

ゆうちょ資産研レポート

2021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

コロナ禍後の人口動態 ～人手不足はいずれ深刻化へ

SMB C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LOOK (1) 7

短・中・長期循環が上向き、持続的な株高は継続へ

みずほ証券株式会社 リテール・事業法人部門 商品企画部副部長 マーケット・ストラテジスト 倉持 靖彦

マーケット・アウトLOOK (2) 13

国内クレジット投資は大胆に ～市場ではパラダイムシフトが進行中

大和証券株式会社 金融市場調査部 理事 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

外貨調達市場に関する調査研究について

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 25

ゆうちょ関連データ 31

2021.3

コロナ禍後の人口動態 ～人手不足はいずれ深刻化へ

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



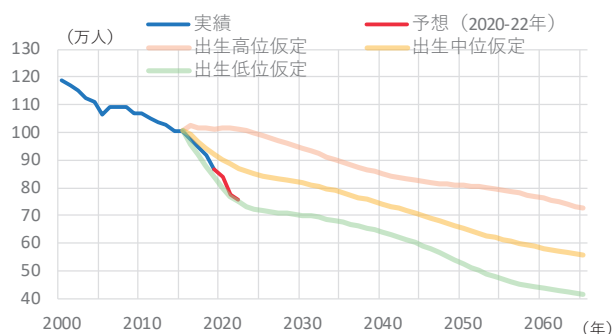
コロナ禍は、人口動態に大きな変化をもたらしつつある。将来の人口動態は、出生、死亡、国際人口移動の3変数により規定されるが、いずれもコロナ禍前後で大きく変動している。本稿では、出生、死亡、国際人口移動の動向を概観した上で、国立社会保障・人口問題研究所の将来推計人口をベースに労働力人口を試算し、人手不足が最も厳しくなる経路を辿りつつある点を確認する。

1. 出生数

<コロナ禍前より「出生中位」から下振れ>

出生数は、団塊ジュニアの出生で1973年に209.2万人のピークを迎えて以降、減少基調にある。2016年から2018年に掛けては、国立社会保障・人口問題研究所(社人研)による平成29年推計の「出生中位」推計に概ね沿って緩やかに減少した(図表1)。だが、2019年以降は「出生中位」からの乖離が急速に大きくなっている。2019年の出生数は86.5万人と4年連続で減少し、減少率は▲5.8%と1975年(▲6.3%)以来の大きさだった。2020年の出生数は人口動態統計速報より試算すれば83.8万人程度(前年比▲3.2%程度)と減少が続いたとみられる。

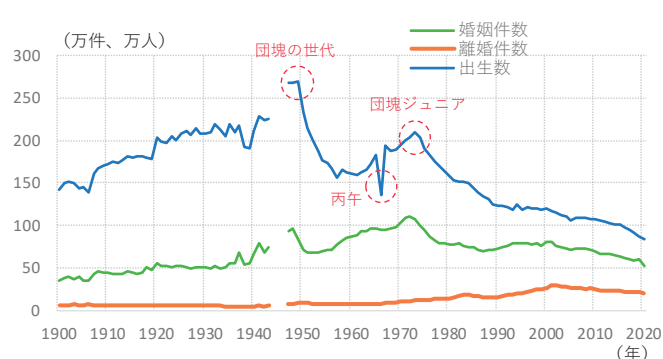
図表1: 出生数の実績、予想、社人研推計



注: 出生高・中・低位の各仮定は国立社会保障・人口問題研究所による平成29年推計(死亡中位仮定)。予想(2020-22年)はSMBC日興証券経済分析チーム

出所: 厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

図表2: 婚姻件数、離婚件数、出生数の推移



注: 2020年の各値は12月分までの人口動態統計速報に基づく試算値

出所: 厚生労働省、SMBC日興証券

<コロナ禍後、一気に「出生低位」へ迫る>

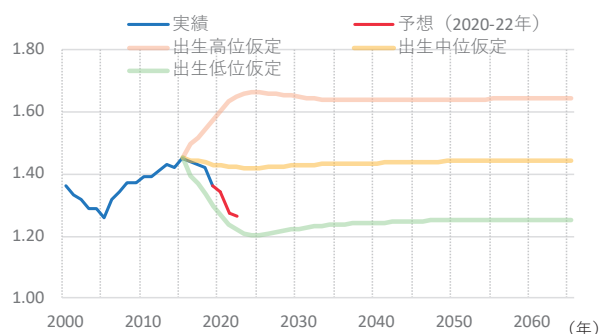
2021年以降は、コロナ禍の悪影響が顕在化する。出生数に8ヶ月程度先行する妊娠届出数が昨年5月以降明確に減少している点を踏まえれば、2021年の出生数は77.6万人程度で着地しよう。前年比減少率は▲7.4%程度へ達し、丙午(ひのえうま)だった1966年(▲25.4%)以来の大きさとなろう。さらに、2022年も出生数の減少が続く可能性が高い。出生数に1~2年程度先行する婚姻件数が2020年に前年比▲12.3%程度と、1950年(▲15.1%)以来70年ぶりの記録的な減少率に達

したとみられるためだ(図表 2)。婚姻件数が 2021～22 年に下げ止まったと仮定しても、2022 年の出生数は 75.6 万人程度、前年比で▲2.6%程度と 7 年連続で減少しよう。社人研による「出生低位」推計へ一気に迫る見込みだ。

＜「1.26 ショック」再来へ＞

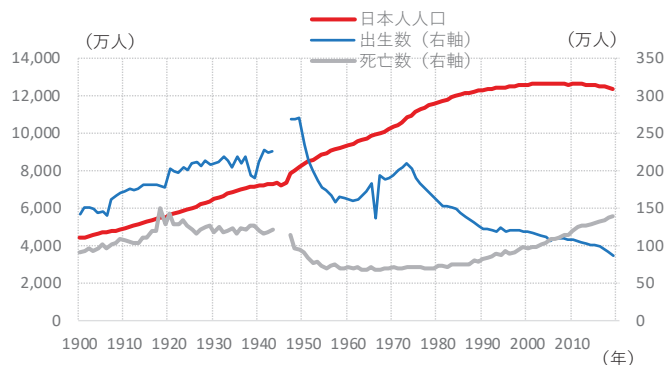
合計特殊出生率は、2015 年の 1.45 をピークに低下が続いている(図表 3)。2019 年には、前年の 1.42 から 1.36 へ大幅に低下した。理由ははっきりしないが、コロナ禍前に出生を控える動きが生じた。一定の仮定を置けば、2020 年には 1.34 程度、2021 年には 1.27 程度へ低下しよう。2021 年からはコロナ禍の影響が本格化する。里帰り出産が困難となったほか、母子感染への警戒も高まった。雇用環境悪化や先行き不透明感とも相俟って、出生数の抑制に作用しよう。2022 年には 2005 年に記録した過去最低値の 1.26 程度まで低下する見込みだ。少し先になるが、2026 年に丙午(ひのえうま)を控えていることもあり、合計特殊出生率は過去最低値を更新する可能性が高い。

図表 3: 合計特殊出生率の実績、予想、社人研推計



注: 出生高・中・低位の各仮定は国立社会保障・人口問題研究所による平成 29 年推計(死亡中位仮定)。予想(2020-22 年)は SMBC 日興証券経済分析チーム
出所: 厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC 日興証券

図表 4: 日本人人口、出生数、死亡数の推移



出所: 厚生労働省、SMBC 日興証券

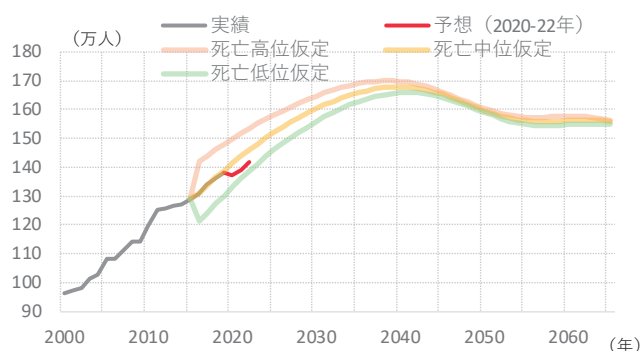
2. 死亡数

＜死亡数はコロナ禍で意外にも減少＞

次に、死亡数を確認する。死亡数は 1980 年代以降増加基調にあり、2007 年に出生数を上回り、人口減少をもたらしている(図表 4)。死亡数はコロナ禍直前の 2019 年に 138.1 万人へ達し、社人研の「死亡中位」に概ね沿って増加が続いた。

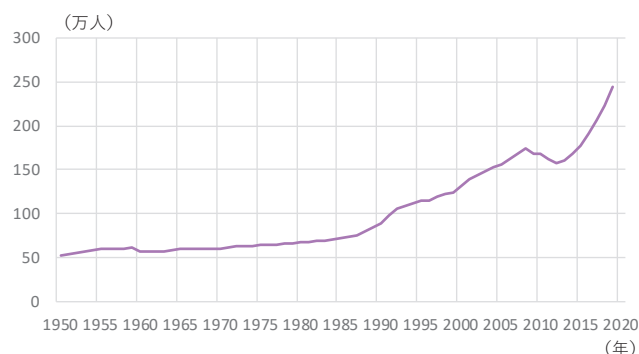
だが、人口動態統計速報より試算すれば、2020 年の死亡数は 137.0 万人程度(前年比▲0.8%程度)と 11 年ぶりに減少したとみられる。新型コロナウイルス感染による死亡数や自殺者数が増えたものの、肺炎やインフルエンザなど呼吸器系疾患による死亡数が減少した影響が大きい。コロナ感染を予防する行動を推進した結果、他の疾患などによる死亡が抑制され、おそらく高齢者を中心に全体の死亡数の減少に繋がったとみられる。僅か 1 年で社人研の「死亡中位」から「死亡低位」へ近づいた格好だ(図表 5)。

図表 5: 死亡数の実績、予想、社人研推計



注: 出生高・中・低位の各仮定は国立社会保障・人口問題研究所による平成 29 年推計(死亡中位仮定)。予想(2020-22 年)は SMBC 日興証券経済分析チーム
出所: 厚生労働省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC 日興証券

図表 6: 外国人人口の推移(10 月初時点)



注: 総人口と日本人人口の差分(国勢調査による補完補正後ベース)、滞在期間 90 日以内を除く
出所: 総務省、SMBC 日興証券

＜「死亡低位」へ近づくも一時的＞

ただ、経済活動が徐々に正常化へ向かい、感染予防の取り組みが緩和される環境下、死亡数は 2021 年以降に再び増加するだろう。月次動向をみれば、2020 年後半には既に増加傾向へ戻っている。死亡数は 2021 年に 139.0 万人程度、2022 年に 141.8 万人程度へ増加が続く見込みだ。「死亡中位」へ徐々に戻ろう。

3. 外国人人口

＜2010 年代後半に増加ペース加速＞

最後に、国際人口移動を確認する。外国人人口は長らく増加基調を辿り、2008 年に 174.4 万人へ達した(図表 6)。リーマンショックや東日本大震災により減少が続き、2012 年に 157.0 万人まで落ち込んだものの、その後は再び増加が続いた。特に 2010 年代後半は外国人人口の増加ペースが加速した。2015 年以降、年間 10 万人を超えるペースで増加が続き、コロナ禍直前の 2019 年には 243.6 万人へ達した。

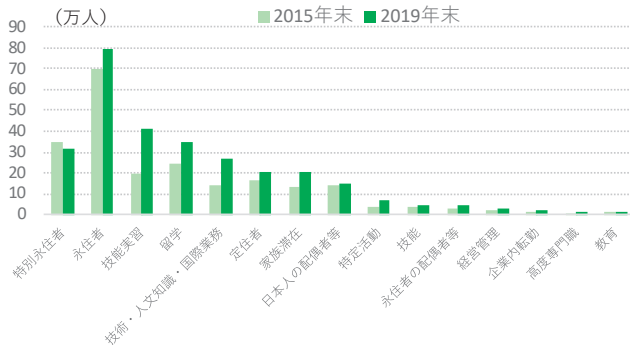
＜人手不足で外国人材の需要増＞

住民基本台帳に基づき要因分解すれば、外国人住民の増加は自然増よりも社会増の影響が大きく、国外からの転入増が主因である。在留外国人統計に基づき、2015 年末から 2019 年末までの 4 年間の在留資格別の推移をみると、「技能実習」、「技術・人文知識・国際業務」、「留学」の増加幅が大きい(図表 7)。日本国内の人手不足を背景に外国人材の需要が高まった影響が表れている。「技能実習」は、開発途上国への技術移転を通じた国際貢献を目的としており、本来は労働力の需給調整手段として活用できないが、実態としては人手不足を補うため受入が進んだ側面を否定できないだろう。「技術・人文知識・国際業務」は、いわゆる就労ビザの大半を占める。「留学」は、就労を目的としていないものの、資格外活動許可を受ければアルバイト等が可能である。法務省調査によれば 2017 年末時点で約 9 割が資格外活動許可を有しており、労働力として活用されている。

「技能実習」や「留学」による在留者は若年層が大半であるため、外国人人口は若年層を中心に増加している。また、国籍・地域別の 4 年間の推移をみると、ベトナム人と中国人の増加が目立つ

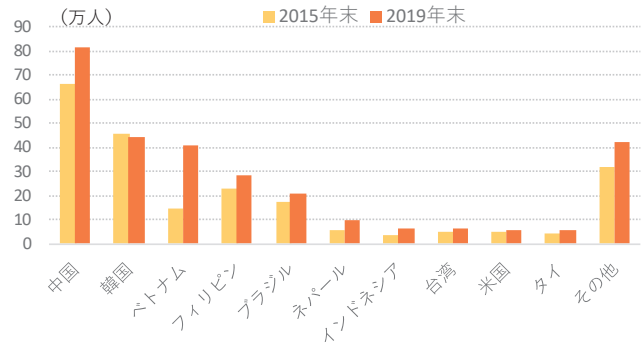
(図表 8)。賃金格差等を背景に日本への労働移動が進んでいよう。

図表 7: 在留外国人数(在留資格別)



注: 2019 年末時点で 1 万人以上いる主な在留資格を列挙
出所: 法務省、SMBC 日興証券

図表 8: 在留外国人数(国籍・地域別)

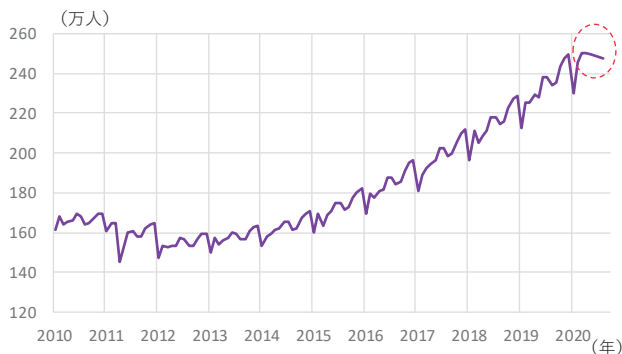


出所: 法務省、SMBC 日興証券

<外国人人口はコロナ禍後に緩やかながら減少傾向>

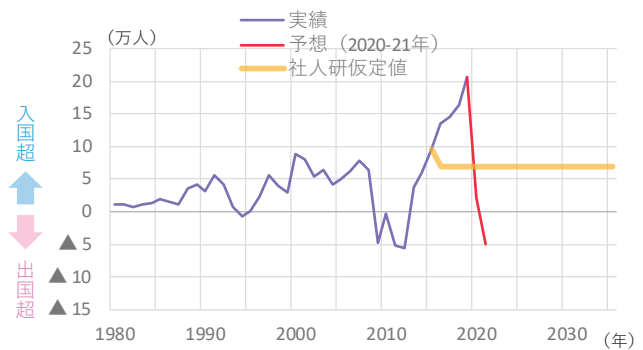
だが、コロナ禍により出入国が制限されて以降、外国人人口は緩やかながら減少傾向へ転じている(図表 9)。出入国がままならない中、在留外国人は徐々に帰国している状況だ。外国人入国超過数は 2019 年の 20.8 万人から 2020 年に 2.1 万人程度へ急縮小したとみられる(図表 10)。出入国に制限が掛かる下、在留外国人が徐々に帰国する動きが続けば、2021 年には▲4.9 万人程度の出国超過へ転じよう。

図表 9: 外国人人口の月次推移



注: 総人口と日本人人口の差分(国勢調査による補完補正後ベース)、滞在期間 90 日以内を除く
出所: 総務省、SMBC 日興証券

図表 10: 外国人入国超過数の実績、予想、社人研仮定値



注: 総人口と日本人人口の差分(国勢調査による補完補正後ベース)、滞在期間 90 日以内を除く。各年の外国人入国超過数は前年 10 月から当年 9 月に掛けての合計値。外国人入国超過数の仮定値は、国立社会保障・人口問題研究所による平成 29 年推計
出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC 日興証券

4. コロナ禍後の人口動態

<コロナ禍後は「出生低位」、「封鎖人口」の組み合わせに?>

コロナ禍前の人口動態は、社人研による平成 29 年推計の「出生中位」、「死亡中位」で概ね推移し、外国人の入国超過幅が仮定値を上回る状態が続いた。だがコロナ禍により、「出生低位」、「死亡低位」、「封鎖人口」へ急速に近づいている。

