

ゆうちょ資産研レポート

2022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
欧米のインフレの行方とスタグフレーションリスク	
ソシエテ・ジェネラル証券株式会社 調査部長 劔崎 仁	
マーケット・アウトック (1)	7
インフレ高進下の FRB・日銀金融政策動向	
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・アウトック (2)	13
リスクはあるが、4年連続の上昇が期待される 2022年日本株式市場	
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
「ゆうちょ銀行等の動向 2021年版」の概要	
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	29

2022.1

ファンダメンタル・アナリシス

欧米のインフレの行方とスタグフレーションリスク

ソシエテ・ジェネラル証券株式会社
調査部長 剣崎 仁



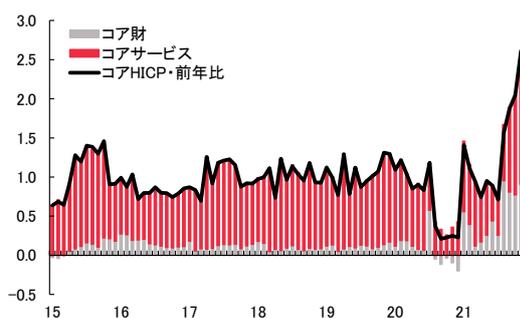
2022年の欧米のインフレ率は、昨年対比で低下を見込むが、米国のコアインフレ率は年末でも3%弱にとどまり、コア財価格の低下が遅ければ、3%台前半も十分にあり得る。ただ、2%を上回る高インフレ率が継続しても、底堅い所得環境と過剰貯蓄の取り崩しにより個人消費が底堅く推移し続けることで、スタグフレーションに陥る可能性は極めて低い。一方、ユーロ圏のコアインフレ率は2022年末に1.5%弱と2%を下回る水準への低下を予想する。ただ、エネルギー価格の動向、冴えない所得環境、限定的な過剰貯蓄の取り崩しを考慮すると、個人消費が想定以上に落ち込む可能性に注意が必要だ。

図表1: 米国: コアPCEデフレーター・前年比 (%、%ポイント)



出所: 米商務省、Eurostat、SG

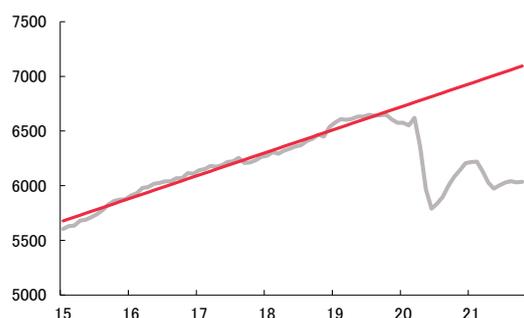
図表2: ユーロ圏: コアHICP・前年比 (%、%ポイント)



財価格: 小売業在庫と価格転嫁圧力に注目

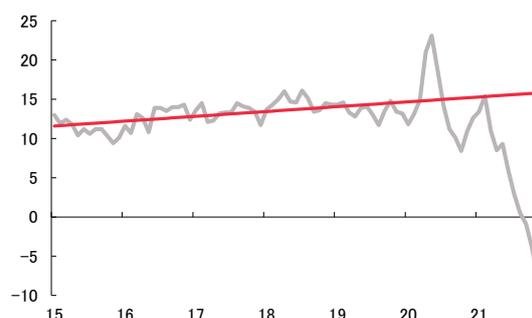
財価格では米国、ユーロ圏ともに小売業在庫と価格転嫁圧力の動向に注目したい。図表3、4は米国とユーロ圏の小売業在庫の水準を示したものである。なお、米国は小売業の在庫額、ユーロ圏は小売業景況感指数の在庫を利用した。また、赤線は2019年末までのトレンド線を示している。米国は2020年半ば以降、トレンド線を大きく下回る状況が継続している。また、ユーロ圏は2020年は前半と後半を均せば、ほぼトレンド並みの在庫水準にあったが、昨年に入り在庫不足が顕著となっている。

図表3: 米国の小売業在庫 (季節調整済み・億ドル)



出所: 米商務省、Eurostat、SG

図表4: ユーロ圏の小売業在庫 (季節調整済み)



米国ではこれまで、コア PCE デフレーター・前年比に対するコア財の寄与度は小売業在庫・前年比に 11 ヶ月遅行して推移してきた。コア財の寄与度は昨年 7、8 月と小売業在庫・前年比に沿う形で低下したが、9 月以降、在庫の示唆とは逆に上昇に転じている(図表 5 参照)。その背景としては、仕入れ価格の上昇に伴う価格転嫁がピークアウトしていない可能性が指摘できよう。

図表 5: 米国: コア PCE デフレーター・前年比に対するコア財の寄与度と小売業在庫 (左軸: 前年比・%, 右軸: %ポイント)



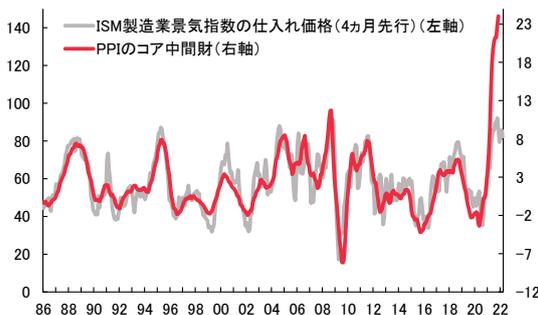
出所: 米商務省、欧州委員会、Eurostat、SG

図表 6: ユーロ圏: コア HICP・前年比に対するコア財の寄与度と小売業在庫 (左軸: 前年差・ポイント、右軸: %ポイント)



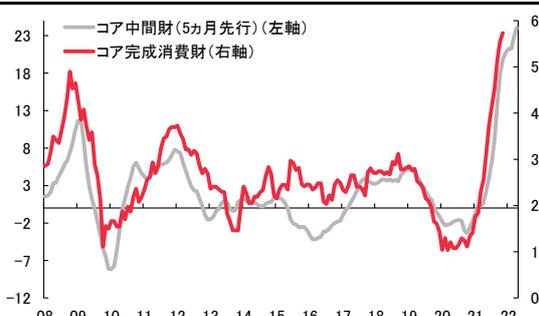
これまで、ISM 製造業景気指数の仕入れ価格は生産者物価指数(PPI)のコア中間財・前年比に 4 ヶ月先行して推移してきた(図表 7 参照)。前者は 100 以上の数字とならないため、足元で両者は大きく乖離しているが、前者は昨年 6 月をピークに緩やかに低下し始めている。この点は、コア中間財・前年比はそろそろピークアウトが近いと言っても過言ではないだろう。また、これまで、PPI のコア中間財・前年比はコア完成消費財・前年比に 5 ヶ月先行して推移してきた(図表 8 参照)。前者がそろそろピークアウトに近いのであれば、今春には後者もピークアウトする可能性が十分に考えられる。以上を総合すると、コア PCE デフレーター・前年比に対するコア財の寄与度は、今春以降、価格転嫁もピークアウトすることで、在庫と価格転嫁の両面から寄与度が明確な低下トレンドに転じるとみている。

図表 7: 米国: ISM 製造業景気指数の仕入れ価格と PPI のコア中間財 (右軸: 前年比・%)



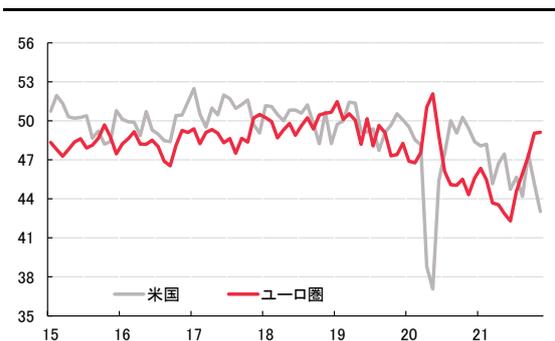
出所: 米労働省、全米供給管理協会、SG

図表 8: 米国: PPI のコア中間財とコア完成消費財 (前年比・%)



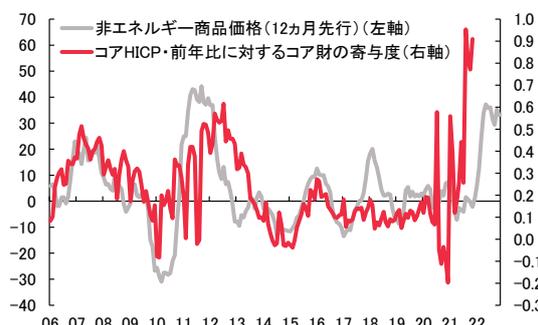
一方、ユーロ圏ではこれまで、コア HICP・前年比に対するコア財の寄与度は小売業在庫・前年差に 2 ヶ月遅行して推移してきた(図表 6 参照)。現時点では小売業在庫・前年差にピークアウトの兆しはみられていない。ただ、マークイット製造業景気指数の在庫不足感は今年半ば以降、大きく改善し、足元ではコロナショック前の水準に戻っている(図表 9 参照)。この点は、小売業在庫の減少も今年の比較的早い段階で止まり、今春以降、小売業在庫・前年差は上昇に転じ、年央以降、コア財の寄与度が低下に転じる可能性を示している。また、これまで、コア財の寄与度はユーロ建て非エネルギー商品価格・前年比に 12 ヶ月遅行して推移してきた(図表 10 参照)。この先行・遅行関係を用いると、年央以降、価格転嫁の観点からもコア財の寄与度は低下に転じることになる。以上を総合すると、コア HICP・前年比に対するコア財の寄与度は、年央以降、在庫と価格転嫁の両面から寄与度が明確な低下トレンドに転じるとみている。

図表 9: 米国とユーロ圏の製造業在庫



出所 Eurostat, ECB, Markit, SG

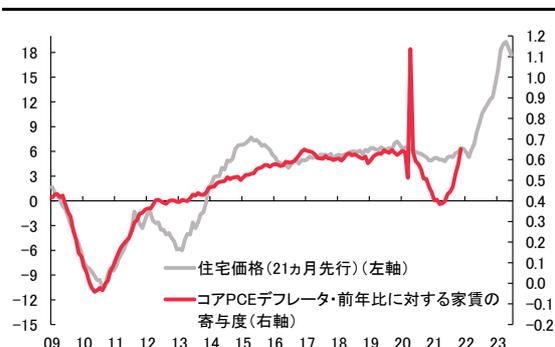
図表 10: ユーロ圏: コア HICP・前年比に対するコア財の寄与度とユーロ圏で非エネルギー商品価格 (左軸: 前年比・%, 右軸: %ポイント)



サービス価格: 米国の低下は極めて限定的

サービス価格では①家賃、②賃金に連動する項目、③原油価格に連動する項目に注目したい。米国ではこれまで、コア PCE デフレーター・前年比に対する家賃の寄与度は住宅価格・前年比に 21 ヶ月遅行して推移してきた(図表 11 参照)。この先行・遅行関係を用いると、今年の 12 月には家賃の寄与度は足元の水準から 0.3%ポイント上昇することになる。また、一般的にサービス価格は財価格と比較して賃金との連動性が高いが、筆者の分析に基づけば、米国の中で教育・医療サービスには両者の連動関係が明確に残っているが、それ以外のサービスには明確な連動関係は残っていない。これまで、コア PCE デフレーター・前年比に対する教育・医療サービスの寄与度は時間当たり平均賃金・前年比に対する教育・医療サービスの寄与度に 11 ヶ月遅行して推移してきた(図表 12 参照)。この先行・遅行関係を用いると、今年の 10 月には教育・医療サービスの寄与度は足元の水準から 0.3%ポイント程度上昇することになる。

図表 11: 米国: コア PCE デフレーター・前年比に対する家賃の寄与度と住宅価格 (左軸: 前年比・%, 右軸: %ポイント)



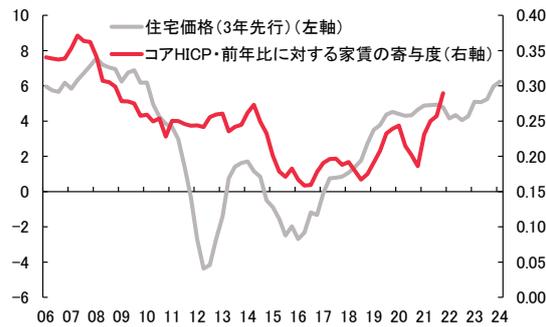
出所: 米商務省、米商務省、米連邦住宅金融庁、SG

図表 12: 米国: コア PCE デフレーター・前年比に対する教育・医療サービスの寄与度と時間当たり平均賃金・前年比に対する教育・医療サービスの寄与度 (%ポイント)



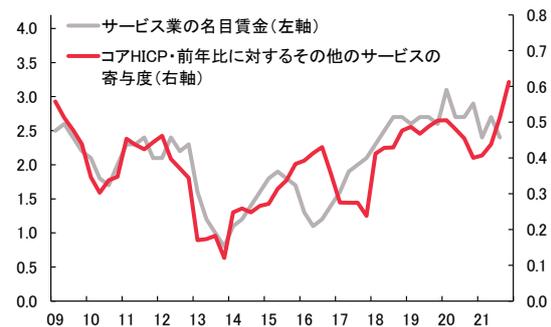
一方、ユーロ圏では家賃、賃金に連動する項目が今年に大きく上昇する可能性は低いように思われる。これまで、コア HICP・前年比に対する家賃の寄与度は住宅価格・前年比に 3 年程度遅行して推移してきた(図表 13 参照)。この先行・遅行関係を考慮すると、今年末までの家賃の寄与度は足元の水準から横ばい圏の動きが見込まれる。また、これまで、コア HICP・前年比に対するその他のサービス(通信、娯楽・パーソナルケア、その他の合計)の寄与度はサービス業の名目賃金・前年比と連動して推移してきた(図表 14 参照)。ECB は、最低賃金の引き上げや労働参加率の回復の遅れを主因として、今後、賃金の伸びはコロナショック前の水準を当面大きく上回り続けるとみている。ただ、米国と比較すると、ユーロ圏の労働参加率がコロナショック前の水準に戻ろうとする動きは明確だ。筆者は最低賃金の引き上げにより、賃金の伸びがコロナショック前の水準を上回ることがあっても、ECB の想定は下回るとみている。こうした賃金の見通し通りであれば、その他のサービスの寄与度が足元の水準から高まるとしても 0.1%ポイント程度だろう。

