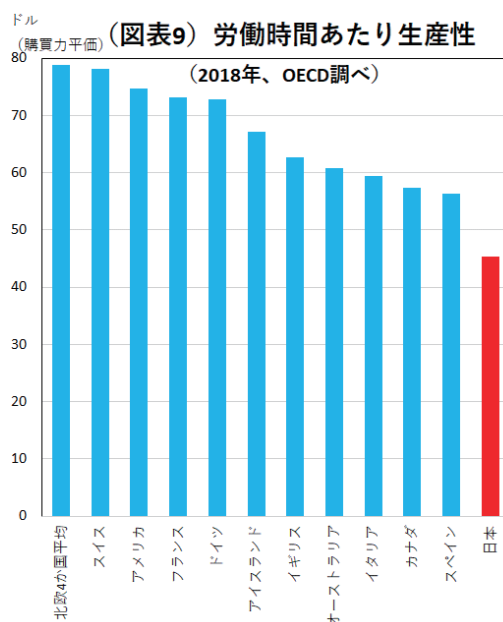
1人あたり実質GDP(購買力平価ドル換算、IMF調べ、図表8)は、90年代から現在にかけて、北欧の方が日本よりも顕著に伸びている。日本はオーストラリア、台湾、韓国にも追い抜かれた。ニュージーランドにはほぼ追いつかれた。だが、それらの国々の現在の政策債務の水準は日本よりも遥かに低い。

労働時間あたりの生産性(2018年、OECD調べ 図表9)は、北欧4か国平均は78.8ドルだが、日本は45.4ドルでしかない。生産性が伸びなければ所得は伸びづらい。

図表10の実質平均年間賃金(購買力平価ドル換算、OECD調べ)を見ると、過去30年ほどの間に、日本は多くの国に追い抜かれ、先進国における低賃金国になっている。

北欧の国々では、日本と同様に、90年代初期に不動産バブルが破裂し、多くの銀行が事実上破綻した。国家存亡の危機に直面した彼らは、生き残りを図るため、財政規律を厳格に維持しながら、90年代後半にデジタル・トランスフォーメーションに向け国家戦略の舵を切った。財政資金を湯水のように使うことはできず、「背水の陣」で生産性向上に努めてきたわけだが、それが近年の成功に見事につながっている。

一方、日本はこの30年間、超金融緩和と国債増発による「痛み止め策」に浸かりながら、変化を避けようとしてきたように感じられる。その結果、新陳代謝は低調で、賃金も伸びず、それがさらなる「痛み止め策」を求めてしまう状況を招いている。今回のコロナ禍が日本に変化を促すきっかけになる可能性はあるものの、超低金利と国債増発による「痛み止め策」に頼る姿勢を続けてしまうと、次の30年はかなり厳しいものになる恐れがある。



良好な需給環境が期待される 2021 年の日本株式市場

株式会社東海東京調査センター 市場調査部
シニアエクイティマーケットアナリスト 仙石 誠



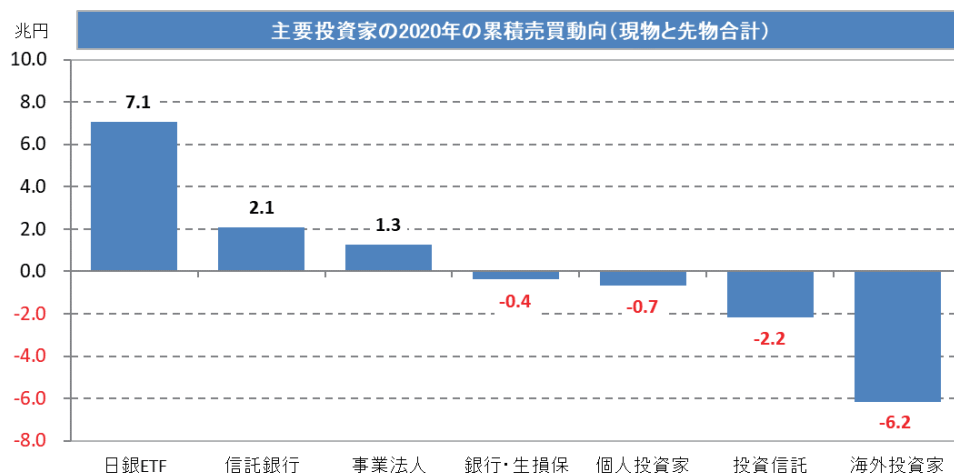
【需給動向から見た 2021 年の日本株式市場】

2020 年の日本株式市場は日経平均株価が 16.0% の上昇と 2 年連続の上昇。新型コロナウイルスの感染拡大で 3 月は 16000 円台まで下落した日経平均株価。しかし、世界的な金融緩和と財政拡大を背景に株価は回復基調に転じ、11 月の米国大統領選後にリスクオン相場になると、日経平均株価は 27000 円台まで上昇した。20 年は日銀の ETF 買いを中心とした良好な需給環境が株価を押し上げた。良好な需給環境は 21 年も継続することが想定され、日経平均株価が 30000 円台まで上昇すると筆者は考えている。

【2020 年の日本株式市場の需給環境を振り返る】

まずは 2020 年の需給環境を振り返ってみたい。図表 1 は 12 月第 4 週時点までの 20 年主要投資家の累積売買動向である。買い越し主体を見ると、日銀の ETF 買いが 7.1 兆円でトップ、次いで年金の売買や自社株買いが反映される信託銀行が 2.1 兆円、そして事業法人が 1.3 兆円の買い越しと並んだ。一方で 20 年に最も売り越しとなったのは海外投資家で 6.2 兆円の売り越し。次いで、投資信託が 2.2 兆円、個人投資家が 0.7 兆円の売り越しと並んだ。20 年の海外投資家動向は 3 月の新型コロナウイルス感染拡大を背景に大幅な売り越し。4 月以降に日本株が回復局面になっても、海外投資家の動きは鈍く、2 月第 2 週から 5 月第 2 週まで現物と先物合計で 14 週連続の売り越しだった。その後も売り越しと買い越しを繰り返し、10 月第 5 週には 20 年初来累積で最も売り越し金額が膨らみ、9.6 兆円の売り越しとなった。11 月の米大統領選挙後のリスクオン相場で、ようやく海外投資家は買い越しに転じたが、それまで売り越しした分の一部を買い戻した程度にすぎない。海外投資家が売り越しの中、日経平均株価が上昇した要因には日銀の ETF 買いと自社株買いの影響が大きい。海外投資家が売り越しでも日経平均株価が 2 ケタ上昇する記録的な 1 年だったと言える。

図表 1 2020 年主要投資家の累積売買動向(現物と先物合計)

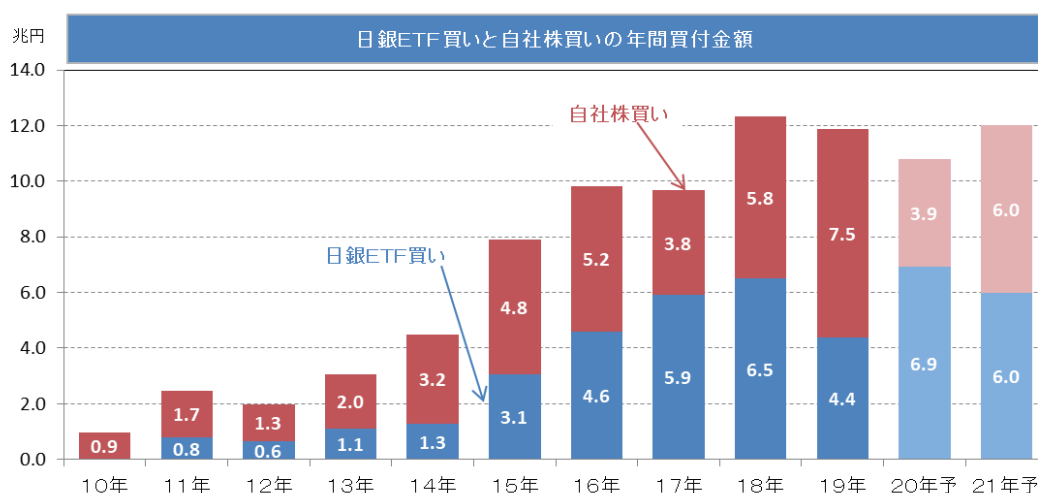


出所: 日本銀行及び日本取引所 G のデータを基に東海東京調査センター作成 ※12 月第 4 週時点

【日銀のETF買いと自社株買いは例年通りの買付規模が継続】

今や日銀のETF買いと自社株買いは日本株式市場の大きな買い手である。図表2は日銀のETF買いと自社株買いの年間買付金額の推移である。度重なる日銀による追加金融緩和とコーポレートガバナンスコードの改訂による株主還元姿勢の高まりを背景に自社株買いは増加。18年以降は毎年12兆円規模の日本株の買い手となっている。20年11月末までの買付金額は日銀のETF買いが6.9兆円。20年3月の追加金融緩和で年間買入枠を拡大させたことで、今年は過去最高の買付金額になった。一方で、新型コロナウイルスの感染拡大で企業業績が大幅に悪化したことで自社株買いは大幅に減少。11月末までの自社株買いは3.9兆円に落ち込んだ。ただ、両者合わせた買付金額は10.8兆円である。自社株買いが減少した分は日銀のETF買いが補った形になっている。20年は海外投資家の大規模な売り越しでも日本株が大きく下落しなかった。その需給的な背景には日銀のETF買いと自社株買いが大きく影響したことは言うまでもない。21年の筆者の予想では例年と同様に12兆円規模の買付が行われると予想する。現在、日銀のETF買いは新型コロナウイルスの非常時対応で年間12兆円規模の買入枠としているが、これは経済の正常化とともに通常ペースである6兆円に戻る可能性が高い。しかし、22年3月期は世界経済の回復とともに企業業績が大幅に改善することが見込まれている。企業業績が回復すれば、株主還元策として自社株買いが増えるだろう。21年は日銀のETF買いが減少するが、その分を自社株買いが補ってくれそうだ。いずれにおいても日本株の大きな買い手である日銀のETF買いと自社株買いが継続的に行われることで下値の固い日本株式市場を期待することが出来そうだ。

図表2 日銀ETF買いと自社株買いの年間買付金額



出所: 日本銀行及び各社公表資料を基に東海東京調査センター作成 ※20年は11月までの集計

【海外投資家の売りで下がらなくなった日本株】

20年の需給動向を見る上で大きな変化を感じるの海外投資家が売り越しでも日本株が上昇したことだろう。そこで、20年の海外投資家がTOPIXに与える影響度を作ってみた。図表3は20年の海外投資家が現物と先物合計で買い越した週と売り越した週を分けて、合計の金額、当該週のTOPIX騰落幅を計算し、1兆円当たりの影響度を計算したものである。20年に海外投資家の買い越し週は17週あり、合計の買い越し金額は6.32兆円で買い越し週のTOPIX騰落幅は+617.82ptとなり、1兆円当たりの影響度は+74.2ptになる。一方で、売り越し週は34週あり、買い越し週と同様に計算すると、売り越し1兆円当たりの影響度は▲38.7ptと計算される。同じ1兆円の売買による計算だが、買い越しと売り越しの影響度が大きく違うことが特徴である。計算結果からは海外投資家が1兆円売り越しでも下げ幅は限定的で、逆に1兆円買い越し時には株価が大きく上

がる結果になっている。海外投資家が売り越してくると日本株が大きく下がると警戒する投資家は多いが、その状況は大きく変わってきていると筆者は考えている。今回は 20 年も含めて過去 10 年分の海外投資家動向が TOPIX に与える影響度を見たい。こちらは先ほど 20 年の TOPIX に与える影響度の計算を過去に遡って作ってみたものである。図表 4 の過去データを見ると、14 年以降は 1 兆円の海外投資家動向が TOPIX に与える影響度は売り越しよりも買い越しの方が大きくなっている。14 年以降、海外投資家が売り越しても下落幅は小さく、買い越しの時には大きく株価が上昇し易い構造に変化しているのだ。14 年は 10 月に日銀の ETF 買入枠が年間 3 兆円に引き上がり、15 年からはコーポレートガバナンスコードの改訂で株主還元姿勢が強化され、自社株買いが増加した時期である。やはり日銀の ETF 買いと自社株買いの増加が海外投資家動向の TOPIX への影響度に変化を与えていると思われる。21 年も日銀の ETF 買いと自社株買いの安定的な買い手は存在することを踏まえれば、日本株は上昇し易い需給環境が続くと言えそうだ。

図表 3 海外投資家動向が TOPIX に与える影響度(2020 年)

	買い越し	売り越し
週の数	17週	34週
合計金額	8.32兆円	▲14.49兆円
当該週の騰落幅	617.82pt	▲560.77pt
1兆円当たりの影響度	74.2pt	▲38.7pt

