

ゆうちょ資産研レポート

2020年 11月号
隔月発行

一般財団法人 ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
MMT（現代貨幣理論）が破綻するとき	
野村證券株式会社 経済調査部 チーフエコノミスト 美和 卓	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
ウイズコロナの必然～経済・債券ニューノーマル時代	
三菱UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 石井 純	
マーケット・アウトLOOK	13
市場で起こる日本化	
モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社 マクロストラテジスト 杉寄 弘一	
資産研コーナー	19
投資信託の特別分配金による企業利益への影響	
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

2020.11

ファンダメンタル・アナリシス（1）

MMT（現代貨幣理論）が破綻するとき

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



【コロナ禍で進む財政・金融政策の一体化】

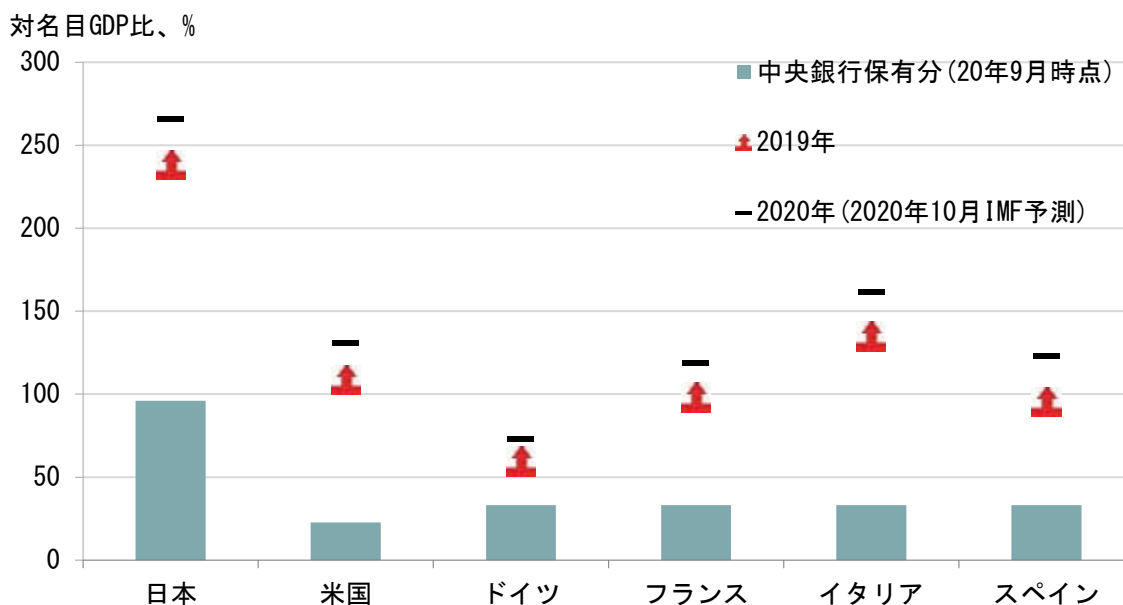
新型コロナウイルス感染症（以下、コロナ）禍は、否応なしに財政・金融政策の一体化を加速させた。

コロナ禍による未曾有の経済活動停滞に対し、感染症拡大抑制のための経済活動制限に対する暗黙の補償の性格を有する様々な給付、雇用調整圧力軽減のための助成金、医療体制拡充、感染症予防、治療技術への投資としての公的支援、そしてGo Toキャンペーンに象徴される経済活動回復促進策と、様々な方面で財政支出の大幅拡大が不可避となった。

日本銀行においても、新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーションを通じた資金供給支援の拡大に加え、4月27日の金融政策決定会合において決定した「上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う」との措置により、日銀バランスシートの膨張は、これまでの大規模金融緩和下のそれを上回るペースに加速した。結果として、政府債務は大幅に拡大し、その一部を日銀が資産として保有する、という図式の下で、両者のバランスシートの一体化は、なし崩し的に促進された。

こうした傾向は、程度の差こそあれ、コロナ禍に見舞われた世界全体に共通する。先進地域において、政府債務残高は軒並み膨張し、その一部を中央銀行が保有する事態が実現している（図表1参照）。

図表1 コロナ禍を受けた一般政府債務残高の変化と中央銀行の政府債務保有状況



注：ECB（欧州中央銀行）保有分については、カバードボンド等金融調節目的での保有債券すべてを含む。

出所：IMF（国際通貨基金）、日本銀行、米FRB（連邦準備制度理事会）、ECB（欧州中央銀行）資料より野村作成

こうした中、米 FRB(連邦準備制度理事会)は、8 月のいわゆるジャクソンホール会議でのパウエル議長講演の中で公表した「長期目標と金融政策戦略に関する文書」において、事実上 2%を上回るインフレ率を許容しながら、低インフレやデフレのリスクを克服する新たな方針を示した。今や、多くの中央銀行が米 FRB の新戦略に追随しながら、コロナ禍への対応で打ち出された金融緩和策を長期化させる構えをみせている。中央銀行による低インフレ、デフレリスク克服への取り組みは、財政・金融政策の一体化を長期にわたり事実上固定化することにも繋がり得る。

【MMT(現代貨幣理論)の正当性】

財政・金融政策の事実上の一体化が進行する下で、低インフレ克服に向けた取り組みが強化されている実態は、奇しくも、MMT(現代貨幣理論)の主張を正当化する方向に世界が動いているかのようだ。MMT の主張の一つは、金融緩和による適正なインフレ率達成が不可能な場合、財政と政府債務を拡大することによりその達成を目指すべき、というものであるからだ。

MMT に則った財政・金融政策一体化が、ハイパーインフレーションなど制御不能なインフレ率の加速に繋がるとの反論に対して、MMT は、インフレ加速抑制が必要な場合には、財政を引き締めればよいと主張する。この点でも、MMT は、現下の財政・金融政策一体化を正当化する理論的支柱となりうる立場にあるだろう。

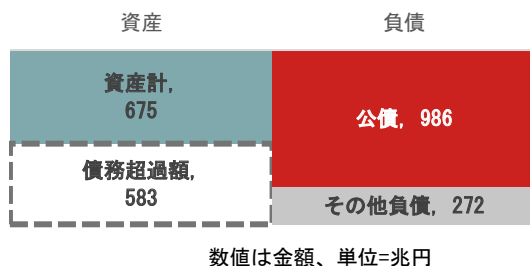
【財政・金融政策一体化の持続可能性を検証する】

では、一見 MMT に裏付けられるように実現しつつある財政・金融政策の一体化は、今後も持続可能なものなのであろうか。日本における国と日銀のバランスシートを連結した、統合政府の資産負債を念頭に考えてみよう。

国と日銀の単体バランスシートは、それぞれ以下の図表 2、3 のようになっている(国の財務指標が 2018 年度末、日銀のそれが 2020 年 9 月末と、計測時点が異なる点には注意)。財政・金融政策の一体化を象徴するのは、国の債務である公債残高のうちおよそ半分が日銀により保有され日銀の資産として計上されている点である。この点に注目し、公債残高のうち日銀保有分を相殺することにより両者のバランスシートを統合(連結)したものが図表 4 である。

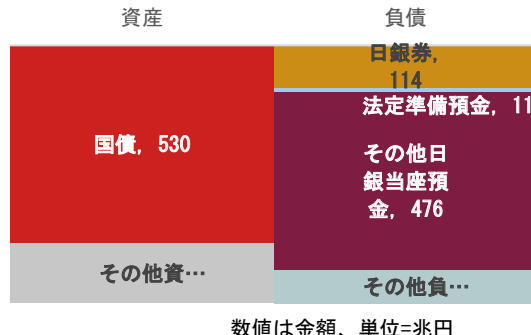
財政・金融政策一体化の持続可能性(≡MMT の持続可能性)を考えるポイントとなるのは、相殺した日銀保有国債の裏側で負債として計上され、その金額が膨張している日銀当座預金であろう。その増加が維持できなくなることは、すなわち財政・金融一体化の維持が難しくなることとほぼ同義であると同時に、日銀当座預金の増加が維持できない事態は、同じ統合政府の負債である市中国債残高の増加の維持も難しくなる条件と考えうるからである。

図表 2 国のバランスシート(2018 年度末)



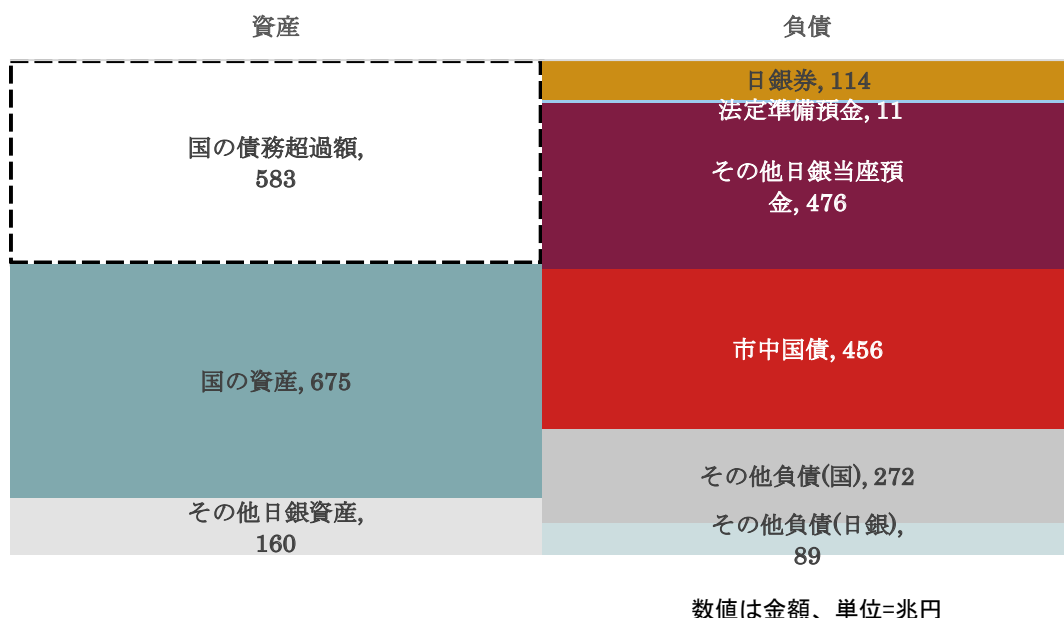
出所: 財務省資料より野村作成

図表 3 日本銀行のバランスシート(2020 年 9 月末)



出所: 日本銀行資料より野村作成

図表 4 統合政府のバランスシート



出所: 財務省、日本銀行資料より野村作成

【MMT の持続性が崩れる条件】

では現状において一見成立しているようにみえる、MMT の妥当性が崩れるとすれば、それはどのような場面であろうか？

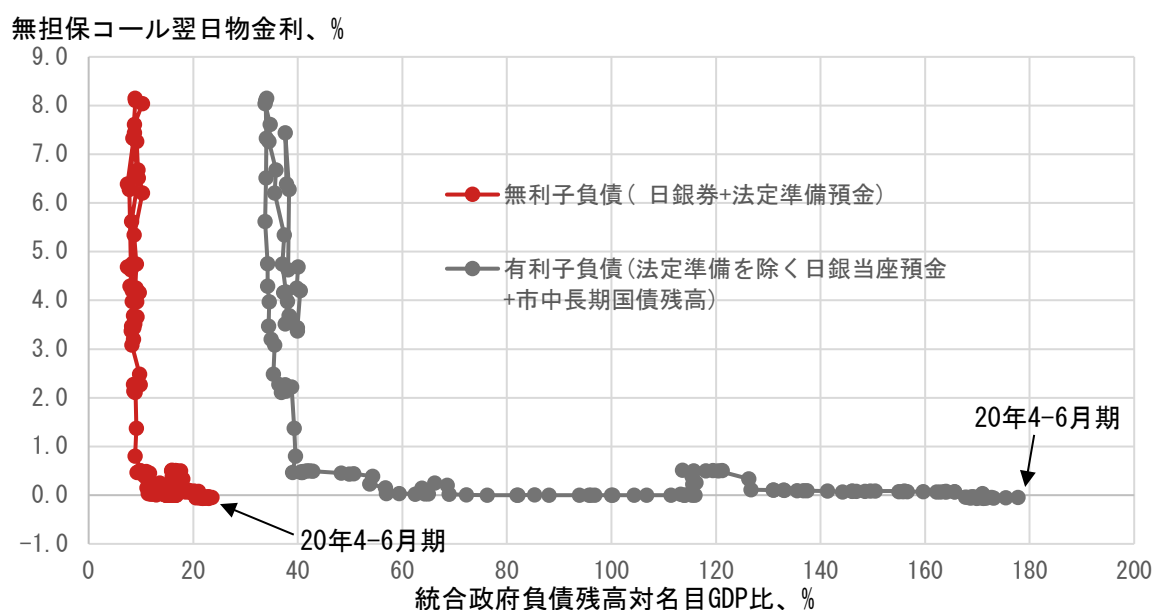
現状、統合政府の債務を無利息負債である日銀券＋法定準備預金と、有利子負債である超過準備預金＋市中国債に分けてみると、国債の利回り曲線が幅広い年限にわたってゼロ金利またはマイナス金利の状況に陥っていることによって、両者がほぼ無差別の関係に陥っていることが窺われる。換言すれば、有利子負債であっても現金等価物として需要が無限大に拡大しうる状態が実現していると言える(図表 5 において、各折れ線が、縦軸がゼロ近傍の部分で水平方向に動いている状態)。いわばこの状態が、見かけ上の MMT の成立を実現させているといっても過言ではないだろう。

ここで、上記の条件を成り立たせている金利の前提が変化するケースを想定してみよう。短期金利(無担保コール翌日物金利がゼロから乖離して0.5%程度に達すると、過去の実績からみて、無利息負債である日銀券+法定準備預金に対する需要が名目 GDP 比で約半分に低下する可能性がある。こうした調整を(債務残高の削減ではなく)物価だけで行おうとすれば、物価水準が約2倍になる必要がある。

なお、日銀券などの無利息負債は、国債などの狭義の政府の負債と異なり、発行体が供給量を調整することが基本的にできない。したがって、債務残高の GDP 比を圧縮する手段は、名目 GDP の規模を拡大することに限られる。実質 GDP で測定される経済活動水準を短期間で2倍にするといった調整が現実的に困難であることを踏まえれば、債務残高 GDP 比の調整手段は自ずと物価水準の調整に絞られることになる。

物価水準が2倍に上昇するような調整を、統合政府の有利子負債にまで拡張して考えると、容易ならざるショックであることが分かる。負債の名目 GDP 比を半分にした場合に想定される長期国債利回りの上昇幅は、短期金利の上昇を大きく上回る(図表6)可能性がある。このとき、国債を保有する主体には、物価水準上昇による資産実質価値の目減りだけでなく、金利上昇に伴う大きなキャピタルロスが生じる。

