

ゆうちょ資産研レポート

2020年 3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

貿易動向の2019年振り返りと2020年展望

SMBC日興証券株式会社 金融経済調査部 シニアエコノミスト

宮前 耕也

マーケット・アウトルック (1) 7

新型肺炎によりフェアバリューは一旦低下、 循環的な回復時期を見極める展開

みずほ証券株式会社 リテール・事業法人部門 投資情報部部長 ストラテジスト兼エコノミスト

倉持 靖彦

マーケット・アウトルック (2) 13

“Lower for Longer” 下でのクレジット投資

大和証券株式会社 金融市場調査部 クレジット・証券化調査課 チーフクレジットアナリスト

大橋 俊安

資産研コーナー 19

日本の格差社会

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

2020.3

ファンダメンタル・アナリシス

貿易動向の2019年振り返りと2020年展望

SMBC 日興証券株式会社 金融経済調査部
シニアエコノミスト 宮前 耕也



■サマリー

2019年の名目輸出入は共に3年ぶりに減少した。実質ベースでは、輸出が6年ぶり、輸入が10年ぶりに減少した。実質輸出の減少は、世界経済の減速に伴う需要の縮小が背景であろう。グローバルな設備投資需要とIT需要の低迷が主因であろう。一方、実質輸入は、内需が拡大したにもかかわらず落ち込んだ。天候不順および電源構成変化の影響で燃料輸入が減少した。非燃料輸入は内訳をみると全般に増加したものの、一部の高機能・高額の資本財や中間財の輸入が落ち込み、全体の足を引っ張った。

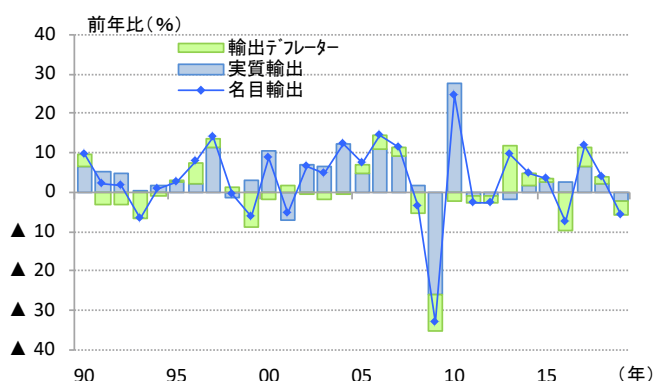
2020年の実質輸出入は2年連続で減少する可能性が高まりつつある。実質輸出入どちらの落ち込みが大きくなるか不透明だが、どちらかと言えば輸出の下振れリスクが高い。2020年の名目ベースの貿易収支については、赤字が続くか不透明だ。輸出は実質ベースでも名目ベースでも落ち込もう。一方、原油価格の低迷が長引く可能性があり、実質輸入以上に名目輸入を押し下げる要因になる。2020年の貿易収支は、実質ベースでは2年連続の赤字になろうが、名目ベースでは3年ぶりに黒字化する可能性もある。

■2019年の輸出動向

＜実質輸出は6年ぶりに減少＞

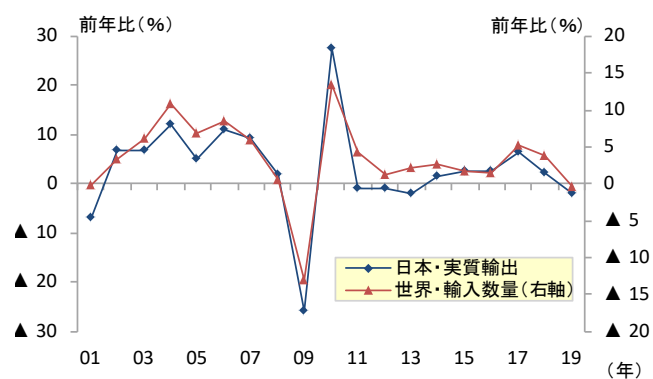
2019年の名目輸出は前年比▲5.6%(2018年+4.1%)と3年ぶりに減少した(図表1)。輸出デフレーターが前年比▲3.6%(2018年+1.8%)と下落した影響が大きい。実質輸出も同▲2.1%(2018年+2.2%)と6年ぶりに減少した。2019年の実質輸出の減少は、世界経済の減速に伴う需要の縮小が背景であろう。世界の輸入数量は2019年に前年比▲0.4%(2018年+3.8%)とリーマン・ショック後の2009年以来10年ぶりに減少へ転じた(図表2)。アジア新興国や米国の輸入(需要)が落ち込み、日本の輸出減少に繋がった。10月の台風19号襲来に伴う供給制約、もしくは日本の輸出競争力低下が影響した可能性もあるが、世界の輸出数量に占める日本のシェアは小幅な低下にとどまっており、主因とは言えまい(図表3)。

図表1: 名目輸出変動の要因分解



注: 実質輸出はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表2: 世界の輸入数量と日本の実質輸出推移(前年比)

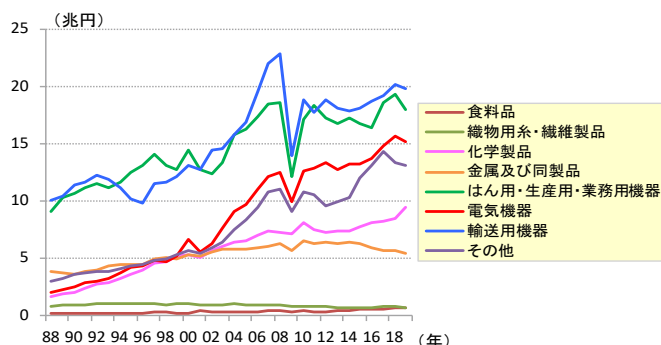


注: 実質輸出はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

＜製品別でも仕向地別でも多くが減少＞

2019 年の実質輸出を製品別にみると、「化学製品」と「食料品」以外が軒並み減少した(図表 4)。仕向地別にみると、EU 向けを除き減少している(図表 5)。2019 年の実質輸出の減少は、世界経済の減速に伴う需要の縮小が主因だが、具体的には以下の特徴が挙げられる。

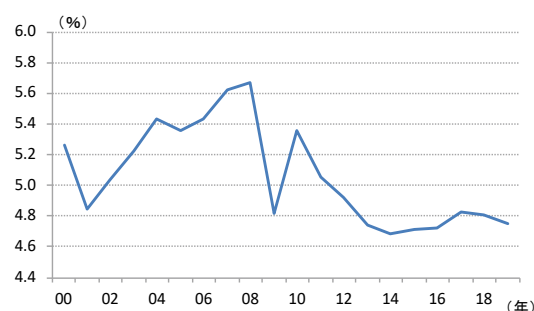
図表 4: 製品別の実質輸出(全世界)



注: 実質輸出はSMBC日興証券試算

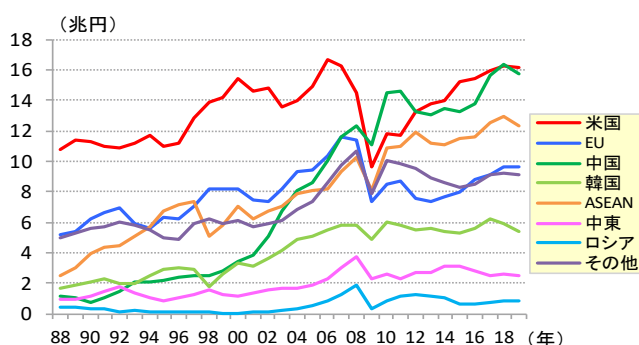
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 3: 世界の輸出数量に占める日本のシェア



出所: CPB、SMBC日興証券

図表 5: 仕向地別の実質輸出(全製品)



注: 実質輸出はSMBC日興証券試算

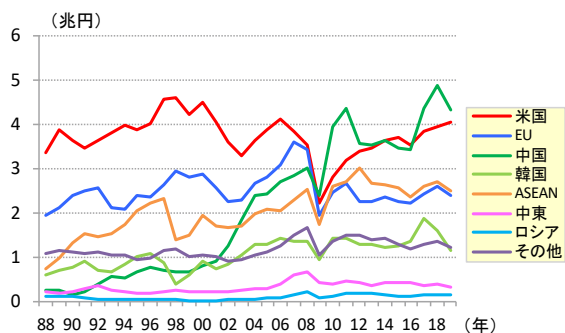
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

＜設備投資需要と IT 需要の低迷が輸出減少の主因＞

まず、製品別でみれば、「はん用・生産用・業務用機器」および「電気機器」の減少が目立つ。2019 年の実質輸出の変化率▲2.1%のうち、▲1.7%pt 分が「はん用・生産用・業務用機器」、▲0.5%pt 分が「電気機器」の寄与だ。2019 年の日本の実質輸出減少は、グローバルな設備投資需要と IT 需要の低迷が主因であろう。月次ベースの動きをみると、「電気機器」は 5G 向けの電子部品需要などを背景に、年後半に回復傾向へ転じたが、暦年累計では前年を下回った。「はん用・生産用・業務用機器」については、月次ベースでも減少傾向を辿った。

特に弱かった「はん用・生産用・業務用機器」は、半導体製造装置や原動機、金属加工機械など幅広い分野で減少している。「はん用・生産用・業務用機器」を仕向地別にみると、中国向けや韓国向け、ASEAN 向けなど、アジア向けが軒並み落ち込んだ(図表 6)。中国経済の減速や米中貿易戦争の激化でアジア地域の設備投資活動が停滞した可能性を示唆する。

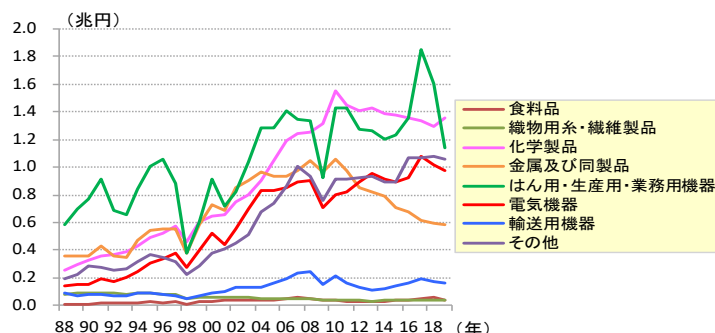
図表 6: 仕向地別の実質輸出(はん用・生産用・業務用機器)



注: 実質輸出はSMBC日興証券試算

出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 7: 製品別の実質輸出(韓国向け)



注: 実質輸出はSMBC日興証券試算

出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

<韓国向け輸出減少は日韓関係悪化が主因？>

次に、実質輸出全体を仕向地別でみれば、アジア向けが全般に弱い、「震源地」であるはずの中国向けよりも韓国向けの落ち込みが大きい(図表 5)。2019 年の中国向け実質輸出は前年比▲3.6%(2018 年+4.6%)と 4 年ぶりに減少したのに対し、韓国向け実質輸出は同▲8.5%(2018 年▲5.9%)と 2 年連続で、かつ大きな落ち込みを記録した。

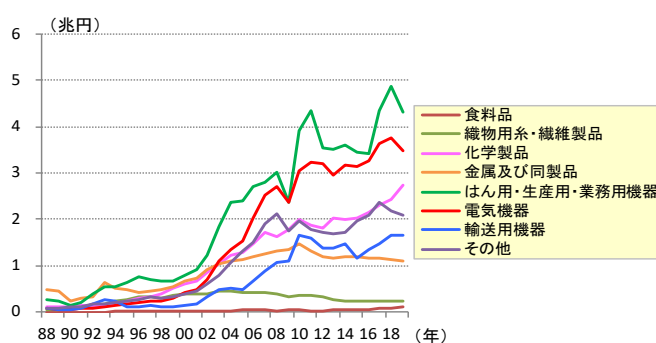
韓国向け輸出の減少と言うと、日韓関係悪化で半導体製造原料の輸出管理が強化された影響が取り沙汰されやすいが、それが主因とは言えないだろう。韓国向け実質輸出を製品別にみると、「はん用・生産用・業務用機器」が 2 年連続で、かつ大幅に減少した点が目立つ(図表 7)。品目別には半導体製造装置の大幅減少が続いた影響が大きい。韓国向け半導体製造装置の輸出は、輸出管理が強化される以前の 2018 年から既に大きく落ち込んでおり、日韓関係の悪化が波及したとは考え難い。IT サイクルの下降に伴う韓国側の設備投資の抑制が主因であったと考えられる。

<「脱中国」？>

2019 年の中国向け実質輸出は、「はん用・生産用・業務用機器」を中心に減少した(図表 8)。品目別では、半導体製造装置のみならず、金属加工機械や原動機、ポンプ・遠心分離機、建設用・鉱山用機械、加熱用・冷却用機器など幅広く減少した。中国経済減速や米中貿易戦争を背景に、中国現地の設備投資需要が落ちていよう。

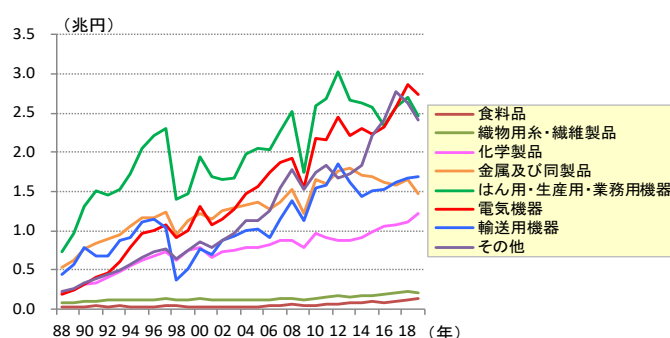
日本企業においても「脱中国」の動きが始まった可能性はあるものの、日本の貿易統計をみる限りでは判然としない。「脱中国」の受け皿として期待される ASEAN 向け実質輸出は、肝心の「はん用・生産用・業務用機器」を含め、幅広く落ち込んだ(図表 9)。台湾向け輸出は、名目ベースで 2019 年に前年比+0.2%(2018 年+2.7%)と増加、他のアジア向けに比べ堅調を維持したが、まだ力強さに欠ける。「はん用・生産用・業務用機器」の実質輸出は米国向けが増加したものの、品目別内訳をみると、半導体製造装置と建設用・鉱山用機械に偏っており、広がり欠ける(図表 6)。

図表 8: 製品別の実質輸出(中国向け)



注: 実質輸出はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 9: 製品別の実質輸出(ASEAN 向け)



注: 実質輸出はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

■2019 年の輸入動向

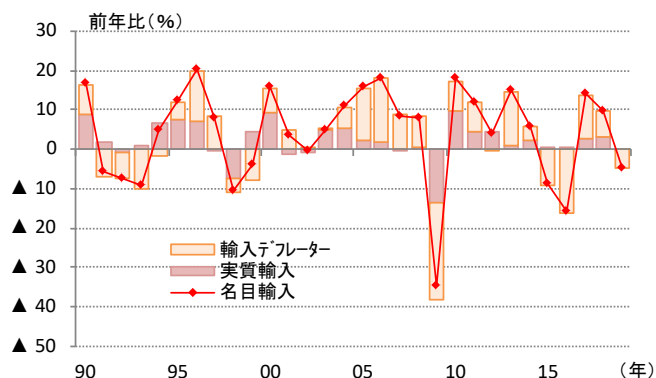
<実質輸入は小幅ながら 10 年ぶりに減少>

2019 年の名目輸入は前年比▲5.0%(2018 年+9.7%)と 3 年ぶりに減少した(図表 10)。前年対比で原油安が進行し、輸入デフレーターが前年比▲4.8%(2018 年+6.5%)と下落した影響が大きい。ただ、実質輸入も前年比▲0.1%(2018 年+3.0%)と小幅ながら 10 年ぶりに減少へ転じた。

一般に、実質輸入は内需の関数であるが、2019 年は両者が必ずしも連動していない(図表 11)。内需は実質 GDP ベースで 2019 年に前年比+0.9%(2018 年+0.3%)へ伸びが加速した。すなわち、内需が拡大したにもかかわらず、実質輸入が落ち込んだ。内訳をみると、燃料輸入の落ち込み度合いが深まったほか、

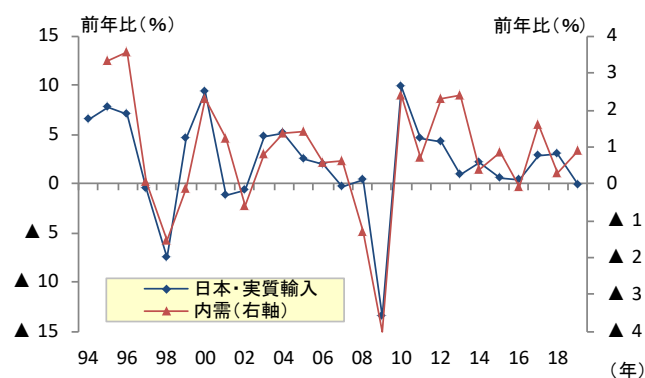
非燃料輸入の伸びが鈍化した(図表 12)。燃料輸入の減少には天候不順および電源構成変化の影響が表れている。非燃料輸入は内訳をみると全般に増加したものの、天候不順の影響で半耐久消費財の輸入が減少したほか、一部の高機能・高額の資本財や中間財の輸入が落ち込み、全体の足を引っ張った。