出所: 日本取引所 G 及び Bloomberg のデータを基に東海東京調査センター作成 ※20 年 12 月第 4 週時点

図表 4 海外投資家動向が TOPIX に与える影響度(2011 年以降)

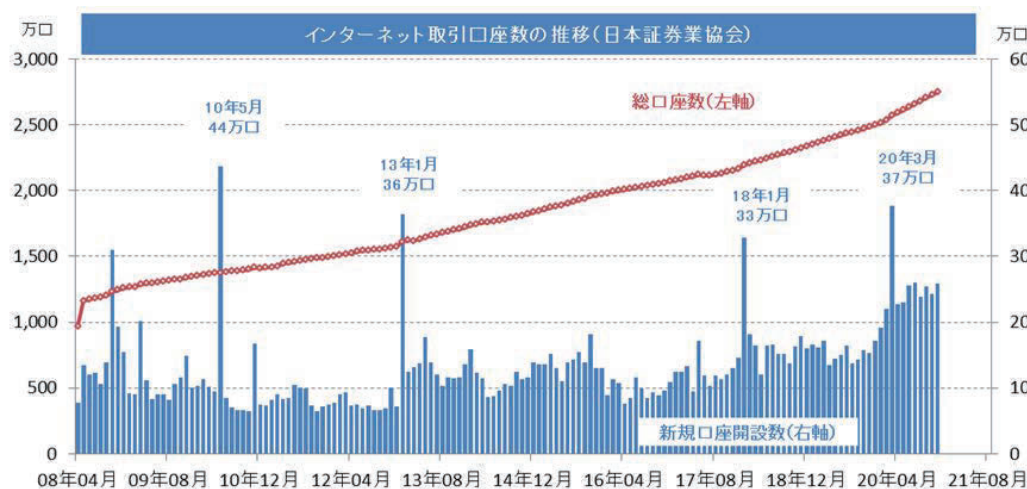
	買い越し	売り越し		買い越し	売り越し
2011年	36.2pt	▲65.2pt	2016年	60.5pt	▲51.3pt
2012年	43.6pt	▲68.0pt	2017年	48.4pt	▲23.2pt
2013年	36.8pt	▲112.1pt	2018年	57.1pt	▲37.2pt
2014年	46.5pt	▲40.5pt	2019年	45.6pt	▲31.4pt
2015年	49.1pt	▲31.0pt	2020年	74.2pt	▲38.7pt

出所: 日本取引所 G 及び Bloomberg のデータを基に東海東京調査センター作成 ※20 年 12 月第 4 週時点

【売り越しだったが大きな変化を感じる個人投資家】

20 年に海外投資家が売り越しの中、日銀の ETF 買いや自社株買いとともに日本株の下値の支え役となったのが個人投資家である。20 年は年間ベースでは現物と先物合計で 0.7 兆円の売り越しだが、10 月末までは買い越し。11 月以降の株価上昇局面で大幅売り越しに転じた。しかし、20 年は新たな個人投資家が増加した 1 年になったと思う。図表 5 のインターネット取引口座の推移(日本証券業協会)で、月次の新規口座開設件数を見ると、株価が急落した 20 年 3 月に 37 万口座が新規で開設され、これは 10 年 5 月以来の規模。更に、20 年 2 月から 11 月まで毎月 20 万口座以上が新規で開設され続けている。過去には単発的に新規の口座開設件数が増えるケースは見られたが、継続的に高水準を保っているのが過去と 20 年の違いである。19 年 6 月に老後 2000 万円問題の報告書を背景に将来に不安を感じたことや在宅勤務の増加で株式等の売買が容易な環境になったことが新規口座開設件数の増加に繋がったと思われる。

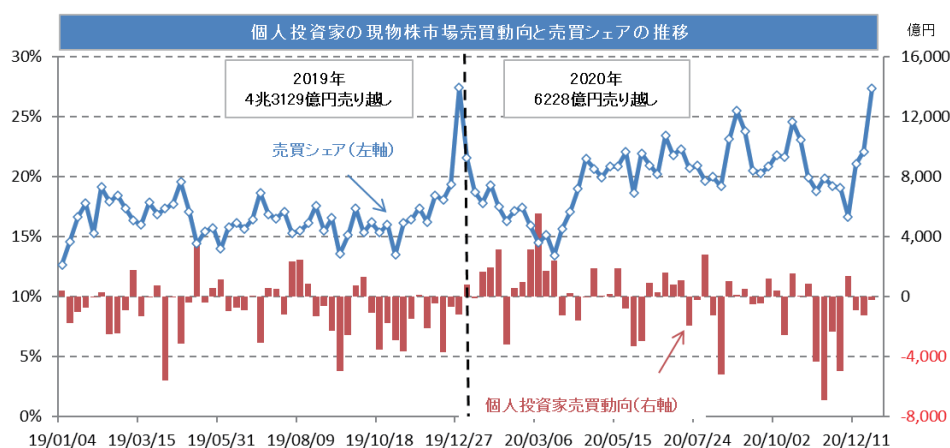
図表 5 インターネット取引口座数の推移(日本証券業協会)



出所: 日本証券業協会のデータを基に東海東京調査センター作成

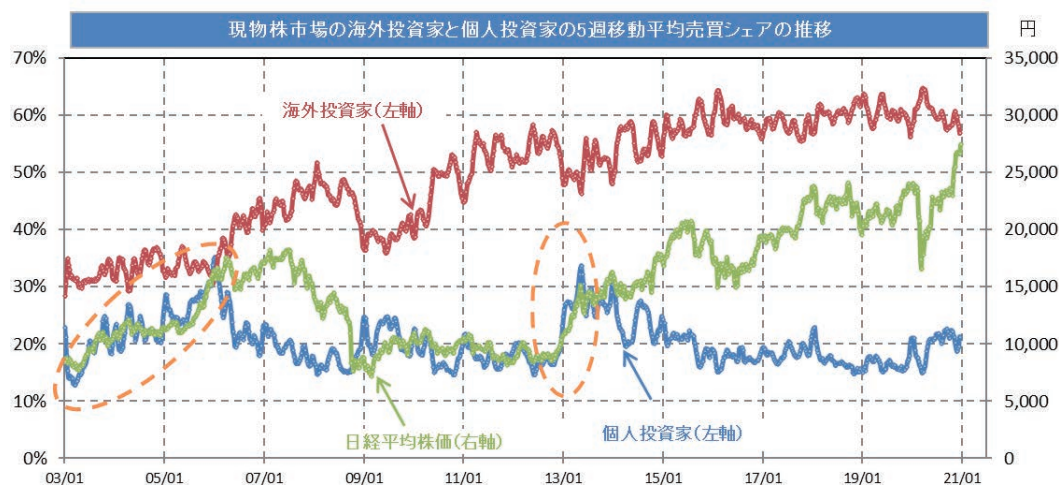
個人投資家の新規口座開設件数の増加により、変化が見られたのが現物株市場における個人投資家の売買シェアである。図表 6 の個人投資家の現物株市場売買動向と売買シェアの推移を見ると、新規口座開設件数が増加した3月以降に個人投資家の売買シェアが増加し、20%台で推移する時間が長かった。19年の売買シェアを見ると、海外投資家がお休みとなる年末を除いて20%を超える局面はなかった。今年は新規の参加者が増加したことで個人投資家の売買シェアが高まったことが変化として挙げられる。それだけ個人投資家の売買の影響が大きくなったことを示している。現物株市場における個人投資家の売買シェアの推移はマーケットを見る上で重要な指標の1つだと筆者は考えている。その理由は、過去の個人投資家売買シェアと日経平均株価の関係である。図表 7 は現物株市場の海外投資家と個人投資家の5週移動平均売買シェアの推移である。03年以降を見ると、大きく個人投資家の売買シェアが高まった03年～06年や12年～13年は日経平均株価が大きく上昇した局面である。個人投資家の参加者が増えていることはそれだけマーケットの環境が良いことを示しているのだろう。株価が持続的に上昇する為には個人投資家の積極的な押し目買いが重要との見方も出来そうだ。21年も高水準の新規口座開設件数が続けば、更なる個人投資家の売買シェア増加が期待出来る。貯蓄から投資への大きな流れが変わったことを示す指標なだけに今後の推移にも注目したい。

図表 6 個人投資家の現物株市場売買動向と売買シェアの推移



出所: 日本取引所 G のデータを基に東海東京調査センター作成

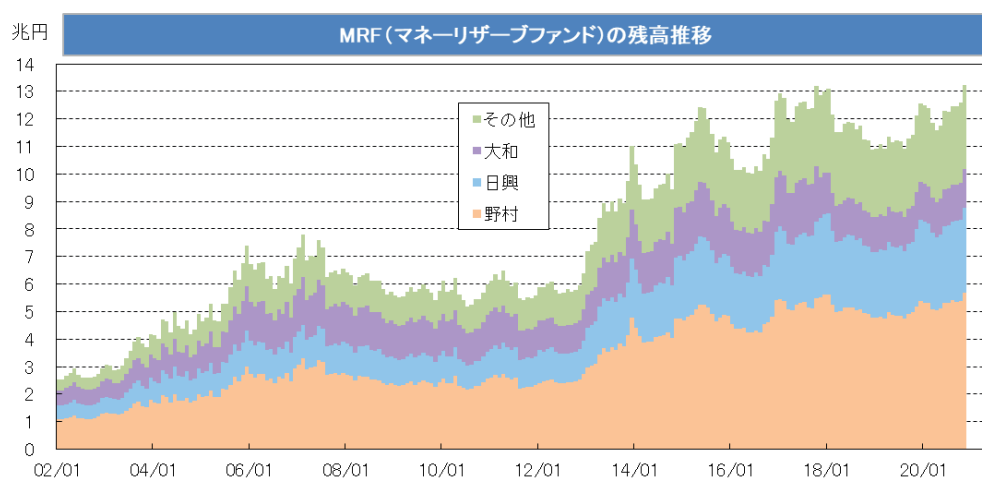
図表 7 現物株市場の海外投資家と個人投資家の 5 週移動平均売買シェアの推移



出所: 日本取引所 G 及び Bloomberg のデータを基に東海東京調査センター作成

また、個人投資家の注目点は MRF (マネーリザーブファンド) の残高も挙げられる。20 年 11 月時点の MRF 残高は約 13.2 兆円、図表 8 で MRF (マネーリザーブファンド) の残高推移で見ても過去最高水準である。特に 20 年 11 月の株価上昇局面で利益確定売りが出たことで大きく積み上がったままとなっている。株価の下落局面では個人投資家が積極的に押し目を買う資金が残っており、21 年相場でも日銀の ETF 買いや自社株買いとともに下値の支え役となりそう。個人投資家の積極的な姿勢が続けば、株価の下落も限定的となりそう。

図表 8 MRF (マネーリザーブファンド) の残高推移



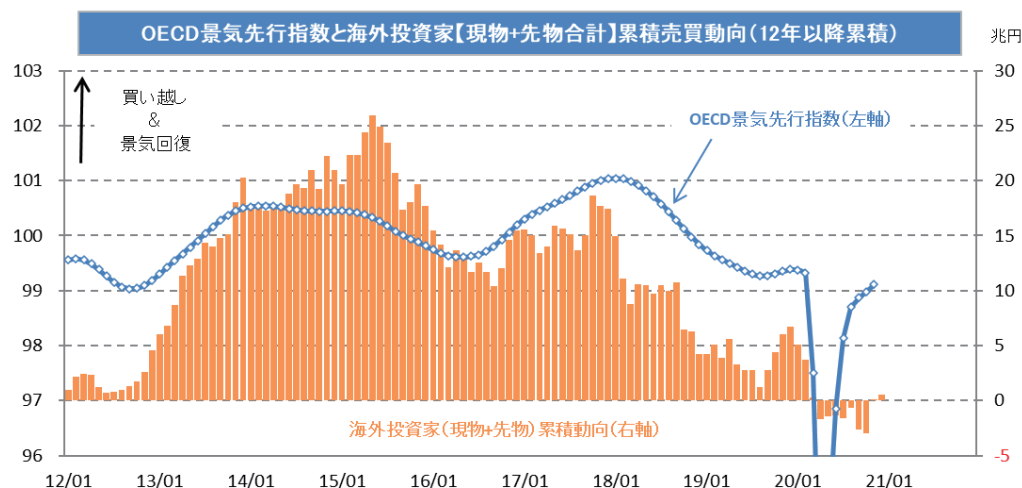
出所: Quick のデータを基に東海東京調査センター作成

【海外投資家動向について】

海外投資家は予想が難しい主体だが、21 年は 2 年ぶりの買い越しになると予想している。20 年は 12 月第 4 週までで 6.2 兆円の売り越しで 2 年ぶりの売り越しとなりそう。20 年の海外投資家が売り越しになった要因として新型コロナウイルス感染拡大で世界経済が大きく悪化したことが影響していると考えている。12 年以降の OECD 景気先行指数と海外投資家の累積売買動向を見ると、OECD 景気先行指数が上向き (景気回復) の局面で海外投資家の買い越しが膨らみ易く、下向き

