

2008年11月

国債市場への影響について

アナリストによる証明および投資銀行部門の顧客関係をはじめとする重要なディスクロージャーに関しては本リサーチ末尾をご覧ください。JPモルガンは本リサーチでカバーした会社と取引関係にある、もしくは今後取引をする意図があります。従って、投資家は本レポートの客観性に影響を与え得る利害関係が存在する可能性をご理解ください。投資家は、本レポートが、投資判断の材料の一つにすぎないことをご理解ください。

J.P.Morgan

JPモルガン証券株式会社
経済・債券調査部

チーフ債券ストラテジスト

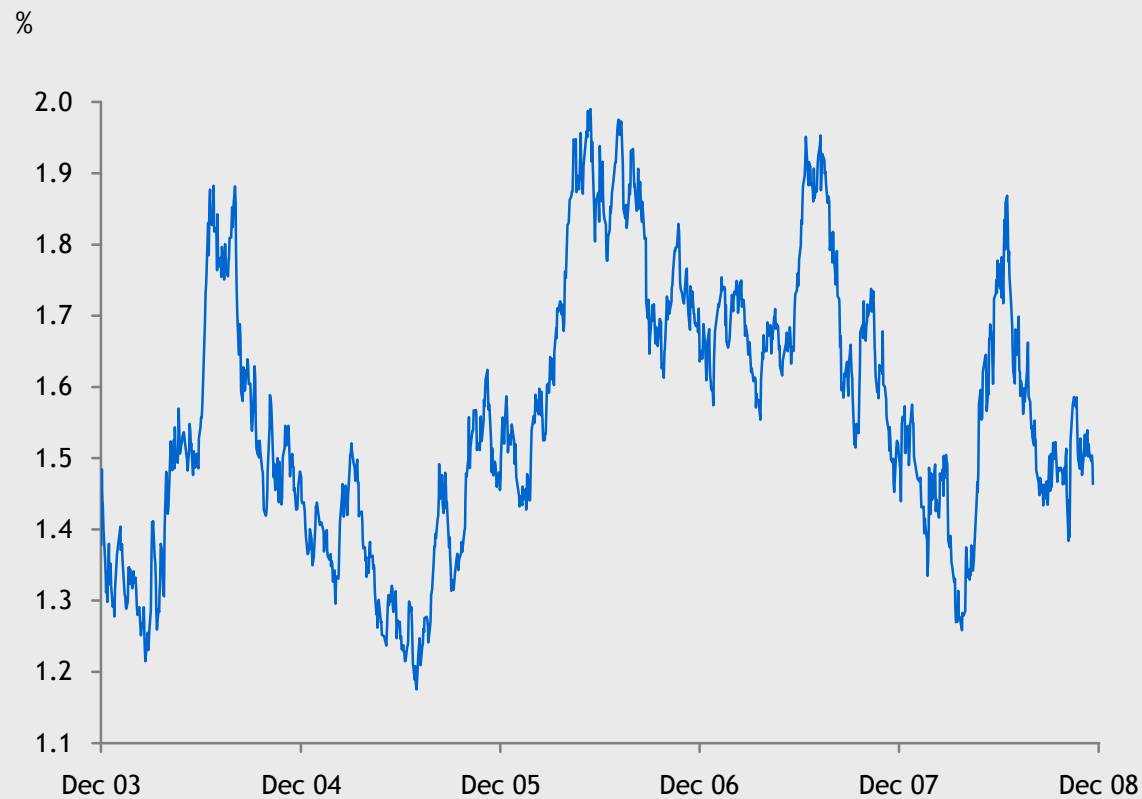
横山 明彦^{AC}
akihiko.yokoyama@jpmorgan.com
Tel: 03.6736.1071

本日の議論

1. 「旧契約に係る資産運用は、安全資産に運用すること」とされていることは、国債の安定消化に寄与しており、今のところ大きな影響は出ていないとみられる
2. 運用の多様化の国債市場への影響は、どのような多様化によって異なる

