

郵政民営化の金融市場等への影響

2007年8月2日

日興シティグループ証券株式会社
債券本部 チーフストラテジスト 佐野一彦

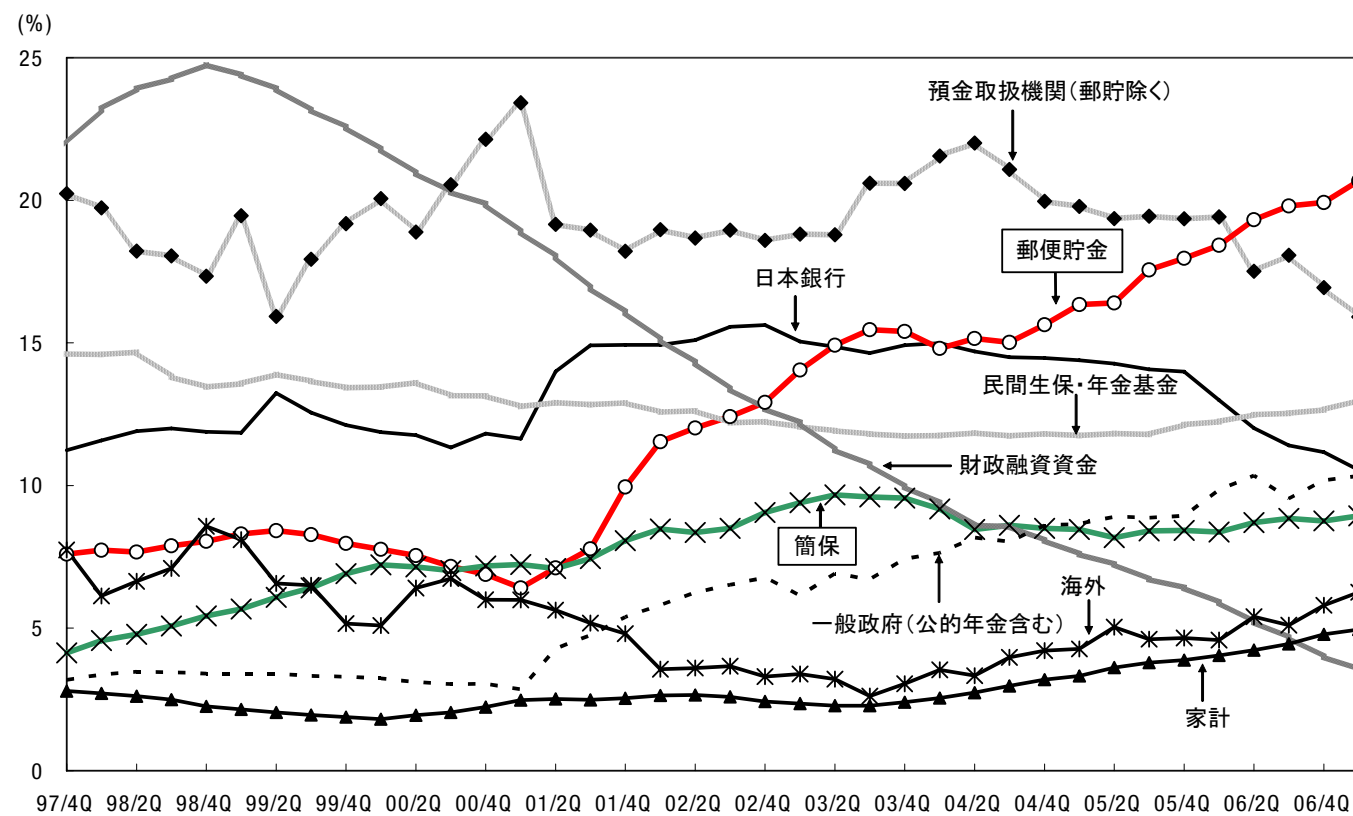
nikkociti

「アナリスト・サーティフィケーション」、「その他の開示事項」については、最終ページをご覧ください。

まとめ： 金融市場の民営化への懸念は小さい

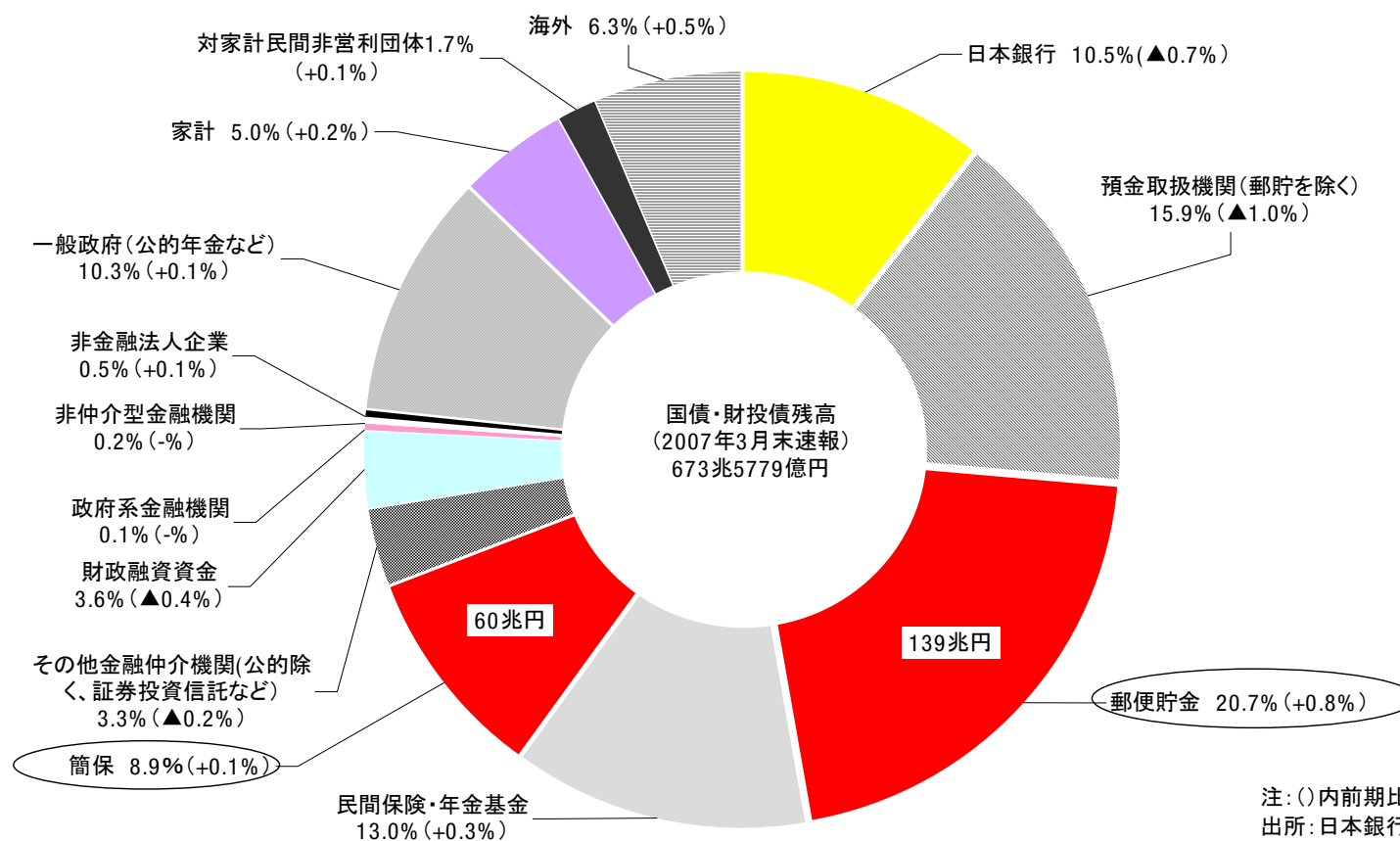
- 巨大なポートフォリオ。動きに制約あり
- ◆ 郵貯は最大の国債保有者。わずかな売却は市場を動揺させる。しかし、同時に自らのポートの含み損を膨らます
- ◆ ポートフォリオのヘッジはデリバティブよりALMマッチングが主体か。現在の運用スタンスと大差なしとの判断
- 負債・資産の受け皿は既存の民間
- ◆ 貯金等が流失しても、資金は他の民間金融機関等に移動する。それは資産面でも同様と考えられる
- ◆ ただ、移動のタイムラグには若干の懸念あり
- 貸出増強はなかなか難しい
- 特別貯金(預金)は安全資産での運用

