

ゆうちょ資産研レポート

2013年11月号

ファンダメンタル・アナリシス	1
物価目標達成に必要な賃金上昇は困難 ～建設需要の拡大による後押しも限定的～ みずほ証券株式会社 マーケットエコノミスト 末廣 徹	
マーケット・アウトLOOK (1)	8
今後の長期金利の見通し 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	
マーケット・アウトLOOK (2)	14
国債市場の熱狂に潜むリスク モルガン・スタンレーMUF G証券株式会社 債券調査本部 債券戦略部 債券ストラテジスト エグゼクティブディレクター レーゴック ニャン	
資産研コーナー	19
世界の郵政関連企業の民営化の現状 ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

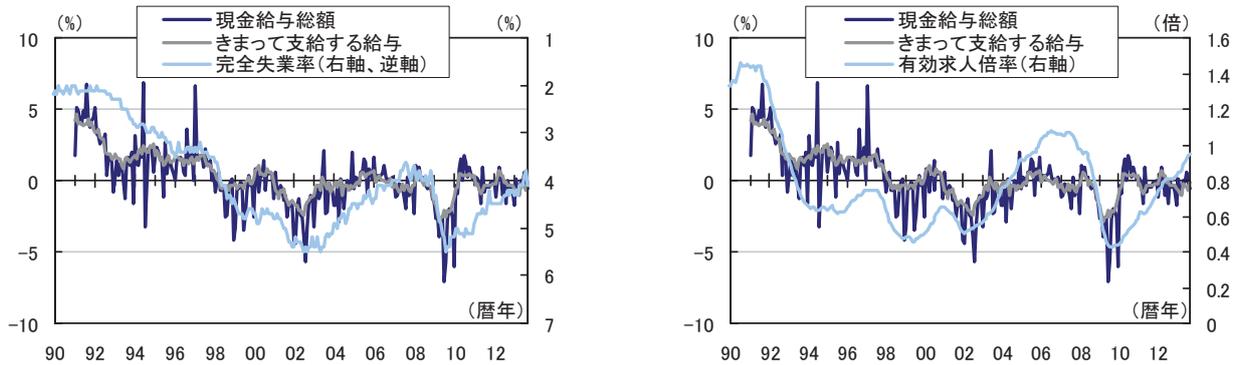
物価目標達成に必要な賃金上昇は困難～建設需要の拡大による後押しも限定的～

みずほ証券株式会社 マーケットエコノミスト 末廣 徹

「前向きの循環メカニズム」は継続しているが、物価目標達成に十分なペースか？

7月以降、日銀は日本経済の動向について、「前向きの循環メカニズム」が働いてきていると説明している。株高による資産効果を主因とした、「個人消費の拡大を基点とした景気回復」が、設備投資や雇用環境の改善に波及してきたということだろう。政府・日銀は賃金上昇をともなった物価上昇を目指しており、賃金・雇用環境の改善ペースは物価目標達成の可否を巡る重要な指針となる。有効求人倍率・完全失業率はともに改善傾向にあり、今後も労働市場の需給改善により、賃金水準にも上昇圧力が生じるだろう。ただし、残すところあと1年半となった日銀の物価目標達成に十分なペースと言えるかどうか、という疑問が残る。

図表1：有効求人倍率・完全失業率と賃金上昇率（前年同月比）の関係
（左図：完全失業率、右図：有効求人倍率）



出所：厚生労働省、総務省

期待インフレ率と労働市場の動向を反映する「賃金フィリップスカーブ」

「賃金フィリップスカーブ」は、「期待実質賃金増加率」と「労働生産性上昇率」の差が労働市場の超過需要に依存するという仮定から導かれる。この仮定をモデル化した数式が以下の①式である。

$$(\omega - \pi^e) - \theta = D \quad \dots \textcircled{1}$$

ω : 名目賃金増加率
 π^e : 期待インフレ率
 θ : 労働生産性上昇率
 D : 労働市場における超過需要を示す指標

上記モデルの意味を考えると、左辺の $(\omega - \pi^e)$ は期待インフレ率で実質化した「実質賃金増加率」を示す。つまり、左辺は「期待実質賃金上昇率」のうち、「労働生産性」の上昇によって説明できない部分を表している。これが、労働市場の需給によって決定される、というモデルが「賃金フィリップスカーブ」である。

ここで、国民経済計算の「雇用者所得」の増加率を「 ω ：名目賃金増加率」とし、「 π^e ：期待インフレ

率」は過去の情報をもとに決定付けられるという観点から1期前の「CPIコア」と、外部要因（サプライ・ショック）として「輸入物価」を組み合わせる。また、「 θ ：労働生産性上昇率」はOECDが推計する「Labour productivity growth in the total economy」とし、「 D ：労働市場における超過需要を示す指標」は多数ある労働関連指標のうち、「完全失業率」と「有効求人倍率」を用いた（すべて暦年データ）。

有効求人倍率が0.1ポイント上昇すれば雇用者報酬の前年比は0.42%ポイント拡大

実際のデータを用いて①式を推計するため、以下のような重回帰モデルを考える。 a 、 β 、 γ がそれぞれ回帰定数・係数である。

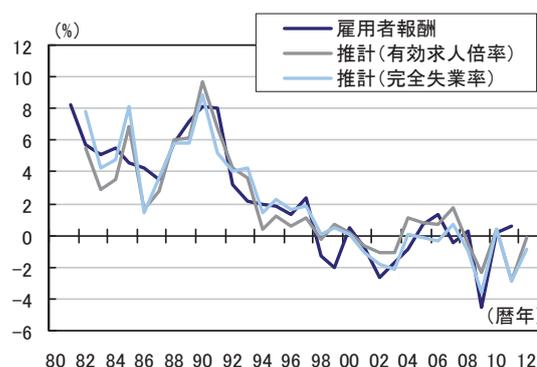
$$\omega_t - \theta_t = \alpha + \pi_{t-1} + \beta U_t + \gamma z_t + \varepsilon_t \quad \dots \textcircled{2}$$

ω_t : 名目賃金増加率
 θ_t : 労働生産性上昇率
 π_{t-1} : 1期前のインフレ率
 U_t : 完全失業率 or 有効求人倍率
 z_t : 外部要因（輸入物価指数の前年比）
 ε_t : 残差項

図表2は、1981年～2011年までの年次データを用いて②式を推計した結果である。有効求人倍率と完全失業率の回帰係数はそれぞれ、4.22、▲0.98となった。例えば、労働生産性上昇率が一定という仮定の下で、有効求人倍率が0.1ポイント上昇すれば雇用者報酬の前年比が0.422%ポイント拡大し、完全失業率が0.1%ポイント低下すれば、雇用者報酬の前年比が0.098%ポイント拡大することを示す。

図表2：「雇用者報酬（前年比）－労働生産性上昇率」（②式）の推計結果
 （左図：各パラメータの推計値、右図：実績値との比較）

	有効求人倍率 (倍)	完全失業率 (%)
定数項: α	-4.58 (-4.63)	2.21 (2.12)
係数1: β	4.22 (3.49)	-0.98 (-3.50)
係数2: γ	0.01 (0.47)	0.06 (2.11)
R ²	0.61	0.61



注：（）内の数値はそれぞれの推計値のt値を示す。

出所：内閣府、厚生労働省、日銀、総務省、OECDよりみずほ証券金融市場調査部作成

現在の雇用環境の改善ペースで、2014年は前年比+0.8-1.4%の賃金上昇、CPIコアは前年比+0.3-0.6%

次に、上記モデルを用いて2013年、2014年の雇用者報酬の上昇率を試算する。有効求人倍率や完全失業率は、2009年7月をピークとし、改善が続いている。ここでは、この改善ペースが今後も継続すると（消費税率引き上げの影響を勘案せず単純に）仮定すれば、2013年の有効求人倍率は平均0.92倍、2014年は平均1.05倍に改善する。同様に完全失業率は2013年が平均4.0%、2014年が平均3.6%と

なる。この条件に加え、労働生産性の上昇率が2012年から横ばい、輸入物価の前年比が2013年平均(1-9月)から横ばい、と仮定すると、有効求人倍率モデルによる雇用者報酬は、2013年が前年比+0.70%、2014年が同+1.39%となる。同様に、完全失業率モデルでは2013年が同+0.36%、2014年が同+0.83%となる。

ただし、賃金の変動はすべて消費に反映されるわけではないこともあり、一般にCPIコアの変動率は賃金水準の変動率よりも小さい。例えば、雇用者報酬の前年比をCPIコアの前年比に単回帰すると、その回帰係数は0.36となる(t値=8.66、R²=0.72)。これは、雇用者報酬の前年比が1%ポイント拡大すれば、CPIコアの前年比は0.36%ポイント拡大することを示す。

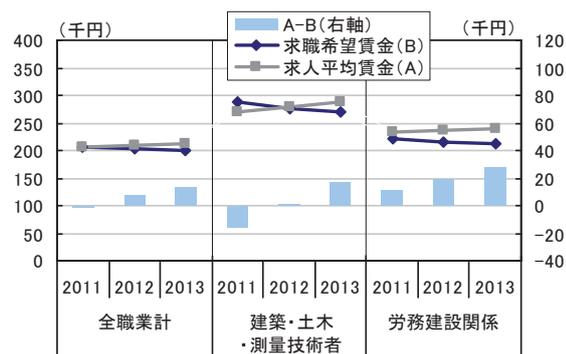
この結果を、前述の有効求人倍率モデル・失業率モデルから求めた雇用者報酬の前年比(推計値)に当てはめれば、有効求人倍率モデルによると2014年のCPIコアは前年比+0.55%、失業率モデルでは同+0.36%となる(いずれも消費税率引き上げの影響を含まない数値)。やはり物価目標である同+2%は遠い。

逼迫する建設業の労働市場により高まる賃金上昇期待

次に、業種別の労働市場に目を向ける。個別業種の労働需給で注目されるのは、東日本大震災の復興対応やアベノミクスの「第2の矢」である公共投資の増加で人手不足が深刻な問題となっている建設業だろう。

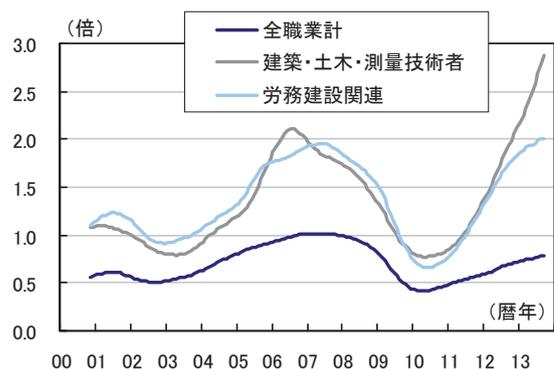
図表3に示されるように、建設関連の職種における求職・求人給与の格差(大きいほど求職者に有利)は、全職業と比較しても大きく拡大している。また、図表4からは建設関連の職種に対する有効求人倍率は全職種と比較して伸び率が高まっていることが分かる。建設業の労働市場の需給は確かにタイト化している。

図表3：職種別求職希望賃金と求人平均賃金の関係¹



注：各年の7月時点のデータ
出所：厚生労働省よりみずほ証券金融市場調査部

図表4：職種別有効求人倍率の推移
(パートタイムを含む常用)



注：12ヵ月移動平均。
出所：厚生労働省よりみずほ証券金融市場調査

他方、政府はデフレ脱却に向け、賃金水準の引き上げに対して躍起になっている。経済の好循環による物価上昇には、賃金の上昇は不可欠であるためだ。

¹ 「建築・土木・測量技術者」は「専門的・技術的職業」に分類される職種であり、「労務建設関係」は「生産工程・労務の職業(平成11年基準)」に含まれる「電気作業員」、「建設躯体工事の職業」、「建設の職業」、「土木の職業」を合計し、平成23年基準に接続した結果。以降、本稿におけるこれらの表現はすべて同じ定義とする。

これらを踏まえると、建設業の人手不足の問題が、マクロ的にも賃金上昇要因となり得るか、という疑問が生じる。建設業は、「卸売業・小売業」、「製造業」、「医療・福祉」に次いで、4番目に就業者数が多い業種でもある。ここで、以下のような3つのマクロ的な影響が想定される。

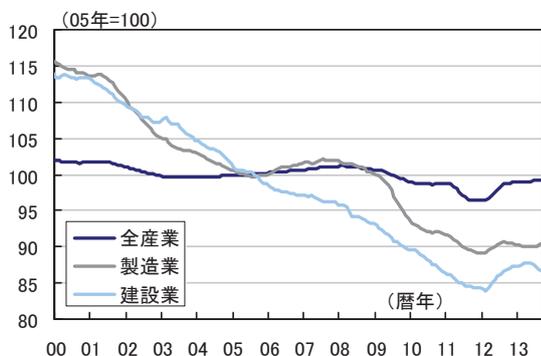
- ①建設業の就業者が増加することで、雇用者報酬全体の増加に寄与する。
- ②建設業の一人当たり賃金の上昇が、雇用者報酬全体の増加に寄与する。
- ③建設業の賃金が増加することで、他の業界よりも建設業を選好する人が増えるなど、労働市場全体への波及効果。

ただし、すでに多くの公共事業の入札が不調に終わっていることが問題視されているように、需要の増加が好循環につながり難いという「歪み」もみられ、人手不足の問題の解決は容易ではない。

①建設業の就業者数は増加するのか？～求人倍率が高いわりに伸びない就業者数

建設関連職種の有効求人倍率は、金融危機後は全職業とほぼ同程度の伸び率だったが、東北地方の復興需要を反映し、2011年から上昇ペースが加速した。しかし、就業者数は2012年に増加したものの、2013年は再び減少に転じている。また、震災以降、賃金の伸び率も突出して高いわけではない。

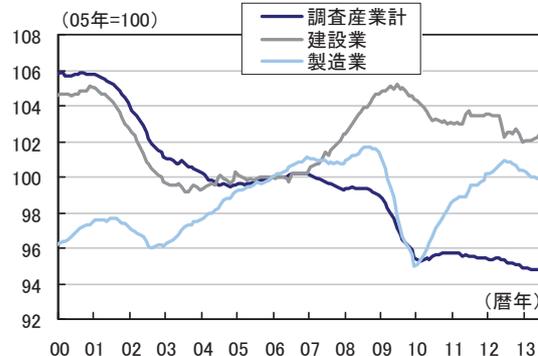
図表5：業種別就業者数の推移



注：12ヵ月移動平均

出所：総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

図表6：業種別現金給与総額の推移
(事業規模5人以上)



注：12ヵ月移動平均

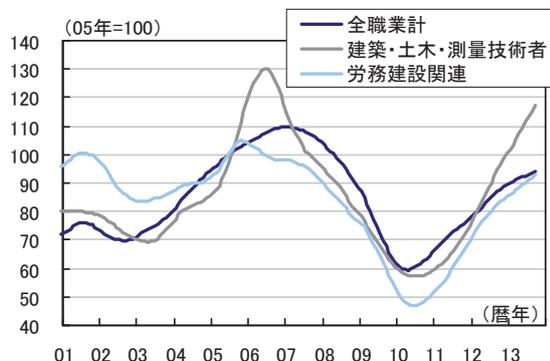
出所：厚生労働省よりみずほ証券金融市場調査部作成

まず、有効求人倍率が高いわりに、就業者数が伸びていない理由を考えたい。これは図表7、8に示される、有効求人数・有効求職者数の推移からわかり、2つの特徴が挙げられる。

図表7をみると、建設業に関連した専門的な技術を有する「建築・土木・測量技術者」の求人数は、全職業の求人数の増加ペースを大きく上回って増加している。一方、建設業の一般的な労務を担当する職種を合計した「労務建設関連」の求人数の伸び率は、全職業と大きくは変わらない。また、図表8によると、建設関連職業の求職者数は、専門職・労務を問わず、大きく減少していることがわかる。

以上をまとめると、足元の建設関連職業の有効求人倍率の上昇は、①専門的な技術者の不足と、②建設業全般に対する求職者数の減少が要因と言える。

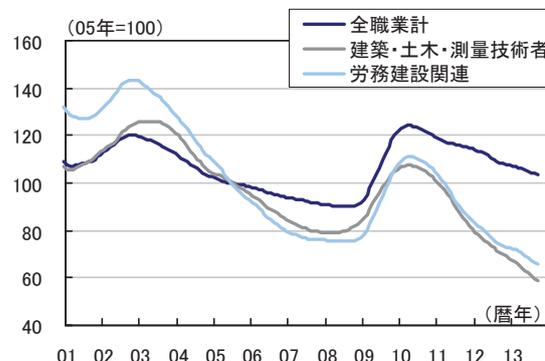
図表7：職業別有効求人数の推移
(パートタイムを含む常用)



注：12ヵ月移動平均

出所：厚生労働省よりみずほ証券金融市場調査部作成

図表8：職業別有効求職数の推移
(パートタイムを含む常用)



注：12ヵ月移動平均

出所：厚生労働省よりみずほ証券金融市場調査部作成

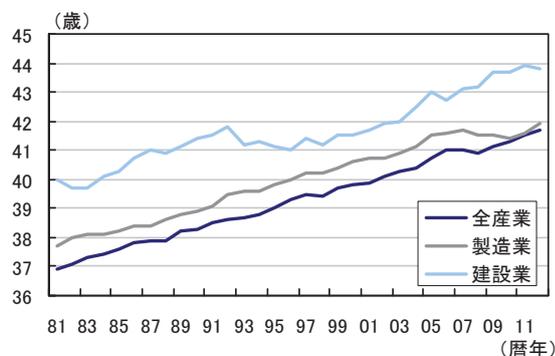
すぐには解決できない建設業の構造問題により「雇用のミスマッチ」は拡大している

①専門的な技術者の不足と、②建設業全般に対する求職者数の減少が生じている背景には、求人と求職のニーズが一致しないこと、つまりは「雇用のミスマッチ」がある。

建設業界は他の業種に比べて高齢化の進行が速い(図表9)。高齢化によって技術を持った高齢労働者の引退が進むなか、若年の技術者の数が不足するという問題につながっている。

また、建設業の就業者では「自営・家族従業者」の割合が高いことも要因の一つである。「雇用者」と比較し、「自営・家族従業者」の場合、市場が縮小したとしても、他の業種に転職するなどの選択肢は取り難い。その結果、若年層が新たに入職する余地が限定的だったとみることもできよう。建設人材の「供給制約」を取り除くため、厚生労働省や国土交通省は、各種取り組みを実施しているが、熟練された「職人技」を体得するためにはある程度の時間が必要であり、当面は建設業の就業者数の伸び率は限定的となりそうである。

