

ゆうちょ資産研レポート

2015年7月号

ファンダメンタル・アナリシス（1） 設備投資主導の景気回復に暗雲 ～輸出の下振れが生産に波及し、下振れリスク高まる みずほ証券株式会社 金融市場調査部 シニアマーケットエコノミスト 末廣 徹	1
ファンダメンタル・アナリシス（2） 日本の財政収支の大きな改善が世界を驚かすことになるだろう ソシエテ・ジェネラル証券会社 調査部 チーフエコノミスト 会田 卓司	7
マーケット・アウトルック 為替相場見通し ～金利、リスク許容度、国際収支から～ 大和証券株式会社 チーフ為替アナリスト 亀岡 裕次	13
資産研コーナー 最近のM&A（企業の合併・買収） ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和	19
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

ファンダメンタル・アナリシス(1)

設備投資主導の景気回復に暗雲

～輸出の下振れが生産に波及し、下振れリスク高まる

みずほ証券株式会社 金融市場調査部 シニアマーケットエコノミスト 末廣 徹

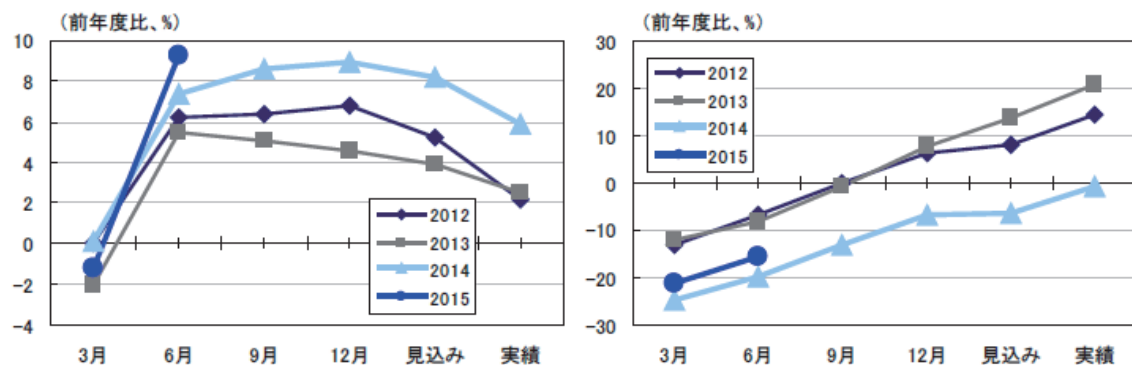
堅調と評価された日銀短観の「設備投資計画」

7月1日に日銀が公表した日銀短観によると、大企業（全産業）の15年度設備投資額（計画、含む土地投資額）は前年度比+9.3%、中小企業（同）は同▲15.7%と、大企業を中心に過去数年と比較して堅調な結果となった（図表1）。他方、設備投資計画を製造業と非製造業に分けて見ると（図表2）、15年度は製造業が設備投資増加の中心になると予想されている。

国内経済では個人消費の回復が緩慢な中、中国を中心とした海外経済の不調によって外需の拡大にも不透明感が強まっており、設備投資に景気のけん引役としての期待が高まっている。

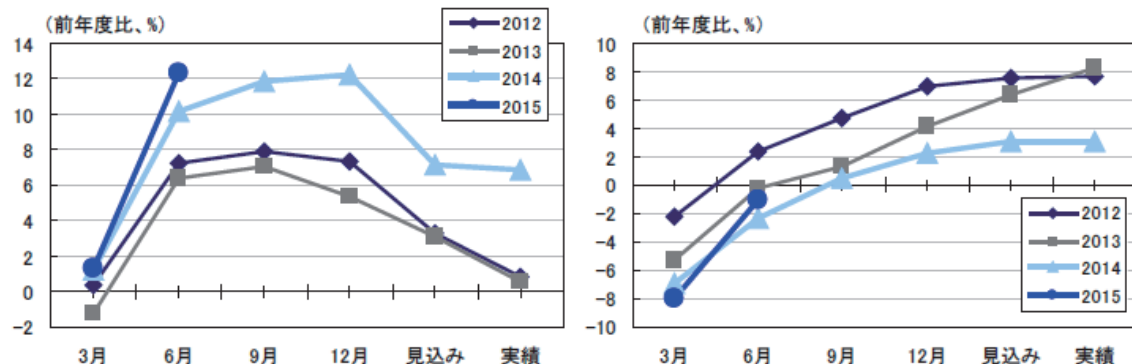
しかし、内外需要が乏しい中では「能力増強」を中心とした継続的な設備投資の増加は生じにくく、年度末に近づくにつれて設備投資計画は次第にトーンダウンしていく可能性もある。

■図表1: 設備投資計画（左図: 大企業・全産業、右図: 中小企業・全産業）



出所: 日銀

■図表2: 設備投資計画（左図: 全規模合計・製造業、右図: 全規模合計・非製造業）



出所: 日銀

「ゲタ」を考えると15年度中の「設備投資計画」はそれほど強気ではない

日銀短観の設備投資計画で想定されている「15年度中」の設備投資の伸び率は「ゲタ」を考慮すれば、それほど力強いとは言えないかもしれない。

図表2において、今後の計画の修正パスが14年度と同程度と考えると、全規模合計・製造業では前年度比+8～10%程度、全規模合計・非製造業では同+4～5%程度が最終的な「着地点」になりそうである。

設備投資全体に対して、「製造業：非製造業=35%:65%」程度であることを考えると、全体の伸び率は（加重平均をとって）同+5～7%と見積もられる。

設備投資はGDPの10%程度なので、（非常にラフな計算だが）GDP全体に対する寄与度は+0.5～0.7%ptと概算できる。民間企業設備の名目GDPに対する寄与度は13年度が+0.7%ptで14年度が+0.2%ptだったことから、14年度⇒15年度の伸び率は確かに高い伸び率と言えよう。

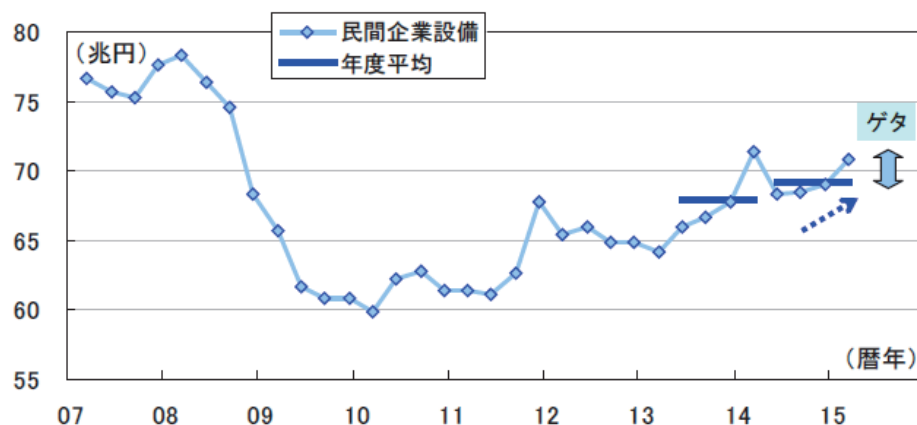
もっとも、「15年度中」の伸び率を考えるときには「ゲタ」の影響を考える必要がある。

14年度は年度後半ほど民間設備投資が増加したことから、図表3に示されるように15年度は約+2.4%の「プラスのゲタ」を履いている。

つまり、15年度中の設備投資の伸び率はこの「プラスのゲタ」を除いた3～4%となる。15年度中の4四半期で按分すると1四半期あたりの前期比は約+1%となり、GDPの前期比に対する寄与度は+0.1%pt以下にとどまる。「ゲタ」の影響を考えると、実は日銀短観で示された「設備投資計画」はそれほど強気とは言えない。計画通りとなったとしても、緩やかな増加にとどまるだろう。

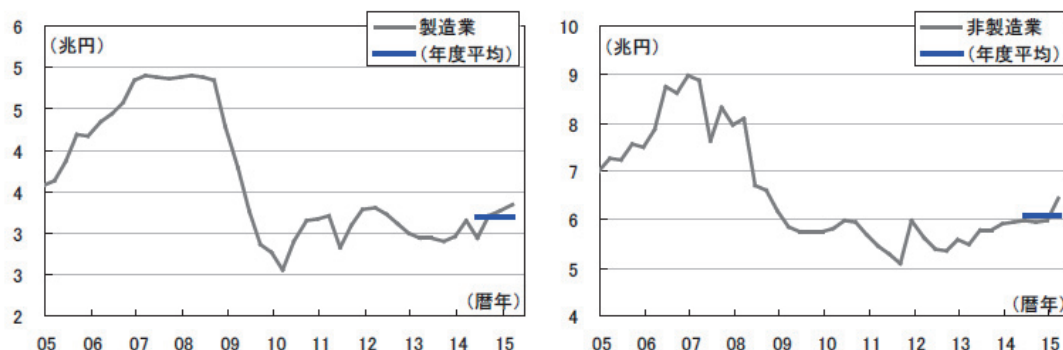
さらに、財務省の法人企業統計調査を用いると、設備投資の伸び率に対する「ゲタ」は一段と大きくなる。全産業では+5.5%、製造業は+4.9%、非製造業+5.8%となる。これらの「ゲタ」を日銀短観の設備投資計画（前年度比+5～7%）と比較すると、15年度中の設備投資は「ほとんど伸びない」と言える。

■図表3: 民間設備投資（名目）



出所: 内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 4: 法人企業統計調査における製造業・非製造業の設備投資額（金融業・保険業以外の業種、ソフトウェアを除く）



出所: 財務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

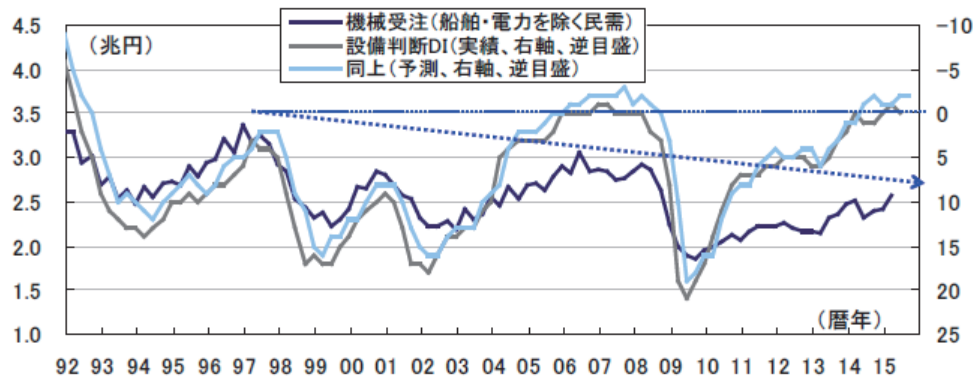
「生産・営業用設備判断 DI」は設備の需給がバランスしていることを示すが、投資金額の水準は低い

日銀短観（6月調査）によると、設備の需給環境を示す「生産・営業用設備判断 DI」（「過剰」－「不足」）が全規模合計・全産業で±0（前回調査比+1ポイント）と、小幅上昇。前回調査での予測値は▲2だったことから、設備の需給環境は3ヵ月前に想定されていたよりもタイトではない。09年以降、一貫して低下してきた設備判断 DI だが、金融危機前の2000年代中頃の水準まで低下した後、14年以降は横ばい圏内の動きとなっている。

足元では当時と同様に実績値が予測値ほど低下しない傾向が見られているため、需給のタイト化傾向は一巡した可能性が高い（図表5）。

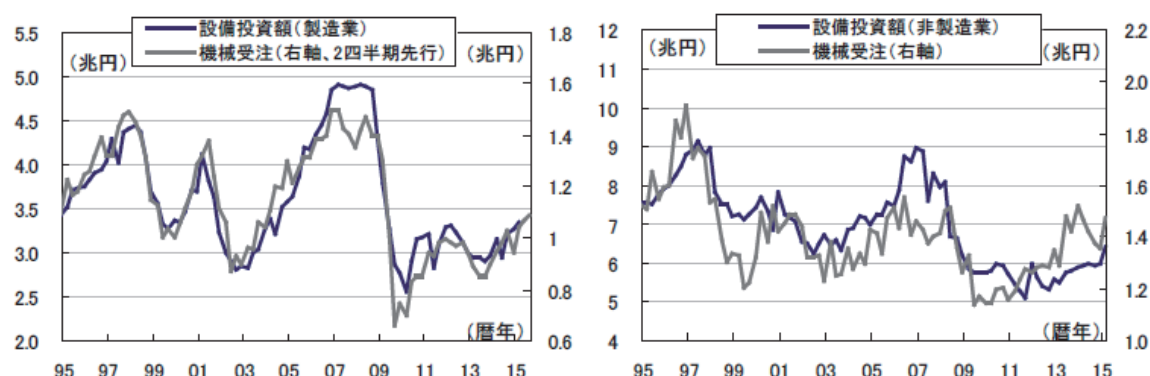
また、機械受注（船舶電力を除く民需）と設備判断 DI には高い連動性を見出すことができるが、明らかに機械受注（同）の水準は低下傾向にある。人口減少によって国内需要が一段と細ることが予想される上に、製造業の海外現地生産が増加する中、国内での設備投資ニーズは着実に減少している。設備判断 DI が示す「過剰」と「不足」がバランスする足元の状況では、現在の設備を維持するための投資が行われていると解釈できるが、この「自然に生じる設備投資ニーズ」自体も縮小していると言わざるを得ない。

■図表 5: 機械受注（四半期）、生産・営業用設備判断 DI（実績）



出所: 内閣府、日銀よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 6: 設備投資額と機械受注の関係 (左図: 製造業、右図: 非製造業)



注: 左図の機械受注は「製造業」で、右図の機械受注は「非製造業（船舶・電力を除く）」で、直近のデータは、6月分を横ばいとした場合の試算値。

出所: 財務省、内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

製造業の「稼働率」次第では設備投資下振れも

製造業の設備投資額に連動する製造工業稼働率指数は足元で横ばい程度の動きとなっており、設備投資を促す状況ではない（図表7）。経産省は5月鉱工業生産の発表に際し、基調判断を「持ち直しの動き」から「一進一退」に引き下げており、先行き見通しも明るくない。実質輸出の下振れなどによって生産も長期的に低迷することになれば、設備投資計画も下方修正されるだろう。

5月実質輸出は前月比▲5.0%と、大幅に鈍化。指数の水準は円安定着後の「数量効果不在の謎」が話題となった13～14年前半の水準へと逆戻りしてしまった（図表8）。

振り返ってみれば14年後半から15年初の輸出の急増の背景には特殊要因が多かった。

輸出数量を品目別で見ると、「雑品」が急増するなど、不可解な点が多かった（「雑品」のうち、「鉱物性燃料」の増加が多かったことから、原油価格急落に伴うエネルギー関連品目の在庫処理などが行われた可能性がある）。他にも、「半導体等電子部品」の急増は米大手メーカーのスマートフォン人気機種向けの部品需要が影響していたようだ。

これらの特殊要因を除けば、現地生産・現地販売の増加によって輸出が伸びにくい構造に変わりはないため、今後も輸出は低水準で推移する可能性が高い。

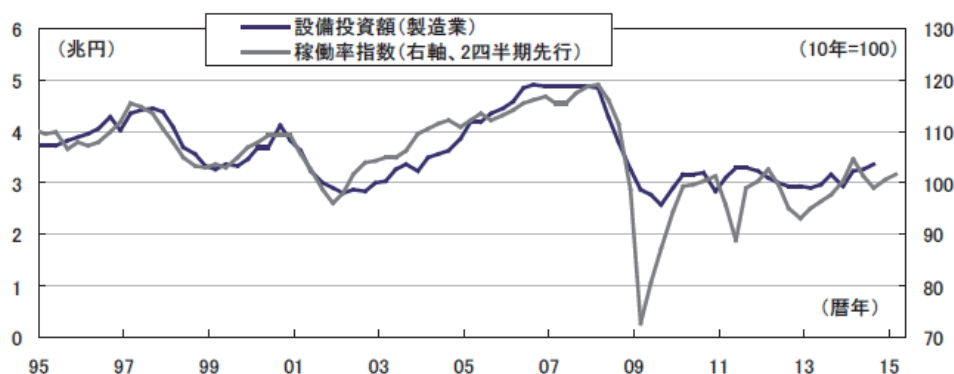
また、製造業の「国内回帰」が進むことで日本からの輸出が増えるという期待も一部ではあるが、国内設備投資の先行きが明るくない中では、このような期待も裏切られる可能性が高い。足元では海外経済の減速懸念も生じている。特に、中国の輸入が内需低迷などによって急減している点は、日本の輸出にとって当面重石となりそうだ。

実質輸出と同様に、14年末から15年初にかけて一時的に大幅増産となった鉱工業生産だが、足元では内需の低迷に加えて輸出が鈍化したことにより、水準が切り下がっている（図表9）。

需要の低迷によって生産が低迷している場合、そう簡単に生産水準は引き上がらないだろう。また、仮に内外の需要が回復したとしても、在庫・在庫率が高水準となっていることから、生産が増加基調に転じるまでには時間を要する可能性には留意が必要である。

逆に、一段と内外の需要が弱含んだ場合に「意図せざる在庫増」によってストック調整が強いられる可能性もあり、下方リスクは小さくない。

■図表 7: 設備投資額（製造業）と製造工業稼働率指数



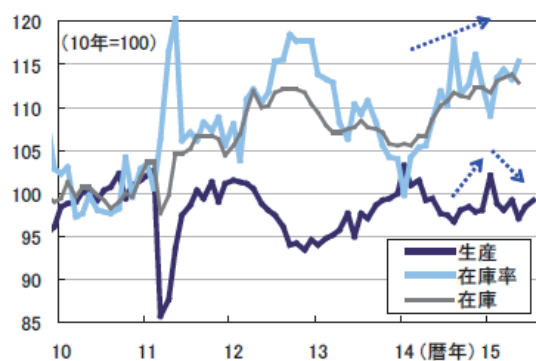
出所: 財務省、経済産業省よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 8: 実質輸出・実質輸入



出所: 日銀よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 9: 鉱工業生産、在庫、在庫率



注: 生産の直近値は生産予測指数を用いて推計。

出所: 経済産業省

非製造業は「インバウンド消費」への期待剥落で設備投資削減の可能性

非製造業の稼働率を直接求めることはできないが、簡易的に第3次産業活動指数のトレンドからの乖離を稼働率に近い概念として捉えることができよう。これは非製造業の設備投資額と連動する（図表 10）。

