

ゆうちょ資産研レポート

2015年9月号

ファンダメンタル・アナリシス	1
新たな局面に入る世界経済と日本経済の展望	
JPモルガン証券株式会社 チーフ・エコノミスト 菅野 雅明	
マーケット・アウトLOOK	7
不透明感を増す外部環境と日銀金融政策	
S M B C日興証券株式会社 金利ストラテジスト 竹山 聡一	
特別報告	13
米国の二つのリテール金融機関	
明海大学 教授 朝日 譲治	
資産研コーナー	19
地域経済の活性化のための資産証券化	
一わが国におけるカバード・ボンドの導入可能性	
ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子	
統計データ集	25
ゆうちょ関連データ	31

ファンダメンタル・アナリシス

新たな局面に入る世界経済と日本経済の展望

JP モルガン証券株式会社 チーフ・エコノミスト 菅野 雅明

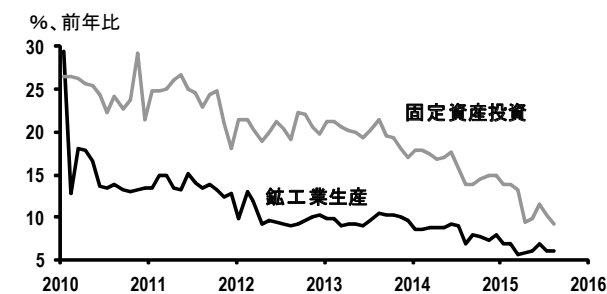
概要

世界経済は2つの不確実性に直面し市場は不安定化している。米国金融政策正常化の影響と中国経済の先行きに対する不確実性だ。米国の利上げで、これまで景気回復を支えてきた中央銀行によるバランスシート拡大という条件に変化が起きる可能性があるほか、中国経済の減速は新興国、資源国を含め、世界経済全体への影響が懸念される。先行きについては、米国経済は基本的に中国減速の影響を余り受けず、景気後退に陥るリスクは低いほか、中国政府も金融財政政策を総動員すれば、大きな落ち込みは当面回避可能と考える。日本では、中国ショックによる外需の低迷に加え、内需面でも従来想定していた「所得から支出への好循環」の波及メカニズムが十分に機能せず、消費・設備投資が下振れ気味だ。日銀の追加緩和が実施される可能性が高い。ただし、これらの政策はあくまで時間稼ぎであり、この間に、成長戦略と財政健全化を強く推進する必要がある。

中国ショックの影響

中国経済は、昨年後半以来、減速傾向を強めている。昨年のGDP成長率は7.3%だったが、本年初から9月までのGDPは年率6.5%程度の減速した模様だ（試算はJ.P.モルガン）。この間、とくに大きな減速を示しているのは固定資産投資で、伸び率（前年比）は、2013年中の20%台から足元では10%前後まで低下している（第1図）。これを受けて、鉱工業生産の伸びも鈍化し、併せて輸入も激減している。中国の輸入（金額ベース）前年比は前年割れが9ヶ月続いている。数量ベースでも急速な減速が起きていると見られる。

（第1図）中国：鉱工業生産と固定資産投資



出所：中国国家统计局

（第1表）GDPが1%変化した場合の影響

	(%ポイント、4四半期累計)			
	GDPが1%変化した場合			
	米国	ユーロ圏	日本	中国
世界経済	1.2	0.9	0.3	0.5
先進国	1.4	0.6	0.3	0.2
米国	—	0.3	0.3	0.0
ユーロ圏	1.3	—	0.2	0.4
日本	1.8	1.0	—	0.4
新興国	1.2	1.3	0.2	1.1
アジア	0.7	1.1	0.1	0.9
中南米	1.5	1.2	0.3	1.2
東欧、中東、アフリカ	2.2	2.1	0.6	1.3

出所：J.P. モルガン

（注）計測期間は2000年～2015年第2四半期

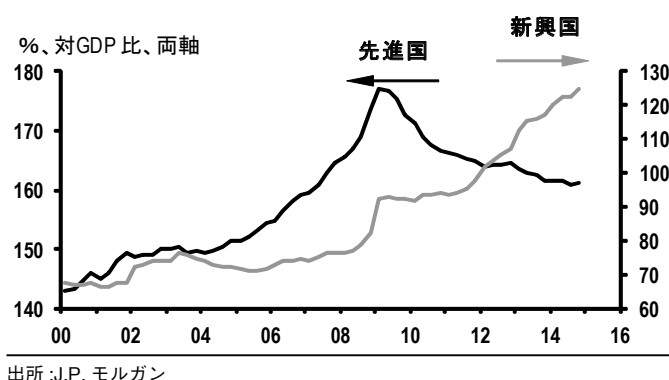
こうした状況下、中国経済への依存度が高い台湾、韓国のみならず、米国、日本でも中国の鉱工業生産の影響が顕著に観察される。世界の製造業に占める中国のウェイトが上昇してきた結果、中国ショックの影響は、各国の輸出と鉱工業生産の減少を通じて世界経済の成長を鈍化させる要因となっている。

J.P.モルガンの試算では、中国経済が1%減速すると、世界経済は0.5%減速するという関係がみられる

(第1表)。しかし、これを国別・地域別にみると、先進国への影響は0.2%に止まる一方、新興国への影響は1.1%とかなり大きい。これは、中国向け輸出減少という直接効果に加え、資源価格低下に伴う間接的な影響が大きいからだ。因みに、先進国の内訳を見ると、米国は0.0%、日本は0.4%となっている。米国経済が中国経済の減速の影響を受けないのは、原油価格の低下に伴うガソリン価格の低下で、国内の消費が喚起され、中国向け輸出減少の影響が相殺されるからだ。

中国を除く新興国でも経済の減速が顕著だ。新興国に共通する問題点としては、民間債務比率の上昇を挙げることが出来る。先進国では、リーマンショック後、企業部門での過剰債務の縮小が見られているが、新興国では一貫して同比率が上昇傾向にある(第2図)。この結果、一部の新興国では、自動車ローンの焦げ付きが目立つようになり、自動車ディーラーでは自動車ローンの提供を慎重化させている。また、景気が減速している新興国でも、インフレ率の上昇、期間プレミアムの上昇などから長期金利が上昇傾向となっており、これも経済にはマイナスだ。

(第2図) 民間非金融部門債務残高



中国での政策対応

こうした状況下、中国では、利下げ(今次局面で5回)と預金準備率の引下げ(同3回)を既に実施したほか、インフラ投資などの財政政策面でも景気テコ入れを図っている。さらには、財政状況が悪化している地方政府に対しても、債務スワップなどを通じて資金面でのサポートを行っている。この結果、不動産価格は一時下落したものの、主要都市部で再び上昇に転じている。生産面でも、早ければ10月中にも景気対策の効果が多少なりとも顕現化する見込みだ。

しかし、過剰生産設備問題はほとんど手付かずのままだ。中国の鉄鋼業では2割程度が過剰生産設備と言われているが、そこから産出される鉄鋼は、日本の年間粗鋼生産量の2倍近くに達する。中国では減産は小幅に止まり、国内で需要しきれなかった鉄鋼はアジアを中心に輸出されている。この結果、アジアでの鉄鋼価格は下落傾向となっている。こうした点は、鉄鋼以外の素材産業(ガラス、セメントなど)にも見られるほか、自動車でも販売台数が減少する中、3割以上の過剰生産能力が発生しつつある。このような過剰設備を保有し続けると、企業利益率が低下し、これが将来、不良債権化する可能性もある。

中国政府はトリレンマに直面

国際金融に関しては、一般に「資本移動の自由化」「為替レートの固定化」「金融政策の独立性」の3つ全てを選択することは出来ず、一つを放棄せざるを得ない。多くの先進国は、固定為替相場を諦め、資本移動の自由化と金融政策の独立性を維持している。

中国では、これまで資本移動の自由を制限することで人民元の事実上の固定相場制と金融政策の独立性を確保できたが、政府が掲げる自由化路線の下で、資本移動にかかわる制限をかなり緩和してきた。この間、米国利上げ観測が高まっていたこともあり、中国からの資本流出は加速し、外貨準備が減少、固定為替レートの維持も厳しくなりつつあった。中国政府の政策対応は難しさを増している。今後も景

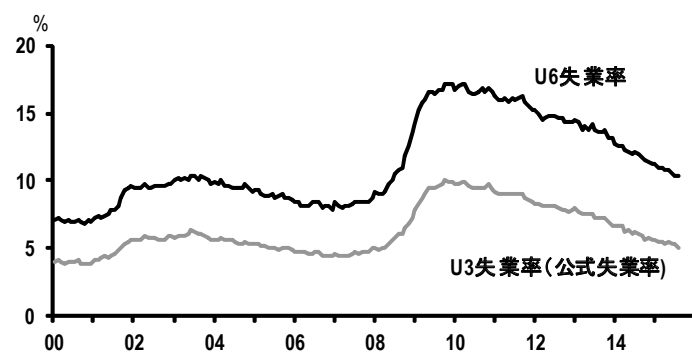
気テコ入れのために、一段の金融緩和が必要とされる可能性もあるが、資本取引を自由化すると、ますます資本流出に歯止めがかからなくなり、人民元の大幅な減価とインフレの悪循環に陥らないとも限らない。

そこで、中国政府が目先の安定を最優先するなら、資本流出を規制することで、金融政策の自由度を確保し、大幅な追加利下げを行う環境を整える、という選択肢が現実味をおびる。中国政府の自由化路線は正しい政策と考えるが、短期的には市場の変動を高めないと限らない。実際、中国政府は、為替先物市場への規制を強めているほか、過剰生産設備への対策としても国有企業の再編を本格化するとの見方が出ているが、これは、政府の権限を強化する形での「中国流の対処方法」である。このように、中国政府は短期的な対応手段を持ち合わせているので、適切な政策手段を政府が選択するという前提に立てば、中国経済が目先ハードランディングする可能性は低い。

高めの成長を維持する米国経済

米国では雇用の改善が進んでいる。失業率は、リーマンショック直後の 10.0% から 8 月には 5.1% まで低下したほか、非農業部門雇用者数も毎月平均 20 万人強増加している。雇用ミスマッチの代表的な指標とされている U6 失業率（経済的理由で臨時雇用されている労働者も失業者と見なす）も足元では急速に低下しつつある（第 3 図）。

（第 3 図）米国：2 つの失業率指標



出所：米国労働省

このほか、住宅投資も堅調だ。住宅着工件数は足元で 120 万戸（年率）と前年比で 2 割程度増加しているほか、住宅価格も緩やかな上昇基調を辿っている。さらに、個人消費面では、自動車販売が好調だ。ガソリン価格の低下を背景に米国自動車メーカーが得意とする大型 SUV の売れ行きがとくに堅調だ。

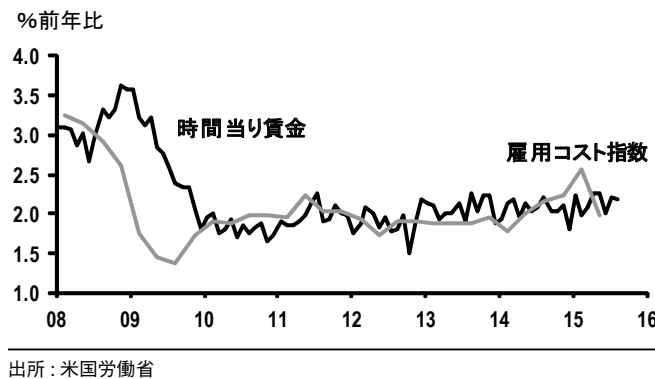
もっとも、企業業績面では、ドル高の影響もあって増益基調がやや鈍化しているほか、原油価格の下落により、原油探索関連の設備投資が減少している。このため、設備投資と関連の深い月次指標である耐久財受注はこのところ低迷している。

このように、米国経済は底堅く推移しており、今後も潜在成長率（2%弱）を上回る成長率は達成できる可能性が高く、中国経済減速の影響は、最小限に止まるとみられる。ただし、新興国の減速分を補えるほどの力強い成長は見込み難いであろう。

FRB の金融政策：9 月 FOMC は利上げ見送り

米国では、労働需給がタイト化しつつあるが、賃金上昇率の加速は見られていない（第 4 図）。また、エネルギー価格の低下もあり、インフレ率は低位安定している。こうした状況下、FRB の金融政策に関し 2 つの異なる立場が存在する。

(第4図) 時間当り賃金と雇用コスト指数



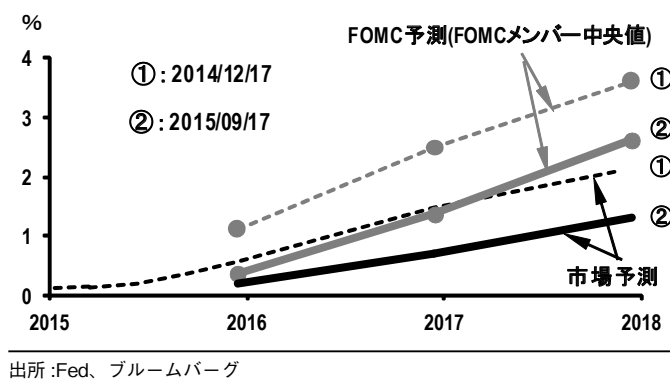
第1の立場は、足下のインフレ率は低水準であり、今後も直ちにインフレ率が上昇する可能性は低いので、利上げは慎重に行うべき、とするハト派の見方だ。海外情勢をより重視する立場でもある。シカゴ連銀のエバンス総裁などがハト派の代表だ。FRBの外では、サマーズ元財務長官などもこうした見方を支持している。

第2の立場は、今後さらに失業率が低下すると、近い将来賃金が上昇に転じ、インフレ率が上昇する可能性が高いが、実際にインフレ率が上昇してからの上昇では遅すぎるので、早めに利上げすべき、とのタカ派の見方だ。9月FOMCでの利上げ見送りに反対票を投じたリッチモンド連銀のラッカー総裁などがタカ派の代表だ。

鍵を握るイエレン議長は、両者の中間に位置するが、9月FOMCでは前者の立場を支持した。もっとも、FRBは伝統的に、金融政策が発動されてから効果を発するまでに1年近くかかるので、1年後のインフレ率を予測して行動する必要がある、という考え方はFRB内で共有されている。また、FOMCメンバーが考えている中長期的な均衡失業率は4.9%～5.2%であり、8月失業率(5.1%)はその範囲に達している。そこで、「さすがにゼロ金利は早期に解除すべき」というのがFRB内での多数派意見となっている。

ただし、利上げテンポは緩やかに止まるであろう。2004年6月に始まった前回の利上げ局面では、FRBの政策金利であるFFレートは1.0%から5.25%まで上昇したが、9月FOMC直後の時点で市場が予想する2017年末のFFレートは1.3%と、今後2年余りで5回(各0.25%の利上げを前提)程度の利上げという極めて緩やかな利上げを市場では想定している(第5図)。

(第5図) 米国：政策金利予測



今後の利上げテンポについても前記と同様に2つの異なる立場が存在する。一つは、インフレリスクが小さい以上、利上げペースもごく緩やかにすべきという主張であるが、他方、あまり緩やかに利上げ

すると資産バブルが発生しかねず、資産バブル対策として急激な利上げを行うとそれがバブル崩壊に繋がるので、あまり緩やかな利上げは却って危険、とする見解だ。イエレン議長は、前回の利上げでも結局は不動産バブルを招来したという反省に立ち、資産バブルの発生は防ぎたいと考えているようだが、同時に、マクロプルーデンス政策により、前回のような金融市場での過熱は見られていないので、仮に資産価格が下落に転じても深刻な資産デフレは回避できるという見方もある。

金融政策と資産価格の関係は、歴史的にも議論が分かれるが、FRBが直面するリスクは、早く利上げしすぎて景気の腰を折ってしまうリスクと、利上げのスピードがゆっくり過ぎて過度なインフレ、あるいは資産インフレを生み出してしまうリスク、の2つだ。どちらのリスクが大きいかについてはFOMC内でも意見が分かれるだろうが、イエレン総裁は優れた経済学者であると同時に、優れた実務家との評判も高い。イエレン議長は、9月FOMCでは、前者のリスクを重視した決断を行ったが、今後は2つのリスクを常に念頭に置き、経済指標を丁寧に分析し、バランスのとれた政策判断を行っていくであろう。

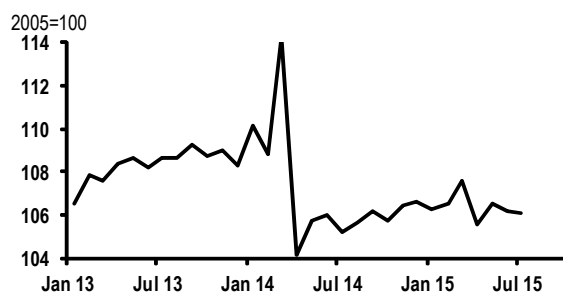
減速に転じた日本経済

本年初の日本経済展望は、筆者を含めて楽観的な見通しが多かった。それは、①円安による企業収益の増加、②労働需給タイト化による賃金上昇、③原油価格低下による海外からの所得移転、④消費税増税効果の一巡、による経済押上効果が期待できたからだった。

しかし、第2四半期以降、日本経済の減速が目立ってきた。確かに第1四半期が4.5%成長と高い成長率が実現した後なので第1・2四半期を平均すれば1.7%成長ということになるが、第3四半期についても当初期待されたほどの力強い反発は見られていない。年後半の日本経済は年初の予測に比べると、かなり下ブレする可能性が高い。その要因の一つは、中国に代表されるアジア経済の減速だ。日本の輸出の4割を占めるアジア経済の減速は日本の経済にとって打撃だ。

しかし、内需も決して万全とはいえる状況ではない。それは、上記①～④が実現しなかったからではない。第2四半期の企業収益は、財務省法人企業統計によると、リーマンショック前のピークを2割程度上回る史上最高益が実現された。また、第2四半期以降、実質賃金（前年比）はプラスに転じ、原油価格も1月を底に一旦は減少したものの、5月から再び低下している。にも拘わらず、個人消費の回復は捗々しくない（第6図）。第2四半期の実質個人消費の水準は2013年平均を2.5%下回っている。