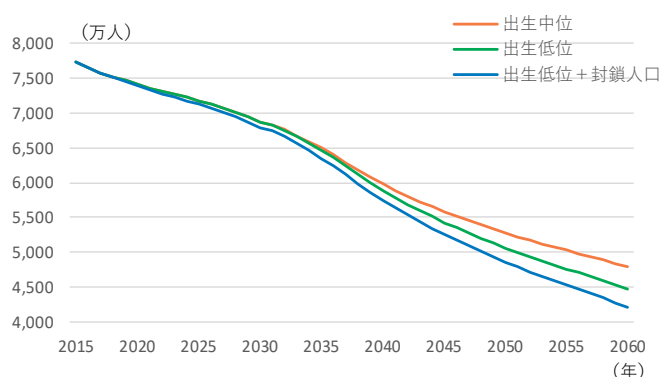
このうち、死亡数は、「低位」への接近が一時的で、「中位」へ戻りそうだ。上述の通り、死亡数は2020年後半に既に増加傾向へ戻っている。経済活動が徐々に正常化へ向かい、感染予防の取り組みが緩和される環境下、死亡数は2021年以降に再び増加し、「中位」へ近づくだらう。仮に「低位」が続いたとしても、長寿化には限界があり、やがて「中位」並みの死亡数へ収斂しよう(図表5)。

一方、出生数については、このまま「低位」で定着する可能性が高そうだ。感染が収束してもテレワークやオンライン授業の推進により外出機会がコロナ禍前に比べ一定程度減少したままとなる見込みで、婚姻件数および出生数は低迷しよう。2026年に丙午(ひのえうま)を控えていることもあり、少子化がしばらく加速しやすい状況にある。

外国人については、再び入国超過へ戻ると予想されるものの、国際人口移動がない「封鎖人口」に近い状態が続く可能性も否定できない。短期的には、出入国制限がなかなか緩和されない可能性がある。また、中長期的に、世界的な少子高齢化により、外国人材の確保が難しくなるかも知れない。「封鎖人口」状態へ陥るリスクシナリオも意識する必要がある。

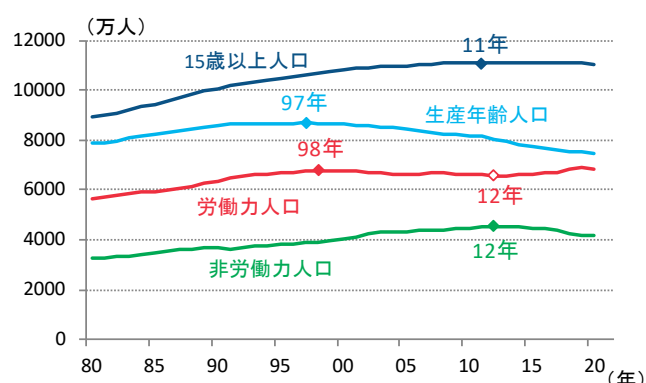
少子化加速および外国人流入の停滞が重なれば、総人口や生産年齢人口の減少ペース加速に繋がろう。少子化については、総人口への影響が直ちに表れる一方、生産年齢人口への影響は2040年代頃から表れよう(図表11)。「出生低位」および「封鎖人口」の組み合わせは、社人研の推計の中で生産年齢人口を最も下押しするケースに該当する。

図表 11: 生産年齢人口推計



注: 国立社会保障・人口問題研究所による平成29年推計。
生産年齢人口は15歳以上64歳以下
出所: 国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

図表 12: 15歳以上人口とその内訳の推移



注: 労働参加率=労働力人口÷15歳以上人口、
完全失業率=完全失業者数÷労働力人口
出所: 総務省、SMBC日興証券

5. 労働力人口シミュレーション

<労働力人口をみる必要>

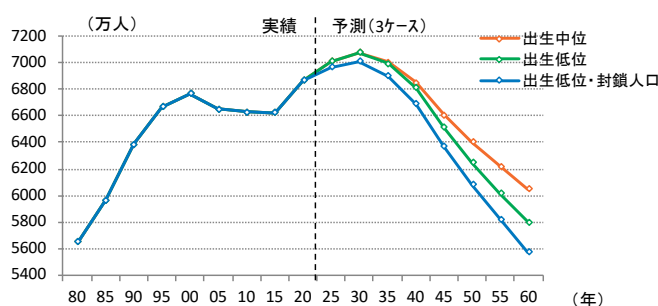
実際の人手不足をはかるには、生産年齢人口ではなく労働力人口の行方をみる必要がある。近年、生産年齢人口が減少するもとでも、女性全般や高齢層の労働参加が進み、労働力人口の増加が実現したためだ(図表12)。

生産年齢人口は1997年の8699万人をピークに23年連続で減少し、2020年に7468万人まで落ち込んでいる。一方、労働力人口は1998年の6793万人をピークに減少傾向が続いたものの、2012年の6565万人をボトムに増加傾向へ転じ、2019年に過去最大の6886万人へ達した。2020年に6868万人へ減少したものの、コロナ禍で感染を回避するため、あるいは小中高休校に対応するため労働市場から退出する動きが生じたためとみられる。労働力人口の減少は一時的であろう。月次でみれば、労働力人口は昨年4月を底に急速に持ち直している。労働参加率には上昇余地があるとみられ、労働力人口の増加はしばらく続くだろう。

＜労働力人口シミュレーション＞

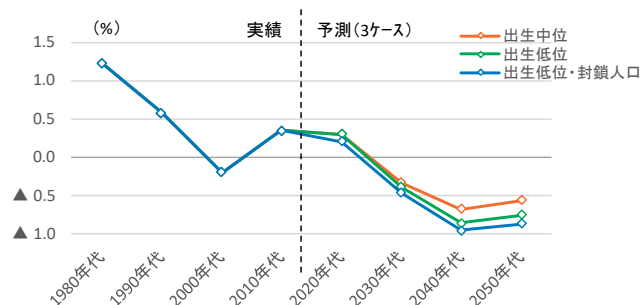
では、労働力人口の増加はいつまで続くだろうか？労働参加率がいくら上昇しても、その大元になる 15 歳以上人口の減少ペースが加速すれば、労働力人口は増えなくなる。また、そもそも労働参加率自体が人口動態の影響を受ける。各年齢階級別の労働参加率が過去 5 年間の上昇ペースを維持し、一定水準で限界を迎えるとの仮定を置いた上で、「出生中位」、「出生低位」、「出生低位・封鎖人口」の 3 ケースで労働力人口のシミュレーションを行うと、図表 13・14 のようになる。

図表 13: 労働力人口シミュレーション(男女計)



注：国立社会保障・人口問題研究所による平成 29 年推計をベースに試算、各ケースとも「死亡中位」
出所：総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

図表 14: 労働力人口の増減率(男女計、年率換算)



注：国立社会保障・人口問題研究所による平成 29 年推計をベースに試算、各ケースとも「死亡中位」。増減率の年率換算は幾何平均
出所：総務省、国立社会保障・人口問題研究所、SMBC日興証券

＜労働力人口は 2030 年頃にピーク＞

労働力人口がピークに達するのは、「出生中位」、「出生低位」、「出生低位・封鎖人口」の 3 ケースともに 2030 年頃となる。2010 年代後半は、労働力人口の増加が続く環境下でも人手不足が取り沙汰された。労働力人口が減少局面へ転じる 2030 年代以降は、一定の経済成長を前提とすれば人手不足が一段と深刻化しよう。

ピークの 2030 年時点では、「出生低位・封鎖人口」における労働力人口の水準が他の 2 ケースより低くなる。外国人流入が滞れば、労働力人口の増加ペースは鈍ることになろう。2020 年代の労働力人口増加率は、「出生低位・封鎖人口」ケースでは年平均+0.21%と他の 2 ケースの+0.31%よりも▲0.1%pt 低くなる。

2030 年代以降、労働力人口は少子化の影響により減少局面へ転じるが、最も減少率が大きくなるのは 2040 年代だ。「出生低位」ケースにおいて労働力人口減少率は▲0.86%となり、「出生中位」ケースの▲0.68%よりも▲0.18%pt 低くなる。単純化して言えば、コロナ禍後の少子化により、2040 年代の潜在成長率に▲0.2%pt 弱の下押し圧力が掛かることになろう。テレワーク推進は成長戦略に位置付けられているが、生産性上昇率の加速が前提だ。テレワーク推進が人との交流機会の減少や少子化を通じて長期的な成長を阻害する側面もある。

また、「出生低位・封鎖人口」ケースにおける 2040 年代の労働力人口減少率は▲0.96%に達する。世界的な少子高齢化により、外国人材の確保が難しくなり、「封鎖人口」状態に陥っているようであれば、成長が一段と阻害されよう。

マーケット・アウトルック (1)

短・中・長期循環が上向き、持続的な株高は継続へ

みずほ証券株式会社 リテール・事業法人部門
商品企画部副部長 マーケット・ストラテジスト
倉持 靖彦



経済活動の再開で株価の回復は続く見込み

本稿ではポストコロナの経済を見据えた上で、今後の内外株式市場の論点と見通しを解説したい。まず昨年の本稿を振り返ると、まさにコロナ禍の入り口にある中、リスク・シナリオの日経平均株価のフェアバリューを16000円～15000円、東証1部20年度EPSを76.7pとしたが、安値とEPSは概ねこの水準となった。コロナ禍に対応した巨額の財政・金融政策で V 字回復を見せた米国経済であったが、米大統領選挙ではコロナ対応のまずさ等からトランプ大統領が自滅に近い形となり、「Blue Wave」をもたらすことになった。「Blue Wave」の可能性は指摘したものの、増税策等をリスクと捉えていたが、未曾有の危機を前にした大規模な経済対策の継続が必要となった中、市場は「Blue Wave」による追加経済政策の実現性が高まったことを好感、世界的に強い流動性相場が継続、想定以上に堅調な展開となった。

では今後はどのような展開になるのだろうか。最初に当方の投資判断を示す。足元はコロナの新規感染者数はピークアウトが明確化しているほか、コロナワクチンの接種も進展、春以降の世界経済の正常化、GDP 成長率の再加速の確実性が増している。したがって株式については概ね前向きに予想しており、米国、欧州、新興国を「やや強気」と判断、日本株は 1、2 月に他の国に比べて急ピッチで上昇したことを踏まえ、他国に少し劣後すると想定している。債券については米国、欧州は景気の再加速を睨み、緩やかな金利上昇を見込んでおり「やや弱気」、日本はワクチン接種の遅れも踏まえ中立とした。為替は日米金利差の拡大が見込み、ドル円については「やや強気」である。これらを踏まえた予想レンジは以下の通り。

株式、金利、為替の予想レンジ

			実績	予想			
			2021年 2月26日時点	2021年			
				1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
米国株	S&P500指数 (ポイント)	レンジ	—	3500～4200	3600～4300	3750～4450	3750～4450
		期末値	3811	4000	4100	4250	4250
	NYダウ (ドル)	レンジ	—	29000～35000	30000～36000	31000～37000	31000～37000
		期末値	30932	33000	34000	35000	35000
日本株	日経平均株価 (円)	レンジ	—	28000～32000	29000～32000	25000～30000	25000～29000
		期末値	28966	29000	31000	28000	27000
米金利	政策金利・上限 (%)	期末値	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
		レンジ	—	0.9～1.7	1.1～1.7	1.2～1.8	1.2～1.8
	10年国債利回り (%)	期末値	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5
		レンジ	—	103～108	103～109	103～112	103～113
為替	ドル円 (1ドル=円)	期末値	106.57	106	107	108	109

(注) 米国株および米金利、為替の予想はみずほ証券商品企画部、2021/3/2 時点。日本株の予想はみずほ証券エクイティ調査部「ストラテジーマンスリー (2021/2/26)」より
出所：ブルームバーグ、リフィニティブのデータよりみずほ証券作成

米国株は景気再加速、企業業績の上方修正の継続を見込み、年前半は上昇ピッチが強め、後半はもみ合い気味になると予想。S&P500 指数の 10-12 月期期末値を 4250 ポイント、NYダウを 35000 ドルと見込む。日経平均株価は第 3 四半期の企業業績が事前予想を大幅に上回ったことから来期、再来期の企業業績予想を大幅に上方修正、高値は 32000 円と予想した。米長期金利の上限は年後半で 1.8%、ドル円の上限は同じく年後半で 113 円である。

経済再開期待が高まり今年の名目 GDP 成長率は 8%程度に

次に各国の経済見通しを説明する。米国は昨年末に成立した経済対策第 4 弾により 1-3 月も高めの成長が期待できる。またバイデン大統領の 1.9 兆ドル規模の追加経済対策も幾分規模は縮小しようが 3 月中旬に成立し、3 月下旬からは家計に 3 度目の現金給付が始まるため、3 月から 4 月にかけて個人の可処分所得はコロナ前比で 3 割以上増加の年率 22 兆ドル程度に達するだろう。相応の規模のバッファであり、貯蓄率がそれ程低下しなくとも、4-6 月の個人消費は更に加速しよう。需要の拡大やコロナ等に伴うサプライチェーンのひっ迫から顧客在庫水準はリーマンショック後を超える低レベルであり、挽回生産が期待されるほか、企業業績の急回復から設備投資も持ち直しを強めると想定している。またインフラ投資についても規模はバイデン大統領の計画から縮小しようが、追加経済対策同様、財政調整法を義務的経費以外にも活用するルール変更を用い、夏から秋までに成立を目指す想定され、複数年にわたって GDP を小幅押し上げよう。短期循環、中期循環とも上向く中、2021 年は名目で 8%程度、実質で 6%程度の成長を予想、税収も大きく回復すると見込む。2021 年は「財政の崖」を相応に想定しており、成長率は鈍化を余儀なくされようが、景気後退に至るわけではなく、ミッドサイクル・スローダウンに止まるのではないかと。米国の景気拡大、株価上昇局面はともに平均 60 ヶ月以上であり、現在は序盤にあるとも言える。欧州と日本はワクチン接種の遅れ、構造改革の遅れもあり、2021 年はともに実質で 4%弱の成長を見込む。中国の米中対立は継続する公算が高い中、外部依存のぜい弱性を踏まえ、内需拡大を図る方針を明確にしており、第 14 次 5 ヶ年計画により技術革新を強化するほか、債務問題にも対応、構造改革を進めながら高めの成長が続くと想定する。

世界および各国・地域の実質 GDP 成長率

	通年			四半期							
	2019年	2020年	2021年	2020年				2021年			
				1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期
世界	2.8	▲ 3.4	5.8	—	—	—	—	—	—	—	—
米国	2.2	▲ 3.5	5.9	▲ 5.0	▲ 31.4	33.4	4.0	5.0	8.0	6.5	5.5
ユーロ圏	1.3	▲ 6.8	3.9	▲ 14.1	▲ 39.2	59.9	▲ 2.4	▲ 3.0	8.0	6.0	4.0
日本	▲ 0.3	▲ 4.9	3.9	▲ 2.2	▲ 29.3	22.7	12.7	▲ 8.0	7.0	3.0	2.5
中国	6.1	2.3	8.5	▲ 6.8	3.2	4.9	6.5	12.0	8.0	7.5	7.0

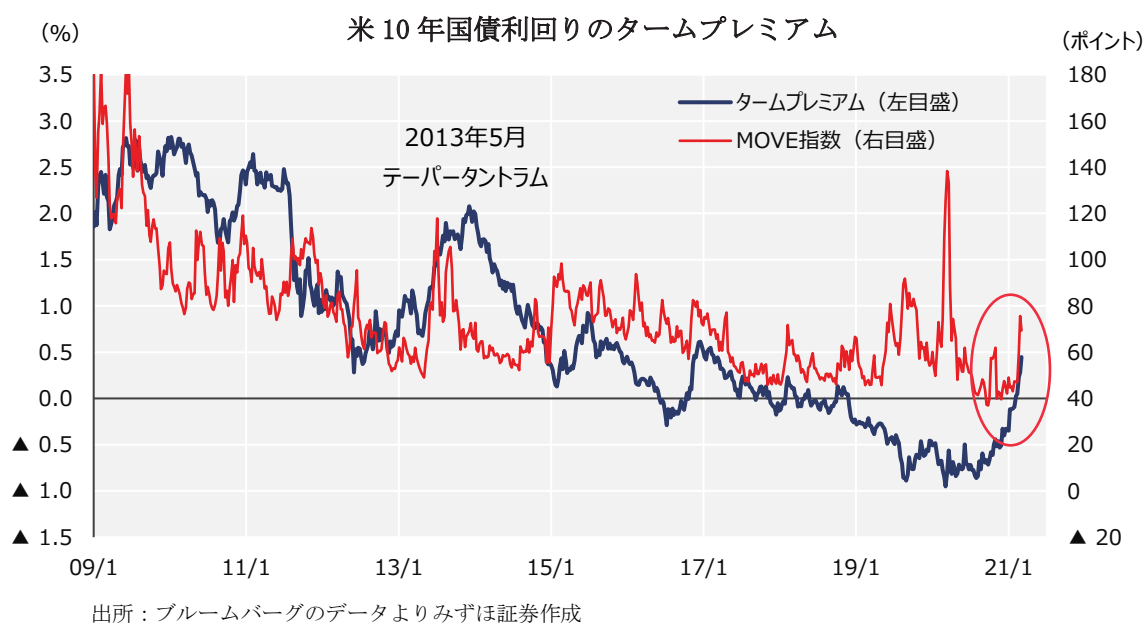
(注 1) 単位は%。四半期は前期比年率、中国のみ前年同期比。通年は日本のみ年度

