

ゆうちょ資産研レポート

2019年7月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
消費マインドは前回の消費増税時より悪化 ～ 日銀の緩和策への期待は高まっている	
みずほ証券株式会社 金融市場調査部 シニアマーケットエコノミスト 末廣 徹	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
今の日本経済は消費増税に耐えられるのか	
大和証券株式会社 金融市場調査部 エコノミスト 山本 賢治	
マーケット・アウトLOOK	13
主流派とMMTの議論を包含できる ネットの国内資金需要の分析フレーム	
ソシエテ・ジェネラル証券 チーフエコノミスト 会田 卓司	
資産研コーナー	19
日本の公的年金の現状	
ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

2019.7

ファンダメンタル・アナリシス (1)

消費マインドは前回の消費増税時より悪化

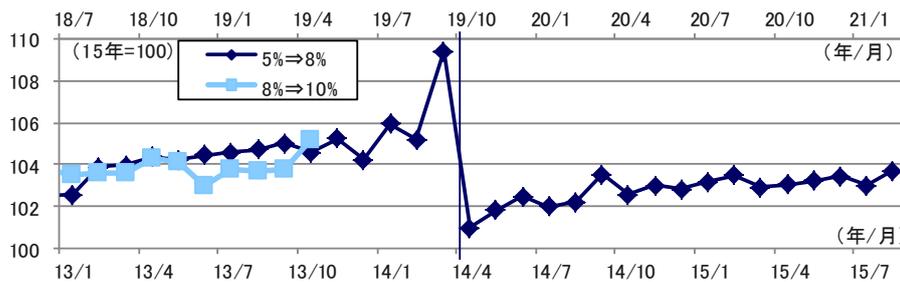
～ 日銀の緩和策への期待は高まっている

みずほ証券株式会社 金融市場調査部 シニアマーケットエコノミスト 末廣 徹

消費マインドが悪化する中での消費税率引き上げ

当面の国内経済の波乱要因は消費税率引き上げの影響だろう。14年4月の引き上げ時と比較して、①税率の引き上げ幅が小さいことや、②軽減税率が適用されること、③ポイント還元などの対策がとられること、④前回増税時から4年半しか経過していないために耐久財の買い替え需要などが生じにくいこと(駆け込み需要とその反動が生じにくい)などがプラス材料である。一方で、今回は⑤国内景気が「悪化」(景気動向指数の一致 CI による基調判断)しているというマイナス要因もある。消費総合指数は10連休や改元効果などで4月分は上昇したが、1-3月期は前期比マイナスだった(図表1)。

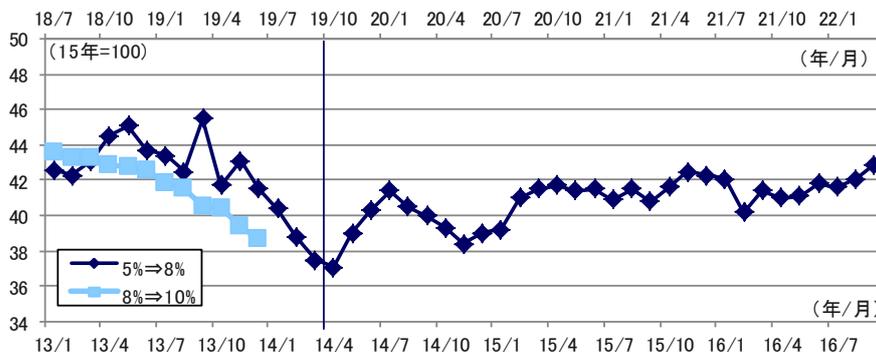
■図表1: 消費総合指数(14年4月の消費税率引き上げ時と足元の比較)



出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

菅官房長官は「経済に影響を及ぼさないように十分な対策を講じる」と説明し、政府は①～④のプラス材料によって影響が限定されるとの見方を示している。しかし、それを決めるのは家計である。家計のマインドを示す代表的な指数である消費者態度指数は14年4月の増税時よりも速いペースで低下している(図表2)。仮に消費税率を引き上げれば、当面はマイナス面の影響が大きく出るだろう。

■図表2: 消費者態度指数(14年4月の消費税率引き上げ時と足元の比較)



出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

消費マインドの回復までは、最長で7年弱、最短でも半年はかかる

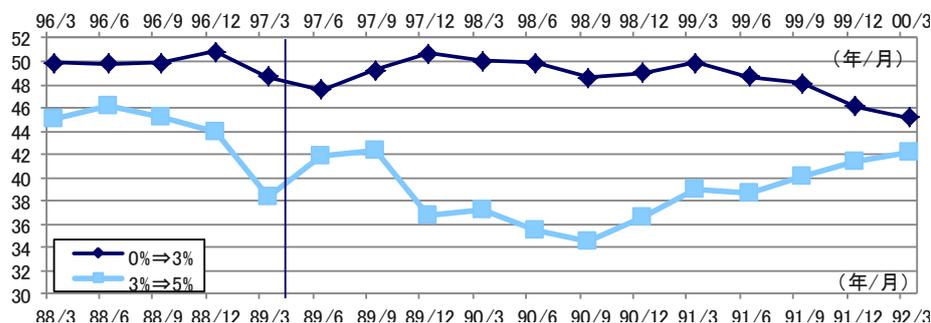
消費マインドを示す代表的な指数である消費者態度指数の6月分は38.7と、9ヵ月連続で低下した。消費税率引き上げ前に消費者態度指数が低下し始めるパターンは過去3回の引き上げ時(①89年4月、②97年4月、③14年4月)すべてで確認されている。

①89年4月と②97年4月の局面では調査が四半期に1度だったことから、現在の月次調査の結果と直接比較することはできないが、増税開始前の1年間の消費者態度指数の変化を確認すると、①89年4月は1年前の88年6月調査から89年6月調査までで2.2pt低下した。②97年4月の消費税率引き上げ時(3%⇒5%)は1年前の96年6月調査から97年6月調査までで4.2pt低下した。③14年4月の消費税率引き上げ時(5%⇒8%)は1年前の13年4月調査から14年4月調査までに7.4pt低下した。今回は、1年前の18年10月調査から足元(19年6月調査)までに、4.2pt低下している。

むしろ、消費者態度指数は消費税率引き上げの影響だけで変動するものではないが、過去の消費税率引き上げ局面と同様に同指数が下落していることは事実である。

なお、消費税率引き上げ後に1年前の水準を回復するまでにかかった期間は、①89年4月の消費税率導入時は6ヵ月、②97年4月の消費税率引き上げ時は6年11ヵ月、③14年4月の消費税率引き上げ時は3年7ヵ月となった。消費マインドの回復までは、最長で7年弱、最短でも半年はかかる可能性がある。

■図表3: 消費者態度指数(89年4月の消費税率導入時と、97年4月の消費税率引き上げ時の比較)

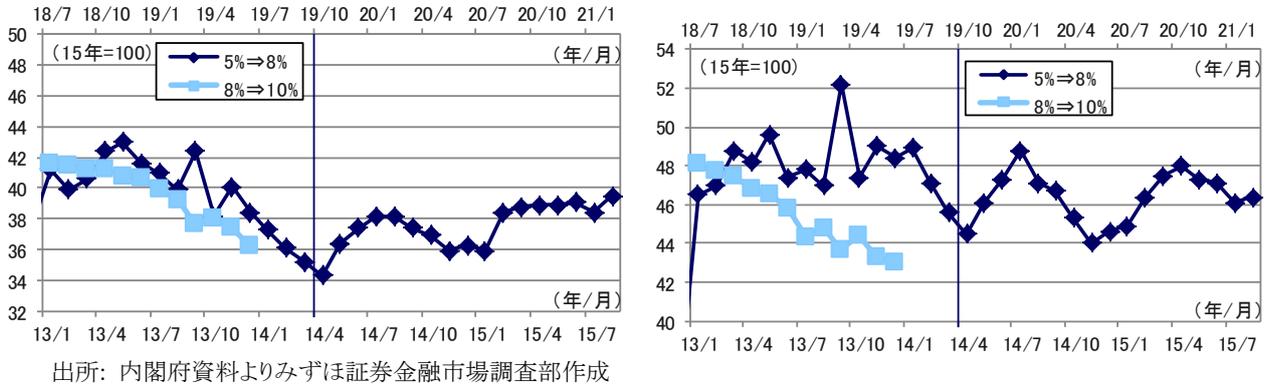


出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

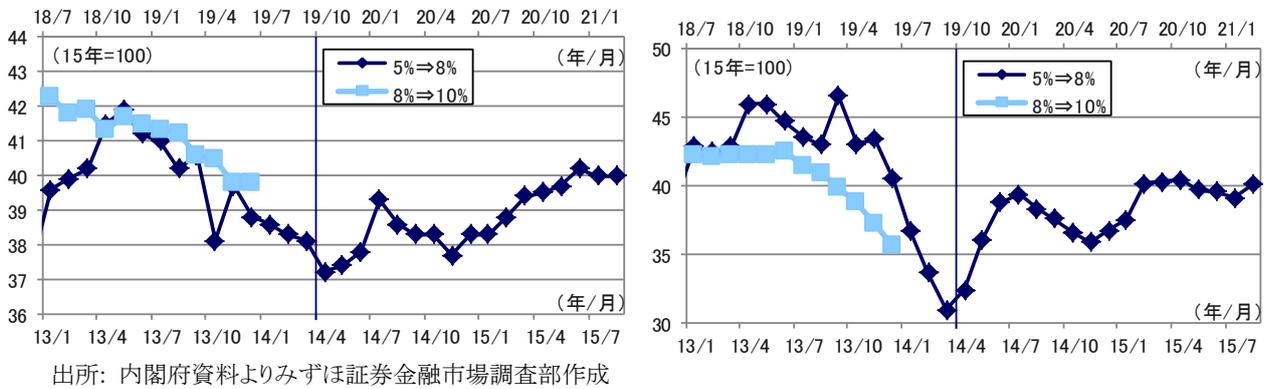
今回のケースでは、個別項目「雇用環境」の低下幅が大きい

消費者態度指数を構成する4つの消費者意識指標の内訳について、14年4月の消費税率引き上げ時と比較すると(図表4、5)、今回のケースでは今後半年間の雇用環境の見通しを示す「雇用環境」(図表4の右図)の落ち方が大きいことが分かる。

■ 図表 4: 消費者意識指標①(左図: 暮らし向き、右図: 雇用環境)



■ 図表 5: 消費者意識指標②(左図: 収入の増え方、右図: 耐久財の買い替え時期)



足元では完全失業率はほぼ横ばいの推移となっており、雇用環境が明確に悪化しているとは言えない。しかし、消費者意識指標の「雇用環境」は今後半年間の雇用環境の見通しを調査したものであり、完全失業率に対して一定の先行性があるため(図表 6)、完全失業率や有効求人倍率などのハードデータが今後悪化してくる可能性もある。人手不足問題によって労働市場はタイトであるという認識が広がる中、雇用環境が消費マインドの悪化につながるというパスにも注意が必要である。

■ 図表 6: 消費者意識指標「雇用環境」と完全失業率



「老後 2,000 万円」問題の影響が懸念される

消費マインドの悪化が懸念される中、「老後に 2,000 万円の蓄えが必要だ」と試算した金融庁報告書が話題となっている(いわゆる「老後 2,000 万円」問題)。菅官房長官は「厚労省から家計調査の平均値として、高齢者世帯の収支差額が 5 万 5 千円(のマイナス)との説明があったのは事実」としつつ「報告書に盛り込まれた、30 年で約 2,000 万円の金融資産の取り崩しが必要との文言は、審議会のワーキング・グループ独自の意見」と述べ、政府の公式見解であることを否定した。また、あくまでも 2,000 万円という数字は平均値であり、すべての家計が 2,000 万円必要というわけではないし、このような議論自体が新しいものではない。とはいえ、一連の騒動が家計の不安を増幅させた可能性が高い。消費者態度指数等への影響が懸念される。

なお、将来不安が高くなると、リスク資産の投資拡大にはネガティブな要素がある点も付言しておきたい。祝迫(2012)¹では、将来不安(予備的貯蓄動機)と家計のリスク資産投資について、下記のように述べられている。

「若年世代はもしリスク資産への金融投資で損失が発生したとしても、労働供給を増加させて余分に働くことで、ある程度、損失を穴埋めすることができる。このため若い家計は定年直前の家計よりは、金融資産投資でより大きなリスクを取ることが可能なはずである」

「しかし、将来の労働所得に大きな不確実性が存在する場合には別の力が働く」

「若い家計は将来の労働所得リスクを十分にヘッジすることはできず、借入制約に直面することになる。つまり、労働所得の存在は、借入制約や予備的貯蓄動機が重要な影響を与える若い世代では、むしろ家計のリスク資産投資を抑制する方向に働くものと思われる」

今回の「老後 2,000 万円」問題は、上記で議論されている労働所得の問題とは直接関係がないものの、年金という将来の所得に対して不確実性が増したと家計が考えるきっかけを作ったという意味では、予備的貯蓄動機を強めるものである。したがって、リスク回避的な家計を中心に、リスク資産投資を抑制する可能性が高いだろう。

経済が悪化すれば「機動的なマクロ経済政策」

政府は 6 月 21 日、新しい財政健全化計画を含む「経済財政運営と改革の基本方針 2019」(骨太の方針 2019)を閣議決定した。20 年度予算については、新経済・財政再生計画(2019~25 年度)や、団塊の世代が 75 歳に入り始める 2022 年までの 3 年間である「基盤強化期間」(2019~21 年度)の 2 年目に位置しており、単年度での具体的な目標は置かれていない。当面は財政健全化に関する議論に進展はないだろう。経済対策については「海外発の下方リスクに十分目配りし、経済・金融への影響を迅速に把握するとともに、リスクが顕在化する場合には、機動的なマクロ経済政策を躊躇なく実行する」とされ、必要であれば何らかの政策を打ち出す姿勢が示された。「機動的な財政政策」ではなく「機動的なマクロ経済政策」とされたことから、政府側でなんらかの政策(円高対応の経済対策パッケージなど)が議論される際には、日銀の金融政策へも(市場が深読みする可能性も含めて)プレッシャーがかかりやすくなるとみられる。

