

ゆうちょ資産研レポート

2017年1月号

ファンダメンタル・アナリシス (1) 1

17年の日本経済と統計によるアベノミクス点検

岡三証券株式会社 グローバル金融調査部

マクロ経済分析グループ チーフエコノミスト 愛宕 伸康

ファンダメンタル・アナリシス (2) 7

2017年の日銀金融政策：超緩和策の限界と構造改革の必要性

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 13

2016年の債券市場回顧と2017年の展望

野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

資産研コーナー 19

労働市場の国際比較～働き方改革は進展するか

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

ファンダメンタル・アナリシス (1)

17 年の日本経済と統計によるアベノミクス点検

岡三証券株式会社 グローバル金融調査部 マクロ経済分析グループ

チーフエコノミスト 愛宕 伸康

1. はじめに

本稿では 2017 年の日本経済見通しについて整理する。ポイントは、財政支出による押し上げとトランプ新政権の政策を受けた米国経済の帰趨である。ここで示される景気シナリオはやや楽観的なものに映るかもしれないが、経済指標から客観的に検討した結果である。もちろんリスクはある。トランプ新政権の保護主義、欧州各国の選挙、中国の不動産を中心とする規制強化など、数ある重い不確定要素が日本経済の先行きにどのような影響を及ぼすのか、常に身構えておく必要がある。しかしそれらはあくまでリスクであり、メインシナリオに織り込むにはまだ早い。

経済見通しを見るうえで重要な点は、そもそもアベノミクスが描いている経済の姿と比較してどうかという視点を忘れないことである。アベノミクスという壮大な実験が始まって丸 4 年。果たして何が変わって何が変わっていないのか、どこが評価できてどこが評価できないのか。こうした視点が現下のユーフォリックな市場の雰囲気紛れて忘れ去られてしまえば、アベノミクスが単なる「やりっぱなし」の実験に終わ리카ねない。

次章では、まず 2017 年の日本経済のシナリオと予測を提示する。そこでは財政支出や米国経済の上振れ、円安といった外的要因によって堅調な成長率が示される。その後、主なマクロ経済指標の局面比較を通じてアベノミクスの特徴点をあぶり出し、目立った改善点がある一方で潜在成長率は低迷したままであることを確認する。その上で、経済や市場環境が好転している今だからこそ成長戦略を忘れてはならないことを強調したい。

2. 2017 年の日本経済見通し

2017 年の実質 GDP 成長率は、2016 年度第 2 次補正予算の執行本格化とトランプ新政権の政策を受けた米国経済の上振れ及び円安などを背景に、前年比 1.3%（17 年度では 1.1%）という比較的しっかりした伸びになると予想される（図表 1）。金融政策が手詰まりとなる中で、経済政策の軸足が財政支出に移行するという潮流がグローバルに窺われている。

【図表1】日本経済見通し

		暦年			年度		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
		(予)			(予)		
実質GDP	前年比、%	1.2	1.0	1.3	1.3	1.3	1.1
	(ゲタ)	(-0.2)	(-0.3)	(0.5)	(1.4)	(0.3)	(0.5)
民間最終消費支出	前年比、%	-0.4	0.4	0.8	0.5	0.7	0.6
民間住宅	前年比、%	-1.8	5.8	0.9	2.7	6.9	-1.6
民間企業設備	前年比、%	1.2	0.8	0.7	0.6	1.3	0.7
民間在庫品増加	(寄与度)	(0.6)	(-0.2)	(-0.2)	(0.4)	(-0.3)	(-0.1)
政府最終消費支出	前年比、%	1.6	1.6	0.8	2.0	0.9	1.0
公的固定資本形成	前年比、%	-1.7	-1.1	8.7	-2.0	1.6	7.9
財貨・サービスの純輸出	(寄与度)	(0.5)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.5)	(0.2)
〃 輸出	前年比、%	3.0	0.4	3.3	0.8	1.3	3.7
〃 輸入	前年比、%	0.1	-2.1	1.5	-0.2	-1.6	2.3
名目GDP	前年比、%	3.3	1.2	1.0	2.8	1.1	0.9
GDPデフレーター	前年比、%	2.0	0.2	-0.3	1.5	-0.2	-0.2
GDPギャップ	乖離率、%	-1.6	-0.5	0.0	-1.2	-0.2	0.2
完全失業率	%	3.3	3.2	3.0	3.3	3.1	3.0
ドル円相場	円/ドル	121.4	108.0	122.0	115.2	112.0	123.0
CPI・生鮮食品除く総合	前年比、%	0.5	-0.4	0.6	0.0	-0.2	0.7

(注) GDPギャップ(内閣府ベース)とドル円相場は最終四半期の値。

(出所) 内閣府、総務省、財務省、予測値は岡三証券

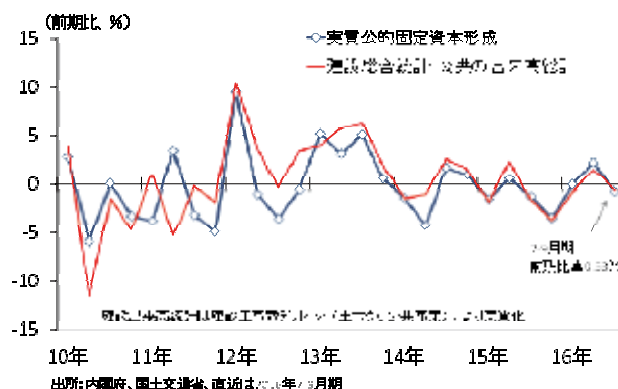
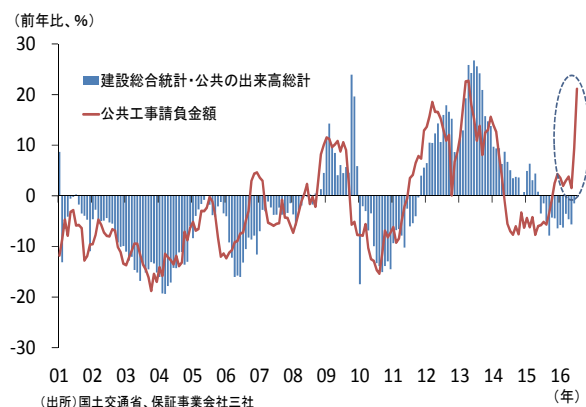
(1)「金融」から「財政」へ

まず、昨年10月に成立した2016年度第2次補正予算の執行が、今年1-3月期に本格化する。東日本建設保証株式会社が集計している「公共工事請負金額」を見ると、足元大きく上振れていることが分かる(図表2左)。GDP統計において公共投資を反映する「公的固定資本形成」の実質値は、国土交通省が集計している「建設総合統計」の「公共の出来高総計」とほぼ同様の動きをする(図表2右)。その先行指標である「公共工事請負金額」の上振れは、今後、「公的固定資本形成」が大きく増加することを示唆している。

第2次補正予算の総額4.5兆円のうち、公的固定資本形成を直接押し上げる「真水」は、ざっくり2.8兆円弱と推定される。15年度の公的固定資本形成が約26.7兆円なのでその約10%、名目GDPの532兆円と比べると約0.5%に当る。しかし、それがすべて16年度中に執行されることはまずない。その多くが翌年度に繰り越されるため、17年中のGDPも大きく押し上げることになる。

財政要因によって成長が上振れるのは日本だけではない。米国ではトランプ次期大統領によるインフラ投資や大型減税、欧州では各国プライマリーバランス改善を受けた緊縮財政の揺り戻し、中国では政局絡みで落ち込んでいた東北部における固定資産投資の回復が、それぞれ成長率を押し上げる。経済協力開発機構(OECD)では、昨年11月28日に発表した2017年の世界経済成長率見通しにおいて、米国、ユーロ圏、中国とも成長率見通しを0.2ポイント上方修正した。背景はいずれも財政支出の上振れだ。世界経済の成長率が高まれば、わが国の輸出は拡大する。

【図表2】公共投資関連統計



（２）米国経済上振れのシナリオ

もちろん、各国の財政支出効果に過大な期待を寄せるのは禁物だ。その代表はトランプ大統領の米国。財政赤字（一般政府ベース）が名目 GDP の 4% を超え、失業率が 4.6%（昨年 11 月）と完全雇用に近い水準まで改善している中で財政支出を拡大すれば、インフレ懸念と財政プレミアムが高まり長期金利が上昇する。それに伴い財政支出の GDP の押し上げ効果は抑制されることになる（クラウドイング・アウト）。実際、米国の長期金利は大統領選挙前後で約 60 ベーシスポイント（1 ベーシスポイントは 0.01%）の急騰を演じ、現在 2% 台後半で推移している。

では、本当に実際のインフレ率はすぐに高まるのだろうか。米国議会予算局の推計によると、米国の GDP ギャップは直近（2016 年第 1 四半期）でマイナス 1.8% である。労働市場が完全雇用状態にあることを踏まえれば確かに賃金は上昇する可能性が高い。しかし、マクロ経済全体で見たスラック（弛み）は依然として大きく、加えてインフラ投資が本格化するのとは今年後半のことである。したがって、インフレ率はすぐには高騰しないだろう。市場もどこか慎重に見ている節がある。市場のインフレ予想を示すブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）は大統領選挙後上昇したが、連邦準備理事会（FRB）が目指す 2% の手前で止まっている。一方、完全雇用状態の下で賃金は上昇傾向にあり、今後実質賃金が増加して行けば、伸び悩んでいた個人消費にプラスの影響が及ぶことになる。

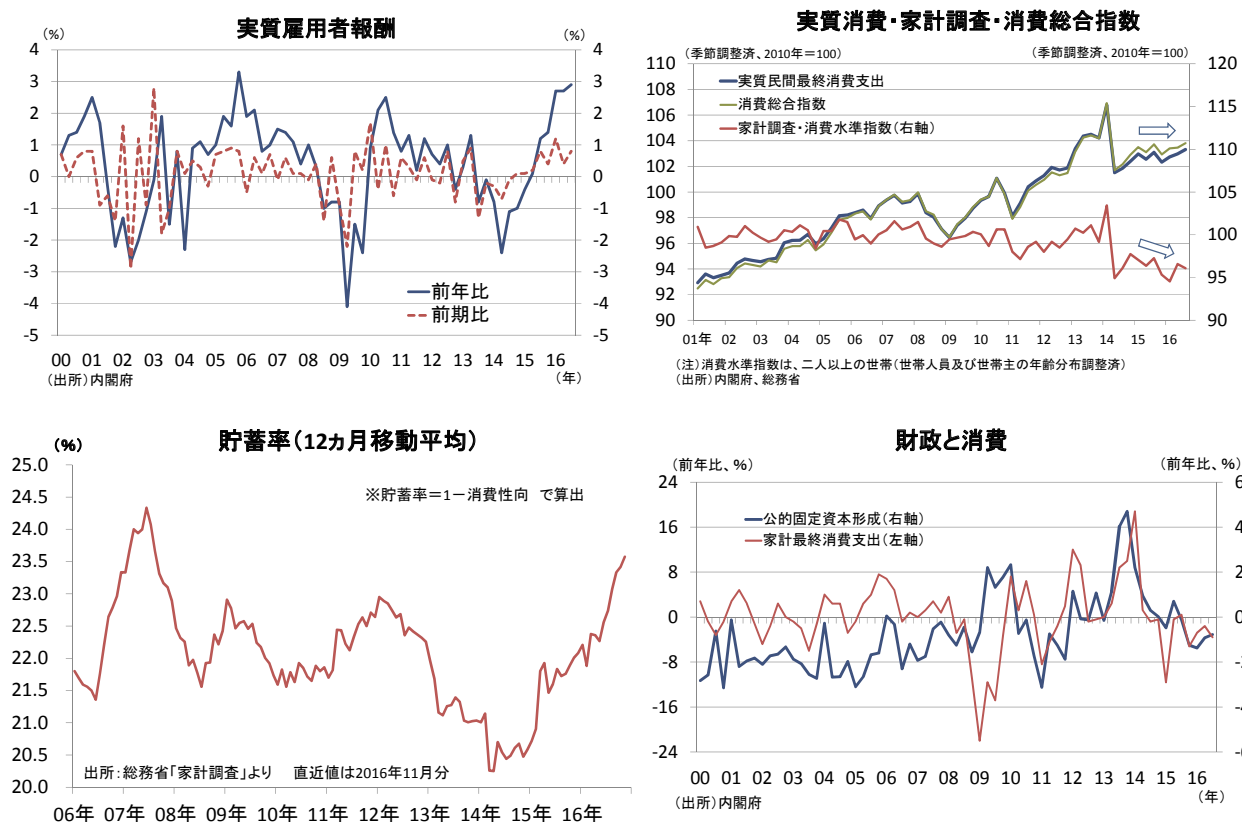
米国の長期金利がインフレ懸念や財政プレミアムの拡大を織り込みながら上昇傾向にあるのに対し、日本の長期金利は日本銀行のイールドカーブ・コントロール政策の下でゼロ % 程度に抑制される。その結果、日米金利差は拡大し、ドル円相場には円安圧力が働くことになる。今年前半は、トランプ新政権の政策運営を見極めながら揉み合う展開になると予想されるが、後半にかけて 1 ドル 120 円台前半に向けて円安が進むと見ている。すなわち、わが国の輸出企業は、米国経済の成長拡大に伴う輸出量の増加と為替円安の両面から業績を改善させると考えられる。問題はこうした企業部門の業績拡大が家計部門、そして低迷を続ける消費にまで波及するかどうかだ。

（３）鍵を握るわが国の消費動向

消費のベースとなる所得環境を見ると改善傾向を続けている。失業率は 3.0% 程度まで低下し、日本もほぼ完全雇用状態と言って良い。有効求人倍率も 1.4 倍とバブル期のピーク（1990 年 9、10 月：1.58 倍）に近付いている。賃金も GDP 統計の名目雇用者報酬で見ると、前年比 2% 程度の伸びを持続しており、物価変動分を除いた実質雇用者報酬は上昇傾向を辿っている（図表 3 左上）。しかしながら、GDP ベースの実質民間最終消費支出や、消費総合指数、家計調査の実質消費支出といった消費関連指標は、いずれも低迷を続けている（図表 3 右上）。その結果、貯蓄率は急ピッチで上昇している（図表 3 左下）。

背景には国民負担率の増加がある。図には示さなかったが、実は 2015 年以降も社会保障や租税の負担は着実に高まっている。国民はこうした傾向が今後も続くことと漠たる不安を抱き、所得が増えても貯蓄に回している可能性が高い。ただし、一時的には消費が上振れる要因がある。財政支出と節約疲れだ。GDP 統計の「家計最終消費支出」を見ると、「公的固定資本形成」とともに増加する傾向がある（図表 3 右下）。もちろん、詳細に吟味する必要があるが、公共事業の執行を通じて建設業などへの所得分配が高まり、消費を一時的に喚起する傾向があるのかもしれない。こうした傾向を踏まえれば、今後、第 2 次補正予算の執行が本格化するにつれて消費が上振れる可能性は十分にある。企業業績や所得環境の改善が続く、消費マインドが上振れてくれば節約疲れも出てこよう。そうなれば、リーマンショック後のピークをつけている貯蓄率も再び下落していくことになる。

【図表3】伸び悩む消費と高まる貯蓄率



3. アベノミクスをマクロ経済指標から点検する

上で見た通り、2017年の日本経済は、財政支出や米国経済の上振れ、円安などにより堅調な成長率を実現すると見込まれる。しかし、そうした外的要因に支えられた高成長が翌年以降も持続するかどうかは不確定である。持続的で安定的な成長を実現するためには、従前から言われている通り、ゼロ%台前半まで低下した潜在成長率の引き上げが必要である。果たして丸4年続けられてきたアベノミクスでそれが実現できているのであろうか。

以下では、主なマクロ経済指標を過去の景気拡大局面と比較し、アベノミクスの特徴点をあぶり出す。結論を先取りすると、アベノミクスによって確かに過去にはない改善点が幾つか見られるのは事実である。しかしながら、肝心の潜在成長率には目立った変化が窺われていない。

(1) アベノミクス

2012年12月の総選挙で自民党が大勝し、同月26日、「縮小均衡の分配政策から成長による富の創出への転換」を標榜する第2次安倍内閣が発足した。第2次安倍内閣ではデフレ・円高からの脱却を最優先課題とし、「大胆な金融緩和」(第一の矢)、「機動的な財政政策」(第二の矢)、「民間投資を喚起する成長戦略」(第三の矢)からなる「三本の矢」を掲げ、名目GDP成長率3%、実質GDP成長率2%、GDPデフレーター1%が目標に据えられた。

具体的な政策としては、2013年2月に「日本経済再生に向けた緊急経済対策」のための2012年度第2次補正予算が組成され、2013年4月に黒田東彦総裁率いる日本銀行は「量的・質的金融緩和(QQE)」を開始した。その後も、2014年2月「好循環実現のための経済対策」を含む2013年度補正予算成立、同

10月QQE拡大、2016年1月2015年度補正予算成立と「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入、同9月「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」導入、同10月2016年度第2次補正予算成立というように、積極的な金融・財政政策が続けられた。

