

# ゆうちょ資産研レポート

2019年9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
政治リスク主導で変調をきたした内外経済は 来年が正念場	
J.P.モルガン証券株式会社 経済調査部長 鵜飼 博史	
マーケット・アウトLOOK (1) .....	7
長期金利が過去最低を記録した2016年7月以降の 国債市場	
SMBC日興証券株式会社 金利ストラテジスト 竹山 聡一	
マーケット・アウトLOOK (2) .....	13
来年3月末までの長期・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
世帯の就労構造の変化と制度的課題	
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

# 2019.9

# ファンダメンタル・アナリシス

## 政治リスク主導で変調をきたした内外経済は来年が正念場

J.P.モルガン証券株式会社 経済調査部長 鶴飼 博史

### 【概況】

本年の世界経済は、米中貿易戦争の激化を軸に、米欧貿易摩擦、Brexit 等の政治リスクが製造業を主体に世界の景況感を冷やす展開になった。このため、世界の景気拡大が終盤にさしかかるも、中国、欧州、アジアがまず減速し、米国が後からついてくるという通常と異なる展開になっている。一方、世界の金利は、年初来の米国連邦準備制度の予防的な金融緩和と姿勢への転換を端緒に、低金利が続いている。世界経済がすぐに成長率を回復させるとは考えにくく、低金利環境は今後も暫く続きそうだ。

日本経済はこうした世界の経済環境に引きずられている。4～6月までは外需に比べて内需が堅調であったが、企業や家計の景況感は先んじて急速に悪化してきた。内需にも徐々に世界経済の影響が及んできたところで、消費税率が10月から引き上げられる。今回は政府が多様な対策を講じているが、それでも消費増税の影響が出てくるタイミングで世界経済の減速や政治リスクの不確実性の増大が重なる2020年が、日本経済の正念場だ。当社では、日銀が予防的な金融緩和に動き、日本経済が景気後退に陥ることは何とか回避されるとみている。しかし、もしも景気後退に陥ってしまえば、緩和手段に限界がある金融政策だけでは対処できず、財政政策とのポリシーミックスに踏み切らざるを得ないだろう。

### 1. 米中貿易戦争は2018年末から世界に強力な悪影響

2018年末から2019年春にかけて、米中が2018年中に互いに輸入品に関税を賦課したことが、事前の予想を上回る大きな影響を世界に及ぼした。これは米中間の争いが間接的に世界に及ぼす効果が予想以上に大きくなったためである。しかも、その後も米中間の関税賦課合戦は激化しており、悪影響も増幅されている。

まず、米国が中国からの輸入品に2018年に賦課した関税は、中国の実質GDPを0.5%押し下げる規模であった(図表1)。これに対し、中国は財政支出の拡大や金融緩和、さらには人民元の減価によって悪影響を相殺している。しかし、2019年5月にはトランプ大統領が中国からの輸入品約2,500億ドル分に25%の関税をかけることを表明し、その後、残りの約3,000億ドル分に10%の関税賦課を宣告し、さらに25%の関税を30%に、10%の関税を15%へとエスカレートさせた。ここまで来ると、マクロ経済政策では相殺し切れない。中国経済は、財政支出の拡大で対応しつつも、2019年の実質GDPは6.2%(前年は6.6%)と減速し、2020年は5.8%まで減速する見込みである。この影響は日本やアジアだけでなく、付加価値ベースで見て中国への輸出が大きいドイツを中心としたユーロ圏にも及んでいる。

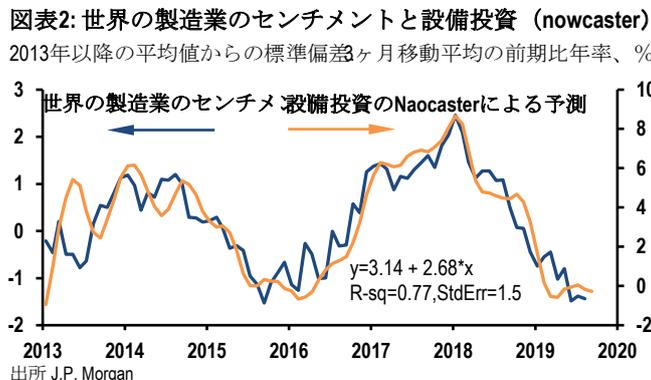
また、その間接的な悪影響は2つの経路を通じて世界経済にとつ

米中貿易戦争が中国経済に及ぼす影響

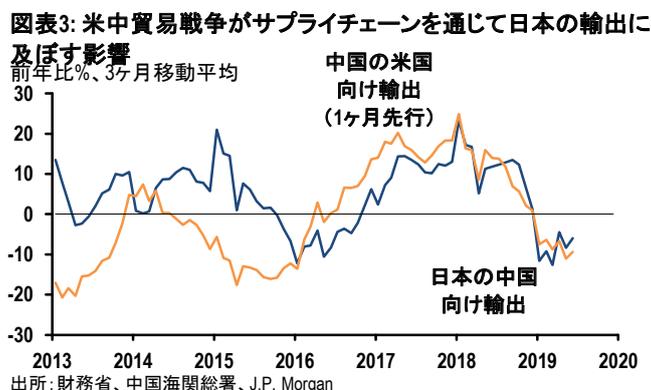
	関税率:2018 年までに決 まった関税率	関税率:2,500 億ドル分に 10%から25%	関税率:残り の全輸入品に 10%	関税率:25% を30%へ、 10%から15%
米国の対中国関税率(平均)	6.0%	11.4%	16.8%	20.2%
中国の対米国関税率(平均)	10.9%	13.9%	15.2%	18.8%
USD/CNY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>直接効果</b>				
輸出	-2.0%	-3.3%	-0.3%	-0.7%
輸入	-1.4%	-2.3%	-0.8%	-1.3%
実質GDP	-0.2%	-0.3%	0.0%	0.0%
<b>間接効果(GDPへの寄与度)</b>				
所得効果	-0.2%	-0.3%	0.0%	-0.1%
消費	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
設備投資	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.1%
企業センチメント	-0.2%	-0.3%	-0.1%	-0.1%
GDPへの影響計	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
GDPへの累積的影響	-0.5%	-0.9%	-1.2%	-1.4%

出所: J.P. Morgan

での誤算となった。第 1 は、企業の景況感の悪化を通じた設備投資の減退だ。当社では元々 2019 年の世界の設備投資は 4~6%の成長を見込んでいた。しかし、企業の景況感の悪化によって設備投資計画を削減する傾向が日本を含む先進国全般にみられており、現時点では 0%成長に陥っている(図表 2)。現在では、この経路が世界経済にとっての最大のリスクである。



第 2 は、中国側が米国から関税を賦課されても、米国向け輸出品価格を殆ど引き下げず、その結果、輸出量の落ち方が 2018 年末から 2019 年初にかけて非常に大きくなったことだ(図表 3)。これは、中国にサプライチェーンを通じて部品を供給している日本や ASEAN 諸国の対中輸出を落ち込ませ、日本では春に生産が急減して景気後退観測が出てくる直接的な原因となった。現在はそこからの回復過程にあったが、米国が再び中国からの輸入品の関税率を上げたので、こうした影響が今後も出てくることを見込まれる。



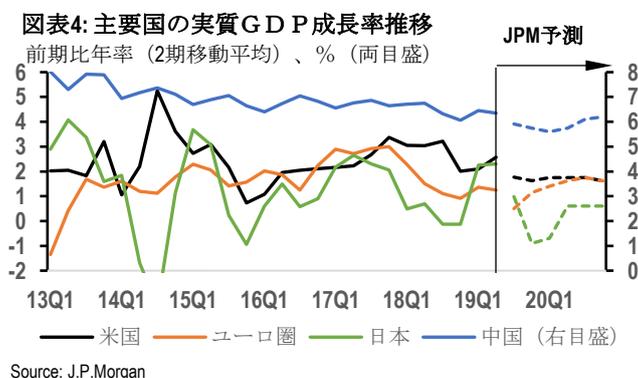
米中間の貿易戦争の本質は両国の覇権争いであり、しかも米国が中国に要求している知的財産権の保護や国営企業への補助金の禁止等は、中国の国家資本主義のあり方を問うものだ。それだけに、容易に解決できないものであり、その影響は今後も熾り続ける可能性が高い点に注意が必要だ。

しかも、米中貿易戦争以外にも、政治リスクは世界的に多い。欧州では英国の Brexit の今後の展開を巡って不確実性が相当高くなっており、英国の問題に止まるのか、それとも国際金融市場に波及する問題となるかの見極めも難しくなっている。米 EU 貿易交渉も暗礁に乗り上げたままであり、欧州からの輸入自動車に米国が関税をかけるシナリオもまだ否定できない状況だ。なお、こうした中で日米貿易交渉だけは予想以上に順調に進み、年内にも発効するところまでできている。合意内容は日本が主要農産物の関税を TPP11 並みに下げることが骨格としており、今後の交渉がここから逸脱しなければ日本経済への悪影響は小さく、不確実性もかなり軽減できるだろう。

## 2. 世界経済は2019～2020年を通じて低成長が続き、景気後退の可能性も増大

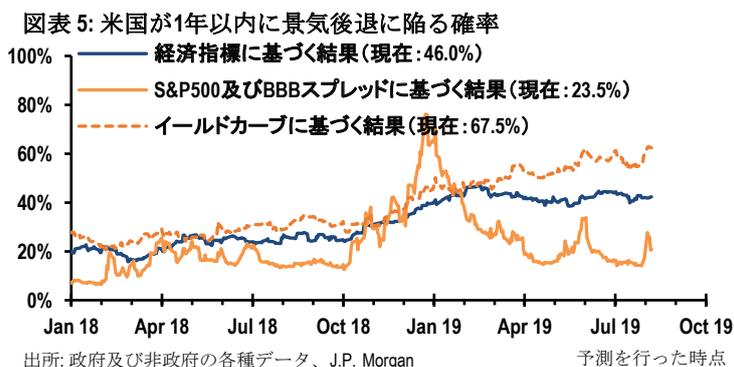
こうした状況を映じて、世界経済は、2019年には潜在成長率以下のスピードでの成長に止まっており、今後もすぐに成長スピードを上げることはないとみている。現在の景気展開の特徴は、米国に最早世界経済の牽引役を期待できないことと、そうは言っても、世界経済の減速が米国以外に牽引されているという点である(図表4)。特に、米中貿易戦争の影響を直接受けている中国以外に、ドイツを中心として欧州の成長率の低迷が目立つ。もう一つの特徴は、政治リスクが世界経済を翻弄しているため、製造業が非常に弱くなっている一方で、サービス業は堅調な雇用に裏付けされた個人消費に支えられて健全な成長を維持していることだ。これが世界経済を景気後退に向かわせていない最大の要因である。ただ、世界的に雇用の減速が徐々にみられ始めている。したがって、今後は、2020年にかけて、サービス業の業況が徐々に製造業に近付いていく展開になろう。ただし、製造業もこれ以上の急激な悪化には至らず、全体に徐々にソフトランディングをしていくと予想される。

この見方が崩れるとすれば、世界的に政治・地政学的リスクが高まる形で世界の企業の景況感をさらに直撃する場合であろう。その意味で、米中貿易戦争に収束の目途が立たない点は経済の先行きに重くのしかかる。



こうした中で、最大の注目点は、米国が2020年中に景気後退期入りするかどうかであろう。米国が景気後退期入りすれば、世界経済も景気後退期入りする可能性が大きいからだ。

この点、当社で開発しているモデルで1年以内に米国が景気後退期入りする確率を計算すると、実体経済指標を使うケースでは45%を上回り、50%を下回るという結果になる。なお、イールドカーブの長短逆転が景気後退を予測するという金融指標を使うケースでは70%に近づく結果となるが、現在の米国は20年前と比べればインフレ率が低位で安定しているため、長期金利のインフレ・リスクプレミアムが縮小しているという構造的な要因を考慮すると、やはり50%弱となる。いずれにしても、通常の景気拡大過程ではこうした確率は20%程度になることが通例であることを考えると、先行きの警戒を怠れない状況まで来ていることが示唆されている。



### 3. Fed は政策姿勢を大きく変更、予防的緩和へ

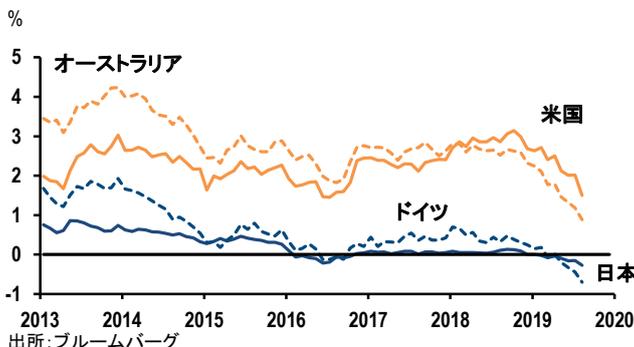
2019年に入ると、連邦準備制度(以下、Fed)が利上げを中止し、景気・インフレ率に対するリスク管理の観点から、緩和を継続する姿勢を鮮明にした。本年7月からは予防的な利下げに踏み出している。さらに、当社でも本年夏以降、経済成長率・企業収益・雇用伸び率の見通しを下方修正し、景気拡大終盤の典型的な兆候が出てきたとみている。このため、9月以降、当社では年内に3回の利下げを見込んでいる。

Fed のこうした政策姿勢の変化が、新興国の中央銀行にとって利下げし易い環境を醸成している。ドル高を心配しなくて良くなったアジア等新興国の中央銀行が2019年に入り、相次いで利下げを行っているうえ、今後も利下げ余地が出てきている点は世界経済にとって好材料だ。

さらに、欧州や日本といった先進国の中央銀行も、金融緩和姿勢を強めている。このような状況下、世界の長期金利は低下を続けている(図表6)。米国の10年財務省証券金利は1.5%まで低下し、ドイツの10年国債金利も史上最低の-0.7%近辺まで下がった。日本も10年国債金利は-0.3%に近付いている。

来年の注目点は、Fed が景気のリスク管理という観点に加え、政策の枠組みの見直しを進めていることだ。潜在成長率の代理変数とも言える自然利率率が低下を続け、インフレ率が上昇せず、景気が悪化した場合の金融緩和余地が少ないことに危機感を覚えている Fed は、低下してきている中長期的なインフレ期待を、インフレ率の実績を上げることによって2%近辺にアンカーさせたいと考えている(低インフレ率の埋め合わせ戦略)。そのため、インフレ率が低くても一旦2%目標を達成すれば過去の実績を問わない現在の「柔軟なインフレ目標政策」を、2020年上半期中に、一定期間を平均して2%のインフレ率を達成する「平均インフレ目標政策」にシフトさせる可能性が高まっている。現在のようにコアPCEデフレーターが2%に到達することを狙った政策から、景気が拡大しているうちに2%を超える水準まで上昇させる方針が変わるのであれば、さらに利下げを行う可能性も高まる。

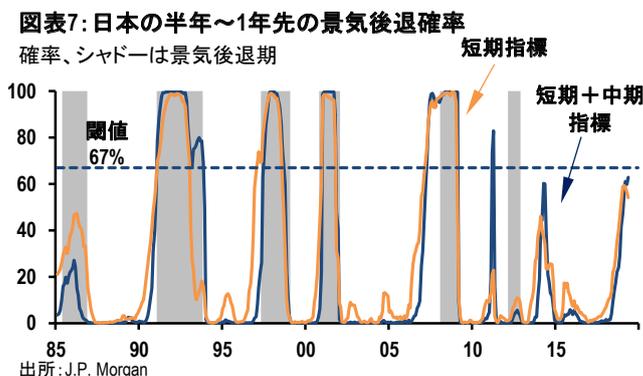
図表6: 世界の国債10年金利



### 4. 日本経済は景況感先行の悪化

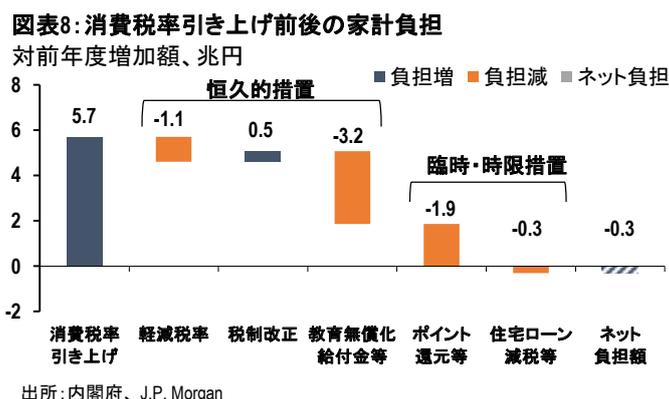
日本経済も世界経済の減速や米中貿易戦争の影響を強く受けて減速過程に入っている。中国との密接なサプライチェーン体制があるだけに、米中間の貿易協議の帰趨がより影響し易い。ただ、それが最近までは経済指標で見えにくかったことが景気の判断を難しくしている。日本の実質GDPは2019年第2四半期までは潜在成長率(1%弱)を上回る成長をしてきた。しかし、ここから、消費増税を10月に控えて小売業がソフトウェアの導入で対応しようとしているとか、消費の減退が増税前の駆け込み需要によって見えなくなっているといった要因を剥がすと、第2四半期には減速が始まっていることがみえてくる。さらに家計や企業の景況感、それぞれアベノミクスが始まった2013年や前回2014年の消費増税時並みにまで悪化している。これから景気の急減速を示す経済指標が集まってくる筈だ。

実際、当社が開発した日本の景気後退確率を半年から1年前に示唆するモデルの計算結果をみると、図表7のようになる。このモデルは景気判定に用いられる景気動向指数の中の先行性が高い短期指標と、景気が成熟するにつれて蓄積されていくリスクを示す中期指標とで構成されている。景気後退確率が67%を超えると、ほぼ確実に景気後退が来ることを示唆するのだが、現時点で60%を若干上回るところまで上昇している。当社は、日本経済は2020年まで辛うじて景気後退局面入りを回避すると予測しているが、この見方に下方リスクが大きいことが示唆されている。



