

2007年8月1日

金融市場の勝者

銀行・ファンド・企業、複線化する金融

みずほ証券 市場調査本部

チーフストラテジスト 高田 創

シニアファイナンシャルアナリスト 柴崎 健

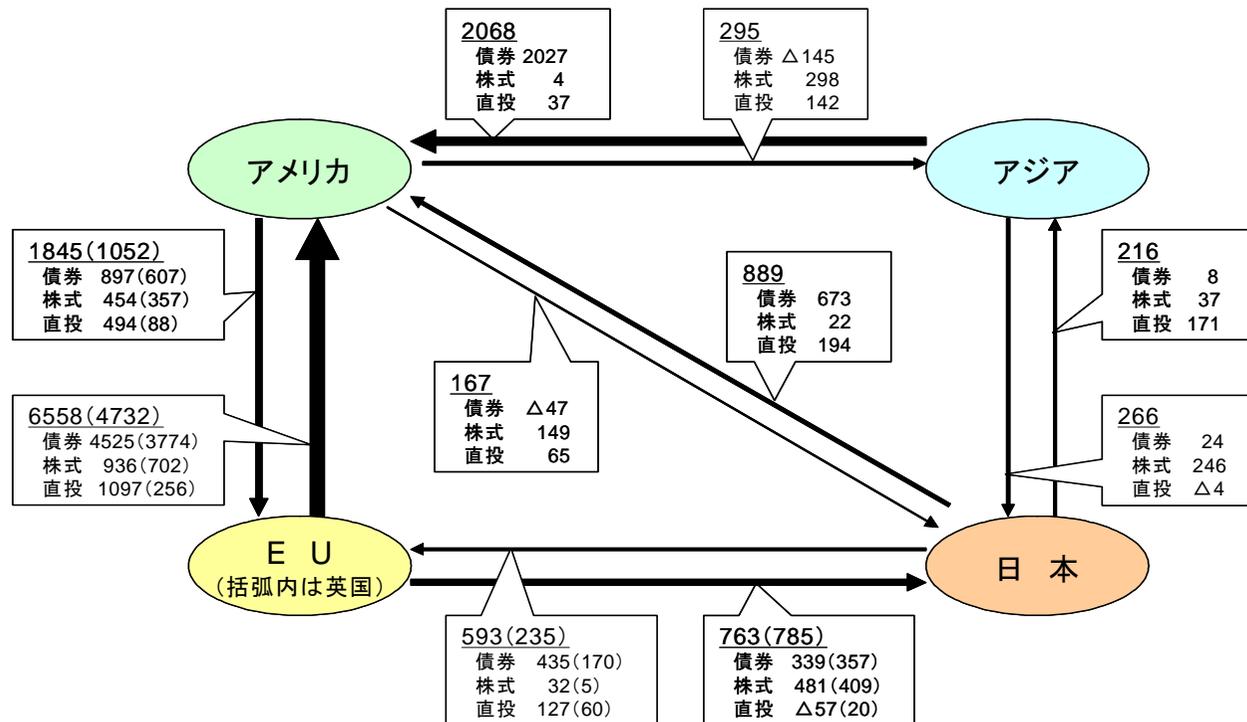
本資料は情報の提供のみを目的としており、取引の勧誘を目的としておりません。投資の最終決定は投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。最後のページに当資料の利用に関する重要なアナリスト確認事項、及び留意点を掲載しています。

本日の話題

バランスシート調整と国債

世界的な資金の流れ

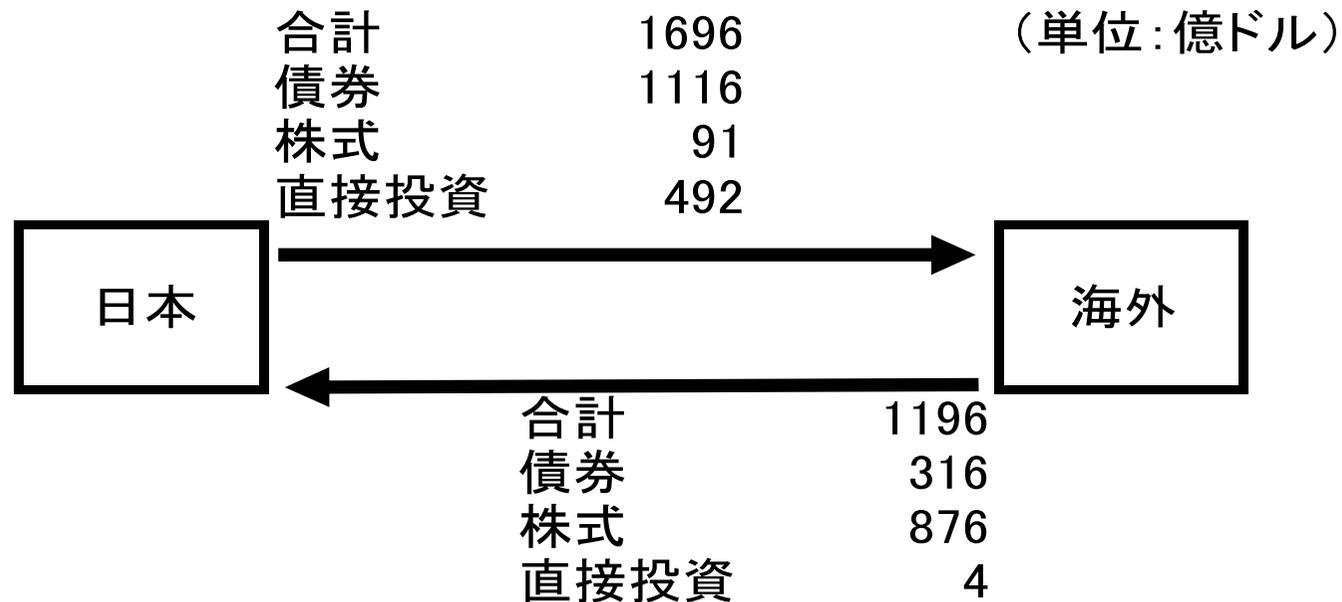
・日本の金融の位置付けは



((単位)億ドル、△はマイナス。(注1)アジアの内訳は、中国(香港を含む)、台湾、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの10地域。(注2)EUは2006年末時点の加盟国25カ国(2007年1月1日に加盟したブルガリア、ルーマニアは含まず。))。
 (資料)財務省「国際収支統計」、米国財務省「Capital Movements」、米国商務省「International Transactions」、
 金融庁「第1回我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ資料」)

世界的な資金の流れ

- 日本からのリスクマネーは限定、収益性低下に

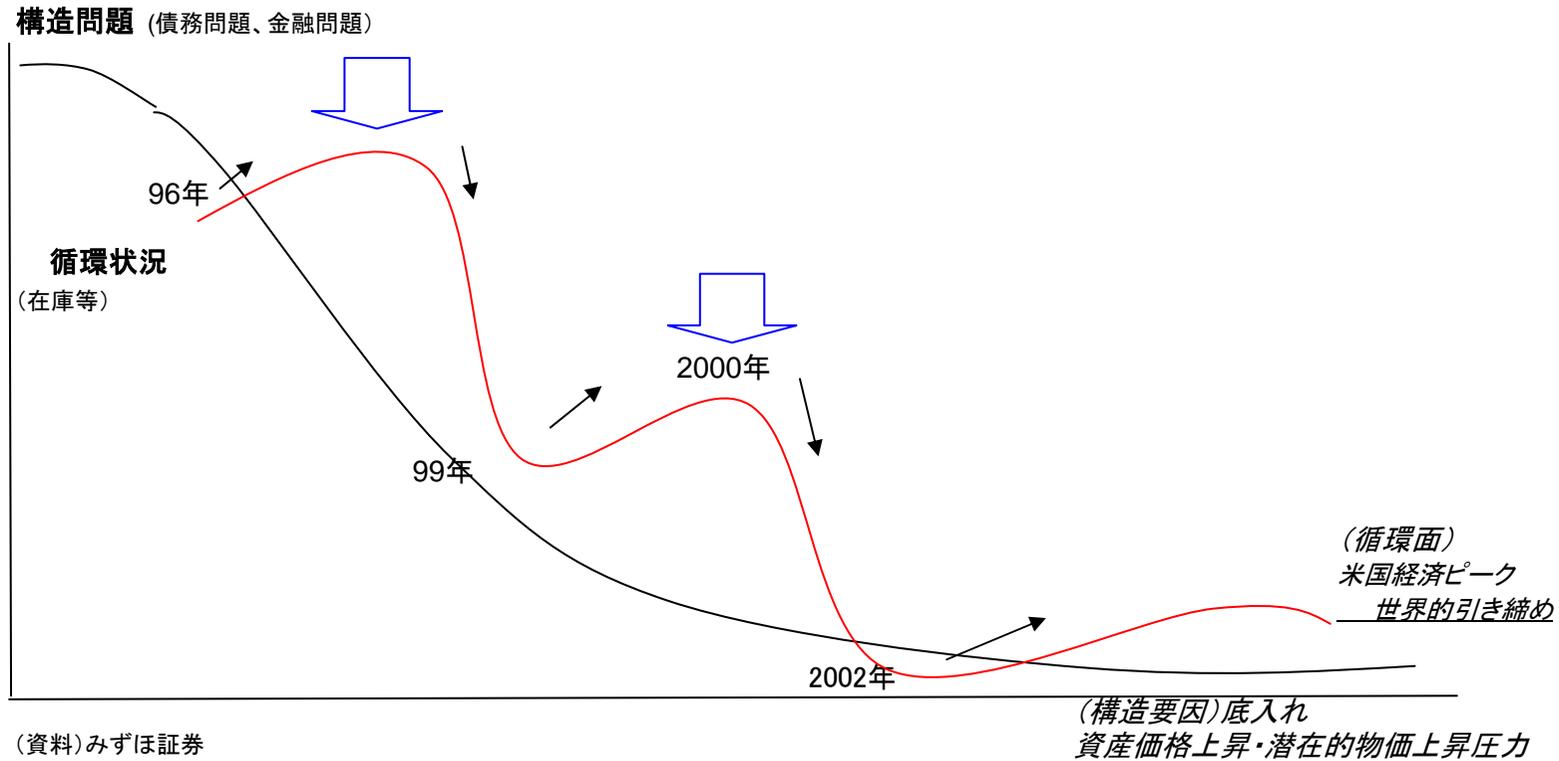


((単位)億ドル、△はマイナス。(注1)アジアの内訳は、中国(香港を含む)、台湾、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの10地域。(注2)EUは2006年末時点の加盟国25カ国(2007年1月1日に加盟したブルガリア、ルーマニアは含まず。))。
(資料)財務省「国際収支統計」、米国財務省「Capital Movements」、米国商務省「International Transactions」、
金融庁「第1回我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ資料」から作成)

構造と循環

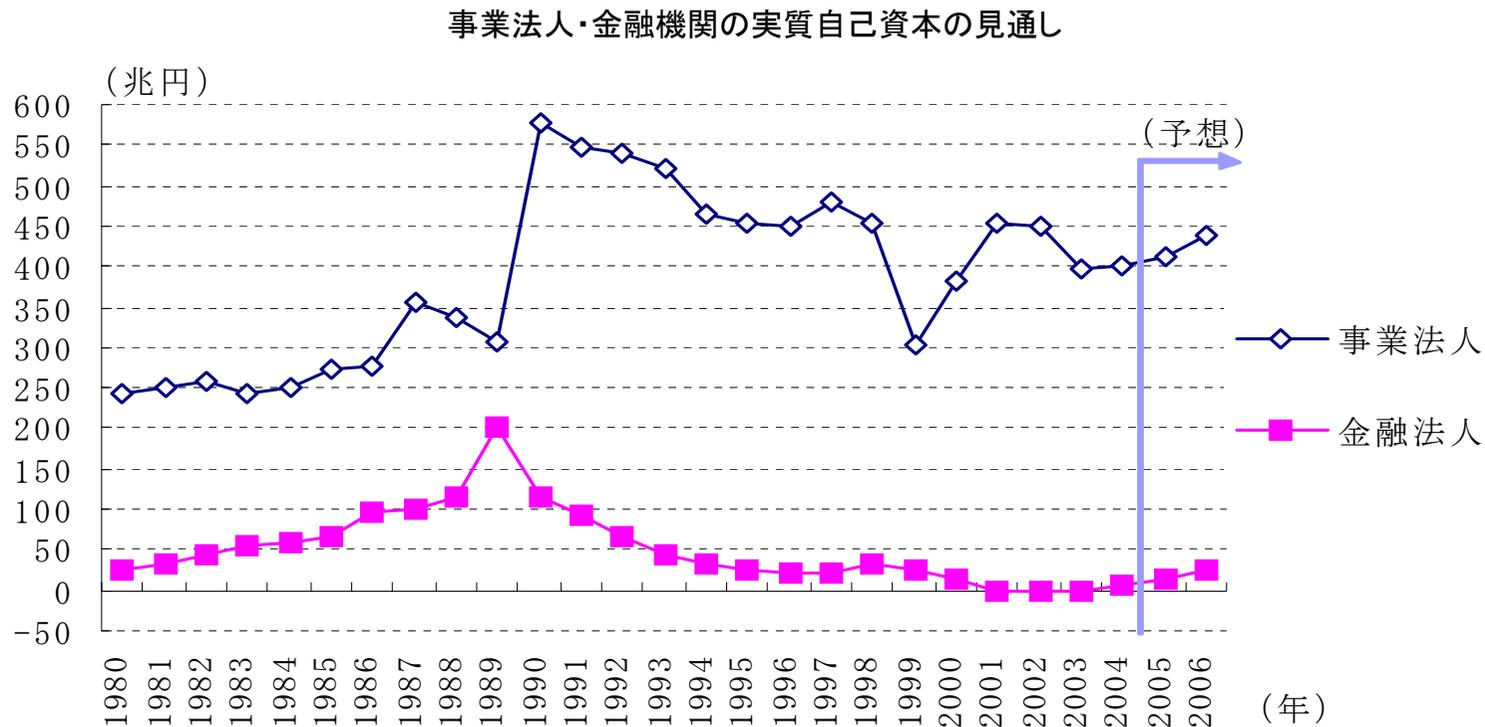
- 2006年にかけて90年代以来の構造問題に目処
- 但し、海外要因中心の循環要因に不確実性

