

ゆうちょ資産研レポート

2017年9月号

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
世界・日本経済展望：金融政策正常化に向かう先進他国、 すぐには向かわない日本	
JPモルガン証券株式会社 経済調査部長 マネージングディレクター 鵜飼 博司	
マーケット・アウトルック (1)	7
日銀 YCC 政策導入から1年	
SMBC日興証券株式会社 金融経済調査部 金利ストラテジスト 竹山 聡一	
マーケット・アウトルック (2)	13
今後の長期・超長期金利の見通し	
東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦	
資産研コーナー	19
「人づくり革命」の財源問題 ～幼児教育と高等教育の2つの無償化	
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

2017.9

ファンダメンタル・アナリシス

世界・日本経済展望：金融政策正常化に向かう先進他国、すぐには向かわない日本

J P モルガン証券株式会社 経済調査部長 マネージングディレクター 鷗飼 博司

概要

本年初には、米国のトランプ大統領の就任に対して税財政政策や規制緩和に対する期待が高まったほか、欧州では、難民問題に端を発したグローバル化対反グローバル化の主導権争いに関する政治的不透明感が高まった。しかし、今や特に国際金融市場の関心は政治から経済に再び焦点を移しており、世界的に予想以上に堅調な景気の継続と予想外に弱いインフレ率の並存がどこまで続くかが、FedやECBの金融政策の正常化のペースをみる上での最大の関心事だ。これから米欧ともに徐々にインフレ率が徐々に上昇し、Fedは本年秋からB/Sの正常化に着手し、利上げもインフレ率上昇に沿って進めるほか、ECBも来年初からテーパリングを開始し、2019年には利上げモードに移行するだろう。

一方、日本は完全雇用水準にあり、景気の拡大が続いているのに、賃金上昇率には加速感が全くみられない。基調的なCPIインフレ率も漸く0%近辺で下げ止まったところであり、2%の物価安定目標との間には相当な距離がある。今後、日本経済は潜在成長率を上回る1%台の成長を続け、雇用需給もさらにタイトになる。来年後半、基調的なCPIインフレ率が1%に到達したところで、物価を目標に向けてソフトランディングさせていくために、日銀は10年金利ターゲットの引き上げを漸く開始すると予想している。

このように、先進諸国の金融政策の正常化へのスピードが日本と大きく異なることが、今後の世界経済・金融市場を見る際の一つのポイントだ。長期金利差は暫くは拡大する方向だろう。しかしこれが為替市場で円安をもたらすかは、インフレの帰趨以外に、政治リスクの帰趨にもかかっている。また、この経路を通じた他国からの長期金利上昇圧力がみられても、日銀が抑制することは容易な筈だ。

日銀が直面する重要な課題は、当面は、今後の長期金利ターゲットの引き上げに備え、市場が過剰反応しないようにコミュニケーションを如何に回復させるかだ。また、金融政策が実際に出口を迎えるまでに5年かかるので、達成までに景気後退が再び来る可能性への対応を考慮しておく必要がある。さらに、日銀の国債大量保有によって短期政策金利を正常化させる段階で政府の債務支払いコストが高む可能性があり、潜在的に日銀の独立性が脅かされるリスクにも注意が必要だ。

世界的な景気拡大と弱いインフレ率

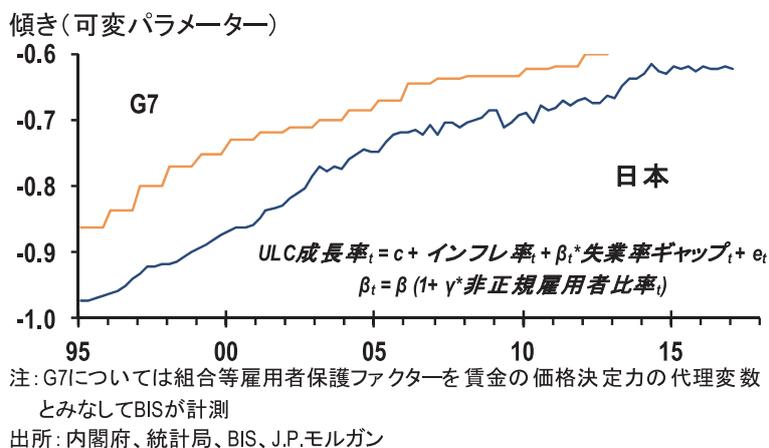
グローバル経済は、2017年第2四半期には前期比年率で3.8% (J.P.モルガン集計ベース)と2010年以来の高水準になり、本年下期も堅調な景気拡大が見込まれる。昨年後半から物価の上昇を伴う成長(リフレション)に転じたため、企業収益も増え、支出増につながっていることから、世界の景気は、予想を上回るテンポで拡大した。米国は、企業や家計の自律的なセンチメントの好転が、トランプ政権の税財政政策への期待の剥落を上回る形で、自律的な景気拡大のメカニズムを作り出している。米国は、来年にかけて2%を若干下回る程度の速度で安定的に経済成長を続けるだろう。また、欧州では、グローバル化と反グローバル化の主導権争いとなった政治リスクが収束する一方、予想を上回る経済成長を続け、今や世界経済の成長の牽引役を果たしている。

しかし、先進国のインフレ率は総じて実体経済の動きとは逆に弱めの推移をしているのが特徴だ。米国のCPI・PCEは、本年3月から軟化し始め、特殊要因では説明できないほど幅広い品目で弱めと

なり、8月の数字で漸く上向いたばかりだ。労働市場では既に完全雇用水準を達成しているにも関わらず、インフレ率の背後にある賃金上昇率も加速していない。

この背景には、労働者の賃金設定のバーゲニング・パワーが落ちていることがあると睨んでいる(図表1)。米欧では、gig economy(インターネットを活用した働き方が活発になっていることや、それによって成り立っている経済を指す)が急速に発達し、企業から独立してアウトソーシング需要を取り込む自営業的な働き方が増えているほか、雇用者がインターネットやAIに代替されるプレッシャーも高まっており、さらには働き方の多様化によって非正規雇用が増え、組合加入比率も低下していることが響いているのだろう。

図表1：先進国の賃金フィリップス曲線の傾き



しかし、それでも米国はインフレ率が徐々に加速するとみておくのが妥当だ。最近では原油市況や工業用メタル市況が強くなっているうえ、ドル安傾向でもある。また、PMIからは企業が価格設定能力を取り戻していることも窺われる。さらに重要なことは、雇用需給が逼迫し続けていることだ。賃金の上昇率が緩やかであっても、米国経済の供給側が弱く、生産性上昇率が低い下では、単位当たり労働コストが上昇するため、賃金・物価の上昇につながり易い。賃金フィリップス曲線は、傾きが緩やかになってはいても死んではいけない。

また、ユーロ圏でも、同様に賃金・インフレ率がなかなか上昇しない状況になっており、ECBのインフレ見通しは常に下方修正を繰り返している。9月7日の政策理事会の後に公表されたスタッフ見通しでは、ユーロ高の影響も加わって下方修正され、2019年中にもCPIが2%に接近しない。

世界の政治リスクとしては、北朝鮮問題を巡る地政学的リスクと米国との貿易関係が残されている。その帰趨は主として為替市場への影響という経路を通じて短期的なリスクとして認識され易い。日本は恒常的に経常収支が黒字なので、本邦企業は総じて円をショートにしている。それだけに、世界的に政治リスクが高まると、北朝鮮問題のように日本への影響が懸念される場合でも、円ポジションをスクエアにするかヘッジする傾向がみられ、円高に振れ易い点には留意を要する。

Fed、ECB、BoEとタイミングのずれる日銀の政策正常化

Fedの政策正常化路線のうち、自らのバランスシートの規模を正常化に向かわせるプロセスは、本年9月のFOMCで決定し、10月から開始すると考えている。しかし、Fedの利上げは、インフレ率にリンクしている。当社では12月利上げの線を維持しているが、利上げが今後いつから何回行われるかは不確実性が高い。

ECBも、量的緩和部分のテーパリングについては強気の見方をしてるので、恐らく本年10月の

政策理事会を中心に、来年初からのテーパリングが決まるとみている。しかし、インフレに関しては先行きの不透明感を払拭できていない。このため、当社は預金金利の引き上げ開始を2019年3月、政策金利の引き上げ開始を同9月と、これまでの見通しを後ろ倒しにした。

以上の見方に加え、BoEや日銀の資産購入テンポも加味して、世界の主要中銀のバランスシートの推移を当社で見通してみると(図表2)、実際に先進國中銀のバランスシートのサイズが小さくなるのは2019年から過ぎない。ストック面の需給に着目すれば、世界の金融市場への影響は大したこととはなく、当社は、その長期金利の上昇効果は後述のフロー面の需給効果を踏まえても限定的とみている。しかし、フロー取引に注目する市場関係者の中には、国債の最大の買い手である中銀が市場からいなくなる影響に強い警戒を示す先もある。なお、Fedには、当時のバーナンキ議長が2013年にテーパリングを匂わせただけで世界の金利が大幅に上昇した(テーパー・タントラム)経験がある。最近もECBのドラギ総裁がテーパリングを匂わせただけでユーロ圏の金利が上昇した。どの中銀も、世界の長期金利を攪乱することを回避したいという意向が強いが、皮肉なことに、債券市場がインフレ率に慎重な見方であることがテーパー・タントラムを回避している面がある。

図表2：先進国4中銀のバランスシート (B/S)



出所：Fed、ECB、日銀、BoE、J.P.モルガン

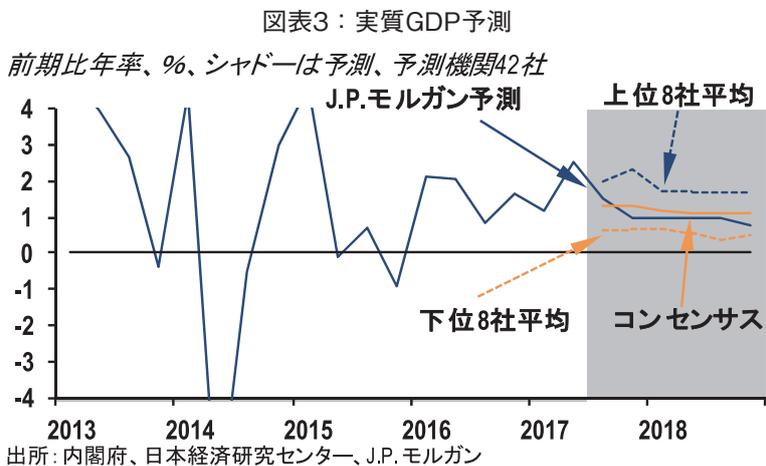
次に、FedやECB、そしてBoEの政策金利引き上げも、時期が多少ずれ込むことはあれ、2018年～19年に見込まれよう。これに対し、日銀は、後述のように、10年金利ターゲットの引き上げが2018年後半にあるとみているものの、その後の引き上げペースも緩やかだろう。したがって、暫くは日本との間の長期金利差が拡大する可能性が高い。このことは円安を誘発する可能性があるが、同時に日本は他国との様々な政治リスクにも直面しているので、円相場の行方は両者の綱引きになろう。当社としては、後者がやや勝る形で、ドル円相場が来年9月にかけて103円程度まで徐々に円高になるとみている。

また、このような形で海外の長期金利が上昇すれば、日本国内の長期金利に上昇圧力がかかることも予想される。しかし、日銀は国債のネット購入額を事実上抑制しているので、いざという時に、長期金利上昇を抑制するだけの購入余力はある。日本国内でインフレ期待が内在的に上昇しない限り、日銀によるターゲットのコントロールは十分に可能だ。

日本の景気は堅調を持続するのに、なぜ賃金が加速しないのか

さて、日本経済も緩やかな拡大が続いている。今年も、1%台半ばを超える実質GDP成長率になる見込みであり、潜在成長率が僅か0.8%程度の日本では、十分に堅調だ(図表3)。最近の景気拡大は、世界的に企業収益の好転が設備投資需要の拡大につながり、資本財生産に強い日本の輸出を大幅に伸長させたことから始まった。その後、新興アジア諸国向けの輸出が本年第2四半期に一時的に落ち

込むと、国内の設備投資や個人消費が代わって牽引し、昨年に決定された経済対策の支出の集中もあって、全体として高い成長となった。

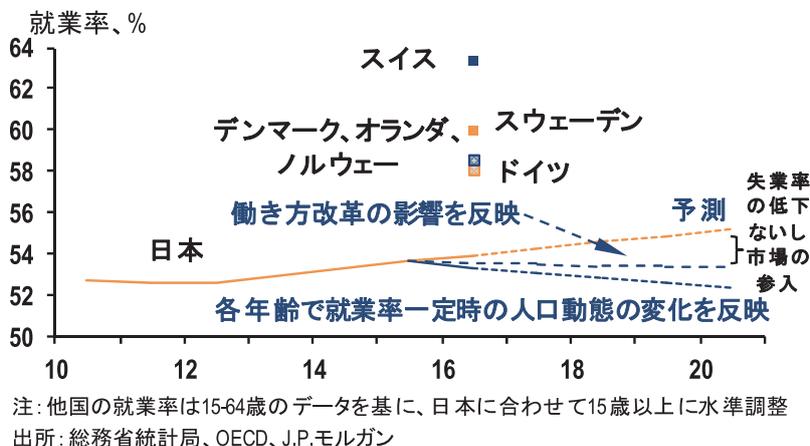


来年になると、本年に財政支出を増やした反動が出る可能性が高いが、代わりに2020年の東京オリンピックを睨んだ民間の建設需要や、訪日観光客の大幅増を見込んでホテルや店のリノベ需要や観光客の消費の増加が予想される。このため、財政支出の減少はオリンピック需要に相殺され、民間投資の伸長によって1%を幾分超える成長の持続を見込める。

景気がこのように展開すると、労働市場では人手不足が更に深刻化する。それにも関わらず、以下の2点を背景として、賃金上昇率はそれほど加速しないだろう(前掲図表1)。

第1は、日本の労働市場では、2013年以降、女性や高齢者が急激にパートタイマー市場に参入し、賃金の伸びを抑制していることだ。これは、企業や政府が子供の保育や老人のケアのサポートをした結果、労働市場への参入余力が生まれたからだ。先行きは、人口の減少が続く日本で労働市場に参入する予備軍が枯渇しないかがポイントだ。これが来ると、賃金上昇率が急速に加速する筈である。しかし、当方の試算によると(図表4)、少なくとも1~2年で市場参入が限界に達するとは考えにくい。但し、5年以内には確実に来そうであり、中期的には賃金上昇が加速する要因とみてよい。

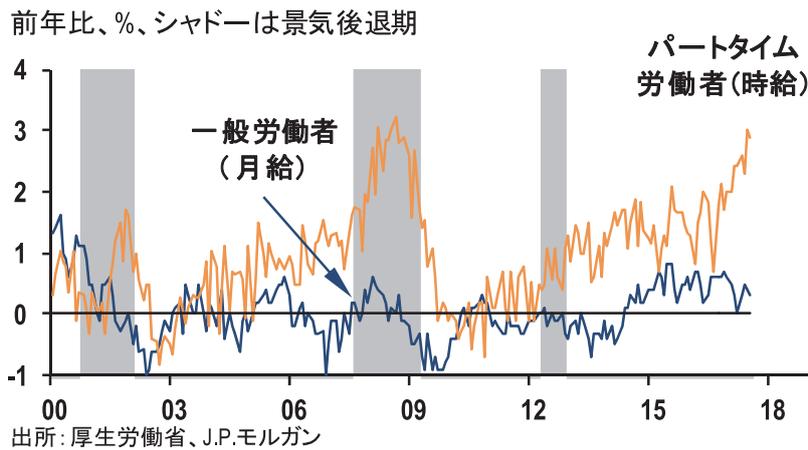
図表4：雇用市場への新規参入の限界



第2は、大企業が年功賃金制度と終身雇用制度を未だに前提としているうえ、先行きに人口の減少・高齢化が見込まれる中で、自社の市場規模の拡大に自信を持ってないことだ。非正規雇用の市場では、

賃金上昇率は加速しつつある。しかし、肝心の正規雇用市場では、賃金上昇率の加速の兆しはみえない(図表5)。さらには、企業は不況下でも社員を切らず、賃金を引き下げない一方、景気が拡大している時でも賃金の引上げには消極的である。これを雇用者からみても、最近の行動経済学の知識を借りれば、雇用者は賃金のカットに直面すると非常に強い痛みを感じるが、景気拡大下で賃金の引上げがなくても強い痛みを感じず、雇用の安定が確保されていればいいと考える先が多い。

図表5：所定内給与の雇用形態別推移

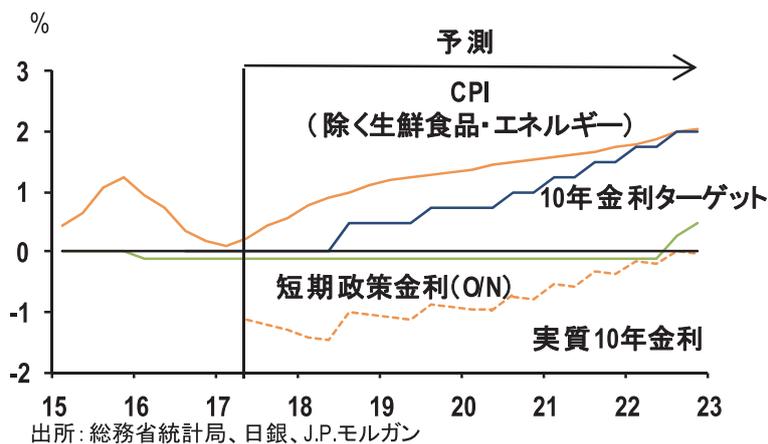


米欧で活発化しているインターネットを通じた働き方の柔軟化は、日本では最近になって現れたところであり、その波はこれから来そうだ。こう考えると、労働市場が逼迫していても、賃金上昇率は加速しにくいとみられる。したがって、原油価格の影響を除く基調的なCPIは、大幅な円安でも来ない限り、緩やかにしか上昇しないだろう。