## 5. 消費増税後が景気の正念場

日本固有の財政要因として、10月から消費増税が加わる。今回は、政府が軽減税率を導入したり、教育無償化に乗り出す等の恒久的措置と、ポイント還元といった臨時・時限措置の合計で家計負担がネットで若干の受け取り超となるように財政支出が手当されている(図表8)。これはネットで家計負担が8兆円も増えた2014年の消費増税とは大きく異なる点だ。したがって、今回は消費増税の影響は小さいだろう。とは言え、教育が無償化された部分そのまま消費に回るとは考えにくいほか、年金で生活している高齢者等は物価の上昇に敏感に反応して支出に慎重になる。したがって、景気にマイナスの影響が出てくることは避けられない。並行して世界経済の減速が続いているだけに、消費増税対策の臨時・時限措置が6～9ヶ月で切れる2020年が、日本経済にとっては本当の正念場になるだろう。



## 6. 予防的金融緩和、そして景気後退に対処できる政策対応とは

日本政府は消費増税を間近に控えているが、これまで出てきている経済指標のうち過去の実績分は悪くないので、大きなショックが来ない限りは、景気の減速を補正予算ですぐに対応するという姿勢ではない。一方、日本銀行は、予防的な金融緩和姿勢を強めており、インフレ率の上昇モメンタムが途切れるリ

スクが高まる時点、すなわち景気のはっきりとした減速が確認されたところで、ECB や Fed のアグレッシブな金融緩和姿勢が円高を誘発するリスクにも注意を払いながら、近々、追加緩和に踏み切る筈だ。

しかし、問題は、日本経済が予防的な緩和対応ではすまない景気後退局面に入った場合に、マクロ経済政策にどの程度対応力があるかだ。

日本銀行の金融政策に残された緩和余地は、手段は多様であっても(図表 9)、使える程度が限られている。現在の政策の柱はイールドカーブ・コントロールであり、O/N 金利と 10 年金利をターゲットとしている。今後の緩和の柱は短期金利の引き下げだろう。短期金利には、ある程度以上引き下げると、銀行が収益・資本を圧迫されるので貸出金利を下げられなくなる金利水準(リバーサル・インタレスト・レートと呼称)が存在する。短期金利の引き下げ時には銀行の収益圧迫に対する軽減策をセットにしても、収益圧迫を相殺する程の大きな策を講じない限り、-0.5%程度が最大の下げ幅だろう。なお、相殺策を講じればもう少し下げられるが、それでも預金を取り崩して現金にシフトする動きが生じるリスクを考えると、-0.5~1.0%が限度である。また、10 年金利ターゲットの引き下げは、日本銀行の研究によれば実体経済への刺激効果が殆ど認められない一方、生保や年金の経営を圧迫し、社会保障制度の先行きに不安感を持つ家計のセンチメントまで悪化させるリスクがあるので、現実的ではない。さらに、日本銀行が中長期国債を市場の4割以上保有している中で、国債購入額をさらに増やすことも、国債を市場から蒸発させるので無理だし、そもそも0%金利のマネーと同程度の金利の国債の交換に経済効果を見込むことが難しい。さらに、日本銀行は財務大臣や金融庁長官が認可すれば、ETF や J-REIT のみならず、他のリスク資産を買うことが可能であるが、これ以上リスク資産の購入を増やすことは日本銀行の資本金から制約がある。しかも、外債購入は為替市場への介入とほぼ同義とみなれるため、実施できない。こう考えると、日本経済が一旦景気後退に陥ってしまえば、金融政策だけで日本経済を回復に転じさせることは困難だ。

図表9: 日本銀行の政策手段(政府の認可を取得したケースを想定)

	法的に認められるもの	現状(兆円)
NIRP	○	-0.1
長期金利コントロール	○	0%
銀行向け低利貸出	○	47.0
ノンバンク向け低利貸出	○	0
ソブリン債務購入		
プライマリー	×	0
セカンダリー	○	476.3
企業債務購入	○	5.4
銀行債務購入	○	0
銀行与信債券購入	○	0
MBS購入	○	0
ABS購入	○	0
株式購入	○	26.2
REIT購入	○	0.5
外債購入	×	0
フォワードガイダンス	○	カレンダーベース
為替介入	×(政府の代理)	0
インフレ目標変更	○	2%目標

出所: 日本銀行、J.P. Morgan

そうであれば、やはり財政政策が景気浮揚の主役とならざるを得ないだろう。政府が財政支出を拡大し、日本銀行がイールドカーブ全般を低位に抑制するポリシーミックスである。ただし、これには 2 つの留意点がある。第 1 に、財政支出をどのような用途に使うかだ。少なくとも必要な構造改革を促進する際の触媒となるとき、改革に伴う痛みを和らげるためのセーフティネット(例えば雇用改革を行う際の解雇・失業者への対応強化)といった意義のある用途にどれだけ振り向けられるかが重要だ。

第 2 に、このポリシーミックスが日本銀行による財政ファイナンスでないことを明確にすることだ。外見上は両者の見分けがつかないし、将来、金融政策を正常化させ、名目金利が名目 GDP 成長率を上回る場合には、政府債務のコストが大きな問題になる。おそらく、日本銀行と政府が、景気後退時に限って両者が共に成長率やインフレ率の上昇を目指すこと、しかし一方で、政府は中長期的な財政再建姿勢を維持する、との合意を表明することが望ましいと考えられる。

世界中が低金利に直面している中、そうした状況に先駆的に対峙してきた日本で、次の困難にどう対応するかが問われている。

# マーケット・アウトlook (1)

## 長期金利が過去最低を記録した 2016 年 7 月以降の国債市場

SMBC日興証券株式会社 金利ストラテジスト 竹山 聡一

### 1. 国債市場を取り巻く 2016 年 7 月以降の変化

足元の日本の長期金利は 2016 年 7 月につけた過去最低の▲0.300%に接近している (図表 1)。長期国債先物は中心限月ベースでの史上最高値を既に更新しており、グローバルな経済情勢と海外金利の動向次第では日本の長期金利が過去最低を更新するのも時間の問題という見方もある。そこで、2016 年 7 月以降の国債市場内外を取り巻く環境を振り返りつつ、先行きの展望を考えていきたい。

図表1. 各年限における日本国債金利の推移



注: 弊社パライルド  
出所: SMBC日興証券

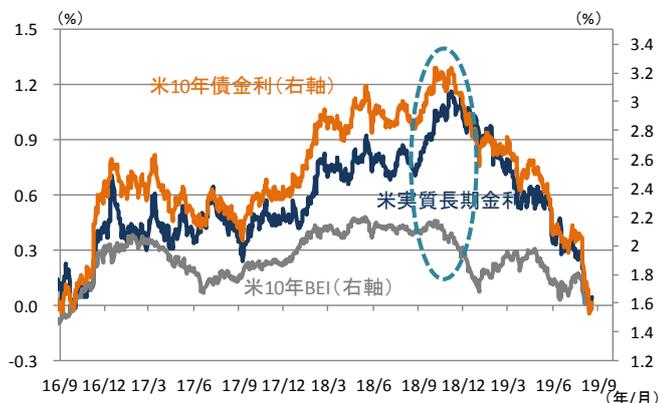
図表 1 ① : 2015 年夏場に中国株式相場が大幅に下落したいわゆるチャイナショックの後、新興国経済の減速を巻き込んで世界経済の鈍化が懸念された中、2016 年 6 月には英国の EU 離脱が国民投票で決定されたことを受けてリスクオフムードが一段と強まった。チャイナショックとその後の新興国不安は、米国が利上げへ向けて舵を切的过程中でドル高が進み、実際に 2015 年末に利上げを開始したことによって、それまでのドル安・低水準の米金利に恩恵を受けてきた新興国経済へのダメージが懸念されたことが背景と考えられる。この間、日銀は 2016 年 1 月にマイナス金利政策を導入し、また、7 月には ETF 買入れ額をそれまでの年間約 3.3 兆円から約 6 兆円に増額するなど、追加緩和を実施した。こうした世界経済への不透明感と、それに対応する形での日銀追加緩和への期待感から JGB10 年債金利は▲0.300%、JGB20 年債金利は一時的に▲0.005%の過去最低水準を記録した。

図表 1 ② : その後の JGB 金利は急速に反転していく。この過程で生じた出来事としては 2016 年 11 月の米大統領選でトランプ氏が勝利し、いわゆるトランプ相場が生じたことが挙げられる。当初はトランプ氏の勝利を予想する向きは少数派で、仮に実現した場合には先行きへの不透明感が強まり、金融市場は動揺するという見方がポピュラーだったが、ポピュリズム的な財政出動などが期待されて予想に反するリスクオンが生じたとされる。しかし、実際には 2016 年夏場を境に世界的な景況感の好転が見られていく中で、その動きを加速させたという位置づけと考えられる。欧米の製造業 PMI など景況感を示すデータは夏場にボトムアウトして上昇していたので、秋ごろの米大統領

領選が起点になったとは言えない。起点になったと考えられるのは、中国需要の強まりだろう。中国向けの各国の輸出は 2016 年夏場から大幅な増加に転じていった。つまり、中国内需の回復を受けて世界各国が中国に向けた輸出が活発化した結果、世界的なファンダメンタルズの回復が見られたという形である。この間、日銀は 9 月にイールドカーブコントロール (YCC) 政策を導入したわけだが、動機は世界経済の好転を受けたものではなく、むしろ陰の極みにあった夏場に大幅な JGB 金利の低下が生じたことによる悪影響を和らげることが念頭にあったことが当時の総括検証からも明らかである。日銀にとって幸運だったのは、金利を上昇させる引き締めの政策への転換だったが、世界経済が好転していく際の金利への上昇圧力と重なってそれが浮き彫りにならなかったことだろう。

図表 1 (③) : その後は 2018 年終盤まで堅調な米経済や中国のソフトランディングに向けた取り組みなどを受けて、世界経済は概ね高原状態だったと見られるが、米中貿易戦争や米国の利上げが進む中で中国経済が変調をきたし、米国でも株式やレバレッジドローン債権などの資産価格の急落が生じた。昨年末の米利上げは、10 月から原油価格が大きく下落したり、中国経済の変調が懸念されたりしたことを通じて期待インフレ率が低下している中で実施され、実質金利を大きく上昇させることにつながった (図表 2)。リスク資産価格の下落は米国企業による債務が GDP 対比では IT バブルやサブプライムバブル時並みに膨張している中で実質金利が上昇したことが引き金になったと見られ、リスク資産市場の価格形成がいかに低水準の金利に支えられているかが露呈したとも言える (図表 3)。結局、リスク資産価格の下落とそれを受けた米政権からの圧力に負ける形で Fed はそれまでのタカ派的スタンスから 2019 年早々に利上げの停止を示唆するなどハト派的スタンスに転換することになった。

図表2. 米国の実質長期金利



出所: Bloomberg、SMBC日興証券

図表3. 米国における債務比率(対名目 GDP)



出所: FED、SMBC日興証券

足元にかけては中国の製造業 PMI は一旦下げ渋った動きになっているが、一方で米国の製造業景況感が中立である 50 を下回ってきている。米国の実質金利は大きく低下しているが、米中貿易戦争の落としどころが見えず、实体经济への好影響も明確には見えてきていない。中国の下げ渋りも先行きの対米関税の引き上げ前の駆け込み的な動きも含んでいる可能性があり、先行き不透明感は強く 2016 年の夏場のようにファンダメンタルズ面から金利が押し上げられる蓋然性は低そうだ。また、国内では 10 月から消費増税が実施されるが、現状の賃金動向から言えば、実質賃金の更なるマイナス化が想定され、国内消費に対する不安や世界的な景況感の悪化を受けた設備投資の下振れも懸念される。

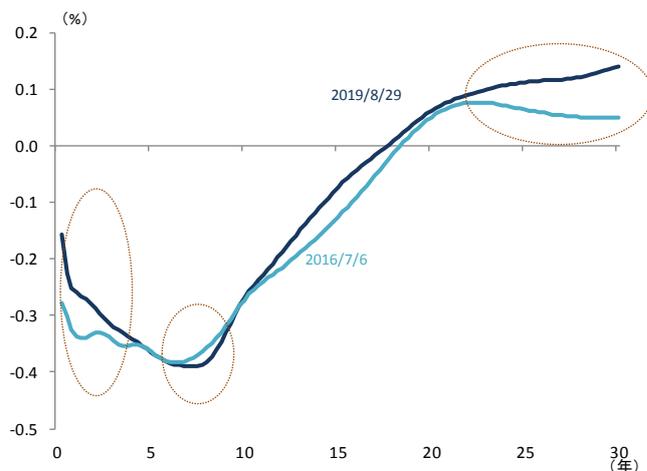
なお、米中貿易戦争の行方も、米国は来年の米大統領選におけるトランプ氏の『再選』を狙っていると考えられる一方、中国は反対に『落選』を狙っていると見られ、この面でも利害は一致しないのではないかと。態度を軟化させるとすれば、米国にとっては大統領選が差し迫ったタイミングで景気の改善が見られないケース、中国にとっては自国経済が景気刺激策では下支えできないほどに悪

化したケースと考えられ、いわば来年夏ごろまではチキンレースの様相だろう。ただ、米国は利下げ、中国は景気刺激策などによってともに大きな落ち込みは回避されるという見方が主流であり、その通りだとすると来年の大統領選後まで状況は大きく変わらない可能性が高いと見込まれる。

## 2.JGBのカーブ形状等の考察

現状は2016年7月よりもファンダメンタルズ改善の蓋然性が低いと見られるが、JGBの需給環境等はどうか。まず、当時のカーブを比較すると、①短期ゾーンの金利水準が足元の方が高い、②先物価格が最高値を更新しているため、残存7年の金利水準が足元の方が低い、③残存30年などの超長期ゾーンはまだ高めの水準にある、ことなどが見て取れる。

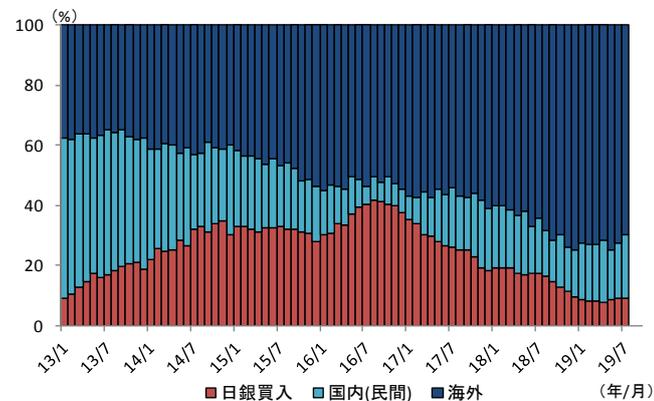
図表4. 2016年7月のイールドカーブと足元のイールドカーブ



注: 当社パーイールドベース  
出所: SMBC日興証券

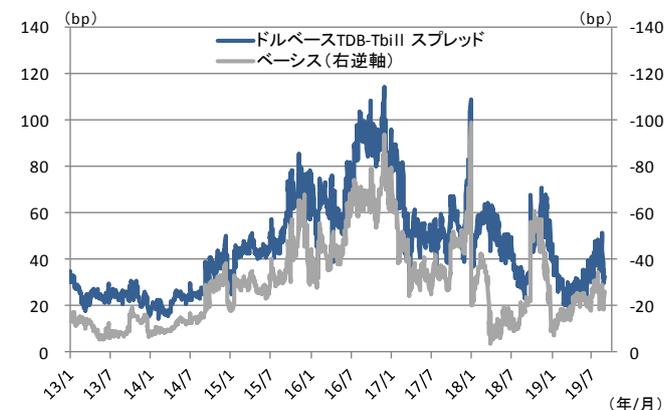
短期ゾーンに関しては、国庫短期証券（TDB）の需給環境は図表5の通りと推測される。2016年7月はTDBの発行額に占める日銀の保有割合が4割を超えていたが、足元では10%を切っている。大半は海外投資家が占める構図は変わっていないが、TDB金利を低下させるほどには積極的な需要ではないのだろう。ドルベースで投資した際のTDB利回りと米短期国債（T-bill）の利回りのスプレッドが以前ほど高水準ではなく投資妙味が後退しているようには見える（図表6）。

図表5. TDB市場における保有割合



出所: 財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表6. ドル円ベースとドルベースTDB-Tbillスプレッド



出所: Bloomberg、SMBC日興証券

先物に関しては史上最高値を更新して、残存5年よりも7年の金利が低い逆イールド形状になっている。長期国債先物のメインプレーヤーは海外投資家である。取引量で言えば、2018年の年間で海外投資家の割合が9割を超え、先物は海外投資家の動きが反映されやすいと考えられる。また、先物のみならず、現物債市場でも海外投資家の存在感は増している。財務省の対内中長期債投資統計における2005年からの累計投資残高でも昨年10月の39.4兆円から8月末時点で53.5兆円に大きく増加している。(図表7)。

