

ゆうちょ資産研レポート

2016年3月号

ファンダメンタル・アナリシス	1
雇用環境改善でも賃金・消費が低迷する理由 SMBC日興証券株式会社 金融経済調査部 日本担当シニアエコノミスト 宮前 耕也	
マーケット・アウトルック (1)	7
ゼロ金利制約を乗り越え、不安定かつ歪な均衡へ 大和証券株式会社 シニアエコノミスト 野口 麻衣子	
マーケット・アウトルック (2)	13
政策協調への効果期待が下支えとなり高値圏ボックス相場を想定 みずほ証券株式会社 投資情報部長 倉持 靖彦	
資産研コーナー	19
郵政関連企業の民営化 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

雇用環境改善でも賃金・消費が低迷する理由

SMB C日興証券株式会社 金融経済調査部 日本担当シニアエコノミスト 宮前 耕也

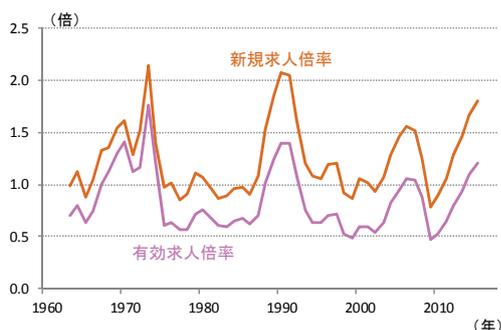
各種雇用指標をみると、2000年代半ばを超えてバブル期以来の労働需給逼迫となっている。本来は労働需給が逼迫、すなわち働き口に対して働き手が不足すれば、働き手サイドの交渉力が増し、賃金が改善、消費も増加しやすいはずだが、実際には賃金・消費とも低迷している。なぜそうなるのであろうか。労働需給と賃金の関係、ベア決定要因、実質賃金決定要因、消費性向低下の4つに分けて考えてみる。

労働需給：バブル期以来の逼迫

求人倍率や失業率といった雇用指標をみると、労働需給の逼迫度合いがバブル期に匹敵することが分かる。まず、新規・有効求人倍率ともそれぞれ直近のピークである2006年を超え、1991年に次ぐ水準に達している。一方で失業率については、単に水準だけみればまだバブル期と差があるが、当時と比べて労働市場のミスマッチが大きくなっている（すなわち構造失業率が高くなっている）点を考慮すべきだ。失業率は当時と同様、構造失業率にほぼ達している。日本経済はバブル期以来の完全雇用状態と言えよう。

図表1. 直近の山である2006年を超え、バブル期に次ぐ水準

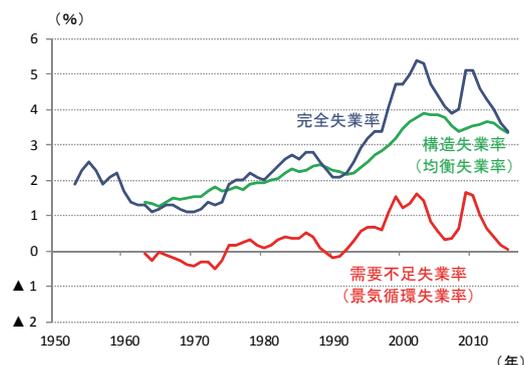
新規求人倍率と有効求人倍率



出所：厚生労働省、SMB C日興証券

図表2. 失業率は構造失業率に近接

失業率の分解



注：構造失業率は当社推計、ミスマッチ等を反映。需要不足失業率＝完全失業率－構造失業率
出所：厚生労働省、SMB C日興証券

労働需給と賃金の関係：既にマクロ調整メカニズムが働いている

では、労働需給は逼迫しているのに、なぜ賃金は伸び悩むのであろうか。そもそも労働需給と賃金は動学的に相互に影響し合う。需要サイドが原因であれ、供給サイドが原因であれ、需給が不均衡であれば、賃金変動を通じて需給は調整される。需給逼迫局面であれば、賃金が上昇することで、労働市場に新規参入するインセンティブが強まり、労働供給（＝労働力人口）が増え、

需給が均衡に向かう。人手不足で賃金が上昇するというのは、このような理屈からだ。

だが、結果論から言えば、基本給は下げ止まったものの伸び悩んでいる。2000年代半ば程度の基本給伸び率で、労働供給（＝労働力人口）は既に増加傾向にある。すなわち、賃金変動を通じた労働需給調整メカニズムが既に機能しており、基本給伸び率の加速が続くと期待するのは難しいのではないか。

また、限界的（追加的）な労働供給・需要ともに偏りが生じているのも基本給伸び悩みの一因であろう。

労働供給面では、生産年齢人口が長期的な減少基調を辿る中、2000年代半ば、そして今局面とも労働力人口あるいは就業者数が一時的に増加しているが、両局面とも高齢者とM字カーブ層の女性が牽引役だ。労働需要増に対して、採用条件緩和を通じて高齢者とM字カーブ層の女性が労働力として参入してきた格好だが、両者とも非正規雇用が中心だ。非正規の賃金（時給等）は上昇しやすいが、全体に占める非正規雇用の割合が高まることで、マクロでみた一人当たり基本給の伸びが抑制されていよう。

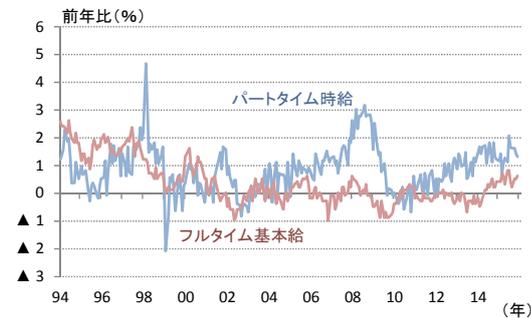
労働需要面の歪みも問題だ。職業別の有効求人数の推移を見てみると、近年はサービス職、とりわけ介護サービスや飲食関連の求人が急増している。これらの職業は、相対的に労働環境が厳しいため求職者から敬遠され、人手不足がさらなる労働環境悪化に繋がっている状況だ。本来は賃上げを始めとした雇用条件の改善が必要だが、介護職の賃金は介護報酬という制約がある、飲食関連はそもそも非正規雇用に依存したビジネスモデルである、といった問題を抱えている。求人増に偏りがあり、かつその職種の賃金が上がりにくい構造ということであれば、マクロでみた賃金上昇にもなかなか繋がらないだろう。

ベア決定要因：労働需給逼迫でも伸び悩む理由

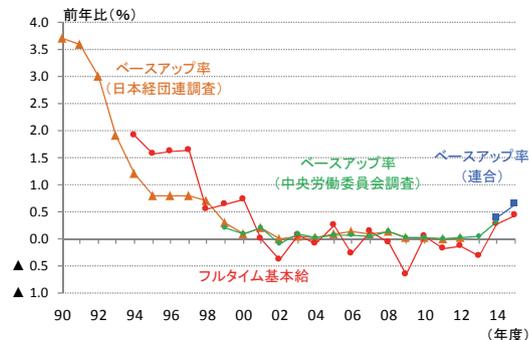
以上が労働需給全体との関係からみた賃金伸び悩みの理由であるが、ここでは正規雇用のベアに絞って整理してみる。各業種の春闘交渉状況より判断すると、16年春のベアはせいぜい+0%台半ばにとどまりそうだ。雇用指標や日銀短観をみる限り、人手不足はまだ強まっているが、ベアにはなかなか反映されそうにない。これは労働市場の分断が影響していよう。非正規市場では賃金（時給）が労働需給を素直に反映するのに対し、正規市場では雇用流動性が乏しいため賃金（基本給、ベア）が労働需給を必ずしも反映せず、主に春闘の場で業界横並び的に（カルテル的に）決定される。ベアは各種指標に依存して線型的に決まるわけではなく、その組み合わせ次第で実現したりしなかったりする。この複雑なメカニズムを整理する必要がある。

2000年代半ばに「ベアゼロ」が続いたことからわかるように、ベア率は基本的には前年から膠着するという粘着性があるが、これを打ち破ってベア率を引き上げるためには、景気・企業収益・物価（実質賃金）の3つの要因のうち物価（実質賃金）が最も重要となる。近年の例では、08年春、14年春、15年春にベア率+0.1%超えが実現しているが、いずれも原油高、円安、消費増税等を起因とした物価上昇（実質賃金悪化）ショックに直面、組合側がベアを要求する根拠となった。逆に06年春、07年春、11年春、13年春のように、いくら景気が良く、企業収益が改善していても、物価上昇（実質賃金悪化）の圧力が乏しければ、組合側がベアを要求する大義名分に欠ける。

図表3. 労働需給に対し、パートタイム時給は素直に反応、フルタイム基本給(ベア率)は素直に反応せず
フルタイム基本給とパートタイム時給の推移



ベースアップ率とフルタイム基本給



注: 全産業・事業所規模 5 人以上。なお、パートタイムの基本給は労働時間の影響を受けるので、時給を算出(基本給÷所定内労働時間)
出所: 厚生労働省、SMBC日興証券

注: フルタイム基本給は事業所規模 5 人以上、2015 年度は 4~12 月実績の平均値。ベースアップ率は当方にて確認できる範囲で入力、
出所: 厚生労働省、中央労働委員会、日本経団連、連合、SMBC日興証券

物価(実質賃金)の次に重要なのは企業収益であろう。09 年春のように、物価上昇(実質賃金悪化)の圧力が強くても、企業にその原資がなければ、組合は遠慮する(もしくは企業が応じない)。景気改善については、他の 2 つの要因と比較すると重要度が落ちる。15 年春のように、景気が悪化していても(もしくは悪化しているからこそ)、企業に余裕さえあれば、実質賃金悪化への対応策としてベアが実現しやすい。

図表4. ベア実現には物価(実質賃金) > 企業収益 > 景気の順番で重要

ベア実現の条件

	ベア率				景気	企業収益	物価/実質賃金		備考
	中央労働委員会集計	連合集計	前年差		実質GDP成長率	経常利益増減率	コアCPI伸び率	実質賃金伸び率	
06年春	0.07	-	0.01	05年度	1.9	13.3	0.1	1.1	
07年春	0.04	-	▲0.03	06年度	1.8	10.7	0.1	▲0.3	
08年春	0.13	-	0.09	07年度	1.8	0.6	0.3	▲1.1	
09年春	0.02	-	▲0.11	08年度	▲3.7	▲45.4	1.2	▲2.4	原油急騰・リーマンショック後
10年春	0.03	-	0.01	09年度	▲2.0	▲6.3	▲1.6	▲1.6	
11年春	0.01	-	▲0.02	10年度	3.5	46.0	▲0.8	1.1	
12年春	0.03	-	0.02	11年度	0.4	▲9.1	0.0	▲0.2	東日本大震災後
13年春	0.05	-	0.02	12年度	0.9	6.4	▲0.2	▲0.8	
14年春	0.31	0.39	0.26	13年度	2.0	35.0	0.8	▲1.3	消費増税前・アベノミクス開始
15年春	-	0.64	0.25	14年度	▲1.0	7.6	2.8	▲3.0	消費増税後

注: ベア率の前年差は 14 年春まで中央労働委員会集計値、15 年春は連合集計値。経常利益増減率は短観・大企業実績。コアCPI 伸び率は消費増税の影響を含む。いずれも単位は%。赤い囲みはベア率が 0.1% を超えた年。赤いハイライトはベア上昇圧力、青いハイライトはベア抑制圧力
出所: 内閣府、総務省、厚生労働省、中央労働委員会、日本銀行、連合、SMBC日興証券

総じて、景気改善・人手不足だけではベア率が引き上がるとは限らず、物価上昇(実質賃金悪化)という強い外部ショックが必要となる。16 年春の交渉については、景気・企業収益ともにややネガティブな環境になりつつあるが、そもそも物価上昇(実質賃金下落)のショックが乏しく、組合側がベアを要求する大義名分に欠ける。マクロ指標より総合判断すると、ベア率は 15 年春並みに粘着して +0.6% 強となればよい方で、16 年初より株急落・円急騰やマイナス金利政策導入があったので、企業側が応じない(あるいは組合側が遠慮する)動きも出ていよう。やはり実際の着地

は良くて +0.5%程度ではないか。

また、やや気が早いですが、17年春の交渉環境も同様に厳しいだろう。景気・企業収益については、増税前の駆け込み需要や原油安、海外経済次第でポジティブな環境ともなり得るが、原油安の本格的波及で16年中は物価下落が続く可能性が高く、組合側がベアを要求する大義名分に欠ける。17年春は16年春並みに膠着（粘着）する可能性が高そうだ。

実質賃金決定要因：中長期的には生産性、短期的には物価次第

では、実質賃金が伸び悩む背景は何であろうか。これは、中長期的な話と短期的な話を切り分けて考えた方がよい。中長期的に実質賃金を左右するのは生産性であろう。一人当たり生産性が向上していれば、企業は物価（販売価格）上昇を超えて賃金を上昇させる余力が出てくる。90年代頃までは生産性上昇を反映して実質賃金の改善が続いていたが、近年は生産性伸び悩みで実質賃金も伸び悩んでいる。

一方で、短期的な実質賃金の動向は、先程と表裏一体の話となる。企業は競争に晒される中、基本的にはベア率引き上げに慎重で、先程も述べたように物価上昇ショックがあれば横並び的に踏み切るわけだが、近年の経験では物価上昇幅のせいぜい3分の1程度しかベア率を引き上げない。

すなわち、原油高や円安を起因とした物価上昇ショックが起きれば、遅行してベア率も引き上げられるが、物価上昇に追いつく訳ではないので、実質賃金は一時的に悪化してしまう。逆に、原油安や円高で物価下落となる局面では、実質賃金は一時的に改善するが、ベア率は膠着状態が続くことになる。13～14年度に掛けては前者の局面となり、14年春・15年春のベア率引き上げに繋がったが、15年度以降は後者の局面に入っており、16年春・17年春はベア膠着となるだろう。

よって、短期的な実質賃金の動向に着目すれば、13～14年度に掛けては物価上昇にベアが追い付かないという形で実質賃金が悪化したが、15～16年度に掛けては物価下落に対してベアが据え置きとなる形で実質賃金は改善しやすい（足元では既に小幅改善している）。当面実質賃金は小幅改善となる見込みだ。

図表5. 中長期的には生産性向上なら実質賃金に上昇余力

基本給とCPI伸び率の推移

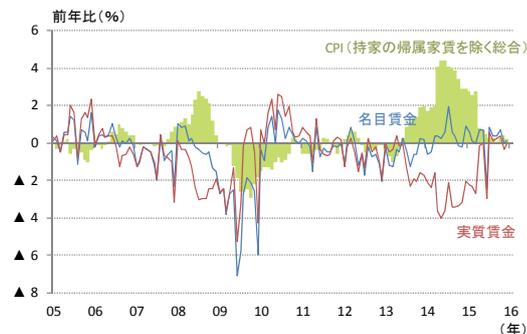


注：基本給は事業所規模5人以上と30人以上、CPI伸び率は消費増税の影響を含む

出所：総務省、厚生労働省、SMBC日興証券

図表6. 実質賃金は短期的には物価次第

名目賃金と実質賃金



注：実質賃金は厚生労働省が名目賃金をCPI(持家の帰属家賃を除く総合)で除して算出したもの

出所：総務省、厚生労働省、SMBC日興証券

消費性向低下：節約志向が強まっている

最後に、実質消費が低迷する背景は何であろうか。消費増税後、実質賃金が悪化もしくは伸び悩み中でも雇用増が奏功し、実質雇用者報酬は増加傾向が続いているが、その割には実質消費が伸び悩み、むしろやや減少傾向にある。消費性向をみると、13年度は駆け込み需要で異常に高く「大盤振る舞い」であったが、14年度は例年並みの水準まで低下して正常化、15年度は一段と低下して節約志向が強まっている。

図表7. 実質雇用者報酬は増加傾向、実質消費はやや減少傾向

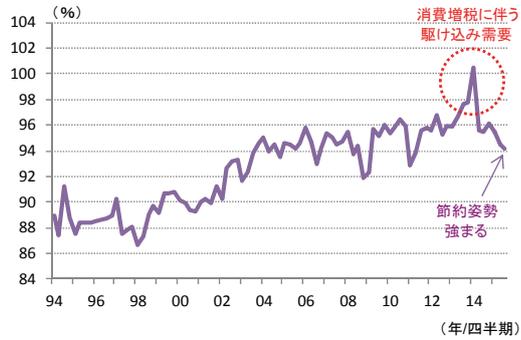
実質雇用者報酬と実質家計消費



注: GDP ベース実質・年率季調値
出所: 内閣府、SMBC日興証券

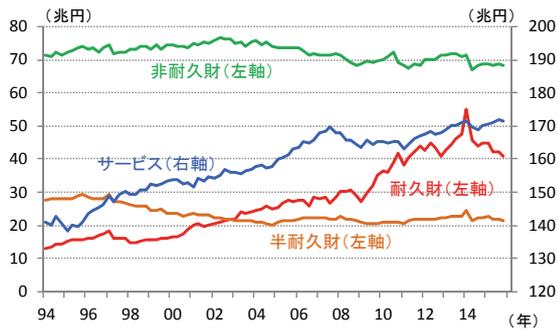
図表8. 15年度に節約姿勢が強まる

消費性向(実質雇用者報酬に占める実質家計消費の割合)



注: 家計最終消費支出(除く持ち家の帰属家賃)÷雇用者報酬として計算(実質・季調値ベース)
出所: 内閣府、SMBC日興証券

図表9. ここ6年程、耐久財消費は政策効果が相次いだため実力以上に上振れ
家計最終消費支出の内訳推移



注: GDP ベース実質・年率季調値
出所: 内閣府、SMBC日興証券

耐久財消費の推移



注: GDP ベース実質・年率季調値
出所: 内閣府、SMBC日興証券

では、なぜ15年度に入って消費性向は低下したのか。天候要因がしばしば影響していようが、さすがに1年以上続く弱さを天候のみで説明するのは無理であろう。ここ1年は天候要因で悪化した後も反発力が弱いというのが実態だ。天候要因以外で考えられる要因は2つある。1つは円安に伴い食料品価格が上昇している点だ。食料品は購入頻度が多い分、その価格上昇が家計の節約姿勢を強めたと考えられる。もう1つは耐久財消費の調整局面がまだ終わっていない点だ。財・サー