独自の道を進む日銀の出口戦略

最後に、景気が緩やかな拡大が続く一方で物価の上昇テンポが鈍い状況での日銀の政策対応を大胆に中長期的に見通してみよう。日銀は、FedやECBとは異なり、国債購入量ではなくイールドカーブを直接コントロールしているだけに、その出口に向けた道程も独自の戦略となる可能性が高い。当社の予想では(図表6)、堅調な景気が続いても、CPIが2%に達するまでに5年もかかる。この間の政策対応は大きく分けて3つのフェーズに分けることができる。それぞれに伴う課題を併記しておこう。

図表6：基調的なCPIインフレ率と日銀政策展望



第1のフェーズは、基調的CPI上昇率が非常に低い局面（現在）だ。日銀は政策変更を行わない。しかし、日銀は次のフェーズで10年金利ターゲットの引き上げを行うには市場の期待のコントロールが重要になるため、まずは市場とのコミュニケーションを回復することが最初の課題だ。具体的には、今でも高すぎる物価見通しを現実的なところまで引き下げたうえで、10年金利ターゲットを引き上げる際の条件をフォワードガイダンスの形で明示するのではないか。そうでないと、市場は一旦10年金利ターゲットの引上げを予想すると、その後の引上げまで織り込みにかかる可能性が高いからである。

第2のフェーズは、基調的CPI上昇率が1%にのる局面（2018年後半以降）である。日銀は、経済への影響が大きい政策金利は動かさず、10年金利ターゲットの引き上げから政策の調整を始めよう。この時、中期的なインフレ期待も上昇しているのだから、最初は、金融緩和の効果が強まり過ぎないようにインフレ期待の上昇幅の範囲で10年金利ターゲットを引き上げるだろう。その後も、基調的CPI上昇率の上昇に応じて10年金利ターゲットを調整していくが、10年実質金利マイナス圏で推移するとみられる。但し、この過程で需給ギャップがかなりのプラス幅になっているので、景気の持続性や資産バブルの発生にも目を配る必要が出て来るかもしれない。2%の物価安定目標の迅速な達成を目指しつつ、CPIが1%を超えてくれば他の課題にも目を配らざるを得ないことが第2の課題だ。

そして、第3のフェーズは、CPIが漸く2%に達する局面（5年後以降）である。日銀はここで漸く政策金利を引き上げ始める。これは、Fed等と比べても、かなりのビハインド・ザ・カーブとなる。そうしないと、日本のCPIは過去にあまり例のない2%台になかなか乗らないからだ。ここからが本当の出口である。

出口では、日銀が低利の長期国債を大量に保有していることが様々な問題を発生させ得る。まず、政府と日銀を合わせて広義の政府と捉える。これは日銀にたとえコストが発生しても、それは納付金の減少を通じて政府のコストになるからである。広義の政府から市場に対して発行されている債務は、日銀の長期国債の大量購入によって満期が短期化している。したがって、日銀が政策金利を引き上げると、すぐに政府債務コストの上昇につながる。政府が日銀に政策金利の引上げを思いとどまらせる誘因となり、日銀の独立性の維持が危ぶまれる。次に、政策金利を引き上げる過程では、日銀自身の財務にも負担がかかる。日銀の資産側の太宗を占める長期国債の平均利回りは僅か0.3%である。政策金利を引き上げていけば日銀の負債側の太宗を占める過剰準備の利回りが上昇するので、容易に逆鞘になり得るのだ。この損失が大きくなった場合には、現行の日銀法上は政府による損失補填条項がないので、国会の決議になる可能性がある。この場合も日銀の独立性への干渉が懸念される。

さらに、そもそも、出口までの間に景気が拡大を続けられるかという疑問も生じるだろう。地方金融機関等への波及が懸念されるためにマイナス金利の深掘りに限度があるのならば、財政支出と長期金利の低位安定を軸にした政策協調の可能性を今から考えておいても早過ぎることはない。この間、そもそも2%というインフレ目標が日本では高すぎるのではないかとの議論も日本では勢いを得つつある。日銀だけが低いインフレ目標を設定した場合、今後、負の経済ショックが来る度に金融政策が金利の下限にぶつかる可能性が高まるほか、恒常的に円高圧力に晒される可能性があるため、日銀がこの案を受け入れる可能性はないだろうが、金融緩和にとって政治的な足枷になり易いだけに、議論の帰趨には注意が必要だ。

マーケット・アウトlook (1)

日銀YCC政策導入から1年

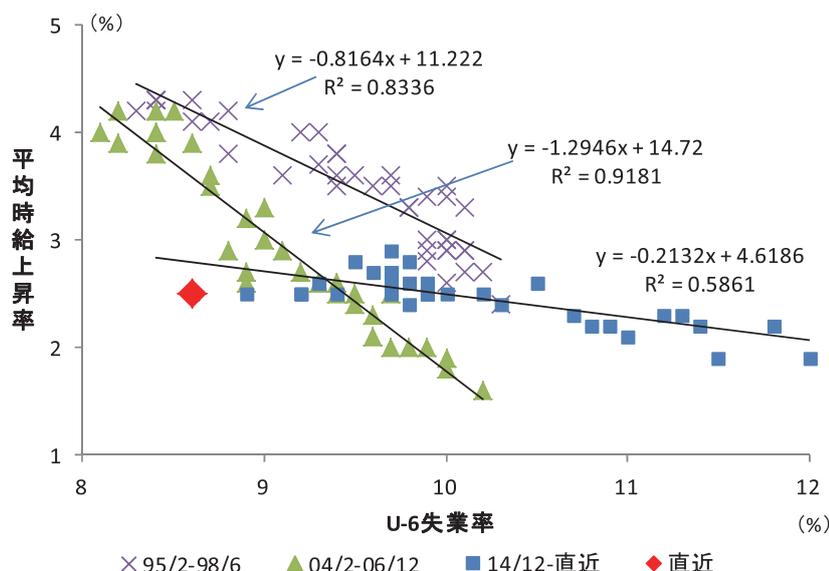
SMBC日興証券株式会社 金融経済調査部 金利ストラテジスト 竹山 聡一

■国内CPIを取り巻く環境

今年、年初の段階ではトランプ米大統領による財政積極化期待や米利上げ観測、中国経済の復調などからグローバルに金利上昇観測が強かった。その後、米利上げは昨年末時点のFOMCメンバーによる見通しに沿って実施されており、ファンダメンタルズもグローバルに堅調に推移しているものの、米政治への不透明感や北朝鮮問題などの地政学的リスクが高まっていることなどから、長期金利は上昇が抑制され、7月以降は低下傾向を辿っている。

金利市場ではファンダメンタルズとインフレ・賃金動向のかい離も注目されている。米国の失業率と賃金上昇率を見ても、過去の失業率改善局面では賃金の失業率に対する感応度が高かったが、今回の改善局面では感応度が鈍いことが分かる(図表1)。労働市場にまだ弛みが残っており、さらに改善すれば急速に賃金上昇率が加速してくる可能性がないわけではないのだろうが、欧米における賃金構造が変化していることも考えられる。ファンダメンタルズや労働市場が改善しても、賃金の上昇につながりにくくなっているため、インフレ率の加速が期待されず、また、実際のインフレ率の上昇も鈍いため、米国においても適合的な期待形成が働くとすれば、ますますインフレが伸びにくくなることもあり得る。長期金利に内包されている期待インフレ率が高まらなければ、米長期金利の上昇は見込みにくい。

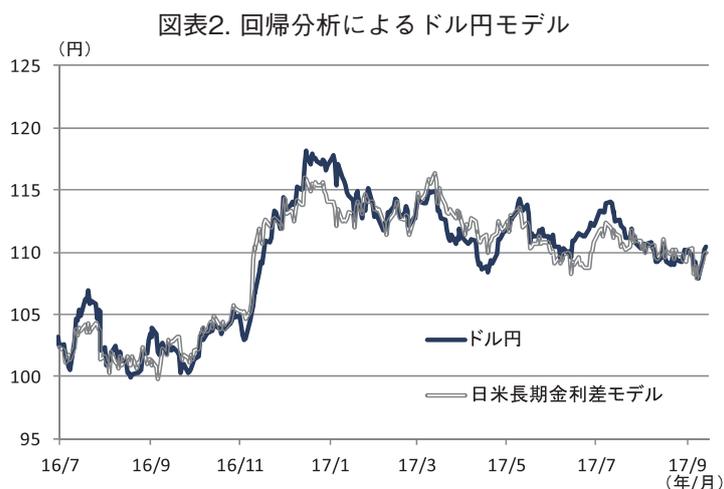
図表1. 米U-6失業率と平均時給上昇率 (前年比)



注: 失業率を4ヶ月先行、14/12-直近は全雇用者、それ以前は生産、非管理職ベース
出所: 米BLS、SMBC日興証券

FOMCメンバーの政策金利見通しからは年内に0.25%の再利上げ実施が示唆されるが、鈍いインフレの中、金融市場の年内利上げ織り込みは4割弱となっている。インフレの他にリスク資産価格の上昇抑制や景気後退期に向けて金融政策のオプションを得るために利上げが実施される可能性はあ

るが、それが長期金利の上昇につながるかは不透明だろう。過去の利上げ局面でも観測されたことではあるが、イールドカーブがフラット化し、最終局面では逆イールドになることもあり得る。昨年夏ごろからドル円と日米長期金利差には連動性がみられ、国内長期金利が日銀によるイールドカーブコントロール政策（以下、YCC政策）によってゼロ%程度にペッグされている状況下では、米長期金利がドル円の主要な変動要因となっていると考えられ（図表2）、米利上げが円安を促すとは限らないだろう。



注: 回帰期間は2016/7/1~2017/4/28

出所: Bloomberg、SMBC日興証券

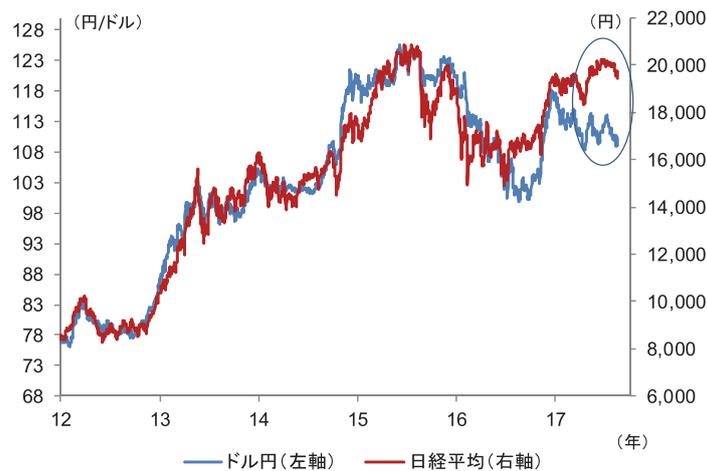
国内の物価の基調はドル円との連動性があり、物価の基調を高めるためには継続的な円安進行が有効であるが、今年は年初からじりじりと円高に振れている。当社では国内のコアCPIは一旦前年比+0.8%程度まで上昇幅を拡大すると予想しているが、エネルギー価格の上昇や円安に因るところが大きく、一時的なコストプッシュ型のインフレであり、その後の上昇率は鈍ると考える。もともと、年初の時点から今年秋口に物価上昇率が高まることは幅広く予想されており、一部ではそれを以って日銀YCC政策における長期金利誘導目標の引き上げ観測もあった。しかしながら、一時的な物価上昇であることに加えて、日銀展望レポートにおいて2017年度の物価見通しは、1月時点で+1.5%とかなり高く、4月時点で+1.4%、7月時点では+1.1%まで下方修正されるなど、日銀の見通しを実際の物価上昇率が下振れる中で金融政策を引き締め的に変更することは困難だろう。この5月に日銀出口戦略への注目が高まったものの、日銀の物価予測が過剰に強気である限り、実際の出口は遠いと見えざるを得ない。日銀の物価見通しが常に強気なのは、ローリング的にも2年程度で2%の達成を目指していることが背景とみられ、こうした強気な物価見通しの変化しなければ出口に至る可能性は低いはずだ。一方で、物価安定目標の水準引き下げや達成時期を中長期的な目標として、短期的にはマイルドな物価上昇を目指すことになれば、実際のインフレ率が日銀の見通しを上回る可能性が高まることを通じて長期金利誘導目標が引き上げられる蓋然性が高まると考える。

但し、政府の財政再建の指標が「プライマリーバランス」から、「公債残高の対GDP比率」に傾いている中で、政府サイドがインフレ目標の引き下げや達成時期の中長期化を許容するかは疑問である。公債残高は金利が低ければ低いほど利払い費の抑制によって増加ペースが鈍り、名目GDPはインフレ率が高ければ高いほど増加しやすくなる。「公債残高の対GDP比率」を改善させるためには分子の公債残高を小さくして、分母の名目GDPを大きくする政策が求められ、今の日銀金融政策と物価目標はこの目的にマッチしていると考えられる。2019年10月の消費増税も依然として流動的

とみられ、「プライマリーバランス」の2020年までの黒字化達成が困難であるため、その代替としても「公債残高の対GDP比率」の改善が目指されるだろう。政府としては早期にインフレ率を高める必要があり、少なくとも日銀の強気な物価見通しを前提にした見通しを立てることができなくなることは避けたいのではないか。

また、日銀が出口に向かうことで懸念されるのは、金利上昇よりも株価の下落である。YCC政策下における出口戦略は、段階的な短期・長期金利の誘導目標引き上げと考えられ、金利の急騰は日銀が無制限の買入れ（指値オペ）を実施することで回避される可能性が高い。一方で、いわゆるBrexitを受けて、2016年7月にそれまでの年間3兆円から年間6兆円に倍増された日銀によるETF買入れは少なくともドル円と日経平均株価の連動性を薄めており、国内株式相場を下支えしている一因と見られる（図表3）。買入れによるストック効果もあるはずだが、割高と考えて株式を空売りしても日銀が買入れを実施するという心理面も大きいだろう。出口に向かうのであれば、ETF買入れも段階的に規模が縮小されると想定するが、長期国債買入れと異なりETF買入れは量が決まっているために市場が牙を向くことは危惧される。時の政権が、そこに政治的資源を割けることができるかどうかはかなり不透明だ。

図表3. ドル円と日経平均株価の水準比較



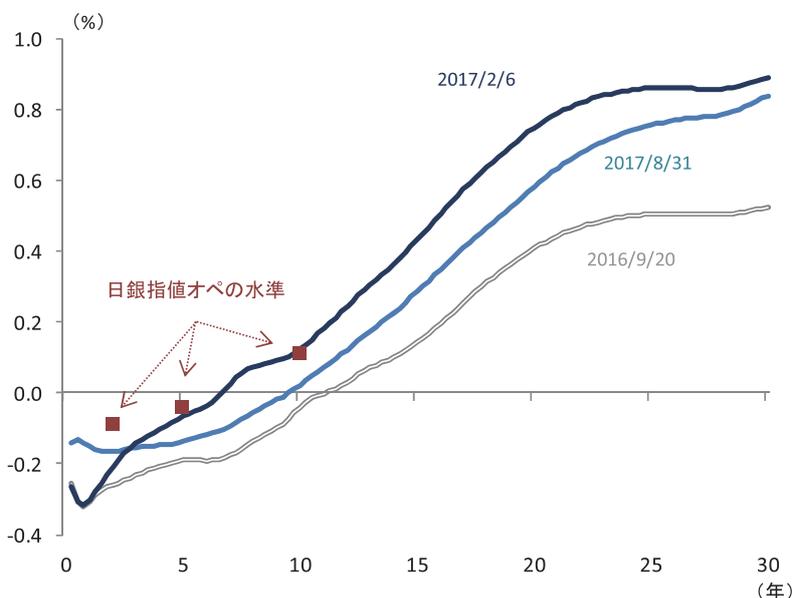
出所: Bloomberg、SMBC日興証券

■YCC政策の先行き

今後、YCC政策に変化があるかどうかを考えてみたい。図表4は、各時点における日本国債のイーロードカーブだが、導入時の2016年9月20日と比較すると、足元の金利はどの年限においても上昇している。つまり、当時と比べて引き締め的な政策に変わっているのであり、YCC政策は決して追加緩和ではなく、日銀は昨年から既に緩和縮小に舵を切っているということが事実だろう。YCC導入によって大きく変わったことは、マネタリーベース（以下、MB）や国債買入れ残高の年間増加目標など量的な部分の取扱い方と、カーブ全体に低下圧力を加え続ける政策から上昇圧力も加えることのできる政策に変わったことだ。

日銀は無制限に資金の供給が可能であるため、市場に流通している国債のみならず極論すれば政府による発行を増やして大量の国債買入れを継続することは不可能ではなかったと考えるが、量的な取扱いに関してはMBの年間増加目標80兆円が拡大方針に格下げされ、年間の国債残高増加目標が80兆円から80兆円めどに曖昧化された。2017年8月末時点で日銀が保有している国債は市場発行分の45%程度と試算され、まだ55%程度買入れ余地があるようにも見える。但し、実際には投資家が最