(2) アベノミクスの特徴は高い名目 GDP 成長率

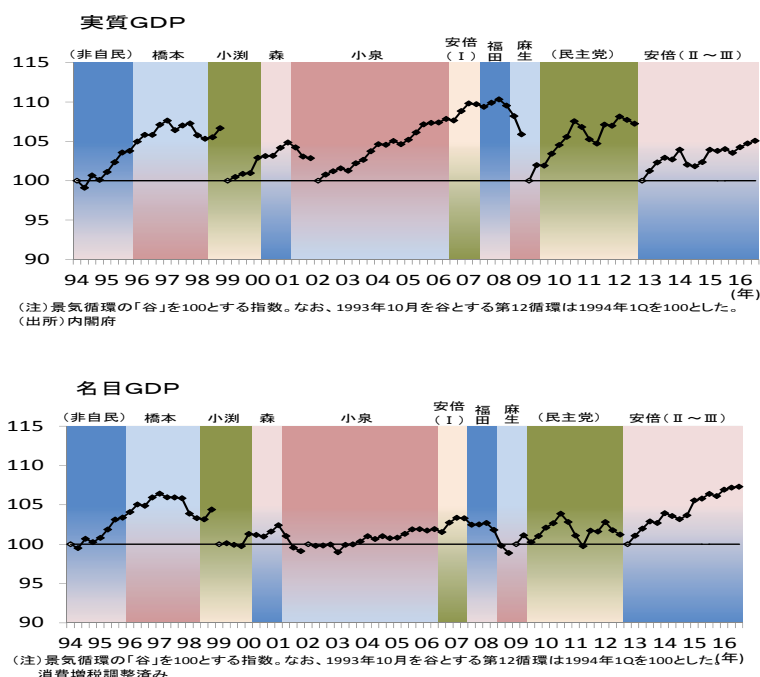
アベノミクス以降、実質 GDP 成長率は低迷しているが、名目 GDP 成長率はある程度高まっている。図表4は、1994年以降の景気拡大期における実質 GDP と名目 GDP を、景気の「谷」を100として指数化したものである。これらを比較すると、実質 GDP の成長ペースは過去の景気拡大期に比べ見劣りするものの、名目 GDP の成長ペースは95年以降の景気拡大期と同じくらい速いことが分かる。

このように、緊縮財政と量的緩和のポリシーミックスが実施された2002年からの景気拡大期に見られたような「名実逆転」現象（名目 GDP 成長率より実質 GDP 成長率の方が高いこと）は解消しており、実質 GDP 成長率の低迷だけをもってアベノミクスを批判するのは行き過ぎだろう。とはいえ、アベノミクス以降の2013年度から2015年度までの平均成長率は、実質 GDP が1.2%、名目 GDP が1.9%（消費増税調整済み、岡三証券試算）であり、安倍政権が掲げた目標（名目 GDP 成長率3%、実質 GDP 成長率2%）には遠く及ばないのも事実である。

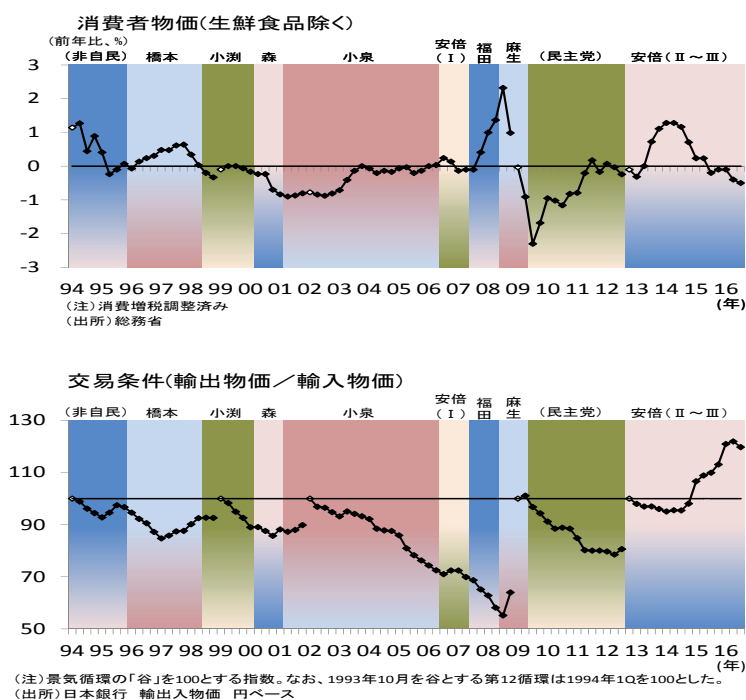
(3) 「名実逆転」現象が解消

「名実逆転」現象が解消した裏には GDP デフレーターの上昇がある。それに大きく貢献したのが民間最終消

【図表4】 実質・名目 GDP の局面比較



【図表5】 消費者物価と交易条件の局面比較



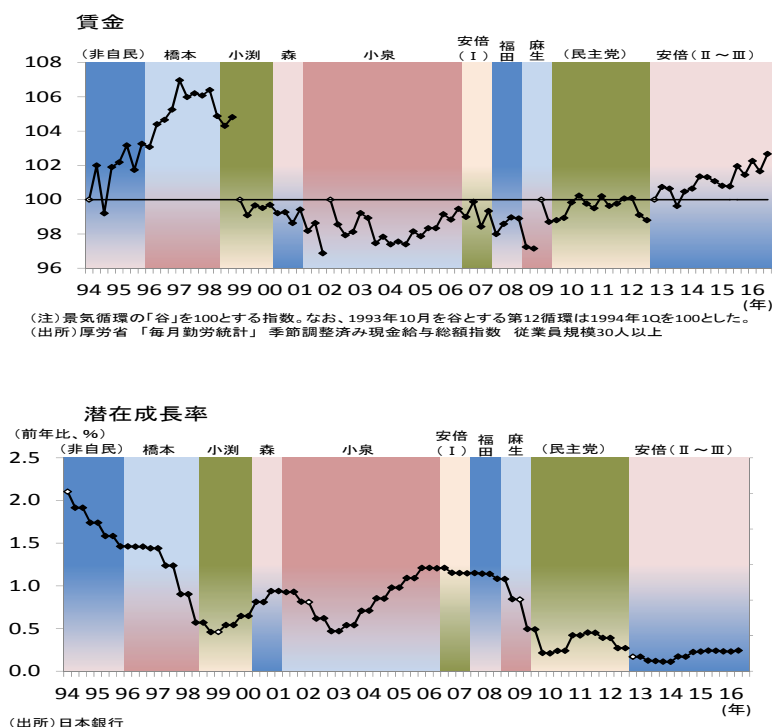
費支出デフレーターの上昇と交易条件の改善である。前者は消費者物価指数（CPI）で近似することができ、図表5上のグラフを見ると、確かにアベノミクスが開始された後しばらくして大きく上昇しているのが確認できる。QQE もしくは QQE に対する期待を背景とする円安が、輸入コストの増加を通じて約半年遅れで CPI の前年比伸び率を押し上げた。一方、交易条件の改善には 2014 年末以降に見られた原油相場の急落が効いている。景気拡大期に交易条件が改善したのは、少なくとも 1994 年以降では初めてのことだが（図表5下）、その背景にある原油相場の急落はアベノミクスが原因ではない。原油相場の急落はアベノミクスにとっていわば「神風」である。

（４）潜在成長率に目立った変化は窺われず

今年も新たな「神風」が吹いている。トランプノミクスである。輸出の増加と円安によって企業収益の改善が続く、「名目賃金の下方硬直性」が失われたと言われる 1998 年以降では初めてとなる賃金の上昇が継続すれば（図表6上）、企業から家計への好循環が強まる可能性がある。問題は潜在成長率だ。「第三の矢」である成長戦略が本当に放たれたのか、あるいは放たれたのだからまだ成果が上がっていないのか、いずれにせよ潜在成長率にはいまだ目立った変化は窺われていない（図表6下）。

潜在成長率がゼロ%台前半で低迷を続ける限り、短期的な経済対策や神風によって実質 GDP 成長率が一時的に上振れても、結局はその近辺に収敛してしまうことになる。収斂する過程で総需要が減退し、再び負の需給ギャップが拡大することによってデフレに舞い戻ることになる。潜在成長率の引き上げをなおざりにしたまま短期的な政策を打ち続けるのは、単に需要の先食いをして続けていることに他ならない。ユーフォリックな市場の雰囲気紛れて肝心の第三の矢を忘れることがないよう、むしろ気を引き締めるべきなのである。

【図表6】アベノミクスの成果と課題



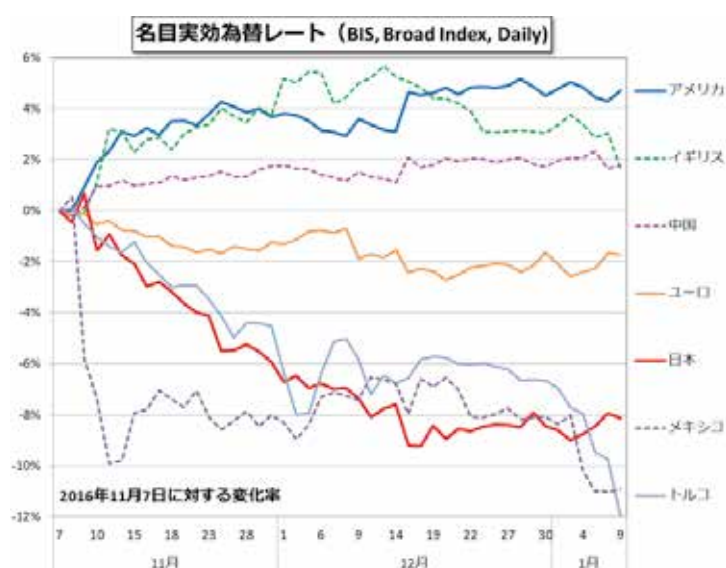
ファンダメンタル・アナリシス (2)

2017 年の日銀金融政策：超緩和策の限界と構造改革の必要性

東短リサーチ株式会社 チーフエコノミスト 加藤 出

昨年の米大統領選挙の前日（11月7日）から1月9日までの名目実効為替レート（BIS 作成）の変化を表したものが図表 1 である。

トランプ新大統領の経済政策への期待からドルは顕著な上昇を見せた。61 か国中、第 3 位の上昇率だ。完全雇用に近い今の米国で新政権が大規模な財政刺激策を実施するなら、米国のインフレ率は上昇し、FRB の利上げのピッチは速まるとの連想から、ドルは上昇を見せた（ただし、財政刺激策が議会でどのように決定されるのか不透明であること、実際の発動まで時間がかかること等を考慮すると、今年の FRB の利上げ回数は最大 2 回と予想している）。



他方で円の下落は顕著であり、上記の期間に 8.1% もの低下を示した。円より下落したのは、61 通貨中、メキシコ・ペソとトルコ・リラしかない。メキシコはトランプの最大の攻撃対象となっており、トルコでは政情不安が強く心配されている。1月3日までは円はそれらよりも下落していた。

その最大の原因は、日銀が昨年 9 月に導入した「長短金利操作付き量的質的緩和策」と「オーバーシュート型コミットメント」にある。前者は国債や ETF（株式上場投信）を大規模に市場から購入しつつ、マイナス金利政策を -0.1% に、10 年金利を 0% に定めて、イールドカーブ（金利曲線）をコントロールする政策である。後者は、「インフレ率が安定的に 2% を上回るまでマネタリーベースを拡大する」という約束である。

つまり、インフレ率の顕著な上昇が見えてくるまでは、日銀は出口政策に簡単には舵を切らず、粘り強く緩和策を続けていくとの決意が市場に示されている。そうであれば日米の金利差は先行き拡大が予想されるため、円は急落したのである。

その後、1 月中旬にトランプ米新政権幹部からドル高を牽制する発言が現れ、円レートも調整を受けたこともあって、黒田日銀総裁は現在の緩和策を堅持するスタンスを当面続けるだろう。

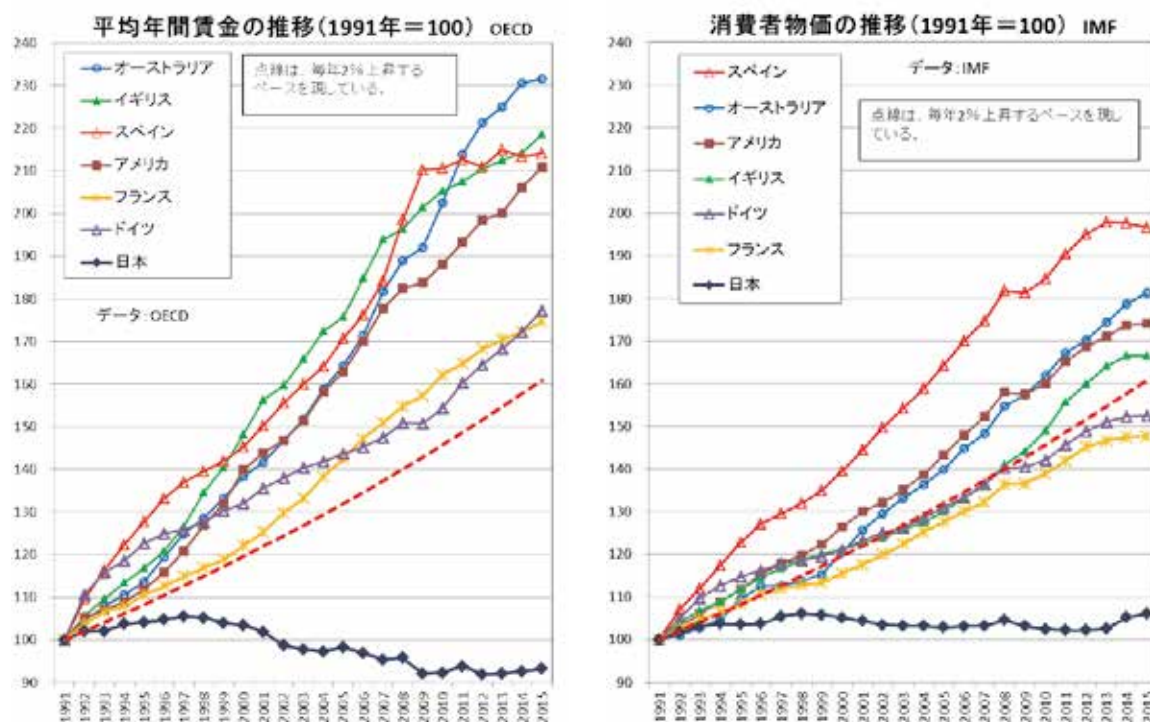
日銀が 2013 年 4 月以降実施してきた量的質的緩和策は、昨年、事実上の八方ふさがりの状況に陥った。

もともと「2年でインフレ率を2%にする」との決意で開始した「短期決戦型」の政策であり、それが成功せず長期化することは当初から想定されていなかった。国債の更なる購入増加は持続性に問題があった。起死回生を狙って2016年1月に導入を決定したマイナス金利政策は、金融業界だけでなく、広く国民からも強い反発を受けたため、深掘りは困難な状況にあった。選択肢が狭まった日銀は7月にETF購入額を増やしたが、弊害を考慮するとこれも事実上限界に来てしまった。

そこで昨年9月に、イールドカーブを前述の状態に維持しつつ、操作目標としてのお金の「量」の役割を曖昧化させて、政策の持続性を狙う政策変更が行われたのである。その発表の際、日銀と財務省は、市場が日銀の緩和策の限界を感じとって為替レートが大幅に円高に振れることを警戒していた。しかしながら幸運なことに、昨年半ば以降、グローバルな製造業の循環が回復傾向を示し始め、中国経済への不安の後退等も相まって、金融市場に「リスク・オン」の傾向が秋ごろから緩やかに現れ始めていた。そこへ幸運なことに11月8日以降の「トランプ・ラリー」という強い「追い風」が加わったため、12月以降の記者会見などでの黒田総裁の表情に笑みがあふれていたのだと考えられる。

トランプの今後の発言には大きな不確実性があるため注意が必要だが、FRBの緩やかな利上げペースとともに円安傾向が続く、原油価格も崩れないならば、日銀が重視しているコアCPI（生鮮食品を除いた消費者物価指数総合）前年比は今年春頃にプラスに転換し、その後、緩やかに上昇していくことが予想される。年末頃には1%程度へ上昇することを日銀は期待しているだろう。とはいえ、日銀が目指している「安定的に2%を上回る状態」の実現はまだまだ見えてこない。

円安や資源価格の影響で瞬間風速として2%に達することがあったとしても、それは「安定的」とはいえない。持続的でしっかりとした賃金上昇が必要となるが、それは一夕一朝に達成できる話ではない。



図表2は左側が主要国の平均賃金、右側が消費者物価の水準を表している（1991年を100）。両方に補助線として点線で毎年2%ずつ上昇していくペースを入れてある。物価が2%以上安定的に上がっていくには、賃金が2%を大きく上回って上がっていくことが必要であることが分かる。

だが、日銀がイールドカーブを現在の位置に維持し続けると、そういった賃金上昇が実現するのだろうか？円安は企業収益を好転させるが、2015年までの円安局面で見られたように、企業経営者は人口減少で消費の市場が縮小していく日本にその利益をあまり投資しない。また、円安による食品や生活必需品の価格上昇は、中低所得層、年金生活者の暮らしに打撃を及ぼし、彼らの他の消費を慎重化させてしまう。

さらに、後程触れるように、現在の日本では超低金利政策の効果が減退している。今の超低金利水準のイールドカーブが経済を活性化させるには、日本の潜在成長率（**図表3**）および自然利子率を引き上げる構造改革を推し進めていく必要がある。

