

ゆうちょ資産研レポート

2021年 5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
コロナ後の経済はインフレ的か？	
野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓	
マーケット・アウトック (1)	7
「より効果的で持続的な金融緩和」下のイールドカーブ動向	
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 石井 純	
マーケット・アウトック (2)	13
主要国の長期金利見通し	
岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト 鈴木 誠	
資産研コーナー	19
機関投資家の ESG 投資の現況	
ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

2021.5

コロナ後の経済はインフレ的か？



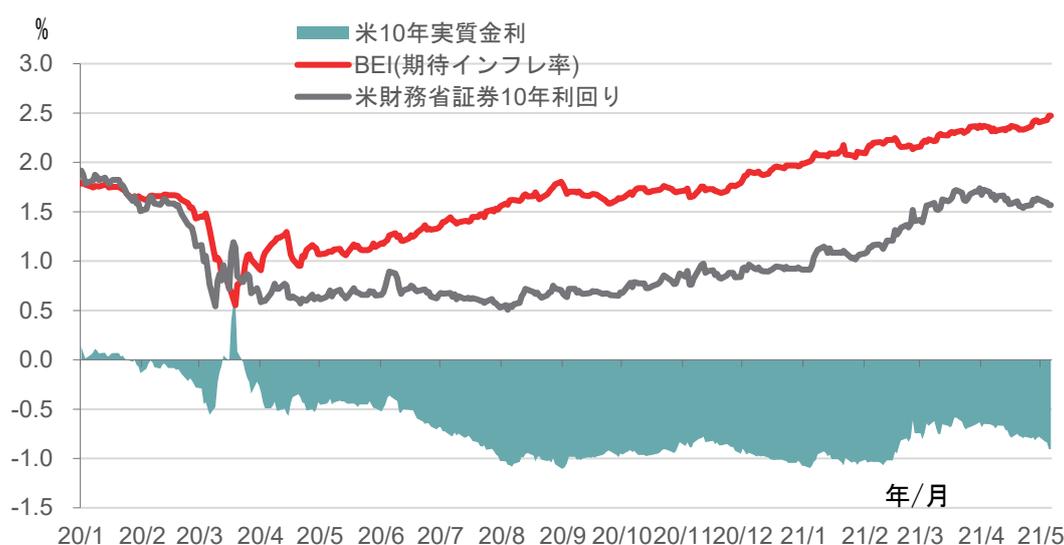
野村証券株式会社 経済調査部
チーフエコノミスト 美和 卓

【米金利上昇が重要テーマとなるグローバル金融市場】

2021 年に入り、新型コロナウイルス(以下、コロナ)に対するワクチン接種が開始されたこともあり、コロナ禍からの世界経済の回復期待が高まりつつある。特に米国では、20 年 11 月の選挙を経て誕生したバイデン政権が、総額 1.9 兆ドルの「米国救済計画」を皮切りに、大型の財政支出拡大を伴う経済刺激策を打ち出しており、コロナ禍からの経済の回復は加速度的に進むとの楽観論も浮上している。

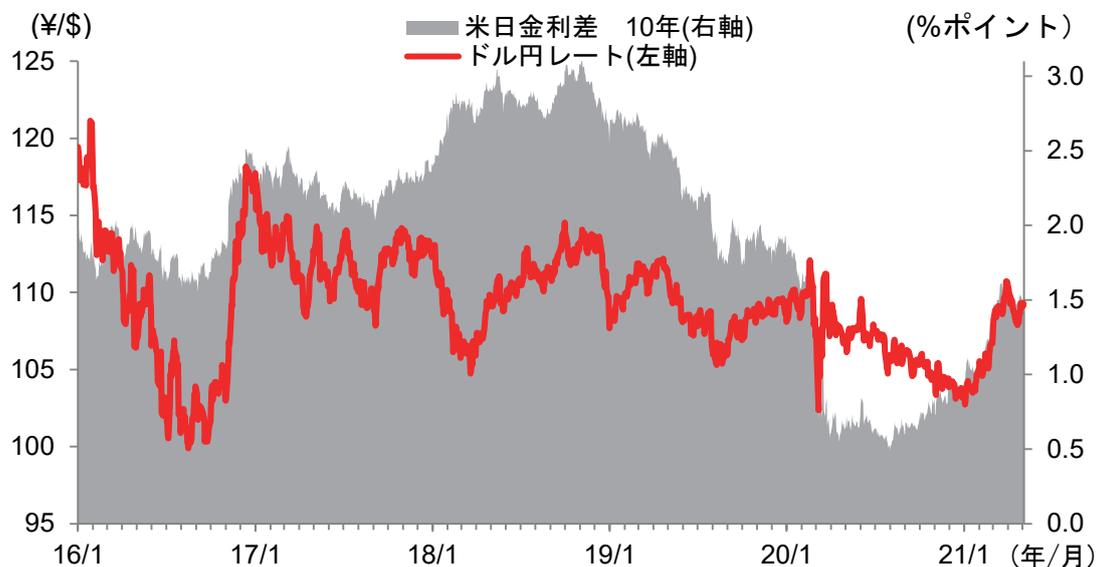
コロナ禍からの経済の回復期待の強まりは、コロナ禍に対応して実施されてきた大規模金融緩和からの金融政策正常化期待も高めている。特に注目されているのが、米 FRB(連邦準備制度理事会)による資産買い入れの縮小(いわゆるテーパリング)開始のタイミングと、現行の実質ゼロ金利政策解除のタイミングである。金融政策正常化期待の高まりは、米国市場金利の上昇に結び付いている(図表 1)が、反面、性急な金利上昇は、これまで低金利環境長期化を前提に上昇を続けてきた株式など、リスク資産の相場調整につながるのではないかと懸念も強めている。米市場金利の上昇に伴う米日金利差の拡大は、ドル円レートの上昇(ドル高円安化)の要因ともなってきた(図表 2)。日本経済にとってみると、ドル円レート上昇の持続性を判断するうえでも、米金利上昇の行方は大きなテーマであると言える。

図表 1 米国 10 年金利と期待インフレ



出所: ブルームバーグ資料より野村作成

図表 2 米日 10 年金利差とドル円レート

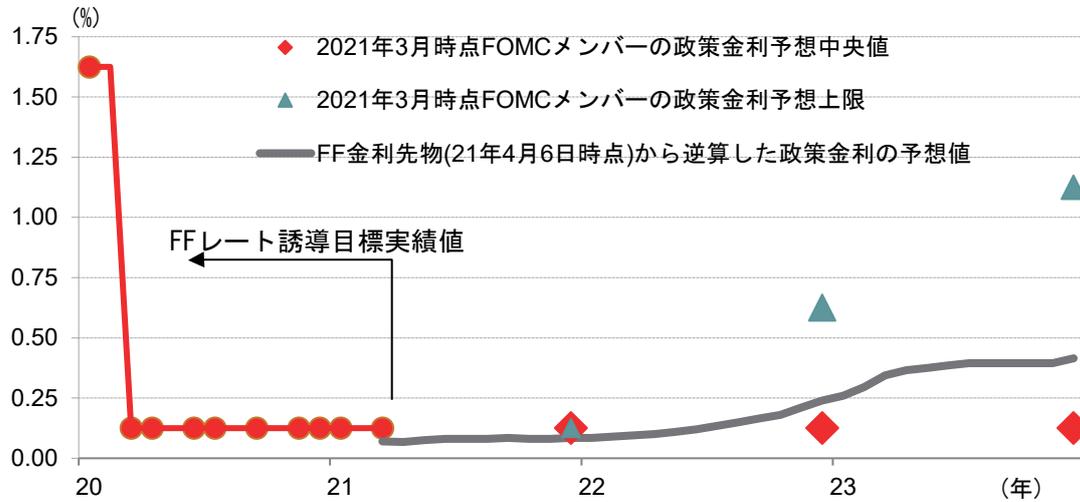


出所: ブルームバーグ資料より野村作成

【インフレ加速の実現性】

米FRB(連邦準備制度理事会)は、20年8月に公表した「長期目標と金融政策戦略に関する声明」において、インフレ目標に関する「埋め合わせ戦略」、すなわち、一定期間 2%のインフレ目標が未達となった場合、その後暫くは 2%を超えるインフレ率を許容する戦略を採用することを宣言した。21年9月以降のFOMC(連邦公開市場委員会)では、現行の実質ゼロ金利政策を「インフレ率が2%をやや上回る状態がしばらく持続するまで」継続するとのフォワードガイダンスを導入している。直近21年3月のFOMCメンバーの政策金利見通しにおいては、このガイダンスに沿う形で、2023年末まで実質ゼロ金利が維持されるとの見解が「中心見通し」となっている(図表3)。この点で、金融政策正常化の前倒しが実現するかどうかのカギは、コロナ禍からの経済の回復と連動してインフレ加速が実現するかどうかにあると考えられる。

図表 3 FOMCメンバーの政策金利見通しと市場の予想値

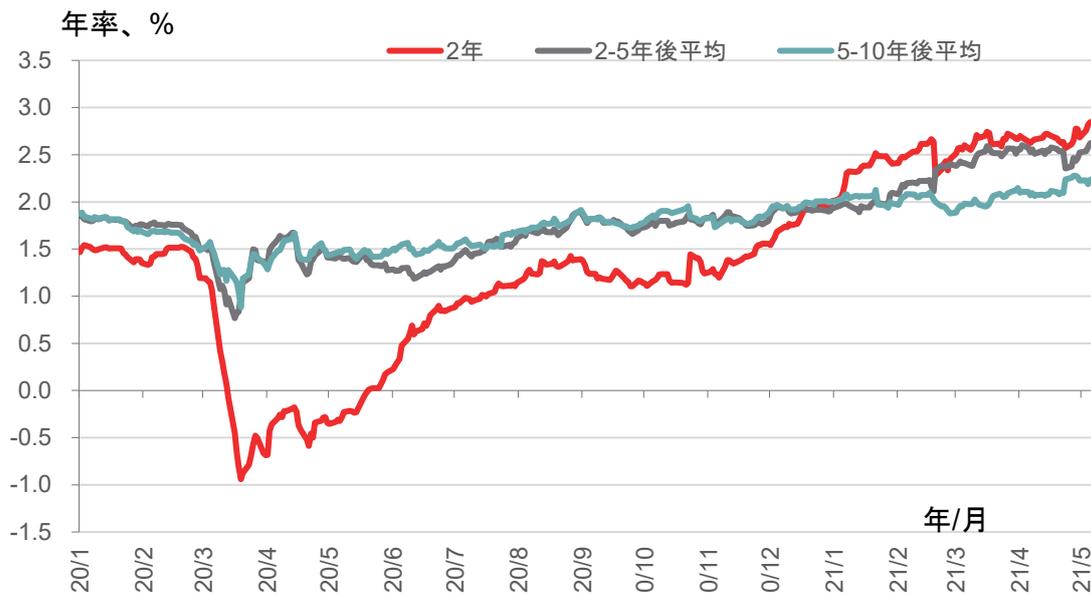


出所: 米FRB(連邦準備制度理事会)、ブルームバーグ資料より野村作成

これまでの米市場金利上昇の過程で、米国財務省証券市場が織り込むインフレ期待は、短中長期いずれにおいても、すでに2%を上回っている(図表4)。一方、米FRB高官は、目先米国においてインフレ加速が見られたとしてもそれは一時的に留まる可能性が高い、との趣旨のコミュニケーションを繰り返すことで、性急な金融政策正常化期待を牽制している。

しかし、現実のインフレ率加速が一時的なものにとどまらず、また、それを先取りして、中長期的なインフレ期待がさらに上昇を続ける場合、FRBの新戦略の下であっても、利上げのタイミングは前倒しになる可能性が高い。この点で、単純ではあるが、コロナ禍からの経済回復過程において、インフレがどの程度加速するかは、グローバル金融市場全体の動向にとって極めて重要な要素である。

図表 4 米財務省証券市場における年限別期待インフレ率



出所: ブルームバーグ資料より野村作成

【インフレ加速を想起させる要因】

現下の世界経済においては、インフレ加速を想起させる要因が揃いつつあるように見える。

第一に、非鉄金属などの素原材料、原油などの燃料市況に加え、半導体メモリなどの中間財市況の高騰が現実化している(図表 5)。工業製品の製造工程における上流から中流まで市況の高騰が現実化したことで、最終製品にも価格上昇が波及するとの懸念は、強まりつつある。

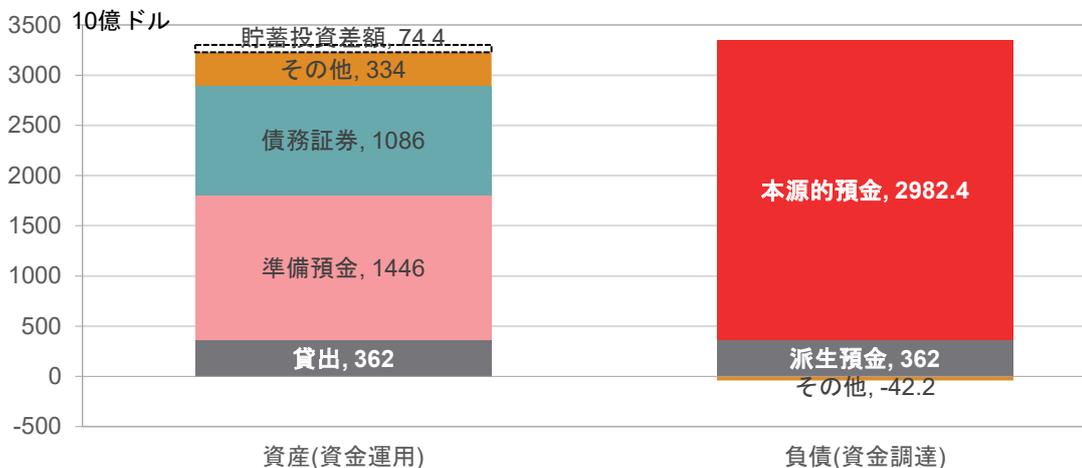
第二に、米国をはじめ主要地域政府がコロナ禍に対して実施した大型の経済対策、とりわけ家計に対する巨額の給付金の支給が、今後、経済活動が正常化するにつれて需要を過熱させ、インフレ加速を招来するとの思惑が高まりつつある。コロナ禍に対応して実施された政府から家計など民間部門に対して実施された所得移転の結果、2020 年年間では米国内商業銀行の預金量が3兆ドル以上増加した(図表 6)。こうした資金が、経済活動再開に伴って一気に支出されれば、経済の過熱を通じてインフレ加速が生じると想定するのは不自然ではないだろう。

図表 5 主要商品市況の推移



出所: ブルームバーグ資料より野村作成

図表 6 米国内商業銀行の金融資産・負債変動(2020 年年間)



出所: 米FRB(連邦準備制度理事会)資料より野村作成

【低インフレ構造持続、がメインシナリオ】

しかし、コロナ禍前に世界経済において問題となっていた低インフレ構造は、コロナ禍からの経済の回復を以てしても容易には変化しないと考えられる。

インフレ加速要因として意識される、素原材料や中間財市況の高騰は、自動車用半導体不足などの部分的需給逼迫が原因となっているケースが多い。こうした需給逼迫の背景には、コロナ禍で需要が高まったテレワーク用パソコン、ネットワーク関連機器の供給不足や、コロナ禍からの需要の回復スピードの速さを読み間違えたとも考えられる、自動車の過剰な生産調整などがあると考えられる。コロナ禍から経済活動が正常化し、抑制されてきた対面型サービスの需要が持ち直してくると、先述の背景から生じた局所的需給逼迫は解消に向かい、それと連動して市況の高騰も鎮静化してくる可能性がある。