日銀に対する「期待」は、「付帯条件」が一段と増加

骨太の方針における日銀の金融政策に対する記述は、「翌年度の予算編成に向けた考え方」の章の「経済財政運営の考え方」にある。今回は「日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、2%の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、目標をできるだけ早期に実現することを期待する」とされた。

¹ 祝迫得夫(2012)「家計・企業の金融行動と日本経済」、日本経済新聞出版社の P42 参照。

このような記述は日銀が異次元緩和を開始した翌年の 14 年以降続いているが、以下のように微妙に表現が変わってきている。

- 2014 年：日本銀行には、2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現することを期待する。
- 2015 年：日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待する。
- 2016 年：日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待する。
- 2017 年：日本銀行には、経済・物価情勢を踏まえつつ、2%の物価安定目標を実現することを期待する。
- 2018 年：日本銀行には、2%の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、目標をできるだけ早期に実現することを期待する。
- 2019 年：日本銀行には、経済・物価・金融情勢を踏まえつつ、2%の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、目標をできるだけ早期に実現することを期待する。

まず、年を追うごとに記述が長くなっていることが分かる。日銀の政策運営が当初の想定とは異なる方向に作用してきていることがその理由だろう。14 年時点では物価安定目標の早期実現というシンプルな内容だったが、翌年には「経済・物価情勢を踏まえつつ」と、緩和政策の長期化による弊害を意識したとみられる文言が追加された。一方、18 年には「金融緩和を推進し」という文言が追加され、当時市場で多かった日銀の出口論に釘を刺すような印象を持たせた。

19 年は一段と「付帯条件」が増え、文章が長くなった。それぞれの文言は過去に用いたものと大きく変わっていないが 18 年と同様に「金融緩和を推進し」という文言によって早期の出口論が牽制された一方、「経済・物価・金融情勢を踏まえつつ」という文言によって、緩和長期化の弊害などにも十分な配慮をすべきというニュアンスも伝わってくる。また、17 年までに用いられていた「経済・物価情勢を踏まえつつ」ではなく、「経済・物価・金融情勢を踏まえつつ」となり、「金融情勢」という文言が追加されたことも特徴的である。

政府側からのメッセージとして、日銀が配慮すべき要因は確実に増加していることが骨太の方針の記述から浮かび上がってくる。金融政策の運営は一段とナローパスになっている。

日銀の次なる一手は「緩和」との期待が高まる

消費税率引き上げを控えた状態での消費マインドの悪化に加え、米中貿易戦争の行方を中心とした世界経済の動向に対し不透明感が強くなっており、日銀が追加緩和に動くという予想が徐々に増えている。

図表 7、8 は、みずほ証券金融市場調査部が四半期毎に債券の投資家に対して行っている調査(投資家動向調査、5 月 30 日～6 月 6 日)において、日銀の「次に」予想される「金融政策の方向性」についての調査結果を示している(「『追加緩和』だと思う」、「『引き締め方向(緩和縮小も含む)』だと思う」の二択)。今回の調査における「金融政策 DI(引き締め－緩和)」は▲22.0 と、16 年 12 月調査以来初めて「緩和」を見込む回答が「引き締め」を見込む回答を上回った。

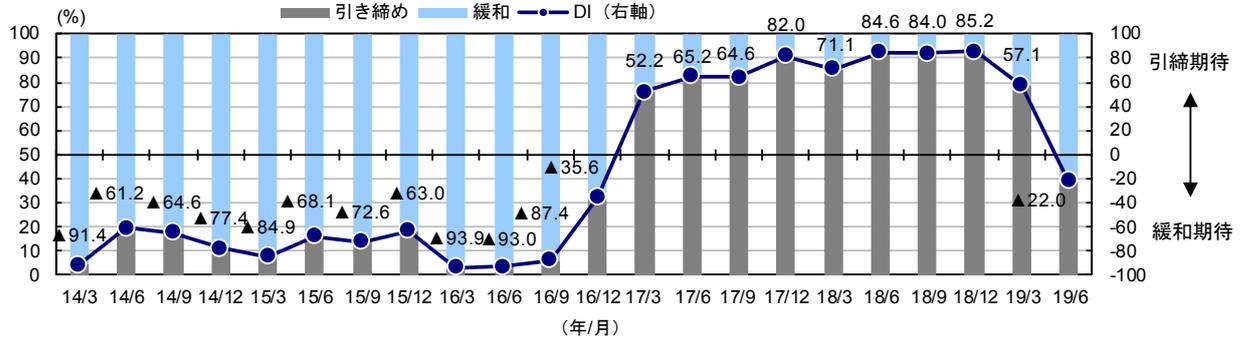
■図表 7: 投資家が想定する日銀の「次の」金融政策

	引き締め(A)	緩和(B)	DI(A-B)
19年6月調査(今回)	39.0%	61.0%	▲22.0
19年3月調査(前回)	78.6%	21.4%	57.1

注: DI は、小数第 2 位を四捨五入している

出所: みずほ証券金融市場調査部

■ 図表 8: 日銀の金融政策 DI の推移



出所: みずほ証券金融市場調査部

ただし、具体的な緩和オプションは見当たらず

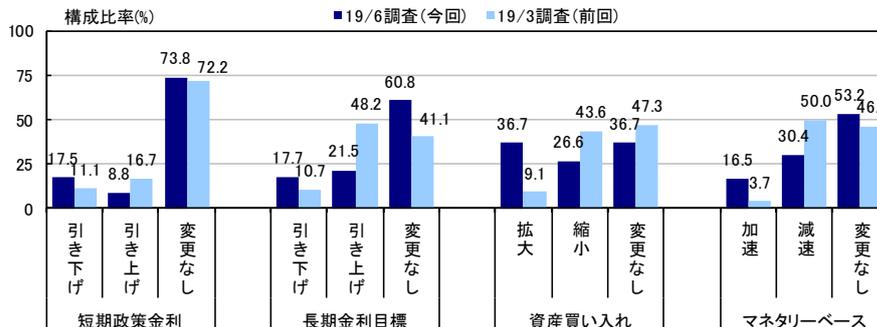
図表 9 は日銀の次の政策変更の内容として予想されるものを、「短期政策金利」、「長期金利目標」、「資産買い入れ対象(質)」、「マネタリーベース拡大ペース(量)」の 4 項目に分けて調査したものである。

今回の結果は、「短期政策金利」が「変更なし」(73.8%)、「長期金利目標」が「変更なし」(60.8%)、「資産買い入れ」が「変更なし」(36.7%)または「拡大」(36.7%)、「マネタリーベース」が「変更なし」(53.2%)となり、全ての項目で「変更なし」と予想する割合が最も多かった。次の政策変更は「緩和」が見込まれているが、具体的な緩和オプションは見当たらない状況にあると、投資家の多くは見ていようだ。

なお、アンケートでは「その他」の選択肢で自由記述を求めたところ、「ターゲット年限の変更」、「長期金利:10 年物国債金利が 0.0%以下で推移するよう、長期国債の買入れを行う。…」、「フォワードガイダンス強化、長期金利変動幅の拡大」、「フォワードガイダンスの期間延長等」などの回答があった。

依然としてコンセンサスはない状況であり、政府・日銀のメッセージには注目が必要である。

■ 図表 9: 日銀の政策変更の内容について次の実施が予想されるもの



出所: みずほ証券金融市場調査部

ファンダメンタル・アナリシス (2)

「今の日本経済は消費増税に耐えられるのか」

大和証券株式会社 金融市場調査部 エコノミスト 山本 賢治

7月4日に参議院選挙の公示が行われた。投開票は7月21日に行われ、注目された衆参同日選挙は行なわれないこととなった。また、2019年10月の消費税率10%への引き上げに関しては与党が公約に掲げていることもあり、消費増税延期の可能性はほぼ消失したといえよう。

現在の政府の景気認識は「輸出や生産の弱さが続いているものの、緩やかに回復している」というものである。また、先行きも「当面、弱さが残るものの、雇用・所得環境の改善が続くなかで、各種政策の効果もあって、緩やかな回復が続く」というシナリオを描く¹。より具体的には、年度上期には駆け込み需要の効果もあって消費が支える一方、下期は「世界経済が本年後半から成長が再び加速」することで、外需がバトンタッチしてくれるというものだ。

6月28～29日に開催されたG20サミットでもこうした世界経済の「年後半持ち直し」シナリオは維持されたが、同時に下振れリスクが増しているとの認識を各国が共有している。確かに、G20サミットでの米中首脳会談によって、通商交渉の決裂と関税第4弾の導入というテールリスクは回避されたものの、通商関連を巡る不確実性は何1つ解消されてはいない。このような不確実性の高い状況下で、本当に日本経済は消費増税に耐えられるのか。

図表 景気ウォッチャー調査:企業の先行き判断
DIと中小企業景況調査:売上げ見通しDI



出所:内閣府、日本政策金融公庫より大和証券作成

図表 中小企業景況調査:売上げDIと利益額DI



出所:日本政策金融公庫より大和証券作成

この点に関し、企業や家計の景況感の観点から論じてみたい。まず、速報性に優れる日本政策金融公庫公表の中小企業景況調査における5月の中小企業売上げ見通しDI²は▲7.9と、前回増

¹1月例経済報告(2019年6月)

²当調査における中小企業売上げ見通しDIは、景気動向指数におけるCI先行指数の採用系列でもある。

税直後である2014年4月(▲11.9)以来の水準に低下した。また、売上げDI(▲6.5)や利益額DI(▲3.6)も2014年以来の低水準となった。需要分野別の売上げDIを見ると、電機・電子関連や乗用車関連、設備関連など、海外経済減速の影響を強く受ける形で大きく悪化していることが分かる。

G20サミットを経て、米中貿易摩擦に対する懸念が一旦落ち着いたこともあり、6月調査では、5月対比小幅ながら改善が見られた。しかし、引き続き2014年以来の低水準に位置しており、企業の景況感から見た日本経済の下振れリスクは相応に大きい。

◆櫻井日銀審議委員(2019年5月30日)

・消費増税については、既に経済への影響を緩和するための政策措置が打ち出されており、景気へのインパクトは限定的と思われるが、仮に10月時点で海外経済が減速を続けている場合、わが国経済を下押しする影響が大きくなる可能性はあります。こうした観点からも、貿易問題の帰趨など、海外経済の動向がわが国経済に及ぼす影響について、慎重に点検していく必要があります。

確かに、今回の消費増税は、前回2014年時の反省も踏まえ、増税による下押し効果を緩和する政策措置が多く打ち出されている。そのため、それらの金額を単純に積み上げた「試算」上においては、影響はごくわずかな見通しとなっている。しかし、不確実性が高い状況下で経済に需要変動ショックを与えると、そのインパクトが大きくなる可能性がある。

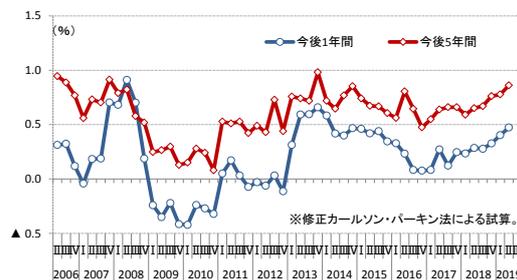
その意味でも、消費増税の影響を見極める上で最も重要なのは、家計の動向である。もっとも、家計の景況感(消費者マインド)は、企業のそれよりもさらにシビアなメッセージを発している。

図表 景況感DI



出所: 日本銀行より大和証券作成

図表 家計のインフレ期待



出所: 日本銀行より大和証券作成

6月の日銀「生活意識に関するアンケート調査」では、景況感DIが▲25.0と4期連続で悪化し、2016年6月調査以来の低水準となった。日銀は景況感悪化の理由として、「米中貿易戦争など景気の先行き不安につながる報道が増えた影響もある」とコメントしている。

それに加え、家計心理悪化の背景の一つには、値上げ関連報道が相次いだことで家計の生活防衛意識が高まっていることも挙げられる。実際、同調査から試算した家計のインフレ期待は、1年後、5年後ともに上昇傾向にある。

とりわけ、特筆すべきは同調査における「1年後」の景況感DIである。6月の「1年後」景況感DIは▲36.1と前回の3月調査から5.5pt悪化し、2012年9月調査以来の低水準となった。これは足元のイベントに加え、2019年10月の消費税引き上げが影響している可能性が高い。ちなみに、「1年後」の景況感DIは、増税実施の1年を切った前々回調査時に急落を示している。

同じく、家計マインドの代表的調査である消費者態度指数も悪化に歯止めがかからない。6月の消費動向調査によると、消費者態度指数(二人以上の世帯)は前月差▲0.7ptと9ヶ月連続の低下となった。消費者態度指数の回答内容を見ると、暮らし向きが「悪くなる」との回答比率が上昇する形で指数を押し下げていることが分かる。このような動きは2014年4月の消費増税前にも見られた。

図表 消費者態度指数と日銀消費活動指数



出所:内閣府、日本銀行より大和証券作成

図表 消費者意識(総世帯)の内訳



出所:内閣府より大和証券作成

もっとも、こうした消費者心理の悪化に関わらず、ハードデータである実際の個人消費データは足元堅調に推移しており、デカップリングの様相を呈している。日銀の消費活動指数(実質、旅行収支調整済)は4-5月平均が1-3月期対比+0.9%と大きく増加した。財・サービス別の内訳を見ると、非耐久財は前期比▲0.3%と引き続き軟調である一方、サービスは同+0.9%と堅調に推移するとともに、耐久財が同+4.1%と急伸した。

雇用・所得環境が底堅く推移していることが、個人消費の持ち直しに寄与していることは間違いないだろう。しかし、足元の個人消費持ち直しの背景には特殊要因が2つ働いていると考えられる。

1つは、大型連休に伴う旅行や外出によるサービス消費の増加である。改元・新天皇御即位による祝賀ムードが関連消費の押し上げに寄与した側面もあるだろう。そして、もう1つは耐久消費財の急伸に象徴される増税前の駆け込み需要である。