日銀短観（6月調査）では、景況判断DIの大企業・小売業のDIが前回調査比+17と、個人消費が鈍いにもかかわらず大幅に上昇したことが注目された。百貨店などでインバウンド消費が好調であることが要因であるとの見方が多くなっている。第3次産業活動指数のうち「小売業」は8.5%を占め、「観光関連産業」は5.2%を占める。

しかし、この好調な「インバウンド消費」に関しても、不安な材料がある。

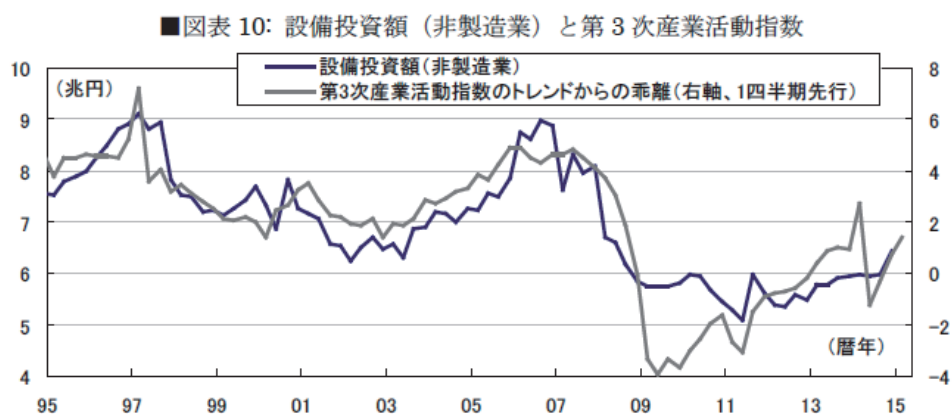
訪日外客数のうち、中国からの外客数は約18%を占め、韓国や台湾と並んで最大のシェアとなっているが、足元の中国株式相場の急落が旅行者を減少させる可能性が高い。

14年の訪日外客数は約1,341万人と、前年比+29.4%となった。ビザ緩和などの政府の政策が行われ、円安が進行する前の12年と比較すれば+60.5%（+506万人）である。そのうち、中国からの訪日外客数は+98万人だった。

もっとも、外国人旅行者1人当たりの消費額は定住人口の1/8と言われ、12年から14年にかけての定住人口換算の増加分は世界全体では約63万人分（506万人×1/8）にのぼるものの、中国だけに絞れば約12万人分（98万人×1/8）にとどまる。

この数字だけを見れば、消費に対する直接的な影響はそれほど大きくないと言えるかもしれないが、インバウンド消費には「新たな商機の開拓」という意味合いも大きく、中国人観光客の減少によって設備投資などが差し控えられるなどの2次的な影響も含めれば、国内経済にも幅広い影響が及ぶだろう。

予想外の減少となれば、「小売業」や「観光関連産業」は設備投資に対しても慎重にならざるを得ない。



注: 第3次産業活動指数のトレンドからの乖離は過去6年平均からの乖離

出所: 財務省、経済産業省よりみずほ証券金融市場調査部作成

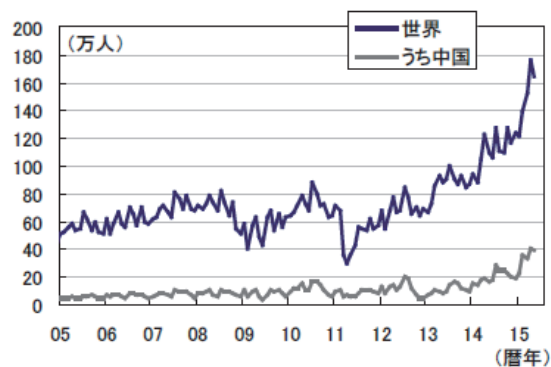
■図表 11: 日銀短観 業況判断 DI（大企業）



注: 直近データは先行き（9月予測）を表示。

出所: 日銀

■図表 12: 訪日外客数



出所: 日本政府観光局（JNTO）

ファンダメンタル・アナリシス(2)

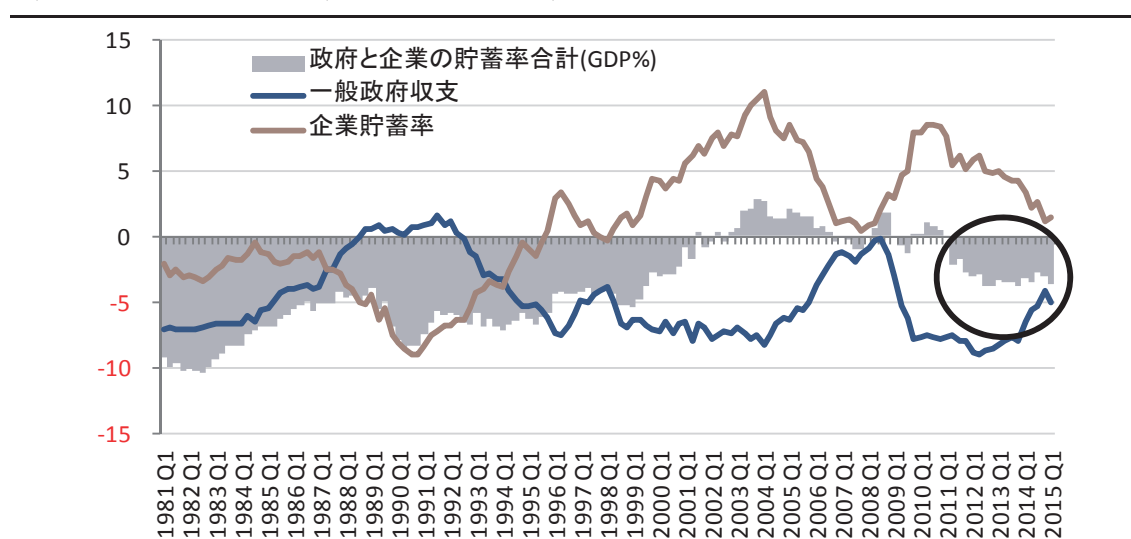
日本の財政収支の大きな改善が世界を驚かすことになるだろう

ソシエテ・ジェネラル証券会社 調査部 チーフエコノミスト 会田 卓司

今回の景気回復局面がデフレ完全脱却に向かうより強い力をもっている理由

日本経済は強いリフレ局面に入っており、財政再建についても過去の考え方は変えるべき時にきている。過去の考え方は、日本の財政赤字は深刻であり景気回復が進行しても増税をしないと財政再建は不可能ということであった。しかし、今回の景気回復とともに財政赤字は大きく縮小してきている。どのような財政収支を改善するメカニズムが働き始めているのであろうか？日本の内需低迷・デフレは、恒常的なプラスとなっている企業貯蓄率（企業のデレバレッジ）に対して、マイナス（赤字）である財政収支が相殺している程度であり、企業貯蓄率と財政収支の和（ネットの国内資金需要、トータルレバレッジ）がゼロと、国内の資金需要・総需要を生み出す力が喪失していたことが原因である。これは国内にネットの資金需要がないことを意味し、財政ファイナンスが容易で国債市場が安定を続けるには好都合であるが、貨幣経済（マネー、クレジット、名目 GDP、株式時価総額、不動産価格など）が拡大することが困難であったことを示す。企業のデレバレッジの緩和とアベノミクスや円安に刺激された企業活動（投資、雇用、賃金など）の回復により、企業貯蓄率は急速にゼロに向かって低下し、内需回復とデフレ緩和の動きが強くなってきている。更に、震災復興とアベノミクスによる機動的財政政策で、財政が中立的な水準より拡大してきた。結果として、トータルレバレッジがここ十数年で初めて持続的に拡大し（マイナス方向）、ネットの国内資金需要が復活し、資金がしっかり循環・拡大し始めている。この変化が、これまでと違い今回の景気回復局面がデフレ完全脱却に向かうより強い力をもっている理由である。

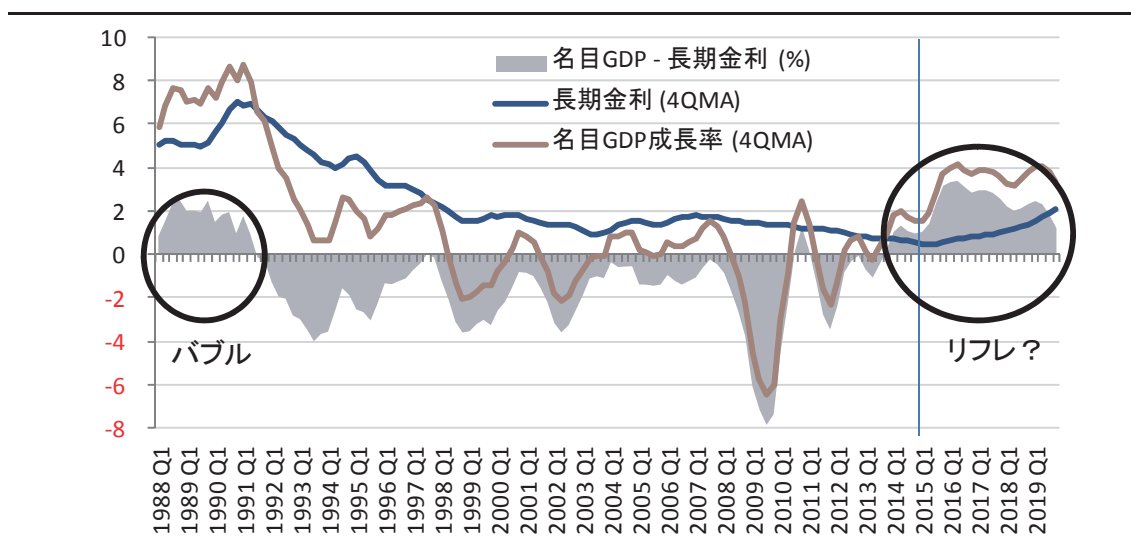
図) ネットの国内資金需要（トータルレバレッジ）の推移



出所：日銀、内閣府、SG

ネットの国内資金需要が復活し、資金が循環・拡大を始め、貨幣経済（名目 GDP）が拡大を始めた。そして、復活をしたネットの国内資金需要を日銀の大規模な金融緩和により間接的にマネタイズしているため、金利は低く押さえ込まれている。現在の日本経済に起こっている大きな変化は、名目 GDP 成長率（膨張の力、税収増）が国債 10 年金利（抑制の力、政府のコスト増）をトレンドとして上回り始めてきていることだ。抑制の力が膨張の力より強かったこれまでの「常識」が覆りつつある。デフレ下での「縮小均衡」から、リフレという「拡大均衡」へと転換している。

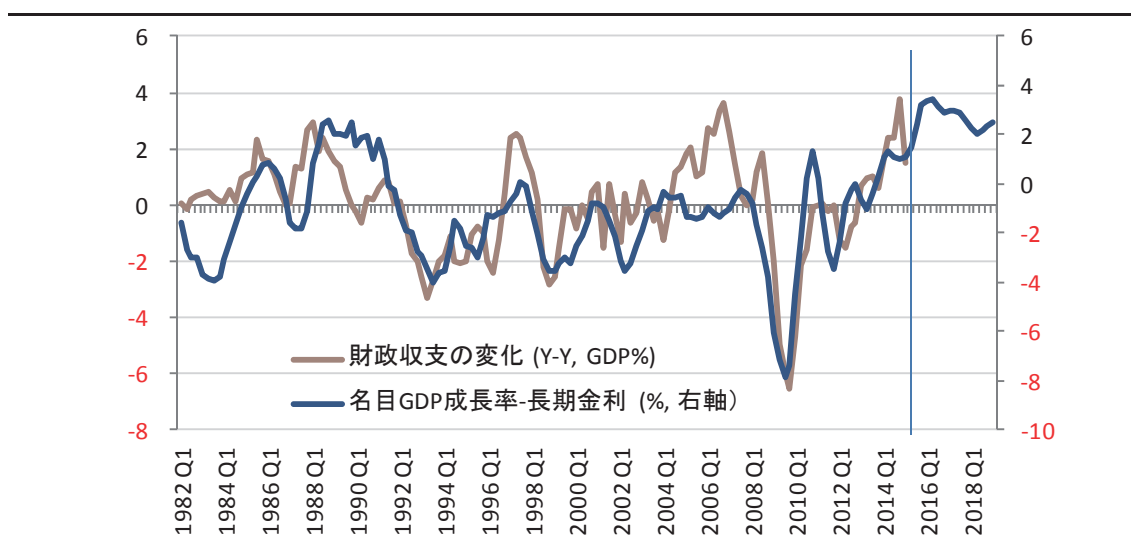
図) 名目 GDP 成長率と国債 10 年金利



出所：日銀、内閣府、ブルームバーグ、SG

バブル期以来はじめての大きな局面変化であり、日本経済のリフレイトする力が強くなるとともに、財政収支の急速な改善が見込まれる。実際に、名目 GDP 成長率と長期金利のスプレッドと、財政収支の変化（昨年が GDP 対比 7% の赤字で今年が 5% であれば 2% の改善）を比べると、きれいな相関関係が見られる。膨張の力が抑制の力を上回ると、財政収支が改善していくことが確認できる。日銀資金循環統計ベースでは、一般政府の財政収支はこの 2 年間で GDP 対比 8% 程度の赤字から、5% 程度の赤字まで急速に改善している。スプレッドの力は働き始めており、この数年間で日本の財政収支が急速に改善していくことが、いずれ世界を驚かせることになるだろう。

図) 財政収支の変化と、名目 GDP 成長率と長期金利の спреッド



出所：日銀、内閣府、Bloomberg、SG

財政再建には増税ではなくリフレが必要

財政再建のためには、名目 GDP 成長率と長期金利の спреッドを維持していくことが重要である。増税では、名目 GDP 成長率が抑制され、長期金利にすぐ近づいてしまい、この спреッドを維持することが困難である。長期金利は抑制され続けるが、名目 GDP 成長率は低いままで停滞が続いてしまう。無理な増税で、この спреッドを潰してしまえば、財政再建は逆に困難となってしまう。企業活動が弱すぎて名目 GDP 成長率が十分に拡大できていなかったことが、財政赤字の本当の理由、本質であろう。財政赤字の本質ではなく大きさにばかり目が向いて、過度な財政緊縮が景気とデフレを悪化させ、企業活動が更に衰え、名目 GDP 成長率が縮小し、財政赤字が悪化するという残念な形を日本は繰り返してきてしまったと言える。2014 年 4 月の消費税率引き上げの景気下押しが極めて大きかったことにより、増税では、名目 GDP 成長率が抑制され、長期金利にすぐ近づいてしまい、この спреッドを維持することが困難であることがわかった。一方、強い金融緩和と財政の景気刺激策を伴うリフレ政策は、名目 GDP 成長率までいずれ長期金利は上昇していくことになるが、それまでには長い時間がかかり、 спреッドを維持することができる。その結果、財政再建と高い名目 GDP 成長率の両立が実現する可能性は高くなる。長期金利が名目 GDP 成長率までいずれ上昇しても、その時までにはプライマリーバランスが均衡していれば問題はないはずだ。リフレ局面では、この спреッドを急激に潰してしまう恐れのある増税が延期されることは、財政再建の可能性を高めるものであろう。昨年の衆議院解散につながった 2 回目の消費税率引き上げの延期について、安倍首相は、「2017 年 4 月の消費税率引き上げを再び延期することはない。景気判断条項を付すことなく確実に実施する」としている。言い換えれば、消費税率が再び引き上げられる 2017 年 4 月まで、日本経済を確実にリフレイトするという決意を表明したことになる。2017 年 4 月までに日本経済が強くリフレイトしていけば、次回の消費税率引き上げは、景気動向を懸念するというより、リフレの力を制御するために好ましいという結果になるかもしれないし、それがベストなシナリオだろう。経常黒字国である日本でプライマリーバランスの黒字化を達成しても内需が強く拡大しないことより、日本がデフレ完全脱却を達成し内需を強く拡大する方が、国際社会からは歓迎されるだろう。

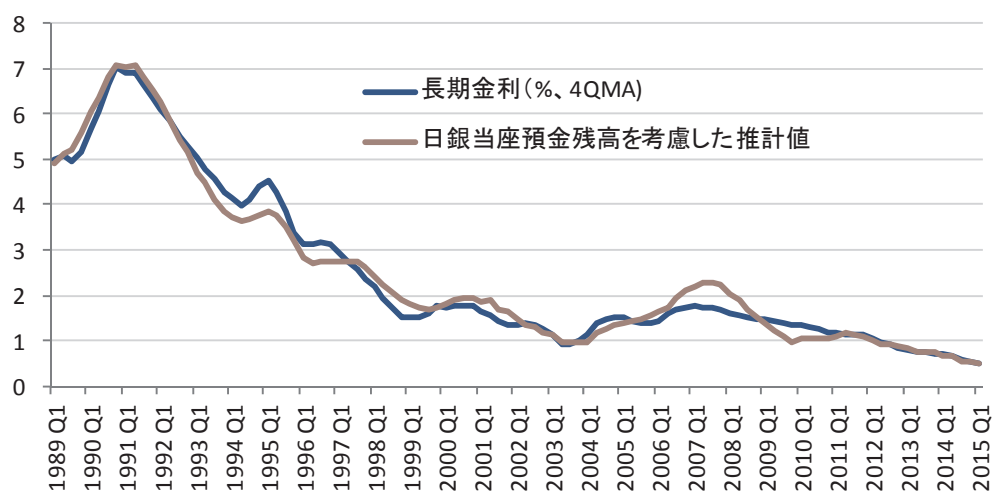
6月30日に閣議決定した財政健全化計画では、「経済再生なくして財政健全化なし」との理念で、名目GDP3%成長という経済再生の目標と税収の増加により、2020年度までに財政プライマリーバランスを黒字化することを目指す方針を示した。経済再生を目指す政策運営を硬直的にしデフレ完全脱却とその後の堅調な景気拡大のリスクとなりかねなかった2018年度の中間評価と歳出抑制策は、拘束力の強くない目安と位置づけられた。財政緊縮が景気拡大の妨げとなるリスクを減じる好ましい計画になった。財政健全化計画については、高い名目GDP成長率が前提になっていることや、歳出抑制に目標がないことに対する批判がある。しかし、これは前提ではなく、「名目3%程度を上回る成長の実現を目指す」という政策の主目標であることはほとんど指摘されていない。政策目標としては、デフレからの早急な完全脱却が主目的で、プライマリーバランスの黒字化は副次的なものである。成長の目標を達成することと整合的な歳出の目安をつくり、プライマリーバランスの黒字化を副次的に達成するという形になるのが自然で、歳出抑制が目標ではなく目安になるのは当然だろう。主目的である名目成長率が3%を下回った場合は、副次的であるプライマリーバランスの黒字化が若干遅れるのは当然であるというスタンスになっていると考えられる。プライマリーバランスの早急な黒字化が主目標であるかのようなこれまでの財政計画とは政策哲学がまったく違うので、名目GDP成長率を目標ではなく前提として扱い、その高低だけを議論することはあまり適切ではない。消費税率再引き上げを延期し、デフレ完全脱却を最優先として目指すアベノミクスは、昨年12月の衆議院総選挙で国民に信任された。その結果もあり、これまでの名目GDP成長率＝前提・プライマリーバランス黒字化＝目標から、名目GDP成長率＝主目標・プライマリーバランス黒字化＝副次的目標へ、政策哲学は大きな転換をしたと考えられる。日本経済がリフレイトしていく過程での税収増と、今回を含めた二回の消費税率引き上げの効果もあり、追加的な歳出削減策・増税策がなくても、2020年度にプライマリーバランスを黒字化させることは可能であると考ええる。