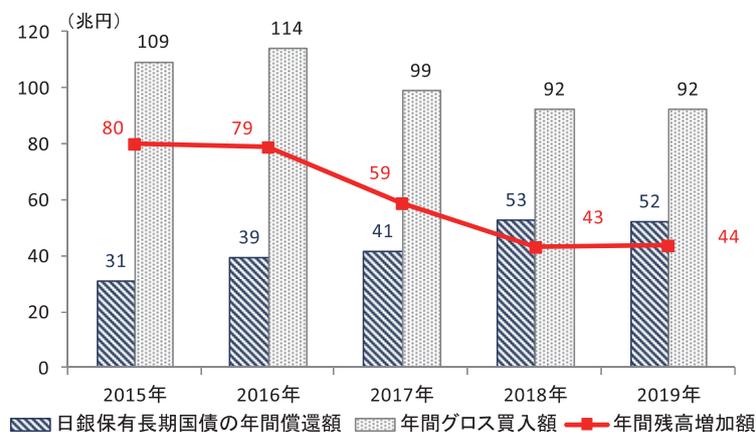
図表4. 各時点におけるJGBイールドカーブ



出所: SMBC日興証券

低限必要とする分を日銀が買入れるためには、著しい債券価格上昇・金利低下が必要になっただろう。それが、YCC政策への転換によって、金利が誘導目標から下方向に乖離した場合に日銀は買入れを減額することが可能となった。日銀が保有する長期国債残高の増加実績と先行きをシミュレーションしたものが図表5。量的・質的金融緩和の導入から4年が経過し、先行きの償還額は増加してくることは明白で、足元の買入れペースが継続したとすると、2017年の年間増加額は60兆円程度、来年・再来年は40兆円台の増加額になると試算される。めどである80兆円には全く届かないはずだが、日銀に焦りは見えず、足元では長期金利の低下などに伴って、一段と買入れ量を減らしている状況だ。金利が上昇した際には、無制限の買入れオペ（いわゆる指値オペ）を実施することで上昇を抑制可能であると見られるが、一方で、日銀が買入れオペを減額しても金利が低下した場合には問題が生じる。究極的には買入れをゼロにしても金利が上がらなければ、低下を容認するか長期国債の売りオペをしてでも金利に押し上げ圧力を加えるのだが、そこに至る前にMBの拡大方針との整合性がとれなく

図表5. 日銀が保有する長期国債残高の年間増加額シミュレーション



注: 足元の買入額が継続すると仮定した場合

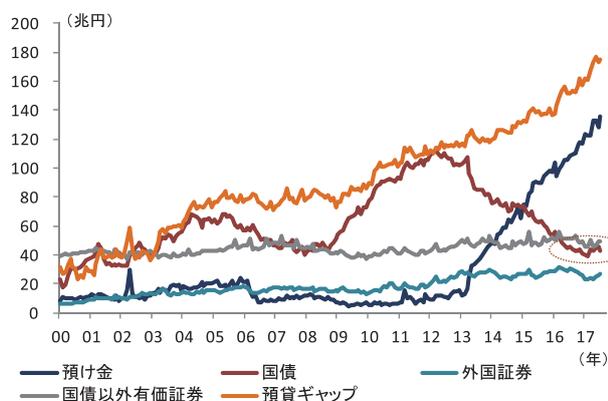
出所: 日本銀行、SMBC日興証券

なることが見込まれるためである。2016年は通年で、129兆円の資金不足となったが、日銀は主に長期国債買入れで119兆円、TDB買入れで80兆円の資金を供給し、MBは年間で81兆円増加した。今年日は日銀がTDB買入れを縮小して市場分の償還が増えていることなどから資金不足幅が縮小することが見込まれるなど、単純に比較することは難しいが、国債買入れ量を大きく減らすと資金不足を下回ることが起こり得る。MBの拡大方針の修正が必要となる可能性はある。

また、YCC政策に転換した時と同様に効果と副作用のバランスによっても修正が必要となる。現状、YCC政策による金融市場への効果は、金利差を通じた為替市場への影響や、投資家によるポートフォリオバランスを通じたリスク資産価格への影響、また、日銀自身によるETF買入れによる株価への影響などが考えられる。金利差を通じた為替市場への影響は、上述した図表3に示したような形。通常、日米長期金利には相関が見られ、米長期金利が上昇すると国内長期金利もある程度の感応度を以って上昇しているが、国内長期金利が0.1%程度に上昇すると、指値オペを実施して上昇に歯止めをかけると想定される。その結果、日米長期金利差は大きく拡大するため、為替市場においてはドル円の上昇に加速感が生じる可能性がある。一方、米長期金利が低下した場合において、日銀が国内長期金利の低下を抑制すると、円高進行を加速させ得る。そうなった場合、日銀はある程度の長期金利低下を容認するようになるのではないだろうか。つまり買入れ額の削減を見送り、需給を通じた低下圧力を緩めないか、それでもカーブ的に金利低下が抑制されてしまうのであれば、金利誘導目標の引き下げが選択肢になってくるだろう。長期金利だけを引き下げると、イールドカーブが平坦な形状になるため、短期・長期金利の両方を引き下げるか短期金利だけを引き下げることが考えられる。逆に、円安に振れた場合は、物価上昇が見込めるため、金利差拡大をある程度容認することが想定されるが、過度に円安に振れた場合には、物価上昇率が2%に達する前にでも誘導目標金利を引き上げるだろう。過度な円安かどうかを判断するのは難しいが、コストプッシュインフレによって実質賃金が低下し、消費の伸び悩みが国内ファンダメンタルズのみならず内閣支持率に影響が出る水準だろう。

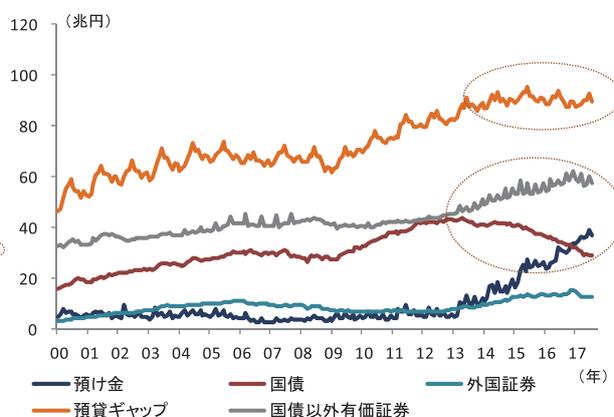
投資家のポートフォリオバランスに関してもやや変化が見られている。民間金融機関の資産・負債(図表6.7)によると、都市銀行は日銀がQQEを導入してからほぼ一貫して国債残高を減少させてきた。預貸ギャップの拡大傾向は続いており、国債投資も消極化している中、大幅に増加しているのは日銀への預け金だ。都市銀行においてはポートフォリオバランスといっても消極的なリスクテイクにとどまっていると見られる一方で、地銀・第Ⅱ地銀は都市銀行同様に国債残高が減少傾向となり、その代替としては外債や投資信託などの国債以外の有価証券となっている。もっとも、これらの外債投資は為替がヘッジされている部分が大きいと見られ、日銀が期待していた通りのポートフォリオバランスを通じた円安効果を大きく発揮しているわけではないだろう。足元で、両者に共通してきたことは国債残高の減少一服。都市銀行の残高削減が担保需要などから限界になっているかどうかは定かではないが、地銀・第Ⅱ地銀に関してはリスク管理強化などから外債・投資信託等への資金シフトが抑制され、消極的に国債残高を維持している可能性はある。また、ポートフォリオの比率を変更したGPIFなどのリバランスはほぼ完了しているとみられ、つまり、先行き急速に資金がリスク資産にシフトすることは見込みにくい状況のように思われる。仮に、国内金利が大きく低下するか、海外金利が上昇した場合にはシフトが進むと考えられるが、その結果、海外金利の上昇が抑制されることを通じて国内と海外の長期金利差の拡大が抑制され、円安進行を妨げることが想定される。日銀が期待するポートフォリオバランスを通じた円安効果を必ずしも得ることはできないだろう。効果が限られる反面、副作用も乏しいのかもしれないが、世界的に低金利環境が長時間継続することで金融機関収益が圧迫され、金融システムが不安定になる懸念はある。

図表6. 都市銀行の資産・負債



出所: 日本銀行、SMBC日興証券

図表7. 地銀・第Ⅱ地銀の資産・負債



出所: 日本銀行、SMBC日興証券

マイナス金利政策が金融機関に与える影響は直接的なものと間接的なものを分けて考える必要がある。直接的な影響は、日銀当座預金のうちマイナス金利が適用されることだが、業態別の当座預金残高をみると、業態によってかなり偏っている。残高が最も大きいのが「その他準備預金制度適用先」で直近14.2兆円となっているが、+0.1%が適用される残高も52.1兆円あるため、ネットでみれば日銀当座預金に資金を置くことで収益を得ることはできている。直接的な金融機関収益への影響は、全体としてみればそこまで大きくはないと考えるが、政策金利が低下することによって貸出利回りが低下することは間接的に金融機関収益に大きく影響する。減益要因ではなく収益力の低下という影響ではあるが、長期間に渡り低金利政策が継続することによって金融機関がむしろリスクテイクに対して消極的になったり、コストを引き下げるためにリストラなどによって規模を縮小することで収益を維持する可能性が高まるだろう。一方で、低金利での資金調達によって企業や個人の費用コストは低下していることが想定されるが、先行きも低金利環境が続くという想定が働くと前倒し的な資金調達需要は強まらず、また、費用コスト低下による収益力の改善を前向きに捉える向きは少ないと考えられる。低金利環境の長期化によって効果が限られつつある中、副作用はじりじりと強まっている状況だろう。

まとめると、現状の金融政策の効果と呼べるものは金利差を通じた為替への影響が主なものとなっていると考える。政策の修正が行われる可能性が高いのも、やはり為替を通じたものと想定されるが、円高に大きく振れた場合には日銀がYCC政策で対応可能なのは、誘導金利目標の引き下げと見られるが、円安効果が乏しい可能性がある一方で、副作用が強まることは懸念される。金融政策の枠組み自体が見直される可能性も否定できない。

マーケット・アウトLOOK (2)

今後の長期・超長期金利の見通し

東海東京証券株式会社 チーフ債券ストラテジスト 佐野 一彦

1. イールド・カーブ・コントロールの導入

昨年9月21日、日銀は「総括的な検証」を踏まえ、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。金融市場調節方針の対象を以前のマネタリーベースから長短金利に変更、目処とする水準を示し、イールド・カーブをコントロールすることとした。そして、その水準は短期金利が政策金利の▲0.10%、長期金利は0%程度に定めた。

今年2月3日、10年国債利回りは0.150%まで上昇した(図表1、以下同じ)。直接的な引き金は10年国債入札の不芳な結果だったが、日銀のイールド・カーブ・コントロール(YCC)政策に対する疑念が底流にあったと見られる。

昨年11月の米国大統領選挙で共和党のトランプ候補が勝利した。それはリスク・オフの動きを加速するとの予想が専らだった。しかし、彼の基本政策は経済を刺激するとの見方がすぐに優勢となり、米国の長期金利は急上昇、欧州にも波及した(図表2)。YCCは外部環境の変化を含めて利回り上昇圧力がかかった際にそれを抑え込み、逆に緩和効果を高める策である。しかし、市場の一部には、「欧米金利の上昇によって日銀が長期金利のターゲットを引き上げる余地が生まれた」との思惑もあった。結局、日銀が10年の指値オペを0.110%の利回りで実施し、利回りは反落した。それでも、市場の懸念を完全払拭するには至らなかった。

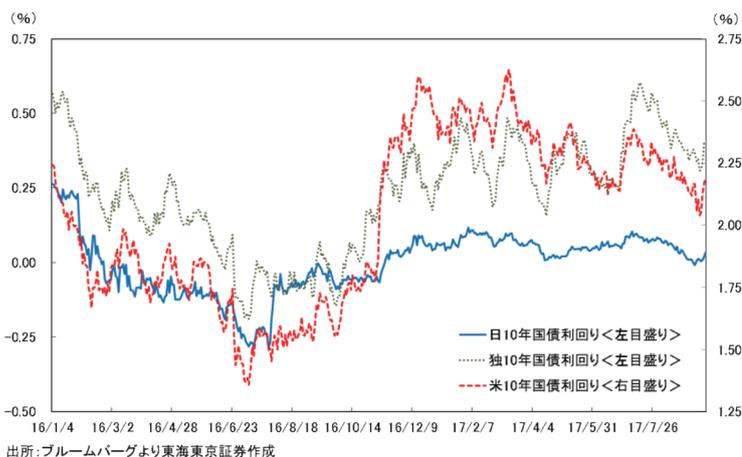
3月15、16日の金融政策決定会合の議事要旨が5月2日に公表された。そこには以下の内容が含まれていた。「多くの委員は、海外金利の上昇を理由に、日本銀行の長期金利操作目標を引き上げることは適切でないとの認識を示した。このうち何人かの委員は、米国や欧州の物価上昇率は2%近傍となっているのに対し、わが国は未だ0%程度であり、金利上昇に向けて政策転換を考える時期ではないと述べた。(日本銀行)」これに従えば、上記思惑は杞憂に過ぎなかったと言える。

「米国景気が力強い回復を示し、それによって米長期金利は上昇。好調な外需(米国向け輸出などが我が国景気を牽引し、消費者物価は上昇、2%の目標に近づく」という絵も描けなくはない。しかし、

(図表1) 10年国債利回り推移 (2016年～)



(図表2) 日米独長期金利推移

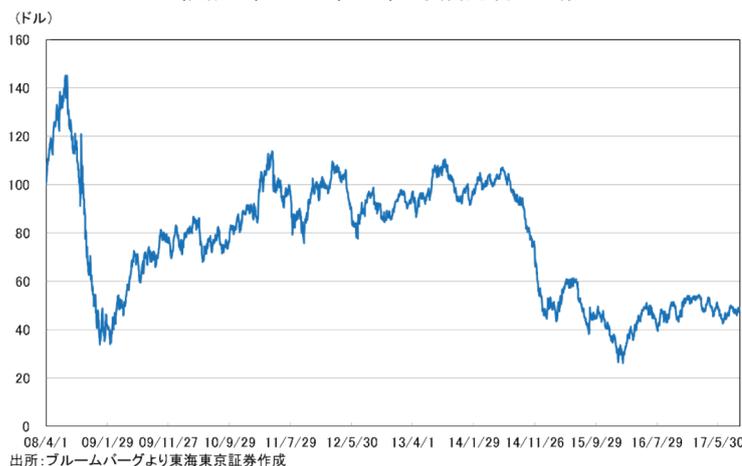


その蓋然性は極めて低い。潜在成長率が1%を割り込んでいることも踏まえると、2%を目指すような物価上昇には、原油高や円安が必要な条件と見られる。

まず、原油価格の動きをウエスト・テキサス・インターメディアート (WTI) の先物で見ると、足元、概ね1バレル = 40 ~ 60ドルを中心に推移している (図表3)。石油輸出国機構 (OPEC) が減産を続けており、それが下値を支えている。一方、原油価格が上がってくるとシェール・オイルが増産される。彼らの平均コストは1バレル = 60 ~ 80ドル程度と見られており、そこに達すると稼働率が上がり、それが上値を抑え込む構図になっている。そして、原油先物価格を大きくドライブさせるのは投機資金である。しかしながら、このようにファンダメンタルズが価格を一定の範囲内にとどめてしまうなら、大量の投機資金がこの市場に入ってくることは考え難い。したがって、原油価格の上昇が我が国の持続的な物価上昇につながる公算は小さい。

さて、為替相場は日銀の金融政策を通じて長期金利の見通しに直結するので、ドル/円相場の予想の詳細は後述する。しかし、少なくとも、1ドル = 120円を大幅に超える円安を予想する市場関係者はほぼ皆無になっただろう。物価目標を達成するような持続的円安も見込み難い。

(図表3) NY (WTI) 原油先物・当限



2. 利回りの「自然落下」

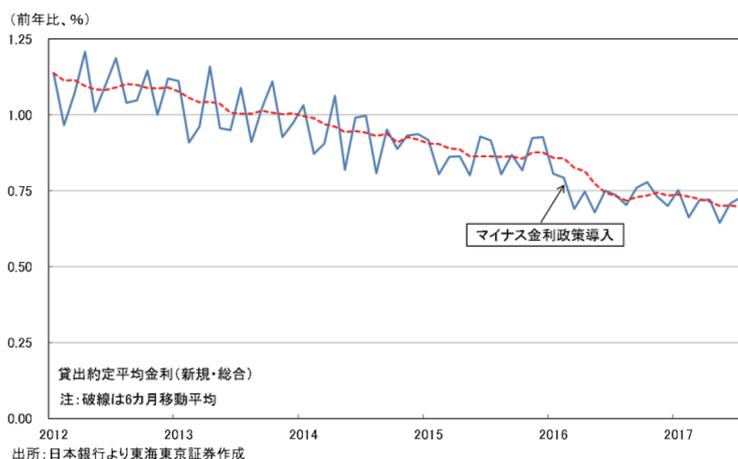
日銀は現在も巨額な長期国債の買入れを実施している (図表4)。その累積が時間の経過とともに需給逼迫度を強め、利回りの低下を促すことを一般的には「ストック効果」と呼ぶ。本稿ではそれを利回りの「自然落下」と表現したい。

昨年1月、「量的・質的金融緩和」にマイナス金利政策が加わった。それに従い、利回りの「自然落下」はより強力なものになり、10年国債利回りは昨年7月に▲0.300%まで低下した。さらに、20年債利回りは一時、▲0.005%とマイナス圏に入り、30、40年債利回りも0%に接近した。しかし、YCCの導入

によってこのような動きは是正された。海外金利の上昇も加わり、前述のとおり、今年2月に10年債利回りは0.150%へ上昇、国債イールド・カーブが大きくステープ化した。

ところで、このときの各年限の利回り水準と昨年2月1日、すなわち、マイナス金利政策の導入を決めた翌営業日のそれとを比較してみよう (図表5)。中期から16年ゾーンまでは今年2月 (21日) の方が高くなっており、30年でもその差は0.10%しかない。さらに、日銀は総括的検証において、「1 ~ 2年の金利低下が経済や物価に最も効果がある」と指摘している。しかし、2年国債利回りは現在でも昨年2月1日の水準を上回っている。

(図表4) 長期国債の市中発行額と日銀買入れ額



日銀の10年国債のターゲットは利回り0%程度である。長期ゾーンの買入れ増減に関するこれまでのタイミングや0.110%での指値オペの実施などを踏まえると、政策変更のない前提では、中心レンジが▲0.100～0.100%と判断できる。利回りの「自然落下」の圧力が強まっても、日銀は買入れ額の増減といった抑制手段を有しており、それは有効に働こう。そして、20、30、40年債利回りはこの2月下旬の水準を上回る公算は小さいと見ている。