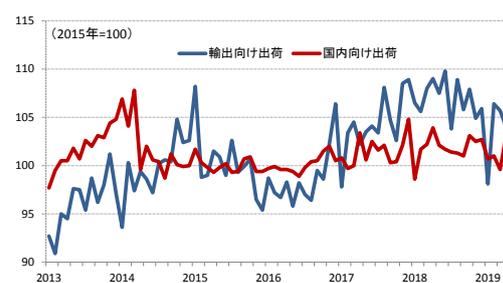
確かに、今回は前回14年の増税時における駆け込み需要と反動減の反省も踏まえ、自動車の減税措置など、駆け込み需要と反動減の振幅を均すような様々な対策が実施される予定となっている。しかし、それでもなお一定程度の駆け込み需要は発生すると考えられ、また、一部は既に顕在化していると推察される³。

図表 日銀消費活動指数(財・サービス別)



出所: 日本銀行より大和証券作成

図表 鉱工業出荷内訳(輸出向け/国内向け)



出所: 経済産業省より大和証券作成

実際、海外経済の減速にも関わらず、4、5月の鉱工業生産・出荷指数は輸送機械工業を中心に2ヶ月連続で堅調な結果となった。また、財別に見ても耐久消費財が牽引役となっている。国内向け／輸出向け出荷の内訳をより詳細に見るために、鉱工業出荷内訳表を確認すると、国内向けは2ヶ月連続上昇する一方で、輸出向けは3ヶ月連続で低下しており、国内向け製品が牽引していることが分かる。

また、2019年7月8日に公表された日銀「さくらレポート」でも、企業等の主な声として、増税前の駆け込み需要に対応した生産が一定程度増加に寄与していることが示されている。

³産経新聞「ランドセル商戦 はやピーク 連休で来店増え／増税前に駆け込み」(2019/5/5):ランドセルなどは例年、帰省で祖父母にプレゼントしてもらいやすい夏休みがピークであったが、大型連休の影響で購入時期が前倒しされた、といった報道もある。

図表 日銀「さくらレポート」:企業等の主な声(消費増税関連)

日銀「地域経済報告(さくらレポート)」 企業等の主な声(消費増税関連)		備考
1	国内・海外向けの新型車生産が高水準であることに加え、 国内向けでは消費税率引き上げ前の駆け込み需要への対応 もあって、製造ラインの繁忙度が高い状態は当面続く見込み	名古屋 [自動車関連]
2	PC機器は、基本ソフトウェアのサポート終了を控え、 消費増税前に買い替える駆け込みの動きがみられており、受注は好調	松本 [情報通信機械]
3	エアコンの生産は、性能向上にけん引された需要拡大に加え、 最近では消費税率引き上げ前の駆け込み需要に備えた作り込みもあり、増加している	静岡 [電気機械]
4	エアコンなどで消費増税を意欲した購入前倒しの動きがみられる 。このため、本格的なシーズン入り前から売り場人員を厚めに配置している	水戸 [小売]
5	新年度入り後も乗用車の受注は堅調。ここにきて 納期の長い人気車種を中心に消費税率引き上げ前の駆け込み購入がみられ始めた が、想定していたほどの勢いはない	名古屋 [自動車販売]
6	自動車税制の見直しなどの負担軽減策が譲じられたことから、消費増税を意欲した駆け込み需要は限定的 。先行きも消費増税前後の需要変動は相当程度ならされるとみている	仙台 [自動車販売]
7	消費増税前の駆け込み需要は、8月以降本格化するとみている 。増税後の落ち込みは仕方ないと考え、増税前に今年度中の需要を全て取り込む意気込みで積極的な販促を実施する	秋田 [家電販売]
8	新型車投入が続く中、このところ 消費税率引き上げ前の駆け込み需要もみられ始めている	福岡 [自動車販売]

出所:日本銀行より大和証券作成

4月の日銀決定会合議事要旨には、個人消費の先行きを巡って以下のような興味深い意見がある。

◆日銀金融政策決定会合議事要旨(2019年4月24、25日開催分)

・ある委員は、雇用者所得の増加がかなりの程度貯蓄に回っていることを踏まえると、足もとの生産の減少が消費の減少に繋がるまでには多少の時間があると考えられるが、一方で、消費税率の引き上げが消費の減少を早めてしまう可能性もあると指摘した。また、この委員は、財政赤字が縮小するもとの、家計貯蓄率が上昇していることは、財政拡大の余地があることを示していると述べた。

これが目に留まったのは、筆者もここも気にしていた貯蓄率の動きが、その意見でも取り上げられていたからであった。「ある委員」も指摘する通り、家計調査ベースの貯蓄率(黒字率)は前回増税時の2014年以来上昇傾向にある。ここ1年の急伸は、2018年1月に調査票を改定した影響で上振れしている側面がある⁴。それでも「黒字率は上昇傾向」(総務省)にあり、その裏側で家計の消

⁴ 2018年の家計調査は、同年1月から調査方法を見直し、調査票の中核である家計簿について、調査世帯の記入負担の軽減と記入漏れの防止を図るため、様式が全面的に改められた。

費性向は低下トレンドにある。

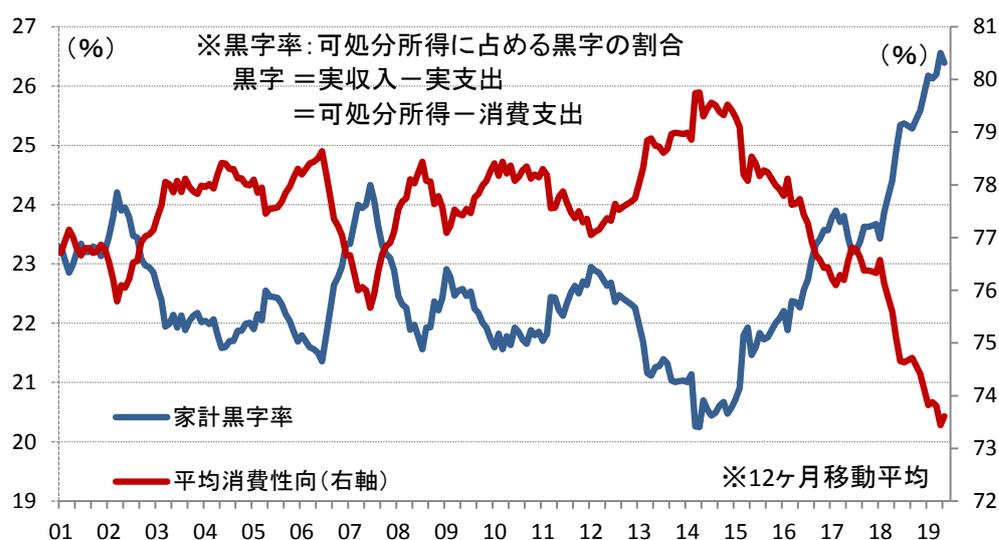
かかる家計の支出・貯蓄行動が、生活防衛意識や将来不安に根ざしたものであるならば、消費増税後にはそうした動きをさらに加速させる可能性がある。消費増税が個人消費に与える理論的な経路は、駆け込み需要と反動減(代替効果)を除けば、税率引き上げにより物価が上昇することで実質所得が減少することに伴う効果(所得効果)となる。

しかし、あくまでこれは増税後も消費性向が変化しないことを前提としている。前回同様、増税後に消費性向がさらに低下(貯蓄率が上昇)すれば、実質所得の目減り以上に消費を抑制する可能性があることには留意する必要がある。

6月10日にブルームバーグのインタビューで黒田日銀総裁は「大規模な緩和を行う余地がある。モメンタム失われれば迅速に行動する」と述べた。また、上述の4月の決定会合議事要旨では、複数の委員が、「躊躇なく政策の調整を行う方針であるということも、対外的にしっかり説明していく必要がある」と述べたことが明らかとなっている。

しかし、副作用も含めた有効性・実効性を考慮すれば、追加緩和のハードルは非常に高い。これはあくまで、世界的なハト派化ドミノの流れを受けた日銀の「対外的コミュニケーションの一環」だと考えられる。ただ、増税を控えた家計の貯蓄率の上昇は目を見張るものがあり、増税後の腰折れリスク⇒追加緩和という流れも一定程度意識せざるを得なくなりつつある。こうした日本固有の要因を考えると、本格的な円金利上昇は想定しにくい。

図表 家計の黒字率と消費性向(勤労者世帯)



出所: 総務省より大和証券作成

マーケット・アウトルック

主流派と MMT の議論を包含できるネットの国内資金需要の分析フレーム

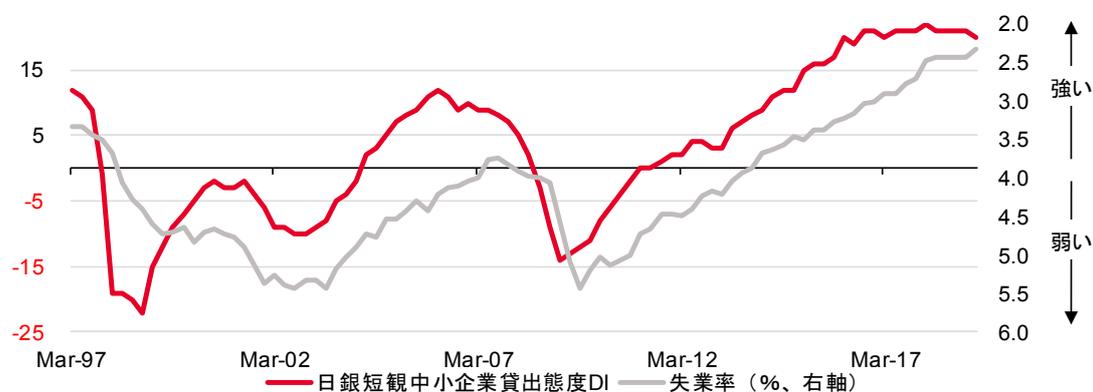
ソシエテ・ジェネラル証券 チーフエコノミスト 会田 卓司

現代貨幣理論 (MMT) を巡る議論がある。「自国の通貨を発行して借金ができる国は財政赤字を増やしても、インフレが問題化しない限り心配ない」というのが大まかな主張のようだ。主流派の経済学者から違和感をもたれているのは、財政政策が主で、金融政策が従となり、さも財政政策で物価上昇率がコントロールできるかのように語られるからだろう。国内の資金需要・総需要を生み出す力、資金が循環し貨幣経済とマネーが拡大する力であるネットの国内資金需要 (企業貯蓄率 + 財政収支) の水準によって、財政政策と金融政策の間で、物価上昇率をコントロールできる力が変わってくると考えるのが現実的だろう。ネットの資金需要の分析フレームは、主流派と MMT の議論を包含できると考える。ネットの資金需要の動きは、金融市場の頂点である国債市場のマクロ的な需給を示すため重要である。ネットの資金需要が消滅した状態は、デフレ完全脱却を妨げるため、財政拡大で復活させることが急務である。ネットの資金需要を 0% としている現行の財政政策のスタンスは緊縮すぎて、恒常的に財政支出を GDP 比数% 拡大する余地がある。

日本がデフレから完全脱却するためには、まずは二つのサイクルが天井を打ち破る必要がある。一つは信用サイクルで、この指標となる日銀短観の中小企業貸出態度 DI は 2013 年の日銀の大規模金融緩和以降上昇し、現在バブル期以来の最高水準にある。信用サイクルは既に天井を打ち破った。その意味で、現行の大胆な金融政策の効果を否定することはできないだろう。

景気の動きには、在庫・生産の短めの動きと、信用の長めの動きがある。IT 技術の発展による在庫管理の向上などにより、半導体を含め在庫・生産の動きは短期化したとみられる。一方、物価上昇力は弱く、中央銀行の金融引き締めが緩慢であり続けられることが、信用サイクルを長期化しているとみられる。そして、製造業と比較し、サービス業が躍進していることで、景気の動きに占める後者の役割が更に大きくなっているようだ。半導体を含め在庫・生産の動きが輸出を中心に弱くなっても、信用サイクルが毀損しなければ、内需の力もあり、大きな景気後退に陥るリスクは小さいとみられる。グローバルに在庫・生産の動きが多少悪化しても、日本経済は拡張を続けることができるまでに、強い信用サイクルに支えられた内需を中心に頑強になってきている。在庫・生産の動きから信用サイクルへ経済分析の軸足を移すべきであろう。中小企業金融機関貸出態度 DI は失業率にきれいに先行する指標で、近頃は弱い生産との乖離が顕著となり、外需と内需の状態の差が表れている。信用サイクルが強い状態であると、サービス業を中心に雇用の拡大が続き、失業率に低下圧力がかかる形は維持されているようだ。

図) 日銀短観中小企業貸出態度DIと失業率



出所: 日銀、総務省、ソシエテ・ジェネラル証券

強い信用サイクルが、企業を刺激し、もう一つの設備投資サイクルを押し上げ始めたがまだの物足りない。設備投資サイクルは、バブル崩壊と1997・8年の金融危機後、デレバレッジやリストラといった企業の行動が恒常化し、本来は資金の借り手である企業の貯蓄率がプラス、つまり過剰貯蓄・過少投資になってしまっている。アベノミクス以降、成長戦略の効果もあり、企業活動は活性化し、企業貯蓄率は低下してきたが、まだプラスである。この過剰貯蓄と過少投資が総需要を破壊する力となっているため、内需はまだ弱く、日本の景気は海外依存から脱却できていない。企業貯蓄率がマイナスという正常な状態に戻っておらず、設備投資サイクルが天井をまだ打ち破っていない。総需要を破壊する力が残ってしまっているため、まだデフレ完全脱却ではなく、次の景気後退に直面したとき、再びデフレの闇に飲み込まれるリスクが残っている。よって、企業貯蓄率がマイナスとなるまで、政府はデフレ完全脱却は宣言できないだろう。

企業の貯蓄率を本来あるべきマイナスにするためには、企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの国内資金需要に注目する必要がある。ネットの資金需要は国内で資金を使う力として、国内の資金需要・総需要を生み出す力、資金が循環し貨幣経済とマネーが拡大する力を示す。企業貯蓄率が上昇すると総需要の破壊で景気が悪化し、税収の減少と財政の悪化をもたらす。反対に、企業貯蓄率が低下すれば、景気が良くなり財政も改善に向かう。この二つを合計したネットの資金需要は、1990年代まではしっかりとしたプラス(図表で借入れのためマイナス)であったが、その後、企業貯蓄率が急上昇すると、ほぼゼロと消滅してしまい、現在に至っている。