長期金利をマクロでシミュレーション

財政収支の改善と日銀の大規模な金融緩和などにより、日本の国債市場の流動性が縮小し、金利の変動が大きくなっていると言われる。変動により金利の水準感を見失う恐れがあるため、マクロのファンダメンタルズや政策要因に基づいた分析で、金利のフェアバリューがどのあたりにあるのかを認識しておくことが極めて重要になってきている。マクロのファンダメンタルズ要因としては、貨幣経済の拡張を左右するネットの資金需要であるトータルレバレッジ（企業貯蓄率と財政収支の和、GDP対比）と、内需の拡張を左右する日銀短観中小企業金融機関貸出態度DIが、分析の二つの柱である。金融政策要因としては、イールドカーブのアンカーである日銀政策金利と、日銀の資金供給（マネタイズ、買いオペ）の力を示す日銀当座預金残高の変化（前年差、GDP対比）が、分析の二つの柱である。そしてグローバルな金利水準を示す米国債10年金利を使えば、日本の国債10年金利がうまく推計できる（1988年からのデータ、4四半期移動平均）。

長期金利 = 0.040 + 0.020 中小企業貸出態度DI + 0.73 政策金利 - 0.065（トータルレバレッジ + 日銀当座預金残高変化） + 0.98 LN（米国長期金利）、R² = 0.98

図) 日本国債 10 年金利の推計



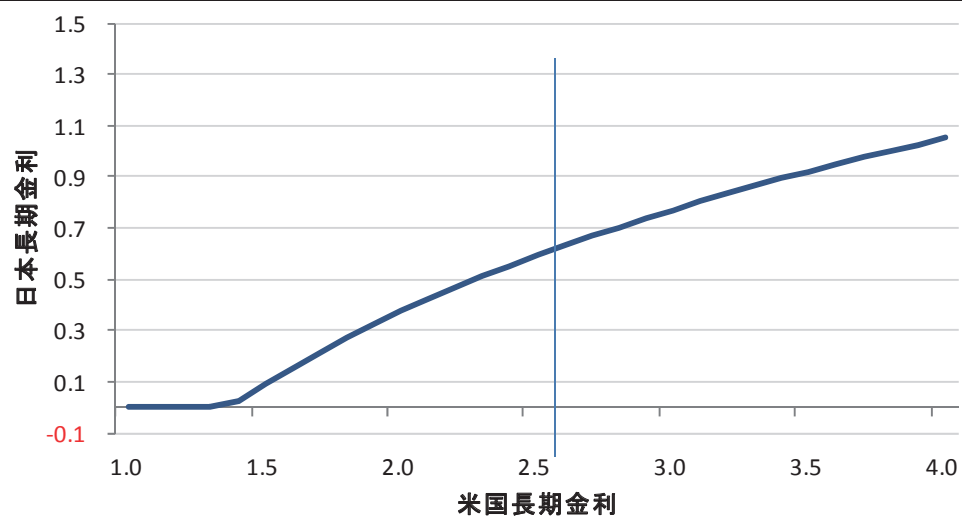
出所：日銀、ブルームバーグ、SG

上記のモデルは 4 四半期移動平均ベース（季節性が強すぎるトータルレバレッジが 4 四半期移動平均ベースでしか分析できないため）の安定的関係を示したものであるが、各説明変数（トータルレバレッジ以外）にスポットのデータを入れれば、スポットの長期金利の推計値（フェアバリュー）が得られる。2015 年 4-6 月期では、中小企業貸出態度 DI が + 16、政策金利が 0.07%、トータルレバレッジ（GDP 比）が - 3.5 %（仮）、日銀当座預金残高の変化（GDP 比）が + 15%程度、そして米国長期金利が 2.2%程度とすると、長期金利の推計値は 0.45%程度となり、現状とほぼ一致する。変動が大きいながらも、金利はフェアバリュー近辺で動いていることがわかる。フェアバリュー近辺であるということは、昨年の消費税率再引き上げ延期の決断や格付け機関の日本国債格下げの後でも、日本の財政ファイナンスに対する不安がほとんどないことを意味する。説明変数から日銀当座預金残高変化を除けば、日銀の政策要因を除いたファンダメンタルズのみによる長期金利の推計値を得ることができる。2015 年 4 - 6 月期の推計値は 1.05%程度となり、日銀の量的・質的金融緩和は 60bp 程度の押し下げ効果があると考えられる。

長期金利 = $-0.52 + 0.016 \text{ 中小企業貸出態度 DI} + 0.71 \text{ 政策金利} - 0.070 \text{ トータルレバレッジ} + 1.31 \text{ LN (米国長期金利)}$ 、 $R^2 = 0.98$

2016 年 10 - 12 月期までの長期金利のシミュレーションをする。中小企業貸出態度 DI は四半期に 1 ポイント程度ずつ緩やかに改善し、政策金利は不変、トータルレバレッジは - 4%程度へ緩やかに拡大する。米国長期金利は 3%程度へ FRB が利上げに進む過程で上昇していくとする。日銀は 2015 年 10 月に追加金融緩和に踏み切り、マネタリーベースの増加幅を 5 兆円程度追加的に増やし、その後その政策を維持するとする。以上の前提を置くと、日本の長期金利のターゲットは、2015 年 10 - 12 月期で 0.65%程度、2016 年 10 - 12 月期で 0.85%程度となる。総賃金が強く拡大しデフレ完全脱却の実感が生まれる過程でも、日本の長期金利の上昇は緩やかだろう。日本の国債市場の状況は、歳出削減策と増税策による財政緊縮を急がず、景気回復により財政再建を目指す余裕があることを示していると考ええる。

図) 日本国債 10 年金利の推計値 (2015 年 10-12 月期)



前提条件

中小貸出態度 DI:19

政策金利 : 0.07

トータルレバレッジ+日銀当座預金残高の変化 : 11.9

出所 : 日銀、内閣府、ブルームバーグ、SG

マーケット・アウトlook

為替相場見通し ～金利、リスク許容度、国際収支から～

大和証券株式会社 チーフ為替アナリスト 亀岡 裕次

■米金利安定は円安、金利上昇は円高を招く

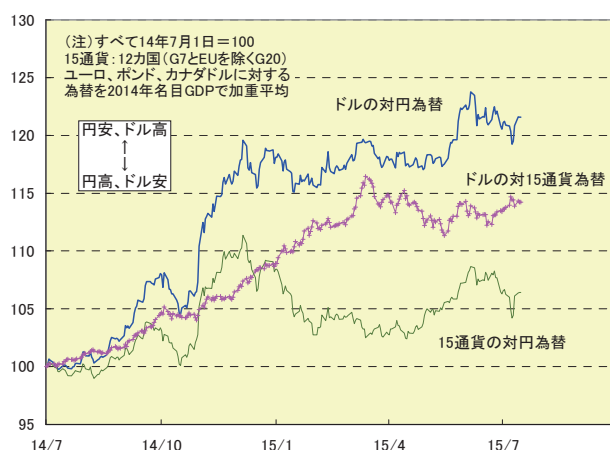
＜ドル高一服後に進み始めた円安＞

ドル実効為替レートは2015年3月にピークアウトし、それ以降は一方的なドル安にはなっていないものの、ドル高が抑制されている。ドル高が進まなくなった理由としては、以下の点が考えられる。①ドル高の影響もあって米国経済の回復ペースが高まりにくくなったこと、②米金利上昇とドル高が進むと米国や新興国の株価が下落しやすくなったこと、③米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーがフェデラル・ファンド(FF)金利見通しを下方修正した影響もあって市場の金利上げ期待が後退したことである。

3月にドル高が一服すると、欧州金利上昇・ユーロ高の影響を受けて下落した欧州株を除くと、世界的に株高が進んだ。そして、ドル高が一服してまもなく円安が進み始め、ドル円の上昇をリードするようになった。急速な米金利上昇とドル高は米国や新興国の経済にとってマイナスに働くが、ドル高が一服したことにより世界経済への懸念が薄れ、リスクオンに傾いて円安圧力が働き始めたものと考えられる。

4月から6月にかけて米10年国債金利などが上昇したのは、米雇用統計など一部の経済指標改善による部分よりも、ドイツなど欧州金利の急反発の影響を受けた部分が大きいとみられる。欧州と比べると米国の金利は相対的に低下し、ドル安に作用した。ドル高が一服したとはいえ、大きくドル安が進んだわけではないので、14年後半のように世界における相対的な米国経済の強さが目立つ状況にはなりにくく、米経済指標の強さを受けたドル高は進みにくいだろう。

ドル円相場の分解



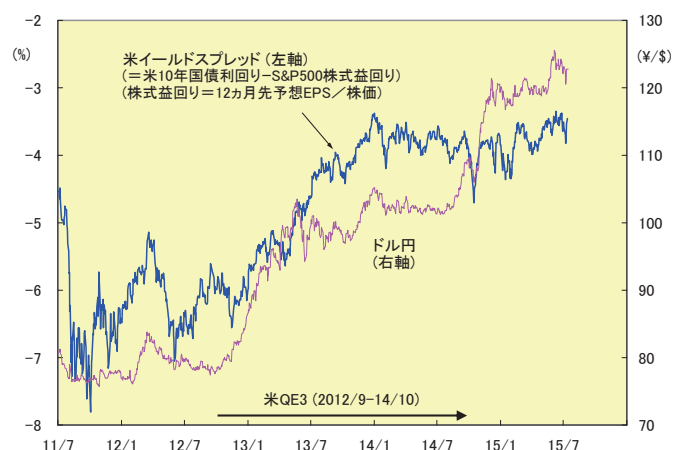
＜米金利上昇・ドル高の抑制がリスクオンの条件に＞

米国では、債券高・株高から債券安・株安へと変化する兆しがある。日米欧の量的緩和を背景に流動性相場が続いた結果、長期金利との裁定関係で株価が割高になっているためだろう。長期金利から株式益回り(=予想一株利益(EPS)/株価)を差し引いたイールド・スプレッドがすでに高いので、長期金利が上昇すると株式益回りは上昇(=株価収益率(PER)は低下)しやすく、予想EPSが増加しなければ株安に傾きやすい。長期金利が上昇しなければ、株式益回りは上昇せず、予想EPSに連動するように株価が上昇しやすくなるが、すでに予想EPSの上昇は鈍化しており、ドル高が進むと予想EPSは低下しやすい。つまり、米金利上昇とドル高が抑制されることが、

株価上昇の条件かつリスクオンの円安の条件でもある。

ギリシャや中国への不安を背景としたリスクオフの株価下落（株式益回り上昇）と金利低下がイールド・スプレッドを押し下げたため、割高度が低下した分だけ株価が上昇する（リスクオンに戻る）余地が生まれた。ギリシャ支援の基本合意でリスクオンに傾きつつあり、9月頃にかけてはリスクオン傾向のなかでの円安進行が見込まれる。

米国イールド・スプレッドとドル円



■今後の為替を左右するのは金利よりリスク許容度か

＜ギリシャ支援の基本合意でリスクオンに＞

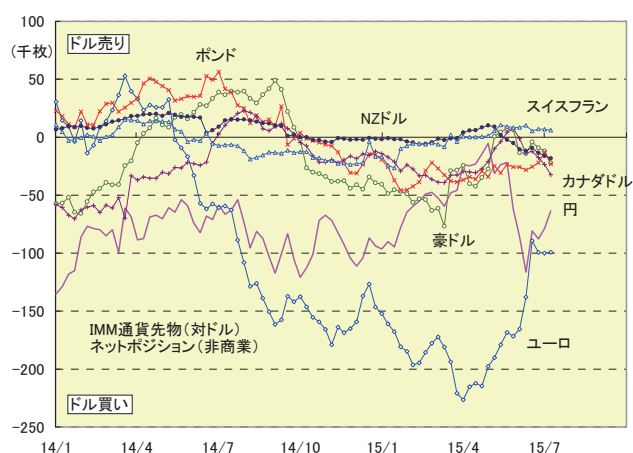
ギリシャは国民投票まで実施して自国に有利な支援条件を引き出そうとしたが、ドイツがギリシャのユーロ離脱も選択肢とするなど強気の交渉姿勢を堅持し、債権団が大幅に譲歩することはなかった。金融支援が途絶えると最も大きな経済的ダメージを被るのはギリシャであることをギリシャ政権も認識したからこそ、債権団が求めた支援条件に近い形で合意したのだろう。ユーロ圏を離脱して経済的困窮を克服するリスクを犯せない以上は、財政緊縮への反対姿勢を翻すしか道はなかった。まだギリシャ向け第三次支援が決定したわけではないが、協議開始への工程で合意したことでギリシャ・リスクは後退し、市場はリスクオンに傾いている。

通常はリスクオンになると、円やドルが売られて他通貨が買われやすい。ただし、ギリシャ支援合意後の反応としては、円は売られたものの、ドルが円以外の通貨に対しても買われた。これは、ドイツなどの欧州金利が低下する一方で米国金利が上昇したために、ドル買い・ユーロ売りが起きたことが影響しているようだ。ただし、欧州の金利低下は、ギリシャ不安を背景に手控えられていた欧州債への買いが広がったためであり、相対的な米金利上昇とドル高が持続するとは限らないだろう。むしろ、各国金利差の影響による為替変動は短期的かつ限定的で、中期的にはリスク許容度の変化が為替相場に大きな影響を与えていくのではないだろうか。そこで、為替相場に与える金利変化とリスク許容度変化の影響を比較検証する。

＜金利よりリスク許容度が為替を左右するケースが増加＞

為替相場を振り返ると、14年7月から12月にかけては、米金利上昇によるドル高と日銀量的緩和・リスクオンによる円安が進行。15年1月にかけては、リスクオフによる円高とドル高。3月にかけては、欧州金利低下や米金利上昇によるドル高。6月にかけては、リスクオンによる円安と米金利上昇によるドル高。7月にかけては、リスクオフによる円高がドル高を上回った。このように、金利とリスク許容度はともに為替に影響してきたわけで、どちらの影響が大きいかはケース・バイ・ケースである。ただし、対ドルの通貨先物ポジションをみると、昨年までは他通貨と同方向に動くケースが多かった円のポジションが、逆方向に動くケースが増えている。これは、米金利上昇によるドル高がリスクオフによる円高を招いたり、米金利低下によるドル安がリスクオンの円安を招くなど、金利よりもリスク許容度の変化によって為替が左右されるケースが増えているからだ。

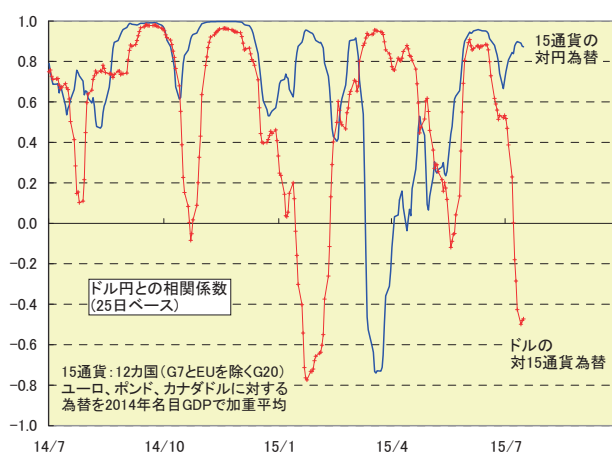
I MM通貨先物ポジション



ドル円を、ドルと円以外の他通貨に対するドルの相場（ドル相場）と、円に対する他通貨の相場（円相場）に分解すると、両者がドル円に対して逆方向に作用した場合の影響が比較できる。15年3月前後はドル円がドル相場に左右されたが、14年12月～15年1月、および6～7月は円相場に左右されたことがわかる。ドル円に対するドル相場および円相場の相関をみても同じことが言える。最近のドル円は、ドル相場との相関が低下する一方で円相場との相関が上昇している。

ドル円と世界株価の順相関は、15年6月に黒田日銀総裁の発言（「実質実効為替レートがさらに円安になるのは、普通に考えればありそうにない」）を受けた円高もあって一時的に低下したが、最近にかけては再び上昇し、ドル円と米2年国債金利の順相関を上回った。また、ドル実効為替と米独2年国債金利差の順相関が低下する一方で、ドル実効為替と世界株価の逆相関が大きく高まっている。さらには、円実効為替と世界株価の逆相関も高まり、円実効為替と米2年国債金利の逆相関を超えるほどになった。つまりは、金利変化が為替に与える影響以上にリスク許容度変化が為替に与える影響が強まっている。為替動向を見通すうえで、金利変化以上にリスク許容度変化を考える必要性が増している。