また、安定的な2%のインフレは遠いとはいえ、インフレ率が1%前後まで行ったときの市場のインフレ期待は今よりは上昇しているはずだ。しかも、FRBがバランスシートの正常化を意識して年内に長期国債とMBSへの再投資をテーパリングし始め、ECBが量的緩和策を来年さらに縮小する見込みが高まれば、欧米の長期金利上昇が日本に波及してくる可能性があるだろう。

そういったときは、10年金利を0%近辺に無理に抑えつけるのではなく、誘導目標を市場実勢に合わせて引き上げていくべきと思われる。勿論、その際の市場の期待の誘導は、非常に困難なものになる恐れがある。しかし、今のように海外から「追い風」が吹いているうちに少しでも金融政策を正常化方向にシフトさせないと、ドル円レートが100円を割れそうになるような「逆風」が吹いてきたときに切るべき緩和カードがないという厳しい状況に日銀は直面してしまう（トランプ新米政権は企業の生産拠点を外国に移させない方針を個別に示しているが、そういった政策はドル高阻止が必要になってくる）。

ECBは16年12月の理事会で、資産買入れプログラム（APP）を17年4月から減額すると決定した（800億ユーロから600億ユーロへ）。理事会議事要旨によると、買入れ減額の理由のひとつは、もし経済のダウンサイド・リスクが高まったら買入れ規模を800億ユーロへ戻すことができるというメリットがあるという。

ちなみに、ECBスタッフの12月時点のユーロ圏のインフレ率予想は、2017年1.3%、18年1.5%、19年1.7%である。それに対して日銀の11月時点の日本の予想は、17年1.7%、18年1.9%だ。ECBのイン



フレ予想は日銀よりも低いのに、政策判断は日銀より柔軟といえる。日銀もそういった姿勢を見習うべきではないかと思われる。

日本では昨年1月のマイナス金利政策決定直後に、人々の間で同政策に対する不安が高まった。では、欧州の人々は同政策にどのような反応を見せたのだろうか。昨年数度に渡って出張した際の印象を整理してみよう。

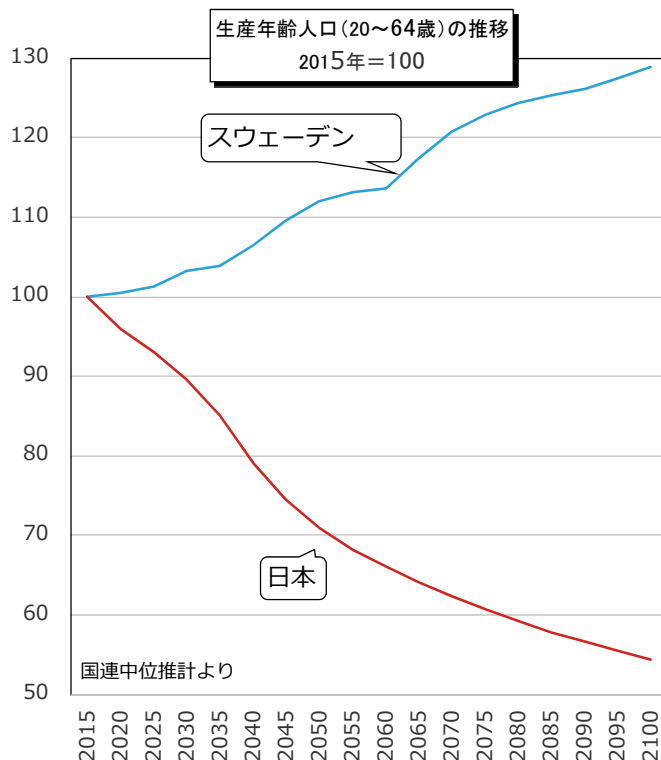
ドイツでもマイナス金利政策の評判は非常に悪い。銀行、保険、年金業界の団体は、同政策を実行している ECB を激烈に批判している。また、(個人預金はほとんどマイナス金利になっていないものの)多くの市民が「貯蓄するとペナルティをかけるという政策は考え方からして無理があるのではないか?」と疑問を呈している。

ベルリンで政府高官に話を聞く機会があった。マイナス金利を含む超低金利政策について個人的見解を尋ねてみたところ、

- ・それによりドイツの年金制度は深刻な状態に直面している。ショイブレ財務大臣は国債発行金利がマイナスになって喜んでいるだろう、と書く新聞があるが、とんでもない。公的年金は連邦政府の歳出の3分の1を占めており、税金による補填を増やす必要が高まれば大きな政治問題となる。
- ・ドイツでは多くの普通の人々が、老後の生活のための蓄えとして、公的年金の他に保険を購入している。しかしその利回りが期待できなくなってしまう、人々は困っている。かといって、保険を解約して資金を引き出しても、他の金融商品の利回りも低く、持って行き場がない。これは非常に大きな問題だ。
- ・運用資産がさほど大きくない一般の人は、多様な運用手段をとることができない。中低所得層がマイナス金利政策の打撃を最も受けている。
- ・ドイツ経済は好調であり、財政は黒字で、超低金利政策を行う必要性は全くない。高齢化が進んでいるドイツでは、金利を上げる方が景気はより上向くのではないか。ECB が超低金利政策をやっている理由は明快である。南欧の改革が進まないからだ。

一方、スウェーデンとデンマークでは異なるニュアンスの話が聞かれた。ご承知のように両国では手厚い社会保障政策が実施されている。このため、大多数の国民は、失業、病気、リタイヤによって先行きの生活資金が不足するかもしれないという将来不安を抱いていない。スウェーデンでは現役世代の人がもし給料3ヶ月分の貯金を持っていれば、「貯蓄に熱心な人」と見られるという。そういった国々では、マイナス金利政策の影響で預金金利がほとんどゼロ%になっても、年金生活者が日本のように強い不安を感じることはない(預金金利の低下に不満は感じているようだが)。

また、両国は人口に対する若い世代の比率が日本に比べ大幅に高い。このため、マイナス金利政策で銀行の貸出金利がある程度低下すると、将来不安をあまり感じていない人が多いこともあって、家計が素直に借金を膨らませて、住宅や耐久消費財の購入を拡大する傾向が見られる。



スウェーデンでは、人口増加の影響もあって空前の住宅建設ブームが起きており、住宅価格も近年は欧州一の高騰を見せている（米格付け機関ムーディーズが2016年春に同国の家計の債務の急膨張を不安視するレポートを発表するほどの状況になっている）。空家の問題が全国で深刻な問題になっている我が国とは実に好対照なのである。

このように、国民が将来不安をあまり抱いておらず、かつ高齢化の進行が遅く、人口が増加している国においては、マイナス金利政策は全体として消費者マインドに悪影響は及ぼしていない（ただし、同政策によって国債の利回りが低下した状態が長期化すると、それらの国の社会保障制度の維持に懸念が生じる恐れはある）。

裏返していうと、国民の将来不安が非常に強く、世界最速で生産年齢人口が顕著に減少し（図表4）、高齢者比率も世界一高い我が国は、マイナス金利政策を実は世界で最も導入してはいけない国だったのではないかと考えられる。

一般的には、中央銀行が金利を引き下げることの最大の経済刺激効果は、「将来の需要の前借り」だと考えられる。例えば、金利が低下すれば、頭金を以前ほど積み立てなくとも住宅ローンを組むことができる。以前の金利水準だったら消費や投資を行えなかった人が、金利低下でそれを今行えるようになる。

しかし、超低金利の長期化によって日本では「需要の前借り」は既に相当進んでしまっている。しかも日本の生産年齢人口は世界最速で減少している。現役世代が顕著に減少していけば、「前借り」したい将来の需要は先細りしている。このため、超低金利政策の「前借り効果」は今の日本では以前ほど現れ難くなっている。

しかも高齢化した社会では、借金をする現役世代が減り、貯蓄に依存する人が増えるため、その点からも超低金利の効能が低下し易い。

その上、人々が将来不安を強く感じていると、低利の住宅ローンに借り換えて毎月の利払い費を減らしたとしても、その浮いた額は消費に向いにくい。

企業の設備投資も金利低下に反応しづらくなっている。日銀が2016年4月末に発表した「展望レポート」に、実質金利ギャップ（実質金利が均衡実質金利を下回っている幅）と設備投資の関係を表したグラフが載っている。従来は金利が低下してそのギャップが拡大すると設備投資が活発する傾向が見られ

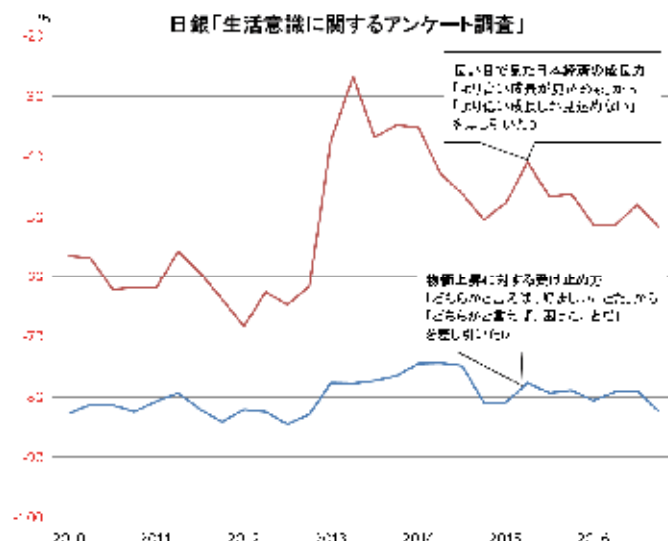
た。しかし、最近はその関係が崩れてきている。特に大企業の金利に対する反応が鈍くなっている。実際、日本中どこに行っても企業経営者に聞けば、「金利が下がれば設備投資を増やすなんてことはない」といった話が聞かれる。

こうしてみると、日本においては、金融緩和策に過度に依存するのではなく、人々が抱えている将来不安を和らげ、かつ期待成長率を高めていくような構造改革を地道に推し進めていく必要があるといえる。それがないまま「インフレ率が2%を安定的に超えるまで緩和策を実施していく」と日銀が宣言しても、人々はポジティブな印象を抱くことができない。

日銀が実施している「生活意識に関するアンケート調査」（約4000人に調査）に、「長い目で見た日本経済の成長力」についての質問がある（図表5）。「より高い成長が見込める」と思う人から「より低い成長しか見込めない」と思う人を差し引いたDIは、深いマイナス圏で推移している。アベノミクス開始直後の2013年3月はマイナス23.7まで上昇したが、その後は低下トレンドが止まらず、直近の2016年12月はマイナス51.7である。

また「物価上昇をどう思うか？」との質問に対して2016年12月の回答は、「どちらかと言えば、好ましいことだ」が2.4%、「どちらかと言えば、困ったことだ」が84.8%だった。前者から後者を差し引いたDIはマイナス82.4%だ。

将来の日本経済に悲観的な人が多いということは、自分の所得が増えていくイメージを持ってない人が多く、それゆえ物価上昇を歓迎できない国民が圧倒的となっているのだろう。デフレ脱却を掲げて日銀が異次元緩和策を開始してまもなく4年が経過する。しかし、その政策の趣旨に共感できる人は依然として増えていないという現実に向ける必要があるだろう。



2016 年の債券市場回顧と 2017 年の展望

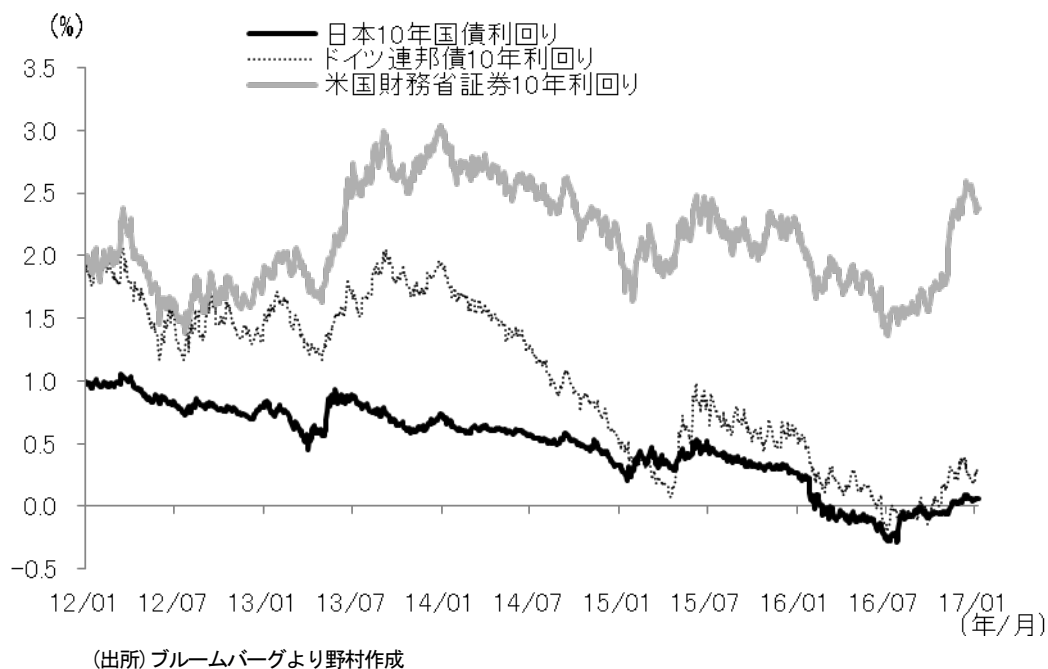
野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓

【転機を迎えた低利回り環境】

2016 年は、世界の債券利回り環境が激変する年となった。7 月にかけては、主要国の国債利回りが、長期の年限に至るまで次々にマイナス圏に沈んでいく、異例の展開が観察された。一方、年後半、とりわけ 10 月以降は、一転して長期債利回りの上昇基調が目立ちはじめた。11 月 8 日の大統領選においてドナルド・トランプ氏が勝利するとその傾向は一段と加速した。

本レポートでは、2016 年にみられた世界の長期債利回り反転の背景を振り返りながら、本年 2017 年の債券市場動向を占ってみたい。

図表 1 日米独 10 年国債利回りの推移



【金融政策限界論の台頭】

前述のような世界の長期債利回り反転の一因は、金融政策に対する市場の認識・期待の大きな変化であったと考えられる。

長期化する低成長、低インフレからの脱却をめざし、先進地域の中央銀行はさまざまな「非伝統的」手法を駆使して大胆な金融緩和を繰り返してきた。しかし、異例の手段を用いた大胆な金融緩和を続けても、低成長、低インフレからの脱却が実現できない状態が長期化した。一方では大胆な金融緩和に用いているマイナス金利や資産買入れなどの限界が意識されるようになってきた。

こうした中から、マイナス金利政策や国債を含む資産の大量買入れなどの非伝統的手段を限界まで活用するのではなく、より持続性の高い金融緩和の枠組みとは何か、が模索されるようになってきた。

2016年8月25-27日に開催された米カンザスシティ連銀主催の経済政策シンポジウム（いわゆるジャクソンホール会議）の議題が「将来に向けて頑健性ある金融政策の枠組みをデザインする（Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the future）」であったことは、その象徴でもある。

こうした議論の流れの中で実施されたのが、9月の日本銀行金融政策決定会合における「総括的な検証」であったと考えられる。

日銀は、公式には、総括的な検証により2%の物価安定目標達成に至らなかった原因を客観的に分析した上で、目標をできるだけ早期に実現する上で最適と考え得る枠組みへ政策を修正したとしている。

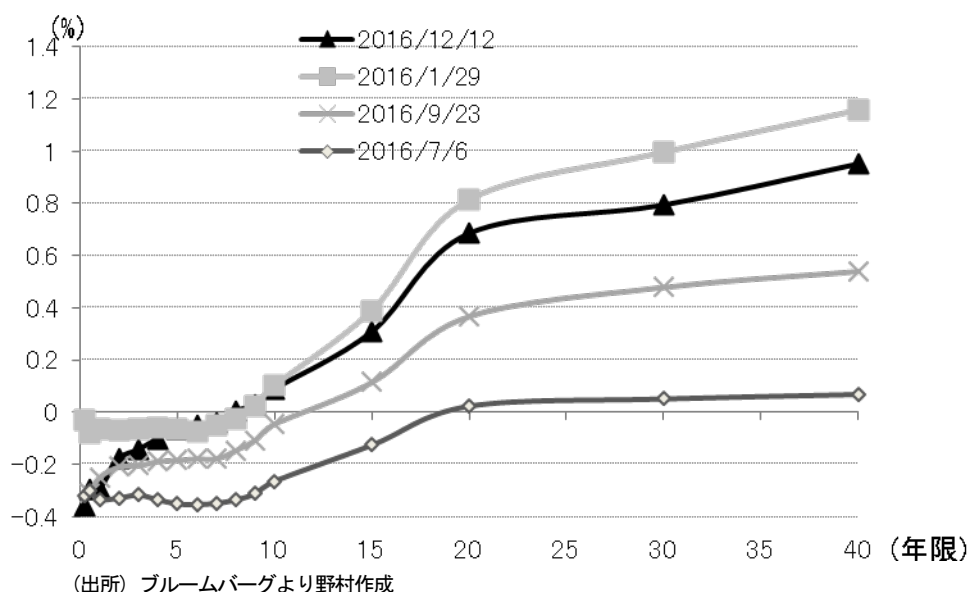
しかし、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和（以下 YCC 政策とする）」の導入には、国債の大量買入れ、マイナス金利深掘りの両面において、政策対応余地が限られていることを考慮した上で、政策の持続性を高める意図があったという点で、日銀が従来の大胆な金融緩和策の限界を暗に自認しはじめたと解釈するのが自然であろう。政策の持続性を高める方策の一つが、政策目標を長短金利に切り替えることで、年間約80兆円程度という国債買入れの「量」の制約を緩めることにあったと解釈される。ここから、YCC政策の暗黙の狙いは、国債購入量の減額にあるとの見方も生じている。