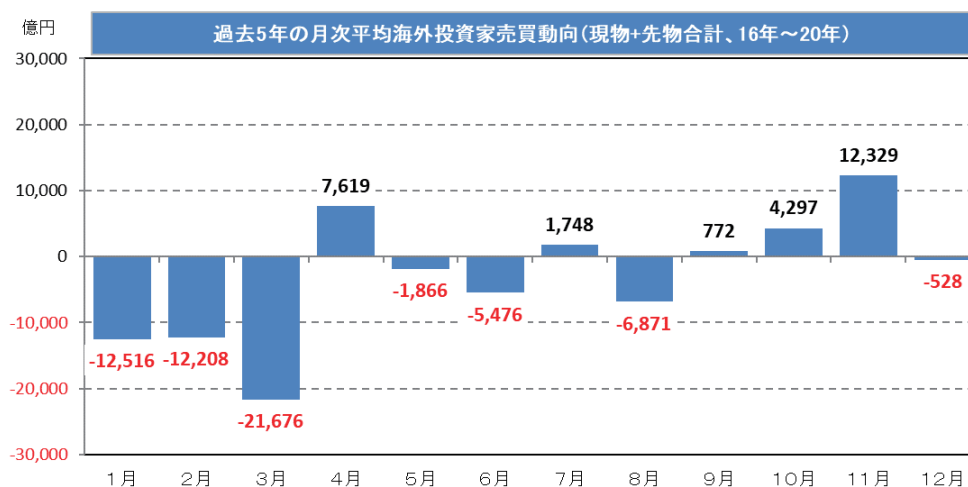
(景気後退)局面では売り越しになる傾向がある。日本株の時価総額の大きな企業にはグローバルで利益を稼ぐ製造業が多いこともあり、海外投資家が日本株に注目するのは世界景気が回復する局面と言える。21年は新型コロナウイルスの感染拡大で落ち込んだ世界経済が回復する可能性が高い1年である。ワクチンが普及すれば、経済の正常化が世界経済の回復に寄与するだろう。そうなれば、海外投資家が日本株を見直す契機になるだろう。日銀のETF買いや自社株買いの安定的な買い手が存在する中、世界景気の回復基調とともに海外投資家が日本株を買い越してくれれば、日経平均株価は30000円台を回復するだろう。ただし、海外投資家の季節性には注意が必要だ。図表10は去5年の月次平均海外投資家売買動向を見ると1-3月には海外投資家が売り越しの傾向が見られる。20年に売り越しのまま越年している可能性が高い為、大きな売り越しに転じるとは考えていない。しかし、20年秋口以降の大幅買い越し基調が一旦落ち着くことはありそうだ。例年、海外投資家は年の前半よりも後半に買い越しとなる傾向が強い。あくまでも過去の経験則だが、21年も年前半に日本株が下落する局面ほど買い場になる可能性がある。21年は衆院選の解散が予定されている。過去の衆院解散後には海外投資家が買い越しケースも多いだけに実施時期に注目だろう。

図表9 OECD 景気先行指数と海外投資家【現物+先物合計】の累積売買動向



出所：日本取引所G及びBloombergのデータを基に東海東京調査センター作成

図表10 過去5年の月次平均海外投資家売買動向（現物+先物合計、16年～20年）



出所：日本取引所Gのデータを基に東海東京調査センター作成 ※20年は12月第4週時点

若年層のリスク許容度は高まっているか—ライフサイクルからの考察

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

2024 年より NISA の新制度がスタートする。2 階建て構造で、投資未経験者は 1 階部分から始め 2 階部分に進める仕組みである。1 階部分は現在の「つみたて NISA」であり、2 階部分が「NISA」にあたる¹。1974 年にエリサ法(従業員退職所得保障法)が成立し、1980 年に 401k(企業型確定拠出年金)が開始された米国に比べ、我が国は 20 年遅れの 2001 年に確定拠出年金(DC)がスタートし、2014 年に NISA、2017 年に iDeCo が開始された。

所謂年金 2,000 万円問題もあり、老後資金確保の自助努力の必要性が浸透しつつある中、コロナ禍で資産運用に興味を持った若年層が各種手数料の安さからネット証券経由でのインデックス投信に資金流入したことも話題となった。その後は ESG(環境・社会・企業統治)や DX(デジタルトランスフォーメーション)などテーマ性の高いアクティブ投信への資金流入も顕著となっている。スマホやキャッシュレス決済の普及により「ポイント投資」が急拡大し、気軽に投資の疑似体験ができる反面、ゲーム感覚のインターフェイスによりリスク選好が高まっているとの指摘もある。

本稿では NISA スタート後の投資信託への資金流入や、年代別の投資への意識をアンケート調査から確認し、ライフサイクル上のリスク許容度の変化からみた資産形成について考察する。

1 投資信託への資金流入とパフォーマンス

公募投信の純資産残高は 140 兆円に迫りこの 10 年で倍増しているが、うち 40 兆円は日銀の ETF 購入で増加している²ため、それを除くと残高は横ばいとなっている(図表 1)。

ETF を除いた投信を投資対象別にみると、海外タイプが減少し、国内株式及び内外のバランス型が増加していることがわかる。スタイル別ではインデックス型が微増しているが、2020 年 3 月のコロナショック後はアクティブ型も増加していることがわかる。

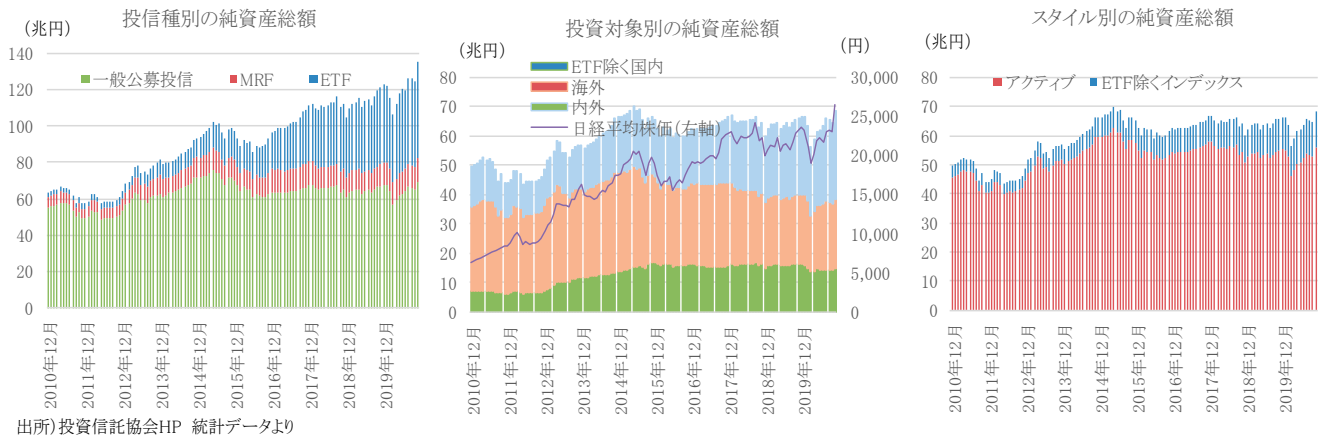
2020 年前半は手数料の低いインデックス投信に 1 兆円超の資金流入があったことが話題³となったが、夏以降はテーマ性のあるアクティブ投信への流入が顕著となった。特に 7 月に新規設定された「未来の世界(ESG)」「ゼロ・コンタクト」は大型設定となったが、その後も資金流入が継続している(図表 2・3)。

¹ 1 階部分は「特定累積投資勘定」といい投資限度額は年 20 万円、投資対象は公募株式投信・上場投信に限定。2 階部分は「特定非課税管理勘定」といい投資限度額は年 102 万円、投資対象は上場株式・公募株式投信・上場投信で高レバレッジ投信など一部は除外。

² 日銀が保有する ETF は 2020 年 11 月末現在の簿価で約 35 兆円、時価では約 45 兆円とみられる。

³ 『「指数連動型」投信に 1 兆円超 若年層が流入、1〜6 月最高』日経新聞 2020.7.16

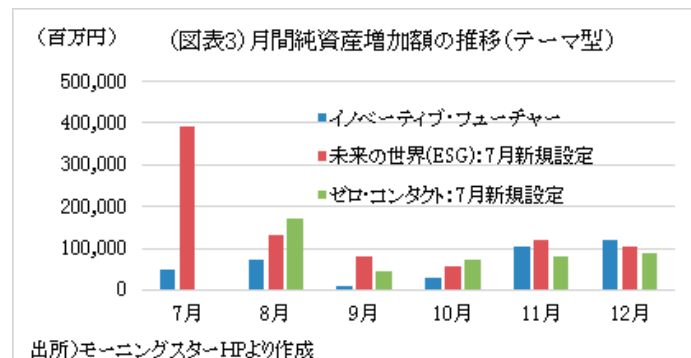
(図表1) 公募投信の概況



(図表2) 純資産増加額ランキング(2020年12月 月間)

順位	ファンド名	投信会社名	モーニングスター カテゴリー	純資産額 (百万円)	純資産増加額 (百万円)	増加率(%)
1	(NEXT FUNDS)TOPIX連動型上場投信	野村	国内大型ブレンド	14,425,201	446,852	3.20%
2	上場インデックスファンドTOPIX『愛称: 上場TOPIX』	日興	国内大型ブレンド	6,695,796	212,149	3.27%
3	(NEXT FUNDS)日経225連動型上場投信	野村	国内大型グロース	7,726,330	208,820	2.78%
4	ダイワ 上場投信-トピックス	大和	国内大型ブレンド	6,682,028	184,709	2.84%
5	上場インデックスファンド225『愛称: 上場225』	日興	国内大型グロース	3,614,939	149,999	4.33%
6	グローバル・プロスペクティブ・ファンド『愛称: イノベーティブ・フューチャー』	日興	国際株式・北米(F)	819,179	119,868	17.14%
7	グローバルESGハイクオリティ成長株式(H無)『愛称: 未来の世界(ESG)』	アセマネOne	国際株式・グローバル・含む日本(F)	882,510	102,822	13.19%
8	デジタル・トランスフォーメーション株式ファンド『愛称: ゼロ・コンタクト』	日興	国際株式・グローバル・含む日本(F)	457,705	89,921	24.45%
9	MAXIS 日経225上場投信	三菱UFJ国際	国内大型グロース	1,816,098	74,594	4.28%
10	One ETF 日経225	アセマネOne	国内大型グロース	329,963	70,496	27.17%

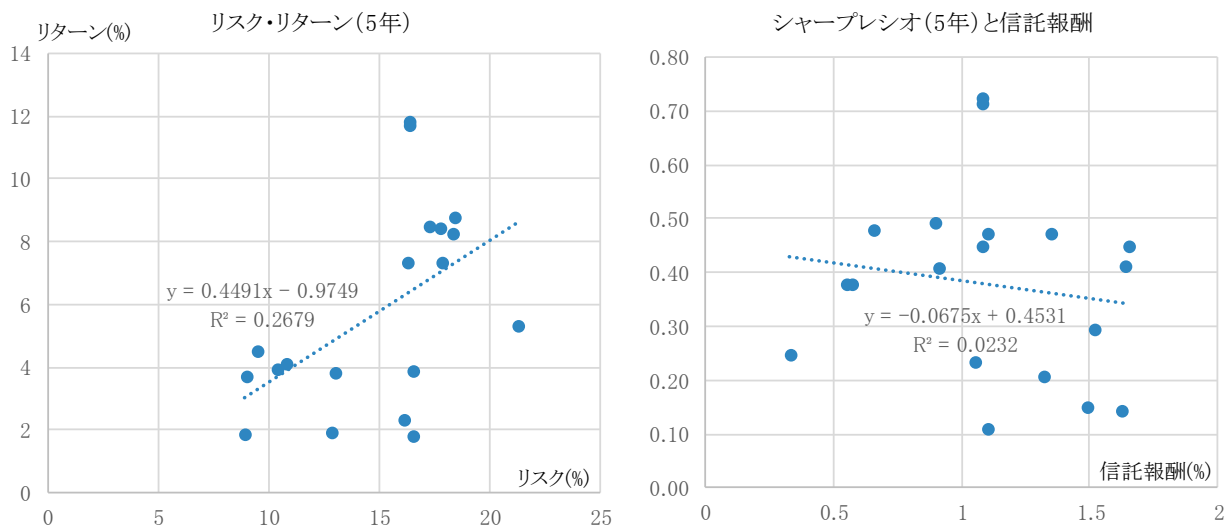
出所) モーニングスターHPより作成



こうした設定間もない新規ファンドはパフォーマンス評価が難しいため、つみたて NISA 対象銘柄⁴のパフォーマンスを確認する。アクティブタイプ全 19 銘柄の過去 5 年間のリターンとリスク、シャープレシオと信託報酬との関係をプロットした(図表 4)。