図表 10: 名目輸入変動の要因分解



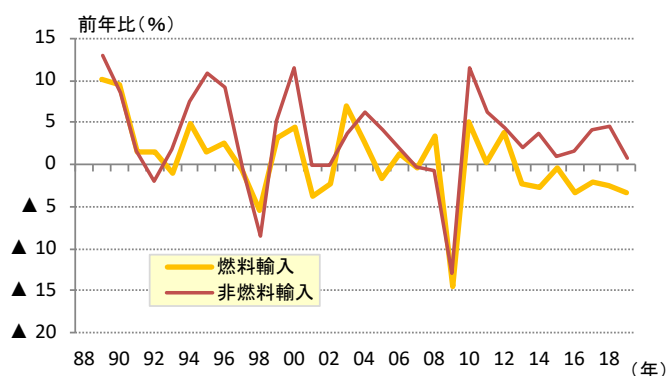
注: 実質輸入はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 11: 内需と実質輸入推移(前年比)



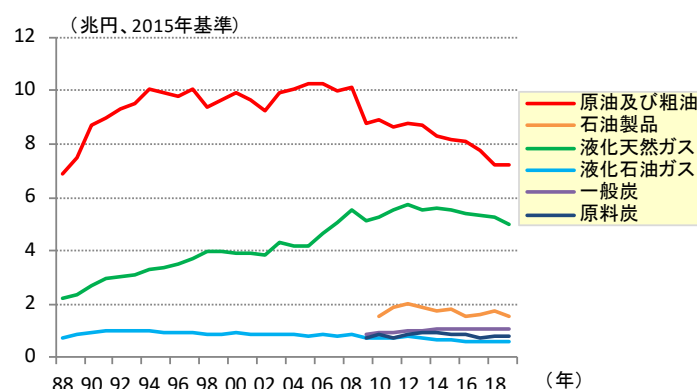
注: 内需は実質 GDP ベース、実質輸入はSMBC日興証券試算
出所: 内閣府、財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 12: 実質輸入の内訳(前年比)



注: 実質輸入はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 13: 燃料輸入の内訳(実質ベース)



注: 実質輸入はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

<燃料輸入はLNGを中心に減少>

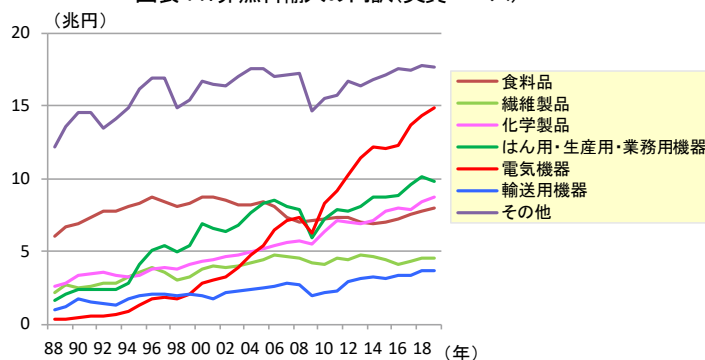
燃料輸入は、実質ベースで 2019 年に前年比▲3.3%(2018 年▲2.5%)と 7 年連続で減少、かつ減少率が拡大した(図表 12)。内訳をみると、LNG 輸入が 5 年連続で減少した(図表 13)。LNG 火力への依存度低下が背景にあらう。発電量に占める LNG 火力の比率は、全国的な原発稼働停止と共に 2011 年以降に高まったが、2015 年頃から再生可能エネルギーの普及や原発再稼働を背景に低下傾向にある。また、LNG 輸入は 2019 年に落ち込みが深まり、全体の減少率拡大に寄与した。LNG 火力への依存度低下に加え、冷夏と暖冬により空調需要が落ち、発電量自体が減少した影響も表れている。

<非燃料輸入は増加継続も、一部製品が足を引っ張る>

非燃料輸入は、実質ベースで 2019 年に前年比+0.7%と 10 年連続で増加したものの、2018 年の+4.5%から伸び率が大きく低下した(図表 12)。内需拡大に応じて、「電気機器」や「化学製品」、「食料品」等が増加したものの、「はん用・生産用・業務用機器」や「繊維製品」等が減少し、全体の足を引っ張った。

「はん用・生産用・業務用機器」の内訳をみると、減少した品目に偏りがみられる。特に半導体製造装置と航空機用エンジンが大きく落ち込んだ。前者は資本財、後者は中間財であるが、両者とも高機能・高額な品目のため、製造する海外メーカーも購入する国内メーカーも限られる。海外メーカー側もしくは国内メーカー側で、開発遅れや最終需要減少など、何らかの要因で取引が減少したものと考えられる。一方、「繊維製品」では衣料品の輸入が減少した。冷夏や暖冬など天候不順で、季節商材の需要が落ち込んだとみられる。

図表 14: 非燃料輸入の内訳(実質ベース)



注: 実質輸入はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

■2019年の貿易収支

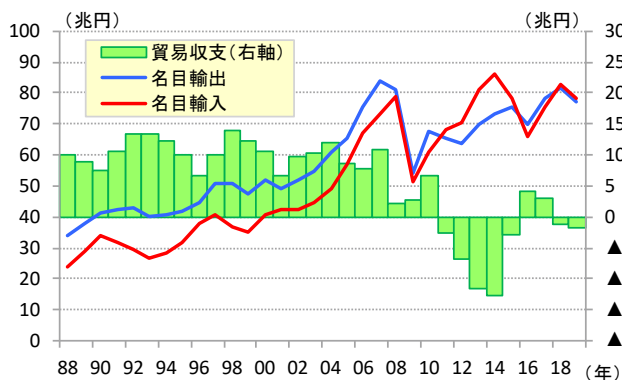
<名目では2年連続、実質では3年ぶりの貿易赤字>

2019年の名目ベースの貿易収支は▲1.6兆円、2018年の▲1.2兆円に続き、2年連続の赤字だった(図表 15)。名目輸出入とも3年ぶりに減少したが、輸入より輸出の落ち込みが大きく、赤字幅がやや拡大した。2015年を基準とした実質ベースで貿易収支をみれば、2018年の+0.9兆円から2019年は▲0.7兆円と小幅ながら赤字へ転じた(図表 16)。赤字は3年ぶりだ。実質ベースでも、輸入より輸出の落ち込みが大きい。実質ベースで貿易赤字となった主因は、外需縮小にあると言えよう。

やや長い目でみれば、実質ベースの貿易収支は2000年代に急速に改善した後、2010年代に改善が止まった。2000年代には、実質輸出がやや速いペースで増加した。中国のWTO加盟を機に東アジア地域が「世界の工場」として経済発展を遂げ、日本は中国など東アジア地域へ中間財や資本財を供給する役割を担い、世界の輸出数量に占めるシェアが拡大した(図表 3)。だが、リーマン・ショックや東日本大震災を経て、製造業が工場を海外へ分散する動きを活発化したため、2010年代に日本の輸出シェアは低位で安定し、実質輸出の増加ペースも緩やかになった。

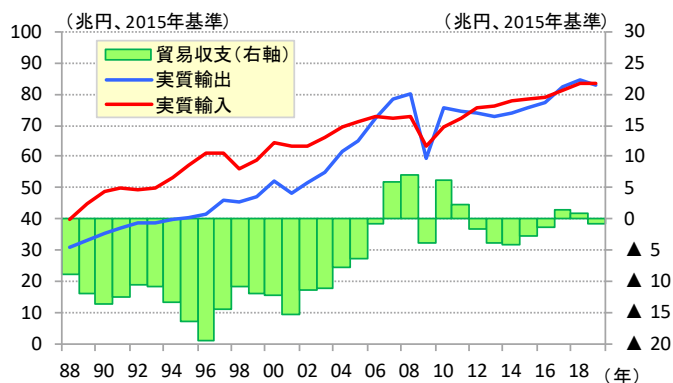
なお、2010年代の貿易収支をみると、名目ベースでも実質ベースでも前半に悪化した後、後半に改善しているが、名目ベースの振れがより大きい。原油価格の変動が影響しているよう。輸出入の規模が近接する下では、原油価格の変動が貿易収支を左右しやすくなっている。

図表 15: 輸出入と貿易収支(名目ベース、暦年)



出所: 財務省、SMBC日興証券

図表 16: 輸出入と貿易収支(実質ベース、暦年)



注: 実質輸出入はSMBC日興証券試算
出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

■2020年の展望

<実質輸出入とも弱めの滑り出し>

2020年の貿易動向は、新型肺炎問題の帰趨が鍵を握ろう。

2020年1月の実質輸出(季節調整値、試算値)は前月比▲8.0%(2019年12月+2.5%)と大幅に減少した。特に上中旬の輸出が弱く、中華圏の春節のタイミングや日本の休暇長期化が影響したとみられる。中華圏の春節が今年は1月下旬になり、上中旬の輸出が抑えられた可能性が高い。日本では日並びの良さで例年よりも冬休みが長期化し、年明けの操業開始が例年より遅れた影響も表れている。

1月の実質輸入(季節調整値、試算値)は前月比▲5.1%(12月+3.1%)と大幅に減少した。燃料輸入、非燃料輸入共に減少しており、前者は暖冬の影響、後者は増税後の内需低迷を反映している。国・地域別の内訳をみる限り、輸入については中華圏の春節の影響をあまり受けていないとみられる。日本の冬休みも、輸出と異なり輸入には元々影響しづらい。1月は実質輸出入とも落ち込んだが、輸出は日本の冬休みや中華圏の春節の影響が大きいのにに対し、輸入は実勢として弱かったとみられる。

<新型肺炎問題>

1月の貿易取引縮小の主因が休暇に伴う歪みであれば、2月に自律反発しやすい。しかし、そうした歪みの解消があるとしても、2月からは新型肺炎問題の悪影響が本格化する見込みだ。特に加工・組立など労働集約的な分野では、春節後も中国工場の休止が続き、低位の稼働率が続いた模様だ。日本との貿易取引に縮小圧力が掛かったと推測できる。

新型肺炎問題は感染地域などの需要減少に繋がるのみならず、感染地域からの部品供給の縮小に伴う供給制約も生じさせる。新型肺炎問題が収束すれば、供給制約の解消を通じて中国そして日本を含む世界でも生産活動は急速に回復する見込みだ。当社経済分析チームでは、4～6月期に中国経済および世界経済がリバウンドへ転じると想定している。しかし、中国以外にも感染が拡大したため、需要減少の影響が従来想定より大きくなりつつある。供給制約の解消を通じて、4～6月期に世界経済はリバウンドへ向かおうが、需要減退の影響が残りリバウンドの勢いは鈍くなりそうだ。日本の貿易取引も4～6月期から持ち直そうが、持ち直しの動きに多くを期待はできない。なお、感染の状況次第では、リバウンドの時期が後ずれするリスクも存在する。

<2020年の輸出入と貿易収支>

日本の実質輸出入は、2020年前半に低迷しよう。輸出入とも1～3月期に落ち込み、4～6月期に持ち直そうが、反発力は鈍くなる見込みだ。2020暦年でも、実質輸出入とも2年連続で減少する可能性が高まりつつある。

実質輸出入どちらの落ち込みが大きくなるか不透明だが、どちらかと言えば輸出の下振れリスクが高い。新型肺炎問題を契機に日本企業が中国における生産活動のリスクを再認識し、「脱中国」を本格化する可能性がある。「脱中国」の移転先を決めるまで設備投資の様子見が続き、「はん用・生産用・業務用機器」の輸出低迷が長引く恐れがある。

2020年の名目ベースの貿易収支については、赤字が続くか不透明だ。輸出は実質ベースでも名目ベースでも落ち込もう。一方、原油価格の低迷が長引く可能性があり、実質輸入以上に名目輸入を押し下げる要因になる。2020年の貿易収支は、実質ベースでは2年連続の赤字になろうが、名目ベースでは3年ぶりに黒字化する可能性もある。

マーケット・アウトlook (1)

新型肺炎によりフェアバリューは一旦低下、

循環的な回復時期を見極める展開

みずほ証券株式会社 リテール・事業法人部門

投資情報部部長 ストラテジスト兼エコノミスト 倉持 靖彦



市場は世界的な景気後退を織り込む動き

・本稿では、新型肺炎が世界的に拡大に伴う景気減速懸念が強まる中、今後の内外経済、株式市場が、この逆風を切り抜けられるのかどうかについて考察したい。

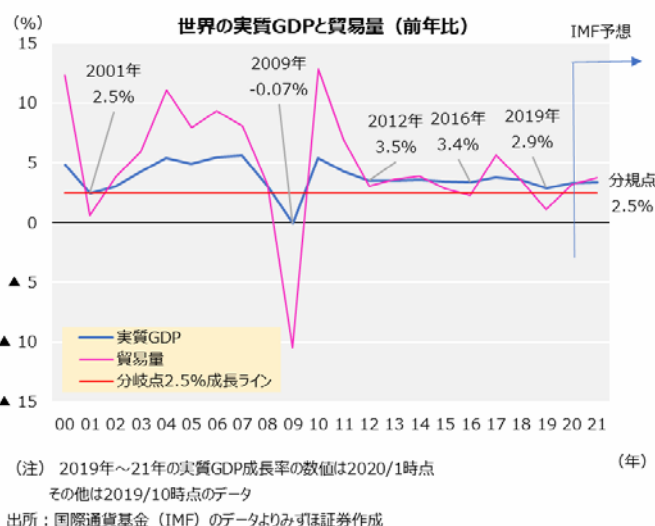
・まずグローバル経済の見通しであるが、非常に不確実性が高いと言わざるを得ないであろう。昨年も米中通商協議の不透明感が続く中、合意に対する期待と不安に株式市場は左右されたが、秋以降は米中通商交渉の第一次合意に対する大筋合意とFRBの保険的な3回の利下げにより、米国株、欧州株は年末高となり今年に入っても過去最高値を更新、日本株も同様に年末高となった。とはいえ、個人消費は堅調なもの、米国の昨年の主要企業の業績はほぼフラットであり、後半も横ばい圏、日本も前年水準が低かったものの、世界貿易の停滞や消費増税、台風11号の影響などから主要企業の減益が継続した。また中国依存度が高いドイツ景気の減速、中国やインド経済も政策効果の一巡や債務問題から停滞、世界的に生産、設備投資は足踏みが続いた。従って、世界景気改善への期待は生じていたものの、株価の大幅上昇のほとんどはPERの拡大によるもので、金融相場、過剰流動性相場の様相を呈した。またボラティリティも低水準が継続し、世界的に株式のみならずほとんどのリスクアセットが好調となる稀な年となった。

・そうした中、1月には米中貿易交渉において第一次合意が正式に署名され今年の休戦が現実化してきたことや、半導体・電子部品の在庫調整の一巡、5G関連需要への期待を背景に世界

の半導体サイクルも持ち直しが視野に入り、回復の度合いやスピードは緩やかだとしても、世界的に景気指標は持ち直しが現実化しつつあった。

・しかし、1月下旬になると中国で新型コロナウイルスに伴う肺炎の拡大が顕在化、それはアジア以外にも拡散、パンデミックリスクが高まる中、ボラティリティは一気に急騰し、極めて急速な下落と数年に1回しかないような弱気のオーバーシュート状態に陥った。今後の経済、マーケットの展望を考える上

で、この新型肺炎の影響をどう予想するかは避けて通れないだろう。また今年米国で大統領選挙があり、この行方も経済、マーケットに大きな影響を与えることから、予想は従来以上に難しいといっても過



言ではない。

・OECDは3月初に発表した世界経済見通しの中間報告において、コロナウイルスの影響を踏まえ2020年の世界の実質GDP成長率を従前見通し比0.5%p下方修正した。ただし、これは中国以外の国における新型コロナウイルスの感染拡大は限定的等が前提となっており、欧米にも波及するリスクシナリオとして「ドミニカシナリオ」も紹介している。当方も欧米への波及が強まっていることもあり今年の世界実質GDPについて下方修正を行った。

・こうした中、当方も年央には欧米でもコロナウイルスの影響は収束することを想定しつつも、現状の下押し圧力の強まりを踏まえ、世界実質GDP成長率を従前比1%p下方修正し、2.1%予想に変更している。1-3月は主に中国の経済成長が前期比で大幅なマイナス成長となったことが主因で世界経済は急失速するが、4-6月期は欧米のマイナス成長転換が大きな影響を及ぼそう。昨年は米中通商摩擦で世界景気の成長は減速を余儀なくされ、世界実質GDPは2.9%の成長に止まったが、今年は更に減速して00年のITバブル崩壊時の2000年の成長率を下回り、世界景気が後退色を強めるかどうかの分岐点である2.5%を下回り、2.0%前後まで減速する可能性がある。

・今回ほどではないが過去にも同じような世界景気同時減速懸念が2016年の初めにもあった。前年の本稿でも紹介したように当時は2015年夏のチャイナ・ショックを起点として、新興国経済、そして米国経済への波及が懸念され、2016年の初めには、世界実質GDP成長率が2.2%程度まで減速する