ドル円とドル相場および円相場の相関



■ 15年7－9月はリスクオンの円安、10－12月はリスクオフの円高か

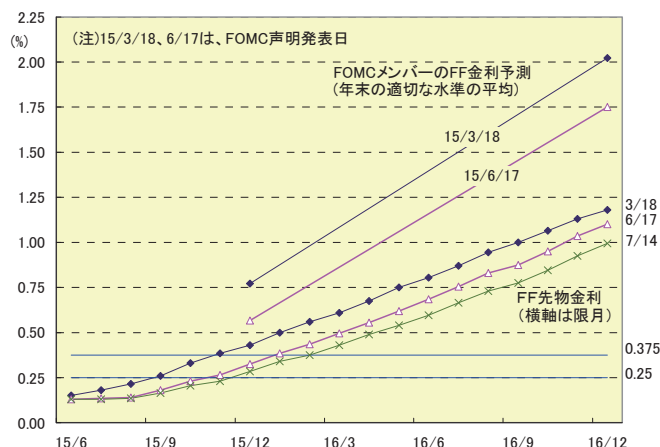
＜FRBはハト派的姿勢で利上げ期待を抑制へ＞

米インフレ率は、14年7月～15年3月のドル高・商品安の影響により低下した。ドル高・商品安が進まなければ、今年後半は前年同期のドル高・商品安に対応して総合インフレ率は上向きやすいが、年末近くまではコア・インフレ率を上回るのは容易でない。米国景気が急回復する可能性は低いので、期待インフレ率がコア・インフレ率よりも高い2%前後の水準へと急速に高まる可能性も低い。雇用改善につれて賃金上昇率や期待インフレ率が高まるまでは、米連邦準備理事

会（FRB）は米金利上昇とドル高が進まないように市場の利上げ期待を抑えるだろう。

現状でFF金利先物が織り込む15年12月平均のFF金利は0.285%であるのに対し、FOMCメンバーが予想する年末時点のFF金利の平均は0.566%である。3月と6月のFOMCでは、メンバーのFF金利見通しが市場のFF金利見通しに鞘寄せするように下方修正されてきた。FRBはハト派的姿勢をとって市場の利上げ期待を抑えながら、現状の市場見通しに近い12月に年内1回の利上げを行うことになるのではないかとみられる。

FOMCメンバーと先物市場のFF金利見通し



<米金利上昇・ドル高は限定的でリスクオンの円安が進行か>

7月9日以降に米国の金利は反発したが、これは多分に中国、欧州、米国等の株価が反発するなど、リスクオフからリスクオンに転じたことが影響している。イエレンFRB議長の7月10日の講演後に金利が上昇したのも、利上げ期待の高まりによる部分は小さいとみられる。議長は、年内の利上げを想定しているとしながらも、労働市場にはなお緩みが存在するとし、労働市場の状況回復を注視し、インフレ率が2%に回復するとの合理的確信を得る必要があるとした。当面、米金利上昇・ドル高は限定的となる一方でリスクオンの円安が進みやすく、金利変化よりもリスク許容度変化が為替を左右しやすいだろう。

<米利上げ前にリスクオフの円高、利上げ後に円安か>

今後数年間の期待インフレ率が2%近辺に高まると、米国の実質金利および名目金利は上昇しやすくなるだろう。利上げが近づいた局面（おそらく15年10～12月）では、米長期金利上昇が進む可能性が高く、それがドル高に作用する一方で、リスクオフの株安と円高に転じやすくなるだろう。ただし、利上げ前に上昇した長期金利が、利上げ後には反落するか安定化し、リスクオフ圧力が後退する可能性がある。米国景気の減速懸念が台頭しない限り、リスクオフの円高は持続しにくいとみられる。

15年7～9月は、FRBのハト派的姿勢で米金利上昇が抑制され

為替相場予想（対円）

	実績 2015年 3月末	6月末	予想 2015年 7-9月	10-12月	2016年 1-3月	4-6月	7-9月
ドル	119.2	122.1	124.0	119.0	119.0	120.0	118.0
			119-127	116-127	115-123	115-123	114-122
ユーロ	129.8	136.2	140.0	133.0	132.0	134.5	130.0
			131-143	128-143	127-139	127-139	126-138
豪ドル	92.4	94.1	97.0	92.0	91.0	92.5	89.0
			89-99	87-99	86-96	86-96	86-96
カナダドル	94.7	97.9	101.5	97.0	96.0	97.5	94.5
			94-104	92-104	91-101	91-101	90-100
NZドル	90.1	82.7	88.0	83.5	82.0	84.0	80.5
			80-90	78-90	77-87	77-87	77-87
トルコ・リラ	45.9	45.6	48.5	45.5	44.0	45.0	43.5
			44-50	42-50	41-47	41-47	41-47
南アフリカ・ランド	9.9	10.1	10.4	9.9	9.7	9.9	9.5
			9.5-10.6	9.3-10.6	9.2-10.3	9.2-10.3	9.2-10.3
ブラジル・レアル	36.8	39.2	42.0	39.0	38.0	39.0	37.0
			37-43	36-44	35-41	35-41	35-41
韓国ウォン (100ウォン当り)	10.7	10.9	11.2	10.6	10.5	10.7	10.4
			10.5-11.5	10.2-11.5	10.0-11.0	10.0-11.0	10.0-11.0
中国・人民元	19.2	19.7	20.0	19.2	19.1	19.3	19.0
			19.3-20.5	19.0-20.5	18.5-19.7	18.5-19.7	18.5-19.7

(注)単位は円。予想は上段が四半期末、下段が四半期レンジ
(出所)大和証券

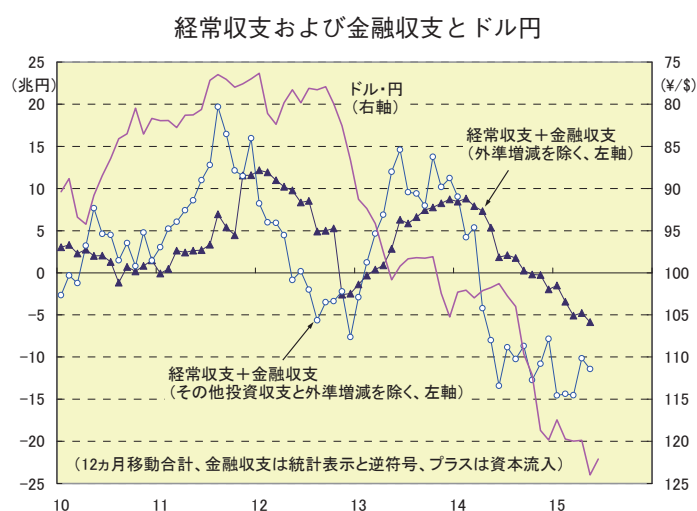
てリスクオンとなり、通貨の強さは、その他通貨＞ドル＞円、の順になると予想している。同10－12月は、インフレ期待の高まりによる米金利上昇を受けてリスクオフに転じ、通貨の強さは、円＞ドル＞その他通貨、の順へと逆転する可能性が高いとみている。そして、16年1－3月は、米金利上昇の一服でリスクオフ圧力が後退し、円高が収まるだろう。

■国際収支が円安要因から円高要因に転換する可能性

＜経常収支と金融収支を合わせた資本流出に変化の兆し＞

日本の貿易収支、サービス収支、第一次所得収支のいずれもが改善し、それらを合わせた経常収支の改善が進んでいる。貿易収支は15年3月に黒字に転換した後、4、5月とわずかな赤字となったが、改善傾向を維持しているようにみられる。サービス収支には、円安を背景に日本への外国人旅行者が増えていることによる旅行収支の改善が寄与している。第一次所得収支には、外国証券保有増を背景とする証券投資収益収支の改善と、企業の海外進出を背景とする直接投資収益収支の改善が寄与している。世界的な資産価格下落、顕著な円高進行、経済や企業収益の悪化が進まない限りは、これらの収支改善傾向が続きやすい。

経常収支における資本流入が増加傾向にある一方で、外貨準備増減を除く金融収支（以下、金融収支）における資本流出が増加傾向にある。5月までの1年間の経常収支は10.4兆円の資本流入であるのに対し、金融収支は16.3兆円の資本流出である。つまり、過去1年間の累計では、資本流入を上回る資本流出があったことになり、国際収支面からは為替に円安圧力が働いていたと言えるだろう。経常収支と金融収支を合計した収支は、5月までのところでは資本流出が拡大する傾向にあり、円安圧力が強まる状況にあったとも言える。ただし、金融収支の構成項目の一つである「その他投資収支」には他収支の変化を受けて変化する受動的な部分もあるので、「その他投資を除く金融収支」と「経常収支」を合計すると、資本流出幅が拡大しなくなっていることがわかる。過去には、「金融収支と経常収支の合計」に対して「その他投資を除く金融収支と経常収支の合計」がやや先行するケースも見られるだけに、日本からの資本流出拡大が止まる兆しともとれる。



＜円安効果による貿易収支の改善は中期的に持続か＞

経常収支と金融収支のバランスがどのように変化するかのポイントの一つは、貿易収支の動向にあるだろう。これまでの貿易収支改善の主因は、価格効果にある。円安は円建て輸出・輸入金額の双方を押し上げる方向に作用したが、14年半ば以降の原油価格の下落が輸入金額を押し下げて貿易収支を改善させる方向に働いた。今後は、原油価格下落が大きく進むとは考えにくいので、価格効果による貿易収支改善は進みにくいだろう。

問題は、価格効果を除いた実質的な貿易収支の改善が進むか否かだ。実質貿易収支は、円安が進行し始めてから2年程度経過した14年秋頃から改善し始めたが、その後は改善が鈍っている。

ただし、米国の寒波による景気減速が輸出にマイナス（港湾ストが輸出入にマイナス）に働くなど、一時的要因もあった。今後は、中国など海外経済の景気減速が輸出にマイナスに働くか否かにも左右されるが、円安による日本の価格競争力の向上が実質的な輸出を増やし輸入を減らす効果は中期的に持続しやすい。また、15年8月以降は原発の一部再稼動が、燃料輸入の減少要因ともなる。今後は、実質貿易収支の改善とともに名目の貿易収支が黒字基調へと転換し、経常収支の改善を支え続ける可能性が高いだろう。

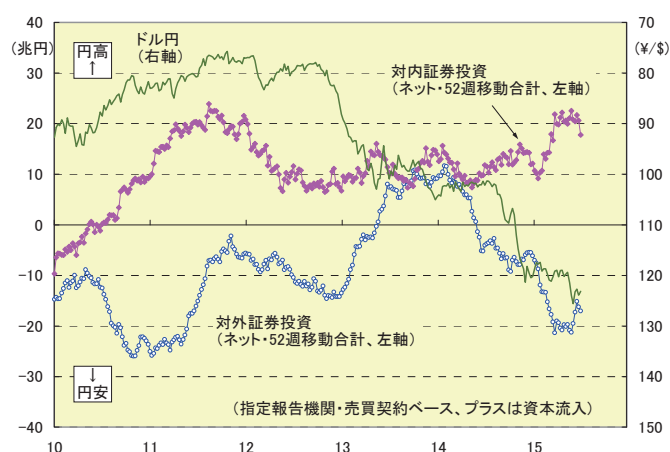
<対外証券投資の鈍化が資本流入超過につながる可能性>

経常収支と金融収支のバランスがどのように変化するかのもう一つのポイントは、金融収支の資本流出を支えてきた対外証券投資の動向にある。対外証券投資は4月頃から拡大が鈍り、6月以降は明らかに縮小している。対外証券投資のなかでも、株式投資は拡大基調にあまり変化がない一方で、中長期債投資が縮小している。また、通貨別には、ドル建てではなくユーロ建ての対外証券投資の鈍化が目立つ。4月下旬以降、ドイツなど欧州の金利が急反発し、ユーロが急上昇する局面で、中長期債投資が縮小した。

円安進行が外国証券の利益確定売りを招いて対外証券投資を減らした一面があっただろう。それが主因であれば、円高に振れた局面では再び対外証券投資が増えやすいはずだが、市場のボラティリティー上昇が対外証券投資を抑制する可能性もある。実際、6月中旬以降、ギリシャ情勢の混迷などによるリスクオフで欧米の株価や金利が低下し、円高に傾くなかでも、対外証券投資は増えなかった。先行きについても、米利上げ期待を背景とした金利上昇が世界的に株安などのリスクオフを誘発すれば、債券安・円高に振れても対外証券投資が増えにくい可能性はある。

以上から、経常収支と金融収支のバランスは次第に変化し、両者の合計は資本流出超過から資本流入超過に向かい始める可能性が高いだろう。つまり、日本の国際収支は、次第に円安要因から円高要因へと転換していく可能性が高い。

対外および対内証券投資とドル円



最近の M&A（企業の合併・買収）

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. M&A とは

M&A とは、英語の mergers and acquisitions（合併と買収）の略で、企業の合併・買収を意味する。M&A の状況を世界的に見ると、ここ 10 年は一定額で推移していた。表 1 に 2006 年以降の M&A を示すが額はリーマンショックの影響がある 2009 年を除くと 2 兆ドル～5 兆ドル（年間）で推移している。リーマンショック後は、2 兆ドル～3 兆ドルで推移している。しかし、ペンディングの案件は、2012 年ごろから急激に増加している。2015 年上期では額にして 1 兆 2000 億ドル、件数で 6400 件あまりに上る。これは、大規模の案件が増え、M&A を発表してから完了するまで時間がよりかかっていることを意味しよう。さらに、中止等に追い込まれる案件の額、数ともに増加傾向にある。

2015 年上期に発表された米国での最も高額買収を行った会社は、米国チャーター・コミュニケーションズ社である。米国タイム・ワーナー・ケーブル社を買収する案件は、発表時の買収総額は 792 億ドル（9 兆 7400 億円）に上る。この案件は、2015 年 5 月 26 日発表であり、現在まだ完了していない。完了予定日は 2015 年 12 月 31 日となっている。この買収は、友好的買収（両者が合意した買収）となっているが、買収するチャーター・コミュニケーションズ社より買収されるタイム・ワーナー・ケーブル社のほうが時価総額が 2.5 倍ほど大きい。チャーター・コミュニケーションズ社 201 億ドル、タイム・ワーナー・ケーブル社 519 億ドルとなっている。さらに、このチャーター・コミュニケーションズ社はこの買収を発表する前の 3 月 31 日に、Bright House Networks（米国）を 104 億ドルで買収すると発表している。この 2 度の買収の総額は 896 億ドル（11 兆円）に達する。

表1 2006年以降の世界中でのM&A (単位:億ドル)

	完了額	件数	ペンディング額	件数	中止等額	件数	すべて	件数
2006年 上期	18,000	15,266	42	6	4,685	411	23,000	15,683
2006年 下期	18,000	15,383	5	3	2,019	424	20,000	15,810
2007年 上期	23,000	17,575	4	10	5,649	509	29,000	18,094
2007年 下期	18,000	18,002	4	13	2,204	587	20,000	18,602
2008年 上期	14,000	16,629	11	23	3,576	588	17,000	17,240
2008年 下期	11,000	13,754	4	37	1,852	596	13,000	14,387
2009年 上期	8,863	11,407	8	37	747	441	9,617	11,885
2009年 下期	8,850	12,997	7	27	827	412	9,684	13,436
2010年 上期	9,543	13,612	12	33	1,603	369	11,000	14,014
2010年 下期	12,000	14,394	18	106	1,813	315	14,000	14,815
2011年 上期	13,000	14,517	21	308	1,815	275	14,000	15,100
2011年 下期	11,200	14,682	25	268	858	217	12,000	15,167
2012年 上期	10,000	14,049	82	367	727	202	11,000	14,620
2012年 下期	12,000	14,407	153	403	1,001	211	13,000	15,023
2013年 上期	10,000	13,548	774	724	1,430	203	12,000	14,475
2013年 下期	12,000	14,382	709	947	1,362	320	14,000	15,649
2014年 上期	13,000	12,935	2,751	2,898	5,494	658	21,000	16,491
2014年 下期	13,000	12,988	4,183	4,464	5,120	1,066	23,000	18,518
2015年 上期	5,916	11,323	12,000	6,404	9,190	1,350	28,000	19,077

(出所: Bloomberg)

この買収は、2つとも米国内での買収劇であり、国際的な取引ではないが、米国での買収額の大きさを物語る1件であろう。

また、2015年上期の最も大きな案件としては、ロイヤル・ダッチ・シェルの買収案件が挙げられる。発表日2015年4月8日、非買収企業BGグループ（英国）、買収額532億ポンド（10兆2700億円）となっている。これは、両者とも石油会社であり、石油業界内での買収である。また、この買収はロイヤル・ダッチ・シェルの時価総額のほうがはるかに大きく、ロイヤル・ダッチ・シェル1265億ポンド、BGグループ394億ポンドとなっている。この買収の完了予定日は2016年6月30日となっており、まだ約1年後の完了予定である。

次に、表2には、地域別のM&A額を時系列に示している。これをみると、2014年ごろからアジア太平洋のM&A額が増加しているのがわかる。これは、日本というより、中国企業のプレゼンスが増していることが要因であろう。

表2 2006年以降の地域別M&A額 (単位:億ドル)

	すべて	北米	欧州	アジア太平洋	中南米・カブ	中東・アフリカ
2006年 上期	23,000	9,210	9,568	2,712	585	507
2006年 下期	20,000	8,822	7,058	2,701	837	413
2007年 上期	29,000	13,000	11,000	3,027	562	374
2007年 下期	20,000	8,000	7,189	3,455	649	635
2008年 上期	17,000	6,951	5,829	3,751	604	280
2008年 下期	13,000	5,467	4,759	2,204	585	347
2009年 上期	9,617	3,899	2,896	2,063	497	260
2009年 下期	9,684	3,521	2,766	2,748	444	249
2010年 上期	11,000	4,496	2,766	2,421	1,208	307
2010年 下期	14,000	5,359	3,684	3,553	1,264	527
2011年 上期	14,000	6,377	4,142	2,776	960	249
2011年 下期	12,000	6,329	2,800	2,463	630	243
2012年 上期	11,000	4,305	3,122	2,469	819	343
2012年 下期	13,000	6,468	3,403	2,804	536	223
2013年 上期	12,000	5,542	3,467	2,491	451	419
2013年 下期	14,000	6,784	3,459	3,002	862	274
2014年 上期	21,000	11,000	6,122	3,476	740	316
2014年 下期	23,000	12,000	5,275	4,604	907	405
2015年 上期	28,000	14,000	6,877	6,199	567	328

(出所: Bloomberg)