(注 2) 濃い灰色のマスはみずほ証券商品企画部の予想、2020/3/10 時点。それ以外は実績
出所：みずほ証券作成

コロナの感染動向については、先行している米国で集団免疫獲得の時期を試算する。感染が収束に向かう集団免疫率を65～70%とし、2021年2月末までの既感染者約2,900万人と21年2月末までにワクチンを接種した約3,750万人は免疫保有者と仮定する。その上で月4,000万人ずつ免疫を獲得していくと仮定した楽観シナリオでは接種者は21年7月に70%に達しよう。一方、免疫獲得ペースが現在の月2,550万人から変わらないと仮定したシナリオでは、集団免疫獲得に近づくのは21年9月ごろになる見込みである。変異株等のリスクは残るが、集団免疫獲得に向け前進することが想定される。特に今年の冬に入っても集団免疫を獲得にメドが立っている国で感染が抑制されれば、コロナは終息に向かっていると捉えられ、旅行・宿泊・外食などサービス消費の底上げが経済成長率を後押しすることになる。

米国の当面の長期金利の位置どころは1.7～2.0%に

今年のリスク資産市場の焦点は米金利動向だろう。今年、2月以降、米国の実質長期金利が▲1%から▲0.4%まで拡大、タームプレミアムも▲1%から+0.4%に急拡大、OISの2年先1ヵ月物金利は25～50bpの利上げを想定した水準になっている。こうした動きは2013年のテーパータントラムの初期段階に類似する。このため、昨年、コロナ禍の中、DX(デジタル・トランスフォーメーション)の恩恵を受けたグロース株にバリュエーション調整圧力がかかった。FRB幹部は実質金利の上昇について、景気拡大を反映したものと現状を追認している。一方、雇用の最大化をインフレ抑制に優先させた昨年秋の政策方針の変更やコロナによる打撃が強まった層の雇用回復といった包摂的な面を含めた改善を目指しているため、量的緩和の出口や利上げについて地均しを始めている訳ではない。

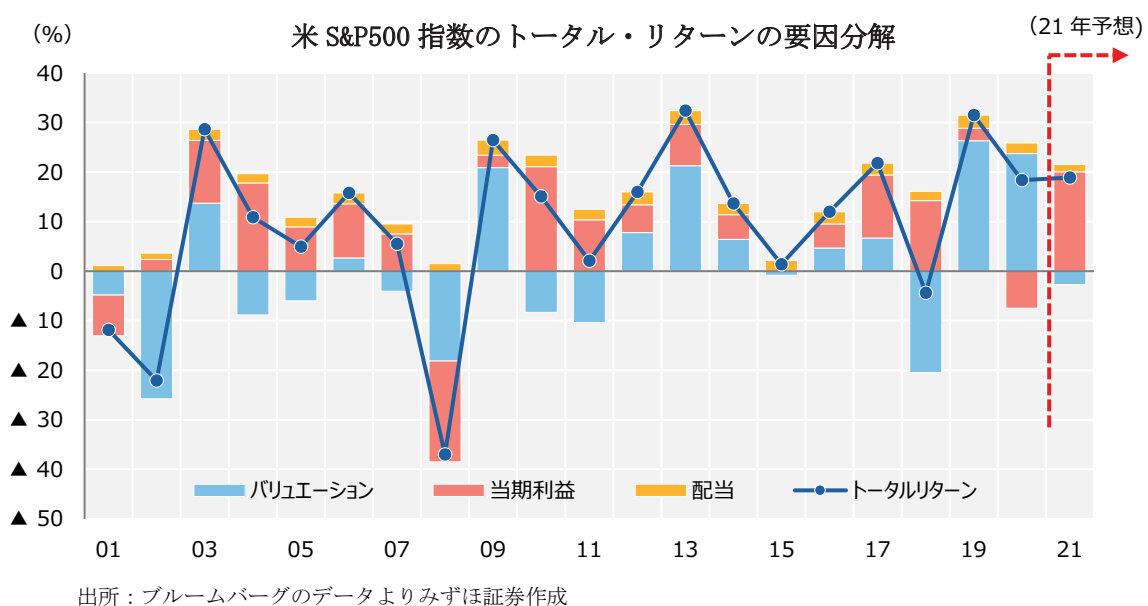


インフレ率はベース効果等から今後、一時的に 2%を上回ってくる可能性はあるが、フィリップス・カーブのフラット化、イノベーションの進展など構造的な問題も考えれば、継続的に 2%超が続く公算は低い。

自然利子率がゼロ%近傍である中、足元の名目中立短期金利を 2%程度であろう。ターミナルレートは 2.5%、量的緩和によるタームプレミアムの押し下げ分を 2%とすれば、名目の中立長期金利は 2~2.5%程度、実質の中立長期金利は 0%程度となる。長期にわたる期待リターンの低下、巨額の財政政策による債務拡大、それを管理する「金融抑圧」の可能性を踏まえれば、名目長期金利は 2~3%と想定される。過去、FF 金利が名目短期中立金利超えが視野に入る、ないしは踏み込む時、つまり FF 金利が長期的な名目長期金利水準を超える逆イールドが観測が強まれば景気、株式市場に影響が出やすいが、そうした状況はかなり先であろう。

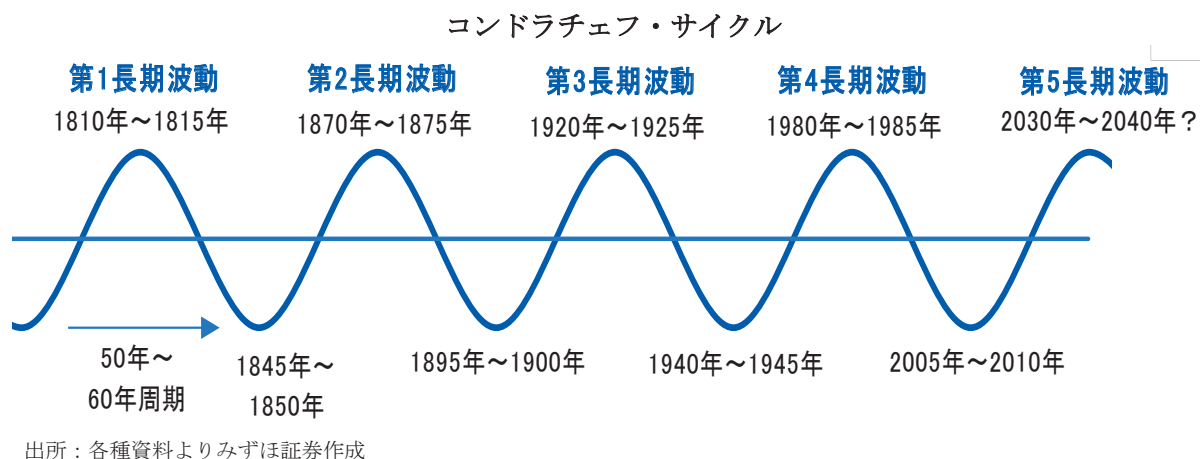
低金利による M&A や新規上場の活況などは、仮に金利高が進み、これらが抑制されることがあっても、それは「いつか来た道」である。資本市場では回避し難いものであり、健全なものであり、その後は買いの好機となるとという視点が基本だ。

現在の S&P500 指数の予想 PER は 21.7 倍であり、インフレ率や金利対比で、許容されないレベルではない。であるならば株価は今後の企業業績の伸び次第となる。実質長期金利が 0 パーセント近傍になったとしても、金融ストレス環境を中立ゾーンとし、実質株式リスクプレミアムを過去 5 年程度の平均値とすれば、バリュエーション調整分で S&P500 指数が調整してもピークからの下落率は 14%と試算される。弱気相場入りする公算は低いと言えよう。今年、来年の企業業績の増益率を踏まえれば、このバリュエーション圧力をこなしても S&P500 指数がプラスリターンを確保できることになる。今年は過去 2 年つづいた金融相場から業績相場へ移行しよう。



株式市場はフロス、バブルかの議論はあるが、金利水準対比からすれば異常な価格形成になっている訳ではない。また、これまでのレバレッジ規制や自己資本規制や金融スタビリティの継続モニタリングにより当局も状況に応じて警鐘を鳴らせる体制にある。こうした点は、相場の持続性、安定性に貢献していると考えられる。

一方、企業は SDGs や「DX」のトレンドによる破壊的イノベーションに対応せざるを得ず、アニマル・スピリッツの発揮や規律ある経営が必要であり、それが経済、企業の新陳代謝が進め、生産性に寄与すると考えられることは株式市場には追い風であろう。この破壊的イノベーションの歴史は超長期の経済波動であるコンドラチェフ・サイクルを形成する要素である。短期、中期に加え、超長期サイクルも 2005 年～2010 年頃を底に第 5 波動に入ってきていると捉えている。



日本株は年前半高を予想

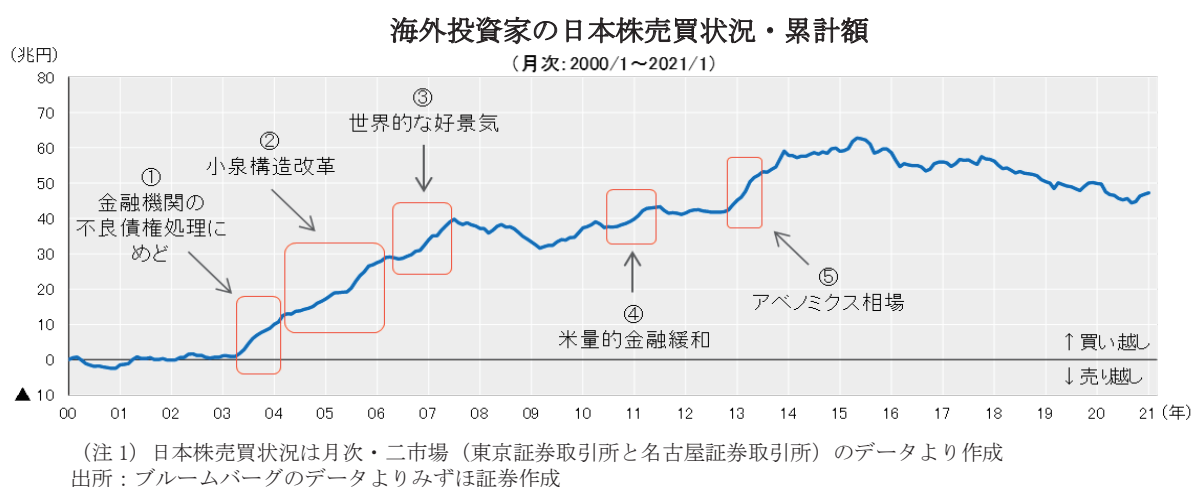
東証 1 部の 3Q 実績は直近コンセンサス予想に比べて、売上が+3.1%、営業利益が+36.8%、経常利益が+52.5%、純利益が+59.8%も上回った。米国の 10 年国債利回りの上昇に反映された世界景気見通しの改善というマクロ環境の改善に加えて、ボトムアップの企業業績の急回復が海外投資家が日本株を買う理由につながっている。電機セクターの中の代表的企業の中では、2020 年度営業利益予想がみずほ証券予想の 2021 年度水準に達した企業があったほか、自動車セクターでは想定以上の日米販売台数の増加に伴う挽回生産や販売ミックスの改善など営業面の努力や想定以上のコスト削減効果が見られた。春にコロナ感染が減少すれば、企業の国内交通費や顧客との交際費、人件費が増える一方、コロナが収束しても、海外出張はズーム会議などで代替したままの企業が多いだろう。このように 2020 年度 3Q に効いたコスト抑制には一時的なものと、永続的しそうなものに分かれるが、東証 1 部全体としての利益率は高めの状況が続くと想定される。

みずほ証券では 2020 年度 3Q の業績発表を反映させ、東証1部のトップダウンの企業業績予想を見直し、2020 年度の EPS を 61.4 から 67.5 ポイントに、2021 年度の EPS を 89.5 から 101.6

ポイント、2022年度のEPSを95.9から108.1ポイントへと上方修正した。2021年度のEPSは13.5%の上方修正となる。

2021年度予想のEPS 101.6ポイントにPER19倍を乗じると、NT倍率15.5倍で日経平均株価は29936円となるため、今年3月末の日経平均株価予想を27000円から29000円へ上方修正した。また年内の日経平均株価の高値を3月頃と想定していたが、4～5月の決算発表が好感されるうえ、ワクチン接種の増加で、経済再開の期待が一層高まる可能性があるため、高値時期の予想を5月に変更している。なお好景気の継続または日本企業の稼ぐ力の回復を背景に、2022年度も二桁増が続くのであれば、PER21倍でも史上最高値に近づくことになる。

需給面では海外投資家の動向もポイントだ。2015年のピークから昨年の秋までに、海外投資家は日本株を20兆円程度売却した。近年、海外投資家はグローバル株式運用の指標となる世界株指数に占める日本株のウェイトを下回る比率でしか保有をしておらず、景気敏感な日本株に対して慎重だったと言える。海外投資家はいったん買い越しを始めると10カ月以上買い越し、10兆円以上となるケースがあった。海外投資家は昨年、年初から米国の大統領選挙前までに現物株ベースで5.4兆円売り越した後、大統領選挙前後から足元まで5カ月連続の買い越しで合計3.2兆円買い越しとなっている、こうした過去の大幅買い越し局面と比較すれば、現在は3合目から5合目程度と想定される。



もう少し長い目でみれば、アベノミクス以降のコーポレートガバナンス強化により、日本企業は「選択と集中」を進め、成長分野に注力する方向に変化してきており、収益力自体のベースは上がってきている。したがって、世界景気が大きく下振れない限り、中長期的には世界経済の成長や日本企業の収益力強化、新陳代謝に伴い、中期的に上昇トレンドに入ってきている可能性もある。であれば日本株もようやく長期投資に耐えることができる市場となったと言えよう。PER17倍とし年平均増益率10%が続けば、日経平均株価は2024年頃に過去最高値38915円に近づく計算になる。

マーケット・アウトルック (2)

国内クレジット投資は大胆に～市場ではパラダイムシフトが進行中

大和証券株式会社
金融市場調査部 理事
チーフクレジットアナリスト 大橋 俊安



国内クレジット投資は大胆に、海外クレジット投資は慎重に

・国内クレジット投資の不安材料は限定的、「SIC 戦略」を推奨

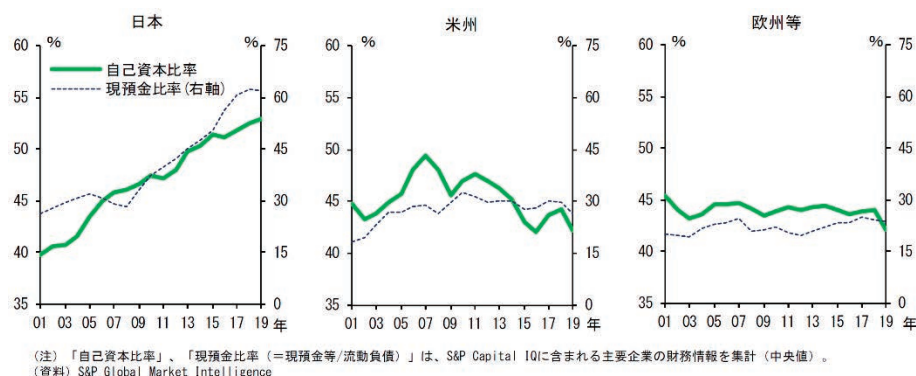
国内企業のクレジットファンダメンタルズは欧米・新興国に比し格段に安心感が高い。クレジットへの需要に変化はないし、日本では金利変動も限られる。よって、国内クレジット投資は大胆に、一方、海外クレジット投資は慎重に行いたい。

長引く金融緩和が素直に信用緩和に結び付いた欧米・新興国とは異なり、日本企業は長引く金融緩和の中でもバランスシートを改善してきた。また、コロナ禍での企業リスクの高まりは、大企業よりは中小企業、全産業よりは特定産業(特に対面サービス)に集中しているのが特徴だ。

国内では1兆円のメガディール(NTT 保証付き NTT ファイナンス債)に2.4兆円の需要が集まったことが示すように、超低金利環境の長期化を背景にクレジット需要は湯水のように沸いてくる。

大統領選挙でのバイデン勝利、そして上院ジョージア州決戦投票でのトリプルブルー実現を境とした米国の金利上昇を切っ掛けとして、グローバルに金利の上昇圧力、ボラティリティは増している。金利上昇によるクレジットスプレッド拡大を心配する向きもあるかもしれないが、YCC(イーールドカーブ・コントロール)下の日本の場合、金利上昇余地はそう大きくはない。金利のボラティリティ上昇の影響を避ける意味では、「SIC 戦略」(比較的短い年限の国内クレジットで利回りを)を推奨したい。