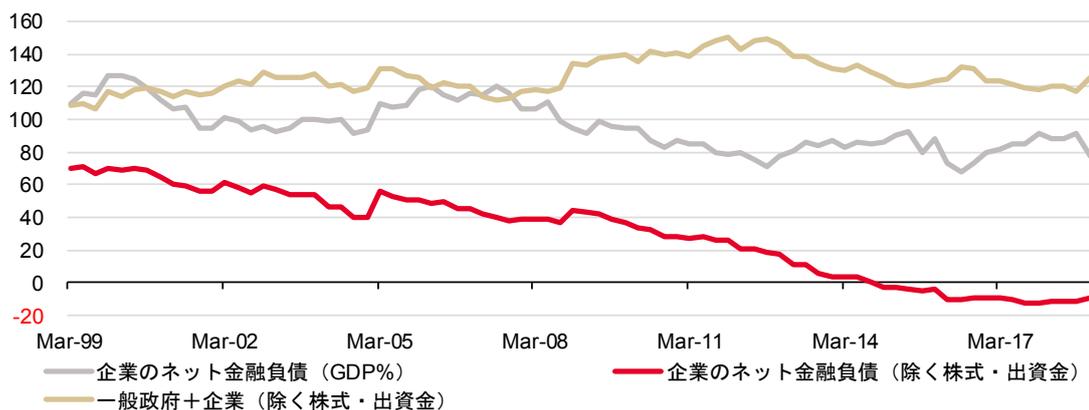
図) 日本のネットの資金需要



出所: 日銀、内閣府、ソシエテ・ジェネラル証券

これは国債市場の安定という立場からはよいことだ。政府は独占的な借り手となり、財政赤字が続こうが、格下げを受けようが、低金利はびくともしない。ネットの資金需要の動きは、金融市場の頂点である国債市場のマクロ的な需給を示すため重要である。企業の資本・負債ストックを見ても、貯蓄超過の状態が長期間続いていることが確認できる。企業は資金を調達し機械を買ったり、雇用者を増やしたりする。そのため、企業のネットの金融負債(金融負債から金融資産を引いたもの)は本来プラスでないとおかしい。ただ日本の場合、過去 20 年間、企業のネットの金融負債の縮小トレンドは続いている。株式・出資金を除いた場合、足もとではプラスに転じており、企業は正味で資金の貸し手になっている。

図) 日本の企業のネットの金融負債



出所: 日銀、内閣府、ソシエテ・ジェネラル証券

企業の貯蓄超過の状態が続くなか、ネットの資金需要を動かすには、財政収支の重要性が増すことになるだろう。企業貯蓄率の上昇分を上回る程度の財政拡大はネットの資金需要を回復させる。本来、民間部門が続くはずの需要を政府が財政政策を通して作り、総需要は回復する。また、

完全雇用に近い状態でネットの資金需要が回復し、経済活動が活発化し始めると、企業の設備投資の必要性などは更に増し、企業の貯蓄行動が変わり、企業貯蓄率の低下につながるだろう。財政政策を使い、ネットの資金需要を回復させれば、貨幣経済の拡大を再稼働させることは可能だろう。(ネットの資金需要の詳細は、榊原可人氏(Soleil Global Advisors Japan インベストメント・ディレクター)との共著である「日本経済の新しい見方」で解説している。)

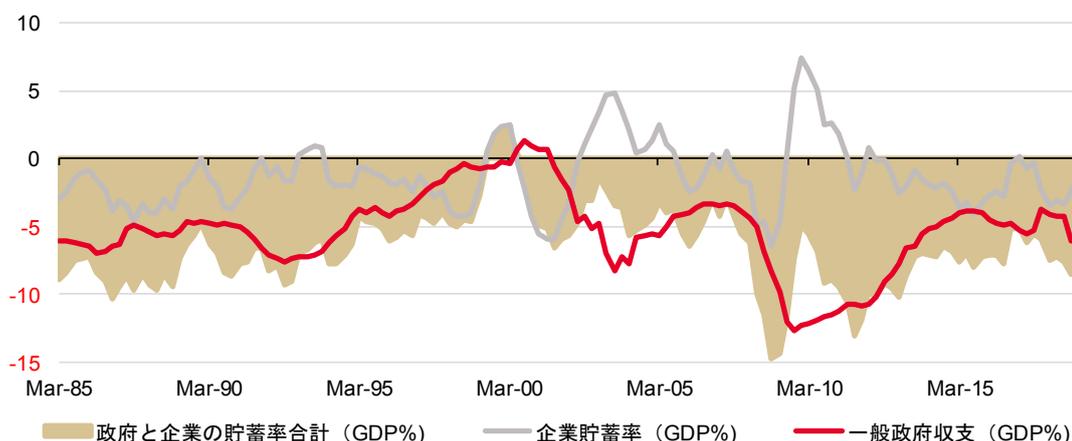
ネットの資金需要が消滅した状況は、経済にとっては最悪だ。総需要を破壊する力を政府が補いきれていないことを意味し、経済の縮小とデフレ圧力がかかり続けてしまうからだ。企業貯蓄率がプラスのときは、政府は財政を拡張して、ネットの資金需要を一定のプラスにして、経済の拡大とインフレ圧力を維持する必要がある。結果、名目 GDP が拡大し、企業が投資のリターンを得やすい環境が整えば、投資が刺激され、企業貯蓄率がマイナスとなりデフレ完全脱却に結びつく。まずは、ネットの資金需要を対 GDP 比 3-5%に誘導する財政運営が望ましい。ネットの資金需要を 0%としている現行の財政政策のスタンスは緊縮すぎで、恒常的に財政支出を GDP 比数%拡大する余地がある。恒常的な水準であり、一度増やした財政支出は政治的に削減するのは困難であるという議論とは無縁だ。これまで企業貯蓄率の変動は大きいだが、ネットの資金需要は 0%で安定していたことは、財政政策のスタンスでうまく水準をコントロールできる実績があることを示している。

教育投資、少子化対策、インフレ整備、科学技術の振興など、恒常的な支出の増加先はたくさんある。夢のある科学技術の振興の例としては、国際リニアコライダーの東北への誘致などもある。また、民間の需要を喚起して、新たなイノベーションが起きる環境を整えるため、減税も必要だ。日本は単年度で税収中立という縛りがあるが、米国のようにまず減税で景気を刺激し、10年単位で税収中立にするという考え方が必要だ。政治的には、日本はもう力がないから先人が積み上げた資産を食い潰していこうと考えるか、イノベーションを起こす力はまだあるから国民所得増加の種をまいて投資を行っていこうと考えるか、その国民の選択の問題だ。後者の選択をしない限り、デフレ完全脱却はない。財政拡張に踏み切れない状況が続けば、将来不安の高まった人々が政治的に力を持って、ポピュリズム的な政治の不安が大きくなるリスクが高まるだろう。企業貯蓄率がマイナスに転じ、財政赤字と資金を取り合うことになれば金利には上昇圧力がかかる。そうやって初めて、財政政策を引き締めるべきだ。

デフレ完全脱却のためネットの資金需要の拡大が必要である証拠は、米国がこの政策によってリーマンショックから脱却できたと考えられることだ。あのとき、米国も企業貯蓄率が急上昇し、デフレスパイラルの淵まで追い込まれた。日本と違うのは財政支出が急拡大し、ネットの資金需要がむしろ増えたことだ。そして、この巨大なネットの資金需要をバーナンキ議長率いる FRB が量的緩和でマネタイズし、名目 GDP 拡大と金利低下を両立させた。それが刺激となって米国企業の貯蓄率は短期間でマイナスに戻った。重要なのは、まずネットの資金需要があつて、それを量的緩和でマネタイズして市中のマネーを拡大することだ。ネットの資金需要が消滅している日本で、日銀の量

的金融緩和の効果が限定的なものも理解できるだろう。裏を返せば、財政政策が拡大してネットの資金需要が復活すれば、日銀は現行の金融緩和策を維持しているだけで、金融緩和効果の拡大が見込める。

図) 米国のネットの資金需要



出所:FRB、BEA、ソシエテ・ジェネラル証券

日本の場合、ネットの資金需要が 5%前後であれば、物価上昇率は日銀の金融政策でうまくコントロールできると考えられる。ネットの資金需要がかなり小さくなり、消滅してしまえば、財政政策の緩和の力で復活させない限り、日銀の金融政策の緩和のみで物価上昇率を押し上げ、資産デフレを解消することは困難となる。一方、バブル期のようにネットの資金需要が 10%程度となれば、マネーの拡大の力はあまりに強く、財政政策の緊縮の力で抑制しない限り、日銀の金融政策の引き締めのみで、物価上昇率と資産インフレを安定化させることは困難であろう。

現代貨幣理論(MMT)を巡る議論がある。「自国の通貨を発行して借金ができる国は財政赤字を増やしても、インフレが問題化しない限り心配ない」というのが大まかな主張のようだ。主流派の経済学者から違和感をもたれているのは、財政政策が主で、金融政策が従となり、さも財政政策で物価上昇率がコントロールできるかのように語られるからだろう。ネットの資金需要の水準によって、財政政策と金融政策の間で、物価上昇率をコントロールできる力が変わってくると考えるのが現実的だろう。ネットの資金需要の分析フレームは、主流派と MMT の議論を包含できると考える。

マネーの力の拡大が適度であるネットの資金需要が 5%前後であれば、財政政策の力を借りなくとも、金融政策で物価上昇率がコントロールできる。一方、ネットの資金需要が消滅したり、過大であった場合は、金融政策だけではなく、財政政策をしっかりと活用しなければ、物価上昇率はコントロールできない。基準となるネットの資金需要の水準は、家計の消費需要の強さによって変わるだろう。日本の場合、長年のデフレ状態が家計から企業への富の流出となり、家計には力がまった

くなく、企業と政府の動きによる景気動向に対する反応関数になってしまっている。その場合、基準となるネットの資金需要の水準は 5%程度と高くなりやすい。一方、米国のように、家計の消費需要が旺盛であれば、ネットの資金需要の水準が小さくても、金融政策の有効性は維持できる可能性がある。

ネットの資金需要を復活させることは重要だが、それで日本経済の復活になるかはまだわからない。企業の投資がイノベーションを生んで、生産性が向上すれば、日本経済は復活する。しかし、リフレ過程での投資が本当に生産性を上げるものになるかはわからない。もし生産性が低下すれば、ネットの資金需要の拡大で増やした所得は海外に流れ、日本の経常収支は赤字になる。ただ現在は、過剰貯蓄に悩みながらの経常収支の黒字の状況である。投資は生産性を上げる十分条件ではないが必要条件である。持続的な投資が生まれるためには、名目 GDP というビジネスのパイが拡大していることが必要条件だろう。ビジネスのパイが縮小しているとき、いくら規制緩和や成長戦略を実行しても企業経営者は持続的な投資に踏み出すことはできないだろう。必要条件をそろえなければ、目標は達成できない。言い換えれば、金融・財政政策の緩和と成長戦略によるアベノミクスという政策の枠組みは、デフレ完全脱却と日本経済の復活のための必要条件をそろえようとするものである。

日本でゼロ金利が続くのは日本銀行の金融政策以前の要因としてネットの資金需要がないからだ。超低金利の継続は、生産性を上げることにむしろマイナスに働いている。一般にイノベーションを起こすようなプロジェクトはハイリスク・ハイリターンである。しかし、超低金利環境の中では、利回りが少しプラスになる案件だったら、すぐに資金が集まる。一方で企業家がハイリターンのプロジェクトを行おうとしても、そこまでリスクをとった案件は避けられてしまうだろう。ハイリスク・ハイリターンが評価される、自然に金利がある程度高くなるために、財政政策を拡大して、ネットの資金需要を復活させ、名目 GDP を拡大させるしかない。

最終的に、企業貯蓄率がマイナスとなり、資金需要が復活すれば、金融機関の経営も安定化していくことになる。イールドカーブを金融政策のみで無理矢理にスティープ化させ長短金利差を拡大させても、金利上昇の引き締め効果(信用サイクルの弱体化)により名目 GDP は縮小し、企業の投資意欲は更に減退し、金融機関の経営はより不安定になってしまうだろう。イノベーションが生産性を向上させれば、国民の所得の持続的な向上も見込める。国民所得の拡大を背景とする国内貯蓄は投資需要をしっかりとまかなえるだろうから、名目 GDP 成長率が上昇しても、金利が急上昇することはなく、財政の状況も安定化に向かうだろう。企業貯蓄率がマイナスとなる中での自然なイールドカーブのスティープ化が、国債市場が活力を取り戻す必要条件でもあろう。

日本の公的年金の現状

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. はじめに

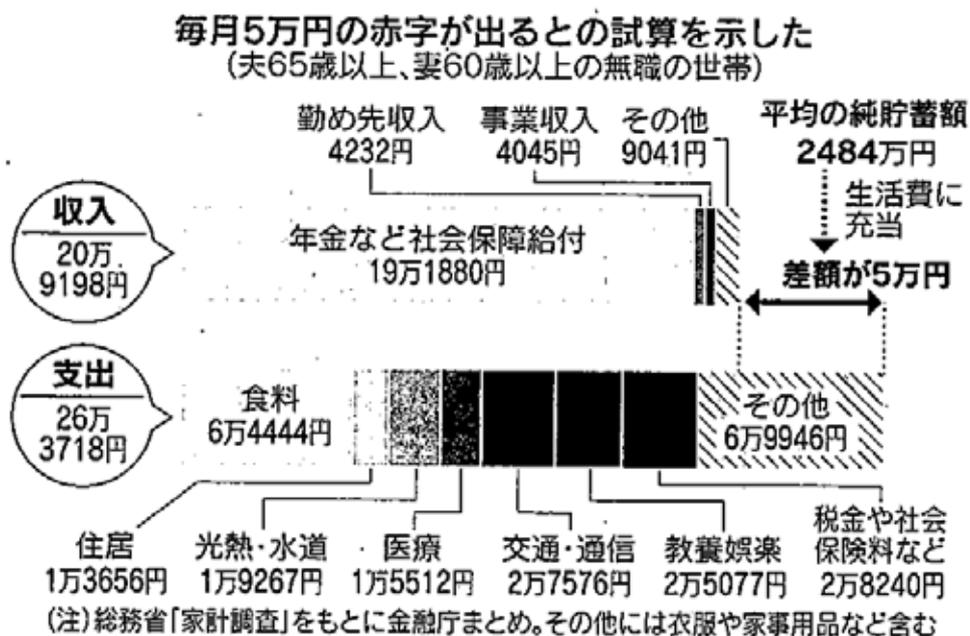
6月3日付けの金融審議会市場ワーキング・グループ報告書「高齢社会における資産形成・管理」が提出され、それが「夫65歳、妻60歳以上の無職世帯では、年金支給が20万円程度あっても、月に5万円程度不足する。ゆえに65歳時点で老後資産として2000万円程度必要である。」と報道されると、テレビやネットで「年金不安」がことさら強調され、大騒ぎの状態となった。