コロナ禍に対応して実施された政府から家計への所得移転は、これまで経済活動に対する制限が行われていたことを背景に、主に預金を中心とする金融資産として蓄積されてきた。経済活動の正常化過程では、こうした貯蓄がいわゆるペントアップディマンド(繰り越し需要)を支える可能性は高い。

しかし、コロナ禍前、米国をはじめとする主要国・地域においては、家計貯蓄率の漸増傾向が確認されていた(図表 7)。この傾向がコロナ後も継続するとすれば、家計がコロナ禍で積みあがった金融資産を上回る分の貯蓄取り崩しを行ったり、コロナ後に主要地域家計が貯蓄率を低下させ支出性向を高めていく可能性は低いと考えられる。コロナ禍前における主要地域家計の貯蓄率上昇の背景は様々であるが、共通項としては、高齢化や雇用・所得の不安定化などに対応した予備的動機の高まりが主因であった可能性が高い。こうした要因は、コロナ禍からの経済の回復によっても解消しないと考えられる。

図表 7 日米家計貯蓄率の推移



出所: 米商務省、内閣府資料より野村作成

【インフレ加速リスクを現実化させる条件】

以上のように、コロナ禍からの経済回復過程でのインフレ加速は空振りに終わるとの見方が、現在の野村のメインシナリオである。しかし、以下の通り、世界経済においてインフレ加速が現実化するリスクが芽生えてつつある点には、警戒を払っておく必要があると考えられる。

世界的なインフレ加速に繋がりうる転換点の一つは、環境投資ブームの到来である。脱炭素化を目指す機運の背景は、地球温暖化がもたらす大規模気候変動への危機意識の高まりであるのと同時に、経済の成熟や高齢化によって成長機会が縮小している先進地域を中心に、人為的に新たな成長機会や投資機会を創出しようとする意図もあると考えられる。こうした思惑通り、大規模な環境投資ブーム到来によって先進地域を中心に基調的な成長率が押し上げられ、持続的な需要の拡大期待が生じた場合、従来の低インフレ構造も転換する可能性があると考えられる。

米中対立の激化に伴う世界的な供給網の再編も、インフレ加速への転換点となりうる要因であろう。特に、中国に集約されてきた電子・通信機器の供給網が、経済安全保障の観点から中国以外の地域において再構築されることは、低廉な中国の生産コストに対する依存度の低下と同時に、比較的長期にわたって、生産拠点や供給網の再構築に向けた「特需」を生み出す可能性があるだろう。

コロナ禍からの経済の回復過程において、これまで確認されたような米金利の上昇が持続するかどうかを見極める上では、上述のような観点から、世界経済において従来の低インフレ構造が転換するかどうかには注意を払う必要があるだろう。

マーケット・アウトルック (1)

「より効果的で持続的な金融緩和」下のイールドカーブ動向



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

日銀は昨年12月18日の政策委・金融政策決定会合で、次のとおり、「金融緩和の点検」を実施すると決めた。『新型コロナウイルス感染症の影響により、経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想される状況を踏まえ、経済を支え、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検を行う』(声明文)。そして、日銀は今年3月19日の会合で、点検の結果とともに、それを踏まえた政策修正を公表した。

点検結果の概要は表1。結論を要約すれば、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、想定されたメカニズムに沿って所期の効果を発揮し、脱デフレ(デフレではない状況)を実現したので、今後とも2%物価安定目標の実現に向け、継続することが妥当というもの。こうした点検結果は、昨年12月の当初声明文で次のとおり事実上予告されていたため、市場にとっては織り込み済みであり、サプライズは無かった。『「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは、現在まで適切に機能しており、その変更は必要ないと考えている』。

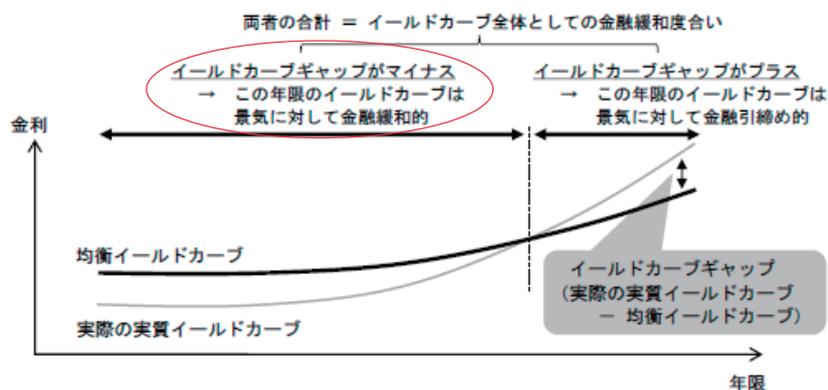
ここで改めて確認しておくべきは、「想定されたメカニズムに沿って発揮された所期の効果」である。まず、「想定されたメカニズム」については、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決めた2016年9月21日のいわゆる「総括的な検証」会合のとき、図1で示された。すなわち、短期政策金利を年▲0.1%、長期金利操作目標をゼロ%程度とする長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)により、イールドカーブ・ギャップのマイナスを維持し、必要があれば長短利下げなどで拡大させる。イールドカーブ・ギャップとは、実際の実質イールドカーブと均衡イールドカーブとの格差。均衡イールドカーブは均衡実質金利で構

表1:より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検

<p>「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」は想定されたメカニズムに沿って効果を発揮</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 経済が改善し、雇用は好転、収益は増加。デフレではない状況に。わが国経済の中長期的課題も前進。 ・ もっとも、デフレの経験で定着した、物価が上がりにくいことを前提とした考え方の転換に時間がかかる。 <p>⇒ 「物価安定の目標」の実現には「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」継続が適当</p>
<p>イールドカーブ・コントロール(YCC)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 資金調達コストの低下や良好な金融資本市場を通じて、経済・物価の押し上げ効果を発揮。 ・ ある程度の金利変動は、緩和効果を損なわずに、国債市場の機能度にプラス。 ・ 超長期金利の過度な低下は、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性。
<p>ETFおよびJ-REIT買入れ</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的。
<p>オーバーシュート型コミットメント</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ このコミットメントが実践している「埋め合わせ戦略(makeup strategy)」は適切。
<p>金融仲介機能への影響</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 低金利長期化や構造要因から、金融機関の基礎的収益力は低下。 ・ 金融システム面の停滞・過熱両方向のリスクに留意が必要。

出所:日本銀行

図1:マイナスのイールドカーブ・ギャップとは?



出所:日本銀行「総括的な検証(背景説明)」(2016年9月21日)

成され、均衡実質金利は完全雇用下で総需要と総供給、投資と貯蓄が一致するときの実質金利である。要するに、景気中立的な均衡実質金利や均衡イールドカーブよりも低い実質金利や実質イールドカーブが、景気を強力に刺激し、総需要が拡大して需給ギャップが改善すれば、それが物価上昇率を「2%」へと押し上げる。これが「想定されたメカニズム」である。

次に、「所期の効果」とは、もちろん、物価上昇率の押し上げだ。物価は未だ「2%」に届いていないが、持続的に下落する状況、すなわちデフレからは脱却し、デフレではない状況、すなわち脱デフレが実現したと、日銀は自画自賛している。確かに、全国コア消費者物価指数の前年度比上昇率¹は、図2のとおり、15年度が0.0%、16年度が▲0.2%だったが、17～19年度は平均+0.63%と小幅ながらプラス基調に転じた。なお、昨年度は▲0.5%とデフレに逆戻りしてしまったが、これは、コロナ禍という需要ショックの余波による。

日銀は点検結果を踏まえ、「より効果的で持続的な金融緩和」のため、図3の政策修正を決めた。主なポイントは3つ。第1は「貸出促進付利制度」の創設。それは、日銀が金融機関の貸出促進のため実施している各種資金供給の残高に応じて、日銀当座預金・マクロ加算残高の一部にインセンティブとして付利する仕組みだ。付利は短期政策金利と逆連動する。よって利下げ時には引き上げられ、金融機関収益への影響を貸出状況に応じて和らげる。このような新制度の狙いは、マイナス金利の深掘り余地の明確化と、金融緩和政策を巡る手詰まり感の払拭だ。実際、日銀は声明文で、『金融仲介機能への影響に配慮しつつ、機動的に長短金利の引き下げを行う』と謳っている。

また、新制度は、日銀が昨年11月に創設した「地域金融強化のための特別当座預金制度」と並

図2: 全国コア消費者物価指数の上昇率

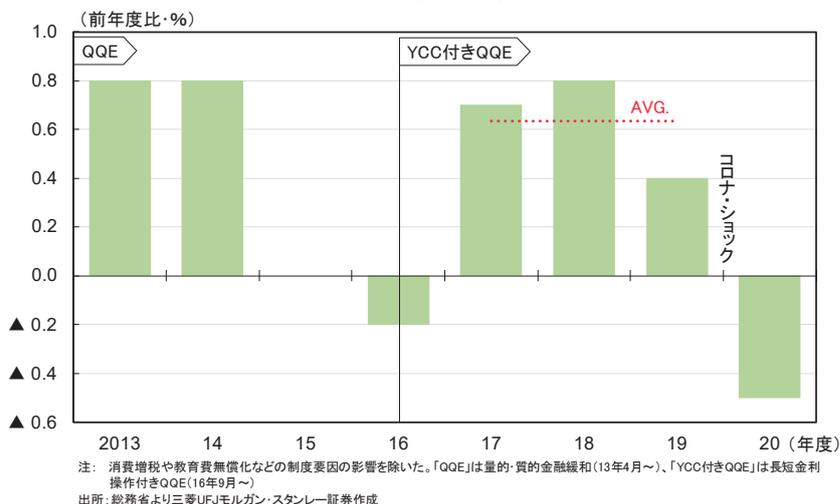


図3: より効果的で持続的な金融緩和: 政策面での対応

2%の「物価安定の目標」実現のため、①持続的な形で、金融緩和を継続するとともに、②情勢変化に対して、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応することが重要。

イールドカーブ・コントロールの運営

「貸出促進付利制度」の創設(右図参照)

長期金利の変動幅の明確化
±0.25%程度で変動することを想定

「連続指値オペ制度」の導入
金利の大幅な上昇を抑制する指値オペを強化

当面の運営
特に、感染症の影響が続くもとは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先

ETF・J-REIT買入れ
年間増加ベースの上限*を感染症収束後も継続し、必要に応じて買入れ
*ETF: 約12兆円、J-REIT: 約1,800億円

ETFはTOPIX連動のみ買入れ

展望レポートを決定するMPM(年4回)において、金融機構局から金融システムの動向について報告

出所: 日本銀行

<貸出促進付利制度>

貸出促進のための資金供給の残高に応じて、インセンティブを付利(短期政策金利と連動)
— 金利引き下げ時の金融機関収益への影響を貸出状況に応じて和らげる
— 各カテゴリーの付利水準・対象資金供給は、今後の状況に応じて、MPMで変更

<今回の決定>

	付利金利	対象資金供給
カテゴリーⅠ	0.2% カテゴリーⅡより低い金利	コロナオペ (プロパー分)
カテゴリーⅡ	0.1% 短期政策金利の絶対値	コロナオペ (プロパー分以外)
カテゴリーⅢ	ゼロ カテゴリーⅡより低い金利	貸出支援基金・被災地オペ

⇒ 金融仲介機能への影響に配慮しつつ、より機動的に長短金利の引き下げが可能にあわせて、政策金利残高の実際と完全裁定後の率差縮小のための調整を行う。

¹ 消費増税や教育費無償化など制度要因の影響を除いた。

び、リバーサルレート問題対策と位置付けられる。リバーサルレート問題とは、マイナス金利を起点とした悪循環、すなわち「低金利環境の長期化＋地域経済の構造問題→地域金融機関の収益悪化、自己資本比率の低下→金融仲介機能の低下」のこと。新制度は、したがって、金融政策運営の重心が「2%」の実現(物価の安定)から、金融システムの安定確保の方に事実上シフトしている可能性も示唆している。

第2のポイント、「長期金利の許容変動幅の明確化」も、それを裏付けている。日銀の許容変動幅は従前、「操作目標ゼロ%程度の±0.2%程度」だった。これを「±0.25%程度」に事実上拡大させた(図4)。狙いは、柔軟なYCC運営で金利のある程度の上下動を促し、もって市場機能度を維持し、金融システムの安定を確保すること。ただし、日銀は当面のYCC運営方針については、『特に、新型コロナウイルス感染症の影響が続くもとは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先』(声明文・別紙)するとしている。



第3は、点検・政策修正の本丸と目されていた「ETF 買い入れの一層の柔軟化」だ。日銀は今般、年間6兆円増という買い入れ目標を撤廃し、弾力的な減額を可能にした。

さて、債券市場では「貸出促進付利制度」の創設を受け、今後、マイナス金利深掘り観測が台頭しやすくなりそうだ。そのとき長期金利は、最近の前例によれば、ゼロ%を割り込み、マイナス圏で低下余地を探ると予想される。

直近の前例は、世界的な景気後退観測がくすぶるなかで、コロナ・ショックが勃発した昨春である(図4-B)。20年3月、世界的な株安でリスクオフ・ムードが蔓延し、日米欧中銀が各種の緊急緩和策や金融システム安定維持策を相次ぎ断行した。FRBは連続大幅利下げで事実上のゼロ金利政策(FFレート誘導目標:0%~0.25%)に回帰。外為市場では1ドル110円台から一時101円台へと急激な円高が進行し、長期金利は一時▲0.200%まで低下した(3月9日)。

昨春以前の例は、一昨年の夏のことだった(図4-A)。当時、世界的な株安や米長短金利逆転が、米中対立の激化による世界的な景気失速リスクを示唆していた。FRBは19年7月末、10年半ぶりの利下げを実施し、予防的、保険的な金融緩和方針に転じた。外為市場では、円相場が1ドル108円台から一時104円台に上昇。長期金利は一時▲0.295%まで低下し、過去最低の▲0.300%に肉薄したのだった(9月4日)。

こうして振り返ると、今後も、急ピッチかつ大幅な円高が進行し、円高対策としての利下げ(マイナス金利深掘り)の思惑が強まると、長期金利はその蓋然性を織り込み、昨年6月以来となるゼロ%割れを試すと言えそうだ。そして、『(長期金利の許容変動幅の)下限については、日々の動きの中で金利が一時的に下回るような場合に、そうした動きに厳格には対応しない』(声明文・別紙)との日銀コミットメントを債券市場が意識すると、長期金利はマイナス圏で低下余地を探っていくだろう。ただし、「円高進行→金利低下」はメインシナリオではなく、サブシナリオの一つである。

ところで、「より効果的で持続的な金融緩和」下における長期金利・イールドカーブ動向を展望す

るうえでは、やはり、日銀の YCC 運営方針を的確に捉えておくことが何よりも重要だ。この点、日銀は「緩和点検」会合で前述のとおり、『特に、新型コロナウイルス感染症の影響が続くもとでは、イールドカーブ全体を低位で安定させることを優先』すると表明した。黒田東彦総裁もかねがね、『適切なイールドカーブの低位安定が大事だ』と繰り返し強調してきた。