ビス別にみてここ1年で最も弱いのは耐久財消費である。増税前の駆け込み需要が大きかったほか、それ以前にも既に家電エコポイント制度や地上デジタル放送移行、エコカー補助金等で需要の先食いが起きた分、低迷が続いていよう。

では先行きの消費はどうであろうか。17年4月に消費増税が予定通り実施されれば、駆け込み需要が発現する見込みで、16年度末に掛けて消費は一時的ながら明確に回復するだろう。実際には消費増税延期が決断される可能性が高まっているが、それで駆け込み需要が出なくとも、消費はどちらかといえば回復方向となるのではないか。

先程述べたように、短期的には原油安に伴う物価下落に対してベアが据え置きとなる形で実質賃金が改善、実質雇用者報酬も改善ペースを強める見込みだ。また、耐久財消費の調整局面はまだ続くだろうが、輸入価格下落を反映して食料価格上昇が一服する見込みで、消費性向が下げ止まり、消費も小幅に回復するだろう。

ただし、足元ではマイナス金利政策導入という不透明要因も出てきている。マイナス金利政策は、住宅投資や設備投資には正の効果をもたらすだろうが、消費に限ってみれば、どちらかと言えば負の効果大きいのではないか。内閣府算出の乗数を使えば、短期金利▲0.2% pt 低下で実質消費は僅かだが▲0.02% pt 程度切り下がる見込みで、利子収入減少が負の効果をもたらそう。実際には預金金利の低下余地はかなり小さいので、消費への悪影響も無視し得るが、将来的な預金金利マイナス化への警戒が消費を委縮させる可能性がある。経済理論の原則で考えれば、預金金利の低下・マイナス化により、家計は貯蓄よりも消費を選好するはずだが、乗数をみる限りむしろ逆ではないか。将来的な預金金利マイナス化が実際にはないとしても、それに対する警戒でいわゆる老後の不安が増し、現在の消費を抑制するインセンティブともなり得る。

一方で、消費増税が将来不安を和らげ消費を増やすという非ケインズ効果については、8%への増税後の消費動向をみる限り、実際には機能しなかった。非ケインズ効果そのものが無効というよりも、増税に伴い歳出も拡大、財政健全化が緩やかにしか進まなかったので、将来的な年金や社会保障への不安感が残ったままとなり、非ケインズ効果の前提条件が整わなかったと解釈すべきかもしれない。いずれにせよ、10%へ増税するならば、反動減を和らげるといった大義名分で歳出拡大が打ち出される見込みだ。非ケインズ効果は機能せず、8%への増税時と同様、増税後に消費が落ち込むことになろう。総じて、マイナス金利政策と歳出拡大で将来不安が残り（もしくは高まり）、消費性向の改善を妨げ得る。

マーケット・アウトロックス (1)

ゼロ金利制約を乗り越え、不安定かつ歪な均衡へ

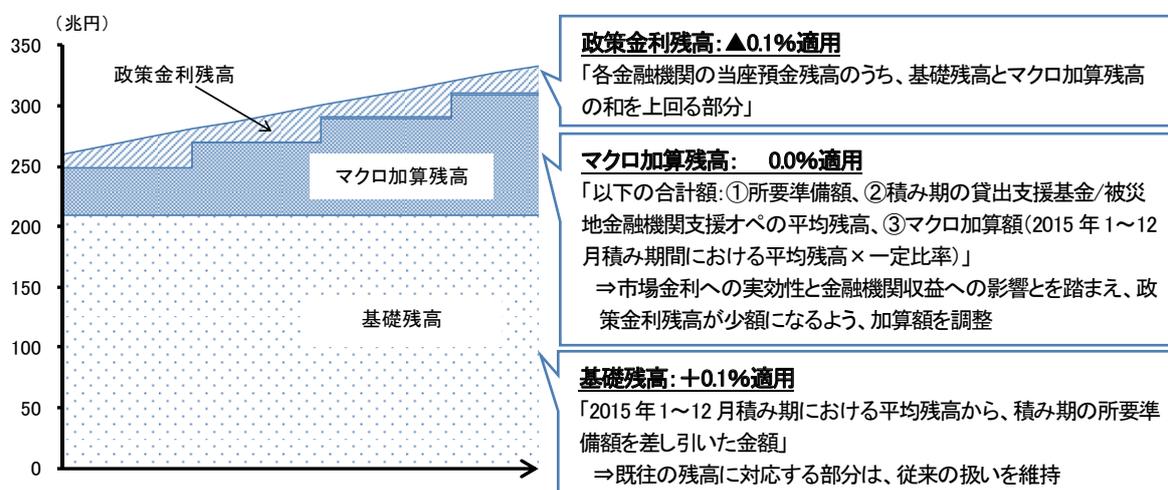
大和証券株式会社 シニアエコノミスト 野口 麻衣子

マイナス金利導入により、イールドカーブをさらに強力に押し下げる

日銀は1月末の金融政策決定会合において、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決めた。原油価格下落や新興国経済の不透明感増大、金融市場の不安定化などを受け、企業や家計のマインドに悪影響が及び、物価の基調改善が行き詰まるリスクが増大していることに対応した。市場では、年初から市場の動揺が続くなか、日銀が動く可能性を警戒しつつも現状維持がコンセンサスとなっていたこと、また、緩和拡大があったとしても量の拡大が中心となるとの見方が多かったこともあり、大きなサプライズを呼んだ。

マイナス金利の導入——すなわち、日銀当座預金の超過準備部分への付利金利をマイナスにすることに関して、黒田総裁はこれまで繰り返し、否定的な考えを示していた。既に膨大に積み上がっている日銀当座預金に対して事後的にマイナス金利（手数料）を課せば、マネタリーベースの大量供給を円滑に遂行できなくなるおそれも否定できないほか、金融機関の収益下押しを通じて、实体经济にも悪影響が及びかねないことから、「量的・質的金融緩和策とは相性が悪い」とされていたためだ。これに対し、日銀は今回、当座預金を3つの階層に分割し、それぞれにプラス/ゼロ/マイナスと異なる金利を適用（図表1）。既往の残高については、従来通りプラスの金利水準を維持する、という工夫を凝らすことで、金融機関への過度な負担を回避しつつ、金利全般により強い下押し圧力を加える、として追加緩和の実施に踏み切った。これまで、日銀は、政策運営方針をマネタリーベースの増加ペースで示しつつ、政策効果の波及ルートとしては、実質金

■ 図表1 日銀当座預金残高の3階層構造



利の低下を特に重視（図表2）。国債イールドカーブを全体的に押し下げると同時に、強いコミットメントを維持することでインフレ期待を上昇させ、実質金利を押し下げることには注力してきた。今回導入したマイナス金利は、イールドカーブの起点から一段の引き下げを狙う策である。

あくまでもリスク対応と主張

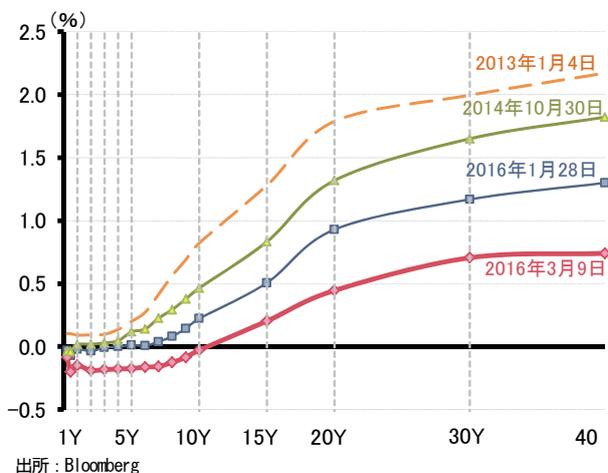
量的・質的緩和政策の導入以降、政策の拡充を意図して日銀が行動したのは、2014年10月以来2度目だが、いずれも、外生的なリスクが増大する状況下、マインドが萎縮し目標実現に向けた改善モメンタムが後退する事態を避けるため、予防的に対処するという形式をとっており、推進している政策自体は「所期の効果を発揮している」と主張し続けている。

確かに、数年前と比較してみると、企業や家計のコンフィデンスは改善、企業収益も過去最高水準にある。また、人手不足感が高まり続けるなか、ユニットレーバークストが振れを伴いつつも上昇傾向にあることなどから、財・サービス価格引き上げの動きも、少しずつ広がってきた。生鮮食品を除く消費者物価指数（コアCPI）の伸びは、このところ、表面上の数字こそゼロ%近傍で低迷しているが、原油価格の大幅な落ち込みによる直接的な影響を除いてみれば、1%を超える水準まで徐々に高まってきた（図表3）。

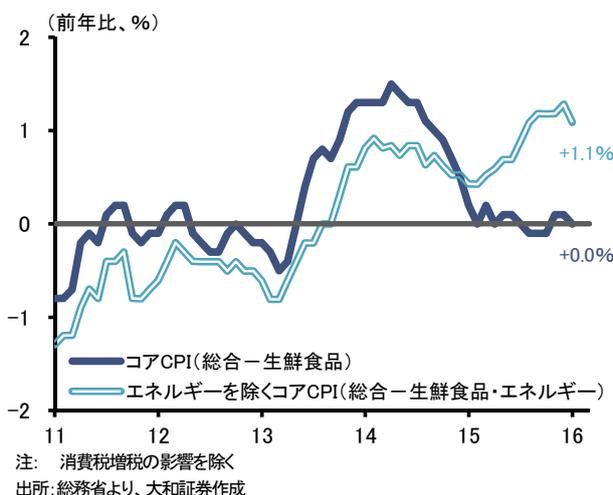
効果を疑問視する見方も根強い

これに対し、市場関係者の間では、「所得から支出への前向きの循環メカニズムが作用している」「物価の基調は着実に強まってい

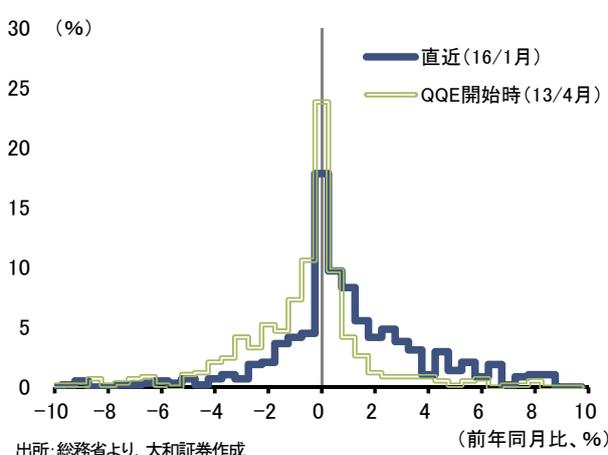
■ 図表2 国債イールドカーブ



■ 図表3 全国消費者物価指数



■ 図表4 全国CPI変化率の分布状況



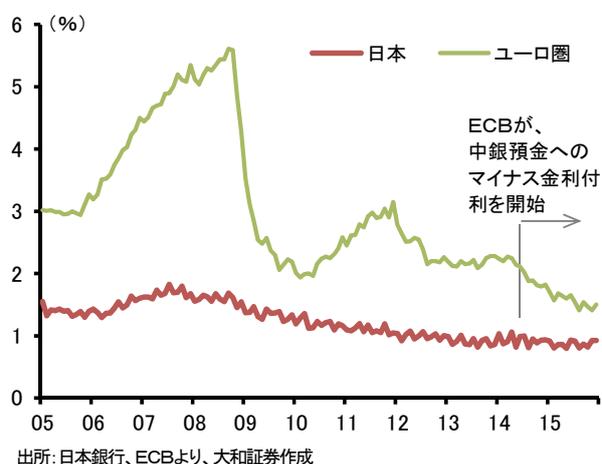
る」などとする日銀の主張は、説得力に乏しいとの見方が根強い。ここ数年、貸出残高が増加し続けているのは事実だが、設備投資や住宅投資は依然として盛り上がり欠けている。原油価格の下落や円安一巡を受け、原燃料コストの負担感が低下したことで、企業は今後、販売価格を引き上げることに慎重になる可能性があるほか、賃金の伸び悩みが続くなか支出をためらいがちになる家計の背中を押すため、特売を増やす公算もあり、2%の物価安定目標の実現までの道のは、なお遠い。CPI採用品目別の前年比の分布をみても、ゼロ%前後の伸びに留まっている品目の割合が、ひと頃に比べて低下したとはいえ、依然として最も多く、「価格は基本的には変わらない」との人々の考えを抜本的に動かすには至っていないことが読み取れる（図表4）。物価の基調をみるために日銀が公表を開始した10%刈込平均値や最頻値も、ゼロ%台前半の伸びにとどまっている。

先行きも楽観できない

長引くデフレから脱するために、日銀があらゆる金融緩和策を試しながら強化してきたこと、成長期待が盛り上がり欠けるなかキャッシュリッチな企業の借入需要は乏しく、金融機関間の競争が激化し続けたことなどから、貸出金利はじりじりと低下傾向を辿ってきた。新規ベースの貸出平均金利は、既に1%を下回っており、先行してマイナス金利を実施している欧州と比べて、今回の政策変更が追加的な投融资案件の掘り起こしにつながる力は弱い、と考えられる（図表5）。それでもなお、日銀が、諸外国から「通貨安競争」との批判を受けかねないリスクを冒しつつも、一段のイールドカーブ押し下げを狙うのは、成長力強化の動きを金融面から一層後押しする動き——貸出の量の増加というより、質の変化——につながることを期待しているため、との見方を否定できない。運用難に直面した金融機関が、信用リスクがやや高めであっても新たな成長の芽となる可能性を見込む事業に対して資金を融通し、厚めの利ざやを確保しようとする動きを、これまで以上に強く後押ししているように見える。ただ、「北風と太陽」の寓話を持ち出すまでもなく、預金金利をマイナス圏まで引き下げられない限り、経営環境の大幅な悪化に直面しかねない金融機関がすくんでしまうおそれもあり、一筋縄では行きそうにない。

確かに、住宅ローン金利の低下については、世帯主が30代から50代の勤労者世帯が中心である既存の住宅ローン保有世帯にとって、支払い負担を減らせる可能性があるほか、新規に借入れを行う世帯にも恩恵が大きい。その反面、大半が住宅ローンの返済を終えているとみられる世帯主が60歳以上の世帯にとってはメリットが小さく、むしろ、預貯金からの金利収入が減るなどのデメリットの方が上回りそうだ。なお、60歳以上世帯の消費は、今や全体の半分程度を占めている。世界

■ 図表5 貸出金利（新規）



経済を巡る不透明感の強さ等から、日銀が極めて強力な緩和姿勢を示した後も株価の低迷が続く状況下、60歳以上世帯が消費を増やすことをためらうようになれば、景気の浮揚感は出難いだろう。2016年度春闘では、政府や日銀の期待に反し、賃上げ率が昨年度を下回るとみられるなか、勤労者世帯でも所得面から消費を活発化させる効果が弱まりそうなことを考慮すれば、なおさらだ。

総じて、楽観的な見通しは持ち難いことが、マイナス金利導入後に実施された2月の景気ウォッチャー調査に寄せられたコメントからも確認できる（図表6）。

■ 図表6 マイナス金利に関する景気ウォッチャーのコメント（2016年2月調査）

地域	業種等	判断	コメント
東北	住宅販売会社	○	・突然のマイナス金利と、消費税率10%への引上げ前の駆け込み需要が重なり、 若い世代の顧客の動きが非常に良い 。土地の検索依頼から始まり、戸建て受注の伸びが期待できる状況である。
	百貨店	□	・日銀のマイナス金利導入以降、百貨店友の会への入会希望者が明らかに増加している。預貯金の金利低下を懸念しての行動であり、 消費者の生活防衛意識が高い ことへの表れである。
	家電量販店	▲	・ニュースでは、株価の下落や原油価格の低下などがマイナス要因として報じられていることから、客がやや警戒をしている。また、マイナス金利など 先行きの不透明感 が客の意識のなかに広まっており、購入マインドが少し弱まっている。
南関東	金融業	▲	・今回の日銀のマイナス金利は、地方銀行にとって最悪である。この政策が 資金需要の増加につながる とは全く思えない。これは景気に悪い影響を与えると思う。
	税理士	○	・日銀のマイナス金利の反響は大きく、 住宅メーカーの景気は好調 である。 企業への貸付も緩和 されて良いムードになりそうである。
	一般小売店 [和菓子]	□	・マイナス金利などの政策が、まだ小売店にはっきり出てきていないため、 不透明 なところが多く、現状とあまり変わらない。
北陸	一般機械器具 製造業	□	・利下げ、株価、為替の今後の動向に大きく左右されることから、実感として非常に不透明である。特にマイナス金利の影響として、企業の立場からするといくら金利が低くても 設備投資などの実需がなければ借入はしないし 、個人の立場からも住宅ローン金利が低くても、 個人所得の増加傾向が期待できない限り、将来の返済見込みが立たず、借入はしない と考える。
近畿	広告代理店	○	・期末に向けて広告出稿のペースが上ってきている。マイナス金利や為替の変化による影響は感じられない。
	百貨店	□	・中国の景気減速リスクが継続するほか、株価も不安定な動きが続く。 マイナス金利政策の副作用を含めた効果も不透明 であるなど、外的環境が悪く、マインドの改善が望めない。
	その他住宅 [情報誌]	▲	・マイナス金利の影響で、住宅ローン金利の低下は更に進んでいるが、 経済環境の先行きに対する不安感が高まっている 。そのため、モデルルームへの来場者数が減少し、購入決定に移行する割合も低下している。
	家電量販店	▲	・ マイナス金利政策による景気の先行き不安 から、消費の冷え込みにつながる可能性がある。
中国	住宅販売会社	○	・客からの問い合わせで新築物件の早期建築を要望するケースが増加している。その理由としては、マイナス金利政策による金融機関の 金利優遇や消費税率引上げを見越した早期契約を要望している客が増加 しているためである。
	通信業	□	・マイナス金利や海外の不安定な原油価格相場、株価乱高下など、 経営環境の不安要素の影響で設備投資が積極的には行われておらず、受注高も前年割れ が続いている。
四国	金融業	▲	・日銀のマイナス金利導入以降、顧客より新規融資案件や既存貸出金についての金利引下げ要請が増加している。住宅ローンについても過剰報道の影響を受け、顧客の金利選好が強まり、被借換えや金利引下げ要請が急激に増加しており、 金融機関の収益性は低下傾向 にある。
	公認会計士	▲	・将来に不安を持っている経営者が非常に増えている。 世界経済の悪化、日銀のマイナス金利の導入、来年の消費税増税 等で、 経営者が設備投資に消極的 になっており、景気は悪化しつつある。
沖縄	食料品製造業	□	・株価、為替、マイナス金利による銀行経営へのインパクト等、環境変化の乱高下が激しいニュースが相次ぎ今後どう動くのか 全体的に様子見している 感じがする。消費行動も当面慎重な動きになるのではないかと。