循環構造概念図



資本の復活

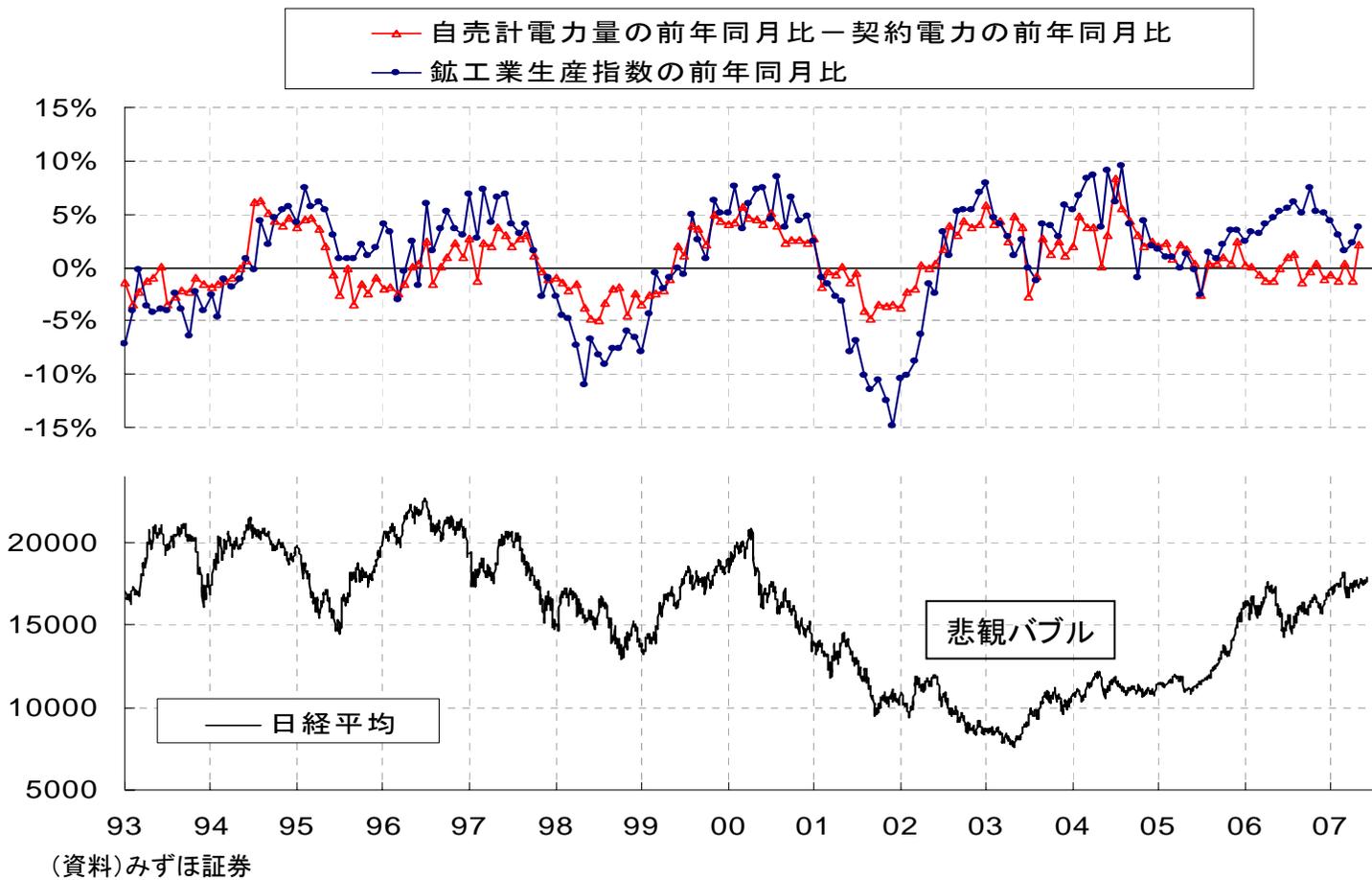
- 金融機関は一時的債務超過だった？
- 現在は資本の活用が問われるステージへと転換に



(資料)内閣府「国民経済計算」等よりみずほ証券試算

循環状況

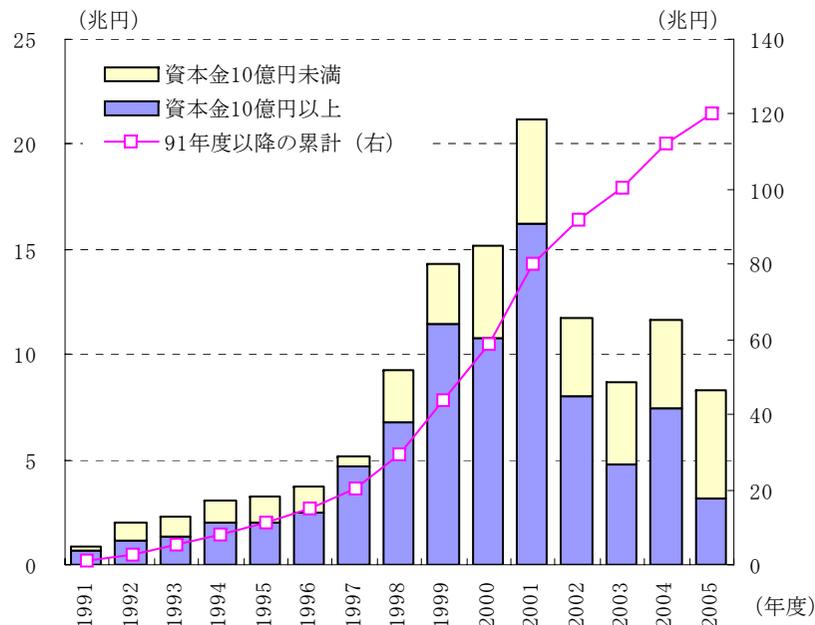
2006年以降の循環調整にも変化の兆し



バランスシート調整の進展

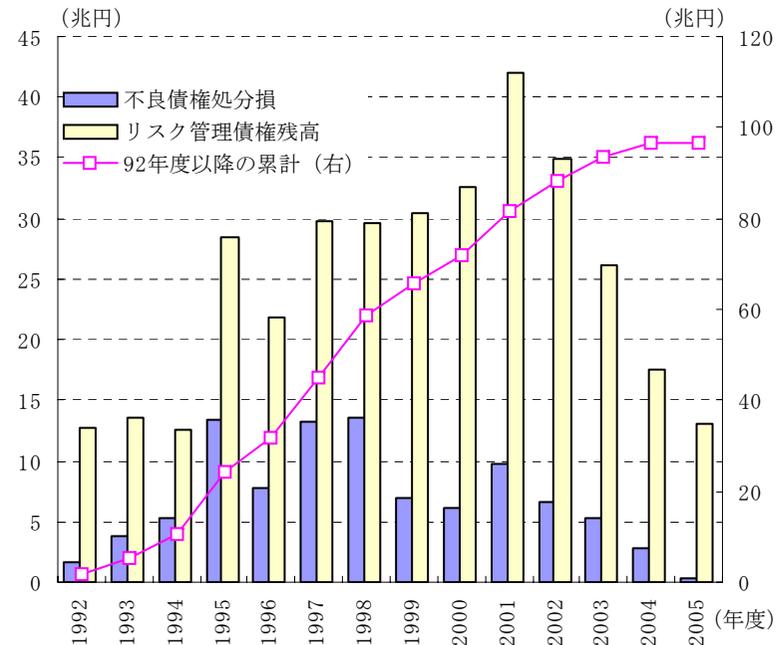
90年代の特別損失と不良債権処理損は合わせて217兆円
 ビッグウォッシュで企業と金融機関の財務体質は大幅改善