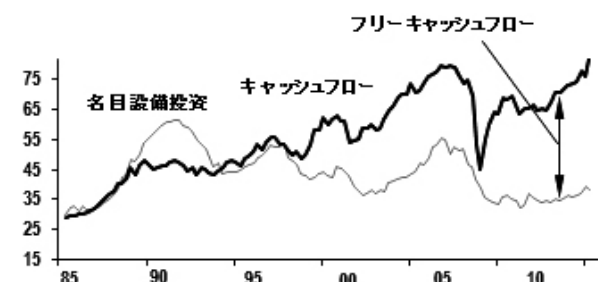
（第6図）個人消費総合指数



出所：内閣府

（第7図）設備投資とキャッシュフロー

兆円、季節調整済み年率



出所：財務省、J.P. モルガン

一方、実質設備投資は、緩やかな増加基調にあるものの、企業収益の伸びに比べると、大幅に見劣りする。リーマンショック前のピークを2割程度下回っている。確かに、設備投資と賃金は緩やかに増加しているが、企業利益の増加に比べるとごく僅かに止まっている（第7図）ので、その結果、企業の手元資金（その大半は銀行預金）は歴史的な高水準となっている。

企業では、内部留保の一部は、いずれ自社株買いや増配で株主還元すると見られるが、それでも、足

元で銀行預金に積み上げられた資金は、銀行の貸し出しがさほど伸びていない状況では銀行は国債の購入を増やすだけなので、資金は結局国庫に戻ってしまい、民間経済の成長にはあまり寄与しない。「所得から支出への好循環」が十分に見られていない。

このことは、企業が国内の投資機会に魅力を感じていないことを示唆している。とはいえ、企業は投資に消極的な訳ではない。日本企業による海外企業買収の M&A は過去最高のペースで進められている。次に、企業は、国内でのインフレ率上昇をあまり信じていないようにも見える。インフレ期待が高いのであれば、金利ゼロの銀行預金に資金を寝かせることは選ばないであろう。こうした点を勘案すると、アベノミクスは上手く行っているものの、企業の国内での投資態度を大きく変えるほどには至っていない、ということなのだろう。

日銀の追加緩和の可能性高まる

足下のコアインフレ率（生鮮食料品を除く CPI 前年比）はゼロ近辺で推移しており、日銀が目標とする 2% を大きく下回っているが、この点につき日銀はさほど懸念している様子は窺われない。日銀は、これは原油価格の下落によるもので「物価の基調」は緩やかに上昇している、との判断だ。

日銀によると、「物価の基調」とは、需給ギャップと期待インフレ率で判断する、とのことだ。需給ギャップの計測の仕方は一様ではないが、GDP をベースに考えると、日本経済の潜在成長率とされる 0.5% 前後（日銀は 0.3% 程度と考えている）の成長率を超えるかどうかで判断されるが、第 2 四半期マイナス成長の後、第 3 四半期もプラス成長が微妙な状況となっている。7 月後半から 8 月前半までは猛暑で消費が増えたが、8 月後半からは長雨、豪雨で消費が落ち込んだ可能性がある。この間、設備投資は緩やかに増加基調にあると見られるが、輸出は回復力に乏しい状況だ。第 3 四半期がゼロあるいはマイナス成長となると、日銀は情勢判断をさらに下方修正する必要に迫られよう。

期待インフレ率については、様々な計測方法があるが、市場で計測される期待インフレ率（インフレ連動債から推計される BEI など）はせいぜい 1% 止まりで、日銀の目標である 2% からは程遠い。また、企業の期待インフレ率は上記のとおり、目だった上昇は見られていない。日銀が注目する「東大日次物価（売上高）指数」は、全国の主要スーパーマーケットでの価格を日次ベースで集計したもののだが、8 月中央現在で前年比 1% 強上昇している一方、売上高も同プラスで推移している。日銀は、消費者が物価上昇を受け入れ始めた、との解釈だが、この見方が正しいとすると、今後も日次売上高指数（前年比）がプラスで推移する必要がある。この点は、今後も要注目だ。

いずれにせよ、日銀は、今後いずれかの時点で、「2% インフレが 2016 年度前半頃までに実現する」という見方を変える必要（＝先送りする必要）が出て来よう。その場合、日銀が信認を維持するためには、追加緩和が必要になる。その時期については、当初は、来年 1 月の可能性が高いと考えていたが、足下で経済が下ブレする場合には 10 月末での追加緩和の可能性が高まる。そこでの追加緩和の内容は、国債を中心とする資産買入増額であろう。

しかし、日銀が追加緩和をしたとしても、それで（例えば）企業の期待インフレ率が高まるとは言い切れない。日本経済の先行きに対し、消費者も企業も明るさを感じて初めて消費、設備投資が増えることになる。そのためには、日銀が追加緩和で時間稼ぎしている間に日本経済の生産性を大幅に上昇させる成長戦略を大胆に進めることが必要だ。具体的内容は、すでに発表されているので、必要なのは強い政治的意思とそれを受容する国民の支持だ。残された時間は限られているが、この間に成長率を高め、財政健全化に道筋をつけることが出来れば日銀の量的質的金融緩和からの出口も初めて見えてくる。

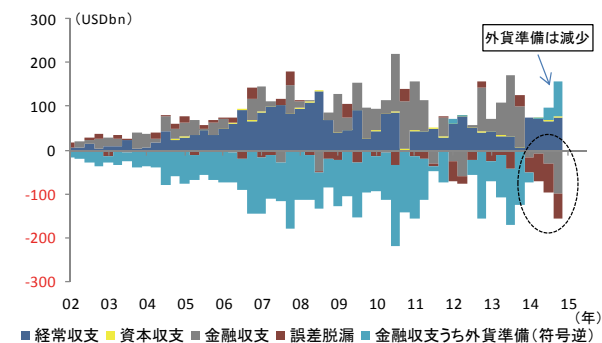
不透明感を増す外部環境と日銀金融政策

SMB C日興証券株式会社 金利ストラテジスト 竹山 聡一

■中国による外貨準備の取り崩し

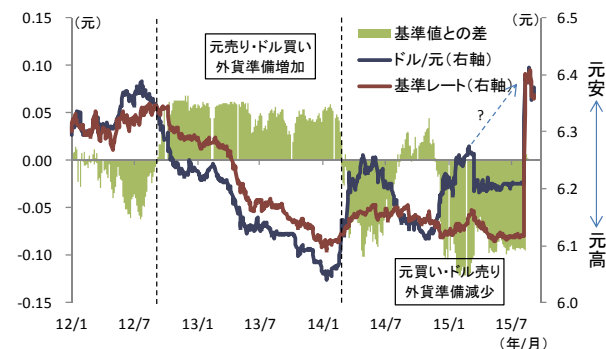
2015年夏場までの国債市場の関心事は、需給以外では専ら欧米の経済と金利動向だった。ギリシャのユーロ離脱懸念が生じて不透明感が強まる場面はあったが、現状の中国経済への懸念に比べれば些末な出来事だったと誰もが思っているだろう。そもそも中国経済の変調は2014年頃から生じており、それがこの8月の中国人民銀行によるドル元基準レートの切り下げによって国内外の中国経済・政府への不安感が一気に表面化した結果、足元の世界的な株式・為替市場の混乱につながったと考えられる。例えば中国国際収支(図表1)によると、2014年から誤差脱漏による大規模な資金流出が2015年3月末までの4四半期続き、直近2四半期で外貨準備も減少に転じている。この背景としては、中国経済が減速する中、元の為替レートが実力以上に元高の水準にあると認識されてきたことが影響している可能性がある。中国は2005年から通貨バスケット制を採用しており、為替レートを安定させるために中国人民銀行が需給を調整してきたが、2014年3月頃から基準値を上回る元安を容認するような形となっている(図表2)。しかし、今年に入って両者の乖離がさらに大きくなると、一転して元安を抑制するような介入を行って基準値と実勢値を一定の範囲にとどめようとしていることを示唆している。言い換えれば、実力以上の元を売って他国通貨を買う動きが強まったため、中国政府・中央銀行は元買い・ドル売りで一方的な元安を阻止していた可能性がある。

図表1：経常収支は黒字だが、誤差脱漏のマイナスが続く中国の国際収支



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

図表2：基準と実勢のかい離が拡大していたドル元の基準レートと実勢レート



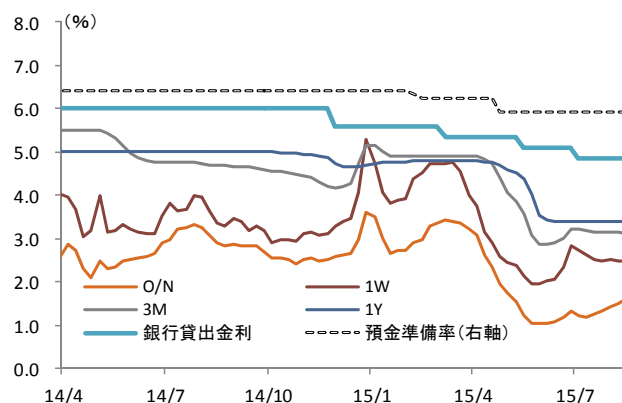
出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

例えば、日本円に置き換えて考えると、本来の実力は1ドル = 100円のはずが、当局の円安抑制策によって1ドル = 90円に据え置かれていれば、市場では大量の円売り・ドル買い需要が生じるはずである。そうした中で円安を抑制し続けるためには、中央銀行は市場とは反対にドル売り・

円買いを行う。すなわち外貨準備を取り崩すことになる。それでも円高に戻らないのであれば、基準レートのほうを実勢に近い水準まで一気に切り下げて、介入の必要を後退させるとともにそれ以上のキャピタル・フライトに歯止めをかける手段は考えられる。しかし、この手段はある程度のガス抜きにはなる一方で自国通貨不安を高めてしまう可能性もある。話を中国に戻すと、元を切り下げた後の基準レートは若干元高に誘導され、実勢レートとの乖離も生じていないが、株価の下落や中国経済指標をみる限りまだ不安感は解消されていないと思われる。市場の元売り圧力が依然として強い状態の中、当局が基準と実勢を一致させるために引き続きドル売り・元買いを積極化しているとすると、中央銀行が元を吸い上げるため市場では元が不足する。そのため、市場では金利に上昇圧力が加わってしまう（金融引締）ため、預金準備率を引き下げ、資金供給も積極化（金融緩和）する不胎化政策が実施されている。しかし、上海銀行間取引金利（SHIBOR）翌日物の上昇が続いていることに注目すると、中国市場における資金需要が強い状態（金融引締効果＞金融緩和効果）が続いていることを示唆している（図表3）。まだ、中国金融市場が完全に落ち着いたとは言えないだろう。

図表3：外貨準備取り崩しによる金融引き締め効果が勝り、短期金利が上昇基調

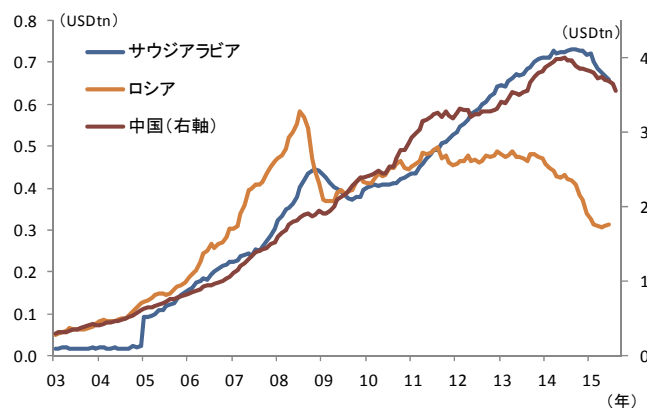
中国の金利動向



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

図表4：産油国と中国が減少、他新興国への波及も想定される

各国の外貨準備残高



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

■過剰流動性相場は終わりに向かいつつある？

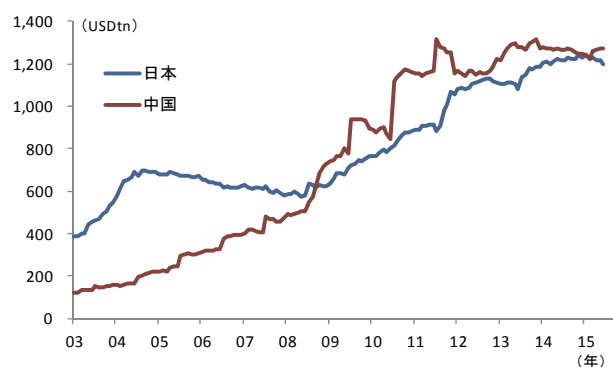
こうした外貨準備の取り崩しは中国に限らず、産油国であるロシア、サウジアラビアでも確認されている（図表4）。ロシアに関してはウクライナ問題に伴った経済制裁の影響もあるが、両国とも原油価格の急落によって経常収支が悪化している影響が大きい。これまでは米QEによって市場に供給されたマネーが原油価格などコモディティ価格を押し上げ、産油国は経常黒字が続き外貨準備が積み上がったが、昨年半ば以降はこれが逆流してきている。

世界的に膨張した外貨準備はドル・ユーロ・ポンド・円など主要通貨に分散され、運用は主に短期の国債だとすれば、外貨準備が減少するとそれらの通貨とその国の国債が売られ、各国金利には上昇圧力が加わると想定される。現在Fedが検討しているような利上げ（短期金利の誘導目標の切り上げ）が「能動的な金融引締め」とすると、こうした外貨準備の取り崩しは「受動的な

金融引締め」の効果があるとも言える。

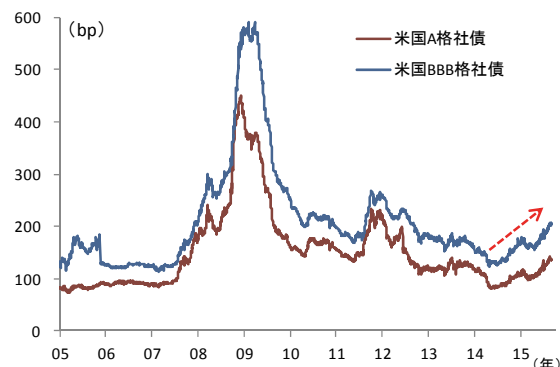
但し、中国の外貨準備削減に関しては、今のところダイレクトに金利上昇圧力となるわけではなさそうだ。今年の2月、6年5ヶ月ぶりに日本が保有する米国債（短期債含む）の残高が中国を再逆転したが、その後は再度中国がトップとなっており、直近判明している6月までに米国債残高が減少したことは確認されない（図表5）。外貨準備だけでも中国は日本の約3倍あるものの、米国債の保有残高は同程度であり、中国の外貨準備運用が米国債以外の割合も大きいことを示唆している。中国の外貨準備の取り崩しは単純に米国債金利に上昇圧力が加えるというわけでもないのだろうが、社債スプレッドなどの信用スプレッドの拡大に影響している可能性は否定できない（図表6）。

図表5：6月末まででは中国の米債売りは確認できず
米国債（短期含む）保有残高



出所：ブルームバーグ、SMBC日興証券

図表6：米経済は好調なはずだが、スプレッドが拡大
米国の社債スプレッドと S&P500 指数



出所：ブルームバーグ、SMBC日興証券

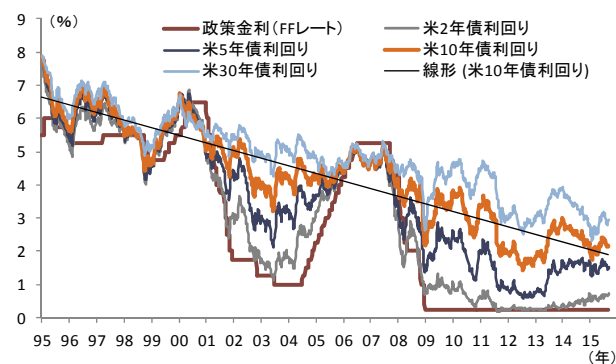
■ Fed 利上げと日米長期金利

それでも、Fed が年内に利上げを実施するという観測自体は崩れていない。米実質 GDP 成長率は 2015 年 1-3 月期に +0.6% と伸び悩んだが、4-6 月期に +3.7% と大きく改善するなど、6 月時点でも利上げが正当化されるような経済環境だったことが示されている。元々 2015 年内の利上げ実施自体は市場に織り込まれており、その後の利上げのペースや上限の想定が米長期金利の水準を左右すると考えられていたが、今となっては世界経済の鈍化懸念が重石となってペースは相当慎重化し、最終的な金利水準もあまり高くないことが見込まれる。過去の利上げ局面を振り返ってみると、カーブがフラット（年限間利回り較差が小さい）な状態で実施した 1999～2000 年にかけてはカーブが全体的に押し上げられたが、カーブがスティープ（年限間利回り較差が大きい）な状態から実施した 2004～2006 年の利上げ局面では長い年限ほど上昇圧力を受けにくく、カーブがフラット化していた（図表7）。原因としては諸説あり、結論は得られてはいない。しかし、カーブがスティープな状態である現状は 2004 年からの利上げ局面と共通しており、短期金利の上昇がすぐに長期金利を押し上げにくい状態であることは確かだろう。

利上げによる米長期金利の上昇に限られるのであれば、JGB 金利への上昇圧力も限定的となり得る。図表8は米長期金利と日長期金利の推移を水準調整してみたものだが、一時期を除いて連

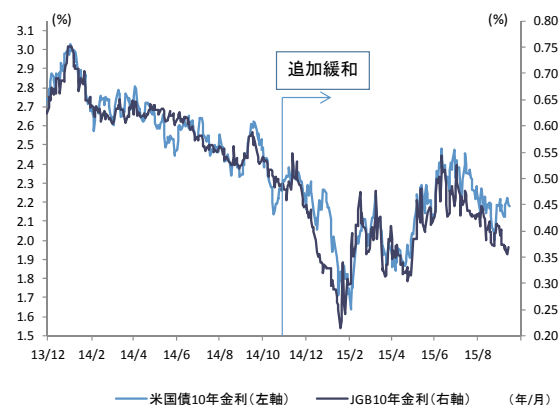
動性が高いことが確認できる。足元で乖離が生じているが、日銀の追加緩和観測が高まっていることや、米利上げの見送りをJGBが見込んでいる影響があるだろう。日銀が大量に国債を保有しているというストックビューに基づく効果は全くないとは言えないが、残高が増え続ける中で米金利との乖離が拡大していかないところを見ると、まだ限定的な効果しか発揮していないようだ。しかし、現状のネット国債発行が年間 30 兆円程度の中、日銀買入れはグロスで年間 110 兆円、ネットで年間 80 兆円と年間約 50 兆円を市場吸収する大規模なものであり、ストックの効果は先行き強まっていくことが想定される。