過去5年間で長期金利のレンジはあまり変わっていない

10年国債利回り

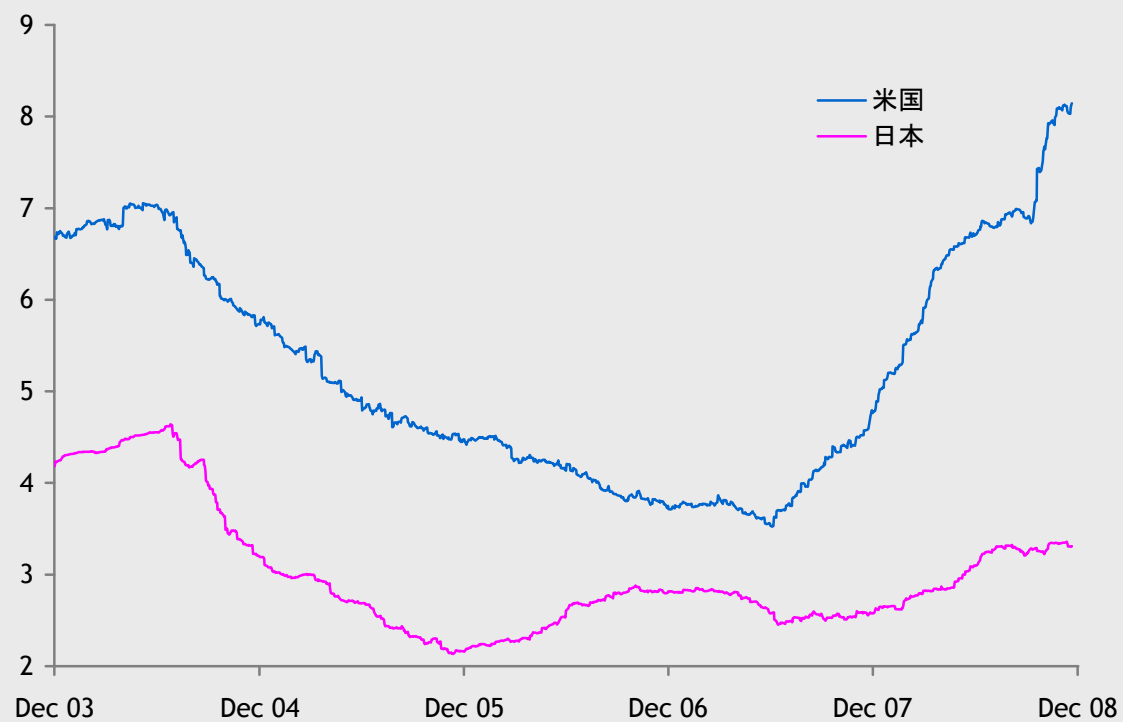


出所: J.P.モルガン

ボラティリティはやや上昇

日米の10年債利回りのボラティリティ

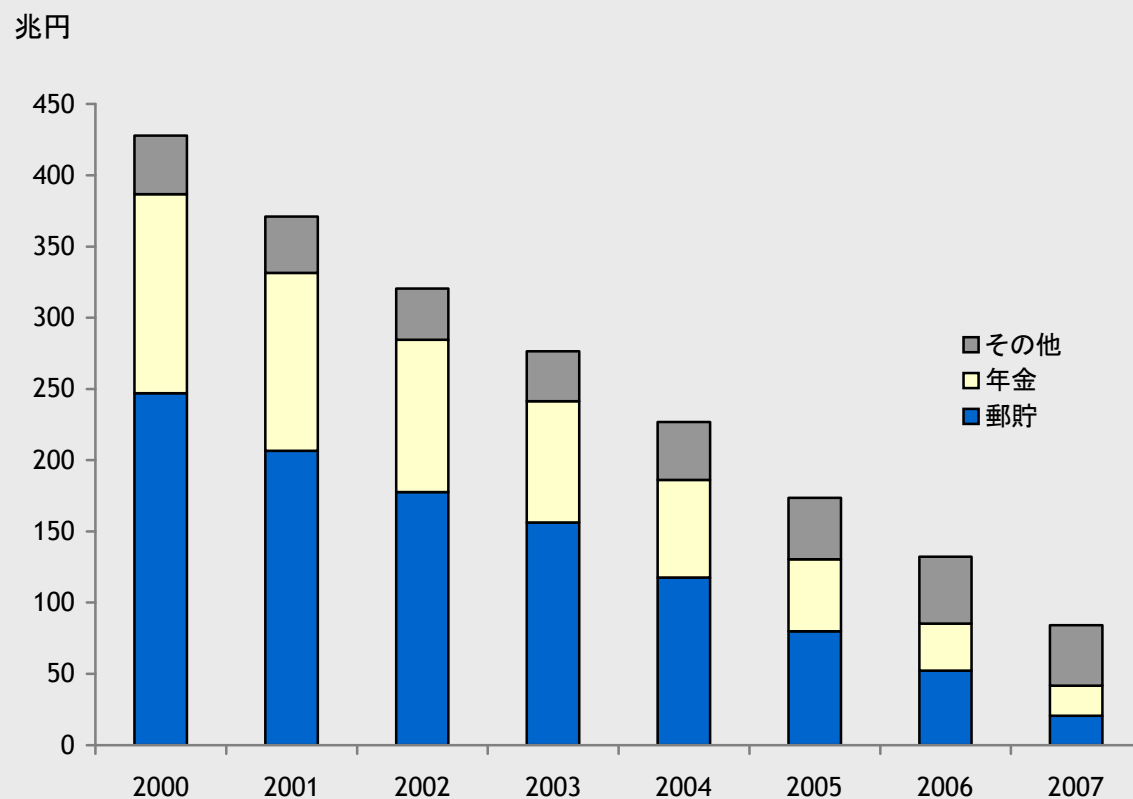
bp/day、10年債利回りの1年実現ボラティリティ



出所: J.P.モルガン

預託金残高は大幅に減少

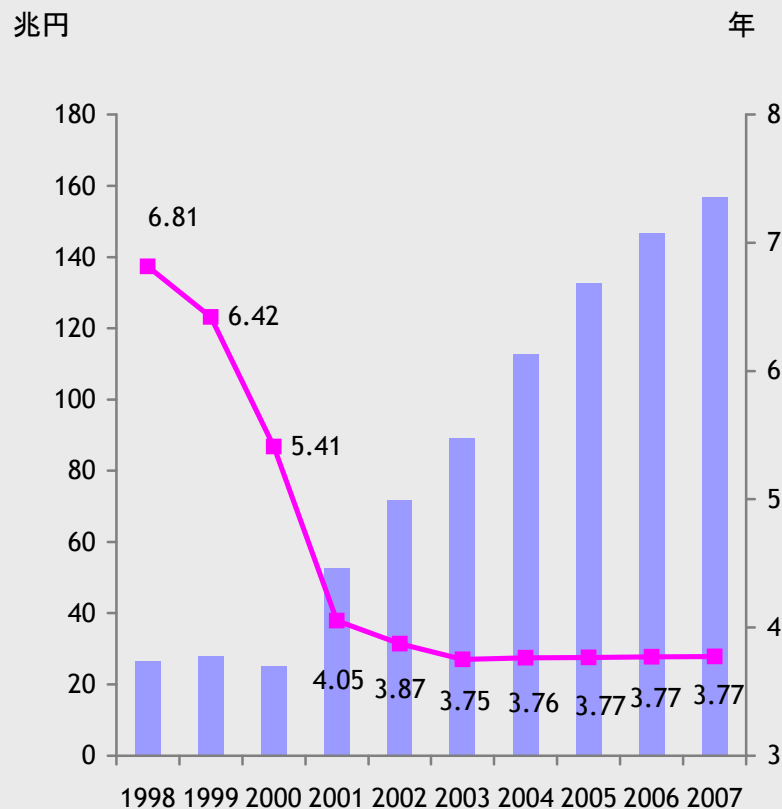
預託金残高



出所: 財務省

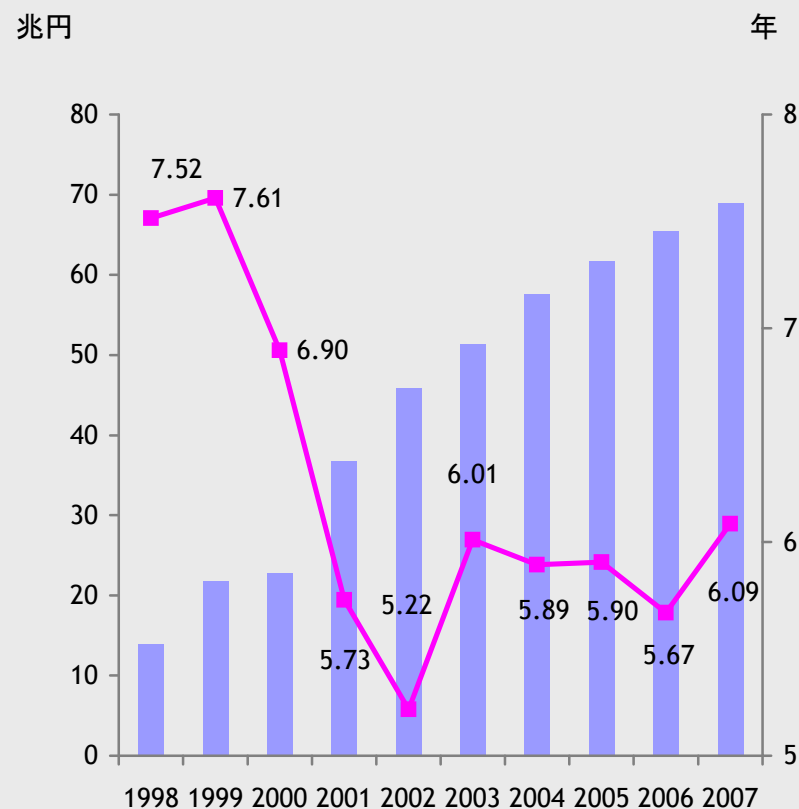
10年債利回りと10年スワップ金利

郵貯銀行の保有国債残高と推定デュレーション



出所: 日本郵政、J.P.モルガン

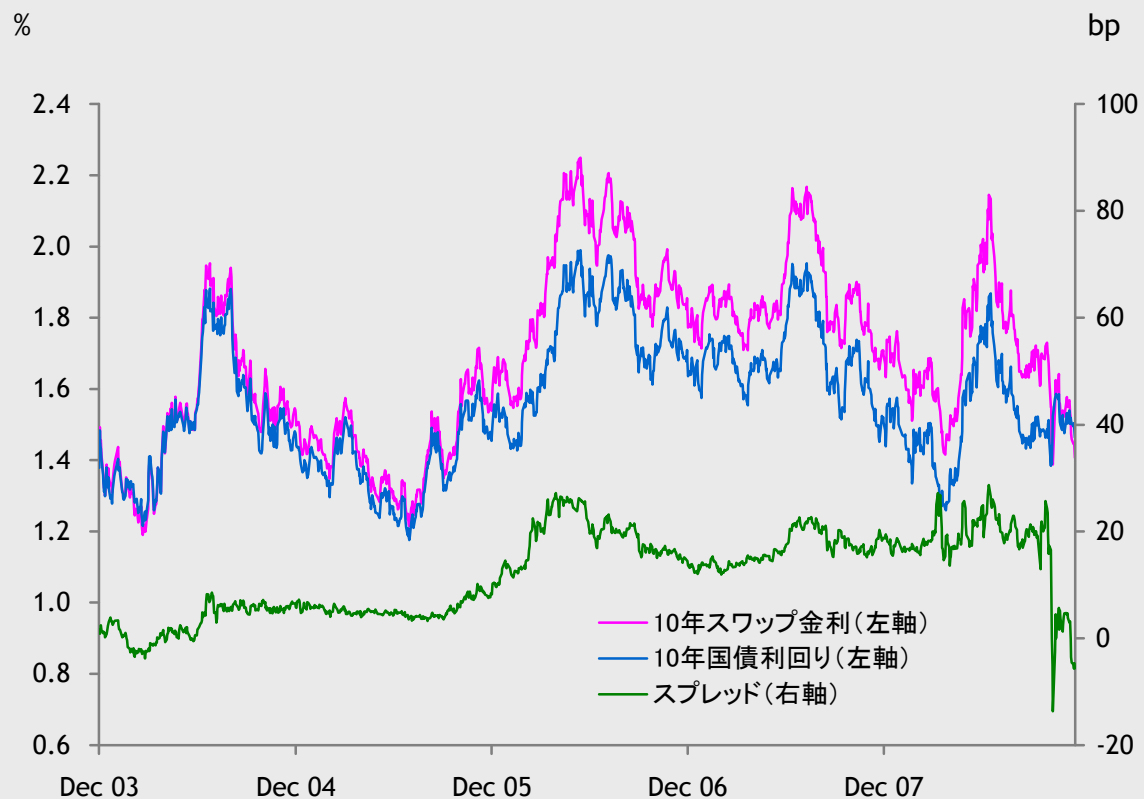
かんぽ生命の保有国債残高と推定デュレーション