との観測が強まった。米国の期待インフレ率は1.2%程度まで低下、原油価格はWTIで30ドルを割れ、FRBは利上げ方針を撤回、上海でG20が開催され、国際政策協調で合意し、そこにサウジアラビアとロシアの減産合意も加わり、市場は危機を脱した。2016年はその後、夏にはブレグジットがあり、秋には米大統領選挙を控え、不透明な状況は続いたが、11月の米大統領選挙・議会選挙で共和党候補のトランプ氏が勝利、上院下院ともに共和党が多数党を獲得、大型の減税や規制緩和など成長促進的な政策への期待が顕在化した。結果、マーケットは年末に向け堅調となり、世界の実質GDP成長率も3.4%としっかりした成長を確保した。

・今回は新型肺炎という公衆衛生上の問題でもあり、そもそも政策対応は難しい。また2016年は金融政策余地も現在より大きく、かつグローバリズムが堅持されており、国際協調にも動きやすかった。しかし、足元は引き続き主要国での生産性の向上が明確にならない中、マイナス金利の弊害、反グローバリズムや所得格差拡

シナリオ別の想定

シナリオ	項目	2020年4-6月	2020年7-12月
メイン	新型コロナウイルス	・中国では終息に近づき、感染が拡大した米欧でも収束し始める	・世界的に終息に近づき
	経済成長	・需要および設備稼働の落ち込みや需要動向による生産性低下の影響で、多数の国で経済成長がマイナスになる ・主要国で景気下支えのため、支援策や追加利下げが実施される ・財務体質の悪い中小エネルギー企業、航空会社や体力の弱い中小企業が一部倒産する	・サプライチェーンの分断等、経済的な混乱が大きいため、当初は経済活動の回復は緩やかなペースにとどまるが、その後は通常のペースに加速する見込み ・新型コロナウイルスの感染拡大にともなう世界経済の下押しは通年で1.0%と想定する ・トランプ大統領はウイルス対策の成果をアピールして大統領選挙で再選する
	相場展開	・米国株は景気後退観測を織り込み、値動きの強い展開が続く見込みだが、1-3月ほどではないだろう。FRBが金融緩和策を拡大する。欧米国で景気支那策の審議が始まる。新型コロナウイルスの感染が収束し始めるにつれて、相場は落ち着きをとり戻し、反転すると予想する	・経済活動の回復を待機するため、主要国中銀は利下げ分を巻き戻すことになっても、利上げは緩やかなペースにとどまる。金融市場は穏和的になるとみられ、高値圏に推移すると想定。トランプ大統領が再選されると、株式市場ではいったん好転されるだろう。高値圏は2019年に持ち越されると予想する
	SAP500指数予想期末値	・2600ポイント(6月末) 予想EPS187ドル(20年と21年の平均)×予想PER15.5倍	・3000ポイント(12月末)
OECD見通しに基づくリスクシナリオ	新型コロナウイルス	・2020年を通して、アジア、欧州、北米で感染規模が拡大する	
	経済成長	・需要は長期にわたって大きく下押しされ、世界経済に対する下押しは通年で約1.5%になる見込み。20年後半のほうは下押しの影響が小さく、7-9月期は最大1.75%程度押し下げられると想定。デフレ圧力が大きく、消費者物価は従来予想より0.0%弱になると見込み	
	相場展開	・新型コロナウイルスの流行に出口が見えず、企業ムードの長期化で倒産する企業が増加する。景気後退観測が強くなり、信用収縮の動きが継続しやすい。投資家の不安心理が根強く残り、株価は値動きの強い展開が続く見込み	
	SAP500指数予想期末値	・2400ポイント(6月末) 予想EPS182ドル(20年と21年の平均)×予想PER15.5倍	・2850ポイント(12月末)

出所：みずほ証券作成

大を背景としたポピュリズムの台頭、米中対立激化、シェール革命による原油需給の悪化、構造的な財経済の供給過剰、地政学リスクの不安などもあり、国際協調は以前ほど容易で無くなっている。

しかし、欧米も巻き込みパンデミック的な動きとなっており、世界経済は更に下押しされ、世界景気後退のリスクは高まってくれば、クレジット市場の悪化を通じて、負のスパイラルに突入する可能性がある。このため3月初にはG7が緊急電話会議を開催し国際協調政策の必要性を訴え、その直後にFRBも緊急会合で0.5%の利下げを実施、各国とも財政政策、金融緩和を相次いで発表するなど、国際協調対応は強まっている。

利下げ、量的緩和の拡大、市場の流動性枯渇に対応した資金供給策、各経済主体向けの信用供与策、株価下落の防止、財政支出等で、経済、マーケットの信頼感を確保する動きが強まっている。新型コロナウイルスは中国では感染者数の増加が鈍化してきており、生産面、消費面で正常を取り戻す動きが広がってきていることにも注目している。同じような時間軸で中国以外の感染国でも収束に向かうのであれば、6月頃には欧米でもコロナウイルスは収束し、年後半には世界的にコロナウイルスは終息に近づく展開が当方のメインシナリオである。このシナリオであれば、S&P500 指数の6月末値は2600pt、年後半には大きく回復して、年末値は3000ptを見込んでいる。米国でも欧州同様の強力な移動制限策が出てくる可能性があるが、コロナウイルスへの対応はまずは防疫対策であり、経済への一時的影響は強まるとしても、年央収束には不可欠になりそうだ。

当方のリスクシナリオは前述した OECD の中間報告で紹介された「ドミノシナリオ」をベースに算出する。まずこの「ドミノシナリオ」の内容だが、2020年を通して、アジア、欧州、北米で感染規模が拡大するケースであり、強い移動制限とともに、影響も長引くことから、今年の世界実質

シナリオ別の S&P500 指数の予想 EPS および 2020 年末予想値

		予想EPS			予想PER		2020年末
		19年	20年	21年	想定(倍)	予想値(ポイント)	
メインシナリオ							
EPS(ドル)		163	159	176	×	17.1	3000
前年比(%)		0.7	▲ 3	11			
リスクシナリオ: OECDの世界経済1.5%下振れシナリオ							
EPS(ドル)		163	152	172	×	15.4	2650
前年比(%)		0.7	▲ 7	13			
参考: OECDの世界経済0.5%下振れシナリオ							
EPS(ドル)		163	165	177	×	18.7	3300
前年比(%)		0.7	1	7			
市場予想(リフィニティブ集計)							
EPS(ドル)		162.99	173.3	194.06			
前年比(%)		0.7	6	12			

(注) 市場予想は3/11時点
出所: リフィニティブのデータよりみずほ証券作成

GDP は従前予測に対して 1.5%p の下ぶれを見込んでおり、1%台半ばに落ち込むと試算している。米国は 0.5% 程度の成長に落ち込み、日本、欧州等では景気後退に陥ると予想している。アジア太平洋諸国では第2、第3 四半期の内需が下方修正された基本シナリオ比 2% 下方修正され、秋までの期間、世界の株式市場や商品市況は 20% 下落、高い不確実性から投資リスクプレミアムが 50bps 増加するなども考慮されている。また世界貿易は 2020 年に 3.5% 減少し、世界の消費者物価は 0.6%p 低下、政策余地のある先進国では政策金利は 100bps の低下、財政赤字 GDP 比率は 0.5% をやや上回る拡大、幾つかの国では政策金利はゼロまで低下する可能性があるとしている。

OECD は「ドミノシナリオ」であれば、金融政策、財政政策、生産性向上の構造改革、投資やエクイティリスクプレミアムの低下による信頼感の向上など、強い国際協調の政策対応を求めている。現在はまさに「ドミノシナ

リオ」懸念が高まっており、市場はこうした展開を織り込みに入っていると言えよう。

・実際、政策対応もスピード感が出てきている。米国は 0.5%の緊急利下げを実施した後、追加で更に 1.0%の年内利下げを実施、7000 億ドルの量的緩和強化も決定、今後は購入資産の対象拡大という質的緩和強化も想定される。また米国は緊急の財政措置をとりまとめた緊急財政政策第一弾を下院が可決、トランプ大統領は署名する見込みであり、今後は給与減税を含めた緊急財政政策第二弾の協議が進もう。米国の動きに追随し、各国金融当局とも各国の状況に応じて追加的な金融政策の強化が打ち出される見込みである。

・「ロビンナリオ」を用いて 2020 年の米国主要企業の EPS 成長率を試算すれば 7%程度の減益となり EPS は 152p になる。来年は反動から 11%の増益を見込んでおり、両年の EPS 平均値に対して適用PER を過去平均から 1 倍下げ 15.5 倍を適用すれば、今年 6 月末の予測値は 2430pt となり、年末値についても 2650pt に止まる。

米大統領選挙の最大リスクは大統領、上下院とも民主党が勝利するケースのみ

・次に今年のビッグイベントである米大統領選挙について展望する。民主党の予備選挙は3/10 のミニ・スーパー・チューズデーまで終了し、バイデン前副大統領がサンダース上院議員を上回る代議員数を獲得。序盤こそ取りこぼしたものの、南部サウスカロライナ州で圧勝したことに加え、穏健派のブティジェッジ氏、クロブシャー氏が撤退を表明、バイデン氏支持を打ち出した。またスーパー・チューズデーから参戦したブルームバーグ前 NY 市長も人種問題などを批判され大敗。大統領選本線に向け急進左派候補ではトランプ大統領に勝利できないとの懸念から、民主党の主流派は穏健派候補の一本化に向け働きかけを強めたこともあり、バイデン氏優位が明確化、現時点では 7 月の党大会の 1 回目の投票で過半数以上を獲得し、バイデン氏が当選する見込みが強まっている。

・後半戦はバイデン氏が優位と見られているだけに、前半戦でサンダース氏がリードを確保できなかったのは痛手である。同じ急進左派のウォーレン上院議員の撤退が決まった中、急進左派支持者をどこまでまとめられるかがカギとなろう。2016 年もそうだったが、民主社会主義を標榜しており、選挙戦が深まるにつて、法人税率の大幅引き上げや国民公的皆保険の導入、富裕層大幅増税、金融への規制強化などの左派的な政策やその実現性について民主党支持者の票が得にくくなる可能性がある。また特別代議員の存在や無党派層の支持、副大統領候補の点でも、バイデン氏にアドバンテージがありそうだ。バイデン氏であれば急進左派的な極端な政策は取らず現実的な政策が採用されると見られており、株式市場にとっては急進左派候補よりは悪影響は限定的である。ただし、左派票を考えれば、バイデン氏の選挙前の政策は相応には左派的であり、現時点での彼



の法人税に関する政策を踏まえれば企業利益に 10%の下押し圧力がかかるだろう。

・一方、大統領選挙本選については、2016 年と同じだが、穏健派候補では反エスタブリッシュメント的である急進左派支持者の票をまとめきれない可能性もある。またバイデン氏は息子のウクライナ疑惑やディベート力に不安もあり、トランプ大統領との討論も見据えた場合、今後は彼が大統領にふさわしいのかという彼自身の資質が再度ポイントになってくるだろう。とは言え、民主党支持者の中には穏健派を望む流れも見えてきており、また予備選において中西部や北東部でバイデン氏が勝利していることは追風だろう。

・トランプ大統領は米中通商問題、イラン軍事司令官の殺害、親イスラエル政策、弾劾裁判などは多くの批判を受けながらも、こうした政策は共和党支持基盤や共和党幹部から一定の評価を得ており、共和党支持者からのトランプ大統領支持率は高水準を維持、共和党幹部の団結にはころびは見られない。また景気、株価の堅調さから全国支持率も 2 月下旬に 46% 超まで回復、勝利目安の 48% に近づいていた。過去の景気動向と大統領選挙の関係からすれば、大統領選本選で 300 人前後の代議員を獲得して圧勝してもおかしくないほどだった。

・しかし、コロナウイルスの問題で景気に急ブレーキがかかると問題だ。今後、一時的に ISM 景況指数や実質 GDP は急失速し、失業率が明確に上昇する可能性は高まっている。過去、失業率が上昇した現職大統領は二期目落選している傾向があり、足元、株価の急落とともにトランプ大統領の支持率は低下し始めている。

・現時点では、所得格差や世代感の意識格差等、米国国民の分断構造が強まっているものの、景気のメインシナリオでは、年後半から回復することから、大統領選挙ではトランプ大統領が勝利するのが当方のメインシナリオである。しかし、「ドミナシナリオ」となるリスクシナリオの場合、米国景気の低迷が継続することから、トランプ大統領は再選に失敗すると想定している。

・大統領選挙の最大のリスクは大統領本選で民主党候補が勝利し、かつ民主党が上院多数党を奪回し、下院多数党を維持した場合である。このケースではトランプ政権、共和党が実現した法人税改革や規制緩和など成長促進的な政策が、相応に巻き戻されてしまうリスクがあり株価への影響も大きい。足元では上下院とも民主党が多数党になる確率が上院共和党・下院民主党の確率を上回り始めており、今後の行方が注目される。

・過去の大統領選挙アノマリーでは、現職大統領所属候補が勝利すれば株価は来年いっぱい堅調さを維持し、現職大統領所属党候補が敗北すれば、来年いっぱい株価は横ばい圏を余儀なくされている。後者の場合、共和党が上院多数党を維持できるかどうかの影響度合いのカギを握ろう。

日本株は循環的な景気回復の後ズレを想定も、リスクはリーマンショック級の景気後退

・日本株については、新型コロナウイルスの広がりに伴う生産回復時期は不透明だが、2011 年 3 月の東日本大震災並みの生産障害が起きていると想定される。2011 年 2 月の鉱工業生産に比べて、震災が発生した 3 月の生産は前月比 16%減、前年同月比では 13.5%減となった。その後、4 月に前月比 15%減となったが、5 月に同 7%増と急回復している。

・今回の景気状況を振り返ると、在庫調整を背景に、2019 年度 4～12 月の鉱工業生産は、前年同期

比 3.1% 減と既に不振だったが、今年年 1～3 月の鉱工業生産を前年同期比 13.0% 減と仮定すると、2019 年度の鉱工業生産は前年比 5.5% 減となる。

・震災前年の 2010 年 10～12 月の実質 GDP はマイナス成長だったが、原発事故で今と同様の外出自粛モードが広がったため、個人消費の伸びもマイナスに陥った。今回も消費税引き上げや台風 11 号の影響で 2019 年 10～12 月に個人消費及び実質 GDP がマイナス成長に陥っていることに加えて、今回は 2011 年時よりも影響が大きくなったインバウンド需要の急減の悪影響も重なる。リーマンショック時にはクレジット危機も加わり、鉱工業生産は前年同期比で 3 割以上減り、生産減少は 1 年以上続いた。

・鉱工業生産減少率を前述の仮定とし、ドル円レート的前提を 1 ドル＝100 円とすると東証 1 部の 2019 年度トップダウンの企業業績予想は経常利益は前年比 9.5% 減となる。2020 年度については、コロナウイルスが 3 ヶ月程度で抑制され、東日本大震災なみの生産調整とすると、2020 年度のトップダウン業績予想は、経常利益が前年比 1.8 増、純利益が同



2.7% 増、EPS は 100.4 p と V 字型回復は難しい。この場合、適用 PER も 15 倍から 14～13 倍に低下させると日経平均株価のフェアバリューは 19000 円～18000 円となり、予想レンジはフェアバリュー上下 2000 円程度となる。

・リスクシナリオはコロナウイルスの収束に半年かかり、東京オリンピックの中止・延期、米国景気減速を前提とする。というのも日本政府の専門家会議では数カ月から半年、場合によっては年を超えて続くかもしれないという長期化見通しが出てきた。またバイオアナリストも春の収束は楽観できないとしている。世界的な景気後退を懸念しなければならないとすれば、鉱工業生産は半年間でリーマンショック並みの 3 割減となり、年度では 9.5% の減少と想定する。この場合、2020 年度の東証 1 部の 2020 年度のトップダウン企業業績予測は経常利益が前年比 21.5% 減、純利益は同 22.5% 減となり、EPS は 76.7p まで落ち込む。適用 PER を 14～15 倍とすれば 2020 年度のフェアバリューは 16000 円～15000 円となる。

・コロナウイルスが 3 ヶ月程度で収束すれば、世界的な政策協調の強まりと、その効果が年後半に顕在化、トランプ大統領の再選というストーリーの下、内外景気の循環的な回復は従来予想比半年程度の後ずれるものの、鉱工業生産はプラス転換を見込み、2021 年度の回復につながることになる。ただし今回の景気減速はコロナウイルスという公衆衛生面の影響であり、市場予測について従来以上に幅を持って見ざるを得ないだろう。

マーケット・アウトlook (2)