ところで、日銀がターゲットにしているのは短期金利と長期金利であり、そのコントロールの外側にある超長期ゾーンの利回りが上昇しやすいのは事実だ。図表4を見ると、「25年超」の市中発行額に対する買入れ額は他ゾーンよりもかなり落ちる。しかし、ターム・ストラクチャーの存在を忘れてはならない。

バーベル・ブレット取引を考えてみよう。具体例は次のとおりである。「ブレット・ポジションを10年国債、その利回りを0.000%とする。バーベル・ポジションは2年国債と20年国債で組む。この平均年限は11年。利回りは2年債が▲0.150%とする一方、20年債は0.650%まで上昇したと考える。このバーベルの平均利回りは0.250%になる。」この状況において、市場では利回り0.000%のブレットを売り、同0.250%のバーベルを買う裁定取引が活発になり、20年債利回りが大きく反落するはずである。したがって、YCCは超長期ゾーンにも影響が及び、同ゾーンだけが利回り上昇を続けることは見込み難い。

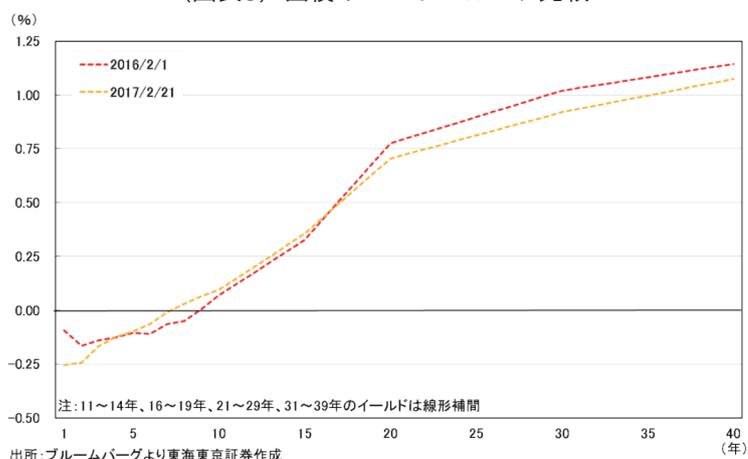
3. 日銀の金融政策の有効性

物価目標の2%は遠い。日銀はそれに固執するものの、ほとんどの市場関係者が達成は難しいと考えている。加えて、貸出金利は以前のゆっくりとした低下トレンドがマイナス金利政策の導入で一旦、加速した。しかし、最近は低下自体が止まったと映る(図表6)。これでは金融緩和の効果は限定的であり、既に追加緩和が必要な状況とも映る。

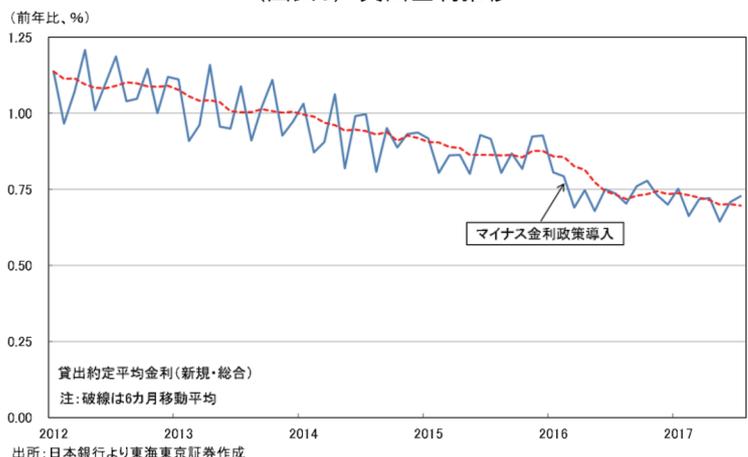
ところで、そもそも、非伝統的な金融緩和策は有効に働くのだろうか。改めて確認する。

「マネタリーベースの拡大が経済を回復させ、物価上昇を促す」というベーシックなマネタリストの理論が通用したのは、超過準備に付利がなかった時代である。マネタリーベースは流通現金と(我が国の場合)日銀当座預金である。そして、日銀当座預金の残高は概ね所要準備額と超過準備額になる。かつては超過準備に付利がなく、それを能動的に積む金融機関は皆無であり、「ブタ積み」と呼ばれた。マネタリーベースは流通現金と預金額に法定準備率を乗じた所要準備で構成されていた。経済が良くなれば、取引需要が増え、

(図表5) 国債イールド・カーブ比較



(図表6) 貸出金利推移

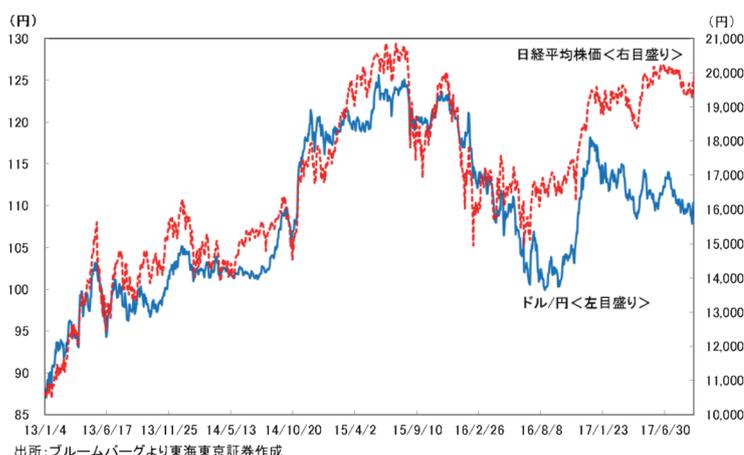


現金や預金は増加しよう。裏返せば、現預金（マネースtock）の増加が経済成長を促すというベーシックなマネタリストの理論になる。しかし、超過準備に付利を与える量的緩和が始まり、マネタリーベースの拡大の主役は超過準備に変わった。金融機関は日銀に国債を売却し、その資金を置いておくだけで金利がもらえる。バランスシート（B/S）では資産側の勘定科目が国債から（日銀への）預け金に換わるだけだ。もちろん、貸出は増えない。日銀のB/Sは資産側が国債、負債側が日銀当座預金の両建てで膨らみ、マネタリーベースは拡大する。しかし、この変化が経済を刺激するとは考えられない。

量的緩和と言うより、資産買入れが欧米で一定の効果を示したのは、それが長めの金利低下を促したからである。特に米国ではMBS（Mortgage Backed Security）の買入れが住宅ローン金利を引き下げ、サブプライムローン・ショック以降、梃入れが必要だった住宅部門を刺激できたことも大きかった。

「量的・質的金融緩和」は初期段階で円安に働き、株価を上昇させ、景気回復を促した（図表7）。もっとも、それも誤解に基づいている。以前、為替市場ではソロスチャートの信奉者が少なかった。ドル/円なら日米マネタリーベース格差で決定され、相対的に増加している国の通貨が下落するとの考え方である。「マネタリーベースが増加し過ぎるとインフレになり、通貨安」が分かりやすい1つの理解だろう。しかし、前述のとおり、超過準備の拡大が我が国経済を刺激しないのであれば、円安にもならない。したがって、2013年以降の円安はミスリードと言えるが、そのミスリードが物価上昇を促し、「量的・質的金融緩和」の効果を示したのも確かである。

（図表7）ドル/円と日経平均株価



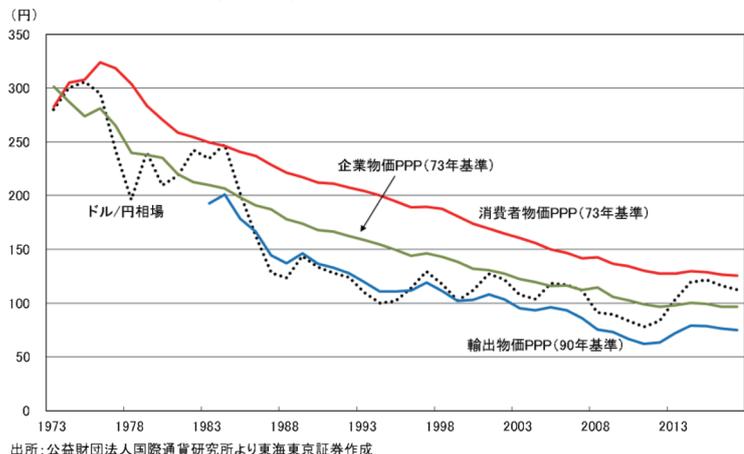
4. ドル/円相場の見通しと追加緩和の可能性

最初の章では以下のとおり指摘した。「1ドル = 120円を大幅に超える円安を予想する市場関係者はほぼ皆無になっただろう。物価目標を達成するような持続的円安も見込み難い。」それは裏返せば、円高が続く場合、日銀が追加緩和に追い込まれることを意味しよう。

ドル/円の長期的な均衡水準としては購買力平価（PPP）が挙げられる。そのロジックからすると、本来、輸出物価のPPPが基準として正しいだろう。確かに、2000年辺りまではそのPPPを中心に実際のドル/円相場が動いていた（図表8）。しかし、それ以降は企業物価のPPPが中心になったと映る。この経験則も踏まえ、現在は1ドル = 100円前後が長期的に目指す水準と見ている。

短期の目線では、日米名目短期金利差、具体的には日米2年金利差の説明度が高い（図表9、以下同じ）。もっとも、日銀の「量的・質

（図表8）購買力平価・ドル/円



的金融緩和」開始後、金利差では説明できない円安が展開した。それがミスリードだったことは前述したが、昨年、その円安が修正された。ただ、今度はトランプ米大統領の誕生によってドルにプレミアムが乗ったようだ。それに関し、トランプ政策は当初に比べるとスケールダウンが免れず、地政学リスクも基本的に強く残ろう。したがって、ドルのプレミアムは剥落すると考えている。

それでも、日米2年金利差から説明されるフェア・バリューは1ドル=100円台半ばから後半と見られ、長期的な均衡水準の1ドル=100円前後には少し距離がある。ドル/円相場の結論は、「来年4～6月に1ドル=100円前後のドル安円高局面が訪れる」とするが、その実現には、「FRBの利上げ打ち止め」という条件が必要と判断している（後述参照）。

そして、1ドル=100円前後の円高になれば、消費者物価指数（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比が水面下で推移、日銀は追加緩和に追い込まれる公算が大きくなる（図表10）。その際の手段はマイナス金利の深掘り、超過準備に対する付利を▲0.2%へ引き下げると見ている。

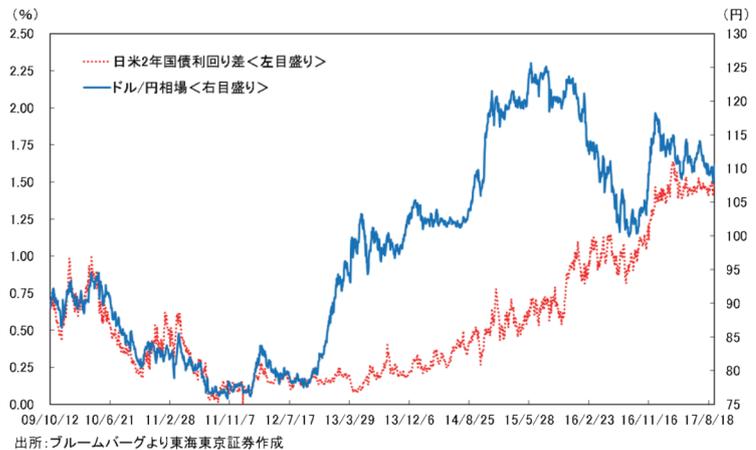
さらに、長期金利ターゲットを引き下げる可能性も否定できない。

5. 米国経済・金利

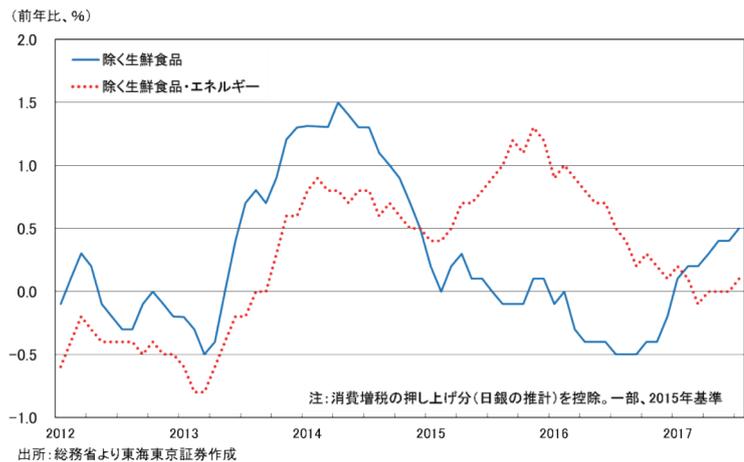
米国では賃金上昇が鈍く、物価は依然としてデフレーション状態にある（図表11）。そして、このデフレーションは極めて構造的なものと考えられる。

ベビーブーマーの大量退職を主にに経済の需要曲線と供給曲線が下方シフトしていると思われる。前者では彼ら大量消費世代の引退が個人消費の減速を促し、後者では退職によって労働供給が落ちる。需要曲線と供給曲線の交点で決まる経済成長率は下方屈折し、それに連れて物価上昇率が低下している。もちろん、従来からのグローバル化やIT化といった要

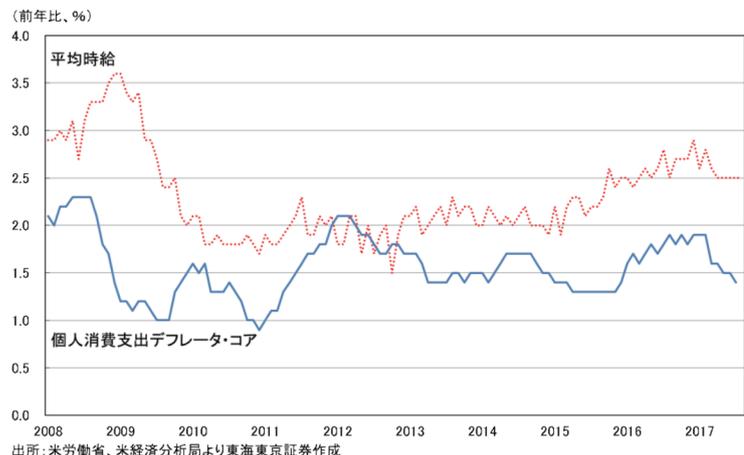
（図表9）日米2年金利差とドル/円



（図表10）消費者物価指数推移



（図表11）米賃金・物価動向

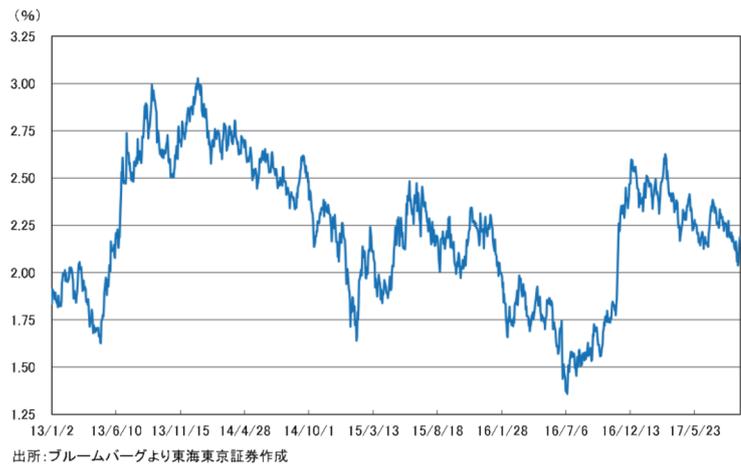


因も作用し続けている。加えて、こういった環境下、マクロの労働需給が逼迫していても、企業経営者はこれまでより高い賃金を払って新規の雇用を増やすことを躊躇しがちである。経済成長率の下方屈折は将来の業績の懸念に直結するからである。

長期金利は基本的に期待成長率や期待インフレ率を映すのであり、決して、「政策金利上昇＝長期金利上昇」ではない。米国では2004年から2006年にかけて米連邦準備理事会（FRB）は計17回の利上げを行ったが、長期金利は概ね安定して推移した。当時のグリーンズパン議長は“conundrum（謎）”と呼んだが、物価上昇が避けられたことが主因である。そして、今回も2015年12月以来、都合4回の利上げを実施したものの、やはり、長期金利は上昇していない（図表12）。上記の構造的ディスインフレを前提にすれば、FRBの利上げは期待インフレ率の低下を促し、発射台である短期金利が上昇しても長期金利は低下する展開すら見込まれる。

そして、景気回復が9年目と長期化しており、足元、住宅部門や自動車販売といった金利感応度の高い分野に陰りが見られる。景気減速が現実のものとなれば、FRBの利上げは停止されよう。「利上げの打ち止めや多くても1回」が本稿の見通しだが、それはコンセンスを得ていない。大勢の見通しとなるにはこの景気減速の確認が求められる。

(図表12) 米10年国債利回り推移



7. 結論

最後に長期・超長期国債の年限別利回り予想を示す（図表13）。

まず、現在から年末までの10年国債利回りの予想下限は▲0.050%である。この間、円高ドル安の進行は1ドル＝100円台半ばまでと想定している。しかし、世界的なリスク・オフの加速などを背景に来年4～6月に想定している1ドル＝100円前後の円高が前倒しされるなら、▲0.050%よりも下振れる公算が大きくなる。このケースでは、日銀が長国買入れの減額などを通じて利回りを上昇させるのを躊躇するだろう。そして、全体的な利回り低下が進めば、国債イールド・カーブは投資家のイールド・ハンティングといった動きを通じてフラット化しやすいと見込まれる。YCCの開始によってカーブがスティープ化した修正も加わるだろう。超長期ゾーンの各年限の利回り下限はそれに沿って予想している。