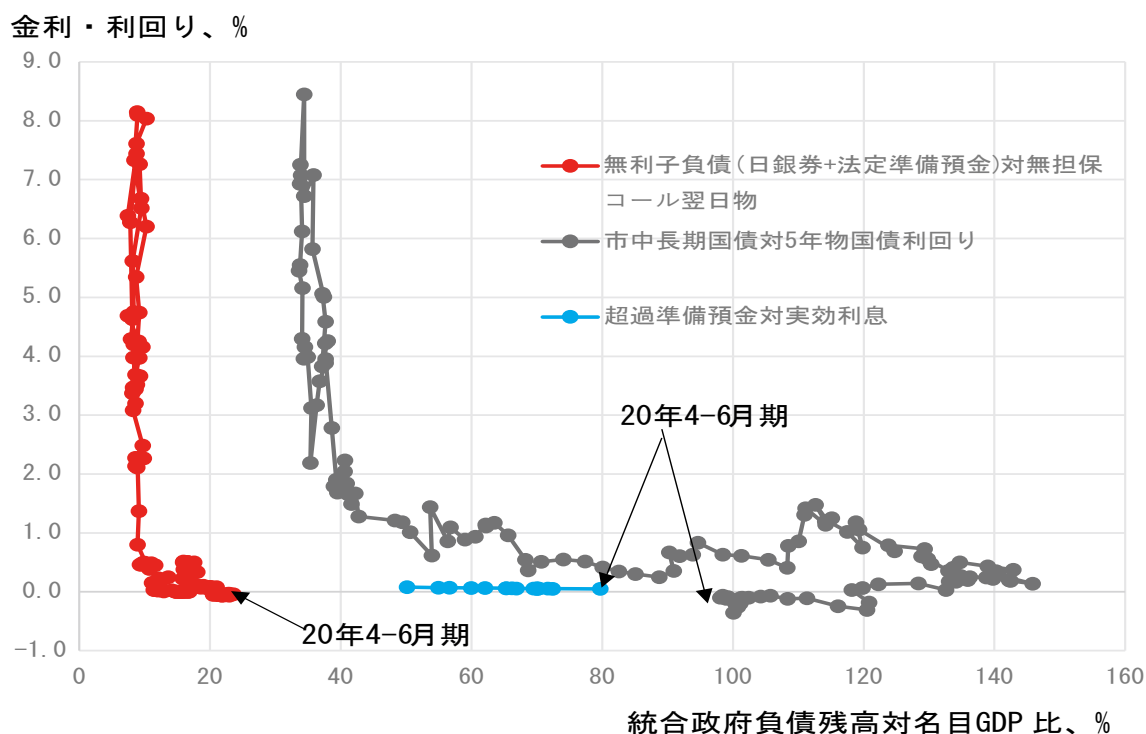
図表5 統合政府負債と短期金利



注: 表示期間は、85年7-9月期から20年4-6月期まで。

出所: 日本銀行、内閣府資料より野村作成

図表 6 統合政府負債と実効金利—有利子負債を細分化したもの



注：表示期間は、85年7-9月期から20年4-6月期まで。超過準備預金の実効利息は、日銀当座預金のプラス金利、ゼロ金利、マイナス金利適用残高にそれぞれ+0.1%、0.0%、-0.1%を掛け合わせて算出した加重平均利息。

出所：日本銀行、内閣府資料より野村作成

厳密には、有利子負債である国債の相当部分を日銀が保有し、代わりに超過準備という有利子負債を発行しているので（図表6において灰色の線の一部が水色の線で代替されている状態が、それを表している）、このキャピタルロスの一部は、会計上認識の必要があるかどうかはともかく、日銀の資産評価額の目減りとなって顕在化することになる。しかし、長期債務である国債利回りの上昇に相当する超過準備利息を、キャピタルロスを甘んじて受けながら、短期負債である超過準備に対し日銀が支払ってくれるかどうかは、保証の限りではない。

【MMTの前提条件に生じる矛盾】

ここで同時に、MMTの矛盾が露呈することにもなるだろう。上記のようなインフレが生じそうになった場合、MMTでは、財政が引き締められることでインフレ管理が行われることを想定している。しかし、政府債務のGDP比を短時間で半減させるような財政政策の調整（≒緊縮化）は、極めて困難であり非現実的であろう。

MMTは、統合政府の負債が同時に納税手段として人々に受容されているから、無制限の拡大が許容されるとも主張する。しかし、統合政府債務のGDP比を半減させるような、インフレの発生、もしくは財政緊縮の実施（≒増税）いずれの下でも、人々が納税手段として既存の現金通貨を含む統合政府債務を受容し続ける保証はないだろう。

常識的に考えれば、前述のようなインフレ（や非現実的とはいえ財政超緊縮）が予想される状況下では、たとえ相応の利息が付されたとしても、円貨ベースの統合政府負債から、押しなべて資金の逃避が起きることは避けがたいと考えられる。この点でも、MMT及びその妥当性を立証しているかにみえる財政・金融政策の一体化は、破綻をきたすことが想定される。

【MMT の前提条件はもとより破綻している可能性】

統合政府の負債が納税手段として人々に受容されている、という MMT の前提条件は、ゼロ金利下、マイナス金利下にあっても、既に破綻をきたし始めている可能性もある。統合政府の負債の一つである紙幣について、いわゆる「タンス預金」が増加していることがその証左かもしれない。

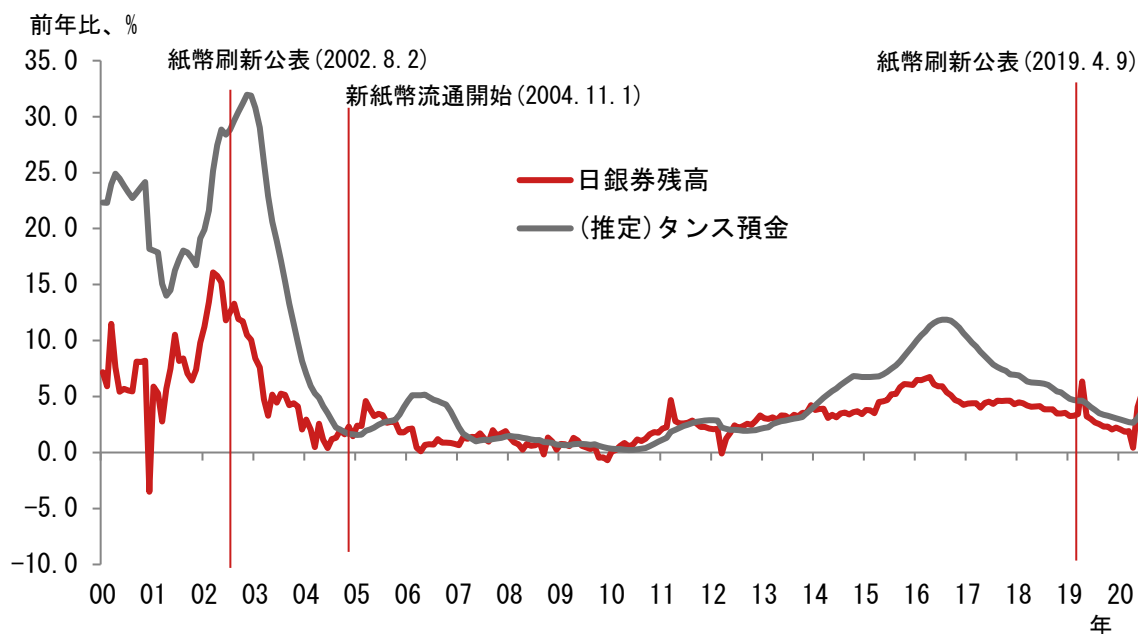
一定の仮定の下で、タンス預金残高を推定してみると、マイナンバー法が成立し、同年度税制改正で相続税の課税ベース拡大が決定された 2013 年以降の、タンス預金増加が目立つ(図表 7)。タンス預金の保有動機が、政府による所得・資産の捕捉忌避とそれを通じた課税回避にあるのだとしたら、もし人々が将来インフレリスクにさらされた場合、なお納税を前提として国債などの円貨ベースの統合政府負債に資産を移管することにより、金利によるインフレヘッジを動機とした資産選択を継続する保証はないとも考えられる。

行政のデジタル化の掛け声の下、マイナポイント等の動機付けを実施しながらも、マイナンバーカードの取得率が遅々として上昇しないのは、MMT や財政・金融政策の一体化にそもそも持続性が乏しいことの証左とも解釈できる。

幸いなのは、現状、(上記にあるような) 短期金利を 0.5% 程度に引き上げなければならない事態(≡インフレ) が起きそうもないということであろう。換言すれば、コロナ禍が高めたようにみえる国家及びその財政運営、政府債務への信認は、持続的な低インフレによって支えられる砂上の楼閣に過ぎないとも言える。

コロナ禍を受け、財政・金融政策を一体化しながら採用されているポリシーミックスが、財政運営や政府債務に対する信認の前提となっている低インフレを懸命に突き崩そうと躍起になっているという実態は、何とも皮肉な現象と言わざるを得ないだろう。

図表 7 「タンス預金」の推計



注: 「タンス預金」は、1万円札残高と千円札残高の伸び率が2%以上乖離した局面で発生したと推定し、累積的に残高を求めた
出所: 日本銀行資料より 野村作成

ファンダメンタル・アナリシス (2)

ウイズコロナの必然～経済・債券ニューノーマル時代

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



日米欧の先進国経済は、今年前半、コロナ・ショックを受け、大恐慌以来という危機的な状況に陥った(図 1)。コロナ・ショックとは、新型コロナウイルス感染症のパンデミック(世界的大流行)による需要消失と供給停止の同時発生のこと。4-6 月期の実質 GDP は、米国が前期比年率▲31.4%、ユーロ圏が同▲39.5%、日本が同▲28.1%と、いずれも戦後最大のマイナス成長を記録した。

図1: 実質GDPがコロナ前を回復するのはいつか?



一方、各国経済はその4-6月期を大底として、年後半は曲りなりにもV字型の自律反発に転じている(図 1)。7-9 月期の実質 GDP 成長率は、米国が同+33.1%、ユーロ圏が同+61.1%と戦後最大だった。11 月 16 日公表される日本も、同+19%程度が見込まれている。未曾有の財政拡張・金融緩和というポリシーミックスの効果による。米国は約 3 兆ドル(名目 GDP 比 14%)の財政出動に踏み切り、FRB は事実上のゼロ金利政策を再開するとともに、量的緩和(QE)を増強した。独仏伊西のユーロ圏主要 4 カ国も 7,000 億ユーロ弱(同 7%超)の財政措置を講じ、ECB は QE を増強した。日本では、政府が今年度第 1 次・2 次補正予算で計 58 兆円(同 10%強)の歳出を追加。日銀は総枠約 110 兆+α の「特別プログラム(企業資金繰り支援策)」を導入したり、長期国債の買い入れを増額したり、事実上の無制限購入を表明したりした。

もともと、今 10-12 月期以降、各国の景気回復の足取りは鈍るだろう。原因の一つは、財政支援効果が弱まること。各国とも既存政策の期限延長や追加経済対策を講じる構えだが、政府債務の異次元の膨張が制約となり、規模を縮小せざるを得ないのではないか¹。もう一つは、ウイズコロナ(新型コロナウイルスとの共存)という不確実性による長期停滞だ。欧米では、新型コロナの感染再拡大を受けた経済活動の再制限により、景気の再失速が懸念され始めた。特に欧州ではロックダウンによる景気の二番底が現実味を増している。今 10-12 月期分のユーロ圏・実質 GDP はマイナス成長が見込まれている。結局、各国の実質 GDP がコロナ・ショック前の水準を回復できる時期は、米国が比較的早くても 21 年末頃に、ユーロ圏と日本は 23 年以降に、それぞれずれ込みそうだ(図 1)。

¹ 米国の「バイデン新大統領」は、再生エネルギーや公共インフラに 4 年で 2 兆ドルという過去例のない巨額投資を公約しているが、「ねじれ」議会<見込み>も足かせとなり、実現性は不確かである。

ところで、長期停滞²とは、構造的な過剰貯蓄・需要不足により、長期的に見ると潜在成長率に近似する均衡実質金利、または自然利子率³が低下・低迷する経済状況のことである。ウイズコロナという不確実性が高い経済環境では、企業は設備投資を、家計は消費を抑制し、内部留保や貯蓄に励むと予想される。結果、貯蓄・投資<IS>バランスは貯蓄超過・投資不足が拡大し、常態化する(図2)。それでは、生産性を目覚ましく向上させるようなイノベーションは期待できない。とすると、各国の均衡実質金利、ひいては潜在成長率は、過去の経済危機後と同様、先行き下方シフトする蓋然性が高いことになる。

図2: 日本の部門別資金過不足(貯蓄・投資バランス)

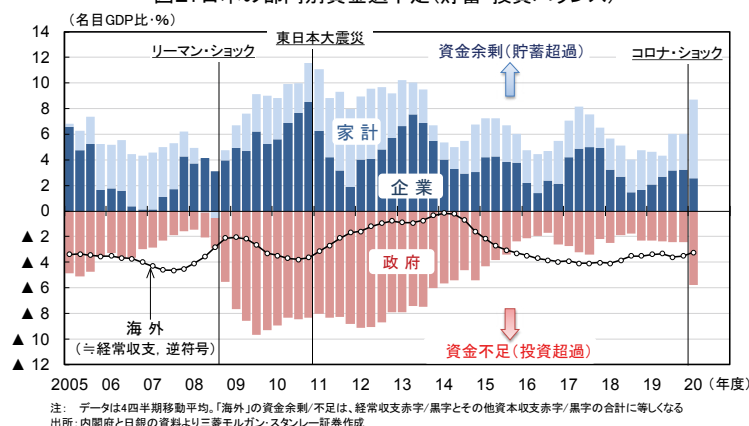
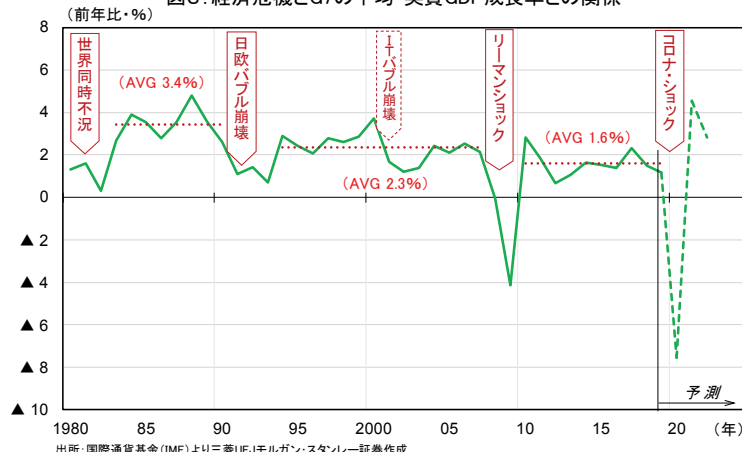


図3は過去40年間の世界的な経済危機と日米欧主要7カ国(G7)の平均・実質GDP成長率の関係を振り返って見たもの。これによると、潜在成長率に近似する当該成長率の期間平均値は、危機を経るごとに、段階的に下がってきたことが確認される。すなわち、「世界同時不況後～日欧バブル崩壊前」の期間平均値は+3.4%だったが、「日欧バブル崩壊後～リーマン・ショック前」は+2.3%、「リーマン・ショック後～コロナ・ショック前」は+1.6%だった。今次コロナ・ショック後も、長期停滞構造の強まりによりもう一段、下方シフトする可能性が見込まれる。国際通貨基金(IMF)の予測によれば、当該成長率は今年が▲7.5%に落ち込み、来年は+4.6%とV字反発するが、22年には+2.8%に反落する。23年以降も弱含みに推移するのではないか。わが国実質GDPの弊社予想(11月6日現在)も、今年度が▲5.2%、来年度が+3.7%、22年度が+0.8%。結局、今後3年間の平均成長率は▲0.23%と、足元の潜在成長率:0.7%(4-6月期、後掲図7)を大きく下回る見通しだ。

図3: 経済危機とG7の平均・実質GDP成長率との関係



² 世界恐慌・後半期の1938年、アルビン・ハンセンという米経済学者がこの用語で世界経済の長期低迷を予測し、2013年に米国のサマーズ元財務長官が持ち出し、再び注目されたロジック。

