

ゆうちょ資産研レポート

2022年 6月号
6・10・2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
転換点が近づくグローバル金利環境	
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	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
景気回復を後押しする3つの「伸びしろ」	
株式会社大和総研 エコノミスト 小林 若葉	
マーケット・アウトLOOK (1)	13
日銀 YCC 効果で見えにくい長期金利の適正水準を巡る考察	
三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 石井 純	
マーケット・アウトLOOK (2)	19
主要国の長期金利見通し	
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠	
資産研コーナー	25
ゆうちょ銀行2021年度 (2022年3月期) 決算について	
ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久	
統計データ集	29
ゆうちょ関連データ	33

2022.6

ファンダメンタル・アナリシス (1)

転換点が近づくグローバル金利環境

野村証券株式会社 経済調査部
チーフエコノミスト 美和 卓

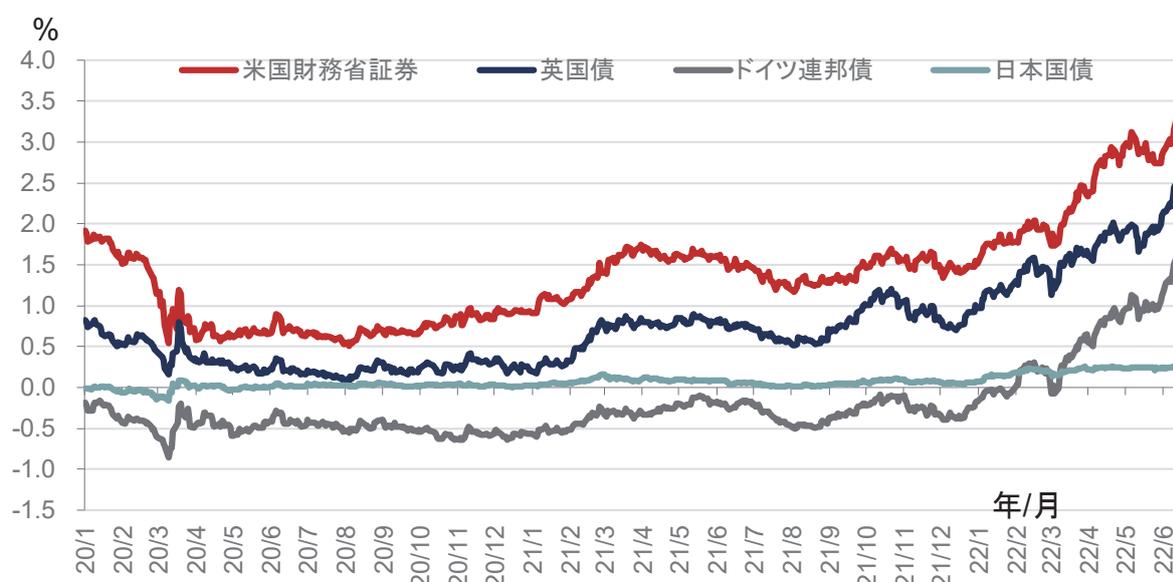


【ウクライナ紛争後に進んだ市場金利上昇】

先進主要地域の国債市場では、22年3月以降、利回り全般の上昇が加速した（図表1）。同2月24日のロシア軍ウクライナ侵攻により、ウクライナ紛争が勃発したこと、一般的に国際紛争勃発などの地政学リスク増大は市場においてリスク回避を加速させ、安全資産とみなされる国債の利回り低下に繋がるケースが多いことを踏まえるとやや不可解な反応とも言える。

ウクライナ紛争は、紛争そのものや対ロシア経済・金融制裁により、両国が世界市場で大きなシェアを持つエネルギー、一次製品の供給に不安を生じさせ、市況の上昇を通じてインフレ懸念を高めるものである。加えて、3月のFOMC（連邦公開市場委員会）に向け、米FRB（連邦準備制度理事会）はタカ派色を強めていった。結果的に、3月FOMCはFRBによる利上げ開始のタイミングとなっただけでなく、それ以降のFOMCにおいて0.5%ポイントないしは0.75%ポイント幅での利上げが行われるのではないかとの思惑を市場において浮上させる契機ともなった。のちに公表されたFOMC議事要旨では、ウクライナ紛争さえなければ3月の利上げ幅は0.25%ポイントではなく0.5%ポイントとなっていた可能性が示唆されていた。

図表1 先進主要4地域の10年国債利回り推移



出所：ブルームバーグ資料より野村作成

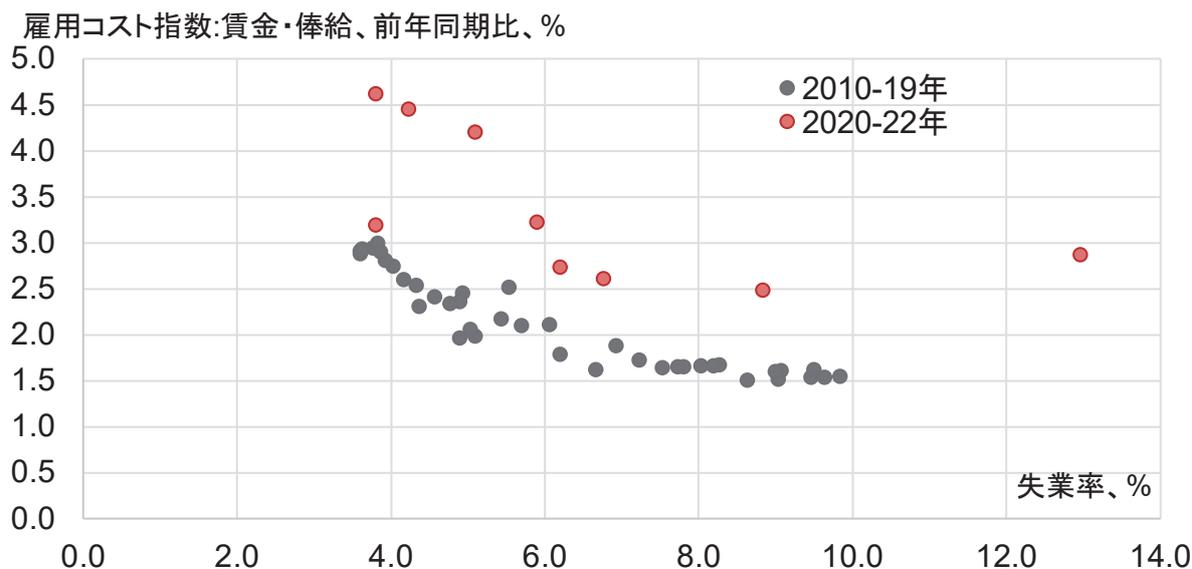
【FRB タカ派化傾注の背景】

FRBが急激にタカ派色を強めた背景には、FRBが当初一時的とみていたインフレの加速が想定外に長期化した

実態があるだけでなく、FRB 自身がインフレの長期化を招来するような構造変化が生じているとの認識、確信を強めたことがあると考えられる。FRB の変心を促した構造変化として、(1) 米国雇用・労働市場の構造変化、(2) 長期インフレ期待の上方シフト、が挙げられる。

米国では、新型コロナウイルス感染症（以下、コロナ）禍において一旦失職した労働者が、感染症収束による経済活動再開後も復職せず、労働参加率の回復が鈍いという問題が指摘されている。結果として、コロナ前後において失業率が同水準であっても、労働需給はコロナ後の方が著しく逼迫した状態となり、賃金上昇率を大きく加速させている。こうした状況の下で、インフレ率と賃金上昇率が相乗的に加速する結果が生じていると考えられる（図表 2）。

図表 2 米国賃金版フィリップス曲線



出所：米国労働省、商務省資料より野村作成

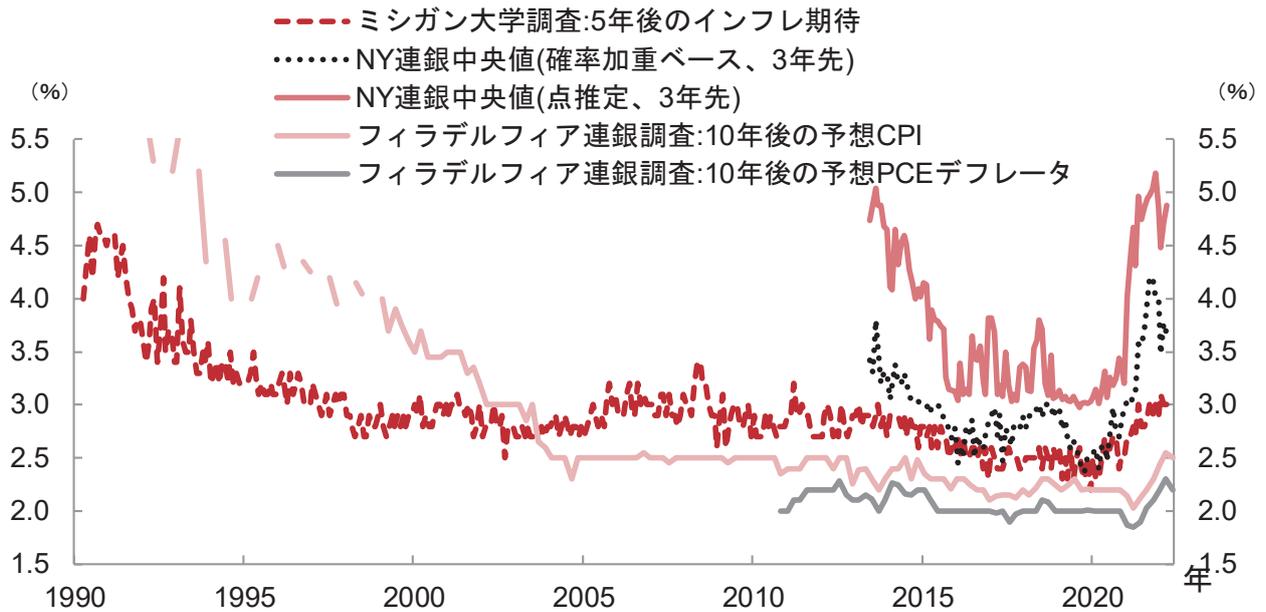
長期期待インフレは、近年、各地域中央銀行がインフレ目標を明示した政策運営を行う下で、目標値に近い水準で安定的に推移させることに腐心してきた重要な指標であると考えられている。現実のインフレ率が、長期期待インフレに収斂する傾向を有するとされるためである。米国では、コロナ禍からの経済活動再開過程において生じたインフレの加速の結果、長期期待インフレが押しなべて上方シフトしており、FRBとしても看過できない状態に至ったと判断されている可能性がある（図表 3）。

【根強いインフレ抑制姿勢を保つ FRB】

パウエル議長をはじめとする FRB 関係者は、5 月 FOMC 以降、一転して 0.75%ポイントの利上げに対する意欲やその必要性に関し否定的な姿勢を表明しはじめた。しかし、こうした姿勢変化は、金利急上昇やそれに対する懸念を背景として生じた株価の調整など、金融市場におけるリスク回避傾向に配慮したものに過ぎず、インフレ高止まりに繋がる構造変化に対する認識や、本質的なインフレ抑制姿勢が変化したとみるのは早計であると考えられる。

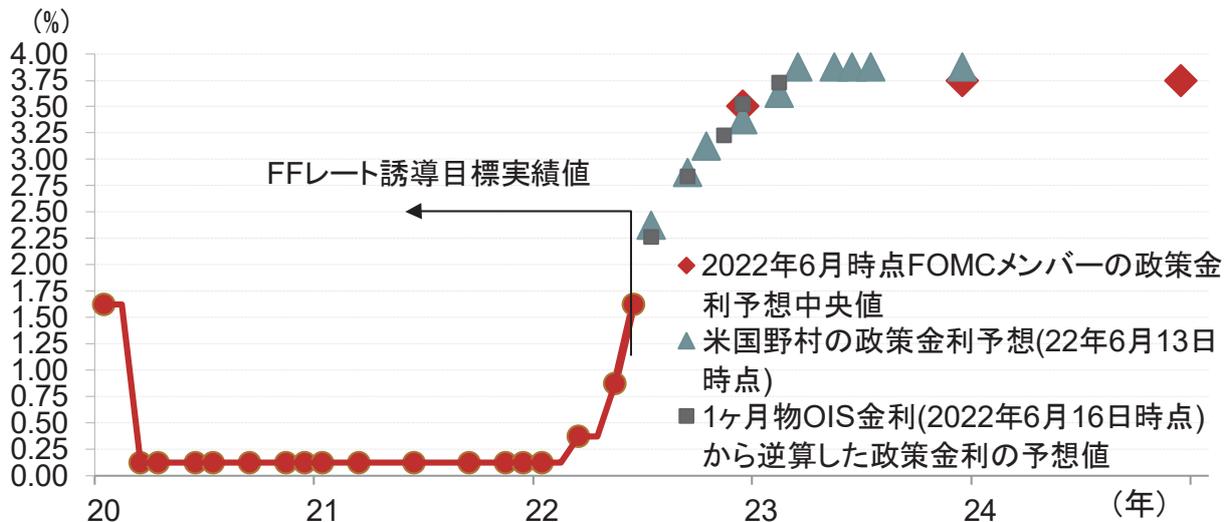
6 月 FOMC 後の記者会見においてパウエル FRB 議長が当面の利上げ幅は 0.5 ないし 0.75%ポイントが適切と明言したことが示唆する通り、FRB が速やかかつ大幅な利上げを通じて、インフレの抑制を図り続ける可能性は依然として高いと考えられる。一般に、金融政策を通じてインフレ抑制を図るためには、実体経済を過熱も抑制もさせないとされる中立金利の水準を超えるレベルに現実の政策金利を引き上げる必要があると考えられる。6 月 FOMC で公表された資料によれば、中立金利に相当すると考えられている「政策金利の長期均衡水準」に関する FOMC 参

図表 3 米国の主要長期期待インフレ指標



出所 ミシガン大学、フィラデルフィア連銀、ニューヨーク連銀資料より野村作成

図表 4 米国政策金利に関する予想



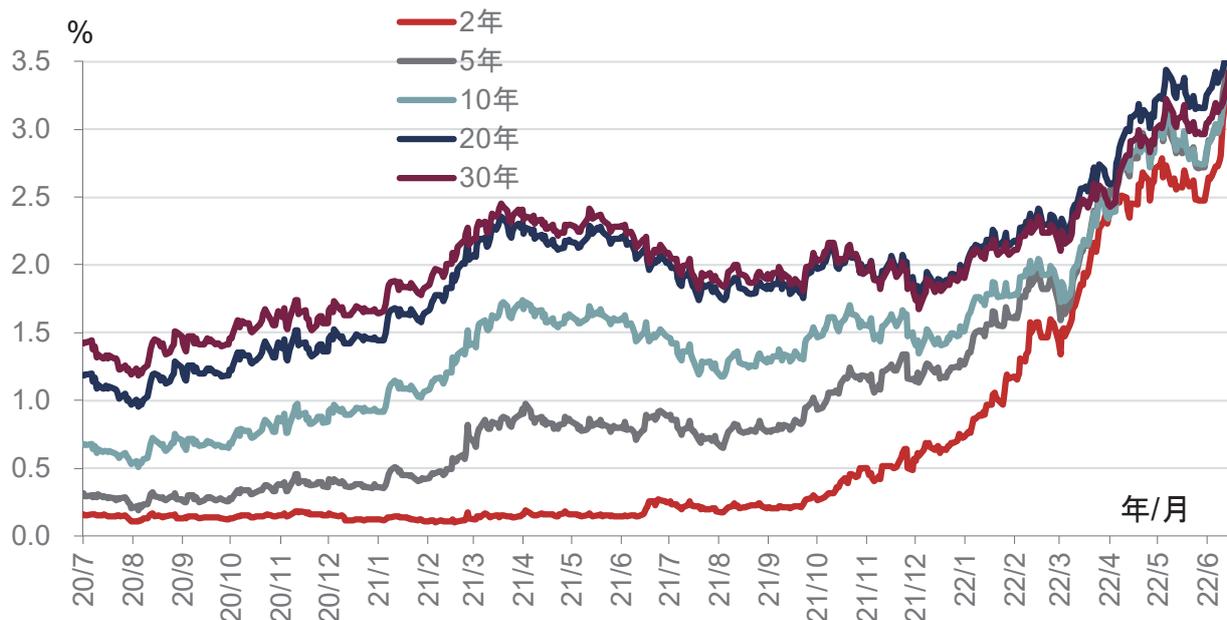
出所：米FRB（連邦準備制度理事会）、ブルームバーグ資料より野村作成

加者見通しの中央値は、2.375%であった。インフレの高止まりやその長期化を踏まえ、この水準自体が今後上昇する可能性もあるが、FRBは比較的速やかにこの水準を超えるところまで政策金利を引き上げようとするのが妥当であろう。米国野村は、2023年にかけて、FF（フェデラルファンド）金利誘導目標水準が、3.875%を中心とするレンジまで引き上げられるとの予想を維持している（図表4）。

【5月前半に生じた市場金利低下の背景】

上述のように、FRBがタカ派色を薄めたと市場が解釈したことは、市場金利の動向にも相応に影響を及ぼしたと考えられる。5月初旬以降、米国市場金利は一転して反落した。市場金利低下の理由については、株価下落と連動

図表 5 年限別米国財務省証券利回り



出所：ブルームバーグ資料より野村作成

したリスク回避色の強まりの反映、米国、世界経済のリセッション（景気後退）懸念の台頭など、さまざまな解釈が可能である。図表 5 で年限別に米国債利回りを確認すると、目先の金融政策の動向に対する期待を強く反映する傾向のある 2 年債など比較的短い年限の金利が他の年限とほぼ並行して低下している点で、FRB による利上げ期待の低下が相応に影響を与えていたと解釈することが可能である。

FRB が依然としてインフレ抑制に向けた強固な姿勢を崩していないとするならば、5 月に生じた米国市場金利の反落を以て、これまでの金利上昇トレンドが転換したとみるのは時期尚早ということになるだろう。本稿執筆時点では判明していないが、6 月の FOMC で示された長期均衡金利を超えるレベルまでは、FRB による利上げは比較的早いペースで進むことを、改めて市場は織り込んでくる可能性が高いと考えられる。