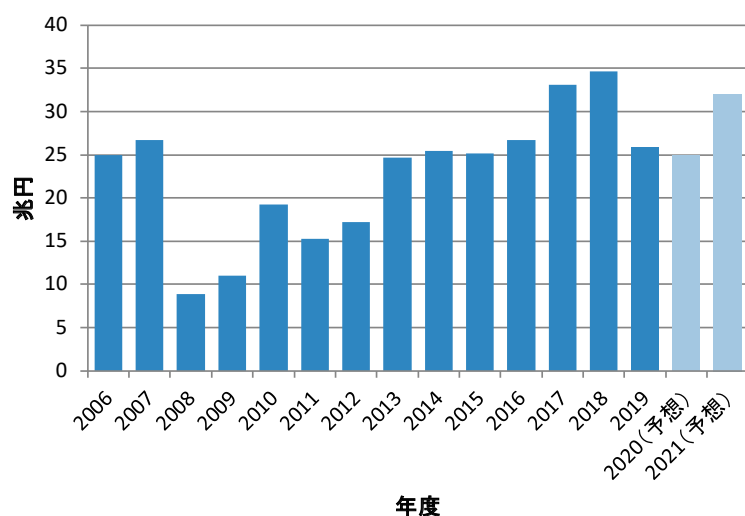
図表:地域別の企業の自己資本比率と現預金比率



出所:「金融システムレポート」日本銀行 2020 年 10 月から抜粋

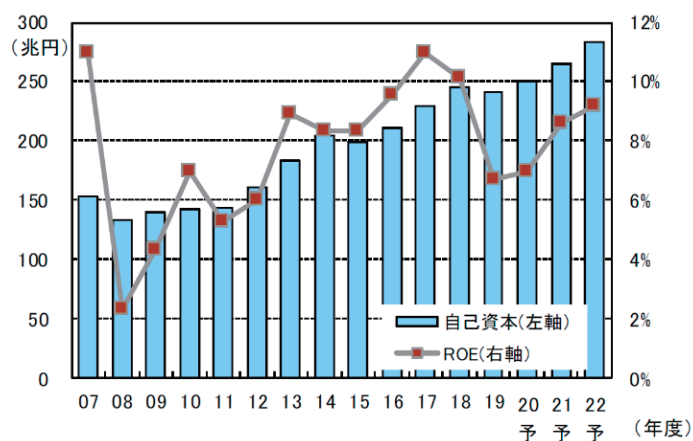
弊社エクイティ調査部隊が纏めた「企業業績見通し[2021 年 3 月]」¹によれば、国内主要企業は、コロナ禍により2019年度に続き2020年度も経常減益となる予想だが、減益幅は従前予想比大幅に縮小する見通しだ。クレジット上重視される財務(バランスシート)は、19年度こそ自己資本は減少、財務レバレッジも若干上がったものの、保守的な財務方針の下での長期的改善傾向(自己資本蓄積が進み財務レバレッジは低下する)は変わらない。やはり、企業債務の状況が不安視される海外クレジット対比、国内クレジットの活用には安心感が高い。

図表:日経 225(除く金融ベース)の経常利益推移と予想



注: 予想はカバー銘柄は大和証券予想、それ以外は東洋経済予想
出所: 各種資料より大和証券作成

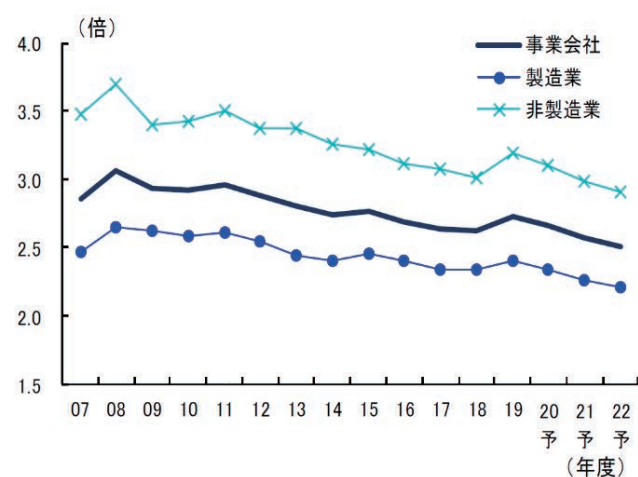
図表:主要上場企業の自己資本とROEの推移



注: ROEは期末自己資本を用いて計算。2020~2022年度の期末自己資本は、前期末自己資本+予想税引利益-予想配当金総額

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



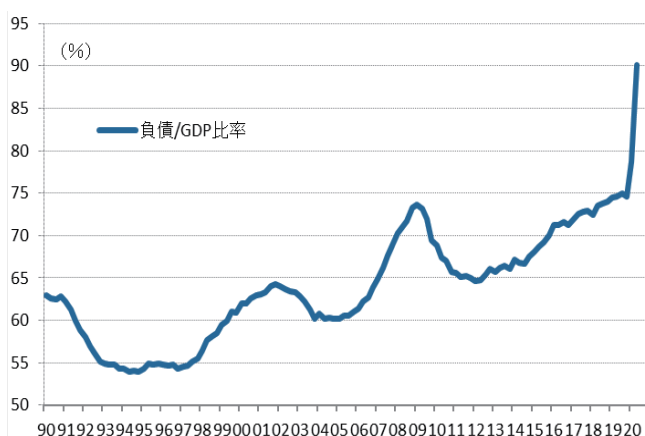
出所: 各種資料より、大和証券作成、予想は大和証券

¹ 阿部健児チーフストラテジスト、武居大暉ストラテジスト 著

・「過剰債務」を抱える海外

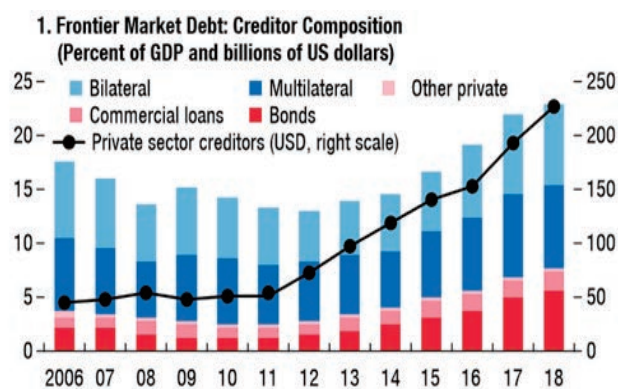
一方で、海外クレジット投資は慎重に行いたい。欧米・新興国では、コロナ前から「過剰債務」の存在が指摘されていた。コロナ禍は、奇しくも欧米・新興国に潜む「過剰債務」の存在を浮き彫りにした。「過剰債務」の存在は、金融危機発生の必要条件だ。日本の金融危機は過剰な不動産向け融資が、世界金融危機は過剰なサブプライムローンが、そして欧州債務危機はギリシャ等一部国家の過剰債務が、それぞれの危機の必要条件だったことが思い出される。そして今回は、長引く金融緩和が素直に信用緩和に結びついた欧米企業、そして新興国で、過剰な債務が溜まりに溜まっている。よって危機発生の必要条件は満たしているといって過言ではなからう。

図表：米国非金融部門の負債/GDP 比率



出所：FRB より大和証券作成

図表：フロンティア市場の債務構成



出所：IMF 国際金融安定報告書 2020 年 10 月版

これからは「政策の失敗 or 必然」ウォッチが欠かせない

・「政策の失敗 or 必然」の発生に注意～既に未遂は起きている

「過剰債務」の存在に、「政策の失敗 or 必然」が加わることで、危機発生の必要十分条件が満たされてしまう。よって、これからは「政策の失敗 or 必然」ウォッチが欠かせない。

まだ、本当の意味での「政策の失敗 or 必然」は起きていないが、すでにドキッとする局面には遭遇している。それは何れも昨年 11 月の出来事だが、よりによって「政策の失敗 or 必然」未遂事象が同時期に発生した。これからの「政策の失敗 or 必然」ウォッチをする上で参考にしておきたい。

・米国の社債買入れプログラムの終了

一つ目は、ムニューシン前米財務長官による、社債買入れ (PMCCF、SMCCF) プログラムの終了通告だ。米国では、グローバル金融危機後の長引く金融緩和が素直に信用緩和に繋がっており、コロナ禍前から企業債務は過剰気味。そこにコロナ禍が到来し、企業は手元資金確保・事業存続のために更に債務を増やしている。社債の買入れを含めた政府・金融当局の迅速な対応で事なきを得ているが、支援が途絶えれば、企業の倒産増を通して金融システムの脆弱性は増すことになる。確かに米国の社債市場は、ムニューシン前長官が言うように足元安定してはいるものの、施策の工具箱への引き上げは、やや時期尚早に思われる。しかも同施策の工具箱への引

き上げの背景には政権交代への当てつけと言う政治的意図も見え隠れするので猶更だ。BISによれば、超低金利環境下での投資家の利回り追求姿勢が強い故に今の所事なきを得ているとの分析だが、時と場合によっては一斉に信用収縮を引き起こしかねない政策変更だと言えるだろう。

・低所得国債務再編に関する共通枠組み

二つ目は、G20による低所得国債務再編に関する共通枠組みの承認だ。現在 G20 は、債務支払猶予イニシアティブ(DSSI)で、流動性危機に直面する低所得国の公的債務に関し、その元利払いを猶予している(当初は2020年末までの猶予が2021年6月末までに延長された)。G20は財務大臣・中央銀行総裁特別会合で DSSI 後の債務措置(所謂、債務再編)に関する共通枠組みを承認したがその内容が気掛かりだ。何故なら、共通枠組みには、民間債権者に少なくとも公的債権者同程度の債務削減措置を求めることが盛り込まれたからだ。2010年代に発生した欧州ソブリン問題は、ギリシャの債務再編に際して、公的債権者のみならず、民間債権者にも応分の負担を強いたこと(PSI:民間債権者の関与)がきっかけで拡大した事が思い出される。当時、政治的には正しい判断であった PSI だが、市場からは信認を失うこととなり、欧州ソブリン問題は、他の周辺国(PIIGS:PIIGS=ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャ、スペインへのギリシャ以外の国)へ瞬く間に拡大してゆく事となった。今般は、対象が低所得国なのでまだ市場はあまり関心を示していないが、低所得国であったとしても、民間債権者が公的債権者同等の債務のリストラクチャリングや削減を実際に強いられることになれば、その事象は中所得国の債務再編へと類推が広がることにも成り兼ねない。

・「政策の失敗 or 必然」を見過ごさないようにしたい

このように、「政策の失敗 or 必然」の発生未遂は既に生じている。コロナ禍初期は、共通の敵ウイルスと戦うために、グローバルに共通して適時適切な政策対応が採られてきた。しかし、コロナ禍が長引き、各国各地域の状況にバラツキが生じ始めていること、また、流動性を供給すれば事足りる局面からソルベンシー(信用)の局面に移行していることから、これからの政策対応は、どの地域・国でも難しさを増している。過去の危機(日本の金融危機、グローバル金融危機、欧州債務危機)に見るように、振り返ってみれば「政策の失敗 or 必然」(不動産融資総量規制、リーマンブラザーズの破綻、ギリシャ国債への PSI)が危機発生の切っ掛けとなっている。市場が一斉に信用収縮を起こす本当の意味での「政策の失敗 or 必然」の発生を見過ごさないようにしたいものだ。

パラダイムシフトが進む国内クレジット市場

・量的・質的拡大が実現する「真の社債時代」へ

筆者がクレジットアナリスト業務を始めてから 20 年もの年月が経過しているが、正直、国内クレジット市場にパラダイムシフトが生じたと思う程の変化は感じない。グローバル金融危機後に社債のデフォルトが頻発し、日本の社債も場合によっては元本損失を被ることを実体験したし、日証協による社債市場活性化懇を経て様々な改善策が進んでいるにも係わらずだ。

ところが最近、国内クレジット市場もいよいよパラダイムシフトを起こす可能性が高まっているの

ではないかと感じている。銘柄選択のパラダイムシフト、クレジット商品のパラダイムシフトを通して、長年の懸案である HY 債市場の発達、社債発行企業の裾野拡大(上場企業は社債発行を)といった国内クレジット市場の量的・質的拡大が実現し、「真の社債時代」が来ることを切に期待している。

図表： 国内クレジット市場のパラダイムシフト



※社債旧時代、社債新時代は、「現代社債投資の実務」(徳島勝幸 著)より

出所: 大和証券作成

・銘柄選択のパラダイムシフト

社債は重厚長大・財閥系企業が安心だ、といった従来の古い考え方から脱却し、社債投資に際して選ぶ銘柄の考え方を変えることが、筆者が言う銘柄選択のパラダイムシフトだ。

近年、社債発行企業で信用不安を起こした銘柄を思いつくままに列举すれば、三井 E&S、トクヤマ、東芝、神戸製鋼、タカタ、シャープ等、大概是業歴の長い製造業であり財閥系の企業も含まれる。よって、「社債は重厚長大・財閥系企業が安心だ」という考え方がもう既に通用しないことは明らかな。そもそも、社会自体が、AI や IoT、ロボット、ビッグデータなどの革新的技術をあらゆる産業に取り入れる「Society 5.0」に向かおうとする中であって、「Society 4.0」の情報社会銘柄ならいざ知らず、そのもう一つ前の「Society 3.0」、つまり工業社会銘柄といっても過言ではない重厚長大・財閥系企業が社債投資では安心だ、などと言っている場合ではないだろう²。

AI 革命に特化した投資会社となったソフトバンクグループのようなニューエコノミー企業の方が、成熟産業のオールドエコノミー企業よりも今後のクレジットストーリーも描きやすい。とても対照的で分かり易いので、筆者はよくこう問いかける、「ソフトバンクグループと日本製鉄、どちらの社債保有の方が安心だと思いますか？」と(日本製鉄をオールドエコノミー企業と見なすか否かには様々な意見があろうが、敢えて比較対象に用いさせて頂いている)。正直、筆者はソフトバンクグループ社債の保有の方が、日本製鉄社債の保有より安心感が高いと考えている。格付け会社の符号評価からすれば逆であるにも係わらずだ。

コロナ禍により産業構造の変化は加速される。社債の銘柄選択もマインドを変えるスピードを上げることが必要だと思うが如何だろう。

・ESG/メザニン化をキーワードに進む商品性のパラダイムシフト

国内クレジット市場では、ESG とメザニン化をキーワードに商品性のパラダイムシフトが想定を超

² 因みに、農耕社会が Society 2.0、狩猟社会が Society 1.0。

えるスピードで進行している。

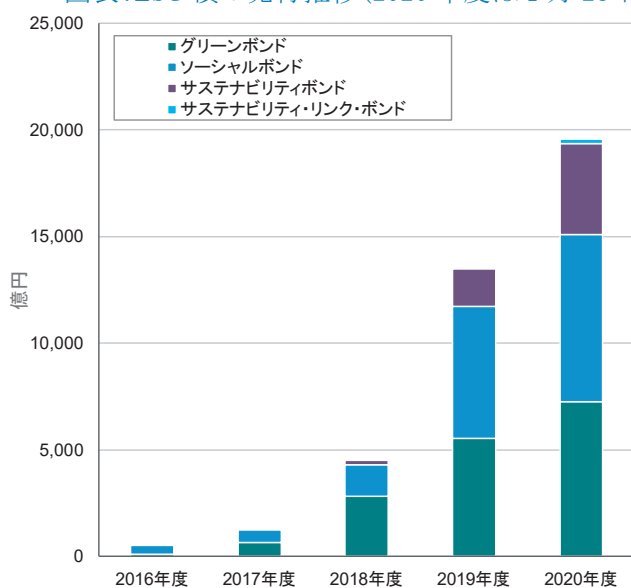
ESG 金融への関心の高まりと共に、国内クレジット市場には次々と新しい商品が誕生している。適格環境事業を資金用途に限定するグリーンボンドから始まった ESG 債は、まずはその資金用途を適格社会事業に変えたソーシャルボンド、環境・社会の両事業を資金用途としたサステナビリティ・ボンドへと横広がりを見せた。筆者は、資金用途が ESG 化したのみで、リコース負債として通常の社債と信用リスクが何ら変わらないラベルを付した債券のみならず、ESG 目標の達成可否で債券の条件が変わるサステナビリティ・リンク・ボンド (SDG リンク債) の誕生を切望した。すると、意外に早く日本でも SDG リンク債が実現した (ヒューリック、芙蓉総合リース)。更には、ラベルを付したグリーンボンドと SDG リンク債の両特徴を兼ね備えた、サステナビリティ・リンク・グリーンボンドの発行予定が高松コンストラクショングループにより発表された。こんなアイデアもあったのかと、筆者の目からは鱗が落ちた。これだけではない、早晩、資金用途がグリーンではなくそこに向かうブラウン事業とした、所謂トランジションボンドの発行も期待されている。

・メザニン社債はもう全く珍しいものでは無くなった

メザニン化も ESG と並ぶ商品性パラダイムシフトの潮流だ。社債と言えば、シニア無担保債といった常識はもう既に過去のものだ。劣後債、特にそれに資本性を具備したハイブリッド証券の発行は、銀行、保険、事業会社へと、その発行主体は着実に広がりを見せてきた。こうしたメザニン社債の発行は、もう全く珍しいものでは無くなった。