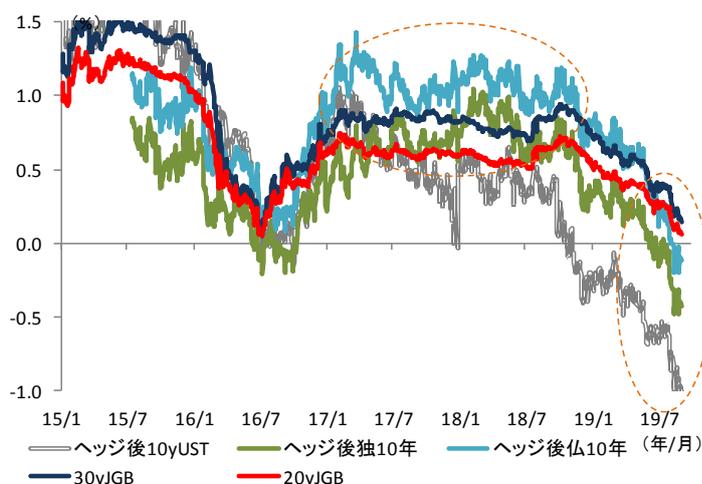
図表7. 対内中長期債と株式・投資ファンド持分の累計残高



注: 2005年からのネット累計金額  
出所: 財務省、SMBC日興証券

JGBに関しては、主に欧州債金利が大きく低下したことから相対的には割安化している。欧州では量的な金融緩和をストップしていた欧州中央銀行が再度金融緩和を検討するなど、景気後退リスクが高まっており、本邦投資家から見ると、欧州債は利上げによってヘッジコストが上昇した米債からの移行先だったものの、足元ではヘッジ欧州債の利回りよりも超長期JGBの利回りの方が高くなっている(図表8)。

図表8. ヘッジ欧米債利回りと超長期JGB利回りの推移



注: 3ヶ月の為替ヘッジロールを想定  
出所: Bloomberg、SMBC日興証券

世界的に見て JGB は割安なはずだが、残存 30 年などの金利水準は 2016 年 7 月と比べてまだ比較的高い。この間に劇的に変わったのは日銀による超長期ゾーンに対する姿勢と買入れ量である。9 月 6 日に黒田日銀総裁のインタビューが報じられ、「超長期ゾーンの金利はちょっと下がり過ぎ」と明言したように、2016 年 7 月よりも低い水準にある年限をよそに超長期ゾーンの金利に関しては神経質だ。総括検証時の公表文も引用すると、「超長期金利の過度な低下は、保険や年金などの運用利回りを低下させるほか、企業における退職給付債務の増加などにつながっている。こうした現象が直接的にマクロ経済に及ぼす影響はそれほど大きくないと考えられるが、将来における広い意味での金融機能の持続性に対する不安感をもたらす、マインド面などを通じて経済活動に悪影響を及ぼす可能性には留意する必要がある」とある。これがいわゆる金融緩和の副作用の一つとして考えられ、対応すべき優先順位が高いと見られる。しかし、幅広い年限で金利が低下しているので、『運用利回りの低下』は生保・年金に限った話ではない。むしろ、生保は ALM の観点からデュレーションリスクの高い超長期債への投資が正当化できるため、まだプラス金利での運用が比較的容易だが、預金取扱金融機関は ALM の観点や IRRBB という規制もあってデュレーションリスクが取り難いため、運用の困難さで言えば預金取扱金融機関のほうが深刻だろう。年金についても、運用ポートフォリオにおける JGB の割合は低下しているわけで、JGB 金利の低下よりもリスク量の大きい内外株式や外国債券の価格変化の方が収益に与えるインパクトが大きいはずであり、JGB 運用利回りの低下による影響は少なくとも後退している。『金融機能の持続性に対する不安感』も預金取扱金融機関が顧客預金に対して手数料を課さざるを得なくなった際に生じる可能性があり、経済活動に悪影響を及ぼす可能性も生保と比べて低いとも言えないのではないかと。

それでも日銀が超長期債金利の低下に対して他の年限よりも厳しい姿勢を採る理由の一つには、超長期金利の低下がマクロ経済にあまり影響しないという総括検証の結果があろう。日銀が総括検証時に行ったマクロ経済に関する分析では、金利の低下を通じて企業の資金調達ニーズが強まり、ファンダメンタルズに影響するということが中心的であり、企業の資金調達構造において超長期の借入がほぼないため、超長期金利が低下してもほとんど効果がないという結論になると考えられる。市場金利の低下が貸出金利の低下に働くかということや、借入れよりも債券発行による資金調達コストが安くなった際に貸出残高が減少する可能性という問題はあるが、確かに貸出残高と利率別貸出残高から計算される受取利息を見ると、残高が増加しつつ受取利息が横ばい圏で推移していることが見て取れ、貸出利回りが低下する中で金融機関は貸出からの受取利息を維持するために貸出のボリュームを増やしているように見える(図表 9)。貸出利回りを低下させてやれば、残高が増加する関係性があると言えるが、しかし、金融市場に目を向けて、例えば為替への影響を考えると、超長期金利の低下がポートフォリオバランスを通じて円安効果をもたらすというパスが考えられる。証券投資で言えば、外国債券に継続的に投資しているのは生保と信託勘定(年金)だ(図表 10)。また、ヘッジ外債投資とオープン外債投資では為替に与えるインパクトが後者の方が強いと考えられ、ヘッジ外債投資がメインの預金取扱金融機関と、ここもとヘッジ比率が低下しつつある生保やようやくこの夏に為替ヘッジを始めたことが報じられた年金とでは後者のポートフォリオバランスの方が円安効果をもたらすと考えられる。一概に超長期債金利の低下は経済的効果が乏しいとは言えないはずだが、オーバーバンキングという問題を抱えた国内金融機関と比較すると、生保・年金への負荷は後回しにしていく方針に見える。

図表9. 貸出残高と受取利息



注:日本銀行が公表している利率別貸出残高から計算  
出所:日本銀行、SMBC日興証券

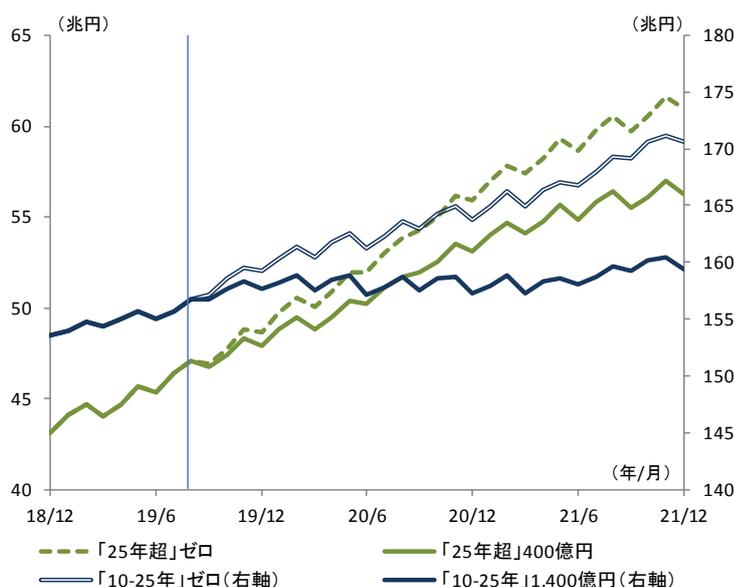
図表10. 対外中長期債投資の累計残高



注:2005年からのネット累計金額  
出所:財務省、SMBC日興証券

但し、今の枠組み・手段では日銀が超長期債金利の低下を確実にとめることができるわけではない。財務省による発行額からと日銀による買入れ額を差し引いた金額を市中残存額として考え、超長期債における足元の発行額と日銀買入れ額が継続するという前提と日銀買入れ額がゼロになるという前提を置いて先行きまでシミュレーションしたのが図表11。買入れをゼロにすると残存「10-25年」の残高が明確に増加すると試算され、需給面からは金利上昇圧力が働くと考えられる。但し、従来から残高は緩やかに増加していく中でも金利低下が進んでいるのは投資家需要の強まりなど日銀以外の要因で、日銀が買入れをゼロにしても金利低下が進む可能性がある。日銀が確実に金利の低下を抑制するためには日銀が保有する超長期債の市場売却（売りオペ）を導入することが考えられ、そのためには金融緩和における量的な制約を本来は完全に排除する必要があるはずだ。世界的なファンダメンタルズの改善が見込み難しく、国内でも消費増税によるマインドの悪化が進むと想定すると、今の日銀の考え方を踏まえると先行きも超長期債金利の低下を抑制していくことが求められると考えられる。その際、日銀金融政策は量的な制約の緩和（曖昧化）と、マイナス金利の深掘りと超長期国債の買入れ停止・売りオペの導入によるツイスト・スティープ化オペレーションを目指す可能性がある。

図表11. 現状の日銀買入れ額が継続した場合と買入れが停止した場合の市場残存額予想



出所:財務省、日本銀行、SMBC日興証券

# マーケット・アウトック (2)

## 来年3月末までの長期・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. 昨夏以降の国債市場の動向

2018年7月31日、日本銀行は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した。その二本の柱は「政策金利のフォワードガイダンス」と「現行緩和策の持続性を強化する措置」だった。債券市場関係者が特に注目したのは、後者に含まれる長期金利の変動幅拡大の容認であり、記者会見で黒田総裁自身が「概ね±0.1%の幅から上下その倍程度に変動し得ることを念頭に置いている」と述べ、-0.2%~0.2%程度のレンジに拡大した。上下に同幅拡大するならば、政策の修正としてはニュートラルと捉えるのが妥当だ。しかし、日銀が超長期ゾーン中心に国債買入れの減額を進めていることも手伝い、「金融機関経営への悪影響など政策の副作用に配慮、平均的な利回り上昇と国債イールド・カーブのスティープ化を狙っている」と理解された。そして、「次の動

きは変動幅再拡大であり、それは事実上、利回りを上げる行為」との見

通しが大勢になった。加えて、好調な景気と米連邦準備理事会(FRB)の利上げ継続などから米長期金利は昨年10月9日に3.26%まで上昇した。このような環境下、我が国の10年国債利回りは10月4、9日と0.155%を見た(図表1、以下同じ)。

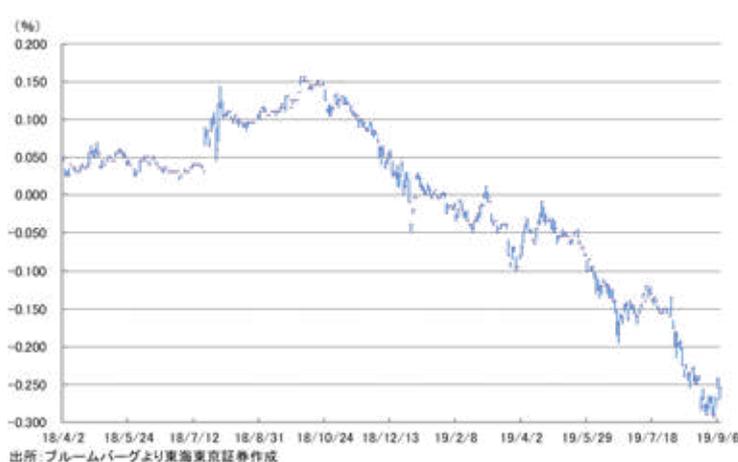
しかし、その後、状況が大きく変わる。欧州など世界の景気減速懸念が強まり、それに米中貿易問題が拍車をかけた。問題解決への兆しが見

える場面もあったものの、結局、米国は中国の輸入品に対して第4弾となる追加関税を9月から実施した。そして、トランプ大統領はこの問題が米国経済を悪化させることを強く憂慮、FRBに対して利下げ要求を繰り返した。実際、今年7月30、31日の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、

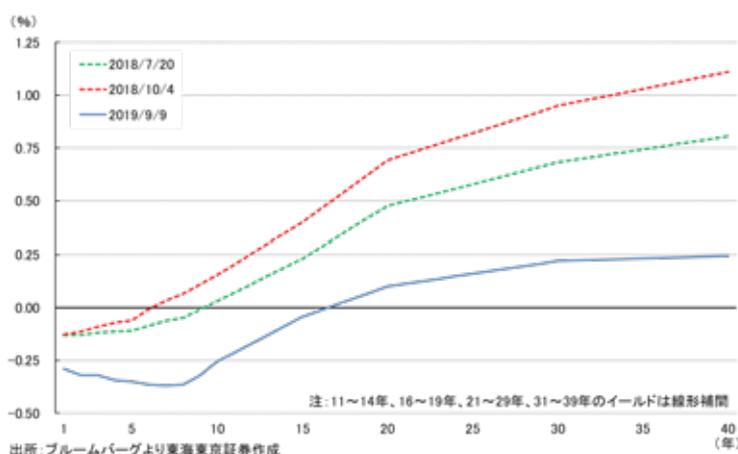
予防的という名目でF.F.O/Nターゲットを0.25%引き下げ、2.00~

2.25%とした。そして、この間、欧州金利も大きく切り下がった。9月4日、10年国債利回りは▲0.295%まで低下した。

世界的な利回り低下はイールド・ハンティングという投資家行動を引き起こした(後述参照)。ファンダメンタルズと需給の両面から我が国の国債イールド・カーブは昨秋以降、一気にブル・フラット化することとなった(図表2)。



(図表2) 国債イールド・カーブ推移



## 2. 米国経済・金利

現在、世界の債券・金融市場における最大の不透明要因は米国、トランプ大統領とパウエル FRB 議長の存在にあると言えるだろう。

そこに踏み込む前に、1年前の本欄でも論じた「米国のデフレーションは構造的である」に言及したい。「大量消費世代であるベビーブーマーが退職時期を迎え、個人消費の足枷になっている。彼らが労働を供給しなくなることも合わせて、経済成長率の下方屈折に働いていよう。成長率が低下すれば、企業経営者は将来の業績を懸念、より高い賃金を払って新規の雇用を増やすことを躊躇する。加えて、グローバリゼーションは地域を広げ、IT化はアマゾン・エフェクトなど形を変えながら、賃金と物価の安定に寄与し続けている。」

この理解は現在も基本的に変わ（図表 3）米賃金・物価動向

っていない。しかし、労働市場がほぼ完全雇用状態にある中、賃金上昇率は水準を切り上げている（図表 3）。平均時給の前年比上昇率は 3% を超え、この 8 月で 3% 台乗せは 13 カ月連続となった。それでも、物価は引き続き安定している。景気減速の影響もあろうが、やはり、前掲のグローバリゼーションや IT 化の効果が大きいと思料される。

さて、名目賃金が上昇する中で物価が安定しているため、実質賃金も上昇している。これは家計の消費行動の強いインセンティブになる。足元、米中貿易問題を懸念して企業の投資は手控えられているが、個人消費は堅調だ。

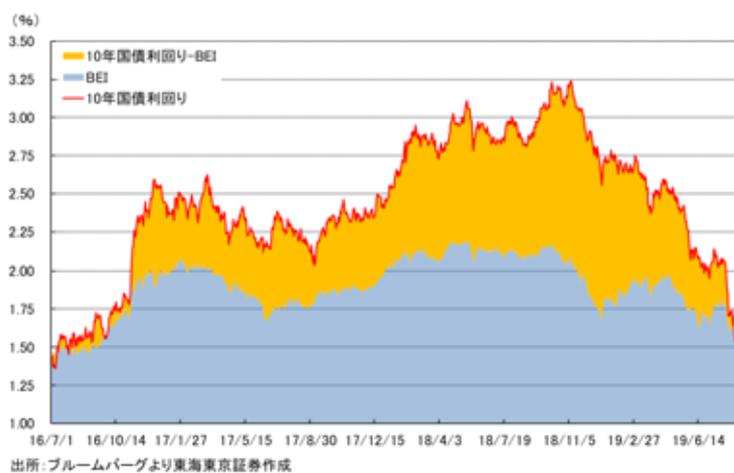
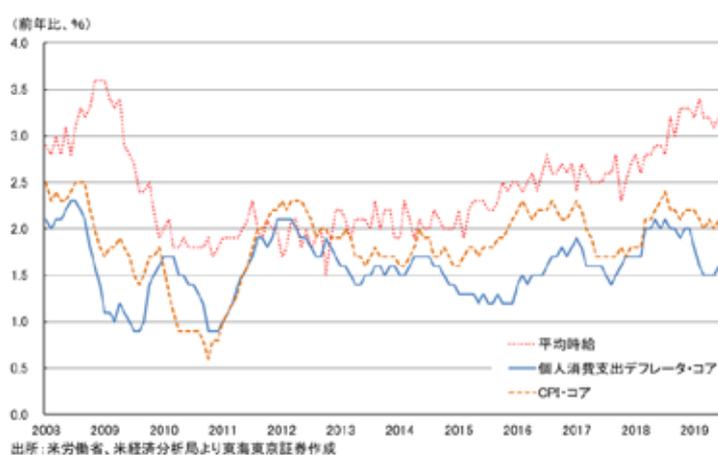
米長期金利(10 年国債利回り)は（図表 4）米 10 年期待インフレ率 (BEI) と実質金利

昨年 10 月のピークに比べると直近のボトムでは半分以下の 1.4% 台まで切り下がった（図表 4）。そして、利回り低下は既に住宅や自動車販売の増加などに寄与している。

また、10 年国債利回りを期待インフレ率であるブレイク・イーブン・インフレーション (BEI) とインフレ連動債の利回りに当たる実質金利とに分解すると、実質金利の低下がより顕著であり、直近はマイナスになる時間帯が増えている。米中

貿易問題の行方の不透明感は強く、その決着には時間を要しよう。だからと言って、企業がこの問題を理由に投資を控え続けるとは考え難い。投資判断には他の要素も影響するし、実質金利の大幅低下、マイナス化はサポートになろう。

以上を踏まえると、米国経済のファンダメンタルズは決して悪くないと判断され、今年の実質成長率は 2% 台前半を確保できる可能性が高い。それにもかかわらず、FRB が来年も含めて利下げを続けると市場は見ており、現在の 10 年国債利回りはその金融緩和を前提にしている。やはり、1.5% 割れの利回り水準は低過ぎるだろう。まず、実際の利下げの幅や回数が市場の期待に届かないケースが想定される。また、トランプ大統領の要求によってファンダメンタルズと整合的な政策金利水



準を大きく下回るケースも想定できる。前述のようにデフインフレは構造的であり、インフレには決してならないと考えているが、一時的にインフレ懸念が強まるリスクは低くない。すなわち、どちらのケースでも一旦、米国の長期金利は上昇すると見込まれる。なお、メイン・シナリオでは、今後のFRBの利下げは年内の2回(計0.50%)で終了と考える。