＜業態別国債保有比率の推移＞



出所: 日本銀行

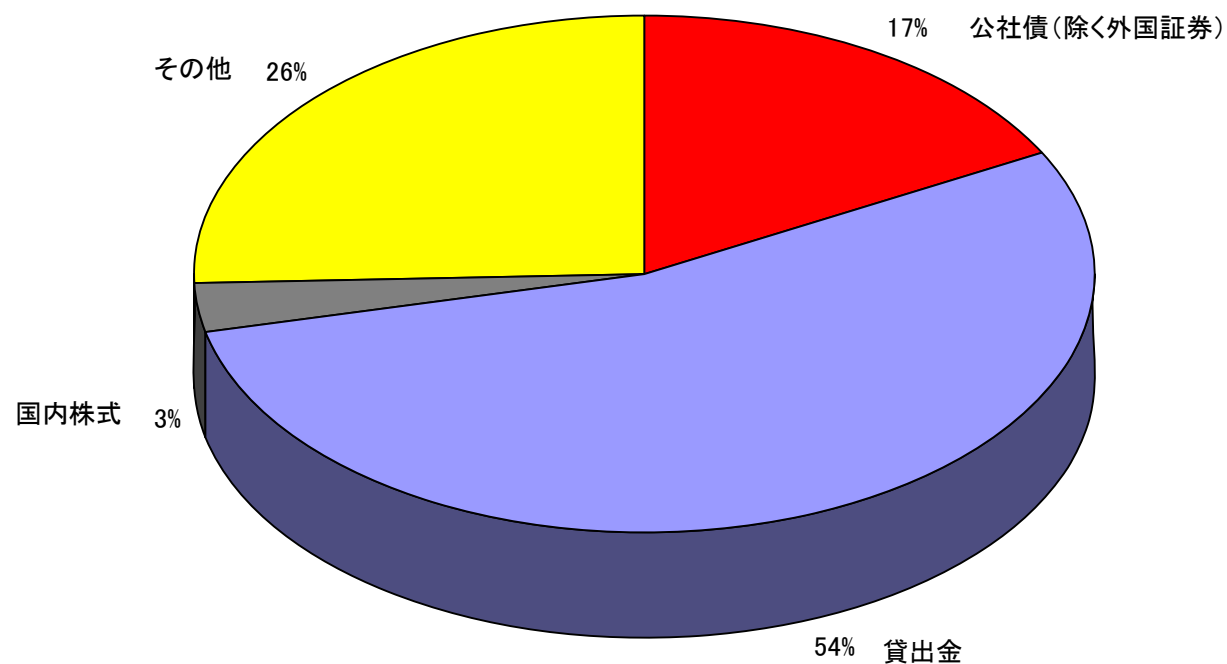
<業態別国債保有比率(2007年3月末)>



ポートのヘッジとクレジット投資

- デリバティブ(金利スワップ、先物等)での現物ポートフォリオのヘッジは極めて限定的部分
- ◆ 現物ヘッジとしては、ALMマッチングが基本か
- ◆ しかし、国債主体のALMマッチングでは、鞘が抜けない
- ◆ ヘッジはインカム収入の減少につながる
- デュレーションのミスマッチング
- 鞘を抜くには必要なクレジット投資だが...
- ◆ 貸出のポートフォリオは現状、存在せず。貸出の代替は株式ではなく、社債等クレジット投資がまずは妥当
- ◆ しかし、社債発行量は少なく、スプレッドも不十分
- ◆ 外債投資は選択肢。ただ、為替変動などの問題あり

<国内銀行バランスシート(2007年5月末)>



出所: 日本銀行

<公社債市中発行額>

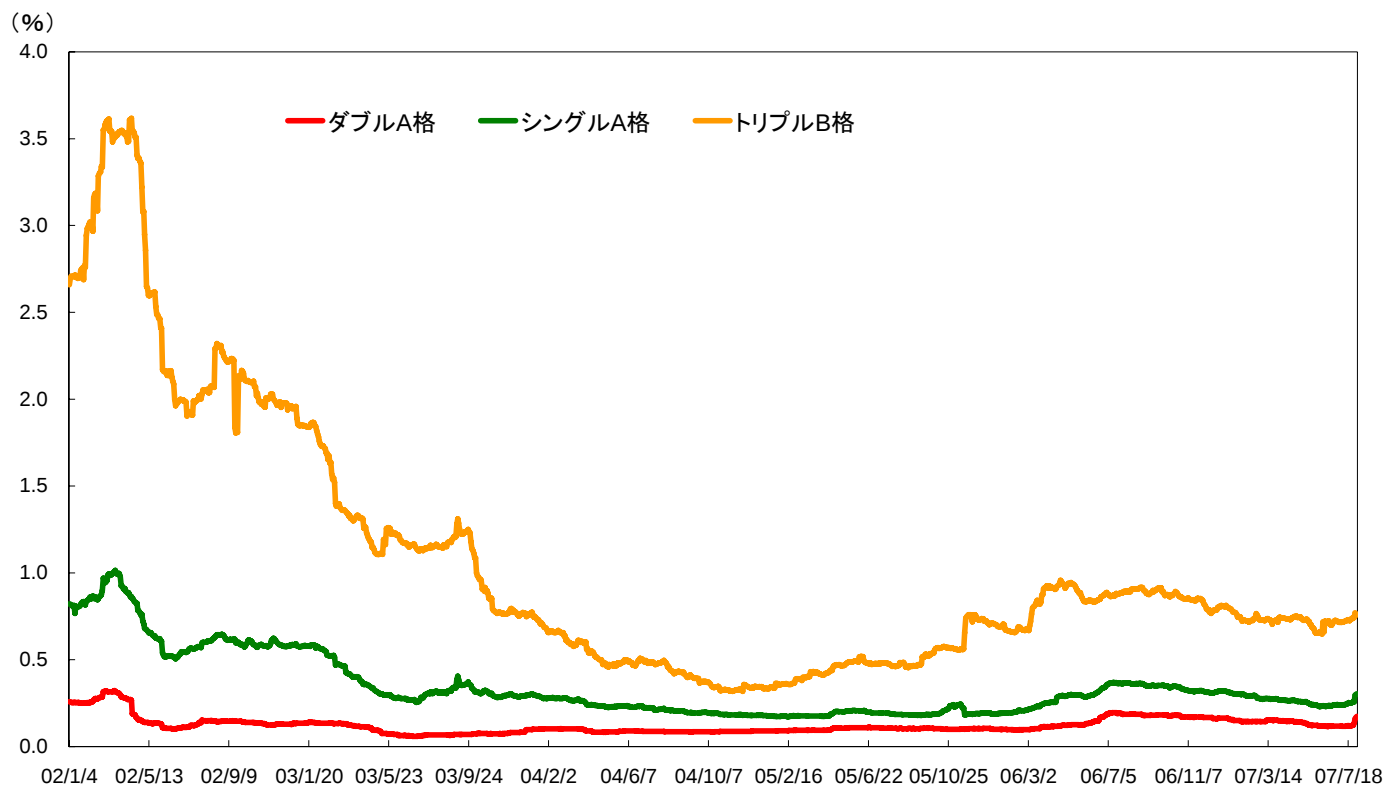
(兆円)

