

ゆうちょ資産研レポート

2016年7月号

ファンダメンタル・アナリシス (1)	1
円安で輸出数量は増えなかったが、円高では減るのか ～ 輸出・設備投資への悪影響は不可避か 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	
ファンダメンタル・アナリシス (2)	7
マイナス金利政策はどれほど長期金利を押し下げたのか？ 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	
マーケット・アウトLOOK	13
為替相場見通し～ドル高・原油安がリスクオフの円高要因に～ 大和証券株式会社 チーフ為替アナリスト 亀岡 裕次	
資産研コーナー	19
BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）とCPI（消費者物価指数） 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

ファンダメンタル・アナリシス (1)

円安で輸出数量は増えなかったが、円高では減るのか

～ 輸出・設備投資への悪影響は不可避免か

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

年初から円高が続くが、Brexit で円高定着は決定的となり、日本経済への影響が懸念される

原油安、中国経済不安、米国経済不安と市場にはリスク回避的な動きが強まりやすい材料が続いている。6月24日には英国のEU離脱を巡る国民投票で離脱派が勝利したため（Brexit）、一段と世界経済の不透明感は強まった。震源地であるポンドやユーロは対円で大幅に下落し、米FRBの利上げ路線が大きく転換したことから、対ドルでも円高が進んでいる。13年以降積極的な金融緩和を行ってきた日銀の政策に技術的な限界（国債買い入れ余力の減少、マイナス金利政策に対する否定的な見方）が意識される中、円独歩高となる局面も目立つ。当面の日本経済の動向を考える上で、円高による影響は重要なトピックとなろう。そして、円高の影響が最も顕著に生じやすいのが輸出の動向と、国内設備投資の動向である。

円安による「数量効果」は現地生産増などで生じなかったが、円高も影響はないのか

6月20日に発表された5月の貿易統計によると、輸出数量指数は前年同月比▲2.4%と、3ヵ月連続のマイナスだった。日銀が算出する実質輸出も横ばい圏内の動きが続いている（図表1）。なお、輸出数量は品質調整を行っていない一方で、実質輸出は品質調整を行っている。そのため、実質輸出の方が高い伸び率となりやすいが、いずれの統計でも数量ベースの輸出は横ばい圏内の動きである。

アベノミクス以降の円安にも関わらず、輸出数量や実質輸出が伸びなかったことは政府の経済見通しが下振れた要因の1つだった。15年2月に閣議決定された内閣府の経済見通しによると、15年度の財貨・サービスの輸出（実質）の見通しは前年度比+5.2%だったが、実際には同+0.4%にとどまった。

円安にもかかわらず、（特に財の）輸出が伸び悩んだ背景には以下の3点がある。

①現地生産・現地販売の増加

⇒日本の製造業は海外現地生産比率を引き上げてきたため、円安によって日本国内で生産を増やすメリットが生じたとしても、その影響は限定される。

②完成品（最終財）から部品（中間財）へのシフト

⇒日本の輸出品目のうち、家電などの完成品の割合が低下する一方で、半導体などの部品の割合が増えている。円安によって価格競争を有利に進めやすい完成品の輸出と比較し、部品の輸出は商品を卸す先の企業が数量と価格の設定に関してイニシアチブを持っているケースが多い。円安メリットが「数量効果」としては生じにくい（為替差益にとどまる）。

③世界の貿易量の低迷

⇒オランダ経済政策分析局（CPB）が算出する世界の貿易量（実質）は、15 年は前年比 + 1.6% で、12 年以降の平均は + 2.1% だった。いずれも 00 年以降の平均である + 3.7% を下回っており、中国経済の減速などを背景に、世界全体の貿易量が低迷している。

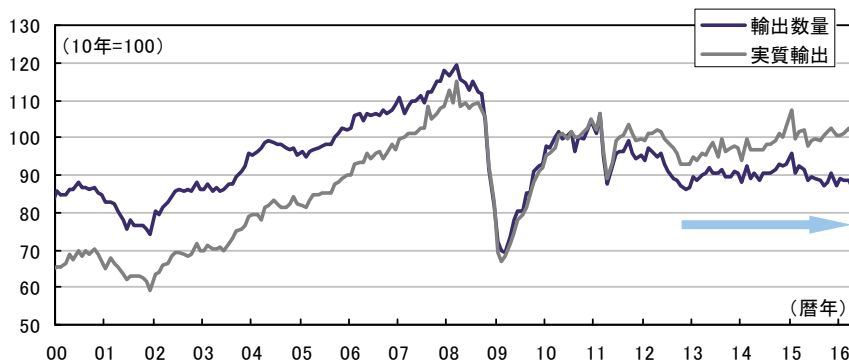
これらのうち①と②によって日本の実質輸出の「為替感応度」は大幅に低下したという評価が一般的となっている。

このような環境で、16 年は円高が進んでいる。通常、円高は日本の輸出企業の相対的なコスト増（人件費など）となるため、輸出競争力は低下し、実質輸出は減少しやすい。

ここで、「円安でも増えなかった実質輸出は、円高では減らないのか？」という疑問が生じる。

当レポートでは円高局面における実質輸出の動向を 3 つの観点から分析する。仮に日本の輸出数量の為替感応度が上下双方向（円安・円高の両方）で弱くなっているのであれば、円高でも実質輸出は減少しないと思われるが、当レポートの結論は円高局面ではやはり実質輸出に下押し圧力がかかりやすいというものである。

■図表 1: 輸出数量指数・実質輸出指数



出所: 内閣府、日銀

円高で輸出減の理由①: 「海外現地生産比率」の上昇ペースは円高で再加速か

内閣府の企業行動に関するアンケート調査によると、14 年度の製造業の海外現地生産比率は 21.6% と、前年度の 22.3% から小幅に低下した（図表 2）。

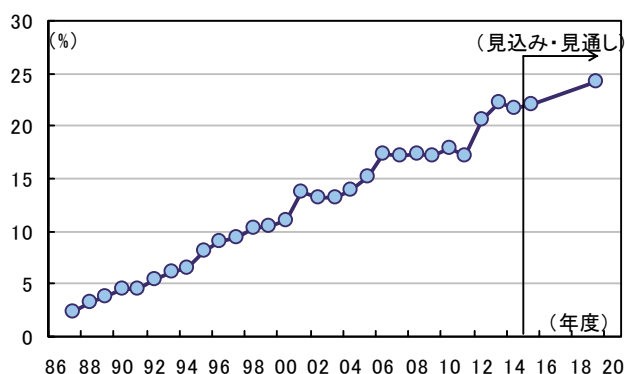
同調査における「海外に生産拠点を置く主な理由」によると「労働コストが低い」や「資材・原材料・製造工程全体、物流、土地・建物等のコストが低い」などのコスト面のメリットに関する理由が減少した。円安によって現地生産のコストが上がったことが、海外生産比率低下の一因となっていた可能性がある。

もっとも、15 年度や 20 年度の見込み（見通し）では一段と海外生産比率が上昇すると見られており、海外現地生産比率が上昇する傾向は変わっていないだろう。これまで円安が進んだ局面でも「海外に生産拠点を置く主な理由」のうち「現地・進出先近隣国の需要が旺盛又は今後の拡大が見込まれる」の割合は全体の半分以上を維持している。

また、円安局面は昨年度で終わっており、今年度はむしろ円高に進んでいる。海外現地生産比率と円の実効為替レートは 1 年のラグを持って連動する傾向もみられ（図表 3）、前年の為替レ

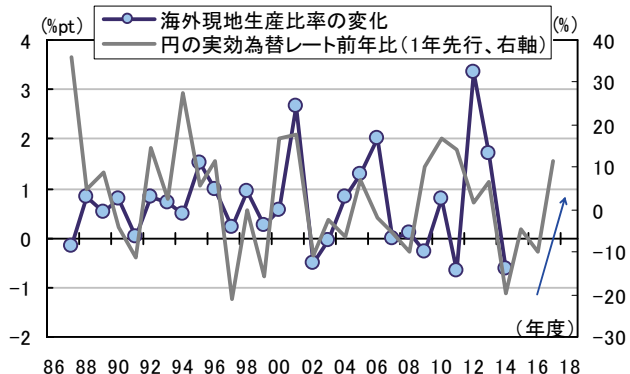
トが翌年の海外生産比率の変化に影響を与えているようだ。この傾向を考えると、今後は為替要因が海外生産比率の増加を加速させる可能性が高い。「海外現地生産比率」の上昇は、今後も日本の実質輸出を減少させる要因である。

■図表 2: 海外現地生産比率



出所: 内閣府

■図表 3: 海外現地生産比率と実効為替レートの関係



注: 円の実効為替レートは毎年の6月のレート。直近値は16年5月時点。

出所: 内閣府、Bloomberg よりみずほ証券金融市場調査部作成

円高で輸出減の理由②: 輸出財の交易条件は改善も、08年以降の悪化分は賄えず

RIETI-TID2014 (独立行政法人経済産業研究所の Trade Industry Database) によると、日本の輸出全体における「中間財」の割合は90年が44.6%、00年が53.3%、10年が58.6%、14年が58.9%と、徐々に拡大している。輸出品目における「中間財」の比率が上昇していることも、円安局面で実質輸出が伸びにくかった要因の一つとみられる。

「最終財」と比べ、日本企業が自由に価格を設定することが難しいとみられる「中間財」の輸出では、円安で為替差益が増えても、価格を下げて販売量を増やすという戦略は採られにくい。国内財と輸出財の交易条件(産出物価÷投入物価)によると、前回の円安局面である00年代半ばには国内財と輸出財の交易条件が連動して動いていたが、13年以降の円安局面では輸出財の交易条件の改善が目立った(図表4)。輸出財の価格設定行動が変わったことが分かる。

国内財に対して輸出財の交易条件が改善しているということは、日本企業は円安でも外貨建ての商品の価格を下げていないことを意味する。

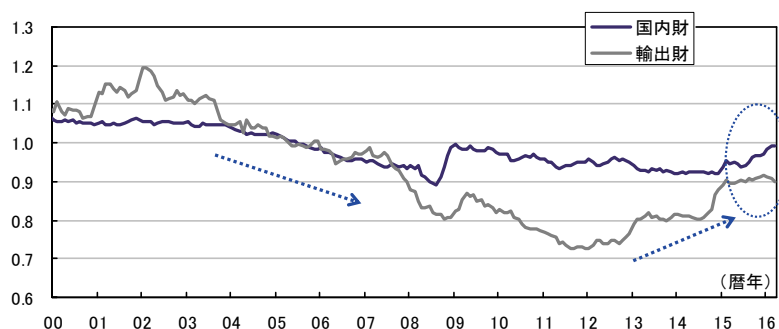
したがって、「今後は多少円高に振れても輸出財の価格下げ余地があるために、輸出競争力は維持される」との見方ができるかもしれない。

しかし、08年以降の円高局面において輸出財の交易条件は大幅に悪化していた。これは国際競争の激化によって輸出財の価格を上げることができなかった(円建ての価格では値下げになる)ことが主因とみられる。

13年以降の輸出財の交易条件の改善によって、国内財と輸出財の交易条件の差はかなり縮まったものの、依然として国内財には劣っている。したがって、今回の円安局面だけで外貨建ての商品価格に値下げに対して十分な「バッファー」を確保できたということはなさそうであり、これ

までどおり円高は輸出企業にとって厳しいものになるだろう。輸出競争力が維持できなければ、実質輸出は減少する可能性が高い。

■図表 4: 交易条件



出所: 日銀よりみずほ証券金融市場調査部作成

円高で輸出減の理由③: 輸出関数によると、実質輸出は「円高」にのみ反応

「日本の実質輸出」を被説明変数とし、「世界全体の貿易量（実質）」と「実質実効為替レート（3ヵ月ラグ）」を説明変数としたモデルを推計（00年以降の月次データ）すると、円高になると実質輸出が減少し、円安になると増加するという結果が得られる。

当レポートでは、このモデルを改良し、円高局面にのみ「円高ダミー」（前年比で円高のとき「1」で他は「0」）を設定すると、実質実効為替レート（3ヵ月ラグ）の説明力は、円高局面に限定されていることが分かった。

具体的には以下のモデルを推計した、その推計結果は図表5である。モデルの自由度修正済み決定係数は0.84だった。

$\Delta \ln(\text{実質輸出})$

$= \Delta \ln(\text{世界の貿易量}) + \Delta \ln(\text{実質実効為替}) + (\text{円高ダミー}) \times \Delta \ln(\text{実質実効為替}) + \text{定数項}$
 $\ast \Delta$ はいずれも前年差で、「実質実効為替」は3ヵ月ラグ。

推計結果によると、「円の実質実効為替レート（3ヵ月ラグ）」の説明力は単独では統計的に有意とは言えなかった一方、「円高ダミー」を設定した場合は説明力を有することが分かった。つまり、「円の実効為替レート（3ヵ月ラグ）」が実質輸出に影響を与えるのは00年以降について言えば、円高局面に限定されているということである。係数を見ると、前年比で1%円高になると、実質輸出が0.39%（0.06% + 0.33%）減少するという関係がある。

なお、オランダ経済政策分析局（CPB）が推計する「世界の貿易量（実質）」も統計的に有意な説明力を有し、前年比で1%増加すると、日本の実質輸出は1.48%増加することが分かった。

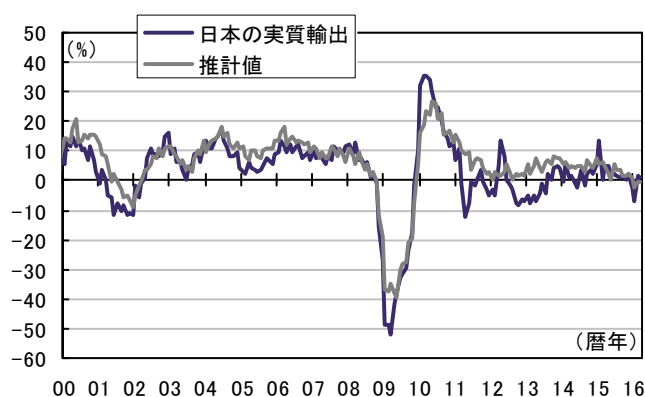
以上により、過去のデータからは、円安で実質輸出が増えるというよりも、円高で減るという傾向が強いことが分かった。13年以降の円安局面で実質輸出が増えなかったからと言って、その裏返しとして円高局面でも実質輸出は減らないということはないとみられる。一段と円高が進めば、実質輸出や国内生産には下押し圧力がかかるだろう。

■図表 5: 日本の実質輸出の推計結果

	係数	t値
世界の貿易量(実質)	1.48	26.47
円の実質実効為替レート(3ヵ月ラグ)	-0.06	-1.05
円高ダミー×円の実質実効為替レート(3ヵ月ラグ)	-0.33	-3.15
定数項	-0.03	-5.14

出所: みずほ証券金融市場調査部

■図表 6: 日本の実質輸出と推計値の比較



出所: 日銀よりみずほ証券金融市場調査部作成

輸出減の影響は「設備投資」へ

人口減少や高齢化によって内需の拡大が見込みにくい日本では、輸出が国内生産の動向を左右することが多い。また、生産動向は設備投資に対するスタンスに影響する。また、小売業などでは「インバウンド消費」に対する期待は高くなっているため、訪日外客数減少を通じて円高は非製造業の設備投資の重石となるだろう。

設備投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は4月分が前月比▲11.0%と、大幅減少。内閣府は基調判断に、「4月の実績は大きく減少した」と付加した。熊本地震や4～5月に進んだ円高の影響があったため、4月の結果は一時的な下振れとする見方もある。だが、熊本地震前に作成された4-6月期の見通しも前期比でマイナスになっていたことに鑑みれば、先行きは明るくない。

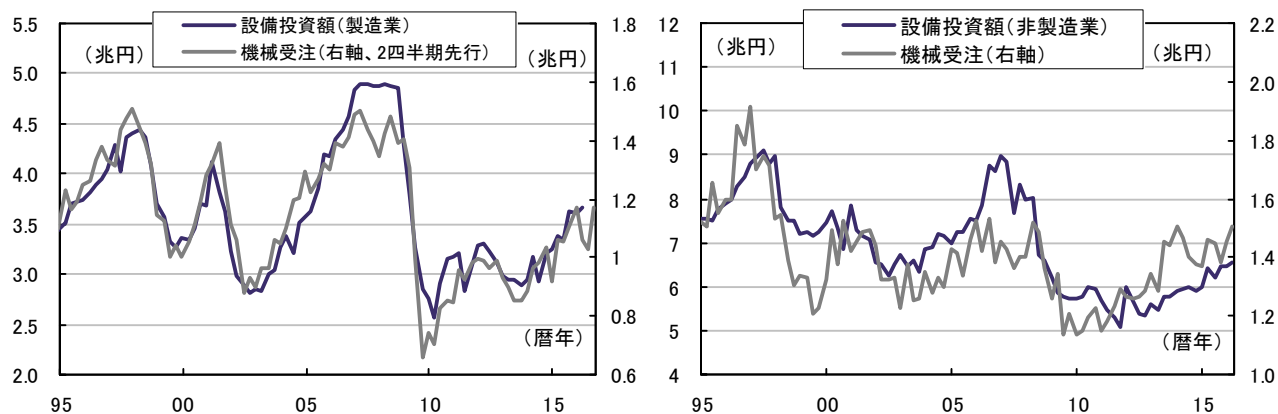
製造業の設備投資額に連動する製造工業稼働率指数は、足元で低下する動きとなっており、設備投資を促す状況ではない（図表7）。更新需要などにより設備投資額は底堅く推移するだろうが、稼働率が高まらない中、投資の更なる増加を見込むことは難しいだろう。00年代の前半に設備投資が増えた際には、稼働率が先行して上昇していた。