“Lower for Longer”下でのクレジット投資

大和証券株式会社 金融市場調査部

クレジット・証券化調査課

チーフクレジットアナリスト 大橋 俊安

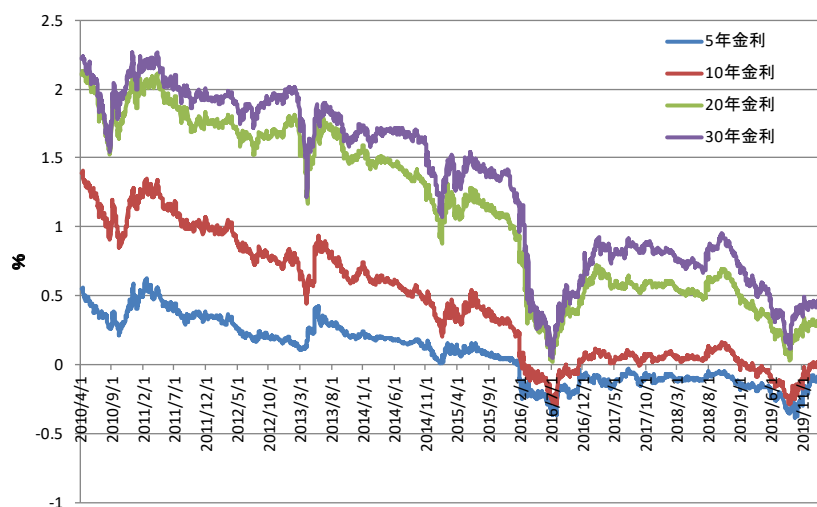


“Low for Long” から、“Lower for Longer” へ

IMF が昨年 10 月、国際金融安定報告書(GFSR)¹のサブタイトルで使ったように、当に“Low for Long”(低金利の長期化)から“Lower for Longer”(より低金利が、より長期化する)の金利環境になってきた。よって、信用リスクと上手に付き合いながら、クレジット投資でプラスの利回りを確保することの重要性は増すことはあっても、減ることはなさそうだ。

昨年の 3 度の予防的利下げで打ち止めかと思いきや、新型コロナウイルスの影響で FED は再度利下げに転じた(3 月 3 日に 50bp の緊急利下げを実施)。日欧は既にマイナス金利政策下にあり、追加の利下げこそ難しい局面だが、国際的に金融政策はさらに緩和方向に傾き始めた。よって、金利は低下、イールドカーブはフラット化する可能性はあっても、上昇・スティープ化する可能性は極めて低い状況となっている。

図表:国債の利回り推移



出所:Bloomberg より、大和証券作成

よって、利回り確保にクレジットの活用が欠かせない状況は、来年度も続くと予想する。但し、金融緩和が素直に信用緩和に結びついており、クレジットサイクル転換リスクのマグマが増している欧米など海外クレジットの活用は、より慎重に行いたい。一方で、まだクレジットサイクルの転換まで距離がある国内クレジットの活用に関しては、比較的大胆に行ってもよいと考えている。

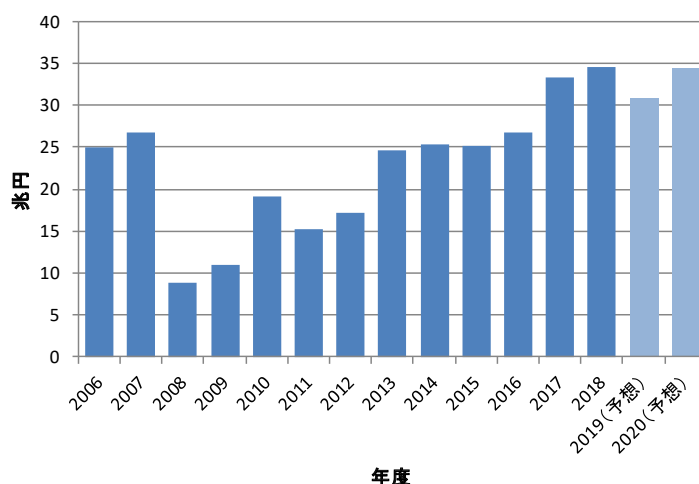
¹ Global Financial Stability Report

国内クレジット市場は堅調推移を予想

金融・資本市場は、新型コロナウイルスの影響に加え、原油安も加わって大荒れとなっているが、国内クレジット市場は2020年度も堅調に推移すると予想する。なぜなら、国内企業のクレジットファンダメンタルズは海外企業対比良好な上、グローバルな金利低下で利回り確保にクレジットの活用は欠かせないので、投資家需要が衰えることはないと思われるからだ。

弊社エクイティ調査部は、「企業業績見通し[2020年3月]」²をまとめ発表している。それによれば、日経225(除く金融)ベースの今期経常利益は、前期比▲11%の減益予想となっているものの(ちなみに、来期は+12%の増益予想)、経常利益は約31兆円と高水準が続く見通しだ。EPS成長など「変化率」で見る「株式目線」では正直心許無い業績動向かもしれないが、「絶対値」で見る「クレジット目線」では、高水準の利益が続く安心できる内容だ。「株式目線」で解釈、発信されることが殆どの情報を、社債投資家は、「クレジット目線」に翻訳してから、解釈・理解することが欠かせない。日本企業が減益に転換、というヘッドラインに惑わされず、「クレジット目線」で冷静に状況を判断したい。

図表：日経225（除く金融）の経常利益の推移と予想

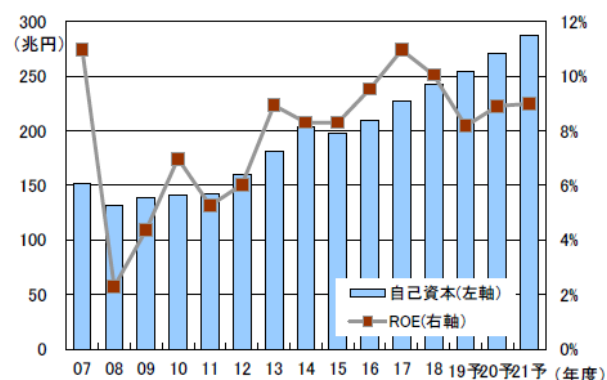


出所：大和証券作成

高水準の経常利益が続いてきたこともあり、日本企業の自己資本は右肩上がり積み上がっている。結果、ROEは残念ながら低下傾向だ。ROEの低下は、これまた「株式目線」では決して望ましいことではないが、自己資本の積み上がりによる財務レバレッジの低下は、「クレジット目線」では明らかにポジティブ。よって、株主は、ROEの改善を求め自社株買いを企業に要求、企業側もそれに積極的に答える姿勢を示している。こうした企業の財務戦略を「クレジット目線」で翻訳すれば、日本企業は積み上げた資本(＝内部留保)を株主に一部返しても良いと判断するほどに財務を改善させたとの解釈になる。社債投資を行う投資家は、このように、あらゆる事象を「クレジット目線」に置き換えて解釈・理解する癖をつけることが大切だ。くれぐれも「株式目線」で報道される様々なニュースを額面通りに受け止めること、鵜呑みにすること無きようにしたいものだ。

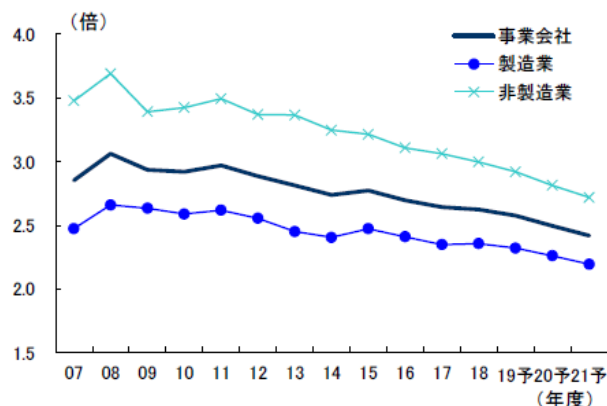
² エクイティ調査部 阿部健児、鈴木皓太

図表：大和 200 の ROE と自己資本の推移



注：ROE は期末自己資本を用いて計算。2019～2021 年度の期末自己資本は、期末自己資本＋税引利益－配当金総額の値を用いた
出所：各種資料より大和証券作成、予想は大和証券

図表：財務レバレッジの推移



出所：各種資料より大和証券作成、予想は大和証券

海外クレジット市場の動向には注視が必要

一方、長引く緩やかな金融政策が、素直に信用緩和に結びついている海外クレジット市場の動向には注視が必要だ。金融危機以降拡大した海外の社債市場がひと度変調をきたせば、グローバルな金融システムの不安定化にも繋がりがかねない。

OECD は 2 月 18 日、“Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy”³という興味深いレポートを発表している。それによれば、世界の社債市場（金融銘柄を除く事業債）の規模は 2019 年末時点で 13.5 兆ドル（1,500 兆円弱）と過去最高に達している。グローバルに社債市場が拡大すること自体は、クレジット市場に携わる身としては決して悪いことではないのだが、拡大した社債市場の質には、どうやら問題があるようだ。

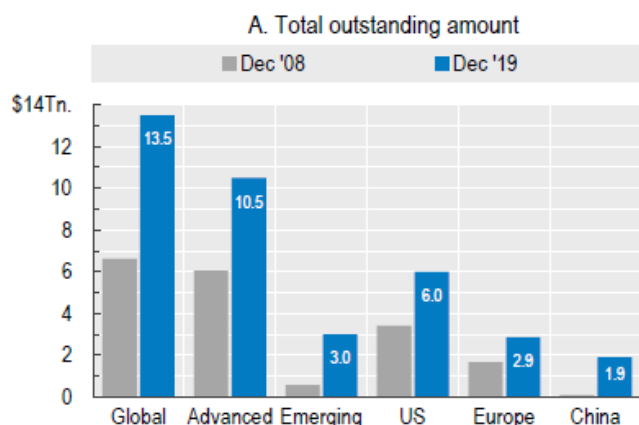
同レポートによれば、2019 年末現在、世界の事業債に占める A 格以上、且つ先進国企業の割合はわずか 30%に過ぎないと。つまり、世界の事業債の大多数は BBB 格以下、もしくは途上国企業の社債になる（中国社債市場が 2009 年以降急拡大した事も寄与）。2017 年以降、投資適格級ギリギリの BBB 格社債の発行は全体の半数を超えており、2019 年も発行社債の 51%が BBB 格社債とのこと。グローバル社債格付け指数（発行額で加重平均した格付け）で見ると、2010 年以降の社債の平均格付けは BBB 格以下となる。

それだけではなく、社債の発行年限は長くなり（つまり価格変動性は高まっている）、リファイナンスリスクも高まっている（3 年以内の償還を迎える社債が全体の約 1/3）。更に言えば、低金利環境の恩恵で、同じ格付けでも企業のレバレッジは高まっており、発行体の信用力もかつてに比して脆弱性が増している。よって、ひと度 BBB 格社債の投機的等級への格下げが相次ぐ事態となれば、投資家の投げ売りと呼び社債市場に多大なストレスを与え得る。こうした事態が顕在化すれば、金融システムの安定性も脅かしかねない。

幸い、こうした海外社債市場の状況は、日本の社債市場の状況とは全く異なる。日本の社債市場はまだ“The IG”市場で、社債発行企業のレバレッジも高まってはいない。

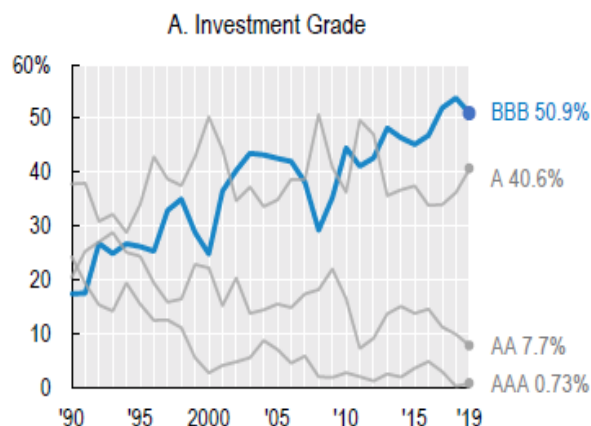
³ Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2020)

図表：社債の残高



出所：“Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy” (OECD) より抜粋

図表：投資適格級社債発行の格付けシェア



出所：“Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy” (OECD) より抜粋

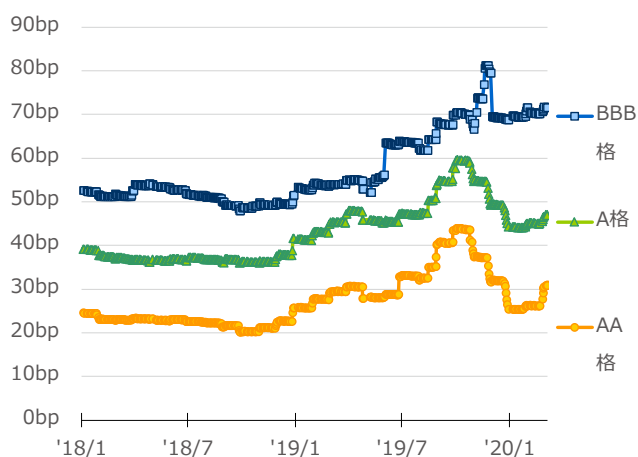
新型コロナウイルスと国内クレジット市場

新型コロナウイルス拡大の影響が、株価などリスク資産の価格低下や、質への逃避による金利低下や円高など、金融・資本市場に大きく影響を及ぼしている。

但し、いつもそうであるように、国内クレジット市場には、まだ他市場ほど大きな悪影響は出ていない(既に感応度の高いCDS市場には影響が出始めている一方で、現物債市場にまでは波及していない)。

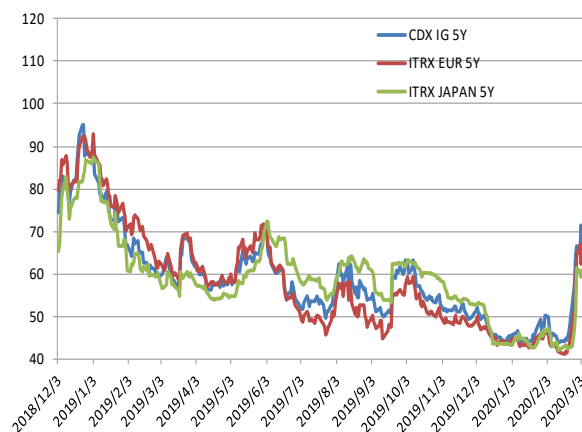
だからと言って、勿論、油断は禁物だ。国内社債発行企業のクレジットファンダメンタルズへの悪影響や、他市場を通じた国内クレジット市場への悪影響の可能性については、常に頭に置いておく必要はあるだろう。

図表：格付け別社債スプレッド（残存3-7年平均）



出所：ダイワ・ボンド・インデックス

図表：日米欧3極のCDSスプレッドの推移



出所：Bloomberg より、大和証券作成

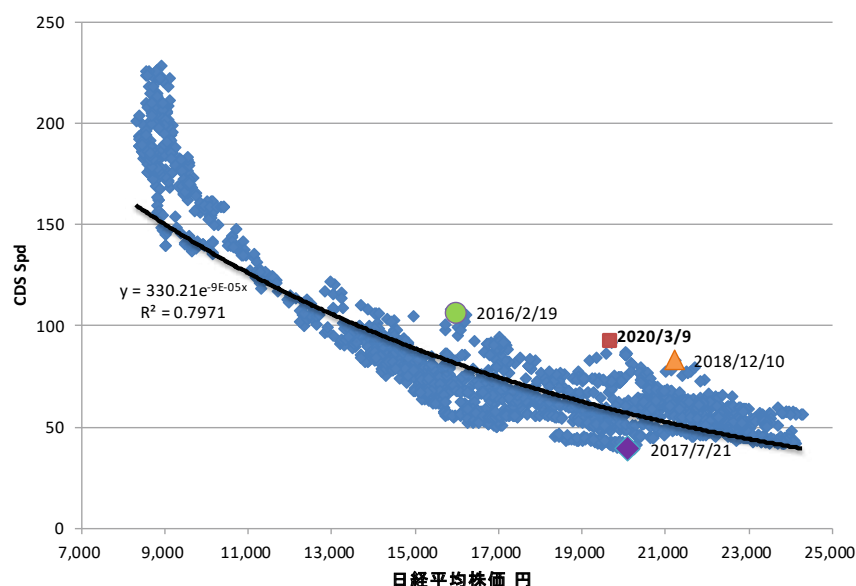
国内社債発行企業のクレジットファンダメンタルズへの悪影響は、人・物・資金の需要・供給の悪化から生じ得る。需要の悪化に関しては、既にウイルス拡散を防ぐために人の移動が制限されていることで、国際航空需要を始め運輸業界には明らかに影響が出始めている。インバウンド需要はもとより、一大消費地である中国国内の需要、更にはグローバルな需要減退にまで繋がれば、社債発行業種の業績に悪影響を及ぼすリスクも増すことになる。

また、供給サイドへの影響でサプライチェーンに問題が生ずる可能性にも目配せが必要だ。問題の震源地である中国は、「世界の工場」でもある訳なので、サプライチェーンに重大な影響を及ぼす可能性もあるからだ。実際、中国国内工場の操業停止の影響を懸念する声が国内企業からも出始めている。幸い、資金の供給に関しては、中国当局のみならず、世界の金融当局が金融緩和や緊急的な資金供給で対応している。