このレポートでは、年金の現状報告書として「平成29年度厚生年金保険・国民年金事業の概況」(厚生労働省年金局)、所得の実態調査として「民間給与実態統計調査」(国税庁)、家計資産の実態調査として「全国消費実態調査」(総務省)、所得の再分配の実態(ジニ係数の計測)として「所得再分配調査」(厚生労働省)を基に、日本の公的年金の実態およびその方向性について論じてみたい。

2. 2000万円不足の報道

「高齢社会における資産形成・管理」が提出される(麻生大臣はこれを受理しなかった)と同時に「老後は2000万不足」とのニュースが大きく報道された。また、大臣が報告書を受理しないことは前代未聞とさらに大きく報道された。

図表1 2000万円不足の根拠となる記事



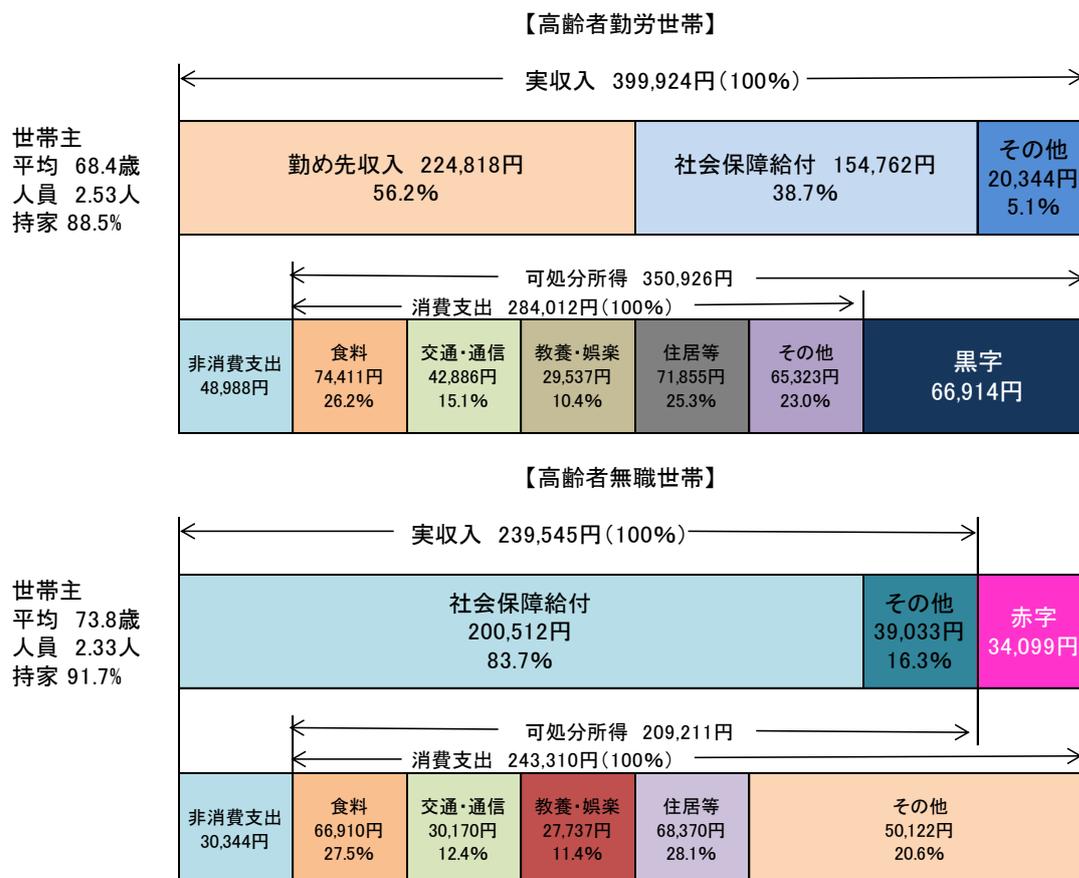
また、図表1には、2000万円不足の根拠となる高齢者世帯（世帯主が65歳以上）の月次の収支が掲載されている。これによると、収入209,198円、支出263,718円で54,250円不足し、それが30年で約2000万円というざっくりとした計算である。65歳が30年たつと95歳になるが、男性の平均寿命は81歳である。しかも平均値の差し引きとなっている。報告書のなかでは、「この毎月の赤字額は自身が保有する金融資産より補填することとなる」とあり、「赤字は資産運用によって埋める」ことが当然のような書き方になっているが、一般社会の常識では、「なるべく赤字を出さないように支出削減に努める」が、それでも、「やむを得ないときには資産から取り崩す」というべきであろう。

とにかく、報告書を提出する側からみて、大げさに騒がれたことは事実である。小泉純一郎首相が「100年安心年金」と大々的に報道されたことが、今回の問題を大きくしていることも事実であろう。

3. 高齢者世帯の収入

前述の高齢者無職世帯の収支であるが、平成27年12月16日付けの「平成26年全国消費実態調査」にも高齢者世帯の収支が掲載されている。

図表2 高齢者勤労者世帯、高齢者無職世帯の月次収支



(出所: 全国消費実態調査)

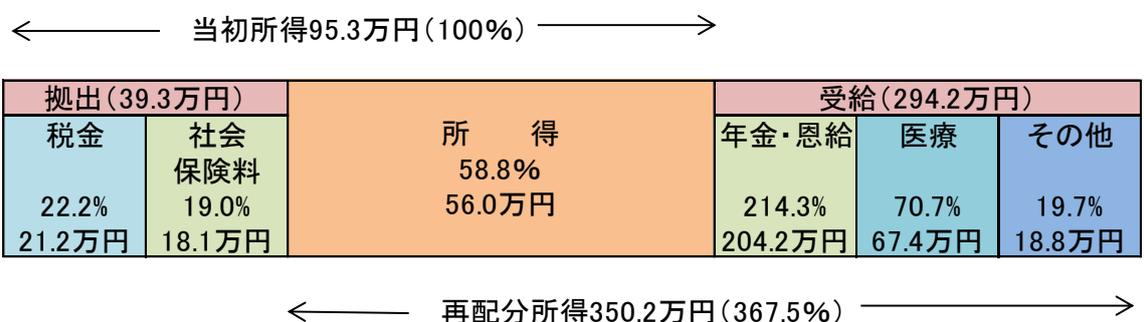
図表2には、高齢者勤労者世帯と高齢者無職世帯の月次収支が別々に掲載されている。まず、これを見ると、勤労者世帯は66,914円の黒字、無職世帯は34,099円の赤字となっており、これが、別々に掲載されている大きな理由であろう。つまり、高齢者でも勤労者世帯（世帯主が働いている世帯）は収支が黒字であるが、無職になると赤字に転落する。勤労者世帯の平均年齢は68.4歳、無職世帯の平均年齢は73.8歳となっているので、高齢者でも70歳ぐらいまでは、就労している人が多い証であろう。「高齢社会における資産形成・管理」には、高齢者の就労状況が図示されており、日本では65歳から69歳までの男性の55%、女性の34%が働いていると記述されている。いずれにしても、高齢者でも就労しているうちは黒字の収支、無職になると赤字になる。

図表2によると、勤労者世帯の月次収入は224,818円となっており、年収で2,697,816円となる。「平成29年分民間給与実態統計調査」には、高齢者の平均給与も掲載されている。それによると、65～69歳では、314万円、70歳以上になると、288万円となっている。

少し古いデータになるが、「平成26年所得再配分調査報告書」（厚生労働省）には、高齢者世帯の所得について、かなり詳しいデータがある。図表3には、当初所得および再配分所得の関係が図示されている。高齢者世帯では、当初所得は平均値で953,000円であり、その中から税金および社会保険料で393,000円拠出している。拠出した後の所得は560,000円となる。しかし、年金や恩給で2,042,000円受け取っている。さらに医療などの名目で862,000円受け取っており、再配分所得は3,502,000円となる。この再配分所得は、全世帯の平均再配分所得4,819,000円の約73%になっており、高齢者になっても、現役世代の7割程度の所得があることを示している。

このレポートのポイントは、高齢者世帯では、当初所得より再配分所得が300万円程度多く、再配分所得で十分生活できることが強調されている。つまり、現状では年金を十分払っているという主張である。

図表3 当初所得に対する社会保障の拠出と給付の関係【高齢者世帯】



4. 高齢者世帯の所得分布

「平成26年所得再配分調査報告書」には、高齢者世帯の所得分布がジニ係数で示されている。平成26年度では、当初所得0.7981、再配分所得0.3813となっている。このジ

ニ係数から、分布がある程度推測でき、図表5には、十分位階級で分布が示されている。この図表は、当初所得と再配分所得で全然分布が違うことを示している。つまり、当初所得は年金を受け取る前の所得

分布であるが、所得上位10%の世帯が全体のほぼ80%の所得を得ており、非常に偏っている。高齢者世帯の当初所得の平均値は95万円であるが、そのほとんどの所得は所得上位10%の世帯で得られており、所得上位10%の世帯の当初所得の平均値は760万円となる。この所得は、日本全体の勤労者の所得としても高所

（単位：万円）
図表4 十分位階級による高齢者世帯の平均所得

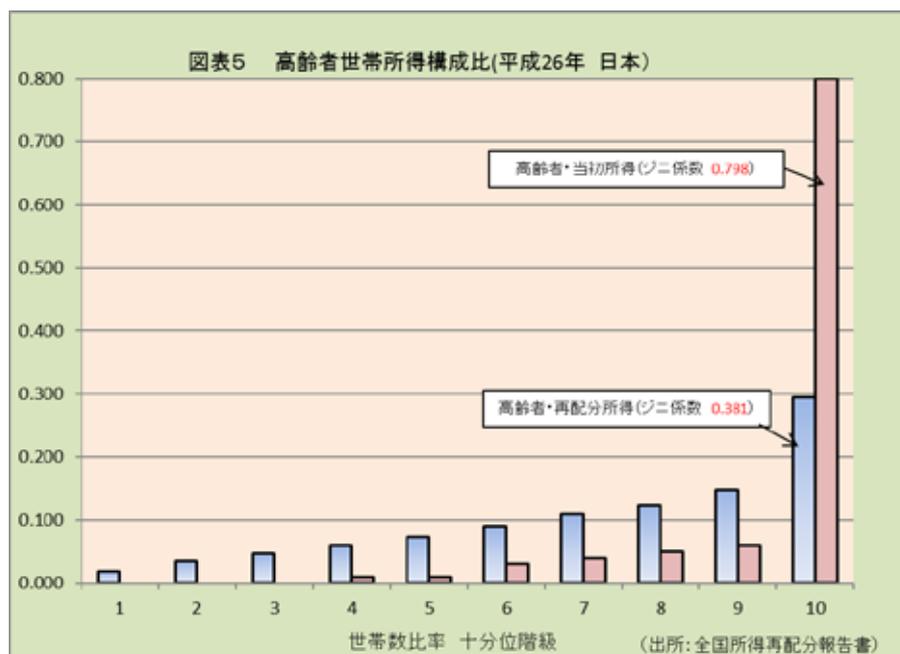
	再配分所得	当初所得
第10十分位	1,050	760
第9十分位	518	57
第8十分位	434	48
第7十分位	382	38
第6十分位	315	29
第5十分位	259	9
第4十分位	210	9
第3十分位	165	0
第2十分位	123	0
第1十分位	67	0

（出所：全国所得再配分報告書）

得といえよう。また、おそらく半分の世帯には、当初所得がない、つまり、年金だけの収入となっていることが伺える。高齢者世帯については、ごく一部が非常に高い所得を得ていることを示している。

再配分所得の分布は、偏った分布ではなく、ジニ係数も0.381と格差が比較的少ない状態であるが、所得下位10%の世帯では、その収入は平均67万円となっており、生活の実態は非常に苦しいものであろう。

2018年9月現在、65歳以上は3500万人で全体の約30%を占める。高齢者の世帯数としては、約1500万世帯と推定され、十分位のひとつの階級には150万世帯が属する。



高齢者世帯の半分以上の世帯が年金の収入だけで生活しているものと推測される。一方、高齢者世帯のうちでも、第10十分位の1階級（収入のトップ10%）は1000万円以上の収入があり、裕福な生活を送っているものと推測される。

5. 公的年金の給付状況

「2000万円不足」の根源は、将来の年金不安にある。つまり、現状でも年金だけで生活するのは難しいと言われているのに、その年金さえ、将来に渡って満足に払われるとは限らないという漠然とした不安である。

図表6には、最近の公的年金（厚生年金・国民年金）の受給者数、被保険者数、年金総額、平均額の推移があるが、被保険者数/受給者数が徐々に小さくなっているのに対し、年金総額は少しずつ増えてきている。「国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し（平成26年財政検証結果）」によると、労働力人口（被保険者数）と65歳以上人口（受給者数）の比率は、現在の1.7近辺から2060年ごろには1.0近辺になるとされている。つまり、現在は受給者1人に対し被保険者が1.7人に対し40年後ぐらいには、その比率が1対1になることを示している。この比率は徐々に小さくなっていくと見られ、公的年金財政は、ますます厳しくなっていくとされる。

図表6 公的年金の状況

	公的年金受給者数 (万人)	公的年金被保険者数 (万人)	被保険者数/ 受給者数	公的年金総額 (億円)	公的年金平均 (万円)
2013年度	3,950	6,718	1.70	528,436	133.78
2014年度	3,991	6,713	1.68	534,031	133.81
2015年度	4,025	6,712	1.67	545,504	135.53
2016年度	4,010	6,731	1.68	548,355	136.75
2017年度	4,077	6,733	1.65	554,108	135.91

(出所：厚生年金保険・国民年金事業の概況)