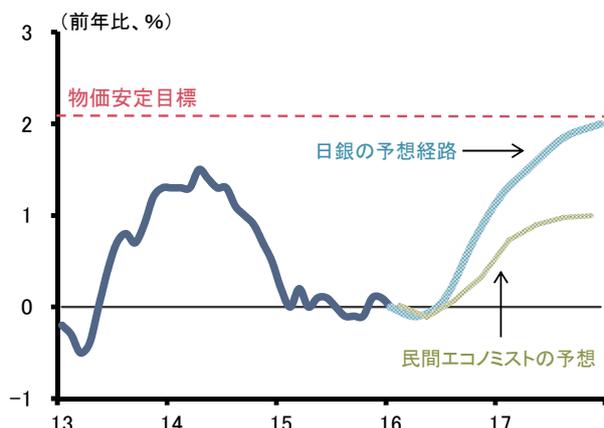
注：強調は、筆者による。

出所：内閣府

限界に関する目途は見出せず、果てなき緩和へ

日銀は、今回の緩和拡充に際し、景気・物価シナリオを巡るリスクの増大に先んじて対応するという主要な目的のほかに、市場で騒がれる「緩和手段の限界論」を払拭することにも神経を注いだ¹。声明文では、欧州で先行して大幅なマイナス金利を実施している国々の政策金利水準を例示し、マイナス金利幅の拡大余地が大きいことを示唆。また、「上下双方向のリスクを点検し、必要な調整を行う」との従来の文言を削除し、「必要な場合には、「量」・「質」・「金利」の3つの次元で、追加的な金融緩和措置を講じる」と明記した。それだけに、景気刺激効果が限定的で、今後も物価上昇ペースが日銀の想定より遅れたままとなれば、日銀は、強いコミットメントを維持するためにも、行動し続けることを強いられそうだ(図表7)。

■ 図表7 コアCPI見通し



注: 消費税増税の影響を除くコアCPI上昇率。日銀の予想経路は、直近の展望レポートの年度見通し(中央値)から推定

出所: 日本銀行、日本経済研究センターより、大和証券作成

将来、副作用が表面化するおそれも

本来、未踏の領域で大規模に実施している金融緩和策をさらに強化する際には、①各資産の市場規模：日銀のプレゼンスが過度に高まり、大幅な流動性の低下やプライシング機能喪失などの重大な不全を引き起こさないか、②日銀バランスシートの健全性：大きく毀損することで、日銀に対してのみならず日本経済全体への信認低下につながらないか、③金融仲介機能への影響：金融機関の体力が著しく低下し、成長力強化の金融面からのサポート力が却って弱まるおそれはないか、などについて、副作用が拡大していないかを熟慮のうえ、慎重に判断する必要がある。ただ、①に関しては、昨年12月の政策決定会合で、買入れ対象とする国債の年限長期化や適格担保の拡充を決めた。日銀の買入れ継続に連れ、市場に残存する国債が次第に品薄状態に向かうなかでも、円滑にオペレーションを遂行するための措置で、必要になれば「量」再拡大の決定を躊躇わない、との意思表示と受け止められる。②については、高リスク資産の買入れは、指数連動型上場投資信託(ETF)のみで、既に日銀の自己資本に相当する金額を上回っているうえ(図表8)、マイナス金利の導入後は、満期まで保有した場合に損失が確実に発生する国債も、大量に買い進めている。この間、政策会合での議論を追っても、財務の健全性に配慮する意見は、極めて少数派で

¹ 量的・質的金融緩和政策を巡っては、「2年程度で物価安定目標を早期に実現」と標榜しつつ、「物価安定目標の実現に必要な時点まで継続」と約束する枠組みに関し、コミュニケーション上の困難が積みまとう、と予て指摘されてきた。インフレ率が目標実現に向けた道半ばにあるなか、オープンエンドで強力に緩和策を推進することを強調し過ぎれば、目標の早期実現に対する日銀の自信低下が浮き彫りになりかねないため。

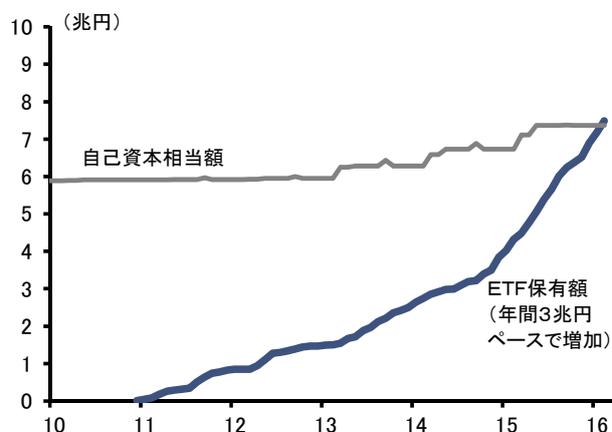
追加緩和についても、度重なる投入やさらなる行動余地をことさらに主張することは、既往の政策の効果不足を認めることと表裏一体であり、期待形成に不利に働かねない。一方、内外の経済金融環境が不安定さを増すなか、目標実現に向けて順調に進捗しているとの判断に固執すれば、打つ手がなく政策運営が行き詰っている印象を与えるリスクがある。マイナス金利導入後も、黒田総裁は「金利のさらなる引き下げには、十分な余地がある」と発言しているが、政策に関するコミュニケーション上、諸刃の剣であるといえる。

ある。③については黒田総裁が「いたずらに長くやるというものではない」と国会で発言しながら、金融機関の収益に影響が出るのは金融緩和の効果と裏表の関係、とも述べるなど、デフレ脱却のために、ある程度は「やむを得ない代償」とみているようだ。

日銀が示唆するほど、採り得る緩和手段が豊富にあるとは考え難いとはいえ、3つの次元のいずれにおいても今や緩和強化の限界に目途を見いだせず、物価安定目標の実現をみるまで——少なくとも、残り2年となった黒田総裁の任期中——あらゆる緩和強化を覚悟

せざるを得ない。なかでも「金利」は、この間、マイナス0.5%程度まで引き下げられる可能性がある。インフレ期待は容易に高まらず、長期～超長期の市場金利も低く抑えられる見込みだ。現行の枠組みに沿って緩和が推進される限りは、多額の負債を抱える政府も大きな恩恵を受けよう。しかし、金融緩和のコストはゼロではなく、強化するほど、将来市場が混乱するリスクが増幅する。特に、総裁を中心とする政策委員の交代などに伴う政策運営の継続性への疑念が浮上すれば、歪な均衡は一瞬にして崩れるおそれもありそうだ。

■ 図表8 日銀のETF保有残高と自己資本相当額



注: 自己資本相当額=資本金+準備金+引当金勘定
出所: 日本銀行より、大和証券作成

マーケット・アウトLOOK (2)

政策協調への効果期待が下支えとなり高値圏ボックス相場を想定

みずほ証券株式会社 投資情報部長 倉持 靖彦

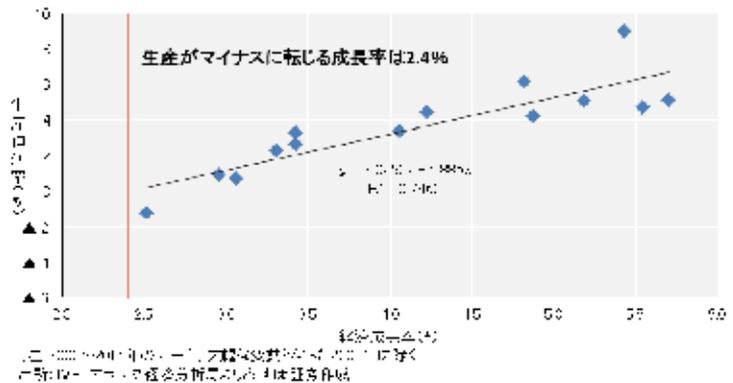
世界経済の成長率は3%前後の成長を見込むも、下方バイアス

昨年の本稿では、世界経済の成長率3%程度の維持、コーポレートガバナンス改革への期待から、円安要因に頼らず、日経平均株価が年央に20000円の大台に乗せるとの予測を紹介した。昨年は8月以降、中国景気の変調や人民元切り下げ観測、米利上げ観測、それらを映した原油など資源価格の大幅下落や新興国・資源国景気や通貨への不安が強まり、そして今年年初からは米国景気の減速懸念、欧州金融機関の財務への懸念などにも波及し、ボラティリティが顕著に高まった相場展開となった。果たして、新年度はどのようなグローバルマーケットの展開となり、日本株もどう動くのか考察したい。

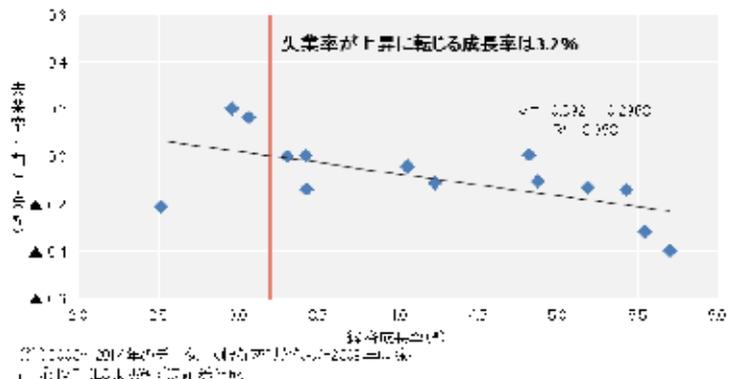
以下、従来と同様に、世界経済の動向を確認することから始める。まず世界経済全体であるが、成長率は3%前後の成長を見込むものの、バイアスとしては下方に振れる可能性に留意したい。世界経済の好調、不調の閾（しきい）値は概ね2.5%から3.0%にあると考えられる。これは図表にもあるように、この閾値を下回ると、世界の生産や失業率が悪化する傾向が見て取れるほか、リーマンショック後は弾性値がレベルシフトしている。2000年代の急激なレバレッジ拡大に対する反動や世界的なサプライチェーンの確立、中国景気の減速や資源安などによる資本財需要の低迷等、構造的な背景にあらう。特に金融政策の限界とデレバレッジが残存する中では、「構造的な低成長」は重い問題である。こうした中、昨年後半以降、世界経済に不透明感が増す度に、2%程度へ鈍化するリスクシナリオへの警戒感が高まった。この結果、クレジット市場の悪化やイールドカーブのフラット化等を通じて、景気後退確率が2割、3割という水準まで市場の目線は慎重化してきたといえる。

下方バイアスの要因としては、米国景気の減速、中国景気の構造調整、新興国・資源国のデレバレッジ、日

世界の成長率と生産伸び率



世界の成長率と失業率



欧の低成長、資源価格の低迷、地政学的リスク、各国の国政選挙の結果とその後の政治動向、マイナス金利のデメリット等が指摘できよう。こうしたリスクを踏まえ、先のG20では、こうしたリスクへどう対応していくかが議論され、金融政策のみならず財政政策、構造改革（成長戦略）と合わせ、総合的に対応すべきだとの見解につながったと言えよう。こうした総合的な国際協調は従来から指摘されていたが、謂わば世界的な「アベノミクス旧3本の矢」の実行を再強調したものと捉えられる。

米国優位の状況が継続する公算、ただし変動率はうねりを持つことに

こうしたリスク認識の下、各国・地域の経済動向や経済政策の方向性を確認していく。まず、米国であるが成長率は2%前後～2.5%の成長を見込んでいる。米国の内需の基盤は比較的頑健であり、リスクは外部環境、政治にある。内需の基盤については、家計部門にあっては失業率の低下が賃金の上昇に波及し始めるなど雇用・所得環境の改善の継続、1980年以降、最も低い債務負担感、株式や不動産市場の底堅さによる資産効果、ガソリン価格の下落による恩恵、人口動態が指摘できる。他方、企業のレバレッジは然程、高い訳ではなく、設備投資比率はなお穏やかである。また政府部門は財政赤字のGDP比はピークに比べ半減、金融部門は規制強化により、より保守的な運営を迫られている。また海外部門もエネルギー赤字の縮小の恩恵は大きく、堅調な成長にも関わらず、経常収支のGDP比の反転悪化には歯止めがかかっている。

今後の中期的な成長を考えた場合、財政支出の寄与も見逃せないのではないかと考えている。昨年12月に成立した包括歳出法案では今後10年間で約6800億ドルの各種減税措置が見込まれており、まずは企業向け減税から始まっていくと見られる。2011年夏の国債格下げをきっかけにした緊縮財政による収支の改善を還元していく形である。これが内需基盤を強化するものと期待されよう。

こうした中、リスクは景気循環のステージ、高水準な企業マージン、生産性の低下、原油安、ドル高、大統領選挙を控えた政治動向の不透明さ等であり、これらが市場参加者を慎重化させて

12月中にまとまった減税措置の主な項目と関連業種

対象	減税項目	減税規模(億ドル)		関連業種	
		2016年度	2016～23年度		
個人	・ 小児税額控除(Child Tax Credit)拡充の恒久化	-	878	一般消費財・サービスセクター	
	・ 大学の学費税額控除(American Opportunity Tax Credit)の恒久化	-	799		
	・ 勤労所得税額控除(Earned Income Tax Credit)の恒久化	-	304		
	・ 州・地方売上税(State and Local General Sales Taxes)を税額控除項目とする措置の恒久化	35	424		
企業	・ 研究開発費の税額控除(Research Credit)の恒久化	83	1,132	ヘルスケア、情報技術、素材、資本財・サービスセクター	
	・ 業務用資産の減価償却費計上措置(Section 179)の拡充と恒久化	223	771	資本財・サービスセクター、電気通信サービスセクター	
	・ 減価償却費の初年度繰り上げ計上措置(Bonus Depreciation)等の2019年度までの延長	931	283		
	減税措置の延長・恒久化関連 計		1,567	6,220	
	・ オバマケア課税(ACA Excise Tax)実施を2018年まで2年先送り	-	198	ヘルスケア機器・サービス(ライフサイエンス・ツール・サービス、ヘルスケアプロバイダ・サービス)	
	・ 具体的には、高額な医療ケアプラン(いわゆるキャデラック・プラン)や一部の医療機器への課税が先送り	-	122		
	・ 医療保険事業者へのオバマケア課税実施を2018年まで1年先送り	0	239	公益事業セクター	
・ 風力・太陽光発電に関連する減税措置の延長	0	19	石油・ガス精製・販売		
・ 精製業者による石油輸送コストの所得控除(Section 199)	1	577			
税務関連規定 計		1	577		
合計		1,568	6,796		

(注)1. 減税措置の項目については上記のオバマケアの各項目の減税規模の総合計と見直し後の合計とを比較している。2. 減税措置は、2016年度から2023年度までの期間にわたって実施される。3. 2016年度は、2016年10月1日時点の推定値を示している。4. 2016～23年度は、2016年度から2023年度までの平均値を示している。

いる。景気拡大は7年を経過、過去の局面を踏まえれば、景気拡大は後半戦に入っているが故に、足元、クレジットリスクに対して敏感になっており、金融規制に伴う金融機関の慎重なリスクテイクとあいまって、資金需要の鈍化、貸出基準の厳格化などにつながっている。米国は昨年12月に利上げに転じたとはいえ、引き続き緩和的な金融政策の下でも、流動性のタイトニングが懸念されているのである。

また、原油価格に関しては2月の一部 OPEC 諸国とロシアの1月の生産水準での凍結合意、米国のリグ（掘削装置）稼働件数の過去に例を見ないほどの急減により、供給サイドでは改善の兆しが出ている。また産油国の財政状況の急激な悪化、シェール企業等の財務悪化等を踏まえれば、1バレル＝20ドル～40ドルが限界値とも推察され、これが原油生産に対する協調を促している点も見逃せないであろう。

もっとも1月の生産水準は極めて高いほか、過剰となっている供給や在庫状況、世界経済の成長を踏まえれば、需給均衡に向けてはなお時間を要すると見込まれ、原油価格は反発はあっても概ね低位圏での推移となろう。一方、為替については、先ほどの財政収支や経常収支の改善ピッチが緩む可能性、企業収益への悪影響、G20でも強調された通貨安競争の回避、米FRBの慎重な利上げを踏まえれば、ドル高モメンタムは当面、一服したと捉えられる。仮にこうした展開となれば、米企業業績は年後半には減益から増益に転じてくる可能性が高まり、景気拡大局面はなお継続するとの見方が優勢となる。