【市場の目線は徐々に实体经济の減速に向かう可能性】

一方、長い目で見た場合、グローバル金融市場の目線は次第に世界の経済成長の減速へと移行する可能性が高く、それが市場金利のピークアウト感を醸成しはじめる公算が大きいと判断される。5 月前半の金利低下の一因となったリセッション懸念は、米国を中心とする金融引き締め強化による「オーバーキル（過剰抑制）」や株価などリスク資産価格の調整に伴う逆資産効果に起因する景気悪化を想定したものであった。現実には、これとは異なる原因、経路から経済の減速が生じる可能性が高いと考えられる。

第一に、21 年以降、特に米欧など主要先進地域は、感染症の収束とそれに連動した公衆衛生上の制限措置の緩和を受けた経済活動再開の過程において、ペントアップ需要（繰越需要）の顕在化に支えられた高成長を実現させてきた。足元は、繰越需要が一巡し、経済成長が巡航速度に回帰する局面に入りはじめており、まず、単純にこの点で成長の鈍化が生じやすくなっていると考えられる。

繰越需要の一巡は、家計を中心とする経済主体の所得と支出のバランスが感染症拡大前の平時に回帰し、いわゆる「超過貯蓄」「強制貯蓄」が消滅していくことをも意味する。強制貯蓄の縮小や消滅は、高インフレに起因する実質購買力の減少がより直接的に需要に影響しやすくなる状態でもある。このようにして生じる、インフレを原因とした実質需要の減退が、第二の成長減速要因となりうる。経済活動再開で先行した米国は、既に貯蓄率がほぼ「正

図表 6 日米家計貯蓄率の推移



出所：内閣府、米国商務省資料より野村作成

常化」し、強制貯蓄が事実上消滅した状態にある（図表 6）。この点で、実質経済成長が高インフレそのものによる下押し圧力をより受けやすい局面に入りはじめていると判断することが可能であろう。

【増大する実体経済の下振れリスク】

ウクライナ紛争長期化と一次産品市況高止まり、高騰継続を踏まえると、上述のような経済成長鈍化が生じて、インフレ率が目立って鎮静化に向かうとは限らないだろう。その場合、米 FRB を筆頭に主要中央銀行も、インフレ抑制に向けた引き締めスタンスを転換することを躊躇する可能性もある。

一方で、市場金利については、年限の長い部分ほど、先行きの経済成長鈍化と金融政策の転換が織り込まれやすく、金利上昇に歯止めがかかってくる可能性があると考えられる。成長鈍化に繋がる上述のメカニズム以外にも、グローバルな経済成長に関するリスクバランスはどちらかといえば下方に傾いていると判断せざるを得ない。中国のゼロコロナ戦略（厳格な感染症封じ込め策）に起因する経済活動の停滞リスクが短期的には注目されている。中長期的には、習近平政権の「共同富裕」政策の下での経済・金融に対する規制強化や人口動態の変化に起因する構造的な経済成長の鈍化も懸念される。21 年の年頭以降、中国株式市場の調整局面が長期化している実態は、これらのリスクを反映したものである可能性があり、その影響の深刻さを暗示しているとも考えられるだろう（図表 7）。

中国経済の悪化リスクは、中国経済への依存度の高いアジア新興国への波及を懸念させるものであるうえ、ウクライナ紛争下での一次産品市況の高騰や米ドル金利の上昇は、国際金融資本市場における資金調達能力が脆弱な新興国・地域に国際収支危機や金融危機を発生させる可能性も懸念される。

米国金融政策になおタカ派色が残存する下にあっても、市場金利の上昇余地は次第に限定されはじめており、将来的には反落に向かう潜在的な可能性も生じはじめていると考えられる。

【日本銀行に対する政策変更圧力は低下へ】

これまで世界的な市場金利反転上昇を主導してきた米国債利回りの上昇が一巡に向かう場合、米国市場金利の上昇と連動して生じていた円安に向けた動きにも変化が生じてくる可能性があるだろう。米市場金利上昇とドル高円

安傾向の一服は、それらを背景に高まっていた日本銀行の政策修正に対する思惑や圧力を低下させることにも結び付くと考えられる。

もちろん、米市場金利上昇や円安が一巡したとしても、日本のインフレ率が安定的に2%程度を維持できるような経済環境、もしくは、現下の世界的な一次産品の市況高騰を踏まえ、2%を超えた状況が持続するようであれば、政策変更の可能性が検討される余地は残る。現状、野村では、一次産品市況高騰やそれに伴う輸入インフレ加速に起因する物価上昇は一時的なものに留まると判断しており、前述のような条件が成就する可能性は低いと考えている。

従来、日銀においても年2%を超えるインフレが一時的なものに留まるとの基本判断が示されながら、米市場金利上昇や円安進行を踏まえ政策修正が必要になるとの見方が絶えなかった要因は、日本以外の地域においては金融政策の誘導目標とされていない長期金利について日銀が長短金利操作（イールドカーブコントロール）政策の下で操作対象としていること、また、長期金利の誘導目標に対して±0.25%程度という比較的狭い変動幅が設定されていることにあると言える。政策の修正を示唆するような日銀による市場との対話に対し、仕組み上10年金利を中心とした市場金利が反応しにくくなっているため、政策の修正が突然実施されるのではないかとの憶測を呼んでいることが一因である。

しかし、日銀が誘導目標を設定している10年以外の年限については、一定の自由度をもって市場金利は変動しうるし、また、そうした変動を通じて先行きの金融政策の見通しを織り込む余地は比較的大きい。現状日銀が、2%の物価安定目標が安定的に持続すると見込まれる状況になく、現行の金融緩和を粘り強く継続する、としているのは、政策変更在先立つ市場との対話を回避するための隠れ蓑ではなく、本音であると考えべきであろう。

上に論じた通り、先行き米国を中心にグローバルな市場金利の上昇圧力が緩和されてきた場合には、現状のような海外金利上昇圧力や円安進行の下にあっても、金融緩和継続に踏みとどまった日銀の政策判断の適切さが浮き彫りになる可能性もあるだろう。

図表7 米中主要株価指数の推移



出所：ブルームバーグ資料より野村作成

ファンダメンタル・アナリシス (2)

景気回復を後押しする3つの「伸びしろ」

株式会社大和総研
エコノミスト 小林 若葉



新型コロナウイルス感染拡大により、国内のサービス消費やインバウンド（訪日外客）消費は大きく抑えられている。また、自動車は供給制約の影響で減産を強いられている。見方を変えると、感染拡大や供給制約が落ち着けば、これらは景気回復を強く後押しするだろう。

以下では、サービス消費・インバウンド消費・自動車生産の3つの「伸びしろ」について詳しく述べたい。

サービス消費とインバウンド消費の回復の余地は計11兆円程度

図表1では日米英のサービス消費とインバウンド消費（いずれも実質額の季節調整値）の推移を示している。まずサービス消費に注目すると、米国では2020年4-6月期にロックダウン（都市封鎖）の影響を受けて感染拡大前（2019年10-12月期）比▲17%まで落ち込んだ。しかし、2020年7-9月期以降は経済活動の正常化が進展し、2022年1-3月期には同+0.2%と感染拡大前の水準を超えた（図表1中央）。

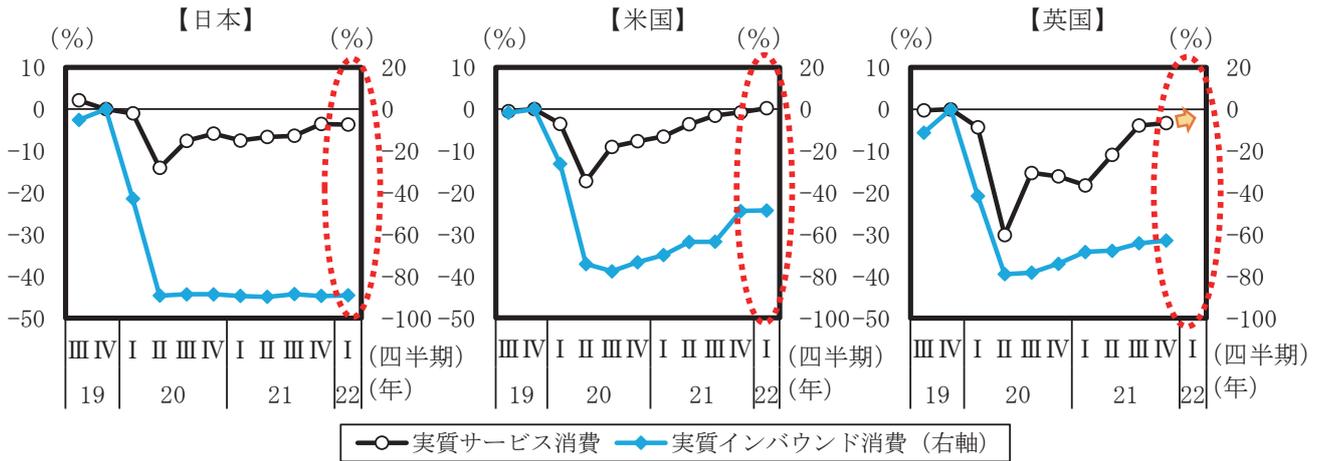
英国のサービス消費は2020年4-6月期に感染拡大前比▲30%と大幅に落ち込んだものの、ワクチン接種が早期に開始され、行動制限も段階的に緩和されたこともあって、2021年10-12月期には同▲3%まで回復した。2022年1-3月期は本稿執筆時点で公表されていないが、消費全体の伸び率が前期比+0.6%だったことから、サービス消費は感染拡大前の水準に一段と近づいたとみられる（図表1右）。

日本では2020年4-6月期のサービス消費は感染拡大前比▲14%と、米英よりも落ち込みが浅かった。しかし、その後の回復は鈍く、2022年1-3月期で同▲4%にとどまる。度重なる緊急事態宣言の発出やまん延防止等重点措置の適用、不要不急の外出の自粛といった行動変容などがサービス消費の重しとなったとみられる。実は、日本では2019年10月に消費税率が10%へと引き上げられたこともあって、10-12月期のサービス消費は7-9月期から減少したのだが、その水準をまだ回復できていないのである。

次にインバウンド消費に注目すると、米英では2020年4-6月期に感染拡大前比▲70～80%程度となったが、その後は緩やかに回復し、直近のデータ（英国は2021年10-12月期、米国は2022年1-3月期）では同▲50～60%である。一方、日本では2020年4-6月期に同▲89%と米英以上に減少し、2022年1-3月期まで底這いが続いている。

こうしたことを踏まえると、経済活動が正常化したときの日本の消費の回復余地は米英に比べてかなり大きい。仮

図表1 日米英のサービス消費とインバウンド消費（2019年10-12月期対比）



(注) 季節調整値。非居住者家計の国内での直接購入をインバウンド需要としている。
 (出所) 内閣府、BEA、ONS、Haver Analytics より大和総研作成

に日本のサービス消費が2019年7-9月期の水準、インバウンド消費が同年10-12月期の水準まで回復すると、増加額は年率換算で11.5兆円程度と試算される（サービス消費に含まれるインバウンド消費分を調整した合計額）。これは2021年度の実質GDP対比で2.1%に相当する規模だ。

感染状況が今後も落ち着いていけば、サービス消費は本格回復へと向かうだろう。2022年のゴールデンウィークは行動制限が3年ぶりに実施されなかったこともあり、人出が大幅に増加して行楽地が賑わうなどサービス消費を積極的に増やす家計が多かった。テーブルチェックによると、週平均の飲食店1店舗あたりの来店人数は2月初め（1月31日～2月6日）に2019年同期比で▲69%であったが、5月2日～5月8日には、同▲6.6%と大幅に回復した。移動需要も回復しつつあり、例えばJR東海によると、2月の東海道新幹線の乗車人数は2018年同月比で▲62%だったが、ゴールデンウィーク（4月28日～5月8日）は同▲20%まで回復した。7月前半から始まる「全国旅行支援」や、その終了後に実施が見込まれる新たなGo To事業により、2022年度のサービス消費は一層押し上げられるだろう。

インバウンドについては、6月1日から訪日外国人の入国制限が1日あたり2万人に引き上げられ、10日からは団体の観光客の受け入れが再開された。とはいえ、当面は入国者数の上限や旅行形態の制限があることでインバウンド消費の増加は限定的なものとなるだろう。国土交通省によると、感染拡大前の2019年の1日あたり訪日外国人数は8.7万人であり、そのうち団体ツアー客は16.9%にとどまる。今後、感染症対策とインバウンドの受け入れ拡大の両立を模索する中で入国制限の更なる緩和や撤廃が行われれば、インバウンド消費額は円安効果の後押しもあって2023年度後半に感染拡大前の水準（2019年の四半期平均）を超える可能性がある。なお、中国人観光客については、「ゼロコロナ政策」の影響で国際間の人流の回復が鈍く、他地域に比べて本格回復の時期が遅れることが見込まれる。

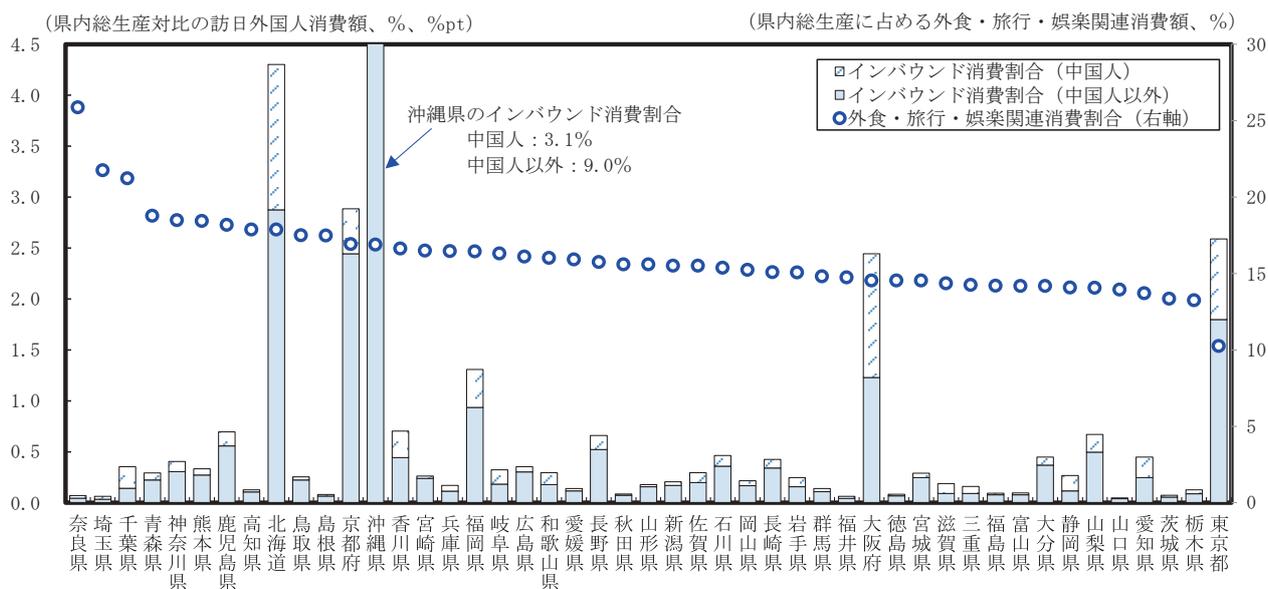
サービス消費は奈良・埼玉・千葉、インバウンド消費は沖縄・北海道・京都の経済を後押し

サービス消費とインバウンド消費の本格回復の恩恵を受けやすい地域はどこだろうか。図表2では、都道府県別の県内総生産に占める外食・旅行・娯楽関連消費（サービス消費、2018年度）の割合を丸印で、インバウンド消費（2019年）の割合を棒グラフで示した。

これを見ると、奈良県・埼玉県・千葉県ではサービス消費の割合が20%超と高く、サービス消費の増加による経済波及効果は大きいことが示唆される。他方、東京都・栃木県・茨城県などのサービス消費割合は低い。こうした地域はコロナ禍での経済の落ち込み幅が比較的小さかったとみられるが、回復余地も限定的といえそうだ。

国内外から観光客が多く訪れる沖縄県・北海道・京都府などはサービス消費割合だけでなく、インバウンド消費割合も圧倒的に高い。回復が遅れるとみられる訪日中国人の消費額を除いても、県内総生産対比で2.4～9.0%程度であり、インバウンドの受け入れ再開による恩恵が強く表れそうだ。この点、千葉県・静岡県・滋賀県は中国人の消費額が外国人全体の5割を超えており、インバウンド消費の回復が他地域よりも遅くなる可能性がある。

図表2 県内総生産対比の外食・旅行・娯楽関連消費とインバウンド消費



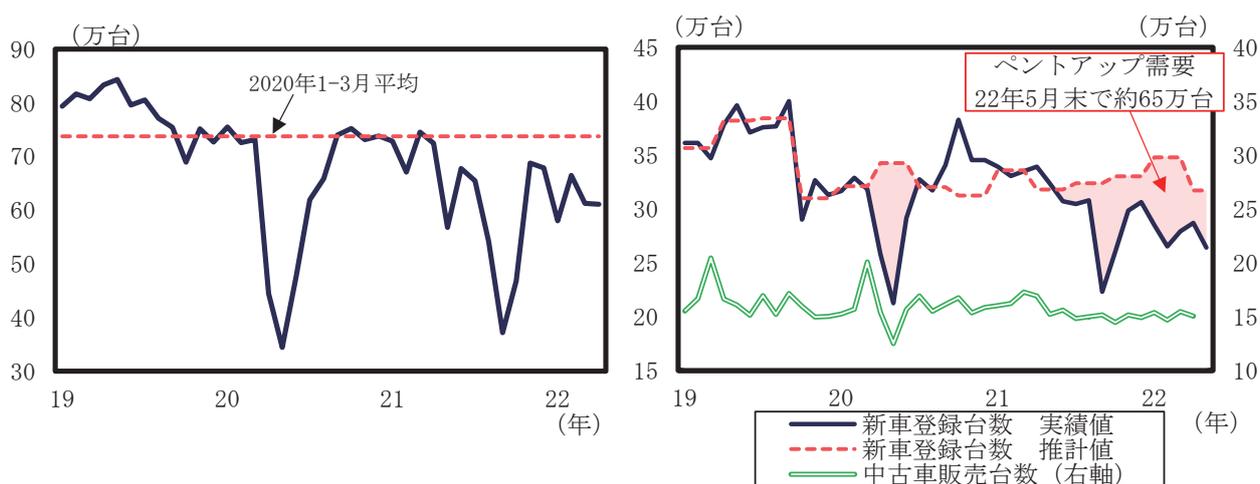
が急増したことなどを背景に、2021年初から世界的に半導体不足が深刻化し、自動車生産が抑制されているためだ（図表3左）。2022年に入り、半導体不足に加え、オミクロン株の流行による国内外の新規感染者が急増したことで、国内の自動車メーカーは再び減産を余儀なくされた。