図表7には、公的年金財政の長期的見通しを示されている。これは、平成26年度（2014年度）に行った年金財政の検証である。2110年度（当時の96年後）までの見通しとなっているが、この見通しには前提条件がある、つまり物価上昇率2.0%、賃金上昇率2.3%、運用利回り3.4%、経済成長率3.4%である。ここで目を引く数字は、2090年度の年度末積立金1713兆円である。現在の積立金170兆円程度なので、85年で10倍になるという意味ではあるが、3.4%で85年運用すると、17倍になる。運用収入を少しずつ吐き出しているの10倍程度になったという計算である。2110年度の保険料収入741兆円、支出862兆円と今からするとすごく大きな数字ではあるが、名目の経済成長率が3.4%という前提では、GDPは1京円を超える。つまり100年後の未来はあまり想像がつかない。また、2065年の人口は8200万人程度と予測されているが、そのペースで減少が続くと、5~6000万人程度か。100年後の65歳以上の人口は2000万人以下となり、2110年度の年金支給額が862兆円とすると、単純計算で1人4300万円程度の年金支給とな

る。現在の平均年金支給額は130万円程度なので、約30倍となる。

一番右の欄には、所得代替率が掲載されているが、結論として50%程度で下げ止まっている。この率が「100年安心年金」の根拠となっている。

図表7 厚生年金の財政見通し

	収入合計				支出合計	収支 差引残	年度末 積立金	所得 代替率
	兆円	兆円	兆円	兆円				
2014年度	42.5	30.5	2.3	9.5	46.6	-4.1	172.5	62.7
2015年度	45.1	31.7	3.2	9.9	48.0	-2.9	169.6	62.0
2016年度	47.3	33.2	3.6	10.2	49.2	-1.8	162.8	61.4
2017年度	49.8	34.8	4.3	10.4	50.2	-0.5	167.3	60.9
2018年度	52.3	36.3	5.1	10.6	51.2	1.1	168.4	60.6
2019年度	54.7	37.8	5.9	10.8	52.1	2.7	171.1	60.3
2020年度	57.2	39.3	6.7	11.0	53.1	4.1	175.2	60.1
2030年度	86.4	57.6	15.3	13.4	66.6	19.7	183.8	57.2
2040年度	122.6	76.9	27.3	18.4	98.8	23.9	530.9	50.9
2050年度	169.1	102.5	40.9	25.7	141.3	27.8	792.6	50.9
2060年度	229.8	137.0	56.5	36.2	199.1	30.7	1,090.5	50.9
2070年度	302.4	180.8	72.1	49.6	274.4	28.0	1,384.5	50.9
2080年度	388.7	237.3	84.7	66.8	370.9	17.7	1,618.5	50.9
2090年度	492.7	314.5	90.1	88.1	491.2	1.5	1,713.3	50.9
2100年度	613.0	414.6	82.0	116.4	651.3	-38.3	1,538.7	50.9
2110年度	741.0	544.6	42.2	154.2	862.3	-121.2	741.0	50.9

(出所: 国民年金及び厚生年金に係る財政の現況及び見通し)

6. おわりに

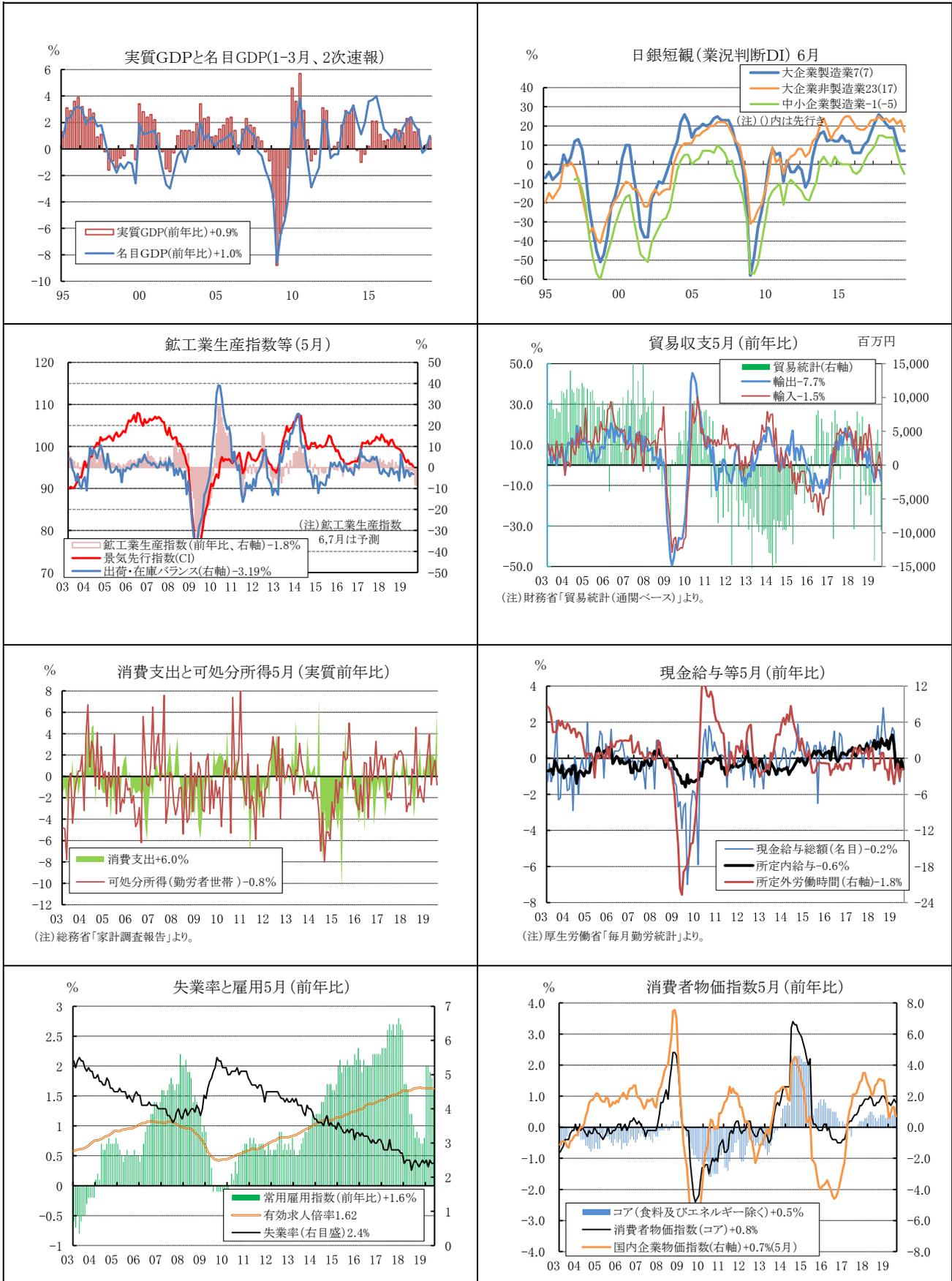
今回の「老後は2000万円不足」が大々的に報道されたのは、「老後の資金が不安、年金だけでは不十分」と感じている人が多いということであるが、それはやはり格差（年収、金融資産）が大きくなったことが根本にあると思われる。

高齢者世帯での当初所得と再配分所得のジニ係数が大きく違い、厚生労働省は「高齢者世帯での平等性は大きく向上している」と主張したいのであろうが、高齢者の貧困世帯は多いのが現状といわざるを得ない。

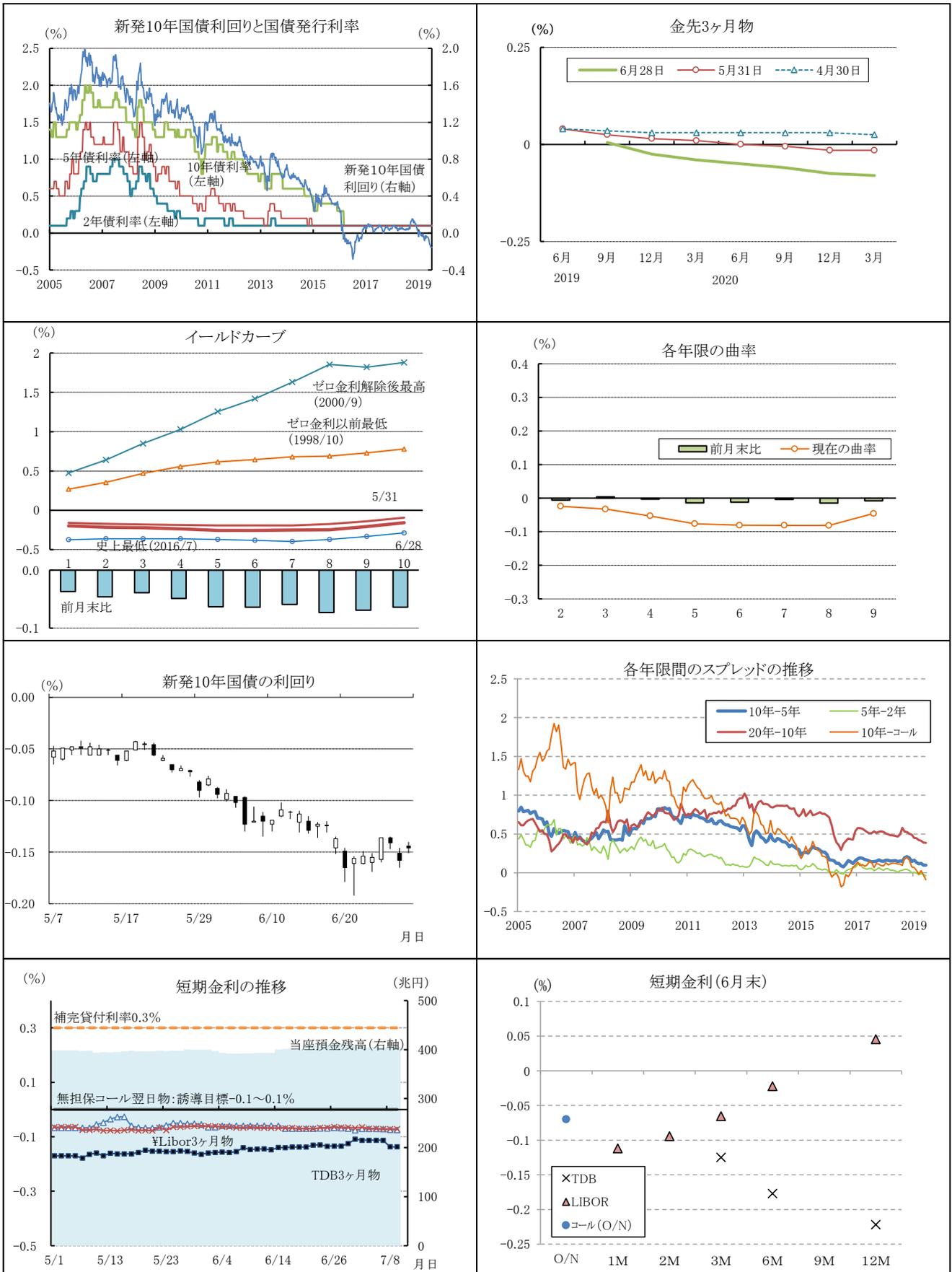
現状の日本では、これ以上格差を縮めることは難しいであろう。現状、3500万人に55兆円支払っている。再配分所得が低いほうから30~40%程度の高齢者世帯は、年収が200万以下であり、健康で文化的な生活を営むのは難しいといわざるを得ない。かといって、収入が低い世帯にこれ以上補助金を支払うのは、生活保護詐欺のような犯罪を助長させかねない。また、行政コスト上昇の要因にもなりうる。

諸外国を見てみると、米国・中国の2大経済大国は、日本よりも貧富の格差が大きいと思われる。現状の資本主義社会で、この2大経済大国のように大幅な経済成長を達成すると、貧富の格差はさらに拡大することになるだろう。