出所: 日本郵政、J.P.モルガン

10年債利回りと10年スワップ金利

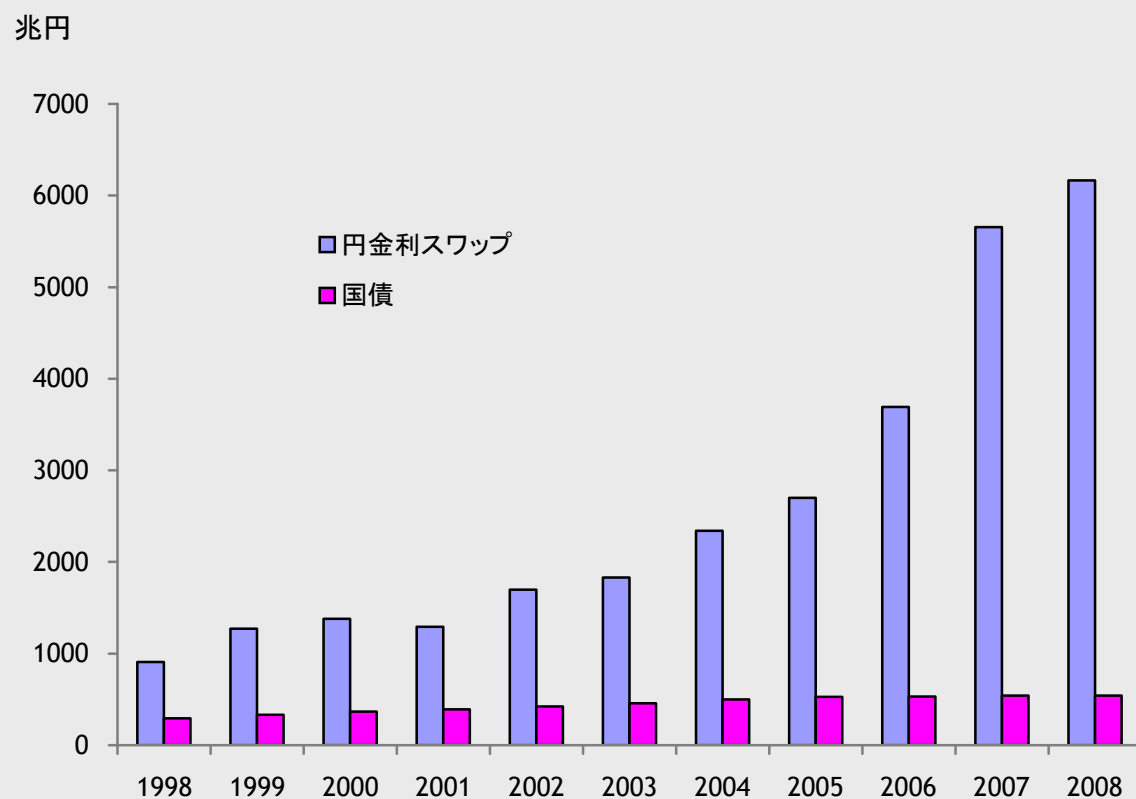
10年国債利回りと10年スワップ金利、そのスプレッドの推移



出所: J.P. モルガン

円金利スワップ市場残高は大幅に増加

国債残高と円金利スワップ想定元本額



出所: BIS、財務省

金融商品取引法に基づく表示事項

JPモルガン証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第82号

株式取引は株価の変動等により損失が生じる恐れがあります。また、外国株式取引の場合、為替相場の変動によっても損失が生じるおそれがあります。

外国預託証券取引は価格の変動等により損失が生じる恐れがあります。また、為替相場の変動によっても損失が生じるおそれがあります。

債券の価格は、市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には、損失が生じるおそれがあります。また、外国債券の場合、為替相場の変動によっても損失が生じるおそれがあります。