図表3右で示した破線は、家計の購買力などのファンダメンタルズに基づいて推計した国内乗用車の新車販売台数である。これを見ると、2020年度前半は1人あたり10万円の特別定額給付金により潜在的な需要が増加した一方、外出自粛や販売代理店の休業などにより販売台数は減少し、推計値と実績値の差分であるペントアップ（繰越）需要が積み上がった。2020年度後半にペントアップ需要の一部が発現したものの、自動車の減産で再び積み上がり、2022年5月末で65万台分が残存しているとみられる。これに2021年の自動車の平均単価（約245万円）を掛け合わせると、ペントアップ需要は1.6兆円程度と試算される。2022年1-3月期の耐久財消費額の約30%に相当する規模だ。

感染拡大以降の自動車の供給制約は個人消費だけでなく、輸出や設備投資も下押しした。供給制約が緩和し、自動車生産が増加すれば、輸出や設備投資の回復も期待される。

なお、半導体不足を背景とした自動車の供給制約は徐々に解消に向かうだろう。2022年2月にKPMGと世界半導体連盟が半導体メーカーを対象に行ったアンケート調査によれば、半導体不足が2022年中に解消するとの回答が42%、2023年中に解消するとの回答が56%である。そのため、自動車の生産は2022年7-9月期から次第に増加ペースが高まり、ペントアップ需要は2023年度にかけて発現するだろう。

図表3 日系自動車メーカーの国内生産台数（左）と国内乗用車のペントアップ需要（右）



（注）左図、右図ともに大和総研による季節調整値。左図はトヨタ自動車、ホンダ、日産自動車、ダイハツ、マツダ、スズキ、三菱自動車、SUBARU、日野自動車の合計。右図の新車販売台数の推計値は2020年4-6月期以降の前年比推計値を用いて水準に換算した。推計期間は1984年1-3月期から2019年10-12月期まで。

（出所）日本銀行、内閣府、総務省、日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会統計、自動車メーカー各社ニュースリリースより大和総研作成

インフレなど先行き不透明感が高まる中で「メリハリ消費」が広がっている可能性

上述した3つの「伸びしろ」は日本経済の追い風となるとみられる一方、足元でじわりと上昇する物価が家計の購買力を押し下げることが懸念される。

コロナ禍からの経済活動の回復に供給が追いつかず、天候不順も重なり、2021年から原油や小麦、金属など幅広い資源の価格が高騰した。さらに2022年2月のロシアによるウクライナ侵攻で資源高に拍車がかかった。日本は資源の多くを輸入に頼るため、資源高は輸入物価の上昇を通じて交易条件を悪化させる。さらに、足元で急速に進む円安が、円建ての輸入物価を押し上げ、資源高の悪影響を増幅させている。

こうした中で、家計が直面する物価も上昇しており、4月のCPI（総合）は前年比+2.5%と、消費増税の影響を除くと1991年12月以来の高水準となった。資源高の影響は感染拡大後に大幅に積み上がった貯蓄の一部を取り崩すことで緩和されると考えられる半面、インフレの一因となっているウクライナ問題や感染拡大は長期化する可能性が小さくない。先行き不透明感が強い中、一部の品目では家計の低価格志向が強まっている可能性がある。

図表4では総務省「消費者物価指数」「家計調査」から2022年1-3月期の食料品の各品目において小売物価と購入単価の変化率の差を取ることで、品目ごとの価格志向の変化を捉えた。横軸では感染拡大前の2020年同期、縦軸では感染拡大後の2021年同期と比較している。

小売物価は同程度の品質の正規価格を継続的に調査したものである。これに対して購入単価は家計の購入金額を購入数量（一部、購入頻度）で除したものであり、家計が実際に購入した商品やサービスの平均価格を表す。そのため、購入単価の伸びが小売物価の伸びを上回る（下回る）ほど、当該品目に対する家計の高価格志向（低価格志向）は強まっていると判断できる。すなわち、図表4の第1象限（第3象限）に位置する品目は、2020年同期、2021年同期より高価格志向（低価格志向）が強まっているとみられ、第4象限（第2象限）に位置する品目は、2020年同期より高価格志向（低価格志向）が強まったものの、2021年同期対比ではその度合いが弱まっていると考えられる。

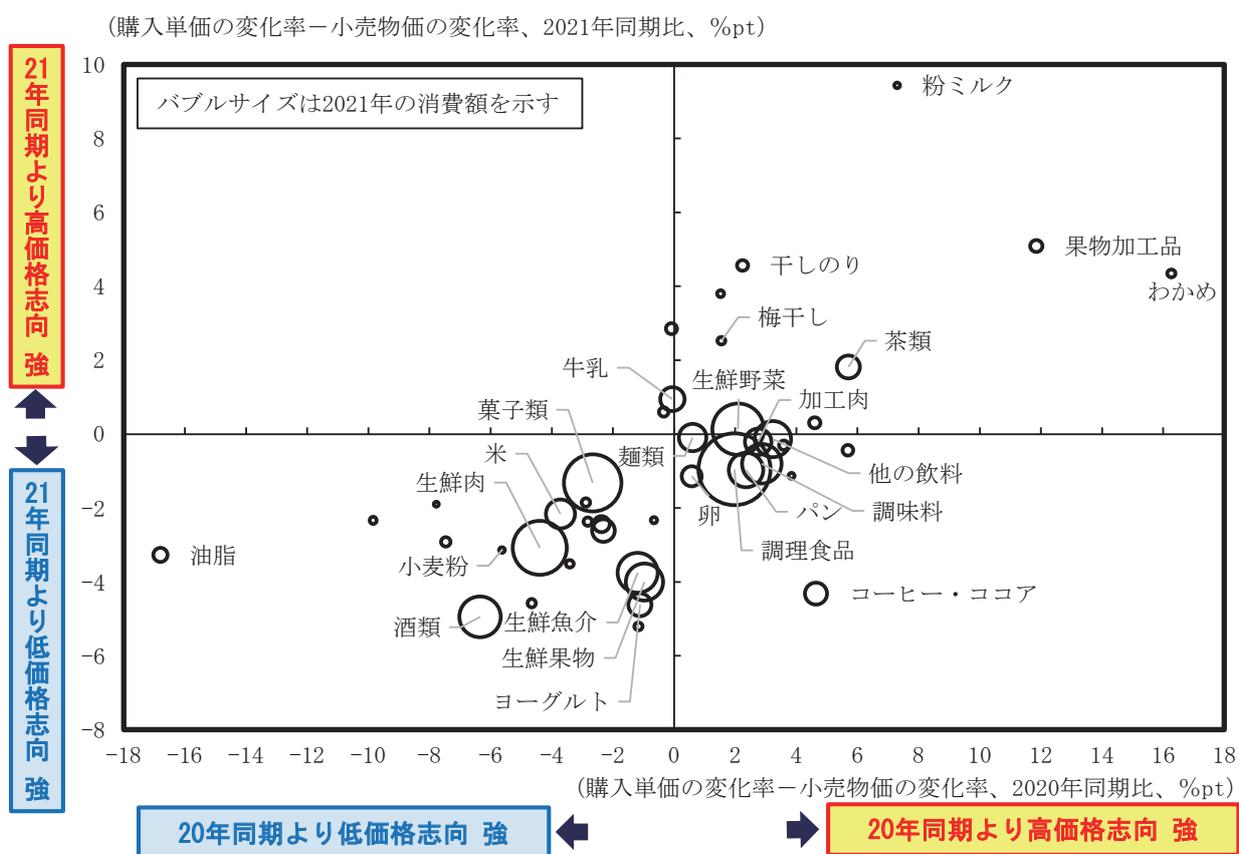
感染拡大後には調理食品や調味料、パン、コーヒー・ココアなど一部の品目では「プチ贅沢」ともいえる高価格志向の傾向が見られた。しかしながら、足元ではこれらの品目で、2021年同期より低価格志向が強まったことが分かる（第4象限）。また、生鮮肉や菓子類、酒類、小麦粉といった品目においては、感染拡大後から継続的に低価格志向が強まっている（第3象限）。感染拡大が長期化する中、資源高などの影響で物価が上昇したことで、家計は徐々に節約志向にシフトしたとみられる。同様の分析を食料品以外でも行くと、化粧品や理美容用品などは第3象限に位置し、節約志向へシフトする傾向が見て取れる。長引くマスク生活からメイクやスキンケアといった美容に対する意識や行動が変化し、低価格志向が維持されていると考えられる。一方、洋服や履物類、かばん類といった品目は第2象限に位置し、2021年同期から低価格志向が弱まったようだ。オフィス勤務の再開や外出機会の増加が背景にあると考えられる。

このように、家計は感染状況やそれに伴う生活様式の変化に応じて消費行動を変化させており、食料品を中心に、多くの品目で前年から節約志向が一段と強まっているようだ。

他方、サービス消費においては高価格志向が強まっている可能性がある。1-3月期の国内旅行の1人1回あたり旅行支出は2020年春の感染拡大以降、初めて2019年同期を上回った（同+2.9%）。宿泊旅行は同▲1.0%と感染拡大前の水準を回復していないが、日帰り旅行は同+7.5%と大幅に増加した。

財消費の低価格志向と旅行支出等の高価格志向は相反する行動のように見えるが、普段は節約し、たまの贅沢にお金を使うという「メリハリ消費」が広がっていると解釈できるだろう。今後の消費回復ペースは品目やその価格帯で明暗が分かれそうだ。

図表4 2022年1-3月期における小売物価と購入単価の変化率の差



(出所) 総務省統計より大和総研作成

マーケット・アウトック (1)

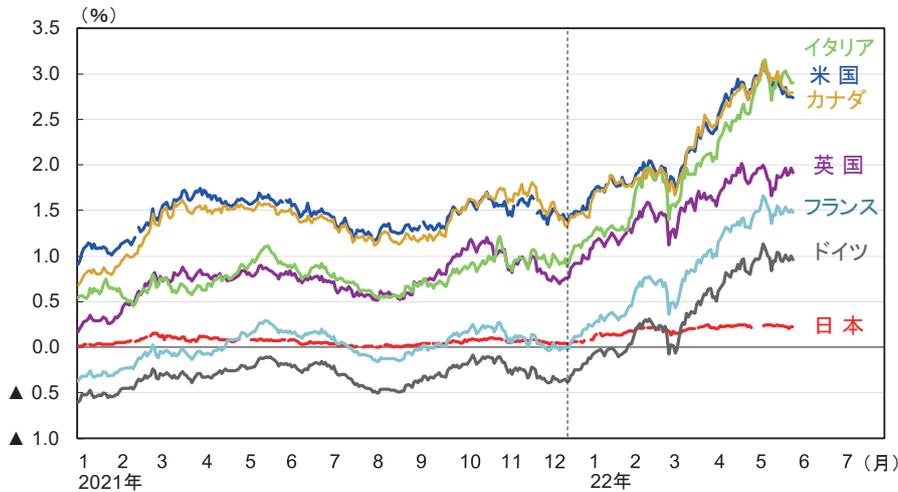
日銀 YCC 効果で見えにくい長期金利の適正水準を巡る考察



三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社
チーフ債券ストラテジスト 石井 純

主要7カ国（G7）の長期金利は、図1のとおり、年初来、大きく上昇している。5月末現在、例えば米国は1.5%から一時3.2%へと2倍以上に、英国は0.7%から2.0%へと3倍近くになった。ユーロ圏では、ドイツが▲0.4%から1.0%前後へと上昇基調をたどった。各国・地域とも、中央銀行が歴史的な高インフレの抑制に向け金融引き締めを急ぐとの警戒感が高まり、ドラスティックな水準訂正が起きた形である。こうしたなか、わが国の長期金利も金融緩和と政策の修正観測を背景に、米欧金利に連れ高となり、ゼロ%近傍から底離れた。ところが、金利上昇は一時0.250%までと、比較的小幅にとどまっている。直接の原因はもちろん、長期金利操作目標をゼロ%±0.25%程度などとする日銀のイールドカーブ・コントロール（YCC）政策である。以下では、そのYCC効果により見えにくくなっている長期金利の適正水準を、要因分解して考えてみた。

図1：年初来、大幅に上昇したG7（日本を除く）の長期金利

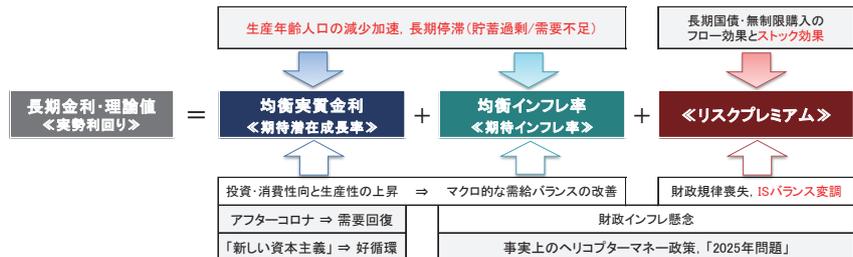


出所：ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

一般に、長期金利の実勢水準は「期待潜在成長率+期待インフレ率+リスクプレミアム」で捉えられる。第1の金利構成要因である期待潜在成長率には、実体経済の長期停滞が引き続き低下圧力をかけている（図2）。

長期停滞とは、一般に、貯蓄過剰/需要不足によって、長期的に

図2：長期金利の変動メカニズム～金利構成要因と金利変動要因との関係

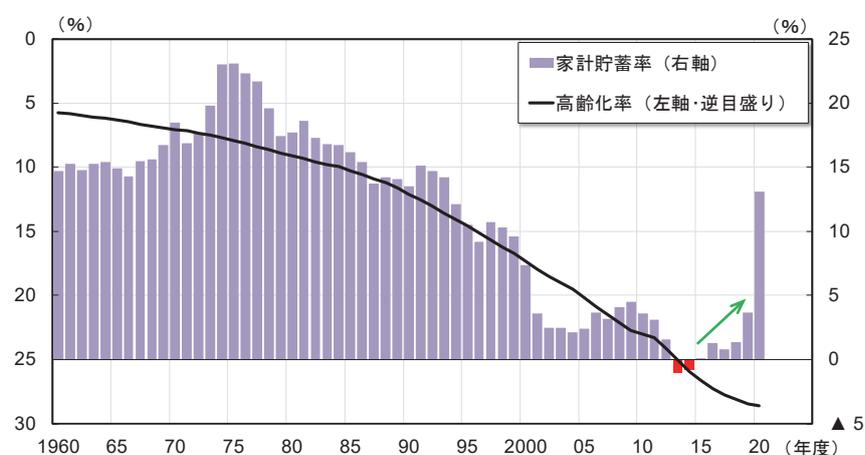


出所：三菱UFJモルガン・スタンレー証券

見ると潜在成長率に類似する均衡実質金利または自然利子率（完全雇用下で総需要と総供給、投資と貯蓄が一致するときの実質金利）が低下・低迷する経済状況である。日本経済はコロナ禍の以前から長期停滞を患ってきた。今後、コロナ禍が終息しても、あるいは岸田文雄政権の看板政策「新しい資本主義」が本格稼働しても、この厄介な持病は治癒しないだろう。根本原因が、「社会保障制度の持続可能性などを巡る家計の根深い将来不安」だからだ。

そのことを端的に映し出しているのが、家計貯蓄率の上昇傾向である。国民経済計算によると、家計貯蓄率はこれまで、「ライフサイクル仮説¹」のとおり、高齢化の進行に応じて趨勢的に低下してきて、2013・14年度にはマイナスに転じた（図3）。ところが、15年度以降は高齢化の加速にもかかわらず、プラスに戻り、上昇している²。特に20年度は特別定額給付金が全国民に支給されたため、+13.1%と1993年度（+14.2%）以来の高水準に跳ね上がった。背景は、19年の金融庁報告書が物議を醸した「老後2,000万円問題」、すなわち将来不安である。新型コロナウイルス対策の行動制限の影響もあって、給付金は大半が預金に滞留し、消費には回らなかった。

図3：高齢化と家計貯蓄率の関係



注：高齢化率＝老年人口割合＝65歳以上の高齢者が全人口に占める比率

出所：内閣府と国立社会保障・人口問題研究所より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

このように家計の貯蓄性向が高まり、消費性向が低下すると、企業でも、設備投資をキャッシュフロー内などに抑え、代わりに内部留保や手元流動性を厚くしておこうというインセンティブが強まる。先行き不透明な市場・経営環境に備えるためだ。実際、法人企業統計調査によると、08年9月のリーマン・ショック以降に積み上がり始めた手元流動性（＝現金・預金＋有価証券）が、今や250兆円を超え、売上高の約2割に達している（図4）。こうしてみると、家計・企業の貯蓄過剰／需要不足による長期停滞は延々続かざるを得ず、債券市場の期待潜在成長率もなかなか高まりそうにない。ちなみに、今年1-3月期の潜在成長率の実績は、内閣府の推計によると、9四半期連続の前期比年率+0.5%だった。