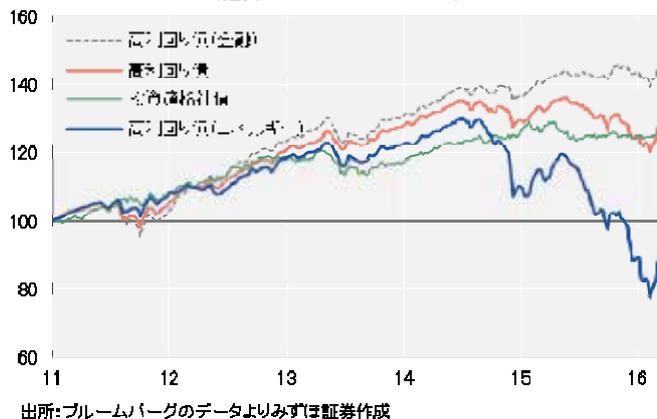
米大統領選挙については、共和党、民主党ともにポピュリズムを打ち出す候補が想定以上に善戦しており、特に共和党の候補者レースの決着は年央までかかる可能性がある。極端な所得格差の拡大や文化的な複雑さへの対応は、米国の内向き志向を強めさせており、これが将来の経済政策や外交政策にどう反映されるのか注目される。もっとも、いずれの党が勝利しても新大統領就任後は現実的な政策に収斂していく中で、一定の信頼感が醸成され、企業や家計のマインドには一定の改善が見られる可能性もある。

足元、米国株が年初来高値を更新し、北米ハイイールド等のクレジット商品のETFが急速にリカバリーしているなど、マネーフロー面で米国優位となっている背景には、こうした展開を見込んでいる可能性がある。

しかし、「金融抑圧」の限界、生産性の鈍化、低水準の労働分配率、設備分配率、政治の疲弊、所得格差等、経済運営上の問題山積も見逃せない。米国市場（他市場も）はボラティリティの安定と上昇の大きなうねりを繰り返すことも想定する必要があるだろう。

ブルームバーグ米ドル建て社債指数

(週次:2011/1/7~2016/3/11)



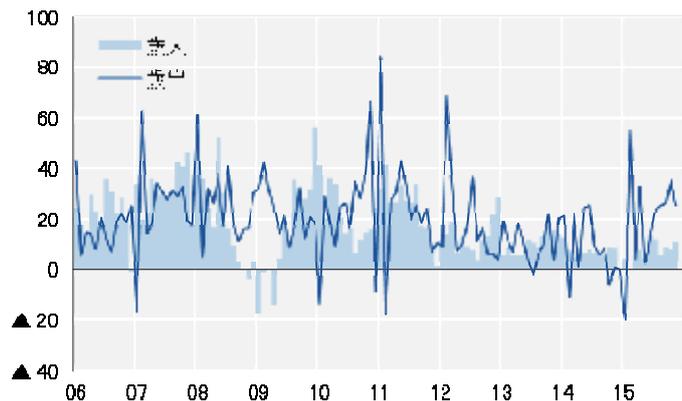
中国は短期は改善見通しも、先送りされる債務問題が中長期的な重石に

昨年夏来以来、中国景気、人民元の動向が世界経済、マーケットの大きな不透明要因であり、この問題の整理なしに世界経済、日本経済を語ることは出来ない。この点、まず中国景気であるが、

先の全人代において2016年の成長率目標は6.5%～7.5%のレンジと公表された。また、各種経済指標の目標値や政策対応も事前に概ね予想された内容であったものの、中央政府は政策の軸足を経済安定にシフトさせたものと見込まれる。今後、底堅い消費や住宅投資の改善など家計部門の持ち直し、インフラ投資強化に伴う固定資産投資の改善等により、景気モメンタムは減速が一巡し、「L字型」回復を辿ろう。

今後の経済運営に関して重要なのは構造調整であり、それは主に供給サイド改革となるため、国有企業改革など困難を伴うものである。このため、①今年から始まる第13次5ヵ年計画の目標達成や②2018年の第19回中国共産党大会を控え中央政府は党内の圧倒的な支持を集めるためには、積極的な財政政策による景気浮揚は容認せざるを得ない面がある。この点、2015年の全国財政収支をみると、1978年12月の改革開放以来、最大の赤字水準を記録、対名目GDP比率では3.5%

中国政府の歳入および歳出の伸び率
(月次:2006/1～2015/11)



(注)伸び率は前年同月比
出所:ブルームバーグのデータよりみずほ証券作成

とEUの財政健全化の目安である3%を上回っている。今回は世界的な経済危機が発生したわけではないが、中国の2015年実質GDP成長率は前年比+6.9%と1990年以来、25年ぶりの低い伸び率になり、景気下押し圧力の強まりも財政動向に大きく影響したと言える。

この積極的な財政政策は地方政府の財政事情の悪化も招いている。15年の地方債は3.2兆人民元の借換債含め3.8兆人民元が発行され、地方政府債務は14年末の対GDP比37.7%から15年末に同45%に拡大する見通し(15年8月のIMF報告)である。再度、レバレッジをかけることは景気を下支えしようが、経済規模や金融機関の資産規模に対して高水準な債務比率を更に拡大させるリスクがあり、債務問題の先送りでもあり、今後の財政リスク、政策の自由度への制約は、人口動態や構造的な諸問題と合わせ、中長期的な景気下振れリスクとして意識せざるを得ない。

為替相場に翻弄された日本株、企業業績見通しの悪化をダイレクトに反映

以上のような環境の中、日本株は年初来、主要国株価指数で最もパフォーマンスが悪く昨年とは対照的な動きである。この要因には、①米利上げ見直し後退による米金利低下や世界的なリスクオフによる急激な円高、②中東等の国家ファンドのリスク資産売却、等が考えられる。

昨年末時点からの日米欧予想EPSと株価の推移

	2016年予想EPS		株価		備考		
	変化率	昨年末 2/22時点	変化率	昨年末 2/22時点			
日株	▲9.0	100.1	90.6	▲16.0	1547.30	1300.00	テクニカル調整後の予想EPS
米株	▲14.4	105.1	90.0	▲4.3	2043.84	1945.50	市場が見込んでいるであろうEPS
米利	▲3.9	124.7	119.9	▲9.3	365.81	331.82	トランプ・ロイターが算出した予想EPS
欧州	▲5.7	124.7	117.0				市場が見込んでいるであろうEPS
欧州	▲5.3	94.9	99.9				トランプ・ロイターが算出した予想EPS

(注1)日本:TOPIX、米国:S&P500、欧州:ストックス欧州600
(注2)TOPIXの2016年予想EPSは2017/3期
出所:各種資料よりみずほ証券作成

昨年の日本株は、①相対的な企業業績のモメンタムの良さ、②コーポレートガバナンス改革などアベノミクスに対する期待が背景にあったと言える。特に企業業績に関しては、円安ピッチの

鈍化、ないしは小幅な円高であれば、内外経済の成長率見通し、交易条件の改善からみて、二桁前後の増益が続く可能性がバックボーンになっていた。この点、年初からの急激な円高は、日本株を選好する要因に大きな打撃を与えた。実際、年初から2月下旬までの日米欧の株価指数騰落率をみると、ほぼ各国・各地域の企業業績の下方修正度合を反映した結果となっている。当社では2016年度企業業績予想の為替前提を1ドル=120円から1ドル=110円に変更した結果、経常利益は従前の二桁前後の増益見通しから小

幅増益に下方修正した。この下方修正率は図表にあるように9%であるが、実際の株価指数の下落率は16%に達している。これは、2015年度の企業業績も円高等により下方修正傾向にあることも加味し、2016年度の5%程度の減益のリスクまでを織り込んだものとも考えられる。

アベノミクスも第2ステージに入っており、円高修正に伴う景気の押し上げから、成長戦略加速や所得再分配による一段と自律的な成長が必要になっている。とは言え、これらは時間がかかるものでもあり、ここまで急激な円高はデフレ脱却に向けた好循環に対して痛手である。日銀はマイナス金利に踏み込んでいるものの、財政政策や成長戦略などを適切に実施していく必要性を改めて認識させられたとも言える。

為替相場については、短中長期それぞれの為替モデルを活用すると平均値は概ね107円程度であり、輸出企業の採算レートも103円台であることから、110円を超える円高となれば減益見通しの確率は一段と高まることになろう。もっとも、内外景気や金融政策、需給面等を総合して考えれば、今後は緩やかに円安ドル高に向かうものと考えている。

日本株は年央高を見込むも、基本ボックス圏の展開を予想

以上の外部環境想定の下、日本の景気を考えてみたい。結論から言えば16年度は1%程度の実質成長は可能と考えている。まず直近までの株安、円高、原油安の景気に与えるインパクトを考えると、交易条件の改善が貢献し、差引、幾分のプラスと見込まれる。

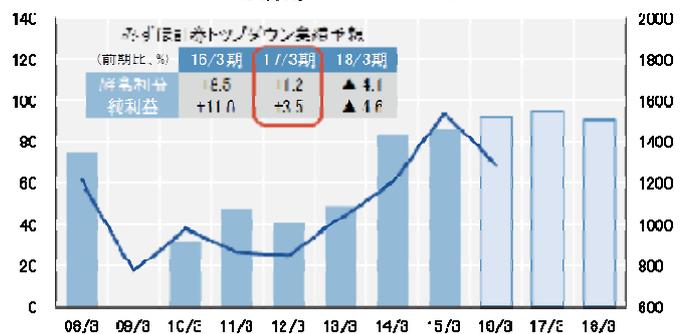
次に各需要動向をみると、①追加補正（3兆円）の効果、②特殊要因の剥落と在庫調整一巡に伴う生産の持ち直し、③緩やかな賃金と設備投資の回復、④消費増税前の駆け込み需要、⑤世界経済成長率が2%程度は維持すること等が背景である。2016年度補正予算や2017年4月の消費増税については、まだ不確定であり、織り込み難いが、相場見通し作成の前提として、2017年4月からの消費増税は実施されるものとしている。

相場を変動させる材料としては、5月の1-3月期GDP速報値、伊勢志摩サミット、6月のOPEC総会に向けた原油動向、夏場の成長戦略改定版、7月の参院選、11月の米大統領選挙等がある。

以上を踏まえ日本株の相場見通しであるが、日経平均株価の6月末値は19000円、年末値は

TOPIXおよび東証1部の1株当たり利益(EPS)

(決算期:2008/3~2018/3)



(注1)2008/3期~15/3期のEPSはTOPIX終値を実株価収益率(PEF)で除して算出たが、2009/3期EPSが算出できないため表示せず

(注2)2016/3期~18/3期のEPSはみずほ証券予想、商社除く、2016/2/10時点

(注3)想定ドル円為替レートは1ドル=110円

(注4)2016/3期のTOPIXは2016/2/19時点

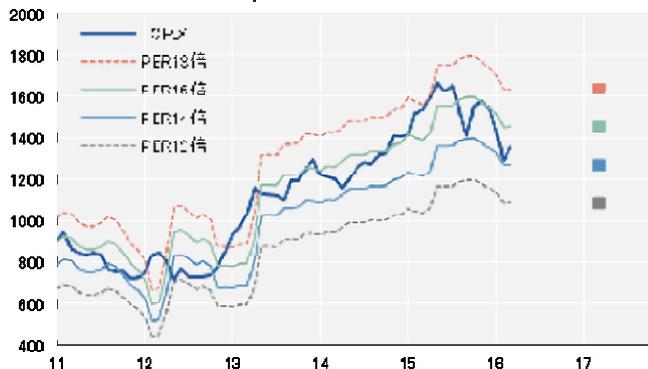
出所:各種資料よりみずほ証券作成

18000円（TOPIXで1650p）を想定している。年央までは内外の政策期待やマイナス金利によるポートフォリオバランス効果等から、上値を試すと想定。年後半は2017年度の成長率が消費増税により小幅マイナス成長となることを睨み、上値は重くなると見込んでいる。

上記、高値の水準感については、為替前提1ドル＝110円を前提とした2016年度の小幅増益見通しに対して、PER15倍を適用したものである。レンジとしては図表にあるように、日本のPERが国際的な標準値に収斂した以降のレンジを参考にすれば、コアゾーンは14倍～16倍となる。

リスク要因としては、ポジティブ面では世界経済の成長加速、自社株買いの急増、消費増税延期と衆参同日選挙で与党が勝利する、ネガティブ面はアベノミクスへの失望拡大と海外投資家の売り、中国経済のハードランディング、米国経済の景気後退入りである。

予想1株当たり利益(eps)およびPERからみたTOPIXの想定水準
(月次:2011/1～2017/3)



(注1) TOPIXおよびPER12～18倍のデータは2016/3まで、16/3のデータは3/7時点
(注2) 2016/3までのPER12～18倍のデータは、その時点の予想EPSを12～18倍したもの。予想EPSはTOPIXを予想PER(東洋経済新報社ベース)で除して算出
(注3) 2017/3のPER12～18倍のデータは、18/3期の東証1部予想EPS(みずほ証券予想、商社除く、想定ドル円為替レートは1ドル＝110円、16/2/18時点)を12～18倍したもの
出所: 各種資料よりみずほ証券作成

外部環境の不透明さとマイナス金利下で「ニューソブリン」銘柄に注目

こうした中、投資戦略は幾つかあるが、相場環境の不透明さが残存していることやマイナス金利政策を受け、「ニューソブリン」銘柄に注目したい。投資指標面では、直近の株価下落を受け、東証1部実績配当利回り(加重平均)が2%近辺に上昇。マイナス金利を付けた10年国債に対し、利回り面での株式の優位性が増している。また、日銀のマイナス金利政策を受けた国債代替ニーズの高まりも、好配当株を中心とした株式への資金流入を促す要因になると見込まれる。

こうしたニーズの高まりもあり、好配当株を中心とした銘柄選びが有効となろう。なかでも、国債(ソブリン債)の特性である①高い流動性、②低い財務リスク(高い信用力)、③安定的な金利収入、を類似的に備えていると考えられる「ニューソブリン」銘柄が注目したい。図表の①～③の特性を株式に当てはめた銘柄選択となるが、こうしたコンセプトは国内株のみならずグローバルでも注目されている。

【銘柄抽出のイメージ】

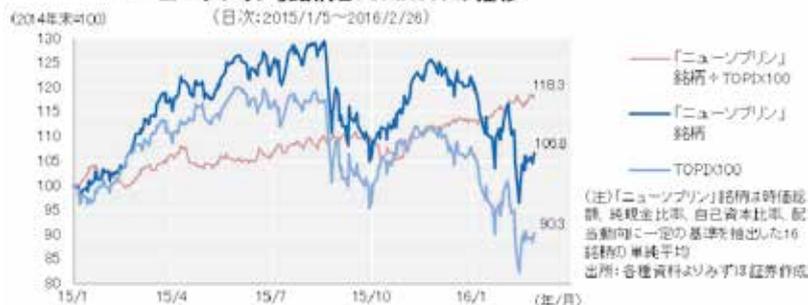
国債(ソブリン債)

- ① 高い流動性
- ② 低い財務リスク
- ③ 安定的な金利収入

「ニューソブリン」銘柄

- ① 時価総額が大きい、等
- ② 純現金がプラス、自己資本比率が高い、等
- ③ 過去5期減配なし、配当性向100%未満、等

「ニューソブリン」銘柄とTOPIX100の推移

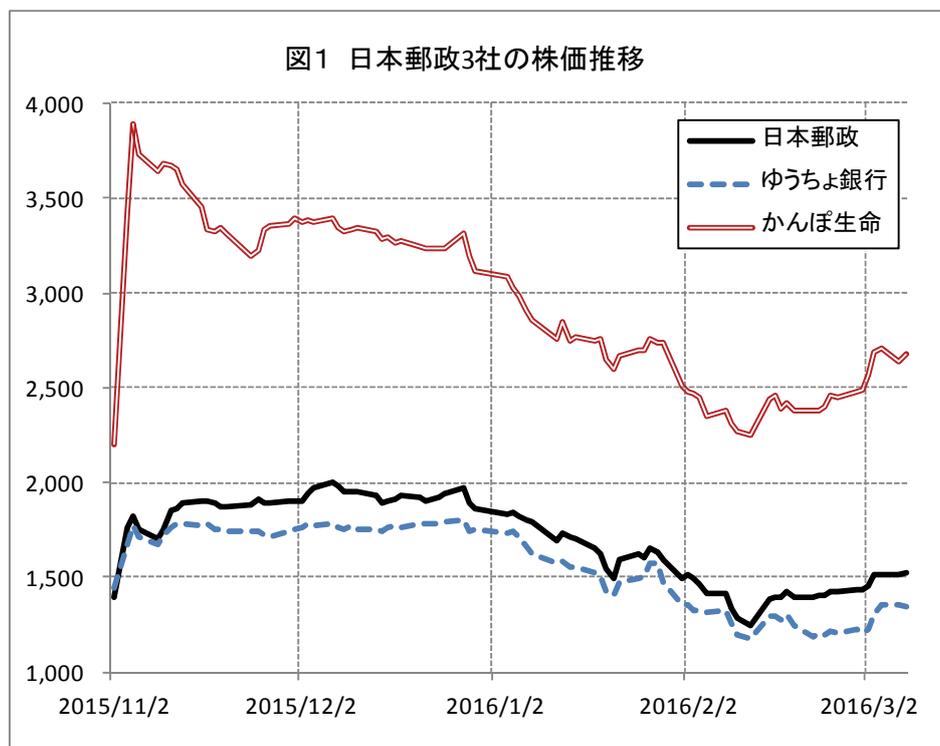


郵政関連企業の民営化

ゆうちょ資産研究センター 主任研究員 室 博和

1. 日本の郵政関連企業の上場

2015年11月4日、日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の3社の株式が東京証券取引所に上場された。個人投資家の視点では、この3社の株価の行方が気になるであろう。上場初値は、日本郵政1,760円（公募価格1,400円、26% UP）、ゆうちょ銀行1,671円（公募価格1,450円、15% UP）、かんぽ生命3,430円（公募価格2,200円、56% UP）となり、かんぽ生命の株価の上昇率が断然大きく、ゆうちょ銀行の上昇率はあまりかんぽしかなかったという結果になった。一般的に、株式新規公開（IPO）の評価は、上場初値の上昇率で評価されることが多い。その意味では、かんぽ生命がもっとも成功したことになる。しかし、上場初値の上昇率は上場初値と公募価格の比較で計算されるため、公募価格が低すぎたという評価もあろう。また、売り出し株数の多寡によっても、上場初値が変わってくるため一概に評価はできない。図1は、郵政3社のIPOから約4ヶ月の株価推移であるが、基本的に3社とも同じような推移となっているが、かんぽ生命は上場2日目に高値（4,120円）を付け、その後はジリ貧となっているが、日本郵政、ゆうちょ銀行は年末まで高値を維持している。しかし、3社とも、2016年初からの株価急落に連れて下落し、日本郵政、ゆうちょ銀行は公募価格を割った。しかし、その後は3社とも回復基調になっている。