図表 7：2004 年の利上げ局面と同じくカーブは順イールド
米金利の推移



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

図表 8：乖離も見られるが、基本連動して推移
(水準調整後の) 日米長期金利の推移



出所：ブルームバーグ、SMB C日興証券

■前回の日銀追加緩和決定時との共通点と違い

今後、ストック効果によるJGBへの金利低下圧力は強まっていくと想定される中、果たして足元で観測が高まっているようなさらなる追加緩和は必要だろうか？確かに中国経済の減速懸念や原油安によって、足元の環境は昨年10月に日銀が追加緩和を実施した時との共通点があり、観測自体が高まるのは前回の決定がサプライズだったことを含めて仕方のないことではある。

前回の追加緩和が実施された背景としては、①原油安による物価上昇率の失速②2014年に入ってから円安・株高の二重苦③消費増税の反動減からの鈍い回復④8%から10%への消費増税の決断を目前に控えた時期など様々な要因が重なったことが挙げられる。では、足元の状況はどうか。

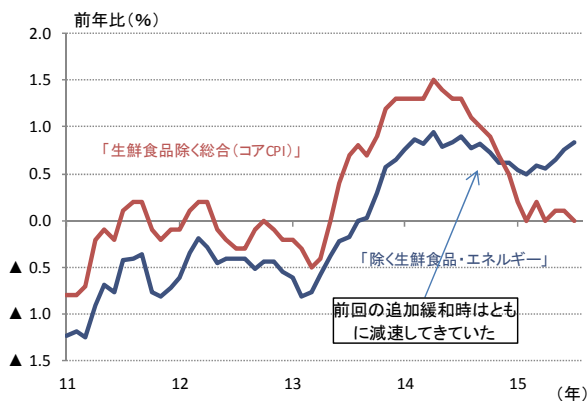
①物価：原油価格の緩やかな上昇を前提として物価が上昇していく経路が想定されていたが、前提に反して原油価格は伸び悩み、コアCPI上昇率はゼロ%近傍で横ばい②円安・株高：中国経済などへの懸念から日経平均株価は年初からの上昇が帳消しとなり、若干円高へと巻き戻されている③GDP成長率：民間消費と外需の弱さから2015年度4-6月期は前期比年率▲1.2%とマイナス成長となり、7-9月期もマイナス成長が懸念される弱い状況④次回は法律が改訂されない限り、2017年4月に引き上げられるが、まだ1年以上の猶予がある。このように①～③は前回追加緩和時と似通っている。

しかし、追加緩和はまだメインシナリオ、コンセンサスとは言えないだろう。日銀は当初目標としていた達成時期である「2年」を既に曖昧化し、物価に関しても水準よりも基調、その目安も「生

鮮除く総合（コア CPI）」だけでなく「生鮮・エネルギーを除く総合」が勘案されるようになってきている（図表 9）。まず、達成時期に関しては、「原油価格が現状程度の水準から緩やかに上昇していくとの前提にたてば、2016 年度前半頃」としているため、原油価格の伸び悩みを原因とした後ずれは許容され得る。日銀の想定は 2015 年 4 月の展望レポートによると「ドバイ原油価格が見通し期間（2014 年度～ 2017 年度）の終盤にかけて 70 ドル前半に緩やかに上昇していく」である（図表 10）。次に物価の基調は、円安などによって価格が上昇している「食料」を加え、原油安の直接的な影響を除いた「生鮮・エネルギー除く総合」は、当社の試算では今年の 2 月に底打ちして 7 月に前年比 + 0.8% まで上昇してきており、上昇基調を維持していると判断することは可能だ。

図表 9：エネルギーを除けば、上昇基調を維持

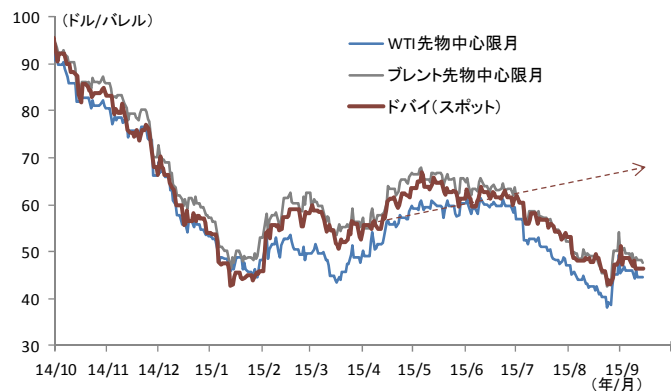
「除く生鮮食品・エネルギー」ベースの消費者物価（前年比）



注：消費増税の影響除く、当社推計含む
出所：総務省、SMBC日興証券

図表 10：緩やかな上昇基調とはなっていない

原油先物価格（スポット）



出所：ブルームバーグ、SMBC日興証券

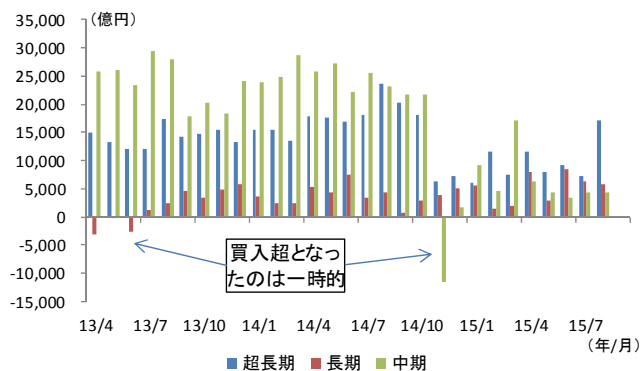
また、追加緩和の効果と副作用を比べた時に、限界的な効果が副作用を上回る可能性があることも決断を躊躇わせる要因だろう。日銀 QQE の要は、「円安」と「実質金利の低下」と考えられるが、1 ドル = 125 円がいわゆる「黒田ライン」（6 月 16 日の参議院での発言）とされ、それ以上の円安進行に抵抗感が生じる可能性や、名目金利を一段と低下させることが可能かどうか不透明感がある。効果が限られる可能性がある一方で、潜在的な副作用が蓄積する可能性は高い。具体的な副作用は「国債市場の流動性の低下」や「財政ファイナンス懸念」などが挙げられるだろう。流動性に関しては、日銀自身が「国債市場の流動性指標」を発表しておりこれに鑑みれば、明確に流動性が低下しているとは言えないものの、SC レポレートがマイナスとなる銘柄数が増加する頻度が高まるなど、局所的に低下しやすくなっているとは言えそうだ。財政ファイナンス懸念に関しては出口で高まりやすいと想定されるが、今以上に買入額を増やすことでそれよりも前に顕在化してしまうリスクは高まるだろう。万が一、大規模な緩和をして経済環境が改善しなかった場合、日本の財政不安が加速していくだけという結果になっても不思議ではない。

■勝ち目が生じた時こそ短期決戦を仕掛けるタイミング

世界的に景気への不透明感が強まる中、そのようなリスクを冒してまで、日銀はさらなる大規模な追加緩和を実施するだろうか？図表 11 は毎月の入札によって市場に発行される国債の量と、日銀が市場から買い入れる国債の量を差し引いたものだが、買入れ量が発行量を上回ったのは一時的であり、日銀自身が発行を上回る買入れに対しては消極的だと考えられる。こうした姿勢を保ったまま追加緩和を実施したとしても、買入れを増やすことが可能なのはほぼ「10 年超」の超長期区分に限られ、小規模なものになってしまう。2014 年 10 月末の追加緩和後の各年限の金利推移をみると、明らかに金利低下に働いているのは、「25 年超」の買入れ量が 4 倍程度に増加したことを反映した 30 年くらいである（図表 12）。つまり、明確に更なる金利押し下げ圧力を加えるのであれば、「副作用のない薬はない」とされるように、財政ファイナンスへの懸念を緩めて発行量を上回る買入れを継続的に実施する必要があると考えられる。日銀が残存「1 年以下」と「1 年超 5 年以下」の買入れを合わせて 2014 年 11 月に 6 兆 8,200 億円、12 月に 5 兆 6,200 億円と発行（2 ヶ月で約 11 兆 5,000 億円）を上回る買入れを実施した結果、2015 年初の 2 年や 5 年金利のマイナス化に影響したこと、その後買入れを縮小すると金利がマイナス化しないということは、外部要因を含めて実験の結果の一つだろう。

図表 11：発行を上回る買入れには消極的

国債の発行額と日銀の買入れ額（月次）

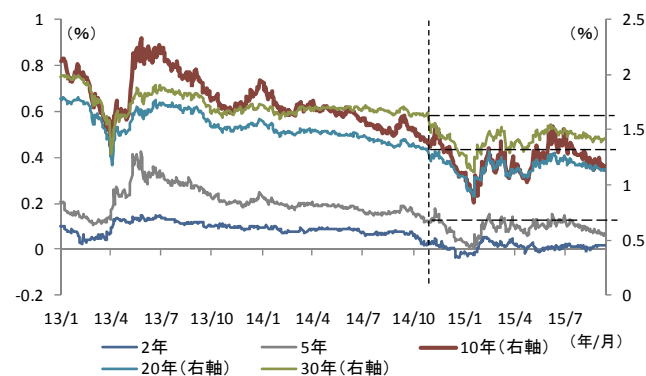


注：超長期は（20、30、40 年と流動性供給入札による発行）－（日銀オペ「10 年超」）、長期は（10 年と流動性供給入札による発行）－（日銀オペ「5 年超 10 年以下」）、中期は（2、5 年入札による発行）－（日銀オペ「1 年以下」「1 年超 5 年以下」）

出所：財務省、日本銀行、SMBC日興証券

図表 12：追加緩和で明確に金利低下したのは超長期くらい

JGB 各年限の金利推移



出所：ブルームバーグ、SMBC日興証券

まとめると、日銀が迫られているのは、短期決戦を挑むか持久戦に持ち込むかといったところである。すぐにでも物価上昇率が 2% に高まる自信があれば、成果を誇示するような大規模な追加緩和は可能だが、自信が乏しければ現状維持でやり過ごし、確度が高まる時を待つのが妥当である。本来は逆なのだが、切れるカードが残り少ないために一種のジレンマに陥っているというのが現状であり、次に日銀が現状の QQE をそのまま強化した時こそ、国内経済の見通しが明るくなるタイミングなのだろう。その意味では、政府による財政政策の強化との同時実施などが効果を高める機会となり得る。

米国の二つのリテール金融機関

明海大学 教授 朝日讓治

最近、何かと話題にのぼる米国の二つのリテール金融機関を紹介しよう。クレジット・ユニオンの中で組合員数と総資産のいずれの点でも最大の規模を誇るネイビー・フェデラル・クレジット・ユニオンと、ニューヨークをベースに商業銀行の中で目覚ましい成長を続けるシグナチャー銀行である。

米国の金融機関は、周知のように「商業銀行」、「貯蓄金融機関」、「クレジット・ユニオン」の三種類からなっている。図表1は、3つの業態の機関数と資産を2013年と2014年についてまとめたものである。いずれの機関でも機関数が減少し、資産は増加していることが分かる。クレジット・ユニオンの資産は、全金融機関のほんの6.8%に過ぎないが、機関数は金融機関総数のほぼ半数を占めている。

図表1 米国の金融機関の種類・機関数・資産

金融機関の種類	機関数 (2013.6.30)	資産 (2013.6.30)	機関数 (2014.6.30)	資産 (2014.6.30)
商業銀行	5,980	13兆350億ドル	5,757	14兆1060億ドル
貯蓄金融機関	960	1兆60億ドル	899	1兆590億ドル
クレジット・ユニオン	6,930	1兆56億ドル	6,671	1兆1125億ドル

(注1) 商業銀行とクレジット・ユニオンは、国法と州法に基づいて設立された金融機関の合計である。

(注2) クレジット・ユニオンは、米国50州の他、プエルトリコ他の連邦自治州の信用金庫数を含む。

(出所) Federal Deposit Insurance Corporation、Credit Union National Association。

図表2は、クレジット・ユニオンの過去7年間の動向を示している。2015年3月31日現在の機関数は6,331であり、組合員数は1億120万人、実に米国人の3人にひとりが組合員となっている。総資産額は1兆1730億ドル、クレジット・ユニオン当たりの資産は、単純平均で1億8500万ドルとなるが、メディアンは2500万ドル（図表2には掲載されていない）に過ぎないので、クレジット・ユニオンの半数は、総資産2500万ドル以下の小規模の資産を保有していることになる。

図表2 クレジット・ユニオンの動向

	2015**	2014	2013	2012	2011	2010	2009
組合数	6,331	6,398	6,680	6,956	7,236	7,486	7,708
組合当たり資産*	185.3	177.6	161.0	148.8	134.6	123.8	116.3
総資産(10億ドル)	1,173	1,136	1,075	1,035	974	927	897
組合員数(千人)	101,207	100,512	97,449	95,058	93,108	91,760	91,157

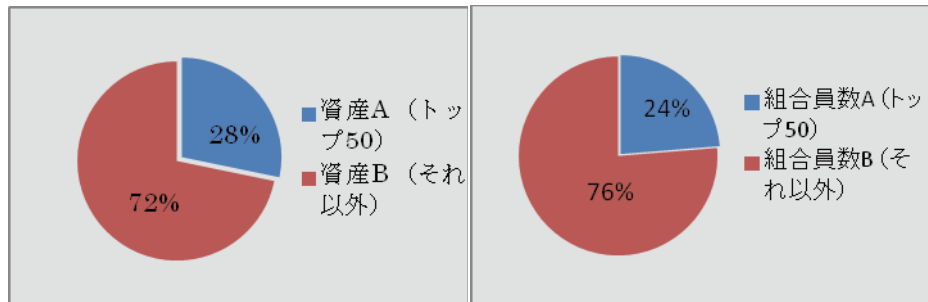
(注) 表中の数字は、連邦法と州法それぞれに基づき設立されたクレジット・ユニオンの合計。

*組合当たり資産の単位は100万ドル。 **2015年については3月末日、その他は12月末のデータ。

(出所) CUNA <http://www.cuna.org/Research-And-Strategy/Credit-Union-Data-And-Statistics/>

資産規模の大きさトップ 50 にランクされるクレジット・ユニオンが占める資産は、図表 3 が示すように 28% のシェア、また組合員総数 1 億 120 万人のうちトップ 50 のクレジット・ユニオンの組合員数のシェアは 24% である。

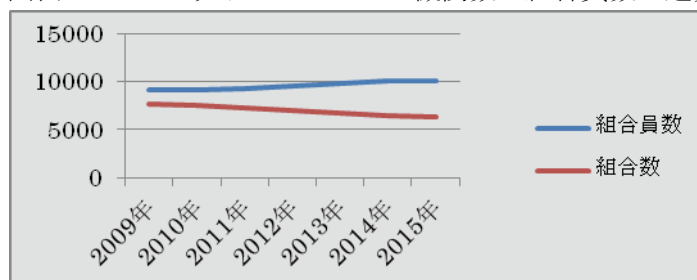
図表 3 トップ 50 のクレジット・ユニオンの資産と組合員数



この数字を商業銀行と比較してみよう。同時期の商業銀行数は 5,757、総資産額は 14 兆 1060 億ドル、クレジット・ユニオンのトップ 50 に対応する商業銀行のトップ 50 (クレジット・ユニオンと比較するため実際にはトップ 47) を計算すれば、ほぼ 95% を占めることになる。また、商業銀行トップの JP モルガン・チェイスの資産は 2 兆 5270 億ドル、これはクレジット・ユニオン全体の総資産額の 2 倍にあたる。さらに、バンク・オブ・アメリカ、シティ・グループ、ウェルス・ファーストを加えた四大銀行だけで、7 兆ドルを優に超え、商業銀行全体の 56% の資産を有するのである。

図表 4 は、クレジット・ユニオンの機関数と組合員数の趨勢を図表 2 に基づきグラフ化したものである。2009 年には 7,708 あった機関が、2015 年には 6,331 にまで減少している。その一方で、組合員数は増加し、2014 年には 1 億人を超えた。

図表 4 クレジット・ユニオンの機関数と組合員数の趨勢



(注) 組合員数の単位は 10 人である。

クレジット・ユニオンは、共通の絆—地域・業態・業域・民族など同一の条件を満たす人々によって組織される組合である。メンバー資格を得るためには、一定額の預金をし、それを維持することが必要である。組合員の預金をプールし、融資を必要とする組合員が借り受ける。組合の運営は民主的に行われ、預金高の多寡に関わらずひとり 1 票の投票権を持つ組合員が相互に役員を選出する。役員は、組合員の代表としてクレジット・ユニオンの経営に参画する。

クレジット・ユニオンは世界各地に古くから存在する。経済が未成熟の時代、庶民は仲間を募り、資金を出し合い、必要が生じた際にはプールした中から融資を受けるといった自然発生的な制度があった。わが国では、「講」と呼ばれ、相互扶助団体として頼母子講や無尽講が存在していたことが想起される。

もちろん、相互扶助の精神は、金融に限らずさまざまな形で現れる。たとえば、第1次大戦の中国の青島で捕虜になり日本に送られたドイツ兵の例である。収容所で過ごす中で、ドイツ兵たちが金を出し合い、病気になった仲間の医療費を賄うという健康保険組合を結成したという興味深い例もある。

そもそも、クレジット・ユニオンは、その成り立ちから小規模の金融機関のはずである。ところが、図表5の資産規模の分布からも明らかなように、最近、資産が10億ドルを超える機関が全体の4%を占めるようになってきた。

図表5 クレジット・ユニオンの資産の分布

資産	機関数の分布
2500 万ドル以下	50%
2500 万ドル～5000 万ドル	14%
5000 万ドル～5 億ドル	28%
5 億ドル～10 億ドル	4%
10 億ドル以上	4%

(注) データの関係上、本表でのクレジット・ユニオン総数は 6,398 である。

(出所) CUNA <http://www.cuna.org/survey/>

とりわけ目を引くのが全米に組合員を持つネイビー・フェデラル・クレジット・ユニオンである。名前はネイビーとなっているが、陸軍、空軍、海兵隊、沿岸警備隊に所属する人々にも資格がある。1933 年、連邦法に基づいて創設されて以来、軍人とその家族、国防省の職員、軍の退職者などから、もっとも選好され、信頼される金融機関であることを目標にしてきた。ひとたび組合員になると、軍を離れても、組合員資格は継続する。