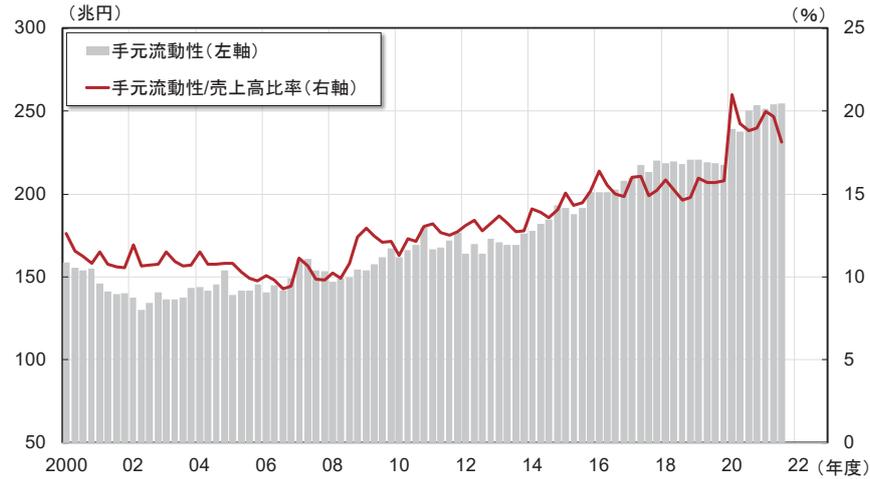
第2の金利構成要因、期待インフレ率もまた、適合的な期待形成のメカニズムが強い（足元の物価動向の影響を強く受ける）ゆえに、今後とも上げ渋っていきそうだ。

当方では、物価上昇率は当面、エネルギー高の押し上げ効果で上振れ、高止まりするが、先行きは鈍化していくと予想している。コア消費者物価指数（CPI）の上昇率は、22年度が前年度比+1.9%、23年度が同+0.6%、24年度が同+0.5%という見通し。先行き鈍化の原因・背景は主に2つ。一つは、原油価格の頭打ちに伴うエネルギー高の押し上げ効果の逡減。仮に一段の原油高になっても、持続的な物価上昇にはつながらないと見込まれる。

1 合理的な個人は若いときには働いて老後のために貯蓄し、老後にはその資産を取り崩して生計を維持する、という理論。

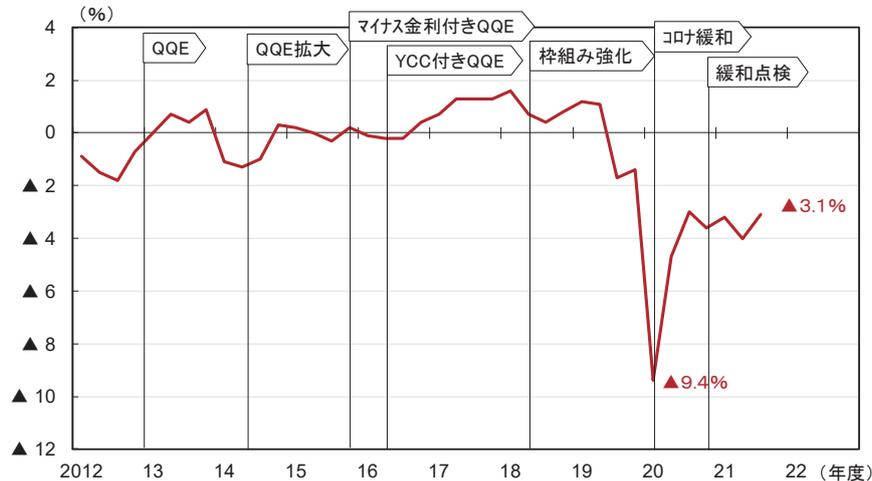
2 この現象は「ダイナスティ（王朝）仮説」で説明される。現在の世代は将来不安などから、子孫の世代の厚生まで考慮した行動をとる、という理論。

図4：250兆円に膨らんでいる企業の手元流動性



注：手元流動性＝現金・預金＋有価証券
出所：財務省より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

図5：もたついている GDP ギャップのマイナス縮小



注：GDP ギャップ＝(現実の GDP - 潜在 GDP) / 潜在 GDP
出所：内閣府より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

一般に、コストプッシュ型のインフレは、やや長い目で見ると、企業収益の悪化や家計の実質所得の減少を通じて景気に悪影響を及ぼすためだ。そうなった場合は、長期停滞も相まって、比較的大幅なデフレ・ギャップ（＝マイナスの GDP ギャップ、図 5）が残存し、物価の足を引っ張り続ける。

もう一つは、「賃上げ→値上げ」という持続的な物価上昇への循環メカニズムが起動しそうにないこと。原因は、企業・家計の未だ完全払拭されていないデフレ心理である。すなわち、企業は総じて見れば、慎重な賃金・価格設定スタンスを崩していない。ここもコストアップを吸収しきれず値上げ（価格転嫁）の動きが広がっているものの、シェアダウンを恐れてか、決して積極的ではなさそうだ。経営環境の先行きの不確実性に備え、固定費増に直結する賃上げには消極方針だからだろう。日本経済新聞社がまとめた 22 年の賃金動向調査が、それを浮き彫りにした。定期昇給とベースアップ（ベア）を合わせた平均賃上げ率は 2.28%と 4 年ぶりの高水準だが、基本給を底上げするベア率は 0.72%と引き続き低く抑えられている。家計は従って、持続的な賃金上昇を引き続き期待できず、前述した将来不安にも苛まれているため、値上げに対する厳しい見方が相変わらずである。こうしてみると、「思い切った賃上げなき値上げ」の広がりには自ずと限りがありそうだ。とすると、期待インフレ率が足元の物価上昇率とともに高まっていくという状況も想定されない。

第3の金利構成要因、リスクプレミアムを巡っては、期待潜在成長率と期待インフレ率とは逆に、これから金利押し上げ圧力を強めるとの警戒感が、債券市場ではくすぶっている。それは、経常収支の黒字縮小や赤字化に伴う国債需給の構造的な緩和という思惑だ。

21年度の国際収支統計<速報>によると、経常収支の黒字額は12兆6,442億円と20年度から22.3%も減少した。黒字幅の縮小は4年連続だ。原油などエネルギー価格が高騰し、貿易収支が1兆6,507億円の赤字となったことが響いた³。貿易収支の赤字は14年度以来、7年ぶり。当方では、今年度の経常収支黒字は貿易収支赤字の一段拡大を受け、1.1兆円へとさらに大きく縮小すると予想している。市場の一部では、赤字化を見込む声も聞かれる。

そのような国際収支構造の変化は、表1の国際収支発展段階説に照らすと、「V・成熟した債権国（小幅な経常収支黒字国）」から「VI・債権取り崩し国（経常収支赤字国）」への移行期に該当することがわかる。同説は、一国の経済発展に伴う投資と貯蓄のバランス（ISバランス、図6）を、人のライフサイクルのように、一定の条件のもとで規則的なパターンで変化するものと捉えて、国際収支構造の変化を説明するもの。これによれば、日本経済は今、ISバランスのライフサイクル上、貯蓄超過国から貯蓄不足国への過渡期に、足早にさしかかってきていることになる。

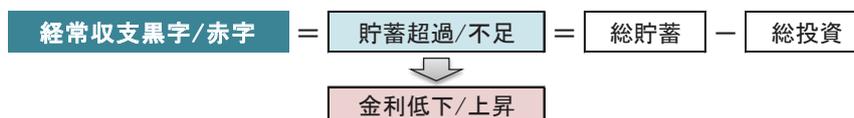
表1：国際収支の発展段階

		経常収支			資本収支
			貿易・サービス収支	所得収支	
I	未熟の債務国	-	-	-	+
II	成熟した債務国	-	+	--	+
III	債務返済国	+	++	-	-
IV	未成熟の債権国【貿易で稼ぐ国】	++	+	+	--
V	成熟した債権国【投資で稼ぐ国】	+	-	++	-
VI	債権取り崩し国	-	--	+	+

注：「+」は黒字、「-」は赤字

出所：旧・経済企画庁「昭和60年度経済白書」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図6：IS<投資・貯蓄>バランスと金利動向の関係



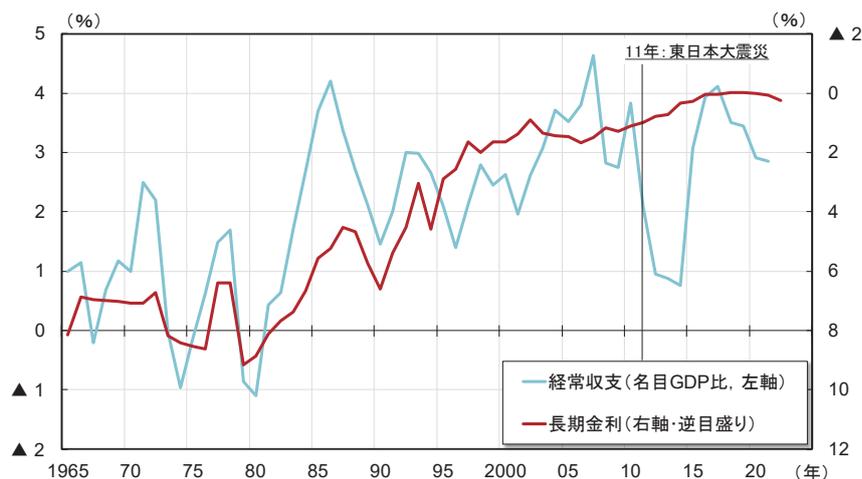
出所：三菱UFJモルガン・スタンレー証券

経常収支の黒字拡大/縮小・赤字化というISバランスの変化は、一般的に金利低下/上昇要因である。図7は経常収支の名目GDP比率と長期金利を逆目盛りで重ねて描いたものだが、実際、両者のそのような相関関係がうかがわれる。このうち金利上昇のメカニズムについては、国債需給面からは次のように説明できる。貯蓄超過幅の縮小や貯蓄不足により需給緩和圧力が強まり、長期金利はリスクプレミアムの拡大を受け、新たな需給均衡点を探って上昇する。言い換えれば、長期金利は、国債消化原資（国内貯蓄）の減少・不足分をカバーする外国人の“投資目線”に見合った水準まで、リスクプレミアム拡大を受けて上昇することになる。

もっとも、そのようなISバランスの変調による「悪い金利上昇」は杞憂だろう。当方ではそもそも、今後は持続的な原油高に伴う貿易収支赤字の一段拡大が回避され、「V・成熟した債権国」の段階がなお当分続くと展望しているからだ。経常収支の先行きは、23年度が+5.1兆円、24年度が+7.9兆円と黒字（貯蓄超過）幅が持ち直していくという予想。そのような黒字復元の背景にはもちろん、前述した長期停滞（貯蓄過剰/投資不足）という構造要因がある。加えて、仮に経常収支の黒字低迷や赤字化でリスクプレミアムの拡大圧力が強まっても、日銀の

3 通関ベースでは5.4兆円の大幅赤字。国際収支統計では計上されない運送費の上昇による輸入金額の上振れが原因と推測される。

図7：経常収支と長期金利の関係



注：暦年データ。長期金利は年末値（直近は日銀許容上限 0.250%）
出所：内閣府、日本銀行、ブルームバーグより三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

YCC（10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買い入れを行う）が、「悪い金利上昇」の表面化を未然に防ぐと見込まれる。長期国債の事実上の無制限購入が外国人に代わって、国内貯蓄超過の目減り分や貯蓄不足分をカバーするからだ。

ただ注意を要するのは、債券市場ではこのところ、YCCの持続可能性を巡り懐疑的な見方が強まっていることである。日米長期金利差の拡大が「悪い円安」や「悪いインフレ」を助長しているとの批判の声がかすぶるなか、日銀が早晚、YCCの枠組み等を修正し、長期金利の上昇を容認せざるを得なくなると見透かしている。

政策・枠組み修正案として取り沙汰されているのが、周知のとおり、①長期金利・操作目標の引き上げ、②操作目標の年限短期化、③長期金利・許容変動幅の一段の拡大である。現時点では、いずれもリスクシナリオだ。①の利上げは、“持続的な2%”という物価安定目標の実現めどが立っていない以上、政府との共同声明（13年1月）⁴に反するので無理筋である。②も同じ。黒田東彦総裁が1月28日の国会で、『年限短期化（による金利引き上げやスティープ化）は将来的に2%の物価安定目標が達成される場合の議論であり、現段階では時期尚早』と答弁した。③もハードルが高い。昨年3月の「緩和点検」で提示した±0.25%の背景説明（実証分析）⁵を改める必要があるためだ。また、黒田総裁が4月5日の国会で、『長期金利が0.25%を上回った状況が続けば、金融緩和効果が減殺され、設備投資の下支え効果が薄れる』と明言したからだ。そして、日銀は4月の「展望レポート」会合で、買い入れ利回り0.25%による10年カレント債・指値オペの毎日実施を決め、許容上限0.25%のいわば絶対性をアピールしたばかりである。

にもかかわらず、長期金利は許容上限0.25%近くで推移している。債券市場は無理筋を承知のうえで、日銀に政策修正を催促しているかのようだ。こうした帰結として、リスクシナリオが自己実現する可能性は否定できない。そのとき債券市場が最も警戒すべきは、②操作目標の年限短期化だろう。長期金利がゼロ%±0.25%程度へのペッグ（釘付け）の解除を受け、思わぬ急上昇を演じるかもしれないからだ。債券市場の水準感が錯綜し、コンセンサスが形成されるまで上昇余地を探る、という状況を想定しておくべきだろう。イメージ・トレーニングしよう。

短期的な水準感形成の術は、テクニカル分析が妥当と考える。それは、仮に新・操作対象が5年債になった場合、「10年－5年」金利スプレッドのチャート分析だ。図8を見ると、当該スプレッドはYCC付きQQE下の大底圏（平

4 日銀はそこで、『(消費者物価の前年比上昇率が2%という)物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す』とコミットした。岸田文雄首相はこれを念頭に、3月31日の国会で、『引き続き日銀において2%の物価安定目標の実現に向けて努力されることを期待している』と述べた。

5 具体的には、『長期金利の過去6カ月の変動域が50bpを超える場合を除けば、金融緩和が設備投資に影響を及ぼす度合いは、概ね不変』。

図8：「10年－5年」金利スプレッドの推移



出所：QUICK より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成

均値±1σ) から上放れしつつあり、さしあたっての拡大メドが15年の直近ピーク：約0.4%ポイントであることがわかる。とすると、新・操作目標が5年債利回りのゼロ%程度、許容変動幅が±0.15%程度になった場合、長期金利の変動レンジは+0.4%ポイントの0.25%～0.55%程度と算出される。当該スプレッドが0.4%ポイントを超えてさらに拡大した場合は、0.1%ポイント刻みの心理的な節目（0.5%ポイント、0.6%ポイント、…）を軸に、落ち着きどころを手探りしていくと見込まれる。

中長期的な水準感の形成は、やはりファンダメンタルズからのアプローチが妥当だ。まず、期待潜在成長率はせいぜい0.3%程度ではないか。潜在成長率の足元の実績は前述したとおり0.5%だが、生産年齢人口の減少加速や長期停滞という日本経済の宿痾を勘案すると、先行きは弱含みをイメージせざるを得ない。期待インフレ率も同様。10年物価連動国債のブレイクイーブン・インフレ率（BEI）で捉えると、5月上旬には一時、約1%まで上昇していたが、ウクライナ危機に伴う資源高の影響が大きい。それがいずれ一巡したとき、適的な期待形成のメカニズムが強い期待インフレ率は、結局、長期停滞による低成長・低インフレの影響で、0.5%程度へと反落するのではないか。ちなみに、当方では、生鮮食品とエネルギーを除いた消費者物価指数（コアコアCPI）を、22年度が前年度比+0.8%、23年度が同+0.6%、24年度も同+0.6%と予想している。一方、リスクプレミアムについても、日銀の大規模な保有資産に起因するストック効果⁶により、引き続き抑制されていくと見込まれる。日銀がマネタリーベースに関するオーバーシュート型コミットメント⁷も念頭に、5年物国債金利が操作目標のゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買い入れを継続していくことが前提だ。

このように考えると、長期金利は許容上限0.25%へのペッグが解除されたら、ひとまず、ファンダメンタルズから見たフェアバリュー：0.8%（＝期待潜在成長率0.3%＋期待インフレ率0.5%）程度を視野に入れ上昇傾向をたどると予想される。ただし、強力なストック効果によるある程度のマイナス・リスクプレミアムが持続していくとするならば、長期金利は上昇しても0.8%には届かず、例えば、心理的な節目の0.5%の前後にとどまるのかもしれない。逆に、ストック効果の弱まりでプラス・リスクプレミアムが復活した場合には、例えば、同じく1.0%の大台超えを目指して上振れするのもかもしれない。以上のように見てくると、長期金利の先行きは、ファンダメンタルズやリスクプレミアムの動向もさることながら、結局は日銀YCCの帰趨次第であり、不確実性が高いと言えそうだ。

6 タームプレミアムやリスクプレミアムの押し下げを通じた金利低下圧力。

7 『マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する』。

マーケット・アウトルック (2)

主要国の長期金利見通し



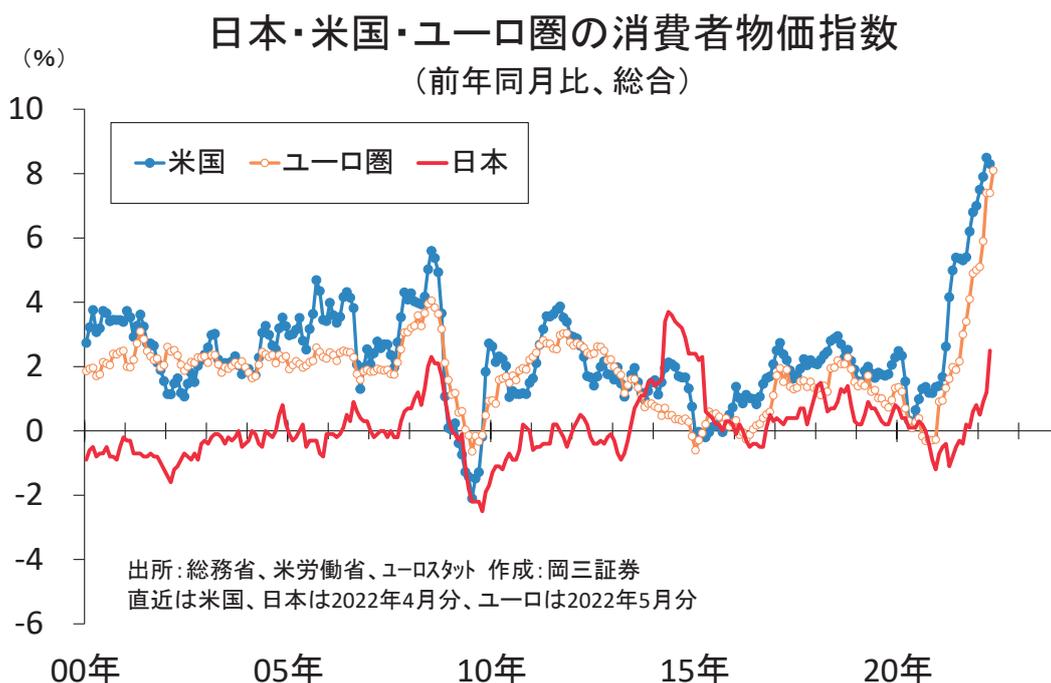
岡三証券株式会社
債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠

■欧米主要国の物価は目標を大きく上回る

米国の4月の消費者物価指数は前年同月比8.3%上昇と、上昇率は前月からやや鈍化した。ただ、期待されたほど鈍化しなかったことから、米国では物価上昇の長期化見通しが強まっている。物価上昇を抑えるためにFRBはすでに金融引き締めに入っているが、5月のFOMCでは0.5%の利上げを決定し、政策金利を早期に中立水準に引き上げる姿勢を明確にしている。FRBの積極的な金融引き締め姿勢を受けて、米10年国債利回りは2019年以來の3%台に上昇した。ウクライナ情勢や中国での新型コロナの感染拡大を受けて、米国でも一部では景気後退が懸念されているが、物価は当面目標を大きく上回る状況が予想され、米10年国債利回りの大幅な低下は見込みづらいららう。

ユーロ圏の5月の消費者物価指数(速報)は前年同月比8.1%上昇と、過去最高を更新した。ウクライナ情勢などによる景気の先行き不透明感から、積極的な金融引き締めにはやや慎重だったラガルドECB総裁も、物価上昇を受けて7月には利上げを開始する姿勢に転じている。ECBもFRBと同様に今後は金融引き締めを加速させる見通しであり、ユーロ圏各国の10年国債利回りは上昇を続ける可能性が高いらう。

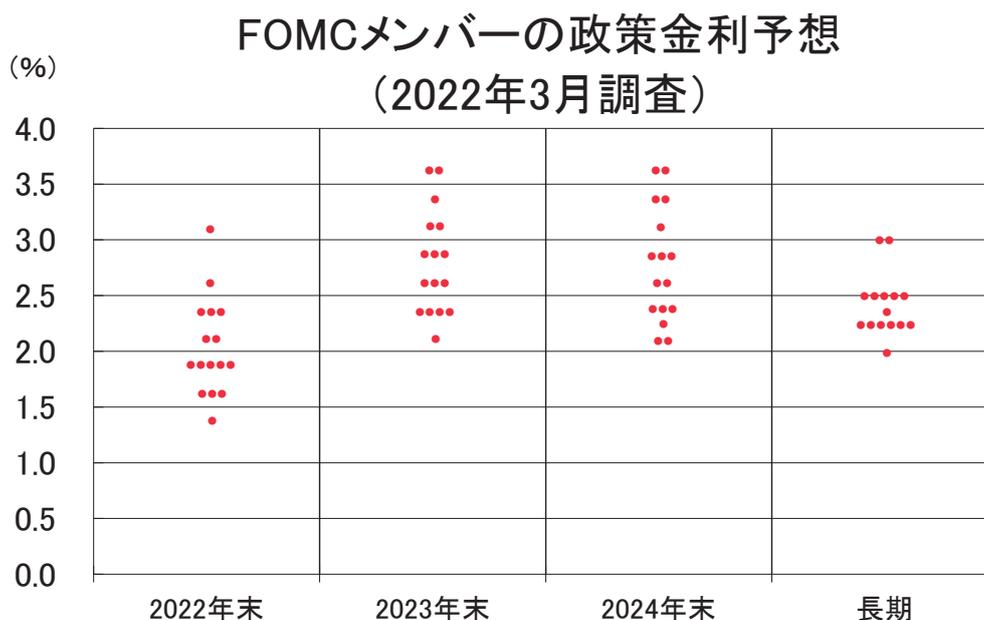
注目された日本の4月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除くコア)は、前年同月比2.1%上昇と日銀の目標を上回った。携帯電話通信料引き下げの影響が剥落したことに加え、エネルギー価格の上昇を受けて、日本でも



目標を上回る物価上昇が見えてきた。ただ、依然として日本の物価上昇率は欧米主要国と比べて低く、目標を大きく上回っていく状況にはない。日銀は4月の金融政策決定会合で、日本では目標を上回る持続的な物価上昇は見込みづらいついて、現状の強力な金融緩和政策を粘り強く続けていく姿勢を維持した。日銀の姿勢に支えられて、日本の10年国債利回りの目先の上昇余地は限られよう。

■米10年国債利回りは3%台に定着へ

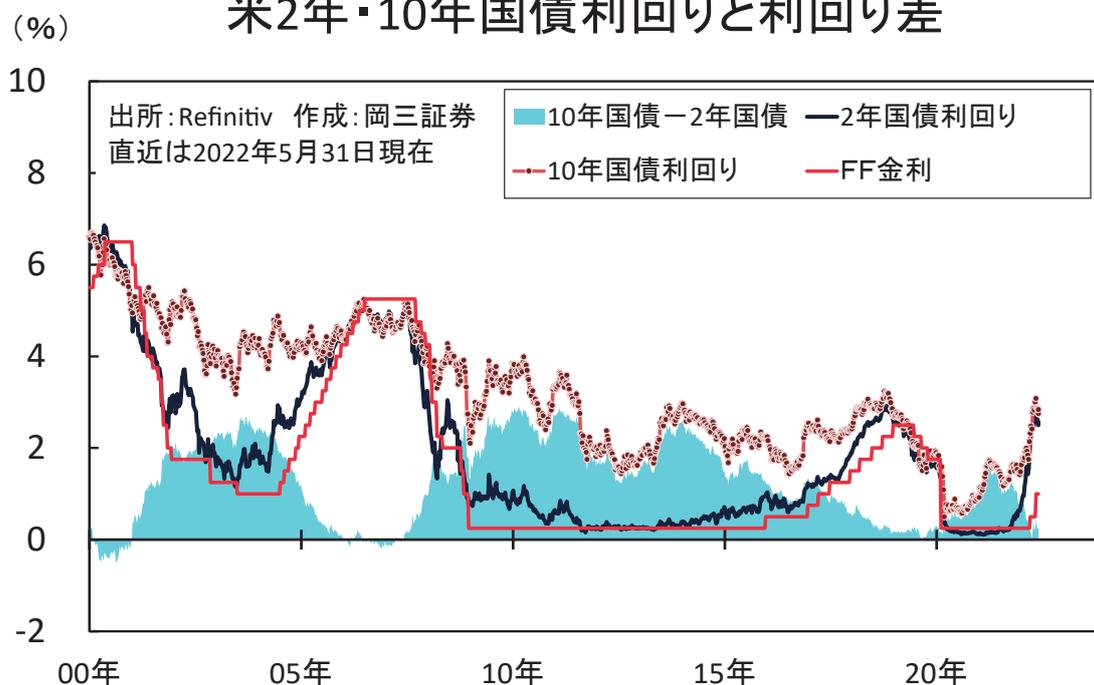
3月のFOMCでは今年の経済成長率見通しが下方修正されたが、物価見通しは大幅に上方修正され、FRBは0.25%の利上げを決定した。注目されたFOMCメンバーによる政策金利予想では、今年の年末までに政策金利を2%程度か、2%以上に引き上げるのが適切と判断しているメンバーが大半だった。ただ、その後も予想を上回る物価上昇が続いたことから、FRBは5月のFOMCでは0.5%に利上げ幅を拡大し、6月、7月も0.5%の利上げを決定するとみられている。FRBの積極的な金融引き締めにより、一部では景気後退を懸念する声も出始めているが、6月のFOMCでは物価見通しは再び上方修正されるとみられている。今年の後半には景気動向を睨みながら利上げペースは鈍化しようが、政策金利は年末までに2.5%～3.0%に引き上げられるだろう。ウクライナ情勢など、世界経済の先行きには依然として不透明要因が多く残っているが、6月のFOMCで公表される2022年末の政策金利予想は上方修正されよう。積極的な金融引き締めにより、2024年末の政策金利はやや下方修正される可能性もあるが、米国債利回りの上昇基調はしばらく続くだろう。



FRBの金融引き締め姿勢を受けて、米国債のイールドカーブは利上げ開始前からフラット化し、4月には一時米10年国債利回りと米2年国債利回りが逆転した。その後も予想を上回る物価上昇が続いたことから、イールドカーブは再びややスティーブ化したが、FRBの積極的な金融引き締めが続く間は、イールドカーブの大幅なスティーブ化は見込みづらいただろう。米2年国債利回りはすでに年末までの利上げをある程度織り込んだ水準まで上昇しているが、米10年国債利回りが米2年国債利回りから大きく離れて上昇、あるいは低下することはないだろう。主要国の中で最も利回りの高い米国債には海外投資家からの需要が続くことも、米国債利回りの上昇を抑える要因となる。米10年国債利回りが年内に一気に3%台後半に上昇していく展開は考えづらいが、米中対立やロシアのウクライナ侵攻などの影響から、米国の物価が以前のようなディスインフレ環境に戻っていく可能性は低いと思われる。今回

の金融引き締めにより、来年には一時的な金利低下局面もあろうが、期待インフレ率が2%を上回る水準に落ち着くとすれば、米10年国債利回りの大幅な低下は見込みづらいただろう。目標を上回る物価上昇が定着すれば、米10年国債利回りは3%を上回る水準に定着していくだろう。

米2年・10年国債利回りと利回り差



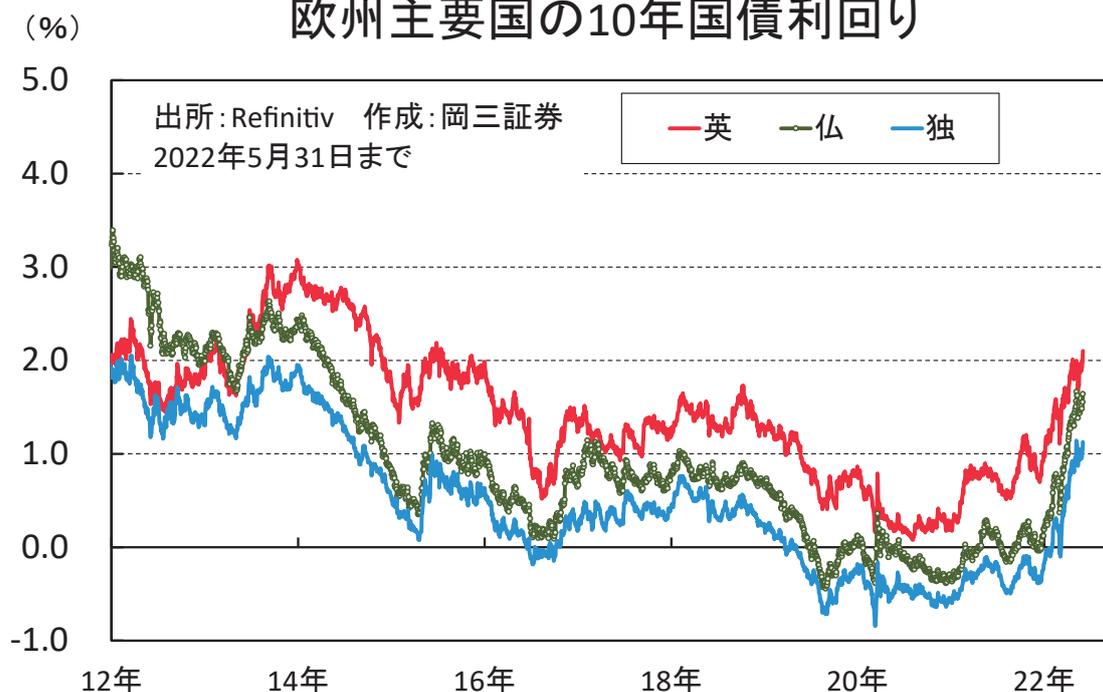
■ 欧州各国の10年国債利回りも上昇を続けよう

欧州ではEUを離脱した英国が利上げを先行させている。英中銀は昨年12月から利上げを開始し、慎重に金融政策の正常化を進めているが、4月の消費者物価指数は前年同月比9.0%上昇と40年ぶりの高水準になった。景気の先行き不透明感が強まる一方、物価上昇のピークはまだ先になると見られており、英中銀も物価上昇への対応を優先し、しばらく利上げを続けることになる。英国の10年国債利回りは2%台に上昇してきたが、大幅な利回り低下は見込みづらく、3%に向けて上昇を続ける可能性が高いだろう。

ユーロ圏でも慎重に金融政策の正常化が進められてきたが、このところの物価上昇を受けて、ECBの姿勢もタカ派に転換し始めている。ウクライナ情勢による景気の先行き不透明感も強く、ラガルド ECB 総裁は急速な利上げなどにはやや慎重な姿勢を維持してきたが、予想を上回る物価上昇を受けて、ECB内の議論は利上げの有無から利上げペースに移っている。オーストリア中銀総裁などECBのタカ派メンバーは、7月に0.5%の利上げを決定すべきとすでに主張している。0.25%刻みの利上げが7月から始まったとしても、9月にはECBもマイナス金利政策を終了することになる。

欧州で最も信用力の高い独10年国債利回りは、ECBの利上げ観測を受けて上昇基調を強めている。独10年国債利回りは2015年から1%以下の水準に定着し、2019年から約3年間マイナス圏で推移してきたが、今年に入ってプラス利回りを回復し、すでに1%台に上昇している。米国と同様に、独国債利回りはすでにECBの年内1%程度の利上げを織り込み始めているが、目標を上回る物価上昇が続くとすれば、独10年国債利回りが2%~3%に上昇してもおかしくはないだろう。信用度の高さが独10年国債利回りの急速な上昇を抑えようが、今年の独10年国債利回りは2%を目指す動きになる。

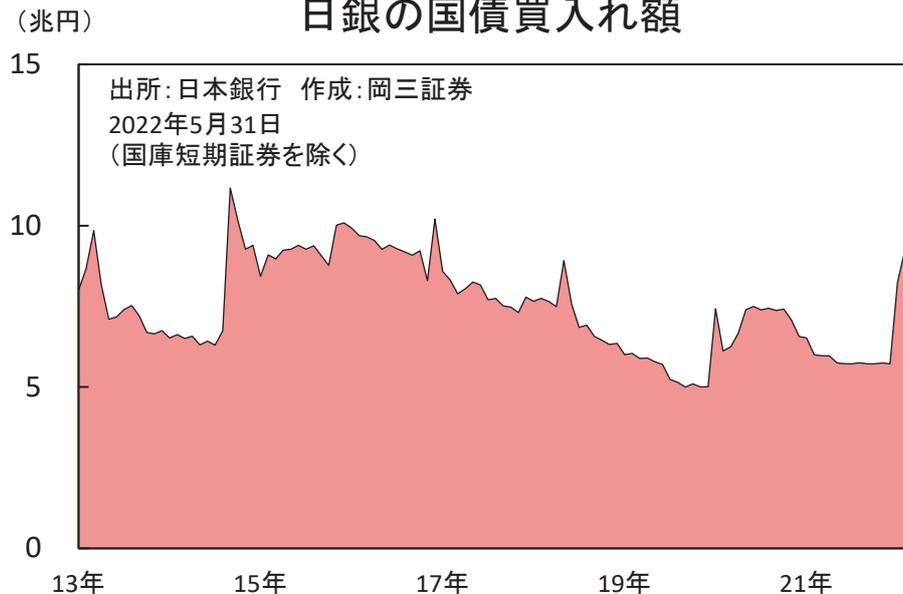
欧州主要国の10年国債利回り



■日本でも金融政策の正常化が意識されよう

昨年の携帯電話通信料引き下げの影響もあり、4月の消費者物価指数は目標近辺まで上昇するとみられていたが、足元では予定通りの動きになっている。今年になって急速に円安が進んだこともあり、為替市場を中心に日銀も金融政策の正常化に動き始めるとの見方が強まった。ただ、日銀は目標を上回る物価上昇は持続的ではないと判断しており、5月の金融政策決定会合では現状の金融政策維持を決定するとともに、指値オペを毎営業日実施すると発表した。日銀が政策変更動くとの見方もあり、4月は指値オペでの日銀の国債買入れ額は3兆円近くになったが、日銀の姿勢が市場に浸透した5月は、指値オペでの日銀の国債買入れはなかった。ウクライナ情勢による景気の先行き不透明感もあり、日銀の強力な金融緩和政策はしばらく続くだろう。今後の注目は参議院選挙後の岸田政権の経済政策や、黒田日銀総裁の後任人事になる。特に、参議院選挙で岸田首相が政権基盤を強化できれば、岸田政権の経済政策が具体化され、年度後半に向けては国内景気の回復期待が強まろう。黒田日銀総裁の後任人事が注目される中で、日本経済の成長期待が高まれば、日本でも金融政策の正常化が意識されよう。日本の10年国債利回りの大幅な上昇は目先見込みづらいが、将来的な政策変更が意識され、利回り低下は進みづらだろう。