	2005年度			2006年度（当初見込み）			2007年度（予想）		
	発行額	償還額	ネット	発行額	償還額	ネット	発行額	償還額	ネット
国債	88.4	54.0	34.6	89.2	55.4	33.8	86.8	55.9	30.9
地方債（公募）	6.3	2.3	4.0	6.5	2.4	4.1	5.8	2.6	3.5
政府保証債	8.0	6.4	1.6	5.3	7.1	-1.8	4.6	6.4	-1.1
財投機関債	5.9	0.3	5.6	6.0	0.4	5.6	6.3	1.3	5.0
普通社債	6.9	8.1	5.6	6.8	7.4	5.6	7.5	7.0	5.0
合計	115.5	71.1	44.4	113.8	72.7	41.1	111.0	73.2	37.8

注：国債は市中消化（カレンダーベース、除く短期国債）。2006年度の社債は実績値

出所：財務省、総務省、日本証券業協会などより日興シティグループ証券作成

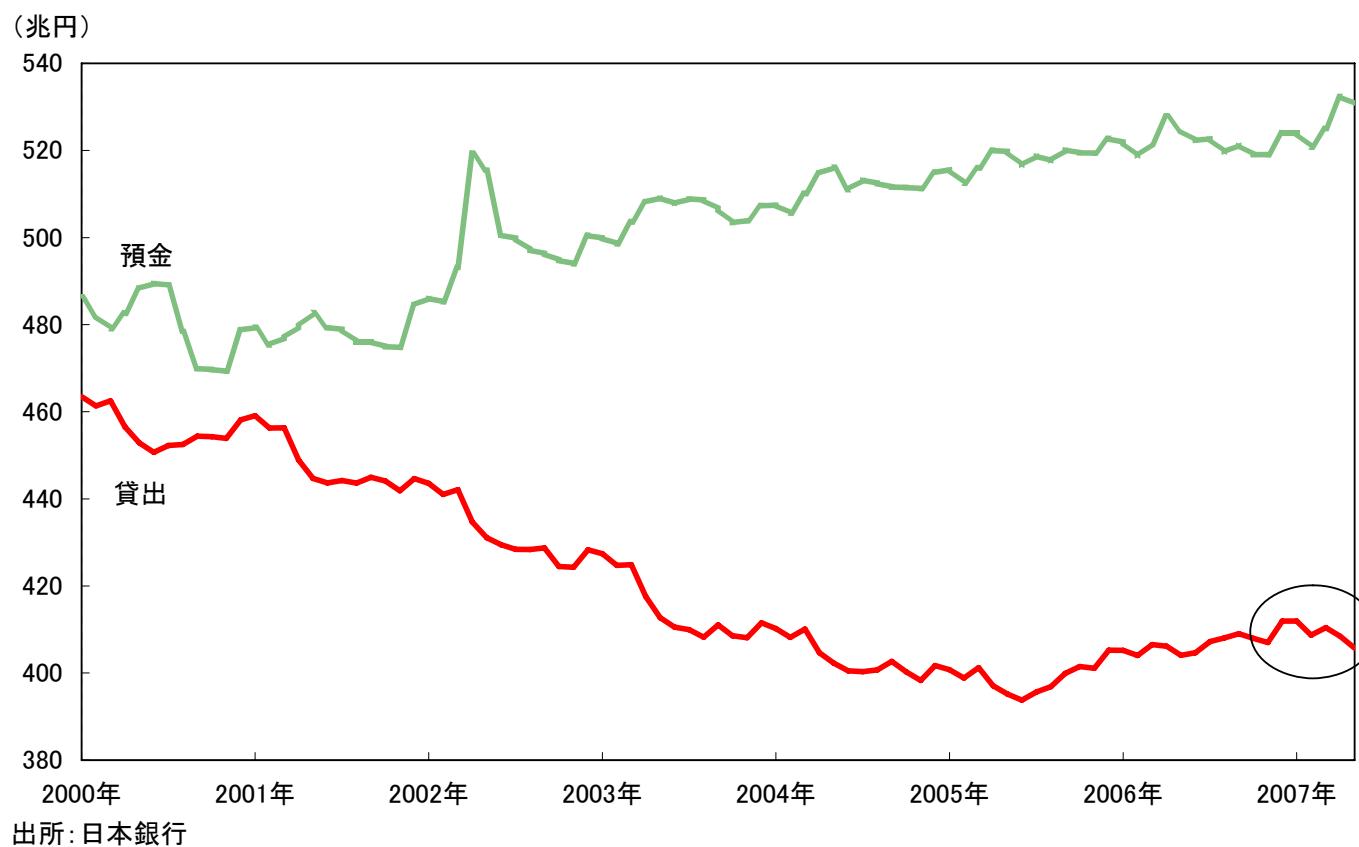
<クレジット・スプレッド(3～5年)>



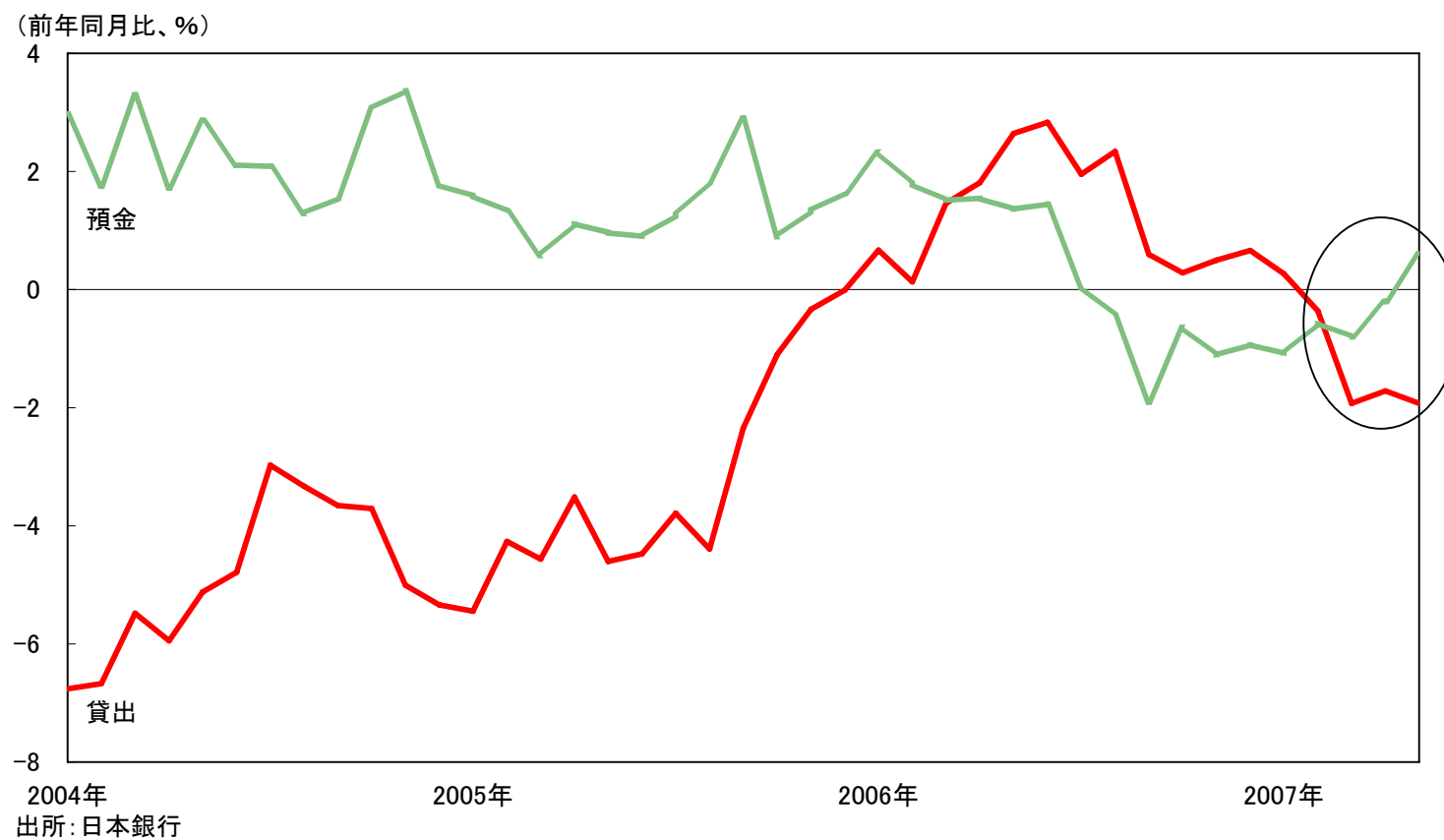