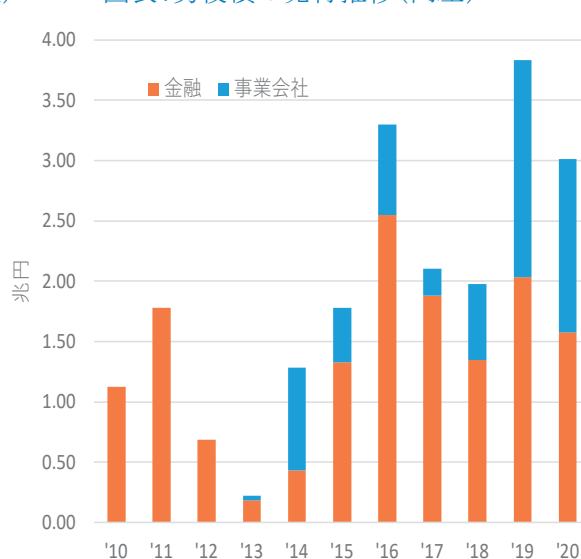
こうした二つの潮流を組み合わせたクレジット商品も登場している。資本性証券の資金用途をグリーン、ソーシャル、その両方であるサステナビリティ適格事業とすることで、資本性証券を ESG 債として発行する事例も増えてきた。ESG に関心の高い投資家需要をメザニン調達にも取り込もうという目論見だろう。

図表: ESG 債の発行推移 (2020 年度は 1 月 25 日迄)



出所: 大和証券集計

図表: 劣後債の発行推移 (同左)



出所: 大和証券

外貨調達市場に関する調査研究について

ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久

はじめに

昨今の金融市場において、国内の低金利環境が継続し、運用収益の源泉である金利や信用スプレッドが低位で推移する状況下、ゆうちょ銀行をはじめとする本邦投資家が運用する円資産における金利収益や信用スプレッド収益も低下している。

そのため、本邦投資家においては収益源の多様化を目指して外貨資産への運用に基づく国際分散投資を進めてきているが、円資金をもとに外貨資産運用を行うにあたっては、円資産運用よりも比較的高い収益を期待できる一方、円資産運用にはない為替リスクを伴うため、外貨調達による為替ヘッジを行うことで外貨資産運用のリスクと収益をコントロールしている。

このように本邦投資家(所謂円投の投資家)において、国内低金利下での外貨資産運用が活発化し、為替ヘッジのための外貨調達が拡大するなかで、各種の外貨調達市場における低コストで安定的な調達手法・量の確保が課題になってきていることから、「外貨調達市場」について、その代表的な手法である為替予約、通貨スワップ等の特徴(リスク等)を明確化した上で、各市場の概要、主要参加者の動向等を調査分析して取りまとめた。

本稿において、当該調査研究の概要を紹介するので、詳細については、ゆうちょ財団ホームページ「金融市場に関する調査研究」(http://yu-cho-f.jp/ar_center/market.html)を参照されたい。

I 外貨資産運用と外貨調達

1 外貨資産運用に伴う為替リスク

円資金をもとに米ドルやユーロ、豪ドルといった外貨建債券に投資した場合、円資産での運用に対して、市場金利差に基づく高い利回りが期待できる一方、外貨建債券の償還時や売却時に円高になった場合に為替差損が発生する。

逆に、円安になった場合には為替差益が発生する。このように、為替相場の変動により外貨資産価値や収益が変動するリスクが「為替リスク」である。

外貨資産投資においては、為替リスクを取ることを望まない投資家は、為替予約等の手法を利用し、外貨調達による「為替リスクヘッジ」を行うことが一般的になっている。

2 為替リスクヘッジのための外貨調達

為替リスクヘッジのためには、外貨借入や為替予約などによる「外貨調達」を行う必要があるが、外貨調達に伴い、以下のリスク・コストを負担する必要があるためである。

1. 外貨調達に伴う「外貨調達コスト」が発生すること
2. 外貨調達コストが外貨金利により変動する「金利リスク」が発生すること
3. 外貨調達コストにおいて、市場環境によっては「通貨ベーススプレッド」を負担する必要があること

2-1 外貨調達コスト

為替リスクヘッジは、どのような手段であれ外貨調達コストが発生し、外貨運用収益が減少するため、「為替リスクの回避」と「外貨資産運用による高利回りの確保」は両立することは容易ではない。

外貨資産運用により、為替リスクヘッジをした上でヘッジコストによる収益の減少幅を抑えるためには、どのような手法があるだろうか。方法は次の 2 つが挙げられる。

手法	概要	メリット	リスク
為替予約の ロールオーバー	・為替予約金額は債券額と同額 ・短期の為替予約を繰り返し継続 ・通貨スワップをロールオーバーするケースもある	・外貨建債券の長短金利差から得られる金利収益を享受	外貨金利リスク ・外貨の長短金利差の変動リスク 通貨ベーススプレッド変動リスク ・金利差以外の通貨ベーススプレッドが拡大するリスク
為替リスク 部分ヘッジ	・債券投資額の一部のみ為替リスクヘッジ	・未ヘッジ部分は外貨建債券の高金利を享受	為替リスク ・未ヘッジ部分は為替リスクに晒される

2-2 外貨調達における外貨金利リスク

為替予約のロールオーバーによる外貨資産運用(外貨建長期債)は、外貨長期金利での資産運用に対して、外貨短期金利のコストが反映された為替予約によりヘッジする方法である。いわば、外貨を短期金利で調達し、長期で運用する戦略であるため、外貨金利のイールドカーブが変化し、長短金利差の縮小や逆イールドが発生する環境では収益減少や損失が生じる。

為替予約のロールオーバーによる外貨資産運用は、為替リスクをヘッジする代わりに、外貨金利リスクを負う、いわばリスクの変換である。

外貨金利リスクに対して、投資家は、将来の外貨金利変動が外貨資産運用収益にどのような影響を与えるか、事前に把握した上で投資戦略を定める必要がある。外貨金利変動の影響をシミュレーションし、一定のリスク量に抑制することが重要である。

最大の投資対象である米ドルについては、過去の歴史を見る限り、米ドル金利が逆イールドになるのは一時的で、通常は順イールドである。よって、実際の投資後に逆イールドになった場合には、新規の外貨債券投資を手控える(既存の投資玉は相応に高い金利水準で購入していればヘッジコストを賄える)といった対応でのリスク抑制が考えられる。

2-3 外貨調達における通貨ベーススプレッド

為替予約や通貨スワップでは、外貨調達コストは為替レートに織り込まれ、為替差損として実現する。現在の為替レートに対して、「為替差損＝外貨金利－円金利」となるよう、一定期間後の為替予約レート(フォワードレート)が決定される。

ただし、実際には特にドル調達の場合、理論的な金利差通りに為替予約レートが決定されるわけではなく、市場における通貨の需給バランスや市場参加者の動向によって、為替スプレッドが上乗せされたレートが決定されることが多い。この金利差以外の要因で発生するスプレッドを「通貨ベーススプレッド」と呼ぶ。

為替予約のコストは最大の投資対象である米ドルの需給動向に大きく左右される。特に金融危機時には安全資産として米ドルへの需要が高まることに加え、金融機関の信用リスクも高まるため、ロールオーバーのコストが跳ね上がる傾向がある。そのため、為替予約のロールオーバーによる外貨調達を行う場合には、外貨金利リスクと同様、通貨ベーススプレッドの変動リスクにも留意する必要がある。

2-4 為替リスクヘッジに伴う外貨調達の論点

為替リスクヘッジにおいては、外貨調達に伴う「外貨調達コスト」「金利リスク」「通貨ベーススプレッド」の 3 つの要素に留意する必要がある。投資主体はこれらを勘案しながら、為替リスクヘッジのための

外貨調達を判断する。

投資主体は外貨調達を行う際、外貨資産の投資期間や目的に合わせて、外貨調達割合(為替リスクヘッジ割合)、期間、市場・手段を決定する。

決定に当たってはリスクヘッジ効果に加え、3つの要素を勘案しなければならない。外貨調達の割合を高め調達期間を長くすればリスクヘッジ効果は高まるが、外貨調達コストは高まる傾向がある。外貨調達コストを抑えるために、短期の為替予約のロールオーバーを行うと金利リスクが高まる。また、短期の為替予約ロールオーバーは、通貨ベーススプレッドの影響も受ける(金融危機時にスプレッドが急騰する)。

II 外貨調達市場の概要

1 為替予約および為替スワップ

為替予約とは、将来の決められたある時点における通貨交換取引の為替レートを、あらかじめ定めることである。デリバティブ取引の先渡し取引(フォワード取引)に分類される。

また、現時点の為替レートによる取引と、将来の決められた為替レートによる為替予約取引を組み合わせた反対売買を、為替スワップと呼ぶ。

為替予約と為替スワップは、為替リスクヘッジに係る外貨調達の代表的な手段として、外国為替市場で取引が行われている。

2 通貨スワップ

通貨スワップは、異なる通貨間のキャッシュフロー全体を交換する取引である。例えばドル円の通貨スワップ取引の場合、元本に加えて一定期間の円金利・ドル金利クーポンも合わせて交換する。交換対象や交換レート設定において、為替スワップとは異なる。

為替予約は元々貿易等の短期の為替リスクヘッジのための手段として発展してきた経緯があり、長期の為替予約は流動性が低く、Bid-Offerも広くなる傾向がある。これに対して、通貨スワップは元々10年を超える外貨資金調達のための手段として発達してきたため、長期的な為替ヘッジに優位性を持つ。通貨スワップは為替予約の欠点を補う長期的な為替ヘッジが可能な外貨調達手段である。

3 通貨オプション

通貨オプションは為替予約や通貨スワップのようにレートを確定させる取引ではなく、外貨を事前に取り決めたレートで購入する「権利」を売買する取引である。

オプションの基本的な概念は、以下の通り整理することができる。

①通貨を買う取引をコール、通貨を売る取引をプットと呼ぶ。たとえばドルを買い、円を売る取引はドルコール円プットとなる。

②通貨を売買する価格を行使価格(ストライクプライス)と呼び、行使価格は現在の直物相場と離れたレートでも設定できる。

③為替予約同様に期日があり、期日当日にしか権利を行使できない取引をヨーロッパ・オプション、締結日から期日までのいつでも権利を行使できる取引をアメリカン・オプションと呼ぶ。ヨーロッパでもオプションを売却することで、オプション料を得ることができることから、ヨーロッパ・オプション取引が主体になっている。

④権利を購入する場合には、オプション料を払わなければならない。逆に権利を売却する場合にはオプション料を受け取ることになる。

⑤オプション料は直物レート、行使価格、期日までの期間、為替相場の予想変動率(ボラティリティ)、二国間金利で決定される。オプション料の計算は、こうした複雑な要素の組み合わせから計算される。

4 外債発行

為替リスクをヘッジする最も基本的な方法は、資産と負債の通貨を合わせることである。外貨資産に対して外債等で必要資金を調達することで、為替変動の影響はなくなる。

一方で、外債等による外貨調達は、調達費用が発生するため、リスクヘッジ手段としてはコストが大きい。

※上記の1～4市場について、それぞれ各手法の成り立ち・歴史・特性・留意点、市場規模を整理

Ⅲ 主要な市場参加者の動向

1 外貨調達市場参加者の概要

[外国為替市場]

為替予約やその組み合わせである為替スワップ、通貨オプションを調達する市場。前述のとおり短期の通貨売買が主体で、取引量も多く使い勝手も良い。主要参加者は輸出入業者、内外の機関投資家、投機筋等で金融機関を通じて利用している。相場急変時には各国中央銀行も市場介入のため参加する。

参加者	特徴
輸出入業者	主要プレイヤー。一方向の取引。
本邦機関投資家	主要プレイヤー。短期の為替予約のロールオーバーを長期にわたって行う。双方向の取引が主体だが、一部外貨調達しないことがある。
海外投資家	投資対象は株式や短期債券投資。為替ヘッジ益が出ることから積極的に為替ヘッジ(円調達)を行う。ほぼ双方向の取引。
短期投機筋	短期売買が主体。市場に流動性を与える。双方向の取引。
金融機関	マーケットメーカーとしての役割と金融機関自身の機関投資家としての役割がある。ほぼ双方向の取引。
中央銀行	急激な相場変動を抑えるアンカー役。通常は一方向の取引。

[スワップ市場]

通貨スワップを調達する市場。第Ⅱ部の通り、中長期の通貨交換、外貨調達を目的として利用されることが多い。主要参加者は機関投資家のほか、海外事業等で中長期の外貨ローン資産を保有する事業法人が金融機関を通じて利用している。

[債券発行市場]

外債を発行する市場。主要参加者は金融機関や一部事業法人に限定される。債券発行は大規模な発行をしないと調達コストが合わないことや、債券への資金調達を募るためには一定の信用度や知名度、魅力的なクーポンを設定する必要があること、発行に時間を要すること等から、海外で定期的に投融資を行っている金融機関が主体とならざるを得ない。

なお、米国では外国為替市場の他に金融先物取引所における通貨先物取引(Currency Futures)が発達している。米国では金融機関の破綻が珍しくはないため、取引証拠金が求められ、取引所がカウンターパーティとなる取引所取引の方が安心感があるためと考えられる。日本では金融機関への信頼度も高いことに加え、24時間利用可能であり、証拠金も不要である等、使い勝手の良さから店頭取引(OTC取引)である外国為替市場が選好されており、取引所での通貨先物市場はほとんど利用されていない。

2 機関投資家における外貨調達市場の活用

機関投資家を、「生損保」「銀行」「年金基金」および彼らが利用している「アセットマネジメント(投資信託・ファンド等)」に区分して、それぞれの外貨調達市場活用動向を概観する。

外貨調達市場の活用は、そのヘッジ対象である外貨投資内容に左右されることから、上記の各参加主体について、まず①「外貨資産投資動向」を概観し、その上で、運用目的等に応じた②「ヘッジ方針」を踏まえ、具体的なヘッジ手法として③「外貨調達市場の活用状況」を整理する。

運用資金の特性や資産運用目的により、外貨資産の投資対象や期間が異なり、為替リスクのヘッジ方針にも違いが反映され则认为られる。外貨調達手段は、いずれも為替予約のロールオーバーが主流である。

	生損保	銀行	年金基金	アセットマネジメント
運用資金特性・運用目的	保険支払いのための長期安定資金運用	日々変動する円・外貨資産/負債バランスの調整	年金支払いを支えるための長期安定利回りとインフレヘッジ	他人資本の運用であり、運用方針はファンドごとに事前設定
外貨資産運用の特徴	安定的な収益期待から中長期の外国債券の割合が高い	顧客企業への外貨建て貸出や外債運用など多岐にわたる相対的に短期運用	長期の外債運用、外国株式の割合が高い外貨オルタナティブ投資も拡大ベンチマーク対象との連動を重視	各ファンドの投資方針により外債・外株・オルタナティブ等多岐にわたる
為替リスクのヘッジ方針	円支払い保険対応や規制上のリスク削減目的から高いヘッジ率が基本方針市場環境に応じ機動的にヘッジ率を調整	短期為替リスクの回避と円・外貨の資金繰り管理からフルヘッジが基本方針	長期利回り確保とインフレヘッジから、ヘッジなし投資が基本方針ヘッジ付き外債はやや増加中	ファンドのヘッジ方針によるが、ヘッジ無し投資が多い
外貨調達手段	為替予約のロールオーバー通貨オプションも活用	為替予約のロールオーバー長期の外債発行や通貨スワップも活用	為替予約のロールオーバー	為替予約のロールオーバー

IV 最近の市場状況・今後の展望

(省略) ※「V まとめ」後半参照

V まとめ

外貨資産運用には為替リスクが付随する。為替リスクをヘッジするためには外貨調達が必要となるが、外貨調達には調達コストが掛かる。

外貨調達に当たっては、外貨資産の投資期間/目的に基づき、外貨調達割合と調達期間を決定し、外貨調達市場及び調達手段を選定することになる。

外貨調達割合は、外貨資産の投資期間/目的次第で大きく変わる。

多くの投資家は為替リスクヘッジのため外貨調達割合を高めているが、年金(特にGPIF)は敢えて外貨調達割合を低く抑え、為替リスクを取っている。その理由は彼らが他の投資家よりも長期運用を行っており、投資分散効果を重視していること、さらにインフレヘッジのためである。

GPIFは年金支払額を物価上昇率に連動させており、インフレヘッジを考慮する必要がある。購買力平価理論ではインフレ率の高い通貨は下落する。外貨をヘッジせずに持つておくことで、日本がインフレに晒された際は円安となり、為替差益を得ることができる。為替相場は長期的には購買力平価に収れんす

る傾向があり、長期投資をしている年金基金には妥当な戦略と考えられる。

外貨金利が順イールドの状態にある場合には、外貨調達期間が短いほど調達コストを抑制できる。このため、外貨調達期間を1〜3ヵ月程度と短く設定し、ロールオーバーしている投資家が多い。

外貨調達手段は、為替予約のロールオーバー、通貨スワップ、外債発行、さらに関連して通貨オプションといった手段があるが、日本の投資家が最も利用しているのは、為替予約のロールオーバーである。

為替予約のロールオーバーが選好される理由は、調達市場である外国為替市場の高い利便性にある。同市場は、輸出入・対外投資・対内投資のほぼ全量を捌くほどの高い流動性や、24時間365日利用できる利便性を持ち、かつ競争的で取引コストも低い市場である。