日銀の国債買入れ額



岸田政権の成長戦略でも強力な金融緩和政策は必須との考え方もあろうが、量的緩和、マイナス金利政策、イールドカーブコントロールと様々な施策が導入されたことで、金融機関の収益悪化など金融緩和政策による副作用も大きくなっている。今後の日本の成長戦略に財政面からの支援も加わるとすれば、金融政策については現状の強力な金融緩和政策を粘り強く続ける必要はないだろう。現状の強力な金融緩和政策のどの部分から撤退するかについても様々な意見はあろうが、金融政策の正常化を緩やかに進めるとすれば、まずは10年金利の操作目標を5年金利に短期化することが考えられよう。その後も景気回復が順調に進めば、イールドカーブコントロールの終了、マイナス金利政策からの撤退と進んでいこう。ここまで金融政策の正常化が進んだとしても政策金利はゼロ%であり、日本の10年国債利回りは欧米主要国に比べて低い水準にとどまるだろう。日本の期待インフレ率や経済成長率が欧米主要国を大きく上回る状況は当面見込みづらく、日本の10年国債利回りの上昇は1%程度までにとどまる可能性が高いだろう。

10年・20年国債利回りと利回り差

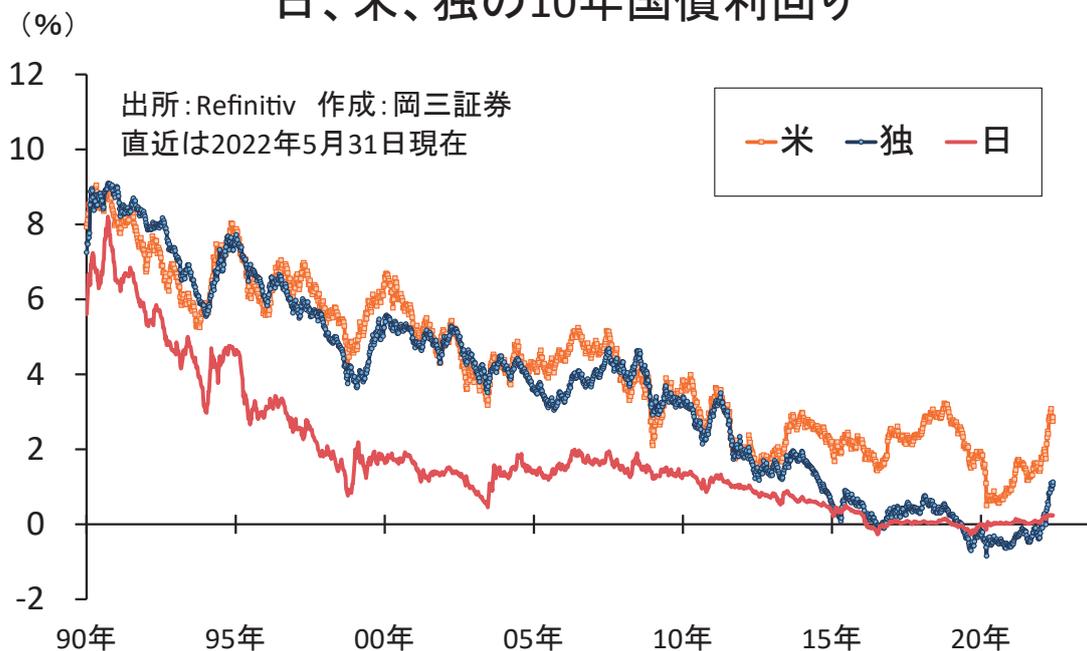


■長期金利の大幅な低下は見込みづらい環境に

1990年の湾岸戦争時には、主要国の10年国債利回りは8%を上回っていた。その後30年近く主要国の長期金利は低下を続け、日本やドイツではマイナス圏にまで低下した。日本ではバブル経済崩壊による金融不安などもあり、デフレ環境の長期化で10年国債利回りの低下が主要国のなかでは最も早く進んだ。欧州で最も信用度の高いドイツと米国の10年国債利回りは、2008年のリーマンショックあたりまではほぼ同じような動きだったが、その後は欧州債務危機や英国のEU離脱問題などもあり、ドイツの10年国債利回りは2019年の後半からは日本の10年国債利回りを下回って推移した。新型コロナの感染拡大を受けて、米国の10年国債利回りも2020年には1%を下回る水準に低下したが、今年に入ってから欧米主要国で金融政策の正常化が進み、各国の10年国債利回りは上昇している。

主要国の長期金利が低下を続けたのは、各国の経済成長率の鈍化やデスインフレの進行が要因だろう。各国で政策金利はゼロ%近辺まで引き下げられ、量的金融緩和やマイナス金利政策などが採用されたことで、長期金利は大きく押し下げられた。今後の長期金利を考える上では、やはり今後の経済成長率や物価動向が注目されるが、経済成長率についてはあまり大きな変化はないと思われる。特に主要国の経済成長率が大幅に高まる状況は考えづらく、長期金利の上昇は抑えられよう。一方、物価動向については、これまでのようなデスインフレに戻っていく可能性は低いと考えられる。新型コロナによる経済への様々な制約、ウクライナ情勢などによる冷戦構造の復活、さらには環境問題も物価の上昇圧力になるとみられており、物価動向は長期金利の低下を抑える要因となる。欧米主要国の物価上昇も年内には鈍化傾向が確認され、中央銀行の金融引き締め姿勢は徐々に後退しようが、期待インフレ率の高止まりにより、長期金利の大幅な低下は見込みづらい環境となる。

日、米、独の10年国債利回り



ゆうちょ銀行2021年度(2022年3月期)決算について

ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久

ゆうちょ銀行は、昨年5月に中期経営計画(2021年度～2025年度)を発表し、先日、その計画期間の初年度の決算としての2022年3月期決算を発表したので、計数目標を中心にその実績を確認する。

1 中期経営計画(2021年度～2025年度)のポイント

5つの重点戦略		財務目標等 (2025年度)	目標KPI (2025年度)	キーワード	
1	リテールビジネスの変革	DX推進	役務取引等利益 +230億円 ※2020年度比	通帳アプリ登録口座数 1,000万口座	【デジタルサービス戦略】 共創プラットフォームの構築 =リアルとデジタルの相互補完 ・リアルチャネル=郵便局ネットワーク ・サポートチャネル=コールセンター等 ・デジタルチャネル=Web、アプリ等
			つみたてNISA稼働口座数 40万口座	【資産形成サポートビジネス】 ・対面チャネル ・デジタルチャネル	
2	業務改革・生産性向上	ESG経営の推進	OHR 66%以下 営業経費削減 +550億円 ※2020年度比	(業務量削減により3,000人の人員減、2020年4月→2025年4月)	・コールセンターへのAIシステムの導入 ・営業店への窓口タブレットの導入
3	地域への資金循環・地域リレーション機能の強化		地域活性化ファンド出資件数 50件 事務共同化実施金融機関数 約20金融機関	・エクイティ性資金の供給 ・地域ファイナンス機能の強化 ・事務共同化(税金取りまとめ事務) ・ATMネットワークの活用	
4	市場運用・リスク管理の深化	ESG経営の推進	資金収支等 +310億円 外債償還益 ▲2,890億円 国債等 ▲1,040億円 外債投資信託 +840億円 戦略投資領域等 +3,400億円 ※以上、2020年度比	リスク性資産 110兆円程度	【国際分散投資の推進】 ・投資適格領域を中心に残高を拡大
			自己資本比率 10%程度 CET1比率 10%程度	戦略投資領域残高 10兆円程度	・選別的な投資により残高を拡大
5	経営基盤の強化	ESG経営の推進	経常利益 5,000億円以上 純利益 3,500億円以上 ※以上、2020年度比 ROE 3.6%以上	CO2排出量削減比率 ▲46% (2030年度/2019年度比) ESGテーマ投資残高 2兆円→4兆円へ引き上げ※ 女性管理職比率 20% (2026年4月までの達成目標) 育児休暇取得率 100% (性別問わず) 障がい者雇用率 2.7%以上	【リスク管理態勢】 ・運用の高度化・多様化を推進するとともに、リスク管理を深化
					・組織風土改革 ・ESG経営の推進

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (中期経営計画より抜粋)

※2022年5月修正

2 財務目標

(表1)

(億円)

収益性指標	2020年度	2021年度 (2022年3月期決算)			2023年度		2025年度	
	実績	当初予想	修正 (11月)	実績	20年度比	目標	20年度比	目標
資金収支等	12,701	12,400	13,550	13,275			310	13,011
役務収支	1,279	1,290	1,290	1,284			230	1,509
営業経費 ※効率性指標	10,093	10,150	10,050	9,814	▲ 250	9,843	▲ 550	9,543
経常利益	3,942	3,550	4,850	4,908			1,058	5,000
連結当期純利益 (当行帰属分)	2,801	2,600	3,500	3,550	▲ 1	2,800	699	3,500
ROE	3.06%			3.80%		3.00%		3.60%

効率性指標	2020年度	2021年度			2023年度		2025年度	
	実績	当初予想	修正 (11月)	実績	増減	目標	増減	目標
OHR	72.34%			67.52%		72%		66%

健全性指標	2020年度	2021年度			2023年度		2025年度	
	実績	当初予想	修正 (11月)	実績	20年度比	目標	20年度比	目標
自己資本比率	15.53%			15.56%		10%		10%
CET1比率	14.09%			14.23%		10%		10%

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (各年決算説明会資料及び中期経営計画より抜粋)

3 目標KPI

(表2)

目標KPI	2020年度実績	2021年度実績	2025年度目標
通帳アプリ登録口座数	約280万口座	481万口座	1,000万口座
つみたてNISA稼働口座数	約13万口座	17万口座	40万口座
地域活性化ファンド出資件数	32件	39件	50件
事務共同化実施金融機関数	3金融機関	5金融機関	約20金融機関
リスク性資産	91.1兆円	94.9兆円	110兆円程度
戦略投資領域残高	4.2兆円	6.4兆円	10兆円程度
(ESG関連)			
CO2排出量削減比率	—	(22年8月頃公表予定)	▲46% (2030年度/2019年度比)
ESGテーマ投資残高	1.2兆円	2.1兆円	2兆円→4兆円へ引き上げ※
女性管理職比率	15.7% (2021年4月時点)	16.6%	20% (2026年4月までの達成目標)
育児休暇取得率	99.5%	100%	100% (性別問わず)
障がい者雇用率	2.74%	2.71%	2.7%以上

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (各年決算説明会資料及び中期経営計画より抜粋)

※2022年5月修正

4 決算計数の概要(単体)

(1) 損益及び資金利益の状況

(表3) 決算計数の概要①

損益の状況 (連結) (億円)				資金利益の状況 (単体) (億円)			
損益の状況	20年度	21年度	増減	国内業務部門	20年度	21年度	増減
業務粗利益	13,191	12,920	△ 271	資金利益	4,556	4,022	△ 534
資金利益	9,619	11,474	+1,854	資金運用収益	5,183	4,467	△ 715
役務取引等利益	1,279	1,284	+5	うち国債利息	3,646	3,041	△ 604
その他業務利益	2,291	160	△ 2,131	資金調達費用	626	444	△ 181
うち外国為替売買損益	2,546	790	△ 1,756				
うち国債等債券損益	△ 259	△ 632	△ 372				
経費	10,114	9,832	△ 282	国際業務部門	20年度	21年度	増減
一般貸倒引当金繰入額	-	0	+0	資金利益	5,061	7,452	+2,390
業務純益	3,076	3,087	+10	資金運用収益	7,541	9,916	+2,401
臨時損益	865	1,821	+955	うち外国証券利息	7,509	9,912	+2,402
経常利益	3,942	4,908	+966	資金調達費用	2,452	2,463	+11
当期純利益	2,801	3,550	+749				
				合計	20年度	21年度	増減
				資金利益	9,618	11,475	+1,856
				資金運用収益	11,982	13,697	+1,714
				資金調達費用	2,363	2,222	△ 141

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (各年3月期決算説明資料より抜粋)

(2) 役務取引利益及び営業経費の状況

(表4) 決算計数の概要②

役務取引等利益の状況 (単体) (億円)				営業経費の状況 (単体) (億円)			
役務手数料の状況	20年度	21年度	増減	営業経費の状況	20年度	21年度	増減
役務取引等利益	1,279	1,274	△ 5	人件費	1,172	1,151	△ 21
為替・決済関連手数料	834	837	+2	うち給与・手当	960	940	△ 20
ATM関連手数料	201	227	+26	物件費	8,342	8,190	△ 152
投資信託関連手数料	146	136	△ 9	うち代理店手数料 (日本郵便)	3,663	3,532	△ 131
その他	97	72	△ 24	うち拠出金 (郵政管理機構)	2,374	2,370	△ 3
				うち預金保険料	574	553	△ 20
投資信託の取扱状況 (約定ベース)	20年度	21年度	増減	税金	565	449	△ 116
販売件数 (千件)	3,661	4,485	+823	合計	10,080	9,790	△ 290
販売額 (億円)	2,629	2,004	△ 624				
保有口座数 (千口座)	1,215	1,228	+12				
純資産残高 (億円)	25,658	25,955	+297				

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (各年3月期決算説明資料より抜粋)

(3) バランスシート及び貯金残高の状況

(表5) 決算計数の概要③

バランスシートの状況 (単体)

(億円)

バランスシートの状況	20年度末	21年度末	増減
資産の部	2,238,475	2,329,220	+90,745
うち現金預け金	607,680	666,642	+58,962
うちコールローン	13,900	24,700	+10,800
うち買現先勘定	97,213	98,617	+1,403
うち金銭の信託	55,475	58,282	+2,807
うち有価証券	1,381,832	1,395,491	+13,658
うち貸出金	46,917	44,419	△ 2,497
負債の部	2,124,854	2,226,585	+101,730
うち貯金	1,895,934	1,934,419	+38,484
うち売現先勘定	148,864	194,616	+45,751
うち債券貸借取引受入担保金	15,045	15,144	+98
純資産の部	113,621	102,635	△ 10,985
株主資本合計	92,448	94,122	+1,674
評価・換算差額等合計	21,172	8,513	△ 12,659

貯金残高の状況 (単体)

(兆円)

貯金残高の状況	20年度末	21年度末	増減
流動性預金	101.3	112.2	+10.9
振替貯金	9.1	10.7	+1.5
通常貯金等	91.5	100.8	+9.5
貯蓄貯金	0.6	0.6	+0.0
定期性預金	88.1	81.0	△ 7.1
定期貯金	4.7	4.3	△ 0.3
定額貯金	83.4	76.6	△ 6.7
その他の預金	0.1	0.1	+0.0
合計	189.5	193.4	+3.8

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (各年3月期決算説明資料より抜粋)

(4) 資産運用の状況

(表6) 決算計数の概要④

資産運用の状況 (単体)

(億円、%)

資産運用の状況	20年度末	構成比	21年度末	構成比	増減
有価証券	1,381,832	62.6	1,395,491	60.7	+13,658
国債	504,934	22.8	492,597	21.4	△ 12,337
地方債・社債等	165,225	7.4	161,543	7.0	△ 3,681
外国証券等	711,672	32.2	741,350	32.2	+29,677
うち外国債券	235,051	10.6	245,096	10.6	+10,045
うち投資信託	475,911	21.5	495,096	21.5	+19,432
金銭の信託 (株式・国債等)	55,475	2.5	58,282	2.5	+2,807
うち国内株式	22,617	1.0	20,246	0.8	△ 2,371
貸出金	46,917	2.1	44,419	1.9	△ 2,497
預け金等	606,670	27.5	666,228	29.0	+59,557
短期運用資産・その他	115,057	5.2	132,523	5.7	+17,466
運用資産合計	2,205,954	100.0	2,296,946	100.0	+90,991

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (各年3月期決算説明資料より抜粋)