もともと、国内社債発行企業の信用力は高く安定的であるが故に、減益など多少の業績悪化、つまりは P/L への影響だけであれば、過度の心配は不要だろう。国内社債発行企業のクレジットファンダメンタルズへの悪影響を見る際は、最終赤字に陥る、資産の減損が生じる、資金調達が滞るなど、今般の問題が B/S にまで悪影響を及ぼすか否かがクレジット評価上の注目点だ。

一方、市場を通した国内クレジット市場への悪影響を見る際は、現物市場よりも感応度が高く、先行して動く傾向がある CDS 市場の動向にまずは注目したい。なぜなら、CDS 市場は昨年かなりスプレッドのタイト化が進んでおり、株式市場とのゲートウェイ、他国クレジット市場とのゲートウェイの役割を示すことから、株価や海外クレジット市場の動きに合わせ、スプレッドが拡大し易い状況下にあるからだ。

図表：株価と CDS の相関関係



出所：Bloomberg より大和証券作成

2020 年度の起債市場を占えば

新型コロナウイルスの影響が沈静化するのが前提だが、2020 年度は、BBB 格社債や HY 債の発行増を予想する。金融緩和が長引く中、年限の長期化、メザニン化（ハイブリッド債）を経て、日本でも信用緩和に行き着くはずだからだ。

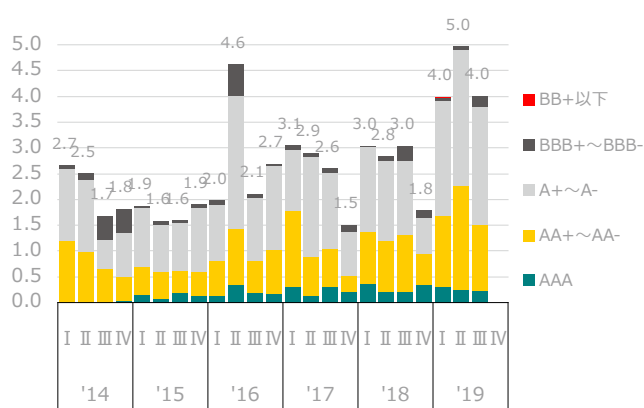
長引く金融緩和の素直な効果として、欧米では信用緩和が進行し、クレジット市場を通して BBB 格社債や HY 債の発行が増加している。寧ろ、中央銀行など金融当局が増え過ぎを心配しはじめた程である。それに比し日本では、これだけ金融緩和が長引いているのにも係わらず、BBB 格社債の発行はいっこうに増えていないし、HY 債に至っては、ようやくアイフルー銘柄が公募で起債を実現したばかりのインファント・ステージに過ぎない。

それでも、BBB 格社債、HY 債の増加に向け、国内クレジット市場も着実に歩を進めている。日本の場合は、まずは IG 銘柄など既存社債発行体の発行年限長期化からスタートした。5 年債、7 年債といった社債の通常の発行年限は、金融緩和により 10 年債、15 年債、20 年債と着実に長期化し、三菱地所、JR 東日本、大阪瓦斯など一部ブルーチップ銘柄は、国債の最長年限 40 年を飛び超えて、50 年債にまで行き着いた。そして、次の一步は、メザニン社債、ハイブリッド証券の発行増だ。発行体の信用力は、AA/A など十分に IG 領域にある銘柄のハイブリッド証券の発行が今年度に入り急増している。

年限の長期化、メザニン社債の発行増、とくれば、その次はいよいよ BBB 格社債、そして HY 債の発行増へと繋がるものとの期待が膨らむ。実際 IG にようやく復帰したばかりの東芝は（R&I:BBB-、一方、MDY:B1、S&P:BB と外資系格付けはまだ投機的等級）、3,000 億円の発行登録を済ませている。

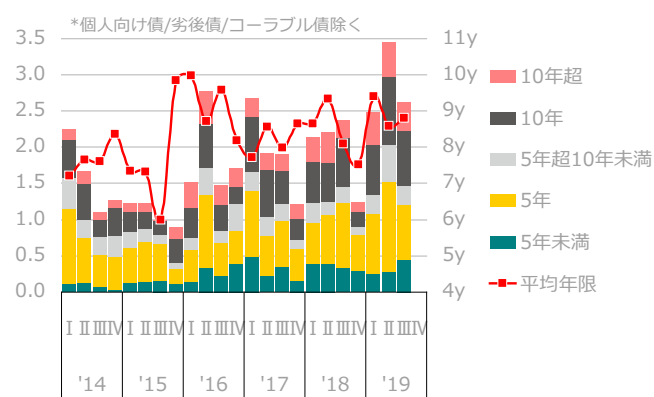
勿論、金融緩和をクレジット市場を通した国内の信用緩和、つまり BBB 格社債や HY 債の発行増に繋げるには、投資家側のマインド転換も必要だ。シングル A 格以上はもとより、IG でなければ投資できないなどと言っていては始まらない。BBB 格社債/HY 債の発行増に備え、投資家も心の準備、そして投資規定拡大の準備をしておきたいものである。

図表：日本の格付け別社債発行額（兆円）



出所：大和証券集計（2019 年 12 月 31 日現在）

図表：年限別社債発行額（兆円）



出所：大和証券集計（2019 年 12 月 31 日現在）

日本の格差社会

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

ピケティが世界の格差社会の現状をあやうい状態であるとの提唱をしてから数年経過した。その間、先進国諸国では、この $r > g$ が貧困層を増加させているとの認識から、貧困の撲滅・格差の是正の声が大きくなってきたと思われる。

このレポートでは、所得の実態調査として「民間給与実態統計調査」(国税庁)、金融資産の調査として、日本の富裕層調査(野村総研)のデータから、ここ 20 数年の推移から格差の広がりの実態、および貧困層の拡大状況を示し、今後の課題を指し示したい。

2. 日本の富裕層の実態

日本の富裕層は規模が小さいとよく言われるが、その規模はどの程度のものだろうか？図 1 には、野村総研が発表した金融資産合計が 2000 年から 17 年に渡って図示されている。2017 年の値は 1539 兆円であるが、日銀が公表している家計金融資産総額は 2017 年第一四半期で 1809 兆円となっている。日銀の金融資産にはその内訳が公表されており、その主なものは、現金が 51.5%、株式が 10.0%、保険が 29.8% (いずれも 2017 年第一四半期の数字) となっている。しかし、日銀の家計金融資産には、負債の考慮がなく、野村総研の金融資産には負債の考慮があるとされる。したがって、現実には負債の考慮がされるべきであると考え、野村総研の数字をグラフ化した。これを見れば 2000 年から 2017 年の間に 1041 から 1539 兆円と 493 兆円増加している。増加率は 47.8% に達する。2009 年には 92 兆円の減少となっているが、これはリーマンショックの影響である。

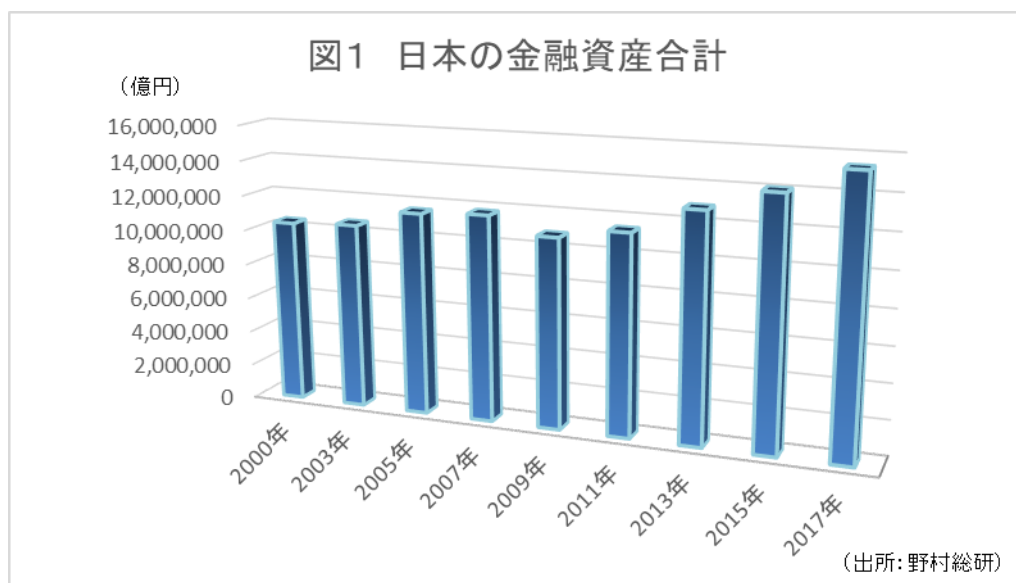


表1には、野村総研が推計した日本の純金融資産保有額別の世帯数と資産規模が示してある。まず、世帯数は2000年には日本全体で4675万世帯であったが2017年には5372万世帯と697万世帯増加した。金融資産は日本全体で1041兆円であったが、2017年には1539兆円と493兆円増加した。この金融資産の増加率は47.8%になるが、年率では、2.3%程度しかない。ピケティは資産増加率が平均して5%程度としているが、日本では、2.3%程度のもののようだ。たまたま、株価指数のTOPIXは2000年末の1283.67から2017年末の1817.56と41.6%の上昇となっている。もちろん平均すると年率2%程度である。

しかし、ここに示されているカテゴリー別にみると、金融資産の増加率は全然違うことがわかる。つまり、最も金融資産が多い超富裕層（5億以上）のこの間の資産増加は41兆円の増加で率にして95.35%の増加となっている。これは、年率4%程度の増加である。高々4%程度の増加でも、17年もすると複利効果で2倍近くになるのである。

然るに、最も金融資産が少ないカテゴリーのマス層（3000万未満）ではその増加率は33.8%となっており、年率にすると、1.7%程度にしかない。これが、指し示すことは、富裕層はその金融資産を増やしてどんどん金持ちになっていくが、それほどでもない人は資産増加のスピードが全然違うことを示している。しかしながらこの調査では、この17年の間に日本国民の金融資産は47.8%増加している。

また、ごく一握りの人（超富裕層）が、非常に大きな金融資産を保有していると言われる。米国では、TOP10%が全体の50%の収入を、また、TOP1%が全体の20%の収入を得ているといわれている。日本では、それほど寡占度は高くはないが、TOP10%で全体の40%、TOP1%で10%の収入を得ているとピケティのデータでは記されている。これは、収入のデータではあるが、これを金融資産のデータ（野村総研）に当てはめてみると、TOP10が全体の44.5%、TOP1%で全体の10.8%となり、だいたいピケティのデータと合っている。

表1 日本の富裕層(金融資産)

世帯数	平成12年(2000年)		平成29年(2017年)		増加世帯数	
超富裕層(5億以上)	66,000	0.14%	84,000	0.16%	18,000	27.27%
富裕層(1-5億)	769,000	1.64%	1,183,000	2.20%	414,000	53.84%
準富裕層(0.5-1億)	2,560,000	5.48%	3,222,000	6.00%	662,000	25.86%
アッパーマス層(0.3-0.5億)	5,751,000	12.30%	7,203,000	13.41%	1,452,000	25.25%
マス層(0.3億未満)	37,605,000	80.44%	42,031,000	78.24%	4,426,000	11.77%
	46,751,000	100.00%	53,723,000	100.00%	6,972,000	14.91%
金融資産	平成12年(2000年)		平成29年(2017年)		増加金額(億円)	
超富裕層(5億以上)	430,000	4.13%	840,000	5.46%	410,000	95.35%
富裕層(1-5億)	1,280,000	12.30%	2,150,000	13.97%	870,000	67.97%
準富裕層(0.5-1億)	1,660,000	15.95%	2,470,000	16.05%	810,000	48.80%
アッパーマス層(0.3-0.5億)	2,010,000	19.31%	3,200,000	20.79%	1,190,000	59.20%
マス層(0.3億未満)	5,030,000	48.32%	6,730,000	43.73%	1,700,000	33.80%
	10,410,000	100.00%	15,390,000	100.00%	4,980,000	47.84%

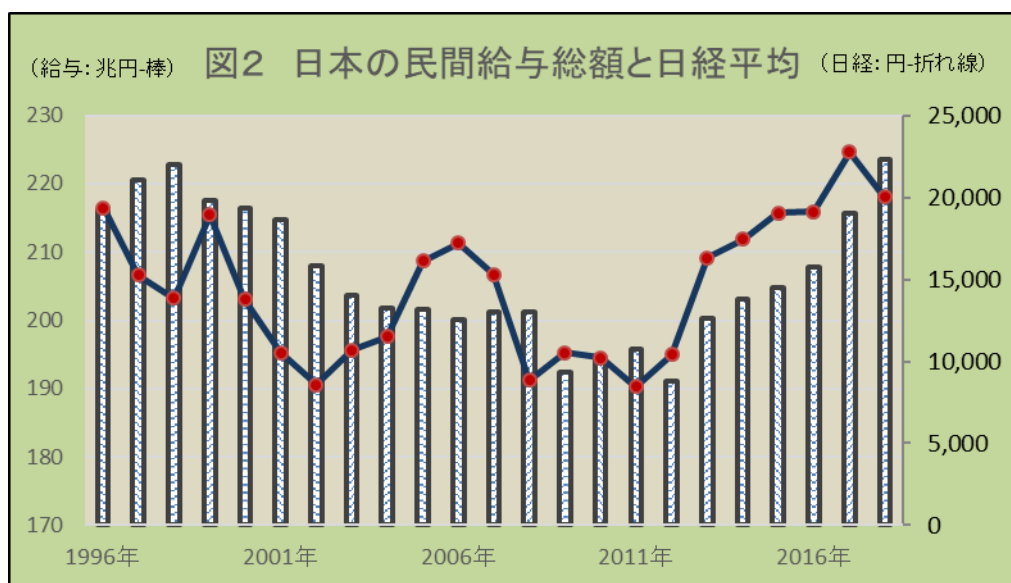
(出所:野村総研)

金融資産の場合、マイナスの資産（資産より負債の額が多い場合）はないことになっている。現実には、多額の住宅ローン残高などがあり、資産より負債のほうが大きい世帯は少なからずあると思われるが、野村総研のデータでは、3000万円未満の下はない。拡大解釈すれば、マイナスでも3000万円未満に間違いはないが、マス層のデータにはマイナスの資産が組み入れられているのかどうかははっきりしない。それにしても、全世帯の約80%がマス層でその平均値が1600万円となっていることを考えると、マイナスの世帯は非常に少ないように思える。

3. 日本の所得実態

日本の所得実態は、国税庁が発表している「民間給与実態統計調査」から数値を取り出した。まず、この「民間給与実態統計調査」は、昭和24年(1949年)から毎年行われ、その目的は民間の事業所の給与実態である。この統計には、自営業者や公務員などの情報はなく、国民の所得全体とはほぼ同じであろう。

図2には、日本の勤労者の給与総額が時系列で示してある。給与総額はこの20年間で1998年がピークで222兆円程度、2018年になってやっとその水準に達したということである。給与総額のグラフに日本の株価の代表指数である日経平均の年末終値を重ねてみた。この20年間でみる限り、連動性はあると思われる。少なくともここ10年間は株価上昇に連れて給与総額も増加している。



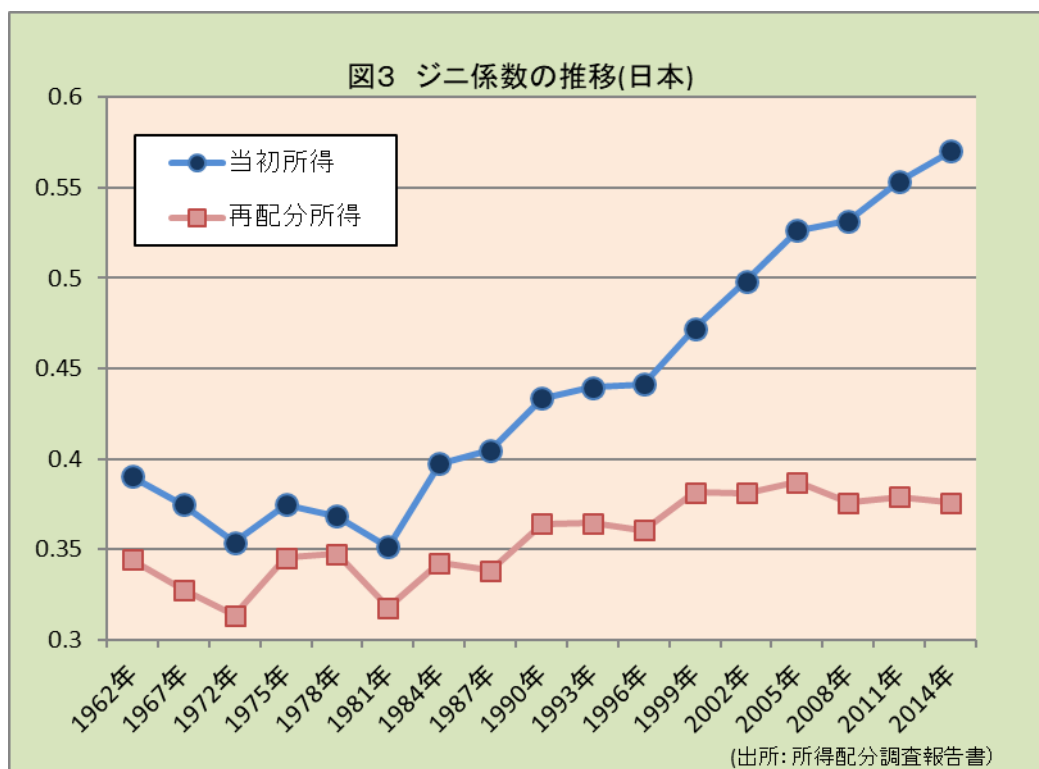
4. 日本の所得格差（ジニ係数）の推移

日本の所得格差の調査は、厚生労働省が発表している「所得再配分調査報告書」にジニ係数ともども所得分布が詳細に記載してある。この「所得再配分調査報告書」の目的は社会保障制度における給付と負担、租税制度における負担の実態調査である。つまり、