注: 格付別スプレッドは、R&IとJCRにより銘柄毎に格付けされたもののうち低い方を用いて計算した。

出所: 日興シティグループ証券

<国内銀行・預貸金(平残)推移(2007年5月まで)>



<都銀・預貸金(末残)推移(2007年5月まで)>



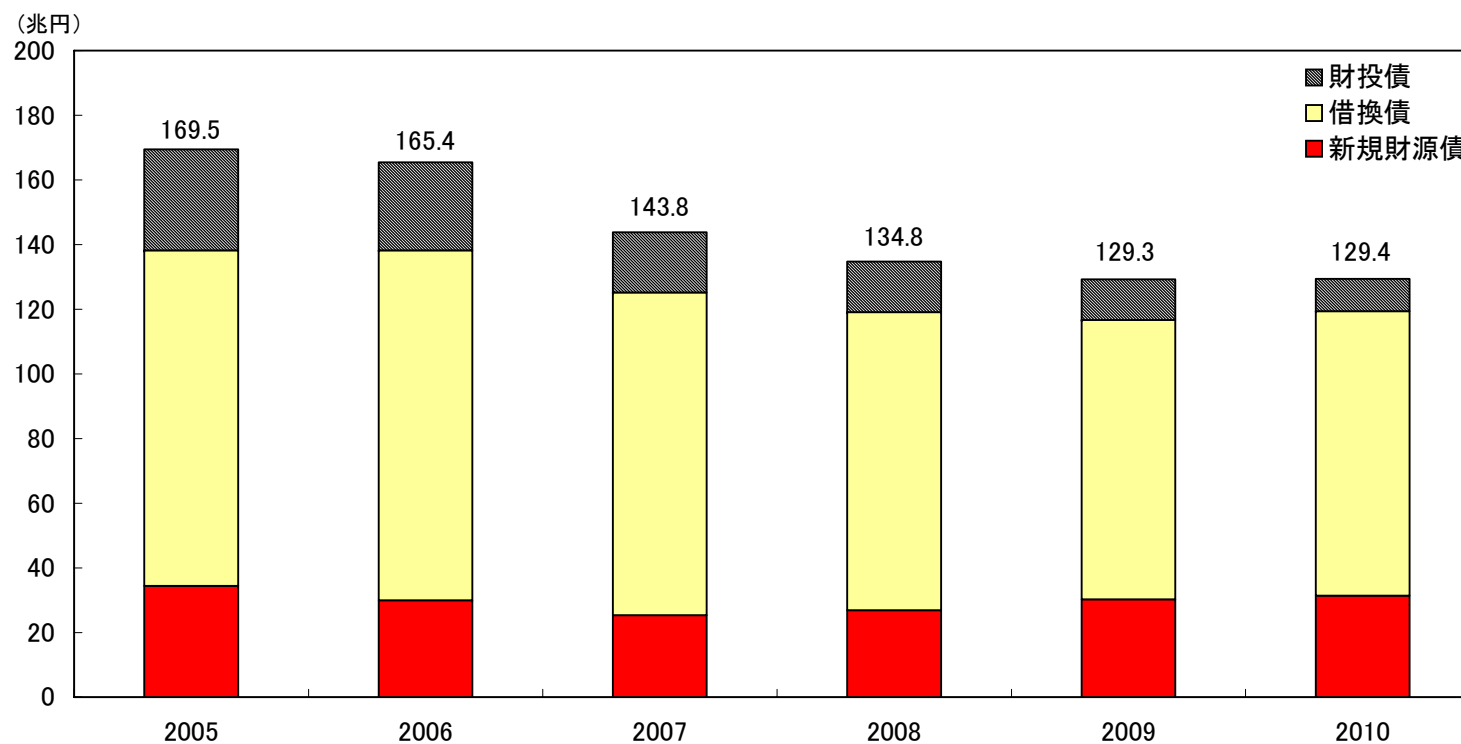
新勘定と旧勘定

- 旧勘定(定額貯金等定期性貯金)と新勘定(通常貯金や民営化後の新規貯金)に分離
- ◆ 特別預金型で一括運用。現在のALM運用の延長線上という理解
- 「運用に際しては、安全性を重視」
- ◆ 「郵便貯金銀行はその資産のうち国債、地方債等の安全資産の額が機構から受けた特別預金の額を下回らない義務を負う」(民営化法第162条)
- 「大量の国債を保有していることを踏まえ、(中略)適切な配慮を行う」
- ◆ 「郵便貯金銀行・郵便保険会社は、毎年度、①当年度末及び翌年度末における安全資産の額の見通し、及び②その根拠を機構に報告する義務を負う」(民営化法第162条)「機構は、遅滞なく公表する義務を負う」(民営化法第160条)