為替予約のロールオーバーは外貨を短期調達し、長期運用を行うもので、為替リスクを金利リスクに転換する戦略といえる。相対的には為替リスクよりも金利リスクの方が小さいと考えられるため、合理的なリスクヘッジ戦略と考えられる。

為替予約のロールオーバーの場合、外貨調達コストは外貨短期金利＋通貨ベーススプレッドで決定されるため、通貨ベーススプレッドの影響も受ける。

通貨ベーススプレッドは、基本的に基軸通貨であり全世界で需要が高い米ドルで発生する。発生要因は、①リーマンショックや欧州債務危機、日本の金融機関破綻等の金融危機によるものと②出し手である米銀の自己資本比率等の規制強化により、米銀がリスクに敏感になり追加のスプレッドを取るようになったことにある。

新型コロナウイルスによる経済危機対策として、各国は政策金利の引下げと量的緩和を実施した。さらに新型コロナウイルスの感染が急拡大した2020年の2〜3月にドルプレミアムが急騰したこと対策として、FRBは米ドル流動性スワップラインやFIMAレポファシリティといったセーフティネットを構築した。

この結果、日米欧の短期金利は0%近傍かマイナス金利となり、通貨ベーススプレッドは解消した。

各国の金融政策はインフレ率が(安定的に)2%に達するまで維持すると足並みが揃っており、通貨ベーススプレッドも落ち着いていることから、外貨調達コストは低い状況が続くと予想される。これはバイデン政権になっても大きく変わらない。

今後のリスク要因は、セーフティネットに含まれていない新興国の破綻が連鎖することにある。これが巡り回って世界的な金融危機をもたらす可能性がある。この場合は米ドルの通貨ベーススプレッドが上昇する可能性がある。

リスク要因が発生しない限りは、外貨調達コストは低い状況が続く。このため、外貨資産投資がワークするかどうかは対象資産のリターン次第である。外国債券に投資をする場合は、景気回復および適切なインフレの期待があり、長期金利が高い(イールドカーブが立っている)国の債券が対象になる。この観点で、足元で長期金利(10年債金利)が1%を超えてきたにある米国債は、今後も有力な投資対象になりうる。

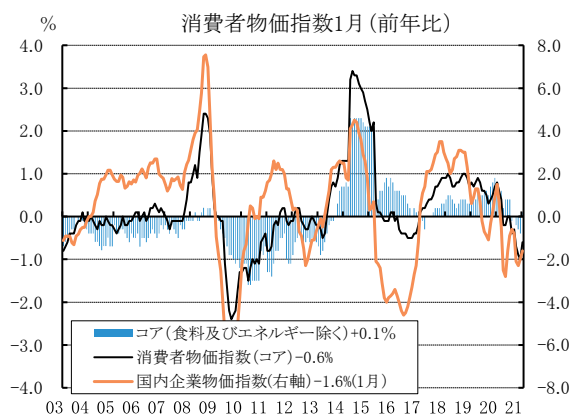
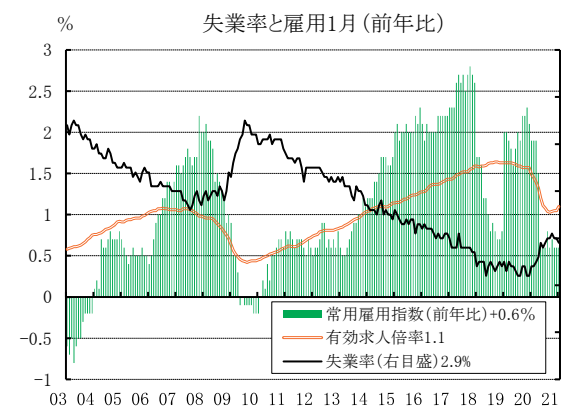
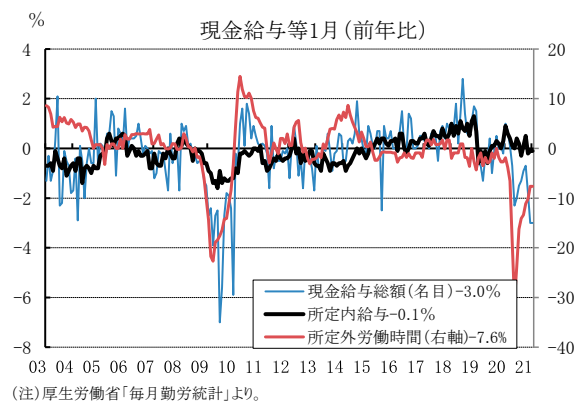
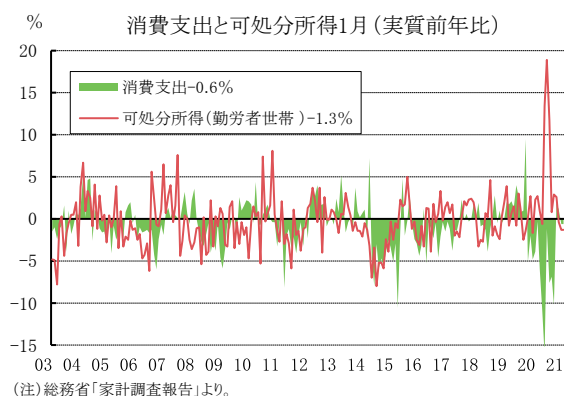
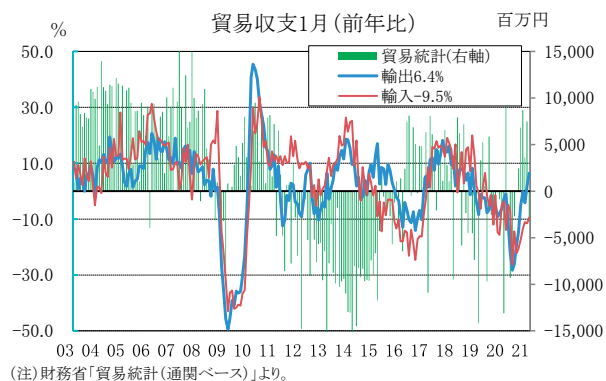
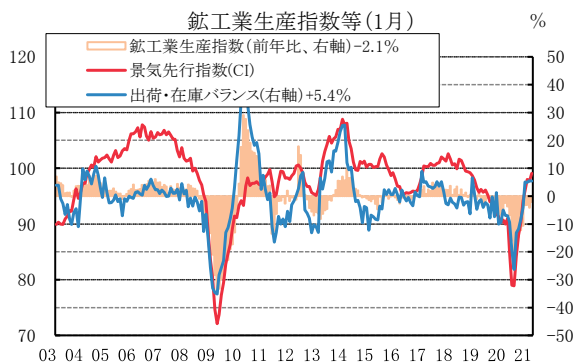
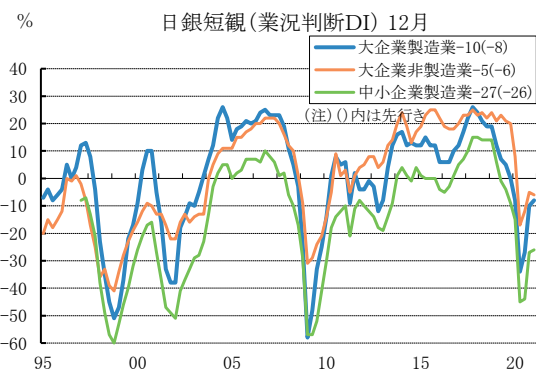
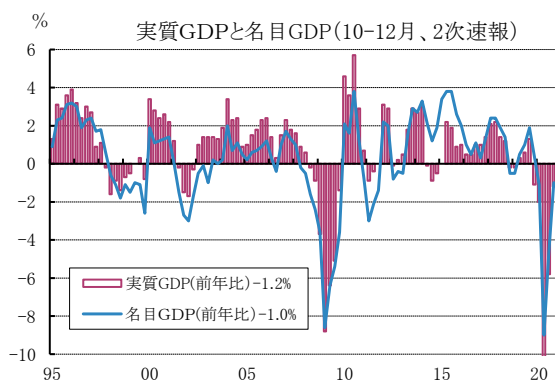
他の長期金利が高い国は、財政基盤に懸念がある等リスク要因があるところも多い。たとえば南欧諸国の場合、欧州復興基金等のセーフティネットの盤石度等を見極めることになる。

おわりに

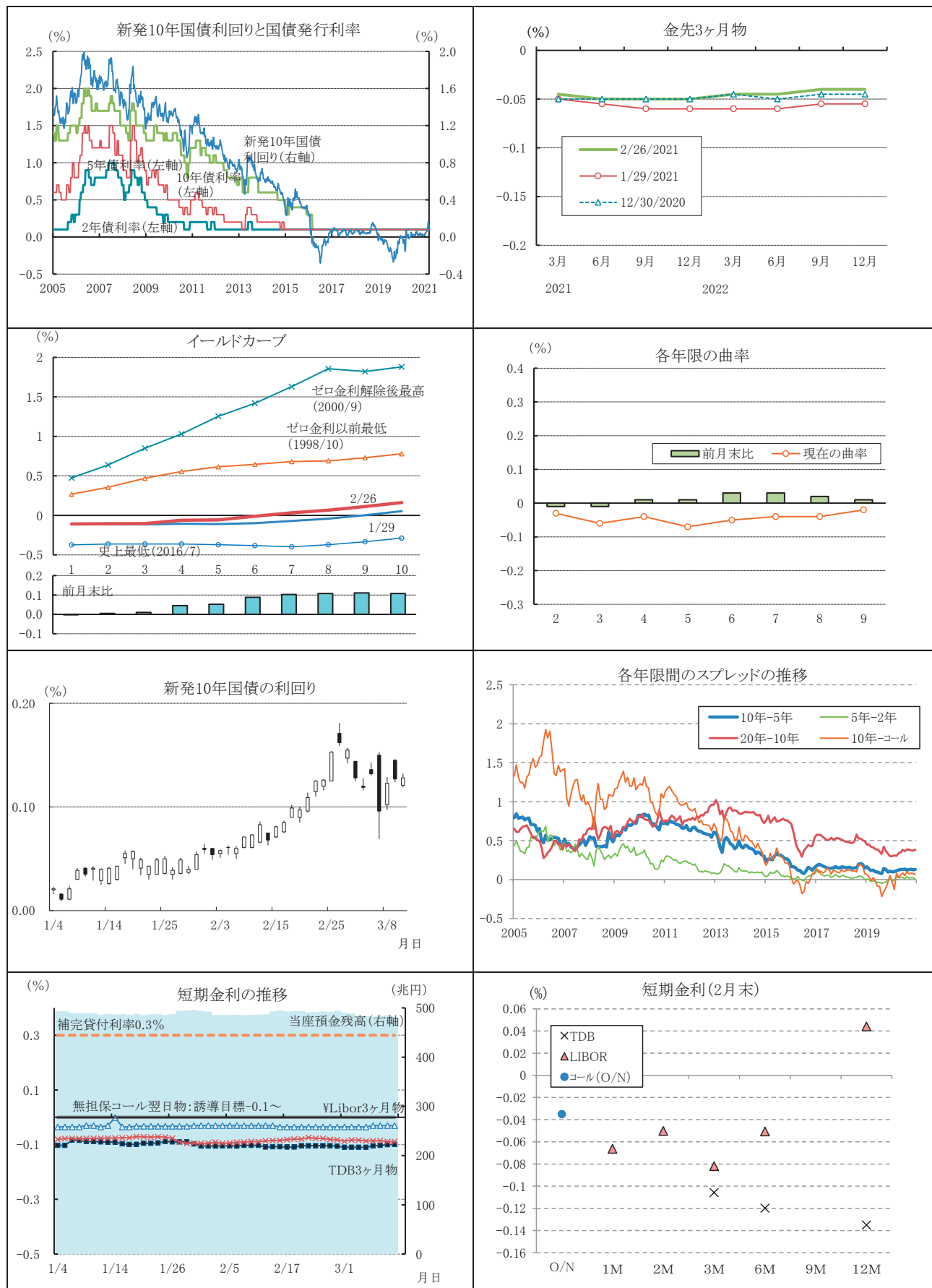
当該調査研究の実施に当たって、三菱リサーチ&コンサルティング 金融戦略室 五藤靖人 室長及び国際アドバイザリー事業部 保阪賀津彦 副部長に全面的にご協力いただいたこと、加えて駒澤大学 代田純 副学長(経済学部教授)には有益なご示唆をいただいたことに感謝申し上げます。

なお、「金融市場に関する調査・研究」として、一昨年度に「国債市場に関する調査研究」、昨年度に「社債市場に関する調査研究」についても取りまとめてホームページにて公開しているので、併せて参照されたい。