図表 13: ユーロ圏: コア HICP・前年比に対する家賃の寄与度と住宅価格 (左軸: 前年比・%, 右軸: %ポイント)



出所: BIS, Eurostat, SG

図表 14: ユーロ圏: コア HICP・前年比に対するその他のサービスの寄与度とサービス業の名目賃金 (左軸: 前年比・%, 右軸: %ポイント)



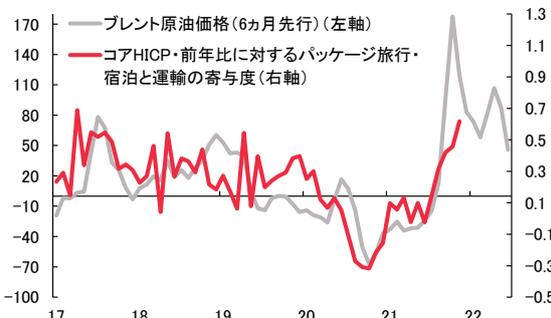
次に、コアインフレ率の中にも原油価格の動向に強く影響を受ける項目がある。それは輸送サービスやパッケージ旅行、宿泊の価格だ。米国ではこれまで、コア PCE デフレーター・前年比に対する輸送サービス・宿泊の寄与度は WTI 原油価格・前年比に 3 ヶ月遅行して推移してきた(図表 15 参照)。WTI 原油先物価格を用いると、WTI 原油価格・前年比は今年の 7~9 月期にマイナス 6.3% まで低下し、上記の先行・遅行関係を用いると、今年の 10~12 月期には輸送サービス・宿泊の寄与度は足元の水準から 0.3% ポイント低下することになる。また、ユーロ圏ではこれまで、コア HICP・前年比に対するパッケージ旅行・宿泊・運輸の寄与度はブレント原油価格・前年比に 6 ヶ月遅行して推移してきた(図表 16 参照)。ブレント原油先物価格を用いると、ブレント原油価格・前年比は今年の 4~6 月期にプラス 2.3% まで低下し、上記の先行・遅行関係を用いると、今年の 10~12 月期にはパッケージ旅行・宿泊・運輸の寄与度は足元の水準から 0.5% ポイント低下することになる。

図表 15: 米国: コア PCE デフレーター・前年比に対する輸送サービス・宿泊の寄与度と原油価格 (左軸: 前年比・%, 右軸: %ポイント)



出所: 米商務省, Eurostat, ブルームバーグ, SG

図表 16: ユーロ圏: コア HICP・前年比に対するパッケージ旅行・宿泊・運輸の寄与度と原油価格 (左軸: 前年比・%, 右軸: %ポイント)



スタグフレーションリスク: 米国よりもユーロ圏の方が高い?

コロナショック以降、米国とユーロ圏の個人消費は人の移動に大きく左右される状況となった。足元ではユーロ圏で再び人の移動に抑制傾向がみられ、今後その抑制具合が強まる可能性は否定できないものの、以前と比べれば、米国、ユーロ圏共に人の移動が個人消費に与える影響は大きく低下している。したがって、個人消費の決定要因は徐々にコロナショック前に戻り始めているといっても過言ではないだろう。以下は米国とユーロ圏のコロナショック前の平時の消費関数を推計したものである。

米国: $\ln(\text{実質個人消費}) = 4.86 + 0.52 \times \ln(\text{名目可処分所得}) + 0.11 \times \ln(\text{住宅価格}) + 0.01 \times \ln(\text{S\&P500}) - 0.25 \times \ln(\text{PCE デフレーター})$

ユーロ圏: $\ln(\text{実質個人消費}) = 6.61 + 0.61 \times \ln(\text{名目可処分所得}) + 0.09 \times \ln(\text{住宅価格}) + 0.02 \times \ln(\text{ユーロストック 50}) - 0.36 \times \ln(\text{HICP})$

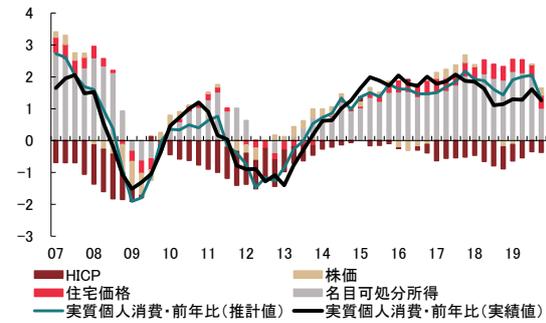
推計期間は 2006 年 1~3 月期から 2019 年 10~12 月期。決定係数はそれぞれ 0.99、各説明変数はすべて有意。ln は自然対数を表す。

図表 17、18 は、上記の推計式に基づいて、米国、ユーロ圏の実質個人消費・前年比を要因分解したものである。共に名目可処分所得の影響が最も大きい。一方、上記の推計式の中で注目したいのは物価の実質個人消費に対する感応度だ。ユーロ圏は米国の 1.4 倍程度となっている。この点は、たとえユーロ圏のインフレ率が米国対比で低かったとしても、ユーロ圏の実質個人消費の伸びに対する悪影響は無視できないレベルになる可能性を示している。

図表 17: 米国: コロナショック前の実質個人消費・前年比の要因分解 (％ポイント、％)



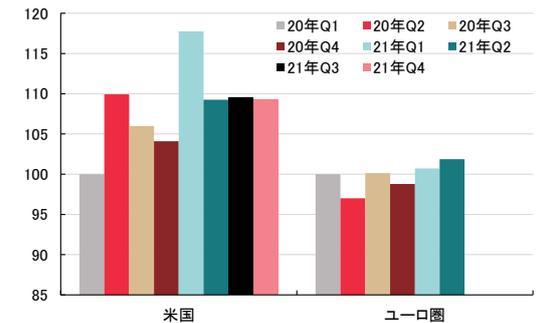
図表 18: ユーロ圏: コロナショック前の実質個人消費・前年比の要因分解 (％ポイント、％)



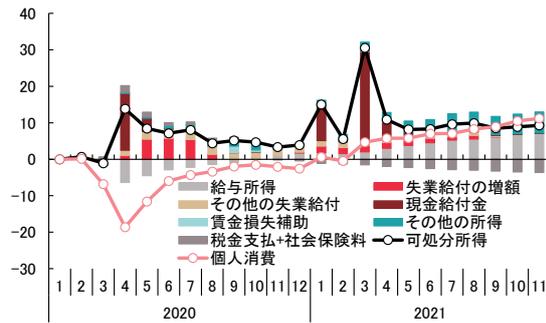
出所: 米商務省、Eurostat、米連邦住宅金融庁、ブルームバーグ、SG

コロナショック以降の名目可処分所得は米国とユーロ圏でまったく異なる動きを続けている。図表 19 は、コロナショック前の 2020 年 1～3 月期を 100 としてその後の名目可処分所得の推移を示したものである。米国は足元まで一貫してコロナショック前の水準を上回り続けているのに対し、ユーロ圏は 100 前後の推移にとどまっている。これは政府の経済対策の差に起因していると言えよう。米国は個人に直接的に現金を給付する方法を採用したのに対し、ユーロ圏は雇用維持政策を重視した。ただ、足元で失業給付の増額も終了し、米国の現金給付策はほぼ終了しているにも拘らず、給与所得やその他の所得の上振れにより、米国の名目可処分所得はコロナショック前を上回る水準を維持できている(図表 20 参照)。

図表 19: 米国とユーロ圏の名目可処分所得 (2020 年 Q1 = 100)



図表 20: 米国の名目可処分所得の内訳 (2020 年 1 月 = ゼロ)



出所: 米商務省、Eurostat、SG

米国の給与所得がコロナショック前の水準を上回っているのは労働市場が依然として逼迫した状況にあり、賃金が増えやすい環境にあることが指摘できる。米国の失業率はコロナショック前の最低水準を依然として 0.7%ポイント上回る一方で、ユーロ圏は 0.2%ポイント上回るにすぎない。また、労働参加率をみても、米国はコロナショック前の水準を 1.4%ポイント下回っているのに対してユーロ圏は 0.2%ポイント下回るにすぎない。以上を総合すると、米国の可処分所得は当面、底堅い状況が継続する可能性があるのに対し、ユーロ圏の可処分所得は米国ほど底堅く推移しない可能性が考えられよう。

次に、足元のインフレ率の上昇や Fed の金融引き締めを開始を考慮すると、実質個人消費の決定要因の中では物価と資産価格が今後の最大のリスク要因である。米国とユーロ圏の実質個人消費・前年比に対する物価、株価、住宅価格の寄与度の合計を時系列でみると、2014 年に Fed がテーバリングを開始して

以降、コロナショック前までの同寄与度の平均はそれぞれプラス 0.4%ポイント、ゼロ%ポイントだった。では、今後、これらの寄与度の合計はどこまで低下する可能性があるだろうか。

図表 21、22 は、今年の実質個人消費・前年比と株価・前年比の組み合わせにより、同寄与度の取り得る値を示したものである。なお、住宅価格・前年比については、米国は住宅需給と整合的な 10%程度への低下にとどまる一方で、ユーロ圏はコロナショック前の 4.5%程度に戻ると仮定した。

前述した米国のコア PCE デフレーターの見通しや原油先物価格を前提とすると、今年のコア PCE デフレーター・前年比は 4%前後になるとみられる。また、S&P500・前年比はプラス 3~5%程度の推移を見込む。その場合、同寄与度はプラス 0.1~0.2%ポイント程度となり、2014~2019 年平均と比較して 0.2~0.3%ポイント減速するにすぎない(図表 21 参照)。一方、前述したユーロ圏のコア HICP の見通しや原油先物価格を前提とすると、今年のコア HICP・前年比は 2.5~3.0%程度になるとみられる。また、ユーロ圏の株価 50・前年比はゼロ%前後の推移にとどまる可能性がある。その場合、同寄与度はマイナス 0.6%ポイント前後となり、2014~2019 年平均と比較して 0.6%ポイント減速することになる(図表 22 参照)。

図表 21: 米国: 実質個人消費・前年比に対する高インフレ率の悪影響と資産効果 (%、%ポイント)

	PCEデフレーター・前年比									
	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0	
S&P500・前年比	40	1.06	0.94	0.81	0.69	0.57	0.45	0.33	0.20	0.08
30	0.93	0.81	0.69	0.57	0.45	0.33	0.20	0.08	-0.04	
20	0.81	0.69	0.57	0.45	0.32	0.20	0.08	-0.04	-0.16	
10	0.69	0.57	0.45	0.32	0.20	0.08	-0.04	-0.16	-0.29	
0	0.57	0.44	0.32	0.20	0.08	-0.04	-0.16	-0.29	-0.41	
-10	0.44	0.32	0.20	0.08	-0.04	-0.17	-0.29	-0.41	-0.53	
-20	0.32	0.20	0.08	-0.04	-0.17	-0.29	-0.41	-0.53	-0.65	
-30	0.20	0.08	-0.05	-0.17	-0.29	-0.41	-0.53	-0.65	-0.78	
-40	0.08	-0.05	-0.17	-0.29	-0.41	-0.53	-0.66	-0.78	-0.90	

図表 22: ユーロ圏: 実質個人消費・前年比に対する高インフレ率の悪影響と資産効果 (%、%ポイント)

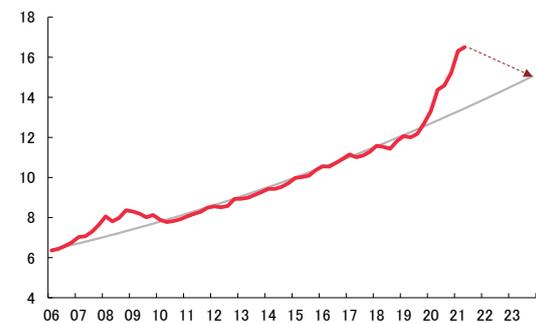
	HICP・前年比									
	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	
ユーロ圏株価50・前年比	50	0.92	0.74	0.56	0.38	0.20	0.02	-0.16	-0.34	-0.52
40	0.78	0.60	0.42	0.24	0.06	-0.12	-0.30	-0.48	-0.66	
30	0.64	0.46	0.28	0.10	-0.08	-0.26	-0.44	-0.62	-0.80	
20	0.50	0.32	0.14	-0.04	-0.22	-0.40	-0.58	-0.76	-0.94	
10	0.36	0.18	0.00	-0.18	-0.36	-0.54	-0.72	-0.89	-1.07	
0	0.22	0.05	-0.13	-0.31	-0.49	-0.67	-0.85	-1.03	-1.21	
-10	0.09	-0.09	-0.27	-0.45	-0.63	-0.81	-0.99	-1.17	-1.35	
-20	-0.05	-0.23	-0.41	-0.59	-0.77	-0.95	-1.13	-1.31	-1.49	
-30	-0.19	-0.37	-0.55	-0.73	-0.91	-1.09	-1.27	-1.45	-1.63	
-40	-0.33	-0.51	-0.69	-0.87	-1.05	-1.23	-1.41	-1.59	-1.77	

出所: 米商務省、Eurostat、米連邦住宅金融庁、ブルームバーグ、SG

また、過剰貯蓄の取り崩しもユーロ圏の方が進まない可能性がある。家計の貯蓄額を決済性預金、現金、定期性預金、MMF 等の合計とし、トレンドからの乖離を過剰貯蓄額とすると、昨年の 6 月末時点で米国は 3 兆ドル、ユーロ圏は 9200 億ユーロとなった(図表 23、24 参照)。ただ、リーマンショック時の経験から判断すると、米国ではこれらの過剰貯蓄は 2023 年にかけて半分程度取り崩されるのに対し、ユーロ圏は 2023 年になっても全く取り崩されない可能性がある。実際、米国の過剰貯蓄額は 2008 年 12 月末時点で 1.1 兆ドルに達していたが、その後の 1 年半で 5900 億ドル取り崩された。一方、ユーロ圏は同時期に 5000 億ユーロに達していたが、その後の 2 年程度に 5000 億ユーロの取り崩しは全くみられなかった。