### 3. ユーロ圏経済・金利

昨年後半からユーロ圏経済は循環的な景気減速期に入ったようだ(図表5)。今年4~6月期も独はわずかながらマイナス成長になった。基本的にはこれまでの回復を支えてきた金利低下とユーロ安の効果が剥落したことが背景だろう。加えて、今後の世界経済の不透明感を踏まえると、米国よりユーロ圏の減速は強まりやすく、9月12日の欧州中央銀行(ECB)の理事会では、預金ファシリティ金利(現在▲0.4%)の引き下げや資産買入れの再開など追加緩和の実施が既定路線と見られている。

長期金利は各国が次々と過去最低水準を更新し、マイナス利回りの国債銘柄は一段と増えた(図表6)。米国債の利回り水準は魅力的だが、本邦投資家にはドルの調達・ヘッジコストの高さが足枷となるため、欧州国債は米国債などの代替投資先だった。しかし、利回り低下が進み、独国債から仏国債、さらには周辺国の国債と対象が次々と移行していった。いわゆる、イールド・ハンティングだ。もちろん、これは本邦投資家に限らず、グローバルな動きでもある。そして、本邦投資家に視点を戻せば、ユーロ圏国債の利回り低下は日本国債の超長期ゾーンへの回帰も促す。

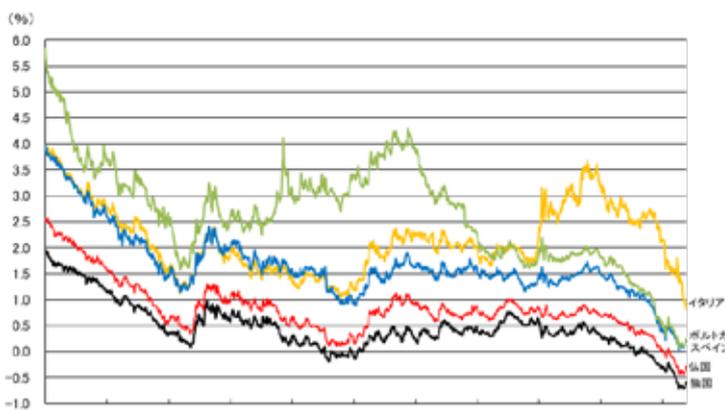
ユーロ圏経済は減速しても、リセッションは免れる公算か大きいだろう。金利低下とユーロ安が復活しているからである(図表6、7)。したがって、米国同様、ユーロ圏の長期金利も大きく反発するリスクがあり、それは我が国の金利上昇に働

(図表5) ユーロ圏 GDP



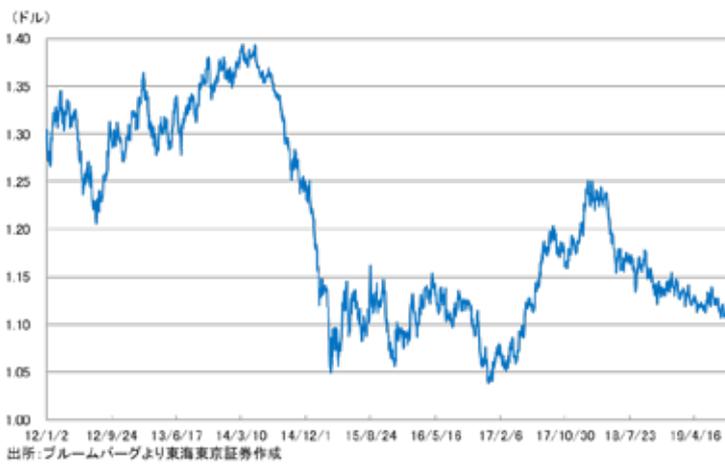
出所: ブルームバーグより東海東京証券作成

(図表6) ユーロ圏 10年国債利回り推移



出所: ブルームバーグより東海東京証券作成

(図表7) ユーロ/ドル推移



出所: ブルームバーグより東海東京証券作成

く局面を考えておくべきだろう。

#### 4. ドル/円相場と日銀の金融政策

足元の消費者物価指数は除く生鮮食品(コア)でも、除く生鮮食品・エネルギー(コア・コア)でも前年比が1%増に届かない状況である(図表8)。したがって、1ドル=100円を割り込むようなドル安/円高になれば、前年割れが必至となり、日銀は追加緩和に踏み切らざるを得なくなるだろう。

日米金利差、たとえば、日米2年金利差のドル/円相場の説明度が高いことはよく知られている(図表9)。ただ、足元はその縮小や今後のFRBの連続利下げ観測に対してドル安/円高が大きく進んでいないと映る。その理由として指摘できるのは、市場のテーマのウェイトとして国際政治問題が相対的に大きいということだろう。

これに関し、市場が最も懸念しているのは、言うまでもなく、米中貿易問題だが、欧州では英国の欧州連合(EU)離脱や伊国の政治・財政問題が煽っている。さらに、相対的な経済の弱さもあって、前掲のように今年ドル高ユーロ安となっている。

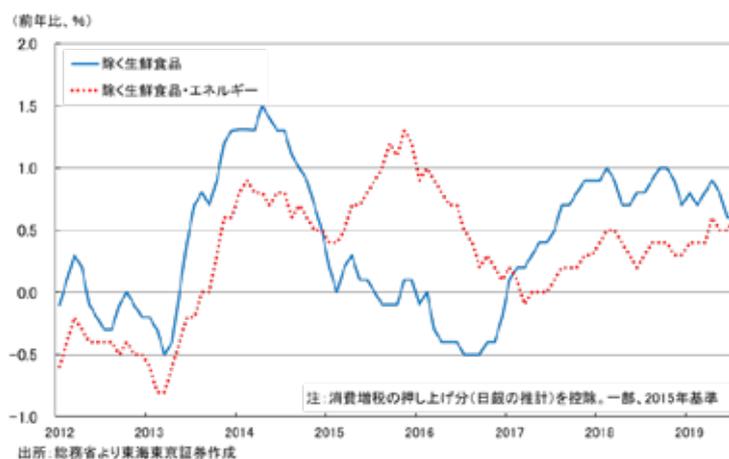
円はユーロに比較するとローカル・カレンシーである。したがって、ドル高ユーロ安が基調となっている状況下では、ドル安円高は進みにくいと理解できる。

もっとも、これら国際政治問題も時間の経過が懸念の緩和につながるなら、日米金利差を通じてのドル安円高リスクが高まりやすくなる。その場合、購買力平価などから長期の均衡水準と目される1ドル=100円割れが視野に入り、日銀の追加緩和の公算が大きくなる。

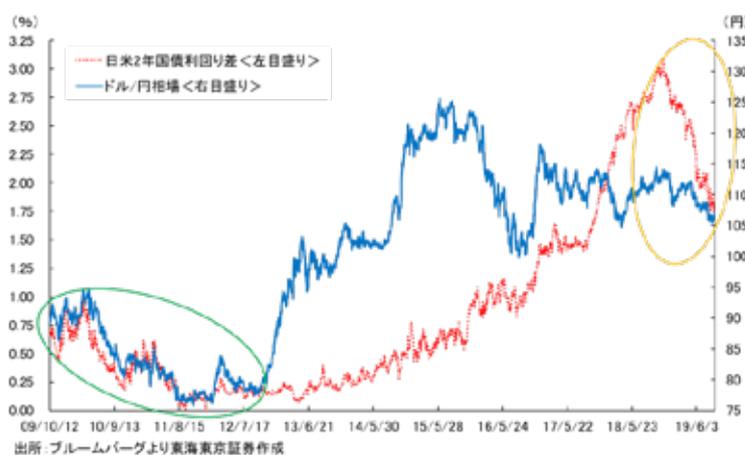
さて、追加緩和の具体策は次のとおり考えている。まず、基本形は、(1)短期金利ターゲットの引き下げとフォワードガイダンスの長期化である。前掲のように日米2年金利差のドル/円相場の説明度が高いという前提に基づくと、マイナス金利の深堀りによって発射台を下げ、「少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」(日本銀行)という期間を今後2年程度に延ばせば、円反落に働きかけることができるかもしれない。さらに、ドル安円高の勢いが強いなら、(2)長期金利変動幅の再拡大、(3)長期金利ターゲットの引き下げ…を加えるといった手段も見込まれる。(3)まで踏み込むと、いわゆる副作用がより大きくなるだろうが、それも相場展開によっては選択せざるを得なくなるだろう。

しかし、現状、日銀が追加緩和に踏み込むのはメイン・シナリオと考えていない。たとえば、国際政治問題への懸念が一服したとしても、前述のとおり、FRBの利下げは今後2回、計0.5%にとどまると想定しているからである。その幅は市場コンセンサスより小さい。もちろん、トランプ大統領

(図表8) 消費者物価指数推移



(図表9) 日米2年金利差とドル/円



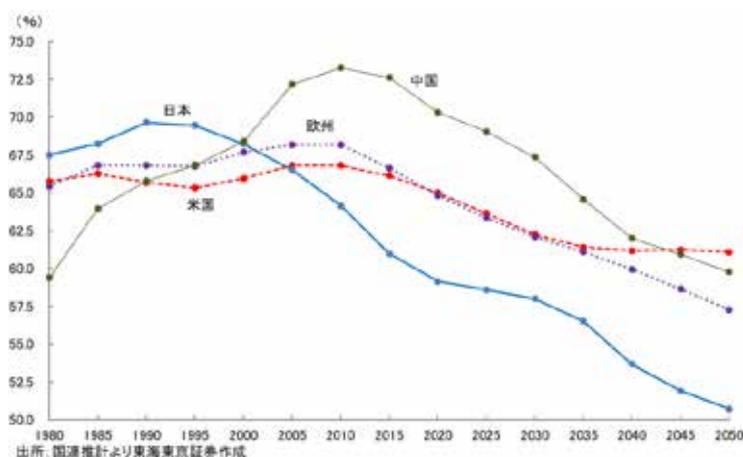
の圧力などに従い、トータルの利下げ幅が市場の観測に沿う、いや、それ以上となる可能性が否定できない。メイン・シナリオもナローパスという指摘は少なくなさそうだ。

## 5. 世界経済のリセッション・リスク

欧州に限らず、世界経済が循環的な減速期に入っているのは間違いないだろう。そこに米中の貿易問題が重なり、2 四半期連続のマイナス成長と定義されるリセッション入りも懸念されている。本欄では、世界経済は成長率がプラスのまま減速するグロース・リセッションの可能性が高いと見ているものの、やはり、本格的リセッションの懸念は払拭できないでいる。1 つの大きな理由は人口動態に起因する長期低迷サイクルが重なることにある。

図表 10 は国連による日米欧中の (図表 10) 世界の生産年齢人口比率の推計

生産年齢人口比率(推計)の推移である。生産年齢人口比率とは、「生産年齢(15～64 歳)人口/総人口(%)」であり、簡単に言えば、経済全体に対する潜在的な働き手の数を示す。この比率が持続的に低下する際、よほどの生産性の上昇などが無い限り、経済成長率は鈍化傾向をたどろう(もちろん、65 歳以上の雇用が増えれば緩和される)。



ところで、我が国は同比率が 1990 年にピークを迎えた。その後 は持続的に低下、そこにバブル崩壊が加わって経済はデフレ化した。さらに、今後もこの生産年齢人口比率は低下を続けると見込まれている。

我が国は世界のフロント・ランナーなのだ。米欧中はいずれも 2010 年辺りでピークを打って低下基調にある。すなわち、90 年以降の我が国で起こったことが世界で再現され、長期的な低成長期に入ったと見るのが妥当である。もちろん、現状、デフレにはならず、デフレーションにとどまるとも考えている。しかし、日米欧の過度の金融緩和が過剰流動性を生み、それがバブルを引き起こすなら、最終的に、「バブル崩壊からデフレ」というかつての日本と同様のルートに至る公算も否定できない。

ところで、比率低下の背景は欧米が基本的にベビーブーマーの 64 歳超え、中国は一人っ子政策の影響である。米国は人口が維持できる国である。それは、ベビーブーマーが分母からも落ちた後、生まれて分母に入ってくる数と 15 歳になって分子に入ってくる数が等しくなることを意味する。それに従い、2035 年以降、比率は概ね横這いに変化する。しかし、欧州は生産年齢人口も総人口も減少を続ける中、比率が低下し続けると推計されている。また、中国は当面の比率低下の背景が欧州とは異なるものの、2032 年に総人口が減少に転じるなど結局、同様の推移をたどるようだ。加えて、その低下ピッチは我が国より速そうである。中国は先進国に比べて政府が経済を強くサポートできる。しかし、経済規模の拡大とともに政府の役割は小さくならざるを得ない。どうやら、2035 年以降の米国が世界経済の救世主と映る。

この人口動態が目先のリセッションの蓋然性を高めよう。そして、リセッションを招かなかつたとしても、長期的に世界経済が低迷することに変わりはないという結論になる。

## 6. 海外勢の動向

現在、大量の国債買入れを続ける日銀が円債の最大の買い手であるが、海外勢がその 2 番手という状況も続いている(図表 11)。

(図表 11) 公社債店頭売買高

(除く現貨・短期証券、億円)

	16年度	17年度	18年7月	8月	9月	10月	11月	12月	19年1月	2月	3月	18年度	4月	5月	6月	7月
都市銀行	-15,733	70,646	-6,749	23,520	11,557	-6,169	-1,235	-7,822	-2,121	-562	312	-5,889	6,306	-2,375	-12,369	4,203
地方銀行	-8,046	-6,029	3,984	-57	-357	143	-4,187	-3,730	1,535	2,587	34	1,869	2,868	1,950	-431	3,290
信託銀行	4,630	18,062	-5,182	4,764	2,041	1,086	-175	4,122	-1,756	846	4,749	77	776	6,809	5,473	-227
農林系金融機関	18,792	21,575	4,602	4,768	3,582	2,086	1,837	-656	4,084	678	2,642	19,282	-5,460	741	1,208	2,337
第二地銀	29	-1,102	1,308	-354	357	104	-1,161	-1,077	-795	-40	-165	-1,784	938	292	-498	1,062
信用金庫	4,470	6,462	5,912	1,693	2,611	-709	-1,653	-2,137	1,647	607	441	9,555	1,958	784	77	1,775
その他金融機関	-3,826	2,712	557	408	1,819	39	-782	900	-449	-365	745	4,064	521	639	-74	817
生損保	38,332	34,861	5,726	2,109	4,435	3,381	2,026	3,285	1,814	4,054	2,810	38,408	3,267	4,342	2,554	3,403
投資信託	6,114	7,129	255	-146	737	625	848	300	419	674	1,019	7,966	1,879	1,019	1,144	931
外国人	232,462	182,983	15,661	2,519	4,170	16,888	29,724	44,591	26,107	34,046	35,726	266,482	19,902	24,537	14,004	29,592

出所：日本証券業協会より東海東京証券作成

日米短期金利差やドル・円の需給格差から海外勢の内、ドル保有者は大きなマイナス金利で円の調達が可能であり、それを原資に中短期債に投資する動きがこれまでの主体だった。しかし、最近では超長期債の買い越しが目立ってきている。前掲のグローバルなイールド・ハンティングである。

今後、FRB の利下げが続くなら、日米短期金利差は縮小する。加えて、米長期金利が低水準でとどまると、本邦投資家の米債購入は低調となり、ドル需給は緩和しやすくなる。すなわち、前者、安価な円調達に起因する海外勢の円債購入の勢いは衰える公算が大きい。一方、後者、グローバルなイールド・ハンティングは当面続きそうである。それでも、利回りは既に大きく下がっており、今後の低下余地は乏しいとも見られる。以上を踏まえると、急速に海外勢の買いが落ちる場面を想定しておく必要がありそうだ。

## 7. 結論

最後に今年度内、来年3月末までの長期・超長期国債の年限別利回り予想を示す。本来はメイン・シナリオのみが好ましいのだが、今回はトランプ大統領の行動と FRB の金融政策の不透明感が極めて強く、サブ・シナリオの予想も提示せざるを得ない。

まず、メインの予想は図表 12 になる。日銀は追加緩和に踏み切らず、長期金利低下を放置することとどまるなど主に論じてきたシナリオだ。足元、各利回りは予想の下限に迫っている。

一方、サブ・シナリオの予想は図表 13 になる。

「FRB が継続的に利下げを行い、それに従ってドル安円高が1ドル=100円、もしくはそれを割り込んで進む。日銀はマイナス金利を深掘りし、フォワードガイダンスを長期化、加えて、長期金利ターゲットも引き下げる」などの想定になる。欧米経済のリセッション入りは必要条件と考えていないが、それが現実となるなら、やはり図表 13 に近い予想となる。

恐らく、サブ・シナリオの蓋然性の方が高いと見る市場関係者も少なくないだろう。

(図表 12) 年限別国債利回り予想 (メイン)

	現在～2020年3月
10年	▲0.295%～▲0.050%
20年	0.005%～0.325%
30年	0.090%～0.425%
40年	0.105%～0.475%

出所：東海東京証券

(図表 13) 年限別国債利回り予想 (サブ)

	現在～2020年3月
10年	▲0.500%～▲0.100%
20年	▲0.250%～0.250%
30年	▲0.150%～0.375%
40年	▲0.125%～0.425%