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と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8）。

非製造業についても、稼働率指数が明確に上振れない限り、設備投資を更に積極化させる動きにはならないだろう。15年に非製造業の景況感を支えた要因は「インバウンド消費」であった。だが、大企業・小売業の日銀短観の業況判断DIにおいては変調が鮮明になった。15年9月調査で+25だった同DIは、16年6月調査では+11とプラス幅が縮小。年始から進んだ円高が、インバウンド消費の恩恵を受けてきた企業の収益に下押し圧力をかけたとみられる。訪日外客数の増加傾向は継続中だが、一人当たりの購入単価は減少。老舗百貨店の社長は昨年10月頃から落ち始めた購入単価が、年明けから下落幅を広げたことについて言及している（ロイター）。

製造業・非製造業ともに、稼働率上昇による設備投資のニーズが強まる状況ではない。
円高の影響が設備投資にまで波及すれば、その影響は長期化する可能性が高い。

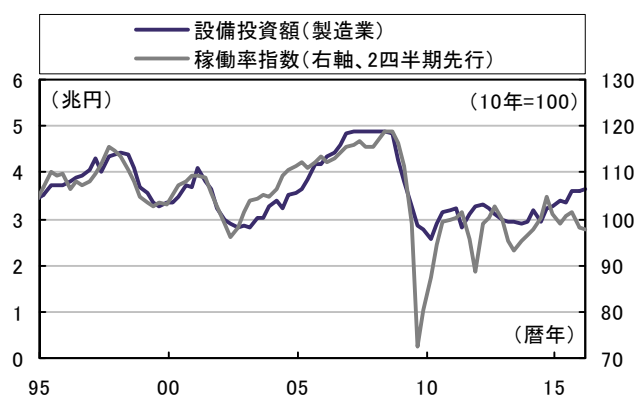
■図表 7: 設備投資額と機械受注の関係（左図：製造業、右図：非製造業）



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。

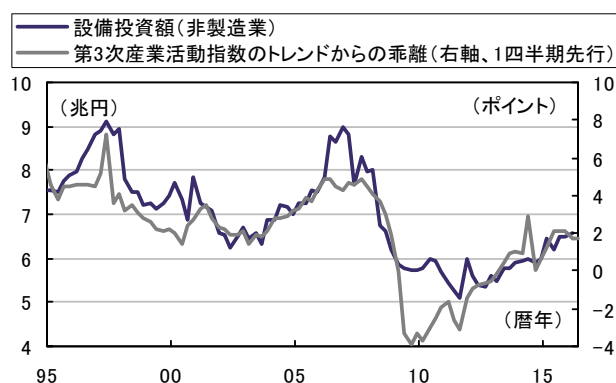
出所：財務省、内閣府よりみずほ証券金融市場調査部作成

■図表 8: 設備投資（製造業）と製造工業稼働率



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 9: 設備投資(非製造業)と第3次産業活動指数



注：第3次産業活動指数のトレンドからの乖離は過去6年平均からの乖離で、13年度まで05年基準、14年3月より10年基準を使用して接続。

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

ファンダメンタル・アナリシス (2)

マイナス金利政策はどれほど長期金利を押し下げたのか？

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

日本の長期金利はマクロでどのように推計できるのか？

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、長期金利（国債 10 年金利）の変動が大きくなっていると言われる。更に、消費税率引き上げの見送りもあり、財政規律の喪失による突然の長期金利の上昇への不安など、ファンダメンタルズを軽視する過度な警戒感も出てきてしまっている。過度な警戒感や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二つの柱がある。一つは、企業貯蓄率と財政収支の合計で、貨幣経済の拡張を左右するネットの資金需要（トータルレバレッジ、GDP 対比、マイナスが強い）である。ここで重要なのは、財政赤字が長期金利に単独で影響を及ぼすのではなく、企業の資金余剰との相対感で影響を及ぼすということだ。財政赤字が大きくても、企業の資金余剰が大きければ、ネットの資金需要は弱く、長期金利は低位安定することになる。もう一つは、失業率に先行する指標として知られ、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 である。金融機関の貸出態度が緩和的であるということは、国債投資よりも貸出を優先する傾向にあることも意味する。貸出態度が緩和すれば、企業の資金調達に対する不安感が減少し、より積極的な企業活動が景気を刺激していくことになる。

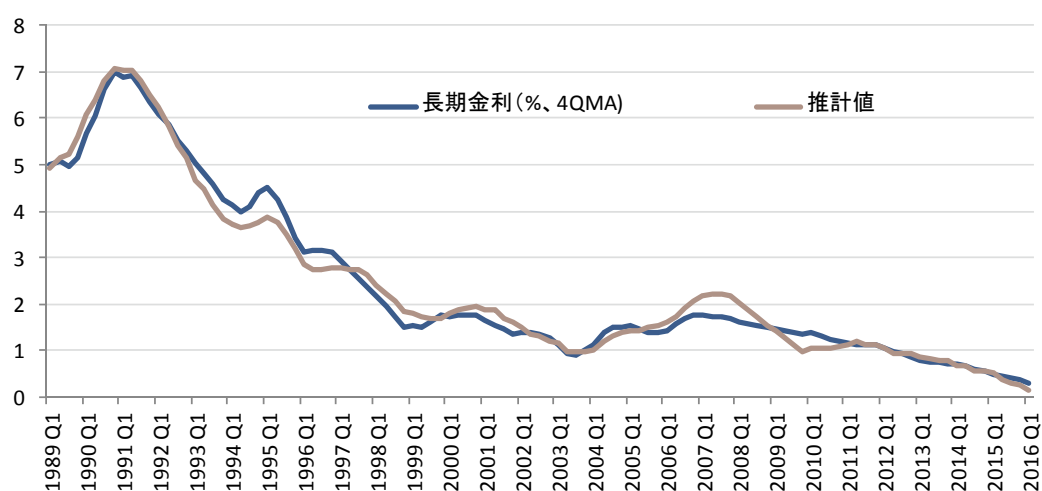
金融政策要因としては二つの柱がある。一つは、イールドカーブのアンカーである日銀政策金利である。もう一つは、日銀の資金供給（マネタイズ、買いオペ）の力を示す日銀当座預金残高の変化（前年差、GDP 対比）である。ネットの資金需要が大きくても、日銀がそれをマネタイズする形となれば、長期金利は上昇しないことになる。ネットの資金需要と日銀当座預金残高の変化の合計が、マクロ的な債券需給の代理変数ということになる。そして、グローバルな金利水準の代理変数として、米国債 10 年金利の動きが重要となる。数年前までは、米国の長期金利を入れても入れなくても、推計結果に大きな違いがなかった。しかし、昨今の大幅な金利低下は、日本国内の要因だけではなく、グローバルな金利水準の大幅な低下を理由にしないと説明が困難になってきている。

これらの要因で、日本の長期金利がうまく推計できることが分かっている（1988 年からのデータ、4 四半期移動平均、98% 程度の動きを説明）。この推計結果は、企業の貯蓄行動を前提とせず、財政赤字だけで過度に長期金利上昇を恐れ、財政政策の手を縛ることはよくないことを示す。財政拡大によりネットの資金需要が増加しても、日銀のマネタイズの力で長期金利を抑制することは可能

である。政策金利の係数が1を下回っていることは、長期金利の影響は政策金利の変化の七割程度であり、イールドカーブが利上げ局面でフラットニング、利下げ局面でスティーピングする傾向にあることを示す。

$$\text{長期金利} = 0.184 + 0.022 \text{ 中小企業貸出態度 DI} + 0.74 \text{ 政策金利} + 0.90 \text{ LN (米国長期金利)} - 0.063 \text{ (ネットの資金需要+日銀当座預金残高変化)}, R^2 = 0.98$$

図) 長期金利の推計



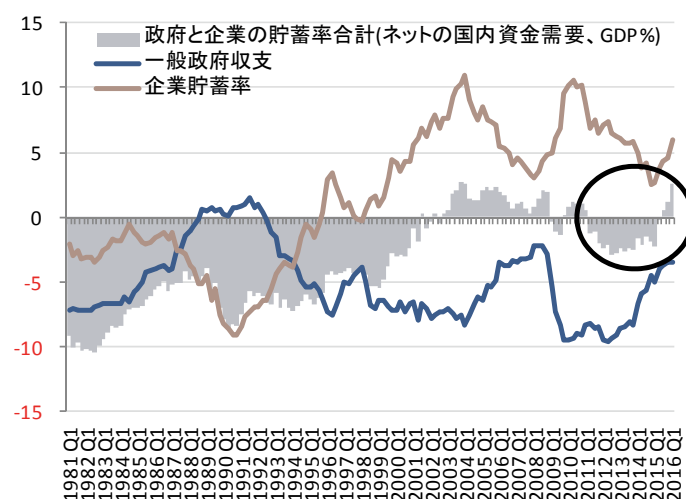
出所：日銀、内閣府、Bloomberg、SG

財政の政策変数であるネットの資金需要

長期金利の推計で日銀短観中小企業金融機関貸出態度 DI は国内の経済活動の体温、そして米国の長期金利は海外の経済活動の体温を表す。そして、日銀政策金利と日銀当座預金残高は、日銀の金融政策変数である。最後に、企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要は、財政の政策変数であると考えている。日本の内需低迷・デフレの長期化は、企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要がゼロと、国内の資金需要・総需要を生み出す力、資金が循環し貨幣経済が拡大する力が喪失していたことが原因であった。言い換えれば、ネットの資金需要の水準が、企業の貯蓄率を前提として、どれだけ財政政策が景気刺激的なのかを示す政策変数であると言える。実際に、2000年代は企業貯蓄率が大きく変動していても、ネットの資金需要はゼロ%近くに張り付き、恒常的なプラスとなっている企業貯蓄率（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、すなわち成長を強く追及せず、安定だけを目指す財政政策であったと言える。ネットの資金需要の動きを見ると、バブル期には GDP 対比－10%程度、平均では－5%程度、デフレ期は0%程度、そして＋5%程度になると信用収縮をとまなうデフレスパイラルになると考えられる。

ネットの資金需要は受動的な変数であるように見えるが、財政政策によってある程度コントロールできる政策変数と見なしているのが、このモデルの大きな特徴である。企業貯蓄率が高く、景気が悪い時には財政赤字を増やし、企業貯蓄率が低く、景気が良い時には財政赤字を減らす。どの水準で、企業貯蓄率と財政収支をバランスさせるのか、すなわちその合計であるネットの資金需要の水準をどの位置にするのかは、財政政策の強さの度合いに依存すると考える。財政政策を緩和し、ネットの資金需要の水準を 0% 程度から若干のマイナスにし、資金が循環し貨幣経済が拡大する力を復活させたのがアベノミクスのデフレ完全脱却への推進力であった。しかし、消費税率引き上げ後の財政緊縮などにより、ネットの資金需要はまた 0% に戻り、その推進力が喪失してしまった。今後、財政拡大などにより、ネットの資金需要を復活させ、アベノミクスを再稼働させることが期待される。

図) ネットの国内資金需要の推移



出所：日銀、内閣府、ブルームバーグ、SG

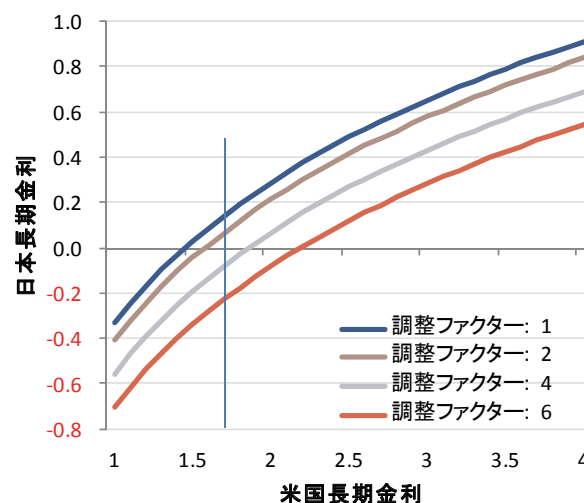
マイナス金利政策はどれほど長期金利を追加的に押し下げたのか？

一つの問題は、プラスの政策金利の時のモデルを、マイナスの政策金利の時にも応用してよいのかということだ。プラスに比べマイナスであると、金融機関は保有国債をなかなか手放したがらないため、日銀の国債買入れオペの価格が強含みやすくなるとみられる。同じ 10bp の政策金利の変化でも、長期金利に与える影響はプラスに比べてマイナスの時の方が大きくなると考えられる。マイナスの時のインパクトがプラスの時の何倍かを表す調整ファクターを政策金利にかけることで、その違いを含めることができる。(1 であれば同じ強さ、5 であれば 5 倍のインパクトの強さを表す。)

$$\text{長期金利} = 0.184 + 0.022 \text{ 中小企業貸出態度 DI} + 0.74 (\text{政策金利} \times \text{調整ファクター}) + 0.90 \text{ LN (米国長期金利)} - 0.063 (\text{ネットの資金需要} + \text{日銀当座預金残高変化})$$

調整ファクターが1・2・4・6と変化するに従い、2016年4－6月期の長期金利の推計値（米国の長期金利は1.8%程度を前提）は0.17%・0.09%・－0.06%・－0.20%と変化する。4－6月期の－0.2%程度の長期金利は、調整ファクターを4－5倍程度とすると、マクロ・フェアバリューと考えることができる。日銀はマイナス金利政策の導入で、当初の見込みより長期金利が低下したと見ているようだ。調整ファクターが1倍であれば、政策金利が－0.1%でも、長期金利は＋0.2%程度とプラスにとどまるはずであった。国債買入れオペに対する負荷が増した分、調整ファクターが上振れたことが理由であると考えられる。言い換えれば、マイナス金利政策は国債買入れオペにかなりの負荷をかけてしまう分、長期金利はより押し下げたが、マーケットに日銀の追加金融緩和の限界を感じやすくしているといえる。

図) 調整ファクター別の長期金利 (2016年Q2)



出所：日銀、内閣府、Bloomberg、SG

マイナス金利政策で長期金利の変動が大きくなったのはなぜか？

問題なのは、マイナス金利政策の時の長期金利へのインパクトがプラスの時の何倍かを表す調整ファクターは何倍が適当なのか、判断ができないことである。その時の、グローバルなマーケット環境、政策への期待、または国債入札や日銀国債買入れオペの結果により、調整ファクターは短期間に変動しても不思議ではない。調整ファクターが大きく変動すれば、推計値も大きく変動するため、長期金利の変動幅は大きくなるとみられる。ファンダメンタルズに変化はなくても、調整ファクターが1倍から6倍に変化すれば、長期金利は37bpも変動することになる。2016年4－6月期のフェアバリューでみれば、長期金利は0.17%から－0.20%までの変動余地があると考えられる。このように考えれば、マイナス金利政策により長期金利は低く抑制されているが、変動が高まっていることが説明できる。

アベノミクスを再稼動するためには財政政策の拡大が必要

消費税率引き上げの見送りもあり、財政規律の喪失による突然の長期金利の上昇への不安など、ファンダメンタルズを軽視する過度な警戒感も出てきてしまっている。かつて、2011年の東日本大震災の時、復興予算を国債でまかなえば、財政規律が喪失し、国債市場が暴落するという意見が多かったのと似ている。その結果、復興増税が必要であるとして、増税策の議論が足かせとなり、復興予算の決定と執行は遅れてしまった。このような得体の知れない不安は、国債で財政支出をファイナンスすると、どれくらい金利が上昇するのか、計量的な分析に基づかないことが原因である。見込まれる金利上昇が、財政支出の効果のコストとして見合うものであれば、必要な財政政策をためらうべきではない。長期金利の水準はマクロ・ファンダメンタルズでしっかり説明でき、格付けの引き下げや財政規律の喪失に対する不安などの影響はほとんど確認できない。

ネットの資金需要の係数は0.063となっており、財政支出の拡大を国債でファイナンスし、ネットの資金需要が5兆円程度（GDP対比1%程度）増加すると、長期金利は0.063%上昇することが見込まれる。10兆円（GDP対比2%）でも0.13%ということになる。長期金利のマイナス幅が若干縮小する程度だろう。確かに、アベノミクスを再稼動させるための財政支出を国債でまかなえば、長期金利が上がりかねないのは事実である。しかし、計量的にその上昇は大きくなく、デフレ完全脱却期待が復活し、期待インフレ率が上昇すれば、実質長期金利は逆に低下するかもしれない。過度に長期金利上昇を恐れ、アベノミクスを再稼動させるために必要な財政政策の手を縛ることはよくない。日本の将来のためによい、言い換えれば、市場経済の失敗の是正、教育への投資、生産性の向上や少子化対策、長期的なインフラ整備、防災対策、地方創生、そして貧富の格差の是正と貧困の世代連鎖の防止を目的としたよい財政プロジェクトがあるのであれば、国債を発行してでも大胆に推し進める必要があろう。消費税率引き上げを含む財政緊縮などによりネットの資金需要が消滅し、マネーが循環・拡大できない2000年代と同じ状況に逆戻りし（アベノミクス1.0の終焉）、デフレ完全脱却に向かうアベノミクスの推進力がなくなっていることを考えると、ネットの資金需要を復活させ、アベノミクスを再稼動（アベノミクス2.0の始動）させるためにも有効であろう。アベノミクス1.0の基礎は復活したネットの資金需要で、基礎を活かすトリガーはそれをマネタイズする大規模な金融緩和、終焉は財政緊縮と企業行動の慎重化によるネットの資金需要の消滅だと定義できる。アベノミクス2.0の基礎は大規模な金融緩和、トリガーは財政拡大によるネットの資金需要の復活、そして結末はデフレ完全脱却だろう。アベノミクス1.0と2.0も、ネットの資金需要を金融緩和によってマネタイズする形は同じであるが、その順番が逆である。1.0のトリガーは金融緩和、2.0のトリガーは財政拡大であろう。現在は、アベノミクス1.0の終焉と2.0の開始の間の端境期にある。