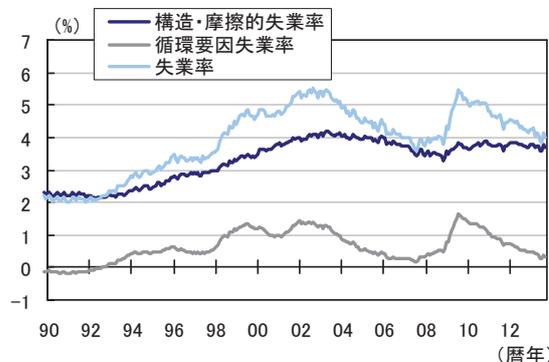
図表9：業種別平均年齢の推移 (全企業規模合計)



注：12ヵ月移動平均

出所：厚生労働省よりみずほ証券金融市場調査部作成

図表10：失業者の要因分解



注：12ヵ月移動平均

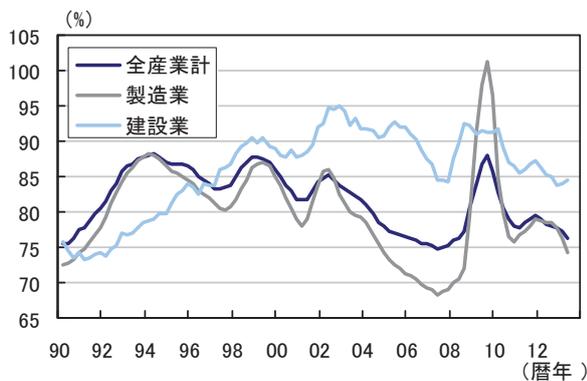
出所：総務省「労働力調査」よりみずほ証券金融市場調査部作成

②建設業の賃金水準は増加するのか? ～コスト面の限界

厚生労働省・国土交通省が実施している取り組みのなかで、「社会保険未加入対策の更なる推進」がある。「雇用形態の不安定化」と「社会保険の未加入」が建設業界の求職者が減少している理由の一つであると思われることから、このような「労働環境の安定性」の拡充は効果的だろう。

しかし、企業側にも処遇を改善させることができない事情がある。建設業の労働分配率は他の業種よりも高く、80%を大きく超えている(図表11)。また、東北地方を中心に建築資材が高騰しており、コストは高まっている(図表12)。公共事業の入札において不調が相次いでいる現状を考慮すれば、すでにコスト面の限界に近い可能性がある。労働市場の需給が逼迫していたとしても、収支に見合わなければ、賃上げには踏み切り難い。とりわけ、固定費の上昇につながる福利厚生の実質化のハードルは低くないだろう。

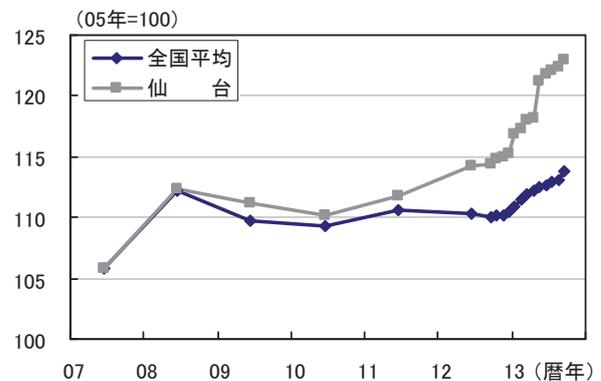
図表11：労働分配率 全産業（除く金融保険業）



注：1. 労働分配率＝人件費/（経常利益＋人件費）×100
2. 4四半期移動平均。

出所：財務省「法人企業統計調査」よりみずほ証券金融市場調査部作成

図表12：建築資材物価指数（建設総合）



注：2012年までは暦年平均データ。
2012年9月より月次データ。

出所：建設物価調査会

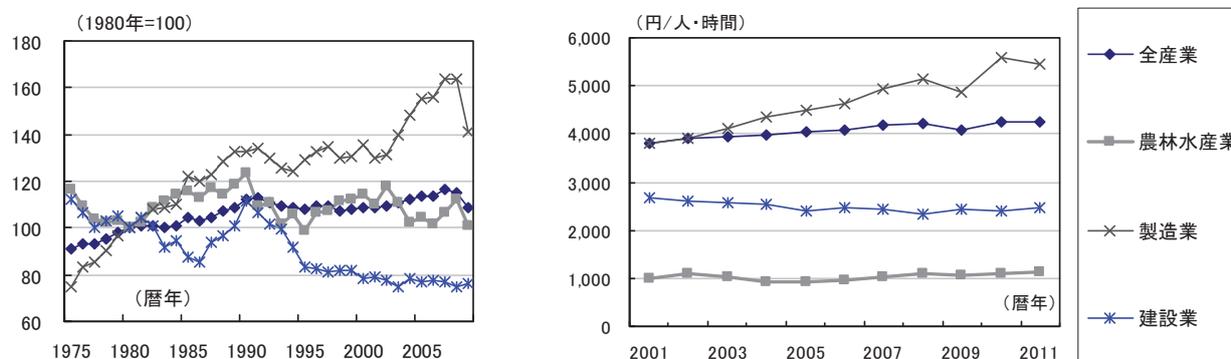
賃金水準の引き上げを実現するには、「生産性の向上」が必要

図表11に示したように、建設業では労働分配率が高止まりしている。賃上げや福利厚生の実質化によって、建設業の人手不足を解決するためには「生産性の向上」が必要となる。

図表13（左図）は業種別の「TFP（全要素生産性：生産量の伸び率から資本および労働の投入量の増加による伸び率を差し引いた部分）」の推移である。製造業では2000年代に円安の恩恵と、海外需要の拡大により、生産性が大きく改善した。全産業も緩やかではあるが、生産性は改善している。一方、建設業の生産性はむしろ低下している。図表13（右図）に示した1人・1時間当たりの付加価値を示す「労働生産性」をみても、全産業よりも生産性の水準が低く、緩やかに低下している。

報道によると、建設会社や住宅会社が、施行現場での人手不足の対策として、工期圧縮につながる工法の開発・導入や、省力化できる部材を採用する例が増えているという（10月5日、日経）。このような動きが広がり、業界全体として生産性の向上が実現すれば、雇用環境の改善の余地が生じるだろう。しかし、生産性の向上は緩やかに進むものであり、現時点で生じている人手不足の問題に対する解決策として、期待することは難しい。

図表13：産業別の生産性の推移（左図：全要素生産性（TFP）、右図：労働生産性）



出所：EUKLEMS database、内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

③他の業種への影響はあるか？～サービス業でも人手不足の問題が生じる可能性

最後に建設業と他の業種との関係について確認する。総務省「就業構造基本調査」によると、建設業との人材移動が多い業種は、「製造業」、「卸売業、小売業」、「運輸業、郵便業」や「サービス業」である。仮に建設業の賃金水準が上昇すれば、これらの業種にも、労働市場の需給面から賃上げ圧力がかかる可能性がある。

この中でも特に、「サービス業」は離職率が高く、人材の流動性が高いことから、人手不足の問題が波及する可能性がある。報道によると、人手不足を理由に、外食各社がパートやアルバイトの採用基準を相次いで緩め、人材の確保に動いているという(10月26日、日経)。

建設業に限らず、構造・摩擦的失業率は高止まりしており、様々な業界において、「雇用のミスマッチ」が生じやすい環境にある。ただし、本稿で議論したように、建設業が他の業界の牽引役として、就業者を増やし、賃上げのけん引役となる可能性は高くないということを最後に強調しておきたい。

業界によって多少の違いが生じたとしても、賃金水準の引き上げペースは、景気回復のテンポに沿ったものとなるだろう。むしろ、当面は公共事業の入札不調のように、建設業の供給制約によって景気回復ペースを鈍化させるリスクの方が大きいかもしれない。

マーケット・アウトLOOK (1)

今後の長期金利の見通し

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

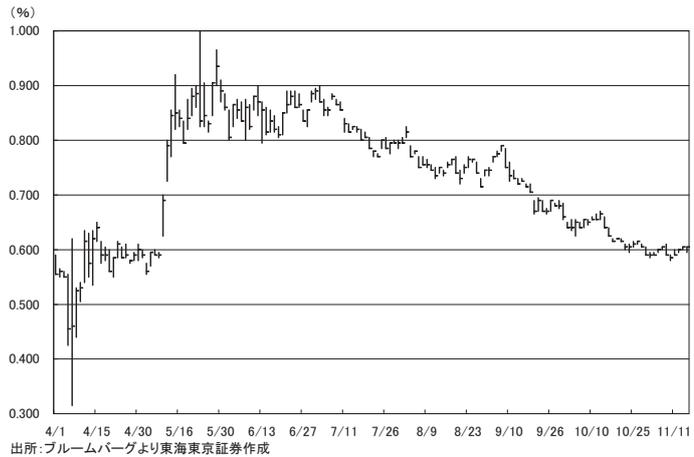
1. はじめに

4月5日、長期金利(10年国債利回り)は0.315%に低下、史上最低水準を更新した(図表1)。主因は言うまでもなく、日本銀行が前日に決定した「量的・質的金融緩和」だった。長期国債を月間7.5兆円、市中発行の実に7割強も買入れるという大胆な策に、「市場から国債がなくなる」と需給逼迫観測が一気に強まった結果である。

しかし、この0.315%は当面の利回りのボトムになり、5月23日には1.00%に急上昇した。「山高ければ谷深し」というのは相場の格言だが、大量の長国買入れが市場の流動性を奪うと懸念され、それが上昇を含めた利回りの乱高下に寄与した可能性は否定できない。乱高下に対し、日銀は1回当たりの買入れ額を減らし、頻度を増やすことで対応した。この策が功を奏し、その後は狭いレンジの中、ゆっくりと利回りが低下する展開になった。もちろん、その間、株高や円安の一服など他市場のフォローもあった。

それでは、来年を中心に今後の長期金利の見通しを解説しよう。

(図表1) 今年度の10年国債利回り推移

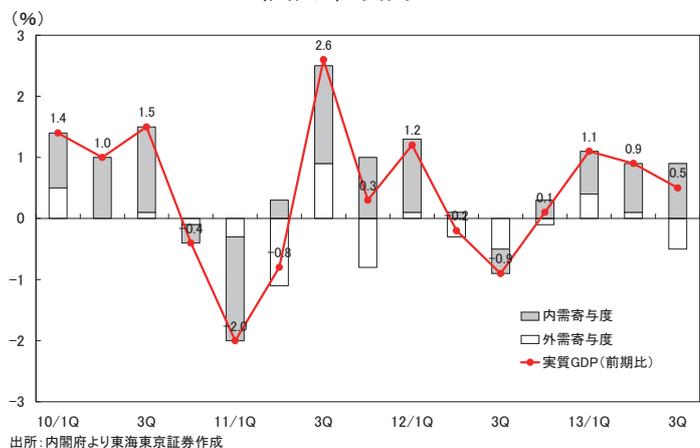


2. 国内経済

内閣府は11月14日、7～9月期のGDP(1次速報)を発表した。それによれば、実質GDPは前期比0.5%増、年率換算では1.9%増だった(図表2)。4四半期連続のプラス成長となったものの、前期に比べると減速した。その主因は外需の落ち込みである。

来年の世界経済は回復基調が見込まれており、今後、外需が足を引っ張るリスクは減じよう。しかし、後述するように、米国の景気回復力は弱いと見られ、欧州は財政や債務問題を抱えたままである。加えて、中国をはじめとする新興国経済は、そもそも、先進国への依存度が高く、単独では世界経済の牽引役にはなり得ない。したがって、来年以降も外需に対する懸念は拭い去れないだろう。

(図表2) 実質GDP



今年度の内需は公共投資や消費増税前の一時的需要などから基本的に堅調さを維持する見込みである。しかし、来年度はこの消費増税という大きなマイナス要因が存在する。

図表3はESPフォーキャスト調査（日本経済研究センター）における、民間エコノミスト（40名）による実質GDPの予測総平均である。最新の11月調査を見ると今年度は2.70%増と高めの成長を見込んでいる。それに対して来年度は0.78%と2%近くも減速する予想になっている。景気が悪化すれば、基本的には長期金利が低下する。

全国・消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比は8月0.8%増、9月0.7%増とその増加幅は1%に近付いてきた（図表4）。日銀の物価目標の2%には依然、距離があるものの、残された時間は1年半程度あり、日銀はその達成に自信を持っているようだ。10月「展望レポート」を見ると、2015年度の見通し（除く消費税率引き上げの影響）は政策委員の中央値で1.9%増となっている。

しかし、今後の消費者物価の行方はかなりの部分が為替相場に依存していると考えられる。円/ドル相場は5月の1ドル＝103円台を円安のピークに反発傾向にある。そして、前掲のESPフォーキャスト調査では、消費者物価指数（除く生鮮食品、除く消費税率引き上げの影響）の2015年度の予測総平均は0.93%増にとどまっており、日銀の見通しの半分以下に過ぎない。民間エコノミストが予想するように、消費者物価の上昇が限定的なものにとどまるなら、それは長期金利の安定に寄与しよう。

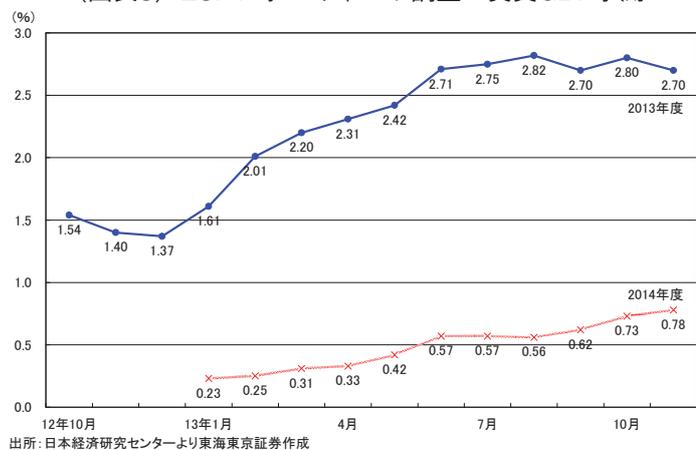
3. 日本銀行の金融政策

「はじめに」で解説したとおり、10年国債利回りが史上最低水準まで低下、さらに、その後の乱高下に働いた主因が日銀の「量的・質的金融緩和」と考えるなら、当面の長期金利の行方を占う際、金融政策は最も重要なポイントになろう。

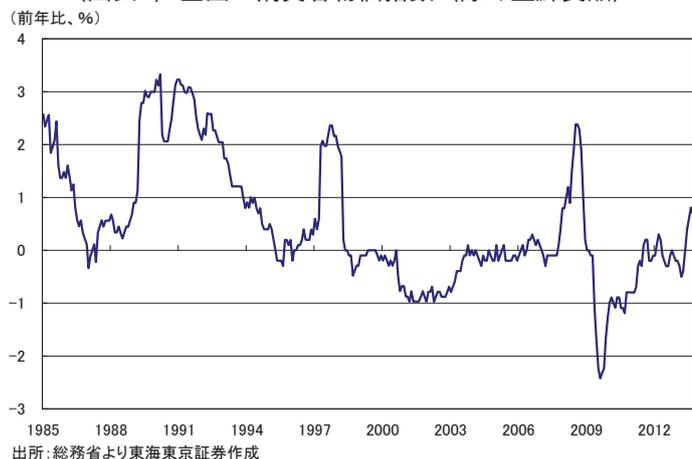
物価目標の達成に自信を持っている以上、日銀は追加の金融緩和を考えていないと見るのが妥当である。しかし、消費税率が引き上げられる来年4月までに追加緩和を予想するエコノミストは少ない。その背景は、(1) 政府の経済対策と共に増税による景気悪化に歯止めをかける、(2) 前項のように、実際の消費者物価の動きが日銀の見通しと乖離する可能性が高い…などと思料される。

それでは、その具体的手段には何が想定されるだろうか。やはり、「量的・質的金融緩和」の拡大が挙げられ、指数連動型上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（J-REIT）、長期国債の買い増しである。市場規模を踏まえると、ETFやJ-REITを買い増す余地は相対的に小さく、中心となるのは長期国債

（図表3）ESPフォーキャスト調査・実質GDP予測



（図表4）全国・消費者物価指数（除く生鮮食品）



と見込まれる(図表5)。ただ、それも既に市中発行の7割強に達している。たとえば、9割に引き上げるというのは現実味が薄く、8割程度と考えるのが妥当と映る。

(図表5) 長期国債買入れ(毎月購入額)

輪番オペ	1年以下	1年超10年		10年超30年	変国	物国	合計
	0.62兆円	1.0兆円		0.1兆円	0.07兆円	0.01兆円	1.8兆円
「基金」(無制限)	-	1年以上3年	-	-	-	-	合計
	-	2.0兆円	-	-	-	-	2.0兆円

新・長国買入れ	1年以下	1年超5年	5年超10年	10年超40年	変国	物国	合計
	0.22兆円	3.0兆円	3.4兆円	0.8兆円	0.07兆円	0.01兆円	7.5兆円
	2.9%	40.0%	45.3%	10.7%	0.9%	0.1%	100%
(4月18日変更後)	0.22兆円	3.0~3.5兆円	3.0~3.5兆円	0.8~1.2兆円	0.07兆円	0.01兆円	7.5兆円程度
(5月30日変更後)	0.22兆円	3.0~4.2兆円	2.7~3.6兆円	1.0~1.5兆円	0.07兆円	0.01兆円	7兆円強程度

市中国債発行比率 (除く流動性供給)	2・5年債	10年債	20・30・40年債	変国	物国
	56.3%	24.1%	19.1%	0.0%	0.5%

注: 物国と変国は月平均額(実施は隔月)
出所: 日本銀行、財務省より東海東京証券作成

ちなみに、かつて有力視されることもあった超過準備に対する付利(0.1%)を引き下げるという手段は可能性が極めて低くなった。「量的・質的金融緩和」の考え方とは異なる上、何より、付利を引き下げると銀行などが超過準備を積む動機が乏しくなり(後項参照)、マネタリーベースを見込みに沿って増加させることが難しくなるからである(図表6)。

この「量的・質的金融緩和」の拡大は国債市場の流動性を一段と奪うことになる。それは一旦、長期金利を急低下させるかもしれないが、その後は上昇を含めて乱高下した4月5日以降の展開を再現する可能性が否定できない。