出所：東海東京証券

## 世帯の就労構造の変化と制度的課題

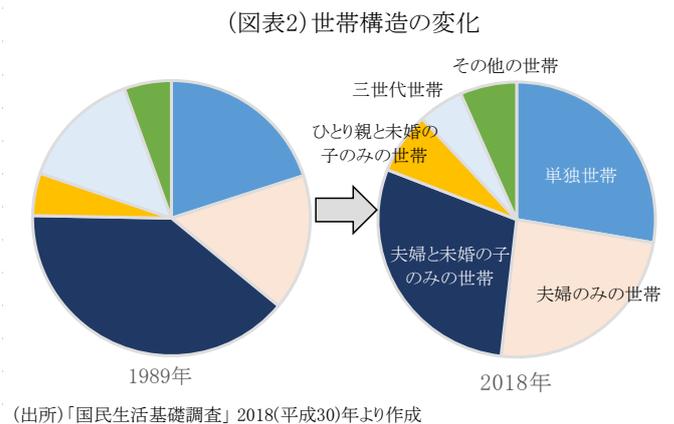
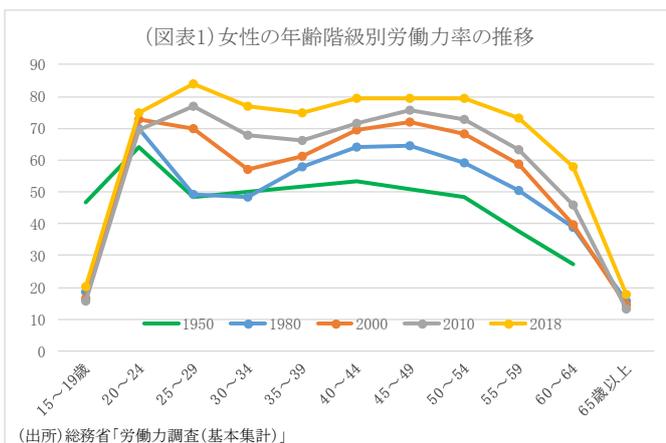
ゆうちよ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

はじめに

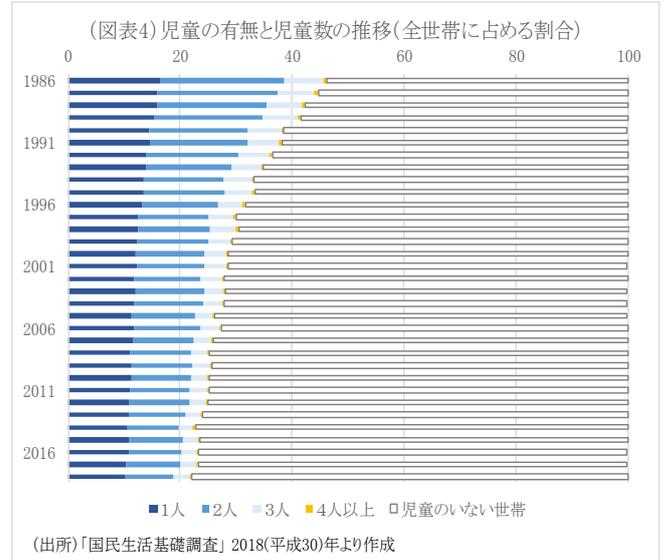
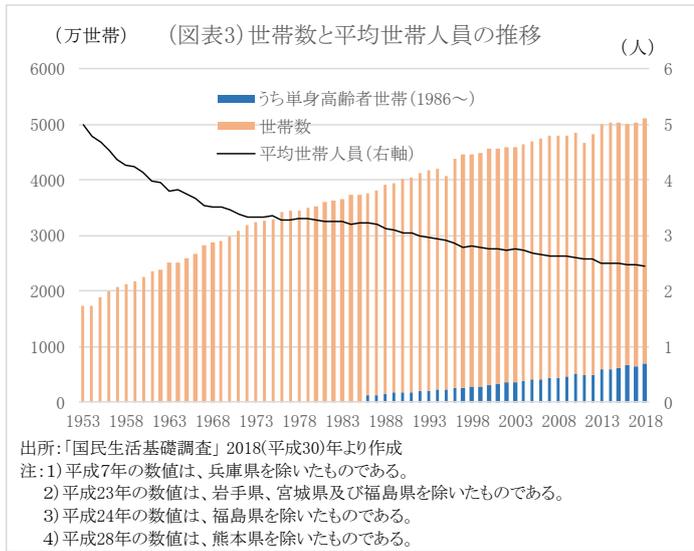
わが国の伝統的な共働きは農業や自営業であったため、収入の有無を問わず女性の労働力率は高かった。その背景には、三世代以上の世帯や奉公人などを含む大きな生活共同体を基礎とし、生活を維持するために男女とも労働に参加していたことにある。高度成長期に入り労働力が雇用者化すると、賃金労働のため家の外に出るのは男性が多く、性別役割分業を前提とした「稼ぎ手としての夫と専業主婦の妻と子どもからなる家庭」をモデルケースとし、被扶養配偶者に社会的保護が与えられてきた。こうして結婚・出産後に女性の就業率が下がるいわゆる「M字カーブ」と呼ばれる現象が生じたが、近年の男女雇用機会均等法などの法整備や男女共同参画等の施策によりM字カーブは解消しつつある(図表1)。専業主婦世帯から共働き世帯への転換に伴い妻の就業率が上がっているが、一口に共働きといっても、子どもの有無、親世代との同居・近居の環境など様々なライフスタイルのなかで世帯の就労構造は多様化している。本稿ではその変遷を捉え、諸課題について考察することとしたい。

### 1 世帯構造の変化

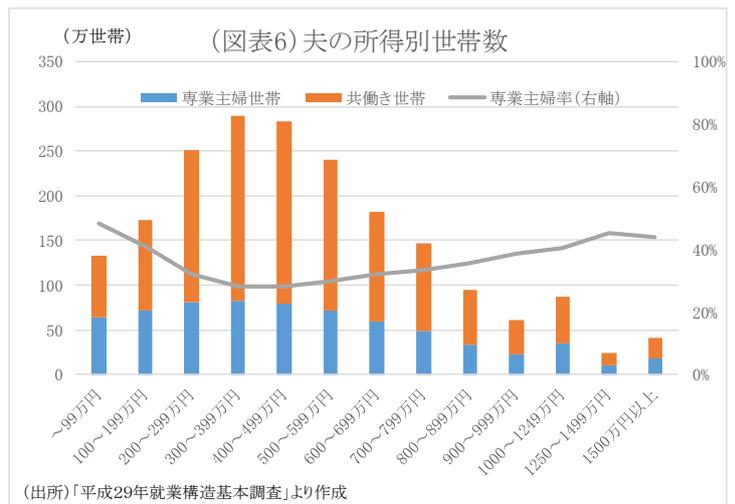
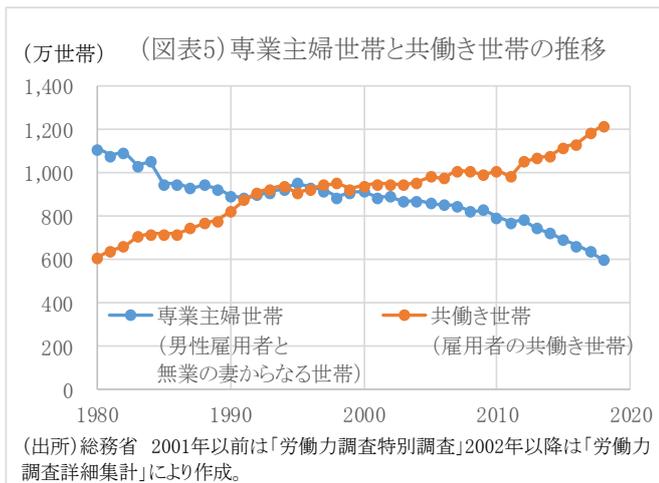
7月に厚生労働省が公表した「平成30年国民生活基礎調査の概況」によると、三世代世帯が減少し核家族化が進行した(図表2)ことにより、世帯数は増加基調を辿り、平均世帯人員が低下している(図表3)。また、高齢者のみの世帯(1404万1千世帯)のうち単独世帯は683万世帯(全世帯の13%)と、単身高齢者世帯が増えていることもわかる。



子どものいる世帯は1126万7千世帯で全世帯の22.1%となっており、子どものいない世帯が年々増加している。さらに、子どもの数も減っていることが顕著である(図表4)。これには女性の社会進出による晩婚化や低所得により経済的に自立できない若者の未婚化も影響している。

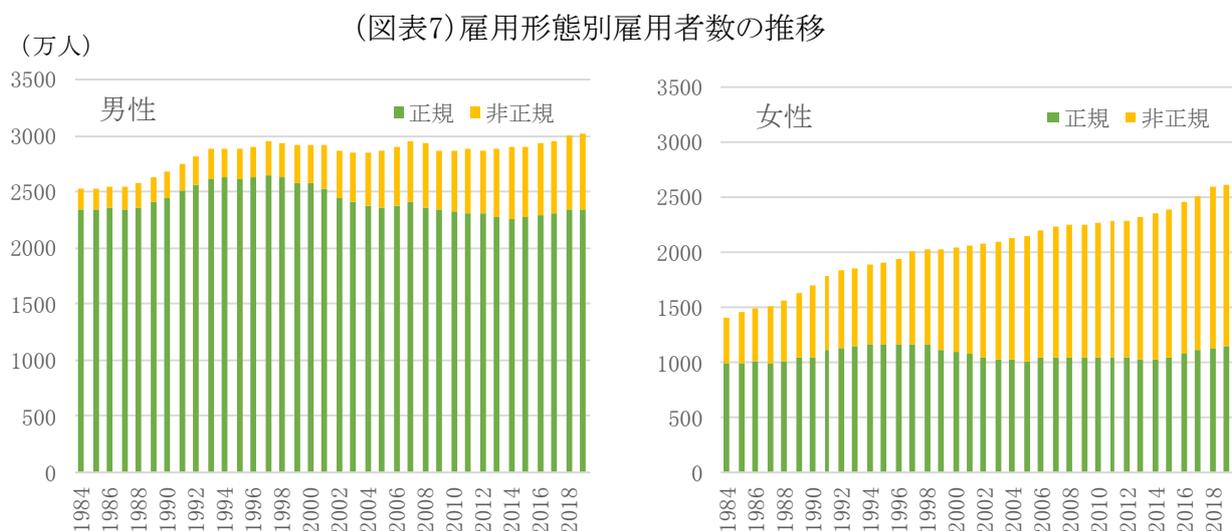


また、総務省の「労働力調査」によると、共働き世帯が専業主婦世帯を上回って久しいが、このところ共働き世帯の増加基調が加速している(図表 5)。ここで就業構造基本調査(平成 29 年)をもとに夫の所得別に共働き世帯と専業主婦世帯の分布を確認すると、ともに 300 万円～500 万円の世帯数が多く、かつ専業主婦率は低い。さらに 300 万円未満の低収入層の専業主婦率が高くなっており、高所得層との二極化がみられる(図表 6)。夫が低収入であっても仕事に就かない(就けない)のは、条件に合う仕事がない/こどもの預け先がないなどのやむを得ない事情のほか、親世代からこどもは家でみるべきとの風習が受け継がれていたり、低年齢の時はこどもとの時間を大切にしたい、家事と両立したいといった家庭内の事情など、さまざまな要因が考えられる。



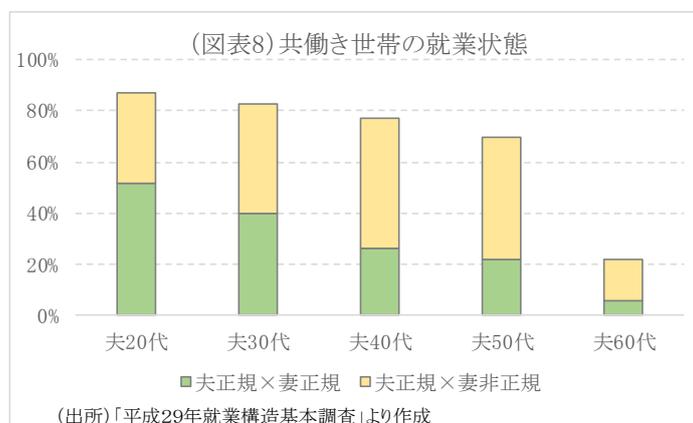
## 2 就労状況の変化

少子化・核家族化・共働き化と並んで非正規化の現象も注目されている。男女別に正規・非正規の雇用者数の推移をみると、特に女性の非正規化が進んでいることに加え、割合は少ないものの男性の非正規数も増加している(図表7)。



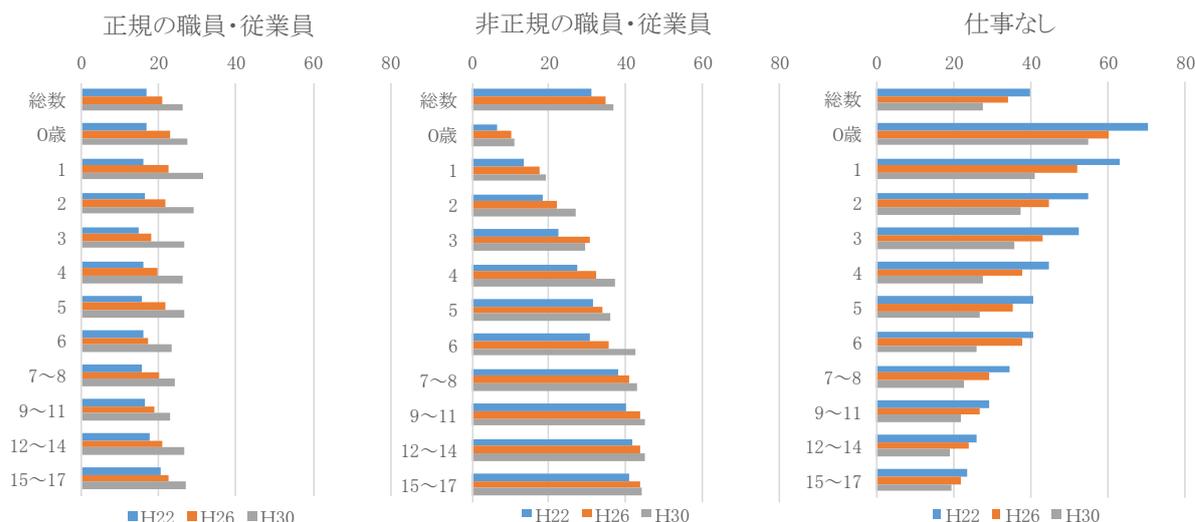
(出所)総務省 2001年以前は「労働力調査特別調査」2002年以降は「労働力調査詳細集計」により作成。

就業構造基本調査から夫と妻が有業である共働き世帯を取り上げて、その就業状況をみると、世帯主の年代が上がるに従って夫も妻も正規である世帯が減少し、妻が非正規の割合が高まっていることがわかる(図表8)。子育て期に退職し、非正規の仕事に就くも正規に戻れない状況が想定でき、共働きといっても半数以上は正規と非正規の組み合わせとなっている。また、60代以降では定年後に再雇用で働く場合には嘱託などの非正規雇用となるケースがほとんどであり、正規の割合が極端に下がっていることも確認できる。



別の視点から、こどものいる世帯における末子の母の仕事の状況をみると、「仕事あり」の割合（正規と非正規の総数の合計）は72.2%であり、年々上昇傾向となっている（図表9）。末子の年齢が上がるにつれ「仕事なし」の割合は減少しているものの、直近でも0歳で半数を超えており、結婚・出産を機に退職している女性が多いことが伺える。こどもが大きくなるに従い仕事に就くものが増えるが、そのほとんどが非正規であるといえる。

（図表9）末子の年齢階級別にみた母の仕事の状況の推移

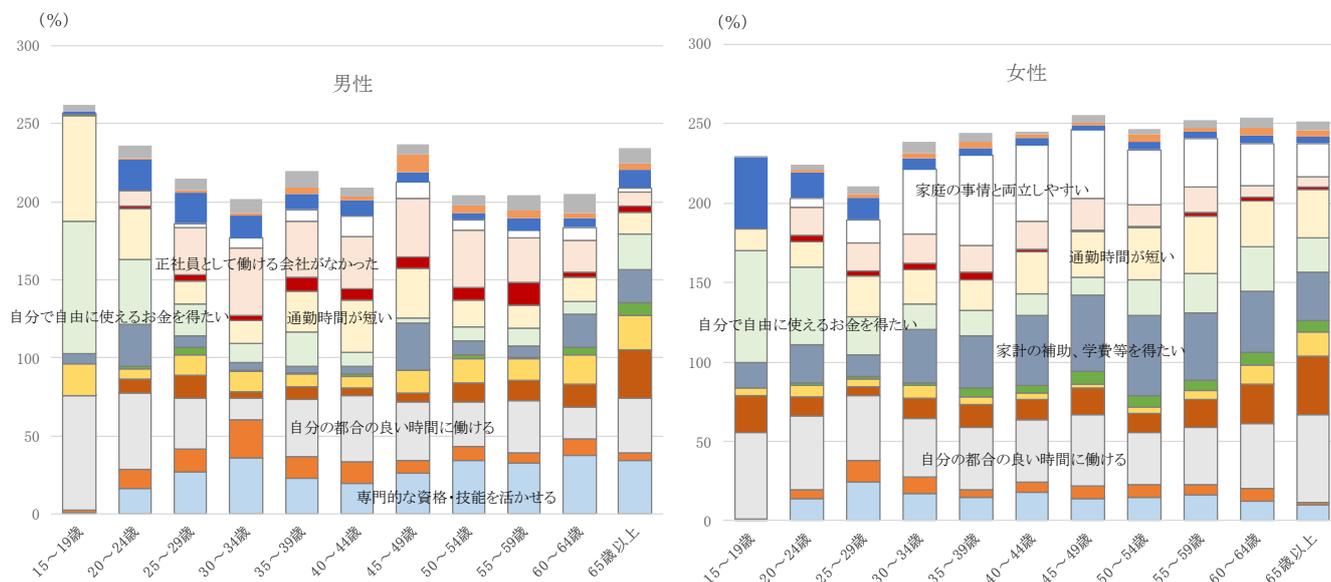


（出所）「国民生活基礎調査」2018(平成30)年より作成

この背景を捉えるために非正規雇用を選択した理由（図表10）をみると、「家計の補助」「家庭の事情と両立しやすい」を理由に挙げる割合が30代以降の女性に特有にみられる。また「都合の良い時間に働ける」「通勤時間が短い」など自発的に非正規を選択する回答は男女ともにみられる。