表) アベノミクス 1.0 と 2.0

	基礎	トリガー	結末
アベノミクス1.0	復活したネットの資金需要	それをマネタイズする大規模な金融緩和	財政緊縮によりネットの資金需要が消滅したが、デフレではない状況まではたどり着いた
端境期	アベノミクスの逆噴射(円高、株安、物価低迷)		
アベノミクス2.0	大規模な金融緩和の継続	財政拡大によりネットの資金需要が復活	デフレ完全脱却へ

出所： SG

政府負債残高膨張の長期金利への影響は皆無

日本の長期金利（国債 10 年金利）は、マクロのファンダメンタルズ要因と金融政策要因で説明できることを解説してきた。更に、マイナス金利政策の時の長期金利へのインパクトがプラスの時の何倍かを表す調整ファクターを政策金利にかけること、プラス金利下のモデルをマイナス金利下の推計に応用できる。この推計は、財政赤字を含んだネットの資金需要などのフローの分析である。日本の政府のネットの負債残高の GDP 比は 1988 年の 54.4% から 2015 年末には 128.8% まで膨張している。負債残高というストックの膨張が、長期金利を押し上げているのか確かめてみる必要がある。

$$\text{長期金利} = 0.586 + 0.025 \text{ 中小企業貸出態度 DI} + 0.747 (\text{政策金利} \times \text{調整ファクター}) + 0.739 \text{ LN (米国長期金利)} - 0.061 (\text{ネットの資金需要} + \text{日銀当座預金残高変化}) - 0.003 (\text{政府のネットの負債残高})$$

結果は、政府のネットの負債残高に掛かる係数はゼロで（統計的に有意ではない、しかもマイナス）、長期金利に影響していることは否定され、これまでのフローの要因の重要性が再確認された。日本国債の格下げが相次いだ 2002 年から 2003 年の間に、財務省は当時の黒田財務官（現在の日銀総裁）を中心に、格付け機関に対して抗議の質問書を出した。その時の財務省の主張である「日・米など先進国の自国通貨建て国債のデフォルトは考えられない」というのは今でも正しい。自国通貨建て国債であれば、政府負債の増加は、民間資産の増加を意味するため、ストックが長期金利に影響することはほとんどないと考えられる。景気過熱や過剰支出で資金需要が国内貯蓄より強く経常収支が赤字になるなどの影響を含め、金利水準を決めるのはあくまでフローの要因である。ネットの資金需要の拡大が過剰でなければ、財政赤字による金利暴騰は懸念ではない。

為替相場見通し

～ドル高・原油安がリスクオフの円高要因に～

大和証券株式会社 チーフ為替アナリスト 亀岡 裕次

■ドル高による米景況感悪化でリスクオフ再燃か

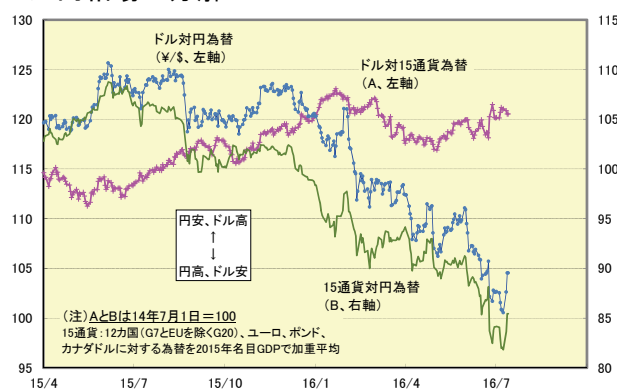
<円安の背景と今後の展開>

7月に円安が進み、対ドルで106円を超えた。原因に、①日本で10兆円規模の経済対策が月内をめどに策定される見通しとなったことによるリスクオン効果、②日銀が国債を買い切つて財政資金を提供するヘリコプターマネー政策導入への憶測、③米国株が最高値を更新するなどの世界的なリスクオン志向、が挙げられる。②と③の円安効果が大きいだろう。

今後の展開は、以下のように考えられる。

- ① 経済対策の景気改善期待により株高・円安が進む余地は、限定的と考えられる。
- ② 菅官房長官は「ヘリコプターマネーの政策を検討している事実はない」と述べた。導入に向けた動きがあれば、円の信認が低下して円安が進むが、その可能性は低いだろう。27-28日の日銀会合で追加緩和があっても、ヘリマネに否定的姿勢が示されて円高か。
- ③ 英国民投票後のBrexit懸念による世界的な金利低下と、米6月雇用統計などの経済指標好転を受けた景気減速懸念の後退が、世界的な株高を招いた。ただし、世界景気回復が鈍いなかで原油供給増の動きが出てきたために原油価格が下落傾向にあるなど、リスクオン一辺倒ではない。米金利は上昇しつつあり、米利上げ期待の高まりとともに米金利が一段と上昇するようであれば、「ドル高・新興国通貨安」と「リスクオフの株安・円高」を招くことになるだろう。リスクオン時にはドル安を上回る円安によりドル円が上昇しやすい一方で、リスクオフ時にはドル高を上回る円高によりドル円が下落しやすい。

ドル円相場の分解



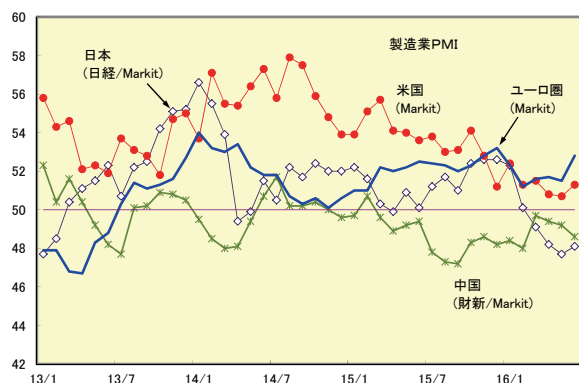
<世界的に景況感悪化傾向が続く可能性>

市場がリスクオンに傾くか、リスクオフに傾くかを左右する重要な要素は、世界の景気動向だ。米国の製造業景況感（PMI）は、16年2月以降のドル安でいったんは改善したが、ドル反発が逆風となりつつある。日本は今年に入ってから的大幅な円高進行を受けて、景況感の悪化が目立つ。ユーロ圏の景況感は比較的堅調だが、PMI水準はさほど高くはなく、英国のEU離脱問題が市場

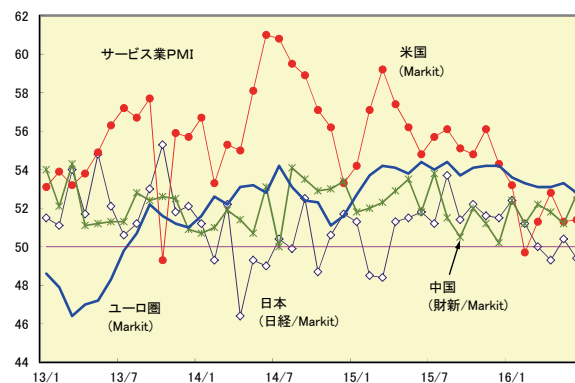
変動や心理悪化を通じて欧州経済に与える悪影響が懸念される。中国の景況感は昨夏に比べると改善したものの、PMIは引き続き50以下にとどまる。人民元安がプラスに働く一方で、中国企業の設備投資減速がマイナスに働きつつある。世界の景気回復をけん引する国・地域がなく、通貨高が日米経済に与える悪影響、供給過剰が中国経済に与える悪影響から、各国の製造業景況感は悪化に傾きやすいとみられる。

サービス業のPMIは製造業と比べると安定的で、米国、ユーロ圏、日本、中国、いずれの国・地域のPMIも50近辺か、それ以上にある。しかし、米国と日本のサービス業PMIは悪化傾向にある。製造業活動の悪化が個人消費や設備投資などの内需の減速に波及しつつあり、サービス業の景況感が悪化し始めたとみるべきだろう。

製造業PMI



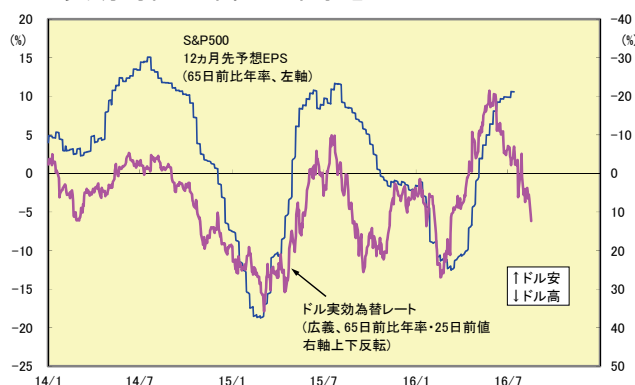
サービス業PMI



<通貨高の日米経済にリスクオフ再燃の芽>

英国民投票前にドル安に振れたこともあり、6月の米製造業景況感は前月よりも改善した。しかし、英国民投票後にリスクオフで実効為替がドル高に振れたままであることから、7月の景況感は製造業を中心に悪化する可能性が高い。また、7月以降は米企業の予想EPSがドル高の動きを反映して下方修正されやすい局面となる。つまり、ドル高による米景況感悪化が顕在化することで株価が押し下げられ、逆資産効果がさらに景気減速に作用しやすくなる。リスクオフのドル高・株安と米景気減速が相乗効果で持続する可能性がある。

ドル実効為替と米国企業予想EPS



英国民投票でのEU離脱支持を受けたリスクオフは一服し、英国株は投票前の水準を上回るまでになった。ポンド安が外貨収益のポンド建て換算額を増やすプラス効果が株高の一因だろう。また、長期金利の低下が株価に与えるプラス効果もあり、米国株なども連動するように反発して

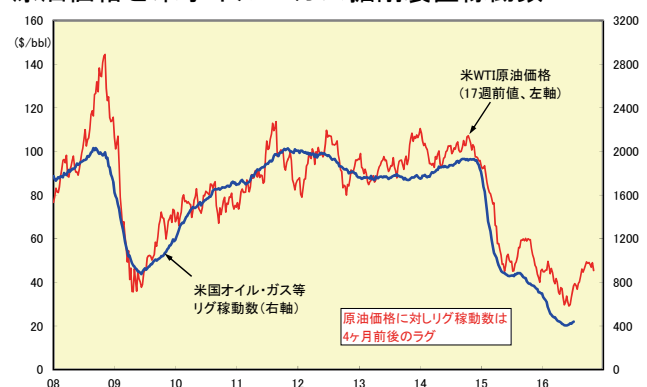
いる。ただし、欧州通貨安の一方で上昇したドルや円は、米国や日本の企業収益や経済にマイナス効果をもたらす。英国発の政治問題が長期的に欧州経済に悪影響を及ぼす前に、市場変動を通じて米国や日本の経済に悪影響を及ぼすリスクがある。ドル高や円高を受けて米国や日本の景気減速懸念が高まるとともに、株安などリスクオフに傾き、ドル高や円高につながりやすい。7月の米経済指標が発表される頃からリスクオフのドル高を上回る円高が再燃する可能性に注意が必要だろう。

■原油相場がリスクオフ要因に

＜需給見通しが緩和に傾き原油相場が反落＞

6月以降、原油価格は下落傾向にある。原油の需給見通しが緩和に傾き始めたことが原因とみられる。米国では原油生産が減少を続けているにもかかわらず、原油やガソリンの在庫は前年同期比の増加幅が拡大に転じた。原油の需給は引き締め方向ではなく、緩和方向にあると言える。また、米国のオイル・ガス掘削装置（リグ）の稼働数が減少から増加に転じた。今年1月後半以降の原油価格反発で原油生産の採算が改善したため、リグ稼働数が原油価格に4ヵ月ほど遅れて増加に転じたのだ。少なくとも今後数ヵ月はリグ稼働数が増加しやすいだろう。原油生産量はリグ稼働数に6ヵ月程度遅れて変動しやすいので、年末近くまでは米国の原油生産は減少が続きやすいが、17年前半には増加する可能性がある。世界の原油生産が抑えられるとの見通しを支えていた最大の原因は米国の減産にあるだけに、米国のリグ稼働数の増加を受けて17年前半の原油供給超過見通しが台頭し、原油価格が下落するのではないかと。OPEC諸国の原油生産が増加傾向にあるので、なおさらだ。

原油価格と米オイル・ガス掘削装置稼働数



＜原油安がリスクオフの円高を誘発しやすい状況＞

原油価格に応じて供給が変動し、供給に応じて価格が変動するような状況にある。米国の減産が進んだ結果、原油はつねに供給超過の価格下落ではなくなり、価格が上昇する局面も出てきたが、需要の伸びが小さいために供給の動向次第では価格が下落しやすい。IEAは、17年の世界原油需要の伸びが日量130万バレル前後と16年並みで、伸びの大半がOECD非加盟国によるものとの見通しを示している。OECD加盟国の景気先行指数（トレンド調整後）は低下基調が続く一方で、OECD非加盟国の主要新興6カ国を合わせた景気先行指数は今年に入り上昇している。ブラジル、ロシア、インドネシアの景気先行指数が上向いたためだが、いずれも資源輸出国なので、資源価格反発が影響した可能性がある。供給超過見通しの台頭により原油などの資源価格が反落することになれば、こうした国々の景気先行指数は再び悪化する可能性がある。

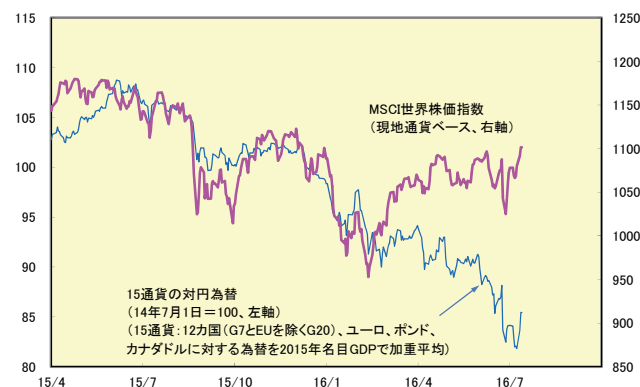
一方、新興国で最大の経済規模を占める中国の景気先行指数は回復していない。内需低迷が続いているうえ、資源輸入国なので資源価格高が純輸出にマイナスに働いたためだろう。供給能力が過剰な中国では第二次産業（製造業、鉱業、建設業、電気・ガス業）の設備投資が急減速しており、実質輸入の伸びも低迷している。今後は15年10月から16年末までの自動車減税の駆け込み需要が一巡し、個人消費が減速する可能性もある。主要新興国を合わせた経済の成長率が高まる可能性は低く、先進国と合わせた世界経済の成長率についても同様である。世界の原油需要が伸び悩む中での供給増加見通しが原油安を招き、原油安がリスクオフの株安や（ドル高を上回る）円高を誘発しやすい状況が続きそうだ。

■円安効果を失った日銀緩和

<日銀量的緩和増額とマイナス金利拡大は困難か>

日銀がマイナス金利政策を導入後、世界株価と円相場の連動性が崩れた。通常、株高局面ではリスクオンの円安が進みやすいが、2月以降は世界株価の動きに比べて為替が円高方向へとカイリするようになった。こうした動きは、マイナス金利導入をきっかけに日銀金融緩和への期待が後退し始めことが原因と考えられる。

世界株価指数とクロス円



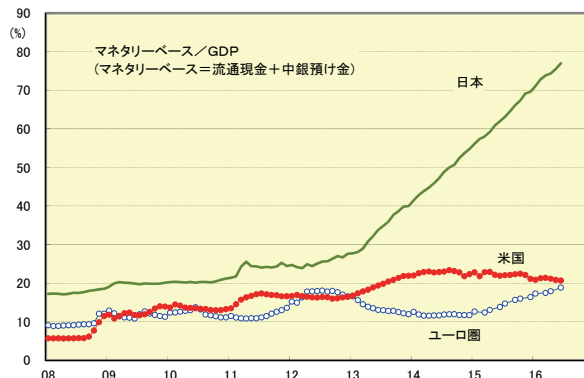
佐藤日銀審議委員は6月2日の講演で、「現行政策の枠組みでは、マネタリーベースの増加分の大半を占める日銀当座預金の限界的な増分にマイナス金利という一種のペナルティを課す。しかし、ペナルティを課しつつマネタリーベースの増加目標を維持するのは論理矛盾である」と述べている。金融機関が日銀の国債買入オペにに応じて日銀当座預金が増加した部分にマイナス金利がかかると、国債を売却しにくくなり、日銀の国債買入によるマネタリーベースの増加が進みにくくなると考えられる。

佐藤委員は、「日本銀行が市場価格より高い値段を提示すれば売り手は必ず現れる、という状況が理論通り実現しているので、マイナス金利下でもマネタリーベースの積み上げは取りあえず進捗していると言えるかもしれない。しかし、見方を変えれば、日本銀行が市場価格よりも高い値段で買入れ続けなければ入札が未達となり、マネタリーベースの積み上げに支障が生じる可能性が相応にあるということであろう」と述べている。日銀は市場実勢よりも高い価格（低い利回り）で国債を買うケースが多くなっている。だからこそ、金融機関が日銀に国債を売る動機が存在すると同時に、市場で国債を買う動機も存在し、国債利回りが低水準を維持できている。もし日銀の買入価格が下がれば、金融機関が日銀に国債を売る動機が減ると同時に、市場で国債を買う動機も減り、国債利回りの上昇リスクが高まるだろう。マイナス金利下のマネタリーベース増加は、