事業法人の特別損益の状況



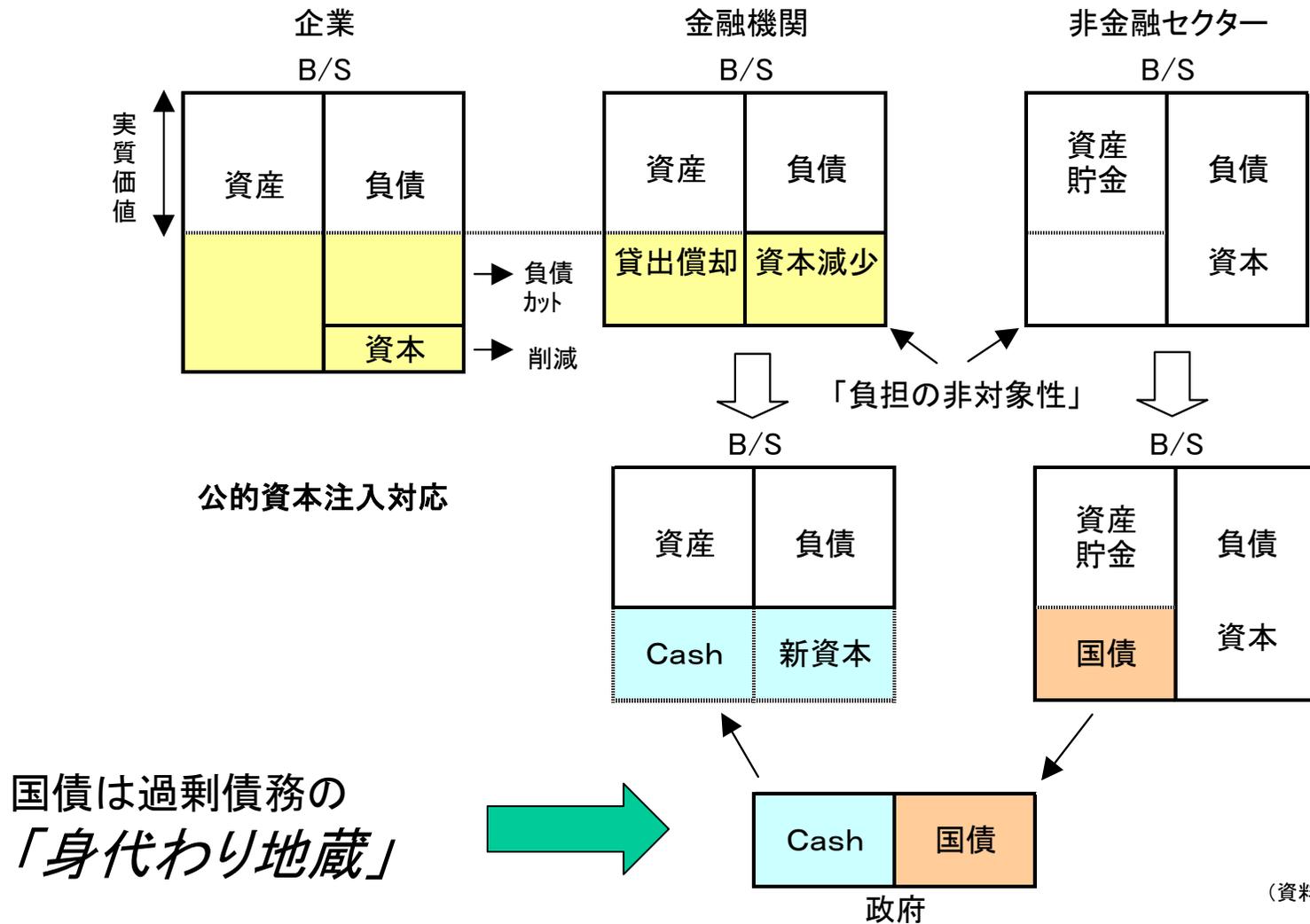
(資料)財務省「法人企業統計年報」

不良債権処理の状況



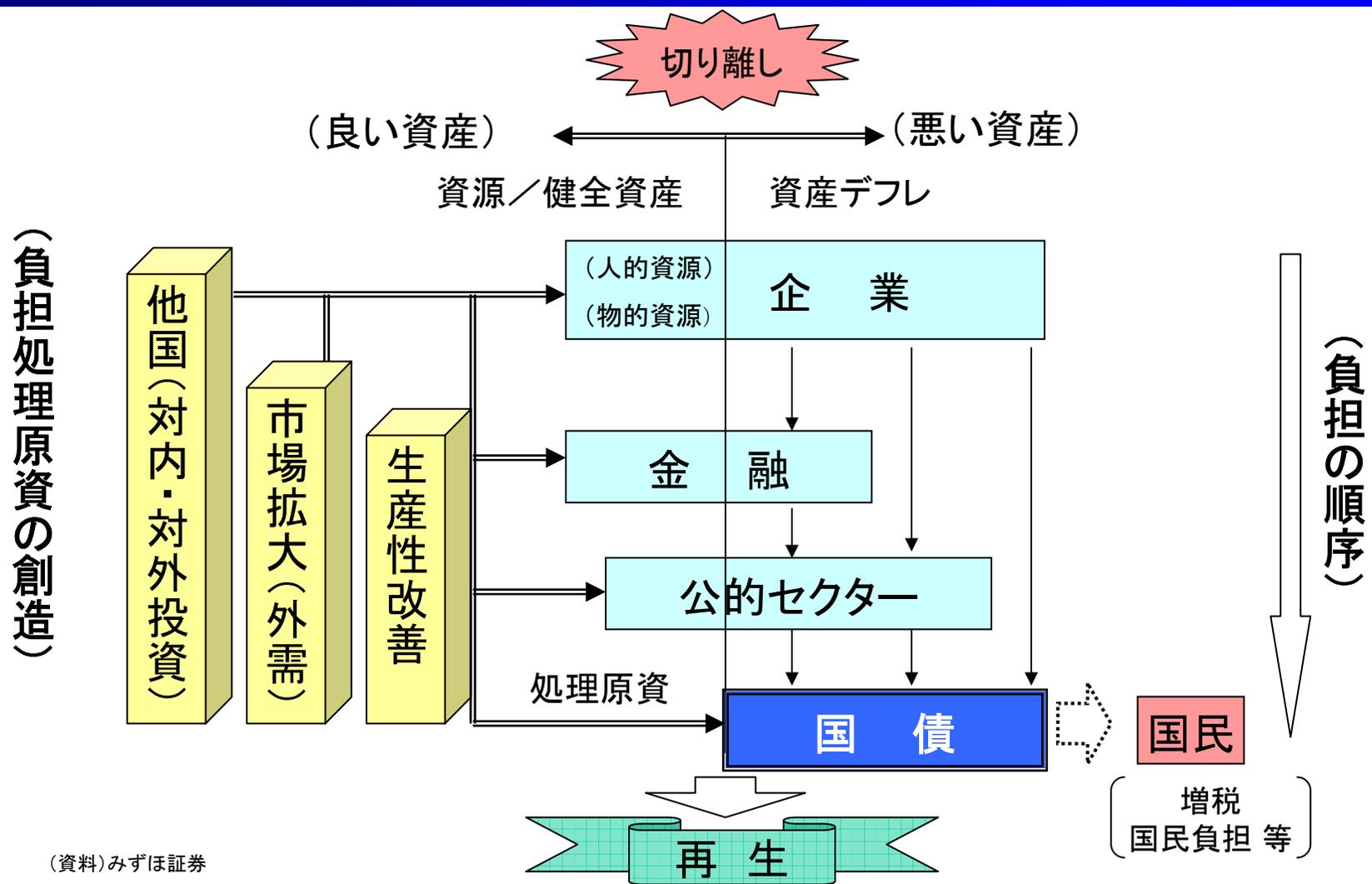
(資料)金融庁「18年3月期における不良債権の状況等(ポイント)」

バランスシートの調整と国債



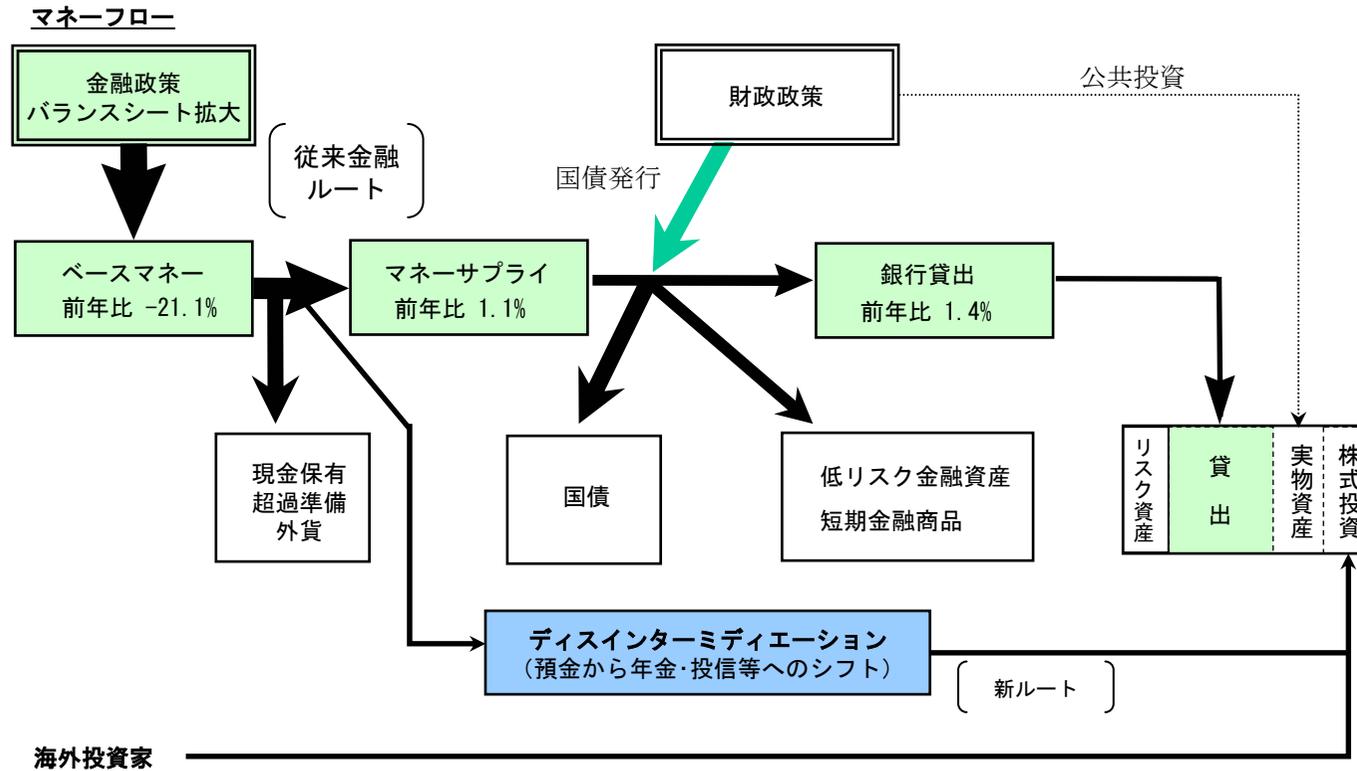
(資料)みずほ証券

調整プロセス



(資料)みずほ証券

国債へ流れた構造



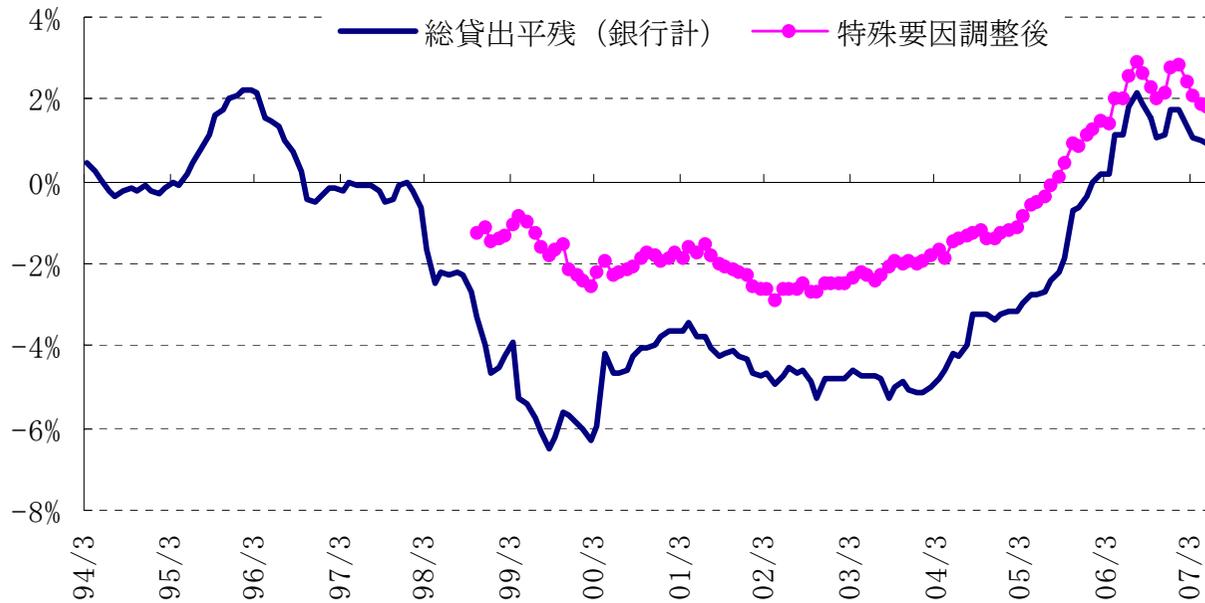
(注) ベースマネー、マネーサプライ及び銀行貸出は日銀統計2007年2月の値

入り口(金融政策)と出口(貸出)の変化
 ディスインターミディエーションに向けた転換

貸出の動向

- 貸出はプラスに転じたが伸び悩み
- 貸出を代替するクレジット資産の取り込みが課題に

銀行貸出の伸び率



(資料) 日本銀行

貸出しの質と金利

- ・信用リスクヘッジのJGBの転換
- ・資産の期待収益に依存する水準
- ・長期金利 = 貸出金利 + (成長期待要因、長短金利) - 信用リスク

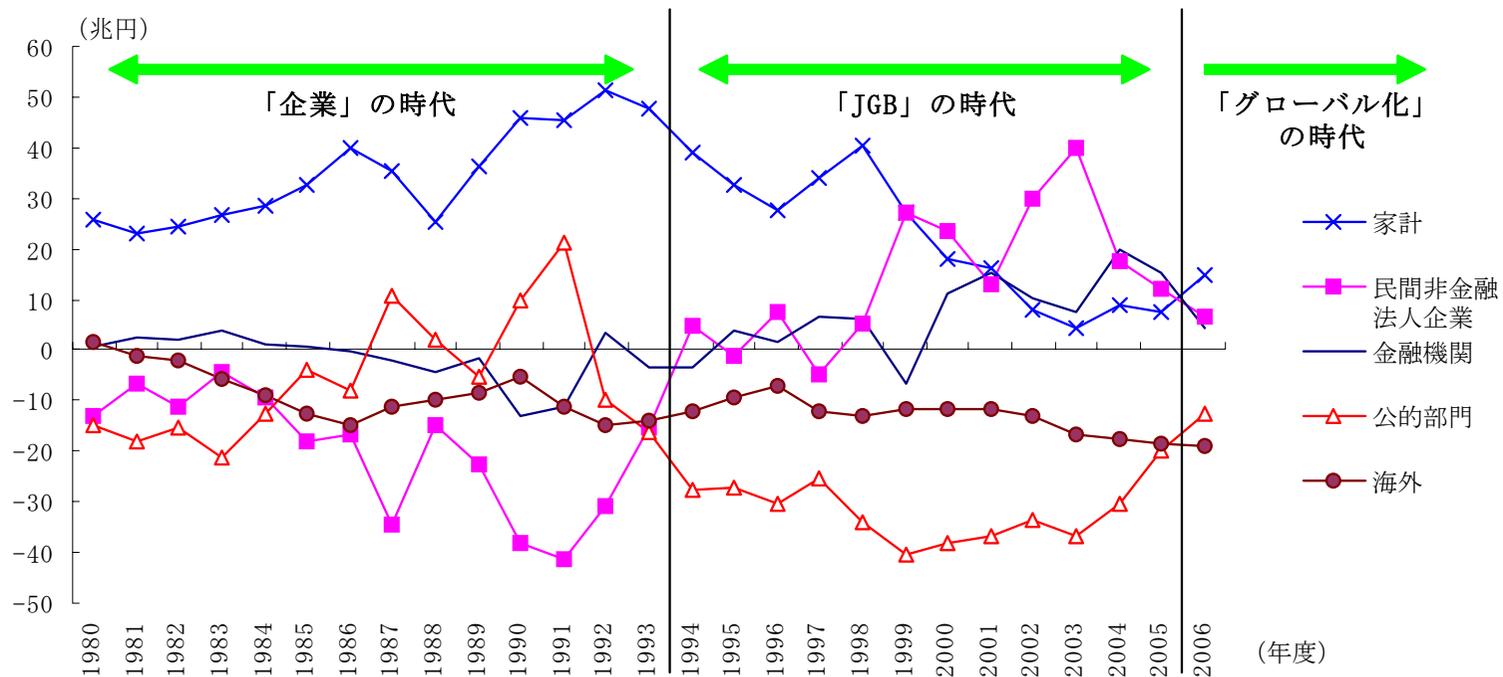
(銀行貸出金利推移)



資金フローの転換

- 最大の資金余剰セクターの企業はお金を借りるか
- 資金不足主体は政府と海外
- 海外に視野を向けざるをえない(企業・個人は向けている)

部門別資金過不足状況推移

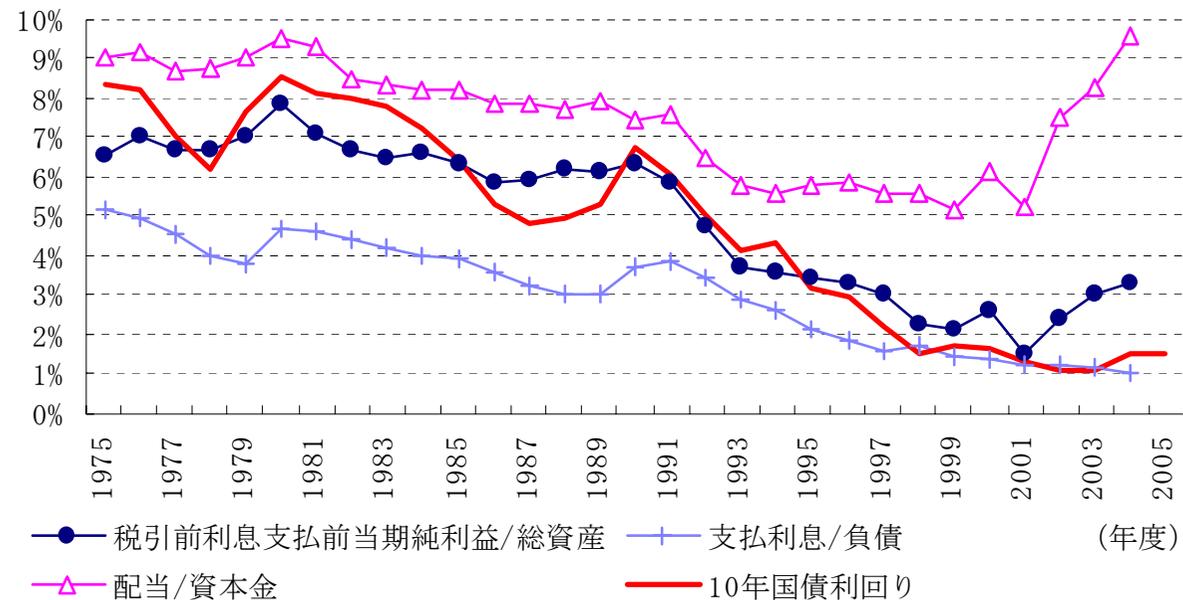


(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

デットとエクイティの関係

- 「金利上昇局面は本業回帰(貸出重視)」でいいのか？
- 収益性確保に必要なエクイティ性分野

非金融法人企業の財務諸表と長期金利



(資料)法人企業統計年報

デットとエクイティの関係

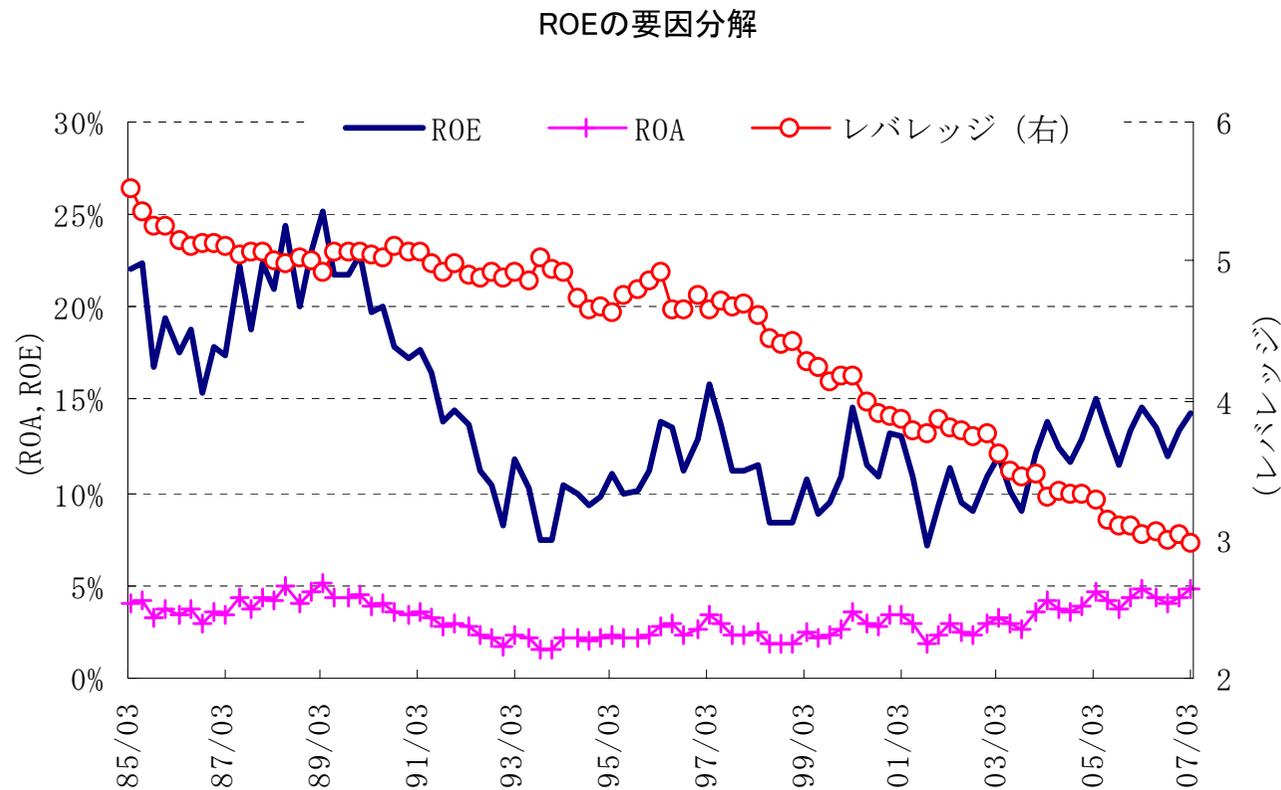
ファンド投資の一例

資 産 利回り3.5%	デット(70%) デット調達コスト1.0%
	エクイティ(30%) エクイティ利回り9.3% $= (3.5\% - 1.0\% \times 0.7) \div 0.3$