一方、就職期の25-29歳前後において「正社員として働ける会社がない」という回答があり、企業が雇用コスト削減のために非正規雇用に偏重していないか注視する必要がある。

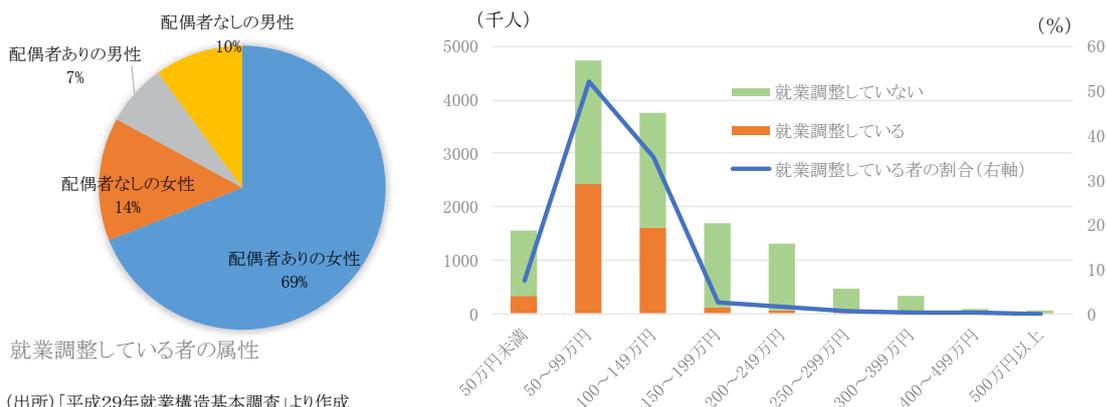
（図表10）非正規雇用を選んだ理由（複数回答3つまで）



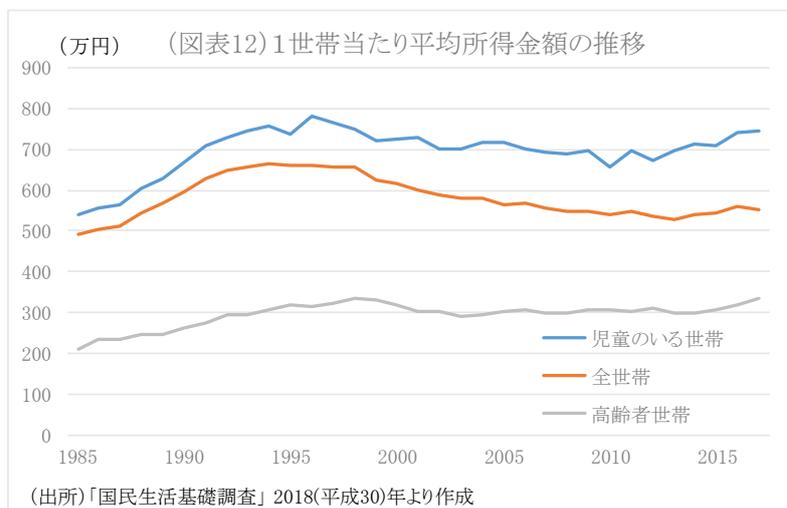
（出所）厚生労働省「就業形態の多様化に関する総合実態調査（個人調査）」平成26年より作成

妻の労働が「家計の補助」にとどまっているのは、教育費等の負担が嵩む中で短時間労働に出ざるを得ない状況にあるものの、いわゆる「103万円の壁」「106万円の壁」といわれる配偶者控除<sup>1</sup>や社会保険<sup>2</sup>の壁問題から就業調整をしていることが一因であろう。最も就業調整をしている年収帯は50-99万円であり、配偶者特別控除の限度額である150万円を超えるとその割合が激減している(図表11)。

(図表11) 女性の就業調整の状況



このように女性の就業率は上がってきているものの、その多くは低賃金の非正規雇用であり、税・社会保険制度等における年収基準(壁問題)から労働時間が抑えられており、世帯としての収入は増えていない状況にある(図表12)。



<sup>1</sup> パート収入が103万円以下でほかに所得がなければ、所得税及び復興特別所得税はかからず、さらにその配偶者は配偶者控除を受けることができる。配偶者控除の収入限度額は103万円であるが、それを超えても配偶者特別控除として150万円までは控除額は変わらず、150万円超～201万円まで段階的に減少する。ただし配偶者の所得が一定の範囲(年間の合計所得金額が1,000万円・給与収入のみの場合年収1,220万円)を超える場合には適用されない。

<sup>2</sup> 年収130万円が第3号被保険者の収入限度額であるが、従業員数501人以上などの要件を満たす企業の場合は106万円を超えると社会保険に加入する必要がある、さらにこの要件を拡大する方向で検討されている。年金財政検証のオプションのひとつとして70万円に引き下げる試算も出されている。

### 3 社会保障制度の諸課題

稼ぎ手の夫と専業主婦の妻と子どもからなる世帯をモデルとし、企業が家族全員を支えるように社会保障が形成されてきた。具体的には 1950 年代の新生活運動を契機に男性が仕事に専念できるような環境が整備され、家族手当などの施策により家族ぐるみで企業に依存する構図となった。1961 年には国民皆保険が開始され、1985 年には厚生年金社会保険に第三号被保険者制度が創設されるなど、正規雇用前提のもとで、学生のアルバイトや主婦のパートは世帯主の扶養家族として企業に属する位置づけとなっていた。

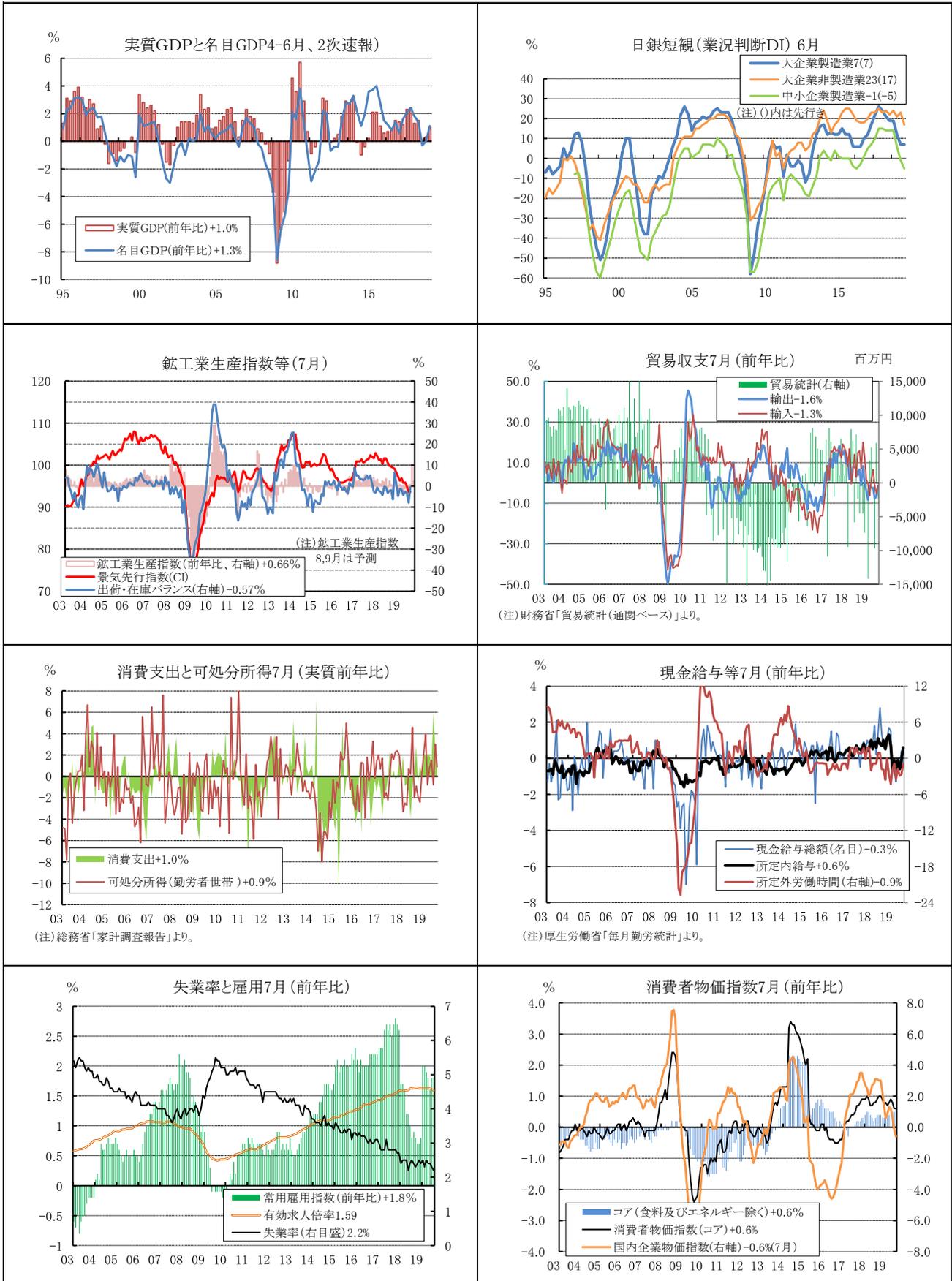
こうした世帯をひとつの単位として社会保障制度が確立していったものの、70 年代以降のグローバル競争の激化や 90 年代後半の金融恐慌により、企業は雇用コスト削減のために正規雇用を絞り、非正規雇用にシフトさせる動きが加速した。「就職氷河期」を境に社会人になる時から非正規を選択せざるを得ない若者も増えている。若年層の非正規化は未婚率を上げる要因のひとつと考えられ、十分な収入が得られなければ、結婚し子どもを持つことがリスクであると考えられるようになっている。また、わが国の雇用システムの特徴のひとつである定年制も、高齢者の非正規化を助長している。定年制度の見直しや年金受給年齢の引上げ等が検討されているが、健康寿命を延ばし、高齢者が無理なく働き続けられる環境整備が喫緊の課題である。

専業主婦への社会的保護がなお残っているため、非正規雇用の妻の多くは扶養の範囲内にとどまるように就業調整している。女性の就労率は上昇しているが、硬直的な制度が女性の労働参加の障壁となっており、根底から見直す時期に来ている。ただし、働く時間や場所の自由度を得たい/家庭との両立を図りたいという自発的非正規志向も相応にあり、希望にあった働き方を柔軟に選べる環境を維持することが重要である。行政にはまず待機児童を解消し子どもを預けられる場所の確保と低収入でも子育てできる教育費の見直し(幼児保育無償化・高校授業料無償化・奨学金制度の拡充)が求められる。企業においてはフレックスやテレワークなど働く場所・時間の柔軟化や、育児・介護休暇の取得推進とその間の人的・経済的サポートにも配慮すべきである。また、希望すれば非正規から正規への転換が容易にできる制度(キャリアアップ助成金制度)などを充実させていくことも必要である。短時間労働者の厚生年金の適用拡大は保険料の労使折半により企業(特に中小企業)のコスト増となるため、雇用コストを削減させる方向に働かないよう、助成金等の補助を検討することも必要である。労働者にとっては保険料を負担するが厚生年金の上乗せとなるため、就業調整をしないように働き方を変えるインセンティブにもなりえるものとなる。

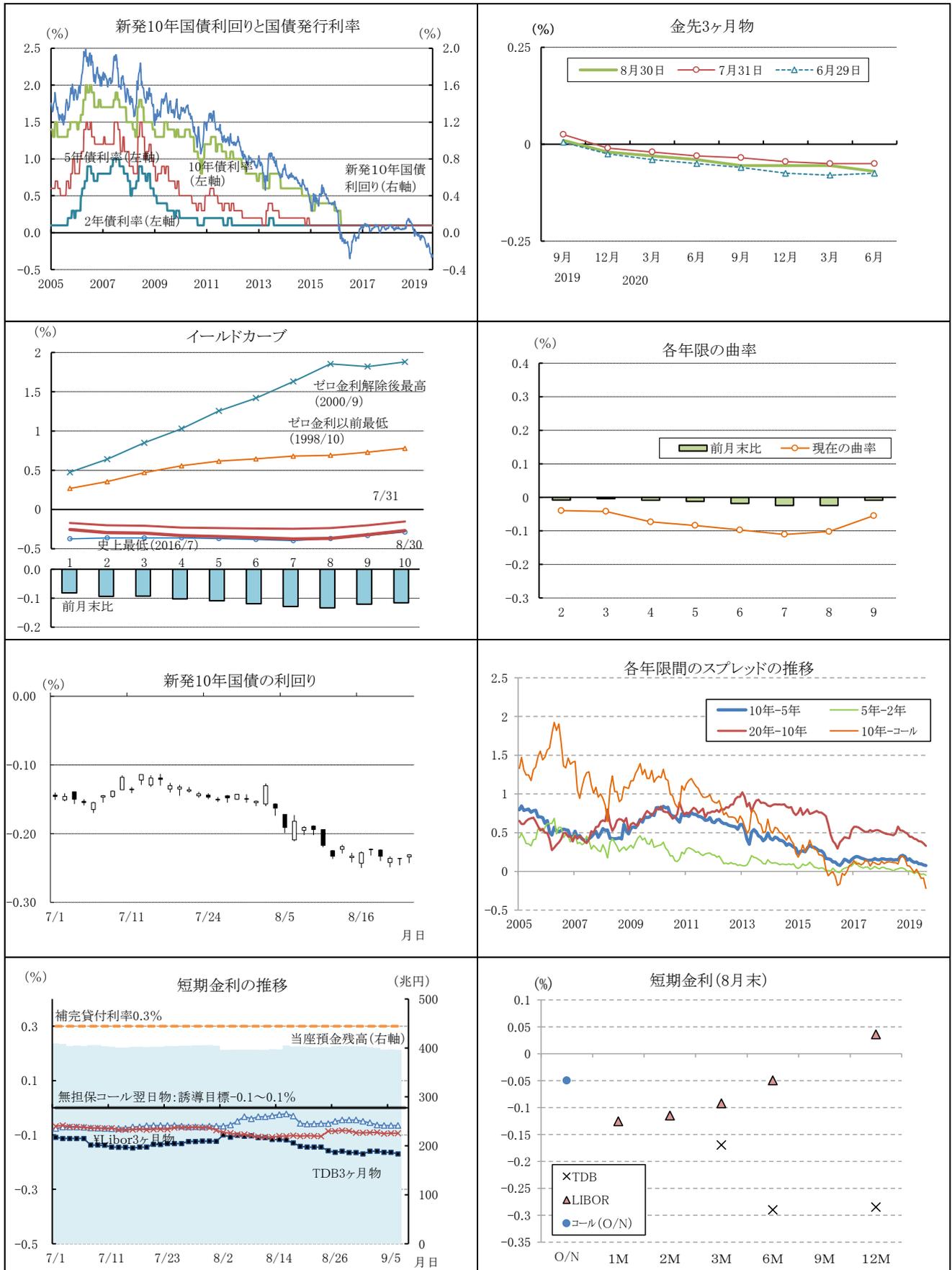
おわりに

就労形態や家族形態の多様化に現行制度は十分に対応しきれておらず、就業調整する女性や若者・高齢者の非正規化が深刻である。財源を維持し持続可能な社会保障制度とするために、働ける環境にある多くの人が長く働くことが必要とされているが、そのためには働く時間や場所などの選択肢を広げ、個々のライフスタイルにあった働き方を提供できる環境整備が前提となる。一方、育児・介護や健康上の理由から働くことが困難な人には、積極的な社会保障でサポートする仕組みが不可欠であり、税と社会保障による所得再分配機能の重要性がますます高まっている。