市場先物取引(日経225株価指数先物取引、日本国債先物取引、ユーロ円3ヶ月金利先物取引、CME NIKKEI 225、HK HANGSENG INDEX等)の必要証拠金額は、SPANR等各取引所の定める方法により、先物取引、オプション取引、先物オプション取引全体の建玉から生じるリスクに応じて計算されますので、市場先物取引の額の証拠金の額に対する比率は、常に一定ではなく、取引の額が証拠金の額を上回る場合があります。市場先物の価格は、対象とする株価指数、有価証券の価格、金利、通貨の変動等により上下しますので、これにより損失が発生するおそれがあり、また当該株価指数、有価証券の価格、金利、通貨が大きく変動することで発生する損失の額が差し入れていただく証拠金の額を上回る恐れがあります。また、当該市場先物取引が外貨建て取引の場合、為替相場の変動によって損失が生じるおそれがあります。

市場オプション取引、市場先物オプション取引(日経225株価指数オプション取引、日本国債オプション取引、金利先物オプション取引、CME Options on Three-Month Eurodollar Futures等)の証拠金額は、SPANR等各取引所の定める方法により、先物取引、オプション取引、先物オプション取引全体の建玉から生じるリスクに応じて計算されますので、市場オプション、市場先物オプション取引の額の証拠金の額に対する比率は、常に一定ではなく、取引の額が保証金の額を上回る場合があります。市場オプション取引、市場先物オプションの価格は、対象とする株価指数、有価証券の価格、金利、通貨の変動等により上下しますので、これにより損失が発生するおそれがあり、また当該株価指数、有価証券の価格、金利、通貨が大きく変動することで発生する損失の額が差し入れていただく保証金の額を上回る恐れがあります。また、当該市場オプション取引、市場先物オプション取引が外貨建て取引の場合、為替相場の変動によって損失が生じるおそれがあります。