リスク・リターンの関係には弱い正の相関がみられるが、リスクに見合ったリターンが得られていない(シャープレシオが低い)ファンドが散見される。アクティブファンドの信託報酬はすべてインデックスタイプの平均を上回っているが、シャープレシオと信託報酬の関係はほぼ無相関となっており、同じコスト(信託報酬)を払ってもパフォーマンスには大きなばらつきがあることがわかる。

(図表4) つみたてNISA対象アクティブ投信(19本)のパフォーマンス



出所)金融庁HP・モーニングスターHPより作成

※インデックス投信(167本)の信託報酬平均
国内型:0.26%、海外・内外型0.32%

また、アクティブ運用を謳っていてもインデックスに近い疑似アクティブ投信が存在しているため、アクティブ度を測る指標であるアクティブ・シェア(active share)⁵も注目され、部分的に開示されている。低アクティブ・シェアのファンドに高いコストを払うべきではなく、コストに見合った運用スタンスになっているかをチェックすることが重要であり、このような指標が標準的に開示されるような環境が待たれるところである。インデックスとアクティブのどちらを選択すべきかは、投資経験や年齢、リスク許容度(資金量・リスク選好)などによって異なるものである。

⁴ つみたて NISA 対象の条件は、①低コストのインデックスファンドまたは②5 年以上の継続的な資金流入実績のあるアクティブファンド、③いずれも為替ヘッジを除くデリバティブ取引による運用を行っていないことである。

⁵ 対象インデックスとファンドの構成銘柄が 100%一致する場合を 0、全く異なる場合を 100 とする指数であり、数値が高いほどアクティブな運用を行っていることになる。

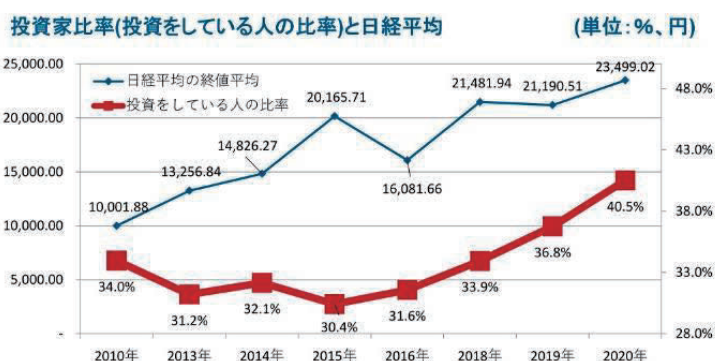
2 投信への年代別関心

フィデリティ退職・投資教育研究所の「ビジネスパーソン 1 万人アンケート 2020」によると、2014 年の NISA 導入を機に投資家比率が趨勢的に上昇し、男女ともに特に 20-30 代の投資家比率が高まっていることがわかる(図表 5)。

また、日本証券業協会の「個人投資家の証券投資に関する意識調査【インターネット調査】」⁶によると、コロナ禍以降の投資行動(株式)として 20-30 代は「初めて購入した」が 7.1%、「増やした」が 32.0%と年代別で最も多くなった。主な注文方法ではインターネット(スマホ)が 49.8%を占めこれも年代別

で最も高い⁷。つみたて NISA 口座の開設をきっかけに投資を開始した者は、20-30 代が 40.3%を占め、40 代を含めると 66.1%となった。投資信託購入時に重視する点については「安定性やリスクの低さ」「分配金の頻度や実績」は年代が上がるに従い上昇する傾向にあるが、「成長性や収益性の高さ」「購入・販売手数料の安さ」「信託報酬の安さ」は 20-30 代が最も高い。また、男女ともに 20-30 代は他の年代と比べリスク選好的であることがわかった(図表 6)。

(図表 5) 投資家比率の推移



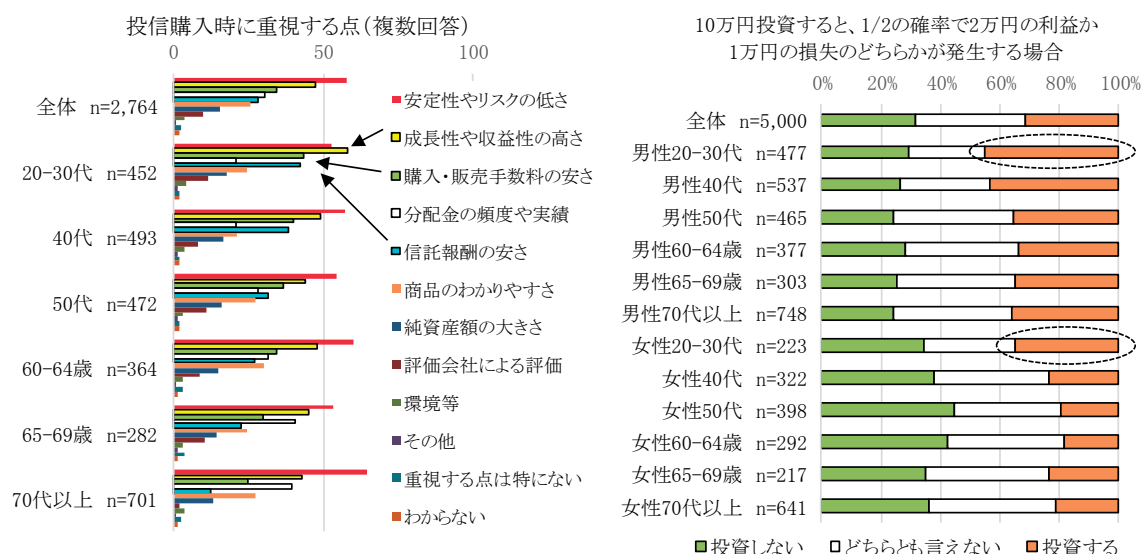
投資家比率(投資をしている人の比率)の年代別・性別変化 (単位: %)

	男性				女性				全体
	20代	30代	40代	50代	20代	30代	40代	50代	
2020年	42.9%	51.4%	45.3%	45.2%	23.7%	32.6%	31.1%	33.5%	40.5%
2015年	30.6%	35.3%	36.1%	39.0%	12.3%	19.7%	22.8%	27.4%	30.4%

(注) 日経平均の終値は、アンケート実施日の終値の平均。年代別・性別変化で網掛けは平均以上に上昇したセグメントを示す。

(出所) フィデリティ・インスティテュート退職・投資教育研究所

(図表 6) 投資信託購入時に重視する点(左)とリスク選好(右)



(出所) 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査【インターネット調査】」より

⁶ 調査対象: 日本全国の 20 歳以上の証券保有者、標本数: 5,000、調査方法: インターネット、調査時期: 2020 年 6 月 30 日～7 月 5 日

⁷ インターネット調査であることに留意が必要

投資のきっかけとしては貯まったポイントで疑似運用を行う「ポイント運用」が挙げられる。ポイント経済圏は拡大しており、運用に使えるポイントは多岐に亘っている(図表 7)。ポイント運用は口座開設不要であるが、証券口座を開設すればポイントで株式や投信に投資し現金化することもできる。Ponta リサーチ「『資産形成・ポイント運用』に関する調査」⁸⁾によると、ポイント運用サービスの認知度は約 7 割、利用者は 2 割にとどまるものの年代別内訳は 20-30 代が半数を占める。また、ポイント運用をきっかけに実際に投資を開始したのは 42%であった(図表 8)。

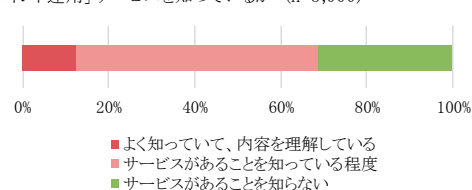
(図表7) 主なポイント投資・ポイント運用の概要

サービス名称	利用ポイント	運用対象	運用主体
NTTドコモ 「ポイント投資」	dポイント(通常ポイント)	おまかせ運用:アクティブコース・バランスコース テーマで運用:「日経225」「新興国」「コミュニケーション」「生活必需品」「ヘルスケア」「米国大型株」「金」「クリーン・エネルギー」の8つ	ロボアドバイザー「THEO」
「日興フロッギー+ docomo」	dポイント(期間・用途限定ポイントも対象)	株式・ETFなど	SMBC日興証券
au 「au PAYポイント運用」	Pontaポイント	「auスマート・プライム(高成長)」	KDDIアセットマネジメント
auカブコム証券 「ポイント投資」		投資信託	auカブコム証券
PayPay ソフトバンク 「ボーナス運用」	PayPayボーナス	短期運用向け「チャレンジコース」 長期運用向け「スタンダードコース」	スマホ向け証券サービス 「One Tap BUY」
楽天Point Club 「ポイント運用」	楽天ポイント	積極的な運用を目指す「アクティブコース」 安定的な運用を目指す「バランスコース」	楽天投信 投資顧問
楽天証券 「ポイント投資」		国内株式・投資信託	楽天証券
LINE証券 「LINEポイント投資」	LINEポイント	国内株式・ETF・投資信託など	LINE証券
SBIネオモバイル証券 「Tポイント投資」	Tポイント	国内株式・ETF・FXなど	SBIネオモバイル証券
セゾンカード 「セゾンポケット」	永久不滅ポイント	投資信託(セゾンバンガードグローバルバランスファンド・セゾン資産形成の達人ファンド)	セゾン投信
		株つみたて	スマートプラス
		株式コース	Stock Point
セゾンポイント運用		投資信託コース:日本株(TOPIXコース)・アメリカ株(VOO)コース・アクティブコース・バランスコース	セゾン投信 大和証券

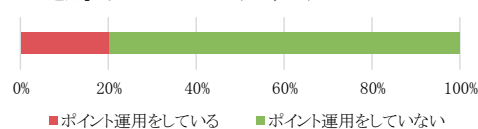
出所) 各社HPより作成

(図表8) 「ポイント運用サービス」の認知・利用状況

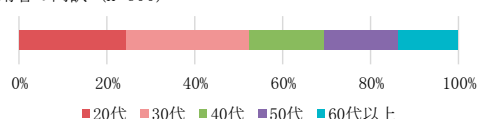
「ポイント運用」サービスを知っているか (n=3,000)



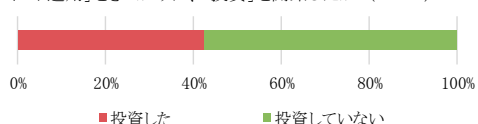
「ポイント運用」を実施しているか (n=3,000)



利用者の内訳 (n=600)



「ポイント運用」をきっかけに、「投資」を開始したか (n=600)



(出所) Pontaリサーチ2020年11月「資産形成・ポイント運用」に関する調査

3 ライフサイクルとリスク許容度

行動経済学ではリスク許容度は「許容量(risk capacity)」と「選好度(risk preference)」に分けて考えられる。我が国では年齢が上がるほど金融資産(許容量)が増え、リスク性資産の保有率(選好度)も上がる傾向がみられる⁹⁾。

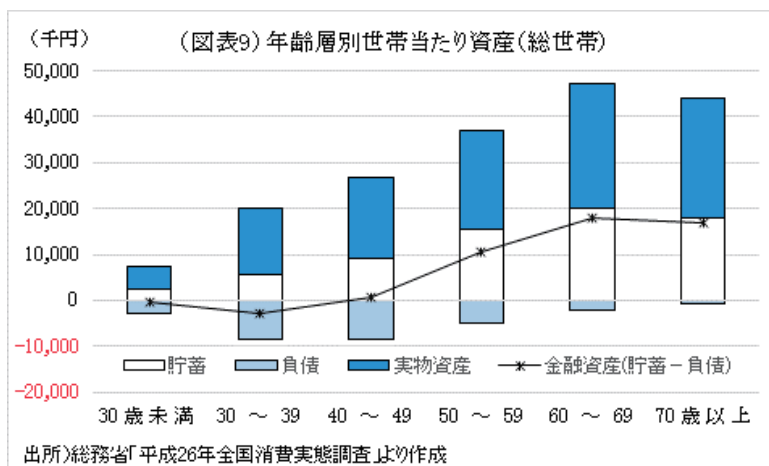
世帯の資産・負債構造で確認すると(図表 9)、実物資産の多くを占める住居や車はローンを組んでいるケースが多いため、資産と負債が両建てとなる。年功序列賃金を前提に若年層では収入