来年4月までの追加緩和が見送られたとしても、物価目標の達成が難しい状況になれば、日銀も踏み切らざるを得なく

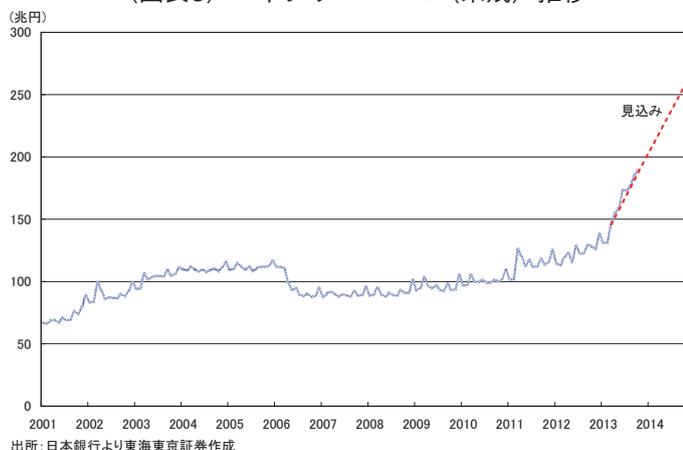
なろう。たとえば、物価目標を導入して1年半程度経てば、達成の可否が見えてくるだろう。来年秋頃は各市場にとって重要な時間帯になるかもしれない。

市場が達成は無理と判断する場合、急速に円高が進む公算が大きくなる。5月22日に1ドル=103円70銭台まで円安が進んだのは、日銀が大量に資産を購入する「量的・質的金融緩和」が有効に働くと見たからである。既にそこから円が反発しており、それは市場が緩和の有効性に疑問を抱いている部分があることを示していよう。いずれにせよ、「無理」と断じるなら、その疑問は決定的なものになると見られる。

そして、円が急伸すれば株価下落は避けられない。今年の日経平均株価のピーク(1万5,924円60銭)は、円安のピークとほぼ同時期の5月23日だった。

さらに、円安株高が足元の順調な景気回復を牽引した。それらが持続しないということになれば、景況感も大きく変化しよう。

(図表6) マネタリーベース(末残)推移



出所: 日本銀行より東海東京証券作成

4. 投資家動向・国内銀行勢

「量的・質的金融緩和」は国内銀行の円債投資スタンスを変えた。

図表7は国内銀行の貸出・預金動向(日本銀行)である。棒グラフは預金から貸出を差し引いた預貸金ギャップであり、彼らの余資を示すと言って良い。今年度に入ってからギャップは拡大、余資は積み上がっている。景気回復は預金増に働くとともに、企業の運転資金の需要などを高め、貸出も増やす。しかし、貸出の増加が顕著となるには、やはり、活発な設備投資の需要が必要と見られる。まだ、そこには火が点いていないようだ。

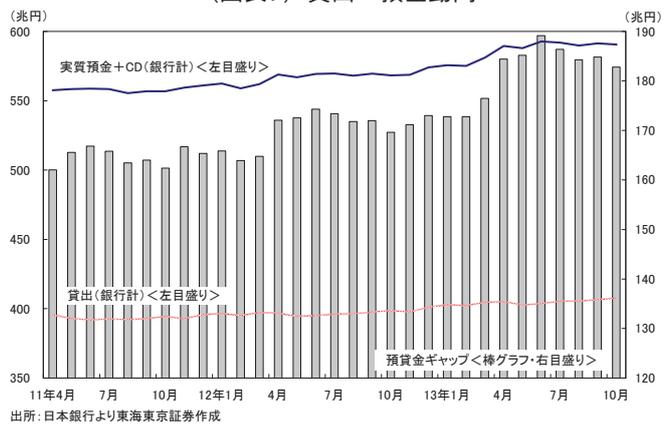
いずれにせよ、余資が積み上がれば、国内銀行が保有する円債残高が増えるのは常である。都市銀行のように海外の投融資など収益の源泉が幅広ければ別だが、地域金融機関の場合は、「貸出が増えない分、円債投資に振り向ける」という向きが多い。しかし、今回は通常と異なる動きになっている。

図表8は国内銀行が保有する公社債(円債)残高の推移である。今年度に入ってから8月末までに26兆円近く減少している。月別では4月が最も多く、「量的・質的金融緩和」に伴い利回りが急低下した場面を絶好の売り場と判断したのだろう。その後もボラティリティの上昇や絶対的な低水準などから買い直すことを躊躇していると史料される。加えて、相場観として、持続的な利回り上昇を想定している可能性も高い。

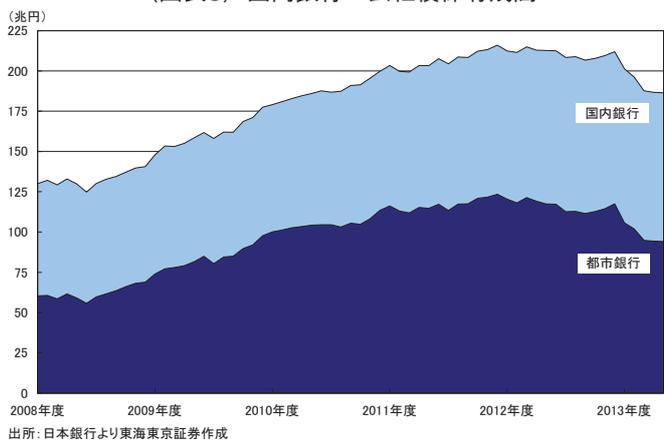
この残高減少の9割以上を占めるのが都市銀行である。上記のように、彼らは余資が積み上がっても、円債残高を増やす必要性は乏しい。彼らの資産で増えているのは現預金の範疇である日銀当座預金だ(図表9)。現在、超過準備には0.1%の付利が与えられている。たとえば、都銀の円債ポートフォリオの平均年限を2年数カ月と仮定した場合、そこに再投資するとの中立運用を行った場合、リターンは0.1%強である。したがって、無リスクで0.1%が得られる超過準備に余資を置くことは、極めて合理的な行動と言えよう。加えて、こういった動きがなければ、日銀は、「マネタリーベースを年間60～70兆円増加する」という金融調節目標の達成が危うくなるかもしれない。

しかし、前述のとおり、地域金融機関には余資が積み上がっていると見られる。今

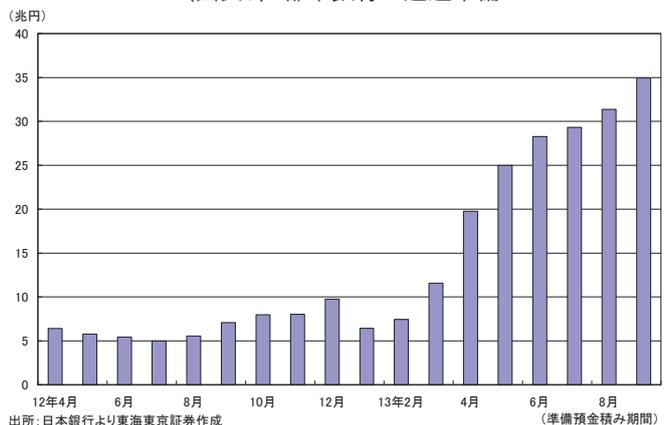
(図表7) 貸出・預金動向



(図表8) 国内銀行・公社債保有残高



(図表9) 都市銀行・超過準備



年度4～6月を中心に円債残高を大きく落とした銀行も、今後の環境次第ではそのポジションを復元する可能性がある。その際、日銀の買入れが現行のままでもちろん、買い増すならなおさら、国債需給は大きく逼迫すると見込まれる。

5. 米国経済

米国市場では、9月17、18日の米連邦公開市場委員会（FOMC）の結果が注目された。多くの市場参加者は、米連邦準備理事会（FRB）による資産買入れの規模が縮小される、“tapering”開始と読んだ。しかし、FOMCはそれを見送った。市場は肩透かしを喰った。FOMCは見送りの理由に不十分な労働市場の改善や金融状況の引き締めなどを挙げた。いずれにせよ、この結果を受けて、一時は3.0%をつけていた米10年国債利回りは2.0%台半ばに低下した。

さて、米国長期金利の行方を探る際、“tapering”の開始時期以上に重要なポイントになるのは、米国景気の回復の程度と言える。たとえば、その回復力が弱いにもかかわらず、FRBが“tapering”を開始すれば、市場の理解に従い、米長期金利は上昇するだろう。そして、その上昇は景気回復の足枷になると見込まれる。結局、今度は期待成長率が低下、やがて金利は反落するといった展開が想定される。すなわち、“tapering”の開始は長期金利の短期的なパスにこそ影響しても、その落ち着きどころは変化させないと考えられる。

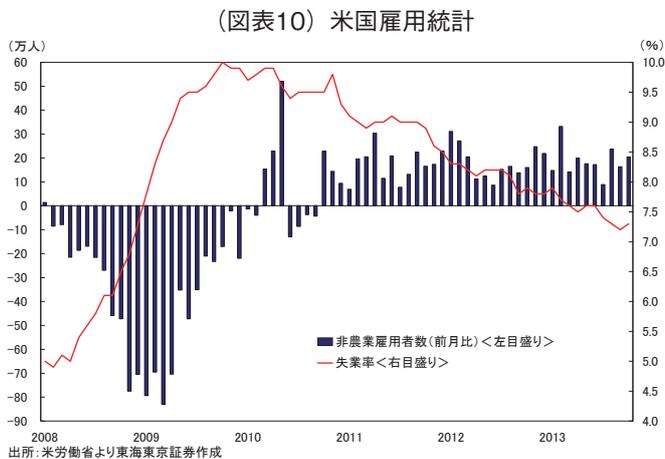
最も注目度の高い経済指標である雇用統計を見る限り、米国の景気回復力は決して、強いと言えない。毎月の非農業雇用者数の増加幅は、今年に入っても目安となる20万人を月平均で超えていない（図表10）。直近10月は一部政府機関の閉鎖の影響も乏しく強めだったが、それを加味しても結論は変わらない。

このように労働市場の回復が緩慢な背景には、グローバル化とIT化の進展に加え、ベビーブーマーの大量退職による生産年齢人口の減少が経済成長率の鈍化を招くという、いわゆる、「ニューノーマル」が影響している可能性がある。前掲の大量退職は企業にとって新規の雇用増の誘因にもなるものの、物やサービスの需要減を強く懸念しているのかもしれない。

経済成長率がどの程度鈍化するかは意見が分かれる。強気派は2.0%台前半、弱気派なら1.0%台後半を予想しているようだ。いずれにせよ、1990年以降の実質GDP成長率の平均が2.5%である以上（図表11）、「ニューノーマル」下でのランディングがそれを下回ると見るのは妥当である。

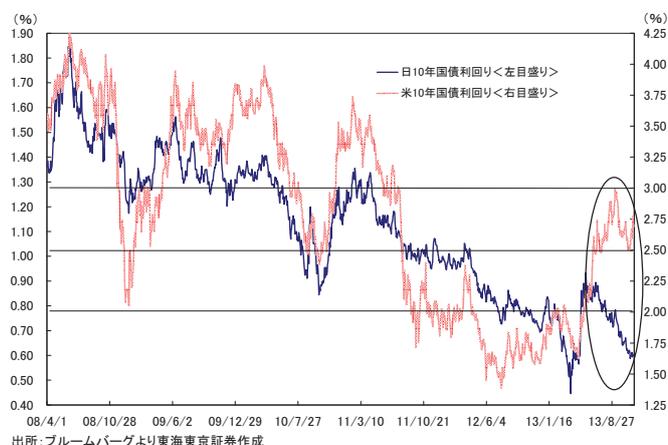
通常、日米長期金利の連動性は高い（図表12）。しかし、最近はそのがやや薄れている感がある。

特に今年6月中旬から9月中旬にかけては両者が逆行（ダイバージェンス）する場面が見られた。1つの理由は、日銀の大量の長



期国債買入れにより、我が国の長期金利が独立的に低下していると見られることだろう。そして、もう1つには米国の“tapering”の思惑が挙げられる。それは米国債の需給悪化懸念などを通じて米長期金利を上昇させる一方で、世界的には投機資金の回収、リスク・オフを招き、株安債券高に作用しやすい。したがって、我が国にもそのように働いた部分があろう。それゆえ、9月のFOMCで“tapering”が見送られて以来、逆行は解消したと言える。もっとも、日米長期金利はこれまでの経験則に従えば、乖離した状態が続いている。やはり、前掲の第一の理由が存在しているためだろう。

(図表12) 日米長期金利の関係



6. 今後の予想

冒頭に示したとおり、日銀の長期国債買入れを主因に長期金利は狭いレンジの中、ゆっくりと低下する展開になっている。今年度一杯、この状況が続く可能性は低くない。しかし、日銀の買入れは国債市場の流動性を大きく奪っている。何か不測の事態が起これば、金利の急上昇を含めて乱高下するポテンシャルがあろう。実際、「量的・質的金融緩和」決定直後は乱高下した。その際は前項で示した日米長期金利の関係が通常に戻ることも予想される。米10年国債利回りが2.0%台半ばにとどまる場合でも、日本のそれが1.0%台に乗せることに違和感は少ない。

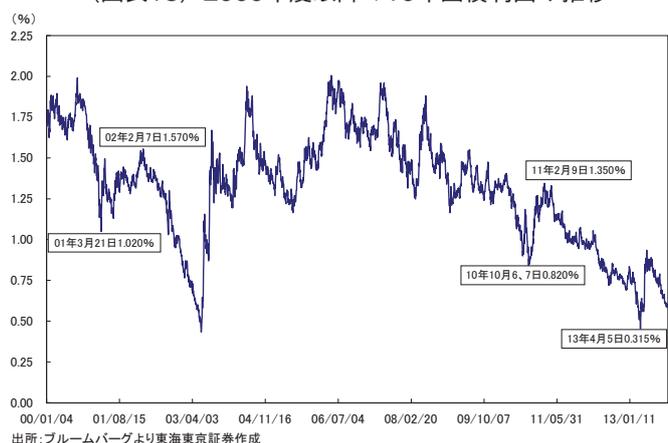
一方、来年は再び長期金利が急低下する公算が大きいと見ている。

市場が織り込んでいない積極的金融緩和策を日銀が決めると翌営業日が長期金利の当面のボトムになる傾向がある。2001年の「量的緩和政策」、2010年の「包括的な金融緩和政策」に次ぎ、今年の「量的・質的金融緩和」もそうだった(図表13)。

ところで、過去2回はそのボトムを1年6カ月後ないしは1年7カ月後に下抜けている。今回も同様と考えたくなるが、環境の裏付けがなければ、単に「二度あることは三度ある」という諺に頼るのみになる。

そこで、環境を考えよう。まず、来年度の景気は大きく減速する見通しになっている。今年4月から1年半程度が経過すれば、日銀の物価目標が達成できるか否かに目処が立とう。現在、難しいとの見方が専らであり、それが現実になると追加緩和を含めて様々な材料が提供されよう。そして、来年度、長期金利が上がらなければ、今年度に債券ポジションを大きく落とした投資家がそれを復元することも予想される。どうやら、「二度あることは三度ある」かもしれない。

(図表13) 2000年度以降の10年国債利回り推移



マーケット・アウトLOOK (2)

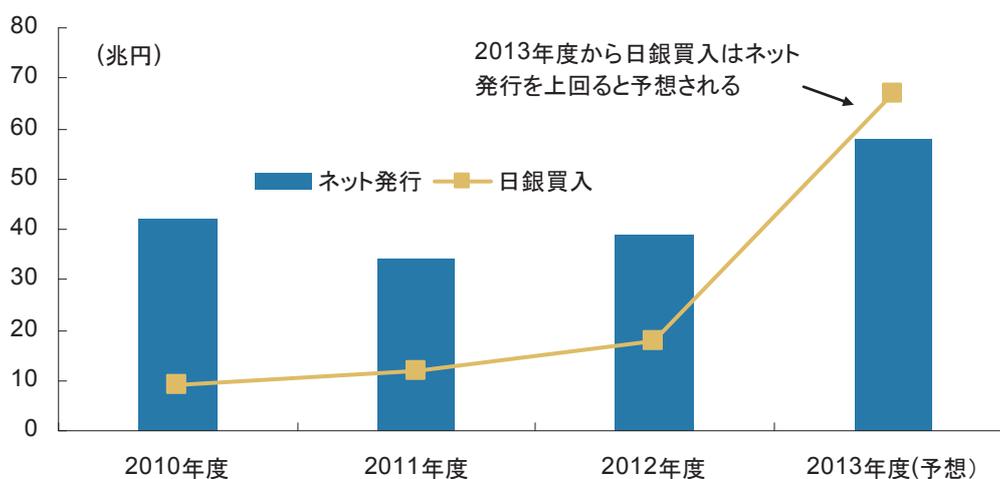
国債市場の熱狂に潜むリスク

モルガン・スタンレーMUF G証券株式会社 債券調査本部 債券戦略部
債券ストラテジスト エグゼクティブディレクター レーゴックニャン

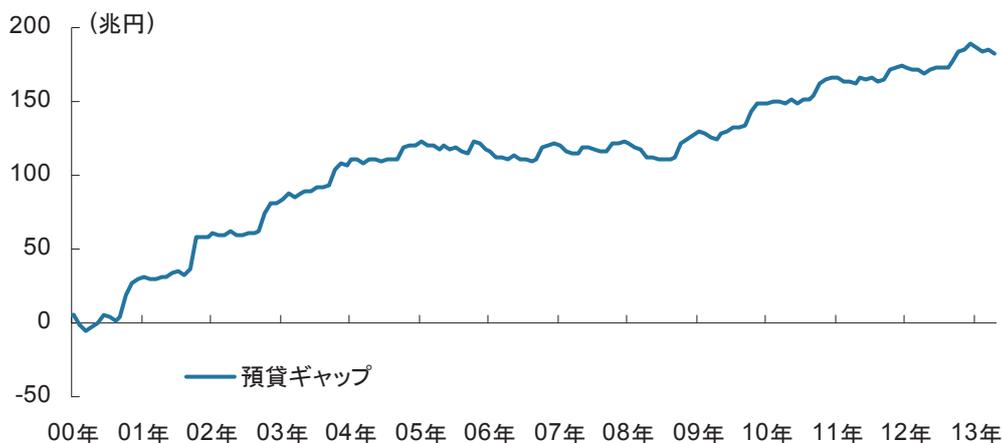
国債市場の熱狂の立役者は日銀

2013年4月4日の「異次元金融緩和」以降、一時的なボラティリティ上昇による金利急騰も収まり、金利は低下の一途を辿っている。一時0.9%を超えた10年金利も今は0.6%近辺にあり、更なる低下の勢いすら感じる。国債市場はもはやマクロ経済指標にも他の資産クラスや海外市場の動向にも殆ど反応せず、完全に需給に支配されている印象がある。

背景は云うまでもなく日銀の巨大な国債買入プログラムである。同プログラムにより国債市場においてかつてないほど需給アンバランスが生じている。国債の供給側からみると、2013年度から日銀による買入額は初めてネット発行を上回る。このペースで少なくとも2年間継続されるため、この間は国債の市場残高が減少していくことになる。一方、慢性的な財政赤字に加え、アベノミックスの「第一の矢」として位置づけられる財政出動は、最終的に銀行の預貸ギャップを拡大させ、国債への需要を一段と高める原因となっている（財政支出は、政府が民間部門へ財・サービスの対価として支払われる資金であり、最終的に殆どが銀行預金となるため、預貸ギャップ拡大の最大の要因である）。この需給アンバランスは今後も深刻化していくことが予想され、金利を抑える強い圧力となろう。



出所：財務省、日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ



出所：日銀、モルガン・スタンレー・リサーチ

また、日銀は他の市場参加者と異なり市場へ新規資金を供給できる唯一のバイヤーである。そのため、日銀の買入は単に需給バランスを変化させるだけでなく、市場全体の流動性を高める効果がある。過剰流動性はさらに国債需要を高め、いわゆる「流動性相場」を醸成する。下記は、2013年度第1四半期（4月～6月）における 都銀9社のバランスシートの主要項目の変化（合計値）を示しているが、債券の保有が減少した分日銀当座預金が増えている。債券の利回りは一般に当座預金に与えられる付利より高いため、結果的にキャリー収入を犠牲にするオペレーションである。後に金利が上昇しなければ、犠牲したキャリー分が全体の収益へのプレッシャーとなるため、国債を買い戻すインセンティブが生まれる。低ボラティリティ環境が継続すれば上記のサイクルが繰り返され、金利がさらに低下する可能性も否定できない。

資産の部	兆円	負債の部	兆円
現金預け金	+22	預金	+2
当座預金	+17	...	
有価証券	-31		
株式	+1		
債券	-24		
その他	-7		
貸出金	+2		
...			