(資料)みずほ証券

企業収益とレバレッジ

- 金利企業のROAは上昇基調だが、レバレッジは低下を続けている

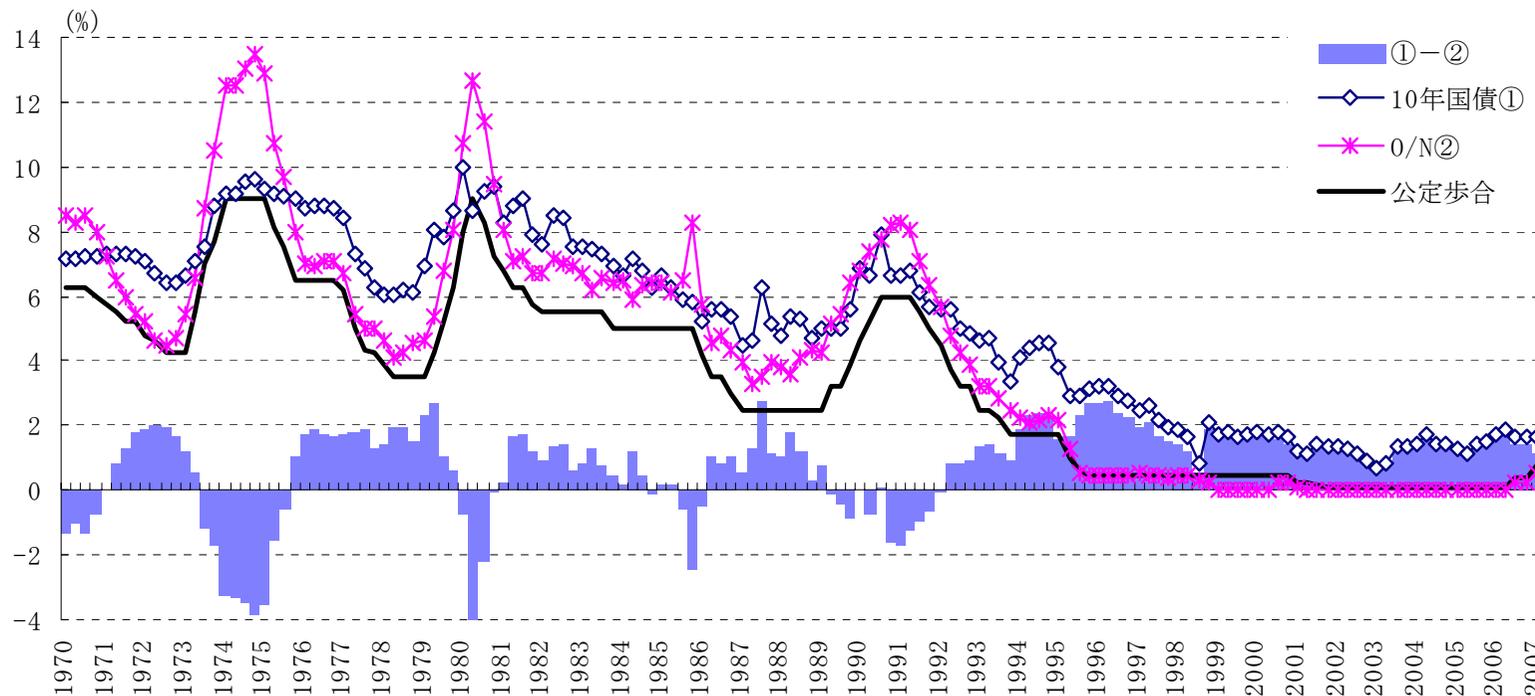


(資料)財務省「法人企業統計」

長短金利差の展望

- ・10年金利 = O/N金利 + (10年金利 - O/N金利)
- ・長短金利差は2%以上はオーバーシュート
- ・2007年は米国中心の循環環境に依存して縮小も