金利のペナルティを相殺する日銀の国債買入に支えられたものであり、ペースアップは容易ではない。

民間の国債保有が減り、日銀の国債保有が増えすぎることは問題だろう。16年3月末に日銀の国債保有は過去最高の364兆円、残高全体の33.9%に達した。1年前の275兆円（26.5%）から、残高は89兆円増加し、比率は7.4%上昇した。このペースが続くと、17年3月末に40%強、18年3月末に50%弱に達する。また、日銀の保有資産とともに日本のマネタリーベースが拡大し、その国内総生産（GDP）比は75%程度と、欧米（20%程度）の4倍程度に達している。経済規模が約4倍の米国にマネタリーベースの規模が匹敵するのだ。このペースが続くと、18年3月末には100%を超え、日本のマネタリーベースが経済規模を超える。日銀は、資産買入によるマネー供給をどこまで積み上げ続けるのだろうか。物価上昇率が上がらないのは、マネー供給量が足りないからではなく、経済動向や市場環境に原因があるからではないか。日銀審議委員には、QQEの効果は限界的に逡巡し、すでに副作用が効果を上回っているとの意見もある。

日米欧マネタリーベースの対GDP比



日銀は量的緩和のペースアップだけでなく、マイナス金利幅の拡大も困難だろう。金融機関は、預金金利などの調達利回りの低下に限られる一方で運用利回りが低下したために利鞘が縮小し、長期国債利回りまでもがマイナス化したことで逆鞘リスクにさらされている。さらなる金利低下が、金融緩和・リスク選好・円安の効果をもたらすとは考えにくい。むしろ、金融機関の収益悪化と金融引き締め・リスク回避・円高の効果をもたらしやすいだろう。4月27－28日の日銀金融政策決定会合で、複数の委員が「マイナス金利政策は市場・金融仲介機能、国債市場の安定性を損ねる」としたことからも、マイナス金利幅の拡大は考えにくい。

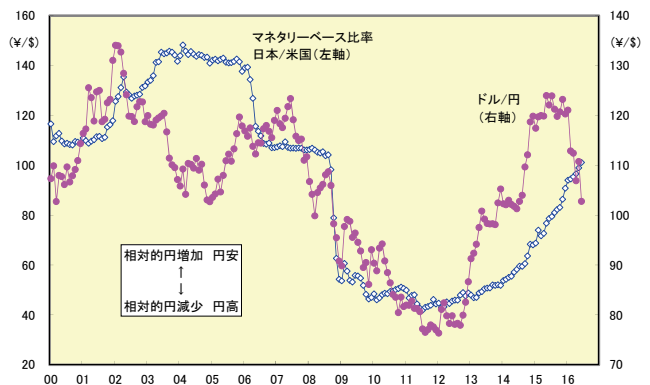
<マネー供給に対する市場の見方が為替を左右>

為替相場は二国間のマネタリーベース比率との相関が認められるものの、それに沿うように動くわけではない。中央銀行が量的緩和政策をとっているときには、為替相場がマネタリーベース比率の通りに動かないケースがある。2000年頃までは、ドル円と日米マネタリーベース比率のピーク・ボトムの時期に大差はなく、マネタリーベースの大半を占める現金通貨の日米比率に連動するように為替相場が変動した。ところが、01年3月に日銀が初めて量的緩和政策を採用し、04年1月に日銀当座預金目標を30－35兆円へと拡大するまで、日米マネタリーベース比率は上昇（相対的に日本が増加）したが、ドル円は02年1月にピークアウトし、05年1月にかけて円高・ドル安が進んだ。日本の景気が02年1月に底打ちして回復に転じたこと（当時は景気拡大で円高に）、

米国の金利が03年半ばにかけて低下したことが、円高・ドル安に寄与した。結果的に、量的緩和で日銀当座預金の規模が拡大するなか、その円安効果が続かなくなった。

今回も日米マネタリーベース比率が上昇を続けるなかで、ドル円相場は下落に転じた。15年半ば以降のリスクオフ局面で円高に振れたこともあるが、16年1月に日銀がマイナス金利政策を導入したことにより金融緩和への期待が後退したことが円高に働いた。現時点で日本のマネタリーベースが拡大していることよりも、将来的にそれがどう変化するかという見通しが、為替相場を左右すると言える。

日米マネタリーベース比率とドル円



ドル相場（実効為替）と米国マネタリーベースの関係をみると、FRBのQE1とQE3の開始当初にリスクオフでドル高に振れた局面などを除けば、基本的には米国マネタリーベースの変化（傾き）に連動するようにドル相場が変動している。マネタリーベースが増えていなくても減少率が下げ止まるとドル安に振れたり、マネタリーベースが増えていても増加率が下がるとドル高に振れたりしている。15年までは米利上げ期待の高まりもあってドル高が進んだが、その後は利上げ期待の後退でドル安に振れた。現在はマネタリーベースの動向からすると、ドル相場が一方に大きく振れにくい状況にある。

＜日銀金融緩和への期待の後退による円高進行＞

円相場（実効為替）にも日本のマネタリーベースの変化が影響している。日本のマネタリーベースの増加ペースは14年末以降、年率80～90兆円程度で頭打ちであり、最近はやや低下している。日銀が市場より高い価格で国債を買い続ければ、マネタリーベースの増加ペースを維持できるとしても、市場は増加ペースが高まりにくいと読み、円高が進んでいるのだろう。もしかりに日銀が国債買入の増額によってマネタリーベースの増加ペースを上げたとしても、一時的にはサプライズから円安が進むにしても、長くは続かない可能性が高い。現状ペースでも国債買入を長く続けることに様々な問題があるなか、ペースアップすれば国債買入を減額ないしは停止する時期が早まるとの見方が浮上しやすいからだ。

日銀が買入対象の国債年限を長期化したり、ETFやJ-REITの買入を増額したりすることにも限界がある。また、日銀の金融機関向け貸出の一部にマイナス金利を適用しても、金融緩和と円安効果は限定的だろう。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」に対する市場の期待は、後退の一途をたどるのではないか。80年代半ば以降において実質的に最大の円安が進んだのは、日銀の量的・質的緩和によるところが大きいだけに、緩和期待が後退すれば円高が進みやすい。17年末までに1ドル＝95円を超える円高が進む可能性がある。

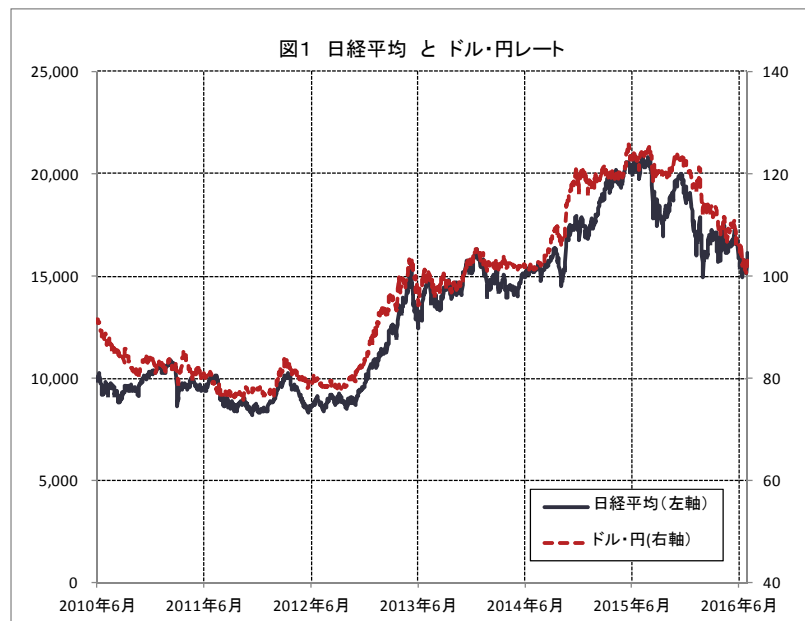
BEI（ブレーク・イーブン・インフレ率）とCPI（消費者物価指数）

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

2012年11月の衆議院解散で自民党が勝利し、安倍晋三が再び首相に返り咲いた。その第2次安倍内閣では、そのころのデフレ経済を克服するため、大胆なインフレターゲットを設定し、大規模な金融緩和措置に踏み切った。日銀は、デフレ経済から脱却するためには手段を選ばないという強い気持ちで金融緩和を行った。特に、代表的なインフレ指標であるCPI（消費者物価指数）が安定して年率2%程度で上昇するのを確認するまでは、非常に大規模な金融緩和（異次元金融緩和）を続けると宣言した。異次元金融緩和では、禁じ手と言われていた日銀（中央銀行）による大幅な国債購入も行い、平成28年3月末には349兆円に達している。平成28年3月時点での国債残高は、約910兆円なので、じつに3割以上の国債を中央銀行である日銀が保有している結果となった。しかも、現状の政策では、年80兆円のペースで日銀が買い入れるため、さらに日銀の国債保有率は上がって行く。

当初のCPI上昇率2%の目論見は、2016年に入り、原油価格の下落、ドル・円レート下落（円高、ドル安）と共に、デフレ基調となり、安定した2%水準の達成は厳しい情勢になったと言わざるを得ない（図1参照）。



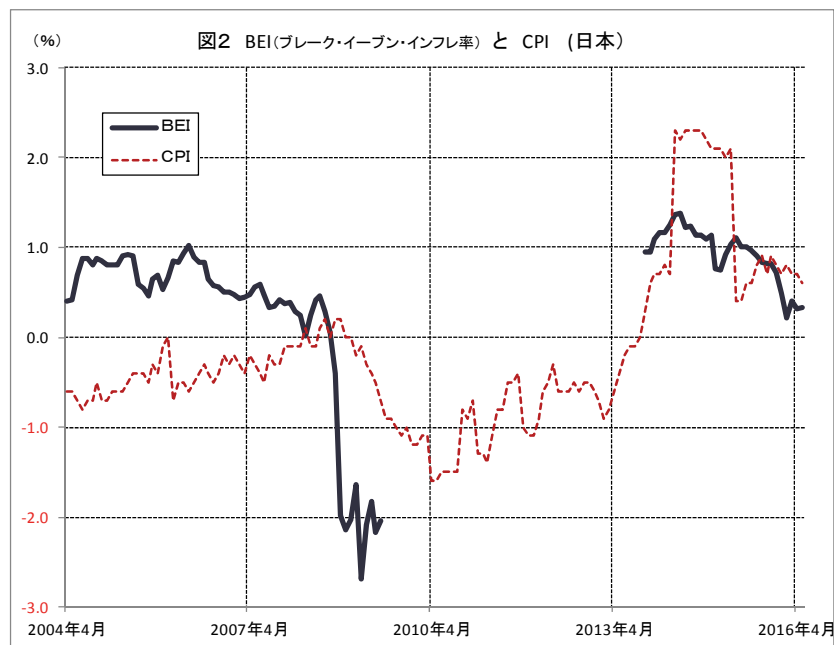
CPIは、古くからあるインフレ指標の代表であるが、インフレ連動国債から計算されるBEI（ブレーク・イーブン・インフレ率）はインフレ指標としては新しいものである。

インフレ連動国債を最初に発行した国はイギリスであるが、その発行年は1981年であり、その歴史は30年程度である。日本では、2004年に最初のインフレ連動国債が発行され、発行当初はインフレ連動国債から計算されるBEIのグラフが掲載されていたが、最近では忘れ去られたようで、全然お目にかかれない。日本では、リーマンショック時に大きくインフレ連動国債の値下がりが起こり、インフレ連動国債の発行を取りやめてしまった経緯がある。そのため、2009年9月から2013年9月までは、BEIが計算できない。

図2には、日本のBEIとCPI（前年比%）のグラフを示す。BEIはCPIの代替と考えられており、

CPIは約1ヶ月前の値であるが、BEIは現在そのものであるとの考え方もあるが、このグラフからそれが読み取れるとは思われない。BEIはCPIの先行指標のようにも思えるが、はっきりそうとはいえないであろう。このグラフからは、リーマンショック時にはBEIが過剰反応しすぎており、異次元緩和時には、CPIが過剰反応しているようにも見える。両者は、およそ同じ方向に動いているという見方はできよう。つまり、ある程度のインフレ率はBEIで代替できると考えられる。

CPIをBEIで代替できる前提に立つと、CPIが安定して2%水準を達成するには、BEIの2%レベルに達することになるが、図2ではBEIが2%になったことは一度もない。



2. インフレ連動国債の仕組み

日本のインフレ連動国債の満期はすべて10年となっている。インフレ連動国債の投資家から見れば満期が10年ではやや短いと思われる。端的に言って、日銀が目指しているCPI年率2%上昇が実現したとしても、10年後の元本は122程度にしかない。イギリスのインフレ連動国債のように30年以上の満期であれば、200以上の想定元本が期待できる。

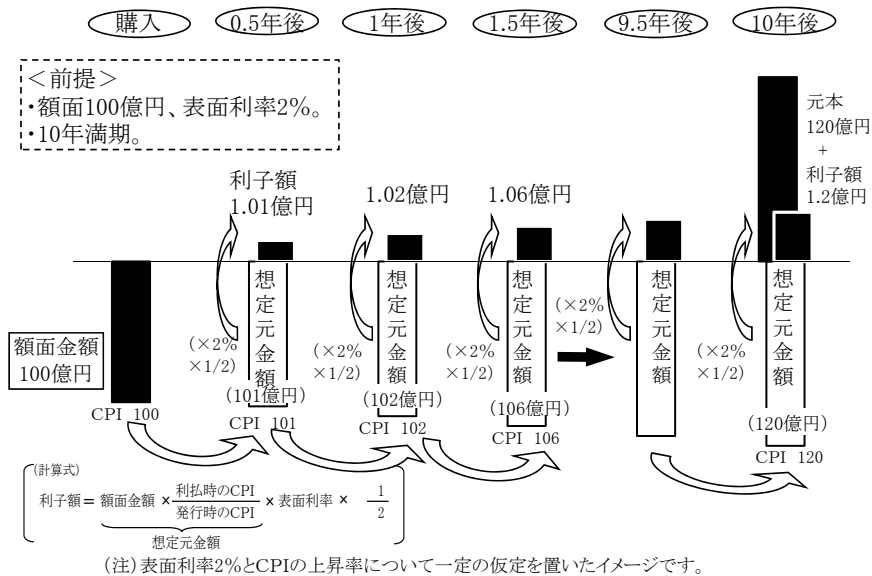
日本では、2013年9月からインフレ連動国債を再発行したが、それ以前のものはデフレ時の元本保証がなかったが、再発行以降のものには、デフレ時の元本保証が付いている。これは、欧米にならったものとする考えもあるが、投資家を増やす意味では効果があると思われる。

表1 物価連動国債の商品性(日本)

満期	10年
想定元金額	CPI ^(注1) に連動、下落時の元本保証あり
最低額面	10万円
償還	償還時点での想定元金額
クーポン	固定
利払い	年2回
利子額	利払日の想定元本×クーポン×1/2

(注1)CPI: 全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)

物価連動国債のイメージ



(出所：財務省HP)

3. 先進諸国の物価連動国債発行状況

先進諸国の物価連動国債の概要を表2に示す。先進諸国の中で最も早くインフレ連動国債の発行に踏み切ったのはイギリスであるが、イギリスのインフレ連動国債は発行年限も5年～55年と非常に幅広く、通常の国債に占めるインフレ連動国債の比率も27.68%と3割近くになっており、質量ともにインフレ連動債大国である。日本のインフレ連動国債の発行はイギリスに遅れること25年、国債に占める比率も1.29%である。

右図(図3)には、日英米のCPIの長期推移を示すが、英米は1970年代から現在までほぼ同じ傾きで推移している、つまりほぼ一定のインフレ率で推移しているのに対し、日本だけは明らかに1990年以降横ばい、つまりインフレ率ゼロでの推移となっている

直近40年での消費者物価は、イギリスは8.5倍、アメリカは6倍、日本は3倍になっているが、日本は1970年から1990年の約20年の間に3倍になり、そのあとはほぼ横ばいの推移となっているのがわかる。