2015年上期、アジア太平洋での最大案件は、CK Hutchison Holdings（香港）がハチソン・ワンポア（香港）の買収を発表した案件である。発表時の買収額は、3233億香港ドル（5兆1700億円）、発表日2015年1月9日、完了日2015年6月3日で、すでに完了している。Bloombergの業種分類では、CK Hutchison Holdingsは投資会社、ハチソン・ワンポアは多角経営となっているが、セグメント別の決算書をみると、CK Hutchison Holdingsは不動産業、ハチソン・ワンポアは小売業（チェーンストア経営）となっている。

また、両者とも、香港市場に上場していたが、ハチソン・ワンポアは、2015年6月3日付けで上場廃止になっている。買収前の両者の時価総額は、CK Hutchison Holdings 2891億香港ドル、ハチソン・ワンポア 3726億香港ドルで、非買収企業のハチソン・ワンポアのほうが大きい。

次に、業種別であるが、表3には、業種別のランキング（1位から5位）を示してある。

表3にある9年半ですべての額は31兆4301億ドルになり、業種別第1位は、金融業6兆5245億ドル(20.76%)、続いて第2位消費B 3兆8400億ドル(12.22%)、第3位通信3兆4325億ドル(10.92%)、第4位エネルギー2兆6700億ドル(8.5%)、第5位消費A 2兆1003億ドル(6.68%)となる。金融業のM&Aが全体の20%を占めている。特に、リーマンショック前の2006年、2007年は通年で1兆ドルを越えるM&Aが行われたことになる。

最近での金融業大型案件は、2015年7月1日発表の総額289億8565万ドル(3兆5500億円)米国エース保険がチャブという米国の損害保険会社を買収(友好的)する案件である。まだ始まったばかりであるが、完了予定日は2016年3月31日となっている。

表3 2006年以降のM&A額 業種別ランキング (単位:億ドル)

		すべて	第1位			第2位			第3位			第4位			第5位		
2006年	上期	23,000	金融業	5,088	通信	3,207	消費A	3,041	公益	2,595	工業	2,332					
2006年	下期	20,000	金融業	5,331	消費B	2,955	消費A	2,416	通信	2,303	工業	1,687					
2007年	上期	29,000	金融業	8,705	消費B	3,878	通信	3,546	消費A	3,292	工業	2,442					
2007年	下期	20,000	金融業	4,622	消費B	3,536	消費A	2,252	工業	1,961	エネルギー	1,924					
2008年	上期	17,000	金融業	3,336	消費B	3,323	通信	2,726	基礎資材	2,438	エネルギー	1,562					
2008年	下期	13,000	金融業	4,636	消費B	2,228	基礎資材	1,256	エネルギー	1,255	公益	1,088					
2009年	上期	9,617	金融業	2,528	消費B	2,140	消費A	1,062	エネルギー	1,059	基礎資材	881					
2009年	下期	9,684	金融業	2,034	工業	1,424	消費B	1,388	通信	1,257	エネルギー	1,249					
2010年	上期	11,000	金融業	2,375	消費B	1,898	通信	1,590	エネルギー	1,500	基礎資材	1,004					
2010年	下期	14,000	金融業	2,557	消費B	2,383	エネルギー	2,220	工業	1,479	基礎資材	1,437					
2011年	上期	14,000	金融業	2,443	消費B	2,420	通信	1,828	エネルギー	1,603	消費A	1,390					
2011年	下期	12,000	エネルギー	2,161	金融業	2,115	消費B	1,981	基礎資材	1,213	工業	1,206					
2012年	上期	11,000	消費B	1,932	金融業	1,650	エネルギー	1,352	工業	1,332	基礎資材	1,182					
2012年	下期	13,000	金融業	2,847	エネルギー	2,357	通信	1,803	消費B	1,802	消費A	1,420					
2013年	上期	12,000	金融業	2,682	消費B	2,348	通信	1,743	工業	1,250	消費A	1,221					
2013年	下期	14,000	通信	3,061	金融業	2,987	消費B	2,073	エネルギー	1,495	消費A	1,209					
2014年	上期	21,000	消費B	5,714	通信	4,623	金融業	3,315	工業	2,093	消費A	1,456					
2014年	下期	23,000	消費B	4,303	金融業	4,140	エネルギー	3,806	通信	3,611	消費A	2,244					
2015年	上期	28,000	消費B	6,715	金融業	5,619	エネルギー	3,157	通信	3,027	テクノロジー	2,293					

(消費A:景気循環型 消費B:非景気循環型 出所:Bloomberg)

また、クロスボーダーの案件で、日本でも大きく報じられた東京海上HDによる米国HCC インシュアランスHDの買収、74億7976万ドル(9200億円)規模で、発表2015年6月10日、完了予定2015年12月31日となっている。

銀行の合併案件では、2015年1月22日発表のロイヤル・バンク・オブ・カナダ(RBC)によるシティー・ナショナルという米国西部の商業銀行の買収、総額53億1657万ドル(6540億円)完了日は2015年12月31日となっている。

ちょっと変わった案件では、三井住友FGがEuropean Sponsor Finance businessというプライベート・エクイティを業務とするGEの子会社を22億ドルで買収する発表を2015年6月30日に行っている。完了日は9月30日と3ヶ月で完了する予定である。プライベート・エクイティとは、企業の再生を手伝って(買収を介することが多い)リターンを上げるファンドを運営する会社のことである。米国の大銀行では、プライベート・エクイティを①銀行内で手がける②子会社で運営する③プライベート・エクイティの会社を買収する等さまざまな手段を使ってプライベート・エクイティ業務に関与している。

表4には、2015年上半期でのビッグ・ディールトップ10を挙げるが、10の案件のうち、6案件が友好的で、4案件が一方的である。一方的な案件は4月～6月に発表されたもので、まだ、暫定オファーの段階であり、これから敵対的買収に発展するのかが注目される。また、友好的買収の

案件は、半年程度で完了しているものと、1年後の完了予定でペンディングのものがある。また、業種的には、買収する側と買収される側が同じであり、買収する側が、業容拡大のための買収である。いずれにしても、日本円にして数兆円レベルの案件であり、巨額の資金が動く案件である。

表4 2015年上半期 ビッグディール

	買収会社	業種	買収額	非買収会社	業種	発表日	買収タイプ	現状	完了予定日
1	ロイヤル・ダッチ・シェル	石油・総合	532億GBP	BGグループ	石油・探査・生産	2015/4/8	友好的	ペンディング	2016/6/30
2	チャーター・コミュニケーション	ケーブルテレビ	792億USD	タイム・ワーナー・ケーブル	ケーブルテレビ	2015/5/26	友好的	ペンディング	2015/12/31
3	エナジー・トランスファー	パイプライン	697億USD	カシオ・カンパニー	パイプライン	2015/6/21	一方的	暫定オファー	
4	ハインツ	食品	554億USD	クラフトフーズ	食品	2015/3/25	友好的	完了	2015/7/6
5	テバ・ファーマシューティカル	医療	499億USD	マイラン	医療	2015/4/17	一方的	暫定オファー	
6	アンセム	医療	496億USD	シグナ	医療	2015/6/15	一方的	暫定オファー	
7	ポテンシャル・バイヤー	アプリケーション	475億USD	セールスフォース・コム	アプリケーション	2015/4/29	友好的	提案	
8	モンサント	農薬・肥料	442億USD	シンジェンタ	農薬・肥料	2015/4/30	一方的	暫定オファー	
9	CK Hutchison HD	投資会社	3233億HKD	ハチソン・ワンボア	多角経営	2015/1/9	友好的	完了	2015/6/3
10	ユニナテッドヘルスGP	医療	400億USD	エトナ	医療	2015/6/15	友好的	提案済み	

2. 日本の会社による M&A

日本の会社を買収会社となる 2015 年上期での最大の買収案件は、伊藤忠商事が手がけた中国中信集団（CITIC）の買収である。中国中信集団は鉄鋼・特殊鋼の会社であるが、タイの最大財閥であるチャロン・ボカパンと共同で、総額 803 億 HKD（1 兆 2000 億円）の買収に調印した。803 億 HKD のうち、伊藤忠商事は 344 億 HKD を支払う。2015 年 1 月 20 日発表、現在の状況はペンディングである。伊藤忠商事はその後の 2015 年 4 月 20 日、波司登（ボシデン）というアパレル会社（中国のダウンジャケット市場の 40% を握る）を第三者割当増資で株式の 14% を取得する予定であったが、波司登の株主総会で第三者割当増資の議案が否決されたようだ。日経新聞の 7/8 版によると、経営陣以外の「独立株主」の 69% が反対に回り、決議案は否決された。この投資額は 15 億 5000 万 HKD（250 億円）程度となっている。この第三者割当増資の否決が CITIC の買収にどのような影響を与えるかは現在のところ不透明であるが、中国企業の買収は難しいとの印象を与えた。また、伊藤忠商事に買収戦略の見直しを迫る可能性もあるとしている。また、伊藤忠商事は 2015 年上半期に 10 件もの買収を発表し、総額は 106 億 USD（1 兆 3000 億円）に上る。

2015 年上半期で 2 番目に大きな案件は、東京海上 HD による、同業の HCC インシュアランス HD（米国）買収の案件である。日本の保険会社による海外の保険会社の買収案件であるが、この案件も現在の状況はペンディングであるが、完了予定日は 2015 年 12 月 31 日となっており、現在時点では、予定通りの進行状況であろう。東京海上 HD は、2015 年 5 月にインドの生命保険会社（Edelweiss Tokio Life Insurance）（売却額未発表）と、米国の不動産管理サービス会社（ACORE Capital）を 16 億 USD（1950 億円）の買収を発表しており、2015 年上半期における買収総額は 91 億 USD（1 兆 1200 億円）に上る。

日本郵政による、オーストラリアの物流会社（Toll HD）の買収も日本では大きく報道されたが、買収額 80 億 AUD（7200 億円）で、2 月 17 日発表、6 月 10 日に完了している。日本郵政は、これ以外に、JTB 傘下のツーウェイシステム（オンラインデータ関連会社）の買収を 4 月 1 日に発表しているが、取引額等は未発表である。

表 5 には、2015 年上半期の日本企業の M&A 上位 10 社を示すが、大型案件 10 件のうち 8 件までが海外企業買収であり、対日本企業の買収は 2 件にとどまり、しかもその 1 件は、不動産取引の案件となっている。日本企業は、かなり円安が進んでも海外企業買収を活発に行っている。

表5 2015年上半期 日本企業によるM&A 上位10社

	社名	業種	額(億USD)	件数	最大案件	国	業種	額	
1	伊藤忠商事	輸出入	106	10	CITIC(中国中信集団)	中国	アパレル	344億HKD	ペンディング
2	東京海上HD	損害保険	91	3	HCCインシュアランスHD	米国	保険	74億USD	ペンディング
3	三井住友FG	商業銀行	64	6	GE Capital Rail Service	米国	プライベート・エクイティ	40億USD	提案済み(入札)
4	日本郵政	多角経営	63	2	Toll Holdings	オーストラリア	物流	80億AUD	完了
5	野村不動産MF	不動産投信	49	6	野村不動産オフィスファンド	日本	不動産	3792億円	ペンディング
6	みずほFG	商業銀行	35	3	North American & Canadian Loans	米国	消費者ローン	30億USD	ペンディング
7	旭化成	化学	32	3	ボリボア・インターナショナル	米国	ろ過・分離機器	32億USD	ペンディング
8	ソフトバンク	電話	29	14	Coupang	韓国	eコマース	10億USD	ペンディング
9	キャンン	OA機器	24	4	アクシス・コミュニケーションズの株式(84.83%)	スウェーデン	業務用AV機器	196億SEK	完了
10	日本生命	生命保険	16	5	りそなHDの株式(5.59%)	日本	銀行	865億円	完了

表6には、2014年中の日本企業の買収額上位10社を示すが、1位にソフトバンクが入っており、最大案件は米国の映画会社（ドリームワークスアニメーション）となっているが、この案件は現在まだ交渉中となっており、買収がいつも順調に進むと限らないことを示している。ソフトバンクに関しては、2014年23件、61億USD（7400億円）、2015年上半期14件、29億USD（3500億円）となっており、買収のペースは変わらない。

表6 2014年 日本企業によるM&A 上位10社

	社名	業種	額(億USD)	件数	最大案件	国	業種	額	
1	ソフトバンクGP	電話	61	23	ドリームワークスアニメーション	米国	映画	34億USD	交渉中
2	第一生命	損害保険	58	3	プロテクトタイプ生命	米国	生命保険	55億USD	完了
3	三菱重工	機械	53	4	Steam&Grid&Hydro Business	フランス	機械	39億USD	中止
4	出光興産	石油精製販売	42	2	昭和シェル石油	日本	石油精製販売	5000億円	交渉中
5	大塚HD	医療	32	3	アパニア・ファーマーシューティカルズ	米国	治療学	32億USD	完了
6	三菱商事	輸出入	20	8	セルマック	ノルウェー	漁業	110億NOK	完了
7	オリックス	金融	20	11	ハートフォード生命	米国	生命保険	9.6億USD	完了
8	明治安田生命	生命保険	20	1	Potential Target	英国バーミンガム	生命保険	2000億円	提案済み
9	楽天	eコマース	19	12	Ebates Inc	米国	eコマース	9.8億USD	完了
10	三井住友FG	商業銀行	19	10	東亜銀行	香港	商業銀行	5.8億HKD	ペンディング

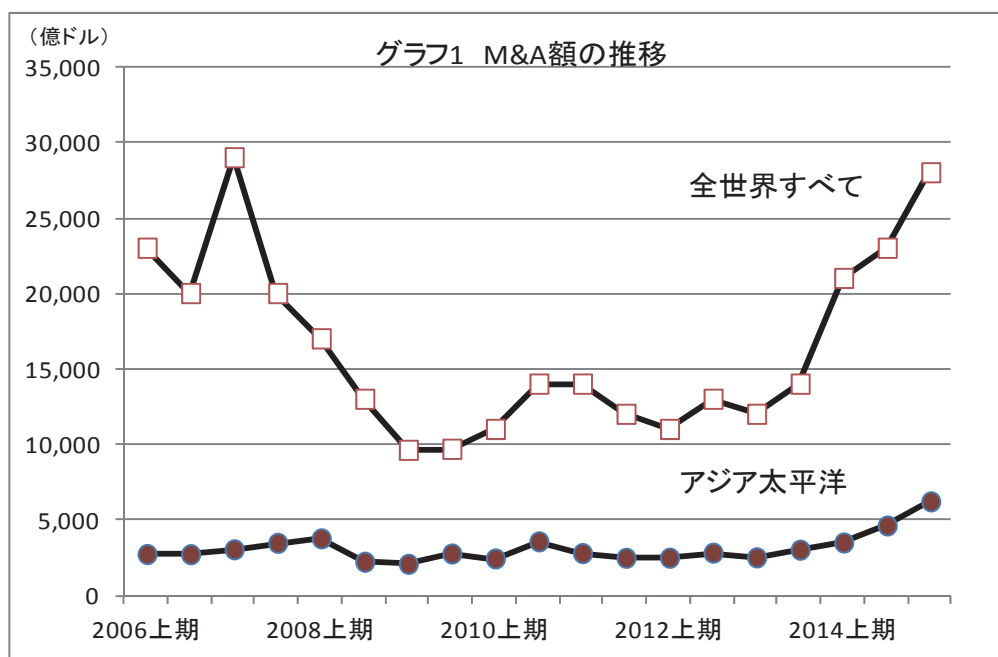
3. おわりに

全世界的に巨額の買収が、新聞紙上を賑わせて久しいが、表2にあるように買収のターゲットになる企業は北米（とくに米国）の企業が多い。米国の企業が米国の企業を買収する案件が多いのは間違いないが、ここ数年では、ターゲットになっている企業はアジア太平洋の企業の比率も増加している（グラフ1参照）。

グラフ1からは、リーマンショックにより2008年ごろからM&Aの額が全世界的に減少しているのがわかるが、2015年上期はリーマンショック前のレベルまで、回復してきたことがわかる。アジア太平洋に関しては、リーマンショック前より大きくなっている。