来年1～6月は10年債利回りの下限が▲0.200%と下振れている。4～6月に円高進行から日銀が追加緩和、短期金利のターゲット（超過準備に対する付利）を▲0.2%に引き下げると見込んでいるからに他ならない。ただし、可能性はあるものの、長期金利ターゲットの引き下げまでは織り込んでいない。したがって、この間のフラット化の動きは限定的と見ている。

利回りの上限に関しては、年限によって多少の差はあるが、基本的に今年の2月のピークを上回らないと判断している。

(図表13) 年限別国債利回り予想

	現在～12月	2018年1月～6月
10年	▲0.050%～0.095%	▲0.200%～0.125%
20年	0.400%～0.650%	0.300%～0.675%
30年	0.650%～0.950%	0.525%～0.975%
40年	0.800%～1.150%	0.650%～1.175%

出所:東海東京証券

「人づくり革命」の財源問題～幼児教育と高等教育の2つの無償化

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

「人づくり革命」の実現に向けた「人生100年時代構想推進室」が9/8に設置され、9/11には有識者で構成する構想会議（議長・安倍首相）の初会合が開かれた。初会合では幼児教育や高等教育¹の無償化、学び直し教育の拡充・人材採用の多元化、全世代を対象とした社会保障の見直しなどを議論することを確認し、年内に中間報告、来年前半には具体的な政策を取りまとめる方針とした。

政府はこれまでも教育の無償化を掲げてきたが、構想会議で挙げられた2つの無償化は、自民党「2020年以降の経済財政構想小委員会」で小泉進次郎氏らが提言した「こども保険」を財源とする幼児教育の無償化と、「出世払い型教育国債」を財源とする高等教育の無償化である。本稿ではこれら2つの無償化の論点を整理し、その財源問題について考察する。

1. 幼児教育の無償化（こども保険）

構想会議の狙いは、従来の年金・医療・介護という高齢者への給付を中心とした社会保障に子育て支援を加え、全世代を対象とした社会保障制度に転換させることにある。具体的には、小委員会の中間報告（平成29年3月）で以下のように提言されていた。

- 現在の社会保障は、高齢世代に90兆円程度、子供世代に20兆円程度、現役世代に20兆円程度を支給している。限られた財源の中で、子育て支援を含め全世代型の社会保障に転換するためには、国民の資産や所得をきめ細かく把握し、年齢ではなく、所得や資産などに応じた給付・負担とすることが必要である。
- 公的年金については、高齢者を一律に弱者とみなして給付するのではなく、所得・資産が低く、真に支援が必要な高齢者に対し、充実した給付を行う仕組みとする必要がある。
- 年金・医療・介護には社会保険があるが、喫緊の課題である子育てに社会保険がなく、世代間公平を実現させるため「こども保険」の創設を提言する。

「こども保険」の仕組みは、まず社会保険に新たな保険料（こども保険）²を設け、まずは勤労者の保険料率0.1%の上乗せ³で児童手当を増額する。小学校入学前のこども約600万人を対象に月額5,000円増額する。将来的には医療・介護の給付改革を進めつつ勤労者の保険料率を0.5%に拡大⁴し、同月額

¹ 高等教育とは、大学・大学院・短期大学・高等専門学校・専修学校を指す。

² 保険料は、事業者と勤労者から厚生年金保険料に付加して徴収する。自営業者等の国民年金加入者には、別途負担を求める。

³ 保険料率0.2%（事業主0.1%、勤労者0.1%：標準報酬月額24万円のケースでは240円/月）、国民年金加入者160円/月の際の財源規模は約3,400億円。

⁴ 保険料率1.0%（事業主0.5%、勤労者0.5%：標準報酬月額24万円のケースでは1,200円/月）、国民年金加入者830円/月の際の財源規模は約1.7兆円。

25,000円増額すれば実質的に幼児教育・保育の無償化⁵が実現できる試算となっている(図表1)。

こども保険は原則、全勤労者に社会保険料の上乗せで負担を求める一方、恩恵は小学生未満のこどもを持つ世帯に限られるため不公平感が強いことや、単に集めた資金を配分することが「保険」といえるのか疑問であるとの指摘がみられる。

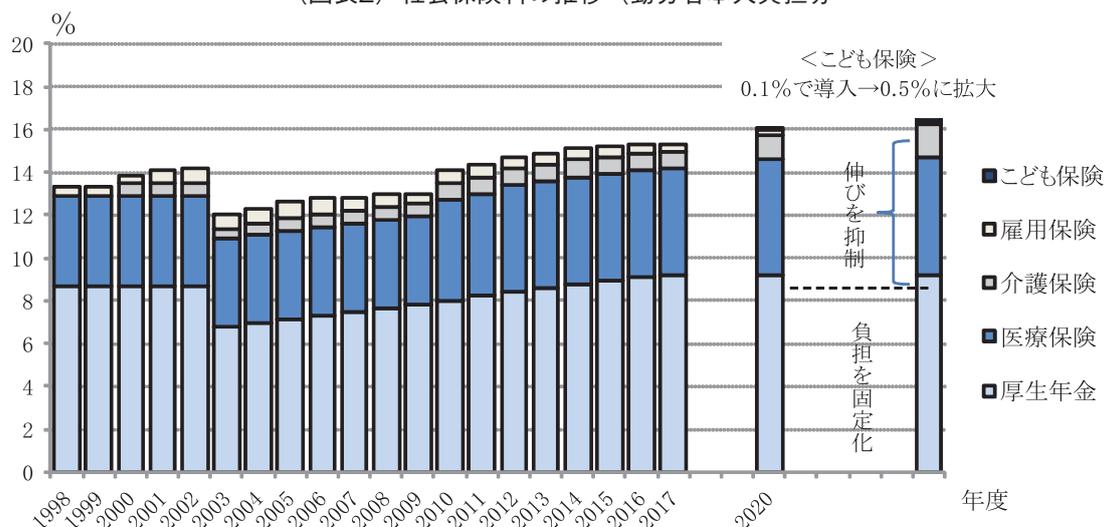
全世代型の社会保障を目指すとしながらも、高齢者の負担がないことも問題のひとつとされているが、医療・介護制度において、小さなリスク(市販品等)を自己負担とすることや、個人の負担能力(所得・保有資産等)に応じた負担を求める方向性も示されている。また、年金受給開始を75歳にする構想もあり、年金給付額を減らしながら社会保険料の徴収を増やす意図も見受けられる。

(図表1) こども保険の制度設計案

	現行の児童手当	<保険料率 0.1%案> 児童手当 +こども保険給付金 (+5,000 円)	<保険料率 0.5%案> 児童手当 +こども保険給付金 (+25,000 円)
0-3 歳未満	一律 15,000 円	一律 20,000 円	一律 40,000 円
3 歳-小学校入学まで	第 1・2 子:10,000 円 第 3 子:15,000 円	第 1・2 子:15,000 円 第 3 子:20,000 円	第 1・2 子:35,000 円 第 3 子:40,000 円
所得制限以上	一律 5,000 円	一律 10,000 円	一律 30,000 円
小学生		第 1・2 子:10,000 円 第 3 子:15,000 円	
中学生		一律 10,000 円	

出所)『「こども保険」の導入』(2020 年以降の経済財政構想小委員会、平成 29 年 3 月)より作成

(図表2) 社会保険料の推移(勤労者本人負担分)



出所) 図表1と同じ

⁵ 保育園の平均保育料(一人当たり月額2~3万円)、幼稚園の平均保育料(同1~2.5万円)。

2. 高等教育の無償化（出世払い教育国債）

来年度より給付型奨学金制度を本格実施するものの、対象者も支給額も十分な規模とはいえない状況にある⁶。年初にも国債発行による高等教育の無償化が狙上に上がったが、将来へのツケ回しとの批判から頓挫した。「出世払い」とすることで、一旦は国債発行で資金調達しても、大学卒業後一定以上の収入になり返済が始まれば原資が回収でき、国の負担を抑制できるという考え方である。

これは、主にイギリスやオーストラリアで導入されている貸与型奨学金の所得連動返還方式にならって、独立行政法人日本学生支援機構

(JASSO: Japan Student Services Organization) が新制度として導入したスキームに近い。この所得連動返還型奨学金 (ICL: Income Contingent Loan) は返還負担を軽減させるという目的の下、諸外国で採用されている。

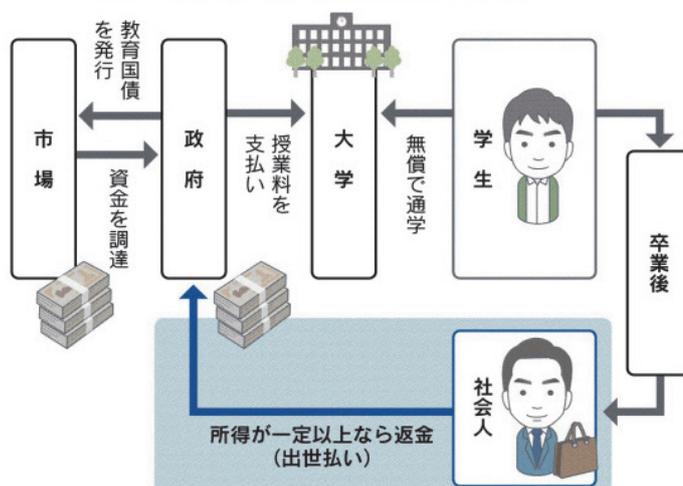
発祥の地であるオーストラリアにおいては、連邦政府支援学生 (国公立大学の学部生・大学院生) を対象に、授業料が支援されている。卒業後の課税所得が53,345豪ドル (約470万円) を超えた場合、課税所得に応じて4%～8%の返還率で返還額が決定される仕組みとなっている。全額返還時に終了となり、返還期間に上限は設けられていない。

イギリスにおいては、学生全員を対象として授業料及び生活費が支援されている。年収21,000 ㎍ (約300万円) を超えた場合、超過額の9%が徴収される。返還期間は30年に設定されており、30年経過時点での未返還額は免除となる。このため、2012年度 (平成24年度) 末には累計で160-180億 ㎍ (約2.5兆円)、2042年度 (平成54年度) 末には累計で700-800億 ㎍ (約11兆円) の赤字が発生する見込み⁷である。

韓国は我が国と同様に、「授業料が高く、家計負担が多く、公的支援が低い国」に分類され、進学率の向上により教育費の負担増が社会問題となっている。満35歳以下の学生 (一部特例で45歳以下に設定された学部もある) を対象に、授業料 (登録料) と生活費が支援され、基準所得である1,856万ウォン (約180万円) 以上の所得が発生すると超過分の20%が徴収される。近年の就職難を背景に基準所得を超えて返還を行っている債務者は全体の3割未満にとどまっているという。このように所得連動返還方式は制度上、低所得者が多い場合には未返還額が嵩みやすくなる性質があるが、高等教育を受けたことにより経済的に成功したものから、所得の一部を徴収する税制度であるともいえる。

我が国においては、無利子奨学金に所得連動返還方式が選択できるようになるが、状況を見て有利子奨学金にも導入を検討することとなっている。図表4のように無収入でも返還月額2,000円に

(図表3) 教育国債を活用した「出世払い」制度のイメージ



出所) 日本経済新聞 (2017/8/13 付朝刊)

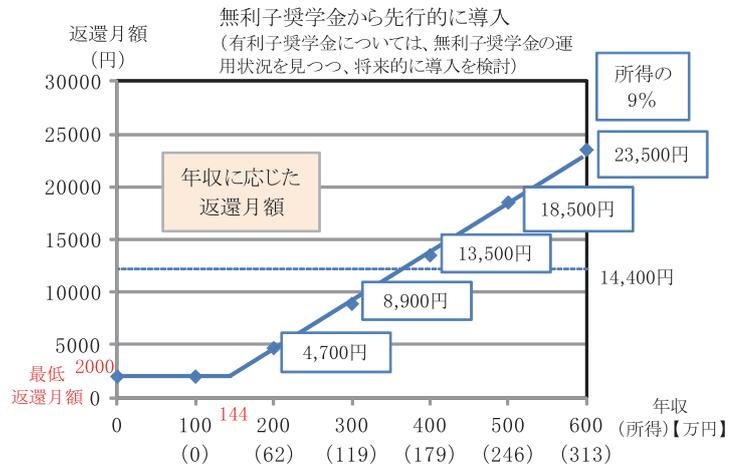
⁶ 当レポート2017年5月号P22参照。

⁷ 英国会計検査院・下院公共会計委員会報告による。

設定されており、年収が144万を超えると所得の9%を返還する仕組みである。

ICLを導入している諸外国では、収入の低いうちは返済が猶予される仕組みや、所得や成績要件がなく全学生が対象であることと比べ、我が国の奨学金制度は充実しているとはいえない状況にある。

(図表4) 所得連動返還方式の概要



(図表5) 諸外国の主な所得連動返還型奨学金

	オーストラリア	イギリス	韓国	日本
導入時期	1989年	1998年	2010年度	2012年度(猶予制度のみ) 2017年度先行実施
閾値	年収53,345豪ドル (約470万円)	年収21,000£ (約300万円)	1856万ウォン(2016年) (約180万円)	144万円
最低返済額		0	0	月額2,000円
返済額	課税所得の4-8%	閾値超過分の9%	閾値超過分の20%	総所得の9%
利子	無利子	有利子	有利子	有利子→無利子に拡大検討
期限	なし	30年(未返済分は免除)	なし	なし
支給対象	授業料	授業料と生活費	授業料と生活費	授業料
対象者	全学生	全学生	所得・成績要件あり	所得・成績要件あり
返済方法	源泉徴収	源泉徴収	源泉徴収	源泉徴収

出所) 豪: Department of Education, Employment and Workplace Relations、英: Student Loans Company、
韓国: 韓国奨学金財団、日本: JASSOより作成

3. 2つの無償化にかかる財源問題

こども保険では現役世代で負担することで、将来へのツケ回し批判をかわせること、使途が明確にできることから国民の理解が得られやすいといえる。一方、負担と給付がバランスしないため世代間の不公平感が強く、高齢者にどのように負担を求めていくか多くの議論を要する。

文部科学省によると、大学の授業料は約3.1兆円(年額)⁸である。これを無償化にすると当面毎年3兆円の財源が必要となる。出世払い型教育国債は、返済が始まればそのプールを償還に充てることのできるため、全額を普通国債で調達するより国の負担は軽くなる。この時、当初の国債を財投債

⁸ 国公立 4,160 億円(学生約 76 万人)、私立 25,500 億円(同約 211 万人)、短期大学 1,500 億円(同約 14 万人)である。

として発行できれば、SNA統計上、一般政府の債務には分類されず⁹、国と地方の長期債務にカウントされない¹⁰ことに加え、特別会計であるため資金用途が限定できることになる。因みにJASSOの第一種奨学金（無利息）は一般会計借入金を主な財源としているが、第二種奨学金（有利子）は財政融資資金及び財投機関債・民間借入金が財源である。これは財投債の発行根拠に「確実かつ有利な運用」「公共の利益の増進に寄与」が謳われており、有利子であれば収益が期待できること、奨学金制度は社会的利益が高いことによる。今後の奨学金制度が、貸付から給付へ・有利子から無利子への移行を前提とすれば、財投債での資金調達是不適当とならざるを得ず、普通国債の発行により、一時的でも政府債務は拡大し財政再建は棚上げとなる。勿論発行時には財投債・普通国債の区別はないため、どちらにしても市中消化額の増大要因となり、需給的にはマイナスに作用する。

(図表6) こども保険・消費税・教育国債の比較

	こども保険	消費税	教育国債	出世払い教育国債
負担	勤労者と企業 (逆進的ではない)	全ての国民 (逆進的:所得の低い人ほど負担が重い)	負担の先送り	返済金プールから負債を軽減することができる
用途	全額子育て支援に使うことができる	10%まで用途が決まっている(一体改革)	普通国債の場合は一般会計となり、用途が限定できない 財投債の場合は用途が限定できる	
経済・財政への影響	保険料率が低い限りは経済への影響は少ない 財政再建目標と整合的	消費への悪影響が懸念される	国債発行増により財政再建目標の実現が困難となる 財投債の場合はSNA統計上、国と地方の長期債務にカウントされない	

出所)図表1と同じ

おわりに

こども保険・出世払い教育国債ともに、用途を明確にし、将来負担を極力低減させることに配慮している点は評価できよう。現在の社会保障制度は高齢者への厚遇となっており、世代間の負担の格差が共通認識となっている。少子化を食い止めるためには若年層や子育て層に優先配分すべきであり、こうした問題提起は意義あるものと思われる。

ただしどちらも公的負担を減らすことに注力し、その分私的負担が増える仕組みであり、教育コストを賄うのは公か私かの議論はなされていない。我が国では世界的にみて高等教育費用の家計(私的)負担が高いが、世界に目を向ければ、教育費の無償化は公的支出で賄う傾向にある¹¹。