³ 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。

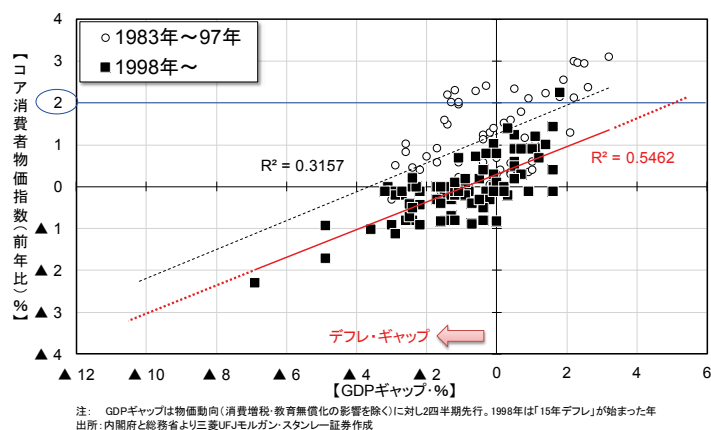
実体経済がこのようにウイズコロナで長期停滞を強いられるならば、物価動向はウイズコロナでデシスインフレまたはデフレが想定される。コロナ・ショックは前述のとおり、元来、需要ショックと供給ショックの両面がある。よって、物価動向はデフレにもインフレにもなり得る。ただ、需要ショックの影響が先行しているので、当面はインフレ・リスクよりデフレ・リスクの方を警戒する必要がある。実際、インフレ率が相対的に高かった米国では、FRB のインフレ参照値であるコア PCE デフレーターが下振れし、一時 1.0%を割り込んだ(4 月)。パウエル FRB 議長は、『今起きているのはデシスインフレ・ショックだ』(7 月 29 日)と指摘した。

日本について詳しく見ると、図 4 のとおり、物価のモメンタム(勢い)や基調を一義的に決める需給ギャップが著しく悪化している。内閣府の推計によると、4-6 月期の GDP ギャップは▲10.2%に落ち込んだ。3 四半期連続のマイナス。デフレ・ギャップの幅は、リーマン・ショック後の 09 年 1-3 月期：▲6.9%を上回り、1980 年の統計開始以来の最大となっている。金額にすると約 55 兆円<年率換算>もの需要不足だ。デフレ・ギャップは、一般に、2 四半期くらいのタイムラグを伴い物価下落圧力となる。図 5 は GDP ギャップと物価上昇率の時差相関関係を表したもののだが、デフレ・ギャップのもとでは、物価上昇率は概ねマイナスで推移することがわかる。▲10%ものデフレ・ギャップの解消には相当の時間を要するだろうから、物価はその間、デフレまたはデシスインフレ傾向が続くと言えそうだ。弊社では、今年度のコア消費者物価指数を▲0.5%と予想している。来年度は+0.8%とテクニカル要因⁴により反発するが、22 年度には+0.4%に鈍化すると見込んでいる。このように、内外経済はコロナ・ショックをきっかけに、「低成長・低インフレの常態化」というニューノーマル時代が鮮明化したと言えそうだ。

図4: 統計史上最大のマイナスとなった4-6月期のGDPギャップ



図5: GDPギャップと物価上昇率の時差相関関係



⁴ 原油安や「GoToトラベル」事業などによる物価下落の反動。

ウイズコロナによる経済ニューノーマル時代には、異次元の財政拡張・金融緩和の長期化が必至である。後者に関しては、各国中銀が採用している金融政策のフォワードガイダンス(先行き指針、FG)が示唆している。FRB の FG は現在、『物価上昇率が 2%の長期目標を下回る状態を続けていることから、それが期間平均で 2%となり、長期インフレ予測も 2%で安定するよう、当面は 2%をやや上回る物価上昇率を目指す。これらの結果を達成するまで、緩和的な金融政策を維持する』というコミットメント。2%の平均物価目標という枠組みだ。加えて、政策金利(FF レート)の「ドット・プロット・チャート」では、現行のゼロ金利政策(FF レート目標レンジ:0%~0.25%)を事実上、24 年中にかけて続ける可能性を示している。ECB の主要政策金利に関する FG は、『物価の見通しが 2%に十分に近いが、2%を下回る水準に確実に収斂し、基調的な物価変動にそれが一貫して反映されるまで、現行またはそれ以下の水準にとどまると予測』というフレーズ。一方、日銀は現行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和(YCC 付き QQE)について、次のとおり 3 種の FG を運用している。

第 1 は、『2%の物価上昇率が安定的に持続するために必要な時点まで』現行緩和策を継続するという、13 年 4 月の QQE 導入当初からのオリジナル・コミットメントだ。第 2 は、『物価上昇率の実績値が安定的に 2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する』という、QE のガイダンス。日銀はこれを、マネタリーベース・コントロールからイールドカーブ・コントロール(YCC)へ緩和レジームを修正した 16 年 9 月の「総括的な検証」会合時に導入し、「オーバーシュート型コミットメント」と称してきた。また、黒田東彦総裁は最近、それは FRB が先般採用した 2%の平均物価目標の考え方と軌を一にしていると解説した。そして、第 3 が 18 年 7 月の「金融緩和の枠組み強化」時に導入した金利政策に関するフォワードガイダンスだ。それは当初、『当分の間、現在の極めて低い長短金利の水準を維持することを想定』というコミットメントだった。日銀は今年 3 月 16 日の新型コロナ対応としての緩和強化時に、『当分の間』を『「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間』に変え、時間軸を具体化した。また、『現在の極めて低い長短金利の水準を維持することを想定』を『現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定』に変え、長短政策金利の下方バイアスを明らかにした。さらに、4 月 27 日のコロナ対応・第 2 弾の緩和強化時には、『物価の 2%へのモメンタムはいったん損なわれた』(黒田総裁)との判断に基づき、当該時間軸文言を削除。結果、長短政策金利の下方バイアスは現在、オープンエンドになっている。

さて、日銀はこれら 3 つの FG に則って現行緩和策を粘り強く維持し、必要に応じて躊躇なく追加緩和を実施する方針だ。「次の一手(追加緩和策)」について、黒田総裁はコロナ・ショック後、『量の拡大、あるいはオペ手段の拡充、金利の引き下げなど、様々な対応がある』(4 月 27 日)と会見で言明した。最優先は QE 増強。しかし、YCC のロジック⁵⁾に基づけば、本来、2%物価目標の早期実現に向けた緩和強化策としては、利下げによる実質短期金利の引き下げが合理的だ。実際、政策金利の FG は前述のとおり下方バイアスを示唆している。にもかかわらず利下げを最優先としていないのは、日銀内でいわゆるリバーサルレート⁶⁾に対する懸念が強まっているためかもしれない。

一方、『量の拡大』の具体策は、長期国債の買い入れ増額が想定される。狙いはもちろん、ストック効果⁷⁾の増強による過度な金利上昇の抑制だ。この点に関し、日銀は 4 月 27 日の「展望レポート」会合以降、長期国債の事実上の無制限購入をコミットしている。すなわち、会合声明文に『政府の緊急経済対策により国債発行が増加することの影響も踏まえ、債券市場の安定を維持し、イールドカーブ全体を低位で安定させる観点から、当面、長期国債、短期国債ともに、さらに積極的な買入れを行う』と明記⁸⁾。そのうえで、『(操作目標の)10 年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う』とし、「長期国債保有残高 80 兆円増」という従前の買い入れメ

⁵⁾ イールドカーブ・ギャップ[=実際の実質イールドカーブー均衡イールドカーブ]のマイナスを維持・拡大すれば、景気が強力に刺激され、総需要が総供給を上回って需給ギャップが改善し、インフレ・ギャップの拡大が物価上昇率を目標の 2%へと押し上げる、という考え方。なお、均衡イールドカーブは、脚注 2 で解説した均衡実質金利により構成されている。

⁶⁾ 金融緩和効果を反転(リバーサル)させて副作用を引き起こすほどに低過ぎる利回りのこと。

⁷⁾ 一般に、中央銀行の大規模な長期国債保有残高に起因する、タームプレミアムやリスクプレミアムの縮小を通じた金利の低下効果もしくは上昇抑制効果のこと。

⁸⁾ 現在の声明文には載っていない。

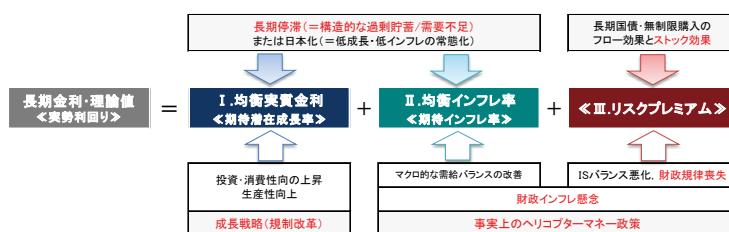
ドを撤廃した。

このような財政拡張(国債増発)と日銀による長期国債の無制限購入というポリシーミックスに対しては、巷間、事実上のヘリコプターマネー政策⁹にほかならないとの声が上がった。黒田日銀総裁はそれに対し、次のように反論している。『国債を大量に買い入れているのは、あくまでも金利を低位安定させる金融政策のため。財政ファイナンスではない。(財政・金融政策が)協調・連携して行われていることは事実だが、政府から独立した立場で政策を決めて実行しているので問題ない』。

以上のように、経済ニューノーマル時代と異次元緩和の長期化が見込まれるなかでは、債券市場もニューノーマル時代、すなわち金利消失時代が当分続くことになる。この見方を、長期金利の変動メカニズムという観点から検証しよう。

長期金利(10年利付国債の実勢利回り)は図6のとおり、3つの構成要因から成っている。それは、債券市場参加者の期待潜在成長率と期待インフレ率、およびリスクプレミアムだ。期待潜在成長率は、長期金利・理論値の構成要因の一つ、均衡実質金利の代理変数である。期待インフレ率は同じく均衡インフレ率の代理変数だ。これら3要因に対しては、様々な金利上昇圧力と低下圧力がかかっている。長期金利動向を展望する際のポイントは、両圧力のバランスだ。この点、結論を先取りして言えば、それらは総じて見ると概ね拮抗してゆくので、長期金利が一方的に上がっていったり、逆に下がっていったりという流れは出そうにない。

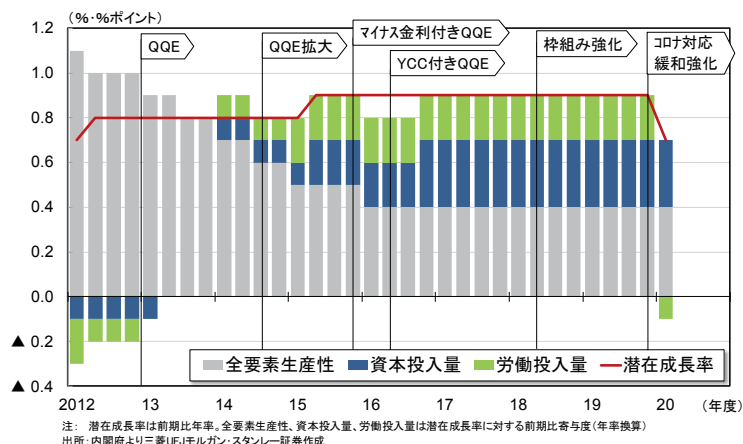
図6: 長期金利の構成要因と相場変動要因との関係



出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

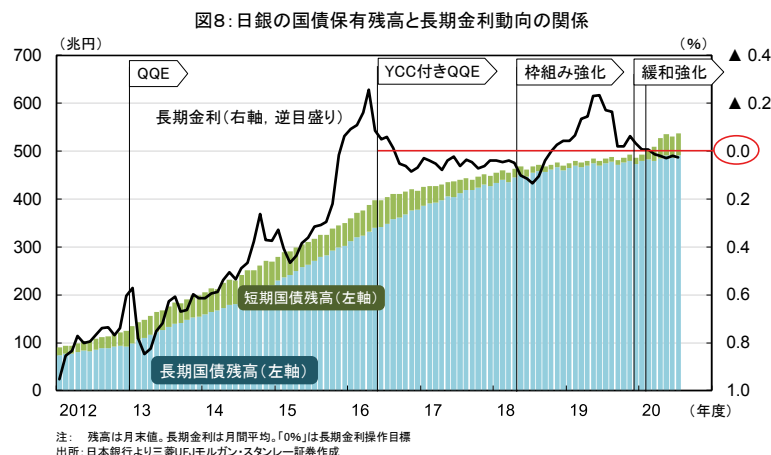
金利上昇要因は大別すると2つ。一つは、スガノミクスの成長戦略だ。菅義偉首相が就任会見で『政権のど真ん中』と強調した規制改革の推進により、アベノミクス下ではじり貧だった生産性(図7)の改善が現実味を増せば、債券市場参加者の期待潜在成長率に上昇圧力がかかる。それが顕在化すれば「良い金利上昇」である。もう一つは事実上のヘリマネ政策。これがオープンエンドで実施されていくと、いずれ財政インフレ懸念が台頭して債券市場参加者の期待インフレ率を押し上げ、政府の財政規律の喪失懸念も相まって、財政リスクプレミアムに拡大圧力が強まることになる。

図7: アベノミクス下で実は縮小していた生産性の寄与度



⁹ ヘリマネ政策の厳密な定義は、「利払いと返済義務がない財政資金の中央銀行によるファイナンス(例えば無利息永久国債の引き受け)、中銀による政府債務のマネタイゼーション」。

金利低下要因も大別すると同じく2つで、それらは金利上昇圧力を無難に相殺するだろう。一つは、内外経済の長期停滞。低成長・低インフレの常態化が、債券市場参加者の期待潜在成長率と期待インフレ率に引き続き根強い下押し圧力をかけていく。もう一つは、日銀による長期国債の無制限購入と、結果としてさらに積み上がる保有残高(10月末現在491兆円、図8)だ。それらに起因するフロー効果とストック効果、特にストック効果は、リスクプレミアムの拡大を抑え、イールドカーブの過度なベア・スティープ化による「悪い金利上昇」を未然に防ぐだろう。



結局、長期金利は図9のとおり、22年度中にかけて、日銀が現行緩和策(短期政策金利: ▲0.1%、長期金利操作目標: ゼロ%程度など)を堅持するなか、概ね±0.1%程度という歴史的な低レンジ内でもみ合い推移を続けるだろう。それが債券ニューノーマル時代であり、金利消失時代である。市場の関心は、一体いつまで続くのか? 「出口」までは迂遠な道のりが展望される。まず、ウイズコロナという経済環境が終息し、内外経済の長期停滞構造も解消して、均衡実質金利、ひいては潜在成長率が持ち直す。次に、需給ギャップが改善して2%物価安定目標の実現メドが立つ。そうなれば、日銀が異次元緩和の幕引き(マイナス金利解除や長期金利操作目標の引き上げ)を探り始めるだろう。昨今の情勢を鑑みるに、今はまだ、こうした「出口」への「入口」の段階である。



市場で起こる日本化

モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社
マクロストラテジスト 杉寄 弘一



市場で起こる日本化

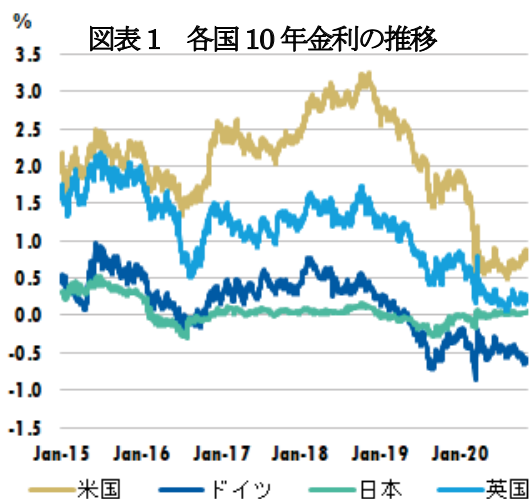
新型コロナウイルス感染拡大以降、各国・地域の中央銀行が相次いで政策金利をゼロ金利下限へ誘導、あるいはマイナス金利の深堀りを行い、さらにQEやその他の資金供給オペを通じて潤沢な資金供給を行う中で、グローバルの金利は低位に安定している(図表1)。各国政府は大規模財政刺激策を行い、それにつらなり、大量の国債増発を行っているにも関わらずである。