証券取引所に上場した以上、全体の株価指数（日経平均やTOPIX）の上下に影響されるのはやむを得ないが、一般的な株式の割安割高の指標（P E RやP B R）を無視するような株価の動きは歓迎できない。表1には、郵政3社の株価関連指標を載せてあるが、P B Rが日本郵政0.46、ゆうちょ銀行0.45と非常に低いのが気になる。確かに銀行のP B Rは、B I S規制が厳しくなるに連れどんどん低くなる傾向があり、世界的にも大銀行などのP B Rは非常に低く、おおよそ0.5程度となっている。しかし、この現象（世界的に金融機関のP B Rが低いこと）が資本主義の健全な姿とは到底思えない。P B Rが0.5を示している意味は、決算上の自己資本の額（純資産）の半分しか株式市場で評価されていないことであり、異常事態であると考えられる。自己資本比率を改善する目的で時価発行増資をする際には、株式市場でついている株価（時価）で発行するのであるから、同じ比率の改善に要する発行株数については、P B Rが0.5の会社はP B Rが1の会社の2倍必要になり、必要以上に発行済株数が増えることになる。この結果、表2に示すように、異常な発行済株数となる。発行済株数が増えると、いわゆる株式の希薄化が進み、既存株主にとって配当などの権利が希薄化することになる。つまり従来からの株主にとって都合の悪いことが起こっている。

P E Rに関しては、郵政関連3社は、14～19倍を示しており、メガバンクや上場生保の7～9倍より高い値を示している。P E Rは利益に対する倍率であるので郵政3社のほうが、既存の銀行や生保より、株式市場での評価が高くなる。しかし、これは郵政3社がI P O直後であることを差引いて考える必要があろう。

表1 日本郵政関連企業の株価関連指標

	日本郵政	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
株価(3/9)	1,503	1,325	2,602
PER	14.0	14.1	19.6
PBR	0.46	0.45	0.80
ROE	3.4%	3.1%	4.2%
配当利回り	1.5%	1.9%	2.1%
発行済株数	45億株	45億株	6億株
時価総額	6兆7185億	5兆9715億	1兆5660億

(出所: Bloomberg)

表2 日本メガバンク3社および上場生命保険2社の株価関連指標

	みずほ	三菱UFJ	三井住友	第一生命	T&D
株価(3/9)	175.9	524.7	3,468	1,399.5	1,109.5
PER	7.2	7.6	6.8	8.9	9.0
PBR	0.54	0.47	0.51	0.51	0.56
ROE	7.9%	6.5%	7.9%	5.6%	6.4%
配当利回り	4.3%	3.4%	4.3%	2.5%	2.7%
発行済株数	248億9030万	141億6890万	14億1410万	11億9800万	6億8150万
時価総額	4兆3707億	7兆4613億	4兆9040億	1兆6461億	7469億

(出所: Bloomberg)

2. 欧州郵政関連企業の民営化

欧州の郵政関連会社については、2000年11月にドイツ・ポストがIPOを行って以来、2001年3月にはオランダ、2006年5月にはオーストリアと郵便事業のIPOを行っている。その後、2013年には、ベルギーのビーポスト、イギリスのロイヤルメールが上場している（表3参照）。一番最近では、2015年10月にイタリアのポステ・イタリアーネが上場を果たしている。イタリアの次に日本郵政の上場があった。

ドイツの場合、1995年政府所有であったドイツ連邦郵便を、ドイツテレコム、ドイツポストバンク、ドイツポストに3分割し民営化した。

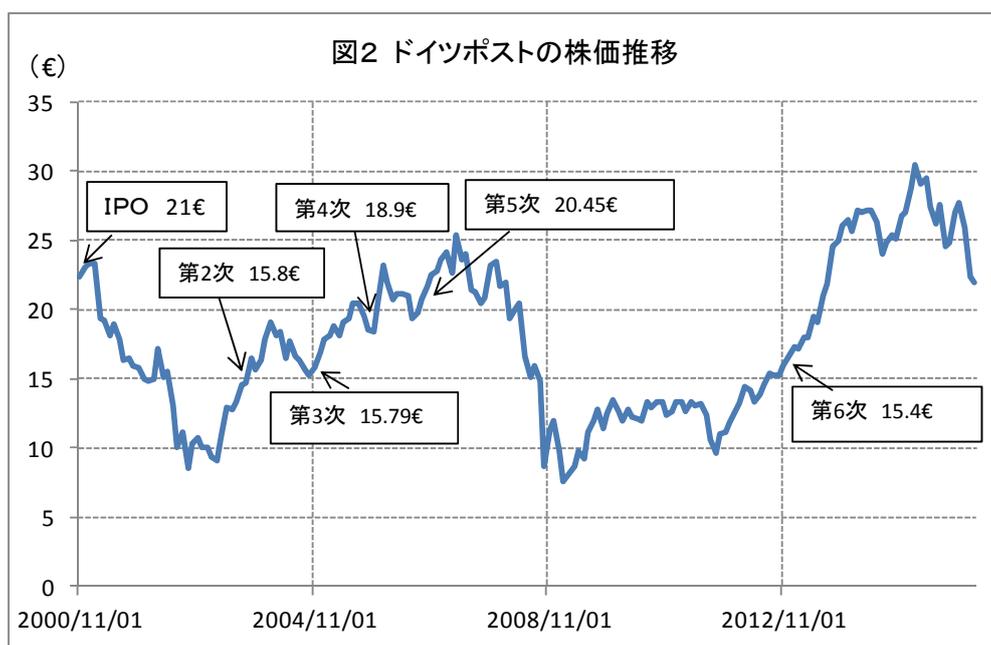
ドイツテレコムは通信サービス業務、ドイツポストバンクはリテール銀行業務、ドイツポストは各種郵便サービス業務を行っている。IPOは、ドイツテレコム1996/11/18、ドイツポスト2000/11/20、そしてドイツポストバンク2004/6/23となるが、ドイツポストバンクのIPOは、ドイツポストによって行われている。1998年にドイツ政府はドイツポストバンクの株式100%をドイツポストに売却したからである。図2は、ドイツポスト株式の株価推移を示しているが、図中に示す通り、計6回の株式放出を行っており、現在ドイツ政府の持株比率は約20%にまで下がっている（株主はドイツ復興金融公庫(KfW)）。

図2は約16年間の株価推移であるが、ドイツポストはこの間100件を超えるM&A（企業買収）を行っており、世界的国際宅配便会社DHLを買収し、傘下に加えている。

表3 欧州郵政関連事業のIPO

国	名称	IPO期日
ドイツ	ドイツポスト	2000/11/20
オランダ	ポストNL	2001/3/15
ドイツ	ドイツポストバンク	2004/6/23
オーストリア	オーストリアポスト	2006/5/31
ギリシャ	ヘレニックポストバンク	2006/6/5
ベルギー	ビーポスト	2013/6/21
イギリス	ロイヤルメール	2013/10/11
イタリア	ポステ・イタリアーネ	2015/10/27

(出所: Bloomberg)



ドイツポストは、2004年ドイツポストバンクの株式5000万株をIPOで売却したが、その後リテール銀行業務強化の目的でドイツ最大の銀行であるドイツ銀行がドイツポストバンクの買収に乗り出したため、基本的に株式をドイツ銀行に売却することを決めた。2009年から2012年の4年間で、市場購入を含めドイツ銀行の持ち株比率は94%に達した。現在の持ち株比率は96.8%にも達しており、2012年から経営に強く関与していたが、2015年、ドイツ銀行は60億ユーロ（7500億円）もの大幅赤字を出し、ドイツポストバンクの株式をIPOによって売却すると発表した。ドイツ銀行にとっては、バーゼルⅢによって、銀行の自己資本比率の強化が求められている今、比較的利益率が低いリテール銀行を傘下に収めておくのは困難だという判断であろう。ドイツポストバンクを手放すことによってリスク資産が減少することも自己資本比率の強化の一助になる。

表4には、世界主要国の郵政関連企業のIPO状況がまとめてあるが、規模の点では日本郵政

表4 世界主要国の郵政関連企業のIPO

	日本 日本郵政	イギリス ロイヤルメール	イタリア ポステ・イタリアーネ
IPO	2015/11/4	2013/10/11	2015/10/27
発行済株数	45億株	10億株	13億610万株
公募価格	1,400円	528円(3.3€)	844円(6.75€)
時価(公募)	6兆3,000億円	5,181億円(33億€)	1兆1,880億円(88億€)
直近価格	1,536円	727円(4.541€)	775円(6.2€)
時価(直近)	6兆9,120億円	7,266億円(72億€)	1兆114億円(81億€)
売上額	14兆2,588億円	1兆4,925億円(93億€)	3兆5,424億円(283億€)
営業利益	1兆1,158億円	686億円(4億€)	864億円(6.91億€)
純利益	4,827億円	520億円(3億€)	265億円(2.12億€)
総資産	295兆8,498億円	1兆1,186億円(70億€)	19兆8,699億円(1590億€)
自己資本	15兆3,016億円	6,154億円(38億€)	1兆523億円(84億€)
決算日	2015/3/31	2015/3/31	2014/12/31
従業員数	254,545名	162,790名	140,147名
為替レート (IPO時)		160円/€	125円/€
人口	1億2,688万人	6,318万人	5,987万人

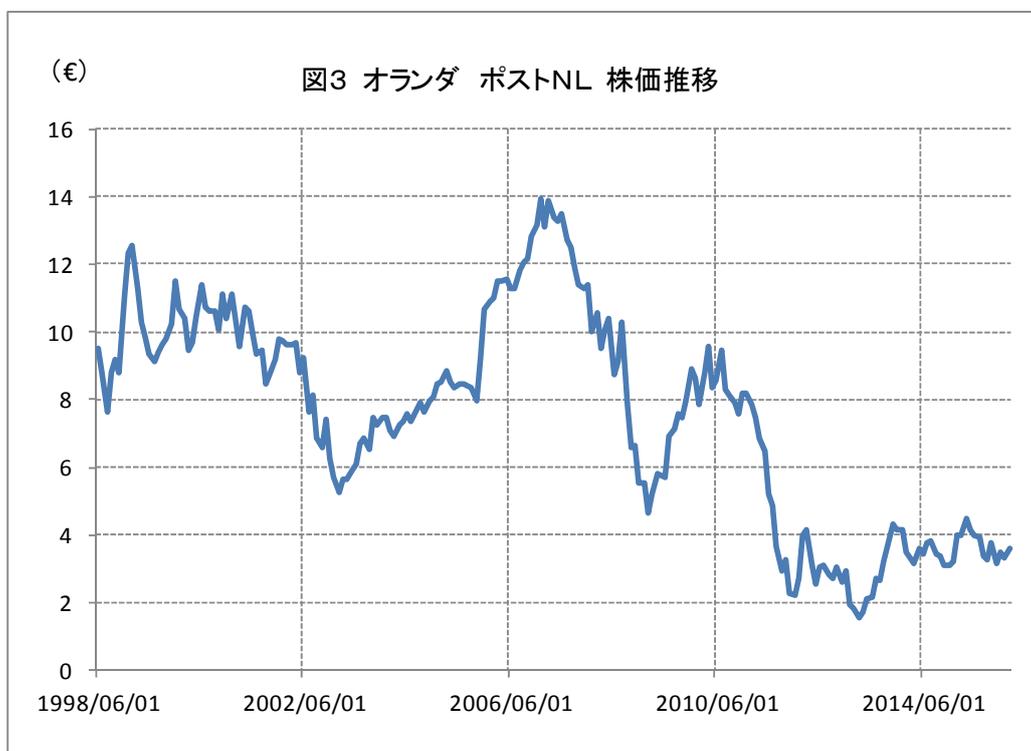
(出所: Bloomberg)

	オランダ ポストNL	ベルギー ビーポスト	オーストリア オーストリアポスト	ドイツ ドイツポスト
IPO	2001/3/15	2013/6/21	2006/5/31	2000/11/20
発行済株数	4億4,160万株	2億株	6,760万株	12億1,280万株
公募価格	2,812円(22.5€)	1,813円(14.5€)	2,774円(19€)	2,625円(21€)
時価(公募)		3,625億円(29億€)	1,875億円(13億€)	
直近価格	449円(3.592€)	2,901円(23.21€)	4,375円(35€)	2,821円(22.57€)
時価(直近)	1,983億円(16億€)	5,803億円(46億€)	2,958億円(24億€)	3兆4,216億円(274億€)
売上額	4,326億円(35億€)	3,052億円(24億€)	2,963億円(24億€)	7兆4,070億円(592億€)
営業利益	445億円(3.56億€)	580億円(4.6億€)	236億円(1.9億€)	4,150億円(33億€)
純利益	186億円(1.49億€)	367億円(2.9億€)	191億円(1.5億€)	2,589億円(21億€)
総資産	2,814億円(23億€)	2,652億円(21億€)	2,089億円(16.7億€)	4兆6,224億円(370億€)
自己資本	▲270億円(▲2億€)	852億円(6.8億€)	878億円(7億€)	1兆1,975億円(96億€)
決算日	2015/12/31	2014/12/31	2014/12/31	2014/12/31
従業員数	49,174名	24,631名	23,578名	450,508名
為替レート (IPO時)	125円/€	125円/€	125円/€	125円/€
人口	1,685万人	1,112万人	836万人	8,108万人

(出所: Bloomberg)

の規模が図抜けている。それに応じて発行済株数も最も多い。日本郵政の場合は、傘下のゆうちょ銀行、かんぽ生命の資産も含まれているため、総資産額は295兆円と非常に大きくなっているが、日本郵便単体の総資産は10兆円程度なので、残り大部分は、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の資産である。現状の法律では、子会社の株式は早期に100%売却することになっており、両子会社とも100%売却すれば、総資産は激減する。それゆえ、日本郵政は現状の純資産に見合うだけの新しいビジネスを開拓する必要がある。その第一歩は、オーストラリアの物流大手、トールホールディングスの買収であろう。ドイツポストもそうであるが、国内の郵便事業だけでは会社の規模を維持していただくだけでも大変である。したがって、ドイツポストは世界的国際宅配便会社のDHLを買収し傘下に収め、自社のホームページにもDHLの名称を使っている。

表4のなかで、唯一債務超過に陥っている会社が、オランダのポストNLである。2015年末の自己資本は▲2億€となっている。実は、債務超過になっているのは2013年からであり、その後債務超過額は減少しており、2016年には債務超過を抜け出せる可能性はある。図3には、オランダポストNLの株価推移を示すが、2011年から5年間2.4€で推移している。ポストNLは、2009年の売上額が104億€であったが、2010年は43億€と半減し、2015年は35億€とさらに縮小している。それに従って、従業員数も2009年の約16万人から2010年7万7,000人と半減しており、2015年には4万9,000人とさらに減少している。これは、2010年にトラック輸送、航空機輸送の会社（TNTエクスプレス）を分社化したからである。分社化したTNTエクスプレスは2013年に上場を果たしている。



3. 郵便貯金銀行の民営化

日本の場合、郵便貯金銀行業務のゆうちょ銀行、保険業務のかんぽ生命、そして郵便業務の日本郵便の3社に分社化され、3社の持株会社として日本郵政という体制となった。そして、日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の3社が同時に上場するという形になった。世界では、このような親子の3社同時上場は例がなく、いろいろ物議を醸しだしたが、上場してしまえば比較的平穏な上場だったと思われる。

日本のゆうちょ銀行のような郵便貯金銀行の上場の例は世界では3カ国しかなく、日本、ドイツ、そしてギリシャである。

表5には、3カ国の郵便貯金銀行のIPO状況を示してあるが、規模を見ると、日本のゆうちょ銀行が非常に大きいのがわかる。特に総資産が208兆円（貯金額は177兆円）は桁違いである。しかし、規模がずば抜けて大きいことが、上場企業として必ずしもいいことばかりとは限らない。ゆうちょ銀行のようないわゆる貯蓄銀行は、大きく成長軌道に乗ることが極めて難しい。世界的にみると、大銀行はこぞって投資銀行化している。事業として成長するためには、従来の銀行業務（預金を集めて、大企業に貸す）だけに特化していると明らかに不利である。投資銀行業務はリスクが大きく、突然大幅な赤字に陥ることもたびたびある。前述のドイツ銀行は、2012年に買収したドイツポストバンクをわずか3年で再び売却しようとしている。投資銀行業務に特化すると思われる。

表中のギリシャ・ヘレニックポストバンクは、2012年以降の決算の記録がBloombergにはなく、株価の0.168€も2012年8月末までとなっている。0.168€は約21円であり、倒産会社の株価である上、大幅な債務超過であるが、現在でも株式の34%はギリシャ政府の持ち分であり、筆頭株主となっている。2008年からのギリシャ危機で国全体の経済状態が混乱しており、2016年現在でも収拾がつかない状態であろう。