安全資産以外の運用残高推計

- 郵貯銀行の預金等の残高見込み
 - ◆ 預金残高見込み：2007年10月188兆円→2011年度末164兆円
 - ◆ 特別貯金(預金)残高見込み：2007年10月133兆円→2011年度末46兆円(87兆円減、年間平均19兆円強減)
- いわゆる安全資産以外での運用のポテンシャル
 - ◆ いわゆる安全資産以外(通常貯金を除いた新勘定)の運用のMax：
2007年10月0兆円→2011年度末70兆円(164兆円-46兆円-48兆円)、年間平均15.6兆円増
＜2007年10月時点の新勘定は基本的に通常貯金。したがって、いわゆる安全資産での運用(＝現行の運用)が妥当と考える。その55兆円が全体の預金残高と同様に減少すると仮定すると、2011年度末は48兆円＞
 - ◆ 4年半で70兆円、年間平均15.6兆円のいわゆる安全資産が安全資産以外に振り替わる可能性あり

<今後の国債発行総額の試算例>



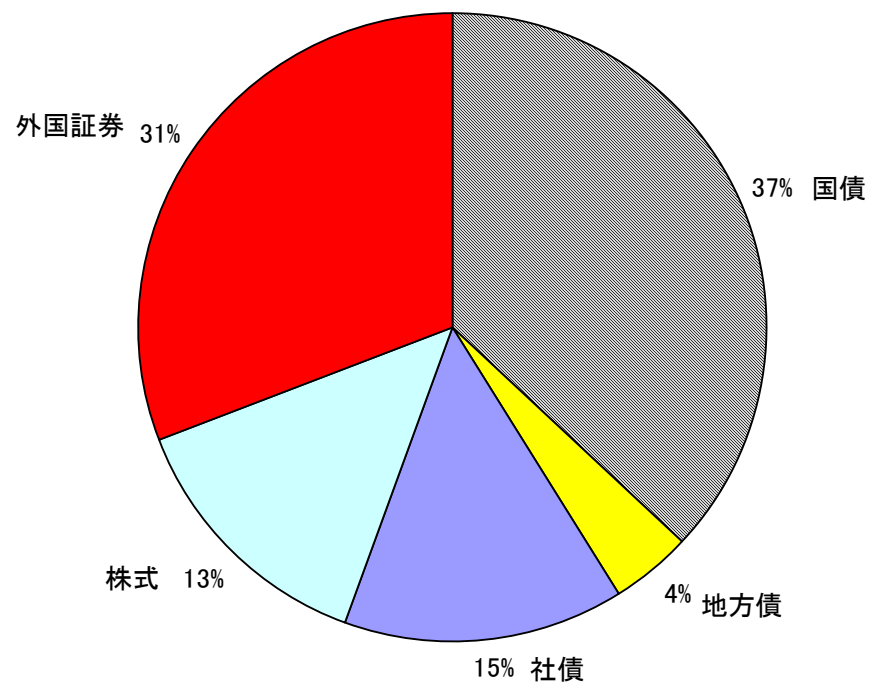
注1:平成19年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算等[試算2](名目経済成長率2.2%程度を前提)を前提

注2:財投債は2008、2009年度は前年度比3.0兆円減、2010年度は同2.6兆円減で10兆円まで発行総額が減少と仮定

出所:財務省、日興シティグループ証券

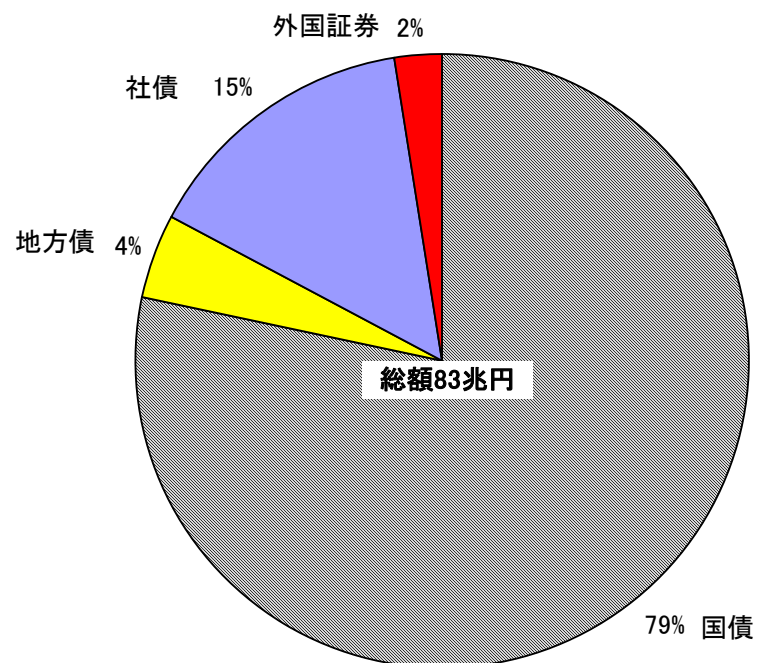
<生保とかんぽ生命の有価証券比率>

【生保の有価証券比率(2007年5月末時点)】



出所: 生命保険協会

【かんぽ生命の有価証券比率(民営化時点の見込み)】



注: 他に金銭の信託が6.4兆円あり

出所: 日本郵政株式会社

補足： 他に市場が懸念するのは...