ジニ係数（所得格差の指標）が所得から拠出している税金・社会保険料および年金・恩給や医療保険の給付とあいまってどの程度格差是正に寄与しているかを調査している。また、この調査は昭和 37 年（1962 年）以降 3 年ごとに調査されており、平成 26 年（2014 年）で 17 回目となる。

図 3 には、1962 年からのジニ係数（所得格差）の推移が示されている。この図をみると、1981 年から 2014 年の 33 年間の間に、当初所得のジニ係数は 0.3515 から 0.5704 と 0.2189（62%）上昇しているのに対し、再配分所得のジニ係数は 0.3177 から 0.3759 と 0.0582（18%）しか上昇していない。

つまり、当初所得のジニ係数は 0.5704 と暴動が起きそうな数字であるが、再配分所得のジニ係数では、0.3759 と許容範囲の数字に抑えられている。しかし、再配分後のジニ係数 0.3759 でも、OECD 諸国のなかでは高い方の数字になっている。

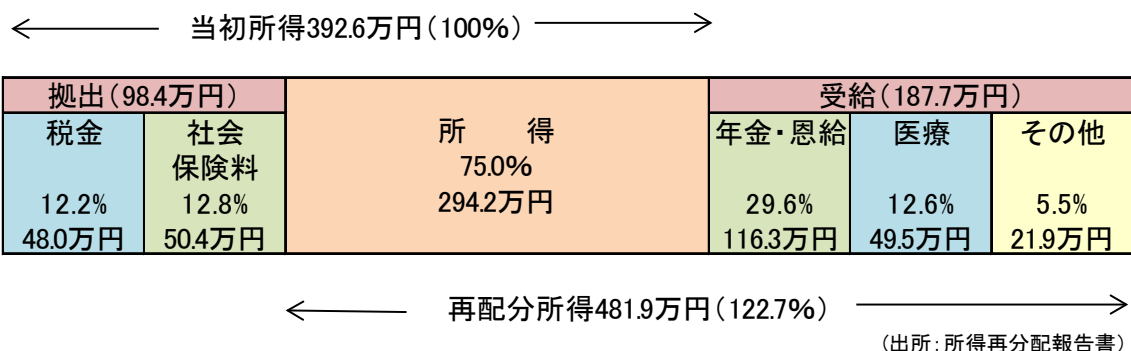


この所得配分調査報告書は、当初所得に対して再配分所得がより平等になっていることを具体的な数字をもって示すことが主な目的となっている。したがって、当初所得のジニ係数がいかに大きな数字を示そうが、再配分所得のジニ係数が実態であり、そこには不平等感がないというのがこのレポートの主張となっている。

図 4 には、当初所得に対する社会保障と拠出と給付の関係が示されている。社会保障の拠出が 98.4 万円に対し、給付は 187.7 万円と拠出の倍程度になっているので、当初所得より再配分所得のほうが大きくなっている。当然の結果であるが、社会保険料より年金・恩給の額が平均して 65.9 万円も大きくなっており、これが意味することは年金財政が大幅な赤字であることである。また、医療の受給が平均して 46.5 万円となっているが、

一般の国民には医療の受給がそんなにあるという実感はない。医療機関の窓口で払うのは、現実の医療費の3割程度だからである。また、平均値で示すと、このような図示であるが、同一人物が社会保険料を払い、同時に年金・恩給を受け取っていることはほとんどいない。現実には、65歳以下の人が社会保険料を払い、65歳以上の人が年金・恩給を受給している。

図4 当初所得に対する社会保障の拠出と給付の関係(平均値)2014年



次に、表2には、年代別の再配分状況を示してある。世帯数の欄をみると、年代が上がるにつれ、世帯数も増加している。75歳以上が最も大きくなっている。65歳以上が全体の48%を占め、人口分布とかなり違っている。現代は核家族化が進み、30代では独立した世帯を持つ人が多いと思われるが、これでは年寄りよりのデータになっている可能性がある。特徴的なのは、ジニ係数である。これも年代が上がるとジニ係数が上がる傾向となっている。特に当初所得がその傾向となっている。75歳以上の当初所得のジニ係数は0.7817となっているが、これはどのような分布になっているかというと、TOP10%の収入が全体の75%を占め、収入がない世帯が全体の50%という極端な分布である。また、30歳代の当初所得の分布はジニ係数が0.3以下となっており、非常に平等な分布となっている。日本の社会では、若い時は給料がだれもあまり変わらないことを示している。しかし、60代となると、当初所得に大きな差が出てくることを示している。再配分所得でもジニ係数が0.4程度になっており、平等とはとても言えない。昨今では高齢者の貧困が社会現象となっている。ひとり身寄りもなく、寂しくなくなっていく高齢者が少なくない、とても平等な社会とは言えない。このデータでは、70歳以上は年金・恩給・医療の受給額が259万とか328万とかなっているが、その受給額の個人差が非常に大きいのではないか？

表2 年代別の再配分状況 (単位: 万円)

	30～34歳	35～39歳	40～44歳	45～49歳	50～54歳	55～59歳	60～64歳	65～69歳	70～74歳	75歳以上
世帯数	143	211	330	312	339	421	602	616	612	1,098
当初所得	525.4	556.3	588.1	626.1	730.3	682.2	449.6	298.2	190.9	151.6
拠出額	107.2	116.9	134.9	143.3	170.3	170.3	162.4	111.8	79.8	52.2
受給額	52.5	59.3	55.8	80.3	48.9	48.9	70.6	155.6	259.2	328.4
再配分所得	470.8	608.9	509.0	563.1	608.9	590.4	493.4	412.4	345.4	427.8
ジニ係数(当初所得)	0.2954	0.2943	0.3494	0.3619	0.3918	0.4146	0.5212	0.5823	0.7158	0.7817
(再配分所得)	0.2697	0.2674	0.3029	0.3183	0.3439	0.3689	0.3972	0.3666	0.3883	0.3987

(出所: 所得再分配報告書)

5. 日本の所得格差の実態

表3には、平成30年度の民間給与実態調査から給与額別の人数および金額が示されている。これから計算される寡占度は、TOP10%で全体の給与の27%、TOP1%で6%となっており、野村総研の金融資産の寡占度（TOP10%-44.5%、TOP1%-10.8%）よりかなり寡占度は低くなっている。この民間給与からはじき出したジニ係数は0.3714である。所得再配分報告書に書かれている当初所得のジニ係数0.5704、およびピケティのTOP10%が40%の寡占度とはずいぶんかけ離れている。所得再配分報告書のデータが年寄りに偏っているためと思われる。実態は民間給与実態調査のほうだと思われる。

表3 給与取得者数および給与総額

	千人	億円
100万以下	4,098	33,191
200万以下	6,882	99,644
300万以下	7,617	192,213
400万以下	8,667	304,192
500万以下	7,482	334,898
600万以下	5,148	282,272
700万以下	3,290	212,668
800万以下	2,211	164,933
900万以下	1,449	122,770
1000万以下	932	88,335
1500万以下	1,804	213,166
2000万以下	393	67,539
2500万以下	128	28,715
2500万以上	164	70,744
計	50,265	2,215,280

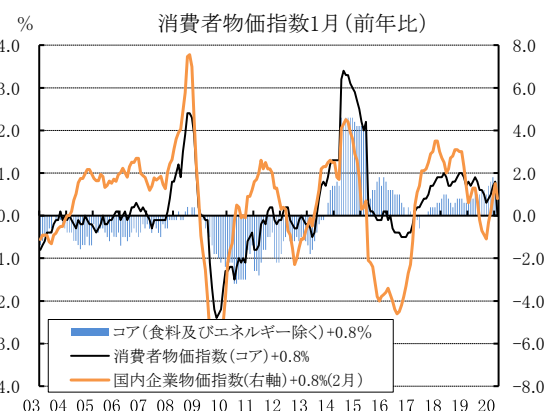
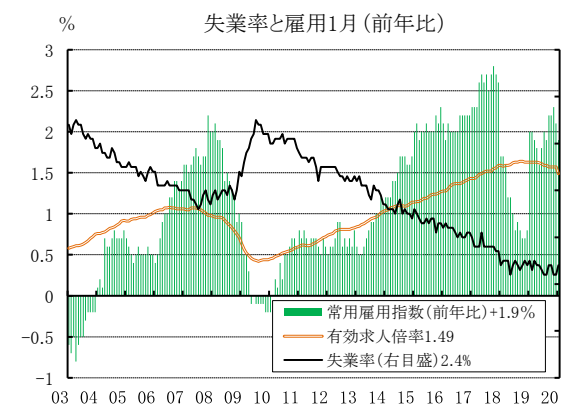
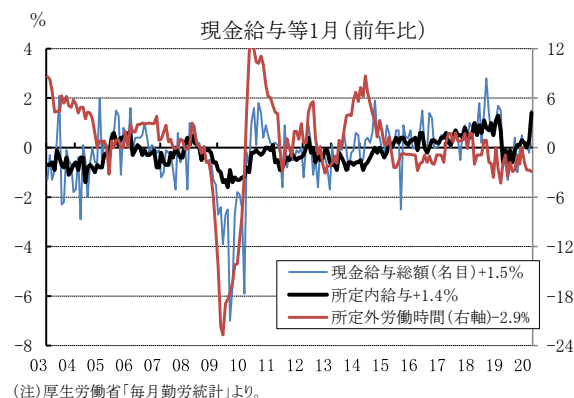
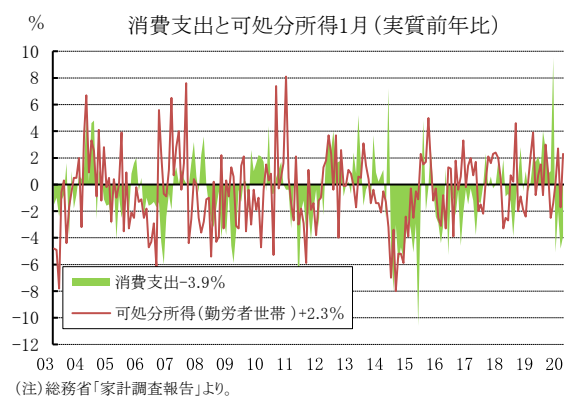
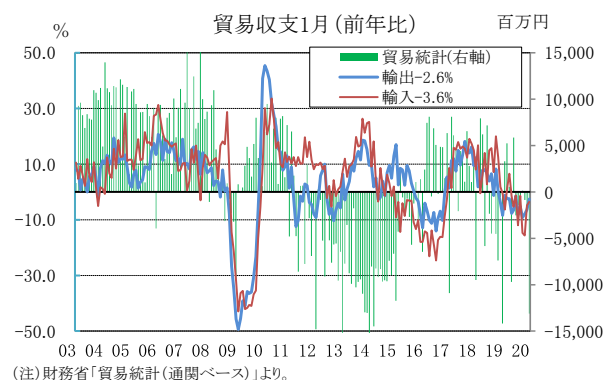
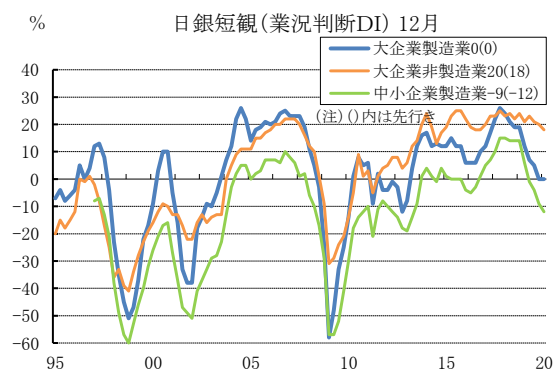
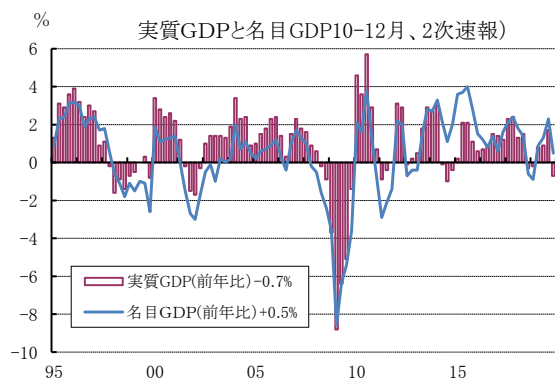
（出所：民間給与実態調査-平成30年度）

6. おわりに

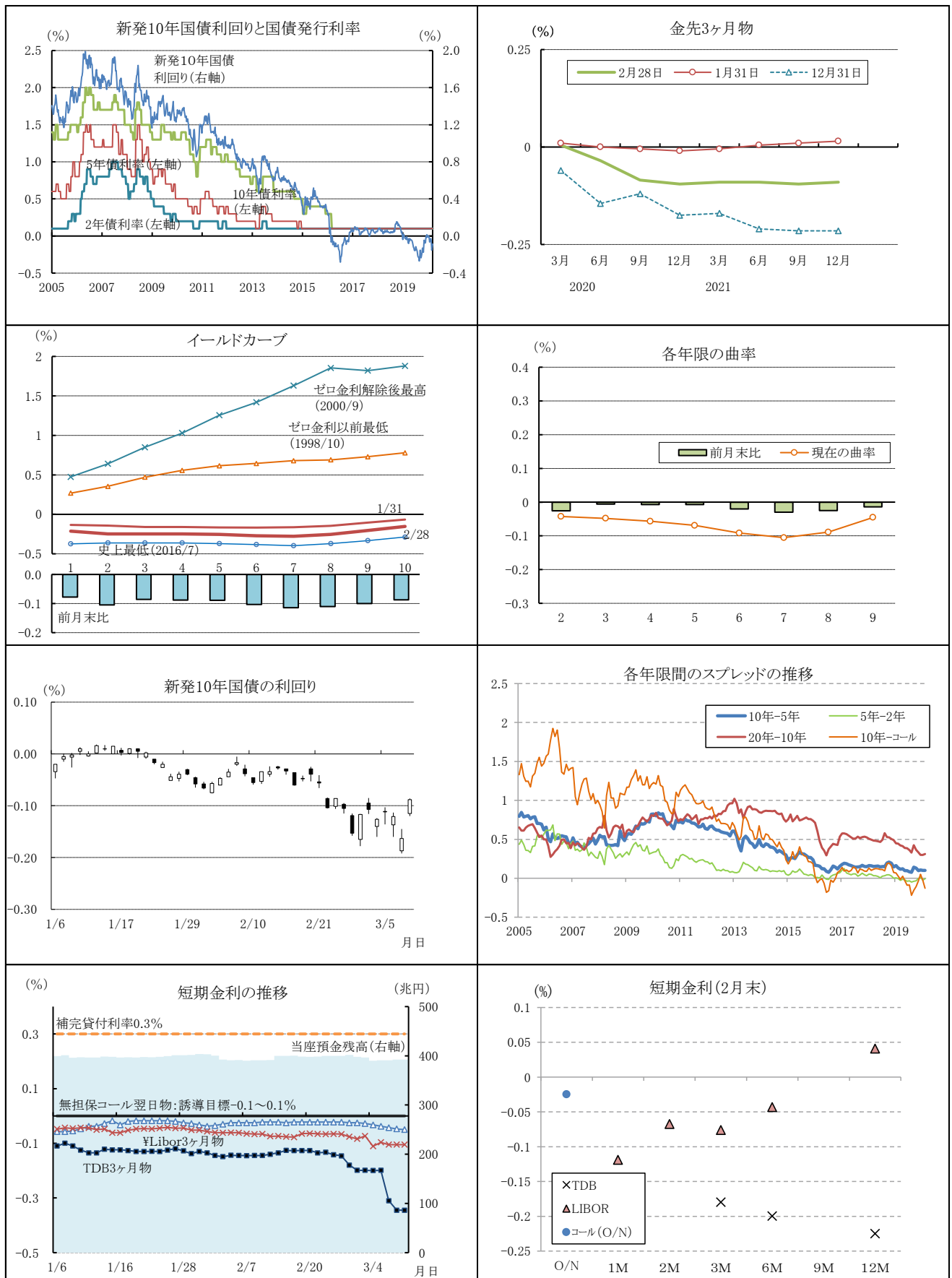
このレポートでは、金融資産ではなく、年間収入（給与収入）の寡占度に注目してきた。結論としては、金融資産のほうが年間収入よりずっと寡占度合が高いのではないかということになった。しかし、長年の収入の寡占度合が積み重なって金融資産の寡占度合の大きさになったと考えられる。TOP10%が40%を超える寡占度合はちょっと行きすぎだと思われる。所得再配分調査では、社会保障を通じて所得の寡占度合を調節しているということではあるが、税金も払えないような人には、その社会保障が十分に行き渡っていないように思われる。「世知辛い世の中になった」とは日本の高度成長時代によく言われた言葉のようにおもわれるが、当時より現代のほうがより「世知辛くなった」と感じるのは筆者だけではあるまい。