⁸⁾ 調査対象:Pontaリサーチ会員、回答数:3,000、調査方法:インターネット、調査時期:2020年10月27日～10月28日

⁹⁾ 山口勝業(2016)「我が国家計の金融資産におけるリスク許容度」『行動経済学第9巻』pp68-75

が低く貯蓄も少ないことから、金融資産は 30 代までマイナス、50 代でプラスに転じリスク資産を保有することになる。このように家計のライフサイクル上、住宅ローン等の負債がリスク許容量への制約になっているため、欧米で選好されるライフサイクル投信¹⁰が浸透しないという指摘もある。

前述のアンケート調査では、若年層のリスク選好度が比較的強いことが明らかになった。主要チャネルとなっているスマホで「ポイント運用」する向きも増えており、ゲーム感覚の運用アプリが実際の投資への呼び水となっている。また、NISA やつみたて NISA など税制優遇制度も投資を始めるきっかけになっており、その拡充が将来を見据えた資産形成に貢献するものと思われる。



おわりに

人生 100 年時代の資産形成において、若いうちから少額でも積立運用を行い将来に備える必要があり、NISA・つみたて NISA のほか iDeCo などの税制優遇制度の積極的な活用が期待される。2024 年より新 NISA もスタートするが、制度のわかりやすさや優遇措置の一層の拡大が求められるところである。

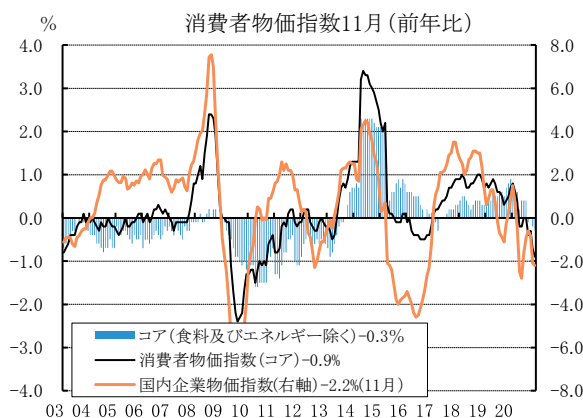
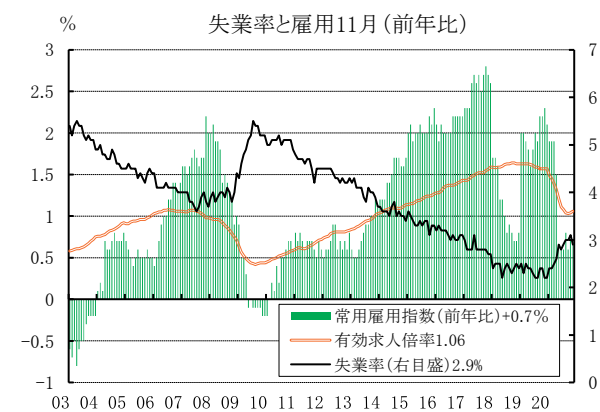
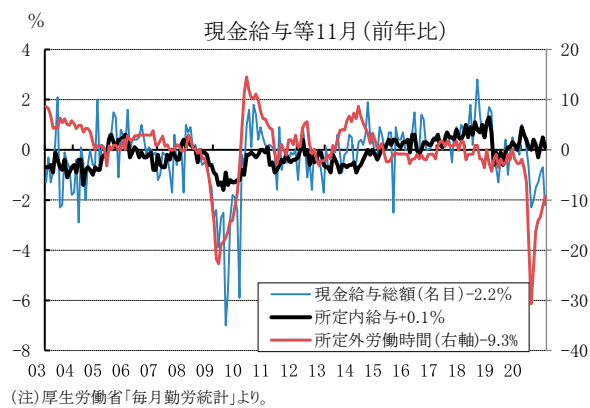
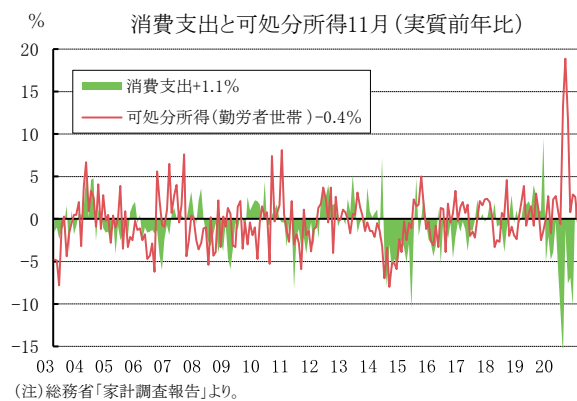
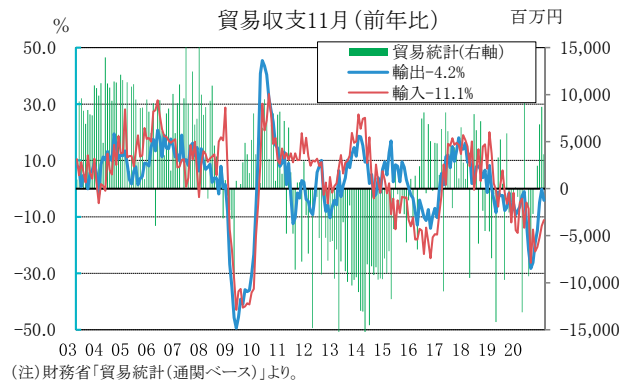
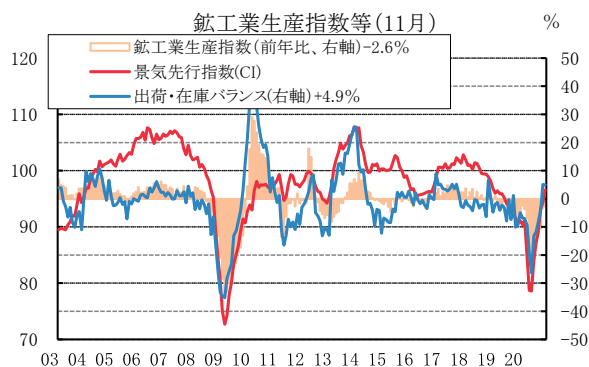
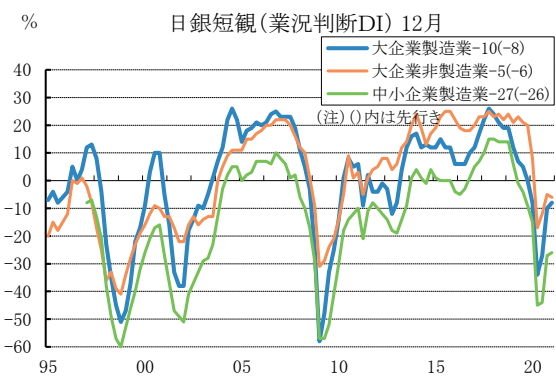
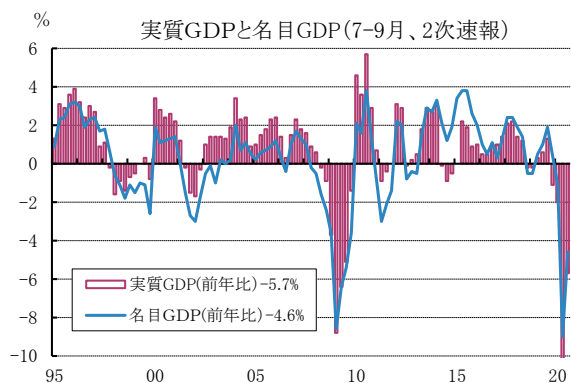
現状の年金・医療等社会保障制度では若年層への再分配効果が薄く、非正規雇用の増加も相俟って所得水準が低位で推移している。アンケート調査では「貯金が貯まれば」「収入が上がれば」投資をしたいという回答も多くみられ、欧米並みにリスク資産を増やすためには若年層をターゲットにした所得底上げ政策が必要である。

収入の低い若年層のリスク許容量は低くなりがちであるが、特に 20-30 代の男性のリスク選好度が高くなっていることがわかった。コロナ禍でのステイホームが投資を始めるきっかけとなったことも確認されており、スマホ経由でのポイント投資などの疑似体験で気軽に投資を始められる環境も後押ししたとみられる。ただし、ゲーム感覚のままで過大なリスク保有にならないよう、金融知識の蓄積は必要であろう。2022 年 4 月より高等学校の家庭科において家計管理のため投信や金融商品の授業が開始されるが、義務教育からの金融教育を標準化することも検討すべきである。

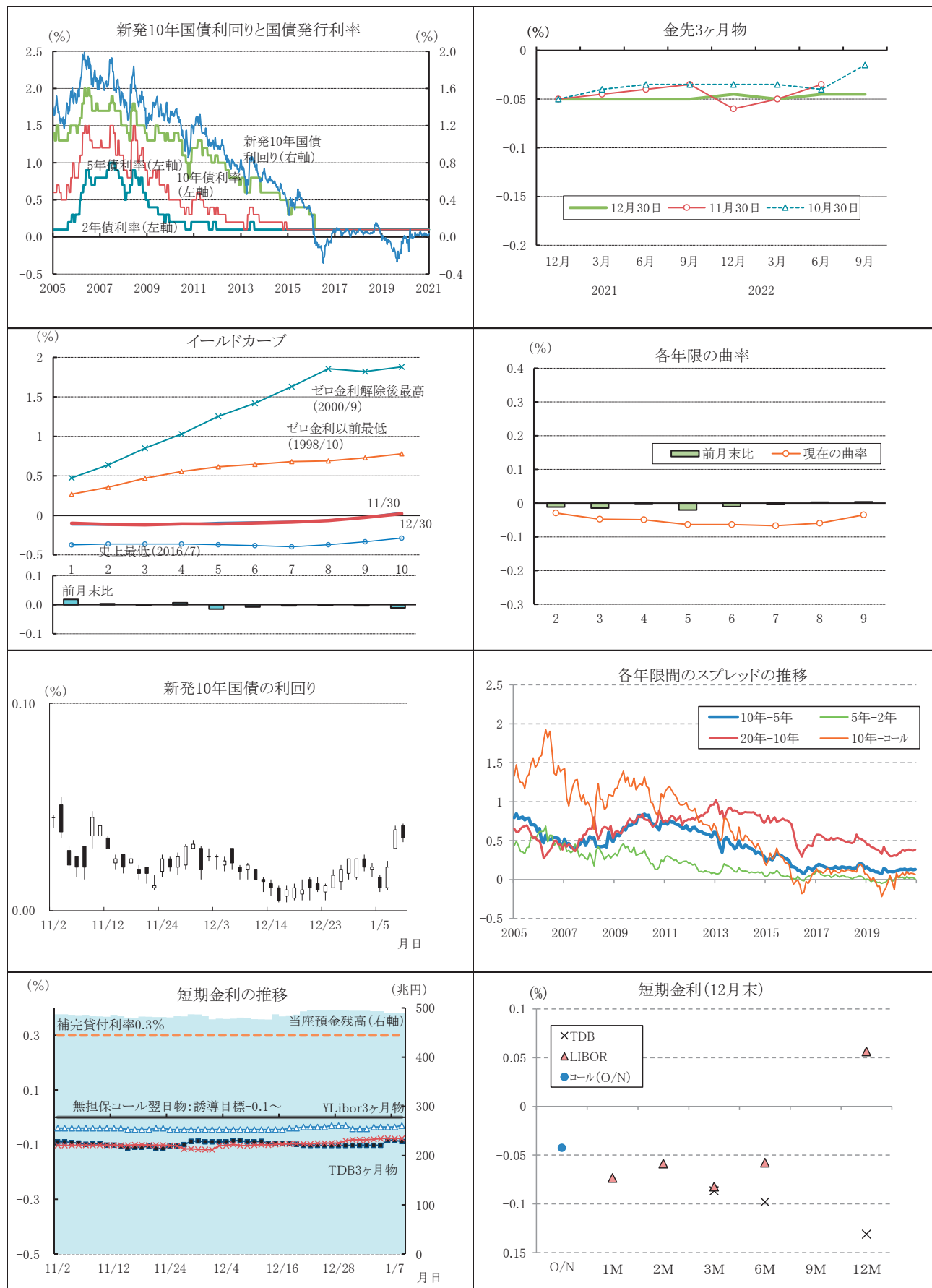
¹⁰ 投資家の退職年齢を目標にして自動的に株式と債券のバランスを変更していく仕組みのファンド。具体的には、年齢が上がるとともに株式の比率を下げ、債券中心の堅実な運用にシフトするのが一般的である。