日銀による政策枠組みの変更は、マイナス金利政策と資産購入政策を組み合わせている ECB（欧州中央銀行）においても、事実上のテーパリング（資産購入量の減額）が行われるのではないかと観測を生んだ。果たして16年12月8日の政策決定理事会において、ECBは、月間資産購入量を月額800億ユーロから600億ユーロに減額する決定を行った。一方で、資産購入の継続期間を延長しており、緩和の縮小やテーパリングには当たらないとするのが ECB の公式見解である。ただ、追加的な金融緩和手段の限界を意識して政策の枠組みを修正したという点においては、日銀のそれとの共通点が見いだせるだろう。

こうした中央銀行の限界・退潮は、市場金利体系に強い影響を与えたと考えらるべきであろう。従来は、資産購入量拡大、マイナス金利引き下げが実施される余地はまだ大きく、一方で、こうした思い切った金融緩和策にもかかわらずインフレ率が各中央銀行の目標値に到達するまでの時間軸が極めて長いとの見方から、満期の長い国債等の債券利回りが次々にマイナス圏に沈んでいく流れが生み出された。しかし、中央銀行が一定の限界を悟り、大胆な金融緩和策の修正を図りはじめると、大胆な緩和策の際限なき長期化を前提とした金利形成は修正を迫られることになる。

「永遠の大規模緩和」を織り込んだ超低利回り環境は、終焉を迎えたと考えられる。

図表 2 日銀「総括的な検証」前後の日本国債利回り曲線推移

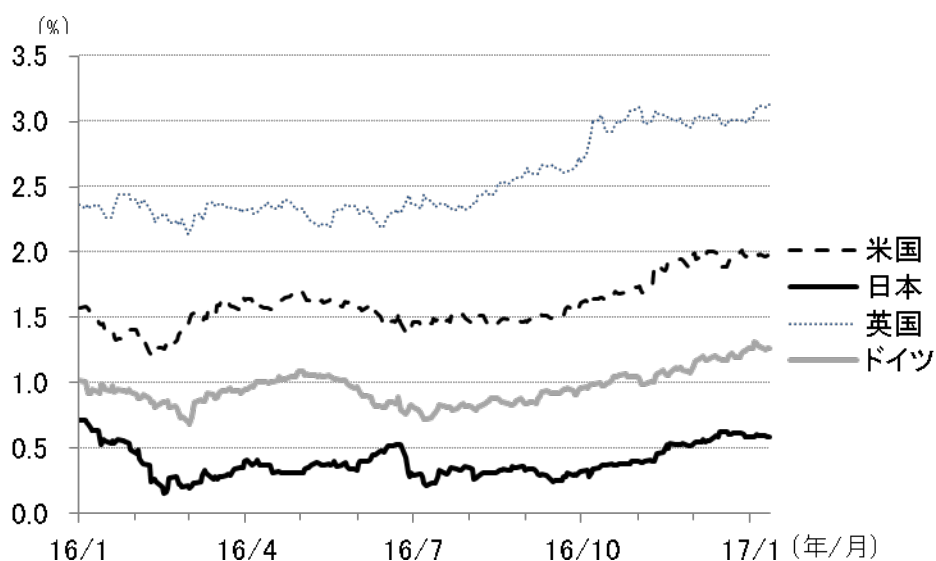


【トランプ効果】

大規模金融緩和が永遠のものではないとの思惑の変化から生じた世界的債券利回りの反転に拍車をかけたのが、ドナルド・トランプ氏の米大統領選勝利であった。同氏の唱える大規模減税、インフラ投資拡大を軸とした拡張的な財政政策は、米国経済の成長加速と同時に、インフレの加速にも繋がると思惑を高めている。また、財政拡大に象徴されるトランプ政策は、他の先進地域においても従来に比べて財政拡大に向けた機運を高めるとの期待も生じている。

米大統領選以降、米国のみならず多くの先進国において、国債市場が織り込む期待インフレ率が押し上がっているのは、こうした思惑を反映したものであると考えることが可能であろう。

図表 3 10年期待インフレ率(BEI)の推移



(注) BEI=ブレイクイーブンインフレ率(固定利付債利回り-インフレ連動債利回り)
(出所) ブルームバーグより野村作成

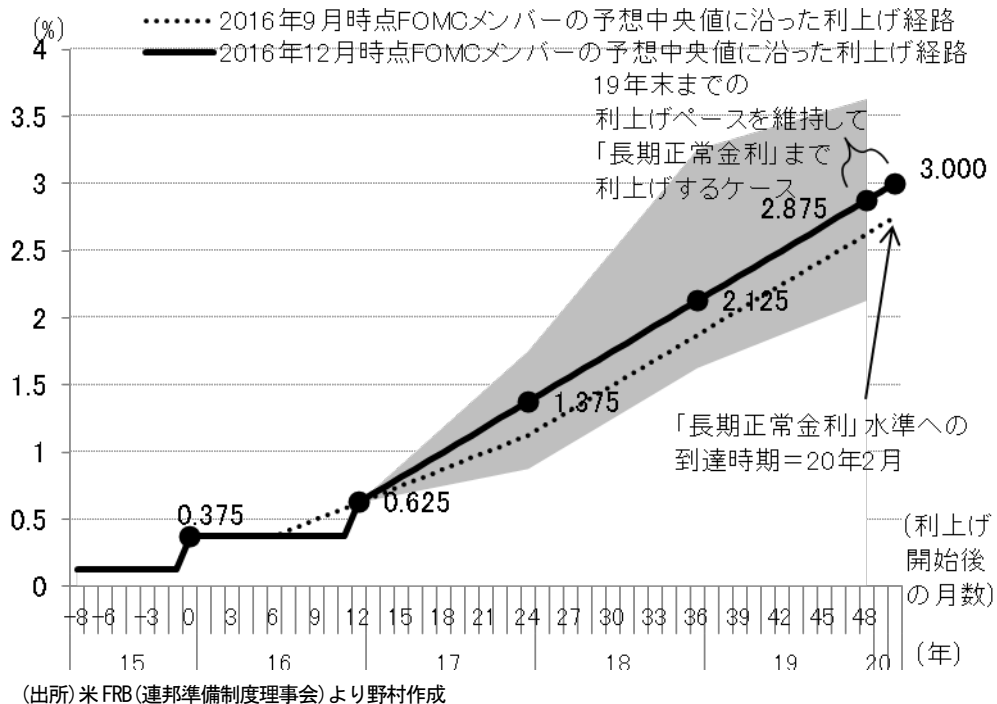
【米 FRB（連邦準備制度理事会）利上げ加速の可能性】

2016 年 12 月の FOMC（連邦公開市場委員会）において、米 FRB（連邦準備制度理事会）は 1 年ぶりに FF（フェデラルファンド）レート誘導目標を 25 ベーシス引き上げる利上げを決定した。雇用統計を代表とする足元の景気・雇用指標が堅調に推移しており、FRB 高官の事前の発言においても 12 月利上げの確度が高いことは十分に想定可能であったことから、利上げ再開自体にサプライズはなかった。

しかし、同時に公表された通称ドッツ（FOMC メンバーの先行き政策金利見通し）において、2017 年の利上げ回数見通しが中央値ベースで 9 月 FOMC での 2 回から 3 回に引き上げられたことは、市場の一部ではやや驚きをもって受け止められた。

トランプ次期大統領の政策がインフレ的であるだけでなく、それを踏まえて米国金融政策が従来に比ベタカ派色を強めていくことになれば、米財務省証券の長期・超長期ゾーンにおける利回りが押し上げられるのは必然的な動きとも言える。米財務省証券 10 年債利回りは、12 月 FOMC に前後して 2.5% を上回る水準へと上昇した。

図表 4 米 FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーの政策金利見通し



【トランプ政策はインフレ的なのか？】

しかし、トランプ次期米政権の経済政策が本当にインフレ的であるのかについては、以下の2点から懐疑的にみる必要があると考える。

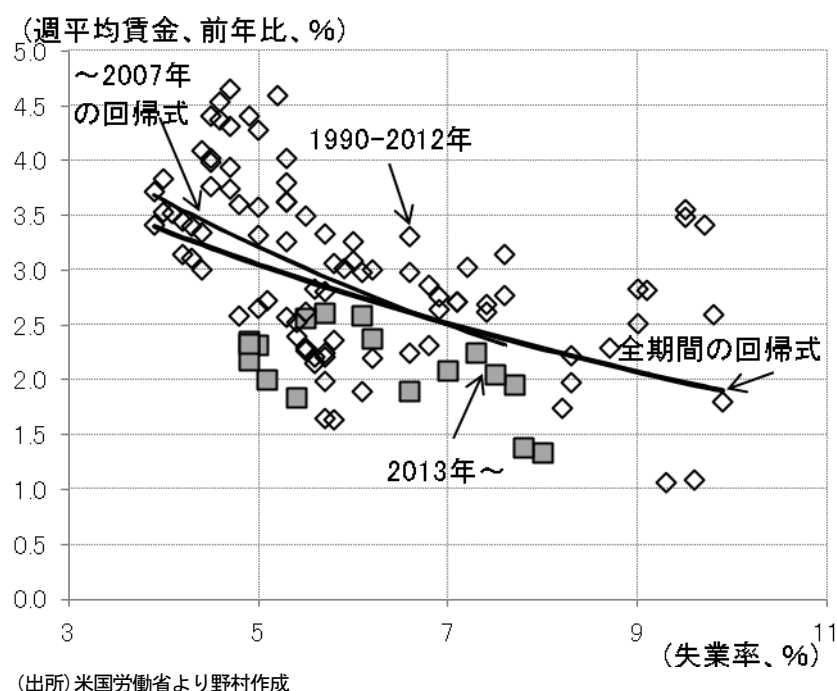
第一に、実体経済、労働市場両面において需給逼迫感が生じている下での財政需要拡大は、既に市場において生じはじめているような金利上昇と米ドル高を通じて、比較的短期に需要押し下げ効果を及ぼしはじめるリスクがある。これは経済学が教える、典型的なクラウディングアウト効果である。仮に、金利上昇や米ドル高のクラウディングアウト効果によって、早期に経済成長が抑制されはじめれば、今度はそれを織り込んで長期債利回りは低下に向かうことすらあり得る。

第二に、トランプ政策が労働需給逼迫が進む下でもこれまで必ずしも実現してこなかった米国経済における賃金上昇率の加速をもたらすかどうか、という点にも疑問が残る。

トランプ政策の特徴は、積極財政だけではなく保護主義的な通商政策や移民排斥など「内向き」指向にもある。こうした政策を通じ、米国への製造業及びその雇用の回帰が進むと同時に、移民流入制限などの施策がとられることで労働供給に制約が生まれれば、確かに米国の賃金上昇率は顕著に加速する可能性もありえよう。

しかし、トランプ政権及びその経済政策が、これまでグローバル化やIT(情報通信)・デジタル化によって進んできた労働市場の構造変化を抜本的に覆すものになると考えるのは困難であろう。従来、米国をはじめとする先進国が誇ってきた製造業における良質かつ高待遇な雇用機会が、新興国における低コストの雇用、IT・デジタル化によって生み出される労働節約的な技術によって置き換えられる流れは、不可逆的であろう。トランプ政権の下、仮に財政需要の追加等によって労働市場の需給逼迫が一段と進んだとしても、賃金上昇率の顕著な加速を伴いながらインフレ率が押し上げられてくるとは必ずしも言えないのではないだろうか。

図表 5 米国の賃金版フィリップス曲線



【トランプ政策は潜在成長率・中立金利を引き上げるか？】

トランプ次期政権の下で想定されている財政拡大策は、短期的には需要と経済成長を押し上げるものであることは間違いない。しかし、2016年後半以降、さらには米大統領選以降の金利上昇傾向が持続的なものになるためには、トランプ次期政権の政策によって米国の潜在成長率が相応に押し上げられるとの確証を市場が持つ必要があろう。長期金利の均衡水準は、中長期的な経済全体の潜在成長率と基調的なインフレ率の和に一致すると考えられるためである。

米国の潜在成長率の低下やその原因でもある基調的な労働生産性の低下については、さまざまな議論がある。最大公約数的に言えば、1) 高齢化を中心とする人口動態の変化、2) 経済全体や需要の成熟を超越するような爆発的需要を生む技術革新の不在、3) 新興国の高成長局面の終焉、などによって、先進地域全体において、家計や企業が自地域内での需要の中長期的な成長に対する期待を低下させていることが原因であると考えられる。

トランプ次期米大統領の経済政策は、例えば、インフラ投資拡大によって老朽化したインフラが改善することを通じた生産性の向上に資する面がある。財政支出拡大を通じた需要押し上げによって企業の成長期待が回復する効果も皆無とは言えないだろう。しかし、保護主義的な通商政策を通じて新興国の成長期待をさらに押し下げたり、米国からみて新興国の成長機会を取り入れる余地を狭めたりする恐れもある。移民排斥的な国境管理政策を採用すれば、移民による労働力押し上げという重要な潜在成長率の下支え要因を失うことにもなりかねない。現時点でトランプ次期政権の政策の内容には不確実性が伴うものの、米国の潜在成長率を明確に押し上げる効果をもたらすと確実に言えるものではないだろう。

【トランプ次期米政権下でのブラックスワン】

トランプ政権の政策如何にかかわらず、現下の金利上昇傾向を反転させようの要因もある。

トランプ氏当選の有力な原動力となった保護主義的主張に対する政治的な支持の広がり、米国のみならず、欧州においても広がりを見せている。保護主義の潮流が世界的に一段と強まった場合、貿易量

の縮小を通じて実体経済の減速要因となりうる。また、資本移動量を抑制することにより、あたかも、金融市場が常にリスク回避的な状態に置かれているのと同等の環境を生じさせるリスクもある。こうした環境の下では、リスク資産よりも安全資産としての先進地域の国債が選好されやすい傾向が生じ、金利水準を抑制する方向に作用することになる。

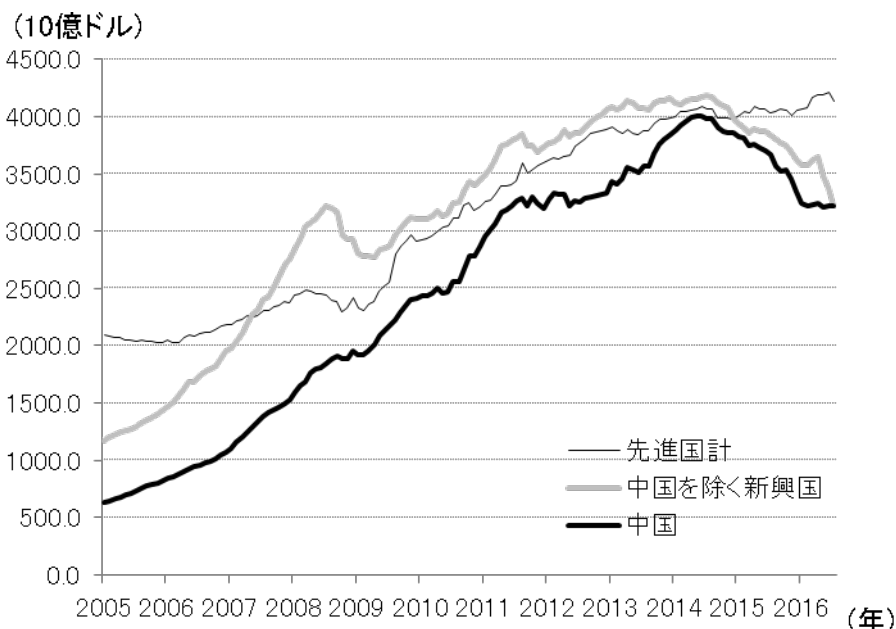
トランプ次期政権下での政策期待を背景に生じている、米金利上昇と米ドル高そのものも、金利抑制・反転の契機の一つとなりうる。2015年8月のいわゆる人民元ショックや2013年5月のバーナンキショックなど、グローバル金融市場の混乱の原因となった新興国からの資金流出はまだ続いている。米大統領選以降の米ドル高の裏返しである新興国通貨の下落や、米金利上昇はそれに拍車をかけている可能性もある。

中国をはじめとする新興国の企業が、2000年代初頭の高成長時代に、活発に設備投資や不動産投資を行い、その裏側でドルを中心とする外貨の債務が積み上がった可能性も指摘されている。金利上昇やドル高は、同時期に累積した外貨建て債務の履行にも不安を生み、新興国発の金融危機のタネをまいているとも考えられる。

【長期債利回りの上昇は持続性なき水準修正に終わる公算】

2016年11月の米大統領選以降の金利上昇を受け、これまで続いてきた世界的な長期債利回りの低下局面は終焉を迎え、明確な金利反転局面を迎えたとの議論が活発化している。しかし、上述のような見方を踏まえると、一部先進地域中央銀行による「永遠の大規模緩和」を前提とした超低利回りが正当化できなくなったとの議論は可能であっても、長期債利回りが全般に反転上昇に向かいはじめていると論ずるのは時期尚早であろう。