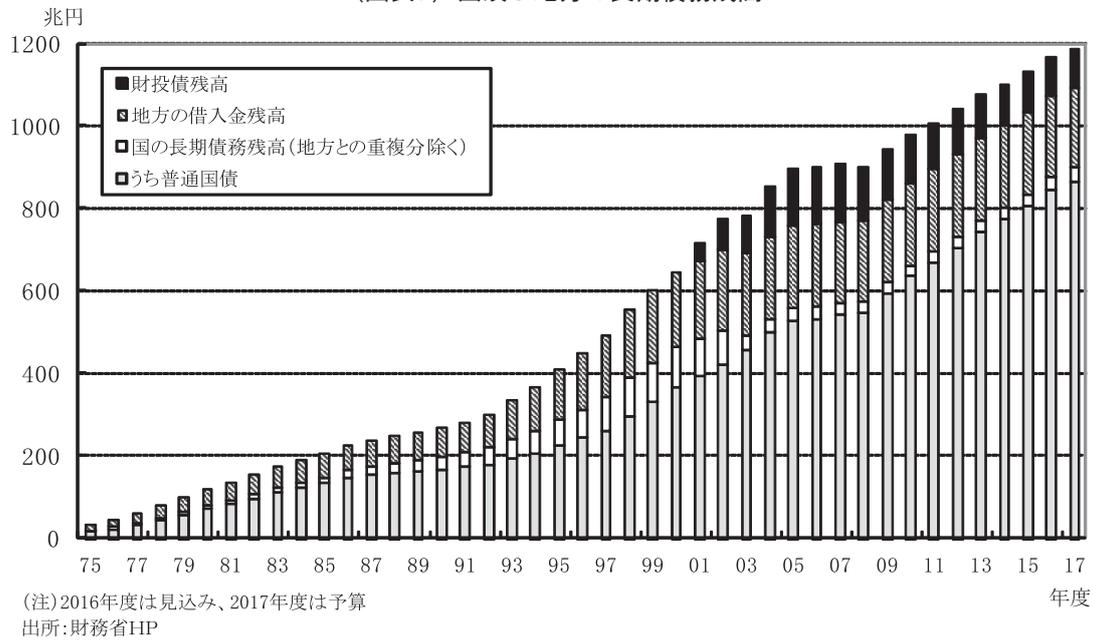
大学生の年齢構成をみると新入学者の平均年齢が18歳、在籍者25歳未満の割合が9割近くを占め(図表8)、高校卒業間もなく入学する学生が一般的である。一方海外では社会人学生も多くみられ、そのため学ぶ目的が明確であり、学ぶ意欲も高い傾向にあるといえる。誰もが学べる機会が均等に与えられる環境も必要だが、目的を持たずに入学する学生が増えたことで教育水準の低下が指摘されていることも事実である。本当に学びたい人が質の良い教育を受けられる環境を整え、それに十分な公的支援ができるように制度を変えていくことこそ、将来への投資ではないだろうか。

⁹ 財政融資資金は公的企業に分類されているため、一般政府の債務には含まれない。

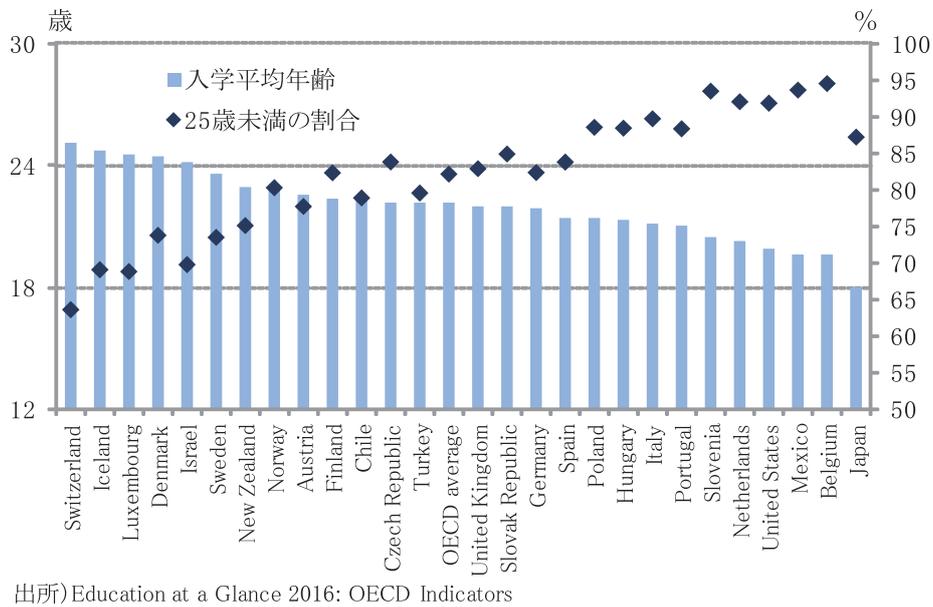
¹⁰ 利払い・償還財源が主に税金によって賄われる長期債務を集計したものであるため。

¹¹ 当レポート2017年5月号P19参照。

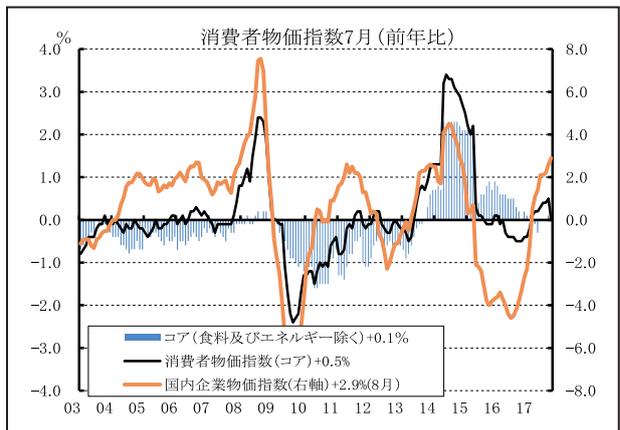
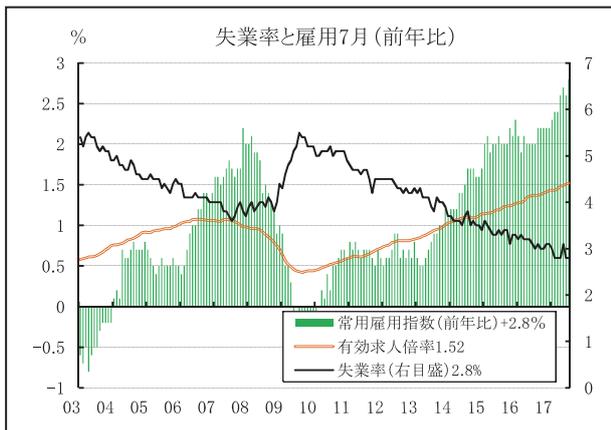
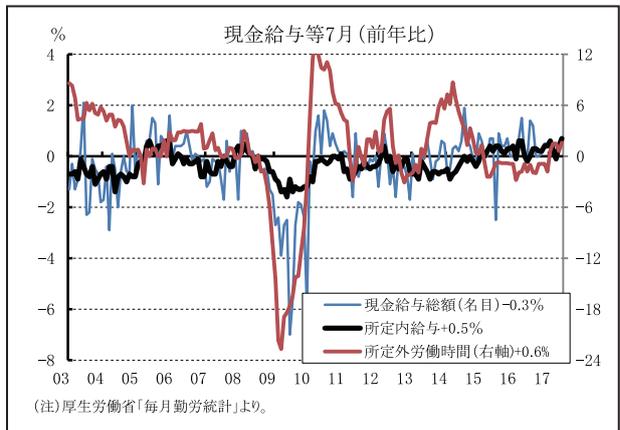
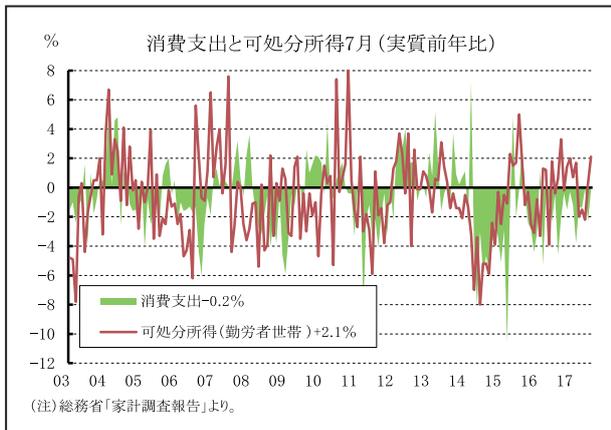
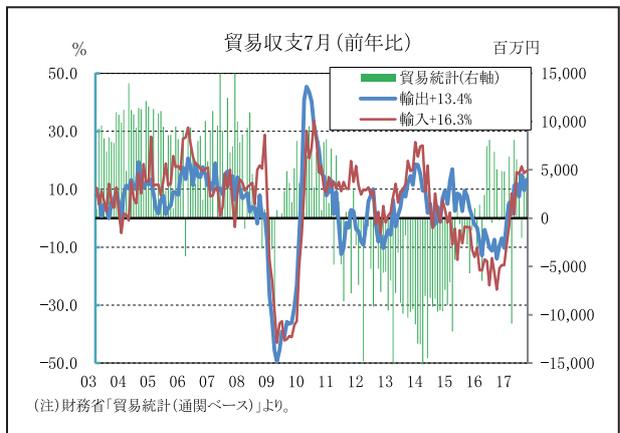
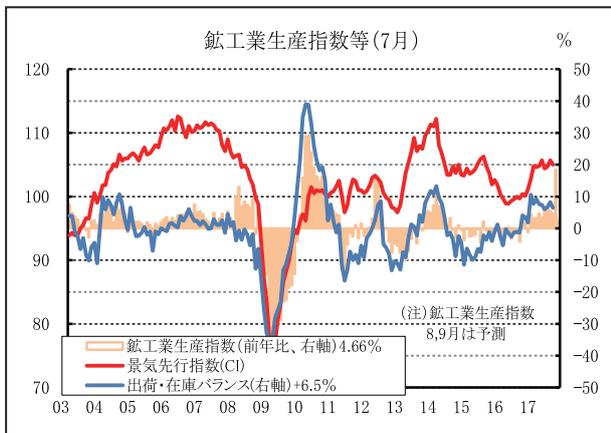
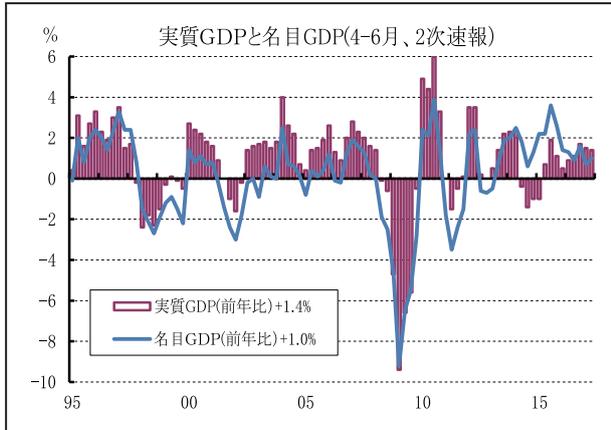
(図表7) 国及び地方の長期債務残高



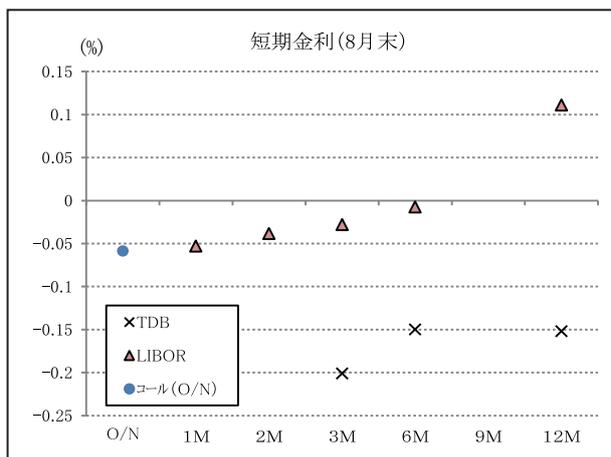
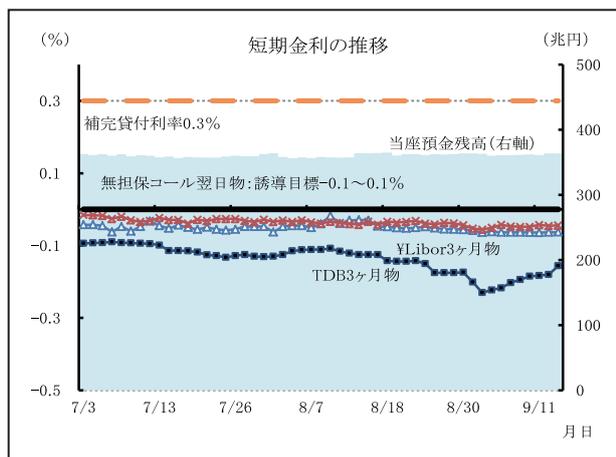
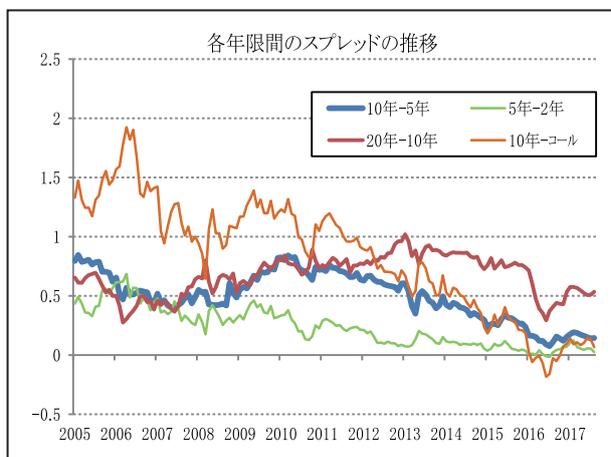
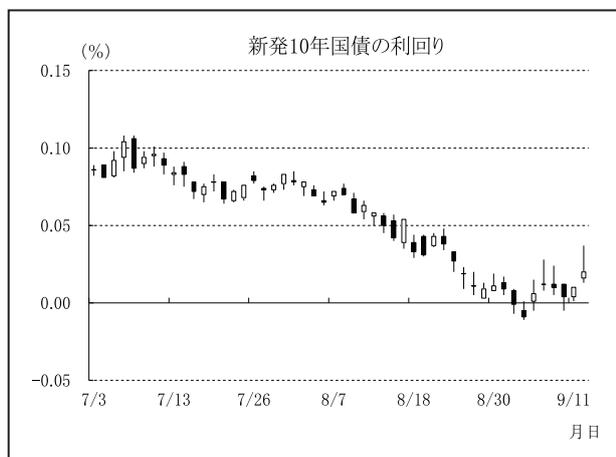
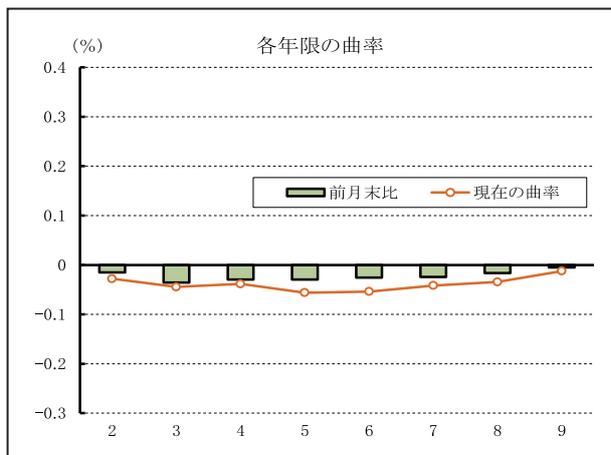
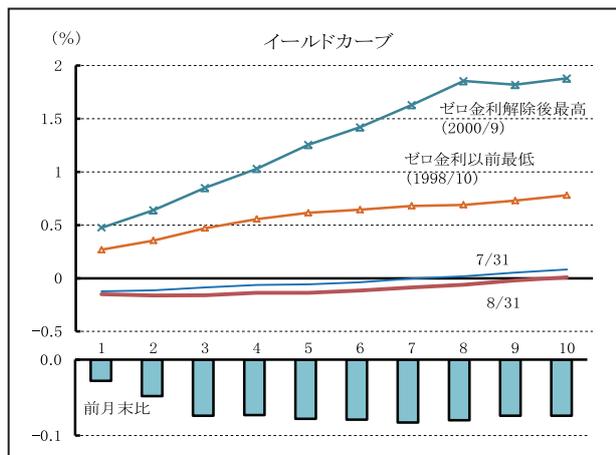
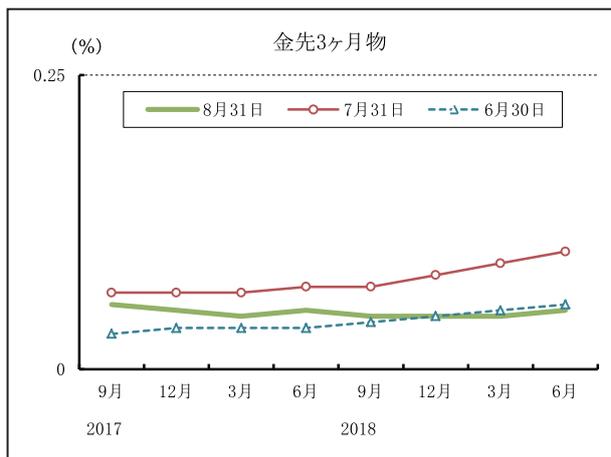
(図表8) 大学生の入学平均年齢と在籍者25歳未満の割合