長短金利差と10年金利

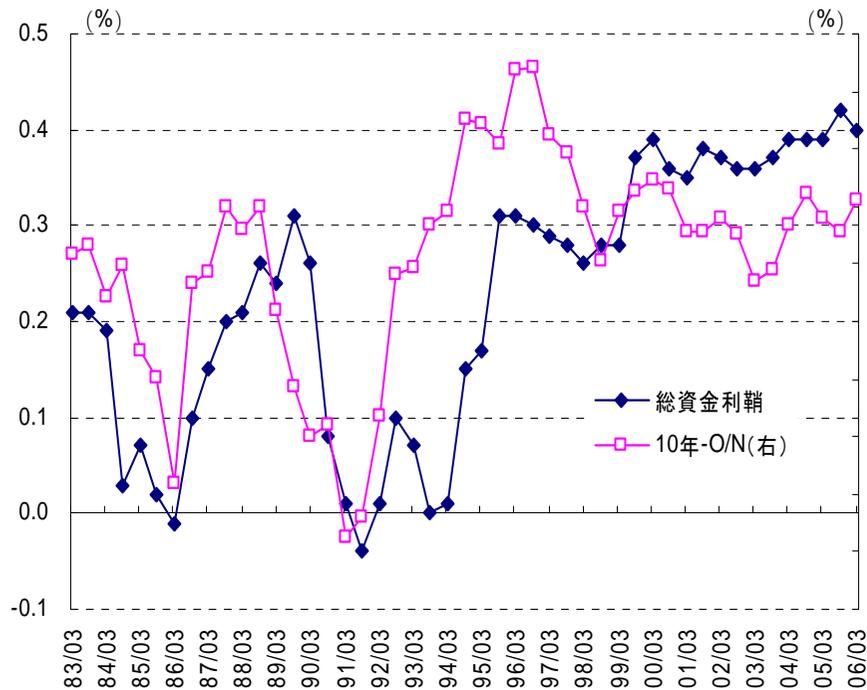


(資料)みずほ証券

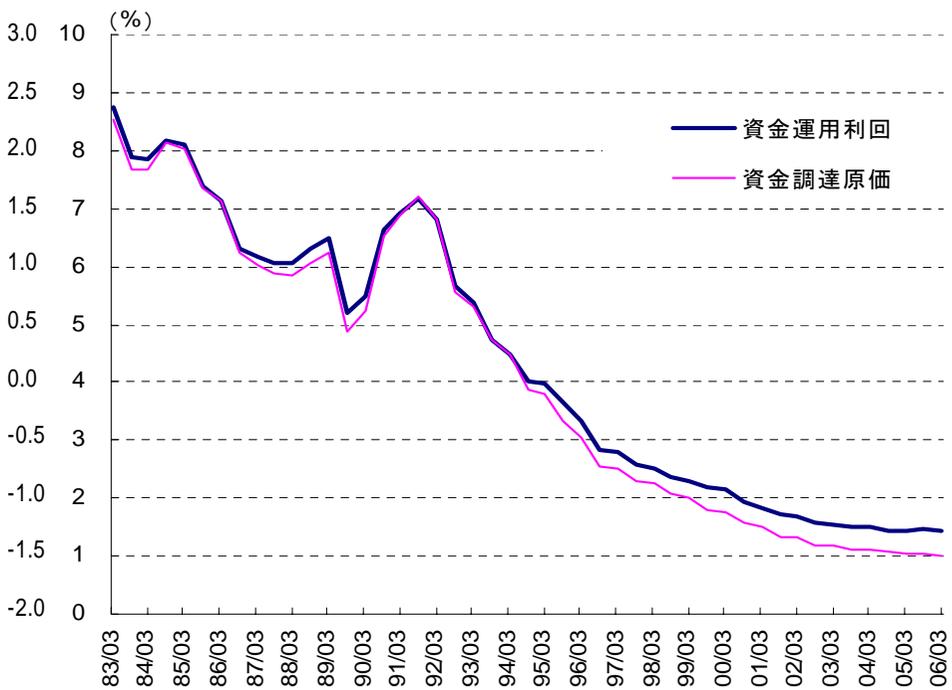
資金収支の展望

- ・資金収支と長短金利差は連動しやすい
- ・今後の収支が低下する可能性も

全国銀行の総資金利鞘と長短スプレッド



全国銀行の資金調達・運用利回り



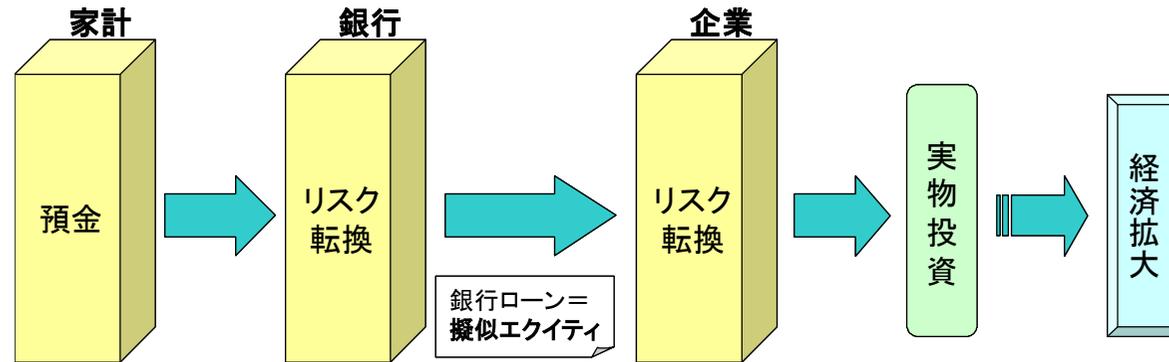
(資料) 全国銀行協会、Financial Quest

本日の話題

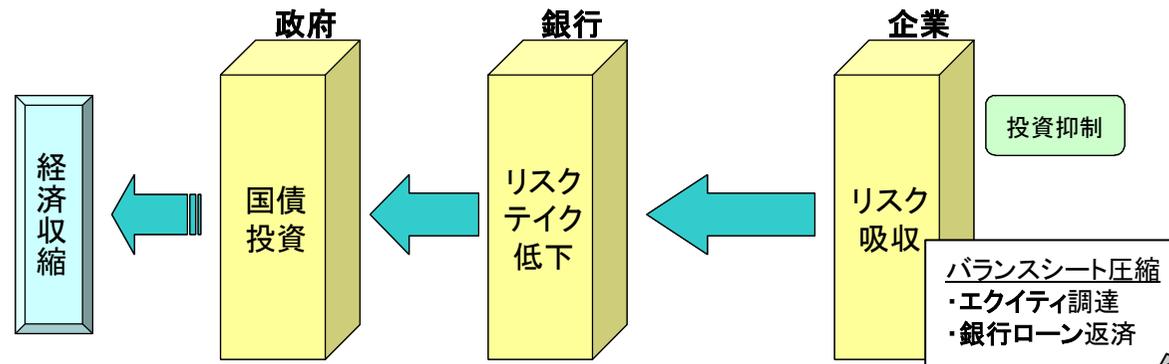
市場型間接金融の発生

日本の金融仲介

戦後の姿



バブル崩壊後

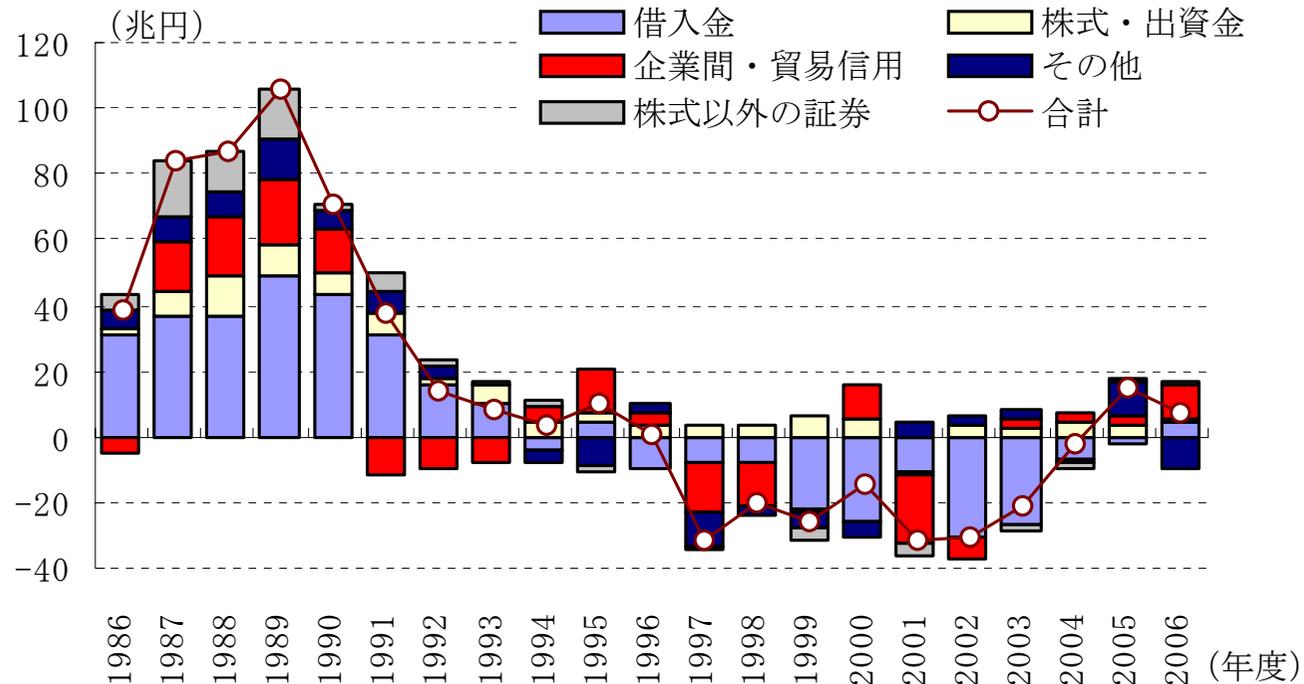


(資料)みずほ証券

企業の資金需要の変化

・企業が欲しい資金はなにか、「南極でも売れる氷」はなにか

企業の資金調達状況推移

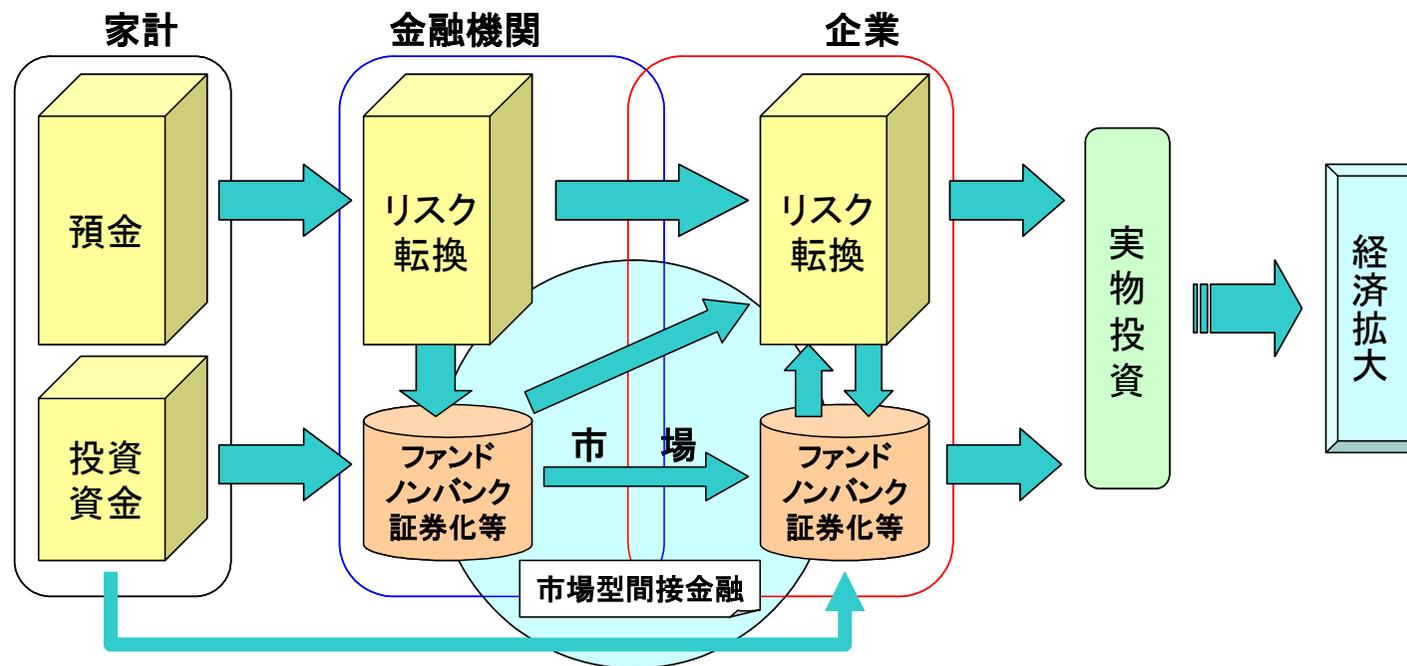


(資料)日本銀行

金融と企業のクロスオーバー

- 「新たな家」をビジネスモデルに取り込む

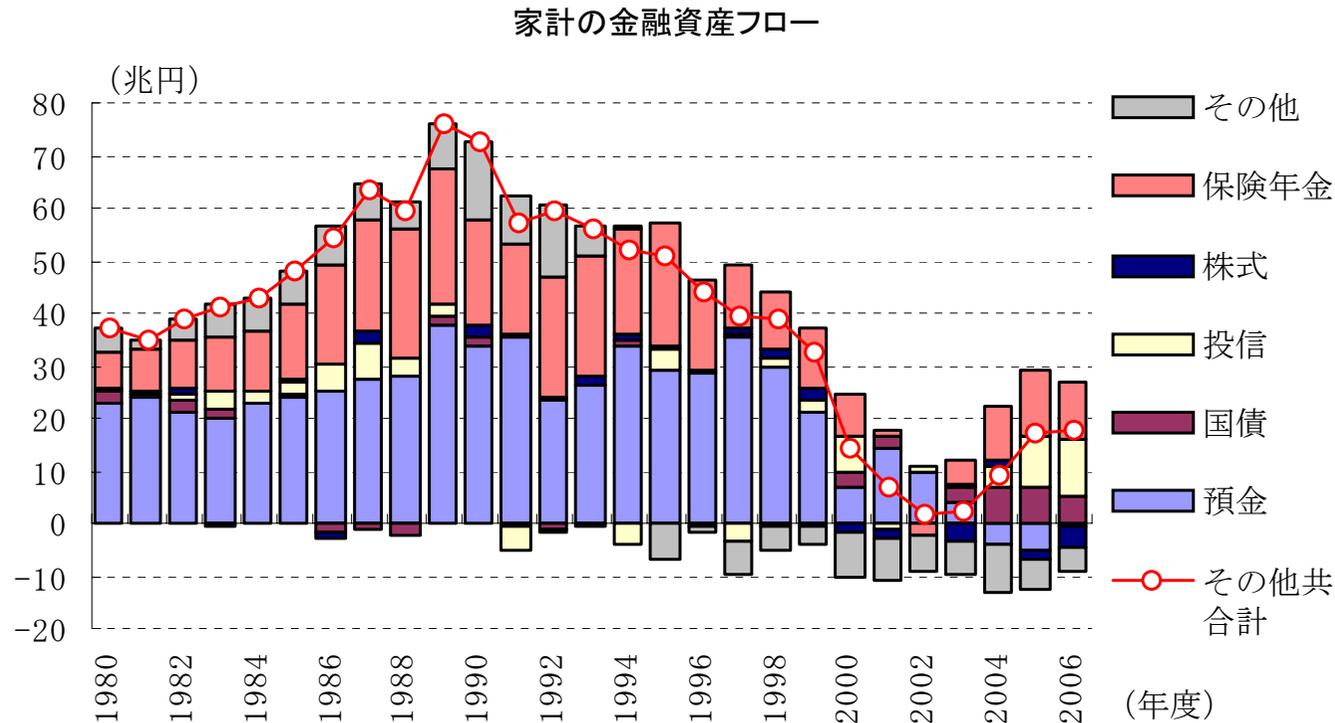
企業金融の機能とマネーフローの将来展望(クロスオーバーモデル)



(資料)みずほ証券

家計の意識変化

- 2004年度に預金が戦後初の減少に
- 投資信託、保険、国債へ資金流入のディスインターミディエーションの兆し(銀行預金は選択肢の一つに過ぎない)

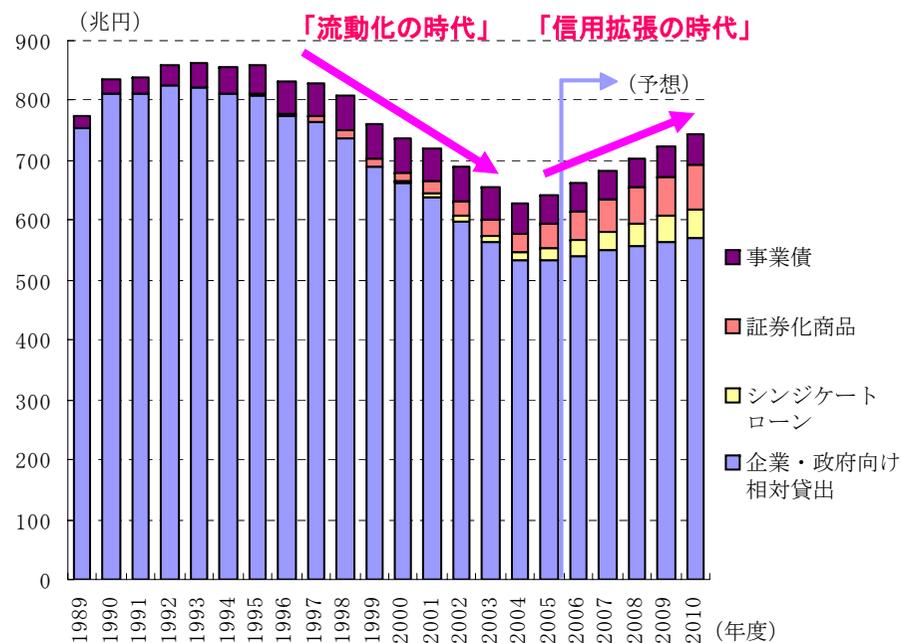


(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

進展する市場型間接金融

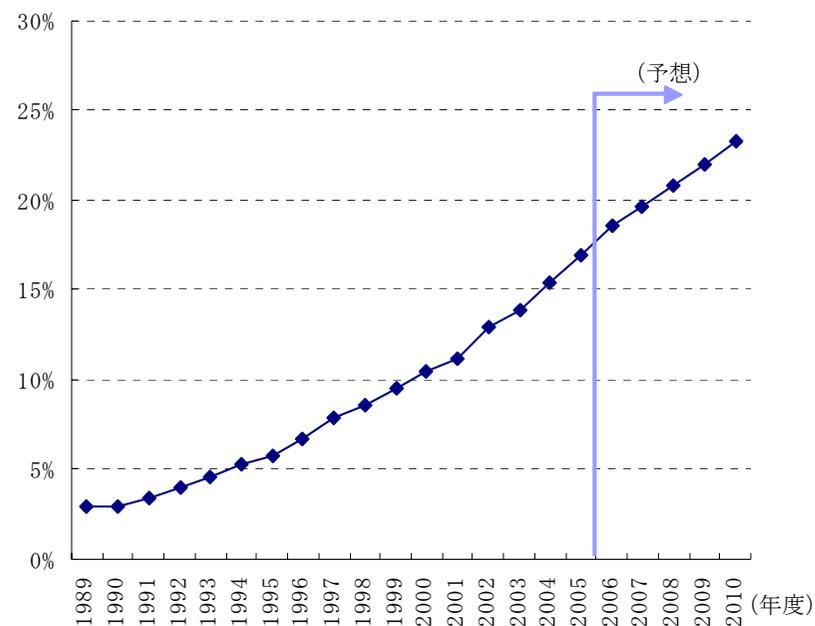
- ・流動化主導から企業価値を高める調達への転換期

政府・企業向けデット市場の見通し



(資料) 日銀資料よりみずほ証券作成

市場型間接金融比率

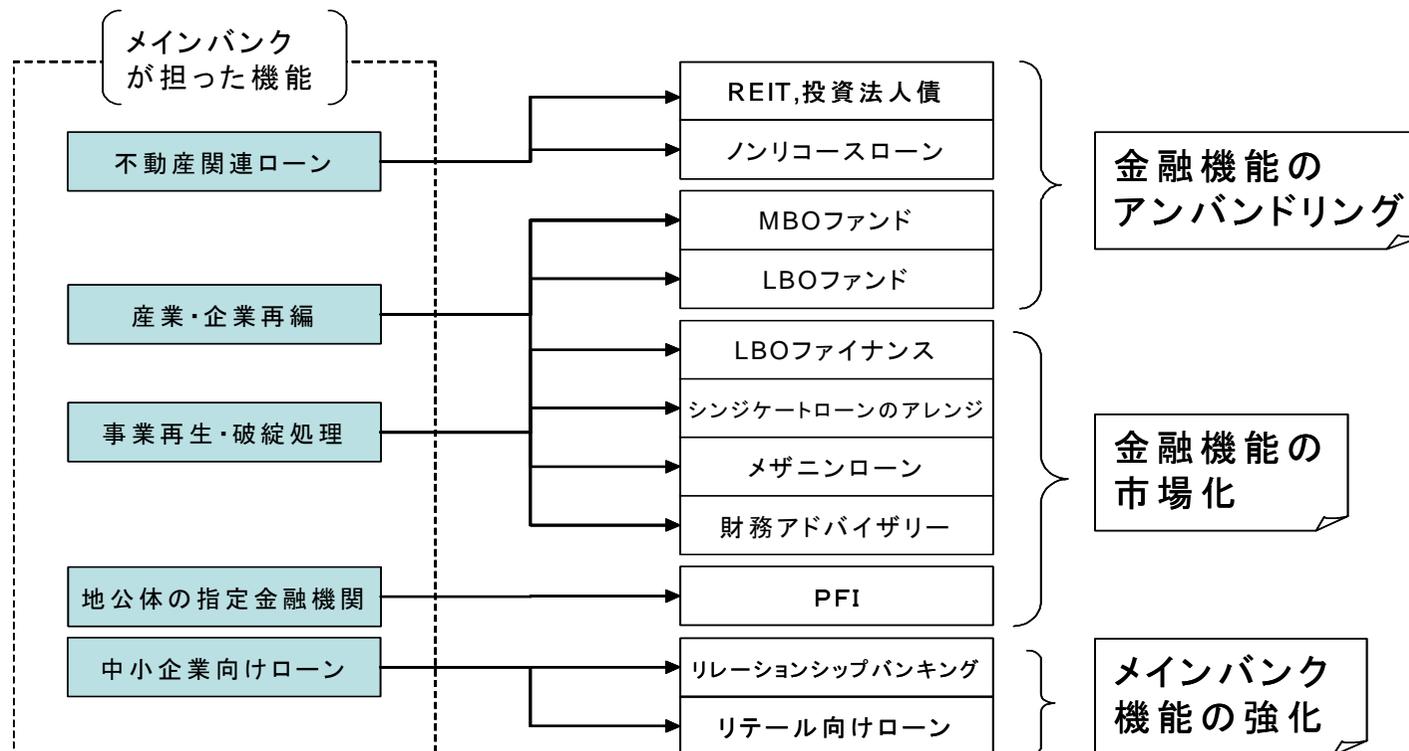


(注) 市場型間接金融比率 = (シンジケートローン + 事業債 + 証券化商品) / (企業・政府向け相対ローン + シンジケートローン + 事業債 + 証券化商品)