ここで「適切なイールドカーブ」とは、日銀によれば、経済成長の促進を通じて需給ギャップを改善し、「2%」に向けた物価のモメンタム(勢い)を保持するのに適した利回り曲線のことである。日銀は YCC 導入を決めた当初、「総括検証」会合のときには、それは『概ね現状程度』と解説していた。当時のイールドカーブを振り返ると、5 年債が▲0.2%程度、10 年債が▲0.05%程度、20 年債が 0.4%程度だった。それから 4 年 8 カ月になろうとしている。日銀の「適切なイールドカーブ」観はこの間に、諸般の情勢変化に応じて徐々に修正されてきた可能性が見込まれる。ただ、「適切なイールドカーブ」の具体的な水準に関する言及は聞かれなかった。そこで、テクニカル分析よって推定を試みた。すなわち、「総括検証」会合から「緩和点検」会合まで 4 年半の YCC 実績である平均イールドカーブを「適切なイールドカーブ」、その±1 標準偏差(σ)を「低位安定」のレンジと定義した。具体的には図 5 と表 2 のとおり。これらによると、「適切なイールドカーブ」は 5 年債が▲0.135%、10 年債が 0.010%、20 年債が 0.450%で、「低位安定」レンジはそれぞれ、▲0.195%~▲0.075%、▲0.070%~0.090%、0.305%~0.595%であることがわかる。ちなみに、「適切なイールドカーブ」は、『概ね現状程度』の当初に比べ、数 bp ほど切り上がっている。

実際のイールドカーブは政策修正後、図 5 のとおり、「適切なイールドカーブの低位安定」レンジ内で推移している。象徴的なのが長期金利動向。「緩和点検」会合前は当該レンジを上回っていたが、会合後に低下し、レンジ内に収まった。一方、超長期債ゾーンは引き続き、「適切なイールドカーブ」並みの水準で、弱含みに安定している。こうした背景には、主に 3 つの要因があった。

一つは、新型コロナウイルスの変異株による感染拡大・第 4 波の襲来である。3 月 21 日に同・第 3 波対策の緊急事態宣言が全面解除されたが、4 月になり、今度は同・第 4 波対策として「まん延防止等重点措置」が発出され、対象地域が漸次拡大された。そして、ついには 23 日、対象地域および期間限定とはいえ 3 回目の緊急事態宣言が発令されるに至った。これらがワクチン普及の遅れと相まって、ウイズコロナの長期化観測を再燃させ、債券市場参加者の期待潜在成長率に下押し圧力をかけたと考えられる。

もう一つは、米長期金利の上昇一服、および反落傾向だった。米長期金利は 3 月中までは、インフレ・リスクに対応した大規模緩和の出口戦略・前倒しへの警戒感から、一時 1.70% 台まで上昇余地を探ってきた。ただ 4 月に入ってからは、パウエル FRB 議長による粘り強い“説得”を米債市場が聞き入れた格好で、ピークアウトの動きに転じた。説得とは、当面見込まれるインフレ率の加速は

図 5: YCC実績で捉えた「適切なイールドカーブ」と「低位安定」レンジ

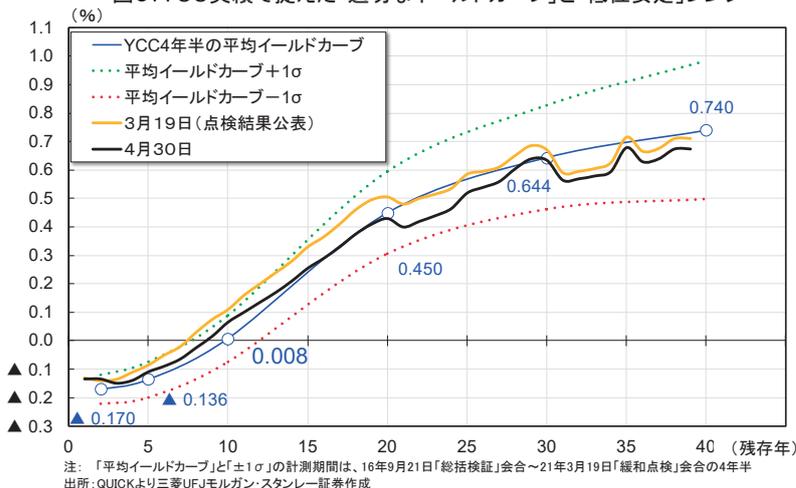


表 2: YCC4 年半の平均イールドカーブ±1σ

	[単位: %]					
	2年	5年	10年	20年	30年	40年
(許容上限) +1σ	▲0.120	▲0.075	(0.25) 0.090	0.595	0.820	0.980
平均	▲0.170	▲0.135	0.010	0.450	0.640	0.740
▲1σ (許容下限)	▲0.220	▲0.195	▲0.070 (▲0.25)	0.305	0.460	0.500

出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

あくまで一過性であり持続的ではないという物価安定見通しの共有化。米債市場では、出口戦略の過度な早期化懸念がひとまず沈静化したもよう。国内長期金利は、それによる米長期金利低下に連れ安となった格好だ。

加えて、いわゆる「期初の買い」による債券需給の引き締まりという要因もあった。それは、イールドカーブ全体の低位安定に寄与した。4月の利付国債入札が、全年限で軒並み順調な落札結果となり、期初の強い需要動向を映し出したからだ。また、4月第3週までのネット対内中長期債投資は計+1.7兆円と、外国人の比較的大幅な買い越しを示した。

イールドカーブは今後、新型コロナウイルス感染症の影響が続く限り、前述した日銀のYCC運営方針に則り、低位安定を維持すると予想される。一方、ワクチン接種率の上昇加速などに伴いアフターコロナ色が強まってくれば²、日銀のYCC運営方針の変更受け、長期金利をはじめイールドカーブは上振れしやすくなるだ

ろう。ここでの方針変更とは、「イールドカーブの低位安定」から「ある程度の金利変動(による市場機能度の維持)」への優先順位の入れ替えのこと。ただし、長期金利の上昇余地やイールドカーブのステイプ化余地は自ずと限られ、レンジ相場が続いていくだろう。長期金利の向こう3年間、23年度末までの予想レンジは0%~0.20%(図6)。ポイントは以下の3点だ。



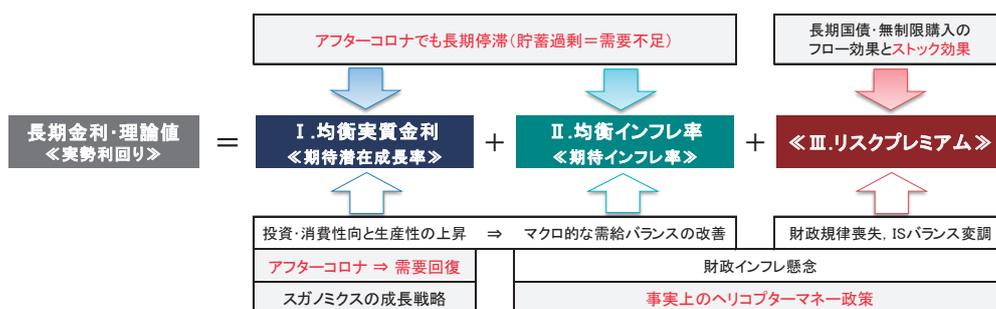
第1は、日銀が最短でも23年度末にかけて、短期政策金利:年▲0.1%、長期金利操作目標:ゼロ%程度(変動幅±0.25%)を堅持していくと見込まれること。日銀は、『2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する』というフォワードガイダンス(先行きの金融政策指針)を標榜している。加えて量的緩和には、『マネタリーベースについては、消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する』というオーバーシュート型コミットメントも付している。一方、日銀が4月27日に決定・公表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」では、新たに示した23年度の物価見通しが+1.0%と、目標に対し道半ばだった。こうしてみると、23年度中までに短期政策金利のマイナス解除や長期金利操作目標のゼロ解除を実施できるとは、日銀自身も想定していないと言える。

第2は、金利の上昇圧力と低下圧力との拮抗状態が続くと予想されること(図7)。代表的な金利上昇圧力としては、アフターコロナに伴う需要回復期待、あるいは経済正常化期待の高まり、それらによる期待潜在成長率と期待インフレ率の持ち直しがある。もう一つは、事実上のヘリコプターマネー政策(大增発された国債を日銀が事実上無制限に購入するスキーム)の継続による財政リスクプレミアムの拡大だ。反面、金利低下要因としては、何よりもまず長期停滞観測が挙げられる。ウィズコロナが長期化するならばもちろん、アフターコロナと言える状況になっても、コロナ以前からの

² この点に関し、日銀は4月27日公表した「経済・物価情勢の展望(展望レポート)」に、『感染症の影響は、ワクチン接種の進捗などにより、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の中盤に概ね収束していくことを想定している』と明記した。なお、『見通し期間の中盤』とは、22年度である。

根深い将来不安等を背景に、長期停滞からは脱却できないという悲観論が、期待潜在成長率と期待インフレ率に強い低下圧力をかけ続ける。ちなみに、長期停滞とは、貯蓄過剰＝需要不足により、長期的に見ると潜在成長率に類似する均衡実質金利、または自然利子率が低下・低迷する経済状況のことである。もう一つの金利低下要因は、日銀の大規模資産に起因するストック効果だ。それは一般に、タームプレミアムやリスクプレミアムの圧縮を通じて、金利押し下げに作用する。

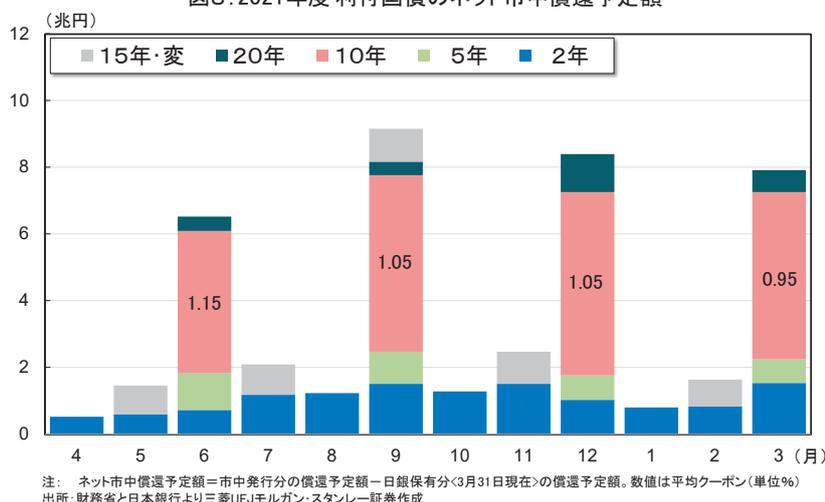
図7: 長期金利の変動メカニズム～拮抗する金利上昇要因と金利低下要因



出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

第3は、超長期債を中心とした底堅い需要動向の持続。その一つが、生命保険のデュレーション・マッチング需要だ。経済価値ベースのソルベンシー規制を含む国際資本基準(ICS)の25年導入に向け、資産と負債のデュレーション・ギャップを埋める観点から、生保は超長期債を淡々と購入していくだろう。もう一つは、“ハイ・クーポン10年利付国債”の大量償還対策ニーズ。今年度の10年利付国債・ネット市中償還予定額は合計約20兆円で、平均クーポンが1.05% (図8)。この大量償還金は、ごく小幅ながらプラス利回りを維持していく新発10年利付国債へキャッシュ潰的に再投資されたり、利回り追求を第一義として超長期債にシフトしたりすると予想される。

図8: 2021年度 利付国債のネット市中償還予定額



以上に見てきたとおり、イールドカーブは、「より効果的で持続的な金融緩和のもと、概ね「適切なイールドカーブの低位安定」レンジ内の横這い圏で推移していく可能性が高そうだ。長期金利についても、市場機能維持のための長期債買い入れ減額を受け、上振れする場面が間々あるだろうが、一時的、限定的にとどまる見通し。仮に米長期金利の2%を超える大幅な急上昇に連れ高となる場面があっても、日銀の許容上限である0.25%程度の水準では、政策修正で導入された「連続指値オペ」(前掲図3)によって、ガッチリ抑え込まれると予想される。

マーケット・アウトック (2)

主要国の長期金利見通し

岡三証券株式会社 債券シニア・ストラテジスト

鈴木 誠

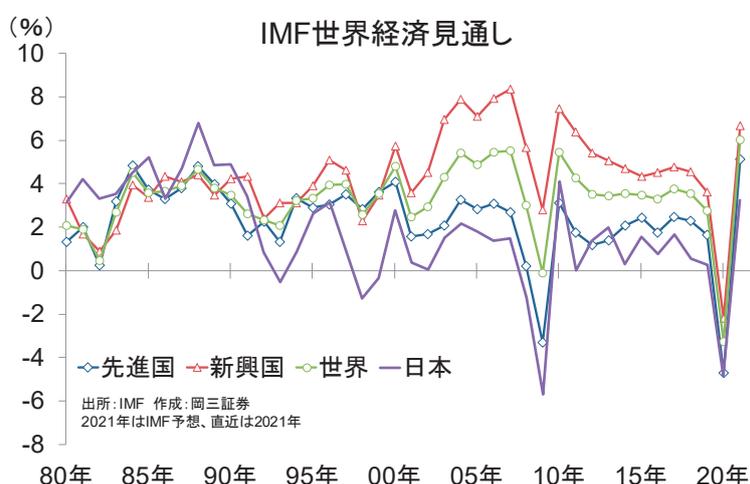


■米国、中国主導で世界経済は正常化へ

新型コロナウイルスの感染再拡大を受けて、政府は東京、大阪などに 3 回目の緊急事態宣言を発令した。今回は短期間に感染を抑え込めるかが焦点だったが、過去 2 回の緊急事態宣言では解除までに 2 ヶ月程度を要しており、短期間での感染抑制は難しかった。新型コロナワクチンの普及が順調に進むかなど、先行きの不透明要因が残る中で、今年も緊急事態宣言下での大型連休となり、国内景気の先行きには慎重な見方が広がっている。政府は緊急事態宣言の景気への影響を抑えるために、企業への資金繰り支援や雇用対策を継続しようが、日本の本格的な景気回復は 2022 年度に持ち越される可能性が意識されよう。

一方、4 月に公表された IMF の世界経済見通しでは、2021 年の世界全体の経済成長率は 1980 年以降で最高となる前年比+6.0%と、1 月時点の+5.5%から上方修正された。日本の経済成長率見通しも小幅に上方修正されたが、新型コロナワクチンの普及や大規模経済対策により、米国に関しては今年、来年ともに経済成長率見通しが大きく上方修正された。米バイデン政権は、これまで行ってきた現金給付などの一時的な消費促進策から、インフラ投資など中長期的な景気押し上げ効果が期待される政策に軸足を移しており、すでに高成長が見込まれていた中国とともに、米国の高成長が今後の世界経済の回復を主導しよう。

主要国の長期金利については、年始からの米長期金利の上昇を受けて、すでに各国で上昇している。新型コロナウイルスの感染再拡大など先行きの不透明要因は残るが、シナリオ通り米国、中国主導で世界経済が順調に回復すれば、各国の長期金利の低下余地は限られよう。主要国の中央銀行は現状の金融緩和政策を当面維持する姿勢を示しているが、財政面からの景気支援策も進められており、景気回復期待や物価上昇への警戒感から、主要国の長期金利は年後半に向けたさらに上昇する可能性が高いだろう。