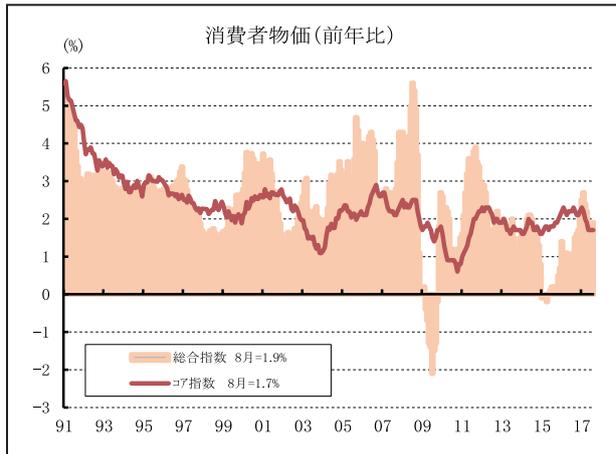
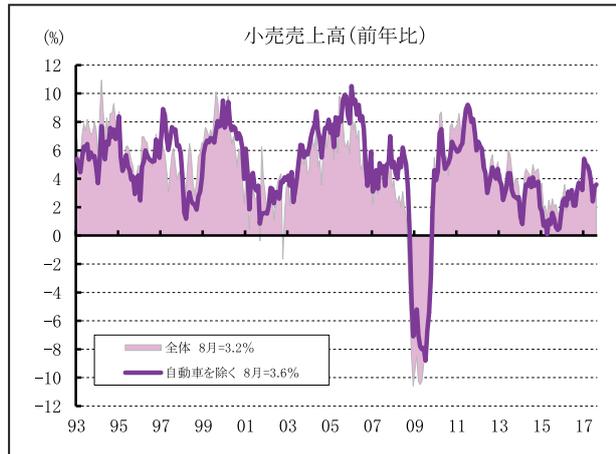
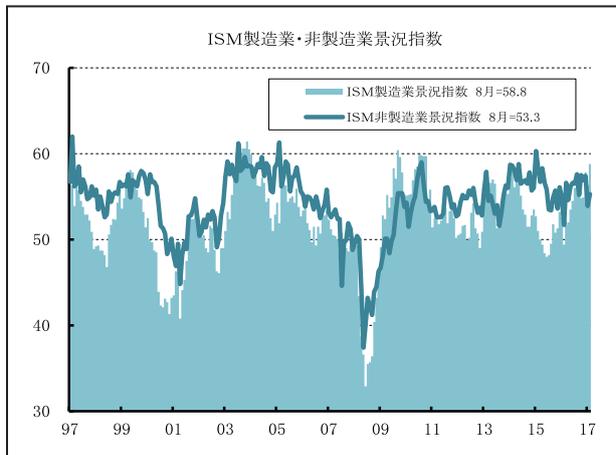
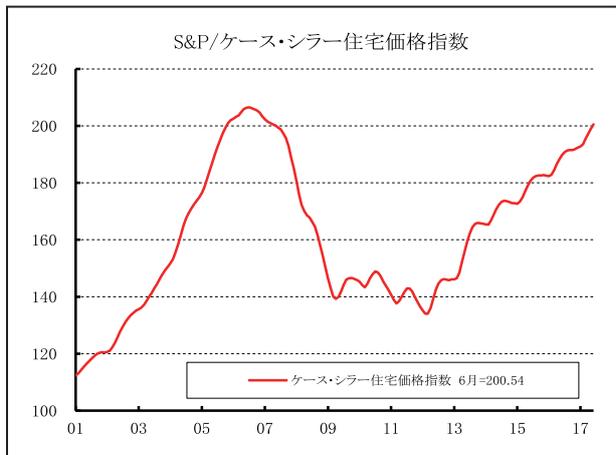
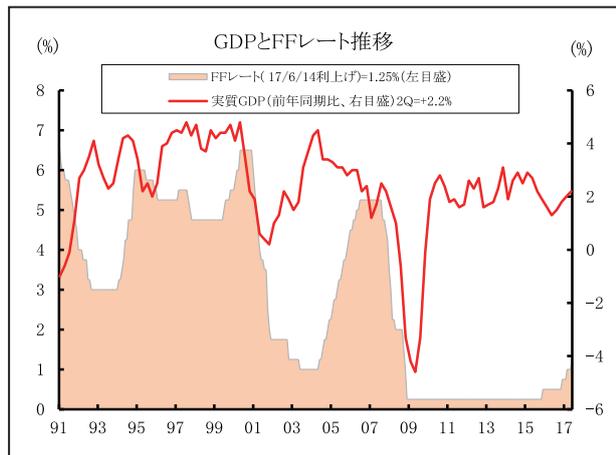
日本 マクロ経済



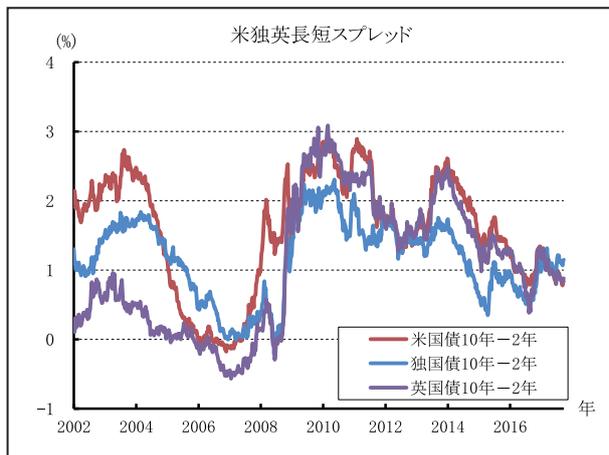
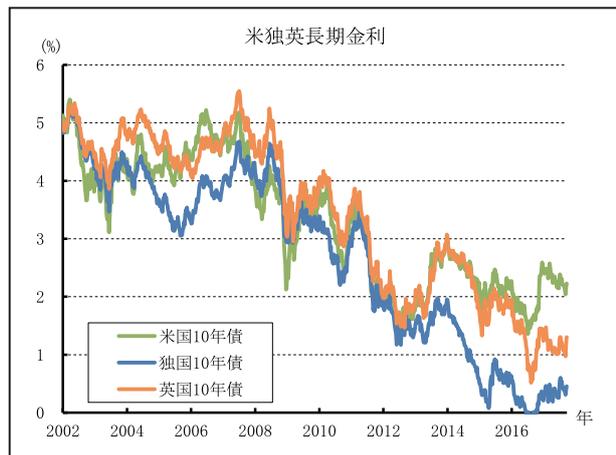
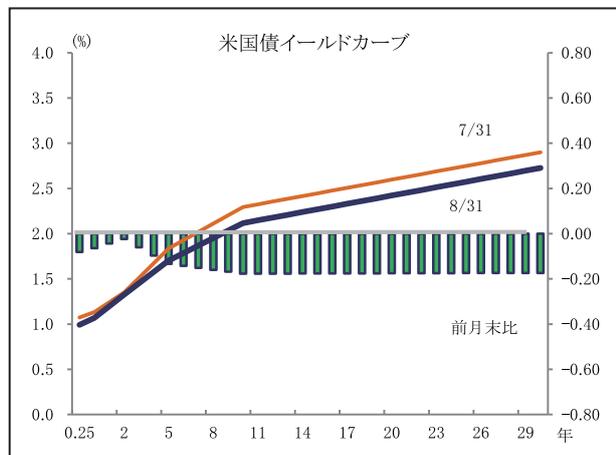
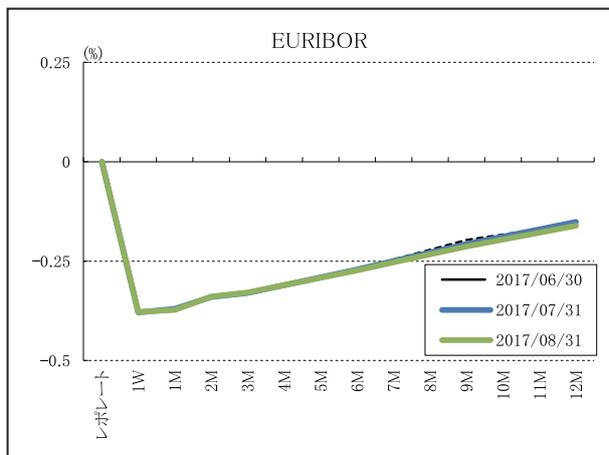
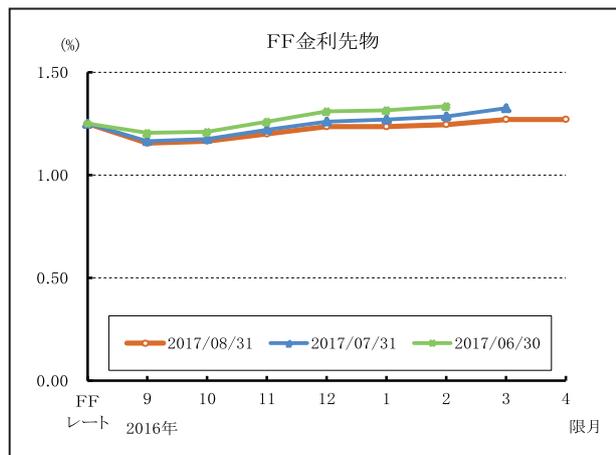
日本 短期・債券市場



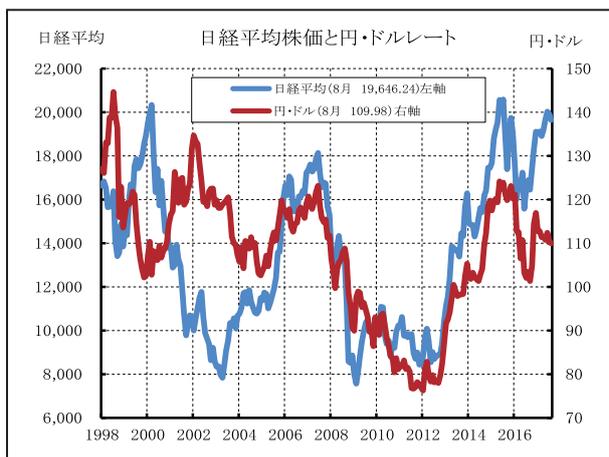
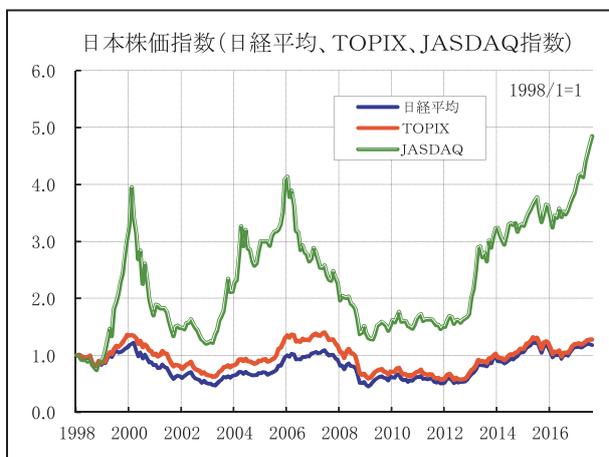
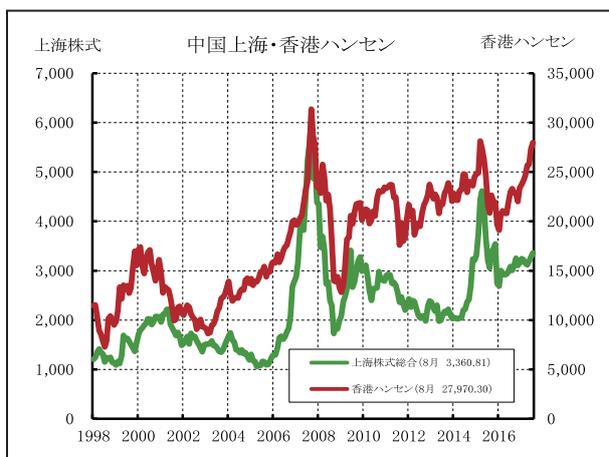
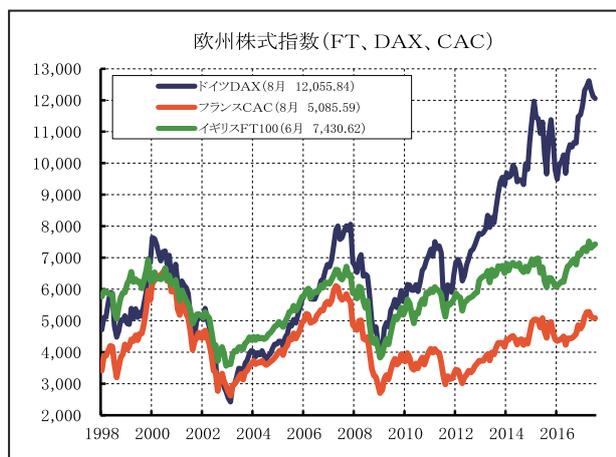
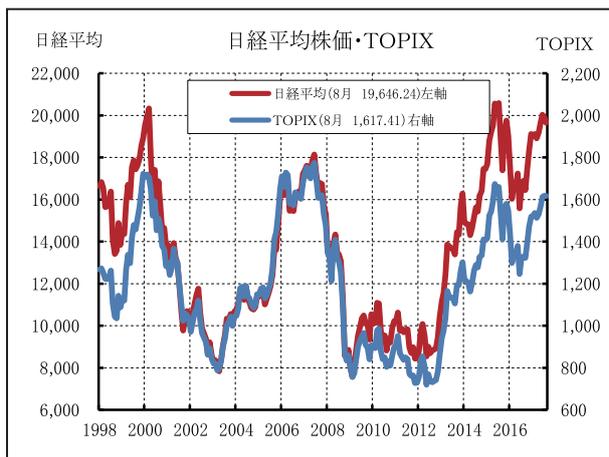
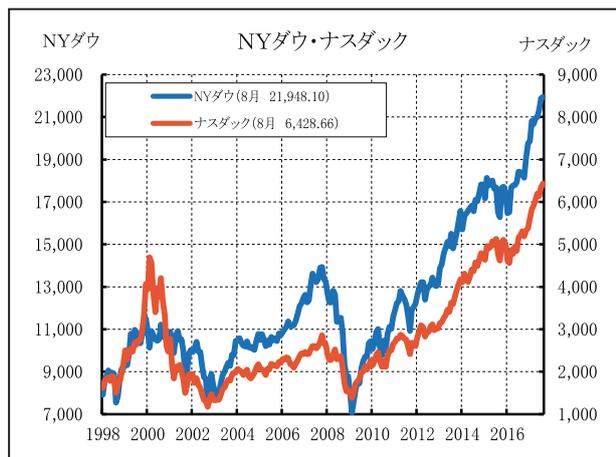
海外 マクロ経済



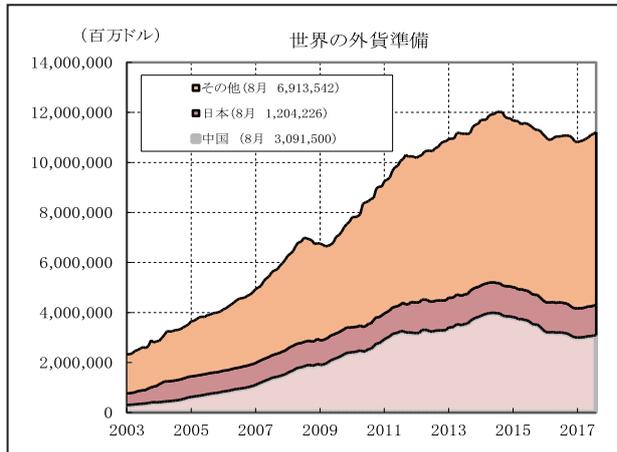
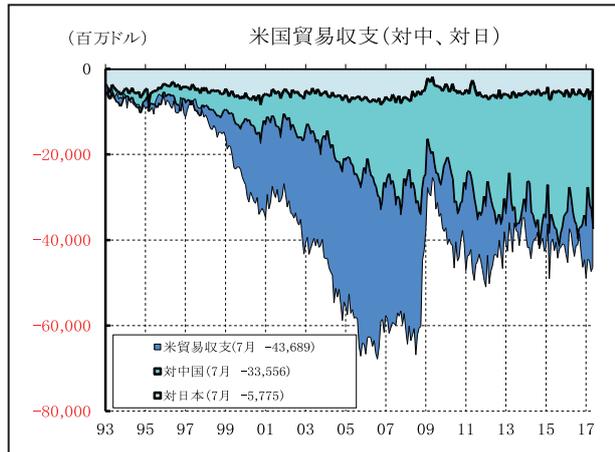
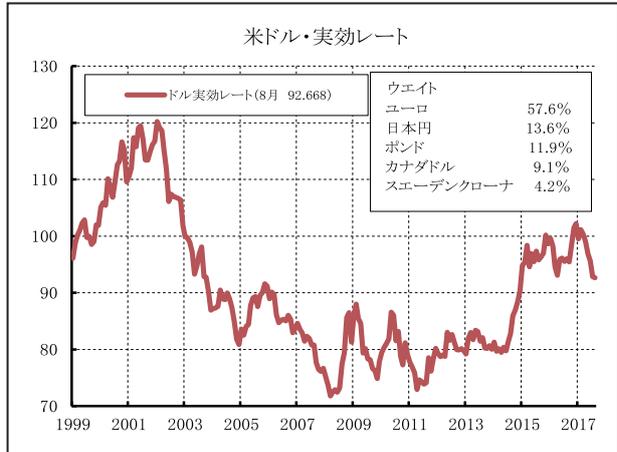
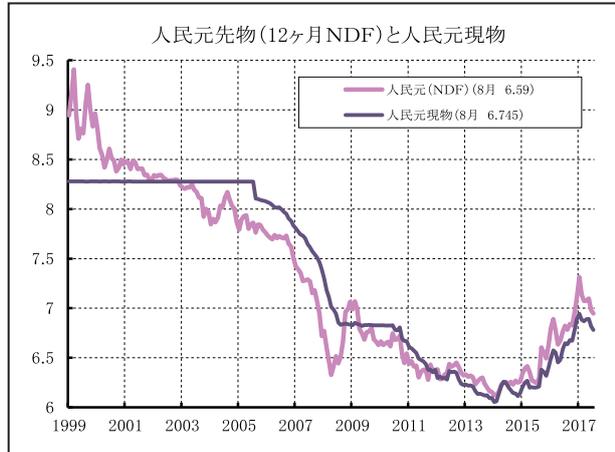
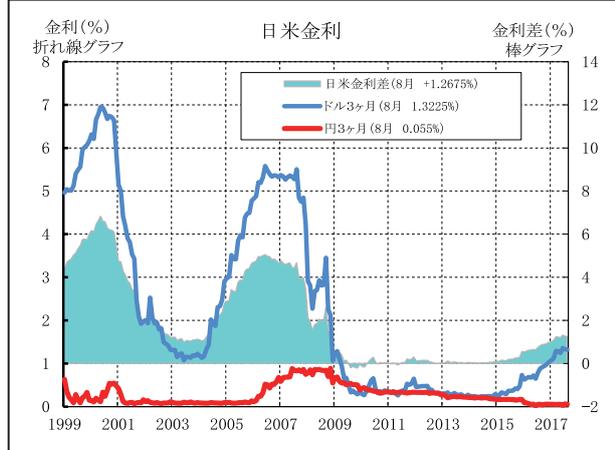
海外 債券市場