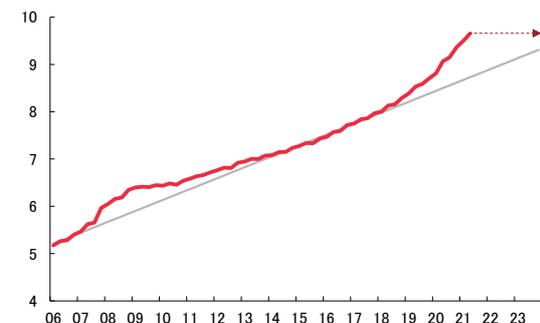
以上を総合すると、ユーロ圏のインフレ率は米国ほど高水準にはならないものの、スタグフレーションへの耐性は、①可処分所得の底堅さの違い、②実質個人消費の伸びに対する物価の感応度の違い、③資産価格の違い、④貯蓄行動の違い、により、ユーロ圏の方が弱く、スタグフレーションに陥るリスクはユーロ圏の方が高い可能性に注意が必要である。

図表 23: 米国: 家計の貯蓄額とトレンド線 (兆ドル)



出所: FRB、ECB、SG

図表 24: ユーロ圏: 家計の貯蓄額とトレンド線 (兆ユーロ)



マーケット・アウトック (1)

インフレ高進下のFRB・日銀金融政策動向



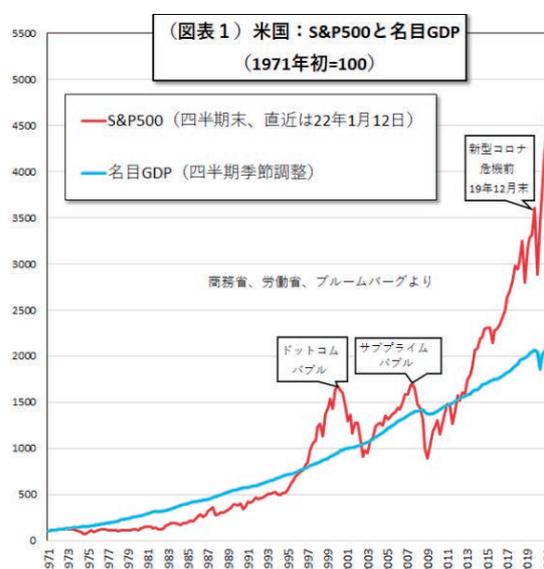
東短リサーチ株式会社
チーフエコノミスト 加藤 出

新型コロナウイルスのパンデミックが世界の金融市場を危機に陥れてから 2 年が経とうとしている。経済を支えるため、多くの先進国の政府が財政支出を大幅に拡張し、中央銀行は金融政策を一層大胆に緩和的にした。

ワクチンの普及も加わって、2021 年に世界経済は顕著な回復を見せたが、同時に悩ましい問題も台頭してきている。インフレである。特に米国では、サプライチェーンのボトルネック(目詰まり)、人手不足、強い需要が相まって、総合の CPI(消費者物価指数)前年比は 21 年 12 月に 7%を記録した。

また、世界的な超金融緩和策を背景に、株式(図表 1)、不動産(図表 2)、資源、仮想資産、美術品、高級ワイン(図表 3)などの価格が高騰した。米国のエコノミストからは、“everything asset bubble”(何でも資産バブル)と評する声も聞こえてくる。

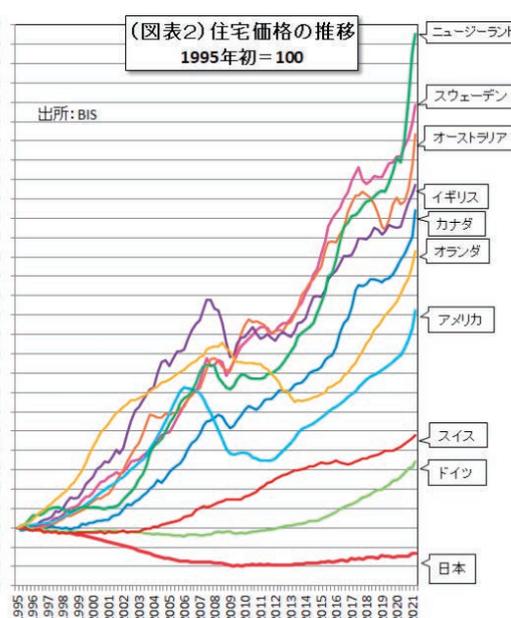
2022 年の主要中央銀行にとっての課題は、コロナ危機からの景気回復維持、インフレ抑制、資産バブルのハードランディング回避のバランスをとっていくことにあると思われる。



まずは世界経済に大きな影響を与える FRB(連邦準備制度理事会)の動向を整理してみよう。パウエル議長は、彼の議長再任を審議する 1 月 11 日の上院公聴会でこう述べた。

「今年、22 年は FRB が正常化に向かって進んで行く年になると予想する」「インフレは目標(2%)より遥かに高くなっている。これは、パンデミックとその余波に対応するために我々がとってきた非常に高度な金融緩和を、経済はこれ以上必要としないことを表している」。

議員にインフレや利上げの見通しを聞かれたパウエルは、今年後半にインフレ率は低下していくと述べつつ、FOMC メンバーによる利上げ予想(ドット・チャート)の中央値は今年 3 回となっていると答えた。しかし不確実性は非常に大きく、利上げ回数は経済データ次第だと何度も述べ、「正直に言うと我々は分かっていない」と彼は付け加えた。



21年12月時点のドット・チャートの中央値によると、FRBが最も重視しているコアPCE(食料とエネルギーを除いた消費支出価格指数前年比)は22年末に2.7%へ、23年末は2.3%へ低下していくと予想されている。だが確かに今のFRB幹部はそういったインフレの見通しに自信を持つことができていないようだ。

第一に、コアPCEの21年末の予想を彼らは大きく外し、大きな上方修正を何度も迫られたからである(図表4)。サプライチェーンの目詰まりや人手不足がこれほど長引くとはFRBには考えられなかったからである。第二に、その2つはいずれ落ち着いてくるはずではあるが、そのスピードの予測は難しい。

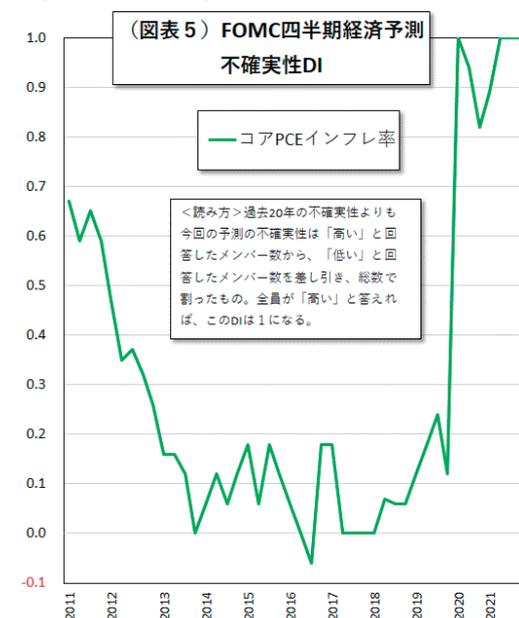
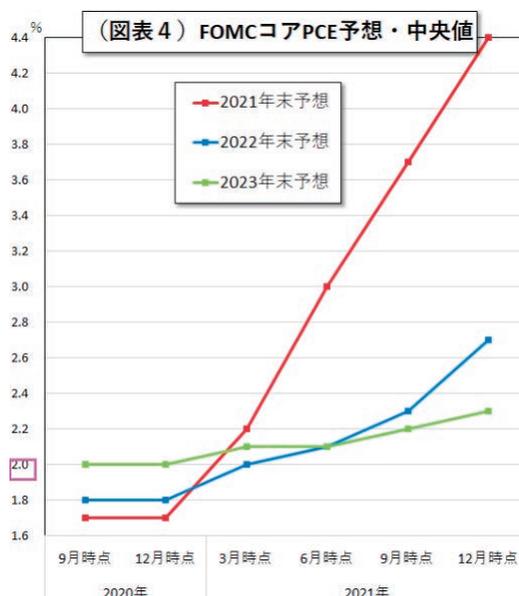
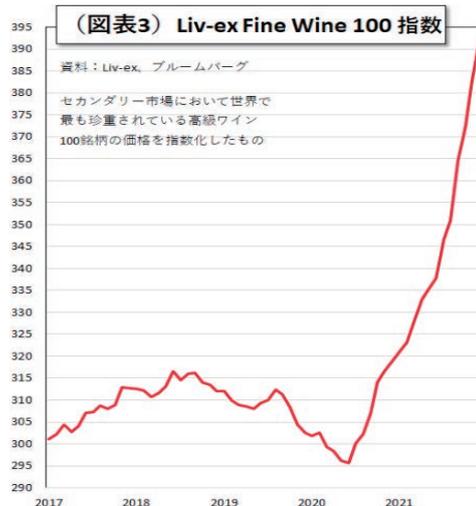
FOMCメンバーは経済予測を四半期毎に公表する際、合わせて、その不確実性の強弱を表すDIを公表している(図表5)。コアPCE予測のそれは12月時点で最大値の「1」だった。また同予測に関するリスク・バランスも公表されているが、12月は過去最高の「上振れリスク」を示していた。つまり、FRB幹部は、「先行きのインフレ予測に自信はなく、外れる場合はほとんど上方方向」と事実上説明していることになる。

だとすると、22年のFRBの金融政策は、昨年12月に急遽テーパリングを加速させたように、経済指標を見ながら対応していく可能性が高いことになる。パウエル議長は、1月11日の公聴会で、「謙虚に敏捷に適応」しながら政策を行っていくと述べている。

現在のインフレの原因は、供給制約と需要増大のコンビネーションにある、とパウエル議長は述べた。サプライチェーンの目詰まりは今後徐々に改善されてくるはずとFRBは見ているが、より悩ましいのは、需要増大の背景にある人手不足にともなう賃上げ圧力である。賃金上昇は一般的には良いことだが、生産性向上を上回る賃上げが続くと、インフレが加速し始め、労働者は結局苦しむことになる、との認識を彼は示している。

米国では企業の求人は非常に多いのに、失業者が再就職を急がなかったり、または自主的な退職者が増えたりする現象が起きている。コロナ禍が人々の価値観に多大な影響を及ぼしているようだ。家族、親戚、友人などがコロナで急に亡くなって強いショックを受けた人は、家族とられる時間を以前よりも重視するなど、働き方を見直す傾向がある。

11月の自発的退職者数は過去最高の453万人だった。自発的退職者が増える中、多くの企業が人員確保のためより良い待遇を提示すると、それを知って退職者がさらに増えるというスパイラルが起きている。



全米商工会議所がコロナ禍で解雇された人々に実施したアンケートによると(21年11月末公表)、求職活動を「少しだけ行っている」「積極的には行っていない」「全く行っていない」と答えた人は53%にも上った。8%が恒久的に仕事に戻らないと答えた。また32%は再就職の際は産業を変えたいと思っている。特に観光・ホテル・外食産業でコロナ禍により解雇された人々の46%は、同じ産業でもう働きたくないと回答している。

その結果として、求人率(図表6)に表れているように、観光・ホテル・外食産業の人手不足が特に異様に激しくなっている。

インディード社が、20年3月以降自発的に退職した人々に対して行ったサーベイによると(21年12月初公表)、97%が「パンデミックがキャリアパスを変えようと思うきっかけになった」と答えた。92%が「情熱を持ってない仕事に留まり続けるには、人生はあまりに短い」と答え、85%が「今までと異なる産業で仕事を探す」と回答。76%が「人手不足が今まで得られなかったキャリアの機会をもたらしてくれている」と答えた。

これら2つのアンケートを総合すると、再就職のマッチングが進んで人手不足が落ち着き、賃上げ圧力が和らいでくるまでには、まだしばらく時間がかかることが予想される。

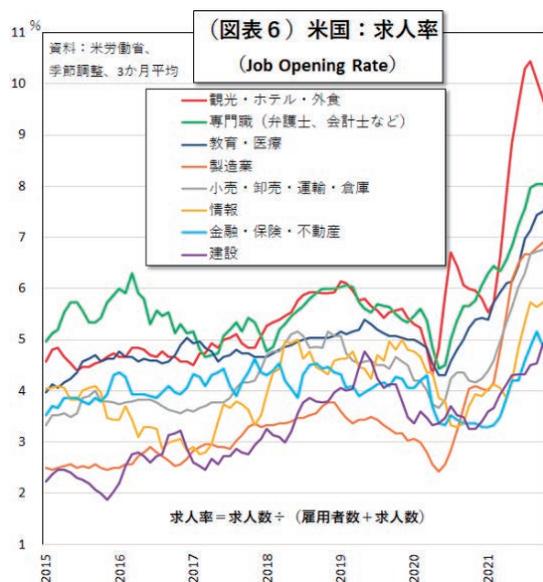
現在世界的にオミクロン変異株の感染が急拡大しているが、この経済への影響についてパウエル議長は次のように説明している。「21年に2つの大きなパンデミックがあった。しかし米国の労働市場は驚異的に改善、成長率も過去数十年で最高だった。オミクロン株は雇用を低下させ、おそらく成長を一時休止させると思われる。だがそれは短期間に終わるだろう。そしてその次(鎮静化後)の1~2四半期は非常にポジティブなものとなる」。

また12月のFOMC議事要旨によると、「オミクロン変異株のパンデミックは、経済活動にとってダウンサイド・リスクになるが、インフレにとってはアップサイド・リスクになる」との認識をメンバーは示していた。

なお4月以降発表される米国のインフレ率は、前年同時期の上昇幅が大きかったこともあってピークアウトし、徐々に低下してくるとFRBは期待している。しかし、賃上げとインフレのスパイラルの加速を抑える必要があること、名目金利からインフレ率を差し引いた実質金利が現在あまりにも低いこと、などからFRBは3月に政策金利であるフェデラルファンド金利(銀行間市場の無担保オーバーナイト取引金利)の誘導目標を0.25%引き上げると予想している。FRB議長自身が今後のインフレと利上げ回数について「分からない」と述べているので先行きの不確実性は大きい。現時点では0.25%幅の2回目の利上げは6月、3回目は9月とイメージしている。年末が近づいてきてもコアPCEが3%を割り込みそうにない場合は、12月に4回目の利上げが行われるだろう。

利上げが現実化してくると、金融市場の関心は正常化策の次のステップであるFRBのバランスシート縮小に向けられることになる。

12月FOMC議事要旨によると、「ほとんどの参加者」が「前回の正常化策開始時期に比べ、経済は大幅に力強く、インフレは高く、労働市場はタイトだ」と述べ、「FRBのバランスシートは、2014年後半時点のQE3終了時と比べ、ドルで見ても、名目GDP比で見ても大幅に大きい」ため、「縮小の適切な時期は、前回の経験よりも利上げ開始に近い時期になる」「バランスシート縮小の適切