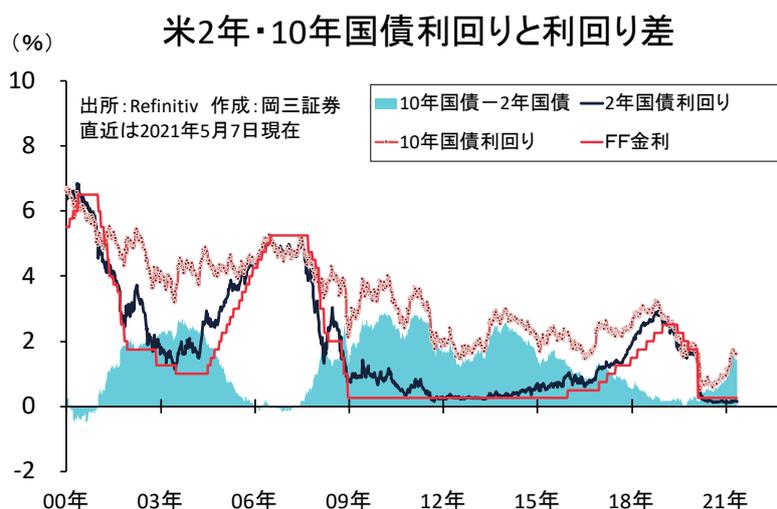
■米 10 年国債利回りは 2%台に上昇へ

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、昨年 3 月に FRB が事実上のゼロ金利政策と量的緩和に踏み切ったことから、米 10 年国債利回りは過去最低を更新した。その後も FRB の金融緩和政策に支えられて、昨年の米 10 年国債利回りは 1.0%を下回る水準で推移したが、予想以上に早く米株式相場が底打ちしたことや、バイデン新政権の経済対策への期待が高まったことなどから、期待インフレ率の上昇とともに今年に入って米 10 年国債利回りは急上昇している。FRB は当面現状の金融政策を維持する姿勢を示しているが、今年の経済成長率は 6%程度の高成長となり、物価は目標の 2%を一時的に上回ると予想している。3 月の消費者物価指数は前年同月比 2.6%上昇と、物価は予想通り目標を上回り始めており、米国では長期金利の大幅な低下は見込みづらいただろう。4 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) では、市場の予想通り現状の金融政策維持が決定され、パウエル FRB 議長は早期の量的緩和縮小を否定したが、米景気は順調に回復を続ける見通しであり、FRB がいつ量的緩和の縮小に動き始めるかが、今後も金融市場の最大の注目材料になろう。



量的緩和の縮小についてはすでに市場も意識し始めているが、FRB は目標を上回る物価上昇は一時的とみていることから、金融市場も現時点では政策金利の早期引き上げは想定していない。米 2 年国債利回りは FF 金利とほぼ同じ水準で安定した動きを続けており、米景気の回復、物価上昇が予想以上に加速しなければ、米 2 年国債利回りの大幅な上昇はしばらく見込みづらいただろう。利回りの高い米国債には海外投資家からの需要が続いていることなどから、足元では米 10 年国債利回りの上昇は一服している。FRB の姿勢から、現状の金融緩和政策が長期化するとの見方も、米長期金利の上昇を抑えている。ただ、バイデン政権は新たにインフラ投資を計画するなど、米景気は今後も着実に回復する見通しであり、物価上昇懸念が後退する可能性は低いただろう。事実上のゼロ金利政策は長期化するとしても、国債増発による需給悪化や物価上昇懸念が米長期金利の上昇圧力となり、米国債のイー

ルドカーブはさらにスティープ化しよう。米長期金利は今後も上昇を続け、米 10 年国債利回りは 2% 台への上昇を試す動きとなろう。一部では 3% 近辺への大幅な上昇も予想されているが、株式相場など金融市場への影響が大きくなることや、物価上昇は一時的にとどまる見通しであり、米 10 年国債利回りが 3% を目指す展開はリスクシナリオだろう。



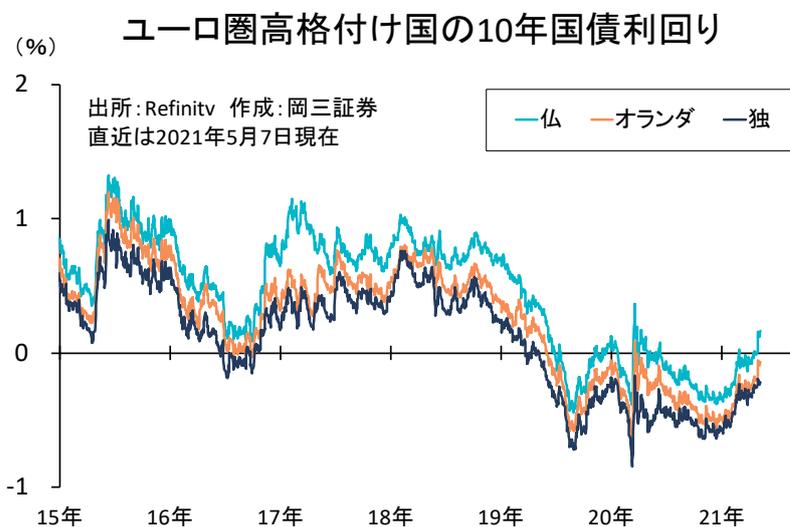
■ 独 10 年国債はプラス利回りを回復か

米長期金利が上昇したことから、欧州主要国でも新年から長期金利は上昇した。3月の欧州中央銀行（ECB）の定例理事会では予想通り政策金利は据え置かれたが、国債買入れペースを加速させ、長期金利の上昇を抑える姿勢が示された。ただ、その後も各国長期金利の低下は小幅にとどまり、足元では再び上昇基調となっている。欧州でも新型コロナの感染再拡大は懸念されているが、新型コロナワクチンの普及による年後半に向けた景気回復期待は強まっている。ECBの金融政策についても、世界経済の回復見通しが強まる中で、7月にはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）下での債券購入を減速させ、12月の会合では来年3月には予定通りPEPPを終了するとの見方が多くなっている。金融緩和政策の長期化見通しに変化はないが、欧州各国の長期金利も大幅な低下は見込みづらいらう。

独、仏などユーロ圏高格付け国の10年国債利回りはマイナス圏に定着していたが、仏10年国債利回りはプラス利回りを回復してきた。欧州で最も格付けの高い独10年国債利回りは依然としてマイナス圏にあるが、マイナス利回りの国債は徐々に減少しよう。欧州各国でも低金利政策はしばらく維持される見通しであり、各国長期金利の大幅な上昇は見込みづらいが、米長期金利が上昇すれば、欧州各国の長期金利にも上昇圧力が続くだろう。

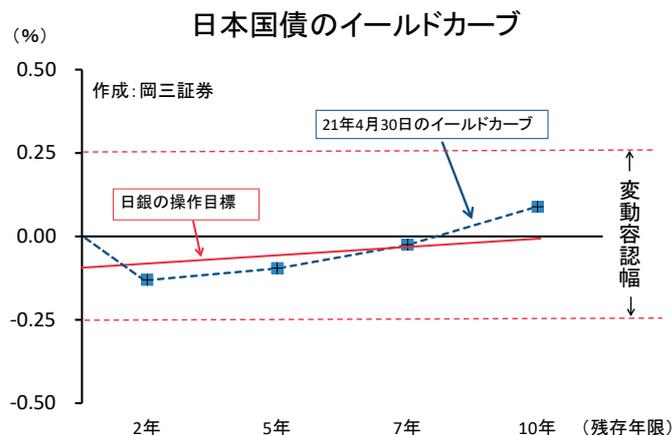
ユーロ圏では欧州復興基金の創設が昨年合意されており、すでに資金調達計画が欧州連合（EU）から発表されている。共通債発行に向けたEU加盟各国の手続きはやや遅れているが、今年後半にはEUが本格的に債券市場に参入することになる。健全な財政基盤を維持してきた高格付け国と、イタリアなど南欧諸国との対立などが強まる場面は今後も予想さ

れるが、共通債発行は EU の統合を進展させ、ユーロの地位を向上させるだろう。EU の統合が進めば、高格付け国債とイタリア国債などの利回り差はさらに縮小するだろう。

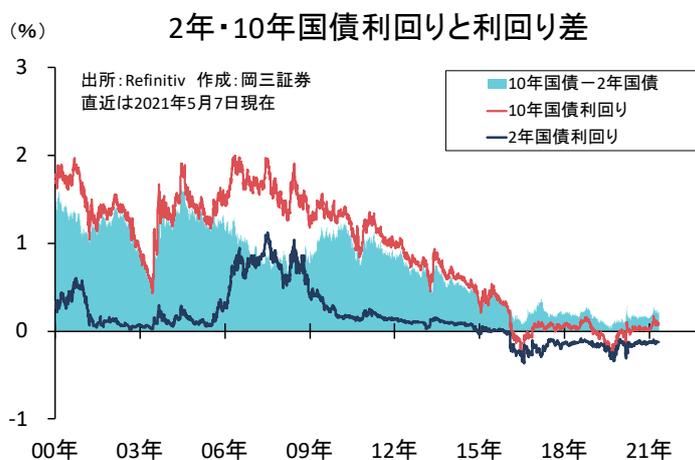


■日本の10年国債利回りは0.25%が上限に

日銀は物価安定目標を実現するために、昨年12月から金融緩和の各種施策の点検を行い、今年3月の金融政策決定会合で結果を公表した。当面の運営としては、イールドカーブ全体を低位に安定させることを優先する姿勢が確認され、長期金利の変動幅を明確化するとともに、新たに導入する指値オペで長期金利の大幅な上昇を抑える姿勢を示した。新型コロナウイルスの感染再拡大により、米国などと比べて日本の景気回復は遅れる見通しであり、物価目標の達成が依然として見通せない日本では、米国のように長期金利が大きく上昇することはないだろう。一方、日銀がイールドカーブの過度なフラット化は容認しない姿勢を示していることや、金融緩和政策の長期化を見据えて今年1月から国債買入れ額を減額していることなどから、長期金利の大幅な低下も見込みづらだろう。日銀は緊急時にはマイナス金利の深掘りに動く姿勢を見せているが、欧米主要国との金利差などからすれば、大幅な円高進行は見込みづらく、日本の10年国債利回りが再びマイナス圏に低下する展開は考えづらだろう。2013年の黒田総裁就任とともに始まった量的・質的金融緩和だが、黒田日銀総裁の任期も残り2年を切ってきた。黒田総裁の在任中には物価安定目標の達成は見込まれておらず、黒田総裁は退任まで現状の金融緩和政策を辛抱強く続けよう。



米国では国債増発による債券市場の需給悪化懸念も長期金利の上昇圧力になっているが、景気対策に伴い日本でも昨年度から国債は大幅に増発されている。2016年にマイナス金利政策を導入以降、日本の2年国債利回りはマイナス圏で推移しているが、日銀が現状の金融政策を維持する間はマイナス圏での動きを続けよう。ただ、昨年度からの国債増発は中短期国債が中心であり、中短期国債の需給環境は悪化している。日銀がマイナス金利の深掘りに動いたとしても、日本の2年国債利回りが以前のように大きく低下するのは難しいだろう。中短期国債利回りの低下余地が限られることも、長期金利の低下を抑える要因となろう。米国では以前にイエレン財務長官が50年国債の発行を検討すると発言したが、ユーロ圏ではすでに多くの国で50年国債が発行されている。日本では今のところ超長期国債の増発には慎重だが、国債発行額の大幅な減額は当面見込みづらい状況であり、将来的な長期、超長期国債の増発は引き続き警戒されよう。日本でも新型コロナワクチンの普及により年後半には景気は回復に向かう見通しであり、10年国債利回りのマイナス圏への低下は難しいだろう。日銀は0.25%を上回る利回り上昇は容認しない姿勢であり、日本の10年国債利回りは当面0.0%~0.25%の範囲で推移しよう。

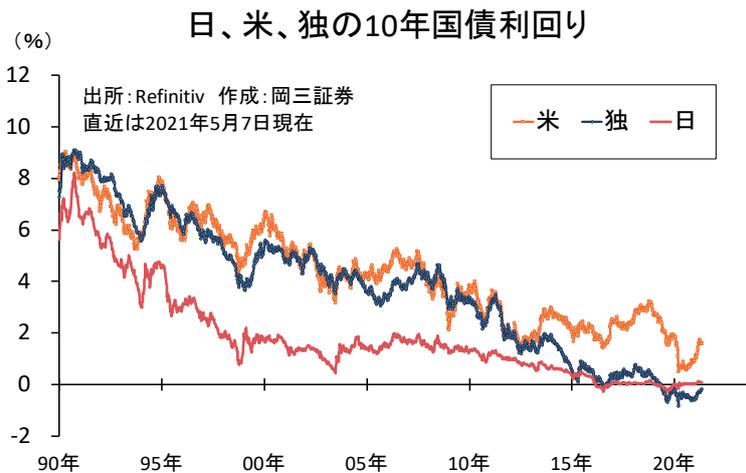


■主要国の金融緩和政策も徐々に正常化へ

新型コロナウイルスとの闘いで、主要国では金融、財政両面からの経済対策が昨年からフル稼働してきたが、一部の国では新型コロナウイルスのワクチン接種が順調に進んでおり、様々な制限を解除する動きがみられ始めている。日本も含めて依然として新型コロナウイルスの感染拡大が続く国も多いが、金融市場では将来的な経済の正常化を見越して、米株式相場などはすでに過去最高を更新している。変異ウイルスによる感染再拡大への懸念などは残るが、金融市場では今後も世界経済の正常化を織り込む動きが続くだろう。

4月の日、米、ユーロ圏の金融政策会合では、いずれも現状の金融政策維持が決定された。米国では量的緩和縮小に向けた動きが注目されたが、パウエルFRB議長は現状の金融緩和政策を維持する姿勢を崩さなかった。日本やユーロ圏では新型コロナウイルスの感染再拡大により、景気の先行きには依然として慎重な見方が残っている。ただ、カナダ中央銀行は景気回復が予想以上に底堅いとして、経済見通しを引き上げるとともに、国債買入れ額の減額を4月に決定した。英国でも現状の金融政策維持が決定されたが、経済見通しは上方修正され、政策メンバーの一人は国債買入れ額の減額を主張している。市場見通しに沿って世界経済の回復が順調に進めば、日、米、ユーロ圏でもこれまで強力に推し進められてきた金融緩和政策が正常化へ向かうとの見方がさらに強まるだろう。日銀は3月の政策点検で、マイナス金利の深掘りに前向きな姿勢を示す一方、資産買入れの柔軟化を決定した。現状の金融緩和政策を長期化するためには、金融政策の正常化を進める必要もあるだろう。

量的緩和の強化などから主要国のイールドカーブは過度にフラット化した状態を続けてきたが、金融政策が徐々に正常化へ向かえば、長期金利の上昇とともに各国のイールドカーブは緩やかにスティープ化しよう。今後の各国の景気対策が財政主導になることも、長期金利の上昇圧力となるだろう。長期金利が上昇基調に転じたとまでは判断できないが、30年以上低下を続けてきた主要国の長期金利は、底入れが意識される局面に入っている。