図表 6 外貨準備(除く金)の推移



(出所) IMF (国際通貨基金) より野村作成

労働市場の国際比較～働き方改革は進展するか

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

安倍首相は新年祝賀会で「今年は働き方改革の断行の年」と挨拶し、長時間労働の是正に向けた取り組みや正社員と非正社員の待遇差の改善に積極的に取り組む考えを示した。昨年6月に閣議決定された「ニッポン一億総活躍プラン」の柱となる働き方改革においては、既に①同一労働同一賃金の実現、②長時間労働是正、③高齢者の就業促進が示されており、9月には「働き方改革実現会議」がスタートした。どのような具体的な施策が公表されていくのかが注目されている。本稿では近年の海外での労働市場改革と我が国の現状を概観し、働き方改革への課題を考察する。

1. 世界の労働市場改革

資本主義の類型には諸々あるが、賃労働関係に言及したボワイエの4類型によると、アメリカは市場原理主義で低福祉、解雇や賃金の流動性が高い特徴を持つ。一方欧州は政府が介入し規制の強い欧州大陸と、高福祉で社会的パートナー間の交渉が基軸となる北欧とに分類できる（図表1）。

（図表1）ボワイエによる資本主義の4類型

類型	代表国	調整様式の特徴	賃労働関係
市場主導型	アメリカ	精緻な法的装置の支配下での大幅に市場的な調整	賃金交渉の大幅な分権化、報酬の個別化、労働市場の分断
メゾ・コーポラティズム型（企業主導型）	日本	大企業によるメゾ経済レベルでの調節、市場や国家は二次的	大企業内の賃金妥協、他方で賃金上昇の同期化
公共的／欧州統合型（国家主導型）	フランス・ドイツ イタリア・オランダ	マクロ経済的調節の中心は国家、市場や企業は国家のゲームのルールに従う	雇用・労働時間・賃金・社会保障の規則に関する制度化の傾向
社会民主主義型（団体主導型）	北欧諸国	制度諸形態の核心には三者（政労使）の交渉がある	中短期的競争力という制約化で、団体交渉の集権化という伝統

出所）山田鋭夫（2007）「資本主義経済における多様性」比較経済研究vol.44,No.1 P25表4より作成

ここで欧州の社会政策についてみると、アムステルダム条約からリスボン条約を経て、2000年のリスボン戦略で持続可能社会・完全雇用・社会的結束を目標とする「欧州社会モデル」を掲げるに至った。欧州債務危機により一旦は挫折を経験するものの、2010年の「欧州2020」では、生産年齢人口の雇用率を75%に引き上げることと、少なくとも2000万人の貧困と社会的排除を削減することも目標とした。

こうした流れの中、「フレキシキュリティ」が注目された。これはもともとオランダの労働法制改革のなかに盛り込まれた造語であり¹、急速に進行する雇用の柔軟化・流動化に対して、派遣労働者やパートタイム労働者をいかに保障するかを意図するものであった。それが2000年代に入り、政策が奏功したデンマークがEUの雇用政策のモデルとして取り上げられた。フレキシキュリティは2007年にはEUの共通の政策目標に掲げられ、「欧州2020」においても、「フレキシキュリティの第二局面」が宣言された。

なお、欧米ではJob Description（仕事内容や責任範囲を記載した文書）に基づく雇用が一般的であり、

¹ 1999年「柔軟性と保障」法に記載されたフレキシビリティ（柔軟性）とセキュリティ（保障・安定性）を結合させた造語。政策理念は労働市場の柔軟性（解雇規制の緩和、多様な雇用形態の導入）と労働者の所得・雇用の保障は相互促進的でありうるということ。

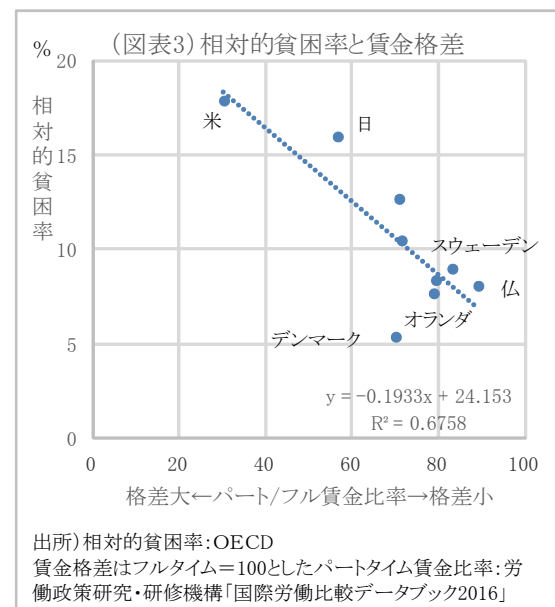
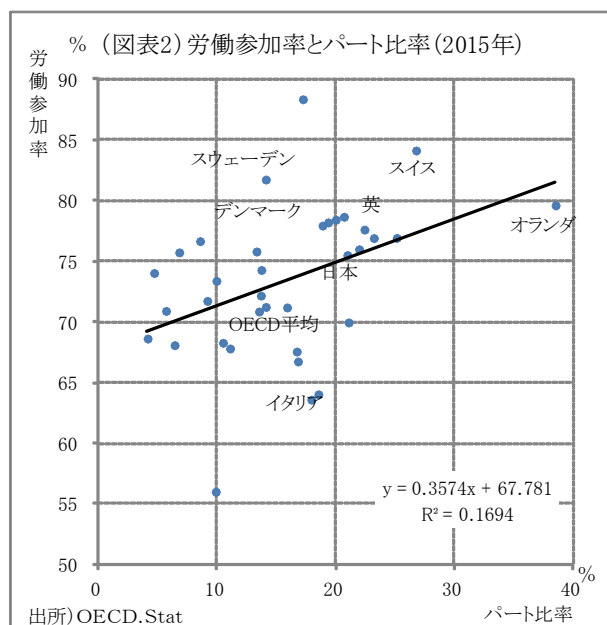
職種職務により給与が決まる仕組みである。そのため再就職や転職がしやすく、ワークシェアリングの仕組みも取り入れられやすいといえる。一方、日本では新卒採用が一般的で長期雇用を前提とした人事・教育が行われる。多様な部署や業務を経験する総合的な職務となることが多く、責任範囲が不明瞭となるために長時間労働になりやすいといわれている。

(1) オランダ

70年代までは、オランダでも、日本と同様に伝統的な男女の役割分担が一般的であった。「オランダ病」と呼ばれた厳しい経済状況から脱却するため、1980年代以降労働市場改革が進んだ。具体的には、1982年に賃金の抑制・労働時間の短縮・雇用確保・減税及び社会保障・雇用改革に取り組むことについて、政労使の三者による政策合意（ワッセナー合意）が締結された。さらに1996年の労働時間差別禁止法・労働時間法²、1999年の「柔軟性と保障」法・労働時間調整法によりパートタイムとフルタイムの均等待遇が整備され、働く時間を選択する自由度が高まっていった。

その結果、短い勤務時間でも十分な所得を得ることが可能となり、雇用を分け合うワークシェアリングが定着した。特に女性はパートタイムや在宅勤務を選択することで、家庭と仕事の両立を図れるようになった。

パートタイム労働者の割合が高く、労働参加率が高い（図表2）特徴があり、パートタイムとフルタイムの賃金格差が小さいため相対的貧困率が低い（図表3）ことが確認できる。労働時間の短縮と均等待遇の施策が奏功していると考えられる。



(2) 北欧

1994年の労働市場改革以降、フレキシキュリティが実施されている。デンマーク型フレキシキュリティの特徴は、「ゴールデン・トライアングル」と形容されるように、柔軟な労働市場（低水準の雇用保護）、

² 労働時間の違いによる差別の禁止が法律によって定められ、パートタイム労働者は原則として正規雇用労働者とみなされるようになった。

包括的な社会保障制度（高水準の所得保障）、そして積極的な雇用政策（失業給付に伴う職業訓練と教育・活性化プログラム）という三要素の相関関係によって説明されてきた。

経済的理由による解雇ができ解雇手当は低いものの、アクティベーションと呼ばれる就労支援³により再就職がしやすい環境にある。手厚い社会保障に支えられているが、失業期間を短縮化するため、失業手当の受給条件は厳しくなっている。また、賃金水準は相対的に高く、労使交渉により非正規雇用者も正規と同じ待遇が確保されている。

また、スウェーデンには、労働政策の背景にある基本的な考え方として、人々は可能な限り就労し、納税して社会福祉国家を支える、という就労原則がある。こうした就労原則に基づき、同国の年金給付や失業手当などは、就労して多く収入を得ることに対するインセンティブを高める制度設計となっているほか、失業者に対して、労働市場への復帰を支援する積極的労働市場政策を実施することで、高い労働参加率となっている（図表2）。

(3) ドイツ

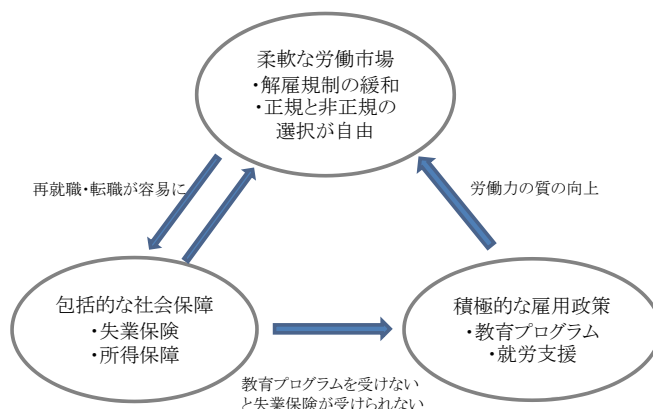
日本とドイツは、急速に進む高齢化社会による構造の変化・潜在成長率の低下という課題に共に直面しており、ともに製造業に重きを置くという点でも共通項がある。

ドイツの構造改革の事例として、「インダストリー 4.0」⁴や職業訓練改革（「教育 4.0」）、大学・企業間協力と労働市場改革（「労働 4.0」）といった取り組みが挙げられる。なかでも「人々の働き方」に関心が集まっており、連邦労働社会省（BMAS）は「労働 4.0」の中でデジタル化時代における労働上の課題を検討しているところである。

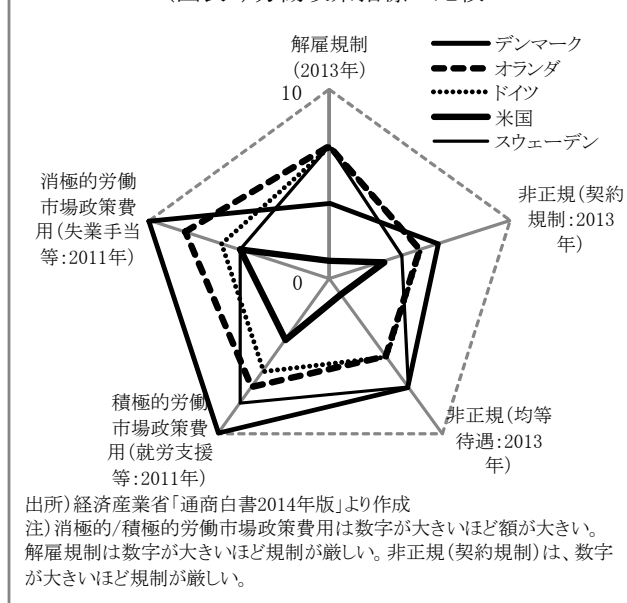
改革後、低賃金の派遣労働やパートタイムの割合が上昇した結果、所得格差が拡大したと指摘されたことで、2013年12月に発足した第三次メルケル政権は、所得格差は正策の一環として、全国一律の最低賃金制度（時給 8.5 ユーロ）の導入を決定し、2015年1月より適用された。

解雇を伴うデンマーク型の労働市場調整ではなく、短時間労働と労働時間口座を利用した労

（図表4）ゴールデン・トライアングルの概念図



（図表5）労働政策指標の比較



³ 労働市場へ参加するためのカウンセリング・教育・職業訓練を重視し、訓練期間中の所得保障もされる。

⁴ 2011年、ドイツ政府は、IoTを駆使した「スマート工場」の実現を中心とした産業強化策「Industrie 4.0（第4次産業革命）」を開始した。

働時間の短縮により雇用を維持し、短縮された時間を職業訓練に充てる仕組みが注目されている。労働時間口座とは、残業時間を銀行口座のように貯めておき、後日休暇などで相殺することができ、労働者全体の6割に普及しているといわれている。不況時には、口座に積み立てられた時間残高を消化して短時間労働が行われ、その時間に実施される職業訓練に対しては政府から補助金が支給される制度もある。

(4) フランス

EUのフレキシキュリティ導入にあわせて、フランスでも2008年の「労働市場の現代化」法によりフランス型フレキシキュリティ実現への一歩が踏み出された。具体的には、①無期限雇用契約の一般化、②有期雇用契約の範囲の明確化、③労使合意による契約の解消の導入であった。さらに、2016年8月には労働法の改正案⁵が成立した。フランスは労働者保護の規制が強いために企業活動が活性化しないとの指摘があり、政府は、国内企業の生産性を高めるには硬直的な労働規制を見直す必要があると判断した。職業訓練や若者支援に力を入れて雇用への悪影響を抑えながら、企業が活動しやすいよう解雇規制の緩和や、現行の原則35時間までの週間労働時間を労使合意により46時間まで延長できるようにした。経済的理由からの解雇の定義を明確化し、経営悪化による解雇の条件を提示した。これは、2016年12月から適用となった。

2. 我が国の労働市場を取り巻く環境と課題

ここで雇用形態の分類について整理しておく。①フルタイムで無期契約である正社員、②パートタイムで無期契約の短時間正社員、③フルタイムで有期契約の契約・派遣社員、④パートタイムで有期契約のパート・アルバイトに分かれる（図表6）。我が国の雇用形態では①③④が一般的で、②は育児・介護短時間勤務制度の一時利用を除くと事例は稀であり、厚生労働省では導入支援を行っているところである。

（図表6）雇用形態の分類

契約期間 労働時間	雇用形態	
	無期	有期
フルタイム	①典型雇用（正社員）	③非典型雇用（契約・派遣）
パートタイム	②非典型雇用（短時間正社員）	④非典型雇用（パート・アルバイト）

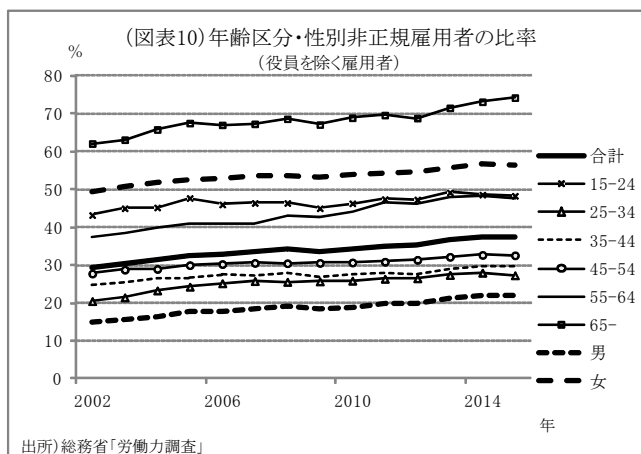
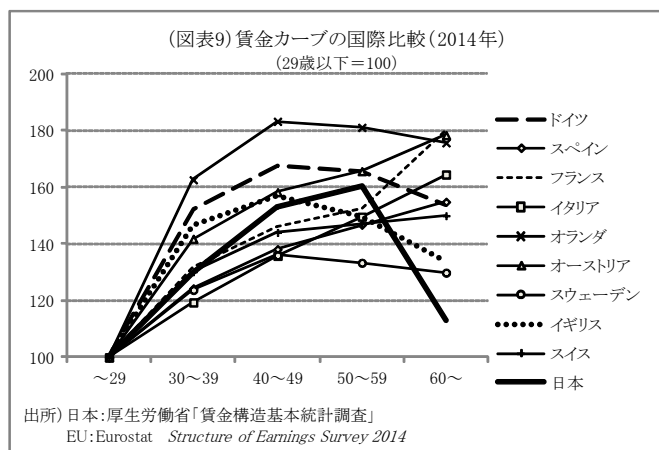
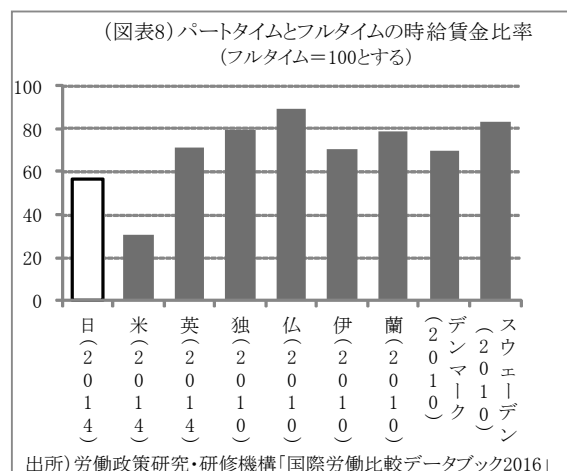
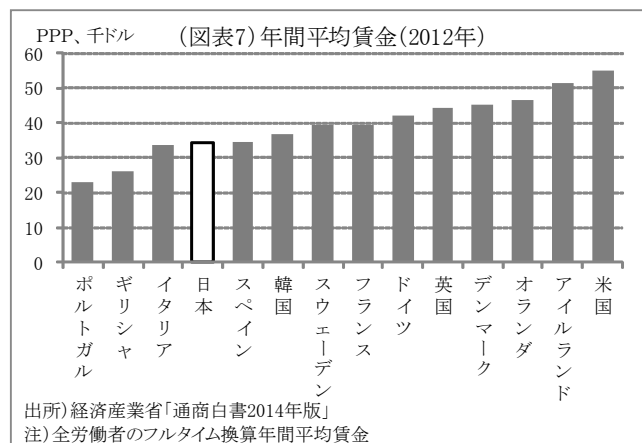
(1) 賃金格差 - 同一労働同一賃金の実現