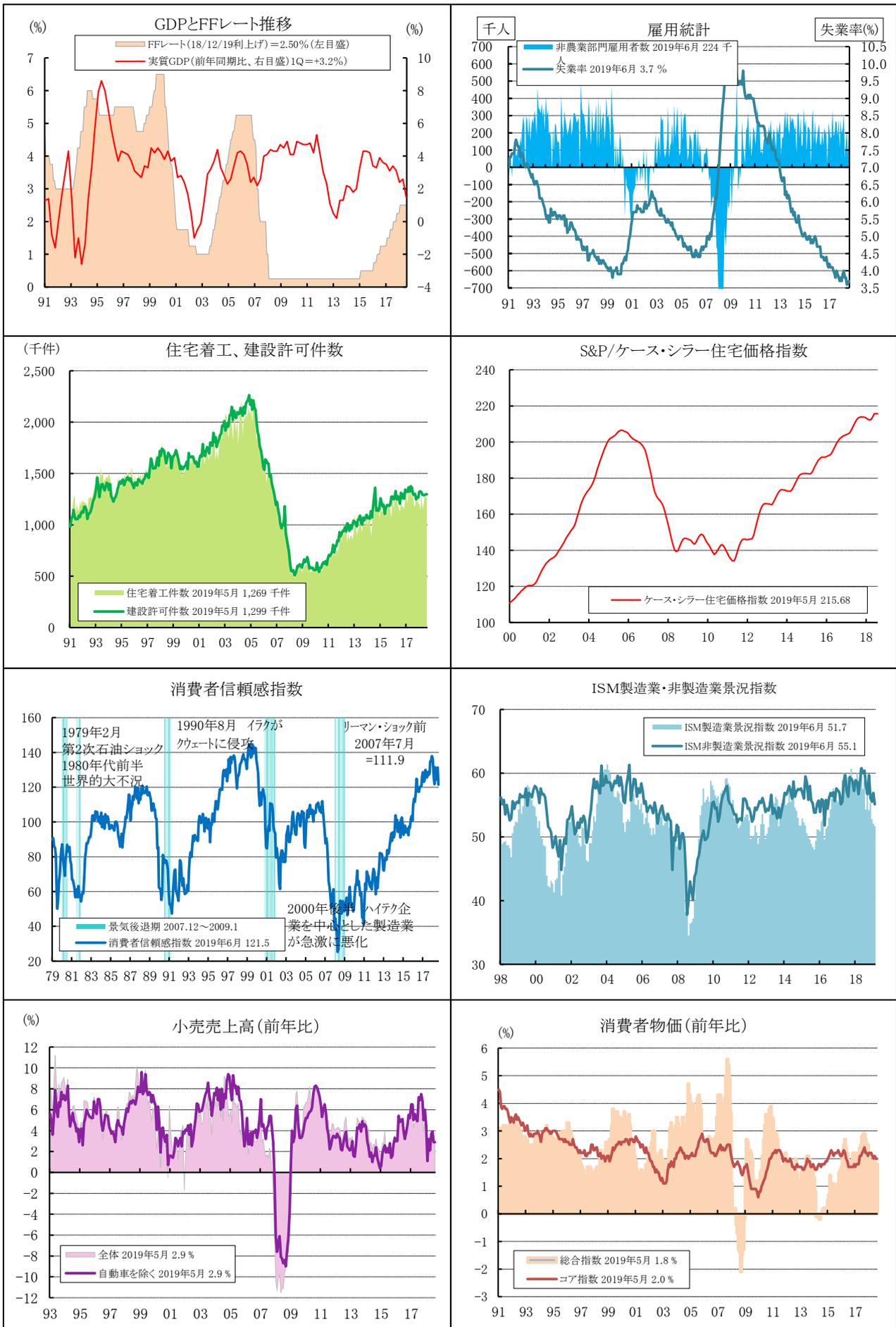
日本 マクロ経済



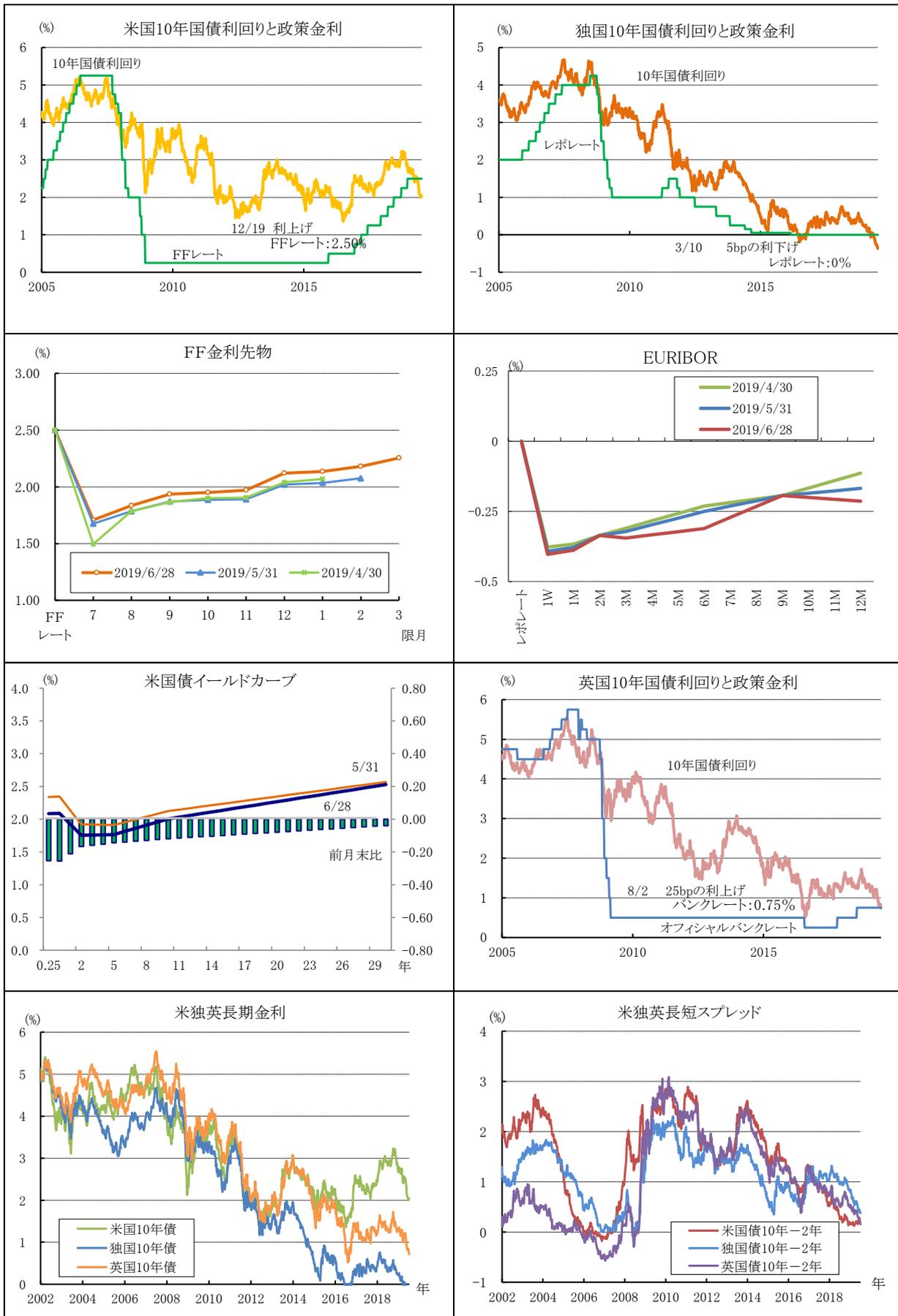
日本 短期・債券市場



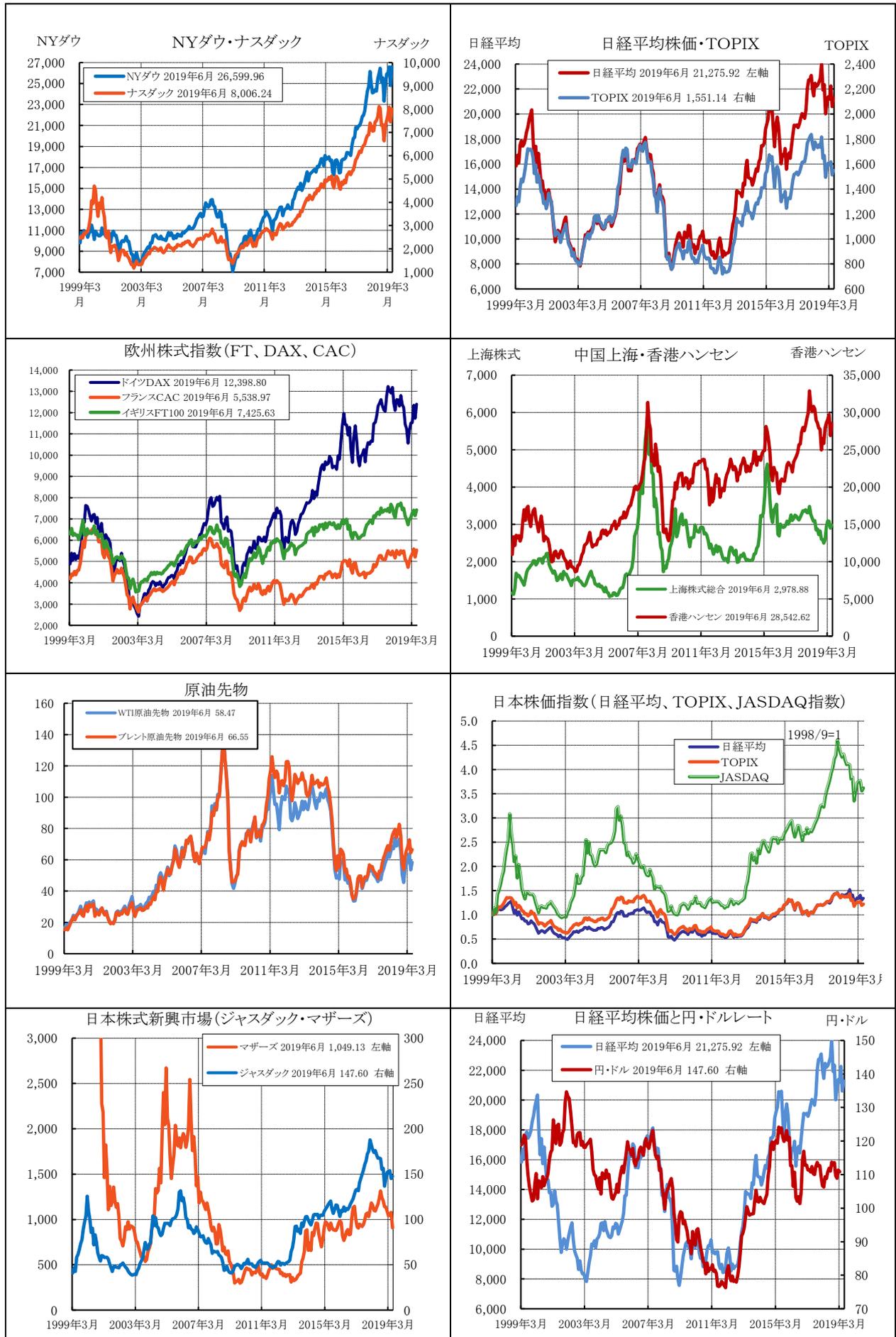
海外 マクロ経済



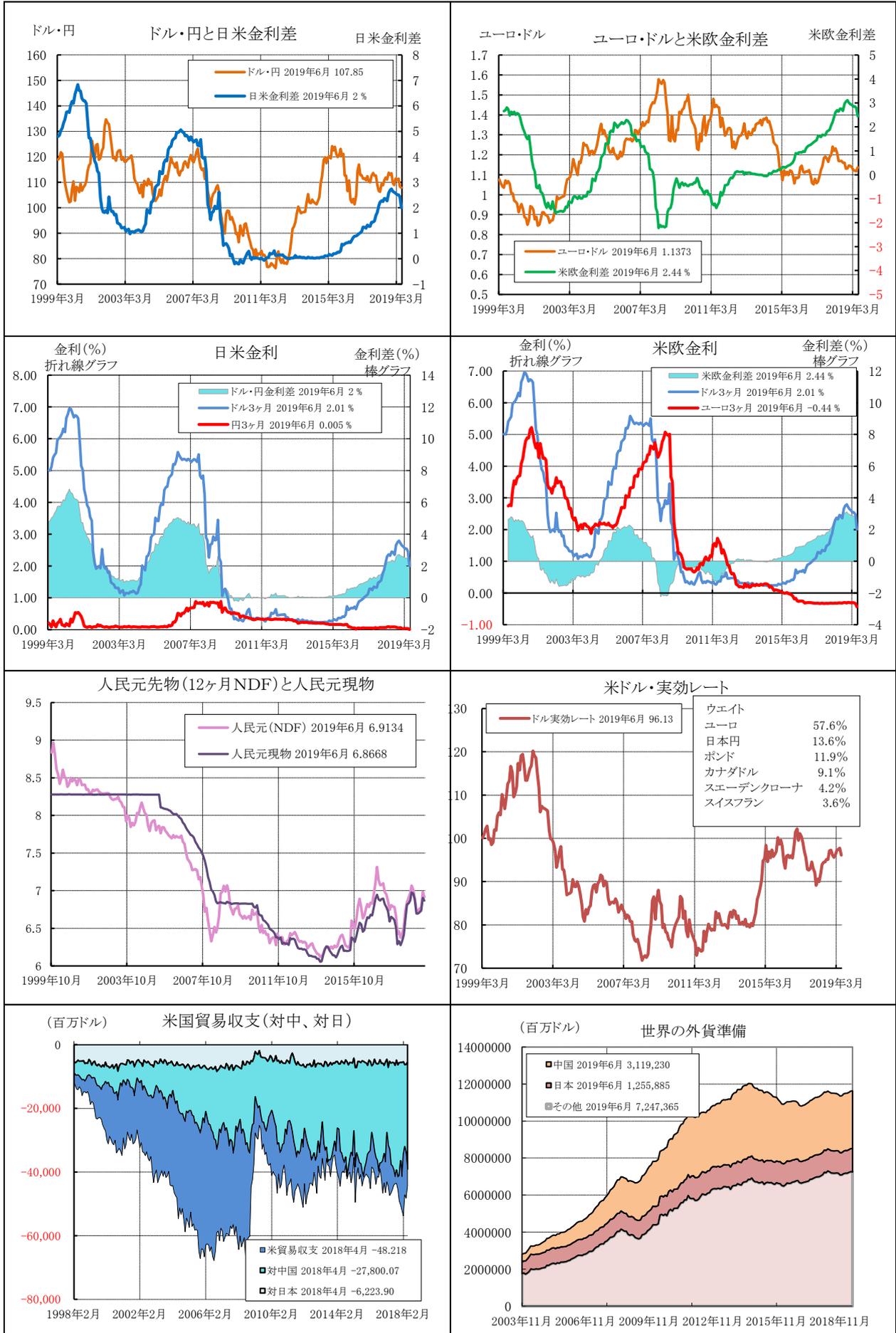
海外 債券市場



株式市場



為替市場

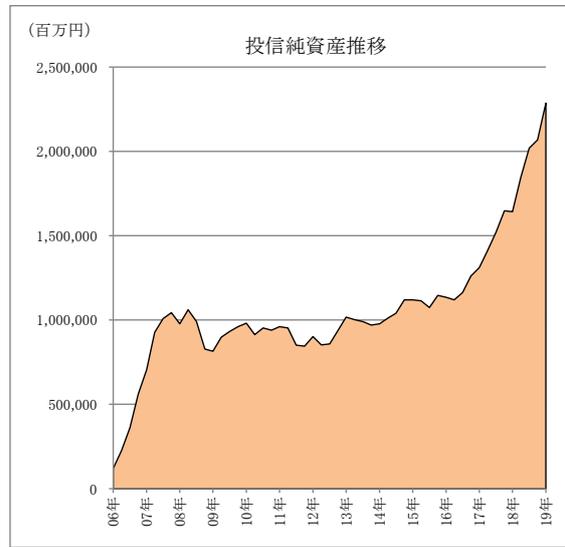
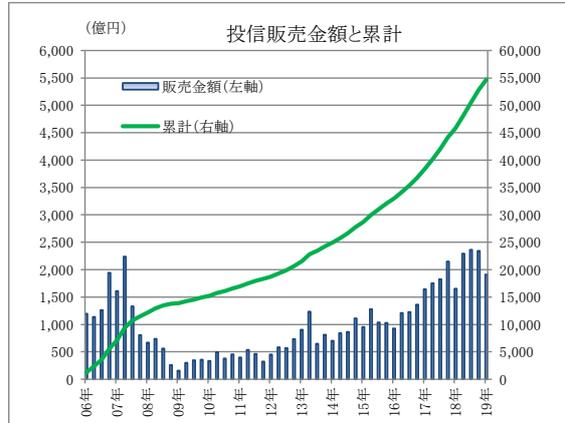