- 財投改革は基本的に今年度で終了
- ◆ 大量の預託償還金の存在から、今年度の郵貯の公社債購入額は昨年度を大きく上回る見込み
- ◆ しかし、来年度からはこの預託償還金がなくなり、購入額は大きく落ちる(半分程度?) 公算
- 日本のイールド・カーブもフラット化へ
- ◆ 世界的ディスインフレ等を背景に、「政策金利・短期金利が上がっても、長期金利は上がらず」が世界の潮流
- ◆ 日銀は連続利上げを志向
- ◆ 中短期債、15年変国中心の運用には厳しい環境か
- 準備預金制度に加わる。日銀当預の振れに寄与

<国内債発行額と公的部門購入額>

(億円、%)

	2004年度		2005年度		2006年度		2007年度	
	金額	前年度比	金額	前年度比	金額	前年度比	金額	前年度比
国内債の市中発行額(A)	139.3	4.4	145.8	6.5	142.6	? 3.2	133.7	? 8.8
国債	114.6	1.9	118.6	4.0	118.0	? 0.6	109.6	? 8.4
地方債	5.4	0.8	6.3	0.9	6.5	0.2	5.8	? 0.7
政保債	9.0	1.8	8.0	? 1.0	5.3	? 2.7	4.6	? 0.7
財投機関債	4.4	1.0	5.9	1.5	6.0	0.1	6.3	0.3
普通社債	5.9	? 1.1	7.0	1.1	6.8	? 0.2	7.5	0.7
公的部門による購入額計(B)	45.4	? 1.8	55.1	9.7	66.5	11.4	79.9	13.5
財務省	0.6	0.0	0.6	0.0	1.8	1.2	1.8	0.0
日銀	14.4	0.0	14.4	0.0	14.4	0.0	14.4	0.0
郵貯	19.3	3.2	33.7	14.4	35.0	1.4	44.6	9.6
簡保	6.6	? 1.5	6.5	? 0.2	8.7	2.3	10.1	1.3
年金	4.5	? 3.4	0.0	? 4.5	6.5	6.5	9.0	2.5
ネット市中発行額(A-B)	94.0	6.2	90.7	? 3.3	76.1	? 14.6	53.8	? 22.3
公的部門の比率(A/B)	32.6%		37.8%		46.6%		59.8%	

注1：国債の市中発行額は短期国債（TB）を含む、2005年度以降はカレンダー・ベース

注2：地方債は借換債含む、政保債は外債除く、普通社債は弊社見通し

注3：財務省は対市場の買入消却額

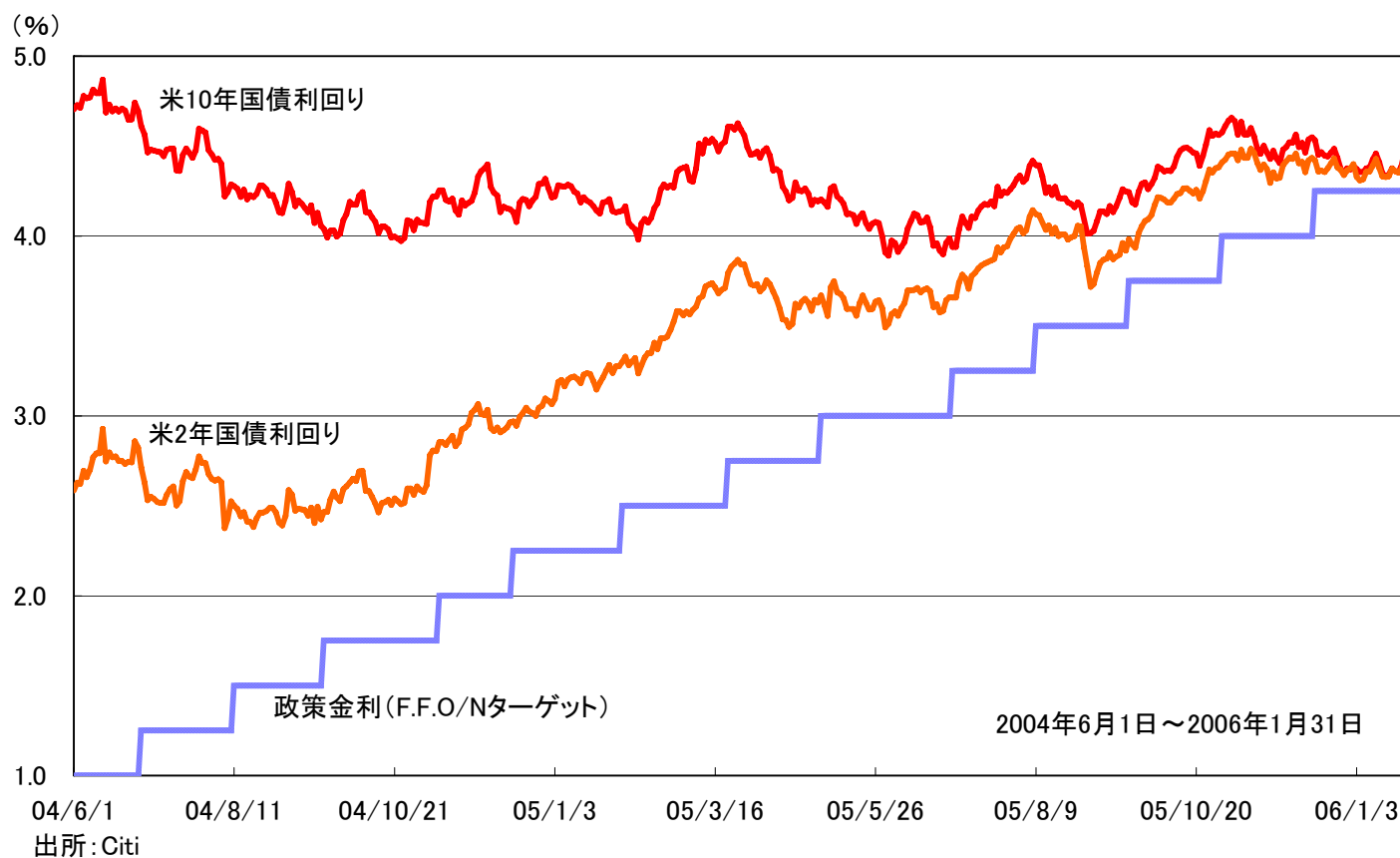
注4：日銀は毎月1.2兆円の長国買入を継続と仮定

注5：郵貯の購入額は現先運用・FB・TBを含む。郵貯及び簡保の購入額は経過措置としての財投債引受分を除く。なお、2007年度については地方公共団体貸付が含まれる。また、上期計画を基本的に2倍し、通期計画と仮定した