フルタイムの平均賃金は諸外国に比べて低い水準にあり（図表7）、さらにパートタイムの賃金水準はフルタイムの6割弱と欧州諸国を下回る（図表8）水準にある。日本では男性労働者の多いフルタイム労働者の賃金カーブの年功傾向が欧州より強い（図表9）ため、格差の拡大要因になっているとみられる。

さらに非正規雇用⁶の割合が4割程度まで増加傾向にある（図表10）ことは格差の広がりを意味しており、相対的貧困率が上昇する一因となっている。

諸外国並みに賃金比率を高めようとすれば、総人件費を増やせない環境の下ではフルタイムの賃金上昇を抑える方向で調整せざるを得ず、賃金カーブは下方シフトする懸念がある。

⁵「労働、労使対話の改善及び職業経歴の保障に関する法律第2016-1088号」が制定された。通称「労働改革法（loi Travail）」、あるいは労働大臣の名を冠し「エル・コムリ法（loi El Khomri）」と呼ばれる。

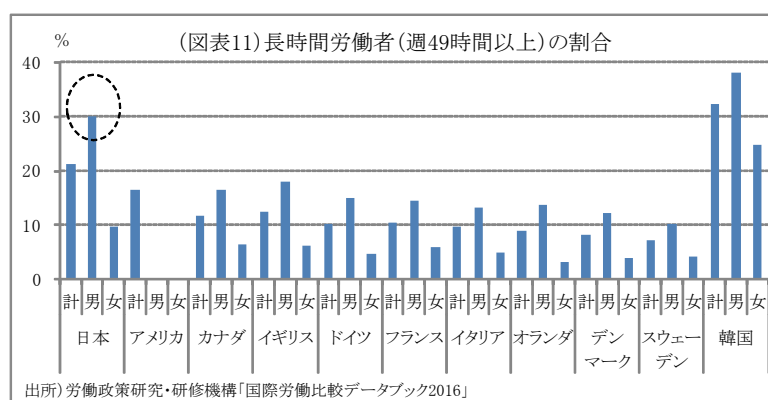


(2) ワークライフバランス - 長時間労働の是正

日本の男性の労働時間は週 49 時間以上働く人が 3 割と、欧州諸国よりも長時間労働の割合が高い (図表 11)。

我が国では、育児や介護のための短時間労働が認められているが、全労働者を対象に実施している企業は僅かである。また、労働時間の短いパートを選択した場合には、補助的労働者となり賃金・昇進面での待遇が正社員に比べて劣ることになる。

労働時間を短縮しても仕事量は変わらなければ労働者に負担が増える一方、残業代の縮小により時間外労働を含めた所得は減少することとなる。



⁶ 総務省「労働力調査」における正規は図表6の①、非正規は③・④が該当し、国際比較でのフルタイム / パートタイムの切り分けではないことに留意が必要である。

(3) 高齢者の就労促進 - 年功序列・定年制度の是正

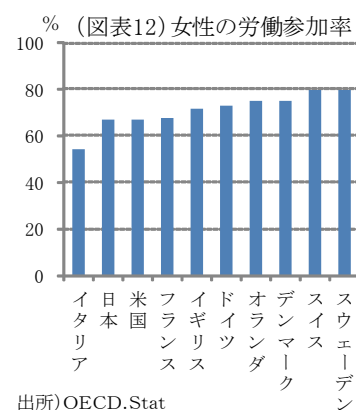
日本固有の年功序列・定年制は賃金カーブに表れている（図表9）。30～50代にかけて年々賃金水準は上がるが、定年後に再雇用される賃金水準は20代程度に急激に下がる。長寿大国でリタイア後に過ごす時間は年々延びる傾向にあり、年金額が縮小されるなか、十分な貯蓄をもたずに長生きしてしまうリスクも指摘されている。

同様に高齢化が深刻となる欧州においては、高齢者の就業を促進する方向に政策転換している。「欧州2020」の中でアクティブエイジング分野に資金援助し、シニアを「欧州の新しい成長とマーケットの機会を創出する」存在と位置づけている。

日本においても年齢による差別をなくして定年制度を見直し、各国並みのカーブを描くとすれば、高齢化の進んでいる現在において60歳以上の人件費が高むこととなり、このことも賃金カーブの下押し要因となろう。

(4) 女性・若者が活躍しやすい環境整備

伝統的な男女の役割分担を背景とする男性の長時間労働を前提とした働き方が女性の就業継続の大きな障害となってきた。長時間労働が軸であり、それを担える男性が主戦力となる一方、家庭を守るのは女性とその大部分を担ってきた。現在、欧州の女性の就業率が7～8割に達している背景には、パートタイム／フルタイムの均等待遇とワークシェアリングの浸透がある。労働時間を短くしても不利な扱いを受けることなく安心して働ける環境が、女性の就業促進の重要な要素といえよう。女性のさらなる社会進出を企図し、配偶者控除の上限が103万円から150万円に引き上げられることとなったが、本当に求められているのは働き方をより柔軟にし、保育所等の環境を整備したうえで労働の時間や場所の選択肢を増やすことである。



非正規雇用の増加傾向は若年層にもみられる。要返済の奨学金により社会に出るとともに負債を抱える若者世代も増えている。経済的理由から結婚や子育てをあきらめる若者の増加が、少子化を加速させる一因でもあり、女性や若者が活躍し続けられる社会をつくるためには、働く時間と場所に左右されずかつ賃金格差のない労働条件が整うことが必要であろう。

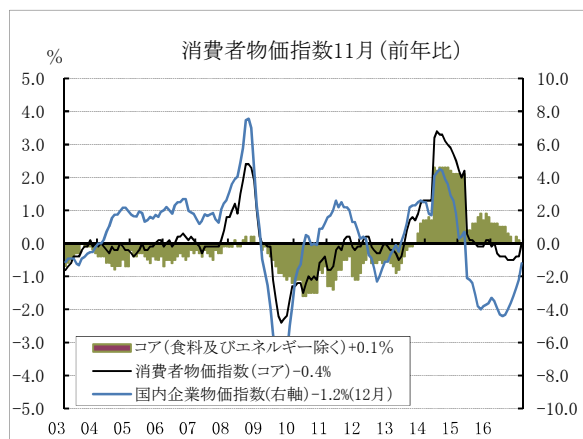
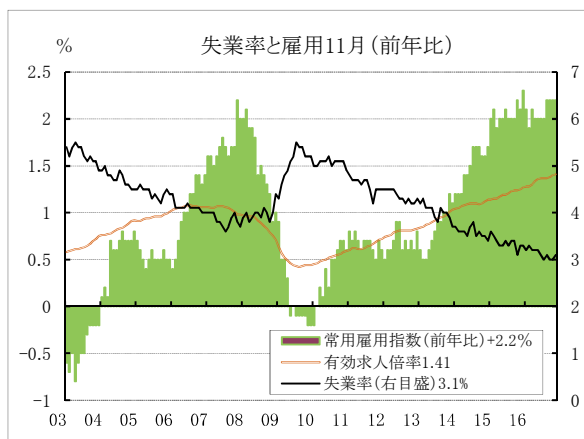
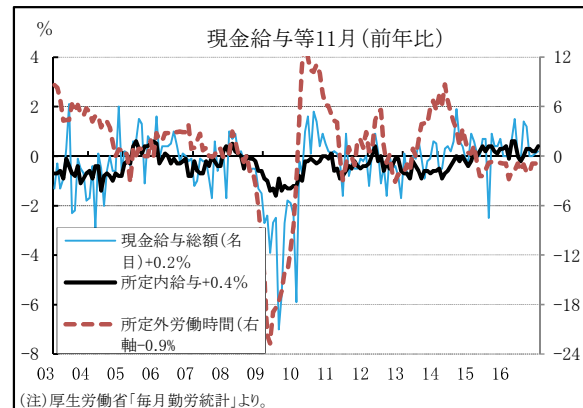
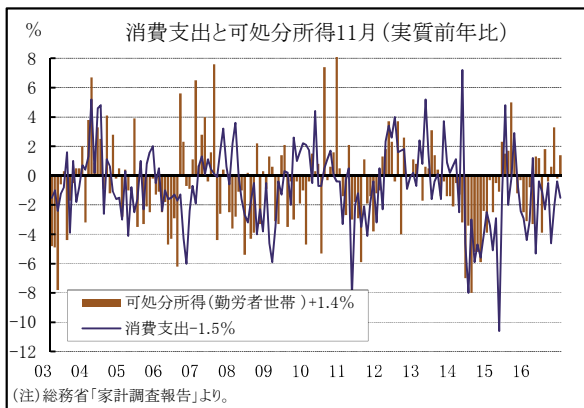
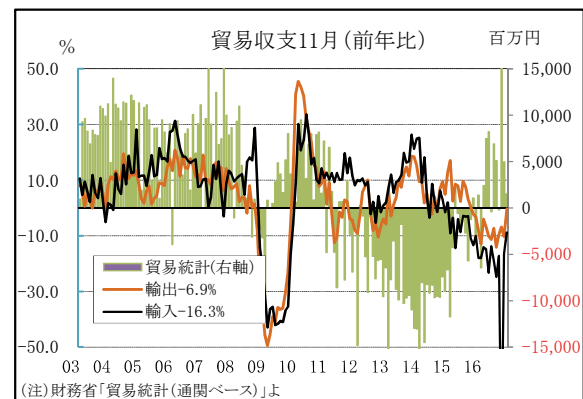
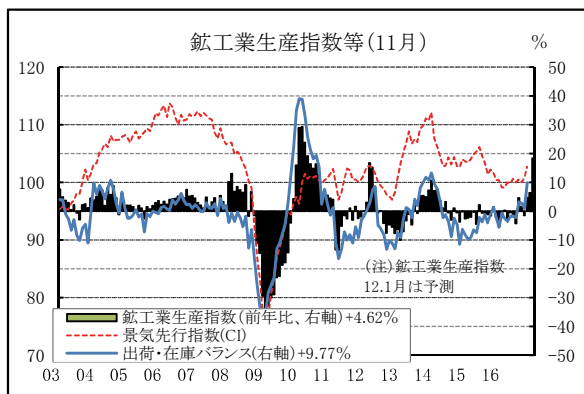
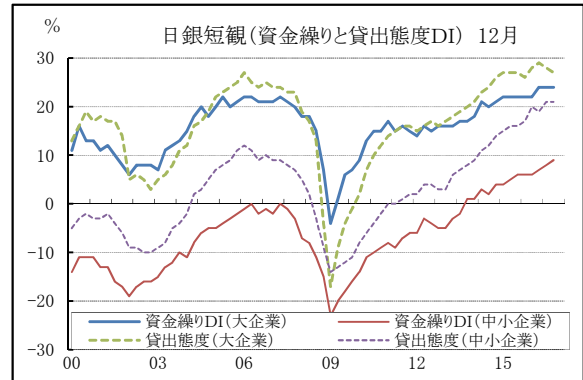
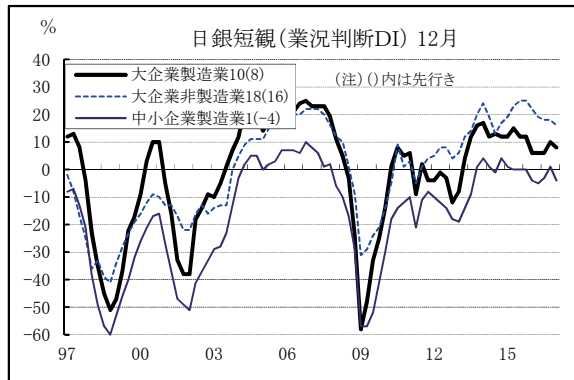
おわりに

海外の事例では規制強化による間接的な長時間労働の是正から、フレキシキュリティ（オランダ・デンマーク）や労働時間の自由化（ドイツ）に軸足が移っている。ともに労働時間を選ぶことができ、時間短縮により不利益を被ることなく、解雇はあるが転職・再就職のしやすい環境を実現させている。また、社会保障や教育訓練を拡充することでキャリアアップの道も用意されている。こうした対策は、多様な活躍の場を提供し、労働参加率を高めている。

日本もそれを目標とするならば、終身雇用・年功序列・定年制といった伝統的な雇用システムは根底から見直さなければならない。働き方改革が進めば、従前のような年功による所得の上昇は期待できなくなるが、国民が総活躍し仕事を分け合う社会は、生活満足度や幸福度を高める可能性もある。ライフスタイルの変化に応じて、働く時間や場所を柔軟に選択でき、労働時間や年齢・性別による賃金格差のない社会の実現に向けて、本腰を入れて取り組むのかを決断すべき時期に来ている。

統計データ集

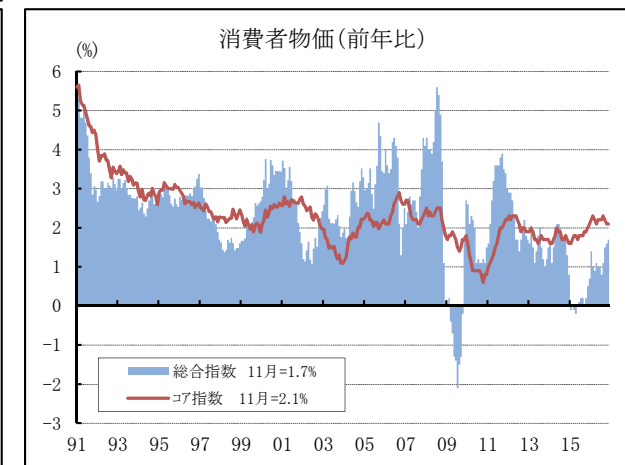
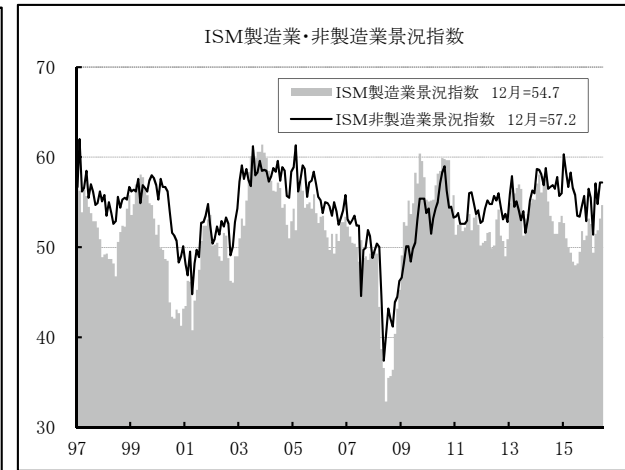
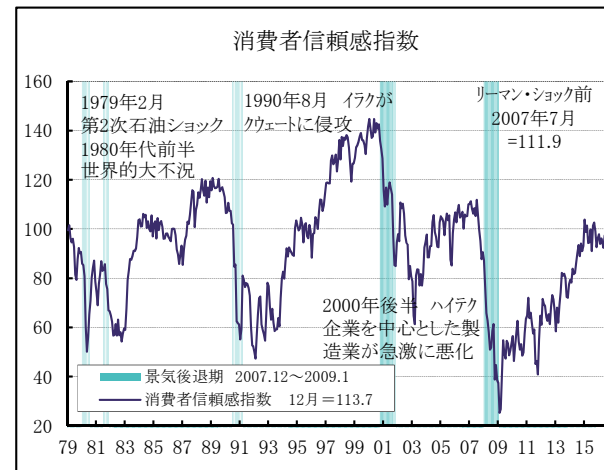
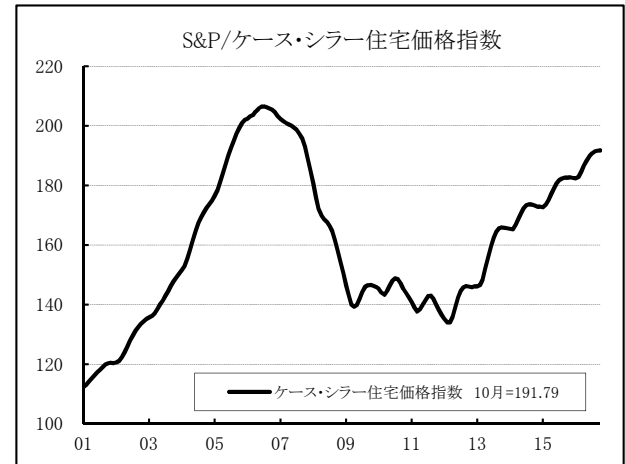
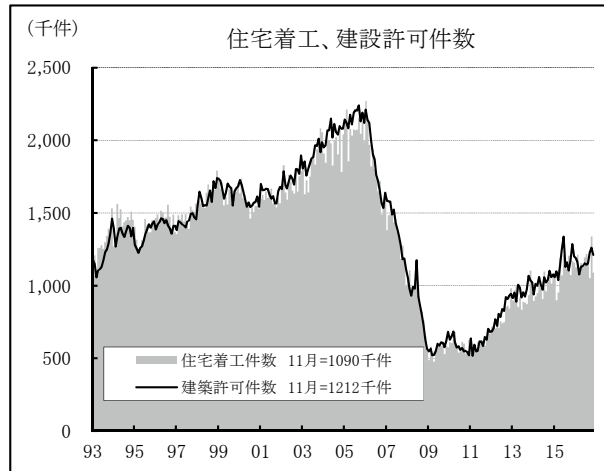
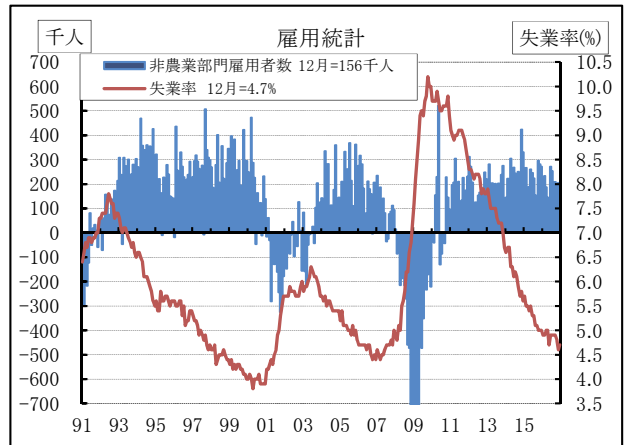
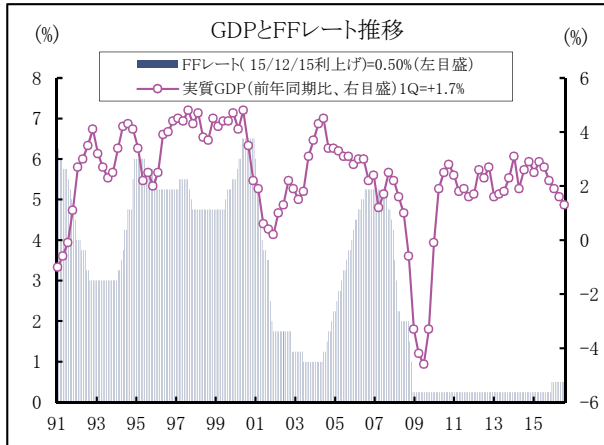
日本 マクロ経済