ゆうちょ関連データ

投資信託

<ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況>

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年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
2014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
2015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	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1-3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	-	-
2018年4-6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年7-9月	547,000	236,300	969,000	2,019,200
2018年10-12月	622,000	234,300	1,024,000	2,067,600
2019年1-3月	653,000	191,100	1,062,000	2,285,900
2018年度累計	2,303,000	891,000	-	-
累計	18,487,022	5,471,132	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 配分金実績・基準価格・純資産

(単位: 百万円)

分類	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.7.8)	純資産 (2019.7.8)	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.7.8)	純資産 (2019.7.8)	ファンド名	配分金実績 (過去1年)	基準価格 (2019.7.8)	純資産 (2019.7.8)
国内株式	JP日米バランス②	60円	10,029	3,612	eMAXIS 新興国株式①	なし	15,293	32,290	Navio南アフリカ債券②	540円	7,336	301
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	60円	11,013	96,422	ビクテグローバル株式②	570円	3,075	715,931	Navioブラジル債券②	360円	7,292	116
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	60円	11,720	125,628	ビクテグローバル株式①	なし	17,902	15,883	Navioインド債券②	600円	10,364	263
	JP4資産バランス(成長)⑥	60円	12,382	49,370	JPM北米高配当①	なし	12,828	44	三菱UFJ欧州債券②	120円	10,208	1,016
	リク動期世界8資産⑥	60円	10,362	116,067	新光世界インフラ株式②	670円	15,048	43	同(為替ヘッジなし)②	60円	8,594	18
	東京海上・円資産②	360円	11,405	604,159	グローイング台湾株式②	なし	9,414	119	ビムグローバル債券②	480円	12,656	15
	東京海上・円資産①	なし	11,294	186,079	ニューライフカナダ株式②	なし	10,096	2,360	同(為替ヘッジあり)②	480円	8,424	16
	野村資産設計2015②	100円	11,113	846	グローイングブラジル株式②	300円	13,134	56	メキシコ債券オープン②	480円	5,515	41,997
	野村資産設計2020②	5円	11,391	831	野村ヨーロッパB②	なし	8,906	5,794	インドネシア債券②	480円	7,940	28
	野村資産設計2025②	5円	11,658	925	エマージング好配当①	170円	8,926	21	アジアハイイールド債券②	1200円	5,338	386
	野村資産設計2030②	5円	11,947	844	JPM医療関連株式④	なし	9,528	54,398	同(為替ヘッジなし)②	1800円	7,898	842
	野村資産設計2035②	5円	11,845	587	ビクテプレミアムファンド④	150円	13,095	20,557	USストラテジックA②	240円	8,734	2,186
	野村資産設計2040②	10円	11,764	1,148	セゾン資産形成の達人①	なし	21,803	79,051	同(為替ヘッジなし)B②	640円	7,974	11,645
	野村資産設計2045②	5円	20,859	149	オーストラリア好配当②	720円	7,531	86	短期ハイイールド債券(ヘッジあり)	なし	9,952	784
	野村資産設計2050②	10円	11,684	226	ニッセイ日本債券②	120円	9,625	17,537	新興国ハイイールド債券A②	240円	6,456	421
	HSBCワールド(安定)①	60円	10,534	30,440	eMAXIS 国内債券①	なし	11,788	13,026	新興国ハイイールド債券B②	440円	7,653	347
	HSBCワールド(安定成長)①	70円	10,964	46,784	Navioマネーボール②	なし	10,002	5	ビムコハイインカム②	240円	7,172	70,912
	HSBCワールド(成長)①	10円	11,819	21,219	日興五大陸債券②	300円	8,169	52,538	同(為替ヘッジ付き)②	310円	8,178	2,510
	野村6資産(安定)⑥	180円	12,155	77,583	タイ成長国セレクト債券②	なし	9,829	499	DIAMアジアソブリン債券②	なし	9,451	190
	野村6資産(分配)⑥	180円	10,200	118,584	タイ成長国セレクト債券①	なし	9,829	499	欧州ハイイールド債券②	480円	9,107	7,149
野村6資産(成長)⑥	180円	12,846	36,085	野村米国ハイイールド②	500円	8,354	18,884	同(為替ヘッジなし)②	960円	10,409	9,535	
スマートファイブ②	480円	9,956	326,855	同(為替ヘッジあり)②	300円	8,571	2,649	三菱UFJバランス②	230円	9,070	4	
スマートファイブ①	なし	12,825	42,739	野村米国ハイイールド①	なし	12,662	907	同(為替ヘッジなし)②	240円	8,881	3	
セゾン・ハンガード①	なし	14,947	184,291	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,970	225	三菱UFJバランス①	なし	10,054	4	
日本配当追求株②	なし	9,523	9,897	エマージング・ソブリン②	540円	7,413	24,481	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,877	3	
大和インデックス225①	260円	15,970	31,096	同(為替ヘッジあり)②	480円	8,494	21,611	MHAMリート②	960円	10,881	22,025	
SMTAM JPX日経400②	なし	12,836	2,188	エマージング・ソブリン①	なし	14,737	942	DIAM世界リート②	600円	3,539	211,533	
GS日本株式②	330円	9,441	5,607	同(為替ヘッジあり)②	なし	12,203	407	ダイワUS-REIT②	720円	7,348	5,510	
日本株式SRI①	なし	8,604	2,108	DWSグローバル公益債券②	240円	9,114	69,977	ダイワUS-REIT①	500円	2,983	548,002	
フィデリティ日本配当④	340円	9,293	6,692	同(為替ヘッジなし)②	480円	10,249	15,153	ダイワUS-REIT(ヘッジあり)①	なし	15,210	272	
eMAXIS TOPIX②	なし	20,795	19,912	DWSグローバル公益債券①	なし	11,225	6,453	同(為替ヘッジなし)②	なし	18,956	3,239	
三菱UFJ日本優良株①	なし	9,404	2,397	同(為替ヘッジなし)①	なし	12,324	1,400	eMAXIS 国内リート①	なし	31,497	12,691	
JPXジャパンプライム④	なし	11,872	95	三菱UFJ米高格付債券②	120円	9,027	984	eMAXIS 先進国リート②	なし	29,151	10,241	
新光日本小型株①	1000円	16,867	16,225	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,966	476	ニッセイ世界リート②	1440円	5,286	68,366	
生活基盤関連株式①	80円	13,509	2,036	同(為替ヘッジあり)②	なし	13,132	5,848	ニッセイ世界リート①	なし	14,389	555	
世界株配当追求株②	20円	9,298	1,088	高金利先進国債券②	480円	4,745	132,898	アジアリートオープン②	240円	15,818	226	
SMTAM NYダウ①	なし	17,336	4,755	高金利先進国債券①	10円	16,676	10,023	フォーシーズン②	240円	6,116	2,670	
日興五大陸株式④	570円	10,647	16,926	eMAXIS 先進国債券①	なし	13,529	12,613	ステートストリートゴールド①	なし	6,665	1,128	
DIAM好配当株式②	1560円	9,013	22,819	eMAXIS 新興国債券①	なし	13,132	5,848	ビムコUSハイインカム②	360円	8,396	1,174	
新光ササアシア株式②	20円	10,977	2,971	Navioオーストラリア債券②	180円	10,783	297	同(為替ヘッジなし)②	900円	7,540	6,613	
米国成長株オープン①	2019円	9,873	744	Navioカナダ債券②	60円	10,798	234					
eMAXIS 先進国株式①	なし	27,720	39,395	Navioトルコ債券②	350円	3,391	556					
合計												4,722,948

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ①毎月決 15293 32290

< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

(単位:億円)

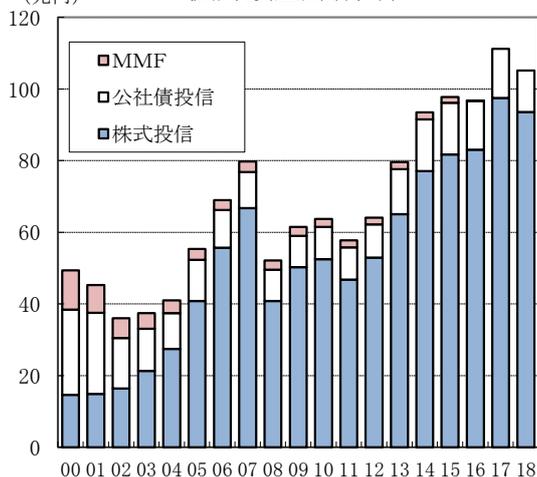
タイプ 末	株式投信 追加型							計	公社債投信				証券投信計	
	単体型	毎月決算型	ファンドオブプロパティ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計		単体型	追加型	うち			計
											うちMRF	うちMMF		
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	0	137,594	1,200,486
2018年12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	0	116,040	1,051,592
2019年12月	6,345	235,853	240,967	469,462	370,124	12,363	1,002,215	1,008,559	40	117,465	110,649	0	117,505	1,051,592
3月	7,278	235,553	240,465	474,264	373,693	12,628	1,007,913	1,015,191	39	115,538	108,791	0	115,577	1,095,747
4月	7,366	234,378	241,494	492,470	391,131	12,780	1,028,634	1,035,999	39	117,686	111,009	0	117,726	1,153,726
5月	7,176	227,814	234,090	463,499	364,226	12,595	980,239	987,415	39	117,678	111,043	0	117,718	1,105,133

< 契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況 >

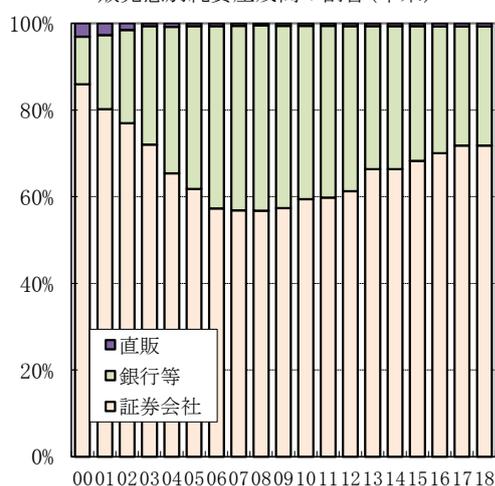
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2017年12月	814,318	74.5%	288,865	24.7%	8,987	0.8%	1,111,919	100%
2018年12月	778,895	71.8%	264,738	27.5%	7,963	0.7%	1,051,596	100%
2019年1月	812,882	74.2%	274,518	25.1%	8,352	0.8%	1,095,752	100%
2月	837,840	74.1%	279,580	25.1%	8,651	0.8%	1,126,072	100%
3月	840,265	74.3%	281,842	24.9%	8,667	0.8%	1,130,775	100%
4月	863,121	74.1%	281,702	25.1%	8,964	0.8%	1,153,787	100%
5月	821,982	74.4%	274,803	24.9%	8,347	0.8%	1,105,132	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	貯蓄貯金						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
		活 振替貯金	活 通常貯金	活 貯蓄貯金	活 定期貯金	活 定期貯金	活 特別貯金					
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	98,824	1,342	1,883,012	
2010年3月	1,757,976	75,977	439,398	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	1,360	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	1,843,497	
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	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	3,368	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	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	1,965,490	
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	1,955,478	
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,977,887	
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,602	1,991,174	
2019年3月	1,809,991	161,435	621,576	4,056	70,963	938,308	12,524	1,125	24,734	129,575	1,976,196	

＜貸借対照表(資産の部)＞

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の資 産等	資産合計
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,377	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	26,675	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

＜損益計算書＞

(単位:百万円)

年月	経常収益	うち資金運 用収益	うちその他 収益	経常費用	うち資金調 達費用	うち営業経 費	うちその他 費用	経常利益	当期純利益
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,639
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264
2017年4月 - 2018年3月	2,044,940	1,502,747	542,193	1,545,286	331,781	1,042,970	170,535	499,654	352,730
2018年4月 - 2019年3月	1,845,413	1,357,775	487,638	1,471,434	347,157	1,036,400	87,877	373,978	266,189

＜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	48,921	▲8,345	175,103,330	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	4,738,124
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	2,915,418
2019年3月	58,356,567	1,923,234	5,850,490	50,706	9,574,857	109,107	62,851,247	829,600	137,484,544	2,921,775

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

年月	日本円		米ドル		ユーロ		その他		合計
	時価	構成比	時価	構成比	時価	構成比	時価	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573				

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
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	
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110		0	
2018年3月	4,162,251	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671		0	
2019年3月	3,990,780	1,122,266		2,141,784	1,195,685					

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

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

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

(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	リスクウエ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	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	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	2,138,185	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	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	134,826	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,938,262	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596	394,706
2018年3月	2,320,979	890,901	13,459	1,419,814	5,611	4,652	475,734	1,609,895	43,520	133,394	57,344	490,280
2019年3月												

(注1) 機構とは(株)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)					リスクアセット等(E)	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)		
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得					
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	8,852,495	5,406,131	3,372,115	92.09%	92.08%	
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	9,141,313	5,806,212	3,314,114	91.62%	91.61%	
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	11,510,909	8,010,265	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	12,958,826	9,394,189	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	13,846,024	10,212,098	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	16,553,324	13,482,628	3,070,695	56.81%	56.81%	
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	21,533,490	18,490,222	3,043,268	38.42%	38.42%
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	27,321,529	29,253,213	2,965,316	26.38%	26.38%
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	26,738,779,806	35,906,558	2,873,248	22.22%	22.22%
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	50,343,515	47,573,471	2,768,805	17.42%	17.42%
2019年3月	8,844,213	3,500,000	4,296,285	2,477,878	▲ 1,300,926		56,033,562	53,334,010	2,699,551	15.78%	15.78%

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。
(注2) 2009年3月および2010年3月のリスクアセット等、資産(オン・バランス項目)、オフバランス項目、自己資本比率、およびTier1比率の数字は、2011年5月に訂正されている。

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

注：この資料は特定の売買を推奨するものではありません。
この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品