なペースは、前回の正常化策よりも速くなる」との認識を参加者たちは示した。

前回、グローバル金融危機後の金融政策正常化局面のタイム・テーブルを振り返ってみよう。利上げ開始は15年12月だった。17年6月にバランスシート縮小の具体的手法をFRBは公表、それが市場に織り込まれたのを確認した上で、同年9月に翌月からの縮小開始が決定された。

パウエル議長は1月11日に、バランスシート縮小は今年後半に始まる可能性があり、その手法を決定するまでに2~4回のFOMCが必要との認識を示した。今回も市場にショックを与えないように、開始決定前にその手法の公表を行うだろう。あと3回(1月、3月、5月)のFOMCで議論して手法が確定されると仮定してみよう。その場合、5月FOMC終了時(4日)にそれが公表される。それに対する市場の反応や経済の状況を見ながら問題なさそうとFRBが判断すれば、早ければ7月FOMCで翌月からのバランスシート縮小開始決定となる可能性がある。

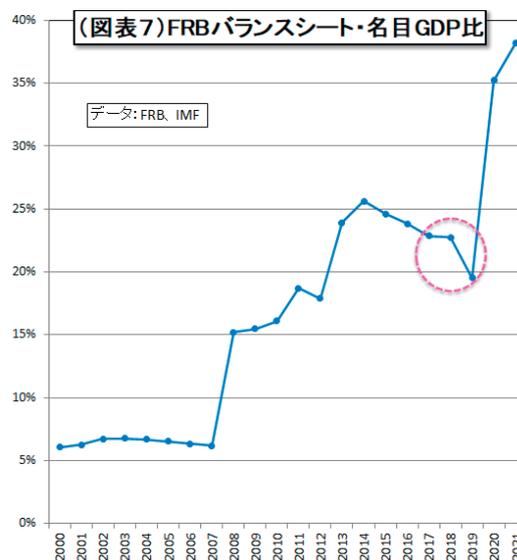
12月にウォーラーFRB理事は、FRBバランスシートのGDP比を20~23%程度まで縮小すべきと述べた(図表7)。この比率は2000年代半ばまでは6%台だったが、グローバル金融危機後の量的緩和策等で26%近くまで急膨張した。その後の正常化策で一旦低下したものの、コロナ危機により再拡大、現在38%近辺となっている。

20~23%はコロナ禍前の2017~19年にあたる。この数値はFOMCで合意されたものではないが、他の多くのFRB幹部も、ひとまずコロナ前に戻す方がいい、と考えていると推測される。

縮小の具体策手法を推測してみよう。今回は長期金利の急騰をさけるために、保有証券の売却はせず、満期償還を利用しながらFRBはそれを減らしていった。毎月の減少のキャップ(上限)を設定、当初は100億ドルと控えめにし、1年かけて最大500億ドルへ引き上げていった(ただ償還が来る証券がそこまでなかったため実際の毎月の減少額は400億ドル程度だった)。

今回はインフレ抑制の観点からも前述のようにより速いペースで縮小を進めていくなれば、例えばキャップを倍の200億ドルから始め、半年で800億ドル程度へ引き上げる、といったケースを想定できるだろう(今回のFRBは残存期間が短い証券を大量に持っているため技術的にはその実施は可能)。その場合、FRBのバランスシートのGDP比は2025年中に20%近くへ低下すると推測される(住宅市場の過熱を抑えるために、長期国債よりもMBS=住宅ローン担保証券の減額を多めに進める可能性もある)。

なお、前回と異なって今回のFRBはTビル(短期国債)も保有している(3260億ドル程度)。中間選挙前の市場の混乱を避けたいならば、まずは11月頃まではTビル保有額の減少を優先させ、選挙後に長期国債やMBSの減額に着手するという手順もあり得るだろう。



とはいえ冒頭で述べたように、コロナ禍中で大胆に進められた超金融緩和策により“everything asset bubble”が起きている。FRB が利上げやバランスシート縮小を進めていくと、新興国も含め、世界の多様な市場で様々なトラブルが発生してくる恐れはある。

前回もそうだった。図表8にあるように、15年と16年は前年12月に利上げ4回と予想されていたのに、実際はいずれも1回しか実施されなかった。新興国市場や株式市場などが荒れ、それが米経済にとってのリスク要因になったためである。またバランスシート縮小は、トランプ政権による対中貿易戦争の影響もあって、2年も続かずに停止されている。

今回も正常化策が市場を著しく混乱させたりすれば、FRB がその推進の速度を調整してくる可能性はあると思われる。ただし、前回は正常化実施過程のほとんどの月において米国のインフレ率は目標を下回っていた。だからこそマーケット・フレンドリーな対応をFRB は採ることができた。しかし今回は物価が高騰しているだけに、前回ほど「市場に優しい対応」をFRB が選択できない可能性を警戒していく必要がある。

(図表8) FOMCドットチャート:翌年の利上げ回数

メンバーの中央値	予想	実際
14年12月時点 (15年の予想)	4	1
15年12月時点 (16年の予想)	4	1
16年12月時点 (17年の予想)	3	3
17年12月時点 (18年の予想)	3	4
18年12月時点 (19年の予想)	2	▲3

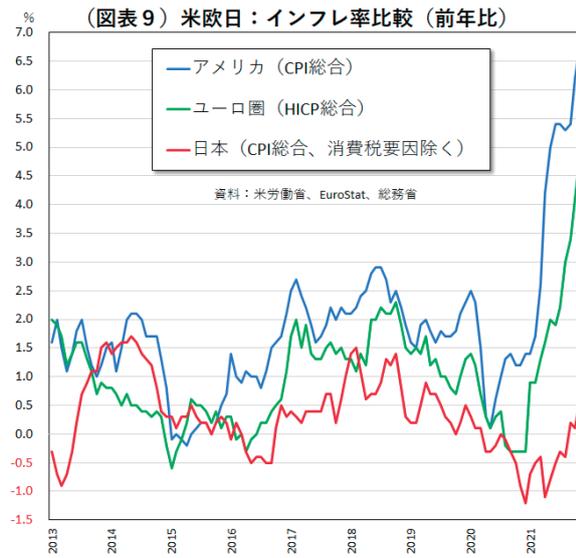
続いて日本の状況を見てみよう。日本でも物価はじわりと上昇してきている。しかしながら、米欧に比べるとインフレ率の上昇ペースは遥かに遅い(図表9)。今年春以降、昨年の携帯電話料金引き下げの影響が剥がれ、かつ円安、資源価格高騰、海外サプライチェーンの混乱継続が重なれば、日銀が重視している生鮮食料品を除いたインフレ率が一時的に1%半ばから2%に近づく可能性はあるだろう。

しかし、米国でFRB が心配しているような人手不足は今のところ日本では起きていない。賃上げと物価上昇のスパイラルが高まっていく可能性も見えてこない。欧州など労働組合が比較的強い地域では、生活コストが上昇すると最低その分は翌年の賃金が増えるという慣行が見られるが、日本にはそれもない。このため15年頃がそうだったが、物価が上がると、人々は自分たちの実質購買力が低下していくイメージを抱いてしまい、需要が増大していくというよりも、消費者マインドが悪化してかえって節約傾向が強まる可能性の方が高いだろう。

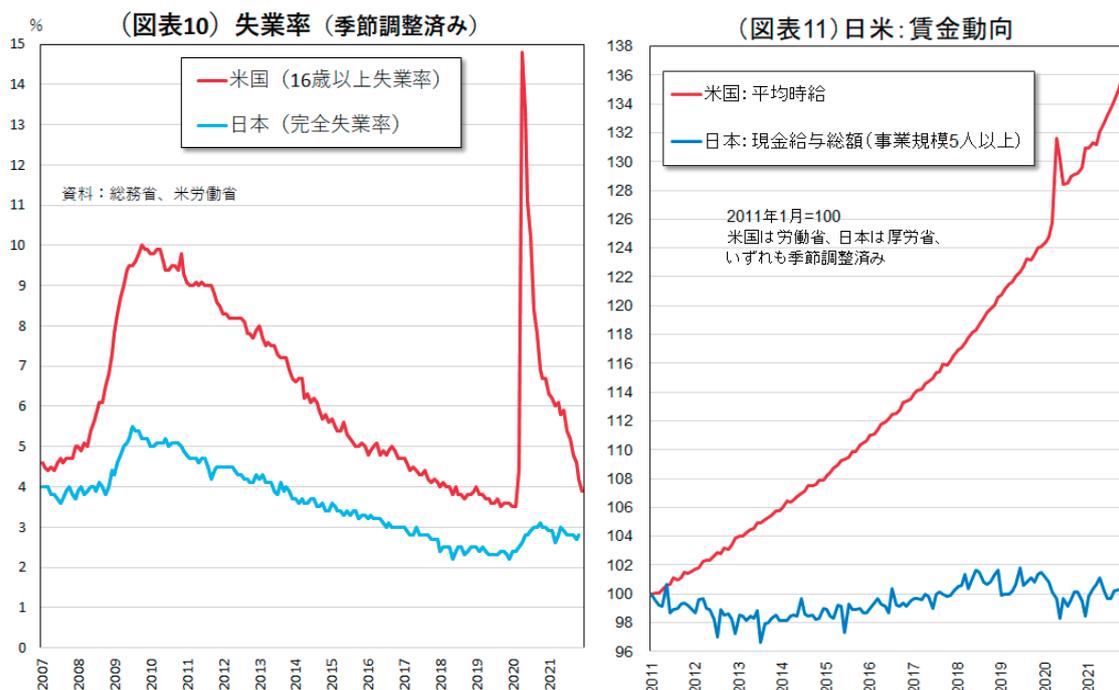
生活コストの上昇につながる「悪い円安」は阻止するべき、と黒田総裁が考えるかという点、自らその方向に進む可能性はかなり低そうだ。米国ほどの激しい物価高騰が起きているのならまだしも、2%に近づくかもしれない程度の状況でそれを行うと、2%インフレの定着を目指してこの9年近く実施してきた異次元緩和策との整合性が説明できなくなってくる。

また、コロナ禍中に日本政府は国債発行残高を激しく増加させた。日銀は今や政府債務のマネタイゼーション(貨幣化)の役割を事実上担ってしまっている。政府の利払い費増加につながる政策変更(マイナス金利の解除、10年金利目標の引き上げ、または10年金利から5年金利への目標短期化など)を日銀が行うとする場合、政府の同意は自ずと必要になるだろう。よって、FRB が今正に行おうとしているような本格的な出口政策に日銀が着手できる時期は見通せないといえる。

(図表9) 米欧日：インフレ率比較 (前年比)



しかしながら、「べき論」で言うならば、日銀は FRB が正常化を進めている間にある程度の政策の修正を行う方がよいと思われる。現在の政策は金融市場の価格形成を著しく歪めている。過度な低金利、過度な信用スプレッドの縮小は、生産性が低い経済主体の資金調達を容易にし、いわゆるゾンビ企業を増加させて、経済全体の新陳代謝を低下させてしまっている。米国に比べ失業率は低位で安定しているが(図表 10)、その代わり賃金が上がらない活力のない社会になっている(図表 11)。



こういった状況からの出口は極めて困難ではあるものの、せめて海外中銀の流れに合わせて、副作用の抑制に多少はつながる微修正を行っていかないと、次の世界リセッションの際に、日銀はここから一段の追加緩和策を実施しなければならなくなる。

現在の黒田総裁は、任期中(来年4月8日まで)に政策の修正を成し遂げようという意欲を全く持っていない。1月18日の記者会見では次のように市場の思惑を強い口調で何度も強く否定した。「物価が2%目標に向けて着実に上昇している状況にはない」「利上げとか緩和的な金融政策を変更することは全く考えていないし、議論もしていない」「利上げということはまったく考えられない」。これは総裁の本音だと思われる。しかしながら、もし政府が日銀に対して、限定的な政策変更なら許容するニュアンスを示し始めたら、日銀内部の力学が変わってくる可能性はあるだろう。

先行き円安や原油価格上昇で輸入物価が一段と上昇して国民の不満が増大し、政府がそれを心配する局面が来るか否かが今後の分かれ目となる。現時点ではそこまでまだ距離があるが、注目していく必要があるだろう。また7月に任期を迎える日銀審議委員の後任人事も興味深い。安倍政権、菅政権時と異なってリフレ派以外の経済学者やエコノミストが指名されるのならば、黒田総裁の後任人事への市場の関心は一層高まるからである。

マーケット・アウトック (2)

リスクはあるが、4年連続の上昇が期待される 2022 年日本株式市場



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

2021 年の日本株式市場は日経平均株価が 4.9% 上昇、TOPIX は 10.4% 上昇し、いずれも 3 年連続の上昇だった。2021 年は世界経済がコロナショックからの回復期となる中、新型コロナウイルス感染者数の動向や日本の総裁選や中国の規制強化など政治イベントで株価の動向が左右される 1 年間だった。米国と比較すると上昇率は鈍かったものの 3 年連続の上昇で終えており、需給面からは決して悪くない 1 年だったと思う。政治的なリスクはあるものの 22 年の需給環境は悪くない。22 年は 33000 円台まで上昇する可能性があると思われ、筆者は考えている。

【2021 年の日本株式市場の需給環境を振り返る】

図表 1 2021 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

まずは 2021 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 21 年主要投資家累積売買動向である。買い越し主体を見ると、自社株買いが反映される事業法人が 1.5 兆円でトップ。次いで日銀の ETF 買いが 0.9 兆円、投資信託が 0.8 兆円の買い越しと並び、そして個人投資家が 0.5 兆円の買い越しとなった。一方で 21 年に最も売り越しとなったのは前年に引き続き海外投資家で 2.6 兆円の売り越し。次いで、銀行・生損保が 1.3 兆円の売り越しだった。21 年の海外投資家動向は年初こそ世界経済の回復期待から金利が上昇し、割安な日本株が見直される局面が見られた。しかし、日本銀行が ETF の買入方針を変更したことや日本で緊急事態宣言が発令され、日本経済は相対的に回復が遅れる見方が強まると、徐々に売り越しが膨らんだ。菅前首相が総裁選に出馬しない意向が明らかになると、海外投資家は大幅な買い越し。しかし、期待が高かった河野氏が敗れ、岸田政権が発足したことなどで大幅な売り越しに転じた。その後も積極的に日本株を買い越し姿勢は見られず、結局 2 年連続の売り越しとなりそうだが、見方を変えれば、海外投資家が 2 年連続で売り越しでも日経平均株価、TOPIX ともに上昇。海外投資家が買わなければ日本株は上がらないと言われることもあるが、そんなことはない。海外投資家が売り越しだったとしても、売り越した金額よりも大きな日本株の買い手がいれば、日本株は上昇するのである。21 年は 3 月に日銀の点検で日銀の ETF 買入スタンスが変更され、4 月以降、日銀の ETF 買いは大幅に減少。ここ数年、日本株の最大の買い手だった日銀の ETF 買いが大幅に減少したことは、需給面では大きなマイナスである。しかし、日銀の ETF 買いが減少した分を自社株買いと個人投資家の積極的な押し目買いが日本株を押し上げた。