それと同時にグローバルで金利のボラティリティが大幅に低下してきており、今や米金利でさえも狭いレンジでの取引となっている。そういった背景には、新型コロナウイルス感染拡大に関する不透明感とそれにつらなるロックダウンのリスクが拭えない中で、各国の中央銀行が大規模な金融緩和策を長期間にわたって継続するとの見方が広まっていることが挙げられるだろう。2年前の本稿への寄稿では、JGB市場のボラティリティがなぜ低いのかについて述べた。一言で言えば、政策金利期待が長期にわたってアンカーされていることから、タームプレミアムのみが金利市場の主なドライバーとなっていることである。

政策金利期待はグローバルで当面アンカーされる

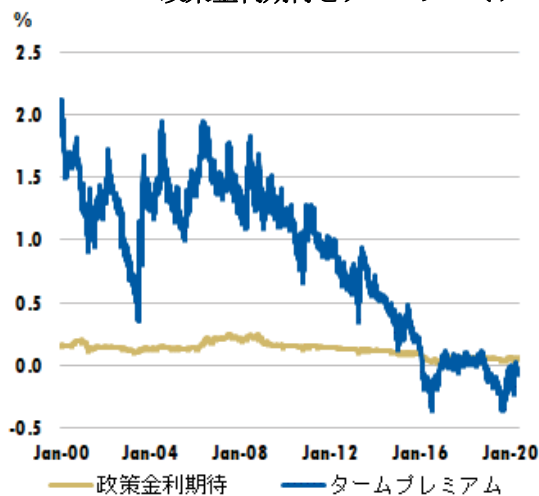
2年前の寄稿では、弊社は円金利市場が主に需給環境によるタームプレミアムの変化に支配されていることを指摘した。過去を振り返ると、日銀は長きにわたって物価の安定目標を達成できず、結果として政策金利を0%近くに長期間にわたって維持することを余儀なくされた。結果として日銀が利上げに動くことは当面ないとの見方が市場参加者の中で常態化し、結果として名目金利に織り込まれている政策金利期待成分が長年にわたって0%近傍にアンカーされている状況にあるといえる(図表2)。

日銀が当面利上げに動くことができないという共通認識は、日本の経済指標から投資家の関心を薄れさせ、今や円金利市場において、経済指標を金利のドライバーとして見る向きは非常に少ないといえる。むしろ上述のように、タームプレミアムの変動を的確に予想するため、投資家は日銀の買い入れや投資家動向といった需給分析とグローバル経済/金利



出所: ブルームバーグ、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表2 JGB10年利回りの政策金利期待とタームプレミアム



出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

の動向に注目し続けてきた。

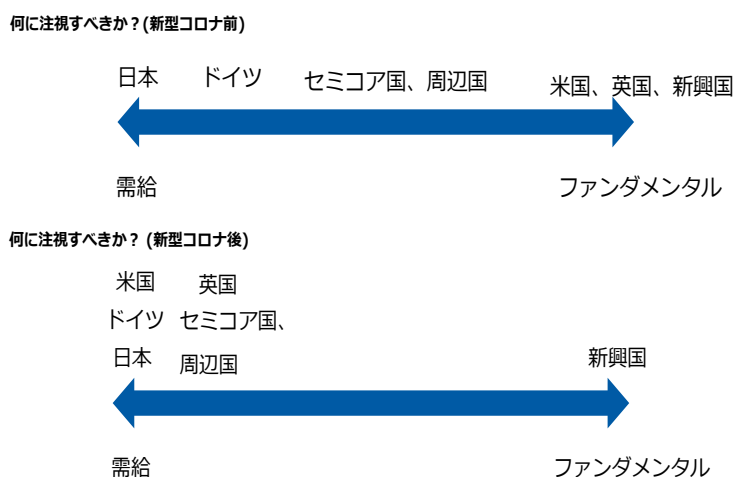
新型コロナウイルスの影響を受けた経済活動の落ち込みから、日銀は物価安定目標の達成が展望レポートの見通し期間である 2022 年までに達成することは困難であるとしている。こういった状況は各中銀同様に当面日銀が金融引き締め動くことがないという市場参加者の見方をさらに強めることになるだろう。ファンダメンタル要因は中央銀行の将来の政策運営を予測する上での判断材料として投資家が注目するものであるが、日銀が当面金融引き締め動けないことが共通認識となっている中、金利を予測する際にファンダメンタル要因を投資家が材料視することは少なくとも今後数年間は皆無といえるだろう。

同様のことは米国でも起きているといえる。FED は今年金融政策のフレームワークを見直し、新たに 2%の平均的なインフレ目標を目指す姿勢を明確にした。それと同時に 9 月の FOMC でフォワードガイダンスを変更し、今や FED が利上げに動くためには、(1) 2%のインフレを達成し、(2) FED が、労働市場が完全雇用達したと確信が持て、(3) インフレが 2%を超えて上昇する軌道が見えることを満たす必要がある。FED は 9 月のドットプロットにおいて 2023 年まで政策金利を据え置く見通しを立てている。FED は過去の失敗を経て、物価を底上げするために自らインフレ目標のハードルを上げて、大規模な金融緩和策を当面維持する方針を明確にしているといえる。このため、市場も政策金利期待のリプライシングを行いにくく、結果的に市場は経済ファンダメンタルズよりも、財政刺激策の成立とそれにつらなる国債増発の可能性、または投資家需給等に焦点がシフトしている。

欧州においても状況は変わらずであろう。足元で、新型コロナウイルスの感染拡大に絡んだ一部ロックダウン措置の影響等を受けて、特にサービス物価の反発が鈍い状況にある。加えて足元のユーロ高が輸入物価の下落につながる可能性があり、ECB 高官からは度々ユーロ高をけん制する発言が聞こえている。このような中、弊社では ECB が早ければ 12 月にも PEPP の増額と期間延長に動くと考えている。ECB は少なくとも物価が 2%に近づくまでは現在の政策金利を維持またはそれ以下に維持するとのスタンスをフォワードガイダンスにて明確にしている。利上げが当面難しい中で、投資家の焦点は各国の財政出動の規模と供給、また欧州復興基金の利用によって、国債発行のネットダイナミクスが今後どのように変化するかである。

このように、いずれの国においても政策金利の引き上げが当面見込めない中で、フォワードガイダンスの効果もあって、足元経済ファンダメンタルによらず政策金利期待がアンカーされている。特に今後の政策金利パスに影響を受けやすい短中期ゾーンの金利がアンカーされることで、長期金利の値幅も限定的になりつつある。いずれにせよタームプレミアムに影響を与える需給要因がグローバル債券市場の中で主なドライバーとなりつつあり、これは日本債券市場が経験してきた事実がグローバルでも起こりつつあることの証左である(図表 3)。

図表 3 各国市場における市場の変動要因
(ファンダメンタル vs 需給)



出所: モルガン・スタンレー・リサーチ

過剰流動性の存在がタームプレミアムをも抑制

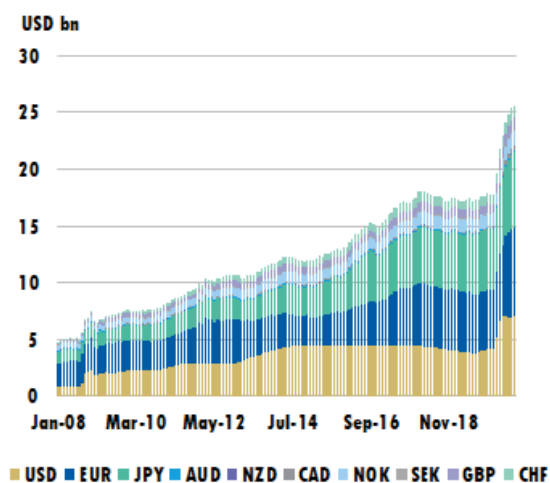
前項では、新型コロナウイルス感染拡大の不透明感が漂う中で、各国中銀が当分の間政策金利期

待をアンカーさせることがグローバル債券市場のボラティリティの低下の主な要因である可能性を指摘した。しかしながら、足元のメインドライバーであるタームプレミアムの観点からも金利上昇を抑制し、ボラティリティを低下させる要素がある。

まず日本の例で考えてみよう。仮に予想を上回るペースで経済が回復し、日銀がマイナス金利の撤廃、また YCC 緩和あるいは解除に今後数年間で至ったとしても、オーバーシュートコミットメントがある限りバランスシートの縮小は困難であろう。2%の物価目標を安定的に達するまでマネタリーベースの拡大方針を維持するというオーバーシュートコミットメントは、足元 FED が金融政策のフレームワークの改善で導入を検討している 2%の平均インフレターゲットに類似したものであり、日銀が当面の間潤沢な資金供給を行うことを確約させるものである。

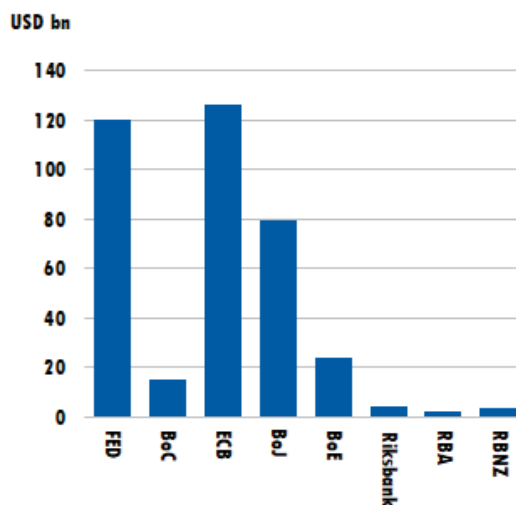
マネタリーベースが拡大し続けるプロセスにおいては、過剰流動性がリターンを求めてあらゆる資産を循環し資産価格の上昇を広範にわたって起こすと考えられる。これはまさに足元グローバルで起こっていることでもある。新型コロナウイルス感染拡大が経済活動に与える影響を緩和するために、各国中銀は政策金利を実効金利下限まで低下させ、さらにはバランスシートを拡大することで大量の資金を供給している(図表 4)。弊社では中央銀行 8 行により 2020 年内に民間から吸い上げる証券は毎月 3750 億ドルに上ると予想している(図表 5)。これは各国 GDP の約 0.8%に相当する資産を毎月中銀が購入していることに等しい。こうした余剰資金は成長期待が高く、または利回りの高い資産クラスへ真っ先に投資されると考えられる。

図表 4 G10 中銀のバランスシートサイズ



出所: ヘイバナーアナリティクス、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 5 今年末までの各中銀の資金供給ペース

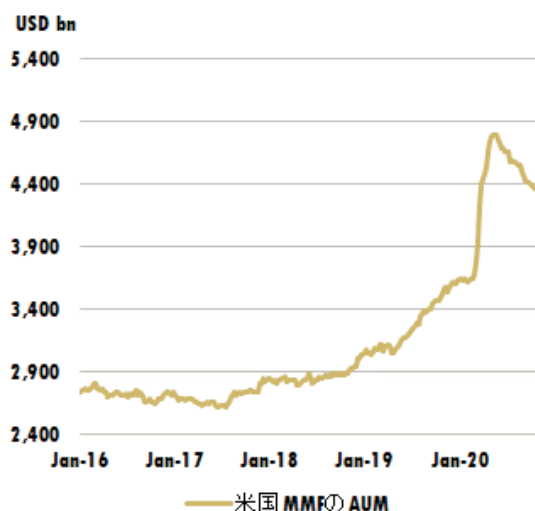


出所: 各国中銀、モルガン・スタンレー・リサーチ推計

円金利市場の場合、当分の間日銀によって長期金利が 0%近傍に抑えられることを踏まえると、過剰流動性はより高いリターンを求めてプラス利回りのある超長期債へと向かうと考えられる。こういった過剰流動性はタームプレミアムを押し下げる要因となるため、仮に日銀が YCC の解除等に踏み切ったとしても大幅に金利が上昇するシナリオは考えにくいといえる。

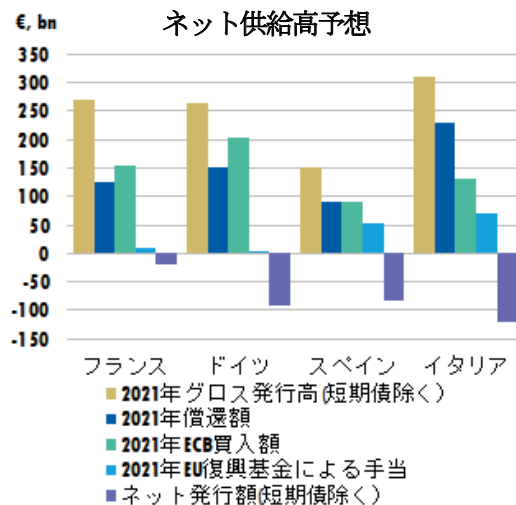
同様のことは米国と欧州においても言えるだろう。米国では月 80 億ドル相当の米国債を FED が粛々と購入しており、仮に利回りが上昇すれば、その流動性の高さと利回りに対する魅力から、需要を引き付けやすい。米国 MMF の残高は新型コロナウイルス感染拡大に絡んだ現金化需要を受けて過去最高水準を維持しており(図表 6)、足元で徐々に残高は低下し始めている。米大統領選といった不確実性イベントをこなせば、来年以降こういった MMF に滞留する資金が利回りを求めてリスク資産や超長期債等に振り分けられやすい地合いにあると考えられる。

図表6 米国MMFのAUM



出所: ブルームバーグ、ICI、モルガン・スタンレー・リサーチ

図表7 欧州各国の2021年の
ネット供給高予想



出所: モルガン・スタンレー・リサーチ推計

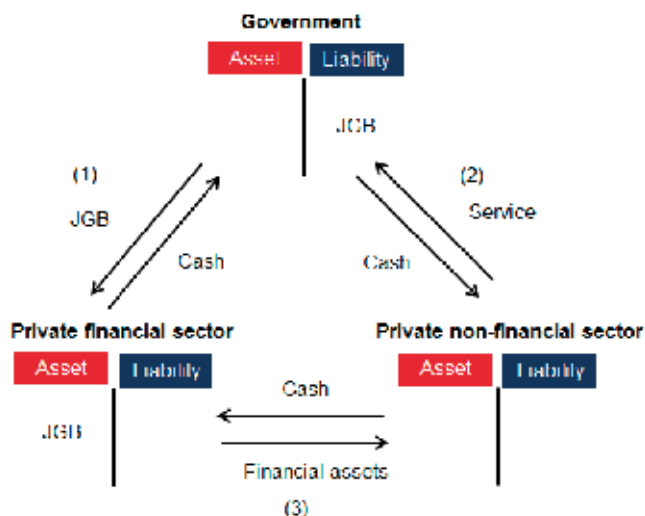
欧州では、投資適格の中で利回りの高いイタリア国債が特にアウトパフォーマンスを続けており、その背景にはPEPPによる買い入れや欧州復興基金等の利用によって、来年度供給が大幅に減少する見込みがある。弊社ではドイツやフランス、スペイン、イタリアといった幅広い国で来年度のネット国債発行がマイナスになると予想している(図表7)。

こういった事実を踏まえると、後述するように今後も大規模な財政刺激策が打たれて、供給増につながるイベントがあっても、こういった過剰流動性の存在がタームプレミアムの上昇を限定的にするものと考えられる。結果として、グローバル金利は低位に安定され、ボラティリティは抑制されることになると考えられる。