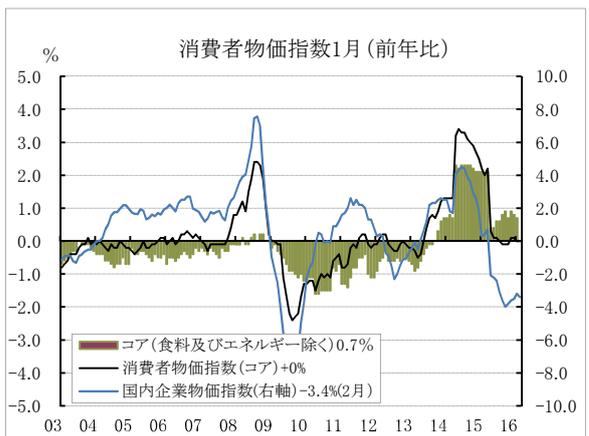
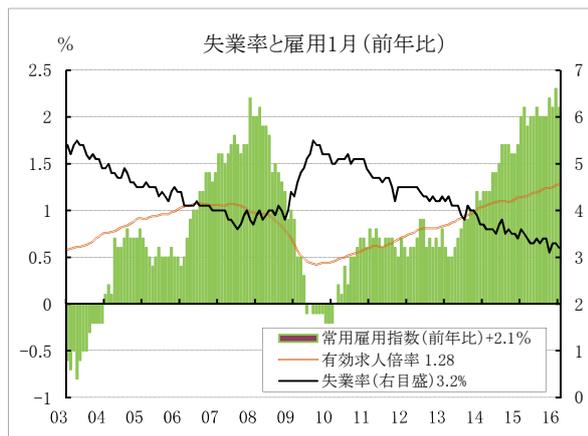
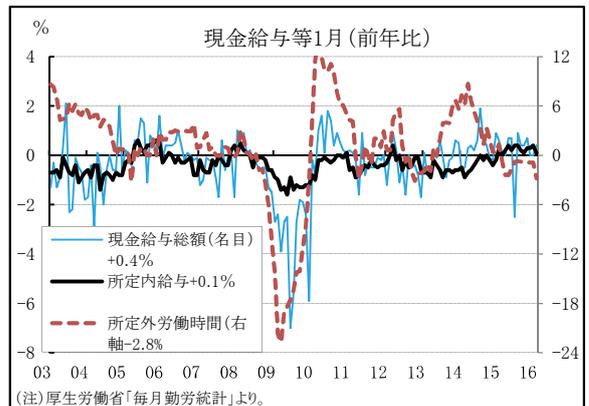
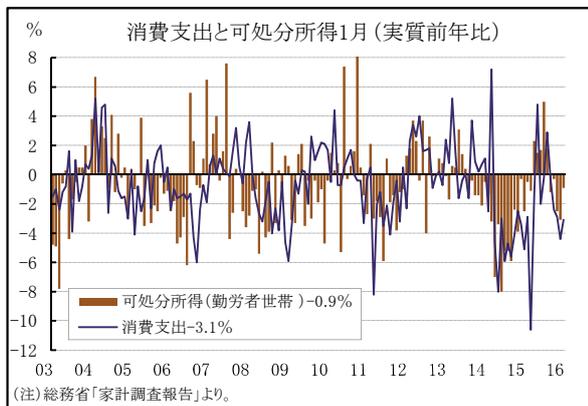
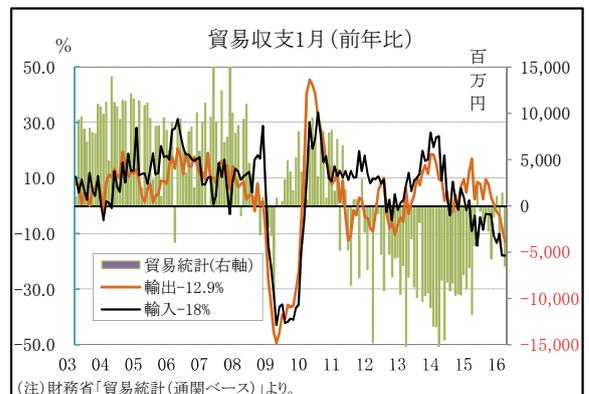
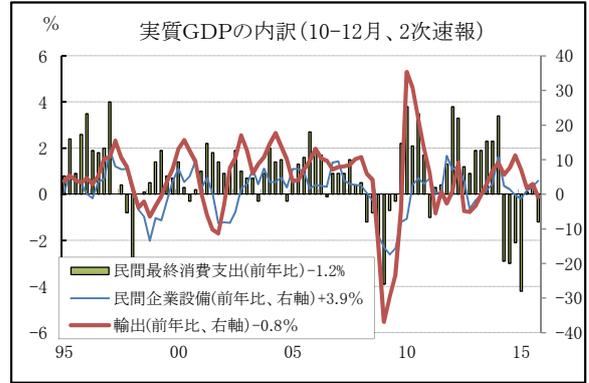
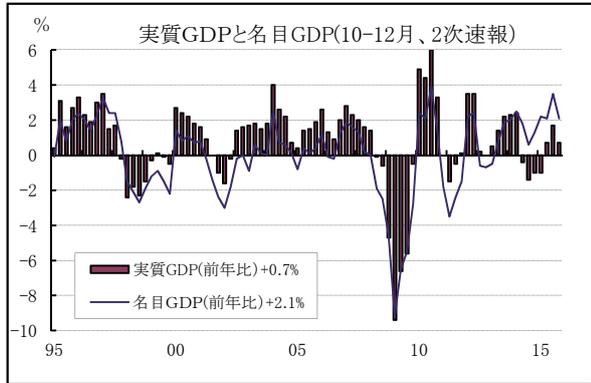
表5 世界の郵便貯金銀行のIPO

	日本 ゆうちょ銀行	ドイツ ドイツポストバンク	ギリシャ ヘレニックポストバンク
IPO	2015/11/4	2004/6/23	2006/6/5
発行済株数	45億株	2億1,880万株	2億8,450万株
公募価格	1,450円	3,819円(28.5€)	1,825円(12.5€)
時価(公募)	6兆5,250億円	8,356億円(62億€)	5,192億円(36億€)
直近価格	1,325円	4,466円(35.73€)	21円(0.168€)
時価(直近)	5兆9,625億円	9,772億円(78億€)	60億円(4780万€)
売上額	1兆9,364億円	5,362億円(42.9億€)	293億円(2.3億€)
営業利益	5,695億円	563億円(4.5億€)	▲406億円(▲3.3億€)
純利益	3,694億円	350億円(2.8億€)	▲708億円(▲5.7億€)
総資産	208兆1,793億円	19兆4,250億円(1554億€)	1兆4,677億円(117億€)
自己資本	11兆6,302億円	8,250億円(66億€)	▲4,070億円(▲33億€)
決算日	2015/3/31	2014/12/31	2012/12/31
従業員数	13,215名	14,820名	3,200名
為替レート (IPO時)		125円/€ 134円/€	125円/€ 146円/€
人口	1億2,688万人	8,108万人	1,103万人

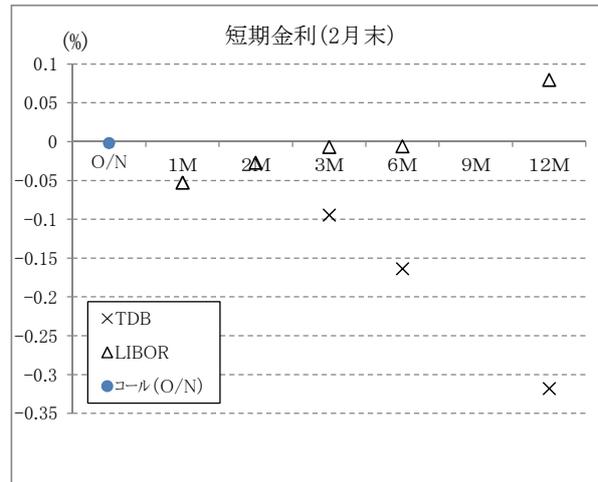
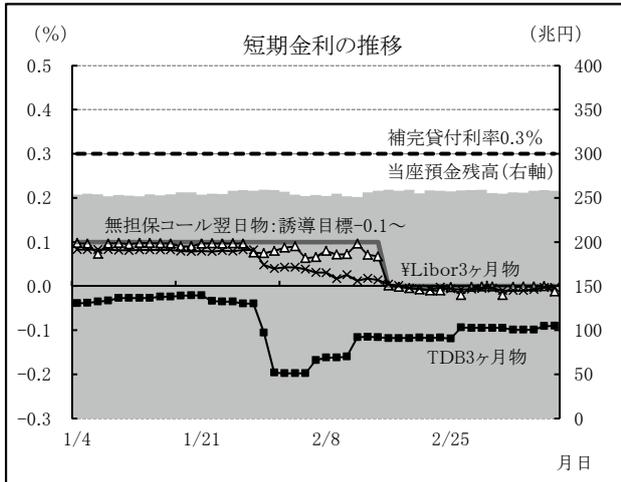
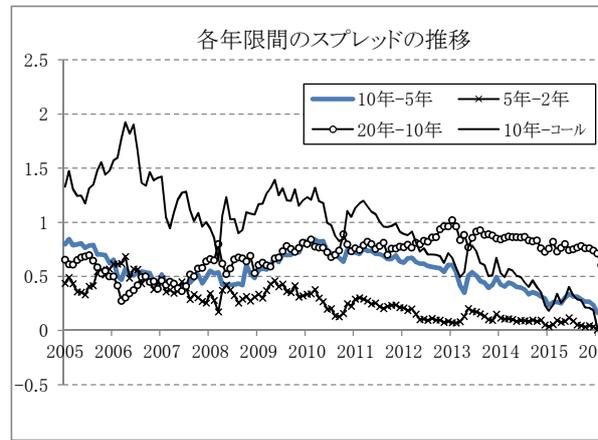
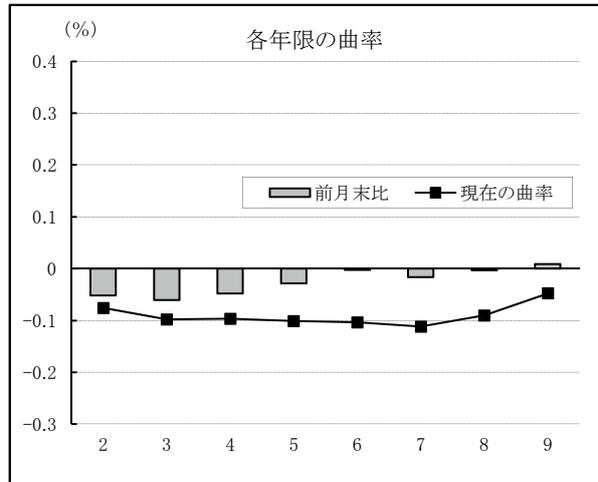
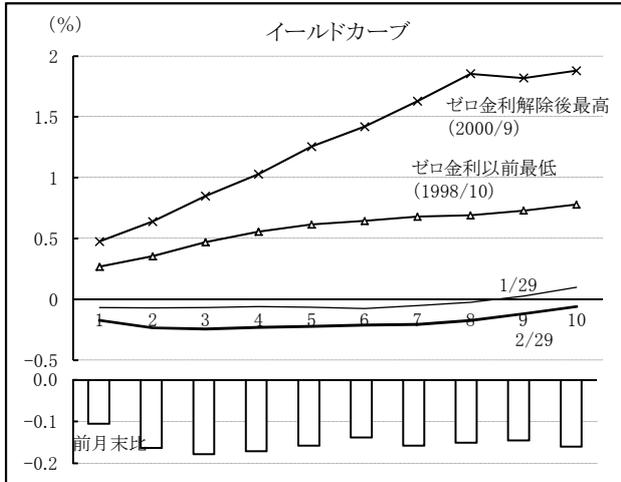
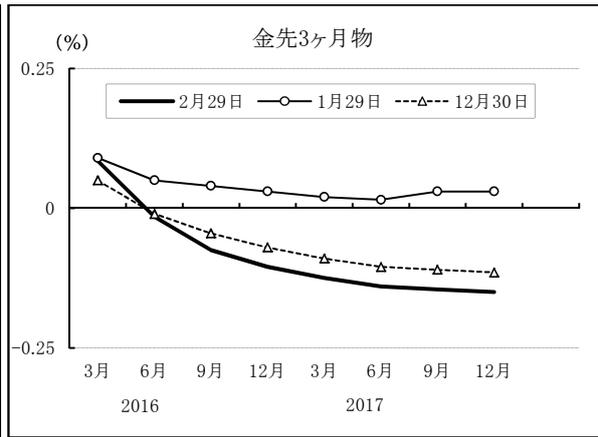
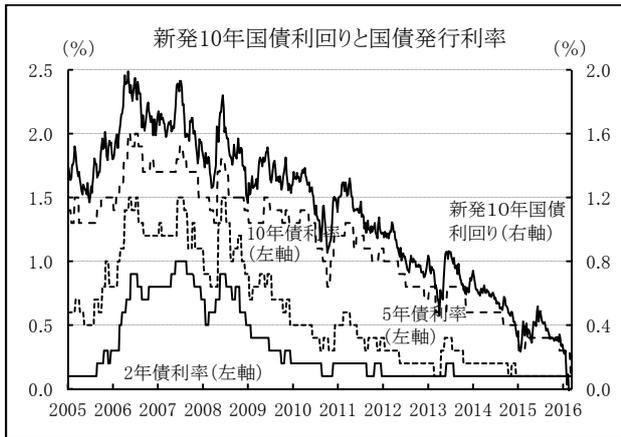
(出所: Bloomberg)

統計データ集

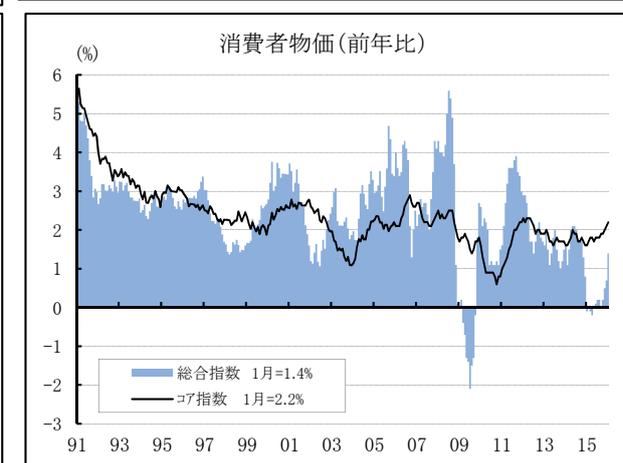
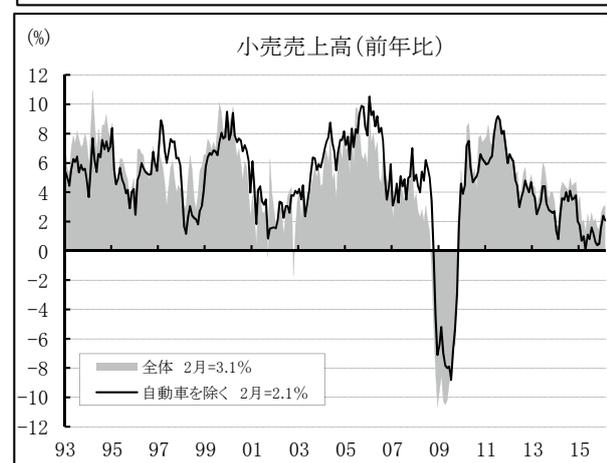
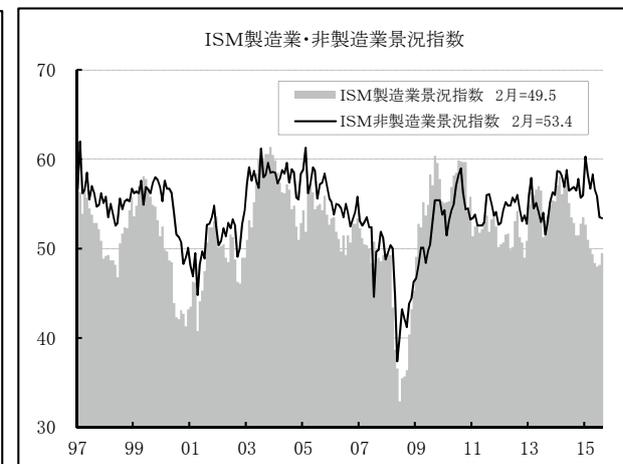
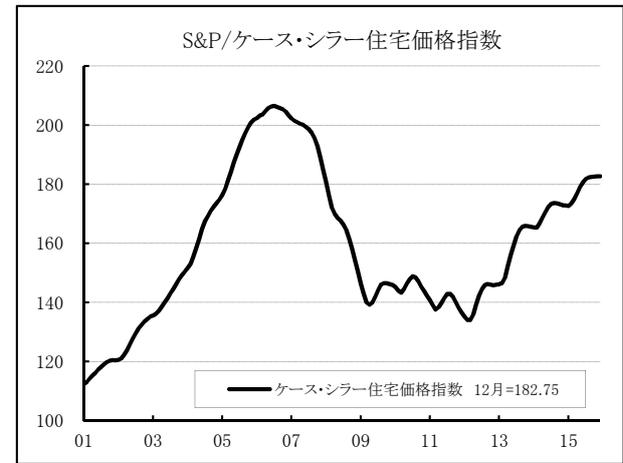
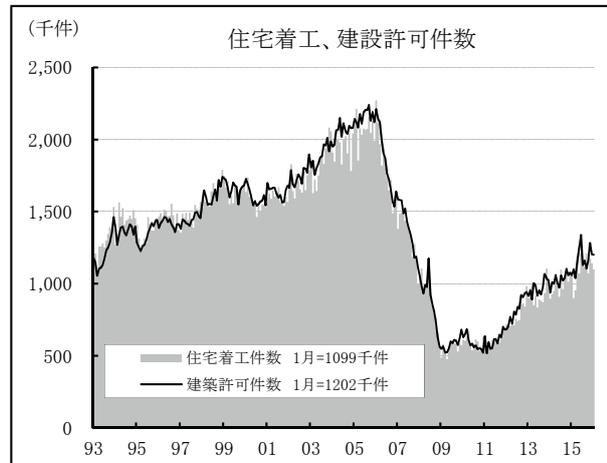
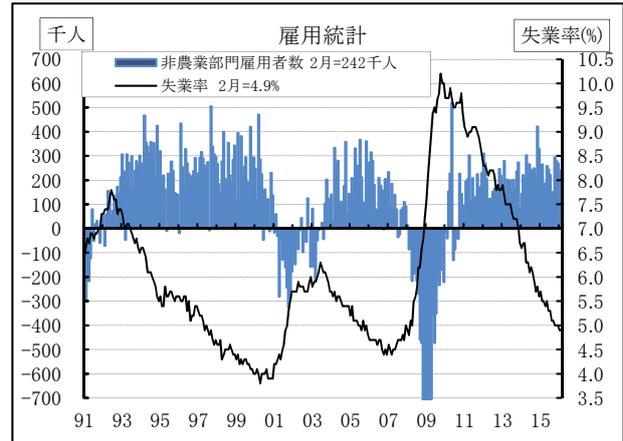
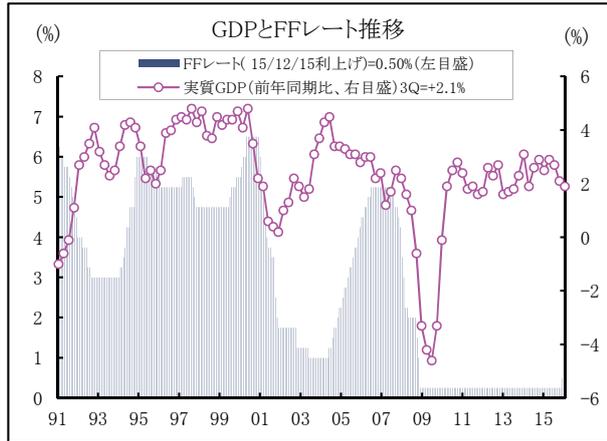
日本 マクロ経済