出所：決算資料、モルガン・スタンレー・リサーチ

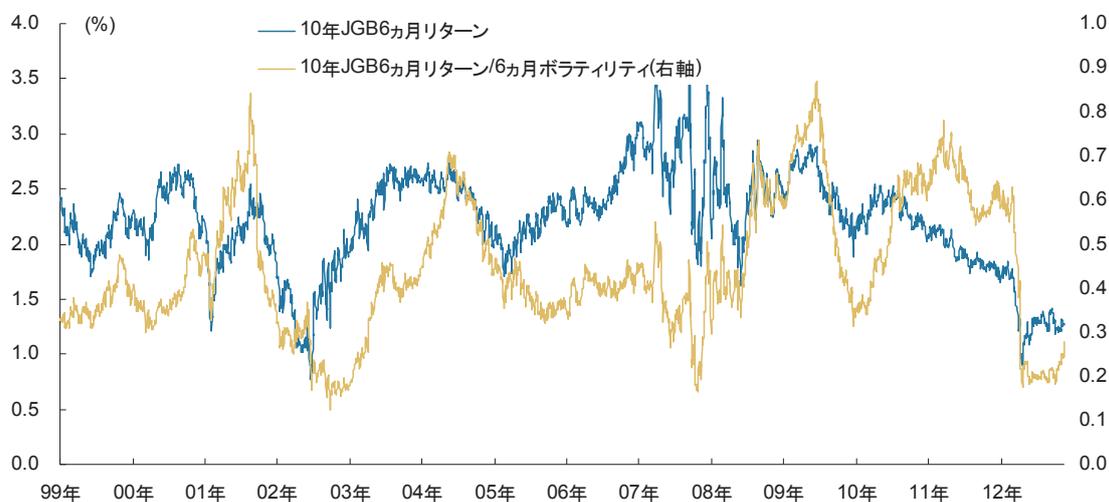
これまでは日銀の思惑通りだが、超低金利は潜在的に大きなリスク

これまでの動きは、まさに日銀の思惑通りといえよう。日銀の最終的な政策目標は実質金利を下げることであり、政策金利がゼロ制約に縛られる中で、実質金利を押し下げるために期待インフレ率を名目金利以上に上昇させることを目指している。インフレ期待を醸成するために2%インフレ目標を導入し、2年間で達成する意向を強く示す。一方、名目金利を抑えるために需給に働きかけ、名目金利からリスク・プレミアムを削減するのである。期待インフレの動向は非常に計りにくいですが、リスク・プレミアム削減についてはかなり成功しているといえよう。現在のイールド・カーブから

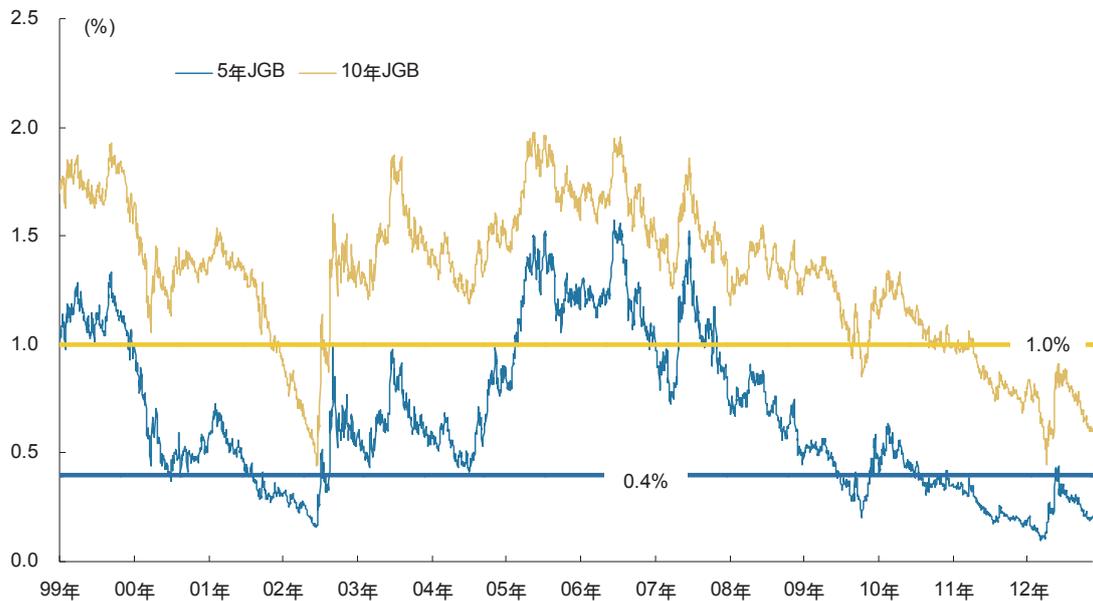
算出される、日銀が当初想定した2%インフレ目標達成時点である1年半後の10年フォワード金利は0.8%台前半、5年後の10年フォワード金利でも1.6%程度である。インフレ目標が日銀の想定通りに達成されるとすれば、その後10年間にかけて平均して-1%以下の実質金利が継続するというプライシングとなる。5年間後に達成されると想定しても、長期に渡る大幅マイナス実質金利がインプライドされている。このように、今のところインフレ目標が達成される前提では、日銀の金融政策が極めて成功しているということである。

しかし、過剰なリスク・プレミアム低下は後に大きな波乱の原因となり、2003年のVaRショックのような相場がいずれ訪れる可能性も否定できない。まず、リスク・プレミアムが低下すると一つの資産クラスとして魅力度が落ちる。国債の期待リターン（キャリーとロールダウン）は既に歴史的に低く、ボラティリティ対比でも極めて低い。すなわち、市場リスクの観点から現在の金利水準では国債は歴史的に見て非常にリスクな投資になっているのである。

また、超低金利環境が長引くことにより金利上昇に対する国債市場全体の頑健性が益々低下する。600兆円程度の市場残高（TDBを除く）に対して、平均して毎年120兆円程度の新規国債が発行される。すなわち、市場全体の約20%の国債が毎年入れ替わることになる。5年金利と10年金利は2011年からそれぞれ0.4%と1.0%を下回って持続的に推移するようになったが、これらの水準は過去に比べて異常に低い。その2年間で国債投資家が保有しているものの中で半分程度が非常に低い金利水準で発行されたものということになる。実際、残存している5年債と10年債のうち、それぞれ64%と26%が0.4%と1.0%以下のクーポンで発行されている。この金利水準が数年間継続すれば国債投資家は極めて単価の高いポートフォリオを保有することになる。そのため、超低金利から正常化が始まれば急速に損失に陥る蓋然性が高い。特に日銀が緩和政策の出口を探る頃には買い支える強力な買い手がいなくなる（場合によっては日銀は売り手になる）ため、急速な金利上昇と市場が乱高下する可能性も否定できない。2013年の6-9月に米市場においてtapering（国債買入減速）懸念により米金利が急騰したが、日本の場合、銀行セクターの国債依存度が極めて高いためそのインパクトより大きいかもしれない。



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ



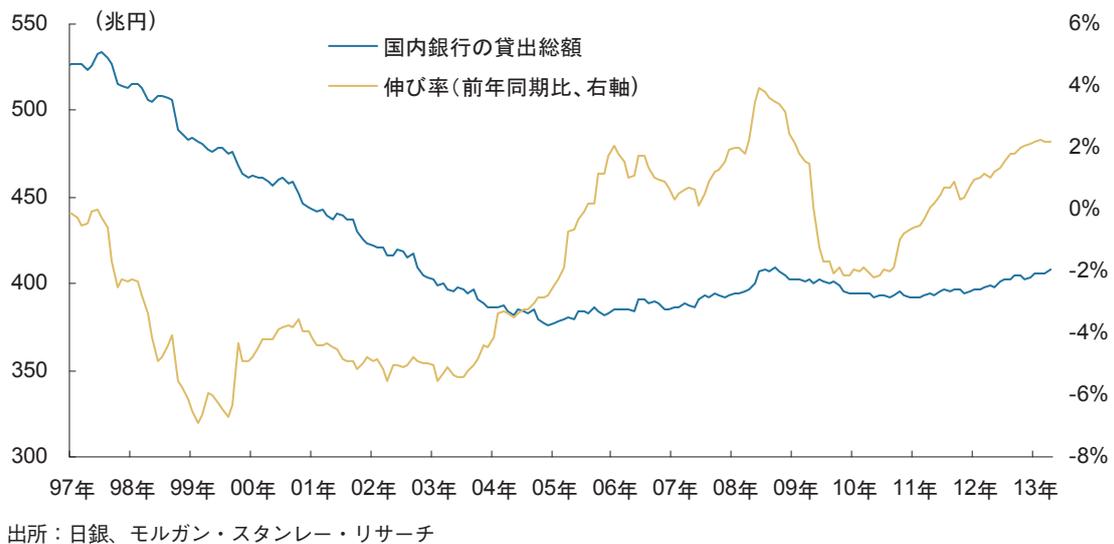
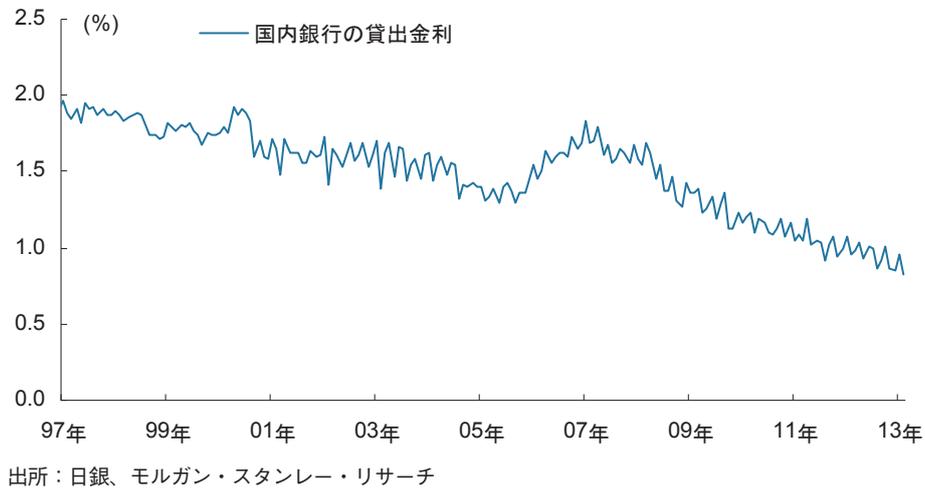
出所：モルガン・スタンレー・リサーチ

「脱国債」も期待できない

日銀の狙いの一つは銀行の国債依存度を低下させることである。金融部門が国債から貸出しや株式、不動産などのリスク性資産へシフトすることで経済が活性化されるというポートフォリオ・リバランス効果をこれまで繰り返して強調してきた。また、外貨建て資産への投資の増加に伴い円安効果も期待されている。マクロレベルの視点で見れば、日銀は国債を買い入れることで金融部門から（国債からの）キャリー収益を吸収し、金利低下を誘導することにより国債を一つの資産クラスとして極めて魅力の低いものにし、国債中心の運用から脱出することを促している。そうなれば、将来金利が大きく上昇してもある程度ダメージを吸収できると期待される。

しかし、「脱国債」はそれほど簡単ではない。まず、金融部門全体が保有する国債の量は（日銀買入分を除いて）変わらない。すなわち、国債を売って他の資産を買う意味での「脱国債」は金融部門の全体レベルでは起こりえない。リバランスとはバランスシートを拡大してリスク性資産を増やすことと理解した方が正しい。例えば、銀行部門が貸出しを増やすとバランスシート上では資産側に貸出し、負債側に預金が同額で増える（貸出しは最終的に同額の預金を創り出す）。その結果、貸出しの増加分だけバランスシートが拡大されるのである。銀行が国外で貸出しを増やしても、生命保険会社が為替フォワードで外貨を調達し外債を購入しても同じことである。ただ、問題は現在の金融部門のバランスシートの拡大能力がどれほどあるかである。銀行が貸出しを増やそうとしても、既に貸出金利が低下する余地は極めて限られており、また、民間の資金需要も超低金利環境下で長らく低迷しており、今後急速に伸びる可能性は低かろう。今のところ期待できるのは国内ではなく海外での融資である。都市銀行を中心に中南米、アジアなどエマージング市場でこれまで順調に融資を増やしている。ただし、海外融資の規模はまだ非常に小さく、銀行セクター全体でみると海外での貸出

しは貸出し全体の2%にも満たない。また、最近、南米諸国を筆頭に景気減速の懸念が台頭しており、資金需要減退と不良債権化リスクが高まっている状況を踏まえると、海外融資が今後収益の柱となることは極めて蓋然性が低い。



結局、国債依存の高い銀行部門の収益構造は簡単には変わらない。リスク・プレミアムを削減して国債のリターンを低下させる日銀の金融政策は銀行セクターにとって潜在的に大きなリスクを伴う政策である。リスク・プレミアムは、言葉の通り、リスクに対する対価である。本来、その対価を正しく評価するのが市場の極めて重要な機能である。日銀の干渉でリスク・プレミアムが大きく下げられたことから、そのリスク評価機能が損なわれているといっても過言ではない。これも、銀行セクターに限らず、ある種の社会的コストであり、日銀にとって実質金利を引き下げのために必要な代償であろう。しかし、時間が経過すると伴にその代償が大きくなっていく可能性があり、将来、超低金利から平穏な正常化は期待しにくい。

世界の郵政関連企業の民営化の現状

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. はじめに

日本で郵政民営化が議論され始めたのは、1996年の橋本内閣の下での「行政改革会議」である。翌年8月に中間報告が出され、その中で初めて「郵政民営化」が政府報告として盛り込まれ、郵便は国营、郵貯は民営化を準備、簡保は民営化という案が出された。しかし、その後数年間民営化議論は進まなかったが、1999年5月に小泉純一郎が会長を務める「郵政民営化研究会」が立ち上がり、郵政民営化の実施計画として、郵政持株会社の傘下に郵便会社、地域別の郵貯銀行、地域別の簡保会社をそれぞれ設ける案を提示していた。2001年1月6日に実施された中央省庁再編により、郵政省の郵政行政及び郵政事業部門は、それぞれ総務省郵政企画管理局と郵政事業庁に再編された。その後、2003年4月1日に郵政事業庁が特殊法人である日本郵政公社となった。議論を郵貯だけに絞ると、郵便貯金に対して全額預託義務があったのは1986年度までであり、1987年度からは金融自由化対策資金として自主運用が始まっている。その後、預託金がゆうちょ銀行の資産から消えたのは、2010年度である。つまり、全額自主運用になったのは、2010年度からであるが、郵政民営化は郵政民営化関連法案が成立した2005年10月から始まったといえよう。当時成立した郵政民営化関連法案では、郵政を4事業に分け（郵便事業、郵便局、ゆうちょ銀行、かんぽ生命）その上に持株会社（日本郵政）を置くという内容で、そのうちゆうちょ銀行、かんぽ生命の2社の株式を10年以内に全額売却するとの規定であった。現実に5社体制になったのは2008年10月1日であった。しかし、その後の郵政民営化見直し法案では、持株会社（日本郵政）の株式の三分の一を残して売却し、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の株式については売却義務を努力規定にするというようにトーンダウンしている。現在では、日本郵政の株式をいつごろ、どれくらい売却（IPO）するかが議論の焦点となっている。

本稿では、欧州各国の郵便貯金銀行（郵政関連事業を含む）の民営化の実態がどのように推移しているかを示し、日本の郵政民営化の現状確認としたい。

2. ドイツの郵政民営化

1987年、ECでは、国際競争を生き抜くために域内での電気通信規制の自由化が提言された。これを受けてドイツでは郵政改革が進められた。同年には「郵政三事業（郵便・郵便貯金・電気通信）の郵便電気通信省からの分離・公社化案」が提出された。1989年、「ドイツ連邦郵便経営基本法」が成立し、7月、ドイツ連邦郵便（独名：Deutsche Bundespost）が分割民営化された。従来の3事業一体経営が、それぞれ独立の郵便（ドイツポスト：Deutsche Post）、通信（ドイツテレコム：Deutsche Telekom）、と郵貯（ドイツポストバンク：Deutsche Postbank）の3つの国営事業体（企業）に分割された。これは、従来の行政事務と企業経営とが混在していたものを改め、企業的業務のみを遂行するための措置であった。

1990年代には、高賃金、社会保障費が企業の重荷となり景気が悪化、失業率も10%台まで上昇した。また、東西ドイツ統一に伴う公共部門の比重の増大も顕著となったことで構造改革がますます必要とされるようになり、郵政改革を後押しすることになった。1994年にはドイツ連邦共和国基本法が改正され、利用者本位の企業的経営、国際競争力の確保（特に、電気通信事業）のため、1995年、ドイツポストバンクを含む3公社はそれぞれ株式会社化された。