統計データ集

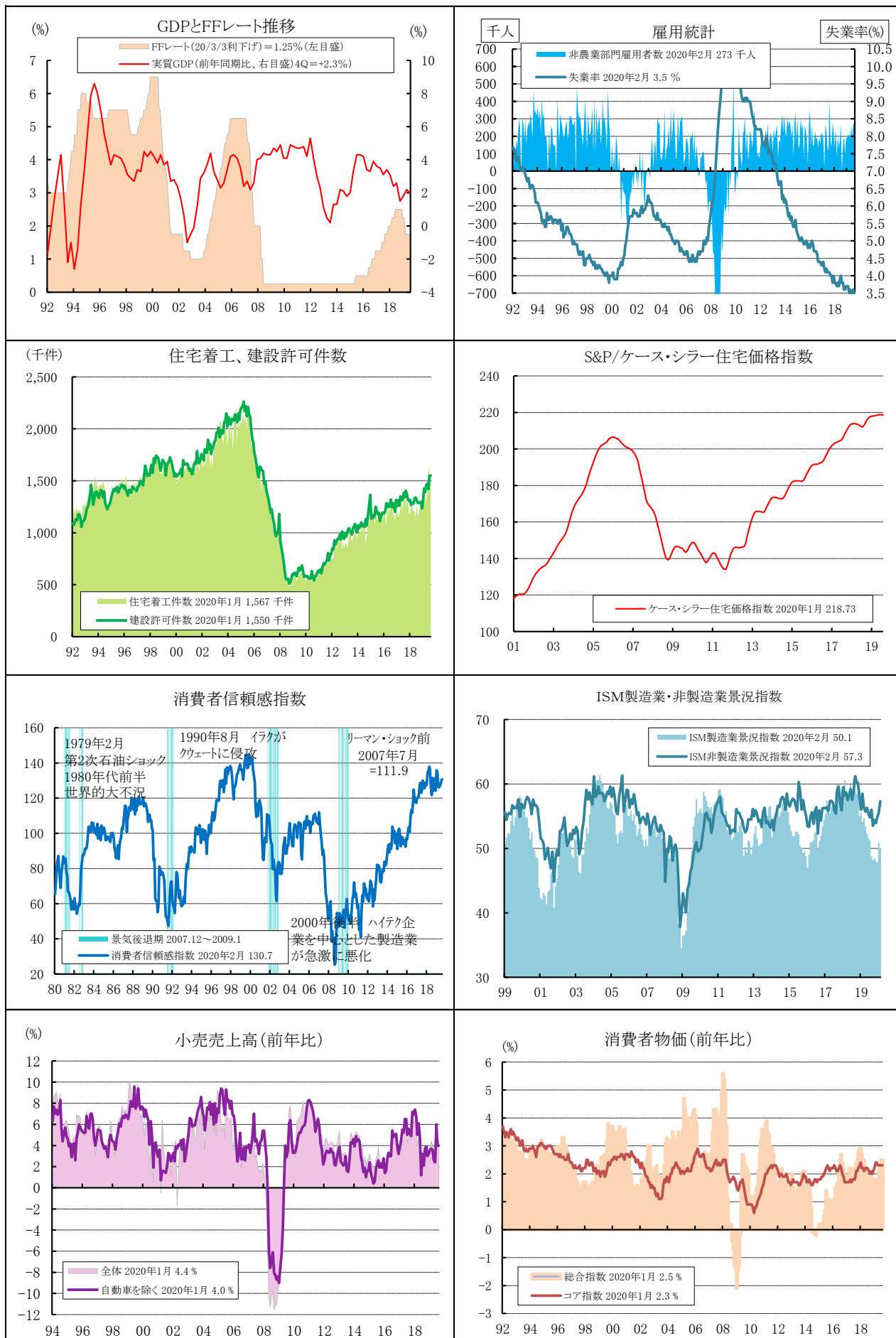
日本 マクロ経済



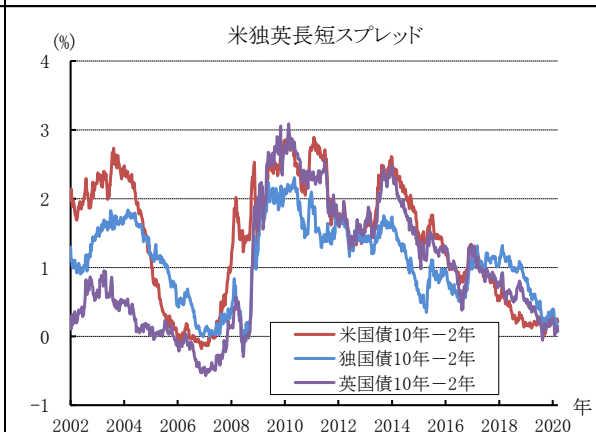
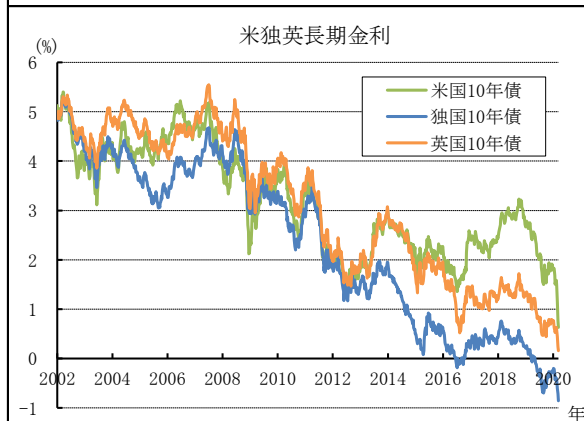
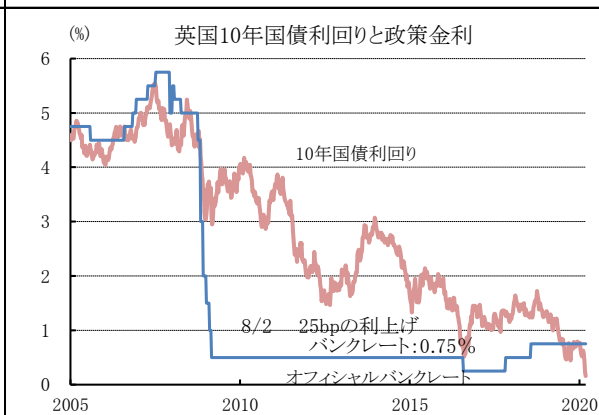
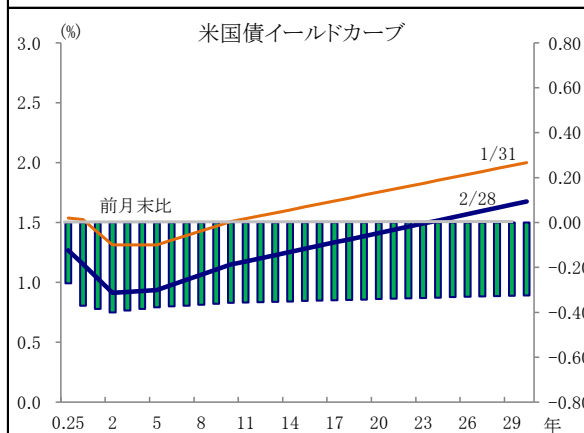
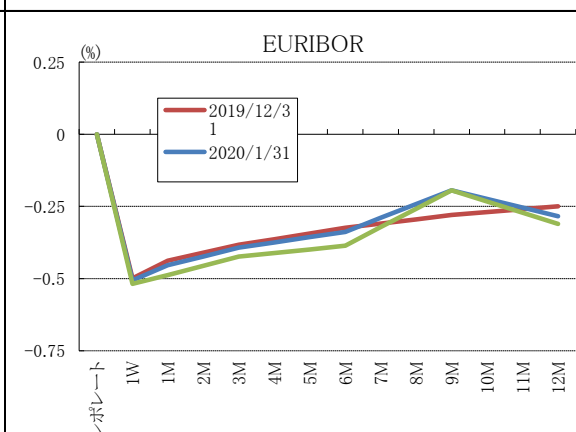
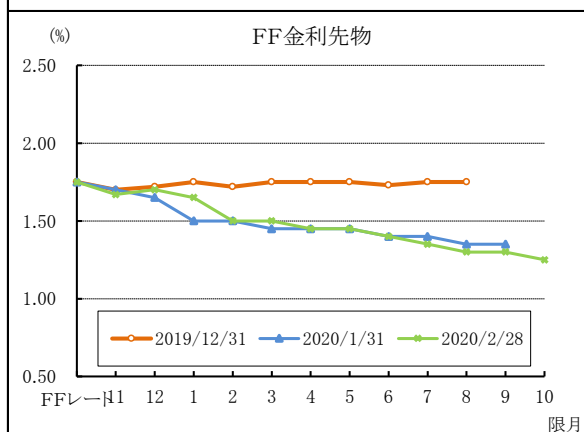
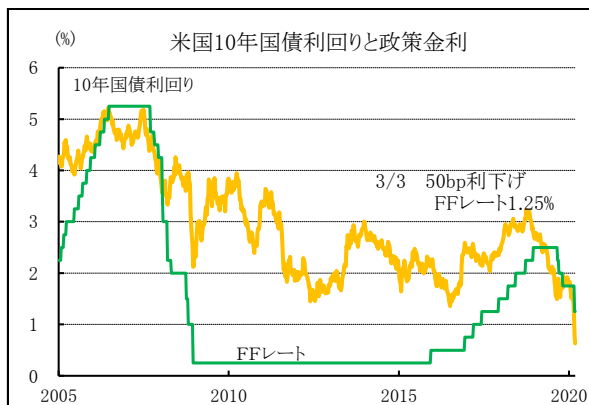
日本 短期・債券市場