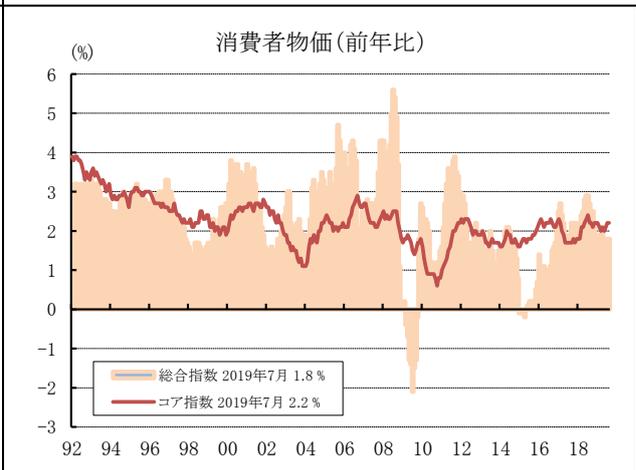
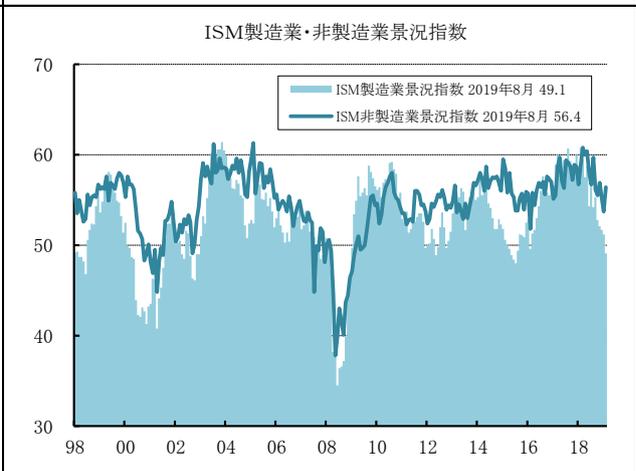
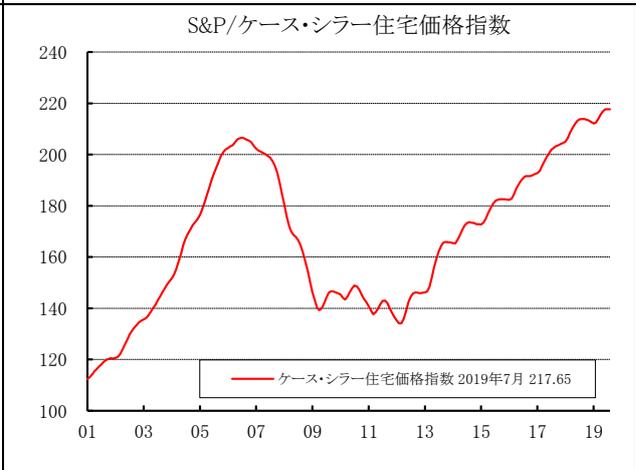
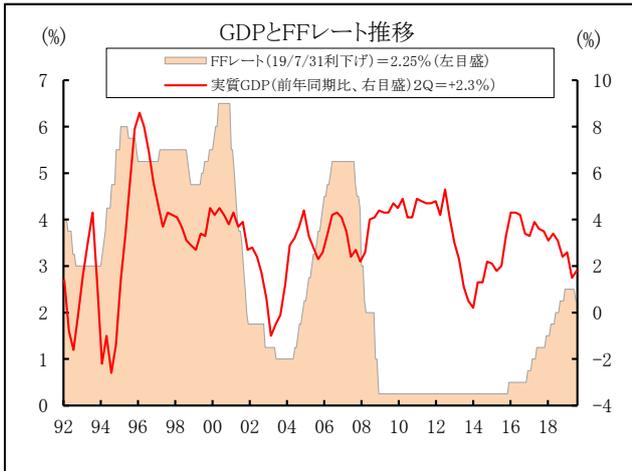
## 日本 マクロ経済



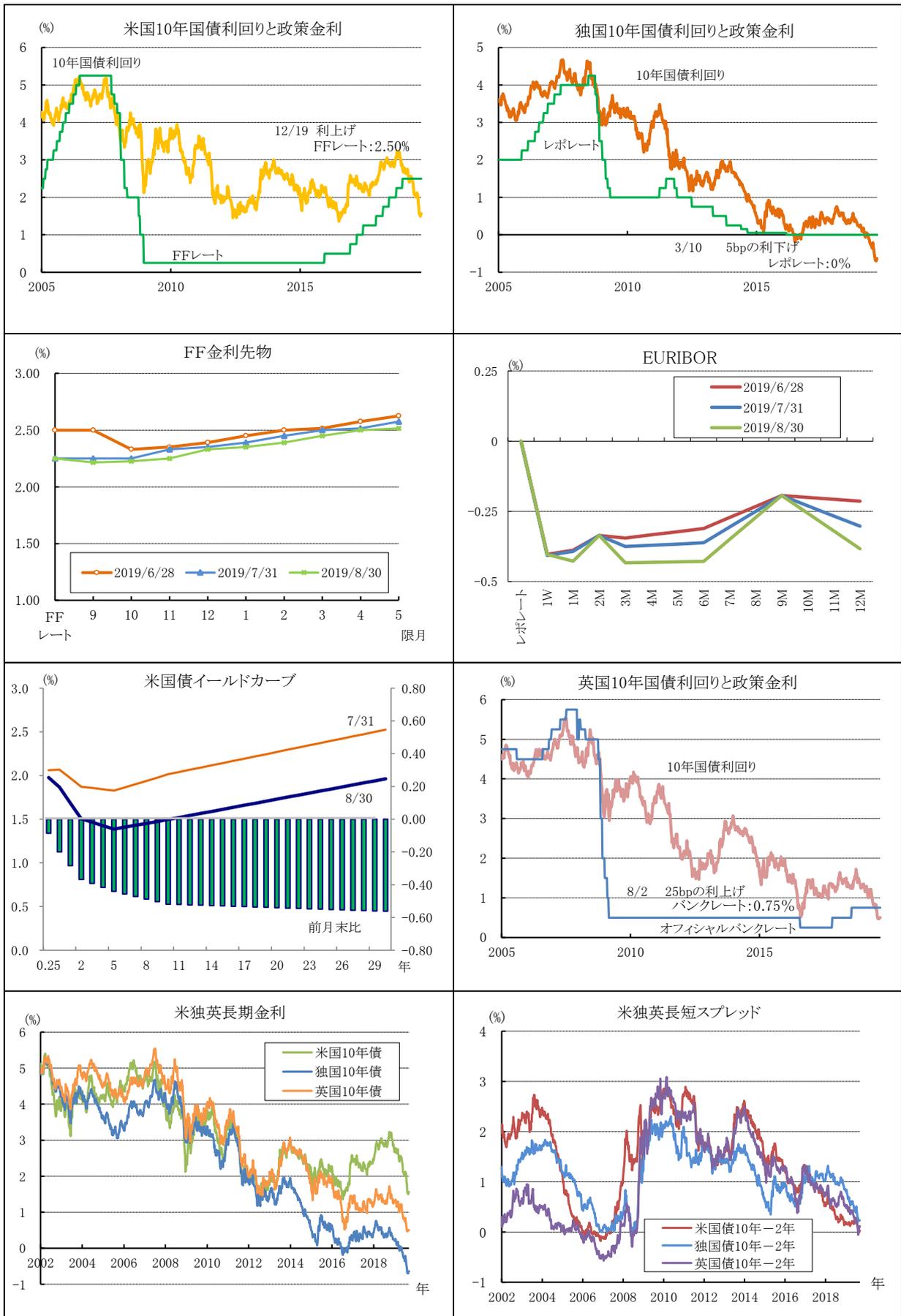
# 日本 短期・債券市場



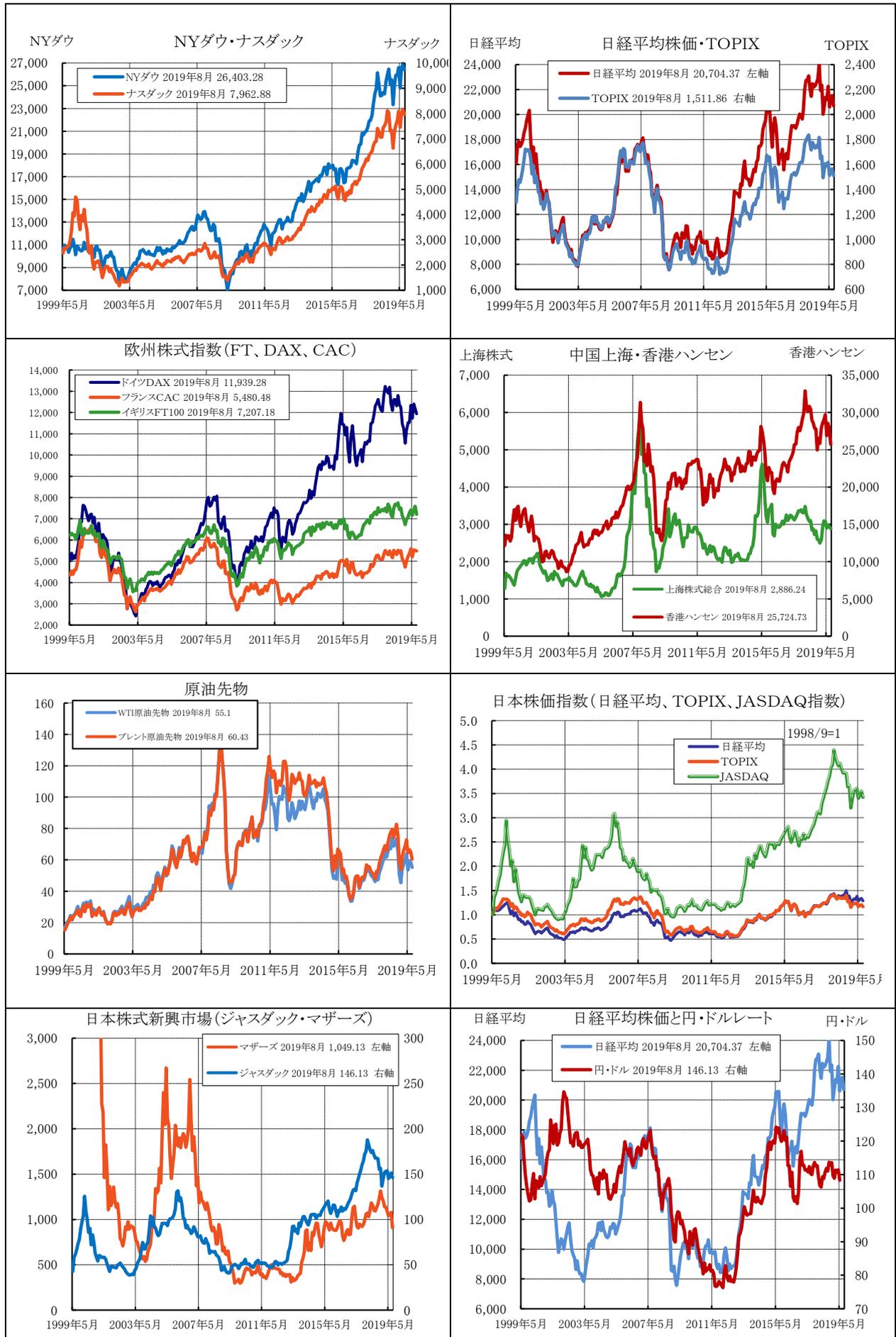
# 海外 マクロ経済



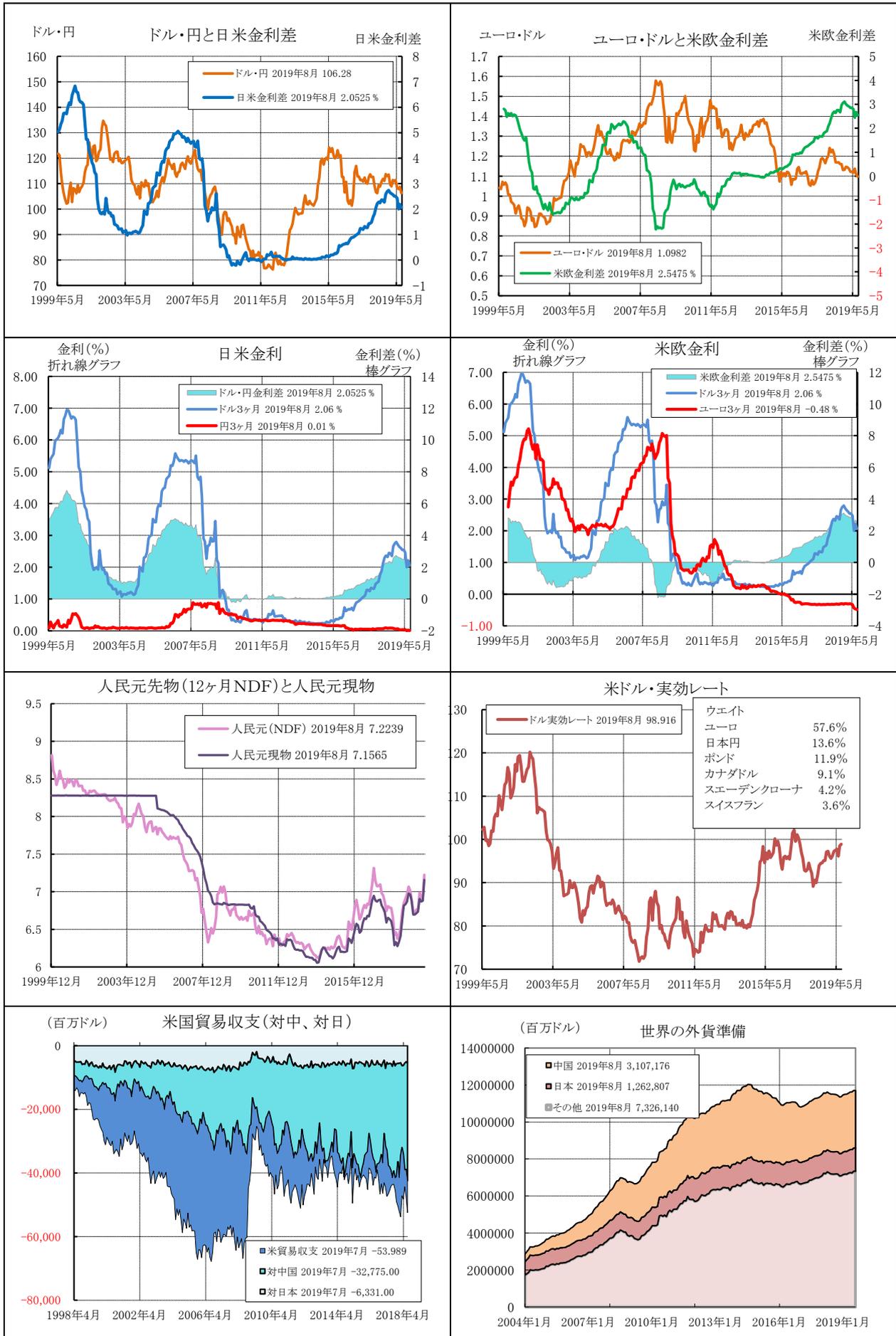
# 海外 債券市場



# 株式市場



# 為替市場

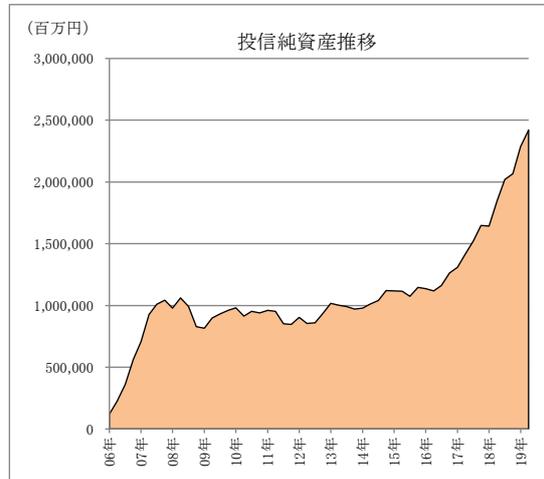
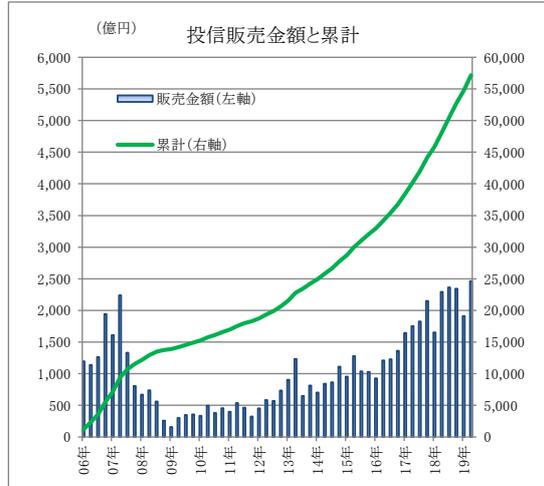


# ゆうちょ関連データ

## 投資信託

＜ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況＞

年月	販売件数 (件)	販売金額 (百万円)	保有口座数 (口)	純資産残高 (百万円)
2005年度累計	166,760	119,631	90,166	119,612
2006年度累計	1,191,441	595,453	360,271	705,854
2007年度累計	2,227,821	504,399	508,495	978,531
2008年度累計	1,598,000	171,395	551,000	815,666
2009年度累計	1,279,000	133,885	577,000	980,930
2010年度累計	1,345,000	172,714	604,000	960,336
2011年度累計	1,314,000	177,421	615,000	902,646
2012年度累計	1,090,000	279,187	622,000	1,016,814
2013年4-6月	252,000	123,347	626,000	1,001,586
2013年7-9月	231,000	64,831	630,000	991,505
2013年10-12月	220,000	81,270	639,000	969,486
2014年1-3月	249,000	70,237	644,000	977,638
2013年度累計	952,000	339,685	-	-
2014年4-6月	234,000	84,104	648,000	1,011,745
2014年7-9月	256,000	86,404	654,000	1,041,099
2014年10-12月	277,000	111,103	660,000	1,119,462
2015年1-3月	294,000	95,389	665,000	1,118,791
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1-3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2015年度累計	1,164,000	427,085	-	-
2016年4-6月	293,000	120,963	707,000	1,119,046
2016年7-9月	301,000	122,781	721,000	1,162,855
2016年10-12月	313,000	136,210	735,000	1,262,864
2017年1-3月	344,000	164,445	749,000	1,310,151
2016年度累計	1,251,000	544,399	-	-
2017年4-6月	331,000	175,199	774,000	1,413,988
2017年7-9月	368,000	182,540	807,000	1,521,554
2017年10-12月	396,000	214,883	843,000	1,647,255
2018年1-3月	449,000	165,256	874,000	1,642,301
2017年度累計	1,544,000	737,878	-	-
2018年4-6月	481,000	229,300	919,000	1,846,600
2018年7-9月	547,000	236,300	969,000	2,019,200
2018年10-12月	622,000	234,300	1,024,000	2,067,600
2019年1-3月	653,000	191,100	1,062,000	2,285,900
2018年度累計	2,303,000	891,000	-	-
2019年4-6月	689,000	246,200	1,129,000	2,420,100
2019年7-9月	-	-	-	-
2019年10-12月	-	-	-	-
2020年1-3月	-	-	-	-
2018年度累計	689,000	246,200	-	-
累計	19,176,022	5,717,332	-	-