図表6 ネイビークレジット・ユニオンの現状 2015 年第 2 四半期

総資産	699 億 2692 万ドル
預金額	471 億 8059 万ドル
貸出額	508 億 1863 万ドル
組合員数	569 万人

(出所) Navy Credit Union ホームページ <https://www.navyfederal.org/about/about.php>

ネイビー・フェデラル・クレジット・ユニオンは、全米で最大のクレジット・ユニオンであり、図表6で見るといずれの数字も桁外れである。総資産 699 億ドルは、商業銀行の資産高に当てはめると 30 位にランク付けられる。

もともと、クレジット・ユニオンと、資産 10 億ドル未満で特徴づけられるコミュニティ・バンクとの間には、預金獲得の上で確執があった。クレジット・ユニオンの金融サービスの内容も拡充し、商業銀行の金融サービスに匹敵するようになると、当然、両者のライバル関係は激化する。重要な争点は、連邦所得税とほとんどの州で州税が非課税になっていること、さらに、商業銀行に課せられている金融機関としての地域への貢献義務、すなわち、「地域再投資法」(CRA)の履行も免除されている点である。これら優遇措置に対する批判に対しては、信用組合全国協会(CUNA)がクレジット・ユニオンの設立趣旨を根拠に徹底的な反論を展開している。最近、とく

に非課税問題が大きく表面化しているのは、2015年5月、プロフットボールの全米組織（NFL）が自ら非課税の優遇措置を返上したことも影響している。

さらには、金融監督主体が両者の間で異なることも争点となっている。すなわち、連邦法に基づく商業銀行の監督は通貨管理局（OCC）、州法に基づく銀行の監督は連邦準備制度に加入していればその理事会、加入していない場合は各州の当局と連邦預金保険公社（FDIC）が監督する。連邦法に基づくクレジット・ユニオンは全国クレジット・ユニオン管理庁（NCUA）、州法に基づくクレジット・ユニオンは各州の当局が独自の基準で監督する。この点もまた商業銀行の批判的となっている。

さて、もうひとつのリテール金融機関に移ろう。ニューヨーク州法に基づいて設立されたシグナチャー銀行である。この銀行は、そのユニークなビジネスモデルで注目されている。個人を顧客とするが、ターゲットとする顧客はクレジット・ユニオンとは対照的に、富裕層、それも超がつくほどの資産家や特異な人々である。

ウォール・ストリート・ジャーナル 2015年8月30日付「ヒップ・ホップの大物が利用する唯一の銀行」という見出しの記事は、アーブ・ゴティの例をあげながら、同行を「貸出と預金に焦点を合わせたシンプルなビジネスモデルを実践する控えめな銀行で、ゆったりした時代の銀行に先祖返りしている」と紹介する。たしかに、同行は、独自のビジネスモデルに則っているが、それは、かつてはどの銀行も行っていた預金獲得と融資のみに徹底する保守的で堅実な運営方法である。近年もてはやされた金融工学の手法に乗らなかったためリーマンショックの影響から免れ、また、積極的な M&A も行わず費用の縮減が可能となった。

ただし、これだけでは目覚ましい成長は望めない。顧客こそが重要である。巨額な遺産を相続した富裕層ではなく、一線で活躍する弁護士や不動産業者など継続的に高収入を得られる層を同行は対象としており、ニューヨークという土地柄を強みとしている。加えて、一人ひとりの顧客の要望にきめ細かく応ずる金融エキスパートを擁していることも見逃せない。まさに、同行のモットー、「小さな銀行の持つ細かな対応と、大きな銀行の持つ深い経験と熟達した手腕の両面を備えた」銀行なのである。

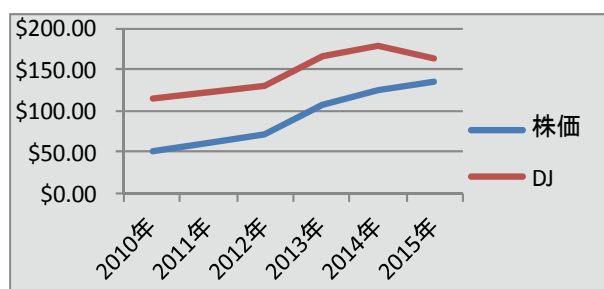
一般に銀行は利用者の利便性を考え、立地のいい場所に店舗を展開し、成長に応じて拠点を拡大していく。それに対し、シグナチャー銀行は、ニューヨークの五番街のビルの8階を本拠とし、マンハッタンとその周辺に27の拠点を持つだけである。また、近い将来、拠点を拡大する予定はないという。銀行の宣伝はせず、むしろ潜在的な顧客に銀行からアプローチする。あるいは、口コミによって顧客を拡大していく。ニューヨークの金融機関で活躍する有能なバンカーを迎え入れることにより、バンカーの担当する顧客も一緒に同行に引き入れるのである。顧客は、担当者との長期に及ぶ信頼関係を重視するため、自然に同行に良質な顧客が集まることになる。その利点により、バンカーは厚遇される。2014年4月28日付けの *CRAIN'S NEW YORK BUSINESS* によると、不良債権の責任はバンカーに負わせるものの、ボーナスの上限はなく、徹底した成果主義による報酬が与えられる。2013年度、CEO のジョセフ・デパオロの年収は560万ドルであったが、バンカーの中には、デパオロより高額な報酬を得る者がいるという。

このような特色を持った銀行の設立は2001年のことであった。トップのジョー・デパオロとナンバー2のジョン・タンバーレインは、それまでニューヨーク・リパブリック・ナショナル銀行で個人への融資を主とした金融サービスを提供する部門にいた。1999年、この銀行がHSBC 持株会社を買収されることになったとき、新しい銀行での活躍場所に期待が持てず、自ら、個人を中心とした銀行を設立する計画を立てる。これに、M&A のエキスパート、ソロモンブラザーズのスコット・シェイ（現シグナチャー銀行取締役会長）が三人目の創設者に加わった。設立にあつ

ては、イスラエルの主力銀行であるハポアリム銀行が初期融資を行っている。

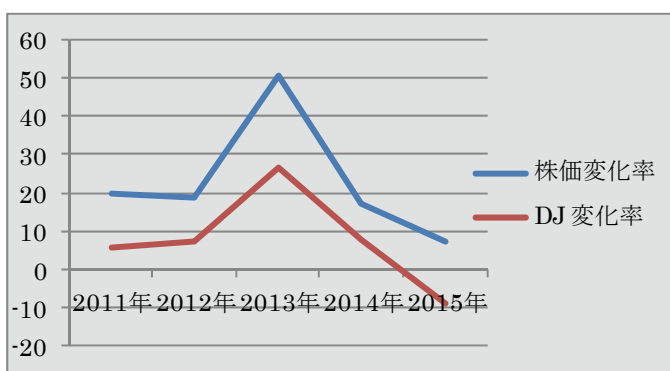
同行の株式公開は2004年である。図表7は、同行の株価とダウ・ジョーンズ株価指数の過去6年間の変動を表している。2015年を例外として、両者はほぼ同様な動向を示している。両者の変動を年間変化率で見たものが図表8である。グラフでは、とくにシグナチャー銀行の高い変化率が鮮明に表れている。たとえば、2013年、ダウ・ジョーンズ指数は26.5%の上昇、同行は50.6%の上昇を示している。

図表7 シグナチャー銀行の株価動向



(注) シグナチャー銀行の株価とDJ株価指数は12月末日、ただし、2015年については、2015年9月8日の値である。

図表8 シグナチャー銀行の株価変化率



(注) 株価変化率はシグナチャー銀行の年間変化率。

DJ変化率はDJ株価指数の年間変化率である。

ただし、2015年については、2015年9月8日の株価。

(出所) 図表7及び図表8いずれも <http://investor.signatureny.com/stocklookup.cfm> より作成。

設立以来、シグナチャー銀行の成長は著しい。フォーブズ誌が掲載する Best and Worst Banks に2013年に第3位、翌年には第2位、そして2015年にはついに第1位にランクインした。このランキングは、ROE、不良債権比率、自己資本比率などの指標を用いて評価したものである。シグナチャー銀行のROEは、2013年は12%、2014年は12.7%、そして2015年には13.8%と着実に伸びている。図表9は2015年度の米国のベスト銀行のトップ5の一覧である。シグナチャー銀行の総資産の急速な上昇は、図表10から明らかである。

図表9 2015年度米国のベスト銀行

(総資産の単位は10億ドル)

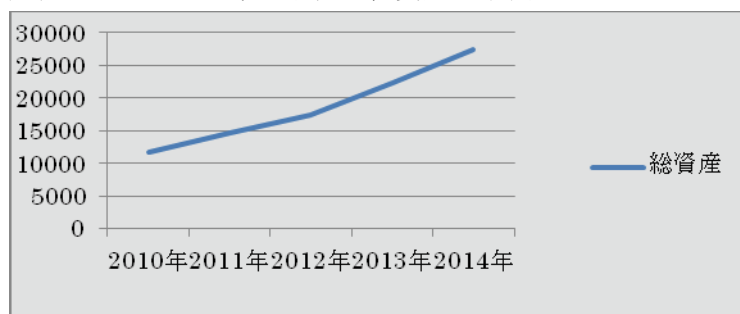
	銀行名	所在地	総資産	ROE	NPLs*/Loans	Reserves/NPLs*
1	Signature Bank	New York, NY	26	13.8%	0.1%	634%
2	Bank of Hawaii	Honolulu, HI	15	15.5%	0.6%	285%
3	BankUnited	Miami Lakes, FL	18	10.6%	0.3%	269%
4	SVB Financial Group	Santa Clara, CA	36	11.4%	0.1%	1000%
5	State Street	Boston, MA	275	10.0%	0%	1000%

(注) NPLs* (Nonperforming Loans) は、90日以上延滞が続いている貸付を含む。

(出所) America's Best And Worst Banks, *Forbes*, 2014.12.22.

<http://www.forbes.com/sites/kurtbadenhausen/2014/12/22/americas-best-and-worst-banks-2015/>

図表 10 シグナチャー銀行の総資産の動向



(注) 総資産は各年とも 12 月末日。単位は百万ドル。

(出所) <http://www.zacks.com/stock/quote/SBNY/balance-sheet>

シグナチャー銀行は、今までは大手銀行と比べて比較的緩やかな監視下にある。しかし、やがて総資産が 500 億ドルを突破すると、連邦準備理事会の「ストレステスト」を受けなければならなくなる。ウォール・ストリート・ジャーナルの記事によると、法令遵守のための支出を増やし、バランスシートやビジネス慣行を再点検しなければならない。これまで、ニューヨークの不動産投資に重きを置いてきたが、今後はニューヨーク市へのローンや商用車両のローンを拡張していくという。

厳しい規制への対応策として、同行は、最近、マサチューセッツの元下院議員で下院金融サービス委員会委員長を務めたバーニー・フランクを取締役に迎えた。フランクは 2010 年、グラス＝ステイーガル法の現代版といわれる「ドッド＝フランク法」を成立させた要人である。この法は、金融機関に対する規制強化、すなわち、説明責任と透明性の向上によって安定的な金融サービスを目指す。金融機関から消費者を保護する消費者金融保護局を連邦準備理事会に設置することも謳っている。

2015 年、夏から秋にかけての米国では、中国経済の変調に端を発する世界的な株価の大幅下落があり、オバマ政権下のオバマケアの渦中で、三大医療保険会社、アエトナ、アンセム・シグナ、ユナイテッド・ヘルス・グループそれぞれが積極的な M&A を推進し、存在感を増してきている。いま、米国の金融機関は徐々に変容しつつある。かつて設立目的が明白に異なっていた商業銀行と貯蓄金融機関の相違が消滅し、同質化してきている一方、クレジット・ユニオンの提供する金融サービスと商業銀行の提供するサービスとの違いがなくなりつつある。大手の商業銀行もリテール部門を重視するようになった。こうした緩やかな金融機関の変容の中で、今後、巨大化したクレジット・ユニオンの存在価値を何に求めるか、ユニークな銀行として関心を集めているシグナチャー銀行が、予想される、より厳しい金融当局の規制の下、どのような戦略をとっていくか、とりわけ、金融規制強化を主張してきたバーニー・フランクが同行の方針にどのような影響を与えるか、注目を引くテーマである。

地域経済の活性化のための資産証券化

一わが国におけるカバード・ボンドの導入可能性

ゆうちょ資産研究センター 研究員 宮下 恵子

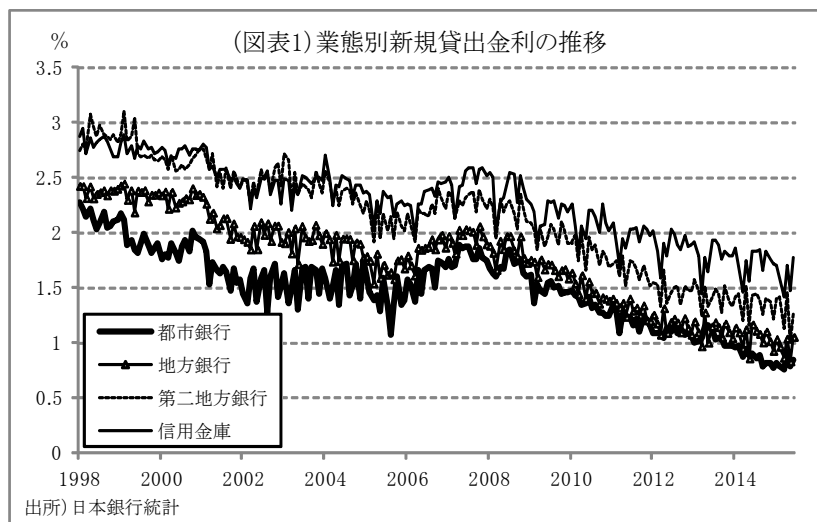
はじめに

日銀は今年5月29日「人口減少に立ち向かう地域金融」と題した『金融システムレポート別冊シリーズ』を公表した。主に人口減少を背景とした地域経済への下押し圧力が地域金融機関の収益低下の一因となっているが、付加価値のある金融サービスの提供で状況を変えることができると指摘した。また、地域金融機関は県外貸出を増加させてきたが、県内と比較し低金利での貸出となり、収益力向上には繋がっていないことも示した。

現在政府の掲げる目標は、地方の人口減少抑制や地域経済の活性化による「地方創生」である。それは、都市機能の集約化・付加価値のある地場産業の育成・地産地消による強い地方経済を創り、若者の雇用促進・定着を図ることである。そこでは地域の中核となる地域金融機関が収益力を備えた産業として存立し、金融面で円滑なサポートをすることが不可欠といえる。本稿では、地域金融機関が保有する資産を証券化する手法の一例として、カバード・ボンドの導入可能性について考察する。

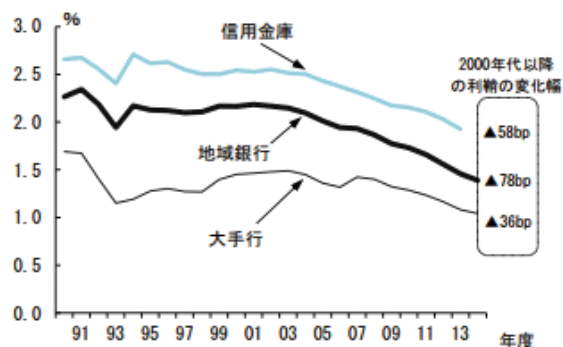
1. 地域金融機関の貸出状況

低金利長期化の中、競争激化により貸出金利のトレンドが下降（図表1）、貸出利鞘も低下傾向をたどり、2000年代における利鞘低下幅は地域銀行が顕著であった（図表2）。一方、地域銀行の貸出額は2011年にプラス転換した後、増加基調が続いている（図表3）。先行して都内店貸出が増加していることから、シンジケートローンへの参画や県外への営業範囲拡大が伺えるが、その間貸出利鞘は低下傾向を辿ったままであり、収益力向上に繋がっていないことがわかる。その理由は、都内店向けが競争激化により低金利となっていること、県外貸出についても新規顧客を獲得するために低金利を提示しがちであり、また、情報劣位により信用力の高い貸出先を選好したためと指摘されている¹。



¹ 日本銀行『金融システムレポート別冊シリーズ』「人口減少に立ち向かう地域金融」より

(図表2)国内貸出利鞘の推移

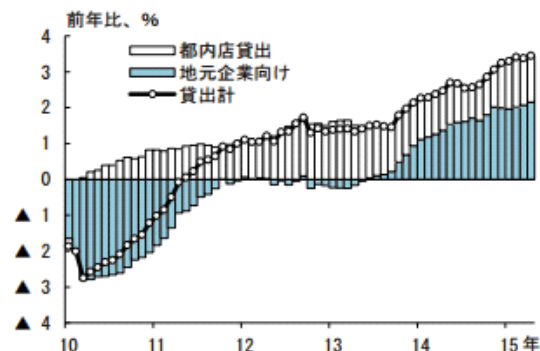


(注1) 大手行・地域銀行は14年度上期、信用金庫は13年度まで。

(注2) 利鞘の変化幅は、大手行・地域銀行は14年度上期と99年度の利鞘の差、信用金庫は13年度と99年度の利鞘の差。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート別冊」

(図表3)地域銀行の企業向け貸出



(注) 直近は15年4月。地元企業向けは都内転移外での企業向け貸出。

(出所) 日本銀行「金融システムレポート別冊」

2013 年半ば以降については、地元企業向け貸出の増加基調が確認できる。この背景となるのは、「地方創生」である。2012 年末に発足した第 2 次安倍政権による「アベノミクス」は「金融政策」「財政政策」「成長戦略」の 3 本の矢からなり、第 1・第 2 の矢による景気回復は、グローバル経済では認められたものの、ローカル経済には波及が認められなかった。そこで、地域経済の活性化を謳うローカル・アベノミクスが推し進められることとなったのである。

2014 年 5 月には日本創生会議において「地方消滅レポート」が公表されたことを受け、6 月には「骨太の方針 2014」で人口減少対策や地域活性化に重点がおかれた。9 月の改造内閣では「まち・ひと・しごと創生本部」を創設し、11 月には「まち・ひと・しごと創生法」「改正地域再生法」が可決・成立、12 月には「まち・ひと・しごと創生総合戦略（総合戦略）」が閣議決定された。