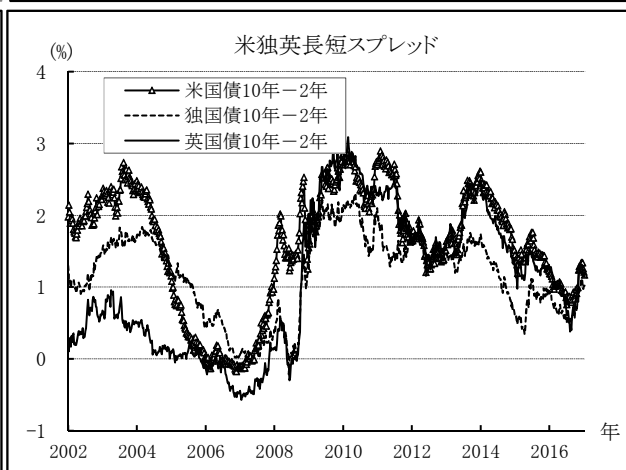
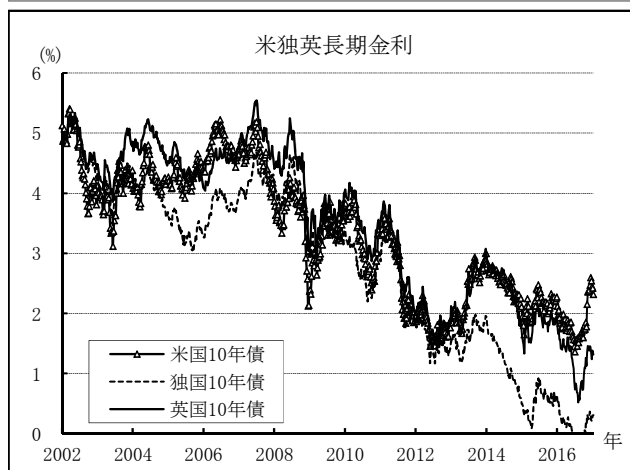
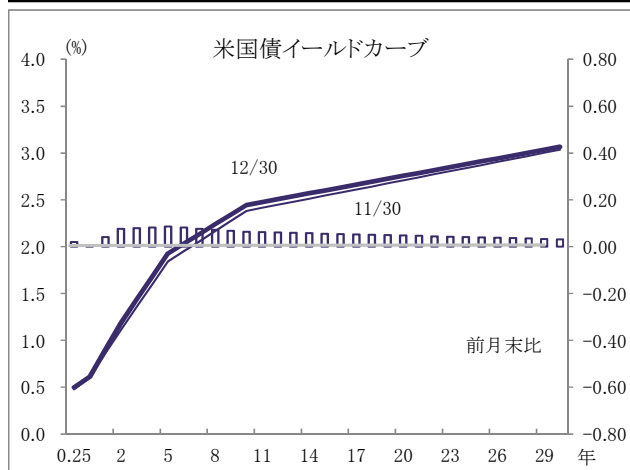
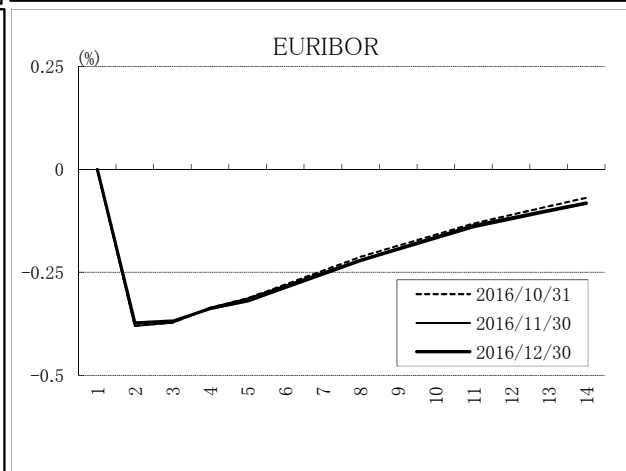
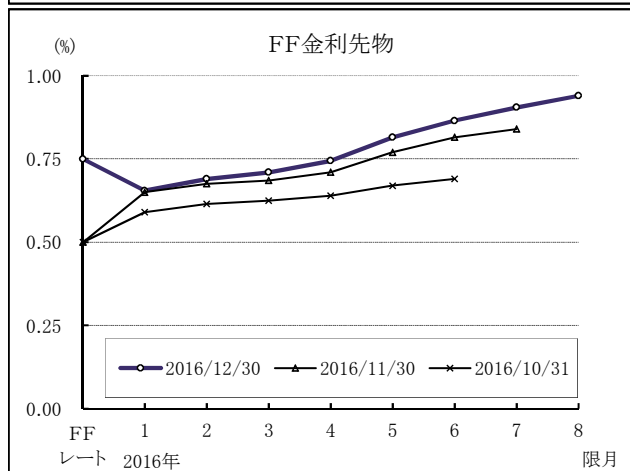
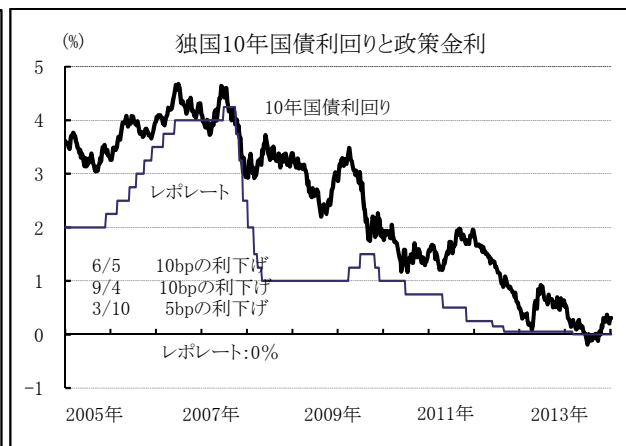
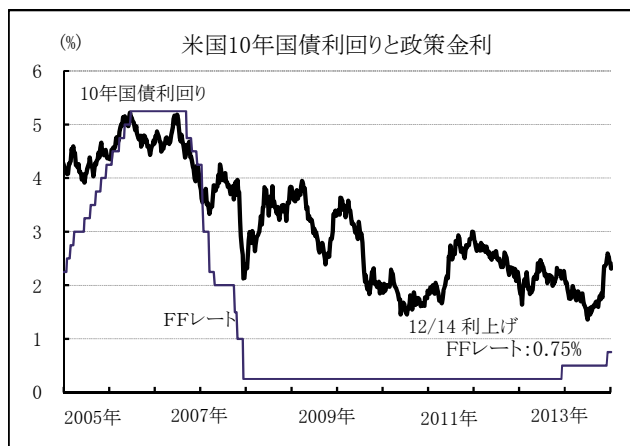
日本短期・債券市場



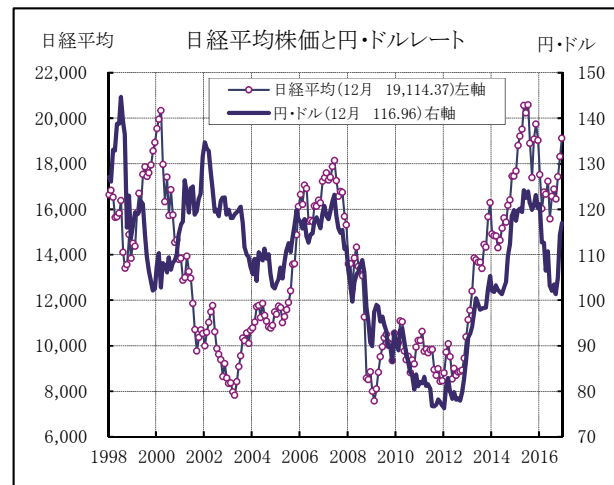
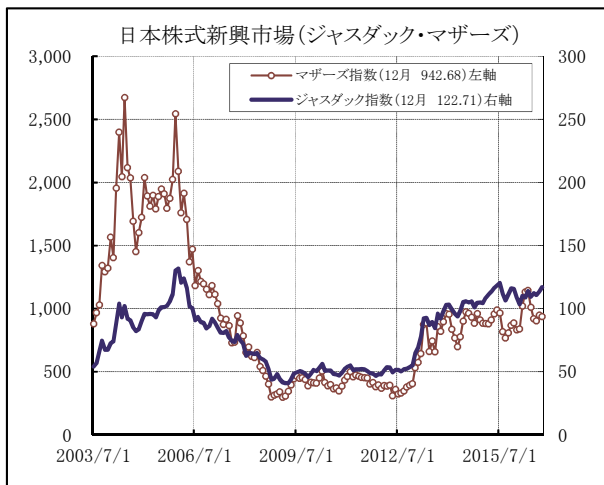
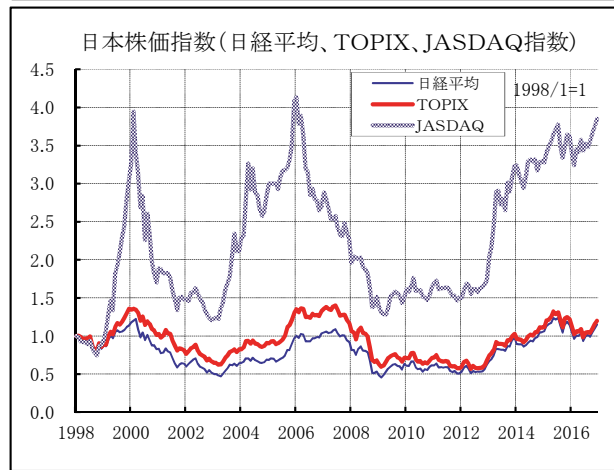
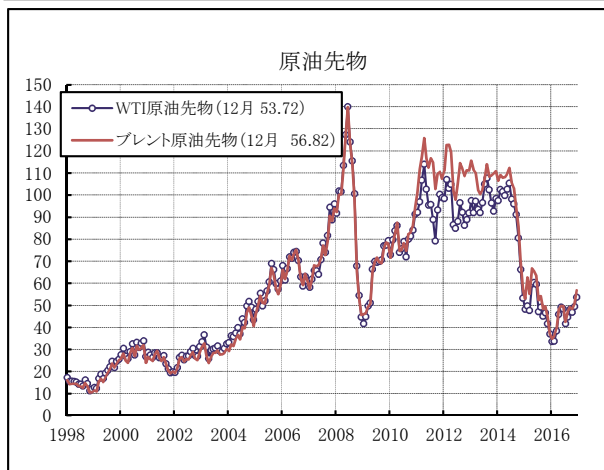
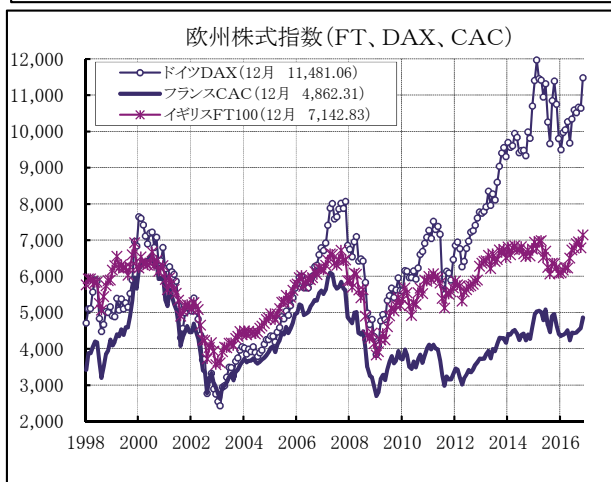
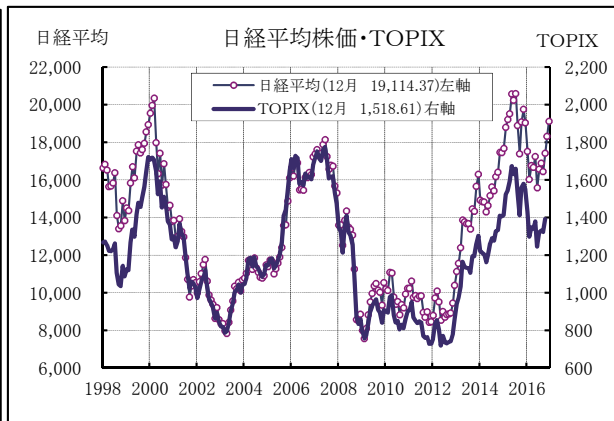
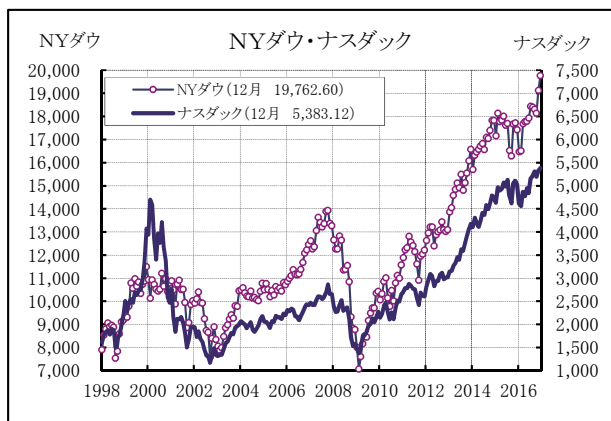
海外 マクロ経済