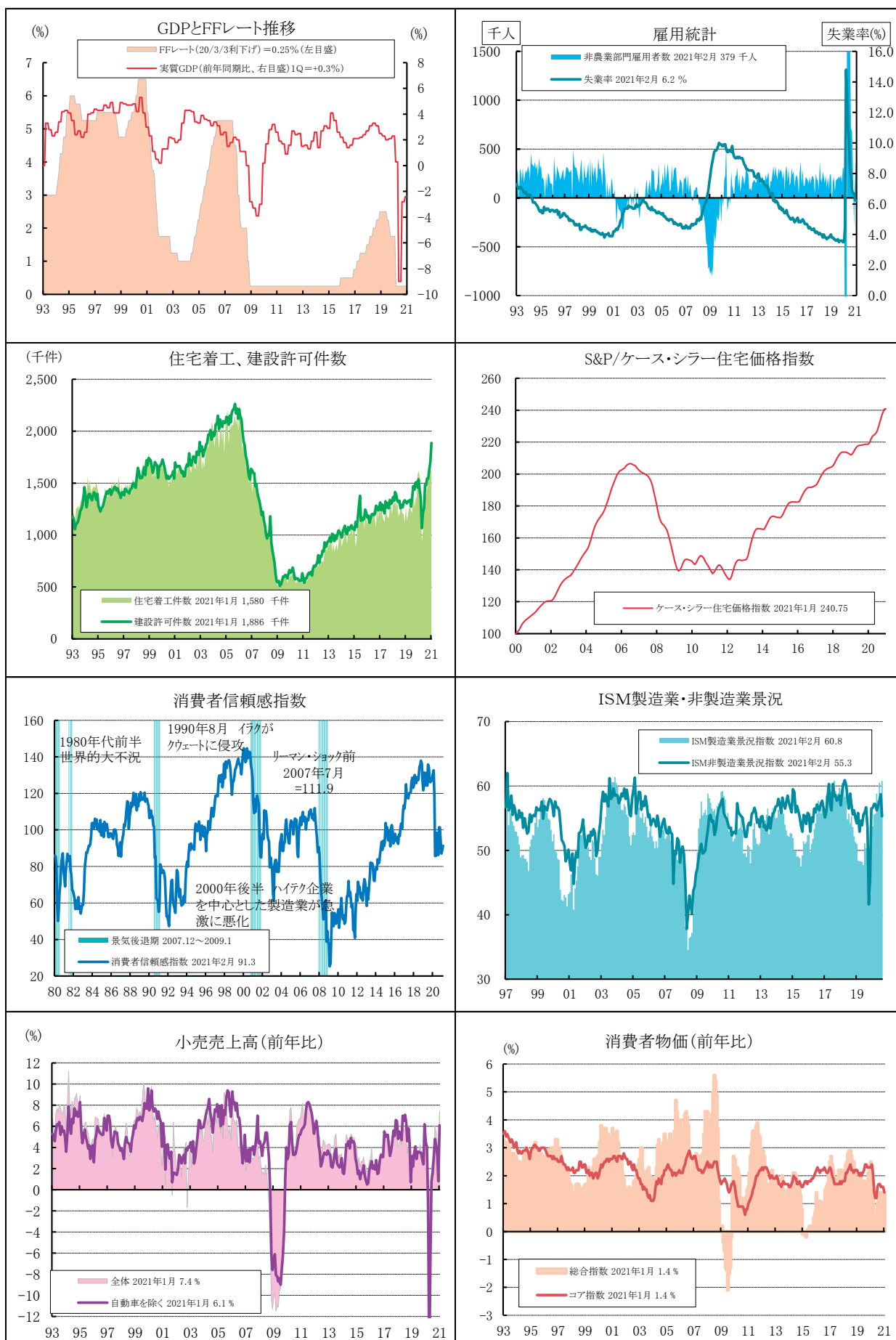
日本 マクロ経済



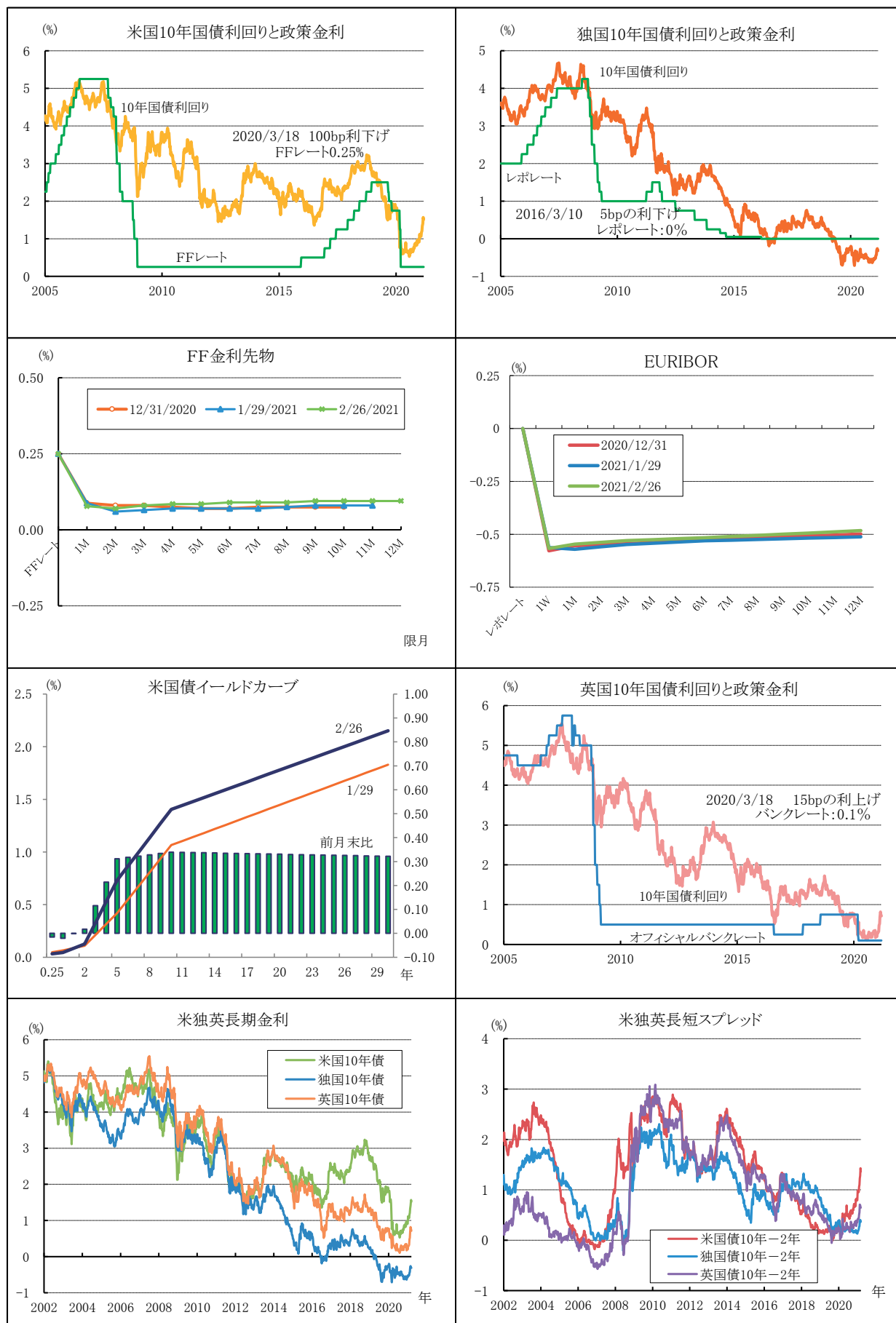
日本 短期・債券市場



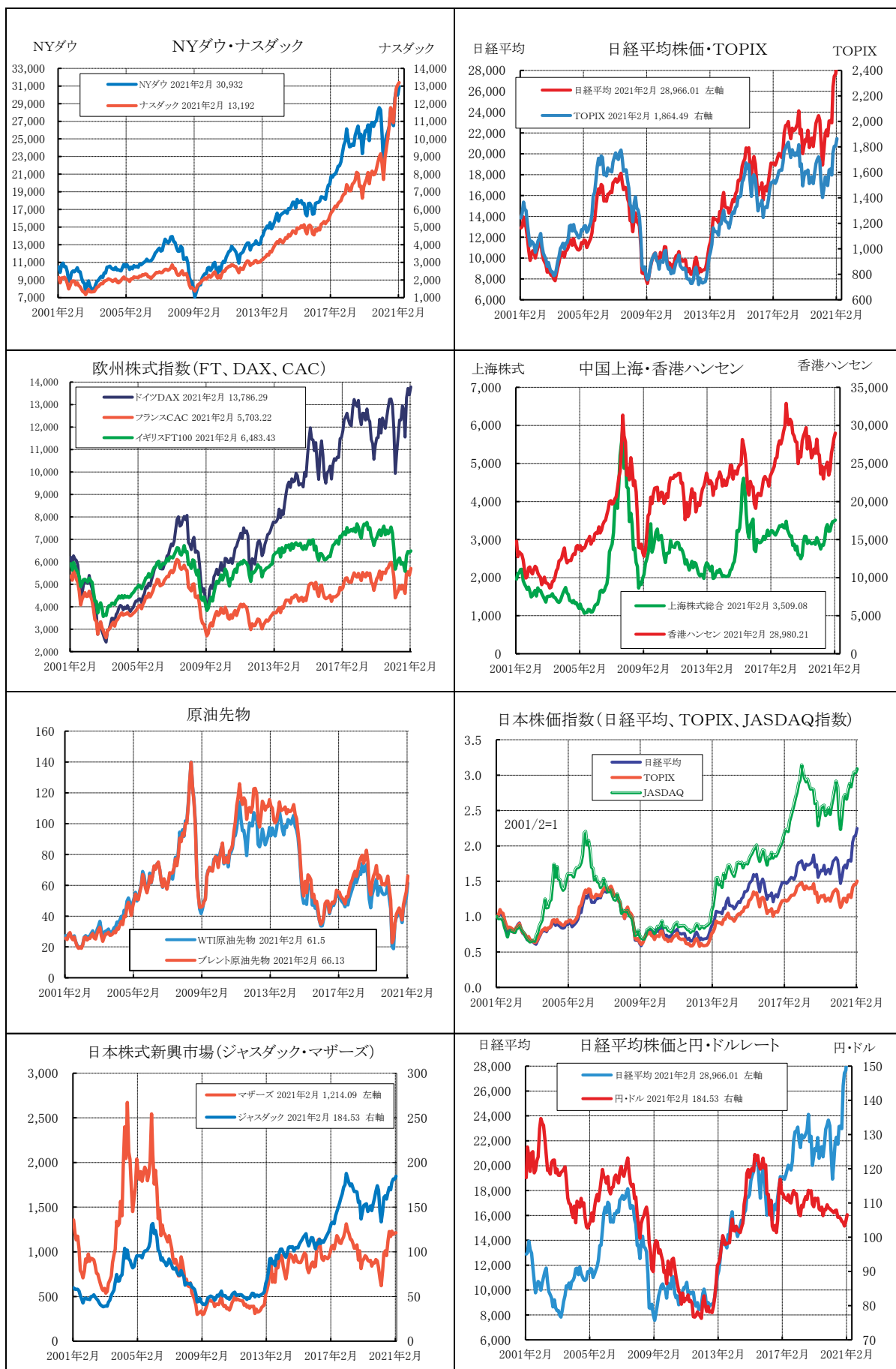
海外 マクロ経済



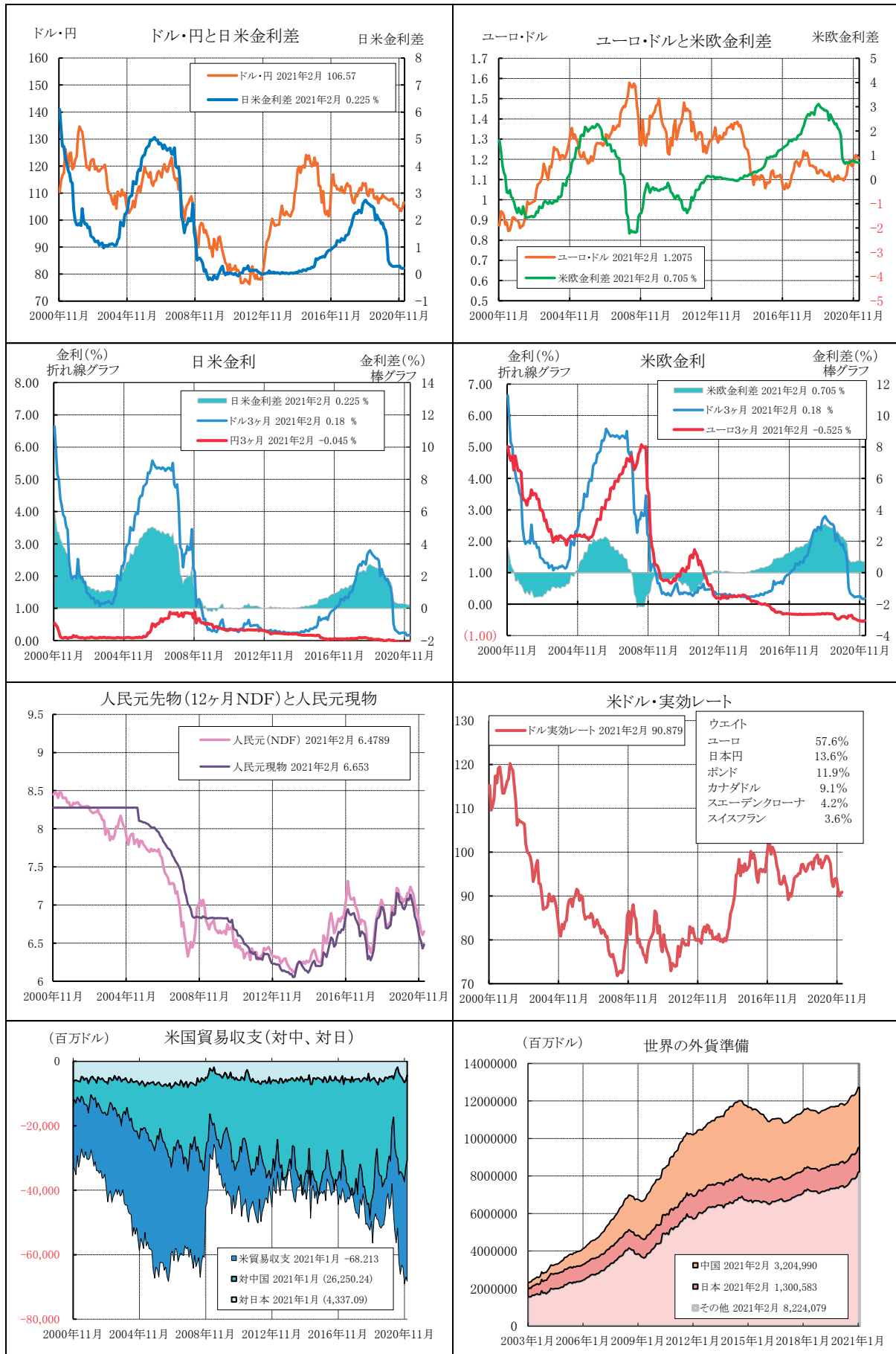
海外 債券市場



株式市場



為替市場

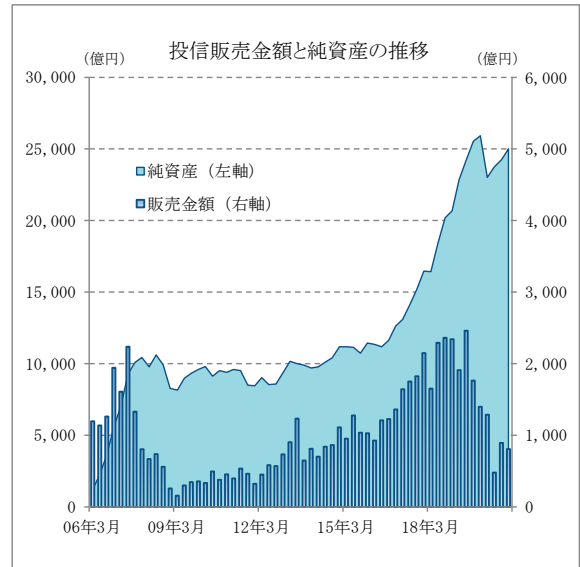


ゆうちょ関連データ

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4-6月	835,000	48,000	1,189,000	2,374,600
2020年7-9月	894,000	83,200	1,204,000	2,425,200
2020年10-12月	924,000	80,800	1,216,000	2,501,000
2021年1-3月				
2020年度累計	2,653,000	212,000	1,216,000	2,501,000
累計	24,310,022	6,374,532	-	-