1995年1月、ドイツポストバンクは信用制度法による免許を受けた金融機関となった。しかし、政府は1998年12月保有していたドイツポストバンク株式を郵便事業を行っているドイツポスト(Deutsche Post) にすべて売却した。ドイツポストは、子会社となったドイツポストバンクと共に、郵便局店舗網をフル活用すべく共同販売戦略を打ち出した。それが効を奏し、ドイツポストバンクの収益状況が改善されたため、2004年6月に新規株式公開(IPO)を踏み切った。

表1 ドイツポストバンクの主要財務指標

	営業収益 (mil€)	営業利益 (mil€)	純利益 (mil€)	E P S (€)	発行済株数 (mil株)	自己資本 (mil€)	預金 (mil€)
1995	2,275	220	116	0.71	164.00	2,208	46,844
1996	2,167	-637	-642	-3.92	164.00	1,587	49,761
1997	2,159	541	14	0.08	164.00	1,601	49,659
1998	1,924	11	8	0.05	164.00	1,609	52,089
1999	1,977	754	438	2.67	164.00	2,085	53,030
2000	2,326	234	149	0.86	164.00	4,644	63,964
2001	2,599	436	191	1.16	164.00	4,907	62,318
2002	2,606	399	140	0.81	164.00	4,410	66,665
2003	2,668	499	353	2.14	164.00	4,880	73,941
2004	2,926	645	436	2.65	164.00	4,766	80,519
2005	3,176	838	493	3.00	164.00	5,061	78,481
2006	4,522	940	696	4.24	164.00	5,207	101,316
2007	4,643	985	857	5.22	164.00	5,225	110,696
2008	2,747	-1,075	-885	-5.26	168.57	4,952	117,472
2009	3,551	-407	77	0.35	218.80	5,251	131,988
2010	4,241	306	139	0.63	218.80	5,627	136,476
2011	4,025	74	112	0.51	218.80		
2012	4,153	383	280	1.28	218.80		

(出所：bloomberg)

ドイツポストバンクは、1999年から複数の金融機関の買収や決済業務代行の引受(M&A)を通じて、事業拡大を遂げてきた。その内容は表2に示すが、企業の購入15件、売却5件となっている。

表2 ドイツポストバンクのM&A

1999/9/3	DSL Holdings株式を81.26% (276mil€) 取得。(不動産業務強化)
2000/5/26	ドイツ地域開発公庫の株式を100%取得。
2001/9/26	BHF Holdingsの株式を100%取得。(物流金融会社、INGグループから取得)
2002/7/1	DSL Holdings株式を16.24% (55mil€) 取得。DSL Holdingsの株式100%保有。
2002/12/2	CS Direct GmbHの株式を100%取得。(Credit Suisseから取得)
2002/12/2	Credit Suisse Asset Advisoryの株式を100%取得。(Credit Suisseから)
2004/5/1	Dresdner Zahlungsverkehrsserviceの株式を100%取得。(アリアンツから)
2004/7/1	DB Paymentsの株式を100%取得。(ドイツ銀行から取得)
2005/1/1	BHF-Bank/Londonの株式100%取得。(INGグループから)
2006/2/23	BHW Holdingsの株式91.04%取得。(住宅建築貯蓄銀行、エアログループから)
2006/2/24	Hypoportの株式9.5%取得。(決済システム業務代行の引受)
2007/12/31	BHW Lebensversicherung AG (他2社)の株式50% (550mil€) 売却(ランクスへ)
2008/2/13	BHW Holdingsの株式1.57%取得し、保有比率は98.43%となる。
2008/9/30	Private Client Portfolioの株式100% (102.9mil€) 取得。(アリアンツから)
2009/8/1	Privat Investment kapitationの株式100%を売却。(KAS Bank NVへ)
2010/2/1	Payment handling activitiesの株式100%取得。(HSH Nordbankから)
2010/6/22	277 Branches100%取得。(ドイツポストから)
2011/3/25	First Blue Home Financeの株式100% (10790milINR) 売却。(Dewan Housing へ)
2012/6/15	Asset Managementの株式100%売却。(DWS グループへ)
2013/6/24	Cre lending Portfolio100%売却。(三菱UFJFG へ)

(出所：bloomberg)

ドイツ銀行は2008年からリテール金融分野の強化のためドイツポストバンクの買収を進めた。株主であるドイツポストは、2009年2月からドイツ最大の銀行であるドイツ銀行にドイツポストバンクの株式の62.3%を計画に基づき順次売却することに決めた。ドイツ銀行は、株式市場からの公開買付を含め、2010年12月までに株式の過半数(51.98%)を購入した。2012年1月10日には、ドイツ銀行はドイツポストバンクと、支配契約及び損益譲渡契約(domination and profit and loss transfer agreement)の交渉に入り、2012年2月には、従来の持分に加え8,642万株(転換社債:27.4%(5,995万株)、

オプション：12.1% (2,647万株) のドイツポストバンク株式を購入し、ドイツポストバンクにおける持分は合計2億490万株 (同93.7%) となった。2012年9月、ドイツ銀行は、DBフィナンツ-ホールディング GmbH (ドイツ銀行の100%子会社) を支配会社、ドイツポストバンクを被支配会社とする支配および損益移転に関するドイツポストバンクとの契約を交わした。2012年9月11日、この契約はケルンの高等裁判所において承認された。そのうえ、既にドイツポストバンクの年次株主総会で承認されており、2012年6月に商業登記もされている。これにより、ドイツ銀行は相乗効果を生み出すことが可能となった。なお、ドイツポストとドイツポストバンクとは、協力関係の契約を締結しており、2020年まで延長されている。2008年から始まったドイツ銀行によるドイツポストバンクの買収は、典型的な友好的M&Aであり、ドイツポストが買収相手にドイツ銀行を選んだということである。

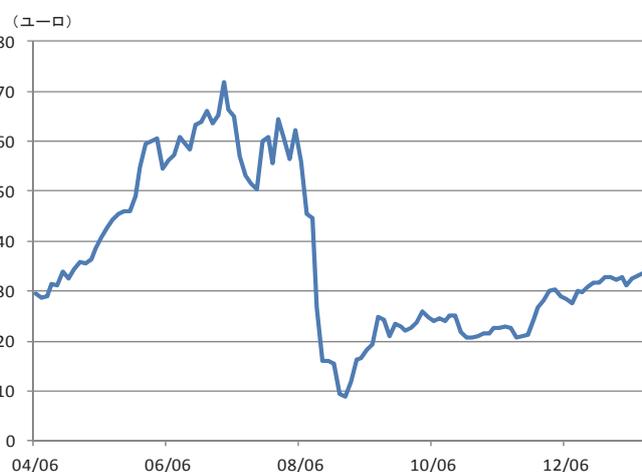
表3 ドイツ銀行によるドイツポストバンクの買収経緯

期間	ドイツ銀購入株数(千株)	発行済み株数(千株)	割合	価格	金額(千ユーロ)	ドイツ銀行保有株数(千株)	割合	備考
2009/2/25	37,556	164,000	22.90%	29.29	1,100,000	37,556	22.90%	少数持分の売却(株式割当)
2009/2/25~2010/11/24	27,975	218,800	12.79%			65,531	29.96%	市場から購入
2010/11/24	48,202	218,800	22.03%	25.00	1,205,040	113,733	51.98%	公開買い付け(友好的M&A)
2010/11/24~2012/2/28	4,814	218,800	2.20%			118,546	54.18%	市場から購入
2012/2/28	59,951	218,800	27.40%	45.04	2,700,000	178,497	81.58%	転換社債を株式化
2012/2/28	26,475	218,800	12.10%	42.80	1,129,920	204,972	93.68%	オプションを行使
2012/2/28~2012/12/31	918	218,800	0.42%			205,890	94.10%	市場から購入
市場購入以外合計(平均)	172,184			35.63	6,134,960			

(出所：Bloomberg)

ドイツポストバンクの上場来の株価推移をみると、30€前後で始まった株価はリーマンショック前の2007年には70€を超えた。この期間では売上に当たる営業収益も順調に伸び、営業利益も史上最高を更新する勢いであったが、リーマンショックで営業収益は半減し、営業利益は大赤字に陥った。無論、株価も70€から10€以下へと暴落の憂き目にあったのである。その後、営業収益、営業利益も徐々に回復すると共に、株価も30€前後(2013年)回復してきた。また、ドイツでは、郵便貯金銀行であるドイツポストバンクのほかに、ドイツポスト(郵便事業)およびドイツテレコム(通信事業)が民営化され、上場を果たしている。

図1 ドイツポストバンクの株価推移



ドイツテレコム(通信事業)が民営化され、上場を果たしている。ドイツポストについては、1998年12月にドイツポストバンクの株式をすべて購入しており、2004年6月にドイツポストバンクのIPOを行った後、ドイツ銀行に売却している。前述のように、ドイツポストバンクは、1999年から2013年の14年間で20件のM&A(企業の買収)を行っているが、ドイツポストは同期間でそれを大幅に上回る102件のM&Aを行っている。内訳としては、企業の買収71件、売却31件となっており、全体の内容を表4に示す。買収した業種としては、運輸・サービス業(手紙・小包などの配達)が圧倒的に多いが、航空関連、インターネット関連の会社も含まれる。2001年から2013年までの約12年間で、グローバルに行われたM&Aの総件数は33万件、総額は29兆米\$に達する(出所Bloomberg)。業種別には、通信関連が最も多く総額2兆\$に達するが、運輸関連は4700億\$程度である。それを考慮すると、ドイツポストが行ったM&Aの件数および総額はそれほど大きくはない。

表4 ドイツポストのM&A (企業の買収)

期日	買収企業	所在国	業種	保有比率	金額	買収相手
1998/3/20	McPaper	ドイツ	小売-事務機器	100%		Helitz AG
1998/6/29	DHL International UK	イギリス	運輸・サービス	22.50%		
1998/7/1	DHL Worldwide Express①	アメリカ	輸送・物流サービス	22.50%		
1998/12/4	Distribution division	イギリス	その他商業	50%	223.4mil£	G4S Holdings
1998/12/31	Ducros Services Rapides SA	フランス	鉄道貨物輸送	99.23%		
1999/4/19	Danzas Holding AG	スイス	輸送・物流サービス	100%	1255.1milCHF	
1999/5/3	YellowStone International Corp	アメリカ		100%		
1999/6/30	Webeagentur Jansen GmbH	ドイツ		100%		
1999/7/8	Guipuzcoana Euro Express	スペイン	運輸・サービス	49%		
1999/9/24	European Transport & Distribution unit	オランダ	輸送・物流サービス	100%		Royal P&D Nedlloyd NV
1999/10/4	Orgaidis	フランス		100%		
2000/1/1	Trans-o-flex GmbH foreign subsidiaries	ドイツ	運輸-トラック	100%		
2000/2/15	Air Express International Corp	アメリカ	運輸-空運	96%	1124.19mil\$	
2000/3/1	Herald International Mailings	イギリス		100%		
2000/4/14	Global Freight Exchange	イギリス	運輸・サービス	100%		
2000/2/15	International Mail Division			100%		
2000/4/30	Quick Mail	アメリカ	運輸・サービス	100%		
2000/7/4	Sky Mail	オーストリア		100%		
2000/7/12	International Postal Consultants Inc.	アメリカ	運輸・サービス	100%		
2000/7/27	Societa Autostrade Valdostane SpA	イタリア	公共道路関連	100%		
2000/9/15	DHL Worldwide Express②	アメリカ	輸送・物流サービス	50.64%	888.54mil€	
2001/2/6	Deca Express SA	チリ	運輸-空運	100%		
2001/8/31	Kelpo Kuljetus Fi Oy	フィンランド	運輸・サービス	51%		
2001/12/3	Scandinavian Garment Service AS	デンマーク	運輸・サービス	100%		
2002/1/1	BHF USA Holdings	アメリカ	商業銀行	100%		
2002/1/22	Universal Air	スウェーデン	運輸・サービス	50%		
2002/5/17	Servisco Sp zoo	ポーランド	運輸・サービス	40%		
2002/7/1	Logistics ops	スイス	運輸・サービス	100%		スイスコム (公共通信)
2002/9/20	Guipuzcoana Euro Express①	スペイン	運輸・サービス	2%		
2002/10/22	DHL Worldwide Express③	アメリカ	輸送・物流サービス	75.64%	550mil€	ルフトハンザグループ
2002/11/1	Interlanden BV①	オランダ	広告サービス	70%		Wegener NV(地方メディア)
2002/12/3	DHL International Ltd	イギリス	運輸・サービス	24.40%		
2003/1/1	Ich-zieh-um.de GmbH	ドイツ	運輸・サービス	100%		
2003/1/10	Stock Express	フランス	運輸・サービス	100%		
2003/1/13	Casa di Spedizioni Spa	イタリア	運輸・サービス	100%		
2003/2/14	RP Holding BV	オランダ	運輸・サービス	100%		
2003/7/3	Securicor Omega Holdings	イギリス	運輸・サービス	50%		
2003/7/7	Fixed line maintenance ops	スイス	運輸・サービス	100%	8milCHF	スイスコム (公共通信)
2003/8/18	Air Borne Inc	アメリカ	運輸-空運	100%	1187.46mil\$	
2003/12/31	EntriumCity	ドイツ	投資顧問会社	100%		INGグループ (保険)
2004/1/31	Speedmail International Ltd	イギリス	運輸・サービス	100%		
2004/4/20	Interlanden BV②	オランダ	広告サービス	100%		Wegener NV(地方メディア)
2004/5/30	Quickpak Inc	アメリカ	運輸・サービス	100%		
2004/5/30	SmartMail LLC	アメリカ	運輸・サービス	100%		
2004/9/27	Guipuzcoana Euro Express②	スペイン	運輸・サービス	100%		Investgi Sl(イタリア運輸)
2004/11/22	Logistics operations	ドイツ	運輸・サービス	100%		ダイヤモンド
2004/11/8	Blue Dart Express Ltd①	インド	運輸・サービス	68%	6466.68milINR	
2004/11/30	Unipost	スペイン	運輸・サービス	38%		
2005/1/1	Express Couriers	ニュージーランド	運輸・サービス	50%		
2005/3/17	tras-o-flex Schnell-Lifedienst GmbH	ドイツ	運輸・サービス	75.20%		バイエルン州立銀行
2005/3/18	Logistics business	ドイツ	運輸・サービス	100%		アルカンドー (ドイツ小売)
2005/3/31	Blue Dart Express Ltd②	インド	運輸・サービス	81%		
2005/6/30	transportes Alverz Silva SA	スペイン	運輸・サービス	100%		
2005/12/14	Exel Ltd	イギリス	運輸・サービス	100%	3959.29mil£	
2006/3/31	Milliam Lea Ltd①	イギリス	印刷-商業用	66%		
2006/3/31	PPL CZ sro	チェコ	運輸・サービス	100%		
2006/7/12	Kelpo Kuljetus Fi Oy	フィンランド	運輸・サービス	49%		
2006/8/31	Blue Dart Express Ltd③	インド	運輸・サービス	100%	2479.57milINR	
2007/6/12	ASTAR Air Cargo Inc	アメリカ	航空	49%		
2007/6/28	Polar Air Cargo Worldwide Inc	アメリカ	運輸-空運	49%	150mil\$	
2008/4/10	DHL Pakistan	パキスタン	運輸・サービス	51%		
2008/4/30	Milliam Lea Ltd②	イギリス	印刷-商業用	96%	199.4mil£	
2008/6/30	Exel-Sinotrans Freight Forwarding Co.Ltd	中国	運輸-空運	50%		中外運空運発展
2010/3/1	DHL Holdings UK Ltd	イギリス	運輸-空運	100%		
2010/8/24	Nugg.ad AG	ドイツ	広告代理店	100%		
2011/4/4	Adcloud GmbH	ドイツ	インターネット・コンテンツ	100%		
2011/6/1	Standard Forwarding LLC	アメリカ	運輸・サービス	100%		
2008/4/30	Tag Equuity Co Ltd	イギリス	印刷-商業用	100%		
2011/7/12	Tag Worldwide Group Ltd	イギリス	広告サービス	100%		
2011/9/20	LifeConEx LLC	ドイツ	運輸・サービス	50%		ルフトハンザグループ
2012/4/7	Dhl Lemuir Logistics Pvt Ltd	インド	運輸・サービス	24%		
2012/7/10	IntelliAd Media GmbH	ドイツ	インターネット・アプリケーション	100%		
2013/11/1	Allgemeiner Deutscher Automobile(合併予定)	ドイツ	運輸・サービス	50%		
2013/11/1	Adac Beteiligungs-und Wirtscha(合併予定)	ドイツ	商業サービス	未定		

(出所：Bloomberg)

表4 ドイツポストのM&A (企業の売却)