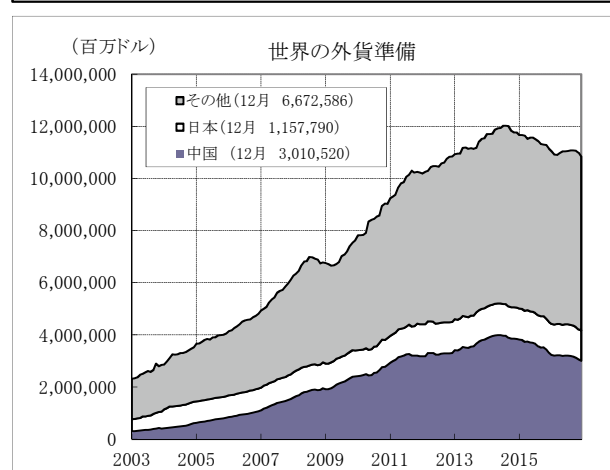
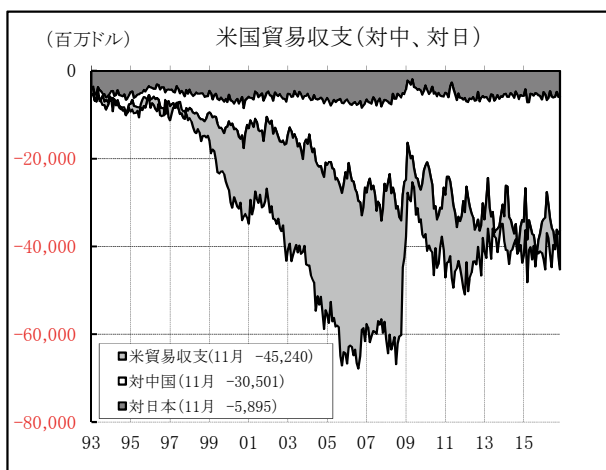
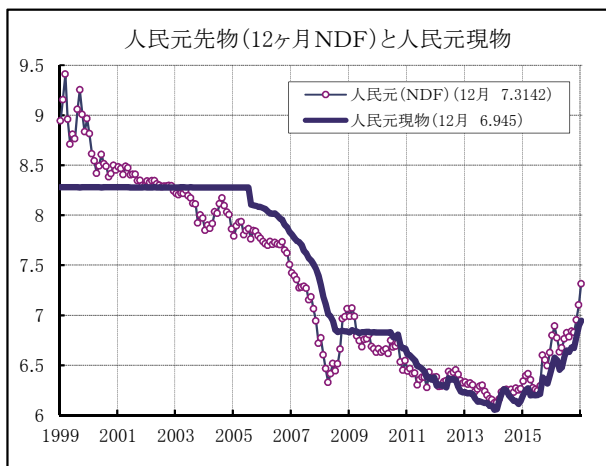
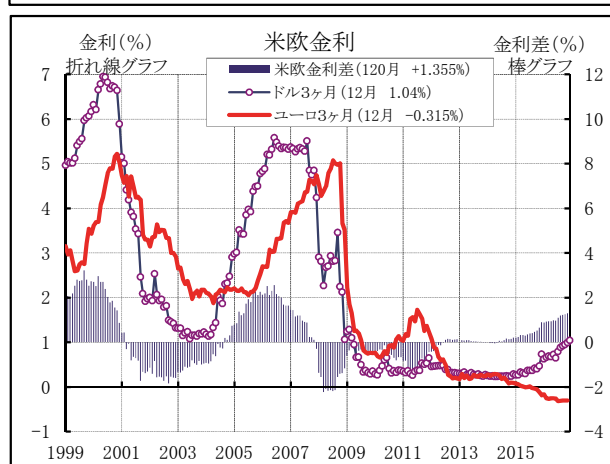
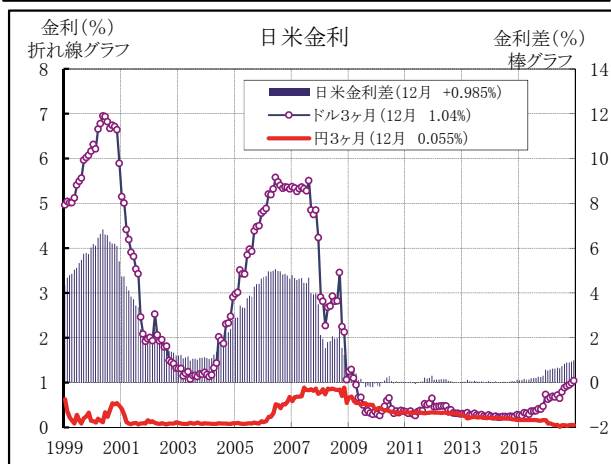
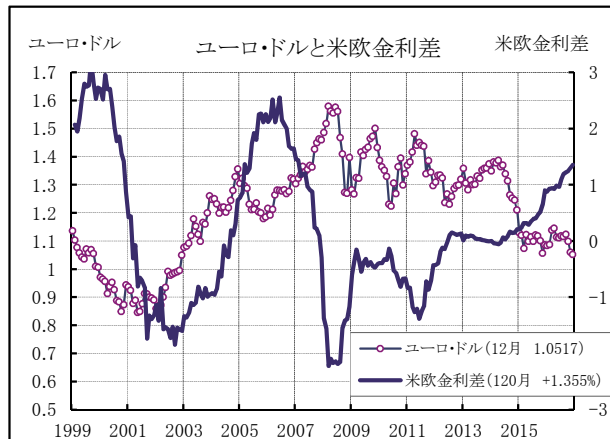
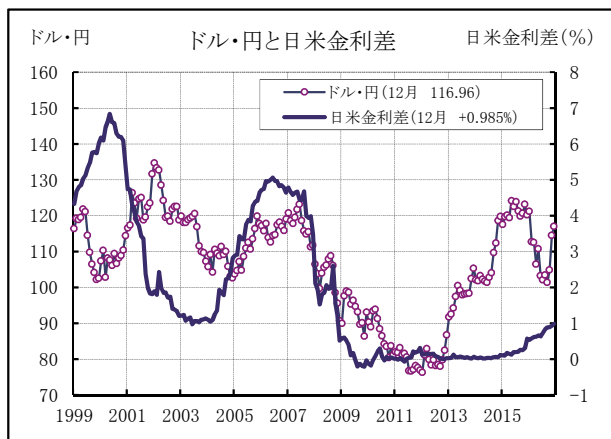
海外 債券市場



株式市場



為替市場

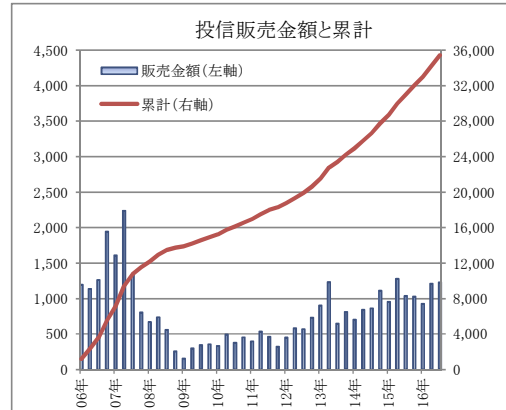


ゆうちょ関連データ

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	-	-
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4～6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7～9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10～12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1～3月	316,000	45,202	615,000	902,646
2011年度累計	1,314,000	177,421	-	-
2012年4～6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7～9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10～12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1～3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4～6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7～9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10～12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1～3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4～6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7～9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10～12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1～3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4～6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7～9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10～12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1～3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4～6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7～9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10～12月	-	-	-	-
2017年1～3月	-	-	-	-
2017年度累計	594,000	243,744	-	-
累計	13,983,022	3,541,599	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

分類	ファンド名	分配金実績 (1年)	基準価格 (2017.1.13)	純資産 (2017.1.13)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2017.1.13)	純資産 (2017.1.13)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2017.1.13)	純資産 (2017.1.13)
海外株式	JP4資産バランス(安定)⑥	なし	10,539	7,001	ビクトグローバル株式※①	なし	15,268	12,002	Navio南アフリカ債券⑫	540円	8,155	285
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	なし	10,933	5,727	JP4北米高配当①	なし	10,627	49	Navioブラジル債券⑫	360円	7,952	99
	JP4資産バランス(成長)⑥	なし	11,347	3,177	新光世界インフラ株式②	480円	6,685	911	Navioインド債券⑫	600円	11,309	1,157
	野村資産設計2015②	120円	10,810	1,096	グローイング台湾株式②	なし	10,602	41	三菱UFJ欧州債券⑫	120円	10,021	995
	野村資産設計2020②	10円	10,726	898	マニウラフカナダ株式※④	なし	9,372	4,397	同(為替ヘッジなし)⑫	100円	8,353	19
	野村資産設計2025②	10円	10,854	880	グローイングブラジル株式②	なし	11,062	9	ビムグローバル債券⑫	480円	12,851	20
	野村資産設計2030②	10円	11,024	728	野村ユーロトップB※②	なし	8,383	7,628	同(為替ヘッジあり)⑫	480円	9,026	38
	野村資産設計2035②	5円	10,831	500	エマージング好配当①	230円	8,494	3	メキシコ債券オープン※⑫	1260円	5,703	31,088
	野村資産設計2040②	5円	10,677	1,304	JP4医療関連株式※④	なし	7,637	78,889	インドネシア・ルビラ債券⑫	480円	8,845	5
	野村資産設計2045②	10円	18,856	121	ビクトプレミアムファンド※④	100円	10,809	21,613	アジアハイイールド債券※⑫	1200円	8,193	547
国内株式	HSBCワールド(安定)①	100円	10,265	8,579	オーストラリア好配当※⑫	720円	9,403	23	同(為替ヘッジなし)※⑫	1800円	12,131	839
	HSBCワールド(安定成長)①	100円	10,443	5,297	ニッセイ日本債券⑫	120円	9,848	12,781	USストレテジック※⑫	240円	9,284	5,589
	HSBCワールド(成長)①	100円	10,703	2,420	eMAXIS 国内債券※①	なし	11,510	23,380	同(為替ヘッジなし)※⑫	720円	9,606	27,682
	野村6資産(安定)⑥	なし	11,767	39,693	Navioマネーボール※②	なし	10,003	3	新興国ハイイールド債券A⑫	10円	10,029	1,879
	野村6資産(分配)⑥	なし	9,897	126,300	日興五大陸債券⑫	300円	8,691	69,337	新興国ハイイールド債券B⑫	480円	6,685	911
	野村6資産(成長)⑥	なし	11,835	33,833	三菱UFJ高金利債券⑫	840円	8,753	83,610	ビムコハイインカム※⑫	345円	7,366	93,962
	スマートファイブ①	480円	10,462	77,578	タイ成長国セレクト債券※⑫	690円	5,119	34,400	同(為替ヘッジ付き)※⑫	465円	8,569	3,590
	スマートファイブ①	なし	11,965	9,589	タイ成長国セレクト債券※①	なし	9,443	416	DIAMアジアソブリン債券⑫	なし	9,272	186
	東京海上・内資債券⑫	360円	11,816	286,435	野村米国ハイイールド⑫	1800円	11,416	14,413	欧州ハイイールド債券※⑫	820円	9,845	597
	大和インデックス225①	160円	14,246	29,371	同(為替ヘッジあり)⑫	540円	9,503	3,867	同(為替ヘッジなし)※⑫	1160円	11,834	549
海外債券	SMTAM JPY日経400⑫	なし	12,143	3,740	野村米国ハイイールド①	なし	12,512	1,008	三菱UFJブラジル⑫	240円	9,626	2
	GS日本株式※②	10円	10,391	8,894	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,733	270	同(為替ヘッジなし)⑫	240円	9,383	2
	日本株式SR①	なし	8,311	3,073	エマージング・アジア※⑫	660円	8,297	31,762	三菱UFJブラジル①	なし	10,011	2
	フィデリティ日本配当④	120円	10,756	10,287	同(為替ヘッジあり)※⑫	480円	9,172	33,596	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,767	2
	eMAXIS TOPIX※①	なし	19,441	28,120	エマノブ(資産成長)※①	なし	13,819	633	MHAM リート⑫	480円	10,949	674
	三菱UFJ日本優良株①	なし	10,213	2,594	同(為替ヘッジあり)※⑫	なし	11,476	319	DIAMリート⑫	600円	4,573	226,053
	JP4グローバル①	なし	10,281	94	DWSグローバル公益債券※⑫	480円	9,703	111,371	ダイウスREIT※⑫	720円	8,226	9,503
	新光日本小型株①	1000円	12,517	544	同(為替ヘッジなし)※⑫	480円	11,088	21,329	ダイウスREIT※⑫	960円	4,406	717,060
	生活基盤関連株式①	80円	11,454	4,668	三菱UFJ米高格付債券⑫	120円	9,425	1,058	eMAXIS 国内リート※①	なし	26,749	12,282
	SMTAM NYダウ①	なし	13,099	1,639	同(為替ヘッジなし)⑫	120円	9,366	864	eMAXIS 先進国リート※①	なし	25,865	10,892
海外株式	日興五大陸株式④	240円	10,049	16,876	高金利先進国債券※⑫	600円	6,024	289,323	ニッセイ世界リート※⑫	1440円	8,343	10,258
	DIAM高配当株式⑫	1560円	12,193	13,815	高金利先進国債券※①	10円	13,073	15,077	ニッセイ世界リート※②	なし	13,297	348
	新光サザンアジア株式②	2400円	8,677	115	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13,075	23,641	アジアリートオープン※⑫	240円	10,955	9
	米国成長株オープン①	なし	9,688	1,091	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,251	6,257	フォーシーズンズ※⑫	240円	6,971	5,752
	eMAXIS 先進国株式※①	なし	22,526	36,490	Navioオーストラリア債券⑫	180円	11,250	269	ステートストリートゴールド①	なし	6,226	346
	eMAXIS 新興国株式※①	なし	13,118	26,719	Navioカナダ債券⑫	60円	11,128	238	ビムコUSハイインカムローン※⑫	360円	9,293	1,502
	ビクトグローバル株式※⑫	600円	3,945	695,608	Navioトルコ債券⑫	600円	6,457	227	同(為替ヘッジなし)※⑫	960円	9,848	11,652
									合 計			3,576,284

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ⑫毎月決算型 ⑥年6回決算 ④年4回決算 ②年2回決算 ①年1回決算

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

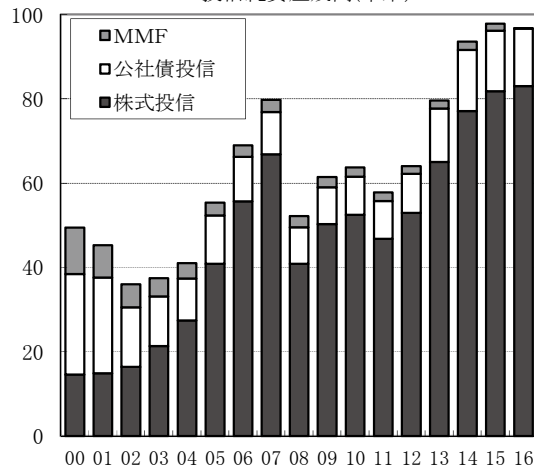
タイプ 末	株式投信								公社債投信						証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		計		
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計				うちMMF				
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992	
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807	
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160	
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356	
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967	
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	30,202	126,967	553,476	
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276	
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607	
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476	
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551	
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	22,295	112,556	637,201	
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	20,289	110,105	573,274	
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	18,470	111,196	640,638	
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232	
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045	
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562	
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415	
2016年7月	16,002	341,495	242,389	235,787	157,797	10,306	753,158	769,160	116	118,757	101,781	8,159	118,874	888,035	
8月	15,861	335,534	237,856	241,958	163,880	10,434	751,746	767,427	116	113,564	100,513	4,338	113,680	881,108	
9月	15,437	330,350	235,284	250,127	172,757	10,323	755,262	770,700	116	116,914	104,269	4,023	112,691	887,732	
10月	14,891	328,000	235,996	259,888	181,232	10,656	766,389	781,280	116	114,744	105,536	668	114,861	896,142	
11月	14,388	336,275	240,748	273,939	193,335	10,525	793,646	808,035	116	122,953	113,831	653	123,069	931,105	
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	

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

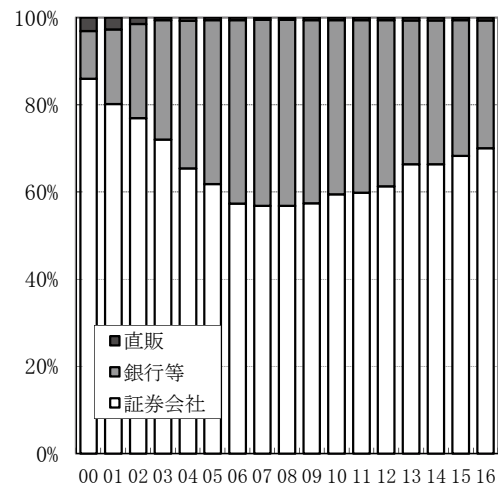
(単位:億円)

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%
2016年7月	600,146	68.3%	281,849	31.0%	6,041	0.7%	888,036	100%
8月	596,279	67.7%	278,740	31.6%	6,090	0.7%	881,109	100%
9月	606,323	68.3%	275,307	31.0%	6,099	0.7%	887,731	100%
10月	615,688	68.7%	274,129	30.6%	6,326	0.7%	896,144	100%
11月	644,256	69.2%	280,272	30.1%	6,577	0.7%	931,106	100%
12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	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	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
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		427,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,490
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

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

<特別貯金残高と前月末増減額>

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額	通常郵便貯金 残高	通常郵便貯金の 前月末増減額	定額郵便貯金 残高	定額郵便貯金の 前月末増減額
2016年9月	160,607	▲ 8,686	22,313	449	138,294	▲ 9,127
10月	152,790	▲ 7,817	22,749	436	130,040	▲ 8,254
11月	146,250	▲ 6,540	22,809	60	123,441	▲ 6,599
12月	137,131	▲ 9,119	22,588	▲ 221	114,543	▲ 8,898

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定額貯金、定期貯金、積立貯金である。

(注)3 特別貯金は、独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの預り金で、同機構が日本郵政公社から承継した郵便貯金に相当する。

(注)4 特別貯金のデータは独立法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構のHPから引用した。

(注)5 未払利息は含まれない。

<各種金利>

(単位:%)

年月	財政融資資金		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2016年8月	0.01	0.10	0.01
9月	0.01	0.10	0.01
10月	0.01	0.01	0.01
11月	0.01	0.01	0.01
12月	0.01	0.04	0.01

(注)1 「預託金利」は9年以上10年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

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

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(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
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
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	7,870,737	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

＜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	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 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	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)		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
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	439
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196	13,793	735
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

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

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

＜金利リスク（アウトライヤー比率 & Value at Risk）＞

(単位:億円)

年月	アウトライ ヤー比率	VaR		年度末値	最大値	最小値	平均値	VaR 期 間
		経済価値低下 額	広義の自己資本 (Tier1+Tier2)					
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

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

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

＜信用リスク＞

(単位:億円)

年月	エクスポ ージャー額	貸出金・預け 金等	機構への担 保の提供	有価証券	デリバティブ	その他	信用リスク・ア セット額	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額				
								0%	10%	20%	50%	100%以 上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628		2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,449,551	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	163,111	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615

(注1)機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2)デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

＜単体自己資本比率（国内基準）＞

(単位:百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)					補完の項目 一般貸倒	リスクアセッ ト等(E)	資産(オン・バラ ンス)項目			自己資本 比率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得			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%
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%	-

(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。

＜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
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

注:この資料は特定の売買を推奨するものではありません。

この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品