不動産投資信託受益証券又は投資証券(J-REIT)は、不動産等を投資対象として組み入れるという仕組みを有しております。取引所における需給関係や、不動産関連資産への投資の動向、他の資産への投資との比較、株式市場の状況、金利情勢、経済情勢等、市場を取り巻く様々な要因の影響を受けるので本証券の基準価格も変動する可能性があります。また、本証券の基準価額は、組み入れた不動産等に物的・法的に瑕疵があった場合に変動する可能性があります。上記の要因により基準価格が変動することにより、元本欠損が生ずるおそれがあります。

転換社債の価格は、市場での株式の価格、株式への転換条件、金利水準等の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には、損失が生じるおそれがあります。債券の発行者の業務や財産の状況の変化に伴い、債券の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。株式への転換を選択された場合、転換後の財産の価格や評価額が債券の当初購入金額を下回るおそれがあります。新株予約権を行使できる期間に制限があります。償還等に伴って交付される株式の評価額が債券の当初購入金額を下回るおそれがあります。

投資信託の基準価格は、組み入れた株式や債券の値動き、為替相場の変動等の影響により上下しますので、これにより投資元本を割り込むおそれがあります。

店頭デリバティブ取引は、金利指標、通貨の価格、信用状況、株価等の変動を直接の原因として損失が生ずることとなるおそれがある取引です。また、ISDAマスター契約におけるクレジット・サポート・アネックス(Credit Support Annex)等の担保契約の適用がある場合、金利指標、通貨の価格等の参照指標が大きく変動することで、あるいはクレジットイベントが発生して、プロテクションの売り手側が支払うべき金額が差入れ済みの担保の額を上回る場合に、発生する損失の額が差し入れていただく担保の額を上回る恐れがあります。店頭デリバティブ取引の想定元本は、当該デリバティブ取引等についてお客様に差し入れていただく担保の額を上回る可能性があります。店頭デリバティブ取引にあたり差し入れていただく担保の額は担保契約の内容により異なるため、想定元本の担保額に対する比率上限を算出することはできません。店頭デリバティブ取引では反対取引を行おうとする場合は価格に差があり、原則として同じ価格での反対売買を行うことは出来ません。

上記記載の商品等へのご投資の際には、以下の手数料等を頂戴いたします。株式取引、外国預託証券、市場先物取引、市場オプション取引、市場先物オプション取引、不動産投資信託受益証券又は投資証券の場合は事前にお客様と個別に合意した手数料率の委託手数料および消費税を、また投資信託の場合は、銘柄ごとに設定された申し込み手数料、信託財産留保金、信託報酬などの諸経費をご負担いただきます。債券および転換社債のお取引の場合は、購入対価のみお支払いいただくことになります。

商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、実際に上記取引を行っていただく前には当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

加入協会/日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会

アナリストによる証明

本リサーチの表紙において“AC”と表示されたリサーチアナリストが、次のことをここに証明する。(複数のリサーチアナリストが本リサーチの共同第一責任者である場合は、表紙において“AC”と記載されているアナリスト、もしくは本リサーチ内に氏名を掲載された者が、それぞれに当該有価証券または発行体に関する記述について、個別に、次のことをここに証明する。)(1)本リサーチにおいて示された全ての意見は、当該有価証券或いは当該有価証券発行体のありとあらゆる点に関するリサーチアナリスト個人の意見を正確に反映するものであること(2)リサーチアナリストへの報酬は、現在、過去、未来において、直接間接を問わず、本リサーチにおいて示された特定の推奨或いは意見とは一切関連のないものであること。