(表7) 決算計数の概要⑤

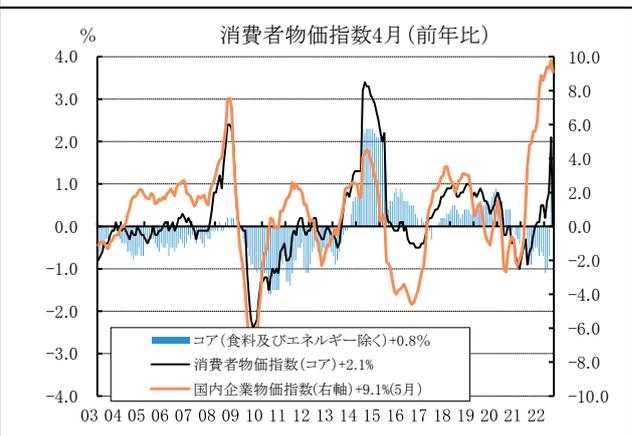
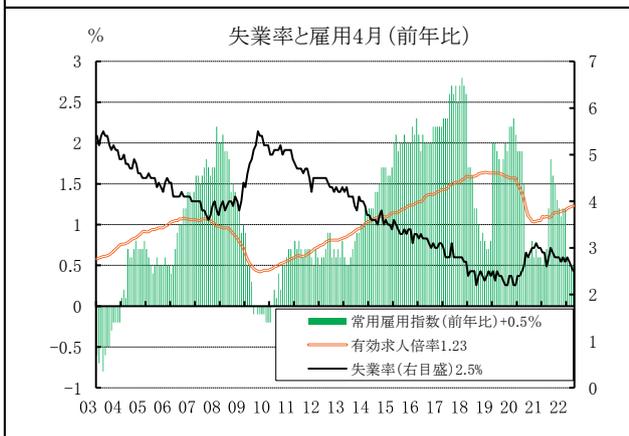
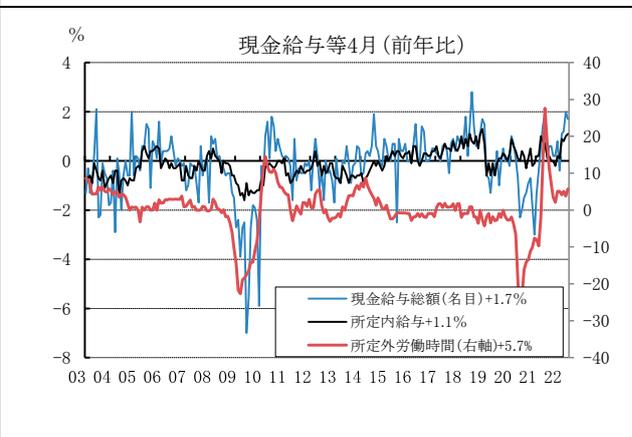
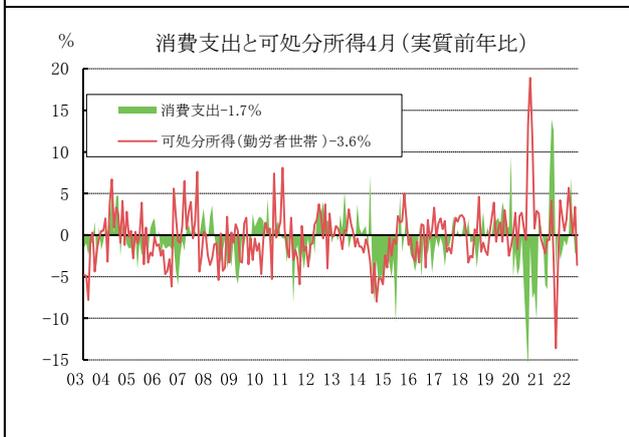
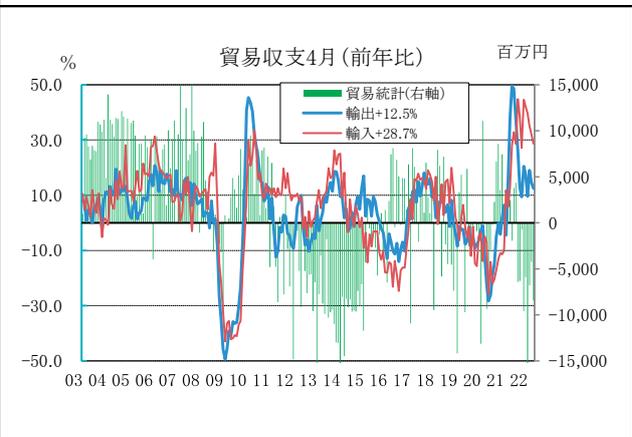
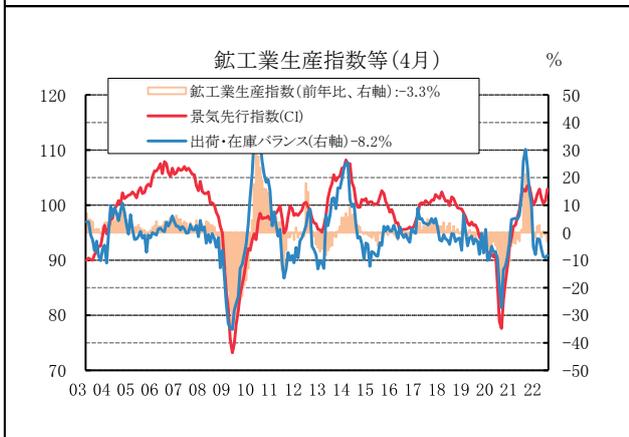
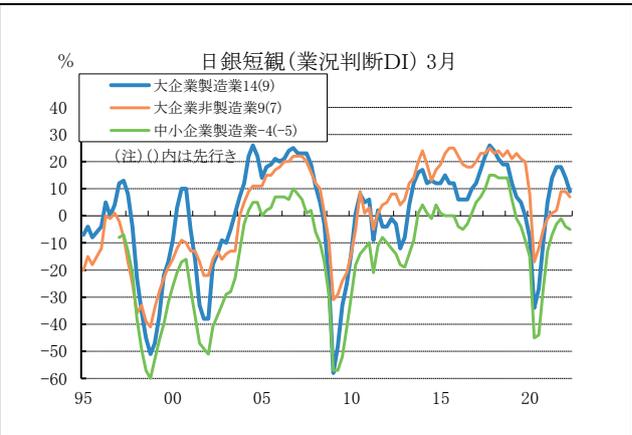
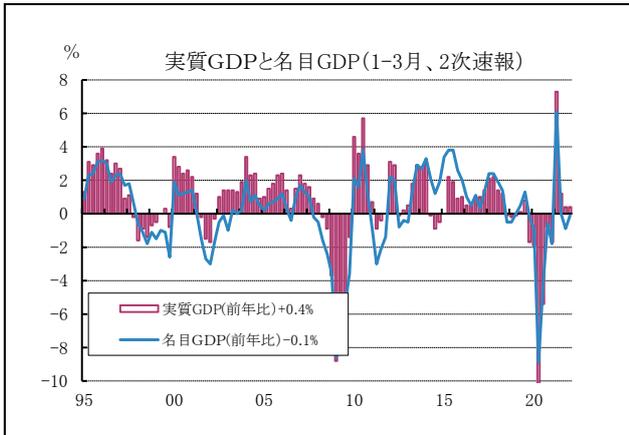
評価損益の状況 (単体)

(億円)

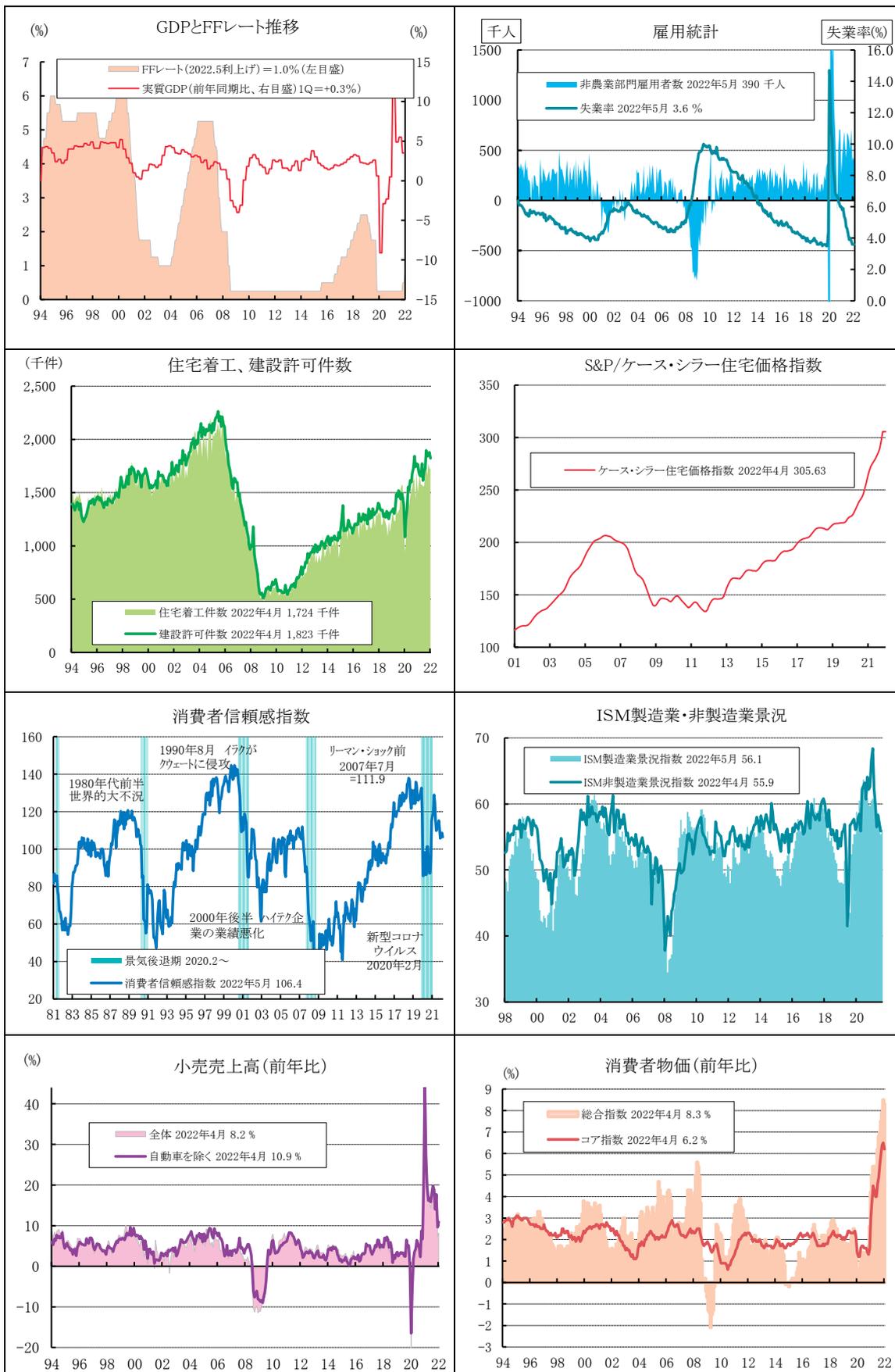
評価損益の状況	20年度末		21年度末		増減
	BS計上額	評価損益	BS計上額	評価損益	
満期保有有目的の債券	251,780	2,381	230,692	△ 557	△ 2,939
その他目的	1,189,405	35,868	1,227,204	20,021	△ 15,847
有価証券 (A)	1,133,929	24,702	1,168,921	16,730	△ 7,341
国債	299,170	5,427	342,855	857	△ 4,570
外国債券	235,051	10,313	227,011	14,842	+4,528
投資信託	475,911	7,762	495,344	823	△ 6,938
その他	123,795	568	103,709	207	△ 361
時価ヘッジ効果額 (B)		△ 1,735		△ 8,529	△ 6,794
金銭の信託 (C)	55,475	13,531	58,282	11,819	△ 1,711
国内株式	22,617	13,634	20,246	12,022	△ 1,612
その他	32,858	△ 102	38,036	△ 202	△ 99
デリバティブ取引 (D)	162,100	△ 5,380	160,816	△ 7,790	△ 2,410
評価損益合計 (A + B + C + D)		30,488		12,230	△ 18,257

(出所) ゆうちょ銀行ホームページ (各年3月期決算説明資料より抜粋)