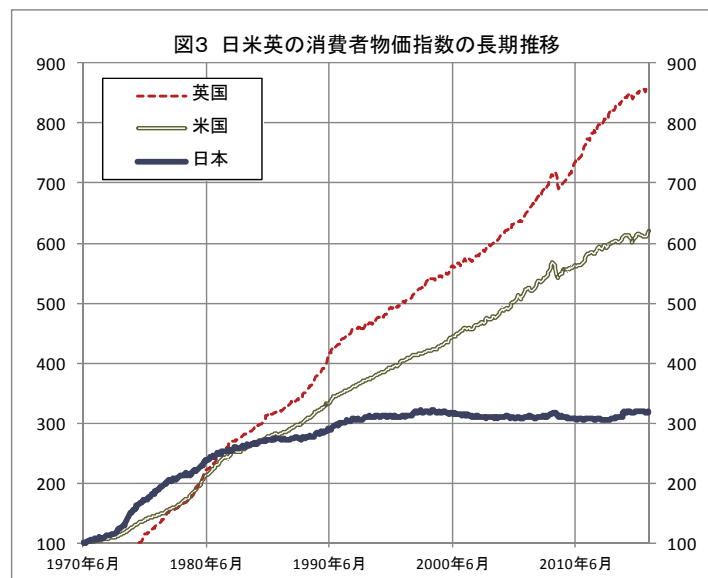


表2 先進諸国のインフレ連動国債の概要

	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ	日本
導入時期	1997年	1981年	1998年	2006年	2004年
発行年限	5・10・20・30Y	5～55Y	6～33Y	10～16Y	10Y
発行残高	1兆940億ドル (110.2兆円)	3,064億ポンド (39.8兆円)	1,732億ユーロ (19.3兆円)	515億ユーロ (5.7兆円)	11兆3,007億円
2016年7月現在 残高	1兆938億ドル (110.2兆円)	3,007億ポンド (39.1兆円)	1,721億ユーロ (19.1兆円)	発行残高と同じ	6兆9,207億円
2016年7月現在 の想定元本	1兆1,826億ドル (119.2兆円)	3,520億ポンド (45.8兆円)	1,908億ユーロ (26.5兆円)	538億ユーロ (6.0兆円)	7兆342億円
発行残高比率	1.08	1.17	1.11	1.04	1.02
国債発行残高に 占める割合	10.45%	27.68%	12.14%	7.32%	1.29%
インフレ指数	2016年7月 消費者物価指数 (都市部)	2016年7月 小売物価指数	2016年7月 消費者物価指数 (タバコを除く)	2016年7月 消費者物価指数 (タバコを除く)	2016年7月 消費者物価指数 (生鮮食料を除く)
デフレ時の元本 保証(償還時)	あり	なし	あり	あり	2004年～2008年 発行債券はなし、 2013年以降発行 債券はあり
国債発行残高 GDP	10兆4,659億ドル 18兆5,244億ドル	1兆1,068億ポンド 1兆2,439億ポンド	1兆4,246億ユーロ 1兆1,368億ユーロ	7,030億ユーロ 2兆5,221億ユーロ	910兆円 522兆円
国債残高/GDP 為替レート	56% 100.77円/\$	89% 130.09円/£	125% 111.48円/€	29% 111.48円/€	174%

(出所) Bloomberg

4. 日本の物価連動国債の状況

表3には、第1回からの日本のインフレ連動国債の概要を示す。日本の場合、2004年3月に発行して以来、約11年が経過するが、表の右端にある連動係数（発行時と現在のCPIを比較した数字）には、最も高い数字で1.037と3.7%の元本増加の債券が一番大きい。

この第4回債は、2015年6月に償還しているが、1.037は10年間で平均0.37%のインフレ率であったことを示している。この間、リーマンショックがあり、極端にCPIが下落したことを考えると、いたしかたないのであるが、もっと長期の年限にしておけば、もしくは10年だけでなく、さまざまな年限の債券を発行したほうが、投資家のためにはよかったのではないと思われる。しかし、元本保証がついていない第16回までの債券は現時点の連動係数が1を越えており、元本が棄損していないことはよかったのかもしれない。

表3 日本の物価連動国債の概要

	当初クーポン	発行日	償還日	発行額	現存額	基本CPI	参照CPI	日時	連動係数
第1回	1.2%	2004/3/10	2014/3/10	998	償還済み	100.10	100.60	2014/3/9	1.005
第2回	1.1%	2004/6/10	2014/6/10	2,995	償還済み	99.59	100.79	2014/6/9	1.012
第3回	0.5%	2004/12/10	2014/12/10	5,004	償還済み	100.10	103.50	2014/12/9	1.034
第4回	0.5%	2005/6/10	2015/6/10	5,282	償還済み	99.28	102.98	2015/6/9	1.037
第5回	0.8%	2005/9/10	2015/9/10	5,435	償還済み	99.69	103.40	2015/9/9	1.037
第6回	0.8%	2005/12/10	2015/12/10	5,084	償還済み	99.99	103.40	2015/12/9	1.034
第7回	0.8%	2006/3/10	2016/3/10	4,997	償還済み	99.99	103.30	2016/3/9	1.033
第8回	1.0%	2006/6/10	2016/6/10	9,996	償還済み	99.79	103.30	2016/6/9	1.035
第9回	1.1%	2006/9/10	2016/9/10	4,997	1,287	100.30	102.89	2016/7/8	1.026
第10回	1.1%	2006/12/10	2016/12/10	10,334	2,497	100.50	102.89	2016/7/8	1.024
第11回	1.2%	2007/3/10	2017/3/10	5,044	1,283	100.20	102.89	2016/7/8	1.027
第12回	1.2%	2007/6/10	2017/6/10	10,254	2,808	100.20	102.89	2016/7/8	1.027
第13回	1.3%	2007/9/10	2017/9/10	5,005	1,161	100.20	102.89	2016/7/8	1.027
第14回	1.2%	2007/12/10	2017/12/10	10,133	3,825	100.40	102.89	2016/7/8	1.025
第15回	1.4%	2008/3/10	2018/3/10	5,395	1,354	101.00	102.89	2016/7/8	1.019
第16回	1.4%	2008/6/10	2018/6/10	10,493	4,334	100.90	102.89	2016/7/8	1.020
第17回	0.1%	2013/9/10	2023/9/10	6,467	6,467	100.00	102.89	2016/7/8	1.029
第18回	0.1%	2014/3/10	2024/3/10	8,217	8,217	100.60	102.89	2016/7/8	1.023
第19回	0.1%	2014/9/10	2024/9/10	10,918	10,874	103.40	102.89	2016/7/8	0.995
第20回	0.1%	2015/3/10	2025/3/10	21,394	21,336	103.20	102.89	2016/7/8	0.997
第21回	0.1%	2016/3/10	2026/3/10	4,356	4,222	103.30	102.89	2016/7/8	0.996
計				152,798	69,665				

(注) 発行額、現存額の単位は億円、基本CPIとは発行時(3ヶ月前)のCPI、参照CPIとは直近のCPI、ただし償還済み債券については償還時(3ヶ月前)のCPI

(出所: Bloomberg)

また、表4には、償還済み債券を除いた債券の発行額、現存額、償却額、日銀保有額を示してあるが、第16回までの再発行前の債券は、既に償還している額がかなり多い。

平均して7割程度償還済みである。また、日銀が保有している額もかなりあり、全体の18%を占める。

表4 日本の物価連動国債の発行額、現在高、日銀保有高

(単位:億円)									
	当初クーポン	償還日	現在高	現在高/発行額	発行額	償却額	償却額/発行額	日銀保有高	日銀保有高/現在高
第9回	1.1%	2016/9/10	1,287	25.8%	4,997	3,710	74.2%	648	50.3%
第10回	1.1%	2016/12/10	2,661	25.7%	10,334	7,673	74.3%	1,667	62.6%
第11回	1.2%	2017/3/10	1,040	20.6%	5,044	4,004	79.4%	523	50.3%
第12回	1.2%	2017/6/10	2,779	27.1%	10,254	7,475	72.9%	1,792	64.5%
第13回	1.3%	2017/9/10	1,030	20.6%	5,005	3,975	79.4%	302	29.3%
第14回	1.2%	2017/12/10	3,759	37.1%	10,133	6,374	62.9%	2,251	59.9%
第15回	1.4%	2018/3/10	1,354	25.1%	5,395	4,041	74.9%	532	39.3%
第16回	1.4%	2018/6/10	4,345	41.4%	10,493	6,148	58.6%	1,641	37.8%
第17回	0.1%	2023/9/10	6,339	98.0%	6,467	128	2.0%	1,257	19.8%
第18回	0.1%	2024/3/10	8,181	99.6%	8,217	36	0.4%	703	8.6%
第19回	0.1%	2024/9/10	10,874	99.6%	10,918	44	0.4%	164	1.5%
第20回	0.1%	2025/3/10	21,336	99.7%	21,394	58	0.3%	788	3.7%
第21回	0.1%	2026/3/10	4,222	96.9%	4,356	134	3.1%	287	6.8%
計			69,207	61.2%	113,007	43,800	38.8%	12,555	18.1%

(出所:Bloomberg)

また、表5には、インフレ連動国債の7月8日時点での利回り、および同年限国債の利回りとBEIを示す。すべての利回りがマイナスを示しており、異常事態であることを物語っているが、利回りは第16回までの利回り（BEI）と第17回以降の利回りが明らかに分断されている。第9回の利回り-8.158%の異常さはともかく、それからはじき出されるBEI7.88%も異常な数値である。第17回以降の債券の利回りからはじき出されるBEIは0.3%程度であり、このあたりが現在のインフレ連動債から出されるインフレ率と言えよう。

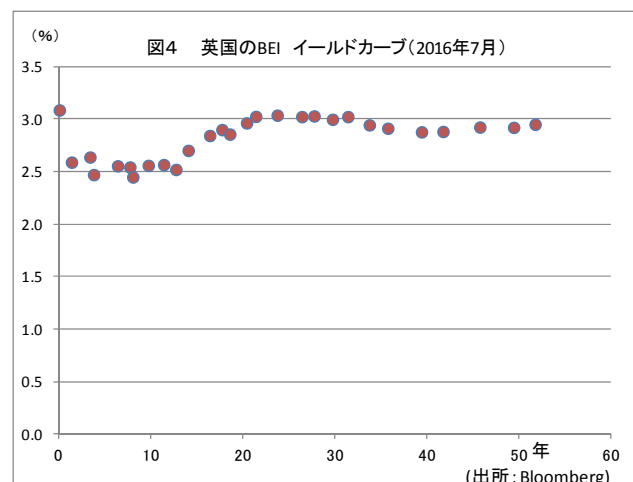
表5 日本の物価連動国債の利回り

	当初クーポン	償還日	残存年数	利回り	価格	国債利回り	BEI	日時	連動係数
第9回	1.1%	2016/9/10	0.175	-8.158	101.65	-0.280	7.88	2016/7/8	1.026
第10回	1.1%	2016/12/10	0.425	-3.968	102.19	-0.321	3.65	2016/7/8	1.024
第11回	1.2%	2017/3/10	0.671	-4.497	103.94	-0.354	4.14	2016/7/8	1.027
第12回	1.2%	2017/6/10	0.923	-2.934	103.92	-0.357	2.58	2016/7/8	1.027
第13回	1.3%	2017/9/10	1.175	-2.742	104.91	-0.345	2.40	2016/7/8	1.027
第14回	1.2%	2017/12/10	1.425	-2.217	105.03	-0.345	1.87	2016/7/8	1.025
第15回	1.4%	2018/3/10	1.671	-2.318	106.47	-0.328	1.99	2016/7/8	1.019
第16回	1.4%	2018/6/10	1.923	-1.900	106.59	-0.333	1.57	2016/7/8	1.020
第17回	0.1%	2023/9/10	7.178	-0.671	105.81	-0.381	0.29	2016/7/8	1.029
第18回	0.1%	2024/3/10	7.677	-0.646	106.02	-0.367	0.28	2016/7/8	1.023
第19回	0.1%	2024/9/10	8.181	-0.698	106.92	-0.357	0.34	2016/7/8	0.995
第20回	0.1%	2025/3/10	8.677	-0.658	106.97	-0.339	0.32	2016/7/8	0.997
第21回	0.1%	2026/3/10	9.677	-0.612	107.32	-0.297	0.32	2016/7/8	0.996

(注)利回りの単位は%、国債利回りは、物価連動国債とほぼ同じ償還日の10年国債の利回り、単位%、BEIとはブレーク・イーブン・インフレ率、単位%
(出所:Bloomberg)

5. 英国の物価連動国債の状況

表6には、イギリスの物価連動国債の概要を示す。イギリスの物価連動国債は5年～55年と特に幅広い年限での発行となっており、特に55年満期の物価連動国債は世界最長と思われる。表6の最下欄に表記されている債券であるが、2013年発行で2068年償還であり、現在2016年でも残存52年である。また、連動係数をみても、安定して年率3%程度、RPIが上昇しているため、30年経過すると連動係数は3を越える。



また、図4に示すグラフは、表6の銘柄から描いたBEIのイールドカーブである。年限に関係なく2.5%～3%にあり、イールドカーブはフラットである。

表6 英国の物価連動国債の概要

当初クーポン	発行日	償還日	発行額	現存額	基本CPI	参照CPI	日時	連動係数
2.5%	1983/1/19	2016/07/26	7,982	7,899	81.62	261.54	2016/7/7	3.204
1.25%	2006/2/8	2017/11/22	11,984	11,846	193.73	261.54	2016/7/7	1.350
0.125%	2013/8/31	2019/11/22	8,183	8,183	209.81	261.54	2016/7/7	1.247
2.5%	1983/10/12	2020/04/16	6,585	6,579	82.97	261.54	2016/7/7	3.134
1.875%	2007/7/11	2022/11/22	15,826	15,743	205.66	261.54	2016/7/7	1.272
0.125%	2012/10/12	2024/03/22	15,244	15,244	242.42	261.54	2016/7/7	1.079
2.50%	1986/12/30	2024/07/17	6,827	6,821	97.67	261.54	2016/7/7	2.678
0.125%	2015/7/16	2026/03/22	5,855	5,855	258.24	261.54	2016/7/7	1.013
1.250%	2006/4/26	2027/11/22	15,578	14,170	194.07	261.54	2016/7/7	1.348
0.125%	2011/11/23	2029/03/22	14,236	14,229	237.42	261.54	2016/7/7	1.102
4.125%	1992/6/16	2030/07/22	5,207	4,841	135.10	261.54	2016/7/7	1.936
1.25%	2008/10/29	2032/11/22	14,630	13,460	217.13	261.54	2016/7/7	1.204
0.750%	2011/5/25	2034/03/22	14,576	14,570	232.23	261.54	2016/7/7	1.126
2.0%	2002/7/11	2035/01/26	9,738	9,084	173.60	261.54	2016/7/7	1.507
0.125%	2016/3/11	2036/11/22	1,956	1,956	260.02	261.54	2016/7/7	1.006
1.125%	2007/2/21	2037/11/22	13,796	13,066	202.24	261.54	2016/7/7	1.293
0.625%	2010/1/28	2040/03/22	13,742	13,690	216.52	261.54	2016/7/7	1.208
0.625%	2009/7/24	2042/11/22	12,194	11,909	212.46	261.54	2016/7/7	1.231
0.125%	2012/7/25	2044/03/22	15,726	15,726	242.42	261.54	2016/7/7	1.079
0.125%	2015/6/24	2046/03/22	10,990	10,990	257.79	261.54	2016/7/7	1.015
0.750%	2007/11/21	2047/11/22	11,870	11,687	207.77	261.54	2016/7/7	1.259
0.5%	2009/9/25	2050/03/22	12,224	12,221	213.40	261.54	2016/7/7	1.226
0.25%	2012/9/26	2052/03/22	11,966	11,966	242.05	261.54	2016/7/7	1.080
1.250%	2005/9/23	2055/11/22	10,454	10,169	192.20	261.54	2016/7/7	1.361
0.125%	2014/7/30	2058/03/22	10,953	10,953	255.89	261.54	2016/7/7	1.022
0.375%	2011/10/26	2062/03/22	12,750	12,480	235.83	261.54	2016/7/7	1.109
0.125%	2016/2/24	2065/11/22	2,750	2,750	260.43	261.54	2016/7/7	1.004
0.125%	2013/9/25	2068/03/22	12,600	12,600	249.70	261.54	2016/7/7	1.047
計			306,423	288,087				

(出所:Bloomberg)