株式市場



為替市場

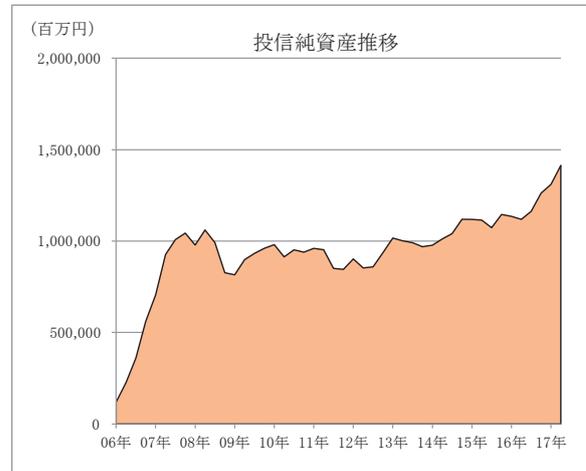
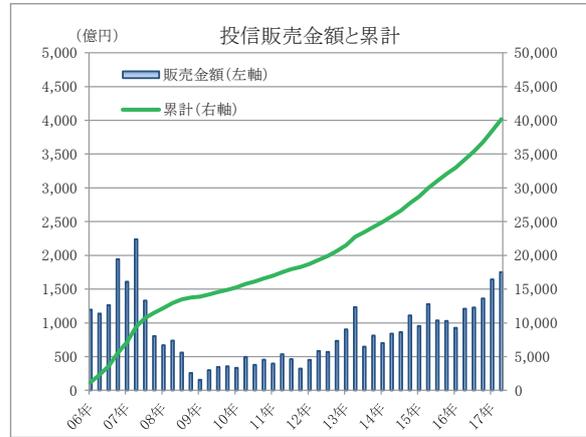


ゆうちょ関連データ

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	-	-
2012年4-6月	297,000	58,338	618,000	853,385
2012年7-9月	271,000	57,040	620,000	859,190
2012年10-12月	257,000	73,403	621,000	936,713
2013年1-3月	265,000	90,406	622,000	1,016,814
2012年度累計	1,090,000	279,187	-	-
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	-	-	-	-
2017年10-12月	-	-	-	-
2018年1-3月	-	-	-	-
2017年度累計	331,000	175,199	-	-
累計	14,971,022	4,017,453	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2017.9.15)	純資産 (2017.9.15)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2017.9.15)	純資産 (2017.9.15)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2017.9.15)	純資産 (2017.9.15)
国内債券	JP日米バランス②	50円	10,048	3,387	eMAXIS 新興国株式※①	なし	15,674	33,658	Navioトルコ債券②	600円	6,865	344
	JP4資産バランス(安定)⑥	なし	10,754	19,246	ビクテグローバル株式※②	600円	3,930	632,889	Navio南アフリカ債券②	540円	8,066	303
	JP4資産バランス(安定成長)⑥	なし	11,317	18,809	ビクテグローバル株式※①	なし	16,822	10,346	Navioブラジル債券②	360円	8,278	192
	JP4資産バランス(成長)⑥	なし	11,919	9,332	JPM北米高配当①	なし	10,850	42	Navioインド債券②	600円	11,540	1,006
	リスク抑制世界8資産⑥	なし	10,063	29,278	新光世界インフラ株式②	420円	6,857	837	三菱UFJ欧州債券②	120円	9,865	981
	東京海上・円資産②	360円	11,623	366,384	グローイング台湾株式②	1500円	11,145	37	同(為替ヘッジなし)②	60円	8,864	21
	東京海上・円資産①	なし	10,865	48,761	マニラフィリピン株式④	なし	9,623	3,467	ビムコグローバル債券②	480円	13,145	16
	野村資産設計2015②	120円	10,929	975	グローイングブラジル株式②	なし	12,245	20	同(為替ヘッジあり)②	480円	9,109	10
	野村資産設計2020②	10円	11,009	865	野村ユーロトップB※②	なし	9,442	8,761	メキシコ債券オープン※②	780円	6,743	58,964
	野村資産設計2025②	10円	11,251	878	エマージング好配当①	220円	9,340	3	インドネシア・ルピア債券②	480円	9,024	5
	野村資産設計2030②	10円	11,485	748	JPM医療関連株式※④	なし	8,659	67,591	アジアハイイールド債券※②	1200円	7,509	533
	野村資産設計2035②	10円	11,335	504	ビクテアジアムアクト※④	630円	12,024	22,274	同(為替ヘッジなし)※②	1800円	10,866	845
	野村資産設計2040②	10円	11,279	1,216	セブン資産形成の達人※①	なし	19,280	47,878	USストレテックA※②	240円	9,278	4,114
	野村資産設計2045②	10円	20,032	121	オーストラリア好配当※②	720円	9,154	25	同(為替ヘッジなし)B※②	720円	9,079	22,297
	HSBCワールド(安定)①	105円	10,428	14,302	ニッセイ日本債券②	120円	9,776	14,619	新興国ハイイールド債券A※②	70円	10,024	939
HSBCワールド(安定成長)①	110円	10,772	16,362	eMAXIS 国内債券※①	なし	11,504	16,389	新興国ハイイールド債券B※②	420円	6,857	837	
HSBCワールド(成長)①	115円	11,325	7,135	Navioマナーブル②	なし	10,003	2	ビムコハイインカム※②	360円	7,486	86,315	
海外債券	野村6資産(安定)⑥	なし	11,825	43,211	日興五大陸債券②	300円	8,698	64,078	同(為替ヘッジ付き)※②	375円	8,543	3,129
	野村6資産(分配)⑥	なし	10,045	121,645	三菱UFJ高金利債券②	840円	8,389	80,775	DIAMアジアアフリカ債券②	なし	9,458	190
	野村6資産(成長)⑥	なし	12,334	33,393	ダイワ成長国セレクト債券※②	500円	5,134	30,033	欧州ハイイールド債券※②	720円	9,809	3,868
	スマートファイブ②	480円	10,410	155,310	ダイワ成長国セレクト債券①	なし	10,142	532	同(為替ヘッジなし)※②	960円	12,634	3,369
	スマートファイブ①	なし	12,277	16,288	野村米国ハイイールド②	1800円	10,201	22,576	三菱UFJバランス②	240円	9,644	2
	セブン・ハンガード①	なし	14,015	144,256	同(為替ヘッジあり)②	540円	9,436	3,774	同(為替ヘッジなし)②	240円	9,216	2
	日本配当追求株②	10円	9,963	16,209	野村米国ハイイールド①	なし	12,498	1,065	三菱UFJバランス①	なし	10,198	2
	大和インデックス225①	160円	14,794	24,910	同(為替ヘッジあり)①	なし	11,069	276	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,759	2
	SMTAM IPX日経400②	なし	12,824	2,769	エマージング・トップリン※②	540円	8,189	29,741	MHAM リート②	480円	11,602	369
	GS日本株式※②	10円	11,172	7,789	同(為替ヘッジあり)※②	480円	9,409	30,164	DIAM世界リート②	600円	4,216	209,620
	日本株式SRI①	なし	9,048	2,876	エマージング※①	なし	14,263	799	ダイワUS-REIT※②	720円	7,913	7,901
	フィデリティ日本配当④	410円	10,723	9,099	同(為替ヘッジなし)※②	なし	12,199	435	ダイワUS-REITB※②	960円	3,731	732,077
	eMAXIS TOPIX※①	なし	20,813	21,698	DWSグローバル公益債券※②	480円	9,574	107,492	ダイワUS-REIT(ヘッジあり)※①	なし	13,633	136
	三菱UFJ日本優良株①	400円	11,289	2,029	同(為替ヘッジなし)※②	480円	10,990	19,883	ダイワUS-REIT(ヘッジなし)※①	なし	16,470	2,377
	JPMジャンププライム①	なし	11,357	77	DWSグローバル公益債券※①	なし	11,015	8,194	eMAXIS 国内リート※①	なし	24,933	11,762
新光日本小型株①	1000円	15,170	3,204	同(為替ヘッジなし)※①	なし	12,146	1,973	eMAXIS 先進リート※①	なし	26,397	10,038	
生活基礎関連株式①	80円	12,697	3,306	三菱UFJ米高格付債券②	120円	9,399	1,047	ニッセイ世界リート※②	1440円	7,669	9,075	
世界株配当収益追求②	20円	9,784	2,891	同(為替ヘッジなし)②	120円	9,049	700	ニッセイ世界リート※①	なし	13,804	338	
SMTAM NYダウ①	なし	14,175	1,632	高金利先進国債券※②	480円	5,715	231,141	アジアリートオープン※②	240円	12,277	8	
日興五大陸株式④	330円	10,785	16,811	同(為替ヘッジなし)※②	10円	17,068	13,298	フォーシーズン※②	240円	6,505	4,385	
DIAM好配当株式②	1560円	11,745	15,608	eMAXIS 先進国債券※①	なし	13,453	20,592	ステートストリートロード①	なし	6,781	552	
新光サザンアジア株式②	1880円	8,133	116	eMAXIS 新興国債券※①	なし	13,422	6,449	ニコロUSハイインカム※②	360円	9,042	2,356	
米国成長株オープン①	57円	10,313	904	Navioオーストラリア債券②	180円	11,482	2,990	同(為替ヘッジなし)※②	960円	8,962	12,992	
eMAXIS 先進国株式※①	なし	24,415	34,627	Navioカナダ債券②	60円	11,277	242	合計	-	-	3,945,620	

※印) ゆうちょ銀行以外でも販売 ②毎月決算型 ③年6回決算 ④年4回決算 ⑤年2回決算 ⑥年1回決算

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

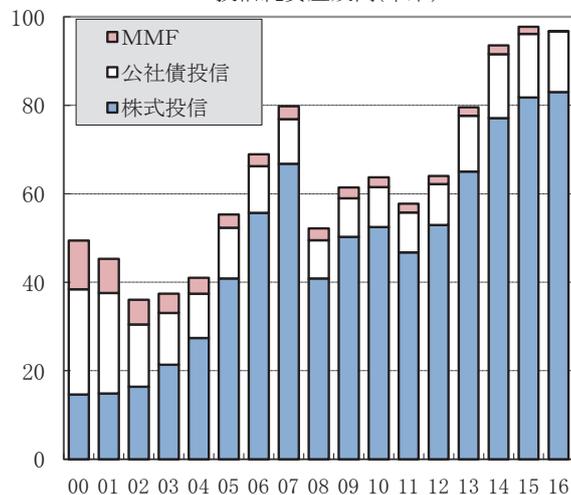
タイプ	株式投信								公社債投信					証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型		計		
		毎月決算型	ファンドオブ ブランチ	インデック ス	ETF	特殊型	追加型計			うちMRF	うちMMF			
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	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3月	12,272	336,498	242,273	314,634	232,887	10,632	847,110	859,382	103	128,256	119,623	559	128,360	987,742
4月	11,899	332,444	242,095	317,733	235,146	10,545	849,690	861,590	103	126,659	118,175	506	126,762	988,353
5月	11,468	328,383	243,293	322,644	240,821	10,253	868,325	867,111	102	131,064	123,148	0	131,168	998,279
6月	10,739	329,155	247,224	330,003	248,488	10,153	869,734	880,473	101	133,576	125,722	0	133,678	1,014,152
7月	10,222	326,979	249,654	332,223	250,140	10,326	875,797	886,018	101	134,258	126,447	0	134,359	1,020,378
8月	9,809	321,073	250,374	341,373	258,386	10,604	885,558	895,367	100	130,852	123,104	0	130,951	1,026,319

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

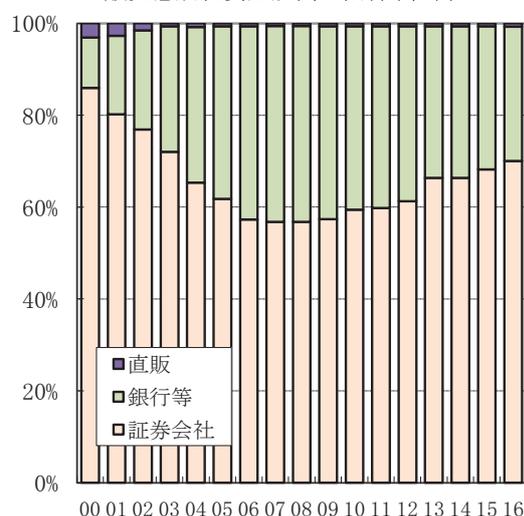
(単位:億円)

販売態	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3月	701,728	71.0%	279,079	28.3%	6,933	0.7%	987,741	100%
4月	702,717	71.1%	278,607	28.2%	7,028	0.7%	988,353	100%
5月	713,631	71.0%	277,504	28.3%	7,143	0.7%	998,280	100%
6月	727,847	71.8%	278,962	27.5%	7,341	0.7%	1,014,151	100%
7月	732,512	71.0%	280,393	28.3%	7,471	0.7%	1,020,377	100%
8月	737,380	71.8%	281,368	27.4%	7,574	0.7%	1,026,321	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							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	定期貯金	特別貯金	その他貯金					
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		6,991		2,595,928	
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908		6,899		2,407,711	
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344		6,288		2,232,138	
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100		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	1,858,388	
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	1,843,497	
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	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	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	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	1,965,490	
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	1,955,478	
2017年3月	1,794,346	130,521	521,005	3,919	100,651	925,324	111,333	1,590	136,942	21,851	1,568	1,977,887	

<貯金残高と前期末増減額(四半期)>

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち						
		前期末増減額	流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	その他の貯金	その他の貯金の 前期末増減額
2016年9月	1,788,309	▲ 5,981	648,431	▲ 4,547	1,138,183	▲ 1,512	1,694	77
12月	1,800,828	12,519	672,533	24,102	1,127,186	▲ 10,997	1,108	▲ 586
2017年3月	1,792,518	▲ 8,310	659,526	▲ 13,007	1,131,380	4,194	1,612	504
6月	1,808,272	15,754	706,307	▲ 46,781	1,100,608	▲ 30,772	1,357	▲ 255

<特別貯金残高と前期末増減額>

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前期末増減額		通常郵便貯金の 前期末増減額		定期郵便貯金の 前期末増減額	
		特別貯金の 前期末増減額	通常郵便貯金の 残高	通常郵便貯金の 前期末増減額	定期郵便貯金の 残高	定期郵便貯金の 前期末増減額	
5月	92,026	▲ 9,569	25,351	393	66,674	▲ 9,963	
6月	79,918	▲ 12,108	25,689	338	54,228	▲ 12,446	
7月	63,662	▲ 16,256	26,730	1,049	36,924	▲ 17,304	
8月	46,099	▲ 17,563	27,490	752	18,608	▲ 18,316	

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

(注)3 特別貯金は、独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構からの預り金で、同機構が日本郵政公社から承継した郵便貯金に相当する。

(注)4 特別貯金のデータは独立法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構のHPから引用した。

(注)5 未払利息は含まれない。

<各種金利>

(単位:%)

年月	財政融資資金		定期貯金
	預託金利	貸付金利	
2017年4月	0.02	0.07	0.01
5月	0.01	0.05	0.01
6月	0.01	0.05	0.01
7月	0.10	0.09	0.01
8月	0.04	0.08	0.01

(注)1 「預託金利」は9年以上10年未満

(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

年月	有価証券	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
		国債	地方債	社債	外国債 (その他)	債				
2005年3月	1,325,462	1,126,280	93,182	74,861	31,139	33,881	37,084	63,981	1,188,242	2,648,650
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	2,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
2005年3月	113,585,943	925,475	9,660,722	342,423	7,574,044	87,520	3,113,948	15,764	133,934,657	1,371,182
2006年3月	131,503,878	▲ 1,410,810	8,726,076	66,063	7,831,629	▲ 64,778	3,140,979	129,307	151,202,562	▲ 1,280,218
2007年3月	146,655,629	▲ 84,260	8,186,157	54,985	7,437,548	▲ 19,497	2,732,812	298,289	165,012,146	249,517
2007年9月	155,429,521	237,829	8,053,571	45,517	7,030,001	▲ 13,285	267,503	16,451	170,780,596	286,512
2008年3月	159,137,556	2,563,276	7,618,116	122,606	7,870,737	102,148	478,921	▲ 8,345	175,105,330	2,779,685
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	3,599,077
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

< 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	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0	3,172,037		0	
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,353,468	2,079,290	1,274,178	0	3,353,468			

< 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

(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

(注1) アウトライヤー比率計測の際の金利ショック幅は、保有期間1年、5年の観測期間で計測される金利変動の1%タイル値と99%タイル値による。
 (注2) VaR計測に用いる内部モデルについては、ヒストリカル法を採用しており、片側99%の信頼水準、保有期間240営業日(1年相当)、観測期間1200日(5年相当)により算出している。

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポージャー額	貸出金・預け金等	機構への担保の提供	有価証券	デリバティブ	その他	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	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	109,301	113,542	4,035	22,291
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	142,586	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	149,475	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2011年3月	2,493,953	291,003	447,609	1,749,830	1,769	3,742	82,079	2,280,515	53,175	90,112	23,654	46,498
2012年3月	2,441,346	335,409	346,505	1,753,939	1,911	3,582	96,541	2,200,499	52,605	102,522	29,888	55,832
2013年3月	2,094,841	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,138,185	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607
2015年3月	2,182,953	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	134,826	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615
2016年3月	2,239,767	814,572	186,810	1,419,530	1,434	4,230	292,532	1,938,262	43,341	216,029	87,928	175,391
2017年3月	2,261,451	871,777	121,641	1,382,204	3,389	4,080	359,065	1,758,986	51,980	123,653	51,596	394,706

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。
 (注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額(D)	基本的項目(A)					補完的項目 一般貸付	リスクアセット 等(E)	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	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							
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%	-

(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。

< 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



お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区三崎町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(5275)1805

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