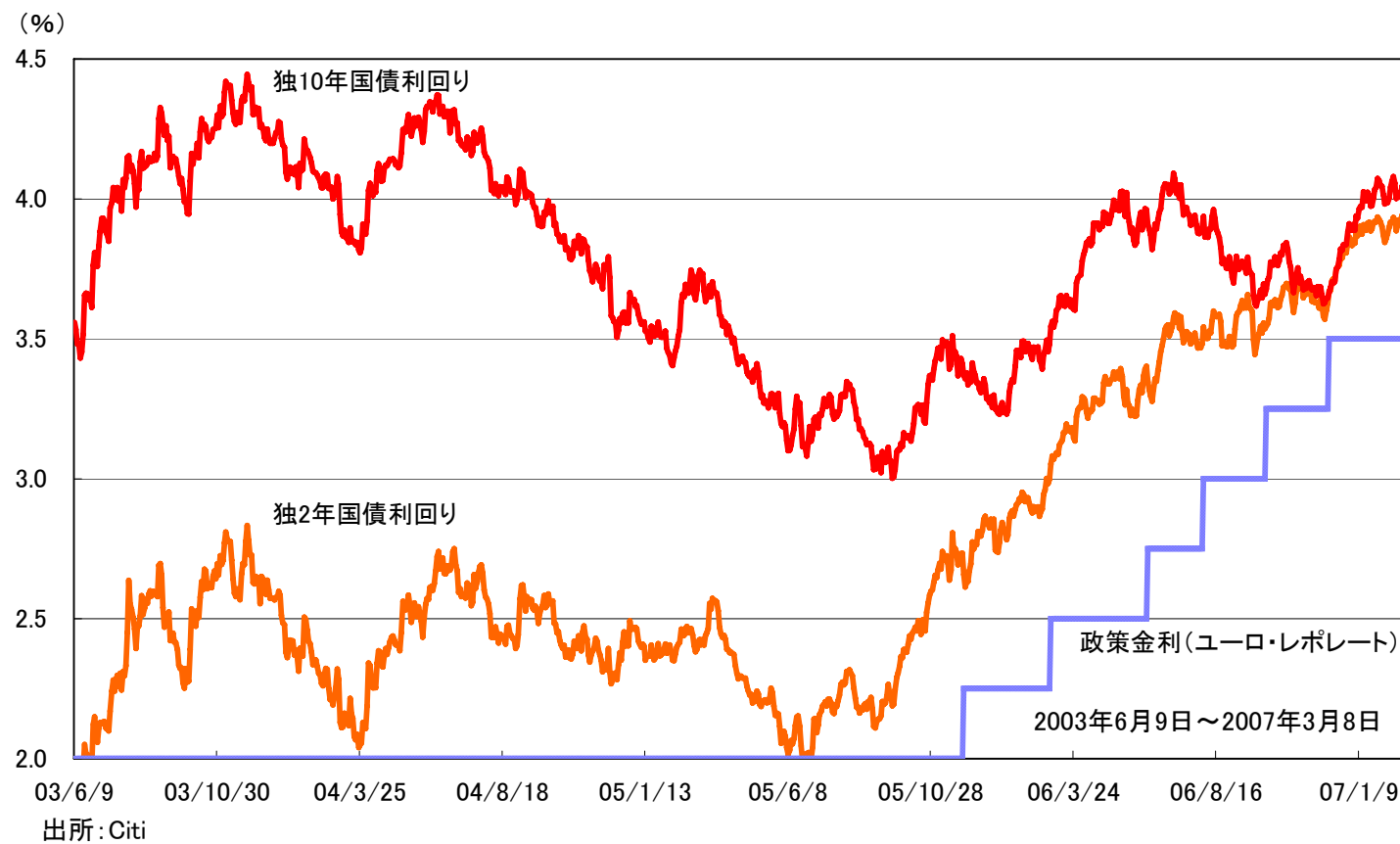
注6：（公的）年金の国内債購入額8兆円は弊社見通し

出所：財務省、総務省、日銀、日本郵政公社、年金積立期金管理運用独立行政法人より日興シティグループ証券作成

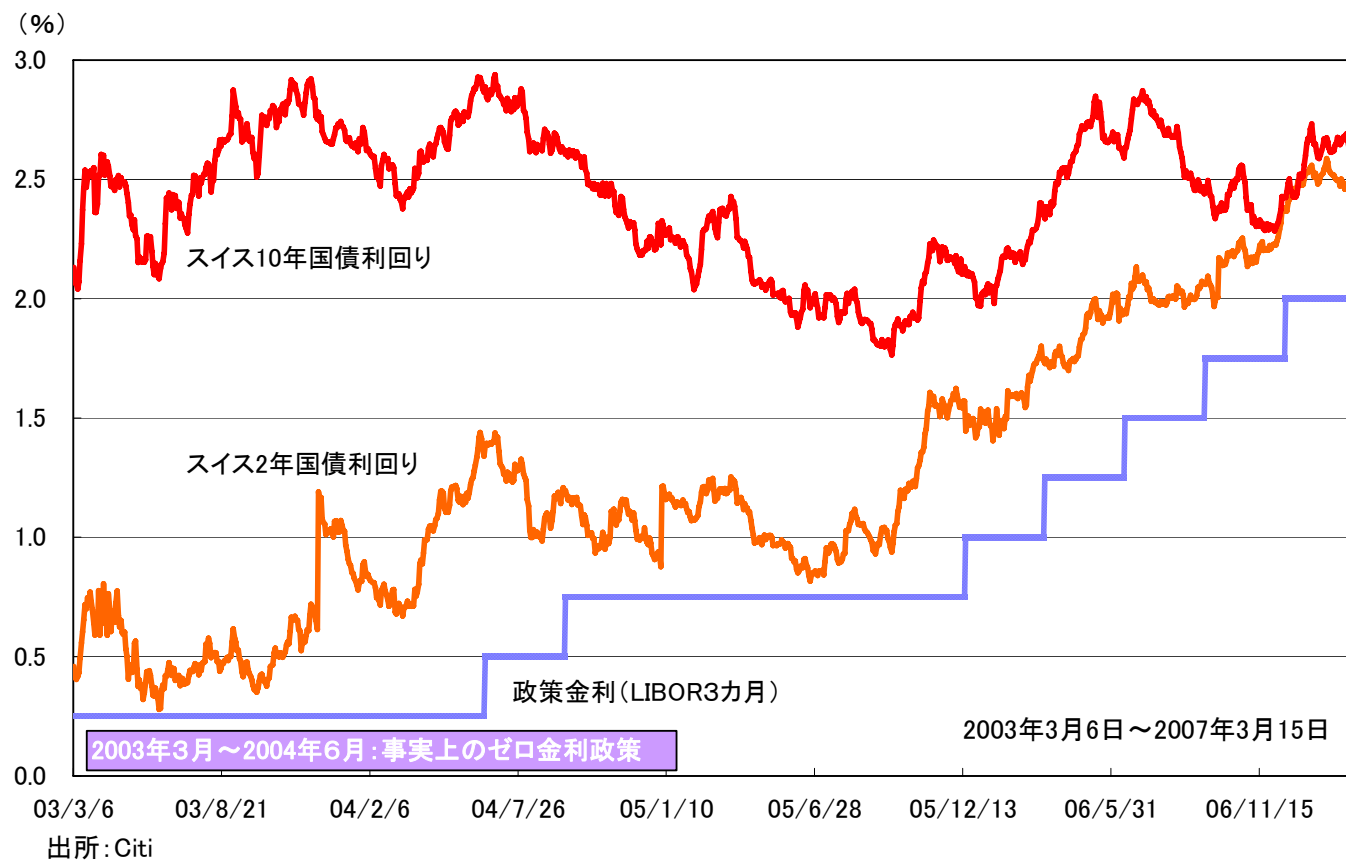
<米政策金利と長短金利>



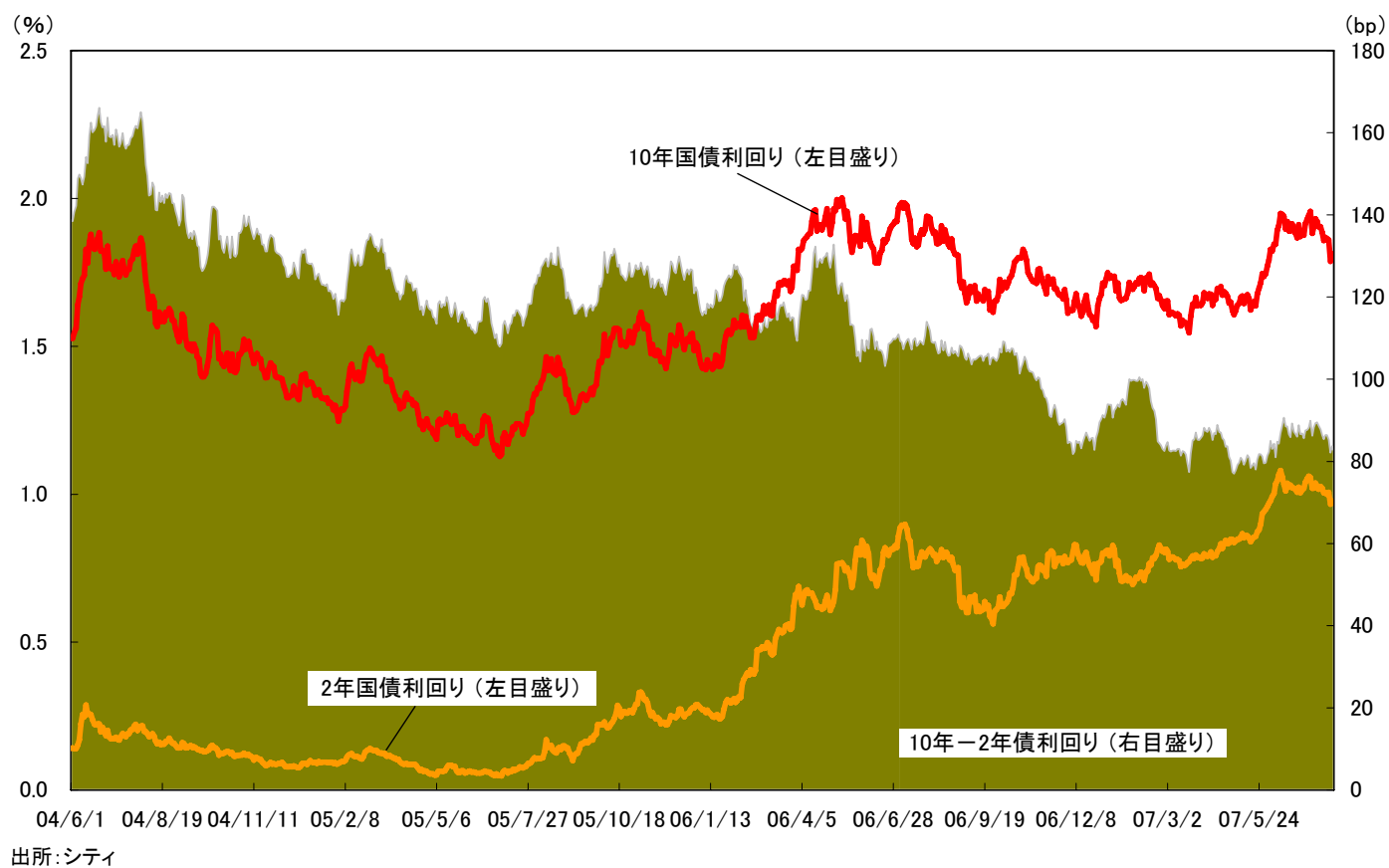
<独政策金利と長短金利>



＜スイス政策金利と長短金利＞



<日本10年と2年国債利回り、同スプレッド>



郵政民営化の金融市場等への影響

2007年8月2日

私、佐野一彦は、本リサーチ・レポートに表明された見解が全ての対象企業又は対象有価証券に対する私個人の見解を正確に反映していることを、ここに証明します。また、私は、過去、現在又は将来において、私の報酬のいかなる部分も、本レポート中の特定の推奨若しくは見解に直接的又は間接的に関連しないことを証明します。本レポートは、日興シティグループ証券株式会社（以下「日興シティグループ」といいます）が作成したものであり、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク、シティバンク（以下に定義します）、日興コーディアル証券株式会社によって配布される場合はライセンスに基づいて配布されるものです。米国においては、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクが本レポートについて責任を負います。本レポートに記載されている情報に基づく米国投資家からの発注は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクを通じてのみ執行されることがあります。

日興シティグループは、一定の米国規制の目的において、シティバンクN.A. 並びにその世界中の子会社及び支店（以下「シティバンク」と総称します）の関係会社として取り扱われます。かかる関係に拘らず、日興シティグループ及びその関係会社が推奨、勧誘、売付け又は保有する有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関（シティバンクを含む）の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。