機関投資家の ESG 投資の現況

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

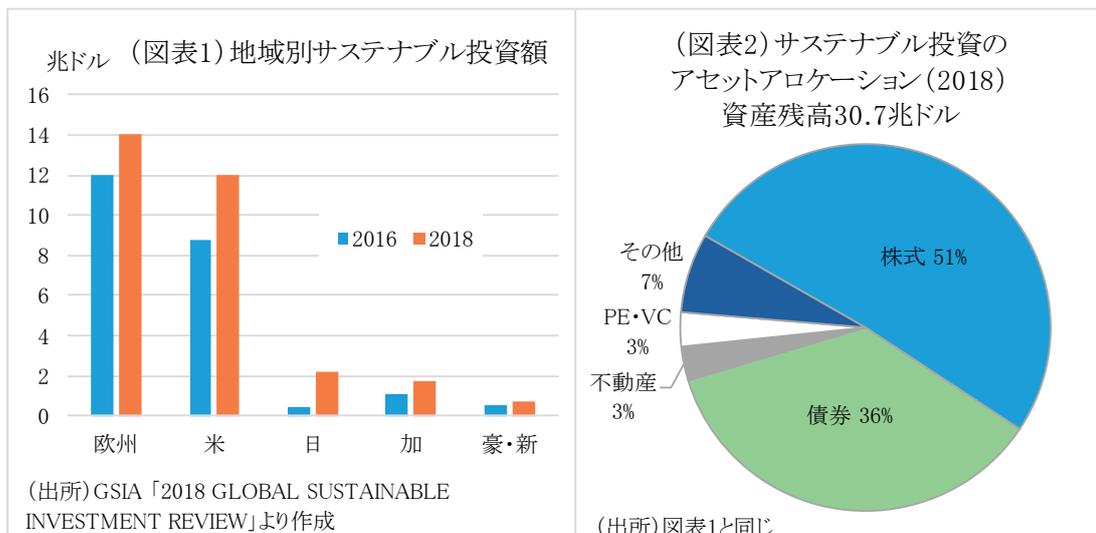
はじめに

2015年に国連でSDGs(持続可能な開発目標)が採択されたことで、企業は経済的価値の追求のみならず社会的課題への対応が求められるようになった。ゆうちょ銀行では2020年4月、経営企画部にESG室を設置し、4つのテーマ(「お客さま・マーケット」、「地域社会」、「環境」、「社員(ダイバーシティ・マネジメント)」)毎のSDGs目標を達成するための体制強化を図っている。また、かんぽ生命は2021年度から全ての運用資産の審査にESGの観点を取り入れることを公表している。既に自社運用の株式や社債・外部委託の一部にはESG審査を取り入れていたが、この4月からは未公開企業を投資対象とするファンドなど、外部委託するオルタナティブ投資も含めた全ての運用資産を対象とする。

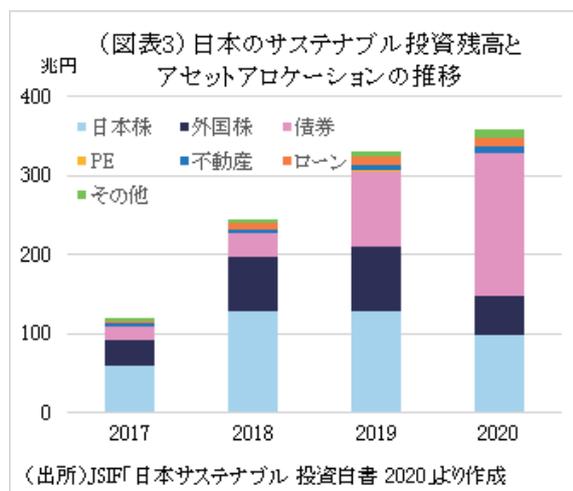
このように企業サイド・投資家サイドの両面からESG対応は進んでいるが、本稿では年金・生保・金融機関を中心に機関投資家のESG投資に焦点をあて、現況を整理する。

1 ESG投資の概要

ESG投資とは、従来の財務情報だけでなく環境(Environment)・社会(Society)・企業統治(Governance)の3要素も考慮した企業評価を行い、投資選定を行うものである。国連が責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)を公表し、持続可能な開発目標(SDGs: Sustainable Development Goals)の採択(2015年9月)やパリ協定(同年12月)、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)の提言(2017年6月)など、国際的な環境への取り組みが行われる中、持続可能な社会発展に資する活動としてESG投資が広く普及することとなった。



2018年¹の世界全体のサステナブル投資額は2年前比34%増の30.7兆ドル(約3,500兆円)となった。地域別には全ての地域で増大しており我が国も増加率は大きいものの、欧米と比較すると依然として低い水準にある(図表1)。アセットアロケーションでは株式が半数となり、近年では、債券やその他不動産やプライベート・エクイティなど多様な資産を通じた投資が増えている(図表2)。我が国のアセットアロケーションの推移でも同様に債券のウェイトが高まってきていることがわかる(図表3)。



我が国では年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が2015年にPRIに署名し、2017年からESG投資を開始、さらにその運用にあたってESG指数を採用したことが注目された。ゆうちょ銀行は日本郵政・かんぽ生命とともに2019年4月にTCFD提言に賛同を表明し、「国際分散投資を進めるにあたっては、各種国際合意などに留意した投資を行う」とする方針を策定した。かんぽ生命は同年5月に運用資産の審査にESGを取り入れた。

投資先の脱炭素を目指す動きは、欧米の年金基金や保険会社など資金の出し手(アセットオーナー)が先行してきた。スウェーデンの公的年金AP4や米ニューヨーク州退職年金基金は2040年までのCo2排出ゼロを掲げており、追随する第一生命や日本生命は2050年を目標にしている(図表4)。GPIFは具体的な目標年を示していないが、ユニバーサルオーナー²であることやフィデューシャリーデューティー(受託者責任)の観点から運用収益を無視できない事情もあるとみられる。GPIFが選定したESG指数はかろうじてTOPIX(東証株価指数)を上回るパフォーマンスを上げているが(図表5)、今後の相場環境によってはリターンを無視してまでESG投資に傾斜することは考えにくい。ESG投資が定着するためには長期的なパフォーマンス向上が条件となる。

(図表4)脱炭素をめぐる機関投資家の動き

機関投資家	排出ゼロ目標年	具体策
AP4(スウェーデン公的年金)	2040年	外株運用でパリ協定に沿わない企業から撤退
米NY州退職年金基金	2040年	25年までに基準を満たさない化石燃料企業から投資撤退
仏アクサ	-	25年までに投資先のCo2排出量を2割削減
独アリアンツ	2050年	投資先のCo2排出量の間目標を策定
第一生命	2050年	25年の投資先のCo2排出量を3割削減
日本生命	2050年	-
GPIF	-	投資先から出るCo2排出量を開示

出所)各種新聞記事等より作成

¹ 2020年のデータは2021年4月に公表予定であったが、2021年半ばにずれ込む見込み。

² 資本市場を幅広くカバーする投資家。2020年3月末時点でGPIFは国内株式2,388銘柄、国内債券5,276銘柄、外国株式2,721銘柄、外国債券8,643銘柄に投資しており、ベンチマークを上回る銘柄を保有。



2 機関投資家の動向(生保)

かんぽ生命は、国際機関が発行するESG債への投資を加速させている。企業の事業モデルを低炭素化に転換するために発行するトランジション(移行)ボンドや、新型コロナウイルス禍での経済支援・医療体制の整備などに充てるサステナブル・ディベロップメント・ボンドなどがある(図表6)。

(図表6)かんぽ生命の主なESG債投資(2021年以降)

投資家	実施日	種類	利率	年限	投資額		発行体	資金用途
かんぽ生命	1/13	トランジション・ボンド	1.2	10	2.8億豪ドル	225億円	欧州復興開発銀行 (EBRD)	企業の事業モデルを低炭素化に転換するためのプロジェクト
かんぽ生命	1/13	グリーンボンド	1.16	10	1.3億豪ドル	105億円	国際復興開発銀行 (IBRD)	コロナ禍での経済復興と脱炭素化
かんぽ生命	3/10	サステナブル・ディベロップメント・ボンド	1.74	10	0.6億豪ドル	50億円	米州開発銀行 (IDB)	中南米・カリブ海地域の貧困・不平等の是正、新型コロナウイルス感染症ワクチンの確保・配布の援助
かんぽ生命	3/10	サステナブル・ディベロップメント・ボンド	2.045	10	0.66億NZドル	50億円	米州開発銀行 (IDB)	
かんぽ生命	3/19	サステナブル・ディベロップメント・ボンド	2.067	10	0.6億豪ドル	50億円	米州開発銀行 (IDB)	中南米・カリブ海地域における自然環境保全や動物由来の感染症研究などの導入支援
かんぽ生命	3/19	エデュケーション・ボンド	1.93	10	0.6億豪ドル	50億円	アジア開発銀行 (ADB)	アジア太平洋地域における学校教育・職業訓練関連プロジェクトに充当

(出所)かんぽ生命HPニュースリリースより作成

また、第一生命は2020年8月時点で、6,600億円のESG投資を行っており、2023年度末には1兆2,000億円への拡大を見込んでいる。日本生命は2021年4月から債券や株式・不動産など全ての投融資の判断に「ESG評価」を導入することを表明し、第一生命も2023年度末までの導入を目標に掲げている。生保各社はESG債だけでなくインパクト投資やファンドへの投資も進めている(図表7)。

(図表7) 生保各社の最近のESG投資

投資家	決定日	種類	年限	投資額		発行体	資金使途
第一生命	2/9	エデュケーション・ボンド	10	0.75億豪ドル	60億円	アジア開発銀行(ADB)	学習機会の損失等を軽減し学生のデジタル化への適応、各国のDXの支援
明治安田生命	2/10	ソーシャルボンド	15	1.25億ドル	95億円	国際金融公社(IFC)	コロナの影響を受けた国を含む開発途上国において、必要なサービスを受けられない人々を受益者とするプロジェクト
第一生命	2/15	インパクト投資	-	-	1億円	シェアリングエネルギー	住宅用太陽光発電等の分散型再生可能エネルギー電源創出を通じたCo2排出削減への貢献
第一生命	2/16	サステナビリティ・リンク・ローン	5	-	18億円	タイユニオン社	水産資源保全に向けた持続可能な漁業への構造転換
明治安田生命	2/25	クライメイト・アウェアネス・ボンド	15	1.3億豪ドル	105億円	欧州投資銀行(EIB)	グリーンボンド規則に準拠し、気候変動抑制に大きく貢献するプロジェクト
第一生命	2/26	MSCI気候バリ協定 準拠インデックスファンドへの投資	-	-	200億円	アセットマネジメント One	低炭素経済への移行に伴うリスクを抑制、市場機会を獲得することを目指す指数への投資
第一生命	3/1	インパクト投資	-	-	2億円	GITAI Japan	宇宙用作業ロボットの研究・開発による宇宙開発の促進
第一生命	3/4	チルドレン・ボンド	5	-	100億円	国際復興開発銀行(IBRD)	ユニセフの子どもの命と権利を守る活動を支援
第一生命	3/19	サステナビリティ・リンク・ボンド	12	-	48億円	野村総合研究所	2030年度までに①NRIグループのCo2排出量72%減(2013年度比) ②データセンターの再エネ利用率70%達成
住友生命	3/31	グリーンボンド	15	1.2億豪ドル	100億円	フランス国有鉄道	高速鉄道網や鉄道システムの管理・改善・エネルギー効率化等に資するプロジェクト
明治安田生命	3/24	エデュケーション・ボンド	10	0.75億豪ドル	63億円	アジア開発銀行(ADB)	中等教育へのアクセス支援、学生のデジタル化への適応、の技術・職業教育および訓練の提供
住友生命	4/23	インパクト投資	-	-	100億円	アセットマネジメント One	SDGsへの貢献についてインパクト評価を行うインフラデットファンドへの投資

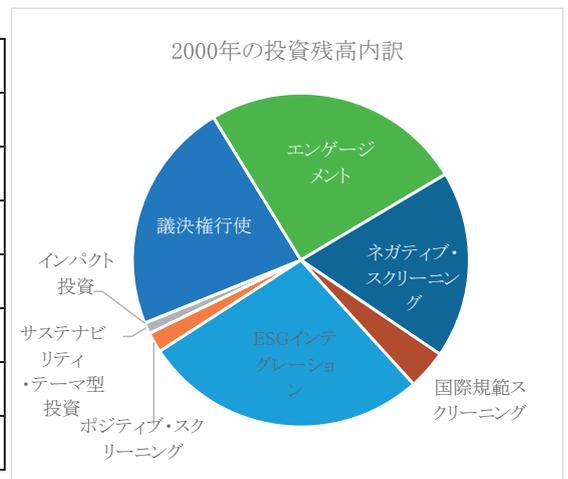
(出所)各HPニュースリリースより作成

Global Sustainability Investment Alliance (GSIA)は ESG の投資手法を7つに分類している(図表8)。エンゲージメントと議決権行使を分けた日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)の8分類の集計によると、投資先企業と積極的に建設的な対話を行う「エンゲージメント」や伝統的な財務・定量分析による投資プロセスに ESG を組み入れていく「ESG インテグレーション」の割合が多い。長期的視点では ESG 対応の企業は企業価値向上・持続的成長に繋がることから、調達資金が超長期である年金・生保の運用対象として親和性があるといえる。

(図表8) 投資手法の定義

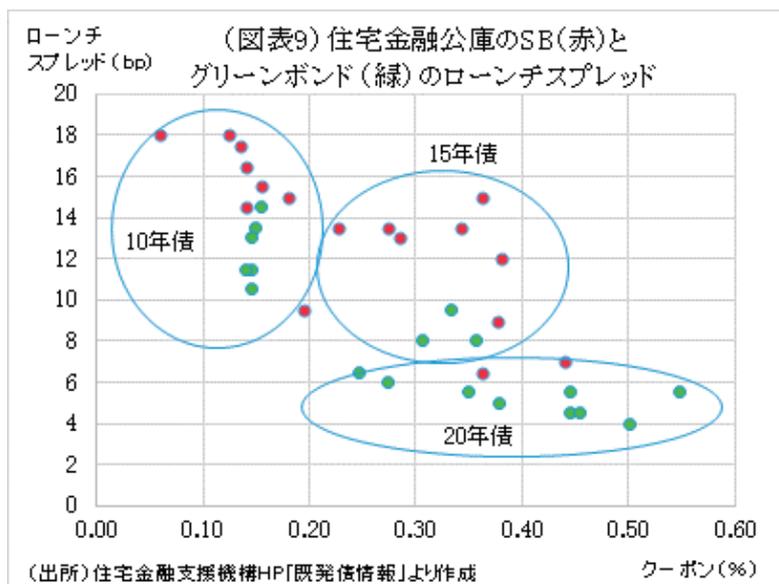
投資手法	内容
ESGインテグレーション	財務諸表だけではなく、企業のESG課題解決に向けた取組みも評価に加えて投資判断を行う
ポジティブ・スクリーニング	ESG課題への取組みが優れた企業に投資する
サステナビリティ・テーマ型投資	持続可能性に関する特定のテーマ(気候変動・食糧・農業・エネルギー等)に投資する
インパクト投資	適切なリスク・リターンの確保とともに社会・環境問題にポジティブなインパクトをもたらすものへの投資
エンゲージメント	ESG の課題について議決権行使や株主提案、対話を通じて企業に働きかける
ネガティブ・スクリーニング	倫理的・社会的・環境的な価値観に基づき、特定の資金使途・業種等を投資対象から除外する
国際規範スクリーニング	環境破壊や人権侵害など国際的な規範に違反する企業を投資対象から除外する