(資料) 日銀資料よりみずほ証券作成

金融機能の再編へ

- バブル崩壊以降は銀行機能解体の時代だった
- メザニンは市場化されたメインバンク貸出か



(資料)みずほ証券

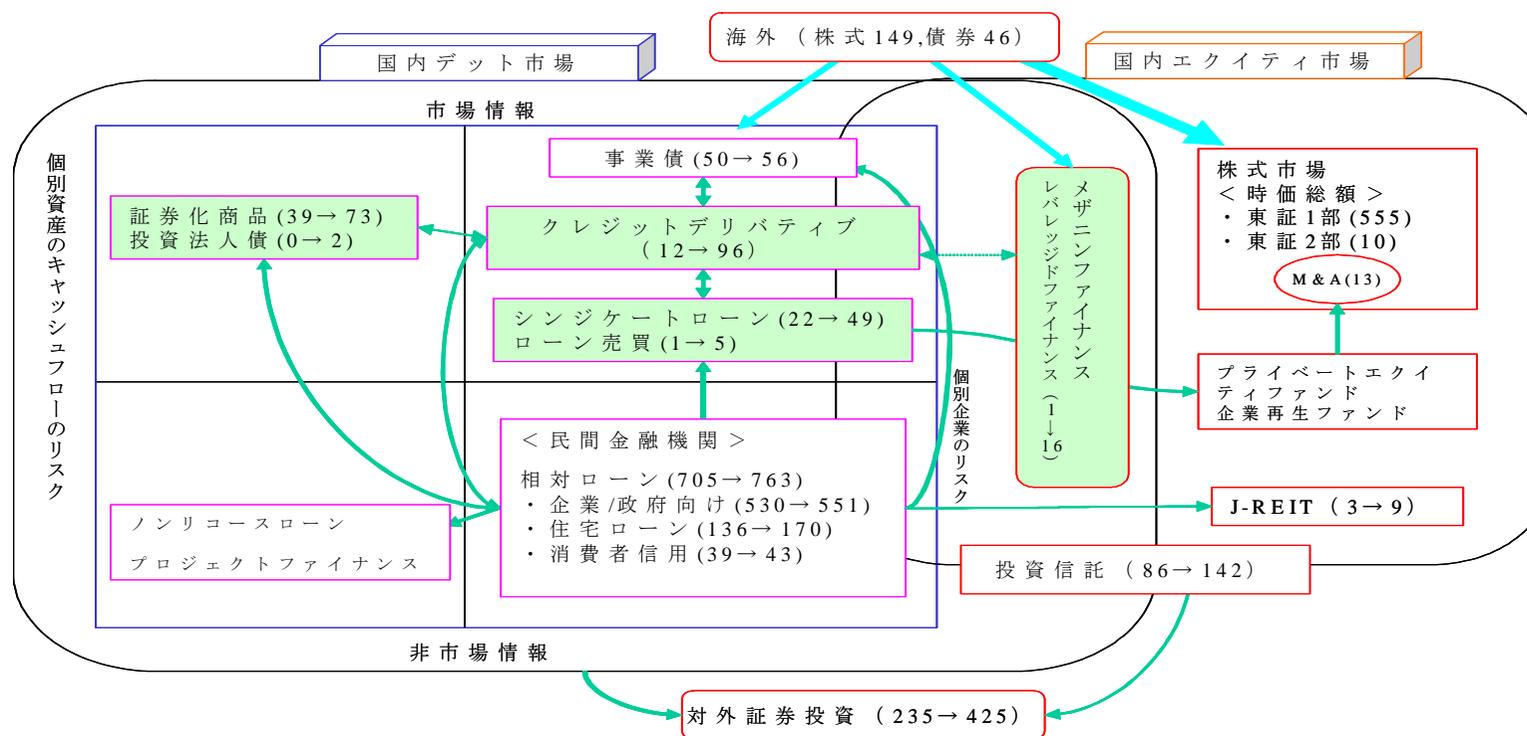
本日の話題

市場性クレジットの発展

企業が欲しい調達方法は多様化

・企業が欲しい資金でないとスプレッドはとれない

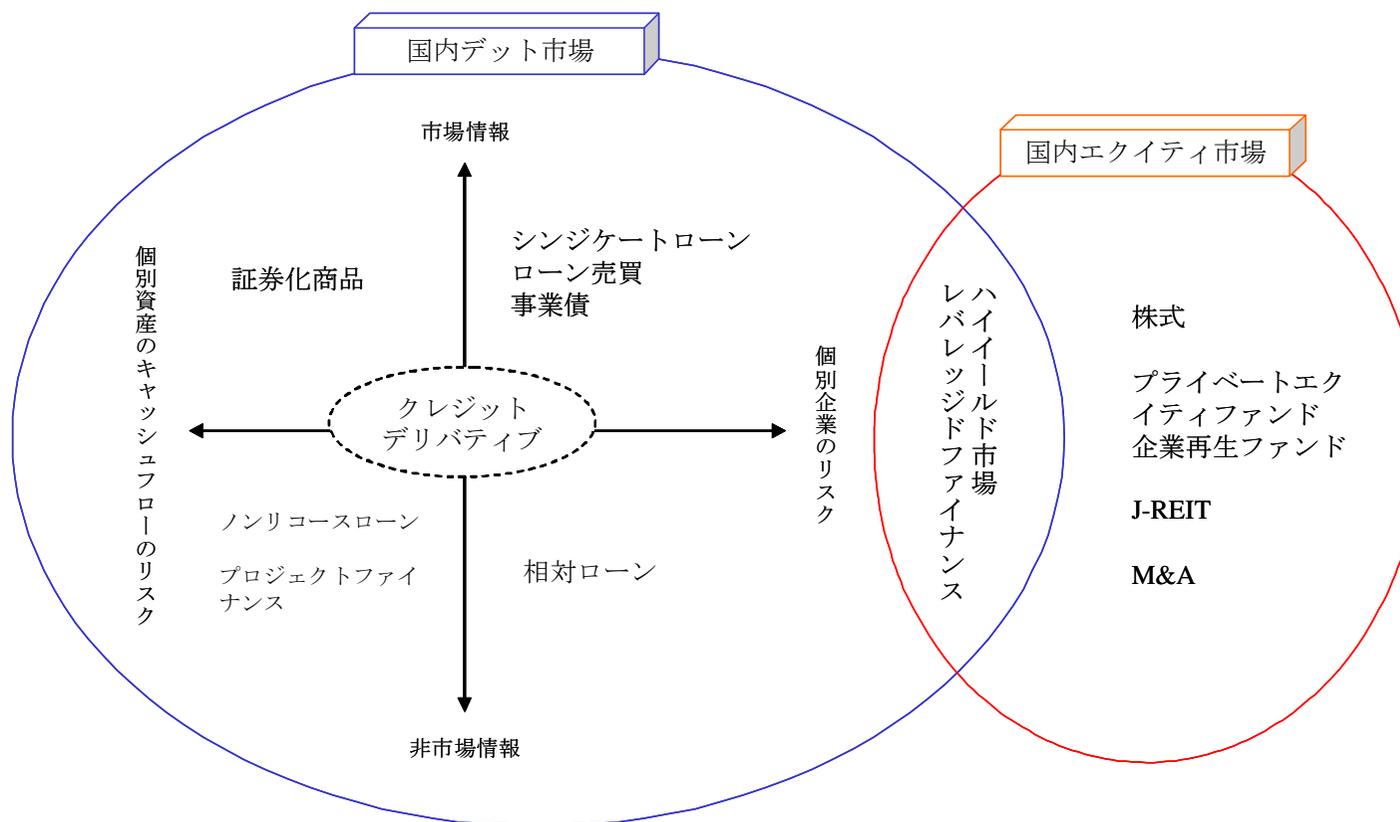
(2010年度を展望した資本市場)



(注) 矢印の方向は市場間の資金シフトを、両方の矢印は当該市場が相互に裁定関係を強めることを示す。括弧内の数字は2005年度末見込と直近伸び率を基に推定した2010年度末時点の市場規模推定額。但し、シンジケートローンはタームローン残高、ローン売買は2005年度合計の正常債権（指名債権譲渡）の取引見込額。株式時価総額は2005年度末の実績。M&Aは2005年度の実績。対外証券投資は除く中央政府・日銀ベース。単位：兆円。（資料）日本銀行、レコフ等よりみずほ証券作成

進展する市場型間接金融

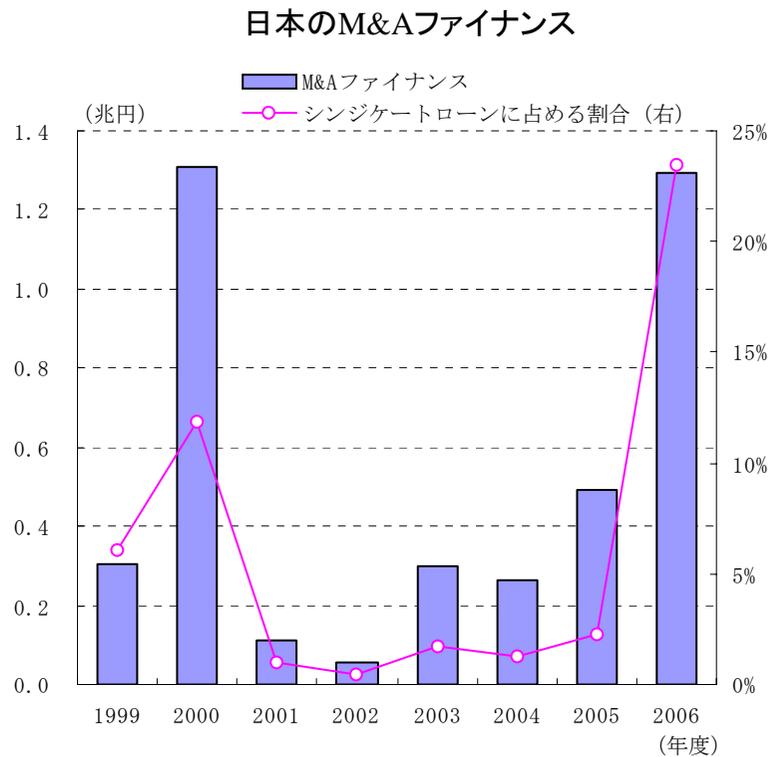
市場型間接金融の展望



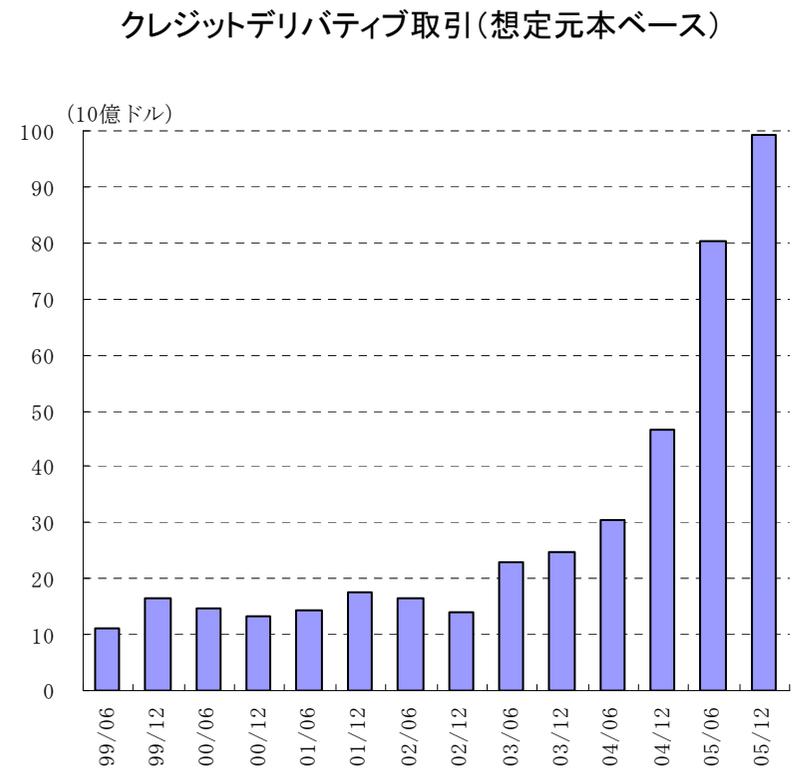
(資料)みずほ証券

新たな企業金融

- 企業は企業価値を高めるために資本を活用→M&Aの一般化
- 金融機関は自らの資産を流動化→ローン市場・クレデリの拡大



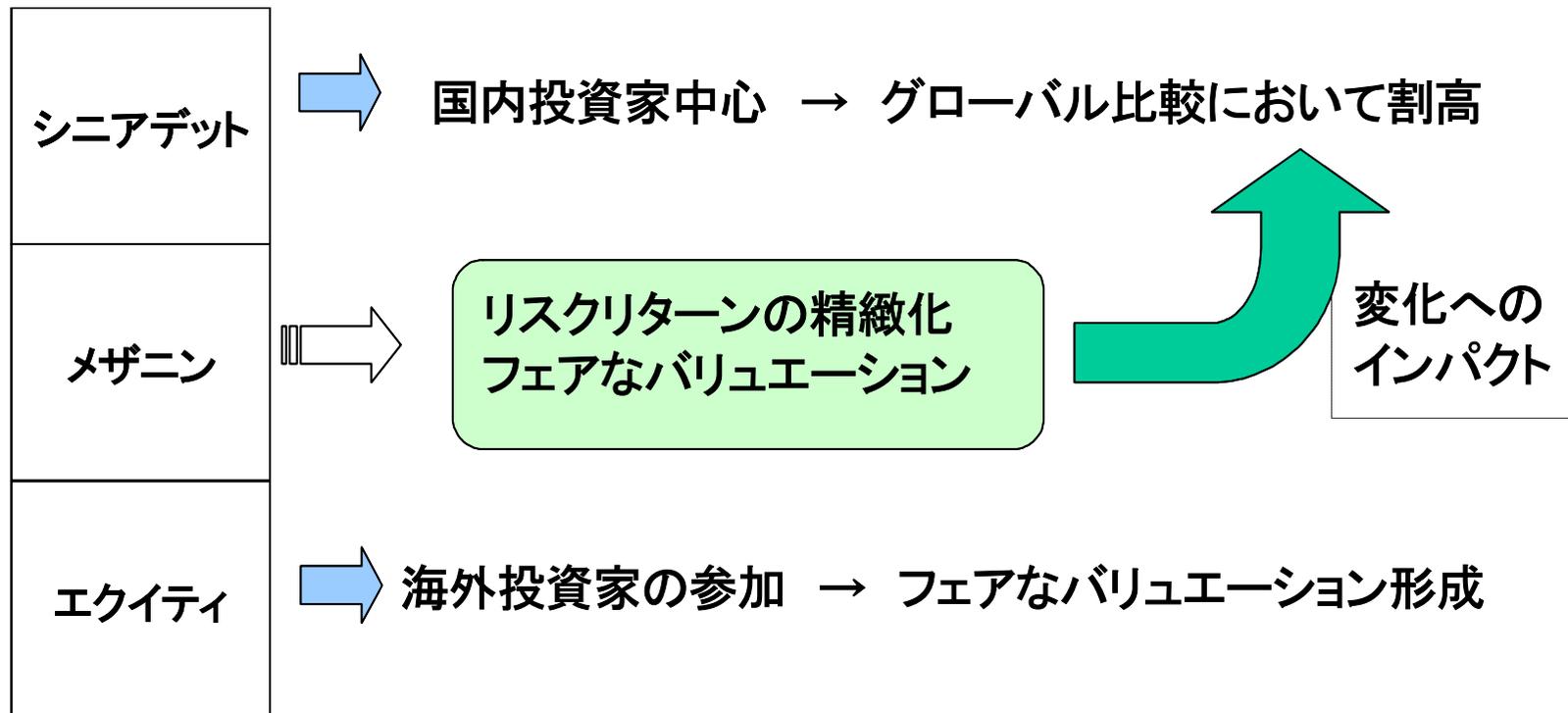
(注)2006年度は6月迄の数字。(資料)Thomson Financial



(資料)日本銀行

メザニンファイナンスの意義

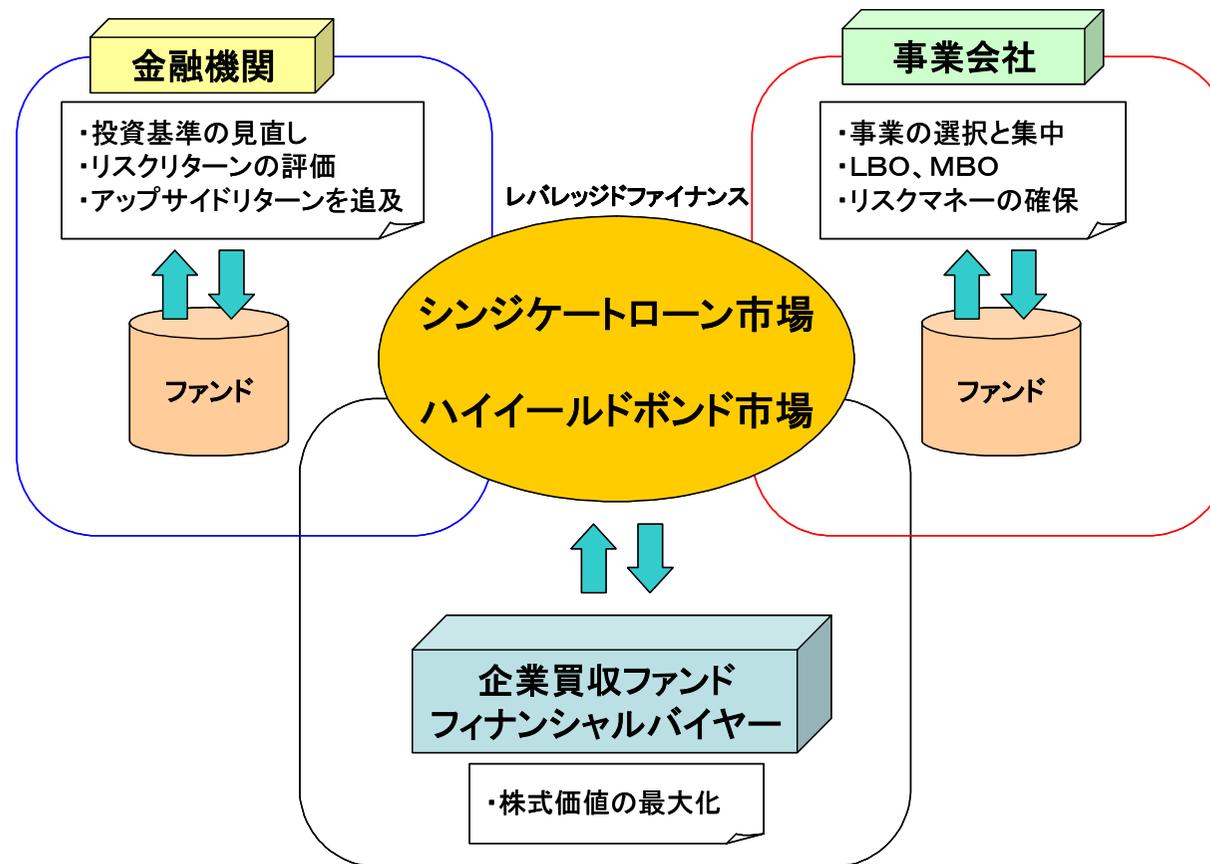
- クレジット市場はシームレス、そこにはエクイティも存在
- 銀行は、本来、エクイティもメザニンももっていた