21 年は投資主体別で最も日本株の保有比率が高い海外投資家が売り越しとなり、ここ数年最も日本株を買

い越した日銀のETF買いは減少。需給面では様々な変化が起きた1年だったが、3年連続で上昇したことは評価出来る点である。自社株買いや個人投資家は22年も買い越しが期待される投資家である。金融所得課税の強化や自社株買いガイドラインの設定など、岸田政権の規制強化の動きに注意は必要だが、すぐに進められる政策ではない。自社株買いと個人投資家による22年の買い越し継続を期待したい。

【日銀のETF買いは22年も期待薄だが自社株買いの増加基調は継続を期待】

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

※21年は日銀のETF買いは実績、自社株買いは筆者予想。22年は日銀のETF買い、自社株買いともに筆者予想

※予想は東海東京調査センター予想

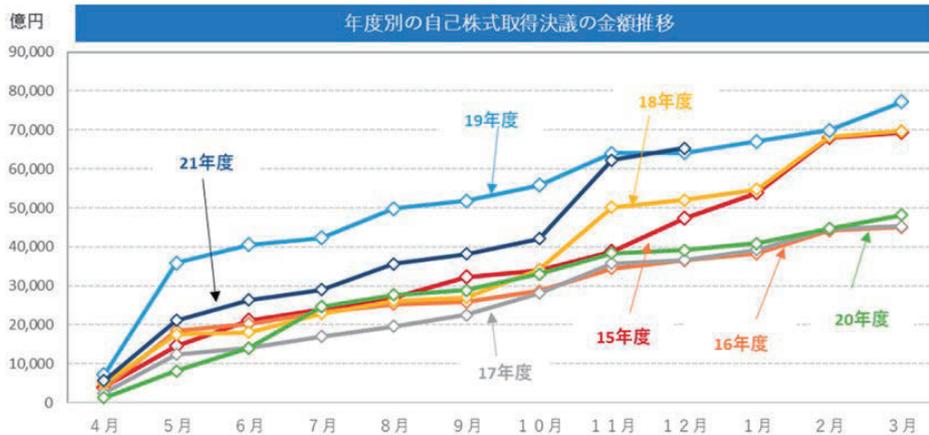
図表2は日銀のETF買いと自社株買いの年間買付金額の推移である。ここ数年、金融緩和の拡大や株主還元強化により、日本株の大きな買い手となった。両者は日本株式市場の需給環境を支える根幹とも言える買い手である。しかし、21年はこれまで続いていた買付金額拡大基調に変化が起きた1年だった。20年には年間で7.1兆円の買付金額だった日銀のETF買いは0.9兆円まで減少したのだ。21年3月に「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」の結果を公表。日銀はETFの買入方針を変更し、上限12兆円枠は残したものの原則6兆円の買入は削除。買入対象はTOPIXのみとなり、今後は弾力的に買入が行われることになった。図表3には21年の日銀のETF買入の推移をまとめている。20年までは前場でTOPIXが0.5%下落すればETFの買入が行われていたが、21年4月以降は前場でTOPIXが2%以上下落しなければ、ETFの買入は行われなくなった。前場でTOPIXが2%下落する日は少なく、結果、21年4月以降は4回しか買入は行われず、日銀のETF買いは大幅に減少した。また21年は日経平均株価と比較してTOPIXの上昇率が高かった。21年4月以降、日経平均型ETFが買い入れ対象から外れてしまったことで、需給面でマイナスの影響が出たと考えている。21年に日経平均株価のパフォーマンスが悪かった要因には日銀のETF買入対象から外れたことが大きかった。22年の日銀のETF買いは21年と同様の買入方針を継続する可能性が高く、余程乱高下する相場でなければ、21年以下の買入にとどまるだろう。

図表3 21年の日銀のETF買いの推移

日付	前場TOPIX 騰落率	前日比TOPIX 騰落率	日銀ETF 買入判定	日銀ETF 買入金額(億円)	コメント
21/01/04	-0.659%	-0.559%	○	501	←1回あたり501億円で減額、16/8/3以来の規模
21/01/15	-0.506%	-0.890%	○	501	
21/01/20	-0.505%	-0.337%	○	501	
21/01/28	-0.967%	-1.243%	○	501	
21/02/18	-0.537%	-0.998%			←前場0.5%以上の下落率で買付なし
21/02/19	-0.757%	-0.667%			←前場0.75%以上の下落率で買付なし
21/02/26	-1.923%	-3.205%	○	501	←前場1%以上の下落で買付。しかし、金額の増額はなし。
21/03/04	-1.258%	-1.096%	○	501	
21/03/05	-1.034%	0.633%	○	501	
21/03/19	-0.374%	0.184%			←日銀の点検で上限12兆円(原則6兆円は削除)で弾力的なETFの買入方針を表明。買入対象はTOPIX型のみ。
21/03/22	-1.106%	-1.095%	○	501	←これまでと買入内訳は同じで日経平均型のETFも買入、3/19の運用開始は4月以降との見方。
21/03/24	-2.210%	-2.176%	○	701	←701億円で増額。前場下落率2%、株価水準、3日続落など金額が増加した要因はいくつか考えられる。
21/03/30	-1.060%	-0.777%	○	501	
21/04/01	0.619%	0.186%			←TOPIX型のみ買入スタート。
21/04/19	0.077%	-0.220%			
21/04/20	-1.245%	-1.549%			←前場1%以上下落したものの、日銀のETF買いは見送り
21/04/21	-2.170%	-1.976%	○	701	←21年4月に入り、初めての買付。前場は2%台の下落、また3日目続落で買付金額は高めの可能性あり。
21/05/11	-1.980%	-2.374%			←1.98%下落でも人らず、基準は2%の可能性が大きい。
21/06/21	-2.547%	-2.420%	○	701	←TOPIX前場2%以上の下落で2カ月ぶりの買付
21/09/29	-2.403%	-2.089%	○	701	←6/21以来、3カ月ぶりの買付。前場でTOPIXは2%以上の下落。
21/10/01	-2.027%	-2.160%	○	701	

出所: 日本銀行及び Bloomberg を基に東海東京調査センター作成

図表4 年度別の自己株式取得決議の金額推移



出所:各社公表資料を基に東海東京調査センター作成

21年に日銀のETF買いが減少した分の一部を補ったのは自社株買い。11月までに5.7兆円の自社株買いがあり、筆者の予想では21年は6.5兆円程度と見込む。世界経済がコロナショックから回復傾向を辿ったことで、日本の企業業績は大幅に回復。株主還元額が増加し、自社株買いの増加に繋がった。図表4は日本企業の年度別の自己株式取得決議の金額推移。21年度は12月末時点で6.5兆円を超える自己株式取得の決議が発表されており、19年度の水準を上回ってきた。19年度は年度ベースで7.7兆円の自己株式取得決議が発表され、年度ベースでは過去最高である。21年度は19年度を超える可能性が高く、8兆円程度まで膨らむ可能性があるだろう。

過去最高の決議金額が見えてきた日本株式市場の自社株買いだが、まだまだ米国市場との自社株買いの規模の差は大きい。図表5は日米の自社株買いの時価総額に対する比率の推移だが、日本は年度ベースの時価総額に対する自社株買い比率は1%程度だが、米国では時価総額に対する自社株買いの比率は3%~4%で推移している。日本株と比較してパフォーマンスが高い米国株。需給面での大きな差の1つが自社株買いの規模と言える。米国株式市場では毎年大規模な自社株買いが株価を押し上げる大きな買い手になっているのだ。自社株買いは増加傾向だが、まだ、日本株式市場は満足すべき水準ではないと考えている。

図表5 日米自社株買いの時価総額に対する比率



出所:Bloomberg及びQuickのデータを基に東海東京調査センター作成 ※日本は年度ベース

22年の自社株買いは8兆円程度にまで拡大すると予想する。図6は東証1部の業績の推移である。22年度は21年度と比較すると増益率は鈍化することが想定されているが、純利益は7.1%増加する予想である。企業はコロナ危機に備え、現金・預金を積み上げたままとなっており、コロナが終息すれば積み上げていた現金・預金が株主還元に使われる可能性がある。企業業績の改善傾向とともに自社株買いの金額は増えるだろう。12月に岸田首相は企業の自社株買いについて質問を受けた時に、「個々の企業の事情にも配慮した対

応、ガイドラインなどは考えられないだろうかとは思」と答弁していた。どのような意図を持って発言したのか詳細が不明だが、企業が自社株買いを実施し難い環境となった場合には、日本株の需給環境が大きく変化する可能性がある点には注意が必要だ。日銀のETF買いが減った今、自社株買いは需給面では必要不可欠な買い手である。是非、日本株式市場の需給環境を踏まえ、過度な規制等の導入は避けてもらいたい。

図表6 東証1部の営業利益と純利益の推移



出所: 各社公表資料及び Quick のデータを基に東海東京調査センター作成 ※11/25 時点

※予想は東海東京調査センター予想

【上がり易く下げ難い日本株を継続中】

21 年は海外投資家が売り越しの中、TOPIX は上昇。ここ数年、日本株は海外投資家が売り越しでも日本株は下げ難く、海外投資家が買い越した時には日本株は上がり易い傾向が続いている。図表 7 は 21 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。21 年に海外投資家の買い越し週は 25 週あり、合計の買い越し金額は 8.66 兆円で買い越した週の TOPIX の騰落率合計は+37.41%で、1 兆円当たりの影響度は+4.32%である。一方で、売り越し週は 26 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-2.37%になる。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 TOPIX の下落率は限定的で、逆に1兆円買い越した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。今後は過去 10 年分の海外投資家動向が TOPIX に与える影響度を見たい。図表 8 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でも下落率は小さく、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 年は日銀のETF買いは減少したものの、自社株買いが増加したことに加えて、個人投資家の積極的な押し目買いを入れたことで海外投資家が売り越しでも下げ難い日本株となった。22 年も自社株買いや個人投資家の積極的な押し目買いが入れば、上がり易く下げ難い日本株式市場が継続すると筆者は考えている。

図表7 海外投資家動向が TOPIX に与える影響度(2021 年)

	買い越し	売り越し
週の数	25週	26週
合計金額	8.66兆円	▲11.27兆円
当該週の騰落率	37.41%	-26.69%
1兆円当たりの影響度	4.32%	-2.37%

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 ※21 年 12 月第 4 週時点

図表8 海外投資家動向がTOPIXに与える影響度(2011年以降)

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	4.61%	-7.86%	2016年	4.61%	-3.54%
2012年	5.74%	-8.70%	2017年	2.99%	-1.44%
2013年	3.42%	-8.85%	2018年	3.31%	-2.12%
2014年	3.75%	-3.15%	2019年	2.91%	-1.94%
2015年	3.23%	-1.94%	2020年	4.83%	-2.17%

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

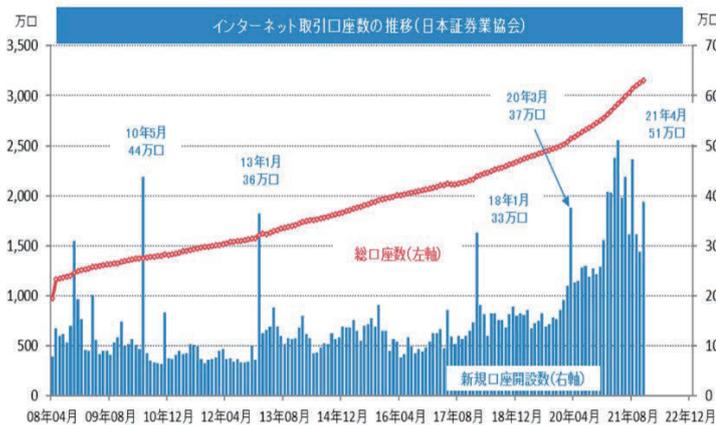
【積極的な押し目買いが継続した個人投資家】

21年に海外投資家が売り越しの中、自社株買いととも日本株の下値の支え役となったのが個人投資家である。21年は12月第4週時点では現物と先物合計で0.5兆円の買い越し。このまま買い越しが維持されれば、個人投資家が年間ベースで買い越しとなるのは10年ぶりとなる。前年に引き続き、高水準の新規口座開設件数が継続し、新たな投資家が増えたことが個人投資家の買い越しに繋がったと思う。図表9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、コロナショックで日本株が急落した20年3月から新規口座開設件数は増加。20年は年間で306万口の増加と09年以降で最高となった。今年もその勢いは続いており、21年11月までで400万口座以が開設されており、前年を既に上回っている。米国株で運用するニーズが高そうだが、一部は日本株式市場にも資金流入している可能性が高い。

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10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20年3月以降に個人投資家の売買シェアが高まり、20%台が定着している。売買シェアが高まっていると言うことは、それだけ影響力が強まっていることを示す。21年は株価の下落局面を中心に積極的な押し目買いが見られ、週間ベースで現物株を4000億円超えの週があった。4000億円は1週間、5営業日で考えても1日当たり800億円の買い越しとなる。通常の日銀による1回当たりのETF買いが700億円程度なので、日銀のETF買いよりも多い買い越しとなる。海外投資家が売り越しでも下げ難い日本株になった背景には個人投資家の積極的な押し目買いが大きな支えになった。日銀のETF買いが減少しても、海外投資家の売りインパクトが大きくならなかつた背景には個人投資家の存在が大きかった。

図表9 インターネット取引口座数の推移
(日本証券業協会)