総合戦略には過去の政策が有効ではなかった原因として、5 項目が挙げられている。

- ① 府省庁・制度の縦割り構造
- ② 地域特性を考慮しない全国一律の手法
- ③ 効果検証を伴わないバラマキ
- ④ 地域に浸透しない表面的な施策
- ⑤ 短期的な成果を求める施策

地域特性を考慮しない国から地方への一時的・一方的なバラマキは効果がなく、地域経済に持続的な資金循環が生まれること、つまり資金の地産池消が地域活性化の鍵であり、その円滑な運営には地域金融機関が不可欠である。貸出額が伸びている中、地域金融機関の資金調達の多様化・バランスシートの活性化に取り組めるような環境整備が課題といえよう。次章ではバランスシート活性化の一例として、わが国にはまだみられないカバード・ボンドの導入について考察する。

2. カバード・ボンドの導入可能性

(1) 概要と仕組み

カバード・ボンド（Covered Bond）とは、主に住宅ローン債権や公共セクター向け債権を担保として金融機関が発行する債権担保付債券（CBO：Coraterazed Bond Obligation）の一種であり、以下の特徴を持つ。

- ① 担保が住宅ローンや公共セクター向け貸出などの信用力の高い債権（カバー）プールであること
- ② 投資家は発行体とカバープールの双方に請求権があるデュアルリコース性をもつこと

- ③ 発行体が破綻した際でもその倒産手続による制限を受けず、カバープールから優先的に償還を受けることができること

また、カバード・ボンドは、MBS（Mortgage Backed Securities）のような証券化商品とは異なり、上述のデュアルリコース性と、担保がオンバランスのままであることが多く、適切な管理によりカバープールの水準が確保される仕組みとなっているため、一般的に高格付で安定性の高い商品であると評価されている。

カバード・ボンドには、特別の法制度に基づき発行される「法制カバード・ボンド」と、特別の法制度によらずストラクチャード・ファイナンスの手法による「ストラクチャード・カバード・ボンド」がある。

(図表4) カバード・ボンドの概要

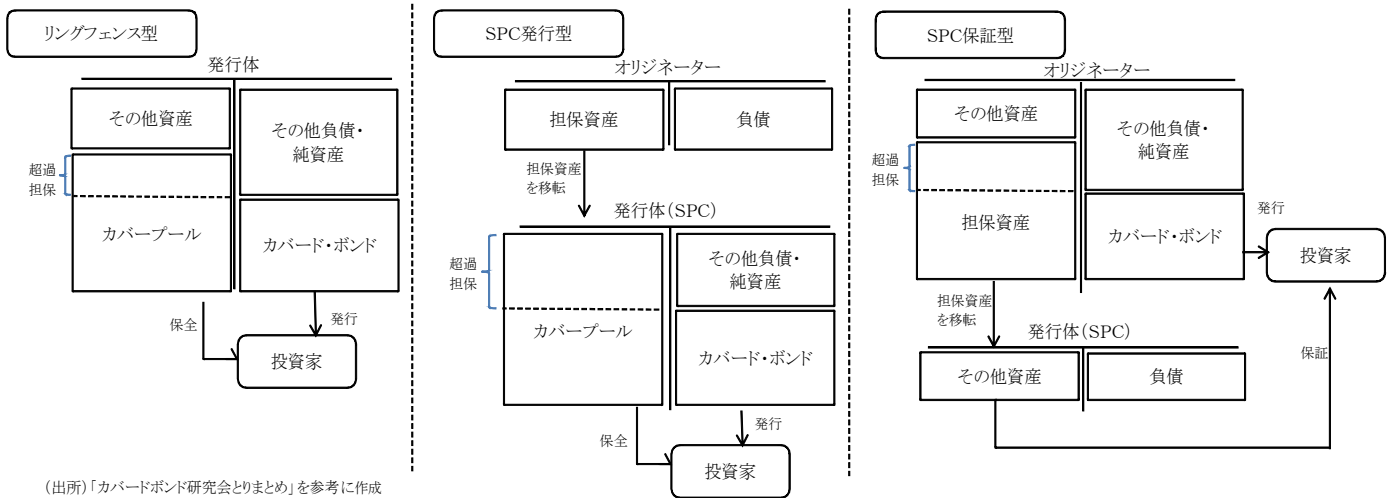
	法制カバード・ボンド			(参考) ストラクチャード・カバードボンド
	リングフェンス型	SPC型		SPC保証型 がほとんど
		SPC発行型	SPC保証型	
法制	特別法を根拠とする			特別法に基づかない
カバープールの保有者	オリジネーター	SPC		SPC
発行者	オリジネーター	SPC	オリジネーター	オリジネーター
破綻時	一般財産から隔離され、優先弁済を受けられる	一般財産から隔離され、優先弁済を受けられる	SPCが保証人となり、保証債務を履行	SPCが保証
海外の発行事例	ドイツ(ファンドブリーフ) スペイン(セデュラス)	フランス(オブリガシオン・フォンシエール)	イタリア・イギリス	韓国(国民銀行)
	アメリカ			フランス(パリバ)
	韓国(韓国住宅金融公社)		オーストラリア・NZ・カナダ	アメリカ(Bank of America)

(出所) 各種資料より作成

法制カバード・ボンドの基本的な仕組みは、発行体が自ら担保資産を保有し続ける「リングフェンス型」と担保資産を SPC に移して発行体から隔離する「SPC 型」に大別される。一方、ストラクチャード・カバード・ボンドは、保証人が SPC となるケースが多くみられるが、全般的に法的安定性が低くなりがちで、複雑なストラクチャーの構築に伴うコストやリスクプレミアムが生じるため、法制カバード・ボンドと比較し商品性が低下しやすいという指摘がある。

海外の事例をみると、法制カバード・ボンドが大半を占める。これはストラクチャード・カバード・ボンドのコスト増が、法制カバード・ボンド発行への法整備を進展させるインセンティブになったものと思われる。

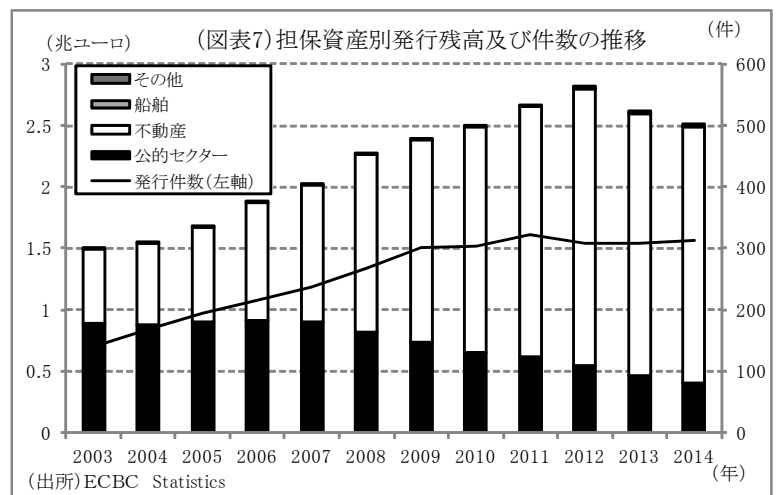
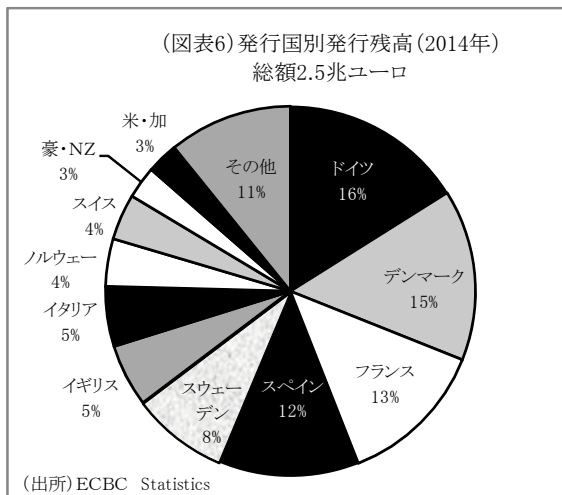
(図表5)カバード・ボンド方式イメージ図



(出所)「カバードボンド研究会とりまとめ」を参考に作成

(2) 市場規模

カバード・ボンドといえばドイツのファンドブリーフが代表例であり、フランス・スペインなど欧州中心²に発行されてきた。しかし近年では、アジアや南米でも法整備が進んできたこと³を背景に発行残高が伸びてきており、ファンドブリーフの占有率は2003年の70%超から年々低下している（図表6）。また、担保資産の内訳をみると、公的セクター向け債権が中心であったが、現在では住宅ローン債権などの不動産が大半を占めるようになってきている（図表7）。



なお、2013年よりECBC(European Covered Bond Council)カバード・ボンド・レーベルが導入された。これは、担保資産の明確化、カバールや発行体の情報の透明性など改善を行い、更なる流動性の向上を目指すものである。具体的には、適格担保をモーゲージ・公的セクター向け債権・船舶貸付に限定し、特別法に基づく発行体とカバールへのデュアルリコース性の確保、監督体制などの要件

² 2014年12月現在、30カ国で発行残高があり、EU23カ国、その他7カ国である。

³ オーストラリアでは2011年11月に改正銀行法の施行により発行が解禁。シンガポールでは2013年12月に銀行法に基づく通知発出により解禁。韓国ではカバード・ボンド法が2014年4月に施行。ブラジルでは2014年10月にブラジル版カバード・ボンドの発行に向けて暫定規則を制定。

を定め、統一のテンプレート採用による情報公開の提供を行うカバード・ボンドに対して一定の基準を満たす証としてレーベルを付与するものである。これにより、EU 以外の投資家にとっても投資判断がより容易になった。

(3) 課題

我が国にはカバード・ボンドに関する特別の法制度がないため、法制カバード・ボンドは存在しない。また、ストラクチャード・カバード・ボンドについては、2008年に新生銀行が有価証券届出書を提出した事例はあるものの、発行するに至ってはいない（図表8）。この要因としては、金融機関が恒常的な資金余剰状況にあったことや良好な社債発行環境を背景に、カバード・ボンドを発行するインセンティブが働かなかったためという解釈が一般的となっている。

また、特別法がないため、ストラクチャード・カバード・ボンドの形式でカバープールをSPCに移転しても、倒産隔離が確保されない可能性が指摘されている。具体的には、発行体が更生手続を開始した場合において、カバード・ボンドに基づく発行体の債務が更生担保権とされ、カバープールから生じるキャッシュフローからの優先的な弁済が実現されない恐れがある。特別の法制度がなければ、法的安定性のあるスキームを構築することが困難であると考えられている。

(図表8) 新生銀行が発行を2度延期した
カバード・ボンドの概要

発行体	新生銀行
裏付資産	住宅ローン債権
発行予定日	2008年7月18日
期間	10年
償還日	2018年6月29日
発行額	300億円
表面利率	1-3% (仮)
条件決定	2008年6月27日～7月8日
主幹事証券	新生証券
格付け	AAA (Moody's)
保証会社	合同会社アイビーアイ保証

(出所)ロイターおよびブルームバーグニュースより

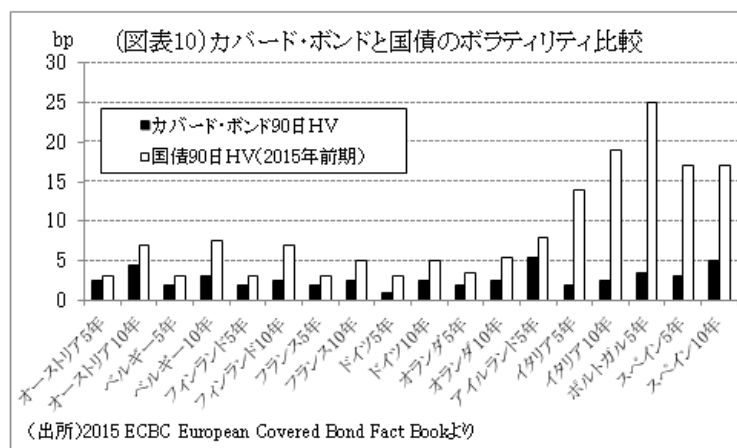
(図表9) わが国のカバード・ボンド検討状況

時期	主体		タイトル	内容
2009年12月	カバード・ボンド検討会	経済産業省の委託調査事務局: 三菱UFJリサーチ & コンサルティング	カバード・ボンドに関する欧米事例と我が国における導入可能性の検討	カバードボンド市場の状況、他国に見られるカバードボンド制度の特徴、そして、カバードボンドを日本に導入する際の論点整理
2011年7月	カバード・ボンド研究会	事務局: 日本政策投資銀行	カバード・ボンド研究会とりまとめ(わが国へのカバード・ボンド導入に向けた実務者の認識の整理と課題の抽出)	網羅的かつ本格的なカバードボンド法制整備に向けた提言
2012年7月	成長ファイナンス推進会議	政府	カバード・ボンドの導入について検討を表明	「カバードボンドの導入の必要性について、民間金融機関や投資家のニーズや国際的な議論、預金者保護や預金保険制度への影響も踏まえた検討
	日本成長戦略	政府	「日本再生に向けた改革工程表」にカバードボンド導入検討を明記	
2013年1月	カバード・ボンド研究会	事務局: 日本政策投資銀行	カバード・ボンドの発行に向けた検討報告書	カバード・ボンド研究会とりまとめフォローアップ

(出所)カバード・ボンド研究会資料等より作成

わが国においてもカバード・ボンドの法制化に向けた検討が進められた経緯はある（図表9）が、2012年12月の政権交代以降、政府のカバード・ボンド導入に向けた動きは停滞⁴している。前述の国際的なカバード・ボンド法制化の流れとは対照的である。

わが国への導入のメリットとしては、金融危機等により国債のボラティリティが高まる局面においても、カバード・ボンドのボラティリティは相対的に低くとどまっている（図表10）ことから、運用対象に組み込むことで非常時におけるリスク分散が見込めること、また、発行サイドの金融機関としても、資金調達手段が多様化でき、バランスシートを活性化できることが挙げられよう。



導入に当たっては、海外の法整備を参考としながらも、わが国のニーズに合った法制を検討していくことが求められる。具体的には、カバープールや発行体、保証スキームに関する情報公開を積極化し、融資対象やリスクの所在に関する透明性を高めることが重要である。また、発行に際しては小口化し、投資家層を拡大することもポイントとなろう。そうすれば、地域金融機関が地公体や公的セクターへの融資を債権プールとするカバード・ボンドを発行する場合、用途を明確にした住民参加型ミニ地方債の類型を地域金融機関で発行できることにもなり、地方経済活性化に一役買うこととなろう。国際的な流れからも、わが国でカバード・ボンドの法制化・市場の育成を再考することは有意であると思われる。

おわりに

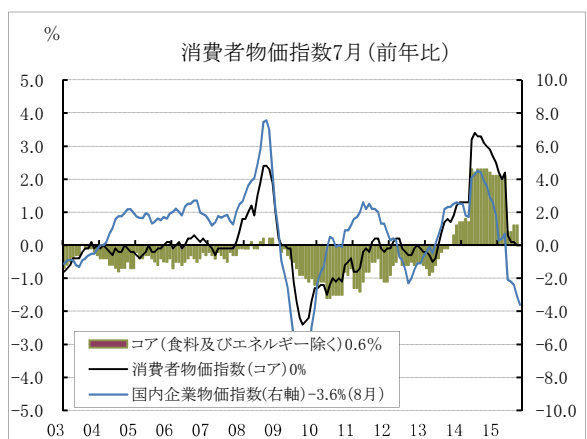
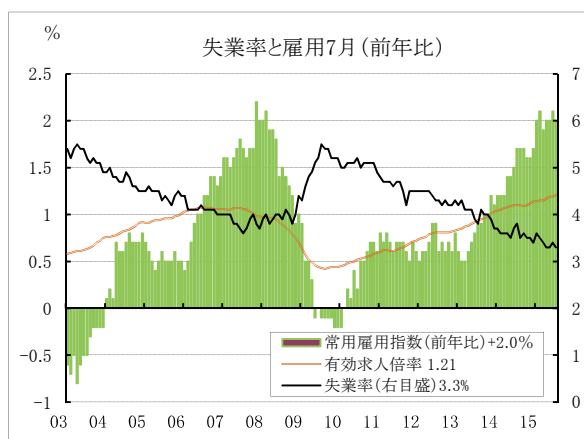
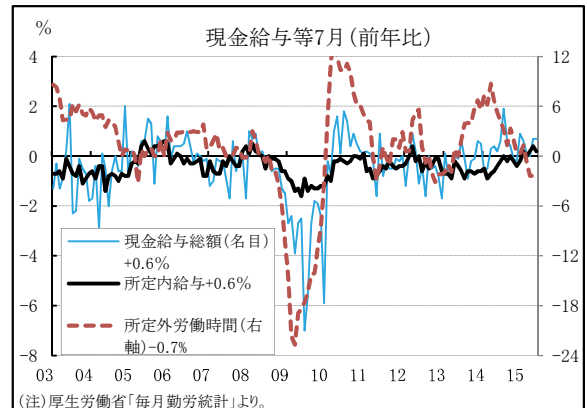
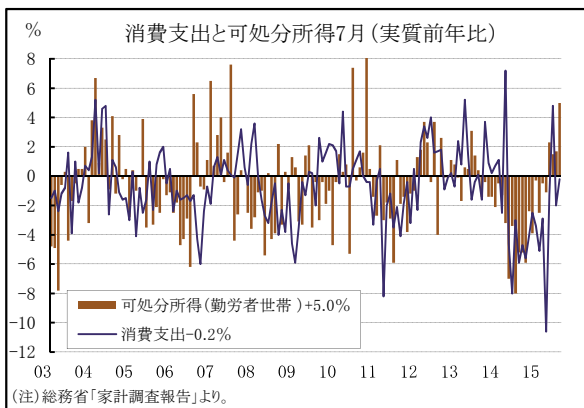
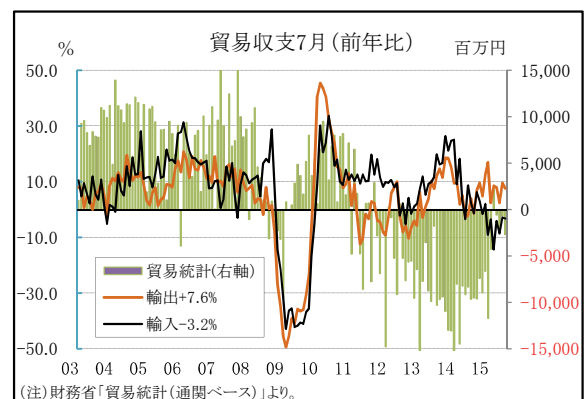
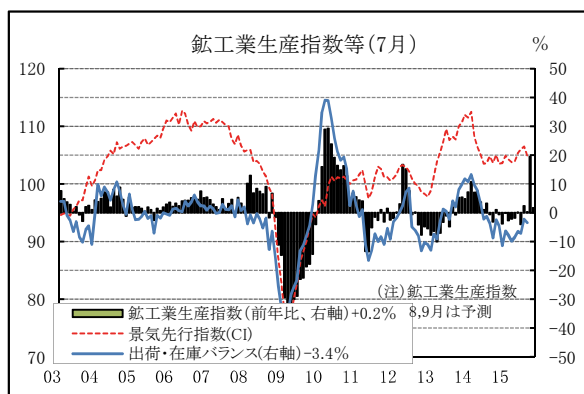
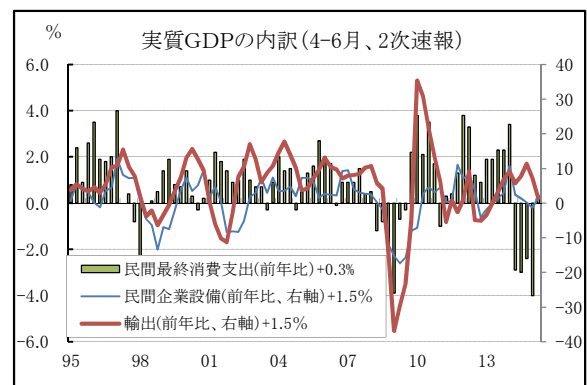
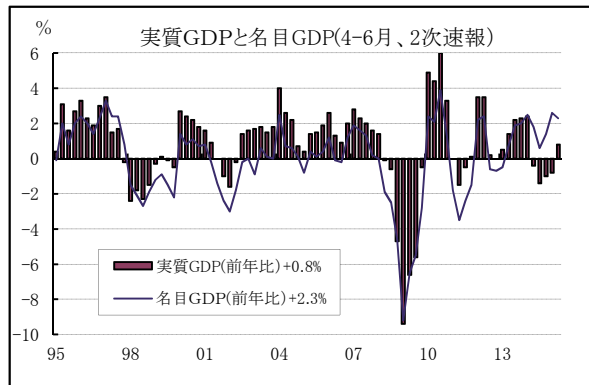
地方創生のためには、地方に主体性を持たせることも必要であり、これまでの国から地方への一時的で一方向な資金の流れから、地元で資金を還元させる「地産地消」がテーマとなっている。地域の資源・人材を活性化させ、持続可能な社会を築くためには円滑な資金循環が要であり、地域金融機関の担う役割は大きい。