期日	売却企業	所在国	業種	保有比率	金額	売却相手
1999/5/7	DTZ Zadelhoff Holdings	ドイツ		100%	7.54mil€	DTZ Holdings(英-不動産管理)
1999/10/25	500 Apartments	ドイツ		100%		Bau-Verein zu Hamburg AG(独-不動産管理)
2000/10/22	Transerra	スペイン		100%		Grupo Logisico Santos SL(スペイン-流通卸売)
2001/1/16	8 Logistikcenters	ドイツ	電気-総合	100%		イーオン(独-電気総合)
2001/6/30	Deutsche Post Wert Logistik GmbH	ドイツ	運輸・サービス	100%		G4S Holdings(英-セキュリティサービス)
2001/7/13	Nedlloyd Road container ops	オランダ	運輸・サービス	100%		Wijngaard Natie(ベルギー-運輸・サービス)
2003/1/1	eVita web site	ドイツ	ウェブポータル・ネット	100%		Jubii Europe NV(蘭-ウェブポータル・ネット)
2005/1/1	Mcpaper AG	ドイツ	小売・事務機器	100%		マネジメントグループ(米)
2005/9/18	LBC Sweden AB	スウェーデン	運輸・サービス	100%		Litorina Capital Management AB(スウェーデン-PE)
2005/9/27	Airborne Inc.	アメリカ	運輸-空運	100%	1.81mil€	Saker Aviation Services Inc(米-航空貨物輸送)
2005/11/9	Fuelserv Ltd	イギリス	商業サービス	100%	23.8mil€	Retail Decisions PLC(英-インフラ・ソフトウェア)
2006/1/31	Deutsche Post Wohnen GmbH	ドイツ	不動産運用	100%		Aurelius Investkapital AG(独-PE)
2006/12/31	Marken Ltd	イギリス	運輸・サービス	100%		スリーアイグループ(英-PE)
2007/3/2	Reclay Vfw GmbH	ドイツ	運輸・サービス	100%		Monitor Clipper Partners LLC(米-PE)
2007/8/9	Van Oesseiaer Pieters Colli Service & DHL Direct Distribution Service	ベルギー	運輸・サービス	100%		オーストリアポスト(オーストリア-運輸サービス)
2007/11/15	土地建物	フランス	住宅-個人	100%	159.8mil€	SEGRO(英-REIT)
2008/7/1	土地建物	ドイツ	不動産運用	100%	1000mil€	ローンスタールファンズ(米-PE)
2009/2/25	ドイツポストバンク株式	ドイツ	商業銀行	22.9%	1100mil€	ドイツ銀行
2009/3/31	3 top logistics sites	ベルギー	倉庫港湾運送	100%	29.7mil€	Warehouses De Pauw SCA(ベルギー-工業REIT)
2010/1/5	UK Domestic parcel business	イギリス	運輸-空運	100%		Home Delivery Network Ltd(英-運輸・サービス)
2010/6/22	277 Branches	ドイツ	商業銀行	100%		ドイツポストバンク
2010/6/30	Ducros Express	フランス	運輸・サービス	100%		Caravelle(仏-多角経営)
2011/1/12	Selektmail Unit in the Netherland	オランダ	運輸・サービス	100%		Sanndd BV(蘭-運輸・サービス)
2011/3/31	Logistics property/Jonkoping	スウェーデン		100%		Brinova Fastingheter(スウェーデン-不動産管理)
2011/9/13	annover Lehrte Industrial Real Estat	ドイツ	REIT	100%		Beos AG(独-コンサルティング)
2012/2/28	ドイツポストバンク株式	ドイツ	商業銀行	22.03%	1129.92mil€	ドイツ銀行
2012/2/29	ドイツポストバンク株式	ドイツ	商業銀行	27.40%	2700mil€	ドイツ銀行
2012/6/30	Express Couriers Ltd & Parcel Direct Group Pty Ltd	ニュージーランド	運輸・サービス	50%		New Zealand Post LTD
2012/10/23	Cargus International Srl	ルーマニア	運輸・サービス	100%		Arbis Capital Partners Sp zoo(ポ-ランド-PE)
2013/6/30	ITG GmbH Internationaie und Logistik	ドイツ	運輸・サービス	100%		Kajo Neukirchen GmbH(独-コンサルティング)
2013/6/30	Domestic Courier business/UK	イギリス	運輸・サービス	100%		Rico Logistics Ltd(英-商業サービス)

(出所: Bloomberg)

表5 ドイツポストの主要財務指標

	営業収益 (mil€)	純利益 (mil€)	EPS (€)	発行済株数 (mil株)	自己資本 (mil€)
1995	13,461	80			
1996	13,652	172			
1997	14,132	751	0.34	1,112.80	1,208
1998	14,669	925	0.42	1,112.80	1,994
1999	22,363	1,117	1.00	1,112.80	2,708
2000	32,708	1,527	1.36	1,112.80	4,080
2001	33,379	1,593	1.42	1,112.80	5,428
2002	39,255	1,375	1.21	1,112.80	5,212
2003	40,017	1,342	1.18	1,112.80	6,165
2004	43,168	1,740	1.43	1,112.80	8,865
2005	44,594	2,448	1.99	1,192.63	12,415
2006	60,545	2,282	1.60	1,202.32	13,952
2007	54,043	1,015	1.65	1,207.47	13,813
2008	54,474	-1,266	-1.40	1,209.00	9,852
2009	46,201	261	0.57	1,209.00	8,273
2010	51,481	2,630	1.10	1,209.02	10,696
2011	52,829	1,266	0.96	1,209.02	11,199
2012	55,512	1,780	1.37	1,209.02	12,164

(出所: Bloomberg)

図2 ドイツポストの株価推移



ドイツポストは、1995年に株式会社化されてから28年経過するが、その間リーマンショック時以外は基本的に一定の利益を出してきており、自己資本も1997年時の10倍に達している(表5参照)。ドイツポストが行った102件のM&Aが収益の安定にどの程度寄与しているかは不明であるが、将来性が低いと言われている郵便事業のみではこのような安定的な収益をあげることはできなかったであろう。また、図2には2000年上場後の株価推移を示すが、株価は、リーマンショック前の最高値(25€前後)にまで上昇している。

なお、ドイツポストの2013年時点での筆頭株主は、ドイツ復興金融公庫(KfW)であり、保有比率は21%である。ドイツ復興金融公庫は、ドイツ政府出資の貸付金融機関であり、実質ドイツ政府の保有といえる。

3. おわりに

世界中どの国でも、郵便関係の事業は国が行って来ていた。貯金事業に関してはイギリスが一番古いとされており、1861年、郵便貯蓄銀行法が制定され、郵便貯蓄銀行が設立されている。

前章では、ドイツの郵政民営化の実態を詳細に見てきたが、イギリスの場合は2011年の郵便法の改正によって、郵便事業を行っているローヤルメールが2013年10月11日に上場を果たしている。10億株のうち、52%を公募、10%を従業員に配布している。公募価格は3.3 ￡であったが、上場後1ヶ月程度で約1.8倍の5.95 ￡にまで達している。このIPOでイギリス政府が手にした額は、約17億 ￡(2700億円)と思われる。

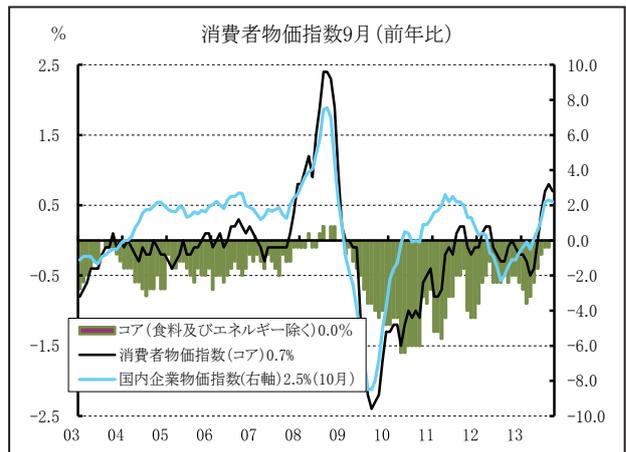
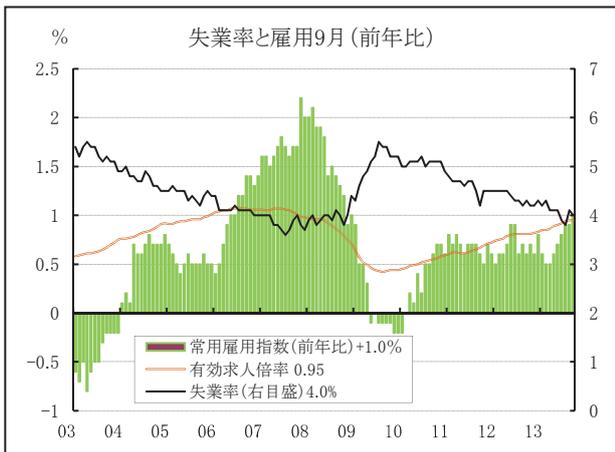
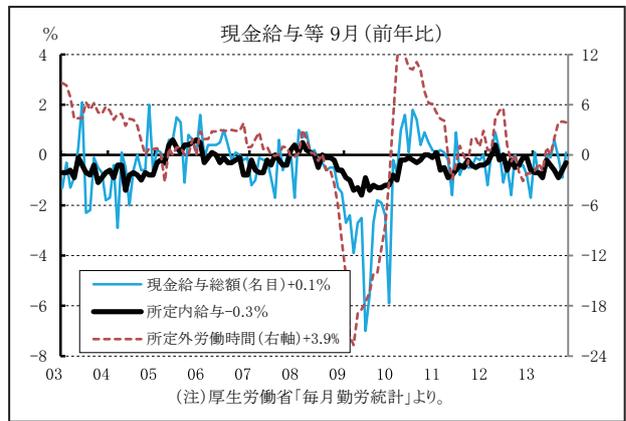
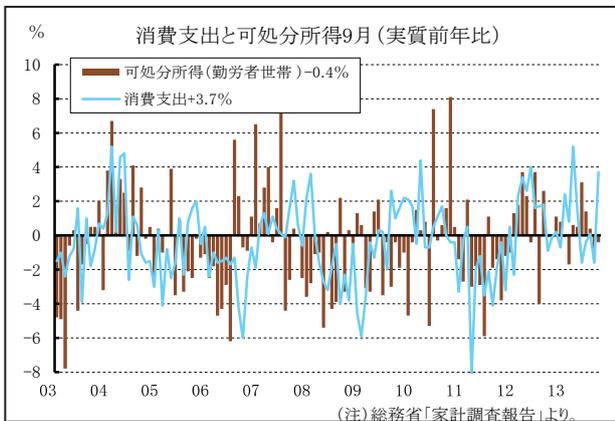
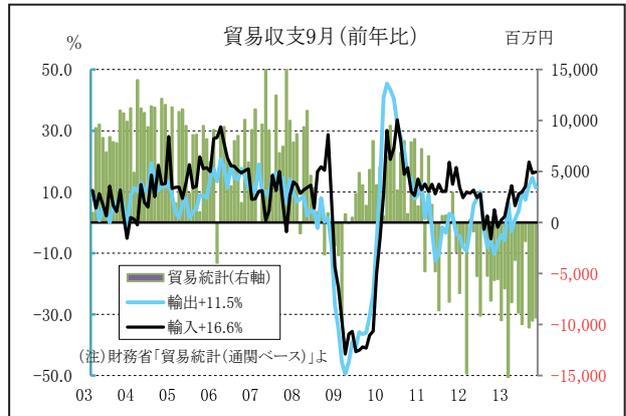
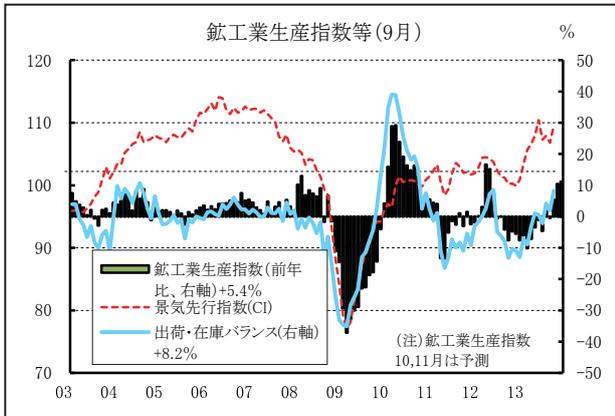
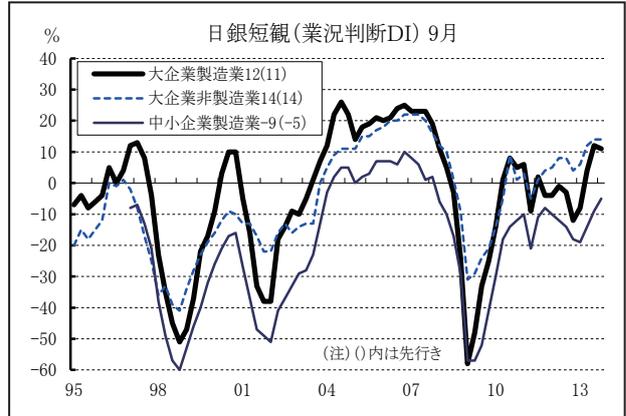
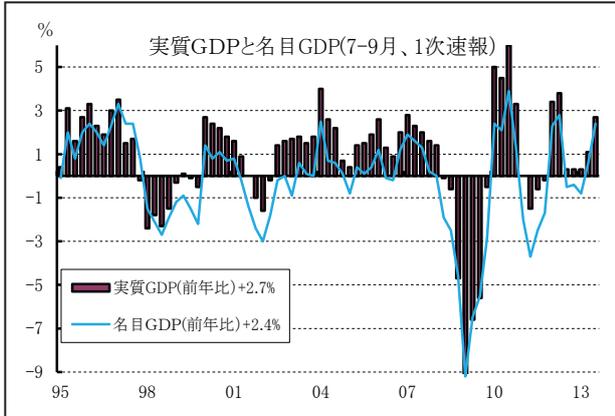
ドイツポスト(郵便事業)の場合は、2000年11月20日に上場しているが、約11億株のうち25%を公募株として売り出している。公募価格は21€であったが、その後の株価は横バイ推移から下落方向であった(図2参照)。当時、ドイツ政府が手にした額は、約58億€(6600億円)であった。ドイツの場合、ドイツポストバンク(郵便貯金)も2004年6月23日にIPOをおこなっている。当時のドイツポストバンクは、ドイツポストの100%子会社となっていた。1億6400万株のうち5000万株(30.5%)を公募価格28.5€で売り出している。ドイツ銀行がドイツポストバンクの買収を進めたのは、その5年後のことである。

フランスでは、2005年に郵便サービス規制法が制定され、2006年、公共企業体ラ・ポストの100%子会社としてバンク・ポスタル(郵便貯金銀行)が設立された。ラ・ポスト自体が株式会社化されたのは、2010年になってからであり、株主はフランス政府77.1%、預金供託公庫22.9%(2011年末)とされている。フランス・バンク・ポスタルの場合、欧州の中央に位置しながら、海外での業務をほとんど行ってこなかったこともあり、リーマンショックの影響を受けずに過ぎ、現在でも経営不振による民営化の機運は現われていない。

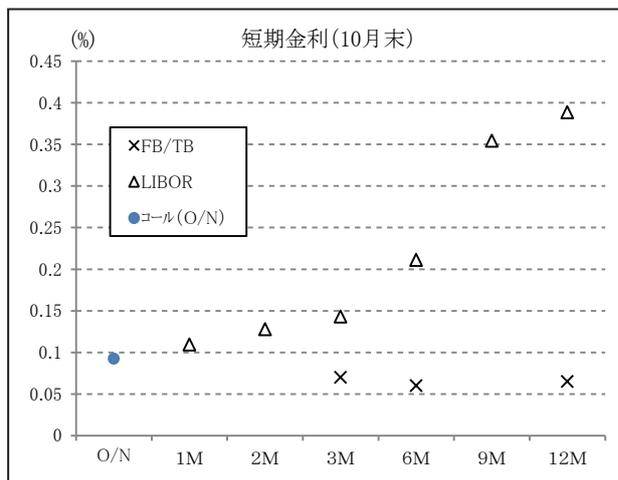
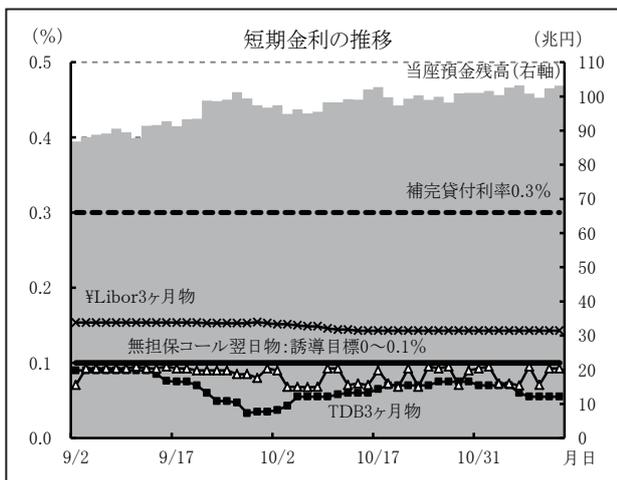
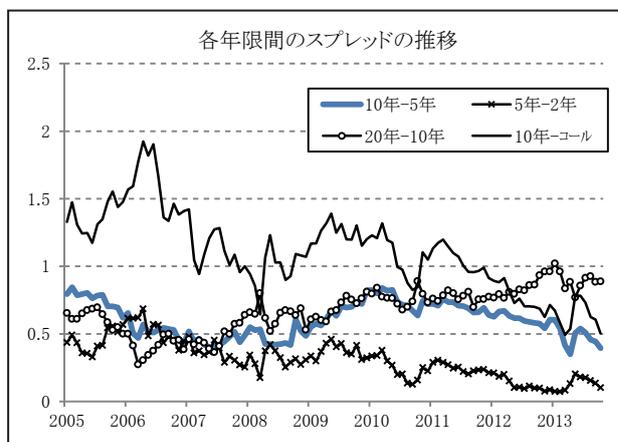
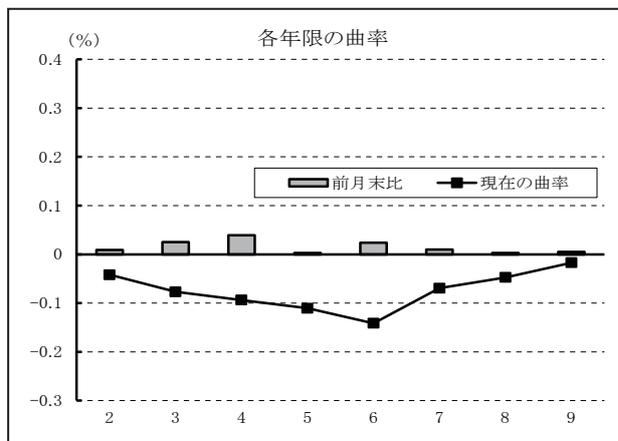
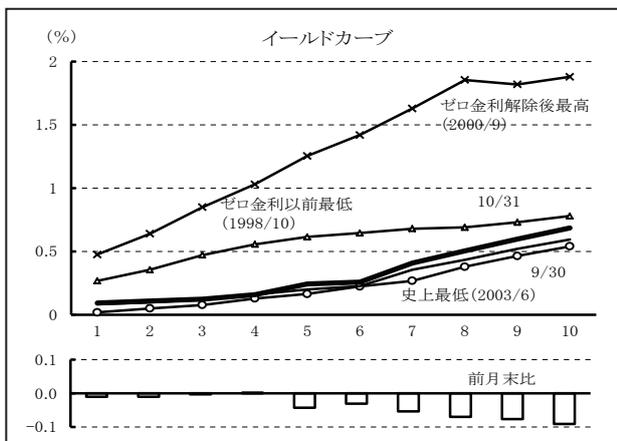
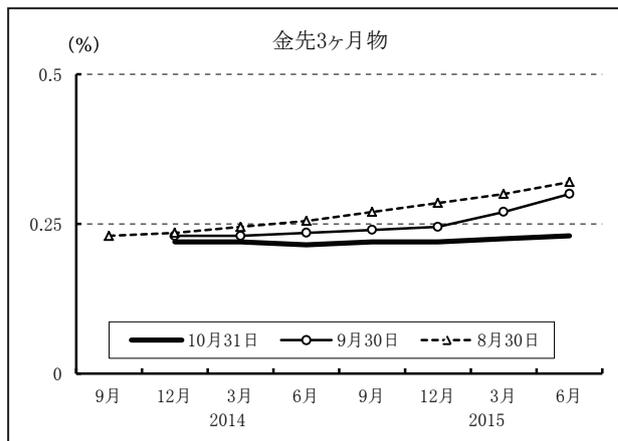
イタリアでは、ポステ・イタリアーネ(イタリア郵政)が1998年に株式会社化され、持株比率は財務省65%、預託貸付公庫35%である。バンク・ポスタ(郵便貯金銀行)は、ポステ・イタリアーネの一部門に過ぎず、バンク・ポスタ自体は株式会社化されていない。バンク・ポスタの業績は、ポステ・イタリアーネの一部門(セグメント会計)としてしか公表されていないが、フランスと同様、リーマン・ショックの影響を受けていないようであり、民営化の機運も高まっていないようだ。