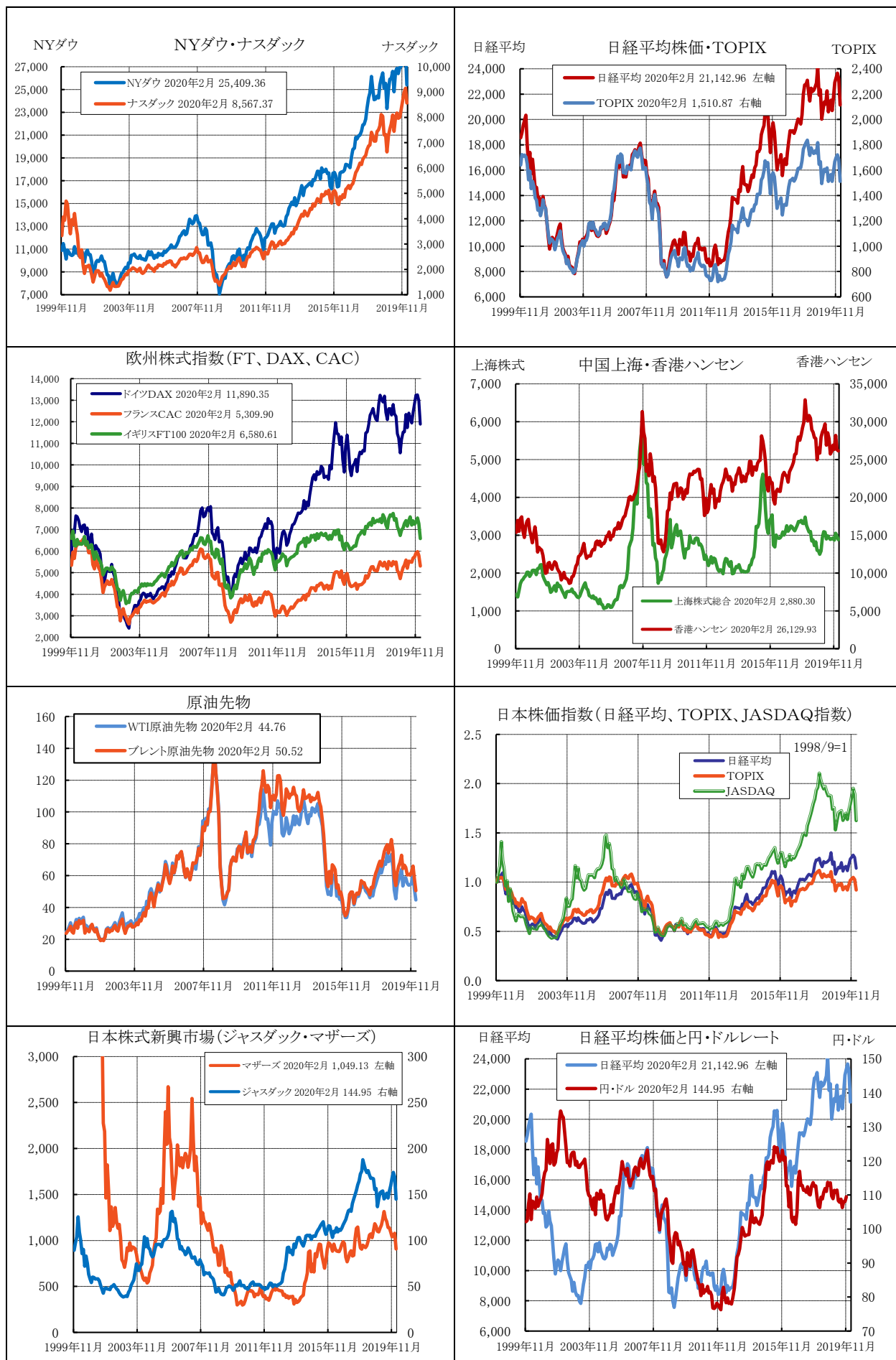
海外 マクロ経済



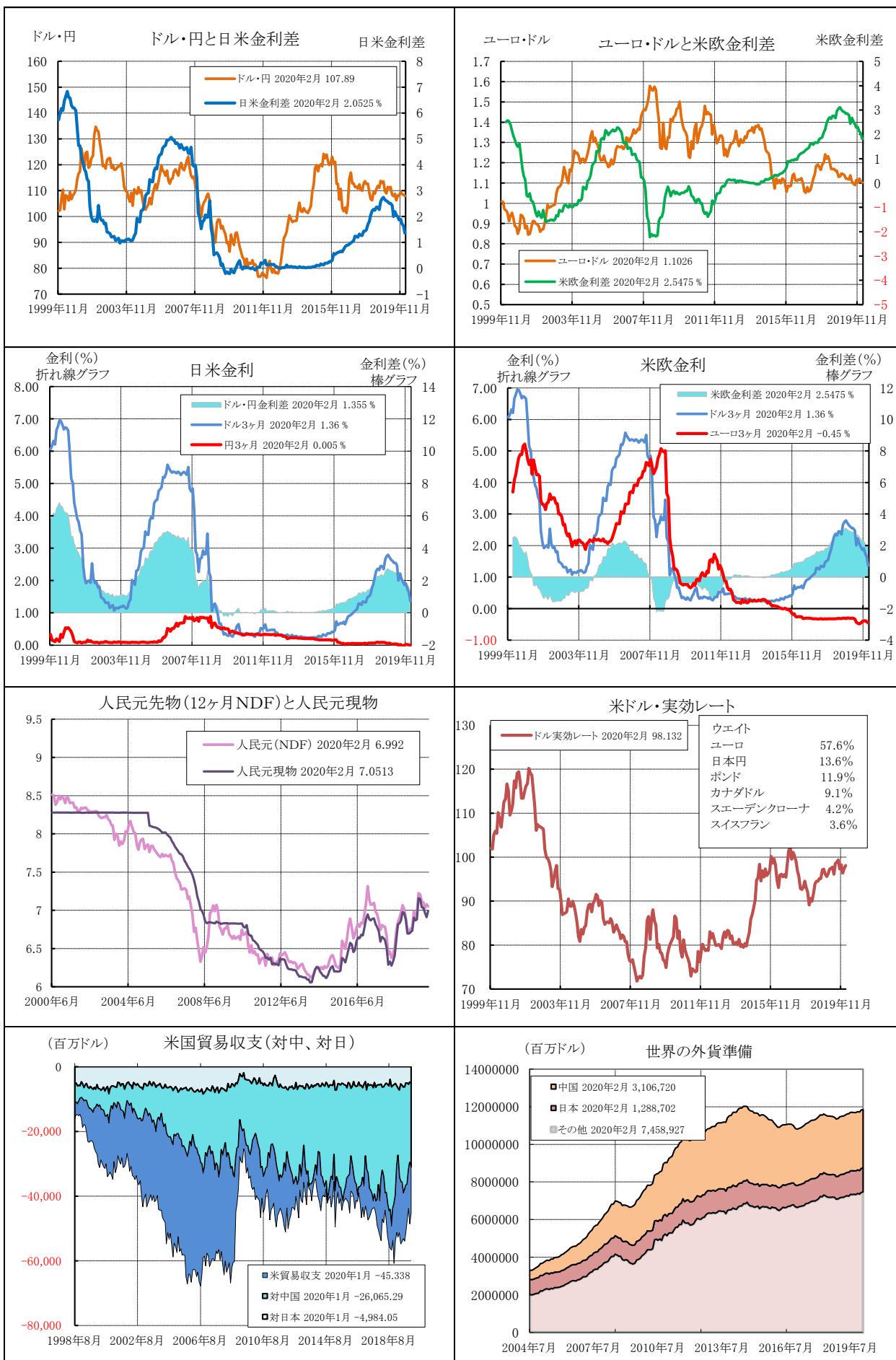
海外 債券市場



株式市場



為替市場

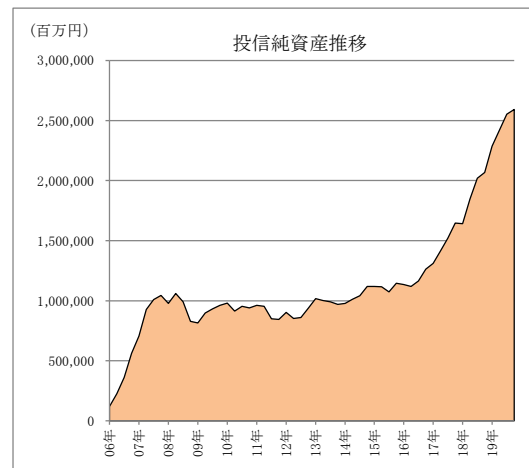
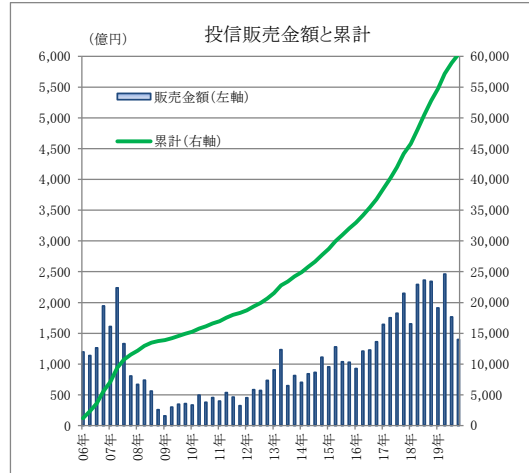


ゆうちょ関連データ

投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年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	-	-
2019年4－6月	689,000	246,200	1,129,000	2,420,100
2019年7－9月	782,000	176,500	1,168,000	2,553,400
2019年10－12月	787,000	139,900	1,179,000	2,592,500
2020年1－3月	-	-	-	-
2018年度累計	2,258,000	562,600	-	-
累計	20,745,022	6,033,732	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 パフォーマンス・基準価格・純資産											(単位: 百万円)
ファンド名	パフォーマンス (過去1年)	基準価格 (2020.3.10)	純資産 (2020.3.10)	ファンド名	パフォーマンス (過去1年)	基準価格 (2020.3.10)	純資産 (2020.3.10)	ファンド名	パフォーマンス (過去1年)	基準価格 (2020.3.10)	純資産 (2020.3.10)
JP日米バラン②	5.15%	10,272	3,469	DWSグローバル公益債券①	9.79%	11,558	6,807	JP医療関連株式④	5.55%	8,917	37,654
JP4資産バラン②(安定)⑥	1.86%	10,653	88,394	DWSグローバル公益債券②	9.33%	12,291	1,225	つみたて先進国株式①	5.26%	10,109	8,660
JP4資産バラン②(安定成長)⑥	1.82%	11,039	109,049	エマージング・アジア①	6.07%	8,111	19,671	つみたて新興国株式①	-2.40%	8,782	3,711
JP4資産バラン②(成長)⑥	1.67%	11,350	38,359	エマージング・アジア②	7.56%	6,777	22,601	セゾン・資産形成の達人①	6.14%	19,956	80,571
JP4均等バラン①	3.29%	9,750	3,327	エマージング・アジア③	6.34%	12,097	529	米国成長株②	6.24%	8,747	423
野村6資産均等バラン①	4.68%	10,283	9,868	エマージング・アジア④	7.61%	14,103	1,024	ビクトリア・アジア④	4.16%	11,028	15,667
つみたてCS資産均等バラン①	3.74%	10,164	17,024	eMAXIS 先進国債券①	5.93%	13,925	11,334	新光サザンアジア株式②	-7.04%	8,382	2,197
リスク抑制世界8資産⑥	6.39%	10,806	136,605	eMAXIS 新興国債券①	2.58%	12,201	5,387	JP北米高配②	1.72%	10,760	45
東京海上・日資産②	1.86%	10,975	716,737	メキシコ債券①	12.23%	4,960	31,081	新光世界インフラ株式②	7.91%	11,986	34
東京海上・日資産①	1.86%	11,097	297,586	インドネシア・アジア債券②	9.75%	7,336	23	グローイング・アジア株式②	6.39%	9,621	131
三菱UFJインカム・バラン②	-6.50%	8,060	1,415	アジアハイイールド債券①	5.04%	4,763	354	マニラ・フィリピン株式④	2.12%	8,238	1,549
HSBC7-4①(安定)①	4.26%	10,404	28,174	アジアハイイールド債券②	6.92%	6,694	618	野村ユーロ・アジア株式②	1.84%	7,473	4,316
HSBC7-4①(安定成長)①	4.58%	10,559	42,494	USトラディショナル①	7.24%	9,072	2,129	エマージング好配②	5.34%	7,931	31
HSBC7-4①(成長)①	4.02%	10,904	18,167	USトラディショナル②	9.47%	7,743	10,474	オーストラリア好配②	-1.88%	5,402	87
HSBC7-4①(インカム)①	4.60%	9,327	5,176	ビムコ・ハイイールド①	4.81%	8,042	2,396	eMAXIS 先進国株式①	4.78%	23,946	35,266
野村6資産(安定)①	3.04%	11,633	85,111	ビムコ・ハイイールド②	4.67%	6,768	64,055	eMAXIS 新興国株式①	-2.64%	13,087	25,701
野村6資産(分配)①	4.73%	9,865	111,871	欧州ハイイールド債券①	5.97%	8,571	5,482	DIAM世界リート①	4.14%	2,775	182,009
野村6資産(成長)①	1.75%	11,591	32,485	欧州ハイイールド債券②	1.08%	9,147	7,349	MHAM リート①	13.19%	10,189	22,598
野村6資産(配分変更)②	2.76%	10,404	14,234	三菱UFJバラン①	4.78%	9,140	5	ダイワUS-REIT①	5.56%	6,302	8,357
野村資産設計2015②	2.07%	10,677	771	三菱UFJバラン②	6.84%	8,978	4	ダイワUS-REIT②	6.61%	2,356	513,010
野村資産設計2020②	1.92%	10,985	784	三菱UFJバラン③	4.76%	10,210	5	ダイワUS-REIT③	5.68%	13,931	544
野村資産設計2025②	1.84%	11,119	877	三菱UFJバラン④	6.77%	10,140	5	ダイワUS-REIT④	6.69%	16,695	4,603
野村資産設計2030②	1.70%	11,264	828	日本配当追求②	-2.24%	9,236	6,871	eMAXIS 国内リート①	12.86%	31,165	15,013
野村資産設計2035②	1.79%	11,070	567	大和インデックス225①	0.45%	14,641	23,843	eMAXIS 先進国リート①	3.38%	25,408	9,229
野村資産設計2040②	1.50%	10,919	1,056	新光日本小型株①	-9.10%	13,978	11,093	ニッセイ世界リート①	1.09%	3,776	84,347
野村資産設計2045②	1.06%	19,200	133	つみたて日本株式②	-3.83%	9,172	5,293	ニッセイ世界リート②	0.88%	12,404	513
野村資産設計2050②	0.75%	10,681	202	SMTAM JPN 日経400①	-3.02%	11,687	1,795	アジアリート・オープン②	3.57%	13,861	296
スマートファイブ②	6.00%	9,625	349,492	三菱UFJ日本優待株②	-2.66%	8,355	1,795	フォーシーズン②	1.75%	5,963	2,288
スマートファイブ①	6.02%	12,806	52,219	GS日本株式②	-6.80%	8,282	4,584	スタート・ストリート・ゴールド①	19.08%	7,747	2,170
セゾン・バラン①	6.68%	14,614	188,739	日本SRFファンド①	-2.74%	7,751	1,781	ビムコ・ハイイールド・ローン①	0.25%	7,934	873
ニッセイ日本債券①	0.67%	9,566	15,393	フィデリティ日本配当④	-7.63%	7,962	5,381	ビムコ・ハイイールド・ローン②	2.07%	6,679	4,452
eMAXIS 国内債券①	1.74%	11,741	12,717	JPJチャップリン①	-2.54%	10,858	72				
大和住居先進国債券①	4.20%	10,535	39,107	生活基盤関連株式①	-1.90%	12,225	1,522				
日興五大株債券①	6.81%	8,163	50,066	eMAXIS TOPX①	-4.06%	18,710	16,145				
三菱UFJ先進国高金利債券②	5.84%	7,248	53,768	世界株配当収益追求②	-4.44%	9,030	610				
三菱UFJ先進国高金利債券①	5.82%	10,720	651	フィデリティ・グローバル①	7.28%	9,554	134				
ダイワ成長国外債債券②	1.28%	3,896	15,989	フィデリティ・グローバル②	6.01%	9,122	745				
ダイワ成長国外債債券①	1.32%	9,088	355	世界株式・トレンド①(外債)①	7.89%	8,631	508				
野村米国ハイイールド②	0.63%	7,916	2,220	世界株式・トレンド②(外債)①	1.93%	9,976	676				
野村米国ハイイールド③	1.93%	7,306	14,131	日興五大株株式④	2.76%	8,828	13,479				
野村米国ハイイールド④	0.65%	10,428	170	SMTAM NYダウ①	-2.08%	9,668	322				
野村米国ハイイールド⑤	1.97%	11,720	709	SMTAM NYダウ②	-0.76%	14,775	5,051				
高金利先進国債券②	2.09%	4,325	105,980	DIAM好配当株式②	1.34%	9,113	73				
高金利先進国債券①	2.08%	16,442	8,559	DIAM好配当株式③	-0.17%	6,775	18,112				
三菱UFJ米高格付債券②	6.18%	9,286	988	ビクトリア・グローバル株式②	15.83%	7,464	21,809				
三菱UFJ米高格付債券③	7.94%	9,318	355	ビクトリア・グローバル株式③	15.84%	11,089	13,158				
DWSグローバル公益債券②	9.77%	9,223	65,217	ビクトリア・グローバル株式④	17.20%	2,746	979,597				
DWSグローバル公益債券③	9.30%	9,914	13,464	ビクトリア・グローバル株式⑤	17.29%	17,889	37,513	合 計			5,185,917

※引 け、ゆうちょ銀行以外で販売 毎月決算型 ⑥年6回決算 ⑦年4回決算 ⑧年2回決算 ⑨年1回決算 ⑩為替・債券 mix

※印 ゆうちょ銀行以外で販売 ②毎月決算型 ③年6回決算 ④年4回決算 ⑤年2回決算 ⑥年1回決算 ⑦為替ヘッジあり

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

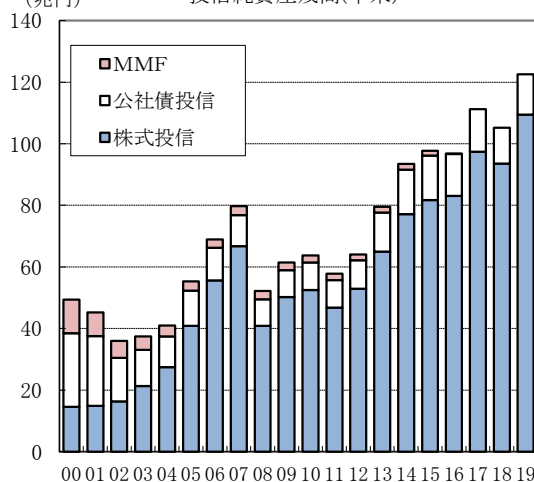
タイプ 末	株式投信								公社債投信					証券投信計		
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		うちMMF		計	
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計									
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	-	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	-	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	-	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551	637,201	
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	573,201	573,201	
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	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	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	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	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	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	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	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	1,051,592	
2019年10月	8,055	233,850	247,071	531,877	421,006	13,225	1,070,791	1,078,848	27	120,948	114,523	0	120,975	1,199,823	1,199,823	
11月	7,868	231,892	248,508	538,229	426,780	13,466	1,079,652	1,087,521	27	127,974	121,585	0	128,002	1,215,523	1,215,523	
12月	8,044	232,417	250,612	546,428	433,450	13,586	1,091,031	1,099,075	27	132,615	126,235	0	132,646	1,231,722	1,231,722	
2020年1月	7,983	231,811	250,985	544,087	429,847	13,786	1,086,992	1,094,975	27	130,936	124,587	0	130,967	1,225,942	1,225,942	

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

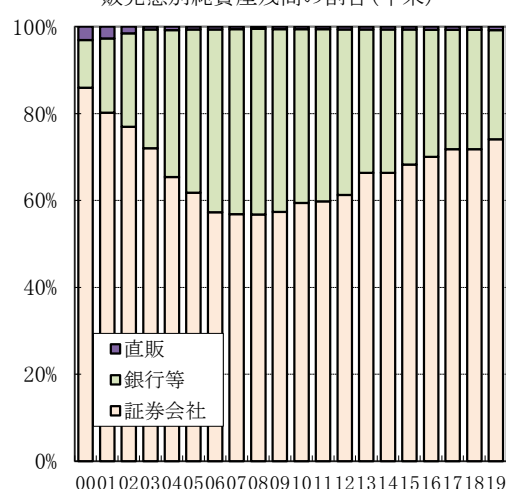
(単位:億円)

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9月	866,563	74.6%	286,734	24.7%	8,777	0.8%	1,162,075	100%
10月	898,758	74.1%	292,050	25.1%	9,191	0.8%	1,199,821	100%
11月	914,828	75.3%	291,342	24.0%	9,353	0.8%	1,215,524	100%
12月	929,606	74.1%	292,688	25.1%	9,429	0.8%	1,231,724	100%
2020年1月	923,458	75.3%	293,400	23.9%	9,081	0.7%	1,225,940	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	応	応	応	応	応	応	応	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
		振替貯金	通算貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定期貯金	特別貯金	その他貯金					
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		432,809	6,991		2,595,928
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		361,758	6,899		2,407,711
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		306,281	6,288		2,232,138
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		273,659	10,448		2,149,299
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737		221,973	1,316		2,040,723
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	8,048	98,824	1,342		1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,490
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478
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	1,568	12,705	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,602	2,418	10,507	1,991,174
2019年3月	1,809,991	161,435	621,576	4,056	70,963	938,308	12,524	1,125	24,734	129,575	2,411	9,489	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
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
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
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	940,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	171,080	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	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,719,685
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	2,673,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939
2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842
2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718
2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424
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	通貨別残高								合 計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573	16.23%	292,079	1.47%	19,829,503
2017年3月	5,220,018	25.91%	11,515,528	57.16%	2,929,283	14.54%	478,637	2.37%	20,143,467
2018年3月	5,423,335	26.78%	11,507,664	56.84%	3,054,368	15.08%	258,990	1.27%	20,244,358
2019年3月	5,224,319	23.70%	13,629,861	61.85%	2,798,015	12.69%	283,391	1.73%	22,035,525

< 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	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792	0	

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

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

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

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

(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	3,051,400	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	54,782	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	58,272	2,486,388	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	96,898	2,200,498	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	106,484	2,161,042	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	134,826	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	184,902	2,065,932	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	1,893,217	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	359,066	1,758,987	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	475,747	1,609,896	43,520	133,394	57,344	490,280
2019年3月	2,230,231	872,034	6,896	1,348,859	3,622	5,714	533,051	1,505,182	44,086	148,957	52,688	485,771

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)				補充的項目 一般貸倒	リスクアセッ ト等(E)	資産(オン・バラ ンス)項目			OPRを8%で 除した得た額	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			資産(オン・バラ ンス)項目	オフ・バランス取 引等項目				
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲ 93,736	▲ 1,299,999	277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%	-
2017年3月	8,616,940	3,500,000	4,296,285	2,233,759	▲ 93,736	▲ 1,300,411	267	38,779,806	35,906,558		2,873,248	22.22%	-
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278	50,343,515	47,573,471		2,768,805	17.42%	-
2019年3月	8,844,213	3,500,000	4,296,285	2,477,878	▲ 93,736	▲ 1,300,926	243	56,033,562	53,334,010		2,699,551	15.78%	-

(注1) OPRはオペレーション・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