地元の中小企業向け貸出が伸びつつある中、多様な資金ニーズに柔軟に対応するためには、地域金融機関のバランスシートを活性化し、収益力の底上げも必要である。金融機関の保有する住宅ローン債権や地公体・公的セクター向け債権をどう活用するか、そのひとつの手法としてカバード・ボンド導入も一考に値しよう。欧州型のカバード・ボンド体系にとらわれない柔軟な商品設計も視野に入れた法整備の進展が期待される。

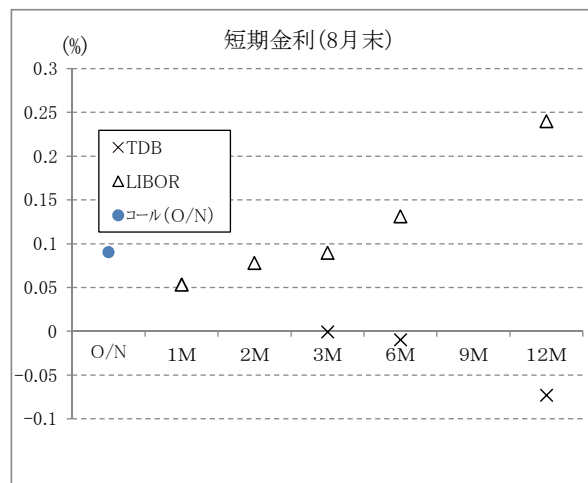
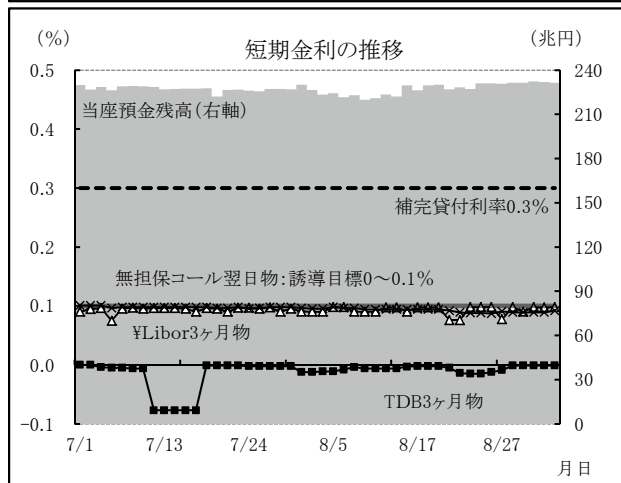
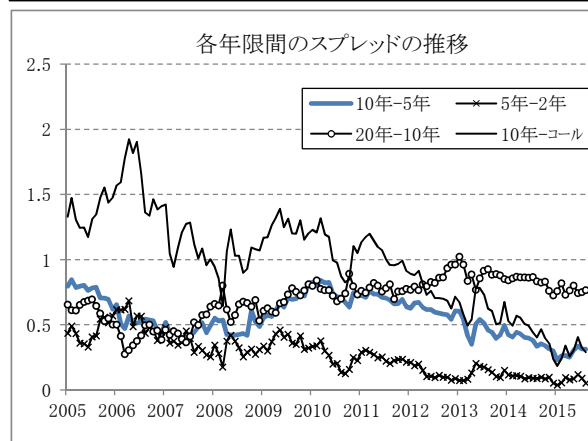
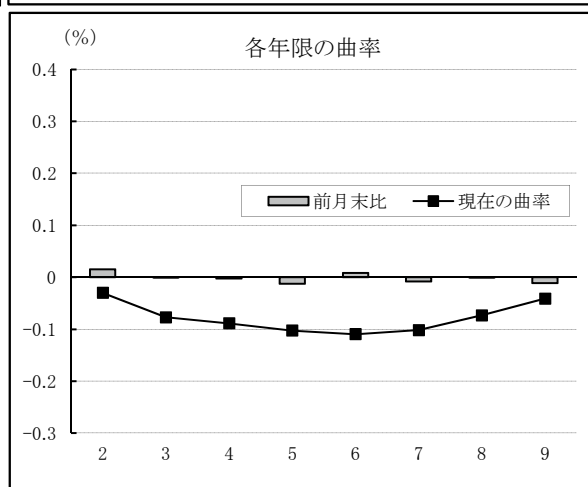
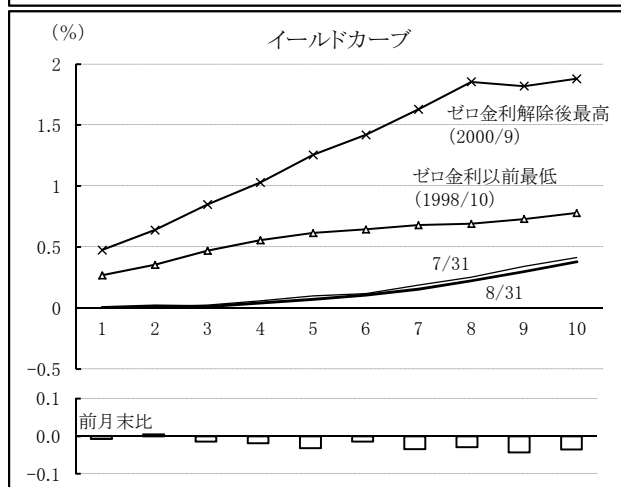
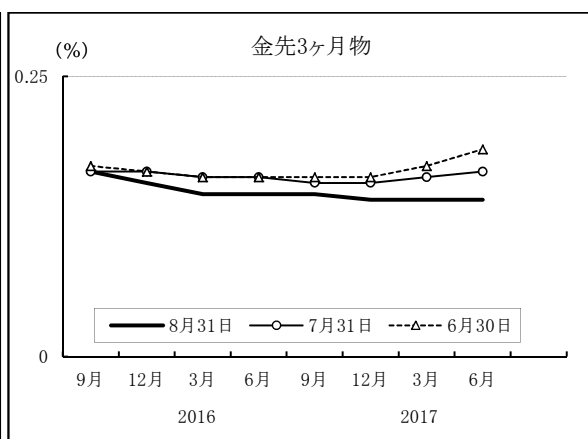
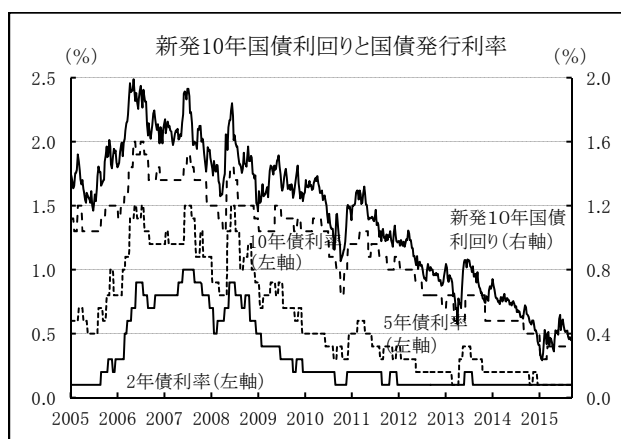
⁴ 2013年7月には、内閣府の規制改革会議規制改革ホットラインを通じて提出された日本経済団体連合会によるカバード・ボンド法制の整備に向けた要望に対し、「現状ではカバード・ボンドを発行する喫緊のニーズはなく、法整備を行うことは適当ではない」と金融庁から回答がなされている。

統計データ集

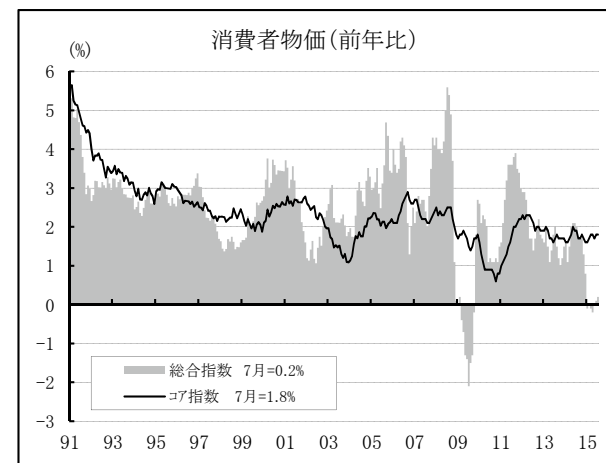
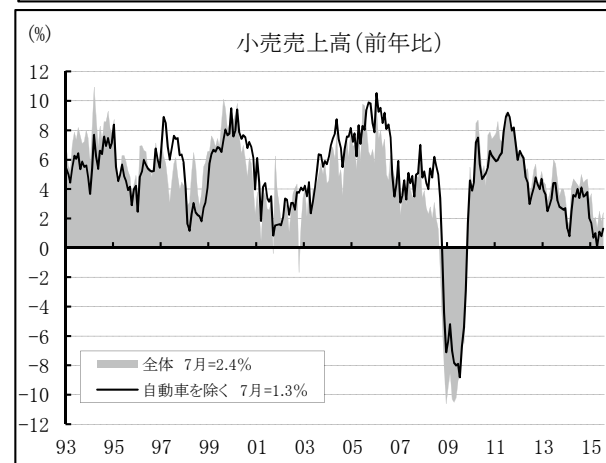
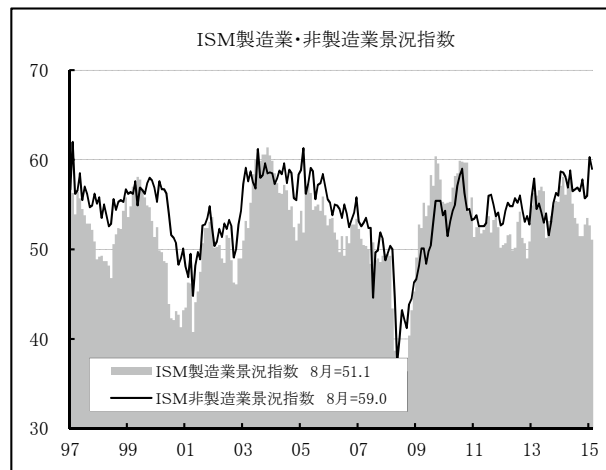
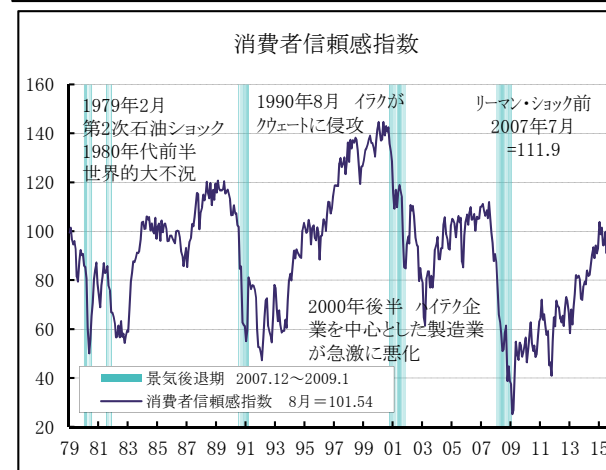
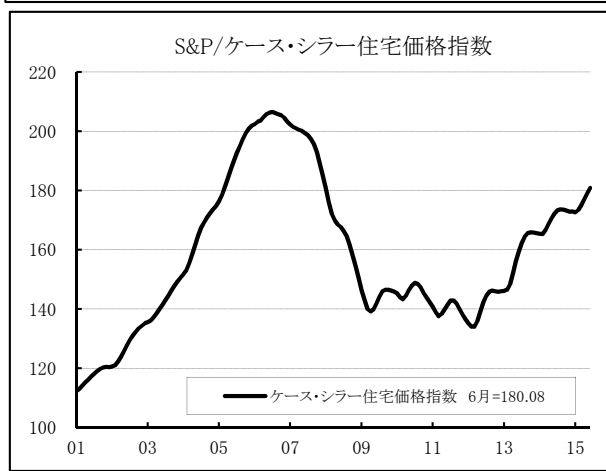
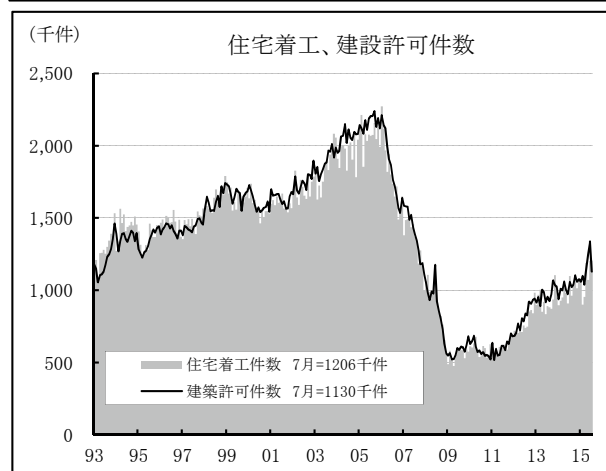
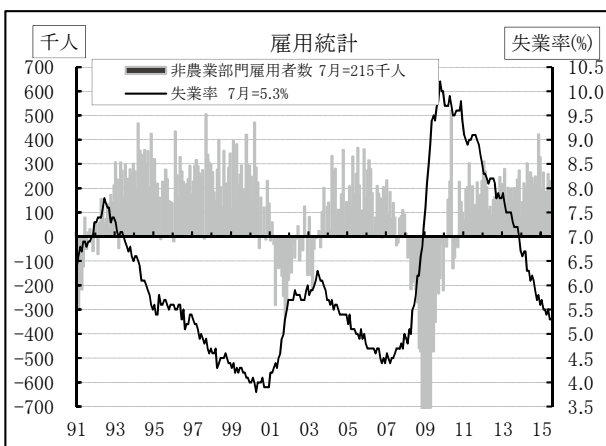
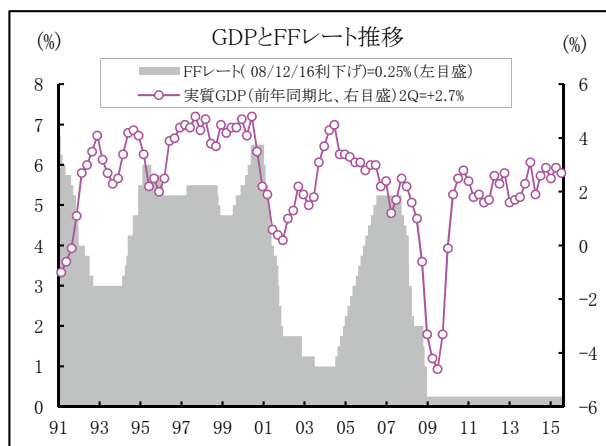
日本 マクロ経済