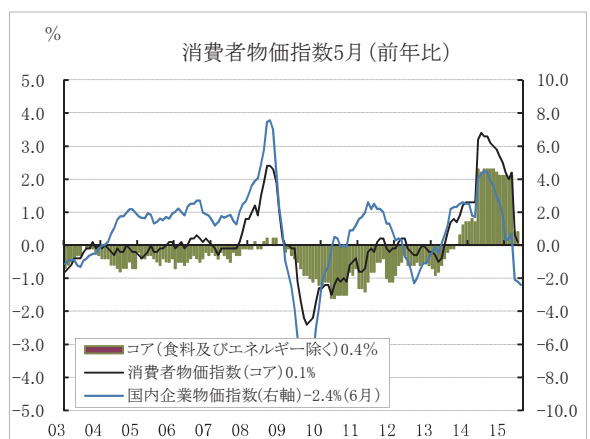
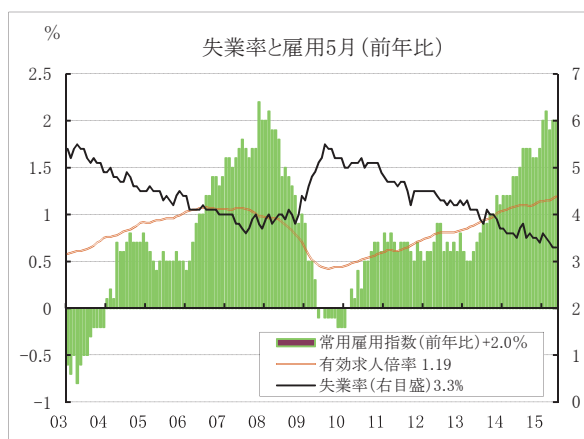
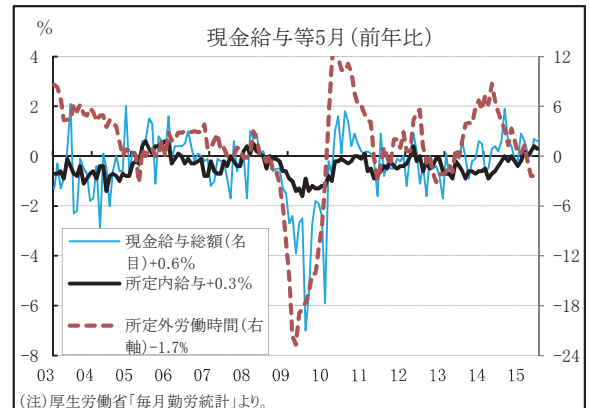
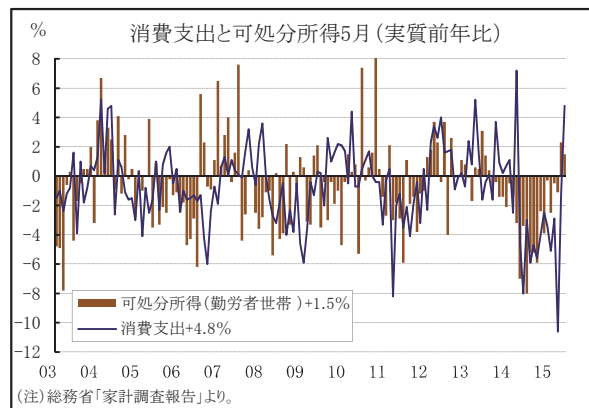
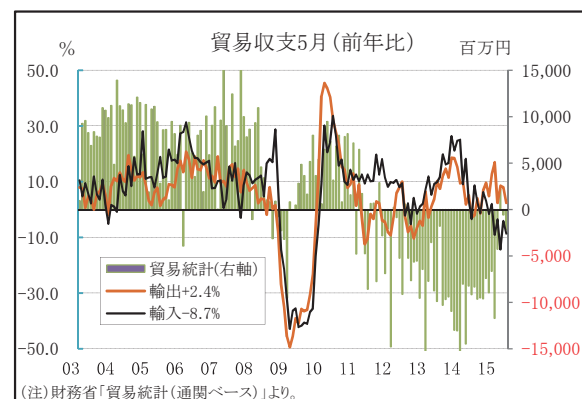
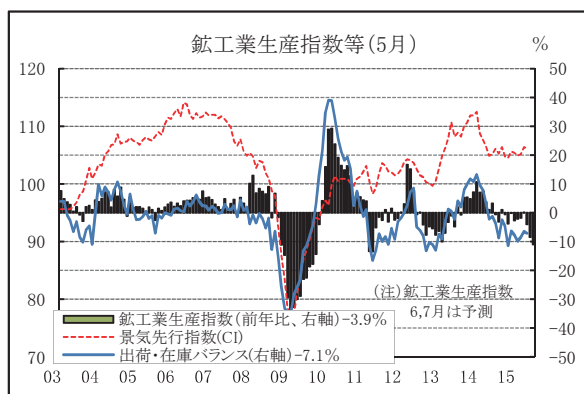
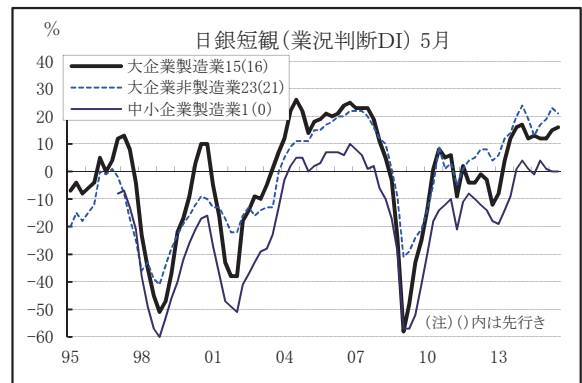
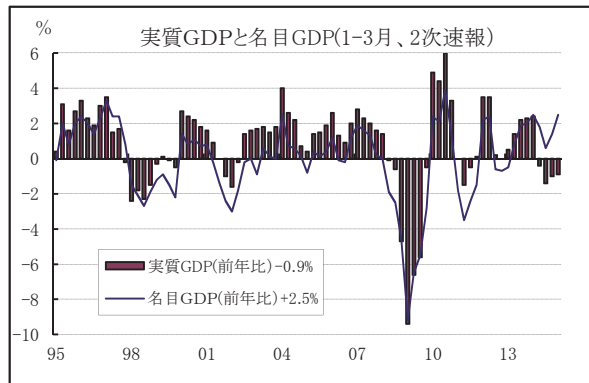
米国内では、巨額の買収案件が目白押しで買収合戦の様相を呈しているのは、2000年以降変化がないように感じる。2000年以降での最大の買収案件は、AOLによるタイム・ワーナー社の買収であり、その買収額は1647億ドルにも達する。2015年上期での最大案件（792億ドル）の倍の額にもなる。近年での最大案件は、2013年9月2日発表のベライゾンによるCellco Partnership（ボーダーフォンGP傘下）の買収案件であり、その額は1300億ドルである。しかもこの買収は2014年2月に完了している。現実には巨額の買収案件、特に敵対的買収による案件は、完了せずに、取り下げになったり、中止に追い込まれるケースも多い。

今後、M&Aの額がさらに大きくなっていく可能性は高いと思われる。買収市場におけるアジア企業の地位も高くなっていくと思われる。日本では、クロスボーダーの取引が多い。日本では、企業買収のような行為は乗っ取りを連想させイメージが悪いからであろう。その点、北米特に米国では、巨額の買収が毎日のように行われており、米国資本主義の原点といえるのではないだろうか。事のよし悪しはとにかく、現実に大買収時代になっている以上、日本企業もそれに対する準備は必要であろう。

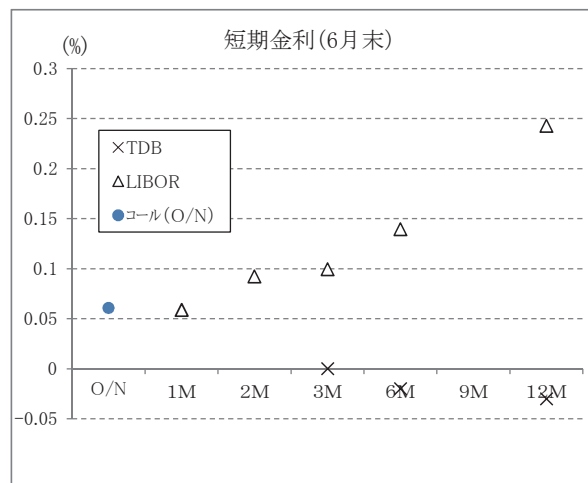
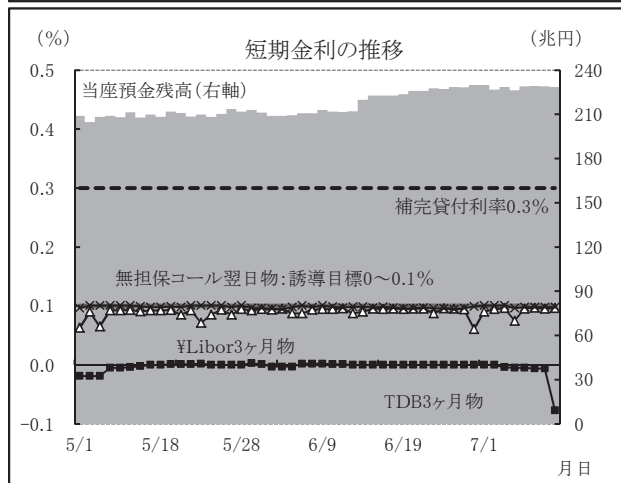
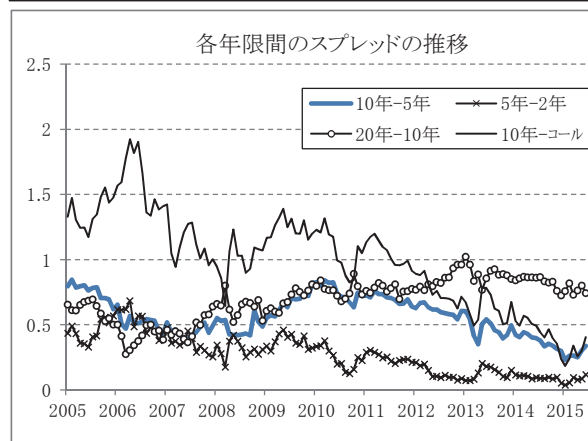
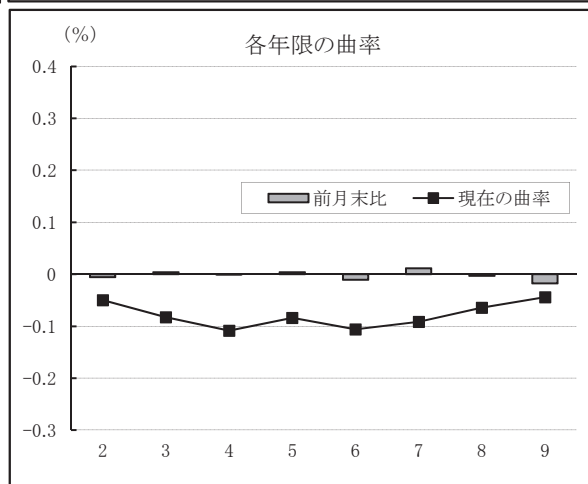
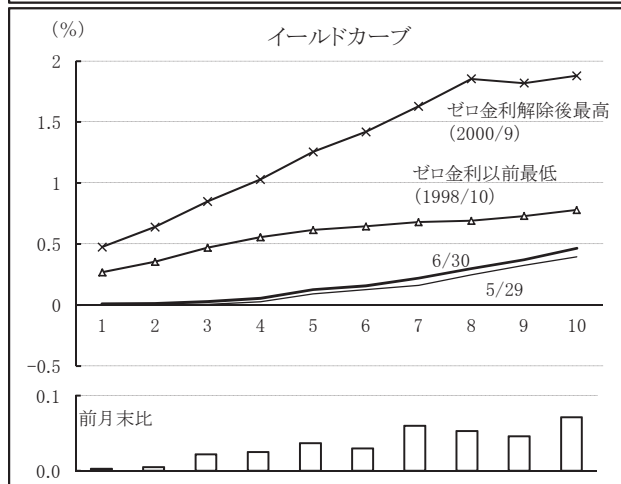
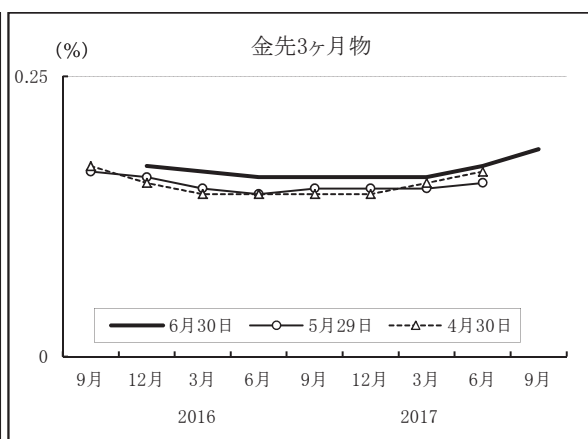
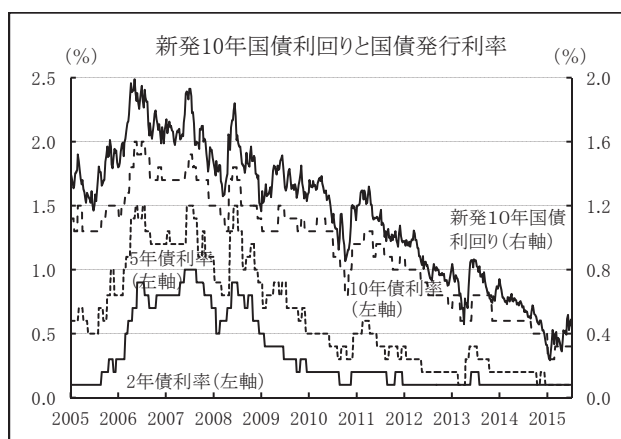


統計データ集

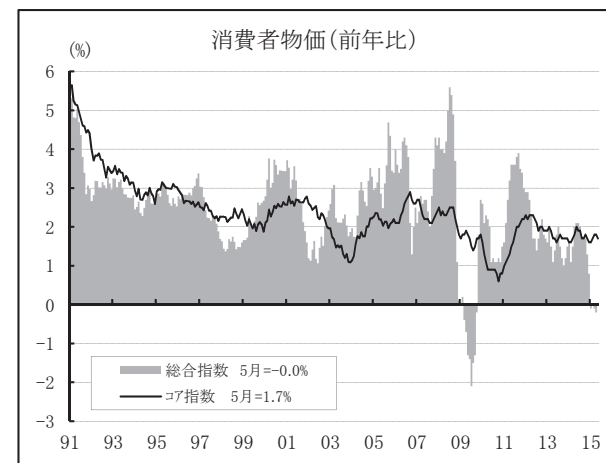
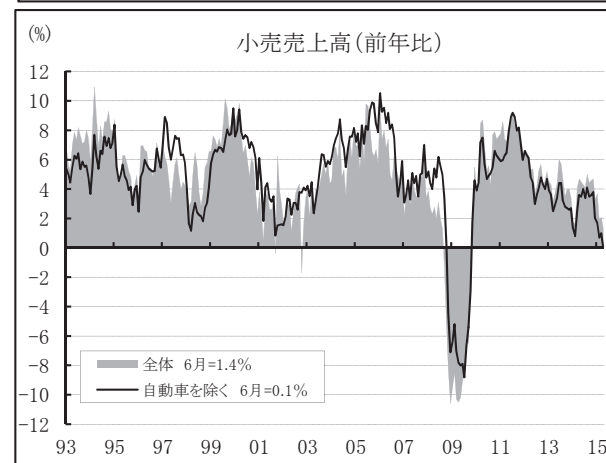
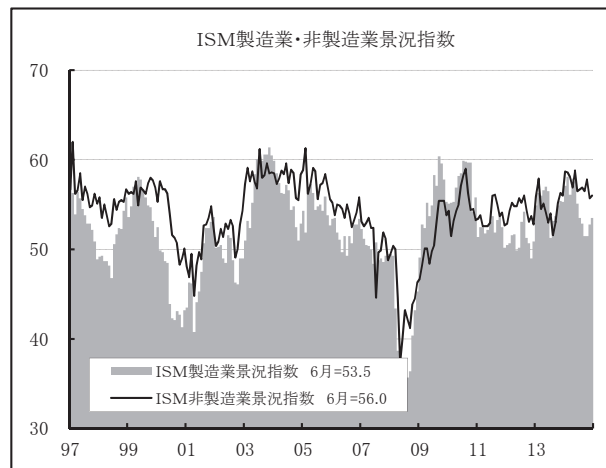
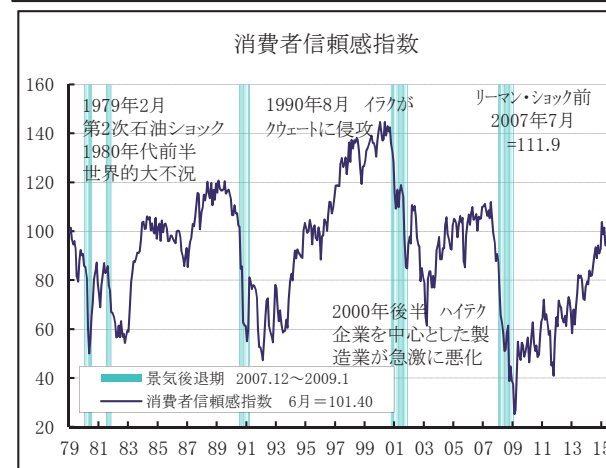
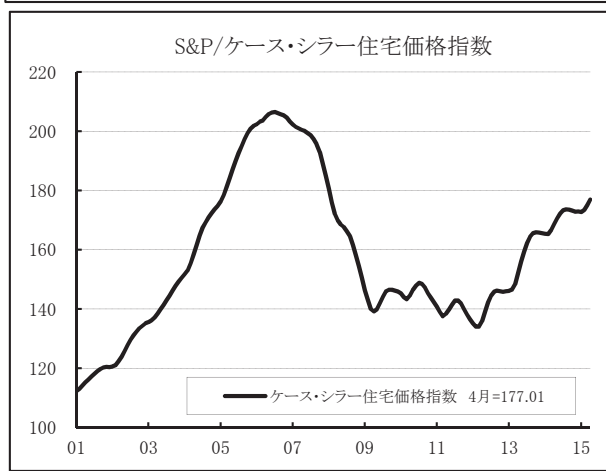
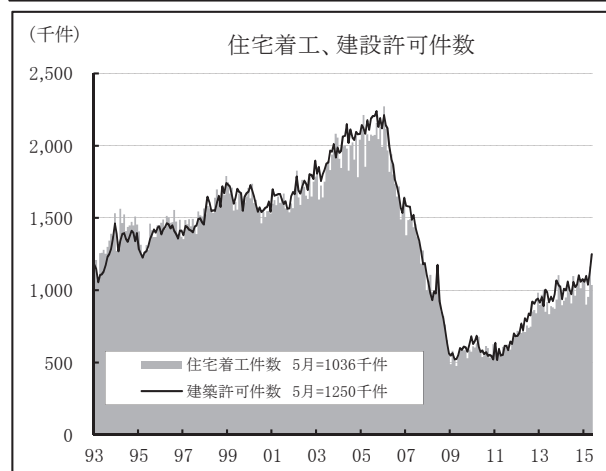
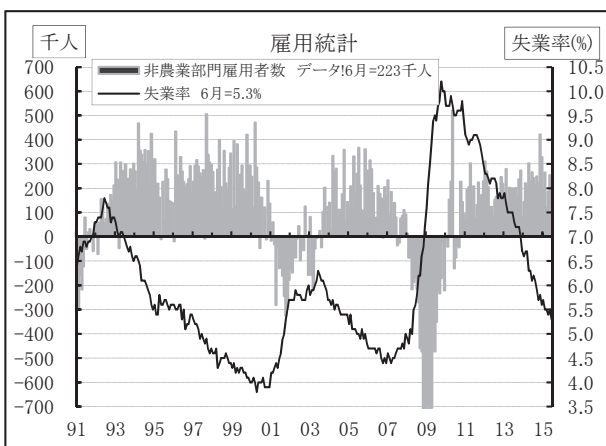
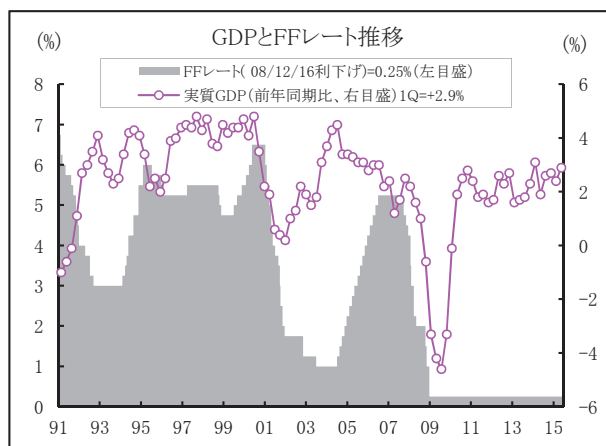
日本 マクロ経済