(出所)JSIF「日本サステナブル投資白書2020」をもとに作成



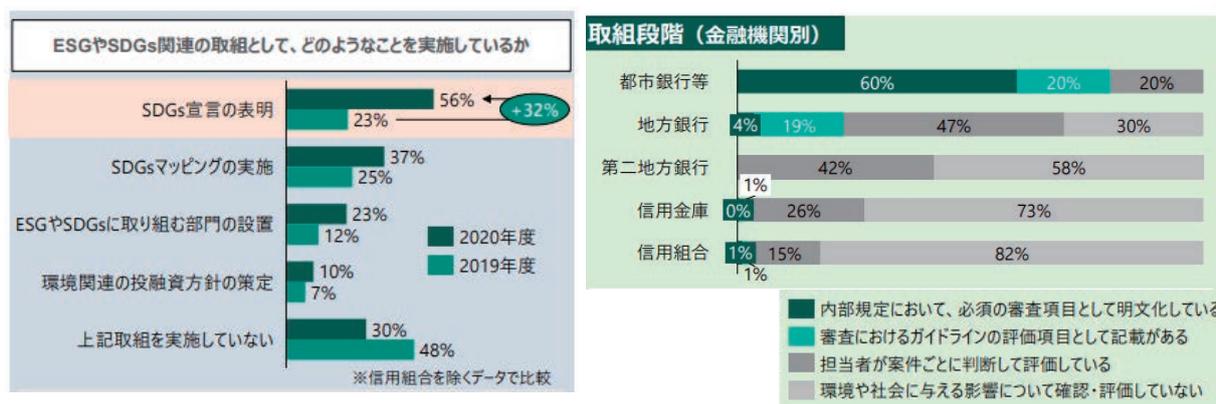
3 機関投資家の動向(金融機関)

一方で、短期調達の銀行においては ESG 投資に積極的とはいえない状況にある。特にグリーンボンド(環境債)にはグリーンニアム³の存在が指摘され必ずしも運用に有利ではなく(図表 9)、パフォーマンスの伴わない投資には消極的にならざるを得なかったと思われる。ESG 対応企業の株価は将来の企業価値向上を反映しやすい一方、債券についてはデフォルト確率(信用リスク)の低下が予想されれば利回りに低下圧力がかかりやすくなる。



環境省のアンケート調査⁴によると金融機関の ESG 対応は進んでいるものの、組織的に取り組んでいるのは都銀と地銀の一部にとどまっている(図表 10)。

(図表 10) ESG 金融への取組状況



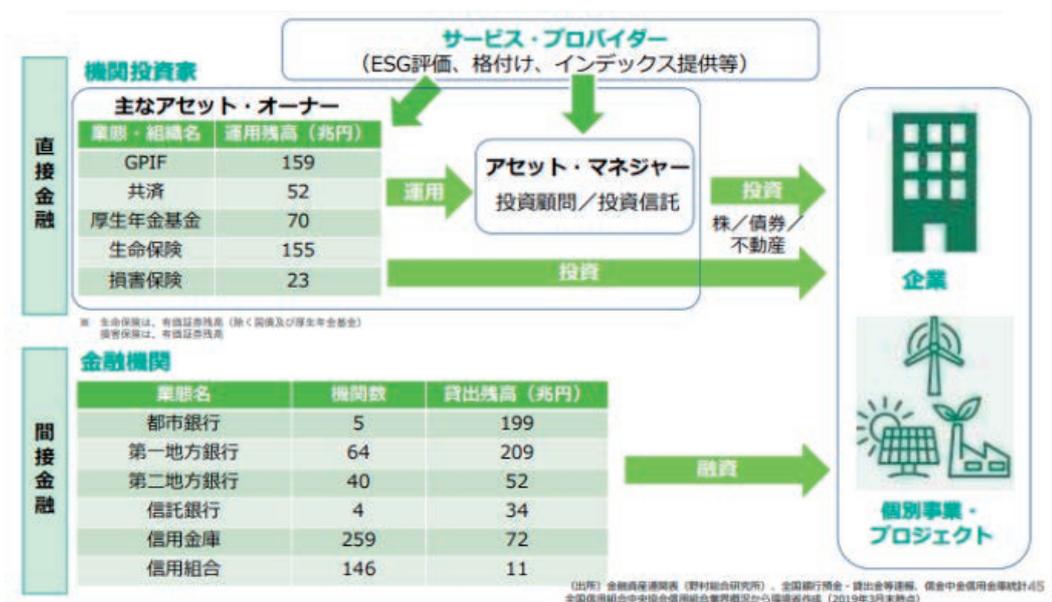
(出所) 環境省「ESG 地域金融に関する取組状況について-2020 年度 ESG 地域金融に関するアンケート調査結果取りまとめ-」2021 年 3 月

³ グリーンボンドが一般的な債券と比べて高価格/低金利となること。

⁴ 「2020 年度 ESG 地域金融に関するアンケート調査」対象：都市銀行・信託銀行・その他、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合。期間 2020 年 8 月 12 日～9 月 18 日。512 金融機関中 460 機関(約 90%)より回答。

海外では主に直接金融を中心とした ESG「投資」であるが、我が国では間接金融の割合が高いことも、金融機関が投資に消極的な一因であろう。資金使途を環境負荷低減に絞るグリーン・ローン(環境融資)やサステナビリティ・リンク・ローン(SLL)⁵、投融資に伴う社会的影響を考慮するインパクト・ファイナンスなど ESG の取り組みは「融資」が主流となっている(図表 11)。

(図表 11) 日本の金融構造とステークホルダー



(出所) 環境省「ESG 地域金融の推進について」(2021年4月16日) P45より抜粋

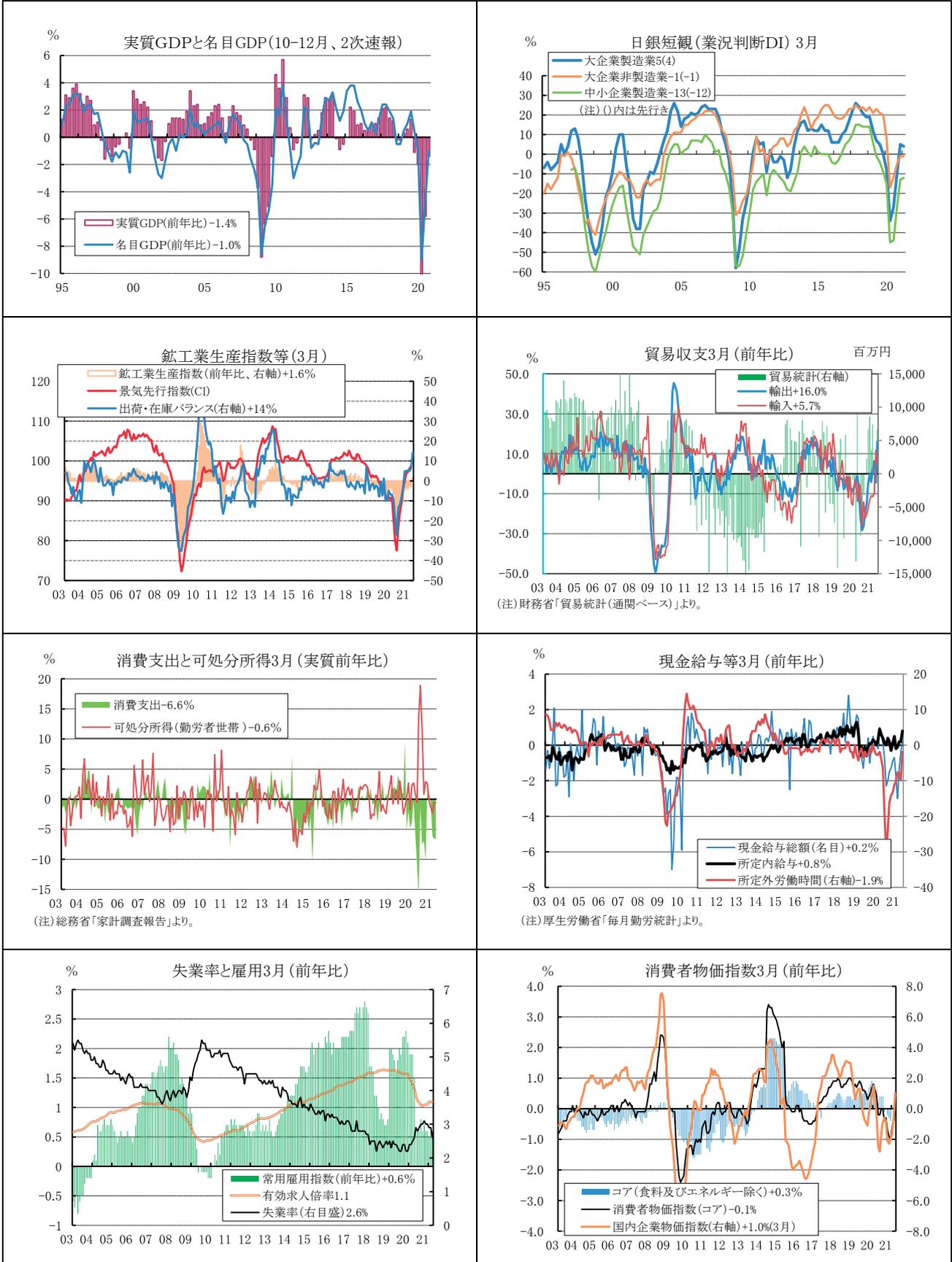
また、ESG 投資にあたっては運用目的・方針を明確化し、体制を整備することが重要であるが、ファイナンス理論を超えた科学技術分野の専門知識を必要とすることも課題となっている。さらに運用評価は一般的に月次・四半期で行われていることから、短期パフォーマンスが重視される傾向にあることも積極的な ESG 投資への障壁となっている。

おわりに

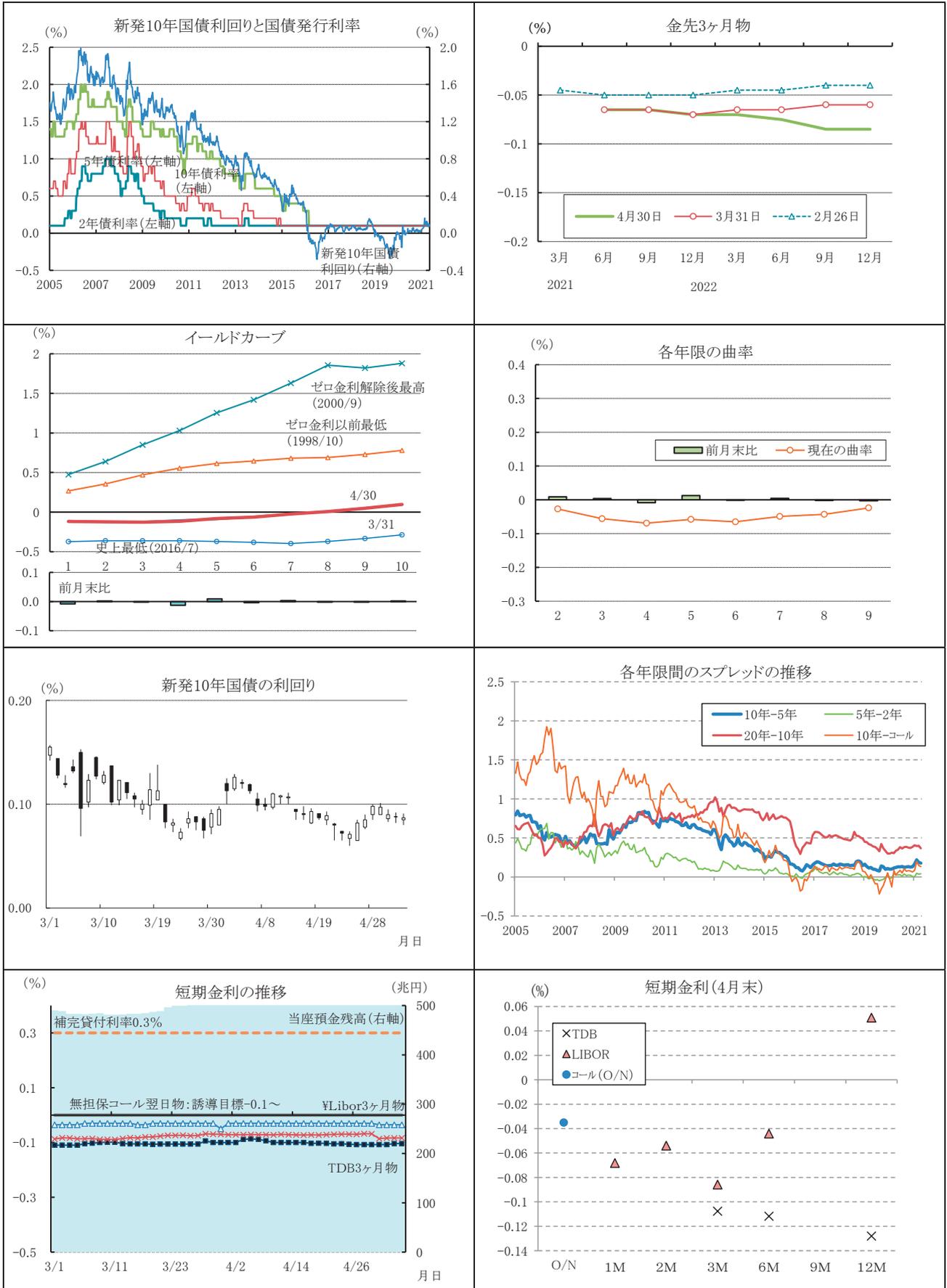
国際的に気候変動リスクへの対応などがクローズアップされる中で、我が国の対応は欧米に後れを取っており、ESG 投資の意義や運用にかかる体制整備が未熟な状況にある。総論としては受け入れられているものの短期的なパフォーマンス向上に直結しない現状では、長期運用の投資家向けに留まっている点は否めない。株式以外の多資産に運用対象が広がり、運用手法も多岐に亘るなど基本的な投資環境は整ってきているが、ESG 投資が標準化するには、パフォーマンス向上を確認する年月と投資目的・方針・評価までの運用プロセス全般への対応が必要であろう。長い目でみれば、機関投資家が投資先企業に対して非財務情報の開示や ESG 対応を求めることによって、金融市場全体の効率化・活性化に貢献していく役割を担っているといえよう。