分類	ファンド名	パフォーマンス (過去1年)	基準価格 (2019.9.9)	純資産 (2019.9.9)	ファンド名	パフォーマンス (過去1年)	基準価格 (2019.9.9)	純資産 (2019.9.9)	ファンド名	パフォーマンス (過去1年)	基準価格 (2019.9.9)	純資産 (2019.9.9)	
国内債券	IP日米債券②	-4.35%	10,131	3,573	DWSグローバル公益債券②	3.95%	10,276	14,878	世界株配当最速成長②	-4.02%	9,200	911	
	IP日米債券(安定)⑥	-0.05%	10,953	96,936	DWSグローバル公益債券③	8.19%	11,538	6,292	フレアアジアグローバル①	-4.01%	10,379	191	
	IP日米債券(安定成長)①	-9.50%	11,570	125,783	DWSグローバル公益債券④	3.98%	12,458	1,393	フレアアジアグローバル②	-7.47%	10,047	1,035	
	IP日米債券(成長)⑥	-5.50%	12,128	50,164	エヌシー・アジア・リンク②	6.44%	8,495	21,438	世界株トレンド(ロイヤル)①	-7.68%	9,164	682	
	IP日米債券(分散)①	-1.87%	10,176	2,485	エヌシー・アジア・リンク③	5.17%	7,320	24,468	世界株トレンド(ロイヤル)②	-3.48%	9,690	707	
	野村6資産均等債券①	3.33%	10,998	6,965	エヌシー(資産成長)①	6.45%	12,316	531	日興五大株株④	-5.93%	10,239	16,236	
	つみたて9資産均等債券①	1.96%	10,870	11,962	エヌシー(資産成長)②	5.20%	14,732	1,024	SMTAM NYダウ①	0.65%	10,878	278	
	リスク抑制世界8資産⑥	6.38%	10,554	121,858	eMAXIS 先進国債券①	2.73%	13,608	11,175	SMTAM NYダウ②	-1.38%	17,058	5,005	
	東京海上・内資産②	4.05%	11,532	642,779	eMAXIS 新興国債券①	5.75%	12,855	5,839	DIAM好配当株式②	0.06%	10,318	84	
	東京海上・内資産③	4.05%	11,479	216,755	Navioオーストラリア債券②	0.27%	10,533	291	DIAM好配当株式①	-5.17%	8,453	22,199	
	三菱UFJインカム②	-6.87%	9,250	1,760	Navioカナダ債券②	0.86%	10,742	234	ビクテグローバル株式②	13.66%	7,688	9,118	
	HSBCワールド(安定)①	3.42%	10,509	30,097	Navioトルコ債券②	59.25%	3,509	538	ビクテグローバル株式①	13.54%	11,094	5,006	
	HSBCワールド(安定成長)①	2.09%	10,864	46,222	Navioアフリカ債券②	0.76%	6,872	310	ビクテインカム株式②	9.74%	3,077	789,910	
	HSBCワールド(成長)①	-9.50%	11,570	125,783	Navioアジア債券②	12.11%	6,794	108	ビクテインカム株式①	9.91%	18,398	19,665	
	HSBCワールド(インカム)①	-0.01%	9,828	5,430	Navioインド債券②	3.64%	9,991	262	IPM医療関連株式①	-9.53%	9,064	50,529	
	野村6資産(安定)⑥	3.11%	12,200	82,661	三菱UFJ欧州債券②	10.74%	10,172	1,043	つみたて先進国株式②	-3.74%	11,388	5,949	
	野村6資産(分散)⑥	2.45%	10,218	118,645	三菱UFJ欧州債券①	1.03%	8,552	18	つみたて新興国株式①	-10.10%	9,656	2,786	
	野村6資産(成長)⑥	-3.52%	12,700	36,116	海外	ビムコグローバル債券②	7.15%	8,441	26	セゾン資産形成の達人①	-7.94%	21,085	79,417
	野村6資産(配分変更)②	1.52%	11,272	14,963	海外	ビムコグローバル債券①	4.44%	12,559	8	米国成長株②	-4.45%	9,518	738
	野村資産設計2015②	2.33%	11,142	840	債	スミチコ債券オープン②	0.93%	5,383	40,284	ビクテプレミアム④	-2.00%	12,991	19,946
	野村資産設計2020②	1.82%	11,430	842	インドネシア・ルビナ債券②	7.31%	7,722	30	新光サザンアジア株式②	-2.07%	9,926	2,736	
	野村資産設計2025②	0.47%	11,652	921	アジアハイイールド債券②	3.24%	5,061	377	IPM北米高配当②	-1.67%	12,561	42	
	野村資産設計2030②	-0.51%	11,904	851	アジアハイイールド債券①	1.62%	7,399	835	新光世界インフラ株式②	3.94%	14,321	35	
	野村資産設計2035②	-0.93%	11,797	585	USスラフアジア②	5.13%	8,882	2,149	グローイング台湾株式②	-17.49%	9,492	1,118	
	野村資産設計2040②	-1.94%	11,686	1,149	USスラフアジア①	3.75%	7,962	11,354	マネーフリアカナダ株式④	-2.86%	9,967	2,255	
	野村資産設計2045②	-3.28%	20,623	151	新興国ハイイールド債券②	7.59%	6,419	400	グローイングフランス②	23.41%	12,218	64	
	野村資産設計2050②	-4.00%	11,532	228	新興国ハイイールド債券①	5.84%	6,712	299	野村ユーロトップ株式②	-11.17%	5,583	5,485	
	スウェーデン②	7.94%	10,015	339,730	ビムコハイインカム②	5.30%	8,248	2,446	エヌシー好配当②	-9.03%	8,471	23	
	スウェーデン①	7.94%	13,006	46,124	ビムコハイインカム①	0.79%	7,102	69,044	オーストラリア好配当①	-9.81%	7,109	88	
	セゾン・ハンガリー①	-1.40%	14,719	184,685	DIAMアジアリンク債券②	2.45%	9,361	189	セゾン先進国株式①	-4.17%	27,036	40,402	
ニッセイ日本債券①	1.04%	9,623	17,174	欧州ハイイールド債券②	4.54%	9,117	6,823	eMAXIS新興国株式①	-10.31%	14,406	30,553		
eMAXIS 国内債券①	4.44%	11,900	13,342	欧州ハイイールド債券①	-5.42%	10,018	8,869	DIAM世界リート②	4.85%	3,459	213,886		
Navioマナーブル①	-0.01%	10,002	6	三菱UFJパランス②	3.36%	9,107	4	MHAM リート②	22.24%	11,665	25,374		
大和住銀先進国債券①	5.30%	10,513	34,994	三菱UFJパランス①	1.78%	8,801	3	ダイワUS-REIT②	12.84%	7,506	6,709		
日興五大株株②	3.81%	8,180	52,151	三菱UFJパランス③	3.35%	10,117	4	ダイワUS-REIT①	11.33%	2,985	565,335		
三菱UFJ先進国高金利債券②	2.80%	7,191	60,658	三菱UFJパランス④	1.74%	9,831	3	ダイワUS-REIT③	12.74%	15,788	349		
三菱UFJ先進国高金利債券①	2.84%	10,396	732	日本配当追求株②	-4.90%	9,389	8,607	ダイワUS-REIT④	11.41%	19,488	3,839		
グローバル成長国外債券②	6.25%	4,215	19,135	大和インテグリティ②	-7.99%	15,808	31,137	eMAXIS 国内リート②	23.35%	34,149	15,044		
グローバル成長国外債券①	6.28%	9,561	475	新興日本(小規模)①	-7.52%	15,526	15,905	eMAXIS 国内リート①	3.41%	29,084	10,324		
野村米国ハイイールド②	-2.03%	8,492	2,577	つみたて日本株式②	-10.95%	10,004	4,799	ニッセイ世界リート②	-4.52%	5,015	72,978		
野村米国ハイイールド①	-3.22%	8,154	18,135	SMTAM IPX日経400①	-10.39%	12,683	2,120	ニッセイ世界リート①	-4.79%	14,318	568		
野村米国ハイイールド③	-2.05%	10,951	209	三菱UFJ日本優美株②	-18.43%	9,256	2,346	アジアリートオープン②	12.33%	14,852	300		
野村米国ハイイールド④	-3.22%	12,610	920	GS日本株式②	-13.64%	9,220	5,468	フォーシーズン②	2.59%	6,120	2,622		
高金利先進国債券②	-0.05%	4,628	126,241	日本SRIファンド②	-13.64%	8,704	2,122	ステートストリートゴールド①	-21.82%	7,098	1,378		
高金利先進国債券①	-0.08%	16,536	9,771	フレアアジア日本配当①	-20.03%	8,784	6,281	ビムコハイインカムローン②	0.25%	8,352	1,063		
三菱UFJ米高格付債券②	5.17%	9,239	1,005	IPMジャパンプライム①	-11.83%	11,695	93	ビムコハイインカムローン①	-1.94%	7,374	6,667		
三菱UFJ米高格付債券①	4.11%	9,095	470	生活基盤関連株式①	-10.30%	13,561	1,941	合計	-	-	5,010,599		
DWSグローバル公益債券②	8.15%	9,325	68,309	eMAXIS TOPIX②	-11.16%	20,430	19,966						

※印 ①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 ⑦為替ヘッジあり

< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

(単位:億円)

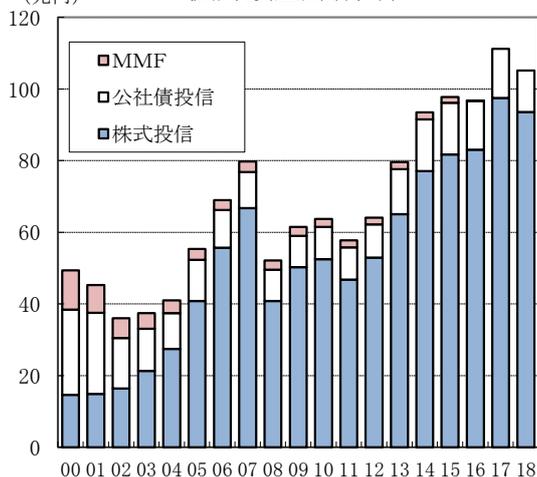
タイプ 末	株式投信								公社債投信					証券投信計
	単体型	追加型						計	単体型	追加型	うち		計	
		毎月決算型	ファンドオブファンズ	インデックス	ETF	特殊型	追加型計				うちMRF	うちMMF		
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	-	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	-	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	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	0	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	0	116,040	1,051,592
2019年4月	7,366	234,378	241,494	492,470	391,131	12,780	1,028,634	1,035,999	39	117,686	111,009	0	117,726	1,153,726
5月	7,176	227,814	234,090	463,499	364,226	12,595	980,239	987,415	39	117,678	111,043	0	117,718	1,105,133
6月	7,457	229,738	239,513	484,644	382,479	12,758	1,011,198	1,018,654	39	117,385	110,778	0	117,424	1,136,078
7月	7,709	232,210	242,626	486,427	382,271	13,134	1,018,487	1,026,196	39	118,329	111,775	0	118,368	1,144,564

< 契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況 >

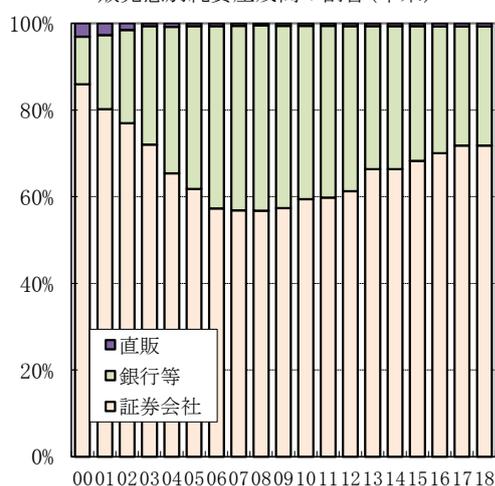
(単位:億円)

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3月	840,265	74.3%	281,842	24.9%	8,667	0.8%	1,130,775	100%
4月	863,121	74.1%	281,702	25.1%	8,964	0.8%	1,153,787	100%
5月	821,982	74.4%	274,803	24.9%	8,347	0.8%	1,105,132	100%
6月	847,292	74.1%	280,142	25.1%	8,641	0.8%	1,136,077	100%
7月	852,326	74.5%	283,476	24.8%	8,761	0.8%	1,144,564	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	貯蓄貯金						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
		活 振替貯金	活 通常貯金	活 貯蓄貯金	活 定期貯金	活 定期貯金	活 特別貯金					
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431	427,809	6,991	2,595,928	
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888		2,908	361,758	6,899	2,407,711	
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940		2,344	306,281	6,288	2,232,138	
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865		2,100	273,659	10,448	2,149,299	
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737	221,973	1,316	2,040,723	
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	98,824	1,342	1,883,012	
2010年3月	1,757,976	75,977	439,398	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	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	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	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	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	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	1,965,490	
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	1,955,478	
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	1,977,887	
2018年3月	1,798,827	144,375	589,315	3,962	86,961	972,932	19,701	1,280	138,121	21,602	1,991,174	
2019年3月	1,809,991	161,435	621,576	4,056	70,963	938,308	12,524	1,125	24,734	129,575	1,976,196	

<貸借対照表(資産の部)>

(単位:億円)

年月	有価証券	国債	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の資 産等	資産合計
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	520,377	2,316,282
2007年9月	1,705,093	1,552,109	80,077	70,231	26,675	6,031	45,616	65,035	403,383	2,225,158
2008年3月	1,725,320	1,567,731	74,992	78,017	4,580	4,126	37,715	126,608	227,723	2,121,492
2009年3月	1,735,511	1,554,902	61,772	104,233	14,604	12,247	40,316	68,425	108,309	1,964,808
2010年3月	1,782,307	1,558,916	52,892	122,812	47,678	10,154	40,225	73,221	40,877	1,946,784
2011年3月	1,750,264	1,464,610	56,588	129,078	99,980	18,068	42,388	100,972	22,742	1,934,434
2012年3月	1,759,533	1,449,398	57,356	128,464	124,306	37,154	41,345	98,246	21,921	1,958,199
2013年3月	1,715,966	1,381,987	58,061	118,530	157,378	30,389	39,680	98,246	114,126	1,998,407
2014年3月	1,660,579	1,263,911	55,504	113,842	227,313	29,190	30,763	194,636	109,961	2,025,129
2015年3月	1,561,697	1,067,670	55,251	109,829	328,936	34,916	27,839	333,010	124,331	2,081,793
2016年3月	1,440,768	822,556	58,565	105,677	453,956	35,611	25,420	458,950	109,811	2,070,560
2017年3月	1,387,924	688,049	60,822	109,867	529,170	38,179	40,641	512,819	116,125	2,095,688
2018年3月	1,392,012	627,497	64,051	107,162	592,988	42,415	61,455	493,146	88,621	2,077,335
2019年3月	1,371,352	583,565	63,839	97,957	624,995	39,907	52,974	506,985	118,486	2,089,704

<損益計算書>

(単位:百万円)

年月	経常収益	うち資金運 用収益	うちその他 収益	経常費用	うち資金調 達費用	うち営業経 費	うちその他 費用	経常利益	当期純利益
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	940,639
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

<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	48,921	▲8,345	175,103,330	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	128,676,053	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	4,738,121
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	2,915,428
2019年3月	58,356,567	1,923,234	5,850,490	50,706	9,574,857	109,107	62,851,247	829,600	137,484,544	2,921,775

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

年月	日本円		通貨別残高				合計			
	金額	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	金額	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									

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	その他	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419		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		16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098			
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282			
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			
2017年3月	3,803,267	1,098,661	3,368,110	2,079,290	1,274,178	0	3,368,110			
2018年3月	4,162,251	1,289,162	3,725,672	2,286,148	1,256,039	183,484	3,725,671			
2019年3月	3,990,780	1,122,266	3,883,622	2,141,784	1,195,685	546,152	3,857,829	25,792		0

< 証券化商品の保有状況 >

(単位: 億円)

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

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) >

(単位: 億円)

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

(注1) アウトライヤー比率計測の際の金利ショック幅は、保有期間1年、5年の観測期間で計測される金利変動の1%タイル値と99%タイル値による。

(注2) VaR計測に用いる内部モデルについては、ヒストリカル法を採用しており、片側99%の信頼水準、保有期間240営業日(1年相当)、観測期間1200日(5年相当)により算出している。

< 信用リスク >

(単位: 億円)

年月	エクスポージャー額	貸出金・預け金等	機構への担保の提供	有価証券	デリバティブ	その他	信用リスク・アセット額	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額				
								0%	10%	20%	50%	100%以上
2008年3月	3,300,570	415,593	1,156,534	1,725,628	7	2,807	58,034	3,051,401	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	2,138,845	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
2018年3月	2,320,979	890,901	13,459	1,419,814	5,611	4,652	475,734	1,609,895	43,520	133,394	57,344	490,280
2019年3月	2,230,231	872,034	6,896	1,348,859	3,622	5,714	533,340	1,505,182	44,086	148,957	52,688	485,771

(注1) 機構とは(独)郵便貯金・簡易生命保険管理機構を意味する。

(注2) デリバティブは、金利スワップ及び為替予約等にて構成される。

< 単体自己資本比率 (国内基準) >

(単位: 百万円)

年月	自己資本額(D)	基本的項目(A)					リスクアセット等(E)	自己資本比率				
		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%で除して得た額	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	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	-	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	-	885,115,109	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	-	491,129,958	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	-	454,138,462	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	-	336,165,532	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	315,215,339	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	277,321,852	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	267,387,798	35,906,558		2,873,248	22.22%	-
2018年3月	8,778,822	3,500,000	4,296,285	2,399,162	▲ 93,736	▲ 1,300,717	278,503,435	47,573,471		2,768,805	17.42%	-
2019年3月	8,844,213	3,500,000	4,296,285	2,477,878	▲ 93,736	▲ 1,300,926	243,560,352	53,334,010		2,699,551	15.78%	-

(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