統計データ集

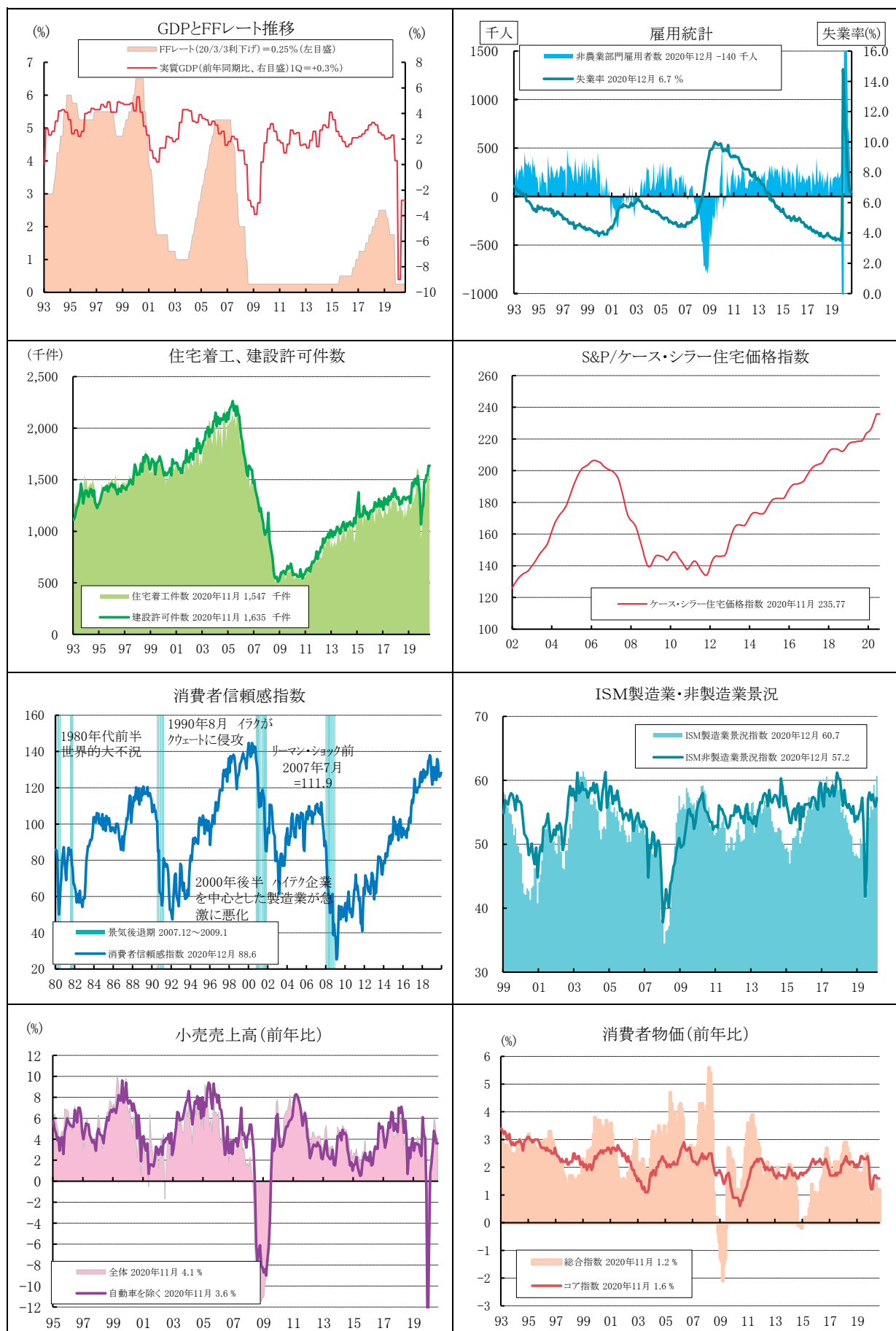
日本 マクロ経済



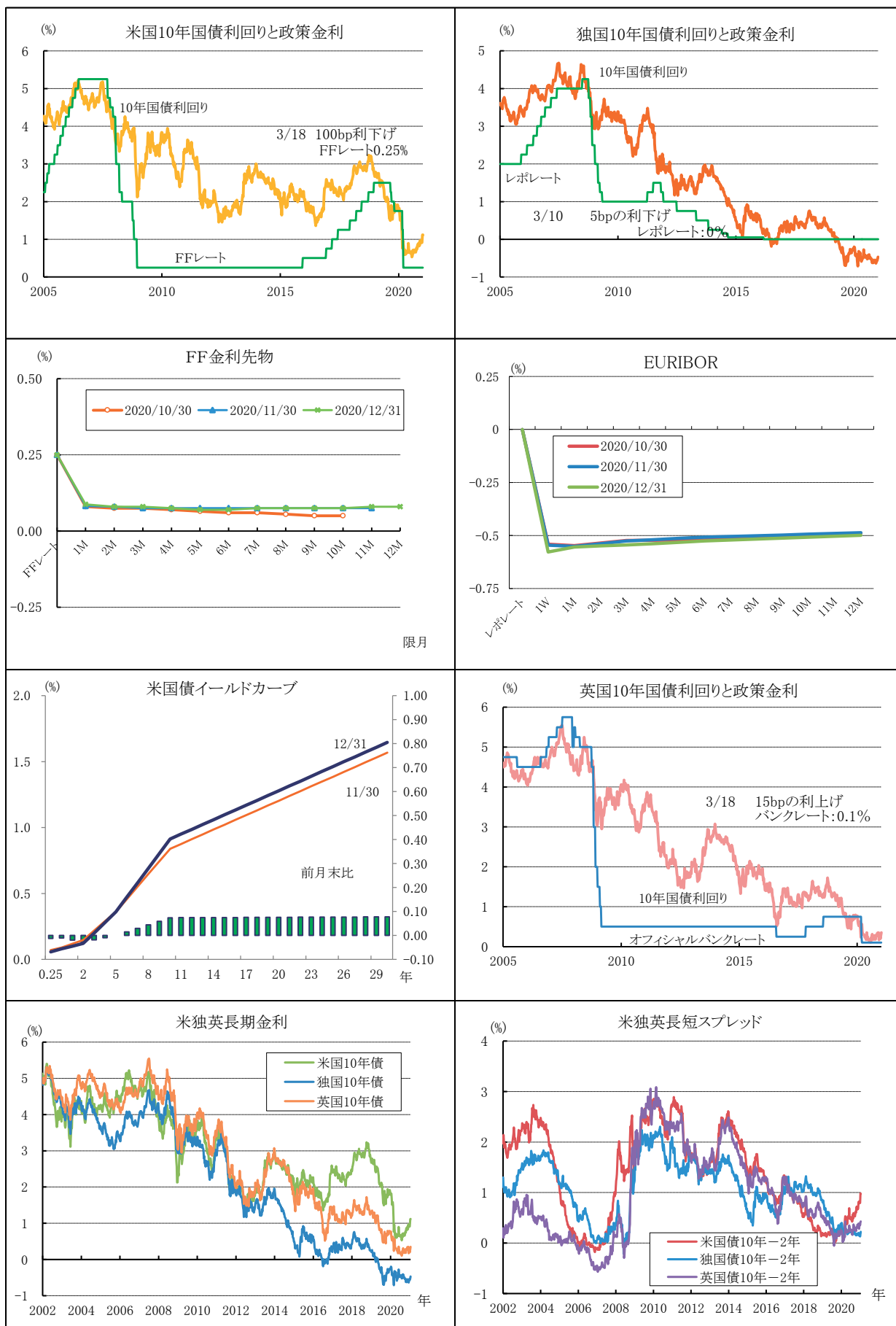
日本 短期・債券市場



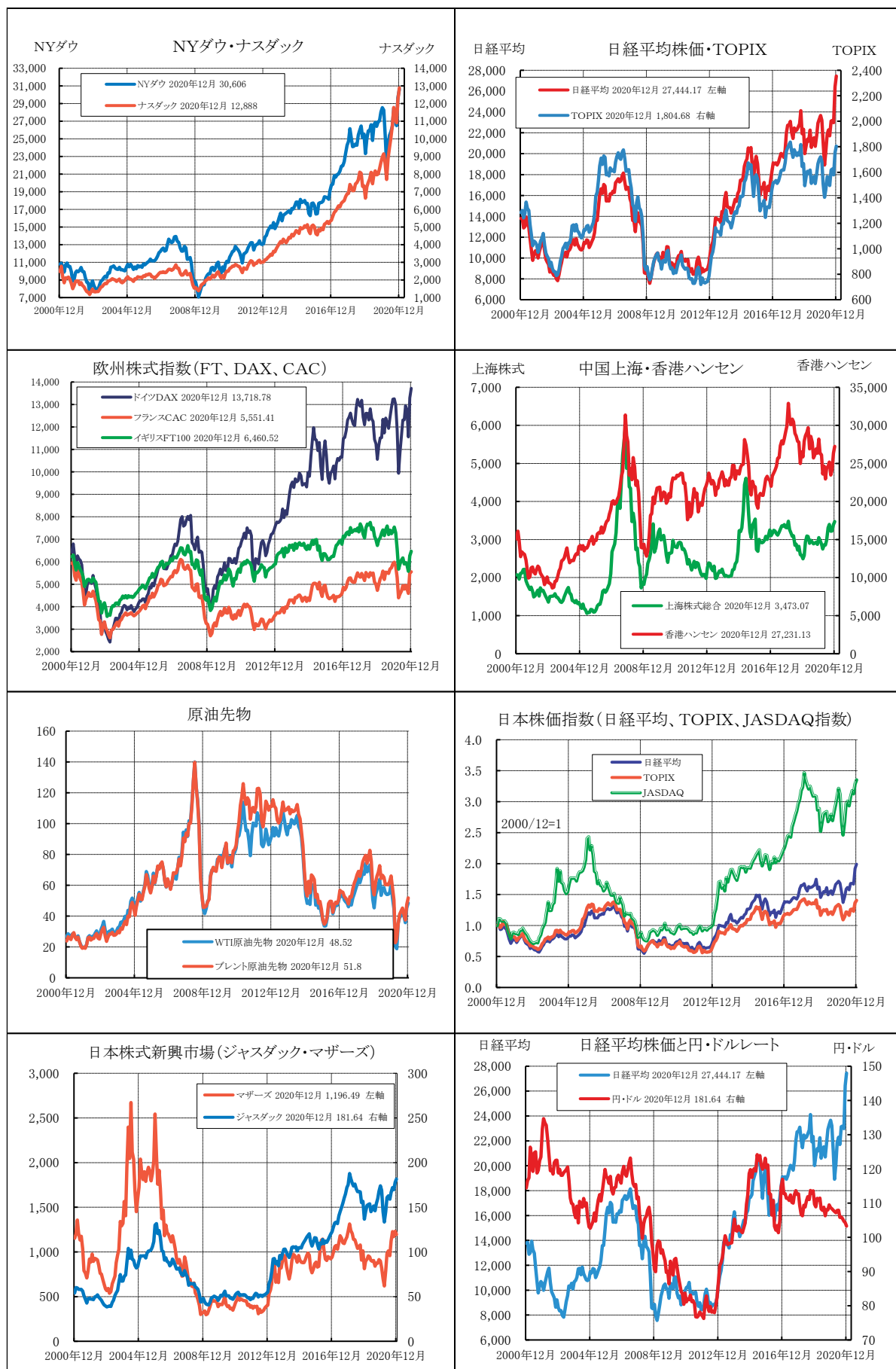
海外 マクロ経済



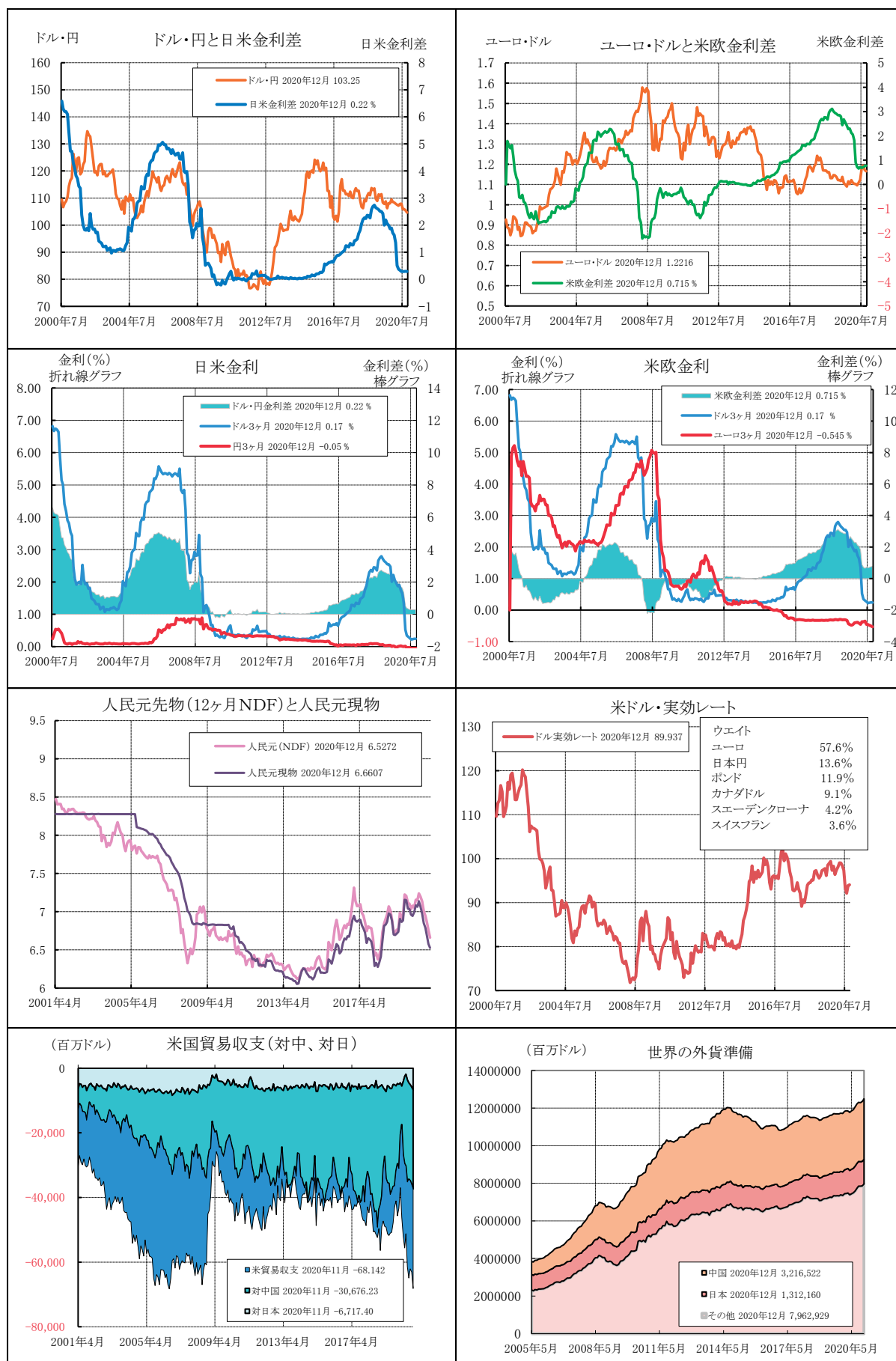
海外 債券市場



株式市場



為替市場

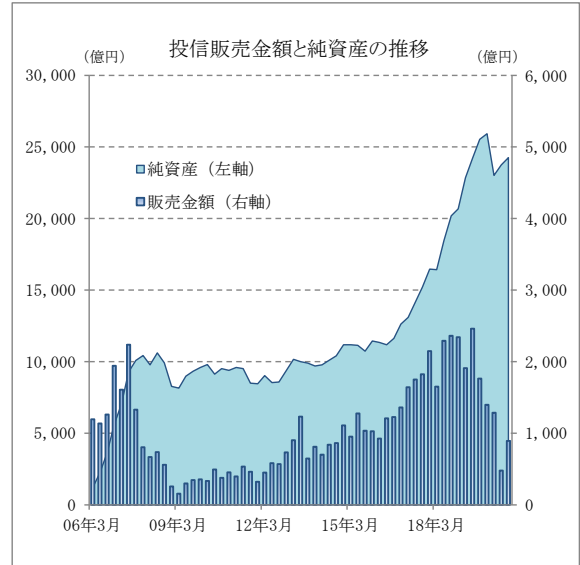


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年度累計	952,000	339,685	644,000	977,638
2014年度累計	1,061,000	377,000	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,164,000	427,085	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,251,000	544,399	749,000	1,310,151
2017年度累計	1,544,000	737,878	874,000	1,642,301
2018年度累計	2,303,000	891,000	1,062,000	2,285,900
2019年度累計	3,170,000	691,400	1,185,000	2,301,700
2020年4-6月	835,000	48,000	1,189,000	2,374,600
2020年7-9月	894,000	83,200	1,204,000	2,425,200
2020年10-12月				
2021年1-3月				
2020年度累計	1,729,000	131,200	1,204,000	2,425,200
累計	23,386,022	6,293,732	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 パフォーマンス・基準価格・純資産

ファンド名	累積リターン 1年(%)	基準価格(円)		純資産(百万円)	ファンド名	累積リターン 1年(%)	基準価格(円)		純資産(百万円)
		2021/1/8	2021/1/8				2021/1/8	2021/1/8	
三菱UFJ国際 ターゲットリターン・ファンド(2%コース) *	—	10,437	213	アジア・ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジなし)	-0.17	6,700	498		
One ターゲットリターン・ファンド(4%コース) *	—	10,686	1,263	USストラテジック・インカム・ファンドAコース(為替ヘッジあり)【受託:債券王】	7.25	9,074	1,747		
野村資産設計ファンド2015【受託:未来時計2015】	0.14	11,234	775	USストラテジック・インカム・ファンドBコース(為替ヘッジなし)【受託:債券王】	3.10	7,603	9,140		
野村資産設計ファンド2020【受託:未来時計2020】	-0.07	11,630	789	ビムコ ハイ・インカム毎月分配型ファンド(為替ヘッジ付き)	4.91	8,361	2,130		
野村資産設計ファンド2025【受託:未来時計2025】	1.09	12,279	958	ビムコ ハイ・インカム毎月分配型ファンド	3.16	7,296	65,881		
野村資産設計ファンド2030【受託:未来時計2030】	1.89	12,845	969	欧州ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジあり)【受託:ユーロ・スベリット】	1.05	8,926	4,699		
野村資産設計ファンド2035【受託:未来時計2035】	1.96	12,862	689	欧州ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジなし)【受託:ユーロ・スベリット】	4.33	10,096	6,917		
野村資産設計ファンド2040【受託:未来時計2040】	2.53	12,929	1,216	日本配当追求株ファンド(価格変動抑制型)【受託:はいつり日本】	-13.59	8,276	4,642		
野村資産設計ファンド2045【受託:未来時計2045】	3.88	23,444	153	大和 ストックインデックス 225ファンド	17.85	20,690	27,431		
野村資産設計ファンド2050【受託:未来時計2050】	4.19	13,235	240	新光日本小型株ファンド【受託:風物語】	40.22	24,017	13,602		
野村資産設計ファンド2060【受託:未来時計2060】	4.59	11,350	95	つみたて日本株式(TOPIX)	7.22	12,366	7,259		
世界8資産リスク分散・バランズファンド(日債払出し型)【受託:しあわせのしくみ】*	—	10,287	5,698	SMITAM JPX 日経インデックス400オープン	8.18	15,795	1,532		
JP日米バランズファンド【受託:JP日米】	4.97	10,493	3,235	三菱UFJ優良日本株ファンド【受託:優くん(ユウくん)】	16.79	11,445	1,994		
JP4資産バランズファンド(安定コース)【受託:ゆうバランズ 安定コース】	3.24	11,580	93,055	GS 日本株式インデックス・プラス	1.17	10,695	5,606		
JP4資産バランズファンド(安定成長コース)【受託:ゆうバランズ 安定成長コース】	5.08	12,827	123,821	日本株式SRFファンド	9.69	10,802	2,300		
JP4資産バランズファンド(成長コース)【受託:ゆうバランズ 成長コース】	6.58	14,067	45,502	フィデリティ 日本配当成長株投資	-8.84	9,216	5,921		
JP4資産均等バランズ	6.06	11,538	6,367	JPMジェンバプライム	22.01	16,587	98		
野村6資産均等バランズ	-0.42	11,550	18,632	生活基礎関連株式ファンド【受託:ゆうゆう街道】	28.54	19,229	2,148		
つみたて8資産均等バランズ	0.80	11,755	33,987	eMAXIS TOPIXインデックス	6.96	25,174	17,723		
リスク抑制世界8資産バランズファンド【受託:しあわせのしくみ】	3.24	10,775	213,598	世界株配当収益追求ファンド(価格変動抑制型)【受託:はいつり日本】	-4.85	8,707	492		
東京海上・円資産バランズファンド(毎月決算型)【受託:円舞会】	-6.07	10,464	646,172	フィデリティ グローバル・バリュー・ポート1【為替ヘッジあり】	16.75	13,288	207		
東京海上・円資産バランズファンド(年1回決算型)【受託:円舞会(年1回決算型)】	-6.07	10,889	280,664	フィデリティ グローバル・バリュー・ポート2【為替ヘッジなし】	12.80	13,017	967		
三菱UFJ国際 インカムバランズファンド(年6回決算型)【受託:実りの定期優】	-16.62	8,312	1,454	世界株式トレンドフォロー・戦略ファンド(ロングコース)【受託:トレフォロ】	9.92	11,218	511		
HSBCワールド・セレクション(安定コース)【受託:ゆめラップ 安定】	2.26	10,789	27,250	世界株式トレンドフォロー・戦略ファンド(ロング・ショートコース)【受託:トレフォロ】	2.60	10,054	667		
HSBCワールド・セレクション(安定成長コース)【受託:ゆめラップ 安定成長】	2.90	11,470	43,743	日興五大株株式ファンド	8.07	11,951	17,931		
HSBCワールド・セレクション(成長コース)【受託:ゆめラップ 成長】	3.82	12,794	20,318	SMITAM NYダウインデックスオープン(為替ヘッジあり)	5.95	12,555	466		
HSBCワールド・セレクション(インカムコース)【受託:ゆめラップ インカム】	3.43	10,509	5,627	SMITAM NYダウインデックスオープン	1.40	19,927	7,315		