⁵ Co2 排出削減目標の達成等で融資条件を優遇する仕組み。

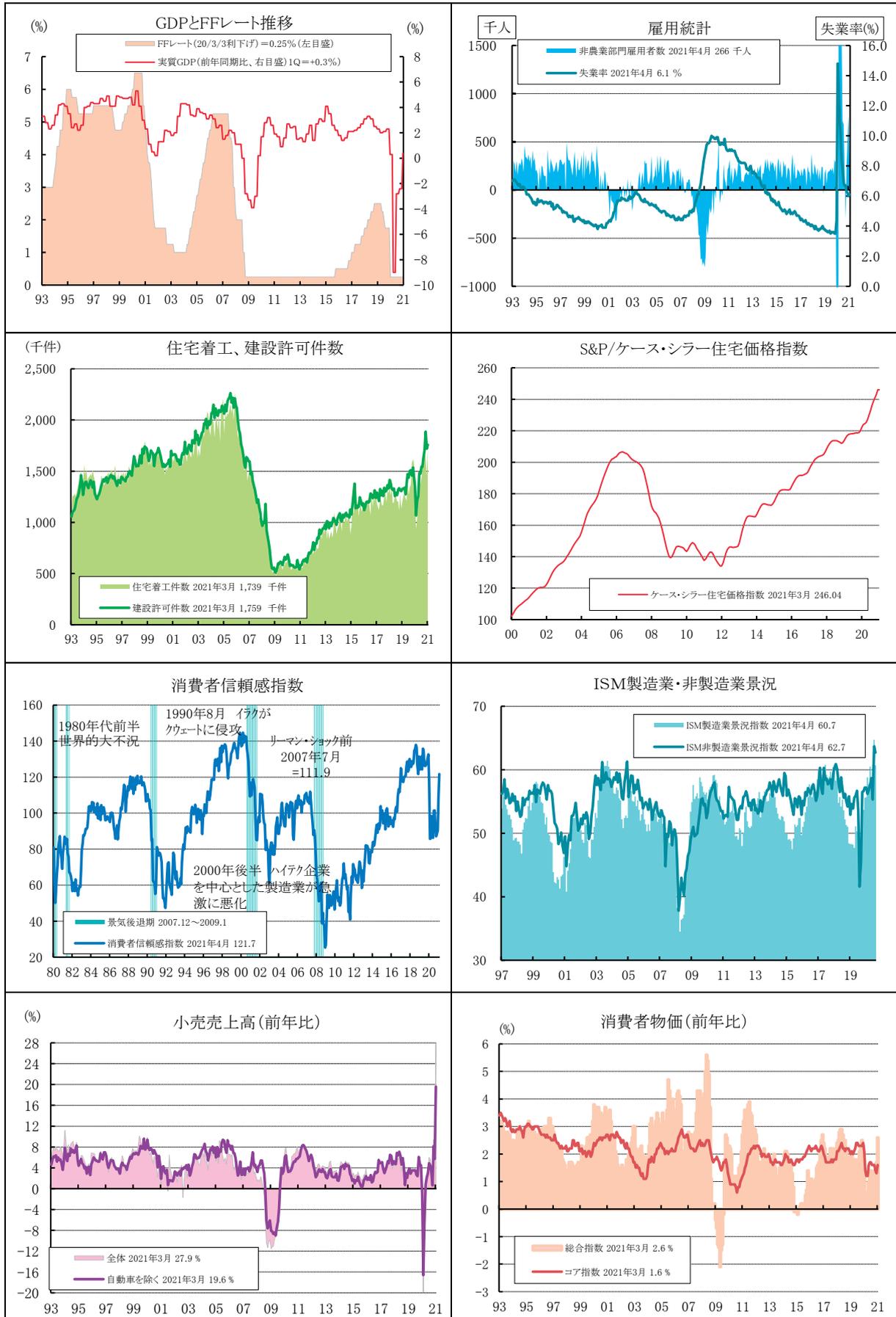
日本 マクロ経済



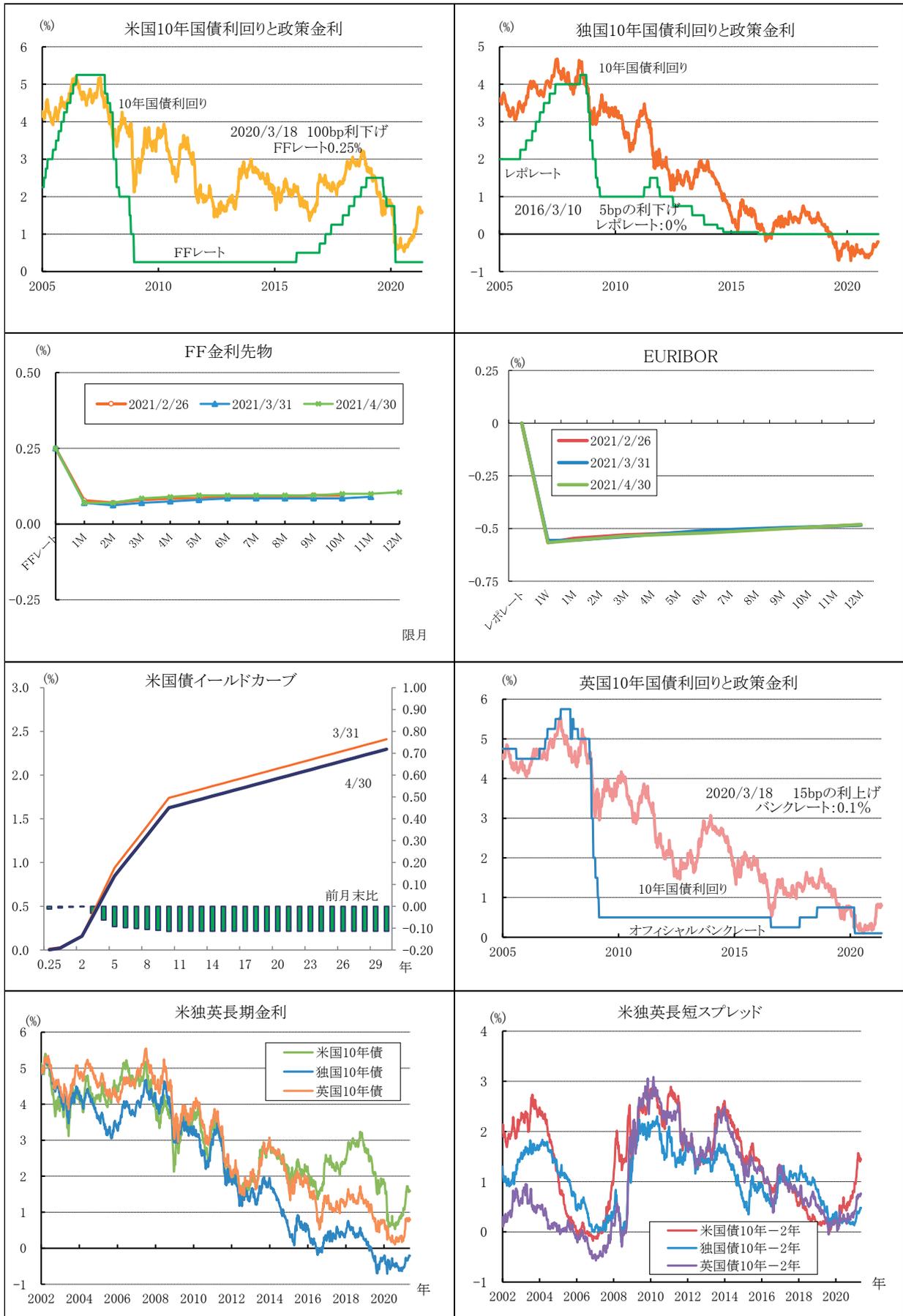
日本 短期・債券市場



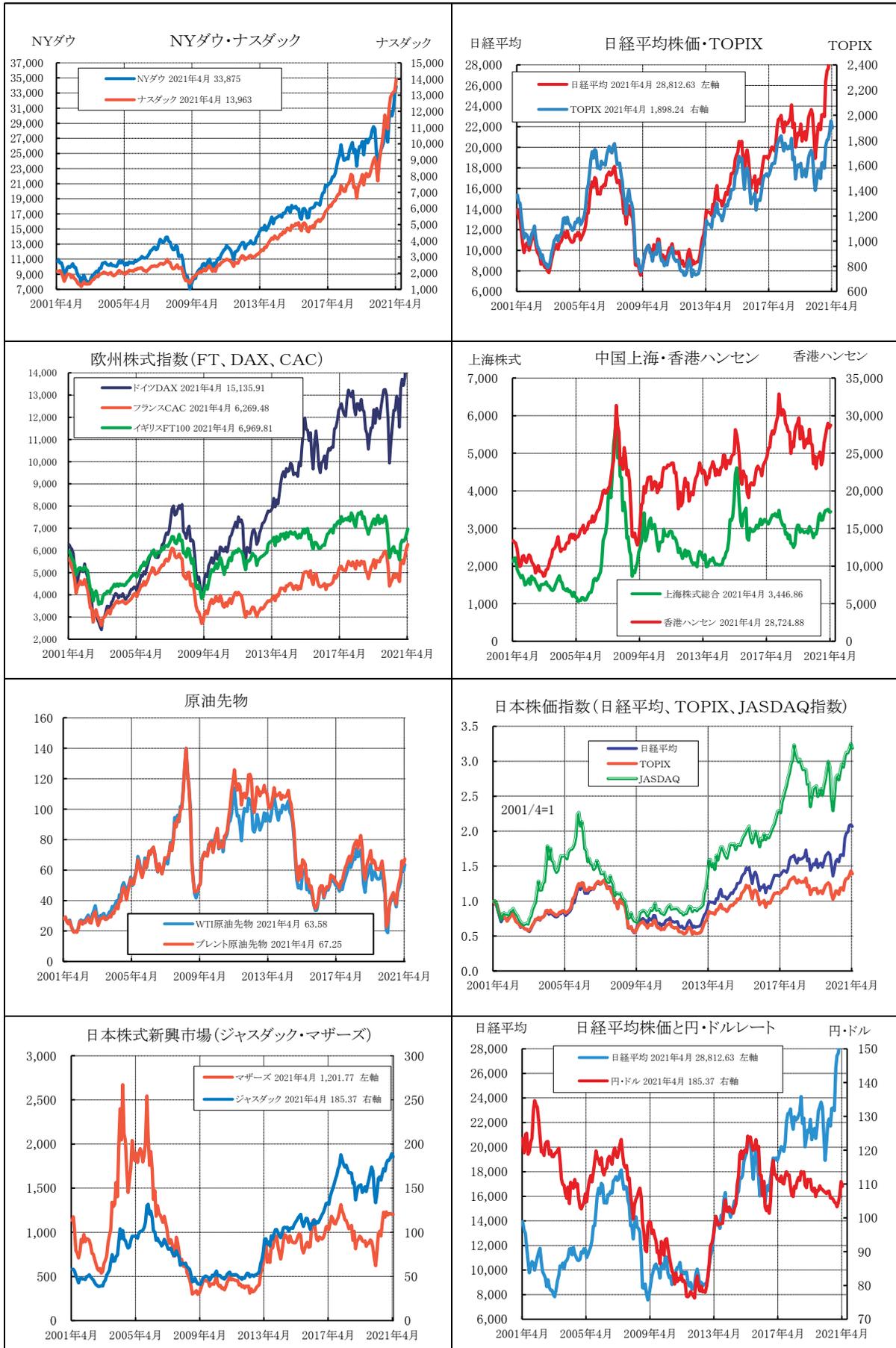
海外 マクロ経済



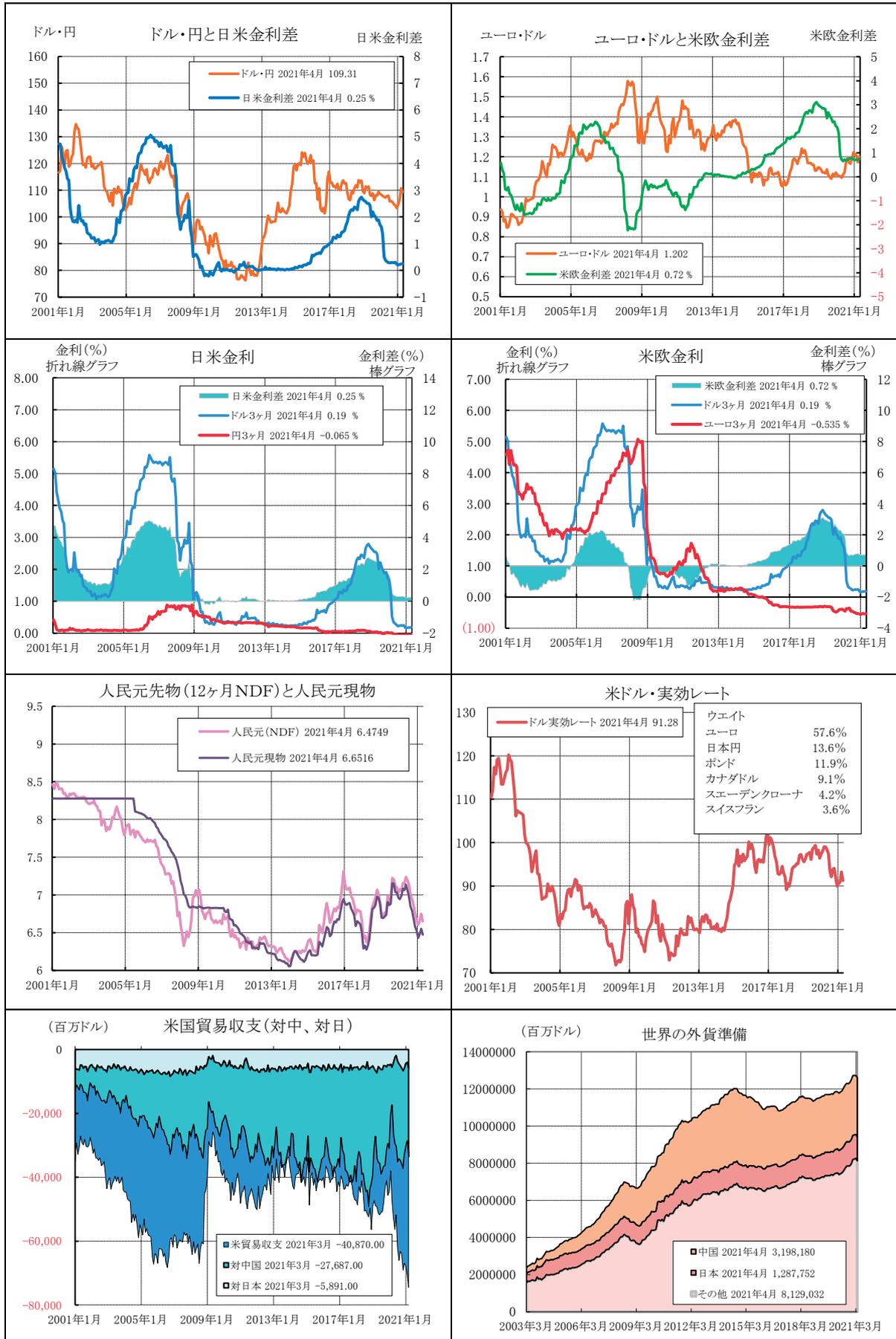
海外債券市場



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)
		2021/5/7	2021/5/7				2021/5/7	2021/5/7	
三菱UFJ国際 ターゲットリターン・ファンド(2%コース)*	4.31	10,507	234	234	インドネシア・ルビア債券ファンド(毎月決算型)【変種:ルビア債券】	28.31	7,990	40	40
One ターゲットリターン・ファンド(4%コース)*	6.16	10,710	1,364	1,364	アジア・ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジあり)	19.61	4,643	263	263
野村資産設計ファンド2015【変種: 未来時計2015】	11.68	11,568	786	786	アジア・ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジなし)	22.92	6,912	424	424
野村資産設計ファンド2020【変種: 未来時計2020】	11.99	11,977	782	782	USスラテック・インカム・ファンドAコース(為替ヘッジあり)【変種:債券王】	5.13	8,821	1,713	1,713
野村資産設計ファンド2025【変種: 未来時計2025】	17.15	12,799	980	980	USスラテック・インカム・ファンドBコース(為替ヘッジなし)【変種:債券王】	8.45	7,644	8,566	8,566
野村資産設計ファンド2030【変種: 未来時計2030】	22.12	13,499	1,007	1,007	ビムロ ハイ・インカム毎月分配型ファンド(為替ヘッジ付き)	10.21	8,262	2,051	2,051
野村資産設計ファンド2035【変種: 未来時計2035】	26.60	13,693	742	742	ビムロ ハイ・インカム毎月分配型ファンド	15.91	7,502	66,384	66,384
野村資産設計ファンド2040【変種: 未来時計2040】	29.34	13,820	1,285	1,285	欧州ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジあり)【変種:ユーロ・スピリット】	22.34	8,970	4,259	4,259
野村資産設計ファンド2045【変種: 未来時計2045】	32.61	25,038	176	176	欧州ハイイールド債券ファンド(為替ヘッジなし)【変種:ユーロ・スピリット】	32.17	10,369	6,355	6,355
野村資産設計ファンド2050【変種: 未来時計2050】	35.16	14,186	242	242	日本配当追求株ファンド(価格変動抑制型)【変種:はいせう日本】	-3.93	8,711	4,380	4,380
野村資産設計ファンド2060【変種: 未来時計2060】	37.60	12,209	111	111	大和 ストックインデックス 225ファンド	55.84	21,686	27,739	27,739
世界8資産リスク分散・バランスファンド(日積出し型)【変種:しあわせのしずく】*	4.37	10,187	5,568	5,568	新光日本小型株ファンド【変種:風物語】	77.78	23,809	13,166	13,166
JP日米バランスファンド【変種:JP日米】	2.17	10,326	3,140	3,140	つみたて日本株式(TOPIX)	41.86	13,000	9,615	9,615
JP4資産バランスファンド(安定コース)【変種:ゆゆうバランス 安定コース】	11.97	11,882	91,370	91,370	SMTAM JFX日経インデックス400オープン	42.13	16,483	1,395	1,395
JP4資産バランスファンド(安定成長コース)【変種:ゆゆうバランス 安定成長コース】	21.24	13,441	123,904	123,904	三菱UFJ優良日本株ファンド【変種:優くん(ユウくん)】	56.03	11,435	1,663	1,663
JP4資産バランスファンド(成長コース)【変種:ゆゆうバランス 成長コース】	30.23	14,960	47,085	47,085	GS 日本株式・インデックス・プラス	39.63	10,957	5,611	5,611
JP4資産均等バランス	22.83	12,171	7,756	7,756	日本株式SRIFファンド	44.17	11,010	2,219	2,219
野村6資産均等バランス	27.71	12,677	22,916	22,916	フィデリティ 日本配当成長株投資	27.97	9,962	6,180	6,180
つみたて8資産均等バランス	30.09	12,749	42,145	42,145	JPMジャパンプライム	53.11	16,612	114	114
リスク抑制世界8資産バランスファンド【変種:しあわせのしずく】	1.65	10,692	224,171	224,171	生活基礎関連株ファンド【変種:ゆゆう街道】	58.64	19,446	2,007	2,007
東京海上・内資産バランスファンド(毎月決算型)【変種:内奏会】	3.00	10,527	629,983	629,983	世界株式TOPXインデックス	41.53	26,444	19,367	19,367
東京海上・内資産バランスファンド(年1回決算型)【変種:内奏会(年1回決算型)】	3.02	11,081	271,760	271,760	世界株配当収益追求ファンド(価格変動抑制型)【変種:はいせうり】	-1.11	8,736	437	437
三菱UFJ国際 インカムバランスファンド(毎月決算型)【変種:若者の定期積】	13.99	8,514	1,466	1,466	アジア・グローバル・インカム株式ファンド【変種:グローバル・インカム】(為替ヘッジあり)	54.94	14,163	230	230
HSBCワールド・セレクトジョン(安定コース)【変種:ゆゆうラップ安定】	10.62	10,873	25,977	25,977	アジア・グローバル・インカム株式ファンド【変種:グローバル・インカム】(為替ヘッジなし)	60.86	14,481	1,102	1,102
HSBCワールド・セレクトジョン(安定成長コース)【変種:ゆゆうラップ安定成長】	20.20	11,838	42,781	42,781	世界株式トレンドフォロー・戦略ファンド(ロングコース)【変種:トレフォロ】	35.39	11,345	475	475
HSBCワールド・セレクトジョン(成長コース)【変種:ゆゆうラップ成長】	33.12	13,612	20,538	20,538	世界株式トレンドフォロー・戦略ファンド(ショートコース)【変種:トレフォロS】	-7.45	9,510	552	552
HSBCワールド・セレクトジョン(インカムコース)【変種:ゆゆうラップインカム】	26.79	10,918	5,708	5,708	日興五大株株式ファンド	56.63	13,171	19,364	19,364
野村世界6資産分散投資(安定コース)	11.97	12,687	93,158	93,158	SMTAM NYダウインデックスオープン(為替ヘッジあり)	49.02	14,011	404	404
野村世界6資産分散投資(分散コース)	14.00	11,031	120,004	120,004	SMTAM NYダウインデックスオープン	52.41	22,895	7,848	7,848
野村世界6資産分散投資(成長コース)	36.36	15,560	43,371	43,371	DIAM世界好配当株ファンド(毎月決算型)【変種:ハッピーインカム】	27.96	11,227	123	123
野村世界6資産分散投資(配分変更コース)	20.09	12,147	15,664	15,664	DIAM世界好配当株ファンド(毎月決算型)【変種:ハッピーインカム】	35.97	7,687	22,155	22,155
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA020【変種:未来時計DC-つみたてCNSA020】	22.72	12,061	182	182	ビムロ・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)【変種:グローバル・インカム】	12.59	7,137	17,939	17,939
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA030【変種:未来時計DC-つみたてCNSA030】	29.96	12,594	127	127	ビムロ・グローバル・インカム株式ファンド(1年決算型)【変種:グローバル・インカム】	12.75	11,215	9,824	9,824
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA040【変種:未来時計DC-つみたてCNSA040】	35.81	12,998	82	82	ビムロ・グローバル・インカム株式ファンド(毎月分配型)	18.55	2,640	968,004	968,004
野村資産設計ファンドDC-つみたてCNSA050【変種:未来時計DC-つみたてCNSA050】	38.26	12,403	44	44	ビムロ・グローバル・インカム株式ファンド(1年決算型)	19.04	20,060	41,925	41,925
スマートファイブ(毎月決算型)	4.91	9,529	359,742	359,742	JPMグローバル・医療関連株ファンド	39.33	10,532	61,492	61,492
スマートファイブ(1年決算型)	4.92	13,396	58,015	58,015	つみたて先進国株式	56.36	16,281	33,043	33,043
セゾン・バンガード・グローバルバランスファンド	26.69	18,120	259,907	259,907	つみたて新興国株式	63.90	13,398	10,955	10,955
ニッセイ日本債券ファンド(毎月決算型)	0.39	9,418	12,801	12,801	シエラ 資産形成の達人ファンド	54.33	29,717	150,694	150,694
eMAXIS 国内債券インデックス	-1.13	11,508	11,995	11,995	ビムロ・プレミアム・ブランド・ファンド(3ヵ月決算型)	69.08	19,147	27,337	27,337
大和住信 先進国債ファンド(リスク抑制型)【変種: 未来のコツ】	-0.89	10,326	37,195	37,195	新光サザンアジア株ファンド	40.01	10,030	2,532	2,532
日興五大株債券ファンド(毎月分配型)	4.28	8,254	47,531	47,531	JP4高配当株プライム	49.21	16,530	93	93
三菱UFJ 先進国高金利債券ファンド(毎月決算型)【変種:グローバルトップ】	10.42	8,104	52,311	52,311	eMAXIS 先進国インフラ株ファンド【変種:インフラ】	32.17	14,817	75	75
三菱UFJ 先進国高金利債券ファンド(年1回決算型)【変種:グローバルトップ年1】	10.42	12,426	700	700	グローイング台湾株ファンド	76.85	12,284	530	530
ダイワ成長国セレクト債券ファンド(毎月決算型)【変種:セレクト9】	7.38	3,832	14,643	14,643	ニコライフ・カナダ株ファンド	57.16	11,353	1,610	1,610