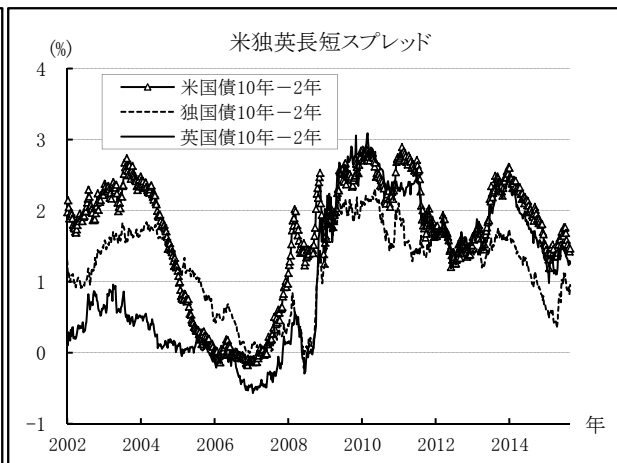
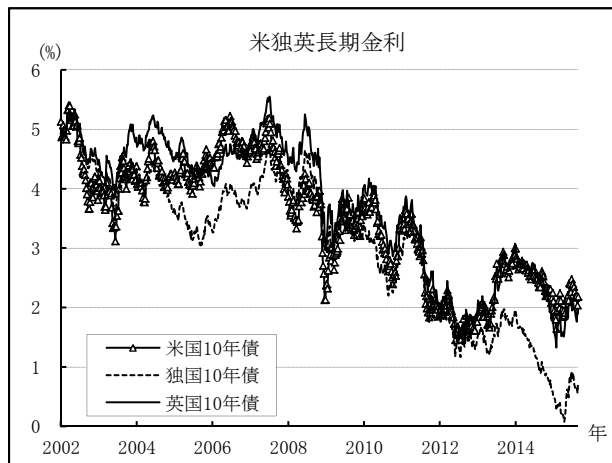
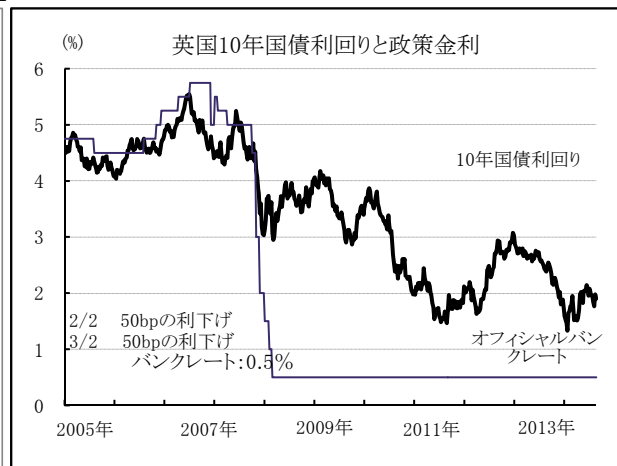
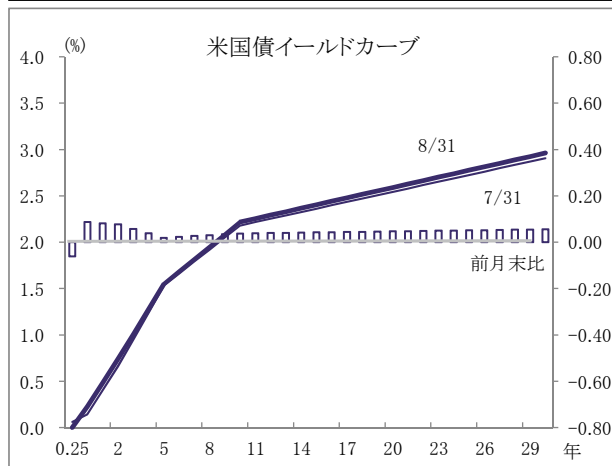
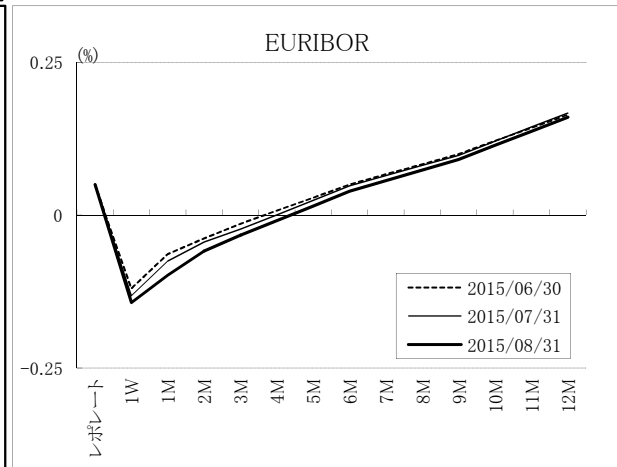
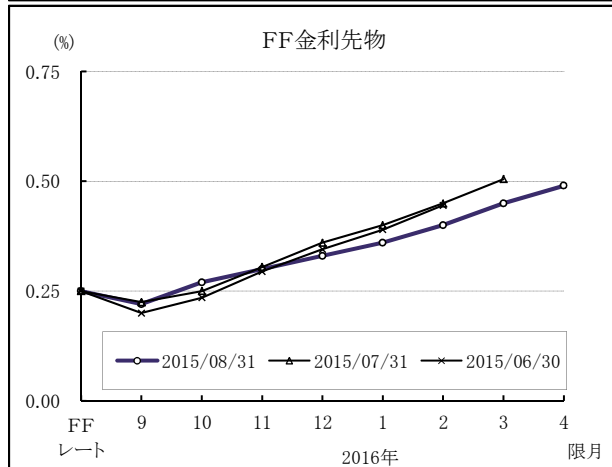
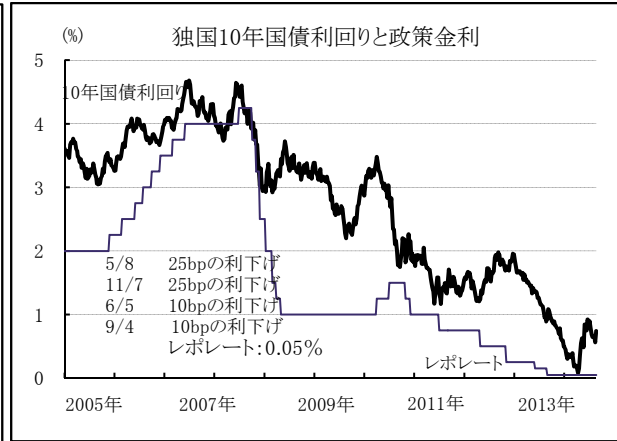
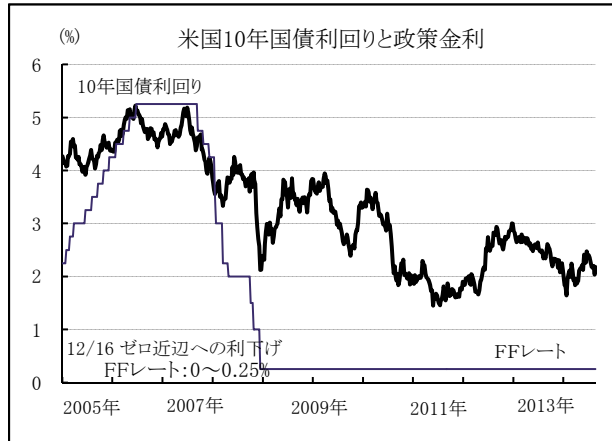
日本短期・債券市場



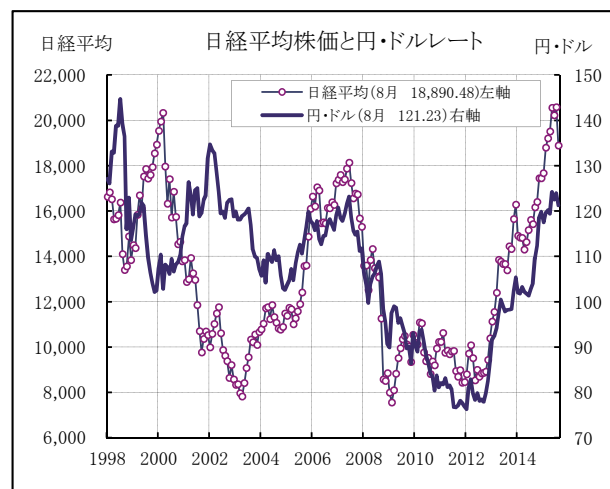
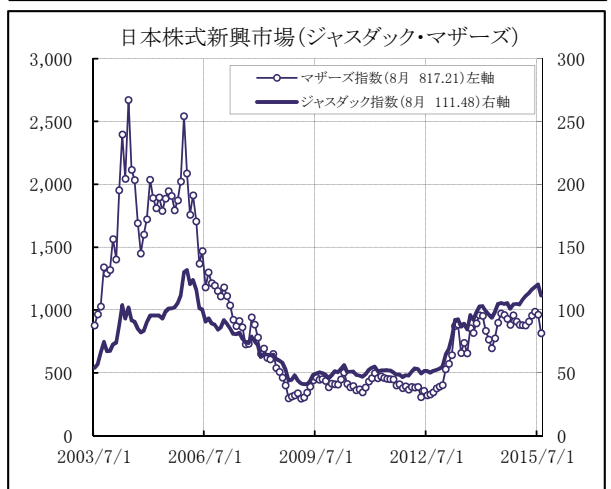
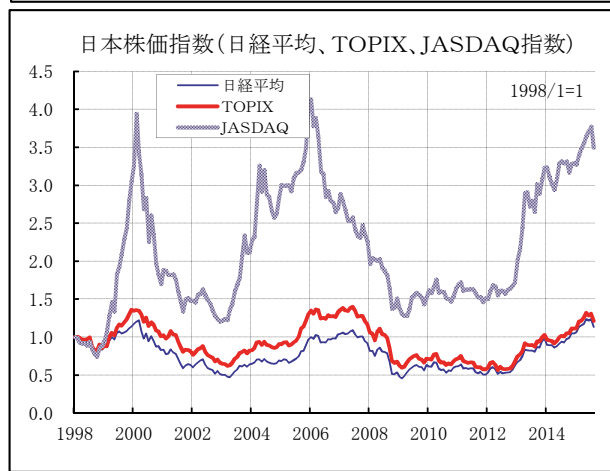
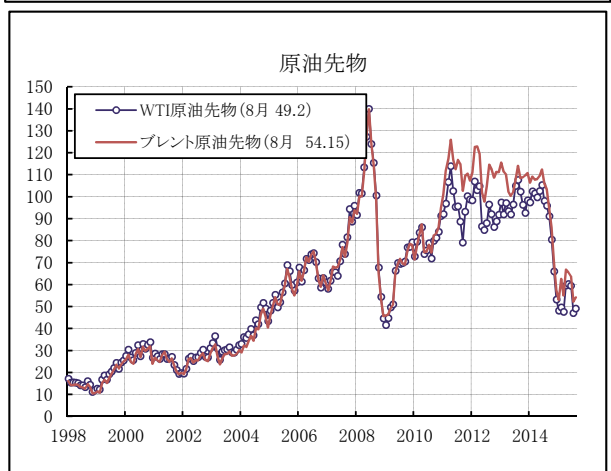
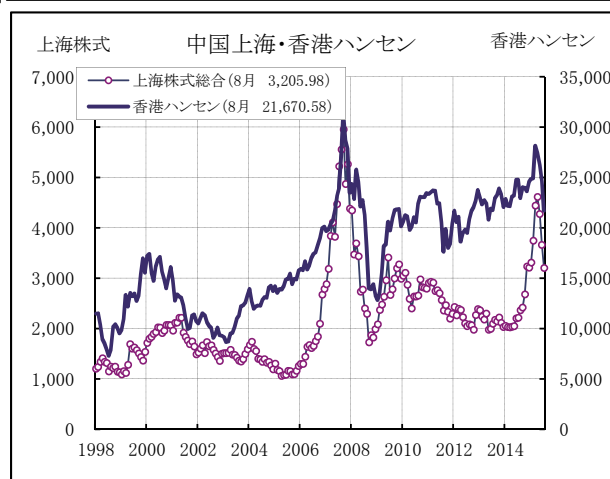
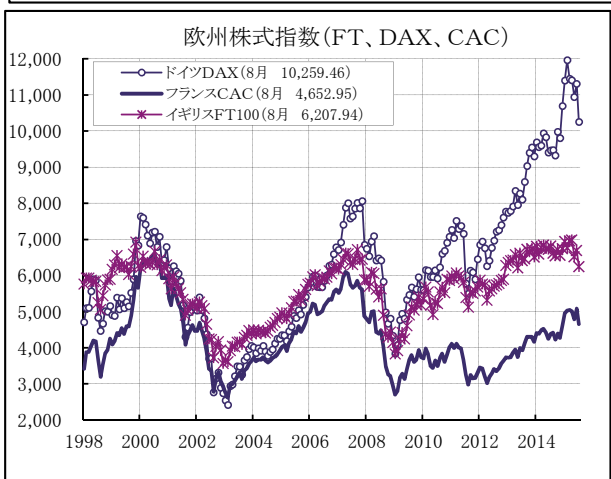
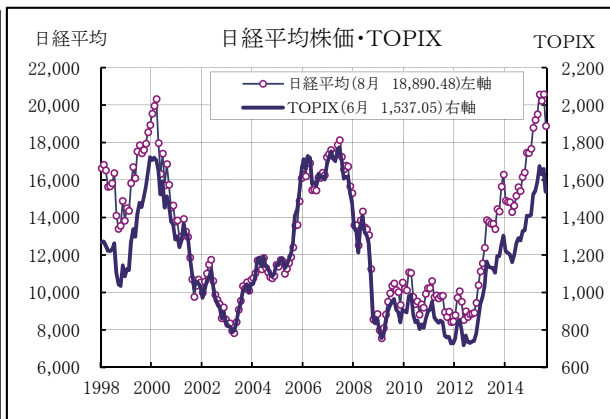
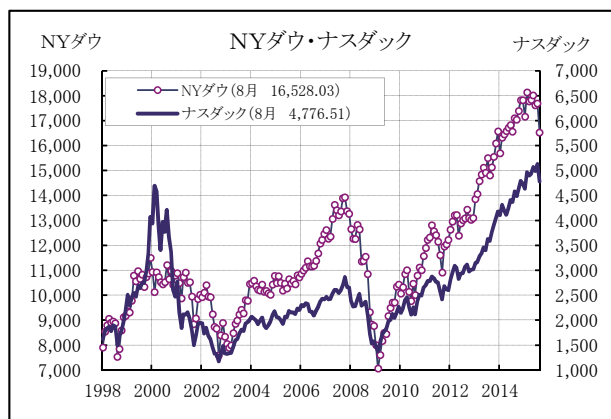
海外 マクロ経済



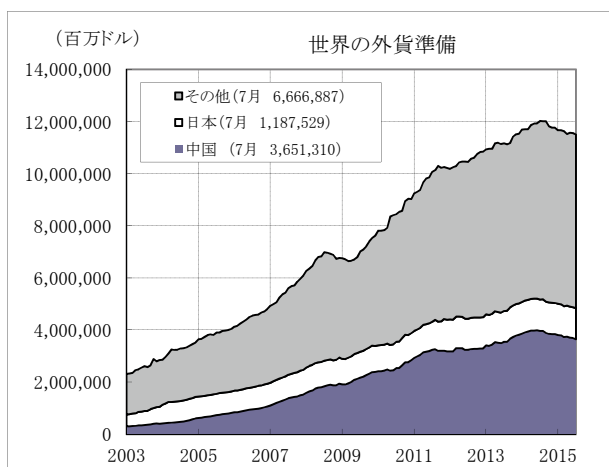
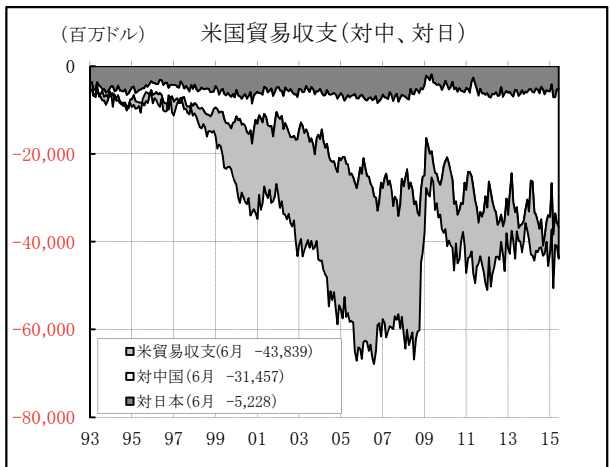
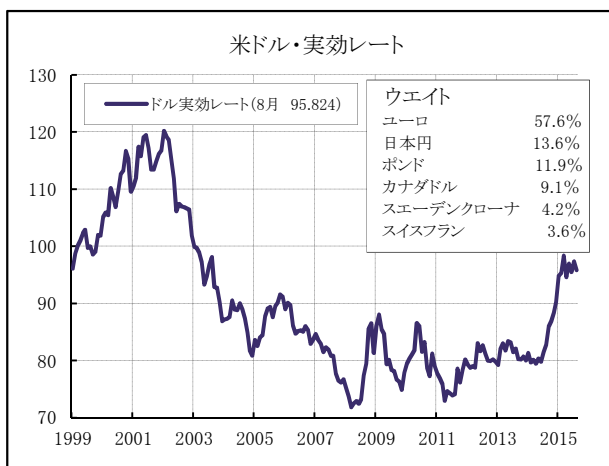
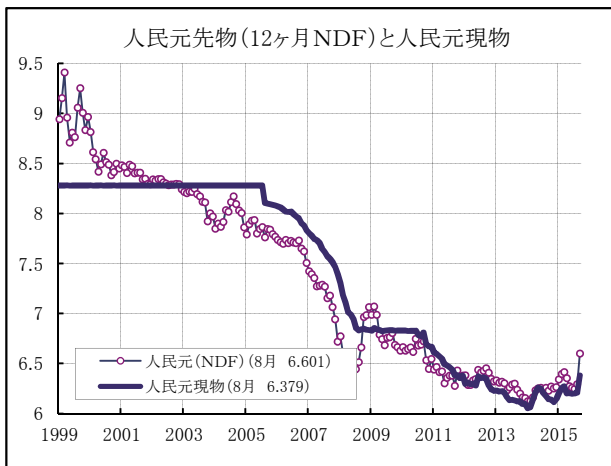
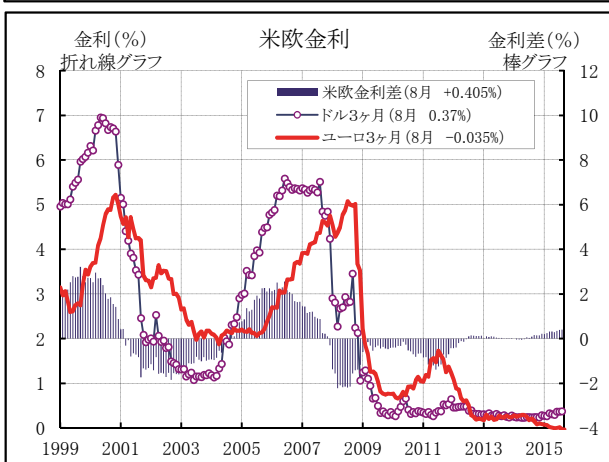
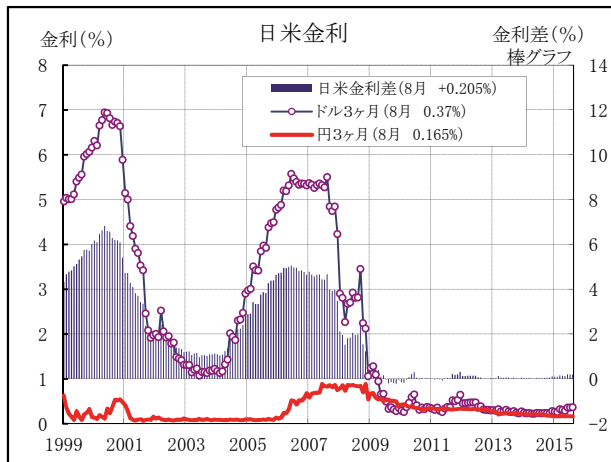
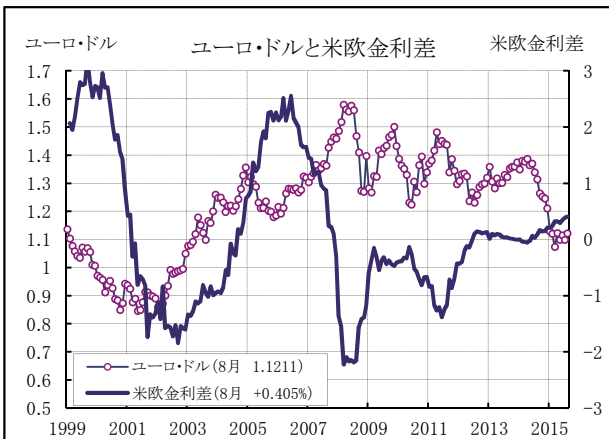
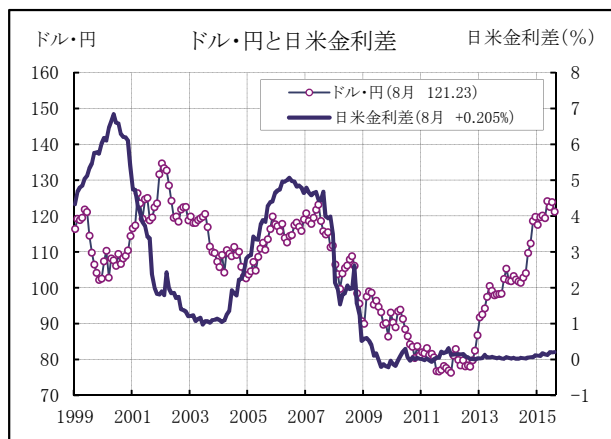
海外 債券市場