図表10 個人投資家の現物株市場売買動向と
売買シェアの推移



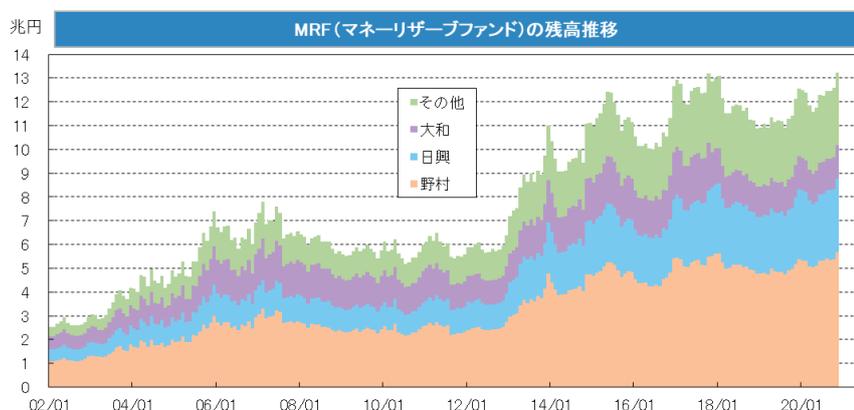
出所: 日本証券業協会のデータを基に東海東京調査センター作成

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

22年も株価の下落局面を中心に個人投資家の押し目買いは継続すると考えている。個人投資家の待機資金であるMRF(マネーリザーブファンド)残高は約13.8兆円、図表11でMRFの残高推移で見ても高水準を維持している。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、22年相場でも自社株買いととも下値の支え役となりそうだ。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

なるだろう。資産運用に消極的だと言われていた日本の個人投資家は変化しつつある。この傾向を継続させる為にも、より日本の個人投資家が資産運用を行い易い環境を政府には整えてもらいたい。

図表 11 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、22年は3年ぶりの買い越しになると予想している。21年は12月第4週までで現物株と先物合計で2.6兆円の売り越しで2年連続の売り越しとなりそうだ。2000年以降の年間ベースの海外投資家動向を振り返ってみると3年連続の売り越しはない(図表12)。21年の売り越しの内訳も現物株は0.2兆円の買い越しだが、先物で2.8兆円売り越しとヘッジファンド等による先物による売り越しが中心である。22年は先物の買い越しを中心に買い越しに転じると期待したい。

10月に発表されたIMFの経済成長見通しでは米国などを中心に22年は21年と比較して成長率が鈍化する見通しである(図表13)。そんな中、日本は21年よりも22年の経済成長率が高くなる。経済の正常化が遅れたことや岸田政権による大規模な経済対策が実施されるため、成長率が高くなる可能性は高い。ここ2年間、売り越し基調が続いている日本株を見直す可能性はある。自社株買いや個人投資家に加え、海外投資家が買い越しとなってくれば、日経平均株価が33000円台まで上昇するだろう。参院選や米国では中間選挙など政治的なイベントが控える2022年。金融所得課税の強化や自社株買いガイドラインなどを含め、政治動向には注視する必要がある。しかし、特段大きな動きがなければ、日本株式市場の需給環境は決して悪くないだろう。22年は世界的に金融政策が正常化され、金利が上昇し易い環境となりそうだ。金利が上昇すれば、株式市場では割安な企業に注目が集まり易い。グローバルで見ても日本株式市場のバリュエーションは低く、日本株に再度注目が集まるだろう。

図表 12 年間ベース海外投資家動向(現物先物合計)と日経平均株価の推移



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

※オレンジ色は売り越し年

図表 13 IMFの世界経済見通し(21年10月時点)



出所: Bloomberg等のデータを基に東海東京調査センター作成

「ゆうちょ銀行等の動向 2021 年版」の概要

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

2021 年版では、ゆうちょ銀行の中期経営計画(2021-2025 年度)のポイントを前中期経営計画(2018-2020 年度)に対する実績を踏まえて整理した。併せて、この間金融経済にも大きな影響を与えたコロナの影響を踏まえ金融政策と市場の1年間を振り返った第2部では、東海東京調査センター平川昇二様に全面的にご協力いただいたことに心より感謝申し上げる。

本稿においては概略を紹介するが、詳細についてはゆうちょ財団ホームページ「ゆうちょ銀行等の動向 2021 年版」(https://yu-cho-f.jp/ar_center/trend.html)を参照されたい。

第1部 ゆうちょ銀行の動向

第1章 ゆうちょ銀行前中期経営計画(2018 年度～2020 年度)に対する実績

・利益に関する主な実績

(億円)

計数目標	17年度 (実績)	20年度 中計目標	18年度 (実績)	19年度 (実績)	20年度		20年度 中計比
					(予想)	(実績)	
資金収支等	13,848	13,000	12,928	12,670	12,650	12,701	98%
役務収支	964	1,300	1,067	1,288	1,300	1,279	98%
営業経費	10,429	10,400	10,364	10,195	10,300	10,093	97%
経常利益	4,996	3,900	3,739	3,791	3,750	3,942	101%
当期純利益 (当行帰属分)	3,527	2,800	2,661	2,734	2,700	2,801	100%

(出所) 各年3月期決算説明会資料及び中期経営計画より

・運用に関する主な実績

(兆円)

運用目標	17年度末 (実績)	20年度末 中計目標	18年度末 (実績)	19年度末 (実績)	20年度末 (実績)	20年度末 中計比
リスク性資産残高	79.0	90兆円程度 (当初87兆円程度)	81.9	84.8	91.1	101%
戦略投資領域残高	1.6	4～5兆円程度 (当初8.5兆円程度)	2.9	3.3	4.2	105%

自己資本比率	17.4%	10%程度	15.80%	15.58%	15.53%	+5.53%
--------	-------	-------	--------	--------	--------	--------

(出所) 各年3月期決算説明資料及び中期経営計画より

・経営管理態勢の強化に関する主な実績

その他目標	17年度 (実績)	20年度 中計目標	18年度 (実績)	19年度 (実績)	20年度		20年度 中計比
					(予想)	(実績)	
既定経費	約10,350億円	2017年度比▲300億円 約10,050億円	▲100億円 約10,250億円	▲400億円 約9,950億円	▲350億円 約10,000億円	▲582億円 9,768億円(逆算)	103%
業務効率化	総人員数18,382	3年間▲2,000人相当分	- 総人員数17,937 17/4/1-18/4/1	▲1,700人 総人員数17,161 17/4/1-19/4/1	-	▲2,533人 総人員数16,472 17/4/1-20/4/1	127%
配当	年間50円	3年間50円確保	年間50円	年間50円	年間50円	年間50円	100%

(出所) 各年3月期決算説明会資料及び中期経営計画より

第2章 ゆうちょ銀行中期経営計画(2021年度～2025年度)

・財務目標

<連結ベース>		2020年度実績	2023年度目標	2025年度目標
収益性	連結当期純利益 (当行帰属分)	2,801億円	2,800億円以上	3,500億円以上
	ROE (株主資本ベース)	3.06%	3.0%以上	3.6%以上
効率性	OHR (金銭の信託運用損益等を含むベース)	72.34%	72%以下	66%以下
	営業経費 (20年度対比)	-	▲250億円	▲550億円
健全性	自己資本比率 (国内基準)	15.53%	10%程度 (確保すべき水準)	10%程度 (確保すべき水準)
	CET1(普通株式等Tier1)比率 (国際統一基準)	14.09%	10%程度 (確保すべき水準)	10%程度 (確保すべき水準)

・収益ロードマップ

(単位：億円)

[経常利益の増減要因]							
市場運用・ リスク管理深化				リテール ビジネス の変革	業務改革・ 生産性向上		
経常利益	資金収支等				役務取引等 利益	営業経費 削減	経常利益
3,942	+310				+230	+550	5,000程度
純利益	外債 償還益	国債等	外債投 資信託	戦略投資 領域等			純利益
2,801	▲2,890	▲1,040	+840	+3,400			3,500
2020年度				2025年度			

・目標KPI

	2020年度	2025年度
通帳アプリ登録口座数	約280万口座	1,000万口座
つみたてNISA稼働口座数	約13万口座	40万口座
地域活性化ファンド出資件数	32件	50件
事務共同化実施金融機関数	3金融機関 (2貯金事務センター)	約20金融機関 (11貯金事務センター)
リスク性資産	91.1兆円	110兆円程度
戦略投資領域残高	4.2兆円	10兆円程度
(ESG関連)		
CO2排出量削減比率	—	▲46% (2030年度/2019年度比)
ESGテーマ投資残高	1.2兆円	2兆円
女性管理職比率	15.7% (2021年4月時点)	20% (2026年4月までの達成目標)
育児休暇取得率	99.5%	100% (性別問わず)
障がい者雇用率	2.7%	2.7%以上

・【参考】業績予想(2021年度)

2021年度業績予想(連結)			2021年度配当予想		
	(億円)				
	2020年度 (実績)	2021年度 (予想)		2020年度 (実績)	2021年度 (予想)
資金収支等※	12,701	12,400	1株当たり配当金	50円	(注) 40円
役員取引等利益	1,279	1,290	配当総額	1,874億円	1,499億円
営業経費	10,093	10,150	配当性向	66.9%	57.6%
経常利益	3,942	(注) 3,550	(注) 11/12に業績予想及び配当予想を修正 新予想：経常利益 4,850億円、親会社株主純利益 3,500億円、配当 47円		
親会社株主純利益	2,801	(注) 2,600			

※ 資金収支等＝資金運用に係る収益から資金調達に係る費用を除いたもの(売却損益等を含む) (出所) 個人向け投資家説明会資料(2021年7月14日)

第2部 金融政策と市場の1年間の動き

第1章 ポストコロナに向けた世界経済

1. 新型コロナ感染状況とその影響

21年も20年同様新型コロナウイルスの感染動向は人の移動に大きく影響し、経済に大きな影響を与えた。世界の製造拠点である東南アジアでの感染が拡大したこともあり、サプライチェーンの問題が深刻化した。これまで感染者増加局面で人の移動が減少し、感染者減少局面に入ると人の移動が活発になるというリズムを繰り返していたが、9月以降はデルタ株の感染が落ち着いたにもかかわらず冬の感染再拡大を懸念してか人の移動が活発化していない。人の動きが活性化しないもう一つの理由がワクチン接種率の停滞である。ワクチン接種率の上昇スピードが鈍り限界が見え始めており、今後は治療薬の登場に期待が高まっている。

2. 世界経済動向

世界経済は、感染拡大防止のために経済社会活動が制限されたことにより、極めて厳しい状況に陥ったが、2020年後半から2021年前半の主要国・地域の経済は、感染状況の落ち着いたに伴う経済活動の再開や大規模な財政措置と金融緩和の実施により、プラス成長を実現した国・地域が多い。こうした世界経済の動きをG20の実質経済成長率からみると、感染拡大の影響により20年4～6月期まで前年同期比でマイナス成長となったが、主要国の財政金融政策による支援もあり、懸念された割には早期の回復となった。また、併記した失業率は20年後半から回復基調となったものの、新型コロナ感染前の水準には戻っていない。21年に入り米国を中心に消費者物価上昇率が上昇し感染拡大以前の水準を大きく上回っており、米FRBは供給側の問題が長期化するリスクからやや警戒的に見方を変えている。今後、ワクチンに続く治療薬の登場でコロナの感染が落ち着くのであれば供給側の問題が解決され物価上昇が止まると予想され、当面はインフレ動向が市場の注目となる。

3. 日本経済動向

2020年度の実質GDP成長率が大幅マイナスになる中で、補正予算等の効果もあり公的需必要は増加する一方で、個人消費は一進一退となった。定期給与を中心とした雇用者所得の回復を背景に個人消費は2020年後半に増加したものの、2021年に入り、再び弱い動きに転じている。特別定額給付金の支給もあり、2020年の家計貯蓄率は11.4%と大幅に上昇し、貯蓄額も前年の6.9兆円から36.0兆円へと約30兆円の増加となった。膨大な貯蓄は、経済活動の抑制措置が緩和された際の家計支出の増加につながるものと期待される。景気の回復に

沿って日本企業の業績も、2020年4-6月期に大きく低下した以降は好転しているが、これは主に製造業中心であり、非製造業は伸び悩みがみられる。新型コロナウイルス感染により企業の行動様式にも変化が起きており、人件費を中心とした固定費削減により労働生産性の上昇がみられるが、売上高の更なる回復が期待される。

第2章 政府の対応

米政府はバイデン新政権の下で2021年3月に総額1.9兆ドル規模の「米国救済計画(ARP: American Rescue Plan)」が成立した。本対策には、20年12月に成立した失業手当の拡充措置の更なる延長や現金給付(1人当たり最大1,400ドル)の再実施、児童税額控除の拡大等が盛り込まれた。追加財政政策として1.2兆ドルのインフラ法案と3.5兆ドルのBuild Back Better法案を審議中であり、採決されるならば米国景気の再加速要因になると考えられる。

ドイツ政府は、段階的な経済活動の再開以降も、感染症の影響を受ける企業や自営業者を支援するため、対象月の売上が一定以上減少した企業に対して、固定費の一定割合を給付する制度であるつなぎ支援や臨時経済支援をはじめとする対策を実施した。

英国政府は、20年初秋以降も、感染者数が再び増加する中で、雇用維持と医療強化を目的とした追加の経済対策を行っている。人件費の政府補助率や上限額も段階的に引き上げられ、自営業者に対しても同様に所得補助スキームを拡充した。

EUは20年7月「次世代のEU」と称する7,500億ユーロ規模の復興基金を設定した。また、同基金と21~27年の次期中期予算を織り込んだ1兆8,000億ユーロ規模のEU復興パッケージを活用し、グリーンディール政策やデジタル政策といったEU共通の重要課題に対して積極的に投資する計画を発表した。

第3章 中央銀行の対応

1. FRB

2021年9月のFOMCでテーパリングを近く開始する可能性が高いことが示唆された。PCE長期見通しが2.1に上方修正されPCEコアが24年まで2%を下回らない予想を受けて、FF金利が1回25ベースス換算で22年に1度、23年、24年に各々3回利上げする予想を織り込んだ。また、テーパリングについては12月から米国債購入を100億ドル、MBS購入を50億ドルずつ減らしていくと7月にはちょうど購入がゼロに収まる形となる。仮にこのペースのテーパリングが実施されるのであればFRB総資産は22年6月末に9兆ドル強まで増加したあと横這うパスを描くだろう。また、市場での次の注目はテーパリング後の最初の利上げ時期となっており、FF金利先物は22年にも最初の利上げが実施されることを示唆している。