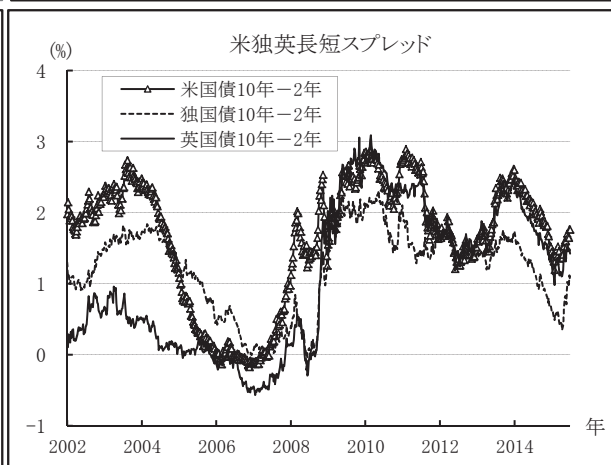
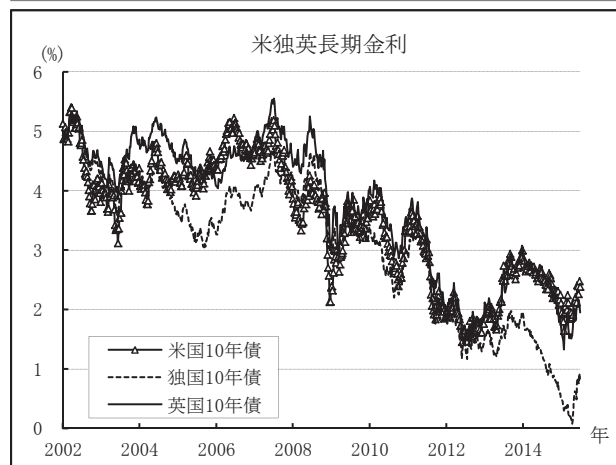
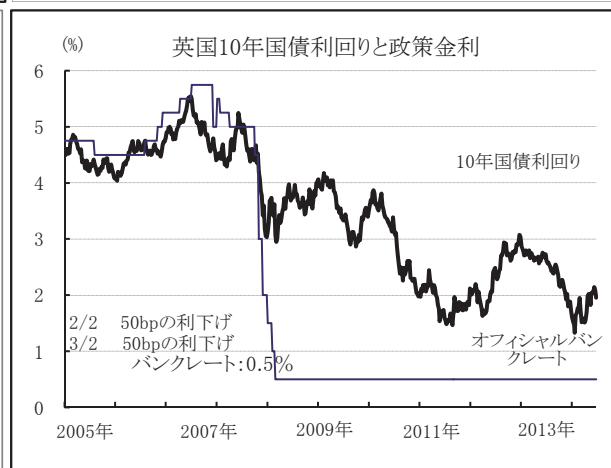
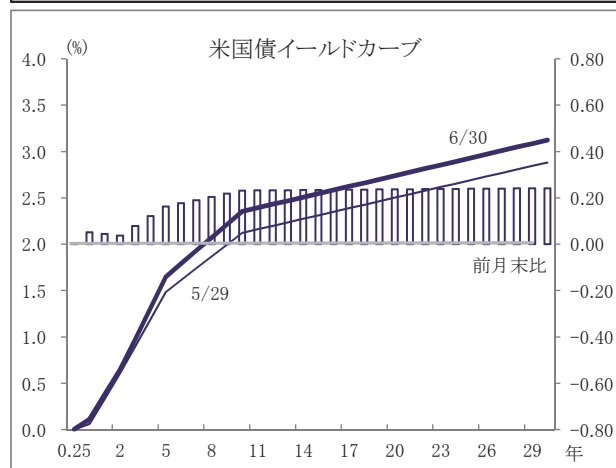
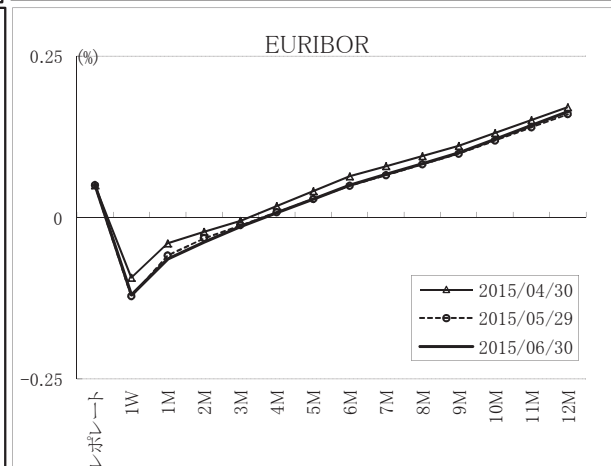
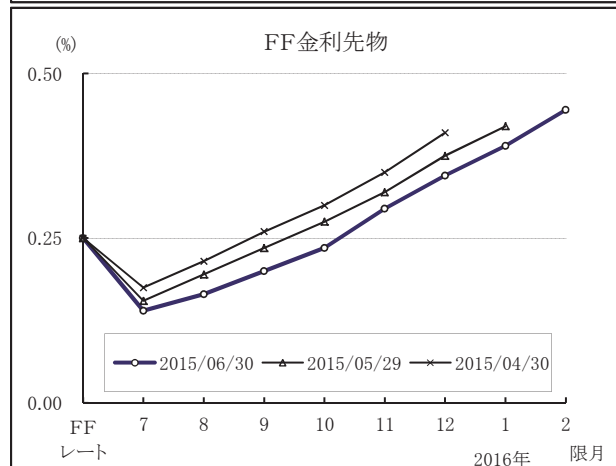
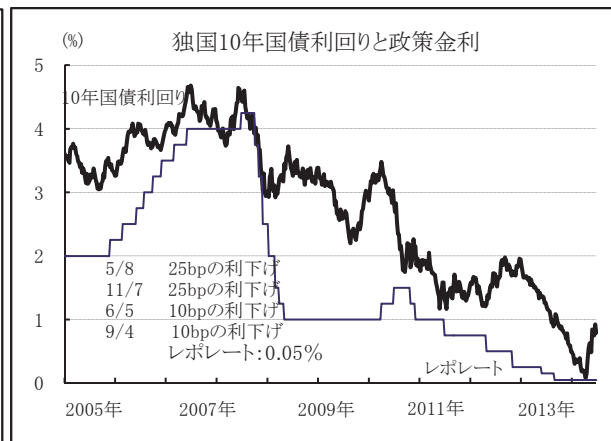
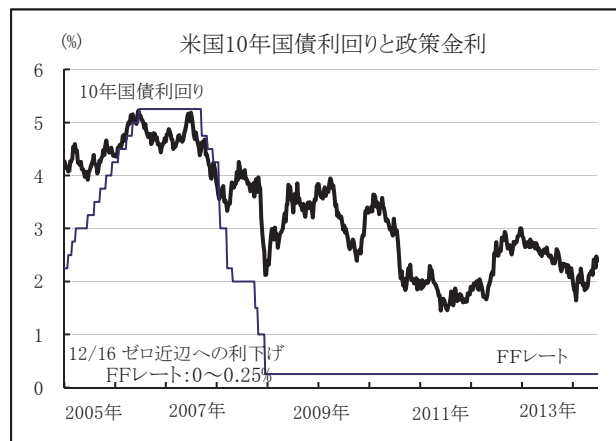
日本短期・債券市場



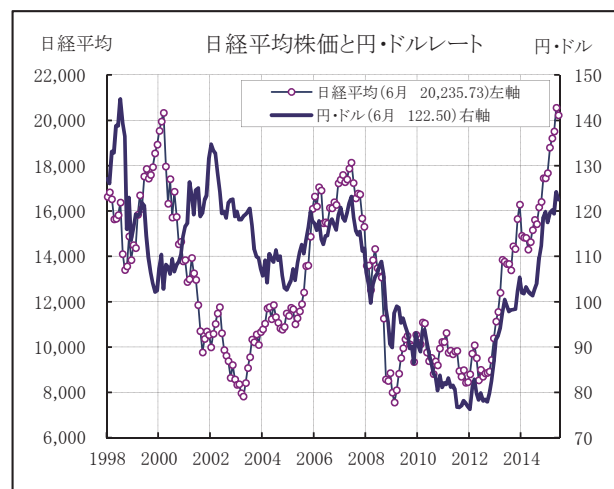
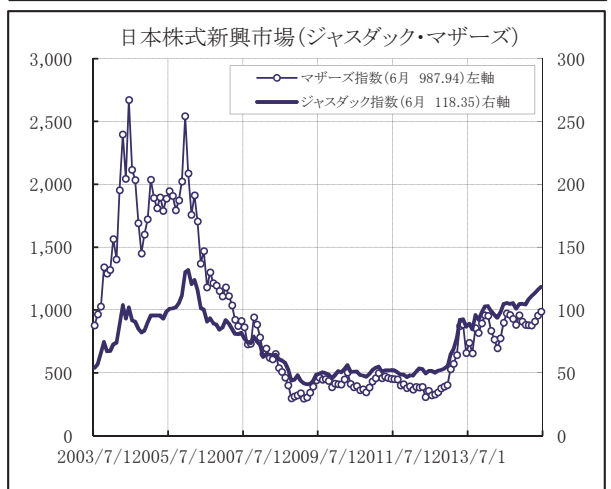
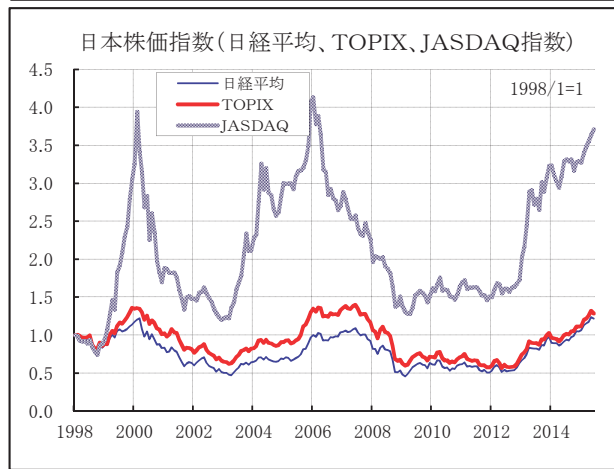
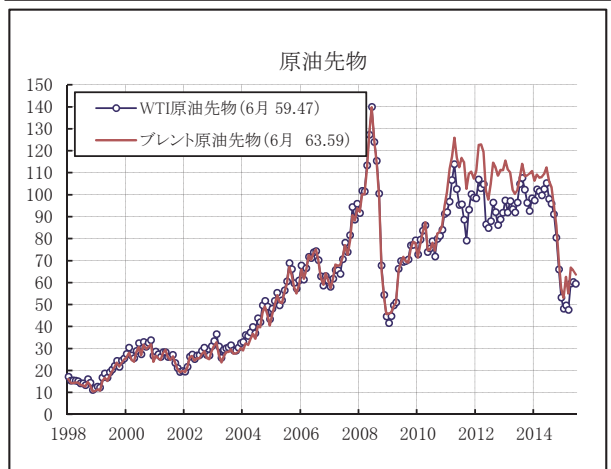
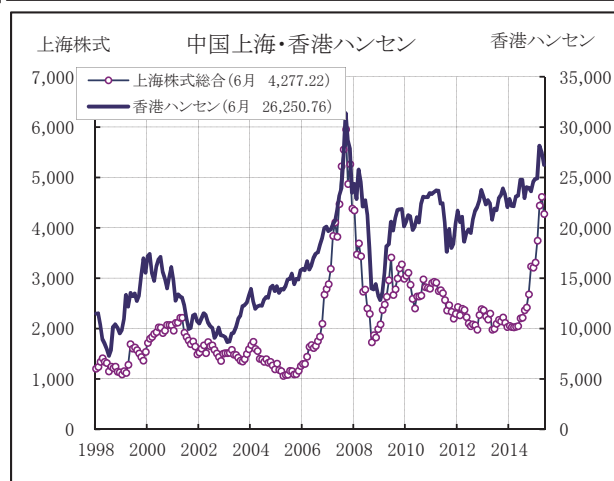
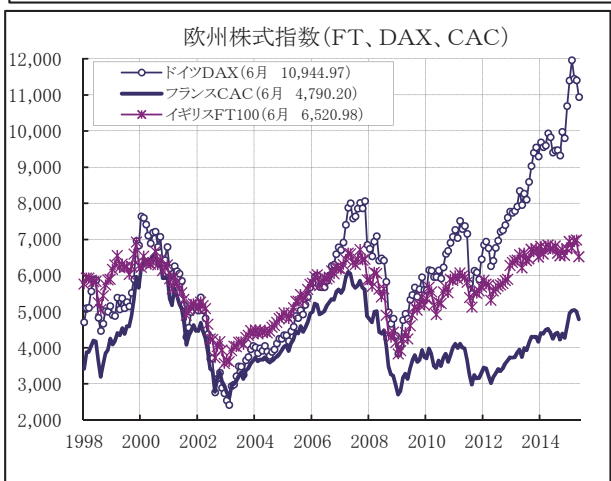
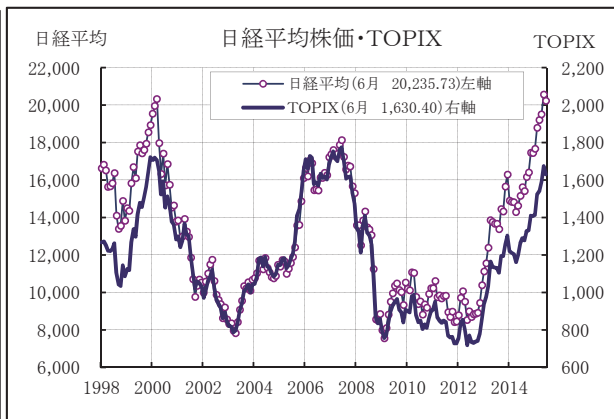
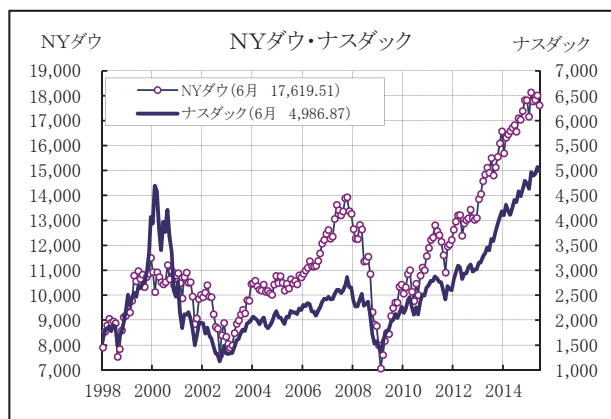
海外 マクロ経済