財政拡大は金利の上昇につながるか？

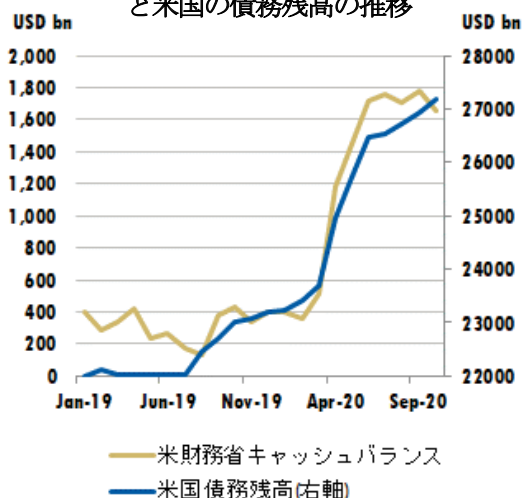
一方で今後、タームプレミアムの上昇をもたらす可能性のある最大の要因としては、供給増に対する期待があろう。今後も新型コロナウイルスの感染拡大と戦う上で、各国は財政出動を余儀なくされ、債務GDP比率は今後数年間にわたって上昇の一途を辿るとみている。そのような環境下において各国財務省がファンディングのために国債を増発し続ける場合、金利は果たして上昇するだろうか。弊社の答えは否である。これは歴史が証明している。政府による国債発行は市場から流動性を取り除くものではない。国債発行に必要な資金は最終的に政府自身が拠出しているためである。日本の場合は、下記に示すように、①財務省がJGBを発行し、資金を調達するが、②政府が支出を行えば、その資金は民間非金融部門の純資産へと変わる。③民間非金融部門は、一通りの経済活動を終えた後は、最終的に民間金融部門の資産(預金、金融機関の株式や社債、年金、保険商品等)を購入する。このため、最終的に民間金融部門へとわたった資金がJGBの購入資金となる(図表8)。もちろん、資金の移動にはタイミングのラグがあり、政府が国債発行によって吸収した資金を一定期間政府預金として滞留させるならば、一時的に市場から流動性が吸収されることになる。ただし、最終的に政府が国債を通じて吸収した資金が民間非金融部門へと還元されるのであれば、それと同等の購入原資(主に預金)も最終的に作り出されるため、結果的に国債の需給バランスは大きく崩れることはないといえるだろう。

図表 8 国債発行に絡んだ資金フロー(日本)



出所:モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 9 米国財務省のキャッシュバランスと米国の債務残高の推移



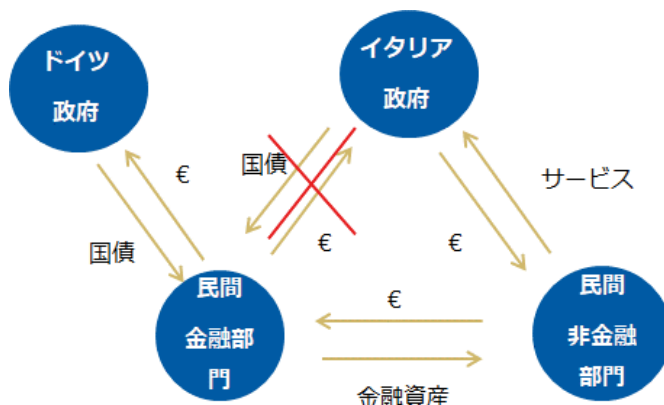
出所:モルガン・スタンレー・リサーチ、米国財務省

米国の場合は財務省が国債発行でファンディングした資金の大部分を政府預金として滞留しているために、実質的には発行増が一部金融引き締めのような形となっていた(図表 9)。しかしながら、同時期に FED が大量の国債買入れを通じて間接的に国債を引き受けていたことから、結果としてマネタリーベースは増加しており、流動性は増加し続けている。

こういったメカニズムは自国の中央銀行に通貨発行権があり、変動相場制かつ自国通貨建ての国債を発行している場合に限り成り立つメカニズムである。欧州のように各国に通貨発行権のない国では、各国の財政赤字の拡大は、デフォルトリスクを増大させる(図表 10)。しかしながら、欧州においては復興基金の成立によって欧州発行体として債務を借入れ、各国に資金を振り分けることで、各国は自国のクレジットよりも割安なコストで調達できることが今後可能となったといえる。

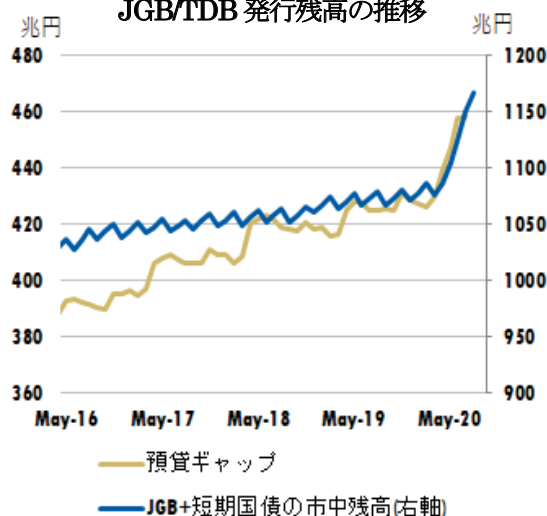
足元日本では、短期国債を中心に大幅な国債増が見られたが、これらのファンディングされた資金が給付金配布などによって、民間に供給された結果、民間金融機関の預貸ギャップが拡大している(図表 11)。これらの資金を日銀当座預金に放置しておく、マイナス金利を課されるために、金融機関は貸出支援基金や新型コロナ支援オペを通じて当座預金の中の 0%のボーナス枠を得るために、担保として T-bill や短中期国債を購入している。また地域金融機関などはより高いキャリーをえるために、そういった資金の多くを 20 年 JGB に振り分けているようにみえる。結果として日銀のサポートが薄い超長期セクターであっても、その利回りの上昇は、増発規模と比べると微々たるものにとどまっているということが指摘できよう。

図表 10 国債発行に絡んだ資金フロー(欧州)

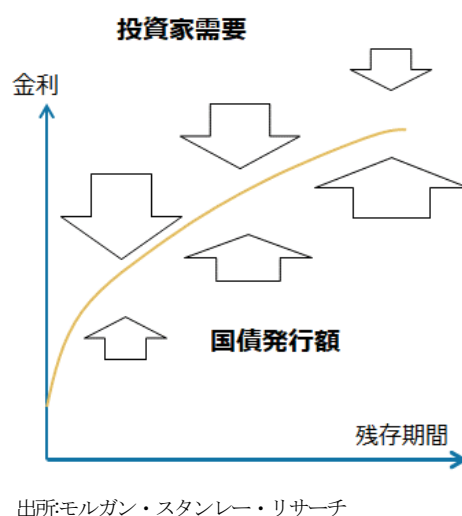


出所:モルガン・スタンレー・リサーチ

図表 11 預貸ギャップと
JGB/TDB 発行残高の推移



図表 12 国債供給と需給



しかしながら、増発はカーブの形状には歪みの影響を与える可能性がある。どの民間金融部門(銀行(預金)、生保(保険)、年金基金(年金拠出金))に民間非金融部門の資金が集中するかで、国債の各年限に対する需要は変わってくる。財務省の供給が各セクターでマッチしなければ、一部の年限では供給過多、別の年限では需要過多という状況が起きてしまい、結果としてカーブのゆがみにつながるることとなる(図表 12)。

昨今の増発局面では、超長期債の増発が増える中、日米のイールドカーブはスティーピング基調にある。特に各国財務省が低金利を利用して超長期債の増発を重視するスタンスを再びとるのであれば、それ自体はカーブのスティーピング化圧力につながるだろう。しかしながら、前述したように過剰流動性が利回りを求めてあらゆる資産に投資される局面においては、超長期債の利回りの上昇も限定的になると思われる。少なくとも新型コロナ前に取引されていた水準に戻ることは非常に難しいといえよう。

来年度のボラティリティは低下？

これまで見てきたように各国中銀が来年度は少なくとも緩和スタンスを貫くことを考えると、過剰流動性の存在も相まってグローバルで金利は低位に安定し、結果として金利市場のボラティリティは低い状態が続くそう。米国では次期政権下での政策運営に焦点が集まるものの、上述したように財政刺激策自体に絡んだ増発の影響は、大きな金利上昇につながる可能性は低く、結果としてグローバル金利は足元のレンジから大きく乖離する可能性は低いと考えている。G10 では各国の金利差も特に短中期に関しては、安定して推移することが予想されることから、G10 為替のボラティリティも低下することが予想される。各国中銀の政策スタンスに大きな変更が見込めない中では、G10 金利や為替市場で大きな動きは見込みにくいかもしれない。

一方で、来年の大きなテーマとしては、LIBOR 改革があろう。2021 年末以降は、各国で様々な金融商品の参照指標として使用されている LIBOR が廃止される見込みである。新型コロナウイルスの感染拡大の影響もあって円滑な移行作業が困難になるとの見方もあったが、足元のところ英国の金融行動監督機構 FCA は LIBOR 改革を予定通り 2021 年末までに終えるべきであるとのスタンスを明確にしている。LIBOR がなくなること新たな市場におけるデリバティブのコンベンションがどうなるのか、またはそれによる市場へどのようなインパクトを与えるか等が来年は市場の大きなテーマとなり、デリバティブ市場においてボラティリティを誘発する要因となろう。

投資信託の特別分配金による企業利益への影響

ゆうちょ資産研究センター 事務長 市川 裕久

はじめに

ゆうちょ銀行の2020年度決算における利益予想は、2018～20年度中期経営計画の最終年度(2020年度)利益目標より減少している。この要因が海外のクレジットスプレッドが高止まる(評価損発生)前提として、保有する有価証券中の投資信託の分配金のうち、収益を認識しない特別分配金が2019年度から大きく増加することとしている(7月号参照)。

【ゆうちょ銀行の利益に関する主な実績及び20年度見通し、評価損益の状況】

(表1) 計数目標の進捗状況

(億円)

計数目標	17年度 (実績)	18年度 (実績)	19年度 (実績)	20年度	
				(予想)	(当初計画)
資金収支等	13,848	12,928	12,670	11,800	13,000
役務収支	964	1,067	1,288	1,300	1,300
営業経費	10,429	10,364	10,195	10,400	10,400
経常利益	4,996	3,739	3,791	2,750	3,900
当期純利益 (当行帰属分)	3,527	2,661	2,734	2,000	2,800

(出所) 各年3月期決算説明資料及び中期経営計画より

(表2) 評価損益の状況

(億円)

	17年度末		18年度末		19年度末		20年度1Q末	
	BS計上額	評価損益	BS計上額	評価損益	BS計上額	評価損益	BS計上額	評価損益
満期保有目的の債券	314,589	10,035	272,425	7,931	241,707	4,908	248,172	4,214
その他目的	1,122,457	37,699	1,141,934	35,172	1,159,361	3,706	1,187,354	28,639
有価証券 (A)	1,080,836	19,120	1,102,419	21,285	1,113,864	△ 7,515	1,139,269	14,766
国債	336,457	11,299	333,406	11,676	325,979	7,942	321,656	6,896
外国債券	202,119	3,753	220,030	6,377	237,068	4,294	236,131	7,384
投資信託	390,426	2,658	404,339	1,849	419,010	△ 20,404	451,692	△ 130
その他	151,831	1,408	144,642	1,382	131,806	651	129,789	616
時価ヘッジ効果額 (B)		5,687		2,664		3,083		3,072
金銭の信託 (C)	41,622	12,892	39,514	11,222	45,497	8,138	48,084	10,799
国内株式	22,861	12,620	21,417	11,064	18,596	8,165	21,160	10,847
その他	18,761	271	18,097	158	26,900	△ 27	26,924	△ 48
デリバティブ取引 (D)	113,265	44	143,661	△ 898	163,403	△ 4,727	161,999	△ 5,422
評価損益合計 (A + B + C + D)		37,744		34,274		△ 1,020		23,216

(出所) 各年3月期決算説明資料より

なお、海外のクレジットスプレッドについて、2019年度決算において新型コロナウイルス感染拡大に伴う市場混乱により、20年2月～3月下旬にかけて拡大。これに伴い、その他目的有価証券の評価損益が大きく悪化。その後のクレジットスプレッド縮小に伴い、20年度1Q末には急速に改善²(表2)。

本稿では、ゆうちょ銀行のように企業が資産運用として投資信託へ投資している場合に、その投資信託の「収益認識しない特別分配金」による企業利益への影響を整理する。

1 投資信託の分配金

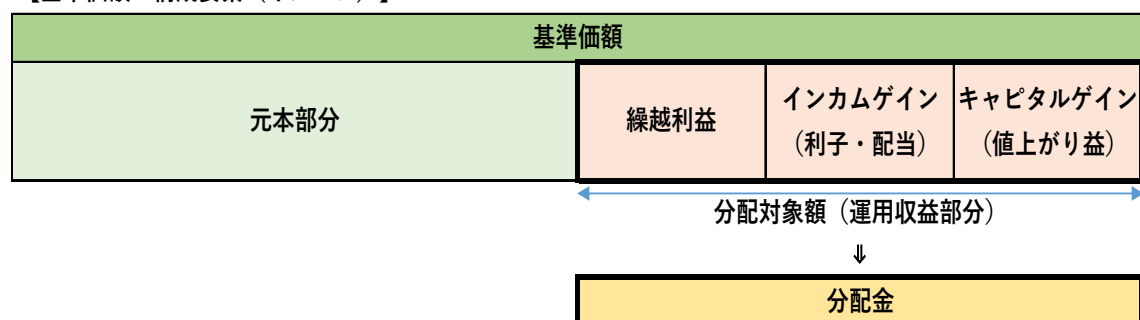
投資信託の収益分配金について、投資信託を販売している証券会社や銀行は各社のホームページにおいて概ね次のように説明している。

(1) 分配金の仕組み

投資信託においては、株式や債券などの様々な資産に運用されており、それらの資産から配当や利子である「インカムゲイン」を得ている。また、株式や債券などの価格変動を利用して売買することにより、値上がり益である「キャピタルゲイン」を獲得することもできる。これらの利益に過去から繰り越されてきた利益を加えたものが分配対象額となっている。

この分配対象額の中から、ファンドの決算日に投資家(企業)に収益分配が行われる仕組みになっており、分配金の金額は、投資信託ごとに決められた分配方針に基づいて運用会社が決定している。

【基準価額の構成要素 (イメージ)】



(2) 分配金の対象

分配金は、分配対象額から各ファンドの分配方針に基づいて支払われるが、この分配対象額は下表①～④の4項目の合計になる。

①	インカムゲイン	組み入れている資産(有価証券等)の利子・配当等収益(経費控除後)
②	キャピタルゲイン	組み入れている資産(有価証券等)の売買益及び評価益(経費控除後)
(繰越利益)		
③	分配準備積立金	当期(前回決算日の翌日から当期決算日まで)に発生した上記①・②のうち、当期の分配金として支払わなかった残りの金額である。その残金額は信託財産の中で積み立てられ、次期以降の決算時に分配金として支払うことができる分配対象額となる

¹ 2019年12月末比、約△3.6兆円

² 2021年3月期第1四半期決算説明資料(2020.8.7)より

④	収益調整金	追加型投資信託において、追加設定(新規投資)により、既存の当該ファンドの保有者への分配可能額が減らないよう調整する(公平性を保つ)ために設けられているものである(追加設定した価額(約定価額)から元本を差し引いた差額分=約定時点での分配対象額)。前期末時点の収益調整金の残高に、当期中の日々の設定・解約による収益調整金を加減したものが、当期末の分配対象額となる
---	-------	---