日本では、日本郵政を持株会社としてその下にゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本郵便の3社が株式会社化されている。民営化は、日本政府の収入を増やすために行われる意味合いが大きい。ドイツの場合のように、親会社(ドイツポスト)の株式価値を下げずに、子会社(ドイツポストバンク)の株式を100%売り抜けるには、親会社自体の自己資本の上積みが必要であろう。

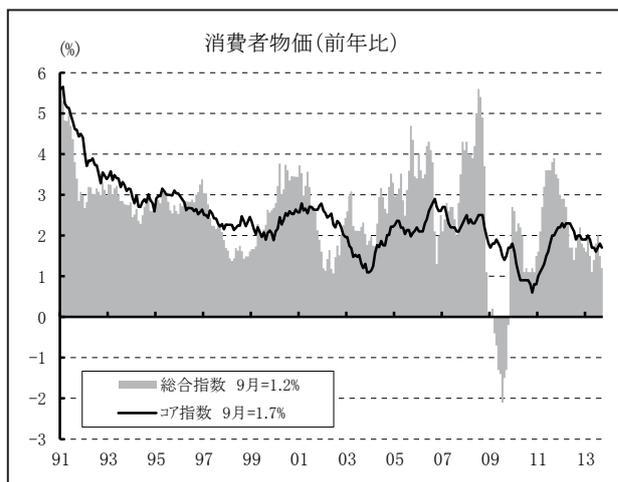
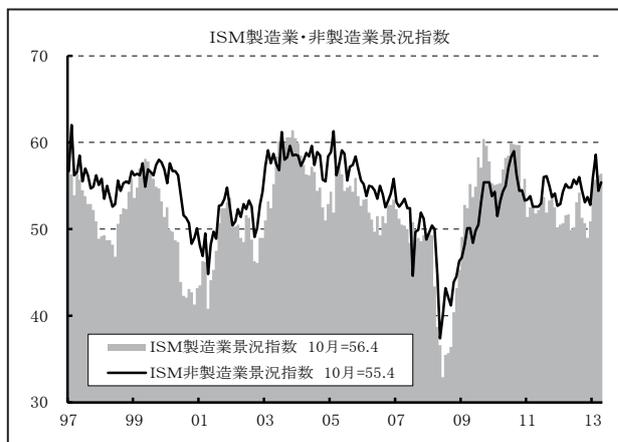
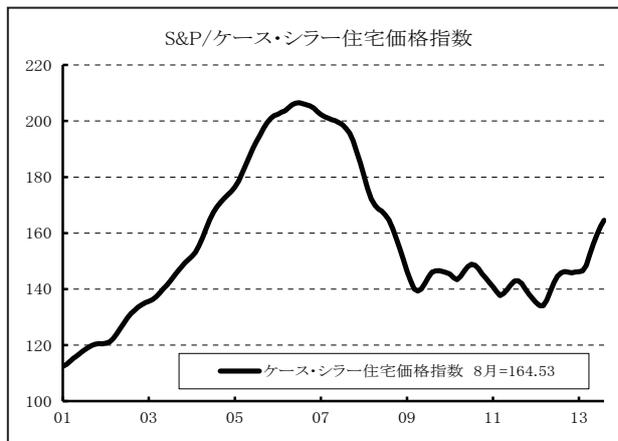
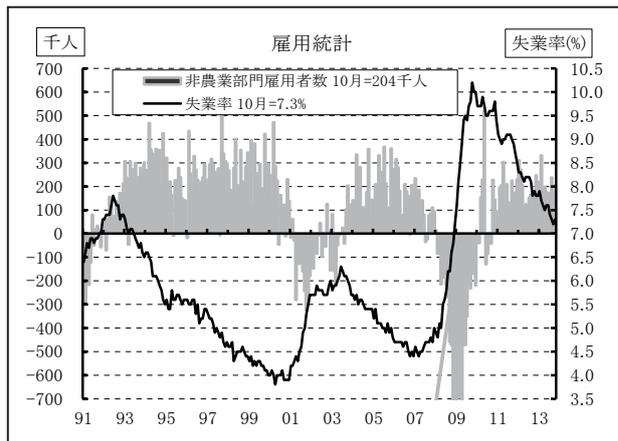
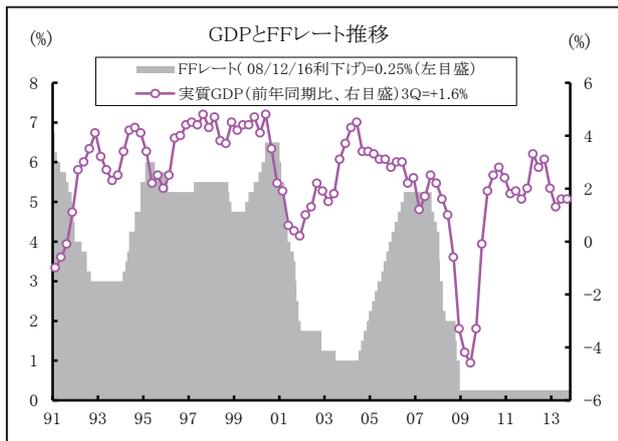
日本 マクロ経済



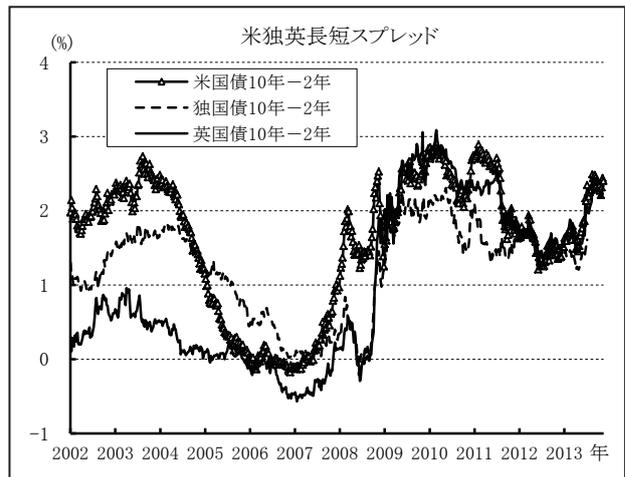
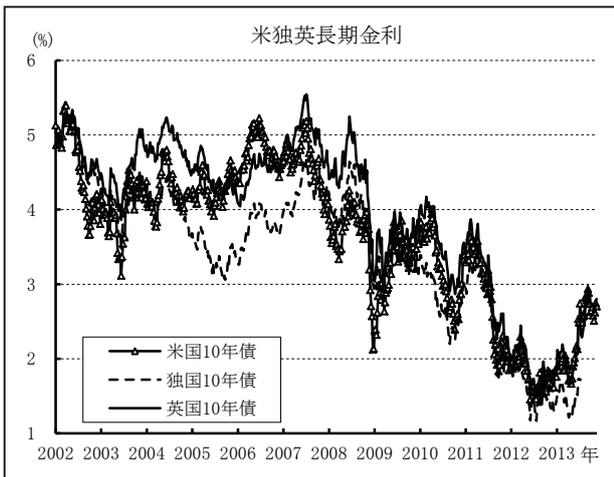
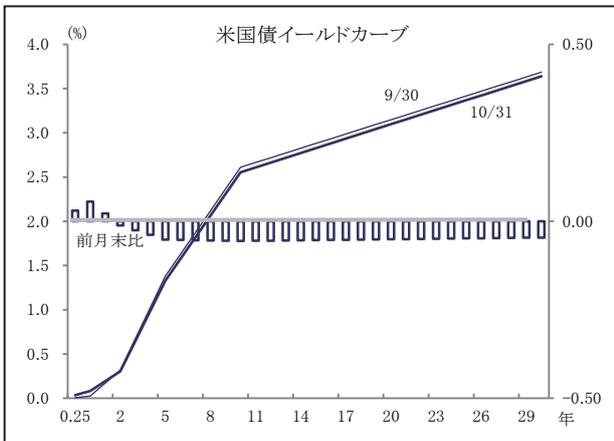
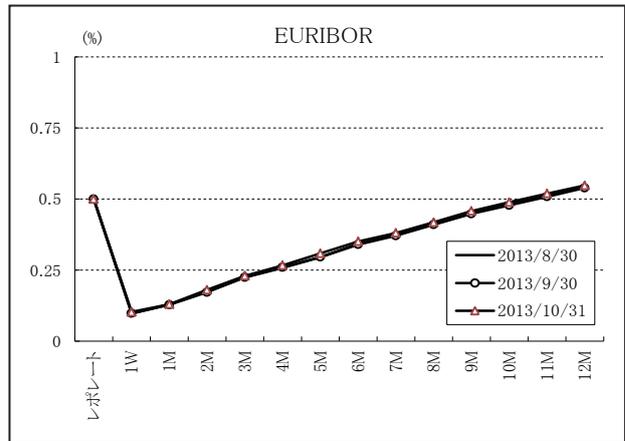
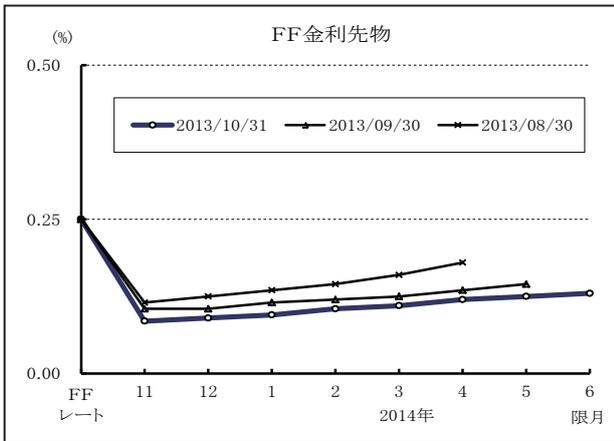
日本 短期・債券市場



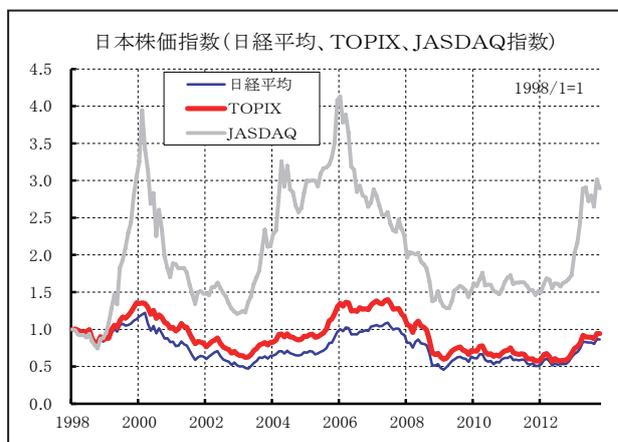
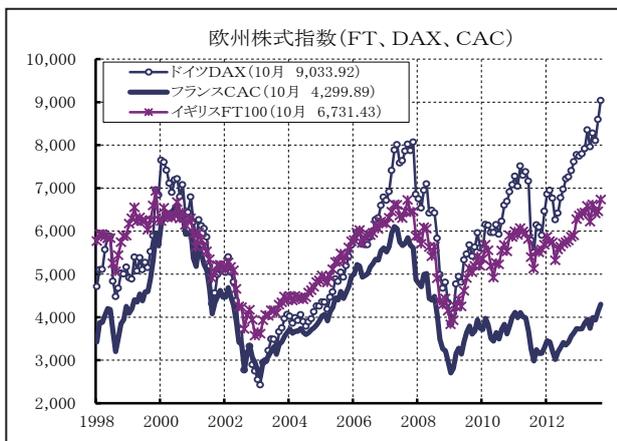
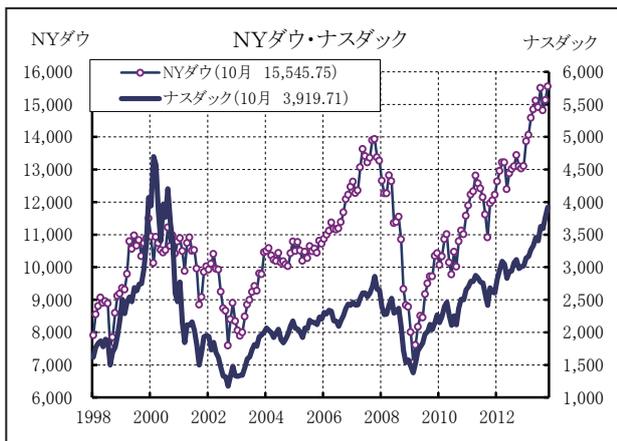
海外 マクロ経済



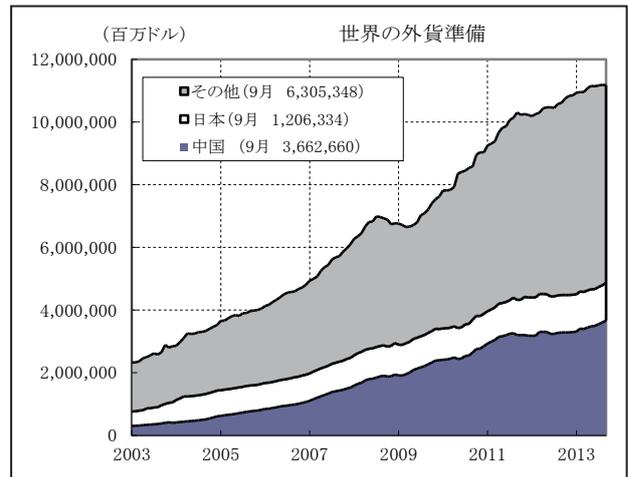
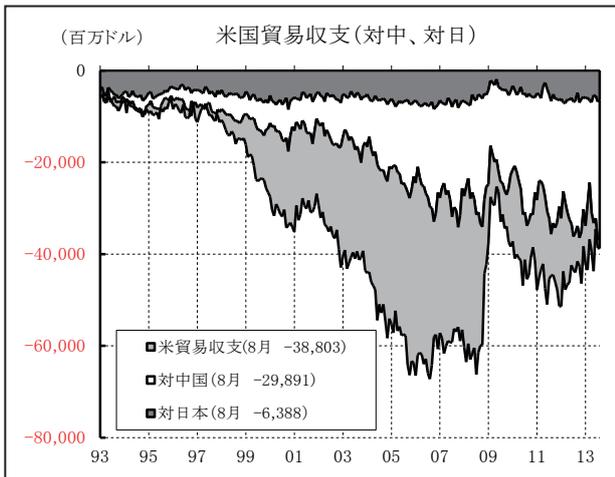
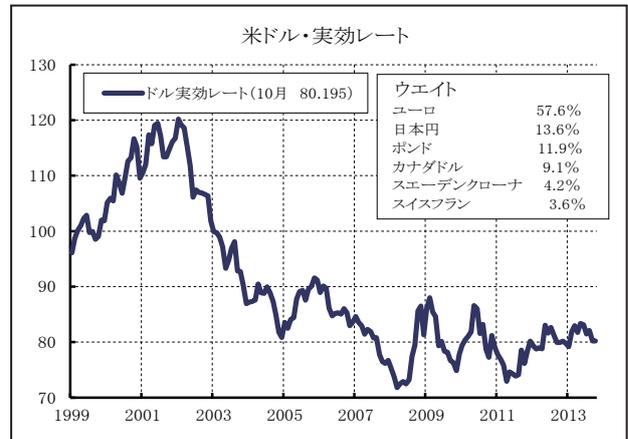
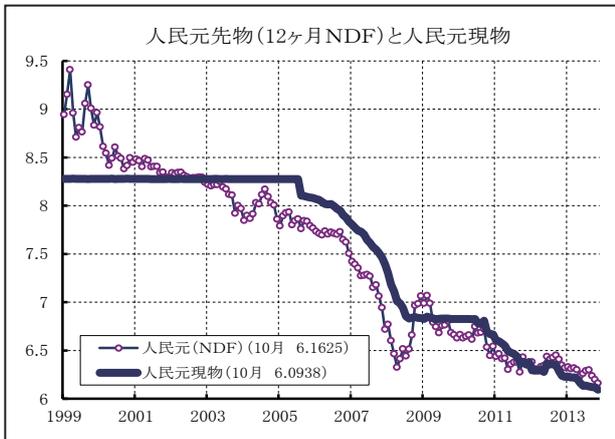
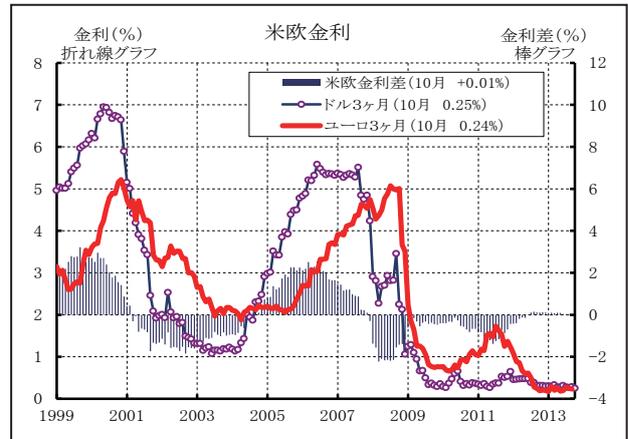
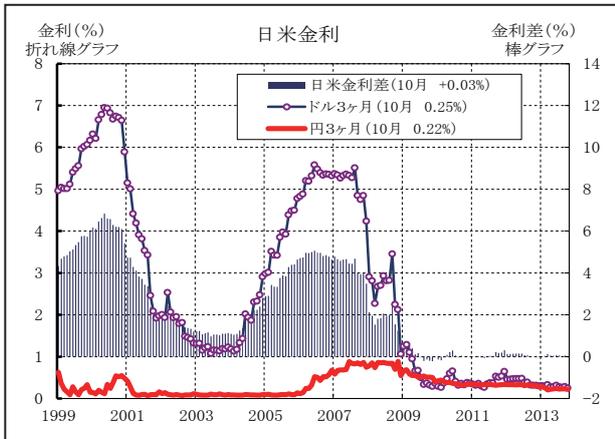
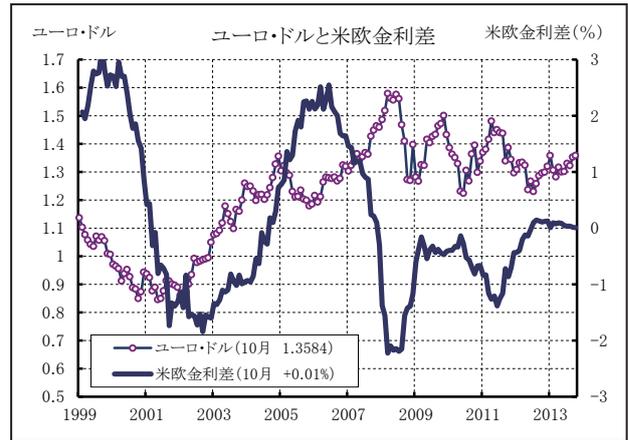
海外 債券市場