利益相反：本リサーチはJ.P.モルガンのクレジットリサーチアナリストの見通し、意見及び推奨を含みます。リサーチアナリストは、その分析の質及び正確さ、クライアントの反応、トレーディングデスク及び会社の業績、競争力に部分的に応じた報酬を授受致します。一般論として、J.P.モルガンおよび/もしくはその関連会社は通常、リサーチレポートで議論された債券につき、マーケットメイク及び自己勘定による取引を行っています。クレジットリサーチにおけるレーティングの説明 レーティングシステム：J.P.モルガンは以下の定義に基づいてセクター/発行体のポートフォリオ・ウェイトングを行っています：Overweight(今後3ヶ月以内に、関連するインデックス、セクターまたはベンチマークをアウトパフォームすると予想されるリスクポジション)Neutral(今後3ヶ月以内に、関連するインデックス、セクターまたはベンチマークと同程度であると予想されるリスクポジション)Underweight(今後3ヶ月以内に、関連するインデックス、セクターまたはベンチマークをアンダーパフォームすると予想されるリスクポジション)J.P.モルガンのエマージングマーケットリサーチではレーティングとしてMarketweightを使用していますが、これはNeutralに相当するものです。評価とその方法：J.P.モルガンのクレジットリサーチでは、発行体についてレーティング(Overweight, Underweight, Neutral)を付与する際、発行体に対するクレジット観及び株式との相対的評価を基に、クレジットレーティングエージェンシーが付与するレーティング及び株価を加味しています。発行体に対するクレジット観は、社債の期限が到来し満期となった時に、発行体が償還できるのかどうかに対するJ.P.モルガンの意見を基にしています。J.P.モルガンではこれを精査するため、その他の要素に加え、社債や確定負債(資本投資を含む場合がある)に対するキャッシュフロー比など一般的な信用比率を使用し、発行体のクレジットポジションを分析しています。J.P.モルガンではさらに、発行体がキャッシュフローを生み出す能力についても、同セクターの比較可能な企業の一般的な財務指標、例えば収益、利益成長率、利幅、自己の正味資産に対するバランシートの構成などを検討することで分析を行っています。アナリスト報酬：本レポートの準備、執筆にたずさわったアナリストの報酬は、リサーチの質や正確さ、クライアントの反応、競争力、会社全体の業績など、様々な要因によって決まります。会社全体の業績には、投資銀行部門および債券部門の業績が含まれます。米国以外のアナリスト登録：特に記載が無い限り、レポート表紙に記載された米国以外のアナリストはJPMSIの米国関連会社以外の関連会社の従業員であり、NYSEおよびNASDAQの規定にあるリサーチアナリストとしての登録あるいは資格を有しておらず、JPMSIの特殊関係人でなく、NASDAQ Rule 2711およびNYSE Rule 472の規制である調査対象企業とのコミュニケーション、パブリシティアランスおよびリサーチアナリストの取引口座における有価証券取引に関する制約を受けない可能性があります。

その他のディスクロージャー：J.P.モルガンは、J.P. Morgan Securities Inc. (JPMSI)および全世界における米国以外での関連会社のブランドネームです。オプションに関する調査資料：本資料で提供する情報がオプションに関する調査資料である場合、当該情報は適切なオプションリスクディスクロージャー資料を受領した場合に限り、入手が可能となります。Option Clearing Corporation's Characteristics and Risks of Standardized Optionsの資料入手に関しては、J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくはOption Clearing Corporation (OCC)のウェブサイト <http://www.optionsclearing.com/publications/risks/riskstoc.pdf> をご覧ください。

法人：米国：JPMSIはNYSE、FINRAならびにSIPCの会員です。J.P. Morgan Futures Inc.はNFAの会員です。JPMorgan Chase Bank, N.A..はFDICの会員であり、英国ではFinancial Services Authorityの監督下にあります。英国：J.P. Morgan Securities Ltd. (JPMSL)はロンドン証券取引所の会員であり、FSAの監督下にあります。イギリスおよびウェールズで登録されています。No. 2711006. Registered Office 125 London Wall, London EC2Y 5AJ. 南アフリカ：J.P. Morgan Equities Limitedはヨハネスブルグ証券取引所の会員でFSBの監督下にあります。香港：J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE番号はAAJ321)は香港のHong Kong Monetary AuthorityおよびSecurities and Futures Commissionに登録されています。韓国：J.P. Morgan Securities (Far East) Ltd., Seoul branchはKorea Financial Supervisory Serviceの監督下にあります。オーストラリア：J.P. Morgan Australia Limited (ABN 52 002 888 011/AFS Licence No:238188)はASICの監督下にあり、J.P. Morgan Securities Australia Limited (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No:238066)はASICから証券業務の認可を受けており、ASICの監督下にあります。台湾：J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limitedは台湾証券取引所(会社型)および台湾金融監督委員会(Taiwan Securities and Futures Bureau)の監督下にあります。インド：J.P. Morgan India Private Limitedはインド証券取引所(National Stock Exchange of the India Limited)とボンベイ証券取引所(The Stock Exchange, Mumbai)の会員であり、Securities and Exchange Board of Indiaの監督下にあります。タイ：JPMorgan Securities (Thailand) Limitedは、タイ証券取引所の会員で、Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commissionの監督下にあります。インドネシア：PT J.P. Morgan Securities Indonesiaは、インドネシア証券取引所の会員であり、BAPEPAMの監督下にあります。フィリピン：J.P. Morgan Securities Philippines Inc.はフィリピン証券取引所の会員で、フィリピン証券取引委員会(SEC)の監督下にあります。ブラジル：Banco J.P. Morgan S.A.はブラジル証券取引委員会(CVM)およびブラジル中央銀行(BCB)の監督下にあります。メキシコ：J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V., J.P. Morgan Grupo Financieroはメキシコ証券取引所の会員であり、National Banking and Securities Exchange Commissionからブローカーディーラーとして認可を受けております。シンガポール：シンガポール内における当調査資料の発行・配布はシンガポール証券取引所の会員でManetary Authority of Singapore (MAS)監督下のJ.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMSI)[mica (p) 207/01/2008, Co. Reg. No.:199405335R]および/もしくは、MAS監督下のJPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore)が行っております。マレーシア：当調査資料の発行・配布はJ.P. Morgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X)(従来はJ.P. Morgan Malaysia Sdn Bhd)が行っており、Bursa Malaysia Securities Bhdの会員で、マレーシアのSecurities Commissionからディーラーとして認可を受けております。パキスタン：J. P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd.は、カラチ証券取引所の会員で、Securities and Exchange Commission of Pakistanの監督下にあります。