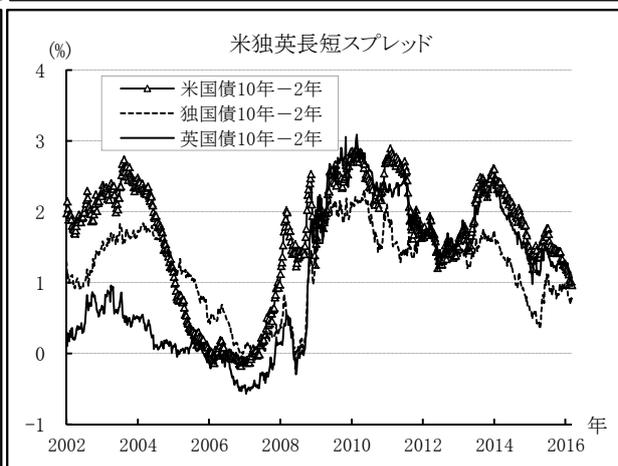
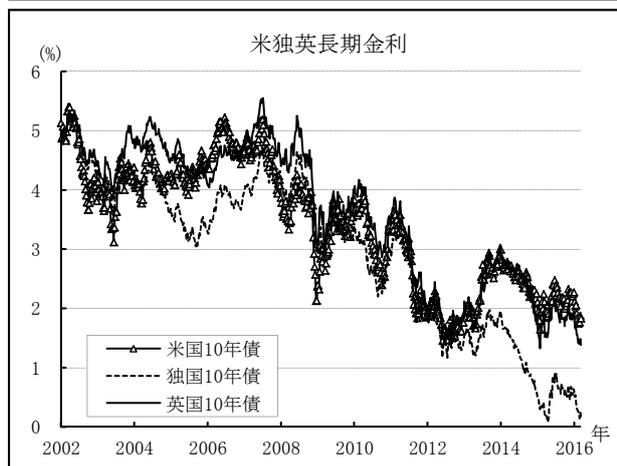
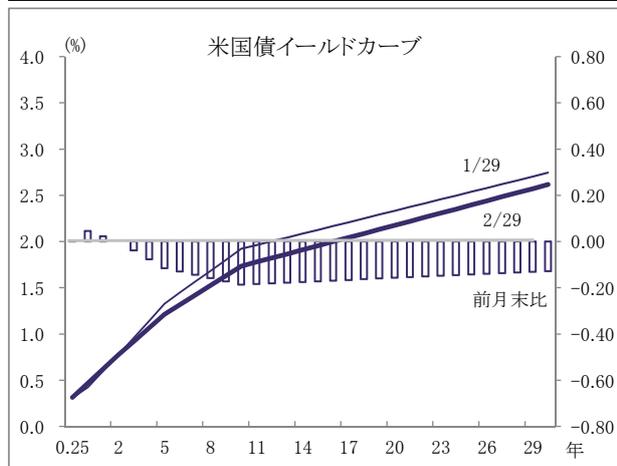
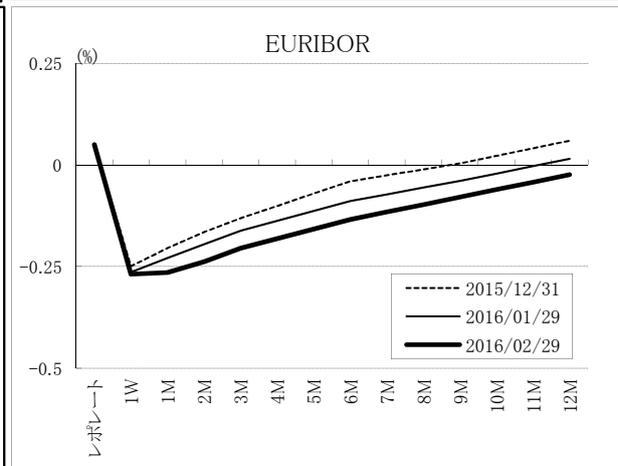
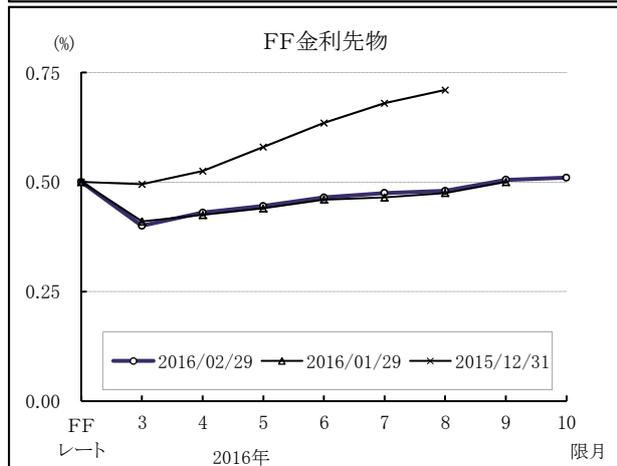
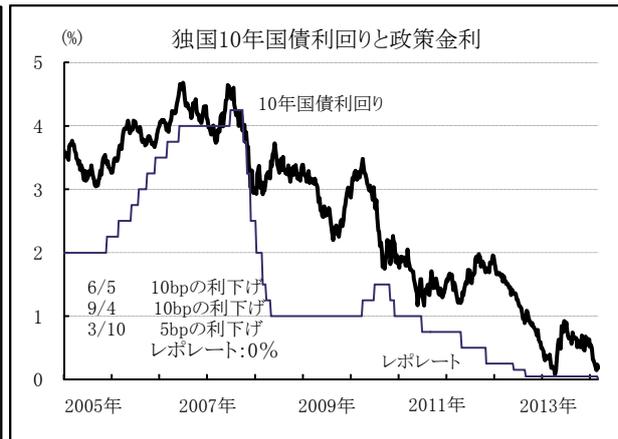
日本短期・債券市場



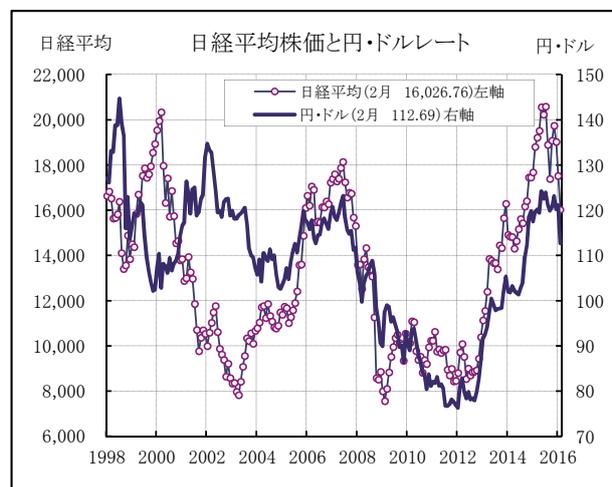
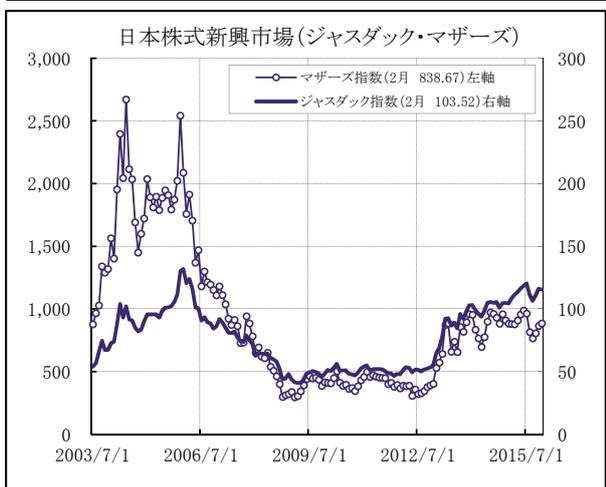
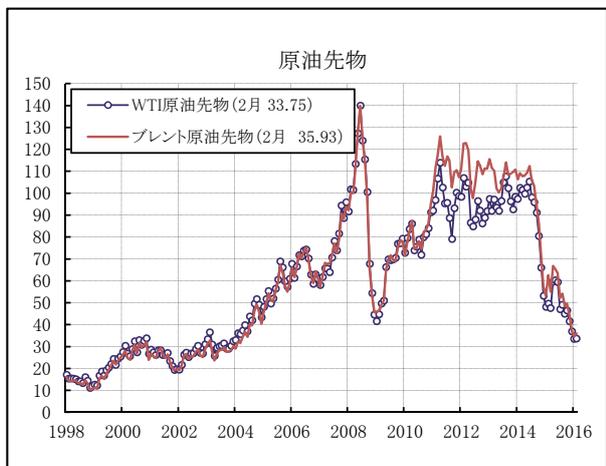
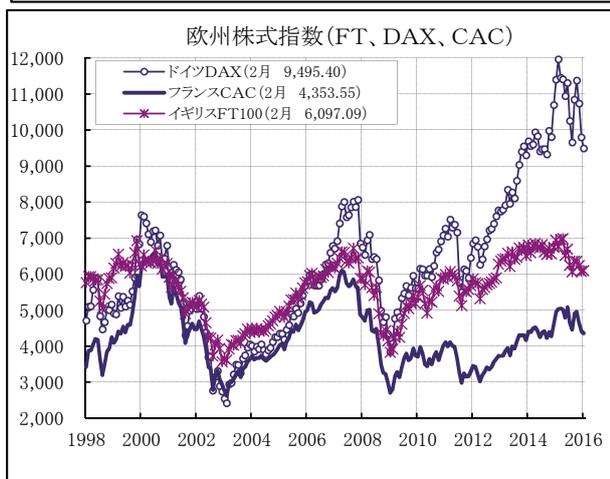
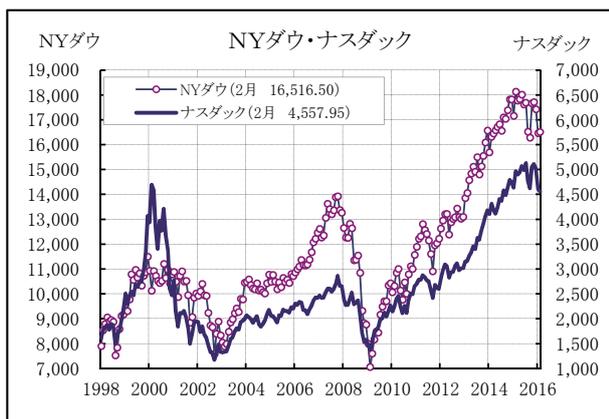
海外 マクロ経済



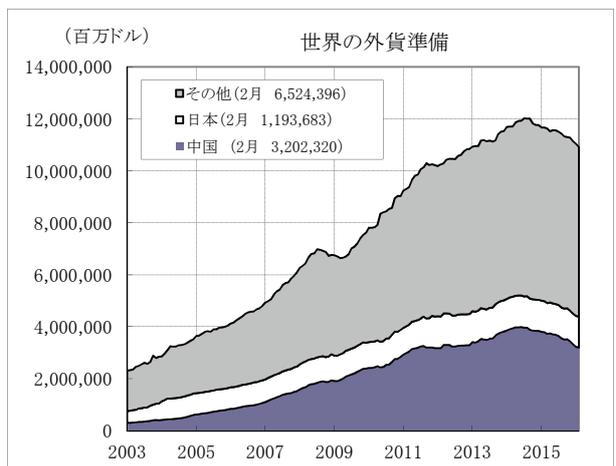
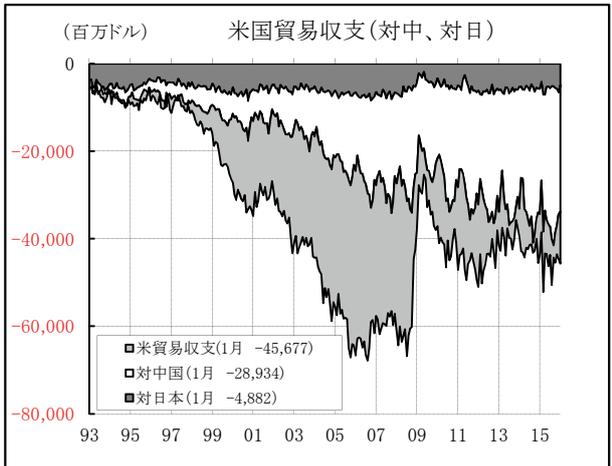
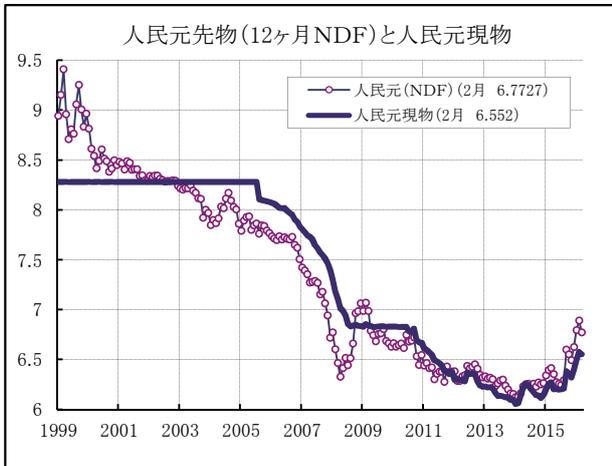
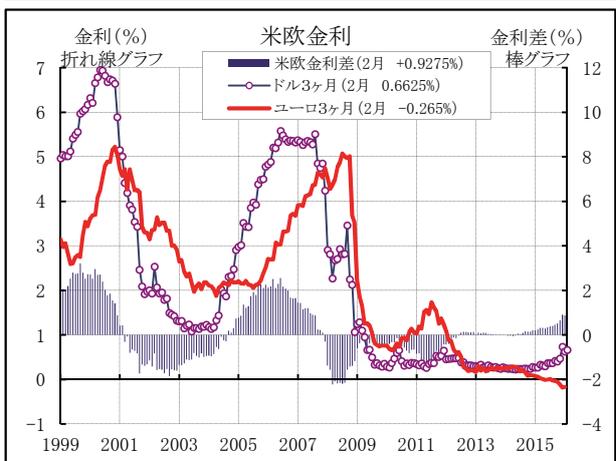
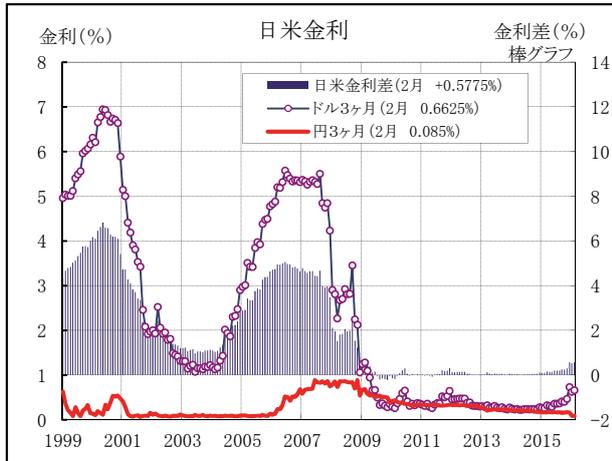
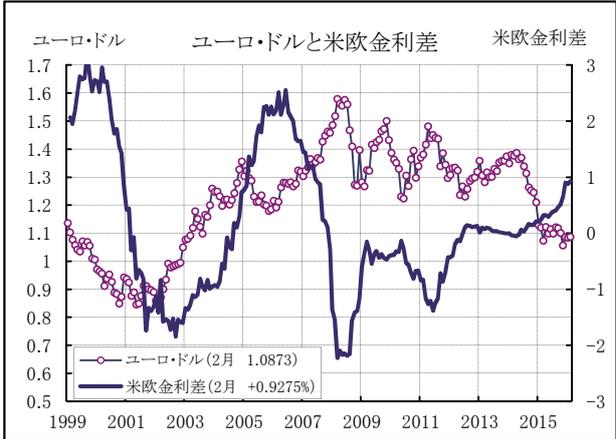
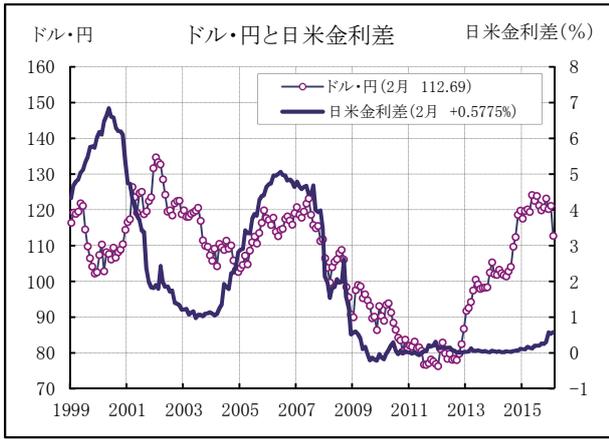
海外債券市場