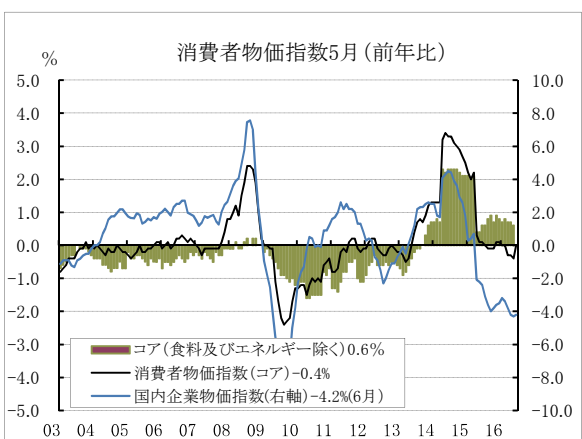
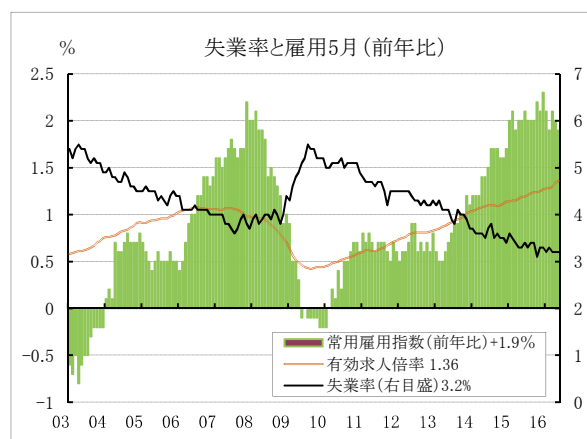
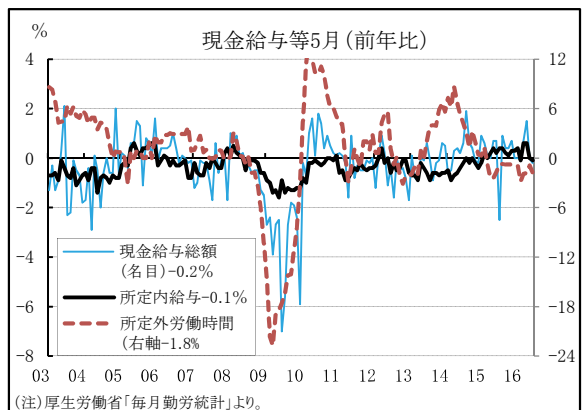
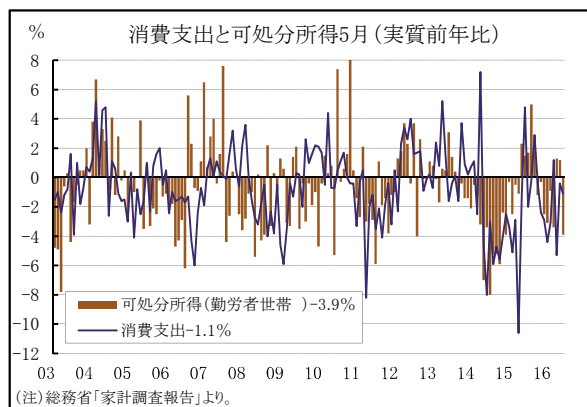
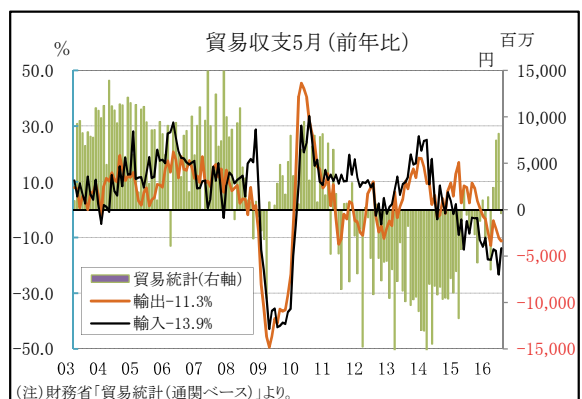
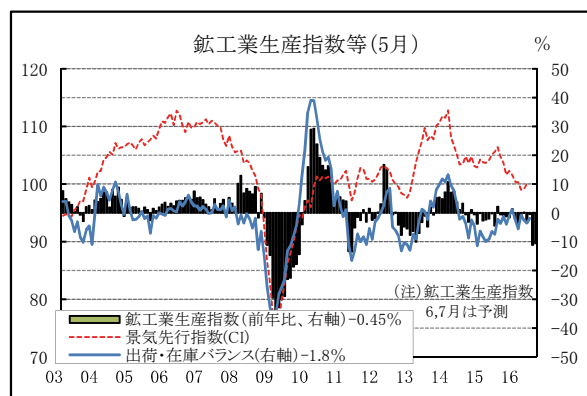
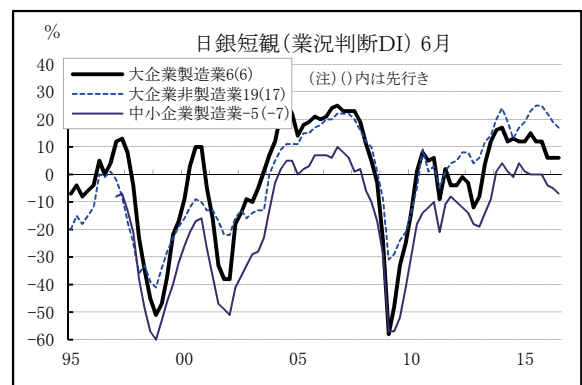
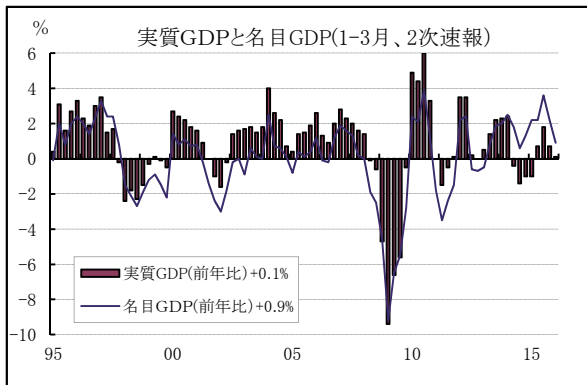
6. おわりに

日銀が目標とする「安定した年率2%上昇の消費者物価」の実現は、現在の状態からはかなり厳しいと言わざるを得ない。日銀は、異次元緩和の後、マイナス金利の導入を決めた。

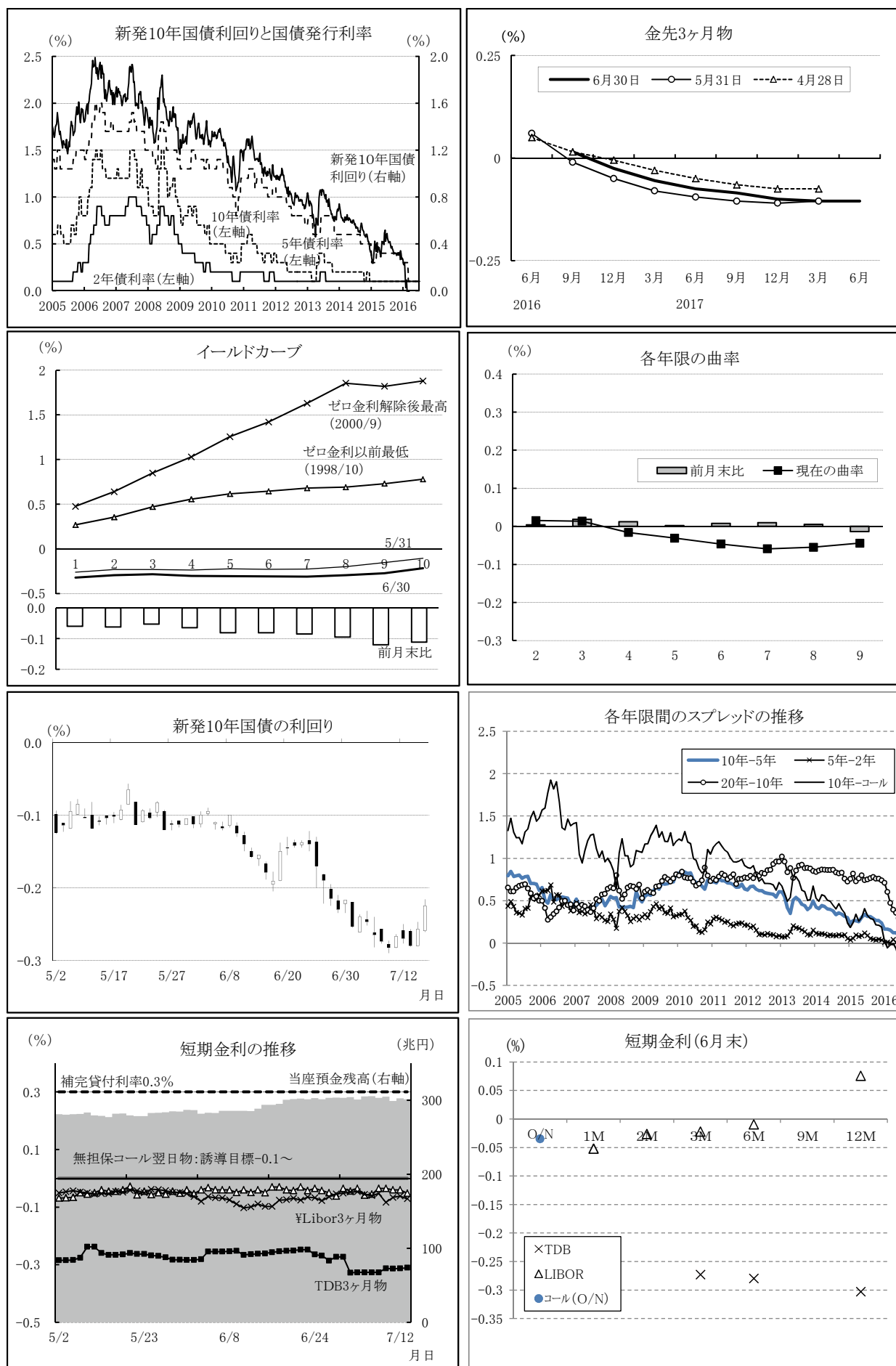
マイナス金利も異次元緩和同様、物価上昇を狙っての政策ではあるが、原油や世界中の株価下落の中、為替市場では安全通貨の日本円が買われ、円高が日本株安を誘導、それが更なる円高を誘うといった風に、円高・株安の中では物価上昇はおぼつかない。消費者物価は、コアコアCPIと呼ばれる食料・エネルギーを除く指数では、2016年に入って0.6%～0.8%で推移しているが、全国総合指数では、2016年3月からマイナスに突入し、デフレの様相を呈している。BEIは2016年に入って急落はしたが、まだ0.2%～0.3%前後で推移している。この2つの物価指標から見る限り、デフレの要因が「円高・株安」にあることははっきりしており、「安定した年率2%上昇の消費者物価」の実現にはまだまだ時間がかかりそうである。

統計データ集

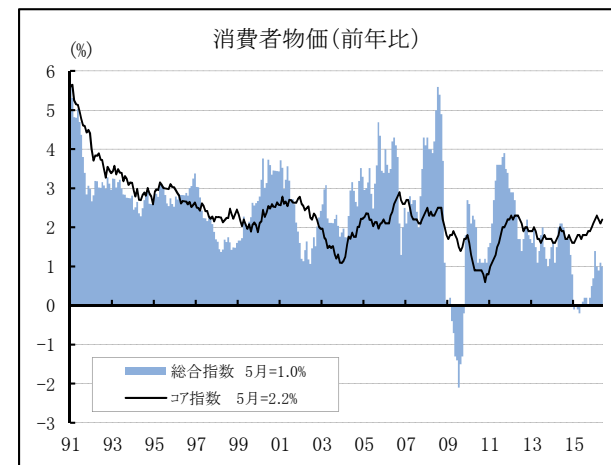
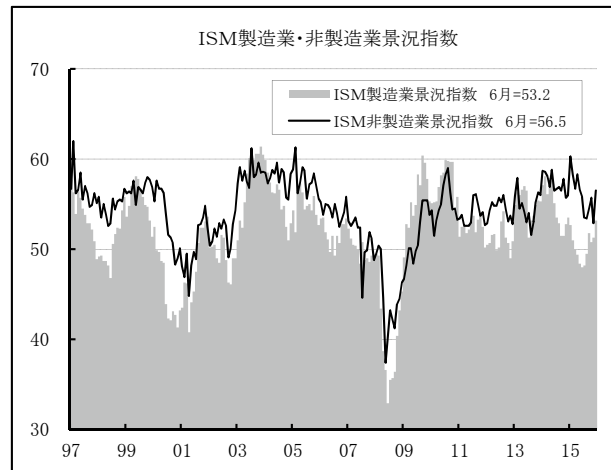
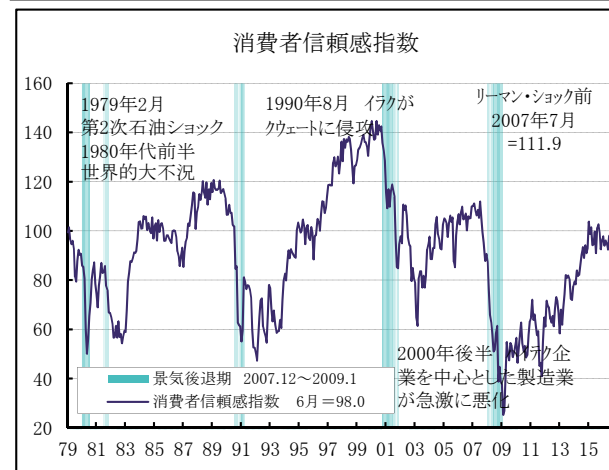
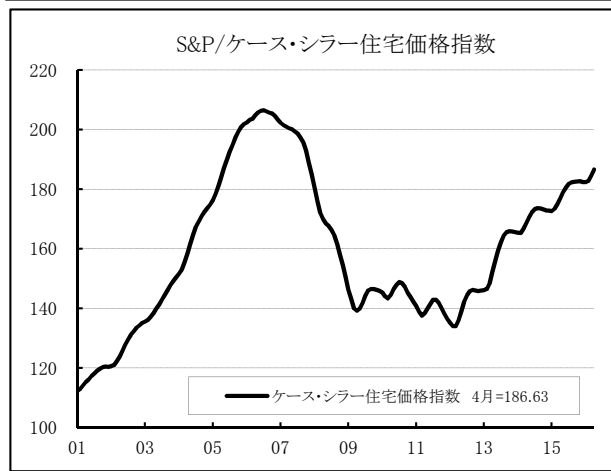
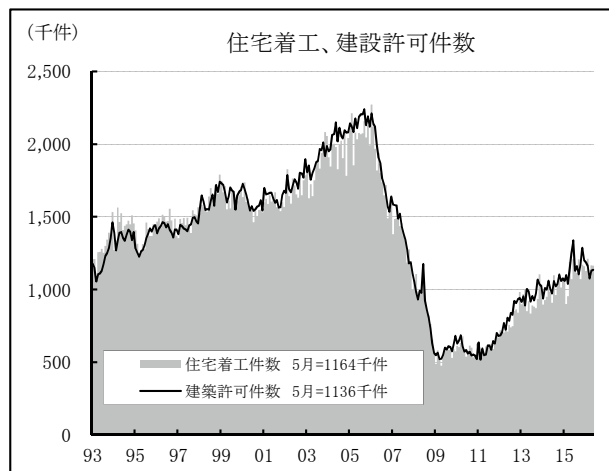
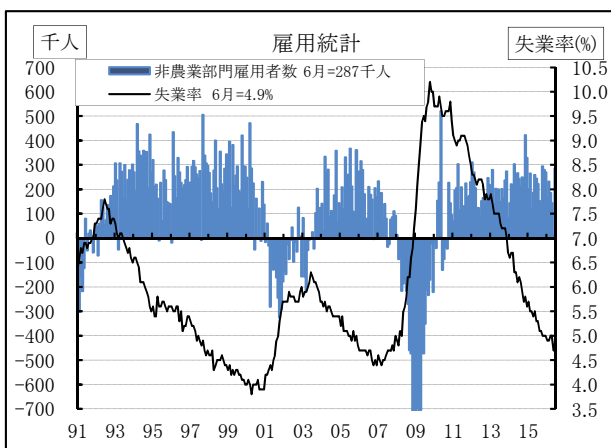
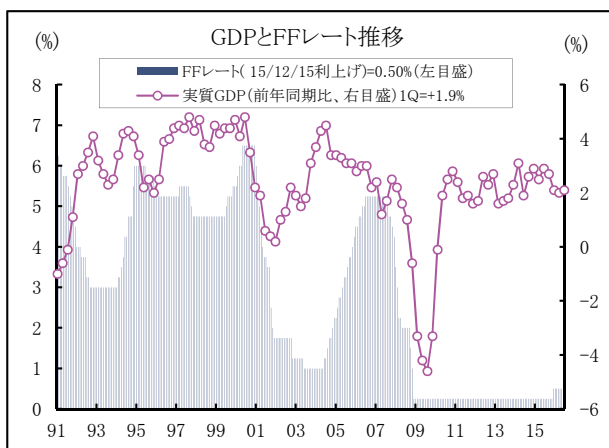
日本 マクロ経済