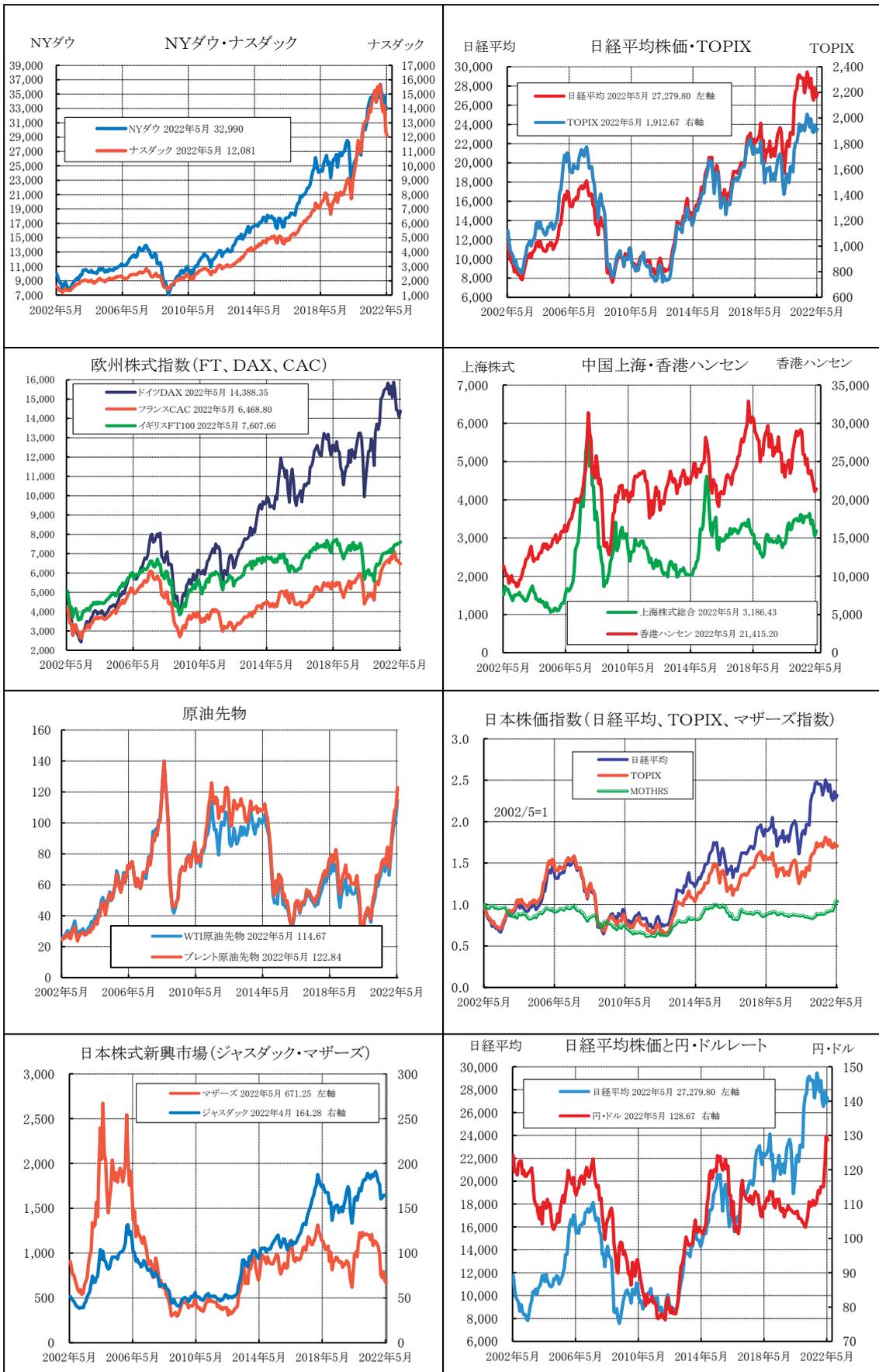
日本 マクロ経済



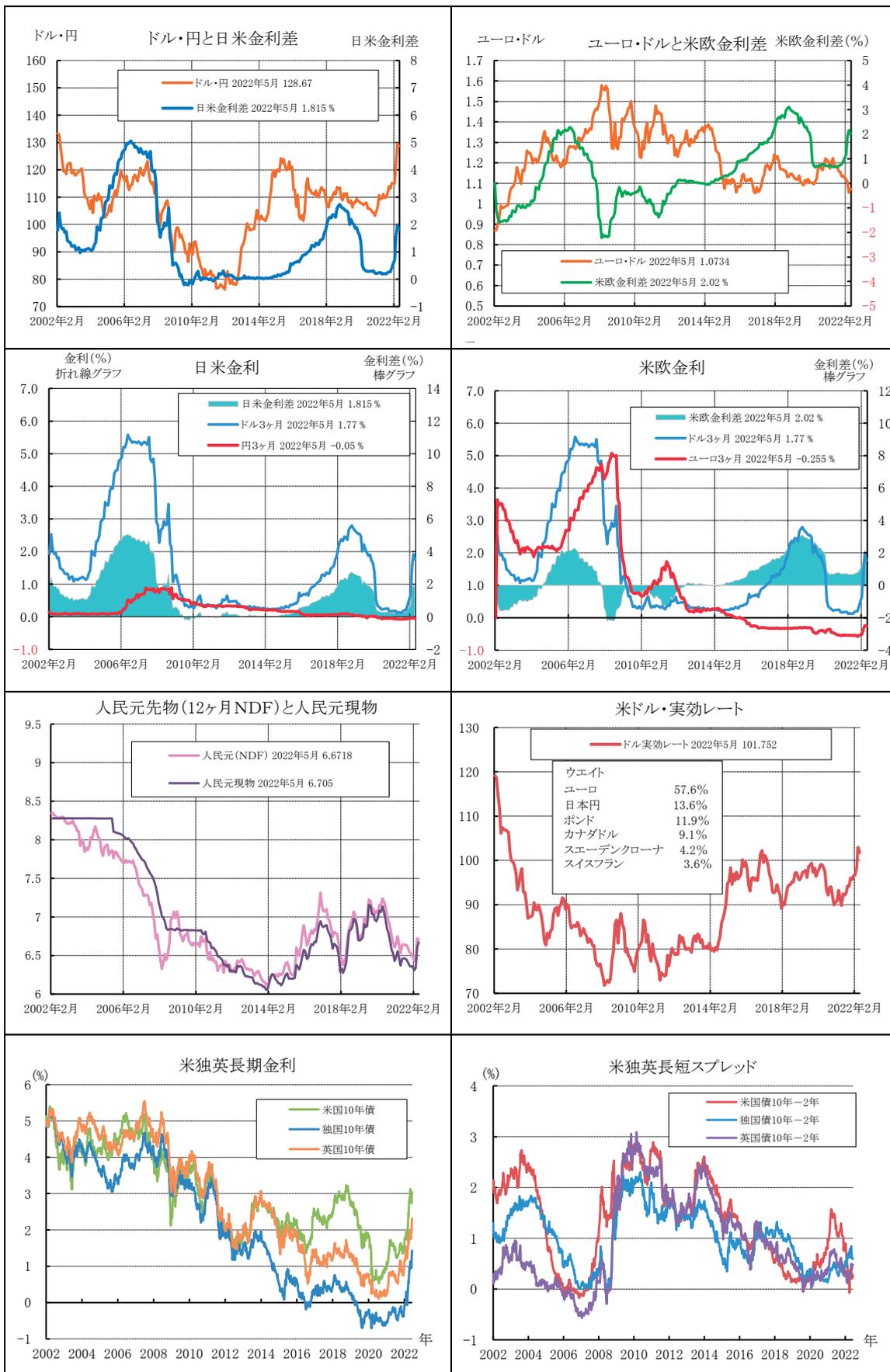
海外 マクロ経済



株式市場



金利・為替市場



ゆうちょ関連データ

ゆうちょ銀行諸指標

＜損益の状況＞単体

	2013年3月期	2014年3月期	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期	2021年3月期	2022年3月期
業務粗利益	1,624,329	1,568,715	1,634,774	1,452,082	1,410,256	1,462,367	1,327,033	1,314,210	1,319,027	1,290,865
資金利益	1,532,152	1,470,268	1,540,799	1,361,065	1,223,546	1,175,691	1,016,126	976,821	961,884	1,147,500
役員取引等利益	88,126	92,690	89,251	91,139	86,619	96,448	106,761	128,891	127,943	127,400
その他業務利益	4,050	5,756	4,723	△ 122	100,091	190,227	204,145	208,497	229,200	15,964
うち外国為替売買損益	△ 40,236	1,480	9,300	△ 1,471	99,395	194,930	219,448	202,139	254,666	78,954
うち国債等債券損益	44,166	4,275	△ 4,592	1,846	△ 2,454	△ 6,473	△ 12,241	8,097	△ 25,980	△ 63,245
経費	△ 1,111,521	△ 1,096,028	△ 1,114,775	△ 1,066,184	△ 1,056,168	△ 1,045,046	△ 1,037,537	△ 1,020,253	△ 1,010,175	△ 980,906
人件費	△ 119,703	△ 123,318	△ 123,211	△ 125,423	△ 125,328	△ 128,658	△ 126,360	△ 122,586	△ 119,374	△ 116,943
物件費	△ 926,615	△ 913,615	△ 917,455	△ 865,169	△ 854,369	△ 838,925	△ 841,648	△ 844,334	△ 834,256	△ 819,027
税金	△ 65,202	△ 59,094	△ 74,107	△ 75,591	△ 76,470	△ 77,462	△ 69,527	△ 53,332	△ 56,544	△ 44,935
実質業務純益	512,808	472,687	519,998	385,897	354,087	417,320	289,496	293,956	308,852	309,959
コア業務純益	-	-	-	-	-	-	301,738	285,859	334,832	373,204
除く投資信託解約損益	-	-	-	-	-	-	249,737	245,830	285,993	259,888
一般貸倒引当金繰入額	-	-	-	-	10	△ 11	-	△ 15	-	△ 9
業務純益	512,808	472,687	519,998	385,897	354,098	417,309	289,496	293,941	308,852	309,949
臨時損益	80,727	92,407	49,491	96,100	87,987	82,359	84,803	85,135	85,473	181,509
うち株式等関係損益	-	-	-	3,232	88	△ 21,265	△ 10,983	11,545	△ 188,480	△ 125,583
うち金銭の信託運用損益	84,389	103,856	43,151	93,867	82,930	50,933	77,717	72,838	272,749	286,671
経常利益	593,535	565,095	569,489	481,998	442,085	499,669	374,299	379,077	394,325	491,459
特別損益	△ 1,983	△ 628	1,544	△ 1,109	△ 1,488	△ 731	△ 4,107	△ 450	△ 1,564	5,682
固定資産処分損益	△ 874	△ 562	1,561	△ 1,103	△ 529	△ 713	△ 3,556	△ 450	△ 557	5,698
減損損失	△ 606	△ 65	△ 17	△ 5	△ 958	△ 17	△ 550	-	△ 1,006	△ 15
税引前当期(中間)純利益	591,552	564,467	571,034	480,888	440,596	498,937	370,192	378,626	392,760	497,141
法人税、住民税及び事業税	△ 227,940	△ 187,855	△ 182,658	△ 152,528	△ 133,287	△ 174,218	△ 99,417	△ 101,266	△ 124,123	△ 104,295
法人税等調整額	10,335	△ 21,946	△ 18,941	△ 3,291	4,954	28,025	△ 4,596	△ 4,315	11,200	△ 37,901
法人税等合計	△ 217,604	△ 209,802	△ 201,599	△ 155,819	△ 128,332	△ 146,192	△ 104,013	△ 105,581	△ 112,923	△ 142,196
当期(中間)純利益	373,948	354,664	369,434	325,069	312,264	352,745	266,178	273,044	279,837	354,945

＜損益の状況＞連結

経常利益	-	-	-	-	-	499,654	373,978	379,137	394,221	490,891
当期(中間)純利益(※)	-	-	-	-	-	352,775	266,189	273,435	280,130	355,070

(※)親会社株主に帰属

＜要約貸借対照表＞単体

	2013年3月末	2014年3月末	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2018年3月末	2019年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2022年3月末
資産の部										
現金預け金	9,195,940	19,463,622	33,301,050	45,895,068	51,281,921	49,288,314	50,698,549	51,663,901	60,768,034	66,664,253
コールローン	1,837,733	1,843,569	1,961,526	978,837	470,000	480,000	400,000	1,040,000	1,390,000	2,470,000
買戻先勘定	-	-	-	-	-	-	8,368,139	9,731,897	9,721,360	9,861,753
債券貸借取引支払保証金	8,141,533	7,212,769	8,374,084	7,923,229	8,718,905	8,224,153	-	112,491	-	-
買入金銭債権	58,835	62,272	122,032	178,509	252,214	278,566	295,679	315,812	362,212	397,301
商品有価証券	247	278	104	187	9	32	2	31	13	11
金銭の信託	3,038,863	2,919,003	3,491,637	3,561,110	3,817,908	4,241,524	3,990,780	4,549,736	5,547,574	5,828,283
有価証券	171,596,578	166,057,886	156,169,792	144,076,834	138,792,448	139,201,254	137,135,264	135,198,460	138,183,264	139,549,103
貸出金	3,967,999	3,076,325	2,783,985	2,542,049	4,064,120	6,145,537	5,297,424	4,961,733	4,691,723	4,441,967
外国為替	3,051	30,659	49,332	25,328	78,646	87,487	80,396	147,469	80,847	213,924
その他資産	1,636,605	1,529,309	1,603,912	1,573,316	1,871,733	2,442,328	2,452,409	2,816,117	2,857,518	3,250,352
有形固定資産	154,882	144,588	179,933	182,733	175,825	190,098	201,786	193,752	197,940	192,819
無形固定資産	64,592	58,725	47,971	44,865	46,183	52,372	51,003	47,114	47,992	53,367
繰延税金資産	-	-	-	-	-	-	-	127,662	-	-
支払承諾見返	145,000	115,000	95,000	75,000	-	-	-	-	-	-
貸倒引当金	△ 1,182	△ 1,127	△ 1,055	△ 1,030	△ 1,096	△ 1,066	△ 958	△ 1,031	△ 935	△ 1,054
資産の部合計	199,840,681	202,512,882	208,179,309	207,056,039	209,568,820	210,630,601	208,970,478	210,905,152	223,847,547	232,922,083
負債の部										
貯金	176,096,136	176,612,780	177,710,776	177,871,986	179,434,686	179,882,759	180,999,134	183,004,733	189,593,469	193,441,929
コールマネー	-	-	-	22,536	45,436	-	-	-	-	-
売戻先勘定	-	-	-	554,322	960,937	1,985,285	11,569,371	14,855,624	14,886,481	19,461,646
債券貸借取引受入担保金	9,443,239	10,667,591	13,570,198	13,123,558	13,694,294	13,812,123	2,473,457	2,219,384	1,504,543	1,614,438
コマニシャル・ペーパー	-	-	-	-	40,324	191,481	28,029	-	-	-
借入金	-	-	-	-	-	2,400	3,900	10,100	3,917,500	5,603,600
外国為替	272	249	266	338	407	309	628	511	514	697
その他負債	2,145,910	2,511,110	3,576,119	2,532,920	2,185,197	1,950,331	1,354,810	1,596,945	1,535,953	2,124,933
賞与引当金	5,609	5,566	5,581	6,020	6,007	7,879	7,739	7,331	7,408	7,238
退職給付引当金	136,247	136,848	150,466	149,720	148,800	147,095	144,190	141,628	141,740	140,355
従業員株式給付引当金	-	-	-	-	-	809	839	605	535	515
役員株式給付引当金(※)	198	-	-	-	43	238	311	303	303	365
睡眠貯金戻戻損失引当金	-	-	-	-	2,096	86,114	88,332	80,324	73,830	58,813
繰延税金負債	870,509	999,212	1,440,688	1,211,286	1,270,550	1,050,715	948,998	-	823,134	303,985
支払承諾	145,000	115,000	95,000	75,000	-	-	-	-	-	-
負債の部合計	188,843,123	191,048,358	196,549,097	195,547,888	197,788,782	199,117,450	197,619,672	201,917,500	212,485,414	222,658,520
純資産の部										
資本金	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000
資本剰余金	4,296,285	4,296,285	4,296,285	4,296,285	4,296,285	4,296,285	4,296,285	4,296,285	4,296,285	3,500,000
利益剰余金	1,440,830	1,702,007	1,968,617	2,108,969	2,233,759	2,399,031	2,477,736	2,563,307	2,749,408	2,413,168
自己株式	-	-	△ 1,299,999	△ 1,299,999	△ 1,300,411	△ 1,300,717	△ 1,300,926	△ 1,300,881	△ 1,300,844	△ 902
株主資本合計	9,237,115	9,498,293	8,464,904	8,605,256	8,729,634	8,894,599	8,973,095	9,058,711	9,244,849	9,412,266
その他有価証券評価差額金	2,137,265	2,563,134	3,824,643	3,322,827	3,166,980	2,615,432	2,440,064	256,880	2,487,770	1,390,288
繰延ヘッジ損益	△ 376,823	△ 596,903	△ 659,335	△ 419,932	△ 116,577	3,119	△ 62,353	△ 327,940	△ 370,486	△ 538,991
評価・換算差額等合計	1,760,442	1,966,231	3,165,307	2,902,894	3,050,403	2,618,551	2,377,710	△ 71,060	△ 217,283	851,297
純資産の部合計	10,997,558	11,464,524	11,630,212	11,508,150	11,780,037	11,513,151	11,350,806	8,987,651	11,362,133	10,263,563
負債及び純資産の部合計	199,840,681	202,512,882	208,179,309	207,056,039	209,568,820	210,630,601	208,970,478	210,905,152	223,847,547	232,922,083

(※)2013年3月末は役員退職慰労引当金

＜単体自己資本比率(国内基準)＞

	2014年3月末	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2018年3月末	2019年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2022年3月末
コア資本に係る基礎項目の額(A)	9,404,643	8,280,501	8,511,796	8,636,164	8,801,141	8,879,601	8,965,233	9,057,656	9,225,082
コア資本に係る調整項目の額(B)	-	6,491	12,471	19,224	29,070	35,388	32,685	33,294	37,024
自己資本の額(A) - (B) = (C)	9,404,643	8,274,010	8,499,325	8,616,940	8,772,071	8,844,213	8,932,547	9,024,361	9,188,057
リスク・アセット等の額の合計額(D)	16,553,324	21,533,490	32,218,529	38,779,806	50,343,515	56,033,562	57,407,276	58,157,118	59,089,525
信用リスク・アセットの額の合計額	13,482,628	18,490,222	29,253,213	35,906,558	47,574,709	53,334,010	54,775,080	55,604,917	56,529,128
マーケットリスク相当額の合計額を8%で除して得た額	-	-	-	-	-				

<資産運用の状況> 単体

(百万円)

	2018年3月末		2019年3月末		2020年3月末		2021年3月末		2022年3月末	
	資産残高	構成比								
有価証券	1,392,012	67.0%	1,371,352	66.5%	1,351,984	65.1%	1,381,832	62.6%	1,395,491	60.7%
国債	627,497	30.2%	583,565	28.3%	536,361	25.8%	504,934	22.8%	492,597	21.4%
地方債・社債等	171,526	8.2%	162,791	7.9%	159,048	7.6%	165,225	7.4%	161,543	7.0%
外国証券等	592,988	28.5%	624,995	30.3%	656,575	31.6%	711,672	32.2%	741,350	32.2%
うち外国債券	202,443	9.7%	220,355	10.6%	237,068	11.4%	235,051	10.6%	245,096	10.6%
うち投資信託	390,426	18.7%	404,339	19.6%	419,010	20.1%	475,911	21.5%	495,096	21.5%
金銭の信託	42,415	2.0%	39,907	1.9%	45,497	2.1%	55,475	2.5%	58,282	2.5%
うち国内株式	22,861	1.1%	21,417	1.0%	18,596	0.8%	22,617	1.0%	20,246	0.8%
貸出金	61,455	2.9%	52,974	2.5%	49,617	2.3%	46,917	2.1%	44,419	1.9%
預け金等	493,146	23.7%	506,742	24.6%	514,854	24.8%	606,670	27.5%	666,228	29.0%
短期運用資産・その他	88,306	4.2%	88,775	4.3%	113,242	5.4%	115,057	5.2%	132,523	5.7%
運用資産合計	2,077,335	100.0%	2,059,752	100.0%	2,075,196	100.0%	2,205,954	100.0%	2,296,946	100.0%

<評価損益の状況> 単体

(1) 満期保有目的の債券

(百万円)

	2018年3月末		2019年3月末		2020年3月末		2021年3月末		2022年3月末	
	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益
国債	29,103,961	958,146	25,015,921	755,550	21,038,148	475,518	20,576,382	230,680	14,974,212	△ 31,393
地方債	-	-	533,474	4,001	1,146,788	1,665	1,891,261	1,605	2,746,510	△ 11,848
社債	2,322,529	37,283	1,660,749	28,626	1,985,771	13,654	2,710,435	5,892	3,540,039	△ 12,623
その他	32,433	8,144	32,433	5,014	-	-	-	-	1,808,495	80
うち外国債券	32,433	8,144	32,433	5,014	-	-	-	-	1,808,495	80
合計	31,458,923	1,003,574	27,242,577	793,192	24,170,708	490,838	25,178,079	238,178	23,069,257	△ 55,784

(2) その他有価証券

	2018年3月末		2019年3月末		2020年3月末		2021年3月末		2022年3月末	
	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益
株式	28,790	396	96,909	5,124	5	-	10,505	-	17,283	-
債券	48,444,750	1,273,206	47,326,243	1,298,872	45,366,981	857,136	41,824,162	597,822	44,132,804	103,994
国債	33,645,763	1,129,996	33,340,646	1,167,874	32,597,964	794,222	29,917,094	542,798	34,285,554	85,743
地方債	6,405,190	62,426	5,850,490	50,706	4,839,561	25,675	3,602,553	17,172	2,834,364	7,367
短期社債	229,998	-	220,998	-	806,975	-	1,869,535	-	1,434,510	-
社債	8,163,797	80,783	7,914,108	80,481	7,122,480	37,238	6,434,978	37,850	5,578,374	10,883
その他	59,609,979	638,419	62,818,814	824,586	66,019,472	△ 1,608,708	71,558,269	1,809,429	72,742,078	1,569,057
うち外国債券	20,211,925	375,390	22,003,095	637,751	23,706,870	429,425	23,505,116	1,031,399	22,701,193	1,484,225
うち投資信託	39,042,659	265,830	40,433,941	184,918	41,901,017	△ 2,040,416	47,591,186	776,215	49,534,425	82,347
合計	108,083,520	1,912,022	110,241,967	2,128,583	111,386,459	△ 751,571	113,392,936	2,407,252	116,892,166	1,673,052

(3) その他の金銭の信託

	2018年3月末		2019年3月末		2020年3月末		2021年3月末		2022年3月末	
	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益	貸借対照表計上額	評価損益
その他の金銭の信託	4,162,251	1,289,201	3,951,489	1,122,266	4,549,736	813,852	5,547,574	1,353,124	5,828,283	1,181,977
うち国内株式	2,286,148	1,262,041	2,141,784	1,106,458	1,859,682	816,565	2,261,772	1,363,424	2,024,619	1,202,212
うち国内債券	1,256,039	27,061	1,195,685	17,468	1,419,008	△ 893	1,545,190	△ 11,689	1,406,103	△ 28,340

(4) ヘッジ会計(繰延ヘッジ)適用デリバティブ取引

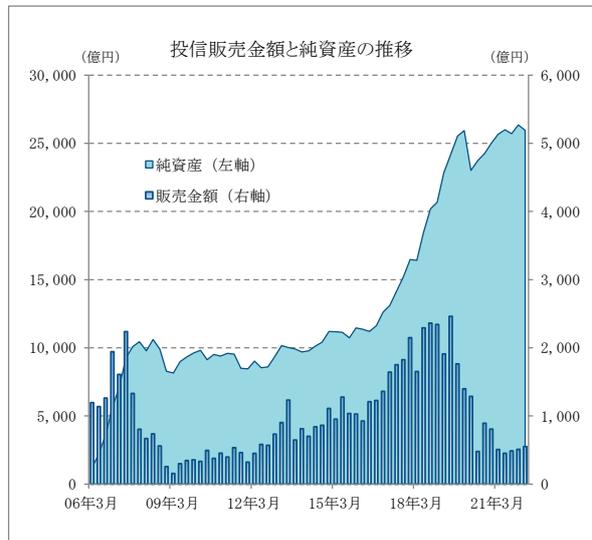
	2018年3月末		2019年3月末		2020年3月末		2021年3月末		2022年3月末	
	貸借対照表計上額	評価損益								
金利スワップ	6,341,492	△ 110,021	7,839,145	△ 122,376	8,913,409	△ 458,664	8,136,647	△ 175,043	7,427,585	△ 67,703
通貨スワップ	4,925,816	117,531	6,527,044	32,497	7,426,920	△ 14,041	8,073,418	△ 363,009	8,654,075	△ 711,381
為替予約	59,257	△ 3,014	-	-	-	-	-	-	-	-
合計	11,326,565	4,495	14,366,189	△ 89,879	16,340,330	△ 472,705	16,210,065	△ 538,052	16,081,660	△ 779,085

(2)~(4)合計

	2018年3月末	2019年3月末	2020年3月末	2021年3月末	2022年3月末
評価損益合計	3,774,473	3,427,414	△ 102,083	3,048,811	1,223,021

<投資信託取扱状況>

	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年度累計	952,000	339,685	644,000	977,638
2014年度累計	1,061,000	377,000	665,000	1,118,791
2015年度累計	1,164,000	427,085	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,251,000	544,399	749,000	1,310,151
2017年度累計	1,544,000	737,878	874,000	1,642,301
2018年度累計	2,303,000	891,000	1,062,000	2,285,900
2019年度累計	3,170,000	691,400	1,185,000	2,301,700
2020年度累計	3,661,000	262,900	1,215,000	2,565,800
2021年4-6月	1,012,000	45,300	1,217,000	2,598,600
2021年7-9月	1,083,000	48,800	1,220,000	2,570,700
2021年10-12月	1,121,000	51,100	1,225,000	2,635,100
2022年1-3月	1,269,000	55,200	1,228,000	2,595,500
2021年度累計	4,485,000	200,400	1,228,000	2,595,500
累計	29,803,022	6,625,832	1,228,000	2,595,500



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