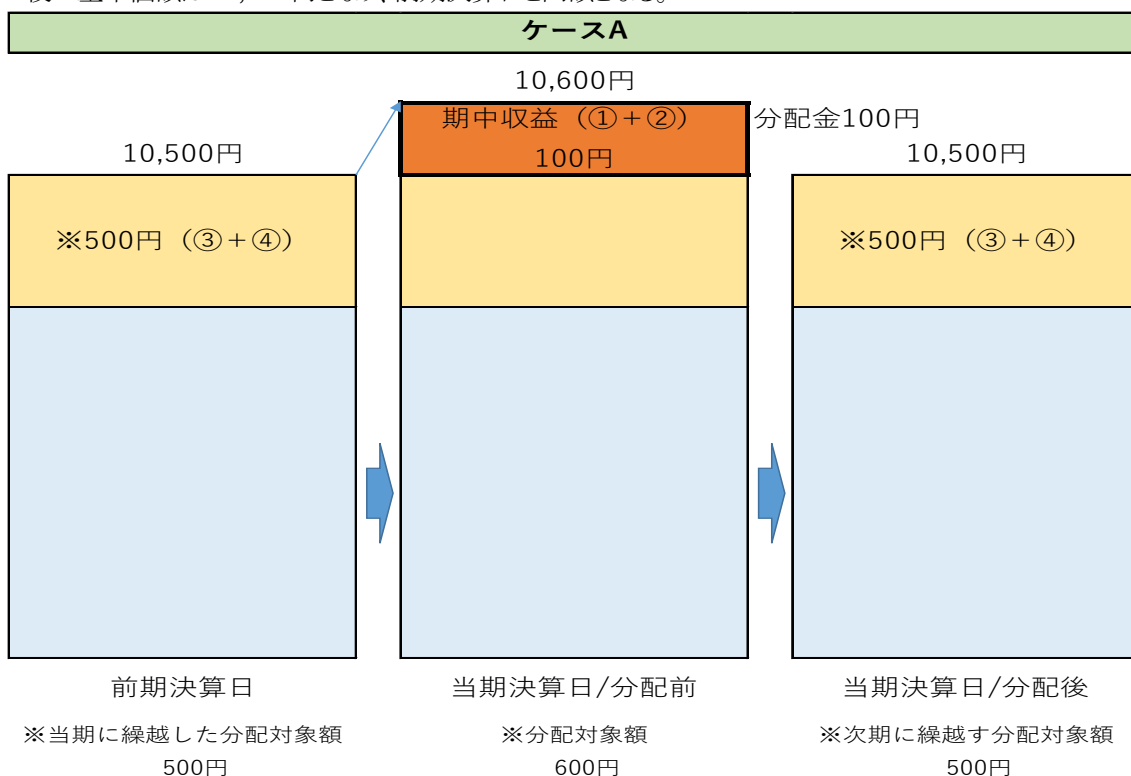
(3) 分配金と基準価額の関係

前記2及び3のとおり、運用会社はファンドの決算日にその時点の上記①から④の分配対象額から支払う分配金を決定するが、期中に発生したファンドの収益(①と②)内で支払われる場合(ケース A)、当期中に発生したファンドの収益(①と②)を超えて③と④を含んで支払われる場合(ケースB及びC)とは基準価額との関係が異なる。

【当期中に発生した収益(①と②)の中から分配金が支払われる場合】

<ケースA>

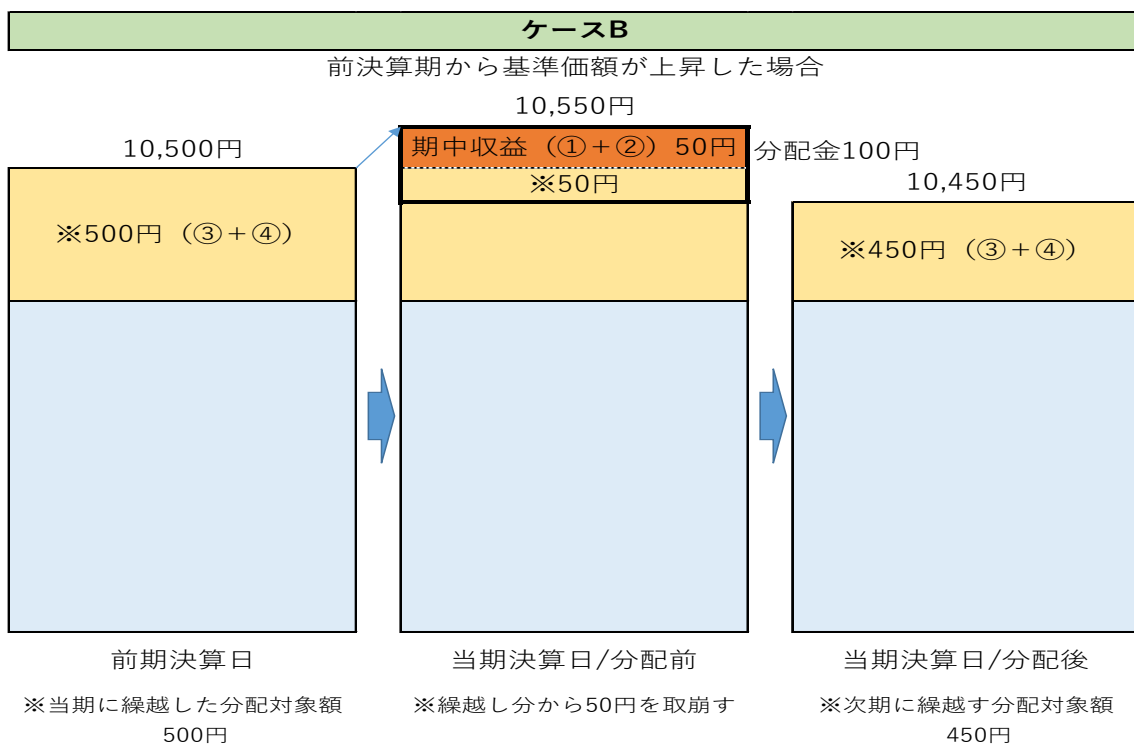
期中収益 100 円(①+②)により、当期決算日における分配前の基準価額は 10,600 円に上昇するもの。これを基準として、期中収益 100 円から分配金 100 円を支払うため、当期決算日における分配後の基準価額は 10,500 円となり、前期決算日と同額となる。



【当期中に発生した収益(①と②)を超えて分配金が支払われる場合】

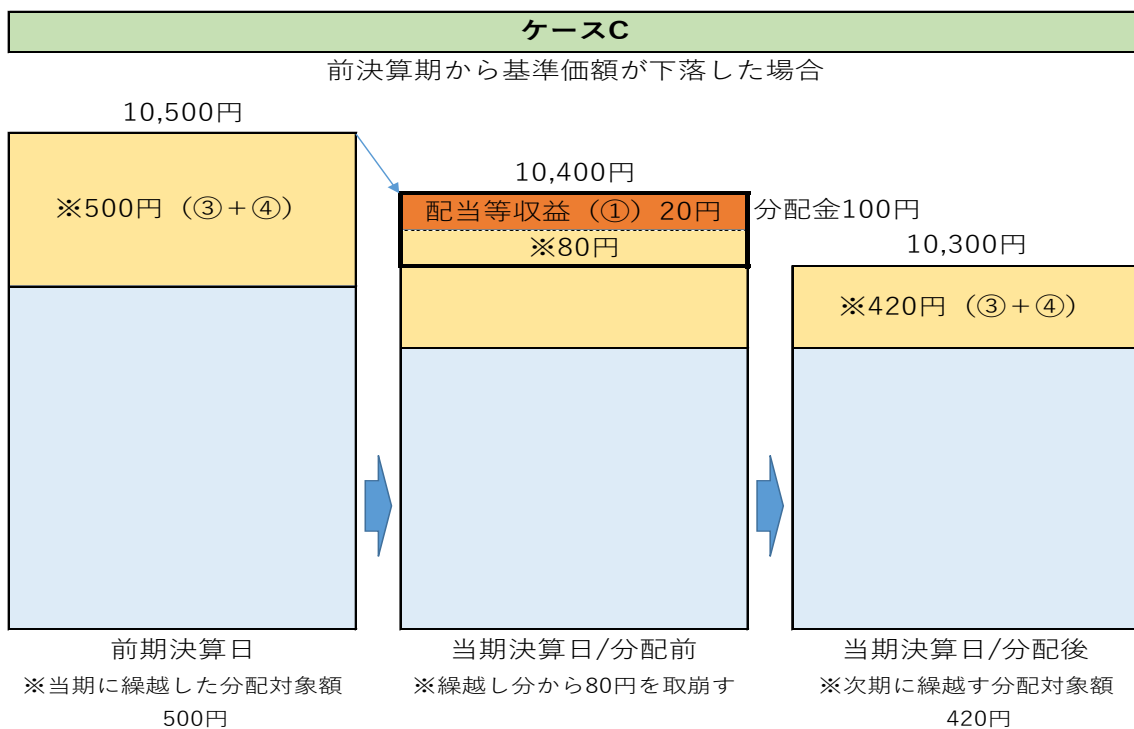
<ケースB>

期中収益 50 円(①+②)により、当期決算日における分配前の基準価額は 10,550 円に上昇するもの。これを基準として、期中収益 50 円に加えて、繰越しの分配対象額(③+④)の中から 50 円を取り崩して分配金 100 円を支払うため、当期決算日における分配後の基準価額は 10,450 円となり、前期決算日と比べて 50 円値下がりする。



<ケースC>

利子・配当等収益 20 円(①)と売買損益・評価損益▲120 円(②)により、当期決算日における分配前の基準価額が前期決算日と比べて100 円下落し、10,400 円とするもの。これを基準として、利子・配当等収益 20 円に加えて、繰越しの分配対象額(③)の中から 80 円を取崩して分配金 100 円を支払うため、当期決算日における分配金支払い後の基準価額は10,300 円となり、前期決算日と比べて200 円値下がりする。



それぞれのケースにおける、前期決算日から当期決算日(分配金支払い後)まで保有した場合のファンドの損益をまとめると次のとおりとなる。

- ・ケース A: 分配金受取額 100 円 + 登記決算日と前期決算日の基準価額の差 0 円 = 100 円
- ・ケース B: 分配金受取額 100 円 + 登記決算日と前期決算日の基準価額の差▲50 円 = 50 円
- ・ケース C: 分配金受取額 100 円 + 登記決算日と前期決算日の基準価額の差▲200 円 = ▲100 円

各ケースにおいて分配金額は同額であっても、計算期間中に発生する収益(上記①および②)を超えて繰越しの分配対象額から分配金が支払われる場合には、当期決算日の基準価額は前期決算日と比べて下落することになり、損益状況は異なった結果となる。また、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではない。

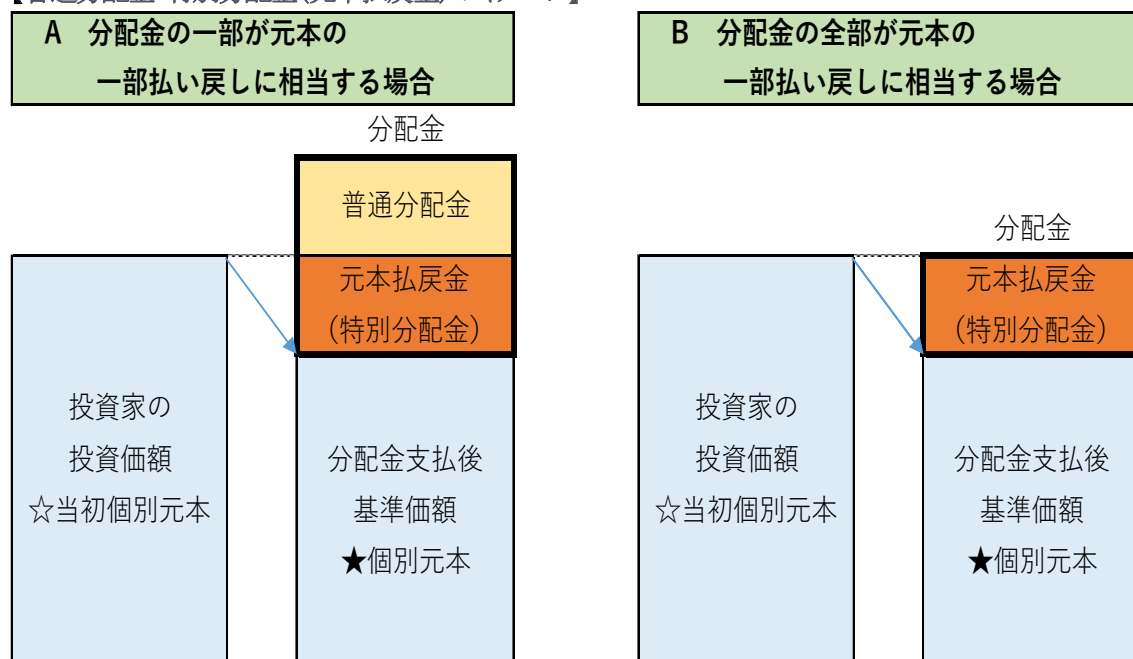
2 収益認識しない分配金(「特別分配金=元本払戻金」)

同じファンドでも、投資家(企業)によって投資時期は異なるので、当然に投資価額も異なる。決算で同じ金額の分配金が支払われたとしても、この投資価額の違いにより、それぞれの投資家(企業)の意味合いが異なってくる。

投資家(企業)の投資価額によっては、分配金の一部ないし全額が実質的には元本の一部払い戻しに相当する場合がある。また、投資したファンドの投資後の運用状況によって、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様である。

この元本払い戻しに相当する部分は「元本払戻金=特別分配金」といい、会計上、収益と認識せず、税法上の扱いも非課税となっている³。

【普通分配金・特別分配金(元本払戻金)のイメージ】



³ 但し、外貨建て投資信託には、元本払戻金(特別分配金)という概念はない。

普通分配金	個別元本 ⁴ を上回る部分の分配金。 普通分配金は投資信託の元本の運用により生じた収益から支払われ、利益として課税対象。
元本払戻金 ⁵ (特別分配金)	個別元本 ⁴ を下回る部分の分配金。 特別分配金(元本払戻金)は、「投資した元本の一部払い戻し」に当たるため、非課税。また、特別分配金(元本払戻金)の額だけ個別元本は減少。

3 特別分配金(元本払戻金)による企業利益

上記2のとおり、当初個別元本より分配金支払後の個別元本が下回っている場合、分配金は元本の払い戻しとして扱われるため、投資信託へ投資している投資家としての企業において、その分配金を収益認識することができず、期待されていた利益が計上されないこととなる。

例えば、ゆうちょ銀行においては、その貸借対照表(BS)をみると、投資信託への投資残高は「外国証券」で計上されており、太宗は外国債券で運用されているものであるが、上記1で述べたとおり、2020年3月期の決算において、新型コロナウイルスの影響により外国債券のクレジットスプレッドが拡大したことにより、その評価損が大きく発生しており、今後もその拡大したスプレッドが高止まりする前提において投資信託の特別分配金により利益予想が低く見積もられている。

ここで注意すべきこととして、企業が投資している投資信託⁶において債券を主体に運用されている場合には(ゆうちょ銀行が投資している投資信託は外国債券を中心に運用されている)、その分配金は債券のインカム益に基づいて支払われており、クレジットスプレッド拡大による評価損の発生に伴って、(実現していないもののキャピタルロスとして)その分配金は収益認識されない特別分配金となり、企業はその期において元本払戻金として決算処理するとしても、実際に運用されている債券がデフォルトにならない限り、満期日に元本全額が償還されるものである。

したがって、企業が投資している投資信託が債券を主体に運用されている場合には、クレジットスプレッド拡大に伴い特別分配金が発生する期においてはその分の利益が計上されないこととなる一方で、その債券の満期償還に基づき投資信託が償還する期においては相当の償還益として利益計上されることになる。また、クレジットスプレッドが縮小した際に投資信託を解約する期においても同様に解約益として利益計上される。