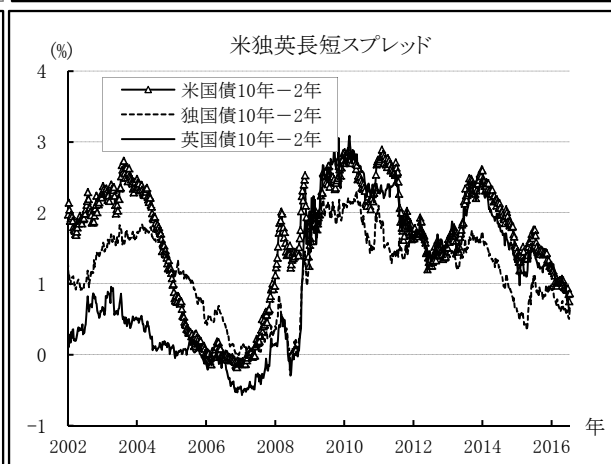
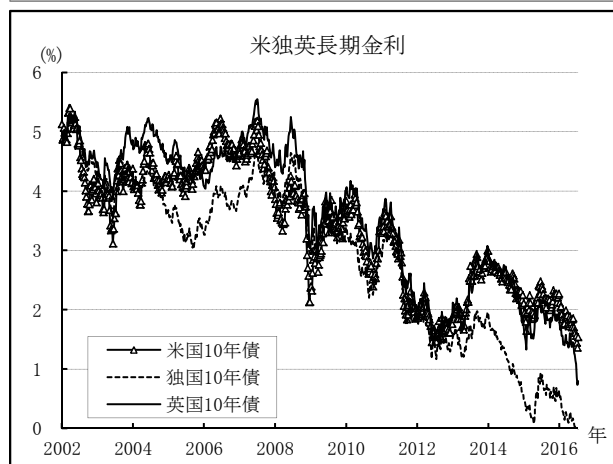
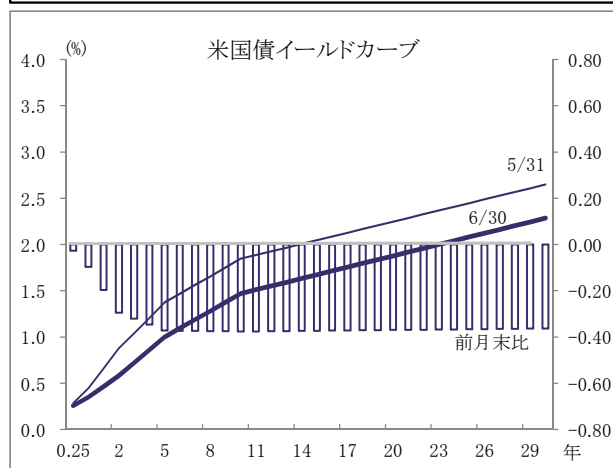
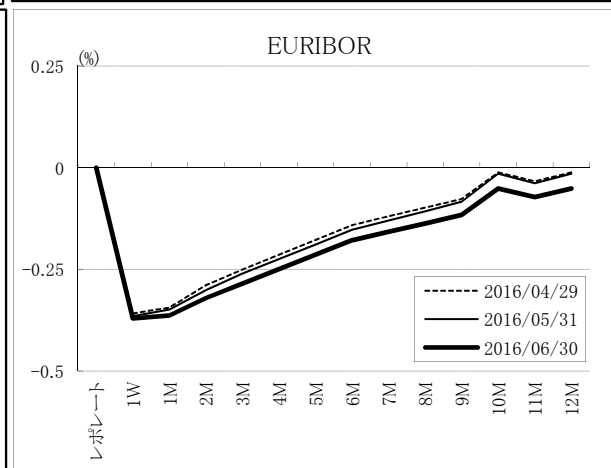
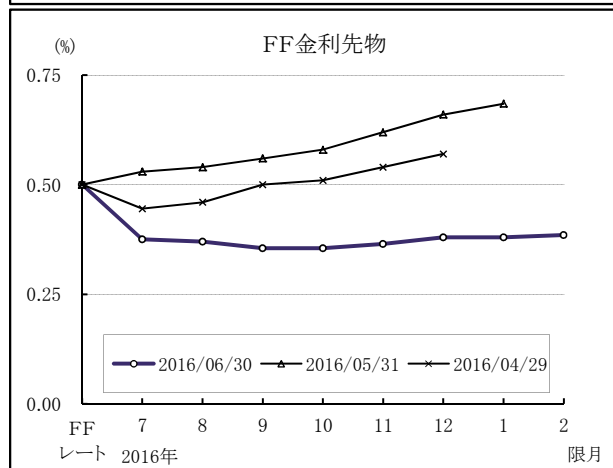
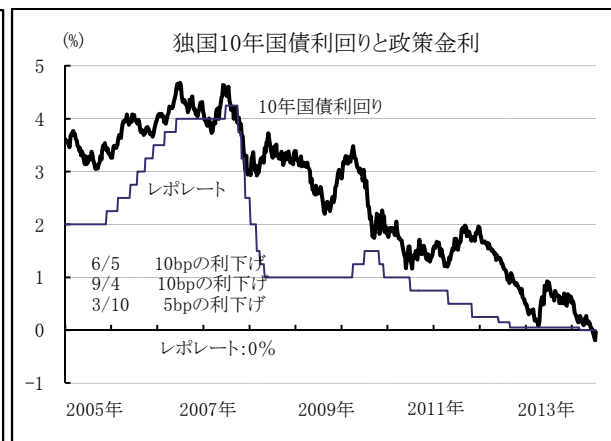
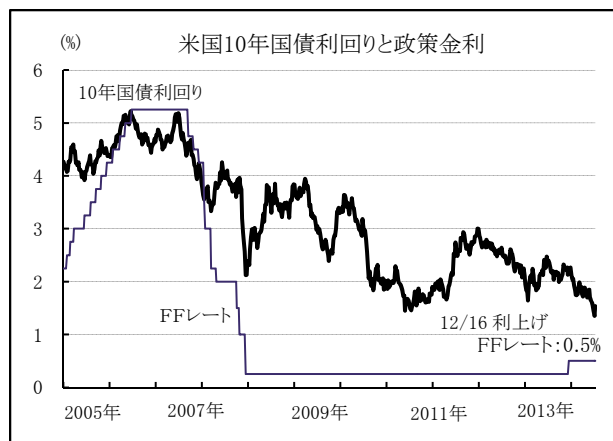
日本短期・債券市場



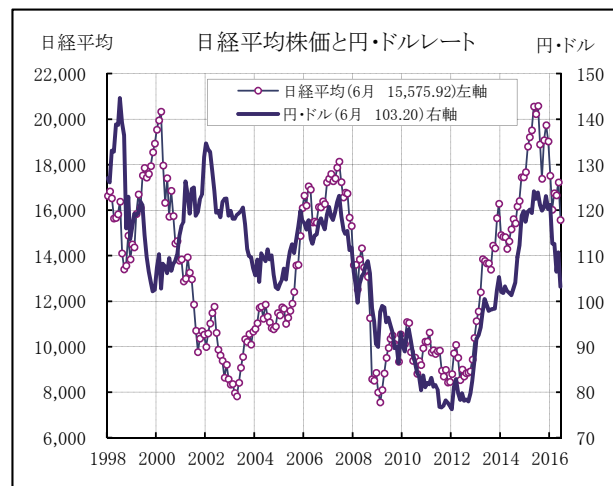
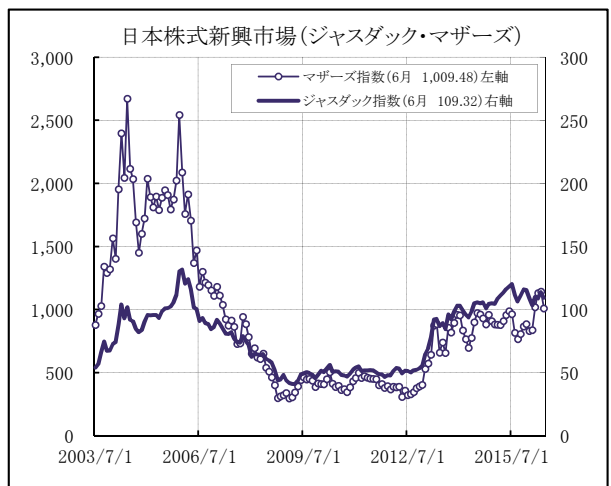
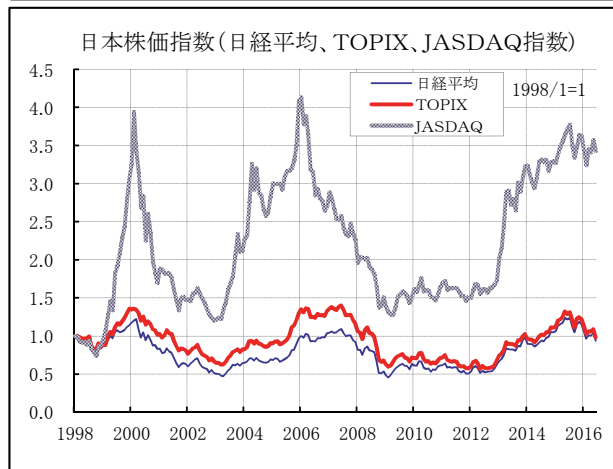
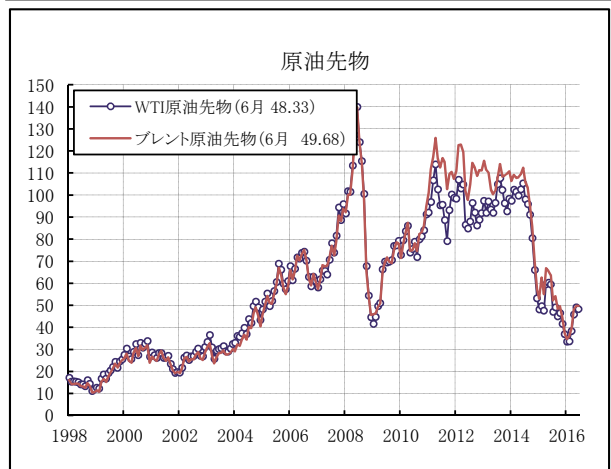
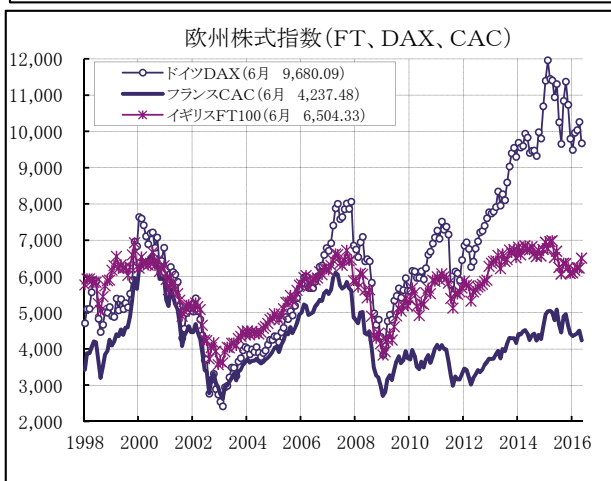
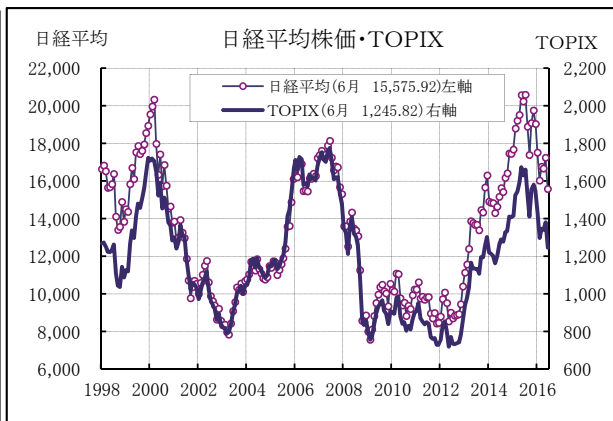
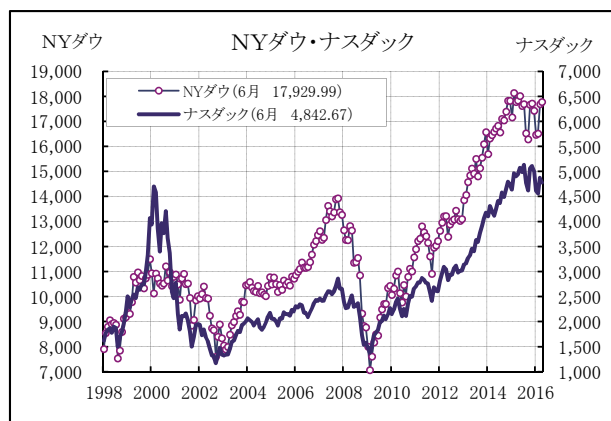
海外 マクロ経済



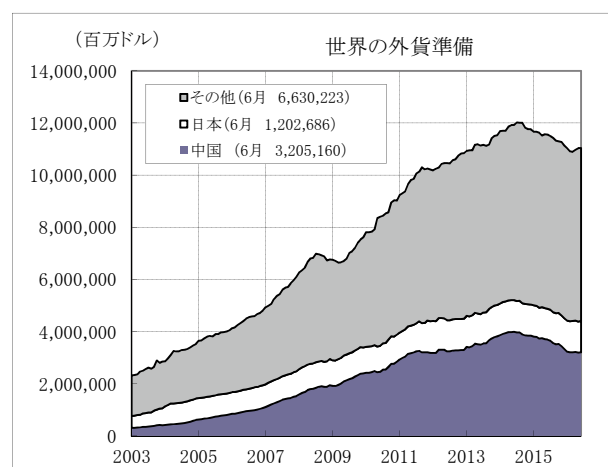
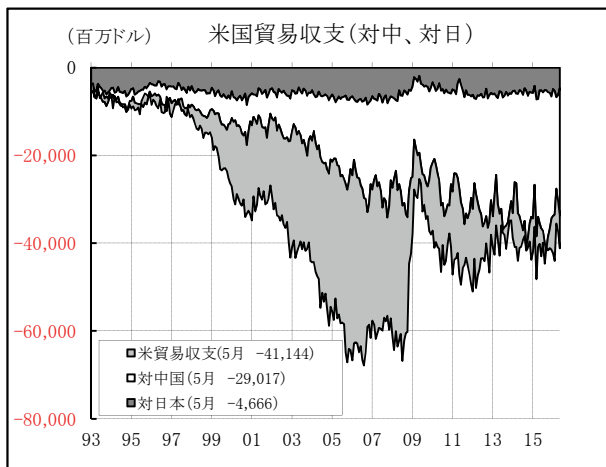
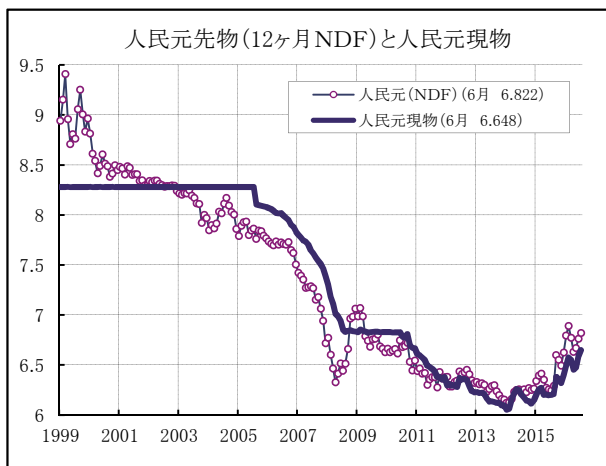
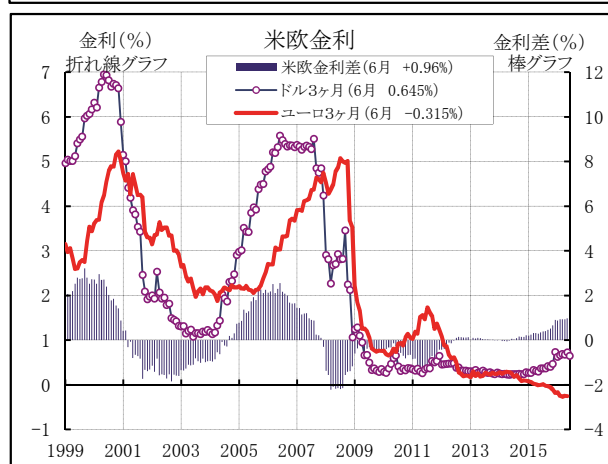
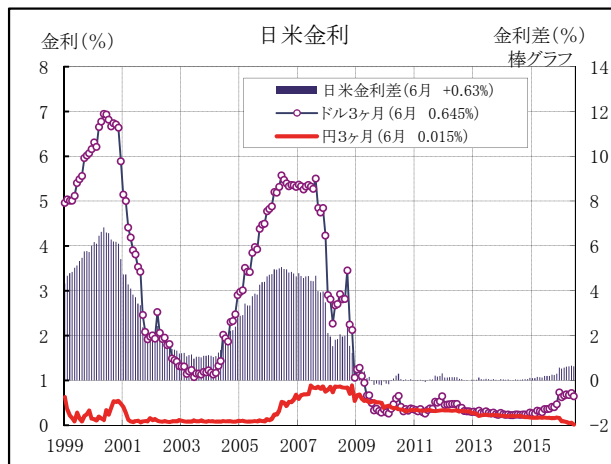
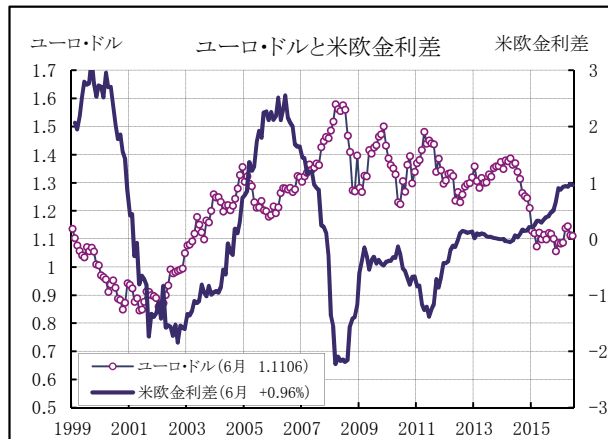
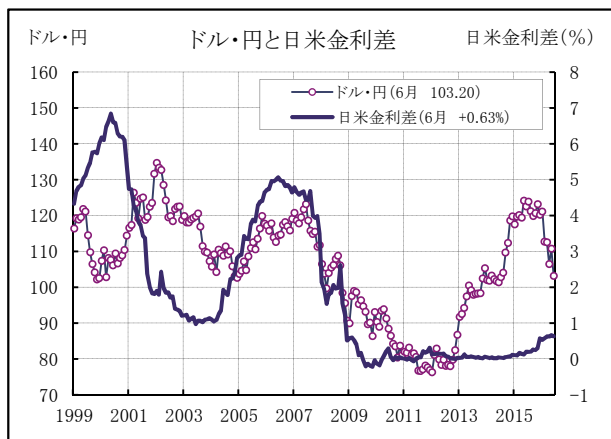
海外 債券市場