2. ECB

ECBは2021年7月、物価目標や気候変動対応など金融政策戦略の見直しを発表した。物価目標は「中期にわたり2%未満だが2%近傍」から「中期にわたり2%」に明確化。「平均インフレ目標」ではないものの、2%からの緩やかな上振れを許容するなど、金融緩和の長期化を示唆した。HICPに帰属家賃の反映を勧告したことによりHICPは上下方向に振れる公算が大きいが、ECBの見通し期間中、2%を持続的に上回るには至らない見込みと発表された。また、7/22のECB政策理事会では、新戦略・対称的2%目標に沿って、政策金利のフォワードガイダンスを修正し、ラガルド総裁は「時期尚早のタイト化をしない」との考えを示した。フォワードガイダンスは、①見通し期間の中間点でインフレ見通しが2%に達し、②その後も2%程度を維持す

ると見込まれ、さらに③コアインフレの実績が見通しと整合的に推移するまで、政策金利を維持するものとした。

3. 日銀

2021年4月の展望レポートでは、2022年度・23年度の物価見通し(中央値)はそれぞれ、+0.8%、+1.0%とし23年4月の黒田総裁任期内では2.0%という「物価安定の目標」達成できないとの見通しになった。6月の決定会合で新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの期限を2022年3月末へ半年間延長するとともに、気候変動対応投融資をバックファイナンスする新たな資金供給制度導入を決定した。気候変動オペは原則2030年度まで実施、マクロ加算残高への2倍加算や付利金利ゼロ%の対象とし、資金供給対象先の金融機関の開示基準を、「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」の提言する4項目(ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標)および投融資目標・実績と明確化したほか、バックファイナンスの対象となる投融資基準について明示した。

日本銀行によるETF買入れは、3月会合以降大幅に縮小し、月間買入れ額は5月に続き、7月8月もゼロとなった。

第4章 ここ1年の市場動向

1. 債券市場

2021年の債券市場はやや軟調な展開となった。日米独総じて年初から春に向けての上昇局面、その後夏にかけての低下局面、そして最近までの再上昇局面を描いている。背景には以下3つの要因があったと考えられる。

- ①新型コロナ感染動向による影響:年初から春にかけて感染者が一時減少した局面で長期金利が上昇しているのは、経済再開による景気好転を織り込んだ結果であろう。
- ②景気モメンタム:新型コロナ対策としてバイデン政権は20年12月に8677億ドルの景気対策を決定し、21年3月には総額1.9兆ドル規模の「米国救済計画」を発表している。3月までの長期金利上昇はこれら追加景気対策に対する期待が織り込まれた結果であると考えられる。
- ③商品市況の高騰:商品価格は世界景気動向の先行指標である上、インフレの原因でもあり長期金利とのつながりが強い。中でもCRB基礎原材料価格指数は米10年債利回りに半年程度先行しており長期金利上昇の背景の一つとなっている可能性が高い。

2. 株式市場

2021年の世界株式は新型コロナデルタ株の感染拡大、企業のサプライチェーン問題、FRBテーパリング(リスク資産購入額の縮小)、米国を中心とするインフレ懸念と景気減速、そして夏からは中国の不動産会社の信用不安、米国債務上限問題など多くのリスクを抱えながらもOECD世界景気先行指数に沿って堅調に上昇基調が続いている。

2021年の株式相場で注目された点はFRBの政策動向である。年初から景気対策により回復した需要に対し、新型コロナの感染拡大継続を背景とした雇用や生産のボトルネックが供給制約となり物価が上昇。FRBは当初、物価上昇は一過性と表明していたが、6月FOMC辺りから長引くサプライチェーンの問題や求人増環境下でも鈍い増加の雇用などを理由に、インフレが当面継続する見通しに変更し、市場はテーパリング実施時期の前倒しを織り込んだ。

日本株は日銀、政府の動向を受け、欧米株価指数と違う動きとなった。3月までは欧米株式と同様上昇基調を続けたが、その頃から日銀のリスク資産購入額が減少し、ドル換算日銀総資

産が減少。その流動性縮小が日本株の予想 PER を押し下げた形となった。また、政治要因も株価を大きく動かした。日経平均は自民党総裁選で岸田氏が選ばれたことを嫌気した売りで菅首相辞任を契機に上昇した起点水準まで下落したが、米長期金利の落ち着きや円安などを好感し反転上昇した。

3. 為替相場

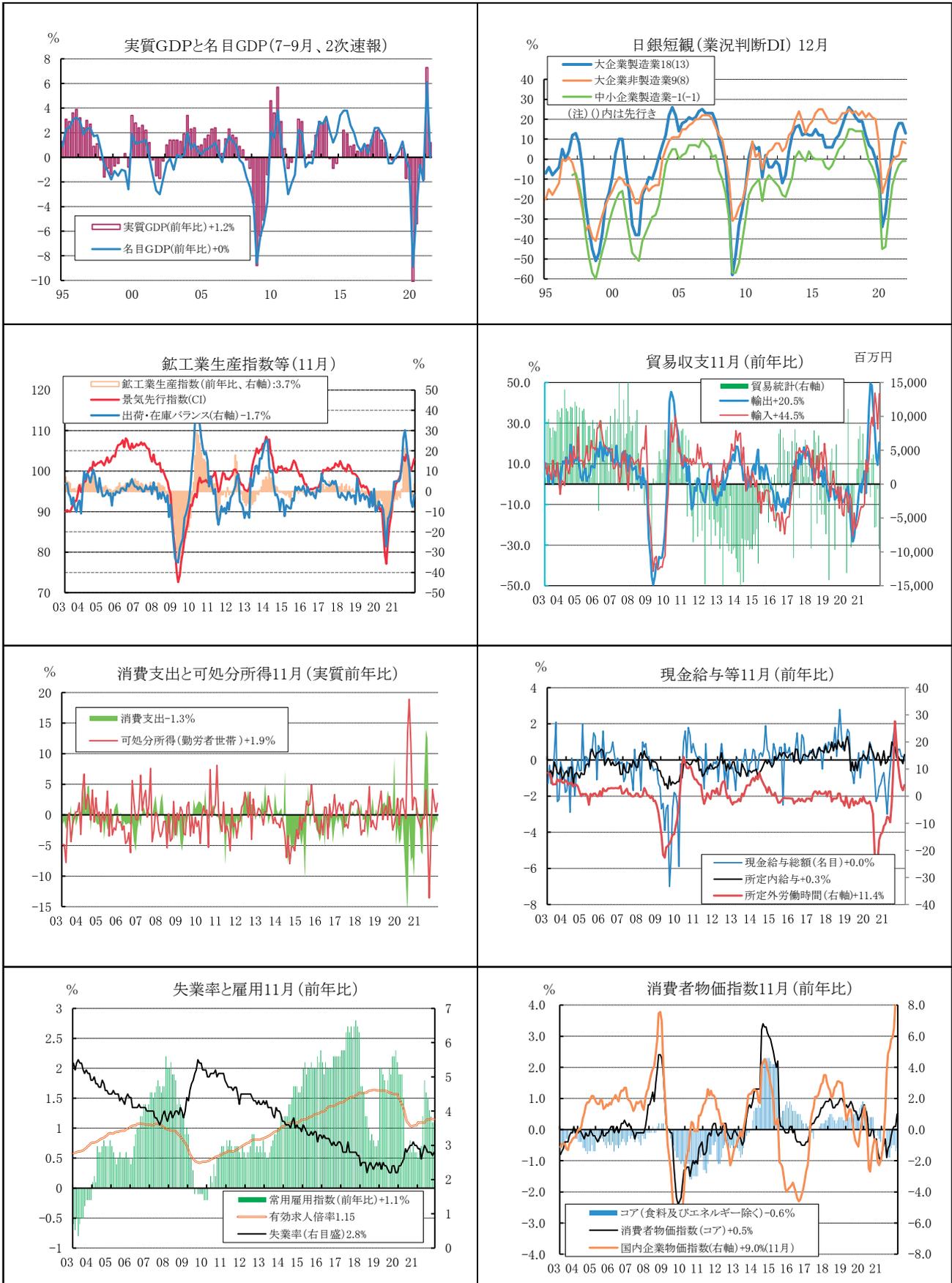
2021 年の為替市場は米国の景気動向や金融政策の方向に左右された 1 年だったと総括されよう。ドルレートの推移をそのトレンドで分類すると、年初から春までの景気好転と米長期金利上昇によるドル高局面、4月から6月初旬までの新型コロナ感染下での景気回復の弊害が表面化したドル安局面、高インフレ、FRB金融引き締め前倒しなどを織り込んだ長期金利再上昇を背景としたドル高局面の3つの局面に分けることができると考えられる。

- ①年初から春までの景気好転と米長期金利上昇を背景とした金利差によるドル高円安、ユーロ安局面:米国は 20 年春の景気対策に加え 20 年 12 月にも 8677 億ドルの追加経済対策発表実施、金融政策も量的金融緩和を進め景気が大きく回復した。また、長期金利も上昇しヘッジコスト考慮後の日米長期金利差、米独実質長期金利差など両者とも拡大し、ドル高円安、ユーロ安要因となったことがわかる。
- ②新型コロナ感染下での大規模景気対策の弊害が表面化した4~6月のドル安局面:コロナ感染下で急激な需要喚起策を打った結果、サプライチェーンに不均衡が生じ原材料、部品の入手が困難となり原材料、部品価格が急上昇したため生産にボトルネックが生じた結果であると考えられる。また雇用のボトルネックも景気対策の一つであった失業保険手当増額の結果、十分な労働者が市場に還流していないために生じた弊害と考えられる。この2つのボトルネックの結果、景気に減速感が浮上し長期金利が低下、金利差縮小からドル安となった。
- ③インフレ上昇と金融引き締め前倒しを背景とするドル高局面:FRBや市場はサプライチェーン問題による供給側の問題を背景としたインフレが想定以上に長引きそうだとの見通しにシフトし、テーパリングが予想以上に早く実施されるとの見通しが浮上した。その結果、FF 先物は 22 年末までに 1.8 回の利上げを織り込んでおり金利差拡大からドル高が進展している。また、FRB の流動性とドル実効レートという視点では、テーパリングによる流動性減少がドル高要因となりそうだ。

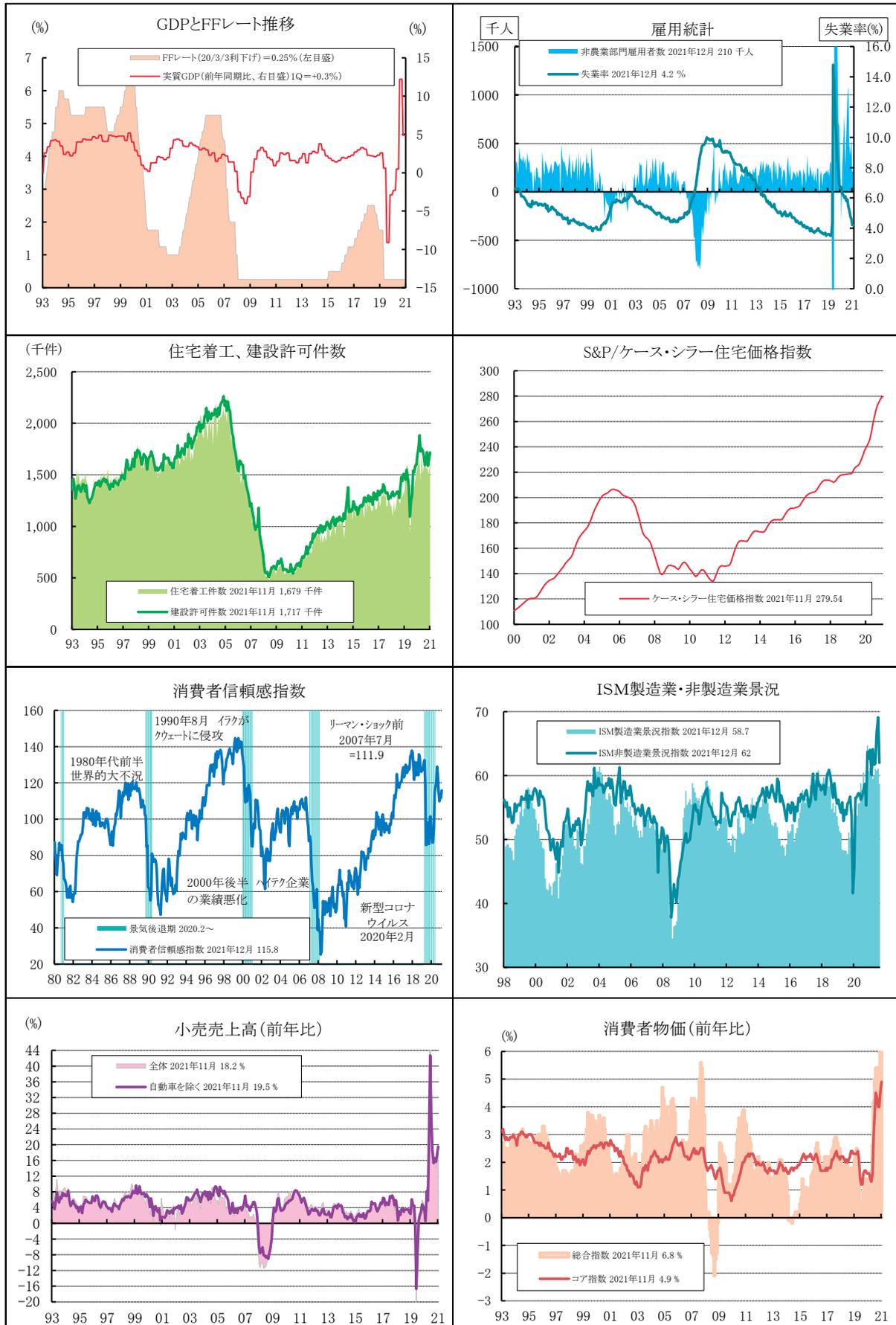
4. 商品相場

2021 年の商品市況は、ワクチン接種の進展や経済正常化への期待が維持されたこと、また世界的な景気拡大による需要増加への期待が高く、上昇基調を維持した。原油などを中心としたエネルギー指数が最も上昇率が高く、特に原油先物価格は年初から約6割程度上昇している。背景には景気回復による需要増大期待に加え、米国や OPECの減産が一定程度の需給好転につながったと考えられる。一方、金などを中心とした貴金属指数が調整基調となった。これは米景気好転、インフレ上昇を背景とした長期金利上昇で金利差が拡大しドル高が進展したことで、逆相関となっている金など貴金属価格への投資妙味が低下したと考えられる。米国を中心に未だ金融財政政策は景気刺激的になっていることもあり原油などエネルギーへの需要は増加基調が続く可能性が高そうだ。