Country and Region Specific Disclosures U.K. and European Economic Area (EEA): Issued and approved for distribution in the U.K. and the EEA by JPMSL. Investment research issued by JPMSL has been prepared in accordance with JPMSL's Policies for Managing Conflicts of Interest in Connection with Investment Research which outline the effective organisational and administrative arrangements set up within JPMSL for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to research recommendations, including information barriers, and can be found at <http://www.jpmorgan.com/pdfdoc/research/ConflictManagementPolicy.pdf>. This report has been issued in the U.K. only to persons of a kind described in Article 19 (5), 38, 47 and 49 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (all such persons being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is only available to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. In other EEA countries, the report has been issued to persons regarded as professional investors (or equivalent) in their home jurisdiction. Germany: This material is distributed in Germany by J.P. Morgan Securities Ltd. Frankfurt Branch and JPMorgan Chase Bank, N.A., Frankfurt Branch who are regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Australia: This material is issued and distributed by JPMSAL in Australia to "wholesale clients" only. JPMSAL does not issue or distribute this material to "retail clients." The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside Australia without the prior written consent of JPMSAL. For the purposes of this paragraph the terms "wholesale client" and "retail client" have the meanings given to them in section 761G of the Corporations Act 2001. Hong Kong: The 1% ownership disclosure as of the previous month end satisfies the requirements under Paragraph 16.5(a) of the Hong Kong Code of Conduct for persons licensed by or registered with the Securities and Futures Commission. (For research published within the first ten days of the month, the disclosure may be based on the month end data from two months' prior.) J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited is the liquidity provider for derivative warrants issued by J.P. Morgan International Derivatives Ltd and listed on The Stock Exchange of Hong Kong Limited. An updated list can be found on HKEx website: <http://www.hkex.com.hk/prod/dw/lp.htm>. Japan: There is a risk that a loss may occur due to a change in the price of the shares in the case of share trading, and that a loss may occur due to the exchange rate in the case of foreign share trading. In the case of share trading, JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., will be receiving a brokerage fee and consumption tax (shouhizei) calculated by multiplying the executed price by the commission rate which was individually agreed between JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., and the customer in advance. Financial Instruments Firms: JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., Kanto Local Finance Bureau (kinsho) No. [82] Participating Association / Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan. Korea: This report may have been edited or contributed to from time to time by affiliates of J.P. Morgan Securities (Far East) Ltd, Seoul branch. Singapore: JPMSI and/or its affiliates may have a holding in any of the securities discussed in this report; for securities where the holding is 1% or greater, the specific holding is disclosed in the Important Disclosures section above. India: For private circulation only not for sale. Pakistan: For private circulation only not for sale. New Zealand: This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to persons whose principal business is the investment of money or who, in the course of and for the purposes of their business, habitually invest money. JPMSAL does not issue or distribute this material to members of "the public" as determined in accordance with section 3 of the Securities Act 1978. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside New Zealand without the prior written consent of JPMSAL.

一般：追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える筋から得たものですが、JPMorgan Chase & Co., もしくは子会社(総称してJ.P.モルガン)は、JPMSIおよび/もしくはその関連会社に関するディスクロージャーおよびアナリストと有価証券の発行企業との関係を示すディスクロージャー以外については、掲載された情報の完全性あるいは正確性を保証するものではありません。言及されている有価証券の価格は、明記がない限り市場取引終了時点のものです。見解や評価は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。過去のパフォーマンスは、将来における結果を示唆するものではありません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したものでなく、特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身でなさるようお願いいたします。米国以外の関連会社が発行した調査資料の米国以内での配布、および内容に関する責任はJPMSIが負っております。J.P.モルガンは企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供することができず、準拠法により認められている場合を除き、投資家はアナリストとの連絡および取引の執行は現地のJ.P.モルガン子会社、あるいは関連会社を通じて行ってください。[「その他のディスクロージャー」2008年9月29日改訂]

Copyright 2008 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。

J.P.Morgan