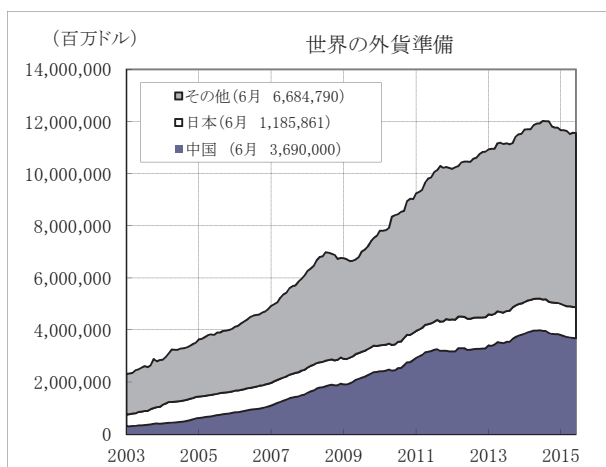
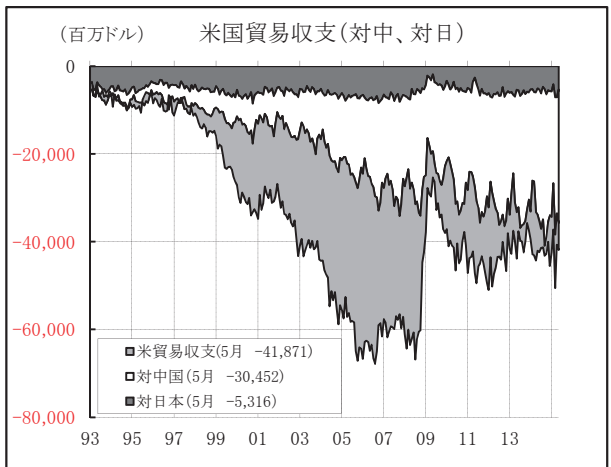
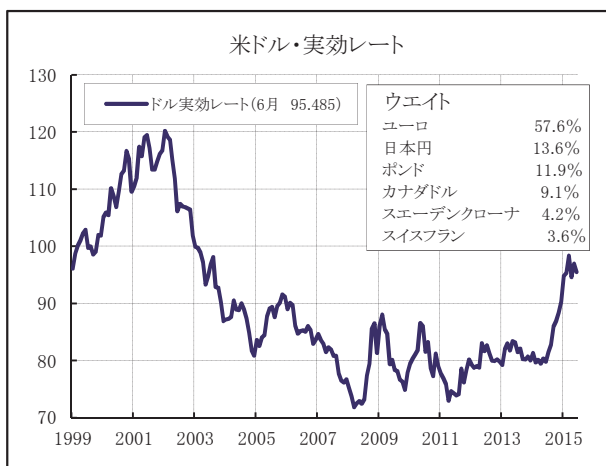
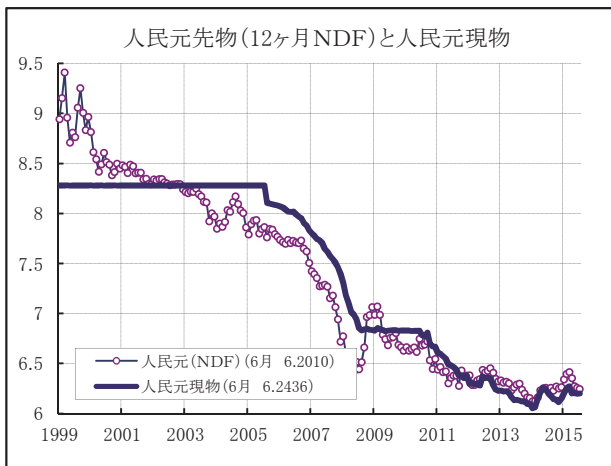
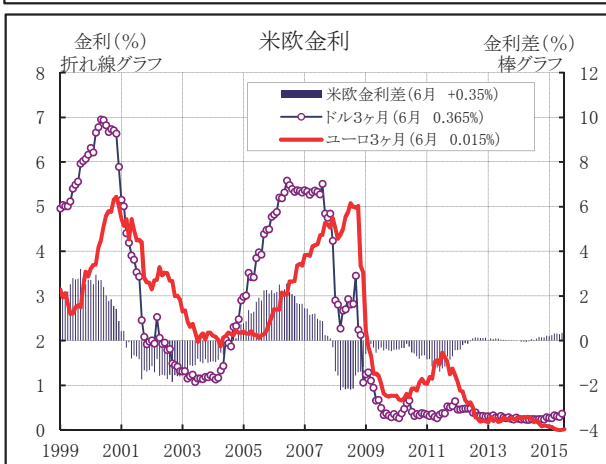
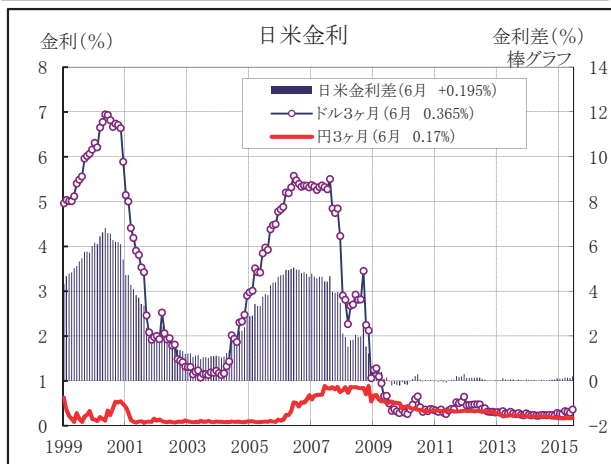
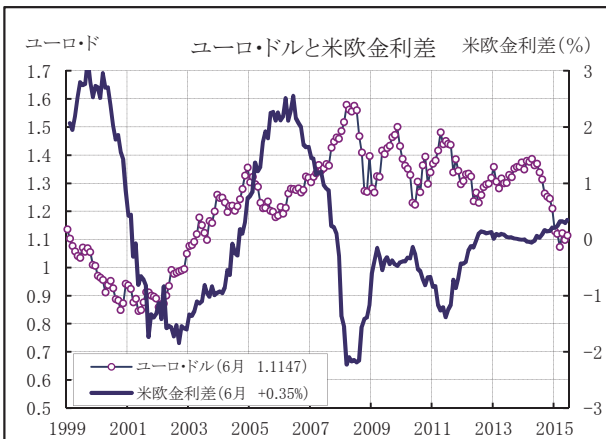
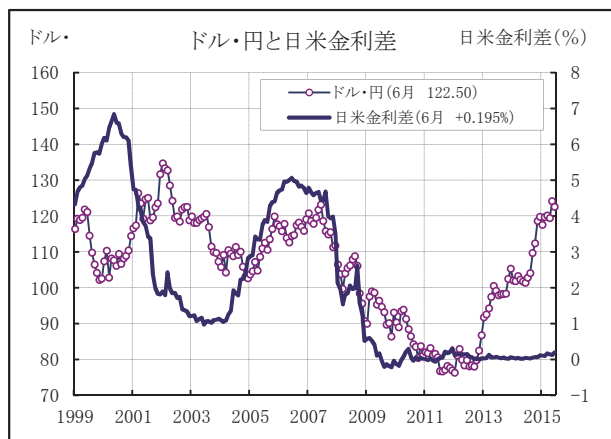
海外 債券市場



株式市場



為替市場

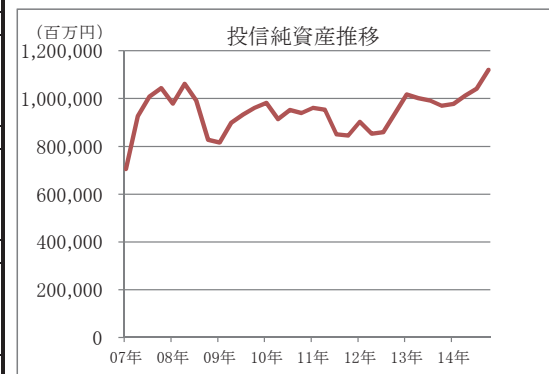
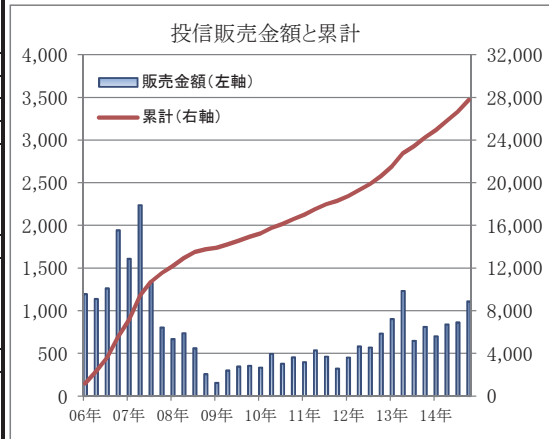


ゆうちょ関連データ

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	-	-
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	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
2015年度累計	1,061,000	377,000	-	-
累計	12,225,022	2,870,770	-	-



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)

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.7.14)	純資産 (2015.7.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.7.14)	純資産 (2015.7.14)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.7.14)	純資産 (2015.7.14)
国内 株式	野村資産設計2015②	5円	10,830	1,539	マニウライフカナダ株式④	1500円	10,366	9,060	Navioインド債券⑩	600円	12,556	1,261
	野村資産設計2020②	5円	10,801	1,068	グローイングブラジル株式②	200円	9,319	9	三菱UFJ欧州債券⑫	20円	9,840	981
	野村資産設計2025②	5円	11,012	906	野村ユーロトップB②	なし	10,655	13,006	同(為替ヘッジなし)⑫	20円	9,081	25
	野村資産設計2030②	5円	11,204	797	エマーシング好配当①	200円	9,792	2	ビムコグローバル債券⑫	480円	14,116	23
	野村資産設計2035②	5円	11,045	520	JPM医療関連株式④	4400円	11,094	77,683	同(為替ヘッジあり)⑫	480円	9,473	40
	野村資産設計2040②	5円	11,018	1,501	ビクテラミアファンド④	820円	14,111	32,766	メキシコ債券オープン⑫	1320円	11,130	54,394
	野村資産設計2045②	10円	19,426	114	オーストラリア好配当⑫	220円	10,181	19	インドネシア・ルビアン債券⑫	480円	9,398	5
	野村6資産(安定)⑥	180円	11,800	36,217	ニッセイ日本債券⑫	120円	9,886	16,499	アジアハイイールド債券⑫	1200円	9,147	1,191
	野村6資産(分配)⑥	180円	10,449	151,851	eMAXIS 国内債券①	なし	11,058	21,075	同(為替ヘッジなし)⑫	1440円	14,552	1,160
	野村6資産(成長)⑥	180円	12,368	38,337	Navioマネーボール②	なし	10,005	2	USストラテジック⑫	240円	9,713	6,109
	スマートファイブ⑩	400円	10,800	20,882	日興五大陸債券②	300円	9,715	93,992	同(為替ヘッジなし)⑫	840円	11,394	36,313
	スマートファイブ⑩	なし	11,543	6,640	三菱UFJ高金利債券⑫	1240円	10,140	121,033	新興国ハイイールド債券A⑫	720円	7,238	1,383
	東京海上・円資産⑫	340円	11,838	55,790	ダイワ成長国セレクト債券⑫	960円	7,018	71,826	新興国ハイイールド債券B⑫	1080円	10,495	1,160
	大和インデックス225①	160円	15,121	31,666	ダイワ成長国セレクト債券①	なし	10,654	497	ビムコハイインカム⑫	420円	8,262	132,939
	SMTAM JPX日経400⑫	280円	12,720	3,508	野村米国ハイイールド⑫	1680円	14,593	21,189	同(為替ヘッジ付き)⑫	540円	8,921	3,885
国内 債券	GS日本株式⑫	10円	10,594	11,059	同(為替ヘッジあり)⑫	540円	9,910	5,456	DIAMアジアソブリン債券⑫	なし	10,172	205
	日本株式SRI①	なし	8,915	3,938	野村米国ハイイールド①	なし	12,610	1,420	欧州ハイイールド債券⑫	960円	10,556	1,611
	フィデリティ日本配当④	120円	12,128	14,223	同(為替ヘッジなし)①	なし	10,257	334	同(為替ヘッジなし)⑫	1440円	14,537	1,171
	eMAXIS TOPIX①	なし	20,121	18,060	エマーシング・ソブリン⑫	720円	9,217	42,026	三菱UFJバランス⑫	なし	9,842	1
	三菱UFJ日本優良株①	なし	11,262	499	同(為替ヘッジあり)⑫	910円	9,425	58,656	同(為替ヘッジなし)⑫	なし	10,189	3
	JPMジャンププライム①	なし	10,532	105	エマゾブ(資産成長)①	なし	13,493	621	三菱UFJバランス①	なし	9,862	1
	新光日本小型株①	1000円	14,584	37	同(為替ヘッジあり)⑫	なし	10,672	224	同(為替ヘッジなし)①	なし	10,208	1
	生活基盤関連株式①	なし	11,914	19,909	DWSグローバル公益債券⑫	480円	10,034	128,972	MIHAM リート⑫	890円	11,976	12,191
	SMTAM NYダウ①	なし	12,416	2,035	同(為替ヘッジなし)⑫	480円	12,415	27,183	DIAM世界リート⑫	500円	5,498	288,445
	日興五大陸株式④	480円	11,181	20,794	三菱UFJ米高格付債券⑫	20円	9,717	1,178	ダイワUS-REITA⑫	720円	8,558	2,041
	DIAM高配当株式⑫	1560円	15,625	13,211	同(為替ヘッジなし)⑫	20円	10,160	1,753	ダイワUS-REITB⑫	960円	5,719	619,528
	新光サザンアジア株式②	1800円	11,467	4,196	高金利先進国債券⑫	810円	7,356	458,957	eMAXIS 国内リート①	なし	23,740	12,117
	米国成長株オープン①	322円	10,418	1,237	高金利先進国債券①	10円	18,012	15,803	eMAXIS 先進国リート①	なし	25,871	10,250
	eMAXIS 先進国株式①	なし	23,359	33,206	eMAXIS 先進国債券①	なし	14,092	12,883	ニッセイ世界リート⑫	1440円	10,707	15,286
	eMAXIS 新興国株式①	なし	14,496	26,564	eMAXIS 新興国債券①	なし	13,525	6,225	ニッセイ世界リート②	なし	13,392	545
海外 株式	ビクテラグローバル株式⑫	600円	5,355	973,746	Navioオーストラリア債券②	180円	11,822	271	アジアリートオープン⑫	60円	11,563	9
	ビクテラグローバル株式①	なし	16,894	14,608	Navioカナダ債券⑫	60円	12,346	260	フォーシーズ⑫	300円	7,869	11,265
	JPM北米高配当①	なし	10,418	27	Navioトルコ債券⑫	600円	10,427	357	ステートストリートゴールド①	なし	6,369	109
	新光世界インフラ株式②	720円	18,508	63	Navio南アフリカ債券⑫	540円	9,850	315	ビムコUSハイインカムローン⑫	360円	9,663	2,780
	グローイング台湾株式②	3200円	11,566	33	Navioブラジル債券⑫	360円	7,710	87	同(為替ヘッジなし)⑫	560円	11,856	15,705
									合 計			3,984,658

※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

<投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信)>

(単位:億円)

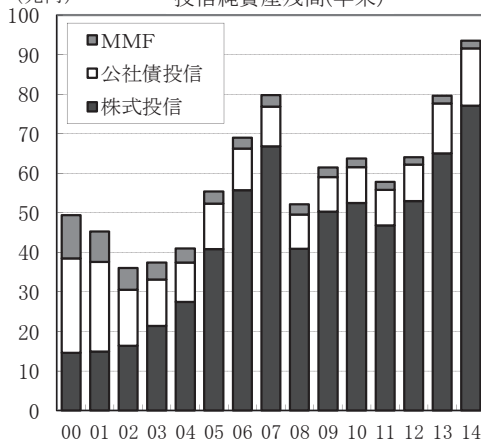
タイプ 末	株式投信								公社債投信				証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型		計	
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計			うちMMF			
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	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	51,088	105,743	74,070	25,032	74,491	256,354	274,352	2,138	133,476	36,062	135,614	409,967
2005年12月	19,450	76,057	159,380	125,729	59,037	11,548	306,022	408,289	2,824	124,143	30,202	126,967	553,476
2006年12月	18,752	82,058	199,382	164,505	133,503	122,883	537,826	556,578	2,494	130,202	26,931	132,696	689,276
2007年12月	18,762	64,908	227,469	189,973	200,411	156,295	649,083	667,845	1,498	128,262	29,170	129,760	797,607
2008年12月	12,878	33,468	180,202	152,222	104,161	77,724	395,555	408,433	976	112,066	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	24,560	112,114	614,551
2010年12月	12,661	29,528	182,731	154,715	201,084	98,641	511,984	524,645	445	112,111	22,295	112,556	637,201
2011年12月	8,814	23,709	155,984	131,192	198,929	80,184	458,806	467,619	374	109,731	20,289	110,105	573,274
2012年12月	12,753	25,718	154,535	128,194	236,889	103,800	516,386	529,139	302	110,894	18,470	111,196	640,638
2013年12月	14,798	46,112	151,525	122,559	285,464	152,375	635,476	650,274	245	164,468	19,259	164,713	815,232
2014年12月	17,911	44,979	161,496	123,272	357,558	189,010	753,043	770,954	148	163,943	19,758	164,091	935,045
2015年3月	18,454	45,443	159,576	119,567	361,720	217,601	784,340	802,795	132	167,348	19,963	167,480	970,276
4月	18,597	45,663	161,996	121,055	368,647	223,531	799,837	818,435	131	173,070	19,751	173,201	991,637
5月	18,547	48,664	162,864	121,403	375,644	239,064	826,236	844,783	131	179,659	19,507	179,790	1,024,574
6月	18,500	48,607	159,965	118,647	365,449	239,064	812,743	831,244	129	177,254	19,351	177,383	1,008,628

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

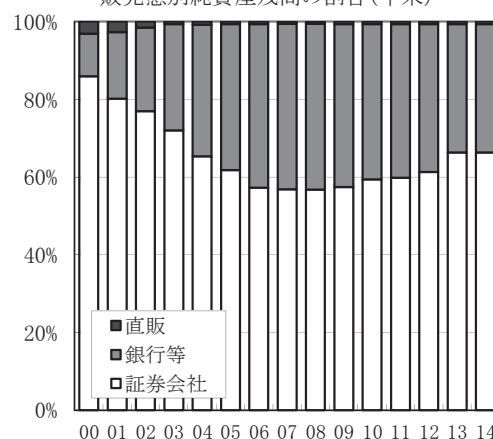
(単位:億円)

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3月	651,004	67.1%	312,889	32.2%	6,383	0.7%	970,277	100%
4月	670,809	66.6%	314,345	32.7%	6,481	0.6%	991,635	100%
5月	698,115	67.0%	319,727	32.3%	6,731	0.7%	1,024,573	100%
6月	689,790	68.4%	312,293	31.0%	6,544	0.6%	1,008,627	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

＜貸借対照表(負債の部)＞

(単位:億円)

年月	貯金	うち						債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負 債	負債合計
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	うち 定期貯金	うち 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	8,048	98,824	1,342	1,883,012
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	35,238	1,360	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	1,965,490

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高	うち					
		前期末増減額	流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	その他の貯金 前期末増減額
2014年6月	1,775,082	11,800	614,611	9,797	1,158,264	2,521	2,207
9月	1,779,465	4,383	617,516	2,905	1,159,864	1,600	2,085
12月	1,790,688	11,223	615,206	▲ 2,310	1,173,897	14,033	1,586
2015年3月	1,777,107	▲ 13,581	610,536	▲ 4,670	1,164,530	▲ 9,367	454

＜特別貯金残高と前月末増減額＞

(単位:億円)

年月	特別貯金残高	特別貯金の 前月末増減額		通常郵便貯金の 残高		通常郵便貯金の 前月末増減額		定期郵便貯金の 残高		定期郵便貯金の 前月末増減額	
		▲ 3,522	27,727	▲ 490	192,981	▲ 490	3,032	▲ 570	190,493	▲ 2,488	▲ 2,146
2015年3月	220,725	▲ 3,522	27,727	▲ 490	192,981	▲ 490	3,032	▲ 570	190,493	▲ 2,488	▲ 2,146
4月	217,666	▲ 3,059	27,157	▲ 570	190,493	▲ 570	2,488	▲ 561	188,347	▲ 2,146	▲ 2,048
5月	214,958	▲ 2,708	26,596	▲ 561	188,347	▲ 561	2,146	▲ 928	186,299	▲ 2,048	
6月	211,982	▲ 2,976	25,668	▲ 928	186,299	▲ 928	2,048				

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

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

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

(注)5 未払利子は含まれない。

＜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	
2015年2月	0.3	0.4	0.04
3月	0.3	0.4	0.04
4月	0.3	0.4	0.04
5月	0.4	0.5	0.04
6月	0.4	0.5	0.04

(注)1 「預託金利」は9年以上10年末満

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

(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、買現先勘定を含む(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、その他有価証券、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
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
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	10,890,526	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合 計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618

< 金銭の信託 >

(単位: 百万円)

年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895								

(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
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

(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	VaR			VaR 期 間			
		経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)	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					

(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	2,428,620	439,847	290,435	1,692,802	2,159	3,376	105,846	2,161,043	48,870	121,353	42,011	55,343
2014年3月	2,434,126	553,924	251,173	1,624,297	885	3,847	130,107	2,127,412	44,652	137,306	53,148	71,607

(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)	資産(オン・バランス)項目				自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得		資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除して得た額			
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-

(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		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
		うち資金運用収益	うちその他収益		うち資金調達費用	うち営業経費				
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	296,768
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

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