株式市場



為替市場

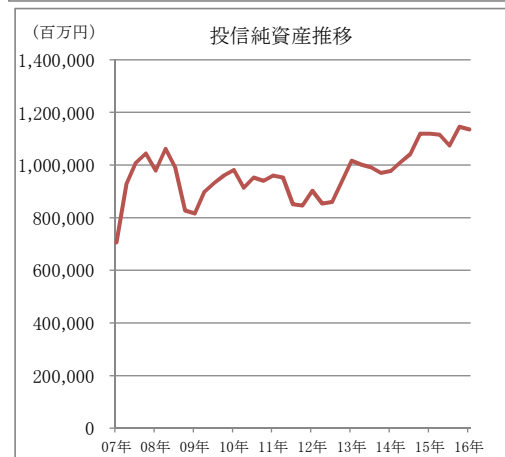
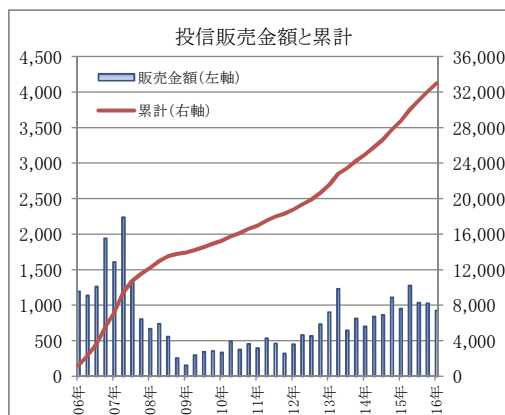


ゆうちょ関連データ

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	-	-
2015年4～6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7～9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10～12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年1～3月	302,000	92,698	696,000	1,135,550
2016年度累計	1,164,000	427,085	-	-
累計	13,389,022	3,297,855	-	-



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 (1年)	基準価格 (2016.7.14)	純資産 (2016.7.14)	ファンド名	分配金実績 (1年)	基準価格 (2016.7.14)	純資産 (2016.7.14)	ファンド名	分配金実績 (1年)	基準価格 (2016.7.14)	純資産 (2016.7.14)
国内株式	IP4資産バランス(安定)⑥	なし	10,174	8,201	新光世界インフラ株式②	750円	14,137	49	Navioブラジル債券②	360円	6,710	95
	IP4資産バランス(安定成長)⑥	なし	10,178	5,232	グローイング台湾株式②	なし	8,765	34	Navioインド債券②	600円	10,325	1,077
	IP4資産バランス(成長)⑥	なし	10,159	2,635	マネーリフカナダ株式②	200円	8,155	4,546	三菱UFJ欧州債券②	120円	10,562	1,050
	野村資産設計2015②	120円	10,702	1,237	グローイングアジア株式②	なし	8,029	9	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,338	21
	野村資産設計2020②	10円	10,372	896	野村ユーロトップB②	なし	7,452	7,595	ビムコグローバル債券②	480円	12,139	18
	野村資産設計2025②	10円	10,282	831	エマージング好配①	190円	7,618	3	同(為替ヘッジあり)②	480円	9,365	40
	野村資産設計2030②	10円	10,301	703	JPM医療関連株式④	700円	7,417	91,641	メキシコ債券オープン②	1440円	7,143	31,323
	野村資産設計2035②	5円	10,018	463	ビクテプレミアムファンド④	370円	9,881	20,970	インドネシアアルヒバ債券②	480円	8,565	5
	野村資産設計2040②	5円	9,719	1,275	オーストラリア好配当②	720円	8,223	19	アジアハイイールド債券②	1200円	8,697	536
	野村資産設計2045②	10円	16,980	117	ニッセイ日本債券②	120円	9,961	14,580	同(為替ヘッジなし)②	1800円	11,786	810
海外株式	野村6資産(安定)⑥	なし	11,674	38,429	eMAXIS 国内債券①	なし	11,927	23,638	USストラテジック②	240円	9,737	5,824
	野村6資産(分配)⑥	なし	9,572	127,725	Navioマネーボール②	なし	10,003	3	同(為替ヘッジなし)②	720円	9,368	30,034
	野村6資産(成長)⑥	なし	10,634	32,135	日興五大陸債券②	300円	8,509	72,959	新興国ハイイールド債券A②	520円	6,784	994
	スマートファイブ②	480円	10,933	41,009	三菱UFJ高金利債券②	840円	8,725	87,381	新興国ハイイールド債券B②	1080円	7,993	808
	スマートファイブ①	なし	12,223	7,051	ダイワ成長国外債券②	780円	5,097	39,171	ビムコハイインカム②	420円	6,877	97,981
	東京海上・円資産②	360円	12,049	185,779	ダイワ成長国外債券①	なし	8,856	396	同(為替ヘッジ付き)②	540円	8,740	4,089
	大和インデックス225①	160円	12,185	33,468	野村米国ハイイールド②	1800円	10,512	12,494	DIAMアジアソブリン債券②	なし	9,115	183
	SMTAM JPX日経400②	なし	10,264	4,746	同(為替ヘッジあり)②	540円	9,186	3,805	欧州ハイイールド債券②	960円	9,816	788
	GS日本株式②	10円	8,695	8,371	野村米国ハイイールド①	なし	10,580	1,009	同(為替ヘッジなし)②	1440円	11,305	705
	日本株式SR①	なし	7,145	2,856	同(為替ヘッジあり)①	なし	10,095	276	三菱UFJブラジル②	240円	9,728	1
海外債券	フィデリティ日本配当④	590円	9,204	9,792	エマージング・ソブリン②	780円	7,743	32,192	同(為替ヘッジなし)②	240円	8,608	2
	eMAXIS TOPIX①	なし	16,369	27,827	同(為替ヘッジあり)②	660円	9,439	40,625	三菱UFJブラジル①	なし	9,992	1
	三菱UFJ日本優良株①	50円	9,159	2,690	エマニフ(資産成長)①	なし	12,452	584	同(為替ヘッジなし)①	なし	8,852	2
	JPMジャパンプライム①	なし	9,141	130	同(為替ヘッジあり)②	なし	11,500	228	MHAM リード②	1000円	12,510	10,119
	新光日本小型株①	1000円	12,541	39	DWSグローバル公益債券②	480円	10,170	107,633	DIAM世界リート②	600円	4,789	242,984
	生活基盤関連株式①	140円	10,626	6,583	同(為替ヘッジなし)②	480円	10,614	21,006	ダイワUS-REITA②	720円	9,308	5,621
	SMTAM NYダウ①	なし	10,866	2,416	三菱UFJ米高格付債券②	120円	10,059	1,132	ダイワUS-REITB②	960円	4,789	702,529
	日興五大陸株式②	390円	8,762	15,442	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,991	1,004	eMAXIS 国内リート①	なし	26,851	13,883
	DIAM高配当株式②	1560円	11,662	12,627	高金利先進国債券②	660円	5,986	343,403	eMAXIS 先進国リート①	なし	25,196	11,953
	新光サザンアジア株式②	510円	8,783	2,705	高金利先進国債券①	10円	16,172	15,263	ニッセイ世界リート②	1440円	8,636	11,500
	米国成長株オープン①	118円	8,775	1,173	eMAXIS 先進国債券①	なし	12,640	23,291	ニッセイ世界リート②	なし	12,610	385
海外債券	eMAXIS 先進国株式①	なし	19,307	32,852	eMAXIS 新興国債券①	なし	11,548	5,876	アジアリートオープン②	240円	10,701	9
	eMAXIS 新興国株式①	なし	11,329	23,266	Navioオーストラリア債券②	180円	10,824	256	フォーシーズンズ②	240円	7,174	7,110
	ビクテグローバル株式②	600円	4,209	777,861	Navioカナダ債券②	60円	10,696	229	ステートストリートゴールド①	なし	7,139	302
	ビクテグローバル株式①	なし	15,092	12,459	Navioトルコ債券②	600円	8,267	287	ビムコUSハイインカムローン②	360円	9,309	1,623
	JPM北米高配当①	なし	9,090	73	Navio南アフリカ債券②	540円	6,912	240	同(為替ヘッジなし)②	960円	9,253	11,857
	※印	ゆうちょ銀行以外でも販売	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		合計			3,601,183

< 投資信託協会公表の投信残高(契約型公募投信) >

(単位:億円)

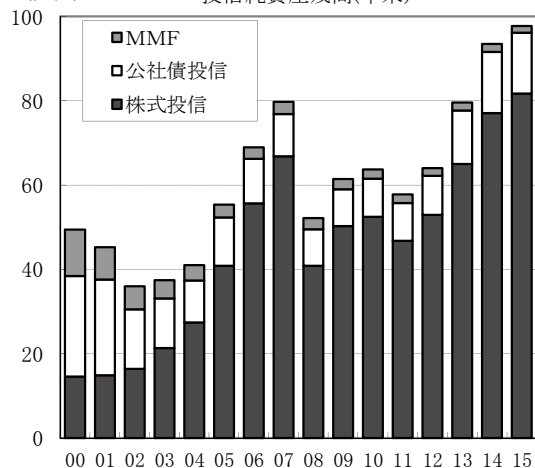
タイプ 末	株式投信								公社債投信				証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型		計	
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計			うちMMF			
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	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12月	17,342	51,413	149,727	106,455	337,796	254,440	800,039	817,381	126	160,053	16,427	160,180	977,562
2016年3月	16,639	48,017	144,183	100,101	324,906	251,964	769,070	785,709	124	138,451	12,762	138,575	924,285
4月	16,421	47,243	142,457	97,669	322,266	245,487	757,453	773,875	122	133,316	10,811	133,438	907,314
5月	16,384	48,839	142,051	96,490	318,996	218,060	727,946	782,044	121	120,173	10,390	129,918	911,964
6月	15,992	44,578	137,456	92,588	305,052	238,327	725,413	741,406	119	119,104	9,474	119,224	860,631

< 契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況 >

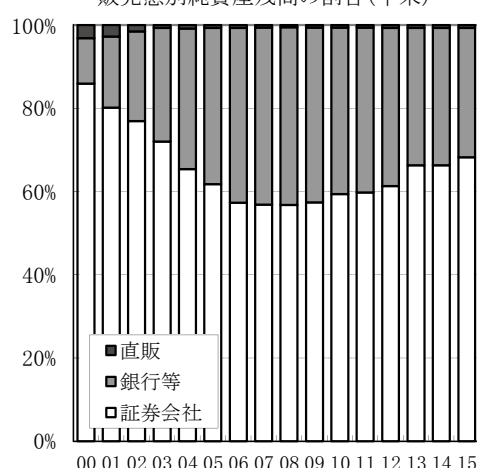
(単位:億円)

販売態 末	証券会社		銀行等		直販		合計	
	残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月	424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月	363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月	277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月	269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月	267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月	341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月	394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月	453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月	296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月	352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月	378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月	342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月	392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月	540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月	621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月	669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年3月	627,418	67.9%	290,846	31.5%	6,021	0.6%	924,287	100%
4月	614,587	67.9%	286,701	31.5%	6,025	0.6%	907,314	100%
5月	618,315	67.9%	287,483	31.5%	6,164	0.6%	911,964	100%
6月	580,730	67.9%	274,210	31.5%	5,687	0.6%	860,631	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

＜貸借対照表(負債の部)＞ (単位:億円)

年月	貯金	うち							債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負債	負債合計
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定額貯金	特別貯金	その他貯金					
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997		116,586	1,432,073		3,431		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	1,452	1,858,388
2011年3月	1,746,532	87,147	446,935	4,222	219,113	535,144	450,952	3,018	80,839	13,119	1,384	1,624	1,843,497
2012年3月	1,756,354	94,741	449,741	4,112	184,267	669,506	351,392	2,596	83,021	15,376	1,411	3,854	1,860,017
2013年3月	1,760,961	102,100	449,002	4,026	184,267	715,607	299,587	2,461	94,432	24,876	3,368	8,705	1,888,431
2014年3月	1,766,128	109,257	452,381	3,964	147,814	789,947	260,219	2,545	106,676	25,111	2,577	9,992	1,910,484
2015年3月	1,777,107	117,473	461,400	3,934	135,699	835,833	220,725	2,040	135,701	35,761	1,559	14,406	1,965,490
2016年3月	1,778,719	138,746	474,659	3,884	114,411	855,501	189,675	1,841	131,235	25,329	1,557	12,112	1,955,478

＜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	定期性貯金の 前期末増減額	その他の貯金の 前期末増減額	流動性貯金	定期性貯金	その他の貯金
2015年6月	1,781,219	4,112	625,311	14,775	1,154,013	▲ 10,517	▲ 1,895	▲ 145
9月	1,771,310	▲ 9,909	615,673	▲ 9,638	1,153,680	▲ 333	1,956	61
12月	1,784,063	12,753	630,079	14,406	1,151,332	▲ 2,348	2,652	696
2016年1月	1,778,719	▲ 5,344	617,289	▲ 12,790	1,159,587	8,255	1,841	▲ 811

＜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	うち				
		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	定額郵便貯金の 残高	定額郵便貯金の 前月末増減額
2016年1月	194,012	▲ 2,106	21,630	▲ 217	172,370	▲ 1,888
2月	192,003	▲ 2,009	21,358	▲ 272	170,634	▲ 1,736
3月	189,675	▲ 2,328	21,059	▲ 299	168,605	▲ 2,029
4月	187,616	▲ 2,059	20,996	▲ 63	166,609	▲ 1,996

(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、定額貯金、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	
2016年1月	0.2	0.3	0.04
2月	0.01	0.1	0.025
3月	0.01	0.1	0.01
4月	0.01	0.1	0.01
5月	0.01	0.1	0.01

(注)1 「預託金利」は9年以上10年未満
(注)2 「貸付金利」は満期一括償還の9年超10年以内

＜貸借対照表(資産の部)＞ (単位:億円)

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

＜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	11,117,512	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939
2016年3月	82,255,653	3,807,785	5,856,508	129,697	10,567,709	278,039	45,659,078	1,865,318	144,338,951	6,080,842

＜外国債券の運用状況＞ (単位:百万円)

年月	通貨別残高								合 計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
2015年3月	4,261,945	22.65%	11,015,215	58.54%	3,162,723	16.81%	377,822	2.01%	18,817,706
2016年3月									19,829,503

< 金銭の信託 > (単位: 百万円)

金銭の信託				(単位:百万円)						
年月	BS計上額	差 額	資産残高	資産別残高			通貨別残高			
				国内株式	国内債券	外国株式	日本円	米ドル	ユーロ	その他
2005年3月	3,388,064	143,468	3,388,063	2,397,894		990,169	2,422,552	554,641	166,898	243,972
2006年3月	3,321,309	1,240,260	3,321,308	2,666,091		655,217	2,720,236	341,277	105,842	153,953
2007年3月	1,927,293	55,988	1,927,292	1,387,167		540,125	901,388	263,243	91,811	130,725
2007年9月	603,123	29,190	603,123	410,400		192,723	219,138	101,120	36,680	53,462
2008年3月	412,570	▲ 102,618	395,341	334,035		61,306	334,035	31,936	12,133	17,236
2009年3月	1,224,742	▲ 194,135	1,148,823	995,990	152,719	114	1,148,710	113		
2010年3月	1,015,355	71,311	942,948	773,668	169,280		942,948			
2011年3月	1,806,768	137,194	1,572,617	1,113,724	174,694	284,198	1,288,419	201,602	28,095	54,500
2012年3月	3,715,446	238,628	3,588,240	1,670,834	1,710,319	207,086	3,381,153	190,431	0	16,654
2013年3月	3,038,863	497,674	2,876,099	1,579,002	1,297,096	0	2,876,098		0	
2014年3月	2,919,003	655,682	2,897,283	1,609,435	1,287,846	0	2,897,282		0	
2015年3月	3,491,637	1,170,895	3,466,042	2,146,168	1,288,771	31,103	3,434,939		12,346	18,756
2016年3月	3,561,110	883,889	3,172,037	1,878,626	1,293,411	0				

< 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		13,159	435
2013年3月	11,664	369	945	57	44	0	80	2	2,118	196	13,793	799
2014年3月	10,967	481	944	44	120	0	60	1	2,610	537	14,702	1,065
2015年3月	11,581	539	943	37	232	0	45	2	3,308	363	16,110	943
2016年3月	12,801	710	942	30	719	0	27	1	2,533	▲ 43	17,025	698

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

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

< 金利リスク (アウトライヤー比率 & Value at Risk) > (単位: 億円)

年月	アウトライヤー比率	経済価値低下額		VaR				VaR 期 間
		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	15,601	24,013	15,601	15,601		2008年4月～2009年3月
2010年3月	24.15%	20,227	17,124	18,174	15,191	16,753		2009年4月～2010年3月
2011年3月	13.77%	11,860	16,066	18,496	13,856	16,052		2010年4月～2011年3月
2012年3月	10.88%	9,646	19,104	19,321	13,980	16,295		2011年4月～2012年3月
2013年3月	8.67%	7,932	15,021	18,936	13,544	15,643		2012年4月～2013年3月
2014年3月	11.36%	10,691	26,925	32,466	17,204	23,861		2013年4月～2014年3月
2015年3月	9.31%	7,705	18,667	27,234	16,228	18,769		2014年4月～2015年3月
2016年3月	7.03%	5,980	84,993					

(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	リスクウェ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
2015年3月	2,449,551	724,485	216,133	1,503,495	975	4,463	163,111	2,065,931	42,456	171,673	67,832	90,615

(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	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除した額	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得						
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲ 57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲ 74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲ 79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲ 83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲ 93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲ 93,987	-	336	16,553,324	13,482,628	3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲ 184,717	▲ 1,299,999	315	21,533,490	18,490,222	3,043,268	38.42%	-
2016年3月	8,499,325	3,500,000	4,296,285	2,108,969			277	32,218,529	29,253,213	2,965,316	26.38%	-

(注1) OPRはオペレーション・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
2013年4月 - 2014年3月	2,076,397	1,827,610	248,787	1,511,302	361,747	1,095,016	54,539	565,095	354,664
2014年4月 - 2015年3月	2,078,179	1,893,273	184,906	1,508,689	356,780	1,113,654	38,255	569,489	369,434
2015年4月 - 2016年3月	1,968,987	1,731,217	237,770	1,486,989	374,928	1,064,004	48,057	481,998	325,069

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