(資料)みずほ証券

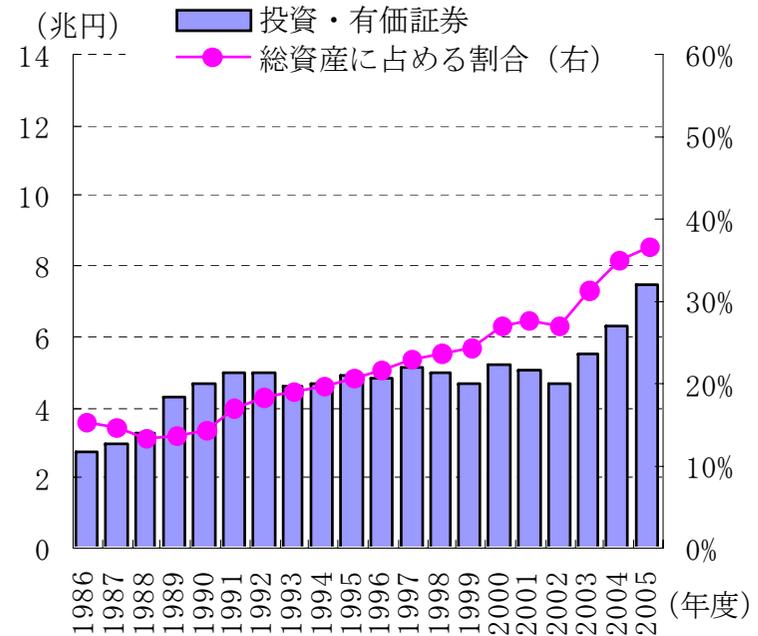
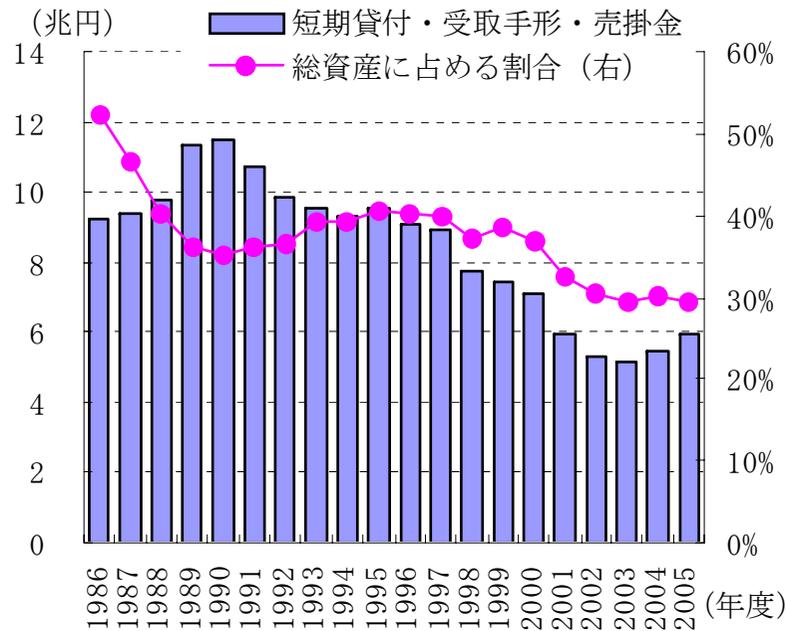
メザニンファイナンスの意義

- ハイイールド市場の拡大を受けて、メザニンファイナンス等の新たな資金仲介が始まる



商社の変化

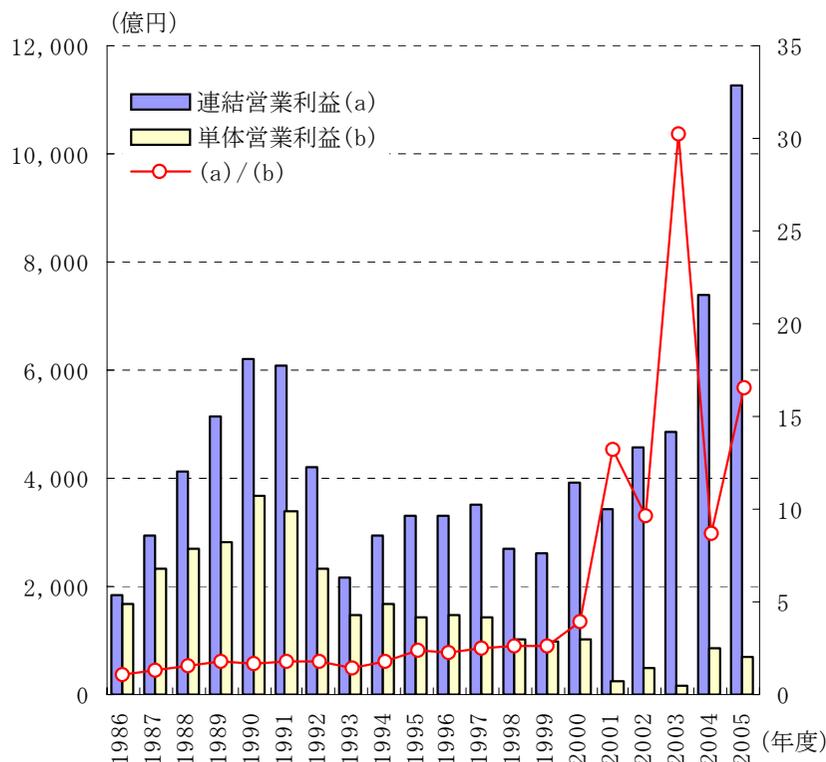
商社大手5社の商社金融と投融資



(資料)各社有価証券報告書

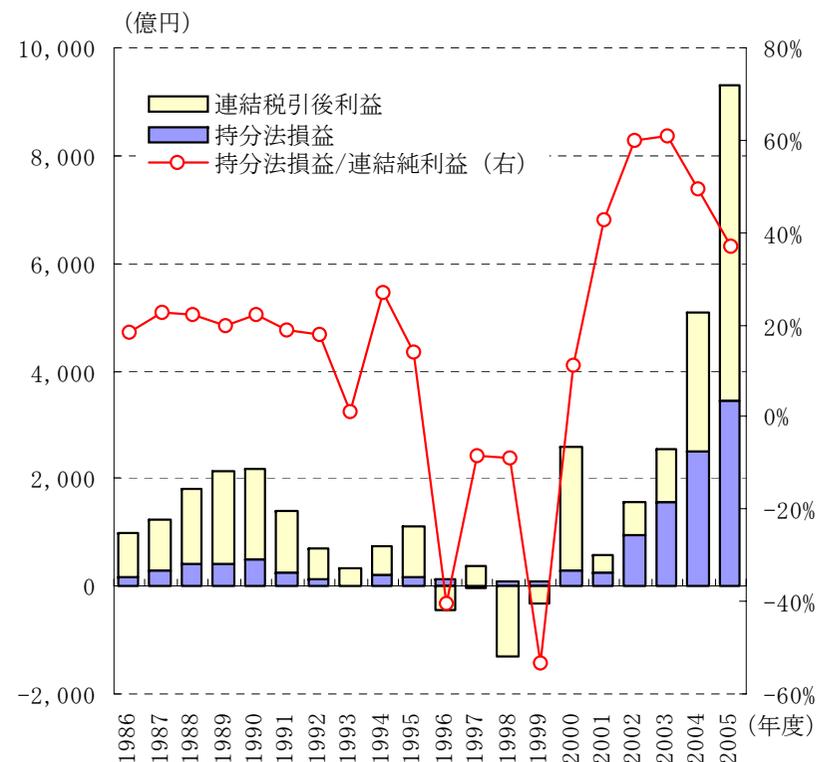
商社はプライベートエクイティファンド

商社大手5社の営業利益(連結・単体比較)



(資料)各社有価証券報告書

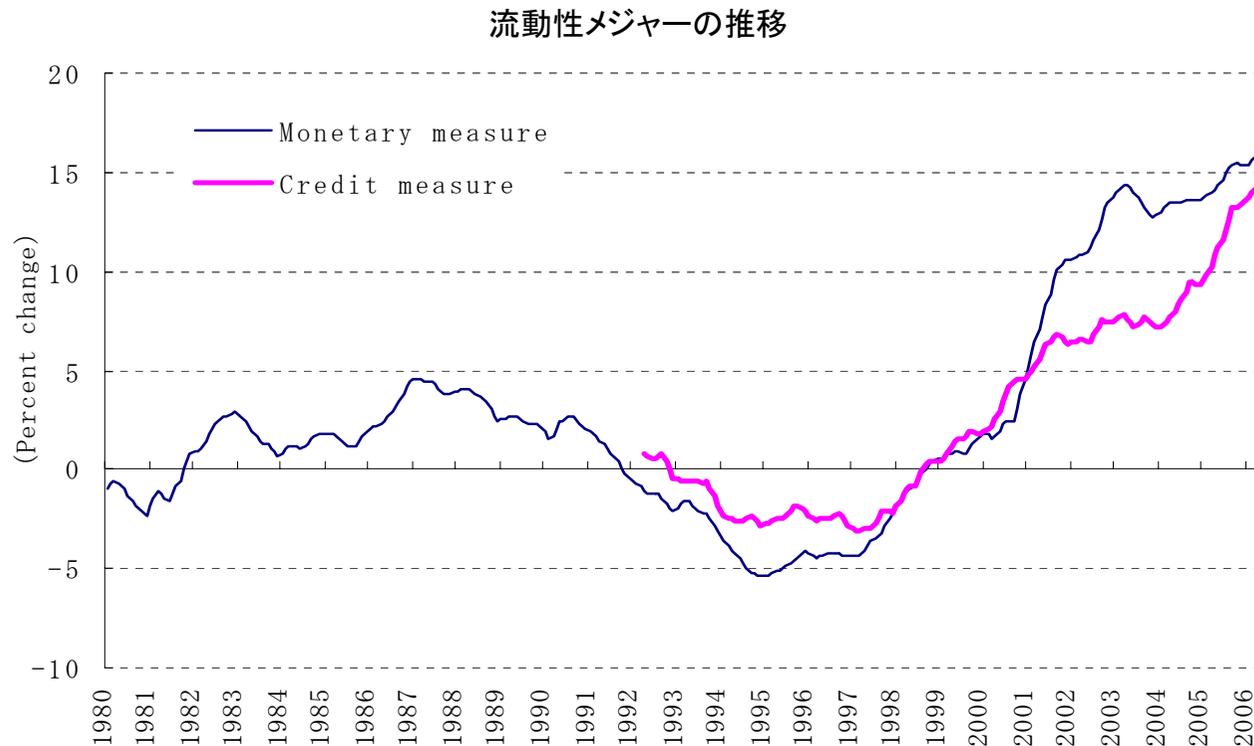
商社大手5社の持分法損益



(資料)各社有価証券報告書

世界的流動性の増大

•世界的な流動性拡大のトレンド



(注) マネタリーメジャーはマネーサプライ(対GDP比)の長期トレンドからの乖離。

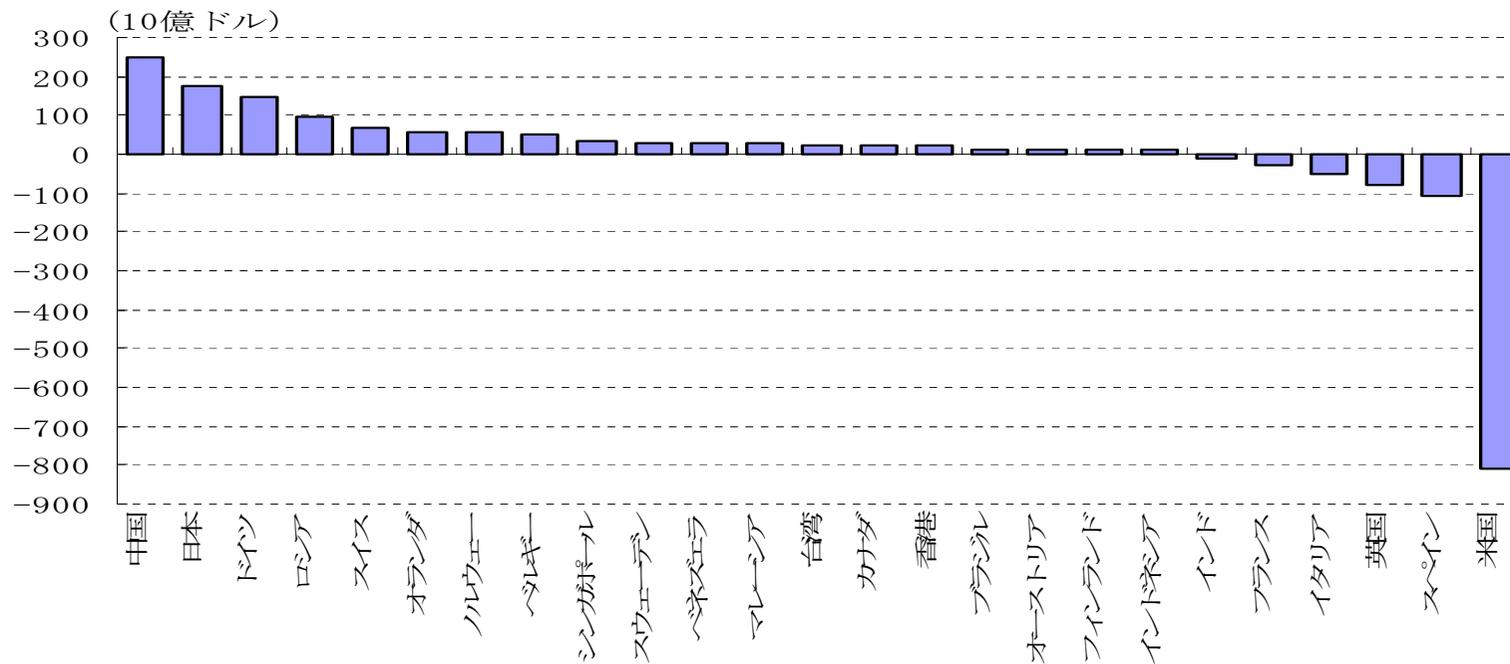
クレジットメジャーは非金融機関向け銀行貸出(対GDP)の長期トレンドからの乖離。