日興シティグループ（その親会社、子会社又は関係会社を含む）（以下「弊社」といいます）は、随時、本レポートにおいて言及されている企業に対して、投資銀行業務若しくはその他のサービスを提供すること又はかかるサービス提供を勧誘することがあり得ます。弊社は、本レポートにおいて議論されている有価証券について、マーケット・メークを行うこと又は自己勘定で顧客と売買を行うことがあり得ます。弊社又は本レポートを作成した個人は、いつでも、本レポートにおいて議論されている発行体の有価証券若しくはオプションについてポジションを保有していることがあり得ます。弊社の役職員は、本レポートで言及されている企業の取締役であることがあり得ます。弊社は、過去3年間に、本レポートで言及されている企業の公募において、幹事会社又は共同幹事会社を努めたことがあり得ます。本レポート上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。本レポートに掲載された見解若しくは予測は、本レポート発行時における弊社の判断であり、予告なく変更されることがあります。本資料に掲載された価格、数値または予測等は、該当日時における弊社の判断に基づいて算出したものであり、お取引を締結する際に実際に用いられる価格または数値を表すものではありません。また、かかる価格、数値、予測等は、予告なしに変更する事がありますので、予めご了承ください。かかる価格、数値、予測等は、弊社の帳簿及び記録において反映されている価格、数値、予測等と異なる場合があります。本レポートは、情報提供を目的としたのみ作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、本レポート及びレポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、各自の判断と責任において使用されるものであり、本レポートに過誤訂正がある場合、訂正版はウェブ（Fixed Income Direct Japan）に掲載されますので、ご覧いただきますようお願いいたします。尚、ウェブに関してのお問合せはFixed Income Direct Japan Help Desk 03-5574-4380までお電話ください。

日興（Nikko）は、株式会社日興コーディアルグループの登録商標です。シティグループ（Citigroup）は、シティコープ・インクのサービス・マークです。

©Nikko Citigroup Limited, 2007. All rights reserved. 未許可での利用、複製の作成又は開示は、法律で禁じられており、告発の対象となります。