おわりに

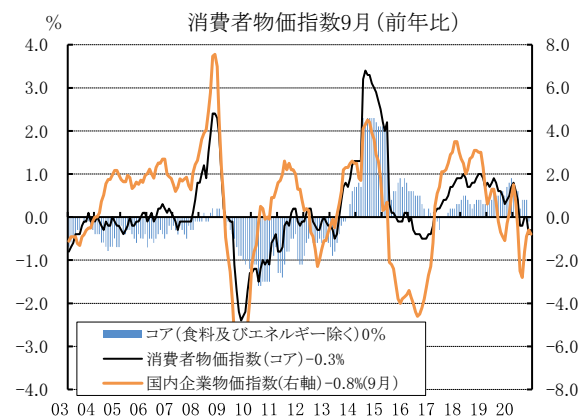
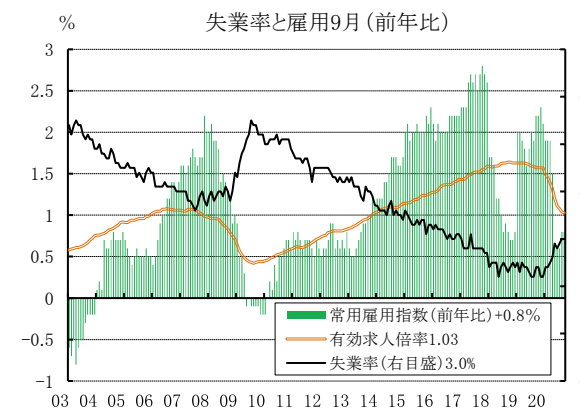
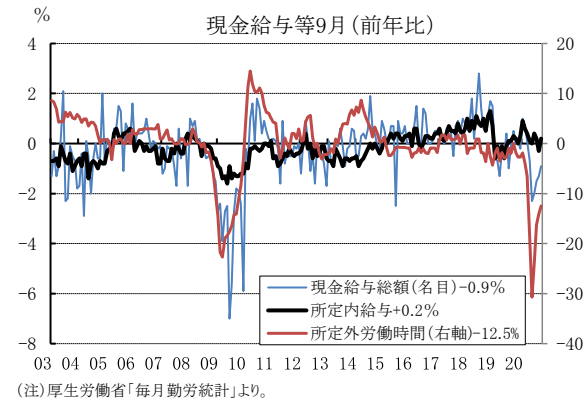
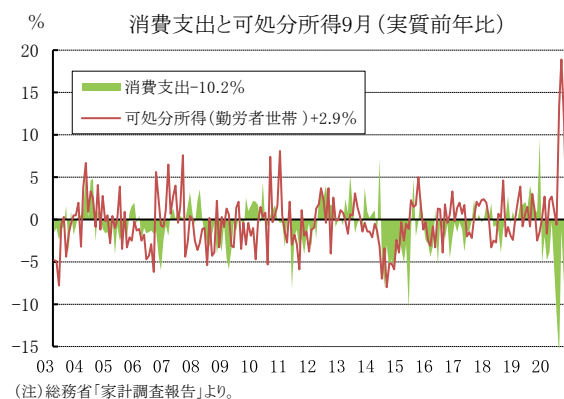
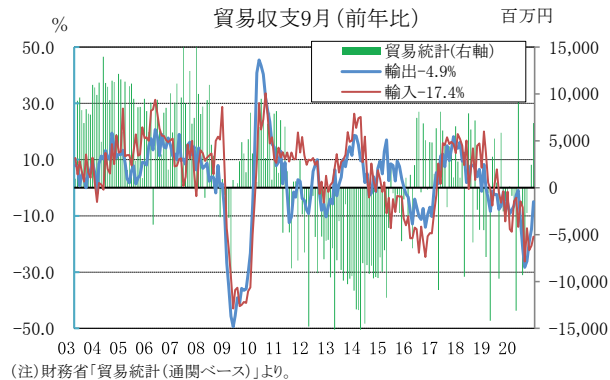
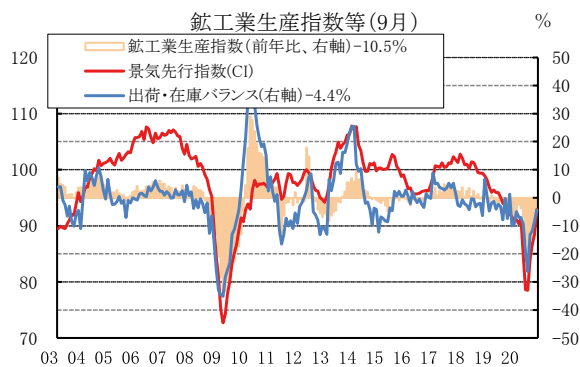
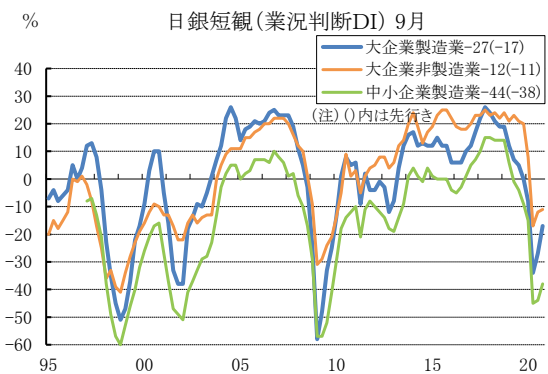
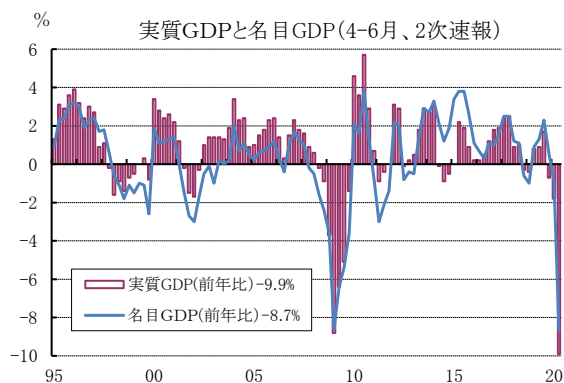
以上のように、ゆうちょ銀行は2020年3月期決算で投資信託の特別分配金発生により利益が減少し、2021年3月期決算もクレジットスプレッド高止まりを前提に利益予想も下方修正したが、投資信託への投資において外国債券のデフォルトが発生しない限りにおいては、償還時又は解約時に相当の利益を計上することになるため、海外のクレジットスプレッド動向に基づく利益予想を今後とも注視する。

⁴ 個別元本とは、追加型投資信託における投資家ごとの課税上の投資価額(手数料等は含まれない)をいう。「個別元本=投資家が投資信託へ投資した時の基準価額」となり、同じ投資信託を複数回投資した場合や特別分配金(元本払戻金)を受け取った場合などに修正される。

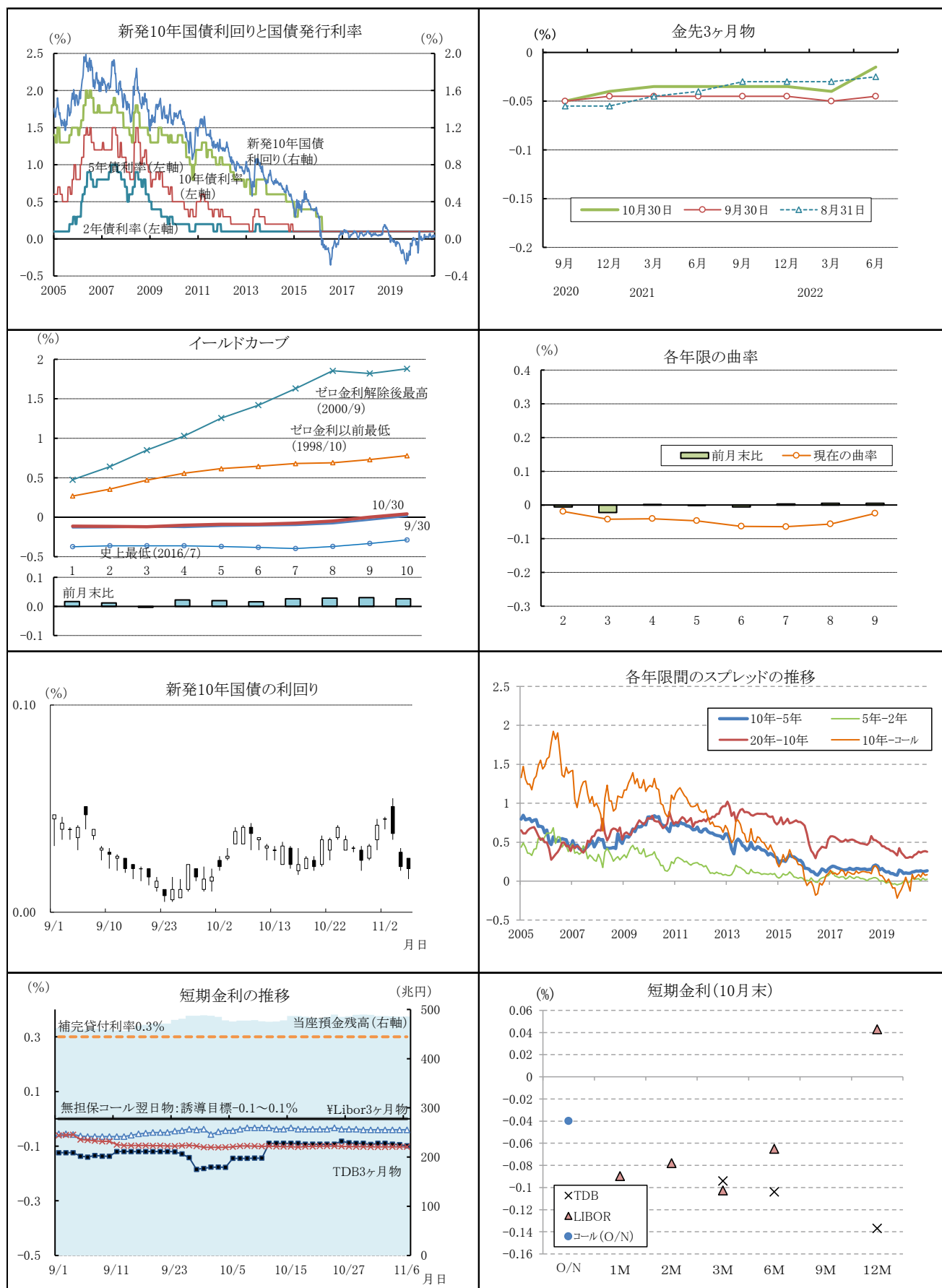
⁵ 元本払戻金(特別分配金)は実質的に元本の一部払い戻しとみなされ、その金額だけ個別元本が減少する。また、元本払戻金(特別分配金)部分は非課税扱いとなる。