株式市場



為替市場

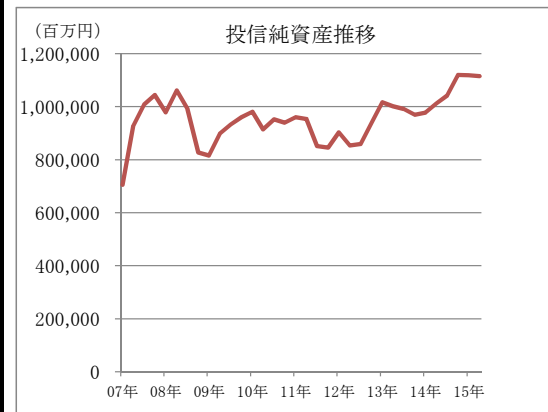
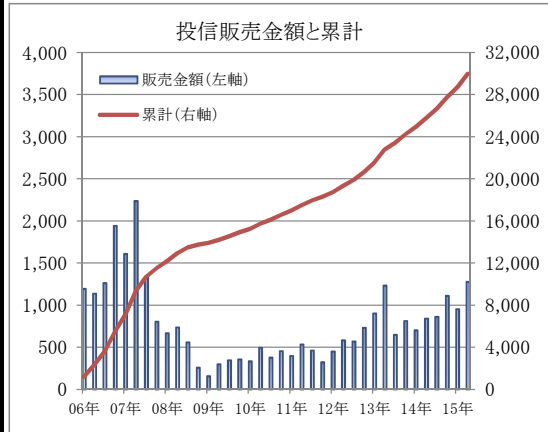


ゆうちょ関連データ

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年度累計	284,000	127,816	-	-
累計	12,509,022	2,998,586	-	-



ゆうちょ銀行取扱のファンド別 分配金実績・基準価格・純資産

(単位:百万円)

分類	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.9.11)	純資産 (2015.9.11)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.9.11)	純資産 (2015.9.11)	ファンド名	分配金実績 (過去1年)	基準価格 (2015.9.11)	純資産 (2015.9.11)
パ ラ ン ス	野村資産設計2015②	5円	10.498	1,423	マニウライフカナダ株式④	1500円	9,364	7,819	Navioインド債券⑫	600円	11,846	1,200
	野村資産設計2020②	5円	10.344	1,008	グローイングブラジル株式②	200円	7,007	7	三菱UFJ欧州債券⑫	20円	9,949	992
	野村資産設計2025②	5円	10.420	859	野村ユーロトップB②	なし	9,627	11,307	同(為替ヘッジなし)⑫	20円	9,205	24
	野村資産設計2030②	5円	10.489	745	エマージング好配当①	200円	8,367	2	ビムコグローバル債券⑫	480円	13,491	22
	野村資産設計2035②	5円	10.277	492	JPM医療関連株式④	4400円	9,480	108,405	同(為替ヘッジあり)⑫	480円	9,197	41
	野村資産設計2040②	5円	10.174	1,379	ビクテラプレミアムファンド④	820円	12,614	28,929	メキシコ債券オープン⑫	1320円	10,002	48,406
	野村資産設計2045②	10円	17,842	117	オーストラリア好配当⑫	220円	8,920	19	インドネシア・ルピア債券⑫	480円	8,017	4
	野村6資産(安定)⑥	180円	11.493	35,417	ニッセイ日本債券⑫	120円	9,914	16,789	アジアハイイールド債券⑫	1200円	8,908	1,051
	野村6資産(分配)⑥	180円	10.138	144,236	eMAXIS 国内債券①	なし	11,135	22,212	同(為替ヘッジなし)⑫	1440円	13,896	1,086
	野村6資産(成長)⑥	180円	11.410	35,051	Navioマネーパール②	なし	10,005	2	USストレtejク⑫	240円	9,716	5,692
国 内 株 式	スマートファイブ⑫	400円	10.219	22,065	日興五大陸債券⑫	300円	9,585	90,503	同(為替ヘッジなし)⑫	840円	11,089	35,854
	スマートファイブ⑫	なし	11,007	6,518	三菱UFJ高金利債券⑫	1240円	9,448	108,097	新興国ハイイールド債券A⑫	720円	6,710	1,217
	東京海上・円資産⑫	340円	11.646	62,539	タイ成長国セf債券⑫	960円	6,119	56,424	新興国ハイイールド債券B⑫	1080円	9,499	958
	大和インデックス225①	160円	13.553	31,452	タイ成長国セf債券⑫	なし	9,468	439	ビムコハイインカム⑫	420円	8,052	125,661
	SMTAM JPX日経400⑫	280円	11.394	3,978	野村米国ハイイールド⑫	1680円	13,719	19,752	同(為替ヘッジ付き)⑫	540円	8,850	3,692
	GS日本株式⑫	10円	9.626	9,718	同(為替ヘッジあり)⑫	540円	9,577	4,934	DIAMアジアソfリン債券⑫	なし	9,390	189
	日本株式SRI①	なし	8.051	3,457	野村米国ハイイールド①	なし	11,979	1,323	欧州ハイイールド債券⑫	960円	10,415	1,486
	フィデリティ日本配当④	120円	10.539	12,125	同(為替ヘッジあり)①	なし	9,960	321	同(為替ヘッジなし)⑫	1440円	14,292	1,139
	eMAXIS TOPIX①	なし	18.169	23,892	エマージング・ソfリン⑫	720円	8,752	39,064	三菱UFJバランス⑫	なし	9,697	1
	三菱UFJ日本優良株①	なし	10.315	1,691	同(為替ヘッジあり)⑫	910円	9,147	53,314	同(為替ヘッジなし)⑫	なし	9,831	2
海 外 株 式	JPMジャパンプライム①	なし	9.488	126	エマfノf(資産成長)①	なし	13,002	613	三菱UFJバランス①	なし	9,757	1
	新光日本小型株①	1000円	12.117	37	同(為替ヘッジあり)⑫	なし	10,516	217	同(為替ヘッジなし)①	なし	9,891	1
	生活基盤関連株式①	なし	10.990	15,030	DWSグローバル公益債券⑫	480円	9,926	125,910	MHAM リート⑫	890円	11,015	11,515
	SMTAM NYダウ①	なし	11.055	2,051	同(為替ヘッジなし)⑫	480円	12,093	25,569	DIAM世界リート⑫	500円	4,987	258,874
	日興五大陸株式④	480円	9.818	18,142	三菱UFJ米高格付債券⑫	20円	9,798	1,174	ダイワUS-REITA⑫	720円	7,947	1,971
	DIAM高配当株式⑫	1560円	14.082	12,494	同(為替ヘッジなし)⑫	20円	10,024	1,497	ダイワUS-REITB⑫	960円	5,105	569,275
	新光ササニアジア株式②	1800円	9.397	3,526	高金利先進国債券⑫	810円	7,067	444,212	eMAXIS 国内リート①	なし	21,946	11,030
	米国成長株オープン①	322円	9.639	1,233	高金利先進国債券①	10円	17,569	15,767	eMAXIS 先進国リート①	なし	23,700	9,654
	eMAXIS 先進国株式①	なし	21.159	30,563	eMAXIS 先進国債券①	なし	14,065	17,979	ニッセイ世界リート⑫	1440円	9,622	13,423
	eMAXIS 新興国株式①	なし	12.178	22,912	eMAXIS 新興国債券①	なし	11,904	5,257	ニッセイ世界リート②	なし	12,303	488
	ビクテラグローバル株式⑫	600円	4.755	867,592	Navioオーストラリア債券⑫	180円	11,188	260	アジアリートオープン⑫	60円	10,045	7
そ の 他	ビクテラグローバル株式①	なし	15.286	12,532	Navioカナダ債券⑫	60円	11,689	247	フォーシーズン⑫	300円	7,763	10,296
	JPM北米高配当①	なし	9.391	38	Navioルコ債券⑫	600円	8,531	292	ステートストリートゴールド①	なし	6,087	129
	新光世界インフラ株式②	720円	16.151	57	Navio南アフリカ債券⑫	540円	8,693	275	ビムコUSハイインカムローン⑫	360円	9,561	2,706
	グローイング台湾株式②	3200円	10.107	33	Navioブラジル債券⑫	360円	5,893	78	同(為替ヘッジなし)⑫	560円	11,409	16,518
									合 計			3,728,142

※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)

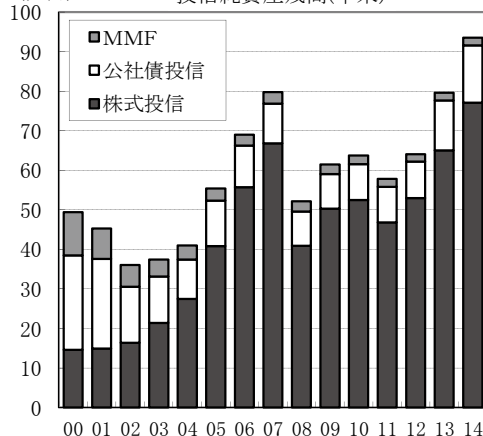
タイプ 末	株式投信								公社債投信				証券投信計
	単位型	追加型						計	単位型	追加型		計	
		国内 株式型	バランス 型	うち毎月 決算型	ファンドオ ブファンズ	その他	小計			うちMMF			
2000年12月	3,736	-	-	-	-	-	142,369	146,105	6,783	341,103	109,711	347,886	493,992
2001年12月	6,173	-	-	-	-	-	142,881	149,054	4,934	298,818	77,228	303,752	452,807
2002年12月	6,979	-	-	-	-	-	156,749	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5月	18,547	48,664	162,864	121,403	375,644	117,661	826,236	844,783	131	179,659	19,507	179,790	1,024,574
6月	18,500	48,607	159,965	118,647	365,449	120,075	812,743	831,244	129	177,254	19,351	177,383	1,008,628
7月	18,216	50,225	158,884	117,070	366,327	132,194	824,700	842,915	129	171,524	19,144	171,653	1,014,569
8月	17,671	47,383	153,371	112,167	342,267	128,116	783,304	800,975	128	165,284	18,936	165,412	966,387

<契約型公募投信の販売態別純資産残高の状況>

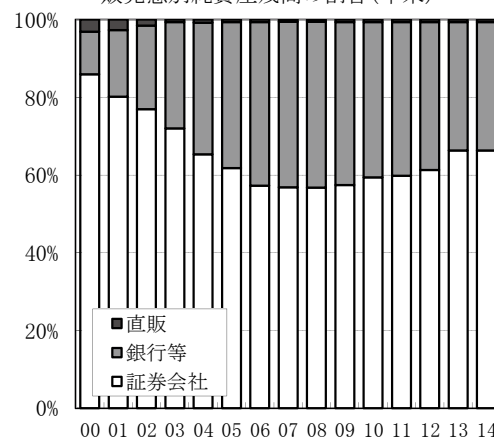
(単位:億円)

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5月	698,115	67.0%	319,727	32.3%	6,731	0.7%	1,024,573	100%
6月	689,790	68.4%	312,293	31.0%	6,544	0.6%	1,008,627	100%
7月	693,520	68.4%	314,542	31.0%	6,507	0.6%	1,014,569	100%
8月	659,476	68.2%	300,778	31.1%	6,134	0.6%	966,387	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	負債の部							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
		うち 振替貯金	うち 通常貯金	うち 貯蓄貯金	うち 定期貯金	うち 定額貯金	うち 特別貯金	うち その他貯金					
2005年3月	2,161,129	52,042	536,997		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

＜貯金残高と前期末増減額(四半期)＞

(単位:億円)

年月	貯金残高	前期末増減額					
		うち 流動性貯金	流動性貯金の 前期末増減額	うち 定期性貯金	定期性貯金の 前期末増減額	うち その他の貯金	その他の貯金の 前期末増減額
2014年9月	1,779,465	4,383	617,516	2,905	1,159,864	1,600	2,085
12月	1,790,688	11,223	615,206	▲ 2,310	1,173,897	14,033	▲ 499
2015年3月	1,777,107	▲ 13,581	610,536	▲ 4,670	1,164,530	▲ 9,367	2,040
6月	1,781,219	4,112	625,311	14,775	1,154,013	▲ 10,517	▲ 145

＜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	前月末増減額				
		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
2015年5月	214,958	▲ 2,708	26,596	▲ 561	188,347	▲ 2,146
6月	211,982	▲ 2,976	25,668	▲ 928	186,299	▲ 2,048
7月	209,135	▲ 2,847	24,888	▲ 780	184,232	▲ 2,067
8月	206,324	▲ 2,811	24,179	▲ 709	182,130	▲ 2,102

(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	
2015年4月	0.3	0.4	0.04
5月	0.4	0.5	0.04
6月	0.4	0.5	0.04
7月	0.4	0.5	0.04
8月	0.3	0.5	0.04

(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	

(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	2,613,240
2010年3月	158,687,904	3,148,915	5,393,530	139,844	12,401,284	220,459	5,976,489	89,879	182,459,207	3,599,097
2011年3月	149,202,387	3,133,798	5,745,585	133,390	13,057,846	222,309	11,183,826	20,583	179,189,651	3,510,079
2012年3月	147,730,177	3,557,112	5,801,992	172,725	13,039,637	272,822	13,118,641	305,794	179,700,453	4,308,453
2013年3月	141,195,583	4,277,646	5,858,955	198,094	12,061,567	361,801	16,478,360	1,413,743	175,594,471	6,268,991
2014年3月	128,676,055	3,459,933	5,578,339	147,871	11,544,286	291,860	23,471,206	2,293,299	169,269,892	6,192,964
2015年3月	108,835,343	3,450,331	5,537,856	131,712	10,890,526	272,531	33,773,548	3,490,364	159,264,267	7,344,939

＜外国債券の運用状況＞

(単位:百万円)

年月	通貨別残高								合 計
	日本円	構成比	米ドル	構成比	ユーロ	構成比	その他	構成比	
2004年3月	404,383	11.55%	1,169,820	33.41%	1,655,648	47.29%	271,311	7.75%	3,501,162
2005年3月	194,135	6.23%	1,077,661	34.61%	1,608,225	51.65%	233,928	7.51%	3,113,949
2006年3月	133,112	4.24%	1,175,684	37.43%	1,614,307	51.40%	217,876	6.94%	3,140,979
2007年3月	99,987	3.66%	733,625	26.85%	1,623,419	59.40%	275,782	10.09%	2,732,813
2007年9月	64,758	24.21%	80,028	29.92%	102,466	38.30%	20,251	7.57%	267,503
2008年3月	229,995	50.22%	88,331	19.29%	121,828	26.60%	17,858	3.90%	458,012
2009年3月	1,198,704	93.32%			85,798	6.68%			1,284,502
2010年3月	2,542,081	68.45%	873,800	23.53%	298,152	8.03%			3,714,033
2011年3月	3,310,730	44.89%	2,792,459	37.86%	1,271,739	17.24%			7,374,930
2012年3月	3,747,096	39.69%	3,698,231	39.18%	1,940,704	20.56%	53,922	0.57%	9,439,955
2013年3月	4,015,930	34.48%	4,928,156	42.31%	2,640,844	22.68%	61,514	0.53%	11,646,446
2014年3月	4,063,157	27.96%	7,126,971	49.04%	3,282,317	22.59%	60,172	0.41%	14,532,618
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		年度末値	最大値	最小値	平均値	VaR 期 間
		経済価値低下額	広義の自己資本(Tier1+Tier2)					
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	リスクウェ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	リスクウェイト区分ごとのエクスポージャー額				
		貸出金・預金等	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		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)					補充的項目 一般貸倒	リスクアセッ ト等(E)	資産(オン・バラン ス)項目			OPRを8%で 除して得た額	自己資本 比率(D/E)	Tier1比率 (A/E)
									オフ・バランス取 引等項目					
		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

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