野村世界6資産分散投資(安定コース)	0.43	12,240	91,962	DAM世界好配当株式ファンド(毎月決算型)【受託:ハッピー・インカム】	-5.68	10,414	115		
野村世界6資産分散投資(成長コース)	2.71	10,586	117,376	DAM世界好配当株式ファンド(毎月決算型)【受託:ハッピー・インカム】	-8.15	7,077	20,616		
野村世界6資産分散投資(配分変更コース)	-5.86	11,145	15,197	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)円コース【受託:グローバル・インカム】	-4.11	7,142	19,093		
野村資産設計ファンドDC・つみたてCNSA2030【受託:未来時計DC・つみたてCNSA2030】	2.40	11,459	143	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)円コース【受託:グローバル・インカム】	-4.21	11,028	11,531		
野村資産設計ファンドDC・つみたてCNSA2040【受託:未来時計DC・つみたてCNSA2040】	3.02	11,763	95	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)	-6.07	2,582	979,036		
野村資産設計ファンドDC・つみたてCNSA2050【受託:未来時計DC・つみたてCNSA2050】	4.69	12,108	65	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(1年決算型)	-5.70	18,709	43,807		
野村資産設計ファンドDC・つみたてCNSA2060【受託:未来時計DC・つみたてCNSA2060】	5.09	11,511	31	JPMグローバル・医療関連株式ファンド	16.39	11,433	60,659		
スマート・ファイブ(毎月決算型)	-0.63	9,423	360,570	つみたて新興国株式	8.88	14,191	24,028		
スマート・ファイブ(1年決算型)	-0.59	13,078	58,226	つみたて新興国株式	8.64	12,505	9,001		
セゾン・バンガード・グローバル・バランズファンド	6.50	16,808	234,253	セゾン 資産形成の達人ファンド	13.56	27,006	129,434		
ニッセイ日本債券ファンド(毎月決算型)	0.09	9,417	13,406	ビクター・プレミアム・ブランド・ファンド(3ヵ月決算型)	20.75	16,848	22,453		
eMAXIS 国内債券インデックス	-1.18	11,531	12,072	新光サザンアジア株式ファンド	-7.60	9,899	2,576		
大和住銀 先進国債券ファンド(リスク抑制型)【受託:未来のこころ】	0.67	10,434	38,785	JPAM北米高配当株ファンド	-4.83	13,787	68		
日興五大株債券ファンド(毎月分配型)	3.47	8,207	48,398	新光世界インフラ株式ファンド【受託:インフラファンド】	-16.53	13,021	58		
三菱UFJ 先進国高金利債券ファンド(毎月決算型)【受託:グローバル・トップ】	13.83	8,046	53,769	グローイング・アジア・株式ファンド	19.73	13,272	226		
三菱UFJ 先進国高金利債券ファンド(年1回決算型)【受託:グローバル・トップ 年1】	13.84	12,215	684	マニライフ・カナダ株式ファンド	1.43	10,874	1,701		
グワイ成金国セレクト債券ファンド(毎月分配型)【受託:セレクト9】	-6.98	3,864	15,238	野村ユーロ・トップ・カンパニー・Bコース	1.64	10,123	5,136		
グワイ成金国セレクト債券ファンド(年1回決算型)【受託:セレクト9 年1回】	-6.98	9,490	361	エマージング・アジア・株式ファンド	12.40	11,215	30		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(毎月決算型)	3.41	8,394	2,220	オーストラリア好配当株式オープン(毎月決算型)	6.89	7,228	178		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(毎月決算型)	-0.47	7,680	14,296	eMAXIS 先進国株式インデックス	8.39	33,487	47,820		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(年1回決算型) 為替ヘッジあり	3.95	11,550	174	eMAXIS 新興国株式インデックス	8.36	18,596	36,141		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(年1回決算型)	-0.40	13,194	758	DIAM世界リートインデックスファンド(毎月分配型)	-14.04	2,465	169,820		
高金利先進国債券オープン(資産成長型)【受託:月桂樹(資産成長型)】	3.76	4,307	97,200	MHAM リート・アジア・株式ファンド(毎月決算型)【受託:J-インカム】	-13.00	9,295	21,205		
高金利先進国債券オープン(資産成長型)【受託:月桂樹(資産成長型)】	3.76	17,780	7,454	ダイワ・US-REIT・オープン(毎月決算型)Aコース(為替ヘッジあり)	-3.84	5,954	9,495		
DWS グローバル・公益債券ファンド(毎月分配型)Aコース(為替ヘッジなし)	4.94	9,304	63,986	ダイワ・US-REIT・オープン(毎月決算型)Bコース(為替ヘッジなし)	-9.63	2,046	535,245		
DWS グローバル・公益債券ファンド(毎月分配型)Bコース(為替ヘッジなし)	2.31	10,143	13,171	ダイワ・US-REIT・オープン(年1回決算型) 為替ヘッジあり	-5.00	14,432	569		
DWS グローバル・公益債券ファンド(年1回決算型)Dコース(為替ヘッジなし)	4.86	11,908	7,316	ダイワ・US-REIT・オープン(年1回決算型) 為替ヘッジなし	-9.83	17,492	6,955		
DWS グローバル・公益債券ファンド(年1回決算型)Dコース(為替ヘッジなし)	1.95	13,046	1,189	eMAXIS 国内リートインデックス	-13.92	30,012	14,816		
エマージング・アジア・オープン(資産成長型) 為替ヘッジあり	4.18	8,345	18,422	eMAXIS 先進国リートインデックス	-13.70	25,736	11,116		
エマージング・アジア・オープン(資産成長型) 為替ヘッジあり	-0.16	6,993	21,811	ニッセイ世界リートオープン(毎月決算型)	-14.50	2,999	94,779		
エマージング・アジア・オープン(資産成長型) 為替ヘッジあり【受託:エマージング】	3.92	12,802	531	ニッセイ世界リートオープン(年2回決算型)	-14.76	13,115	658		
エマージング・アジア・オープン(資産成長型) 為替ヘッジあり【受託:エマージング】	0.00	15,221	1,121	アジア・リート・オープン(毎月決算型)	-7.97	13,985	361		
eMAXIS 先進国債券インデックス	4.36	14,399	13,341	フォーシーズンズ	-4.14	5,382	1,765		
eMAXIS 新興国債券インデックス	-3.84	13,121	6,100	スタートアップ・グローバル・ファンド(為替ヘッジあり)	21.24	8,692	4,006		
スチンコ債券オープン(毎月分配型)【受託:アミーズ】	0.71	5,363	27,792	ビムコUSハイ・インカム・ローン・ファンド(毎月分配型) 為替ヘッジあり	-1.28	8,013	739		
インド・インド・アジア債券ファンド(毎月決算型)【受託:ルビカ・インド】	4.93	8,023	38	ビムコUSハイ・インカム・ローン・ファンド(毎月分配型) 為替ヘッジなし	-5.15	6,834	3,648		
アジア・ハイ・イールド債券ファンド(為替ヘッジあり)	4.13	4,715	291	合計			5,473,927		