⁶ 投資信託には株式・債券等を組み入れることができる。

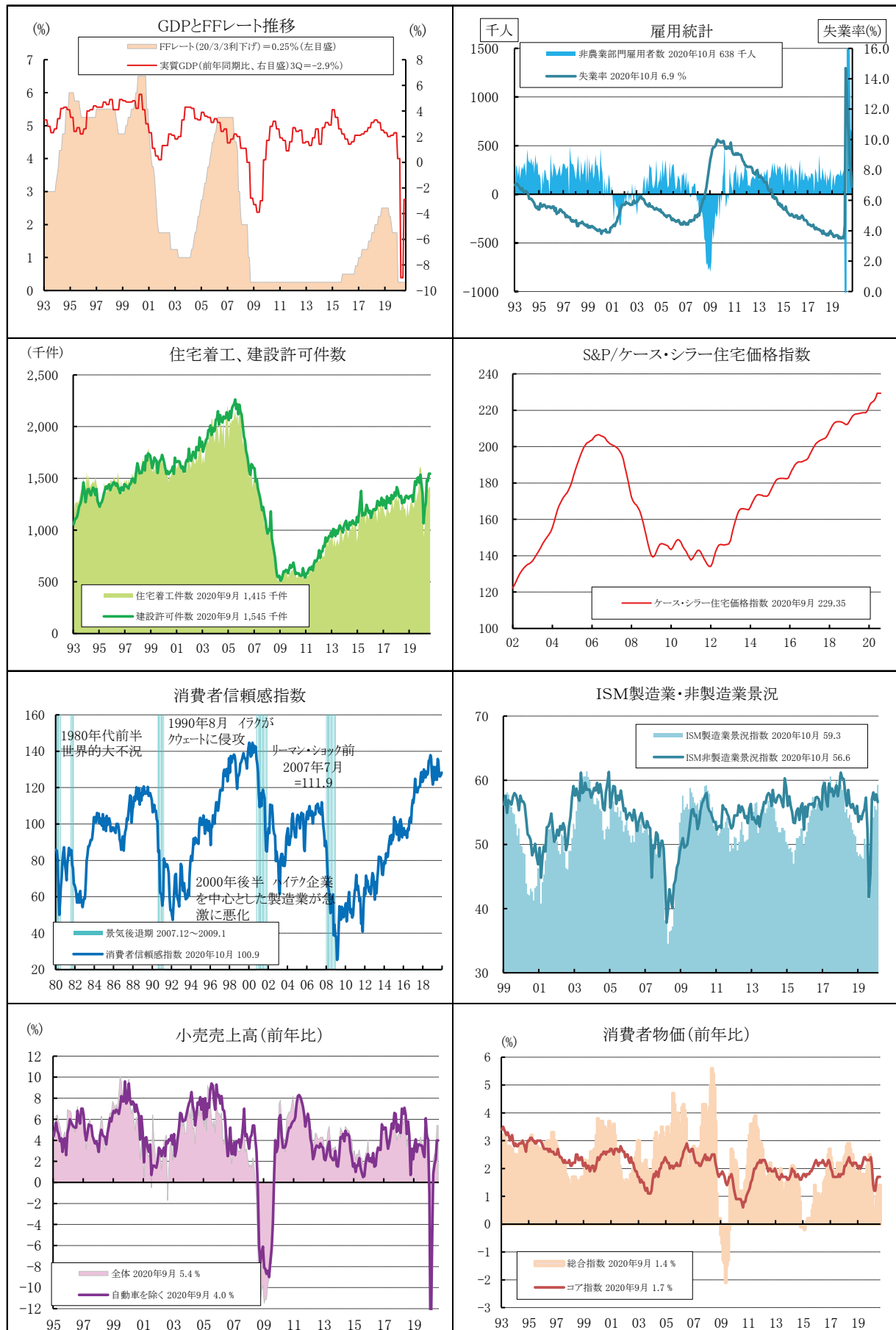
日本 マクロ経済



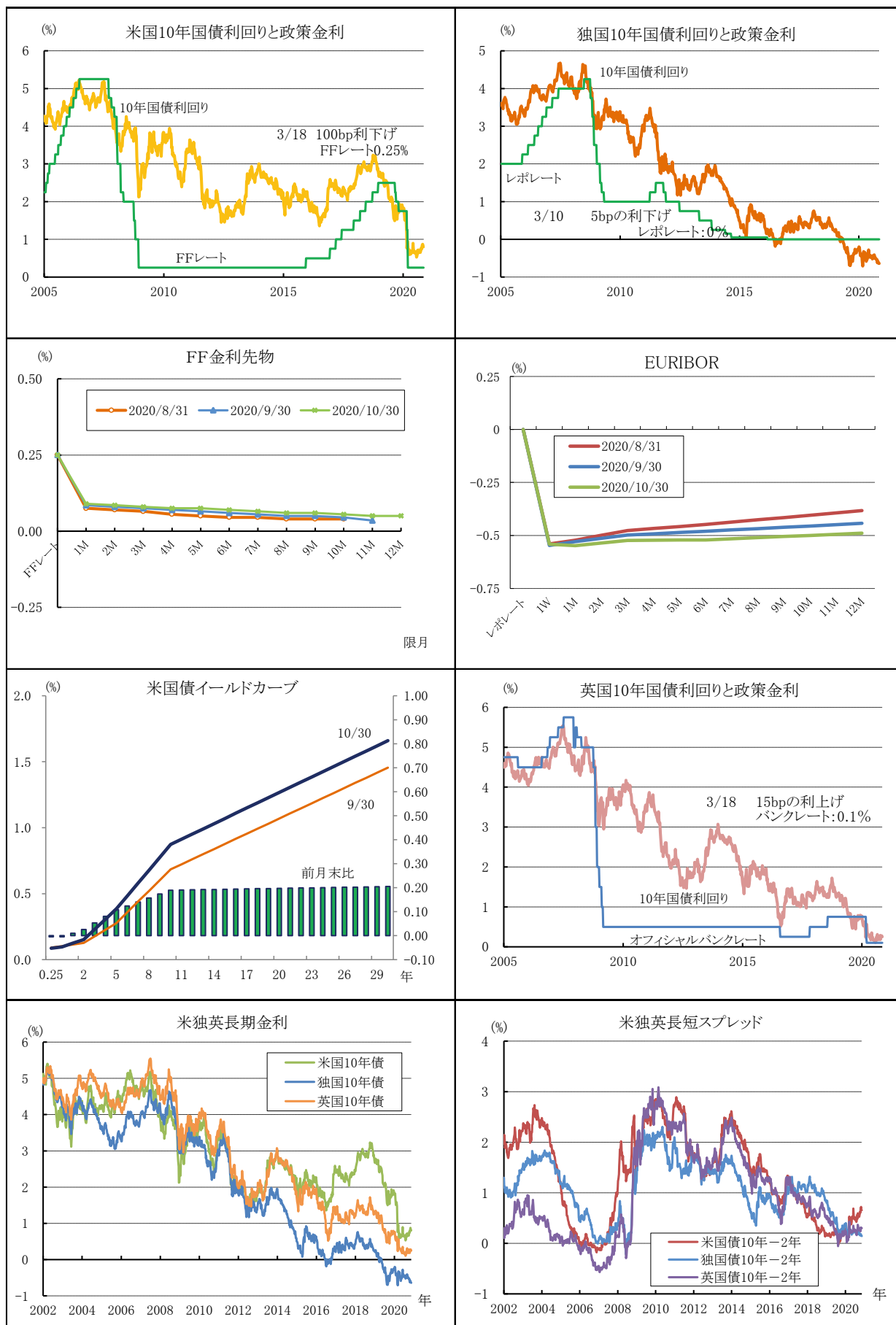
日本 短期・債券市場



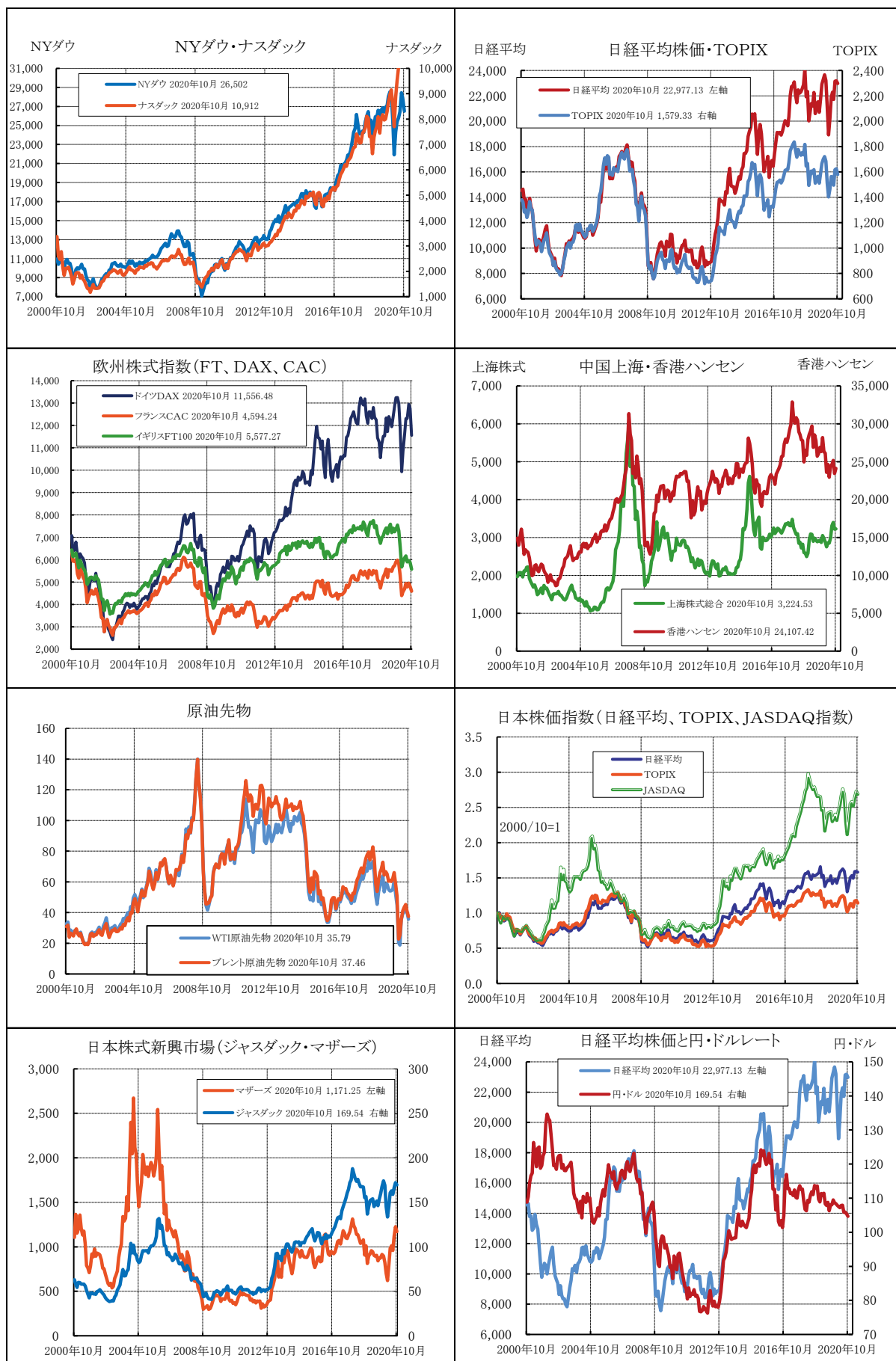
海外 マクロ経済



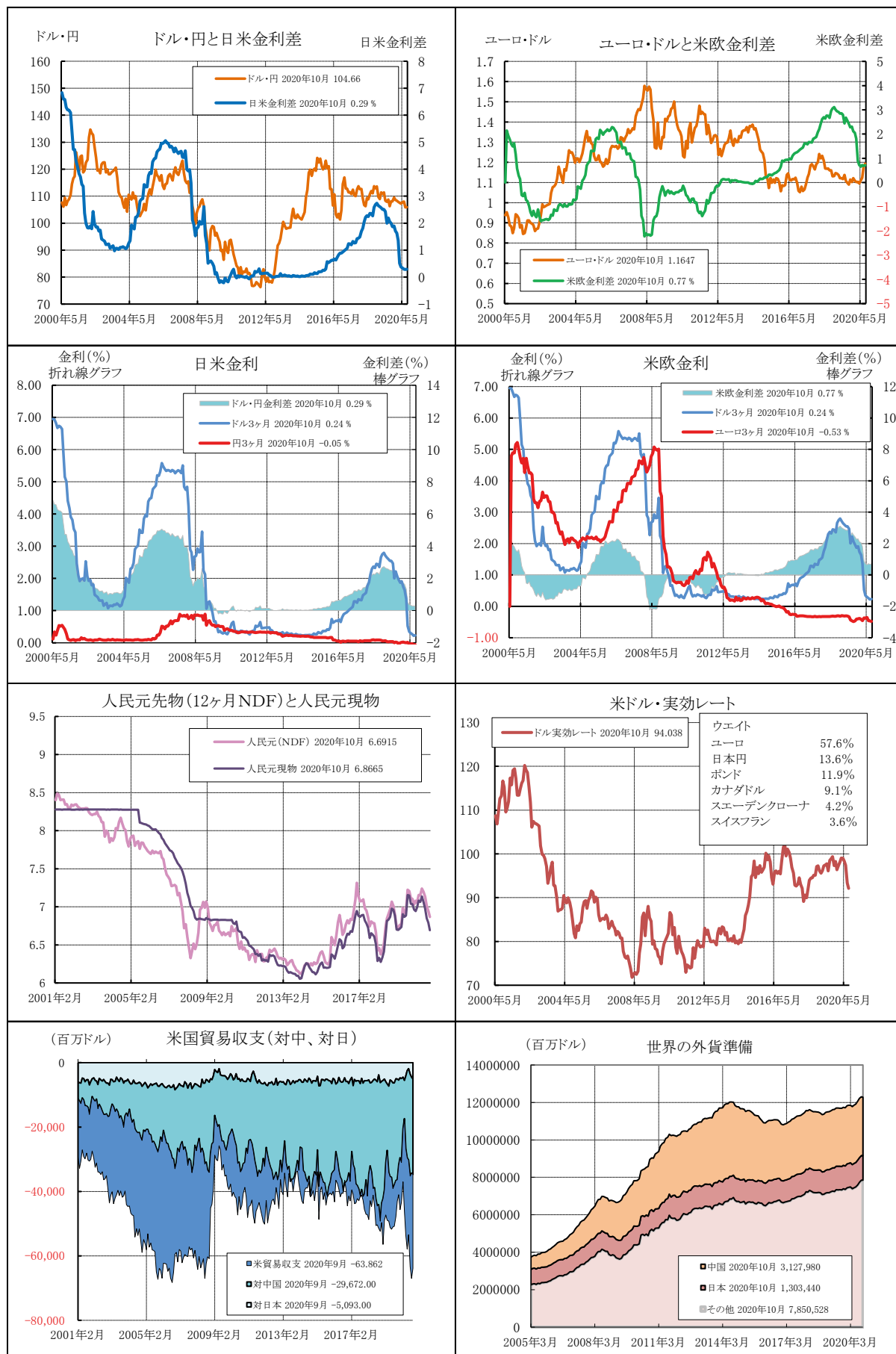
海外 債券市場



株式市場



為替市場



<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

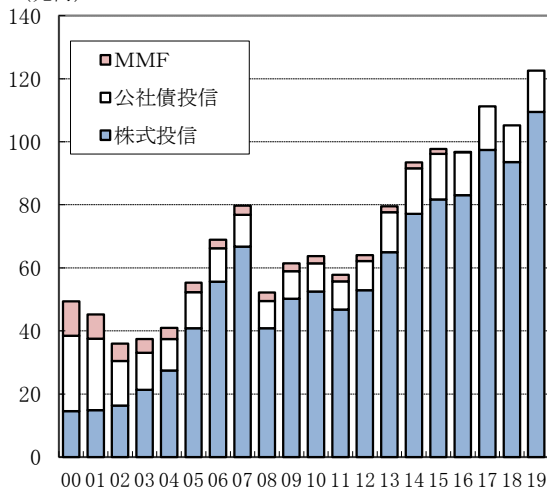
タイプ 末	株式投信								公社債投信						証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型	うちMRF		うちMMF	計	
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計								
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	192,537	-	-	55,216	196,432	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	157,730	-	-	43,502	160,963	374,356
2004年12月	17,998	-	-	-	-	-	256,354	274,352	2,138	133,476	-	-	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	-	-	-	-	-	306,022	408,289	2,824	124,143	-	-	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	-	-	-	-	-	537,826	556,578	2,494	130,202	69,749	-	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	-	-	-	-	-	649,083	667,845	1,498	128,262	66,486	-	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	-	-	-	-	-	395,555	408,433	976	112,066	57,252	-	26,127	113,042	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	111,477	57,506	24,560	112,114	614,551	
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7月	7,655	198,216	229,575	550,069	435,601	14,716	1,064,043	1,071,698	27	128,268	122,119	-	128,295	1,199,994	
8月	7,534	200,036	235,068	590,857	471,069	14,993	1,123,659	1,131,194	26	130,365	124,237	-	130,391	1,261,585	
9月	7,415	194,845	230,790	598,829	478,939	15,158	1,127,228	1,134,644	26	130,380	124,277	-	130,406	1,265,050	

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

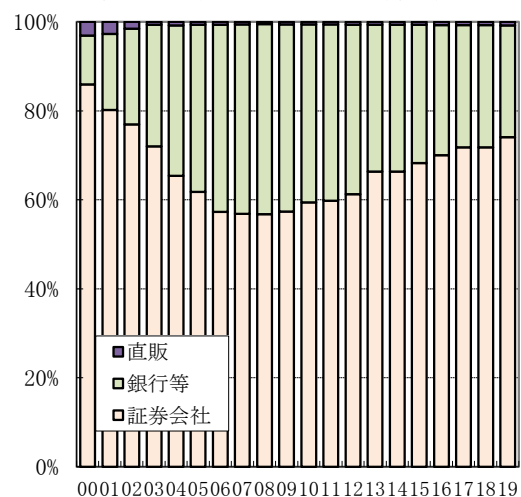
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年12月	676,948	70.0%	282,725	29.3%	6,742	0.7%	966,416	100%
2017年12月	814,318	74.5%	288,865	24.7%	8,987	0.8%	1,111,919	100%
2018年12月	778,895	71.8%	264,738	27.5%	7,963	0.7%	1,051,596	100%
2019年12月	929,606	74.1%	292,688	25.1%	9,429	0.8%	1,231,724	100%
2020年7月	916,415	76.4%	274,974	22.9%	8,603	0.7%	1,199,993	100%
8月	970,281	76.9%	282,273	22.4%	9,031	0.7%	1,261,586	100%
9月	974,648	77.0%	281,293	22.2%	9,111	0.7%	1,265,052	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	1,557	12,112	1,955,478
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	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	※通常へ合算	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	27,238	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	1,759,933	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	1,925,129
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	71,754	593,535	373,948
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069
2016年4月 - 2017年3月	1,897,281	1,567,512	329,769	1,455,195	348,746	1,054,053	52,396	442,085	312,264
2017年4月 - 2018年3月	2,044,940	1,502,747	542,193	1,545,286	331,781	1,042,970	170,535	499,654	352,730
2018年4月 - 2019年3月	1,845,413	1,357,775	487,638	1,471,434	347,157	1,036,400	87,877	373,978	266,189
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	7,870,737	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	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939
2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842
2017年3月	68,804,988	2,694,604	6,082,224	91,021	10,986,828	177,463	53,106,808	1,775,628	138,983,851	4,738,718
2018年3月	63,707,871	2,088,142	6,405,189	62,426	10,753,607	118,066	59,181,543	776,757	140,076,999	2,915,424
2019年3月	58,356,567	1,923,234	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%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月	5,299,807	26.72%	11,019,043	55.56%	3,218,573	16.23%	292,079	1.47%	19,829,503
2017年3月	5,220,018	25.91%	11,515,528	57.16%	2,929,283	14.54%	478,637	2.37%	20,143,467
2018年3月	5,423,335	26.78%	11,507,664	56.84%	3,054,368	15.08%	258,990	1.27%	20,244,358
2019年3月	5,224,319	23.70%	13,629,801	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%	23,706,872

< 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け資産とする証券化商品、CDOは債務担保証券をそれぞれ意味する。

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

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