株式市場



為替市場

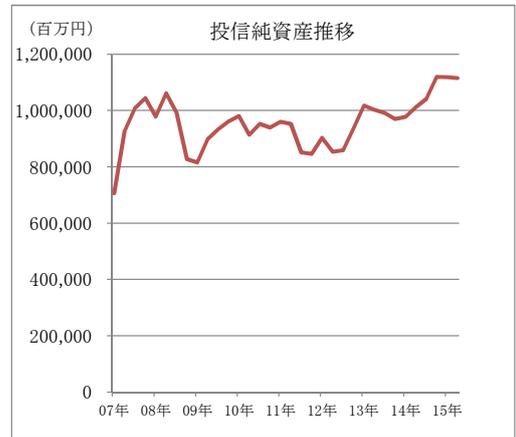
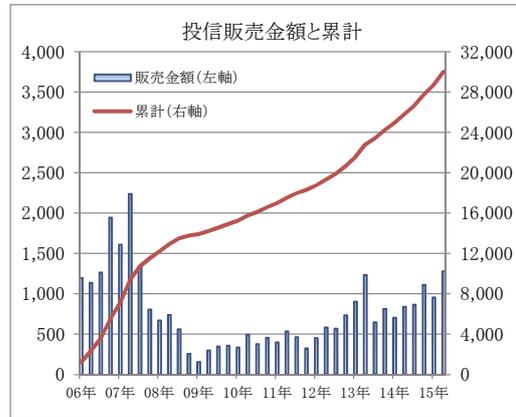


ゆうちょ関連データ

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	950,696
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
2014年度累計	1,061,000	377,000	-	-
2015年4-6月	284,000	127,816	673,000	1,114,796
2015年7-9月	297,000	103,676	680,000	1,073,486
2015年10-12月	281,000	102,895	689,000	1,145,726
2016年度累計	862,000	334,387	-	-
累計	13,087,022	3,205,157	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 配分実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

分類	ファンド名	配分実績 (円)	基準価格 (2016.3.15)	純資産 (2016.3.15)	ファンド名	配分実績 (過去1年)	基準価格 (2016.3.15)	純資産 (2016.3.15)	ファンド名	配分実績 (過去1年)	基準価格 (2016.3.15)	純資産 (2016.3.15)
海外株式	野村資産設計2015②	120円	10,669	1,289	マニウリフカナダ株式④	600円	8,206	5,306	Navioインド債券②	600円	11,026	1,154
	野村資産設計2020②	10円	10,420	1,004	グローイングブラジル株式②	なし	7,075	7	三菱UFJ欧州債券②	120円	10,239	1,022
	野村資産設計2025②	10円	10,392	838	野村ユーロトップB②	50円	8,472	9,204	同(為替ヘッジなし)②	120円	8,822	22
	野村資産設計2030②	10円	10,450	719	エマーゼン好配当①	340円	7,633	2	ピムコグローバル債券②	480円	12,538	19
	野村資産設計2035②	10円	10,186	469	JPM医療関連株式④	1700円	7,718	105,558	同(為替ヘッジあり)②	480円	8,992	38
	野村資産設計2040②	10円	9,937	1,324	ピクテレミアムファンド④	470円	11,220	24,464	メキシコ債券オープン②	1440円	8,344	36,649
	野村資産設計2045②	10円	17,375	122	オーストラリア好配当②	720円	8,835	19	インドネシア債券②	480円	8,886	5
	野村6資産(安定)⑥	なし	11,670	37,656	ニッセイ日本債券②	120円	9,915	18,105	アジアハイイールド債券②	1200円	8,552	623
	野村6資産(分配)⑥	なし	9,923	135,340	eMAXIS 国内債券①	なし	11,598	21,136	同(為替ヘッジなし)②	1710円	12,603	909
	野村6資産(成長)⑥	なし	11,000	33,395	Navioマナーブル②	なし	10,001	2	USストラテジック②	240円	9,557	5,116
	スマートファイブ②	480円	10,715	26,766	日興五大陸債券②	375円	9,039	80,669	同(為替ヘッジなし)②	840円	10,997	33,473
	スマートファイブ①	なし	11,807	6,768	三菱UFJ高金利債券②	840円	9,146	96,461	新興国ハイイールド債券A②	600円	6,351	958
	東京海上・円資産②	360円	12,018	108,057	ダイウ成長国セル外債券②	825円	5,500	44,374	新興国ハイイールド債券B②	1080円	8,277	822
	大和インデックス225①	160円	12,634	34,190	ダイウ成長国セル外債券①	なし	9,207	416	ピムコハイインカム②	420円	7,342	108,042
	SMTAM JPX日経400②	なし	10,702	4,971	野村米国ハイイールド②	1800円	11,132	14,001	同(為替ヘッジ付き)②	540円	8,574	3,752
GS日本株式②	10円	9,103	8,878	同(為替ヘッジあり)②	540円	8,640	3,776	DIAMアジアブリン債券②	なし	9,514	191	
日本株式SR1①	なし	7,372	3,011	野村米国ハイイールド①	なし	10,584	1,017	欧州ハイイールド債券②	960円	9,854	1,126	
フィデリティ日本配当④	590円	9,917	10,829	同(為替ヘッジあり)①	なし	9,297	261	同(為替ヘッジなし)②	1440円	12,460	871	
eMAXIS TOPIX①	なし	16,962	29,062	エマーゼン・ソブリン②	780円	8,090	34,355	三菱UFJバランス②	180円	9,424	1	
三菱UFJ日本優良株①	1050円	9,294	2,795	同(為替ヘッジあり)②	780円	8,963	44,270	同(為替ヘッジなし)②	180円	9,032	2	
JPJジャンププライム①	なし	9,105	132	エマゾブ(資産成長)②	なし	12,587	565	三菱UFJバランス①	なし	9,602	1	
新光日本小型株①	1000円	12,253	39	同(為替ヘッジあり)②	なし	10,733	206	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,197	2	
生活基礎関連株式①	140円	10,561	8,189	DWSグローバル公益債券②	480円	9,630	109,286	MHAM リート②	1000円	12,852	11,155	
SMTAM NYダウ④	なし	11,095	2,531	同(為替ヘッジなし)②	480円	11,005	22,694	DIAM世界リート②	600円	4,910	252,400	
日興五大陸株式④	630円	9,147	16,434	三菱UFJ米高格付債券②	120円	9,849	1,135	ダイウス-REIT②	720円	8,611	2,944	
DIAM高配当株式②	1560円	12,644	13,455	同(為替ヘッジなし)②	120円	9,557	1,223	ダイウス-REITB②	960円	4,998	651,629	
eMAXIS 新興国株式②	510円	9,057	2,897	高金利先進国債券②	660円	6,503	399,134	eMAXIS 国内リート①	なし	26,664	13,529	
米国成長株オープン①	440円	9,000	1,285	高金利先進国債券①	10円	16,961	16,099	eMAXIS 先進国リート①	なし	24,756	11,500	
eMAXIS 先進国株式①	なし	20,111	32,219	eMAXIS 先進国債券①	なし	13,405	21,562	ニッセイ世界リート②	1440円	9,084	12,257	
eMAXIS 新興国株式①	なし	11,473	23,157	eMAXIS 新興国債券①	なし	11,802	5,612	ニッセイ世界リート①	なし	12,538	395	
ピクテグローバル株式②	600円	4,486	836,096	Navioオーストラリア債券②	180円	11,192	260	アジアリートオープン②	240円	10,263	8	
ピクテグローバル株式①	なし	15,354	12,973	Navioカナダ債券②	60円	11,065	236	フォーシーズンズ②	240円	7,587	8,302	
JPJ北米高配当①	なし	9,309	50	Navioトルコ債券②	600円	8,776	304	ステートストリートロード①	なし	6,642	205	
新光世界インフラ株式②	750円	14,068	51	Navio南アフリカ債券②	540円	6,857	229	ピムコUSハイインカム②	360円	9,198	2,114	
グローイング台湾株式②	なし	9,207	35	Navioブラジル債券②	360円	6,172	87	同(為替ヘッジなし)②	940円	10,067	14,140	
合計												3,654,437

※印 ゆうちょ銀行以外でも販売 ②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)

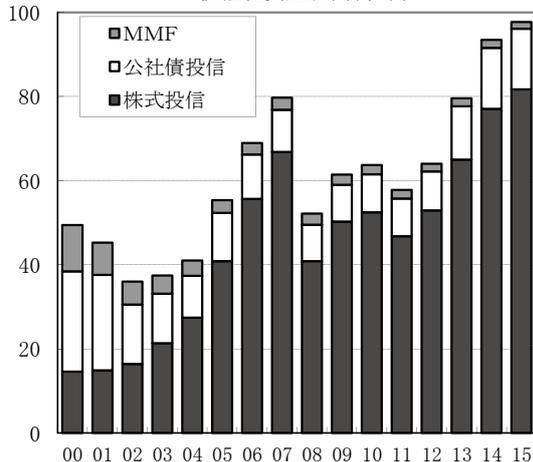
タイプ 末	株式投信							公社債投信				証券投信計	
	単位型	追加型					計	単位型	追加型		計		
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他			うちMMF				
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	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
2015年11月	16,962	51,136	152,761	109,395	346,817	233,693	808,747	825,710	127	162,927	17,173	163,054	988,765
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1月	16,918	48,954	147,456	104,014	319,214	250,588	766,212	783,130	127	152,007	16,206	152,134	935,264
2016年2月	16,396	45,021	140,773	98,141	308,907	234,182	728,883	745,279	127	143,190	13,915	143,317	888,597

< 契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況 >

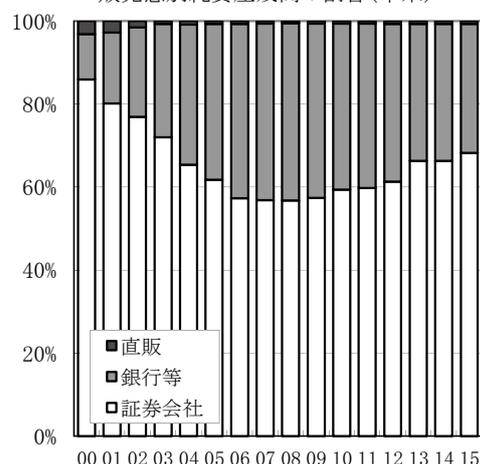
(単位:億円)

末	販売態	証券会社		銀行等		直販		合計	
		残高	割合	残高	割合	残高	割合	残高	割合
2000年12月		424,562	85.9%	54,197	11.0%	15,234	3.1%	493,992	100%
2001年12月		363,075	80.2%	77,372	17.1%	12,361	2.7%	452,807	100%
2002年12月		277,062	76.9%	77,601	21.5%	5,498	1.5%	360,160	100%
2003年12月		269,596	72.0%	102,372	27.3%	2,388	0.6%	374,356	100%
2004年12月		267,972	65.4%	138,793	33.9%	3,202	0.8%	409,967	100%
2005年12月		341,965	61.8%	207,972	37.6%	3,539	0.6%	553,477	100%
2006年12月		394,956	57.3%	289,996	42.1%	4,325	0.6%	689,276	100%
2007年12月		453,232	56.8%	339,963	42.6%	4,412	0.6%	797,607	100%
2008年12月		296,043	56.8%	222,664	42.7%	2,770	0.5%	521,476	100%
2009年12月		352,527	57.4%	258,387	42.0%	3,636	0.6%	614,551	100%
2010年12月		378,664	59.4%	254,706	40.0%	3,831	0.6%	637,201	100%
2011年12月		342,980	59.8%	226,904	39.6%	3,388	0.6%	573,273	100%
2012年12月		392,688	61.3%	243,842	38.1%	4,077	0.6%	640,637	100%
2013年12月		540,938	66.4%	268,945	33.0%	5,350	0.7%	815,233	100%
2014年12月		621,244	66.4%	307,819	33.0%	5,983	0.7%	935,046	100%
2015年12月		669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2015年11月		676,431	68.4%	305,848	30.9%	6,488	0.7%	988,767	100%
2015年12月		669,652	68.5%	301,512	30.8%	6,397	0.7%	977,562	100%
2016年1月		637,084	68.1%	292,097	31.2%	6,082	0.7%	935,263	100%
2016年2月		603,193	67.9%	279,709	31.5%	5,695	0.6%	888,597	100%

(兆円) 投信純資産残高(年末)



販売態別純資産残高の割合(年末)



ゆうちょ銀行諸指標

<貸借対照表(負債の部)>

(単位:億円)

年月	貯金	うち							債券貸借取引 受入担保金	その他負債 等	各種引当金 等	繰延税金負債	負債合計
		振替貯金	通常貯金	貯蓄貯金	定期貯金	定期貯金	特別貯金	その他貯金					
2005年3月	2,161,129	52,042	556,997	116,586	1,432,073	3,431			427,809	6,991		2,595,928	
2006年3月	2,039,053	58,104	563,529	79,624	1,334,888	2,908			361,758	6,899		2,407,711	
2007年3月	1,919,573	61,347	560,632	96,310	1,198,940	2,344			306,281	6,288		2,232,138	
2007年9月	1,865,159	64,518	543,698	115,978	1,138,865	2,100			273,659	10,448		2,149,299	
2008年3月	1,817,437	75,005	482,435	5,110	57,988	97,966	1,095,196	3,737	221,973	1,316		2,040,723	
2009年3月	1,774,798	72,700	461,098	4,666	174,086	290,589	768,353	3,307	98,824	1,342		1,883,012	
2010年3月	1,757,976	75,977	439,598	4,286	268,477	352,479	614,133	3,026	62,360	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	1,319	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	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	1,368	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	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	1,559	14,406	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	流動性貯金の 前期末増減額	定期性貯金の 前期末増減額	その他貯金の 前期末増減額			
2015年3月	1,777,107	▲13,581	610,536	▲4,670	1,164,530	▲9,367	2,040	454
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

<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	定期郵便貯金の 残高	定期郵便貯金の 前月末増減額
2015年11月	199,110	▲2,527	22,464	▲648	176,633	▲1,878
12月	196,118	▲2,464	21,847	▲605	174,258	▲1,858
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

(注)1 流動性貯金は、振替貯金、通常貯金である。

(注)2 定期性貯金は、定期貯金、定期貯金、積立貯金である。

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

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

(注)5 未払利子は含まれない。

<各種金利>

(単位:%)

年月	財政融資資金		定期貯金
	預託金利	貸付金利	
2015年10月	0.2	0.4	0.04
11月	0.2	0.4	0.04
12月	0.2	0.4	0.04
2016年1月	0.2	0.3	0.04
2月	0.01	0.1	0.025

(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	地方債	社債	外国債 (その他)	金銭の信託	貸出金	現金預け 金等	その他の 資産等	資産合計
2006年3月	1,522,415	1,325,998	86,592	78,415	31,410	33,213	41,270	70,931	809,669	2,477,498
2007年3月	1,650,165	1,467,211	81,306	74,318	27,328	19,272	43,760	83,048	520,037	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	1,658,916	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、その他資産、不動産、貸倒引当金を含む(2007年9月以前)。

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

<有価証券の評価(その他有価証券+満期保有目的の債券)>

(単位:百万円)

年月	国債		地方債		社債		その他		合計	
	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額	時価	評価差額
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	2,113,240
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
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

<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

(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	18,667	27,234	16,228	18,769	2014年4月～2015年3月

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

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

<信用リスク>

(単位:億円)

年月	エクスポージャー額	リスクウエイト区分ごとのエクスポージャー額					信用リスク・アセット額	リスクウエイト区分ごとの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		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)					補完的項目(一般貸倒)	リスクアセット等(E)	資産(オン・バランス)項目	オフ・バランス取引等項目	OPRを8%で除して得た額	自己資本比率(D/E)	Tier1比率(A/E)
		資本金	資本剰余金	利益剰余金	社外流出額	自己株式取得							
2009年3月	8,152,496	3,500,000	4,296,285	413,140	▲57,300	-	370	8,852,495	5,406,131	74,249	3,372,115	92.09%	92.08%
2010年3月	8,375,279	3,500,000	4,296,285	652,598	▲74,100	-	494	9,141,313	5,806,212	20,986	3,314,114	91.62%	91.61%
2011年3月	8,612,916	3,500,000	4,296,285	894,828	▲79,083	-	885	11,510,909	8,010,265	197,624	3,303,018	74.82%	74.81%
2012年3月	8,863,659	3,500,000	4,296,285	1,150,595	▲83,713	-	491	12,958,826	9,394,189	295,615	3,269,021	68.39%	68.39%
2013年3月	9,144,082	3,500,000	4,296,285	1,440,830	▲93,033	-	454	13,846,024	10,212,098	436,338	3,197,587	66.04%	66.03%
2014年3月	9,404,643	3,500,000	4,296,285	1,702,007	▲93,987	-	336	16,553,324	13,482,628		3,070,695	56.81%	-
2015年3月	8,274,010	3,500,000	4,296,285	1,968,617	▲184,717	▲1,299,999	315	21,533,490	18,490,222		3,043,268	38.42%	-

(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		経常費用	うち資金		うち営業経費	うちその他費用	経常利益	当期純利益
		運用収益	他収益		調達費用	他費用				
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

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