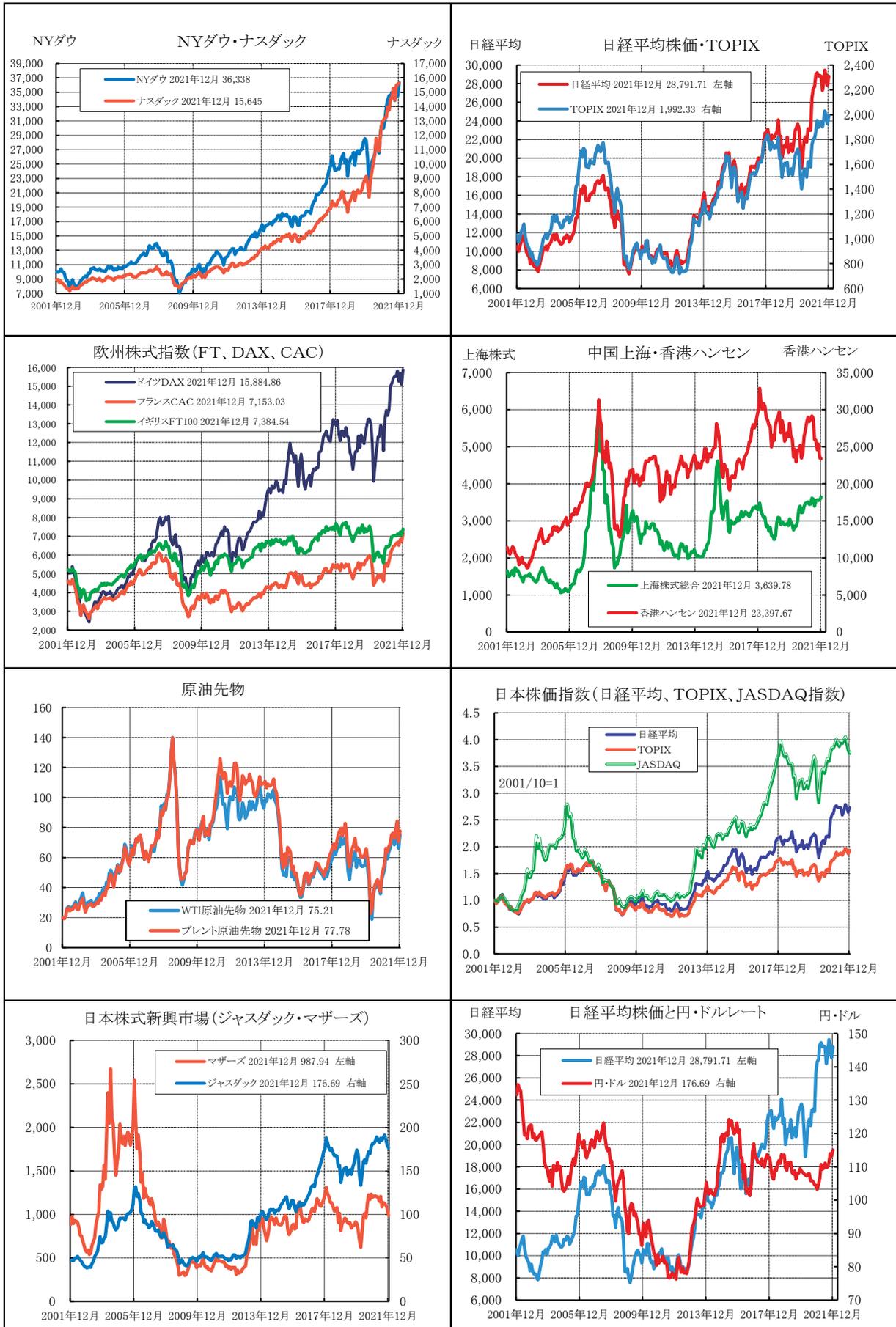
日本 マクロ経済



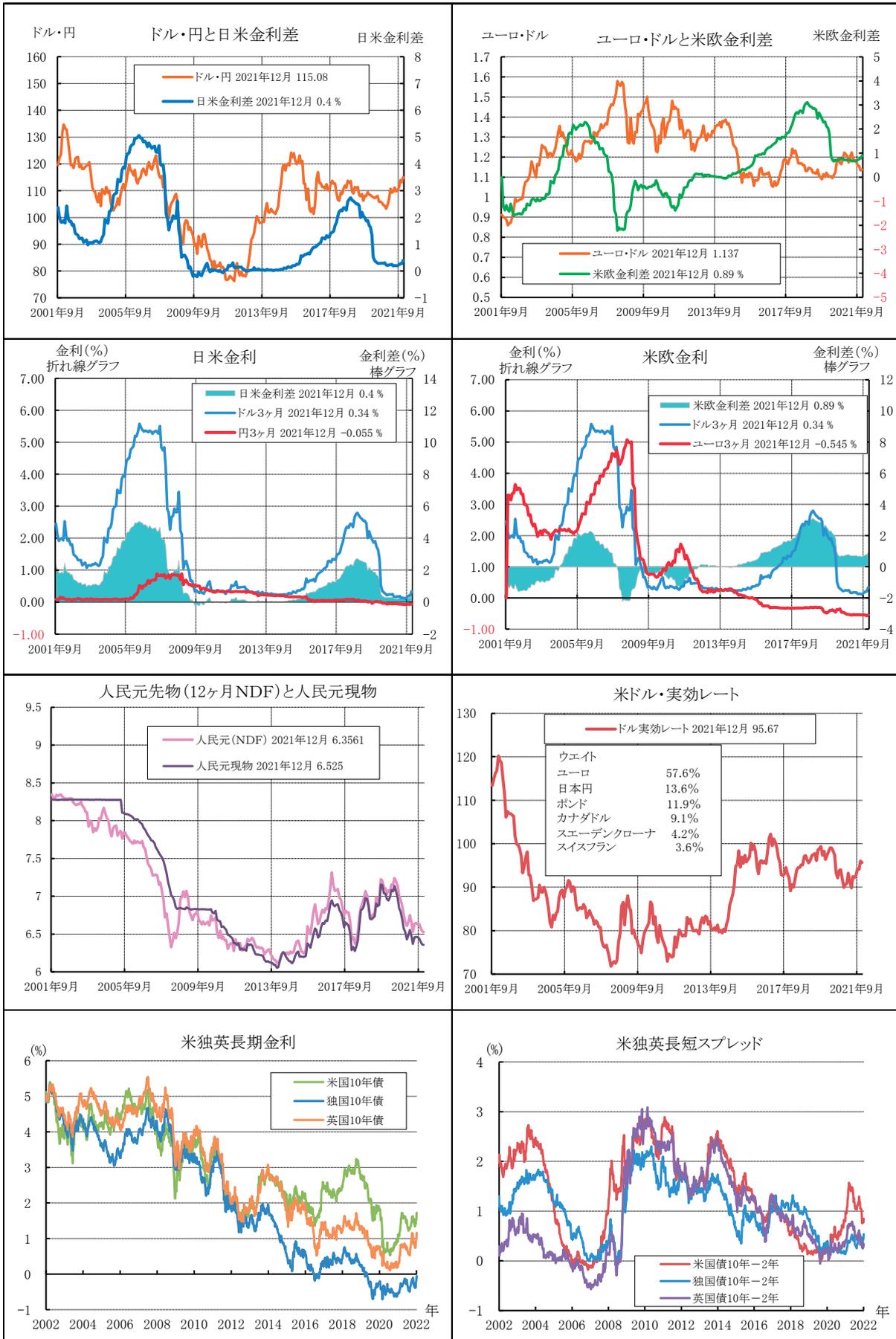
海外 マクロ経済



株式市場



金利・為替市場



ゆうちょ関連データ

ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>単体

(単位:億円)

年月	貯金	ゆうちょ貯蓄貯金						ゆうちょ定期貯金	ゆうちょ定額貯金	ゆうちょ特別貯金	ゆうちょその他貯金	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
		ゆうちょ振替貯金	ゆうちょ普通貯金※	ゆうちょ貯蓄貯金	ゆうちょ定期貯金	ゆうちょ定額貯金	ゆうちょ特別貯金										
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632				96,310	1,198,940		2,344				6,288		2,232,138	
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698				115,978	1,138,865		2,100				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						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		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		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		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		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		1,368	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		1,577	9,992	1,910,484	
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,275	2,040				135,701		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		1,577	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		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	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		1,882	9,489	1,976,196	
2020年3月	1,830,047	77,123	※793,462	5,089	52,256	900,732	※通常へ合算	1,382	148,556			22,193		2,301	-	2,019,175	
2021年3月	1,895,934	77,123	※915,463	6,125	47,092	834,363	〃	1,388	148,864			15,045		2,238	-	2,124,854	

<貸借対照表(資産の部)>単体

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債 (含短期)	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
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	628,641	33,312	2,109,051
2021年3月	1,381,832	504,934	54,938	110,149	711,672	55,475	46,917	722,416	31,835	2,238,475

<損益計算書>連結

(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
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	442,054	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
2020年4月 - 2021年3月	1,946,728	1,198,391	748,337	1,552,506	241,154	1,009,358	301,994	394,221	279,529

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>単体

(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
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	122,066	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
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	2,915,242
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	5,986,349	27,340	9,108,251	50,892	66,019,472	▲ 1,608,708	135,557,167	▲ 260,733
2021年3月	50,493,476	773,478	3,602,553	17,172	9,145,413	43,742	71,558,269	1,809,429	138,571,015	2,645,430

<ポートフォリオの状況>単体

(単位:兆円)

年月	円金利 リスク資産	短期資産	国債・政 府保証債	リスク性 資産	地方債	社債 等	外国証券 等	貸出金	金銭の 信託 (株式)等	戦略投資 領域	その他			
											PE ファンド	不動産 ファンド	ヘッジ ファンド	その他
2013年3月				33.0	5.8	5.9	15.7	3.9	1.5					
2014年3月				38.9	5.5	5.9	22.7	3.0	1.6					
2015年3月				49.7	5.5	6.2	32.9	2.7	2.2					
2016年3月				62.9	5.8	6.8	45.4	2.5	2.2					
2017年3月				71.5	6.0	7.7	52.3	2.2	2.5	0.6	0.1	0.0	0.4	0.0
2018年3月	121.5	54.8	66.7	79.0	6.4	7.9	57.9	2.2	2.8	1.6	0.4	0.2	0.8	0.0
2019年3月	116.8	55.3	64.4	81.9	6.3	7.8	60.1	2.2	2.4	2.9	1.2	0.6	0.9	0.0
2020年3月	113.9	57.2	56.7	84.8	5.9	7.5	63.4	2.2	2.2	3.3	1.7	1.0	0.1	0.3
2021年3月	120.9	66.9	54.0	91.1	5.4	7.5								

< 金銭の信託 > 単体

(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
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		16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098			
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282			
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			
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110			
2018年3月	4,162,251	▲ 289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671			
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		
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		
2021年3月	5,547,574	1,353,124	3,883,622	2,261,772	1,545,150	1,299,148	5,105,922	189		

< 証券化商品の保有状況 > 単体

(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
2021年3月	13,543	190			2,254	0	8	0	549	38	20,363	360	36,720	590

(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。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (C)	基本的項目 (A)				リスクアセット等 (D)	自己資本比率 (C/D)			Tier1比率 (A/D)		
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額		資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除して得た額			
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%

年月	コア資本に係る基礎項目						コア資本に係る調整項目の額 (A)	コア資本に係る調整項目の額 (B)	自己資本の額 (A) - (B) = (C)	リスク・アセット等	自己資本比率		
	普通株式又は強制的換条項付優先株式に係る主資本の額	うち、資本金及び資本剰余金の額	うち、利益剰余金の額	うち、自己株式の額	うち、社外流出予定額	コア資本に係る基礎項目に算入される引当金の合計額							
2014年3月	9,404,306	7,796,285	1,702,007	-	▲ 93,987	336	9,404,643	-	9,404,643	13,482,628	3,070,695	16,553,324	56.81%
2015年3月	8,280,186	7,796,285	1,968,617	▲ 1,299,999	▲ 184,717	315	8,280,501	6,491	8,274,010	18,490,222	3,043,268	21,533,490	38.42%
2016年3月	8,511,519	7,796,285	2,108,969	▲ 1,299,999	▲ 93,736	277	8,511,796	12,471	8,499,325	29,253,213	2,965,316	32,218,529	26.38%
2017年3月	8,635,897	7,796,285	2,233,759	▲ 1,300,411	▲ 93,736	267	8,636,164	19,224	8,616,940	35,906,558	2,873,248	38,779,806	22.22%
2018年3月	8,800,862	7,796,285	2,399,031	▲ 1,300,717	▲ 93,736	278	8,801,141	29,070	8,772,071	47,474,709	2,768,805	50,343,515	17.42%
2019年3月	8,879,358	7,796,285	2,477,736	▲ 1,300,926	▲ 93,736	243	8,879,601	35,383	8,844,218	53,334,010	2,699,551	56,033,562	15.78%
2020年3月	8,964,975	7,796,285	2,563,307	▲ 1,300,881	▲ 93,736	258	8,965,233	32,685	8,932,548	54,775,080	2,632,196	57,407,276	15.55%
2021年3月	9,057,375	7,796,285	2,749,408	▲ 1,300,844	▲ 187,473	280	9,057,656	33,294	9,024,362	55,604,917	2,552,200	58,157,118	15.51%

< 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年度累計	3,661,000	262,900	1,215,000	2,565,800
2021年4-6月	1,012,000	45,300	1,217,000	2,598,600
2021年7-9月	2,095,000	94,100	1,220,000	2,570,700
2021年10-12月				
2022年1-3月				
2021年度累計	3,107,000	139,400	1,220,000	2,570,700
累計	28,425,022	6,564,832	1,220,000	2,570,700



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