＜投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)＞

(単位:億円)

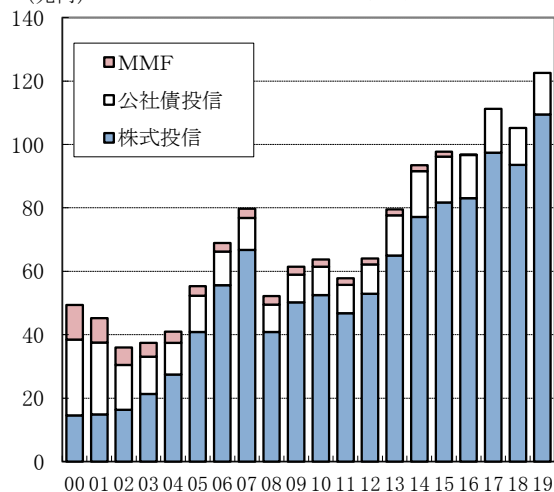
タイプ 末	株式投信								公社債投信					証券投信計	
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		うちMMF		計
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計								
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	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9月	7,415	194,845	230,790	598,829	478,939	15,158	1,127,228	1,134,644	26	130,380	124,277	-	-	130,406	1,265,050
10月	7,239	189,205	227,347	589,249	470,690	15,173	1,110,830	1,118,070	26	131,285	125,218	-	-	131,311	1,249,381
11月	7,182	197,290	239,020	658,104	532,589	15,205	1,211,015	1,218,198	25	139,025	132,983	-	-	139,051	1,357,249

＜契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況＞

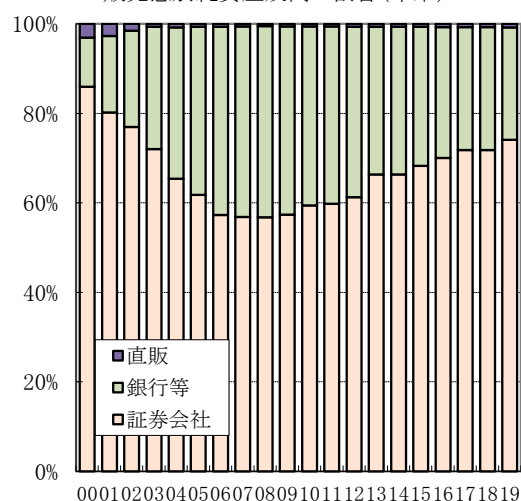
(単位:億円)

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9月	974,648	77.0%	281,293	22.2%	9,111	0.7%	1,265,052	100%
10月	964,264	77.2%	276,135	22.1%	8,981	0.7%	1,249,381	100%
11月	1,059,468	78.1%	288,069	21.2%	9,711	0.7%	1,357,250	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通常貯金※	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	売現先勘定	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金 負債	負債合計
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	5,545	131,235	19,784	1,587	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	9,609	136,942	12,242	1,568	12,705	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	19,852	138,121	1,750	2,418	10,507	1,991,174
2019年3月	1,809,991	161,435	621,576	4,056	70,963	938,308	12,524	1,125	115,693	24,734	13,882	2,418	9,489	1,976,196
2020年3月	1,830,047	77,123	※793,462	5,089	52,256	900,732	※通常へ含算	1,382	148,556	22,193	16,078	2,301	-	2,019,175

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け金等	その他の資産等	資産合計
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
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688
2018年3月	1,392,012	627,497	64,051	107,162	592,988	42,415	61,455	493,146	88,621	2,077,335
2019年3月	1,371,352	583,565	63,839	97,957	624,995	39,907	52,974	506,985	118,486	2,089,704
2020年3月	1,351,984	536,361	59,863	99,152	656,575	45,497	49,617	516,652	145,301	2,109,051

<損益計算書>

(単位:百万円)

年月	経常収益	うち資金運用収益	うちその他収益	経常費用	うち資金調達費用	うち営業経費	うちその他費用	経常利益	当期純利益
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	640,693
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
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264
2017年4月 - 2018年3月	2,044,940	1,502,747	542,193	1,545,286	331,781	1,042,970	170,535	499,654	352,730
2018年4月 - 2019年3月	1,845,413	1,357,775	487,638	1,471,434	347,157	1,036,400	87,877	373,978	266,189
2019年4月 - 2020年3月	1,799,544	1,317,832	481,712	1,420,406	346,634	1,019,570	54,202	379,137	273,435

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

年月	国 債		地方債		社 債		その他		合 計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,970,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,486	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
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
2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718
2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424
2019年3月	58,356,567	1,923,234	6,383,964	54,707	9,574,857	109,107	62,851,247	829,600	137,484,544	2,921,775
2020年3月	53,636,112	1,269,740	4,839,561	25,675	9,108,251	50,892	66,019,472	▲ 1,608,708	135,557,167	▲ 260,733

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合 計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573	16.23%	292,079	1.47%	19,829,503
2017年3月	5,220,018	25.91%	11,515,528	57.16%	2,929,283	14.54%	478,637	2.37%	20,143,467
2018年3月	5,423,335	26.78%	11,507,664	56.84%	3,054,368	15.08%	258,990	1.27%	20,244,358
2019年3月	5,224,319	23.70%	13,629,801	61.85%	2,798,015	12.69%	283,391	1.73%	22,035,528
2020年3月	5,086,432	21.45%	15,461,957	65.22%	2,661,777	11.22%	496,702	2.09%	23,706,870

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280			942,948		
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
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	
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110		0	
2018年3月	4,162,251	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671		0	
2019年3月	3,990,780	1,122,266	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792	0	
2020年3月	4,549,736	813,852	4,317,545	1,859,682	1,419,008	1,038,853	4,311,553	5,991	0	

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

年月	RMBS		CLO		その他		CDO		RMBS(国外)		CLO(国外)		合 計	
	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益	取得原価	評価損益
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1							8,396	▲ 46
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22	136	0					12,866	197
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0	119	1					12,383	221
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0	100	2	251	14			13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196			13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537			14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363			16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43			17,025	698
2017年3月	12,760	415	941	16	1,012	▲ 1	20	1	2,403	▲ 100	1,564	40	18,702	371
2018年3月	12,774	361	492	1	1,318	1	15	0	1,711	81	4,958	▲ 168	21,269	112
2019年3月	13,057	401			1,655	0	12	0	997	▲ 116	11,787	▲ 60	27,511	225
2020年3月	13,597	281			1,739	▲ 2	10	0	385	▲ 93	17,673	▲ 1,219	33,406	▲ 1,033

(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け資産とする証券化商品、CDOは債務担保証券をそれぞれ意味する。

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライヤー比率	経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)	VaR				VaR 期 間
				年度末値	最大値	最小値	平均値	
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月～2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月～2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月～2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月～2014年3月
2015年3月	9.31%	7,705	82,740	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月～2015年3月
2016年3月	7.03%	5,980	84,993	17,904	20,445	14,243	17,503	2015年4月～2016年3月
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083	2016年4月～2017年3月
2018年3月	11.37%	9,980	87,720	35,428	37,065	31,368	34,365	2017年4月～2018年3月
2019年3月				34,320	37,016	34,017	35,556	2018年4月～2019年3月
2020年3月				29,253	35,097	27,106	33,284	2019年4月～2020年3月

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

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

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポート ジャーナル額	貸出金・預け 金等	有価証券	デリバティブ	その他	(参考) 機構 への担保の 提供	リスクウエイト区分ごとのエクスポートジャーナル額					
							信用リスク・ア セット額	0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,725,628	7	2,807	1,156,534	58,034	3,051,400	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	1,734,689	162	4,490	774,884	54,782	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	1,779,455	721	3,654	606,187	58,272	2,486,388	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	1,749,830	1,769	3,742	447,609	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	1,753,939	1,911	3,582	346,505	96,898	2,200,498	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	1,692,802	2,159	3,376	290,435	106,484	2,161,042	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	1,624,297	885	3,847	251,173	134,826	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	1,503,495	975	4,463	216,133	184,902	2,065,932	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	1,419,530	1,434	4,230	186,810	292,532	1,893,217	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	1,382,204	3,389	4,080	121,641	359,066	1,758,987	51,980	123,653	51,596	394,706
2018年3月	2,320,979	890,901	1,419,814	5,611	4,652	13,459	475,747	1,609,896	43,520	133,394	57,344	490,280
2019年3月	2,230,231	872,034	1,348,859	3,622	5,714	6,896	533,051	1,505,182	44,086	148,957	52,688	485,771
2020年3月	2,312,395	950,760	1,352,809	3,129	5,696	4,562	547,588	1,508,273	40,767	179,669	56,084	532,026

(注1) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成。

(注2) 機構は、(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構の略称。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)					リスクアセ ット等(E)	自己資本 比率(D/E)			Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得		資産(オン・バ ランス)項目	オフ・バランス取 引等項目	OPRを8%で 除した得た額	
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	3,372,115	92.09%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	3,314,114	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	3,303,018	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	3,269,021	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	3,197,587	66.04%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628	3,070,695	56.81%
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222	3,043,268	38.42%
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,253,213	2,965,316	26.38%
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,906,558	2,873,248	22.22%
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	50,343,515	47,573,471	2,768,805	17.42%
2019年3月	8,879,358	3,500,000	4,296,285	2,477,736	▲ 93,736	▲ 1,300,926	243	56,033,562	53,334,010	2,699,551	15.78%
2020年3月	8,964,975	3,500,000	4,296,285	2,563,307	▲ 93,736	▲ 1,300,881	258	57,407,276	54,775,080	2,632,196	15.55%

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

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

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