株式市場



為替市場

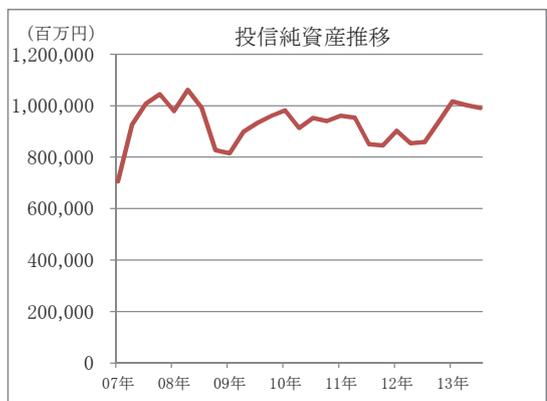
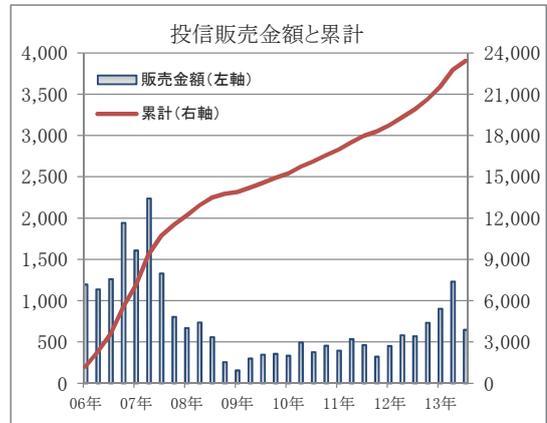


ゆうちょ関連データ

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4-6月	447,000	73,780	528,000	1,061,044
2008年7-9月	437,000	56,077	543,000	991,826
2008年9-12月	379,000	25,814	548,000	827,243
2009年1-3月	335,000	15,724	551,000	815,666
2008年度累計	1,598,000	171,395	-	-
2009年4-6月	309,000	30,024	557,000	898,514
2009年7-9月	322,000	34,708	565,000	932,977
2009年10-12月	321,000	35,710	572,000	960,654
2010年1-3月	327,000	33,443	577,000	980,930
2009年度累計	1,279,000	133,885	-	-
2010年4-6月	326,000	49,507	586,000	913,877
2010年7-9月	340,000	37,877	593,000	952,213
2010年10-12月	334,000	45,507	599,000	939,494
2011年1-3月	345,000	39,823	604,000	960,336
2010年度累計	1,345,000	172,714	-	-
2011年4-6月	331,000	53,580	609,000	952,878
2011年7-9月	346,000	46,325	614,000	850,696
2011年10-12月	321,000	32,314	616,000	845,438
2012年1-3月	316,000	45,202	615,000	902,646
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	-	-	-	-
2014年1-3月	-	-	-	-
2013年度累計	483,000	188,178	-	-
累計	10,695,022	2,342,263	-	-



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

(単位:百万円)

ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.11.13)	純資産 (2013.11.13)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2013.11.13)	純資産 (2013.11.13)
野村6資産(安定)⑥	180円	10,611	40,572	eMAXIS 国内債券※①	なし	10,810	3,786
野村6資産(分配)⑥	180円	8,859	189,002	eMAXIS 国内リート※①	なし	18,897	5,431
野村6資産(成長)⑥	180円	9,534	44,413	eMAXIS 先進国株式※①	なし	16,611	13,287
野村資産設計2015②	なし	9,519	2,175	eMAXIS 先進国債券※①	なし	11,742	3,839
野村資産設計2020②	なし	9,181	1,120	eMAXIS 先進国リート※①	なし	17,500	4,736
野村資産設計2025②	なし	9,084	991	eMAXIS 新興国株式※①	なし	11,947	17,654
野村資産設計2030②	なし	9,016	813	eMAXIS 新興国債券※①	なし	12,417	1,948
野村資産設計2035②	なし	8,764	548	Navioオーストラリア債券⑫	170円	10,965	225
野村資産設計2040②	なし	8,623	1,852	Navioカナダ債券⑫	60円	11,302	236
野村資産設計2045②	なし	14,950	79	Navioトルコ債券⑫	600円	10,787	341
野村米国ハイイールド⑫	1020円	13,754	11,301	Navio南アフリカ債券⑫	540円	9,458	294
同(為替ヘッジあり)⑫	540円	10,534	11,675	Navioブラジル債券⑫	360円	7,800	42
大和インデックス225①	110円	10,762	41,250	Navioインド債券⑫	600円	9,771	901
ダイワ成長国セレクト⑫	930円	7,969	87,700	Navioマナーブルー⑫	なし	10,008	1
日興五大陸債券⑫	240円	8,397	120,483	三菱UFJ高金利債券⑫	840円	11,019	75,142
日興五大陸株式④	240円	8,969	24,618	日本株式SRI①	なし	6,682	4,893
フォーシーズ※⑫	360円	8,915	41,004	エマージング・ソブリン※⑫	600円	7,750	48,057
ビムコグローバル債券⑫	480円	11,864	21	同(為替ヘッジあり)※⑫	1260円	10,223	146,904
同(為替ヘッジあり)⑫	480円	9,684	48	新光サザンアジア株式②	2200円	10,872	2,727
eMAXIS TOPIX※①	なし	14,441	6,926	新光世界インフラ株式②	650円	13,635	29
合計							

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ⑫毎月決算型 ⑥年6回決算 ④年4回決算 ②年2回決算 ①年1回決算

純資産ランキング

(単位:百万円)

順位	ファンド名	純資産	ウエイト
1	DIAM世界リート⑫	263,148	18.3%
2	野村6資産(分配)⑥	189,002	13.1%
3	ES(為替ヘッジあり)※⑫	146,904	10.2%
4	日興五大陸債券⑫	120,483	8.4%
5	DWSグローバル公益債券※⑫	110,871	7.7%
6	ダイワ成長国セレクト⑫	87,700	6.1%
7	三菱UFJ高金利債券⑫	75,142	5.2%
8	エマージング・ソブリン※⑫	48,057	3.3%
9	野村6資産(成長)⑥	44,413	3.1%
10	大和インデックス225①	41,250	2.9%
計		1,126,970	78.4%

(注) ES:エマージング・ソブリン

基準価格ランキング

順位	ファンド名	基準価格
1	eMAXIS 国内リート※①	18,897
2	eMAXIS 先進国リート※①	17,500
3	eMAXIS 先進国株式※①	16,611
4	野村資産設計2045②	14,950
5	eMAXIS TOPIX※①	14,441
6	DIAM高配当株式⑫	14,036
7	野村米国ハイイールド⑫	13,754
8	新光世界インフラ株式②	13,635
9	eMAXIS 新興国債券※①	12,417
10	eMAXIS 新興国株式※①	11,947

(注) ES:エマージング・ソブリン

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

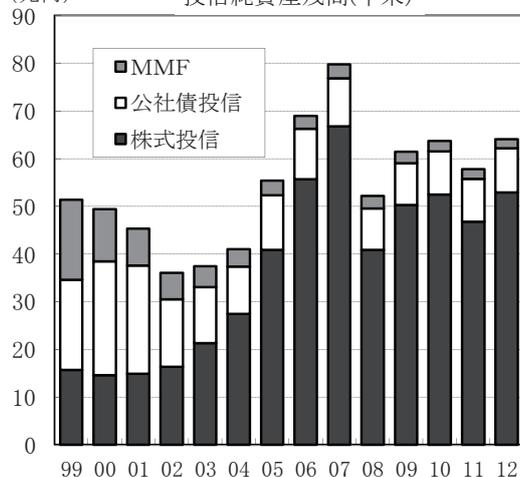
タイプ 末	株式投信								公社債投信			MMF	証券投信計
	単体型	追加型						計	単体型	追加型	計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計						
1999年12月	5,735	-	-	-	-	-	151,228	156,963	5,735	182,929	188,664	167,909	513,536
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	231,392	238,175	109,711	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	221,590	226,524	77,228	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	163,728	3,895	137,321	141,216	55,216	360,160
2003年12月	11,613	-	-	-	-	-	201,780	213,393	3,233	114,228	117,461	43,502	374,356
2004年12月	17,998	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	97,414	99,552	36,062	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	93,941	114,984	30,202	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	103,271	105,766	26,931	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	99,092	100,590	29,170	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	85,939	86,915	26,127	521,476
2009年12月	15,229	33,712	193,614	164,535	157,824	102,057	487,207	502,436	637	86,917	87,554	24,560	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	89,816	90,261	22,295	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	89,442	89,816	20,289	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	92,424	92,726	18,470	640,638
2013年6月	11,569	38,857	152,249	124,400	269,612	133,453	594,171	605,363	271	116,939	117,210	18,351	741,195
7月	11,490	39,685	151,697	123,672	270,908	131,942	594,232	605,722	268	122,400	122,668	18,522	746,913
8月	11,350	39,604	149,059	121,147	258,461	131,816	578,940	590,291	253	120,253	120,506	18,670	729,467
9月	12,764	44,051	151,778	123,237	273,204	142,454	611,487	624,250	254	124,851	125,105	18,713	768,068
10月	13,497	44,001	153,402	125,103	281,706	145,694	624,803	638,300	254	123,763	124,016	18,750	781,067

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

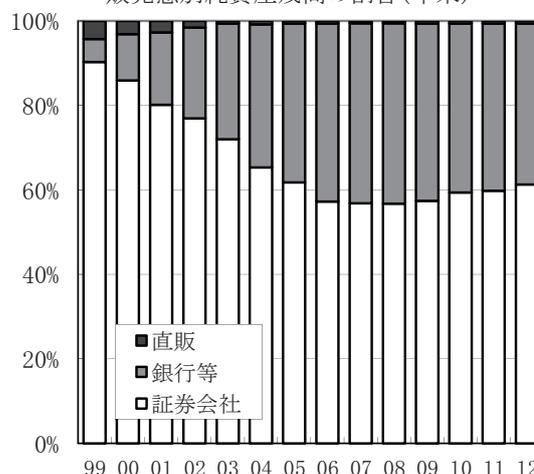
(単位:億円)

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
1999年12月	463,770	90.3%	27,965	5.4%	21,802	4.2%	513,536	100%
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6月	472,678	63.8%	263,526	35.6%	4,991	0.7%	741,195	100%
7月	479,112	63.7%	262,810	35.7%	4,991	0.7%	746,913	100%
8月	468,502	64.2%	256,031	35.1%	4,935	0.7%	729,468	100%
9月	496,223	64.6%	266,573	34.7%	5,273	0.7%	768,069	100%
10月	504,599	64.6%	271,186	34.7%	5,283	0.7%	781,068	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	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	定期貯金の うち	特別貯金					
2004年3月	2,244,029	43,529	537,507		130,249	1,528,599	4,145			517,776	2,768,867	
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073	3,431			427,809	2,595,928	
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529		79,624	1,334,888	2,908			361,758	2,407,711	
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632		96,310	1,198,940	2,344			306,281	2,232,138	
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698		115,978	1,138,865	2,100			273,659	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	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	1,883,012	
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	1,858,388	
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	1,843,497	
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	1,860,017	
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	1,888,431	

<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	流動性貯金の 前期末増減額	流動性貯金の うち	定期性貯金の 前期末増減額	定期性貯金の うち	その他貯金の 前期末増減額	
2012年3月	1,756,354	▲ 4,165	601,948	▲ 11,749	1,151,810	7,232	2,596	351
6月	1,767,281	10,927	614,522	12,574	1,150,153	▲ 1,657	2,606	10
9月	1,757,968	▲ 9,313	600,971	▲ 13,551	1,154,442	4,289	2,555	▲ 51
12月	1,769,113	11,145	608,231	7,260	1,158,512	4,070	2,371	▲ 184
2013年3月	1,760,961	▲ 8,152	599,715	▲ 8,516	1,158,786	274	2,461	90
6月	1,773,057	12,096	612,026	12,311	1,158,279	▲ 507	2,652	191

<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	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
7月	284,929	▲ 3,673	41,289	▲ 933	243,612	▲ 2,740
8月	281,088	▲ 3,841	40,096	▲ 1,193	240,966	▲ 2,646
9月	278,059	▲ 3,029	39,387	▲ 709	238,647	▲ 2,319
10月	274,949	▲ 3,029	38,665	▲ 709	236,259	▲ 2,319

(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行政法人郵便貯金・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		定額貯金
	預託金利	貸付金利	
2013年4月	0.6	0.6	0.04
5月	0.6	0.6	0.04
6月	0.8	0.9	0.04
7月	0.9	0.9	0.04
8月	0.8	0.9	0.04
9月	0.8	0.8	0.04
10月	0.6	0.7	0.04

(注)1 「預託金利」は10年以上11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	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
		時価	評価差額	時価	評価差額								
2004年3月	1,091,605		892,732		94,835	69,026	35,012	37,761	27,862	74,559	1,573,743	2,805,530	
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	

(注)1 資産残高は貸借対照表計上額。

(注)2 現金預け金等には、現金預け金、コールローン、買戻先勘定を含む(2007年9月以前)。

(注)3 現金預け金等には、現金預け金、コールローン、債券貸借取引支払保証金、買入金銭債権を含む(2008年3月以降)。

(注)4 その他の資産等には、その他有価証券、不動産、貸倒引当金を含む(2007年9月以前)。

(注)5 その他の資産等には、商品有価証券、外国為替、その他資産、有形固定資産、無形固定資産、貸倒引当金を含む(2008年3月以降)。

<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
2004年3月	89,534,978	18,332	9,872,196	387,918	6,996,720	58,919	3,501,161	▲ 134,234	109,905,055	330,935
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	3,599,097
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

<外国債券の運用状況>

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446

< 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
2004年3月	3,776,056	1,158,643	3,776,055	2,812,024		964,031	2,995,299	471,467	123,727	185,562
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		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	

(注) 2008年3月以降の資産残高には、金銭の信託に入っている現預金は含まれない。

< 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)		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
2008年9月	4,282	6	613	1	555	▲ 1					5,451	6
2009年3月	7,045	▲ 50	713	5	636	▲ 1					8,396	▲ 46
2009年9月	8,452	113	713	20	1,942	12	141	0			11,250	146
2010年3月	9,091	154	910	19	2,738	22		136	0		12,866	197
2010年9月	9,745	400	947	58	605	1		128	3		11,427	463
2011年3月	10,843	183	947	35	473	0		119	1		12,383	221
2011年9月	11,302	370	946	47	320	0		110	2		12,680	420
2012年3月	11,664	369	946	48	197	0		100	2	251	13,159	435
2012年9月	11,676	480	945	54	108	0		90	2	767	12,821	538
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0		80	2	2,118	13,793	799

(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	損失額	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	
2008年3月	26.12%	20,847	79,810	18,650	23,501	18,650	20,365	2007年10月～2008年3月
2008年9月	26.73%	21,526	80,505					
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
2009年9月	22.85%	18,991	83,107					
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
2010年9月	16.19%	13,835	85,411					
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
2011年9月	9.60%	8,458	88,026					
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
2012年9月	9.43%	8,534	90,475					
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

(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
2008年9月	3,109,944	470,622	904,195	1,730,502	35	4,590	54,577	2,905,825	74,000	99,241	7,423	23,456
2009年3月	2,800,577	286,353	774,884	1,734,689	162	4,490	54,804	2,632,661	55,200	74,543	8,307	29,866
2009年9月	2,751,751	287,138	686,138	1,775,333	345	2,798	54,432	2,597,155	52,085	60,886	9,959	31,667
2010年3月	2,650,085	260,069	606,187	1,779,455	721	3,654	58,272	2,486,339	50,051	66,543	15,226	31,926
2010年9月	2,555,584	260,059	539,788	1,751,420	1,141	3,175	82,079	2,359,585	53,109	81,592	20,076	41,222
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
2011年9月	2,455,876	354,323	389,174	1,706,527	2,441	3,411	81,560	2,240,307	52,572	89,458	30,253	43,285
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
2012年9月	2,396,438	414,386	313,935	1,662,012	2,786	3,318	93,836	2,157,911	51,151	100,775	36,268	50,332
2013年3月	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343

(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(一般貸倒)	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%で除して得た額	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本準備金	利益準備金	社外流出額							
2008年3月	7,981,013	3,500,000	4,296,285	206,577	▲ 22,800	950	9,290,447	4,920,447	882,951	3,487,041	85.90%	85.90%
2008年9月	8,050,505	3,500,000	4,296,285	333,300	-	331	8,868,512	4,916,947	540,728	3,410,837	90.77%	90.77%
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%
2009年9月	8,310,728	3,500,000	4,296,285	513,967	-	474	8,795,817	5,397,864	45,288	3,352,664	94.48%	94.47%
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%
2010年9月	8,541,199	3,500,000	4,296,285	744,421	-	491	10,646,673	7,248,772	90,685	3,307,215	80.22%	80.21%
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%
2011年9月	8,802,632	3,500,000	4,296,285	1,005,850	-	495	11,484,032	7,915,374	275,463	3,293,194	76.65%	76.64%
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%
2012年9月	9,042,522	3,500,000	4,296,285	1,250,769	-	466	12,657,564	9,071,301	351,525	3,234,736	71.47%	71.47%
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%

(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
2004年4月 - 2005年3月	4,098,978	3,822,959	276,019	2,875,423	1,830,110	1,003,983	41,330	1,223,555	1,209,556
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

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