ダイワ成長国セレクト債券ファンド(年1回決算型)【変種:セレクト9年1回】	7.48	9,618	374	374	野村ユーロトップ・カンパニーBコース	57.93	11,342	5,132	5,132
野村米国ハイ・イールド・ファンド(毎月決算型)【変種:為替ヘッジあり】	23.35	8,503	2,088	2,088	オーストラリア好配当株オープン(毎月決算型)	81.98	7,889	232	232
野村米国ハイ・イールド・ファンド(毎月決算型)	26.46	8,084	14,176	14,176	eMAXIS 先進国株式インデックス	55.65	38,362	55,116	55,116
野村米国ハイ・イールド・ファンド(年1回決算型)【変種:為替ヘッジあり】	23.27	11,868	156	156	eMAXIS 新興国株式インデックス	63.50	19,907	37,709	37,709
野村米国ハイ・イールド・ファンド(年1回決算型)	26.65	14,250	770	770	DIAM世界100インデックスファンド(毎月分配型)	38.08	2,872	196,463	196,463
高金利先進国債券オープン(毎月分配型)【変種:月桂樹】	11.22	4,253	92,231	92,231	MHAM リットアダプティブファンド(毎月決算型)【変種:Jインカム】	27.49	10,541	22,972	22,972
高金利先進国債券オープン(資産成長型)【変種:月桂樹(資産成長型)】	11.19	18,232	7,117	7,117	DAAM世界好配当株ファンド(毎月決算型)【変種:ハッピーインカム】(為替ヘッジあり)	35.79	6,859	11,239	11,239
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)	9.57	9,097	62,961	62,961	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)	38.15	2,436	629,946	629,946
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)	14.94	10,347	13,584	13,584	ダイワ・US-REIT・オープン(年1回決算型)【変種:為替ヘッジあり】	35.82	17,303	599	599
DWS グローバル公益債券ファンド(年1回決算型)Cコース(為替ヘッジあり)	9.62	11,753	8,247	8,247	ダイワ・US-REIT・オープン(年1回決算型)【変種:為替ヘッジなし】	38.26	21,988	8,241	8,241
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)	14.88	13,517	1,308	1,308	eMAXIS 国内リートインデックス	31.11	35,041	17,338	17,338
エマージング・ソブリン・オープン(毎月決算型)【変種:為替ヘッジあり】	14.72	8,080	16,966	16,966	eMAXIS 先進国リートインデックス	38.96	31,284	13,722	13,722
エマージング・ソブリン・オープン(資産成長型)【変種:為替ヘッジあり】	17.74	7,089	21,308	21,308	ニッセイ世界リートオープン(毎月決算型)	48.26	3,226	118,703	118,703
エマージング・ソブリン・オープン(資産成長型)【変種:為替ヘッジなし】	14.71	12,553	517	517	ニッセイ世界リートオープン(年2回決算型)	48.52	15,504	933	933
エマージング・ソブリン・オープン(資産成長型)【変種:エマージング】	17.86	15,699	1,092	1,092	アジア・リートオープン(毎月決算型)	29.46	14,613	364	364
eMAXIS 先進国債券インデックス	3.34	14,596	13,671	13,671	ステートストリート・ゴールドファンド(為替ヘッジあり)	1.25	8,195	4,074	4,074
eMAXIS 新興国債券インデックス	13.61	13,336	6,153	6,153	ビムロUSハイインカム・ローン・ファンド(毎月分配型)【変種:為替ヘッジあり】	12.29	7,970	682	682
スィンチ債券オープン(毎月分配型)【変種:ファミーゴ】	26.37	5,224	24,911	24,911	ビムロUSハイインカム・ローン・ファンド(毎月分配型)【変種:為替ヘッジなし】	15.46	7,111	3,429	3,429
合計									5,678,227

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

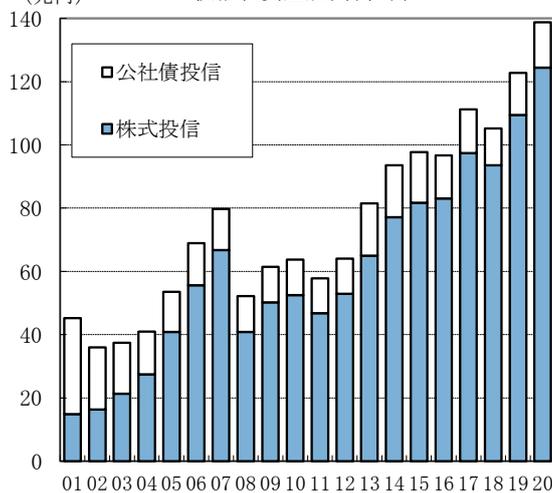
タイプ 年月	株式投信								公社債投信					証券投信計
	単字型	追加型						計	単字型	追加型	計			
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計				うちMRF	うちMMF		
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	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
2月	6,612	200,393	252,537	715,826	578,558	15,429	1,304,170	1,310,782	25	148,523	142,558	-	148,549	1,459,331
3月	6,311	205,626	256,522	752,048	606,493	15,876	1,355,422	1,361,734	25	148,376	142,485	-	148,402	1,510,136

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

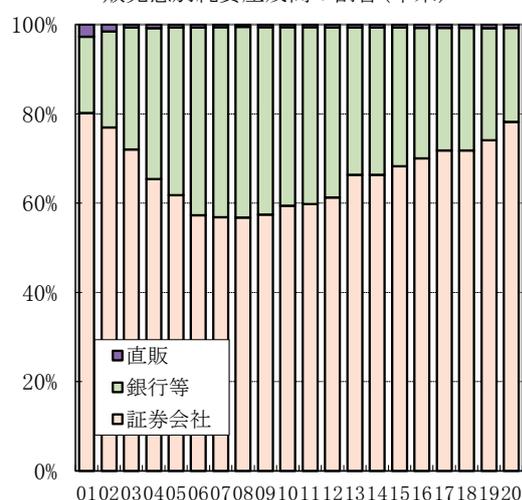
(単位:億円)

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%
2月	1,148,392	78.7%	300,808	20.6%	10,129	0.7%	1,459,331	100%
3月	1,187,540	78.6%	312,004	20.7%	10,592	0.7%	1,510,137	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							光現先勘定	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
		振替貯金	通常貯金※	貯蓄貯金	定期貯金	定額貯金	特別貯金	その他貯金						
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	※通常貯金合計	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
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	940,693					
2007年4月 - 2007年9月	1,771,539	1,311,040	460,499	954,458	420,045	517,542	16,871	817,080	372,677					
2007年10月 - 2008年3月	1,328,904	1,265,087	63,817	1,072,732	394,863	617,787	60,082	256,171	152,180					
2008年4月 - 2009年3月	2,488,552	2,309,926	178,626	2,103,308	657,022	1,266,205	180,081	385,243	229,363					
2009年4月 - 2010年3月	2,207,942	2,066,088	141,854	1,713,690	447,718	1,221,076	44,896	494,252	296,758					
2010年4月 - 2011年3月	2,205,344	2,044,121	161,223	1,678,794	360,685	1,209,939	108,170	526,550	316,329					
2011年4月 - 2012年3月	2,234,596	2,006,939	227,657	1,658,380	334,205	1,173,914	150,261	576,215	334,850					
2012年4月 - 2013年3月	2,125,888	1,874,142	251,746	1,532,352	349,831	1,110,767	171,754	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	1,893,213	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	1,731,273	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					
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	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
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	7,870,377	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	13,057,646	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	日本円		通貨別残高				合計		
	時価	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	合計
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%	4,628,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,44

< 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	有価証券	デリバティブ	その他	(参考)機構への担保の提供	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額					
							信用リスク・アセット額	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)					補完的項目 一般貸倒	リスクアセット等(E)	自己資本比率(D/E)			Tier1比率(A/E)	
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得			資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除した額		
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲184,717	▲1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969	▲93,736	▲1,299,999	277	32,218,529	29,253,213		2,965,316	26.38%	-
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