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

ファンド名	累積リターン 1年(%)	基準価格(円)		純資産(百万円)	ファンド名	累積リターン 1年(%)	基準価格(円)		純資産(百万円)
		2021/3/9	2021/3/9				2021/3/9	2021/3/9	
三菱UFJ国際 ターゲットリターン・ファンド(2%コース) *	—	10,348	226	アジア・ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジあり)	3.27	4,658	273		
One ターゲットリターン・ファンド(4%コース) *	—	10,519	1,323	アジア・ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジなし)	0.86	6,923	451		
野村資産設計ファンド2015【受託: 未来時計2015】	3.10	11,344	776	USトラジャック・インカム・ファンドAコース(為替ヘッジあり)【受託: 債券王】	2.37	8,804	1,682		
野村資産設計ファンド2020【受託: 未来時計2020】	3.13	11,745	775	USトラジャック・インカム・ファンドBコース(為替ヘッジなし)【受託: 債券王】	0.30	7,670	8,859		
野村資産設計ファンド2025【受託: 未来時計2025】	6.27	12,479	962	ビムコ ハイ・インカム毎月分配型ファンド(為替ヘッジ付き)	3.45	8,225	2,041		
野村資産設計ファンド2030【受託: 未来時計2030】	9.04	13,114	981	ビムコ ハイ・インカム毎月分配型ファンド	4.55	7,426	66,250		
野村資産設計ファンド2035【受託: 未来時計2035】	10.90	13,222	710	欧州ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジあり)【受託: ユーロ・スリット】	2.83	8,936	4,443		
野村資産設計ファンド2040【受託: 未来時計2040】	12.62	13,321	1,247	日本ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジなし)【受託: ユーロ・スリット】	10.12	10,186	6,696		
野村資産設計ファンド2045【受託: 未来時計2045】	15.27	24,153	161	日本配当追求株ファンド(価格変動抑制型)【受託: はいとう日本】	-11.36	8,737	4,603		
野村資産設計ファンド2050【受託: 未来時計2050】	16.67	13,664	237	大和 ストックインデックス 225ファンド	39.10	21,329	27,371		
野村資産設計ファンド2060【受託: 未来時計2060】	18.06	11,743	105	新光日本小型株ファンド【受託: 風物語】	61.61	21,999	12,422		
世界8資産リスク分散バランスファンド(日積配出し型)【受託: しあわせのしずく】*	—	10,084	5,460	つみたて日本株式(TOPIX)	26.21	12,785	8,806		
JP日米バランスファンド【受託: JP日米】	1.55	10,199	3,132	SMTAM JPX日経インデックス400オープン	26.44	16,256	1,462		
JP4資産バランスファンド(安定コース)【受託: ゆうバランス 安定コース】	6.38	11,687	91,141	三菱UFJ優良日本株ファンド【受託: 優くん(コウケン)】	29.48	10,810	1,693		
JP4資産バランスファンド(安定成長コース)【受託: ゆめ バランス 安定成長コース】	11.97	13,068	122,275	GS 日本株式インデックス・プラス	20.63	11,123	5,644		
JP4資産バランスファンド(成長コース)【受託: ゆうバランス 成長コース】	17.33	14,446	45,723	日本株式SRIファンド	27.39	10,728	2,198		
JP4資産均等バランス	12.55	11,785	7,020	フィデリティ・日本配当成長株投資	8.89	9,752	6,132		
野村6資産均等バランス	8.24	12,044	20,775	JPNジャパンプライム	41.35	16,033	99		
つみたて8資産均等バランス	10.31	12,179	37,761	生活基礎関連株式ファンド【受託: ゆうゆう街道】	45.25	18,648	2,007		
リスク抑制世界8資産バランスファンド【受託: しあわせのしずく】	1.11	10,631	219,170	eMAXIS TOPIXインデックス	25.91	26,016	18,445		
東京海上・内資産バランスファンド(毎月決算型)【受託: 内奏会】	-4.40	10,421	633,401	世界株配当収益追求ファンド(価格変動抑制型)【受託: はいとうり】	-5.68	8,690	463		
東京海上・内資産バランスファンド(年1回決算型)【受託: 内奏会(年1回決算型)】	-4.39	10,907	273,583	フィデリティ・グローバル株式ファンド【受託: グローバル・バスタード】(為替ヘッジなし)	26.24	13,379	222		
三菱UFJ国際 インカムバランスタイプ(年6回決算型)【受託: 富の定額型】	-6.45	8,326	1,441	フィデリティ・グローバル株式ファンド【受託: グローバル・バスタード】(為替ヘッジなし)	26.18	13,617	1,036		
HSBCワールド・セレクション(安定コース)【受託: ゆめラップ安定】	1.83	10,712	26,256	世界株式トレンドフォロー・戦略ファンド(ロングコース)【受託: トレフォール】	17.06	10,981	478		
HSBCワールド・セレクション(安定成長コース)【受託: ゆめラップ安定成長】	5.24	11,516	42,571	世界株式トレンドフォロー・戦略ファンド(ロング・ショートコース)【受託: トレフォール】	-1.00	9,631	558		
HSBCワールド・セレクション(成長コース)【受託: ゆめラップ成長】	10.54	13,023	20,018	日興五大株株式ファンド	25.09	12,201	18,094		
HSBCワールド・セレクション(インカムコース)【受託: ゆめラップインカム】	9.20	10,619	5,597	SMTAM NYダウインデックスオープン(為替ヘッジあり)	22.33	12,882	409		
野村世界6資産分散投資(安定コース)	2.89	12,376	91,779	SMTAM NYダウインデックスオープン	19.86	21,057	7,504		
野村世界6資産分散投資(分散コース)	4.91	10,751	117,930	DIAM世界好成績株式ファンド(毎月決算型)【受託: ハッピー・カム(為替ヘッジあり)】	4.20	10,469	116		
野村世界6資産分散投資(成長コース)	16.93	14,871	41,540	DIAM世界好成績株式ファンド(毎月決算型)【受託: ハッピー・カム】	5.23	7,245	21,124		
野村世界6資産分散投資(分散変更コース)	2.92	11,588	15,432	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)円コース【受託: グローバル・バスタード】	-13.21	6,567	16,906		
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA2030【受託: 未来時計DC-つみたてCNSA2030】	9.57	11,709	162	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)円コース【受託: グローバル・バスタード】	-13.34	10,225	9,734		
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA2040【受託: 未来時計DC-つみたてCNSA2040】	13.15	12,129	111	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)	-12.61	2,437	912,382		
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA2050【受託: 未来時計DC-つみたてCNSA2050】	17.22	12,510	73	ビクター・グローバル・インカム株式ファンド(1年決算型)	-12.38	18,084	40,163		
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA2060【受託: 未来時計DC-つみたてCNSA2060】	18.63	11,919	36	JP4グローバル・資産関連株式ファンド	24.96	10,355	57,579		
スマートタイプ(毎月決算型)	-2.54	9,245	352,301	つみたて先進国株式	24.53	14,885	27,662		
スマートタイプ(1年決算型)	-2.53	12,940	57,091	つみたて新興国株式	32.03	13,005	9,957		
セゾン・バスタード・グローバル・インカム・ファンド	11.94	17,421	245,865	セゾン・資産形成の達人ファンド	27.28	28,007	137,920		
ニッセイ日本債券ファンド(毎月決算型)	-0.92	9,393	13,182	ビクター・プレミアム・ブランド・ファンド(3ヵ月決算型)	40.72	17,602	23,056		
eMAXIS 国内債券インデックス	-3.42	11,452	11,856	新光サザンアジア株式ファンド	8.09	9,772	2,553		
大和住信 先進国国債ファンド(リスク抑制型)【受託: 未来のコツ】	-2.76	10,276	37,702	JP4北米高配当株プライム	14.42	15,064	76		
日興五大株債券ファンド(毎月分配型)	-0.02	8,191	47,680	新光世界インフラ株式ファンド【受託: インフラファンド】	-7.16	13,510	68		
三菱UFJ 先進国高金利債券ファンド(毎月決算型)【受託: グローバル・トップ】	12.17	7,939	52,013	グローイング・グローバル・ファンド	53.48	14,310	390		
三菱UFJ 先進国高金利債券ファンド(年1回決算型)【受託: グローバル・トップ年1】	12.16	12,113	683	ニュウライフ・カナダ株式ファンド	13.08	11,375	1,646		
ダイワ成長国セレクト債券ファンド(毎月決算型)【受託: セレクト】	-4.08	3,840	14,937	野村ユーロ・トップ・カンパニー・Bコース	16.59	10,520	5,086		
ダイワ成長国セレクト債券ファンド(年1回決算型)【受託: セレクト年1回】	-4.08	9,530	351	エマージング・アジア・株式オープン	32.34	11,530	31		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(毎月決算型)【受託: 為替ヘッジあり】	6.18	8,387	2,146	オーストラリア・好成績株式オープン(毎月決算型)	29.13	7,584	201		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(毎月決算型)	4.66	8,013	14,463	eMAXIS 先進国株式インデックス	23.98	35,099	49,783		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(年1回決算型)【受託: 為替ヘッジあり】	6.72	11,621	166	eMAXIS 新興国株式インデックス	31.71	19,332	36,728		
野村米国ハイ・イールド・ファンド(年1回決算型)	4.73	13,949	769	DIAM世界リーディング株式ファンド(毎月分配型)	-2.97	2,678	184,037		
高金利先進国債券オープン(毎月分配型)【受託: 月桂樹】	5.25	4,226	93,114	MHAM リード・アジア・株式オープン(毎月決算型)【受託: J・インカム】	-1.58	9,685	21,757		
高金利先進国債券オープン(資産成長型)【受託: 月桂樹(資産成長型)】	5.23	17,778	7,193	ダイワ・US-REIT・オープン(毎月決算型)Aコース(為替ヘッジあり)	6.99	6,322	10,076		
DWS グローバル・公益債券ファンド(毎月分配型)Aコース(為替ヘッジあり)	0.00	9,023	61,834	ダイワ・US-REIT・オープン(毎月決算型)Bコース(為替ヘッジなし)	3.19	2,261	591,129		
DWS グローバル・公益債券ファンド(毎月分配型)Bコース(為替ヘッジなし)	0.64	10,245	13,331	ダイワ・US-REIT・オープン(年1回決算型)【受託: 為替ヘッジあり】	5.67	15,634	612		
DWS グローバル・公益債券ファンド(年1回決算型)Cコース(為替ヘッジなし)	-0.07	11,604	8,088	ダイワ・US-REIT・オープン(年1回決算型)【受託: 為替ヘッジなし】	3.00	19,890	7,812		
DWS グローバル・公益債券ファンド(年1回決算型)Dコース(為替ヘッジなし)	0.26	13,281	1,273	eMAXIS 国内リートインデックス	-0.83	31,862	16,457		
エマージング・アジア・オープン(毎月決算型)【受託: 為替ヘッジあり】	-0.11	7,869	16,801	eMAXIS 先進国リートインデックス	-2.80	28,657	12,475		
エマージング・アジア・オープン(毎月決算型)	-1.98	6,909	21,099	ニッセイ世界リート・オープン(毎月決算型)	-1.90	3,178	108,623		
エマージング・アジア・オープン(資産成長型)【受託: エマ・ヘッジ】	-0.38	12,147	494	ニッセイ世界リート・オープン(年2回決算型)	-2.00	14,652	811		
エマージング・アジア・オープン(資産成長型)【受託: エマ・ヘッジ】	-1.82	15,169	1,074	アジア・リート・オープン(毎月決算型)	-2.34	13,945	350		
eMAXIS 先進国債券インデックス	1.27	14,474	13,367	ステート・ストリート・ゴールド・ファンド(為替ヘッジあり)	5.64	7,603	3,701		
eMAXIS 新興国債券インデックス	-1.45	12,964	5,929	ビムコ・US・ハイ・インカム・ローン・ファンド(毎月分配型)【受託: 為替ヘッジあり】	0.44	7,992	698		
メキシコ債券オープン(毎月分配型)【受託: アミゴ】	-2.69	5,057	25,038	ビムコ・US・ハイ・インカム・ローン・ファンド(毎月分配型)【受託: 為替ヘッジなし】	-1.69	7,124	3,669		
インド・ネパール・ルピー債券ファンド(毎月決算型)【受託: ルピー・バスタード】	3.80	7,823	38	合 計			5,475,477		

＜投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)＞

(単位:億円)

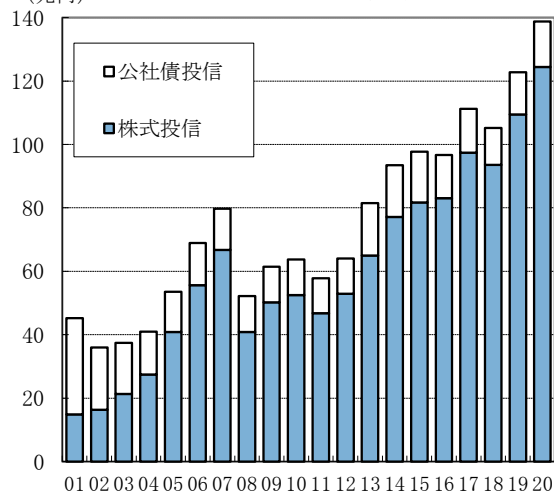
タイプ 年月	株式投信								公社債投信					証券投信計	
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		うちMMF		計
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計								
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	-	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	-	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	-	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	-	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	331,618	166,039	68,213	26,103	10,704	511,984	524,645	445	112,111	60,114	-	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	311,427	163,049	65,219	27,285	8,530	458,806	467,619	374	109,731	55,945	-	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	339,793	194,371	84,923	42,146	6,656	516,386	529,139	302	110,894	64,065	-	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	369,279	237,884	133,451	80,907	6,881	635,476	650,274	245	164,468	111,789	-	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	426,658	290,531	174,044	106,161	8,397	753,043	770,954	148	163,943	111,244	-	19,758	164,091	935,045
2015年12月	17,342	373,408	267,143	239,635	161,654	10,695	800,039	817,381	126	160,053	111,949	-	16,427	160,180	977,562
2016年12月	13,832	345,030	239,758	284,865	203,473	10,458	816,393	830,226	116	136,072	126,973	-	655	136,188	966,415
2017年12月	8,589	306,273	263,574	395,051	307,946	10,380	965,737	974,325	92	137,500	129,942	-	-	137,594	1,200,486
2018年12月	6,345	226,771	228,784	428,189	335,630	12,085	929,165	935,512	40	116,040	109,087	-	-	116,040	1,051,592
2019年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	-	-	132,646	1,231,722
2020年11月	7,182	197,290	239,020	658,104	532,589	15,205	1,211,015	1,218,198	25	139,025	132,983	-	-	139,051	1,357,249
12月	7,006	198,395	243,117	677,374	548,078	15,292	1,244,610	1,251,617	25	142,668	136,626	-	-	142,693	1,394,310
2021年1月	6,883	198,546	247,704	687,937	554,723	15,535	1,264,446	1,271,329	25	145,432	139,416	-	-	145,458	1,416,787

＜契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況＞

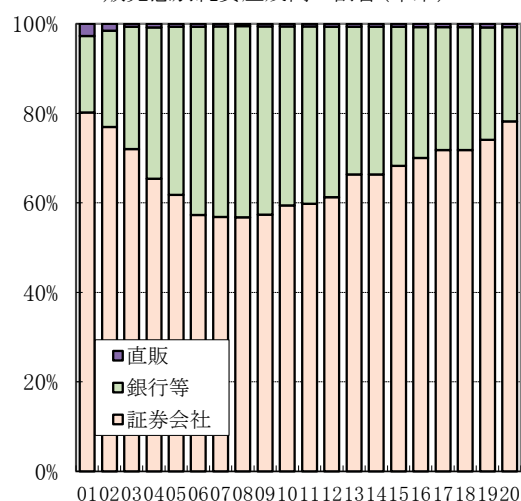
(単位:億円)

販売態 年月	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
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12月	929,606	74.1%	292,688	25.1%	9,429	0.8%	1,231,724	100%
2020年11月	1,059,468	78.1%	288,069	21.2%	9,711	0.7%	1,357,250	100%
12月	1,090,643	78.2%	293,726	21.1%	9,941	0.7%	1,394,311	100%
2021年1月	1,110,366	78.4%	296,376	20.9%	10,043	0.7%	1,416,787	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち 振替貯金	うち 通常貯金※	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金	売現先勘定	債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金 負債	負債合計
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	5,545	131,235	19,784	1,587	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	9,609	136,942	12,242	1,568	12,705	1,977,887
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	19,852	138,121	1,750	2,418	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	115,693	24,734	13,882	2,411	9,489	1,976,196
2020年3月	1,830,047	77,123	※793,462	5,089	52,256	900,732	※通常へ含算	1,382	148,556	22,193	16,078	2,301	-	2,019,175

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け金等	その他の資産等	資産合計
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	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
2020年3月	1,351,984	536,361	59,863	99,152	656,575	45,497	49,617	516,652	145,301	2,109,051

<損益計算書>

(単位:百万円)

年月	経常収益	うち資金運用 収益	うちその他 収益	経常費用	うち資金調 達費用	うち営業経 費	うちその他費用	経常利益	当期純利益
2005年4月 - 2006年3月	4,531,512	3,134,103	1,397,409	2,199,780	1,151,770	979,842	68,168	2,331,732	1,930,437
2006年4月 - 2007年3月	3,058,909	2,816,772	242,137	2,081,530	907,364	994,170	179,996	977,378	640,693
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,609
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
2019年4月 - 2020年3月	1,799,544	1,317,832	481,712	1,420,406	346,634	1,019,570	54,202	379,137	273,435

<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	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	合計	評価差額
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218		
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517		
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512		
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685		
2009年3月	157,786,928	2,461,969	6,254,166	86,143	9,954,296	92,716	1,525,912	▲ 27,588	175,521,302	2,613,240		
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097		
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,486	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	6,383,964	54,707	9,574,857	109,107	62,851,247	829,600	137,484,544	2,921,775		
2020年3月	53,636,112	1,269,740	4,839,561	25,675	9,108,251	50,892	66,019,472	▲ 1,608,708	135,557,167	▲ 260,733		

<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%	14,352,616
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%	13,629,801	61.85%	2,798,015	12.69%	283,391	1.73%	22,035,528
2020年3月	5,086,432	21.45%	15,461,957	65.22%	2,661,777	11.22%	496,702	2.09%	23,706,870

< 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
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	
2020年3月	4,549,736	813,852	4,317,545	1,859,682	1,419,008	1,038,853	4,311,553	5,991	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
2020年3月	13,597	281			1,739	▲ 2	10	0	385	▲ 93	17,673	▲ 1,219	33,406	▲ 1,033

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

年月	アウトライヤー比率	経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)	VaR				VaR 期 間	
				年度末値	最大値	最小値	平均値		
2009年3月	22.18%	18,083	81,254	15,601	24,013	15,601	15,601	2008年4月～2009年3月	
2010年3月	24.15%	20,227	83,752	17,124	18,174	15,191	16,753	2009年4月～2010年3月	
2011年3月	13.77%	11,860	86,129	16,066	18,496	13,856	16,052	2010年4月～2011年3月	
2012年3月	10.88%	9,646	88,636	19,104	19,321	13,980	16,295	2011年4月～2012年3月	
2013年3月	8.67%	7,932	91,440	15,021	18,936	13,544	15,643	2012年4月～2013年3月	
2014年3月	11.36%	10,691	94,046	26,925	32,466	17,204	23,861	2013年4月～2014年3月	
2015年3月	9.31%	7,705	82,740	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月～2015年3月	
2016年3月	7.03%	5,980	84,993	17,904	20,445	14,243	17,503	2015年4月～2016年3月	
2017年3月	11.16%	9,618	86,169	24,137	26,791	14,789	20,083	2016年4月～2017年3月	
2018年3月	11.37%	9,980	87,720	35,428	37,065	31,368	34,365	2017年4月～2018年3月	
2019年3月				34,320	37,016	34,017	35,556	2018年4月～2019年3月	
2020年3月				29,253	35,097	27,106	33,284	2019年4月～2020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計測に用いて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	エクスポート額	貸出金・預け金等	有価証券	デリバティブ	その他	(参考) 機構への担保の提供	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ト額				
								0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,725,628	7	2,807	1,156,534	58,034	3,051,400	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	1,734,689	162	4,490	774,884	54,782	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	1,779,455	721	3,654	606,187	58,272	2,486,388	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	1,749,830	1,769	3,742	447,609	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	1,753,939	1,911	3,582	346,505	96,898	2,200,498	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	1,692,802	2,159	3,376	290,435	106,484	2,161,042	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	1,624,297	885	3,847	251,173	134,826	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	1,503,495	975	4,463	216,133	184,902	2,065,932	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	1,419,530	1,434	4,230	186,810	292,532	1,893,217	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	1,382,204	3,389	4,080	121,641	359,066	1,758,987	51,980	123,653	51,596	394,706
2018年3月	2,320,979	890,901	1,419,814	5,611	4,652	13,459	475,747	1,609,896	43,520	133,394	57,344	490,280
2019年3月	2,230,231	872,034	1,348,859	3,622	5,714	6,896	533,051	1,505,182	44,086	148,957	52,688	485,771
2020年3月	2,312,395	950,760	1,352,809	3,129	5,696	4,562	547,588	1,508,273	40,767	179,669	56,084	532,026

(注1) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成。

(注2) 機構は、(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構の略称。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額 (D)	基本的項目(A)					補完の項目 一般貸倒	リスクアセッ ト等(E)	資産(オン・バ ランス)項目			OPRを8%で 除して得た額	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	自己株式取得			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	8,879,358	3,500,000	4,296,285	2,477,736	▲ 93,736	▲ 1,300,926	243	56,033,562	53,334,010		2,699,551	15.78%	-	
2020年3月	8,964,975	3,500,000	4,296,285	2,563,307	▲ 93,736	▲ 1,300,881	258	57,407,276	54,775,080		2,632,196	15.55%	-	

(注1) OPRはオペレーショナル・リスク相当額を意味する。

(注2) 2009年3月および2010年3月のリスクアセット等、資産(オン・バランス項目)、オフ・バランス項目、自己資本比率、およびTier1比率の数字は、2011年5月に訂正されている。

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

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

非売品