Source: The World Bank, OECD

世界の流動性の源泉

- ・世界の流動性は米国の赤字に起因
- ・ドル下落不安を抱えながらもこのレジームは継続に

世界の経常収支比較

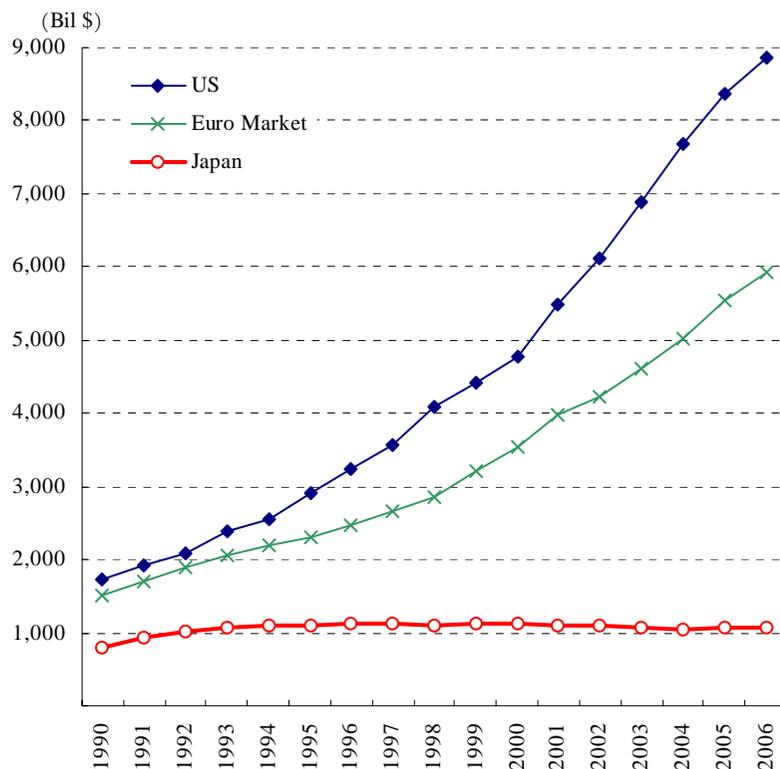


(資料)IMF

経済成長と社債残高

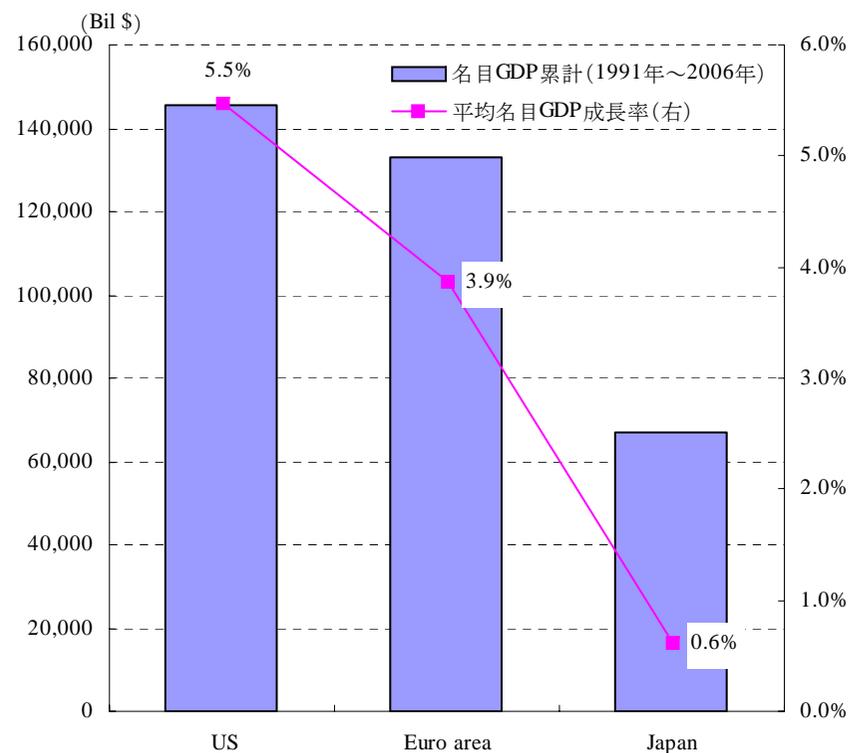
- 米国やユーロ圏は経済成長に応じて市場性デットが拡大

社債+証券化商品の残高



Source: FRB, ESCB, BoJ

名目GDPの累計額

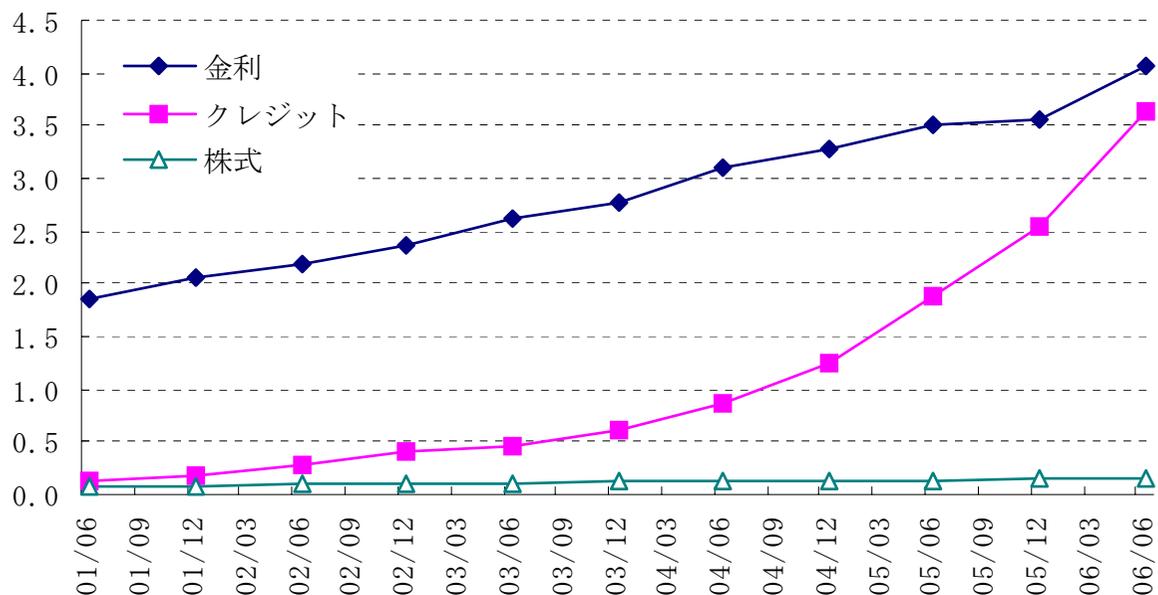


(資料)欧州委員会

デリバティブ市場拡大とレバレッジ

- ストラクチャードクレジットの拡大を受けてクレジットのレバレッジは急速に上昇

市場のレバレッジ指標



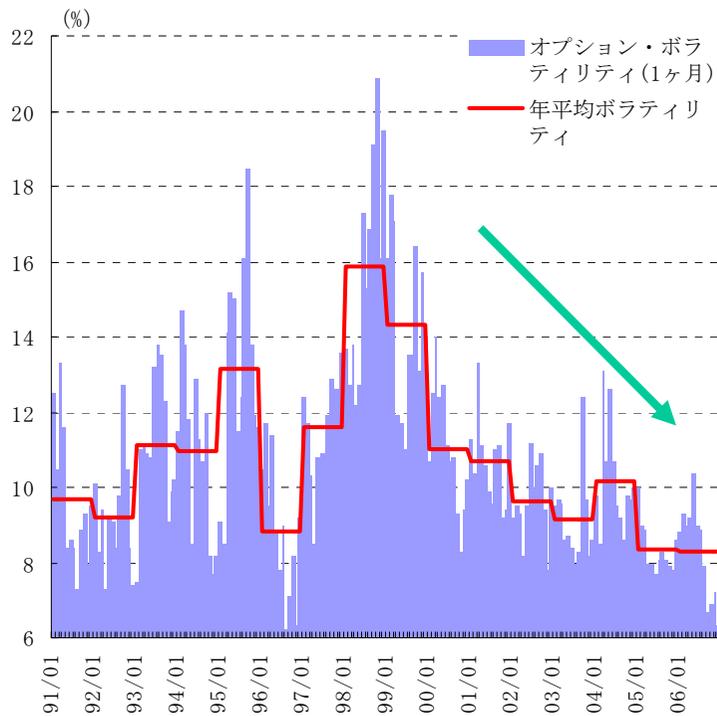
(注) 金利のレバレッジは債券残高に対する金利デリバティブ残高、クレジットのレバレッジは事業債残高に対するクレジットデリバティブ残高、株式のレバレッジは時価総額に対するエクイティデリバティブ残高を示す。

(資料) BIS, ISDA

為替市場の変化と海外投資

- 為替のボラティリティは98年をピークに低下傾向
- 円の実質実効為替レートはプラザ合意前、第1次オイルショック前の水準に下落

オプション・ボラティリティ(ドル/円)



(資料) 日本銀行

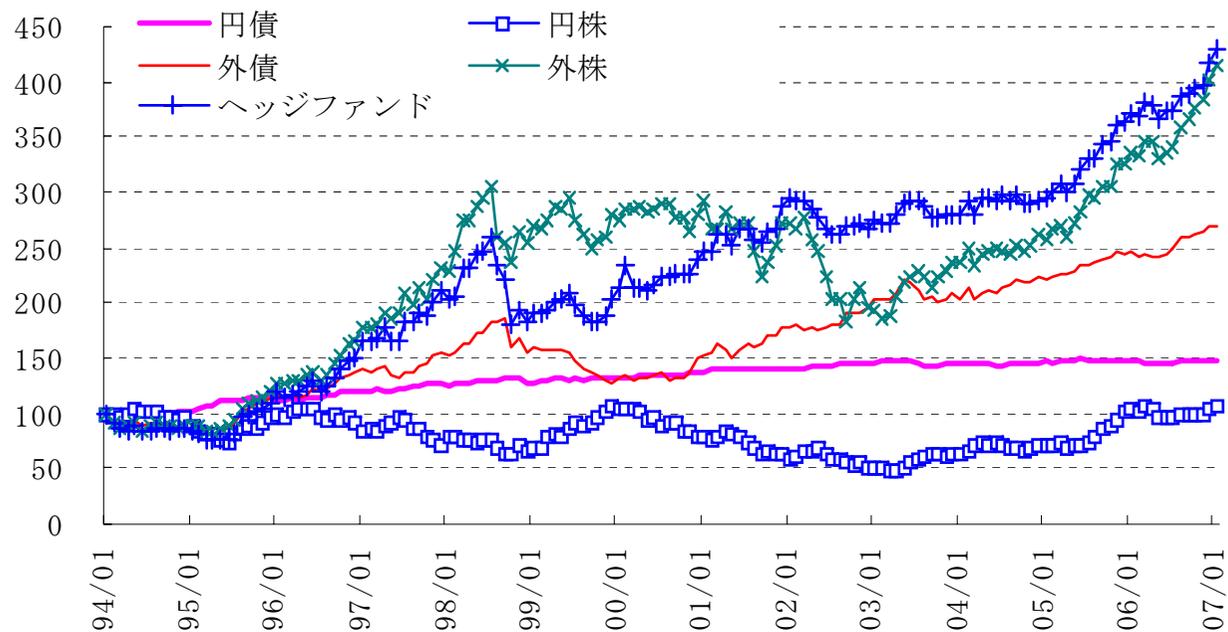
実効為替レート(名目・実質)



(資料) 日本銀行

海外投資の評価

資産クラスの過去のパフォーマンス(円ベース)



(注)パフォーマンスは1994年1月31日を100とする。

(資料)Bloomberg, Datastream

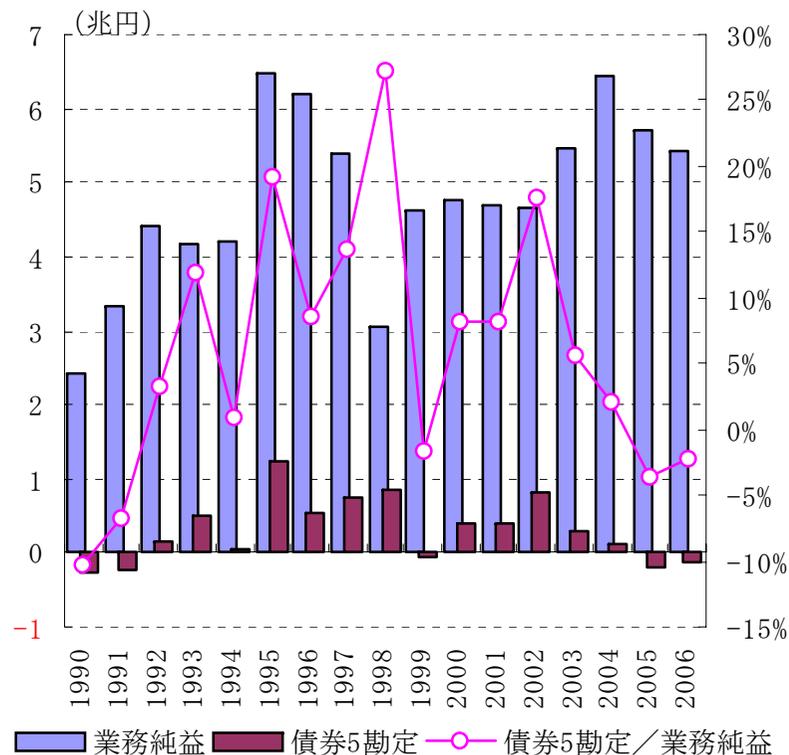
本日の話題

金融機関の戦略

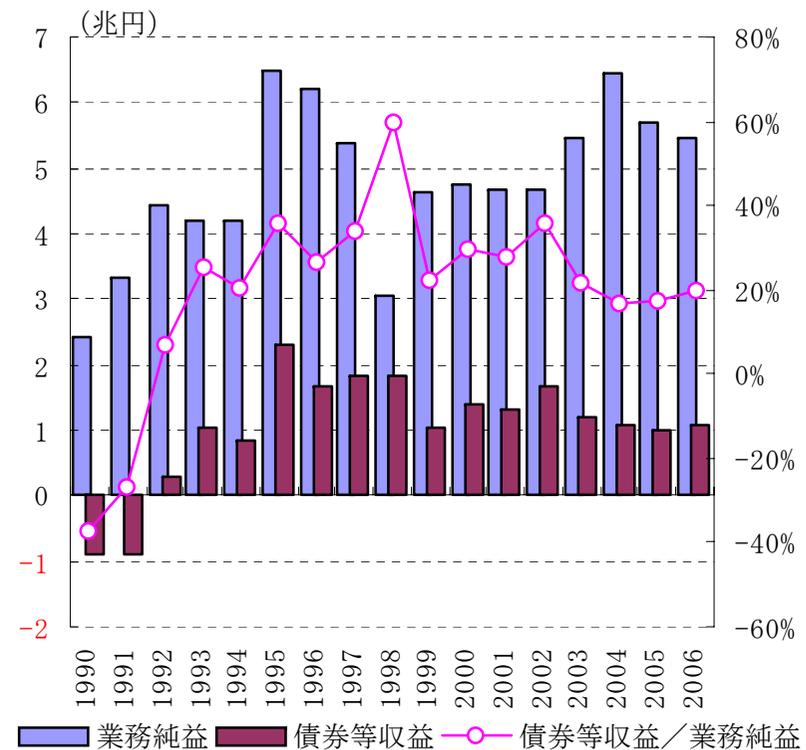
余資としての債券運用からポートフォリオ再構築へ

- 貸出金利が低下する中、有価証券の収益性の維持が課題

■業務純益における債券5勘定の比率



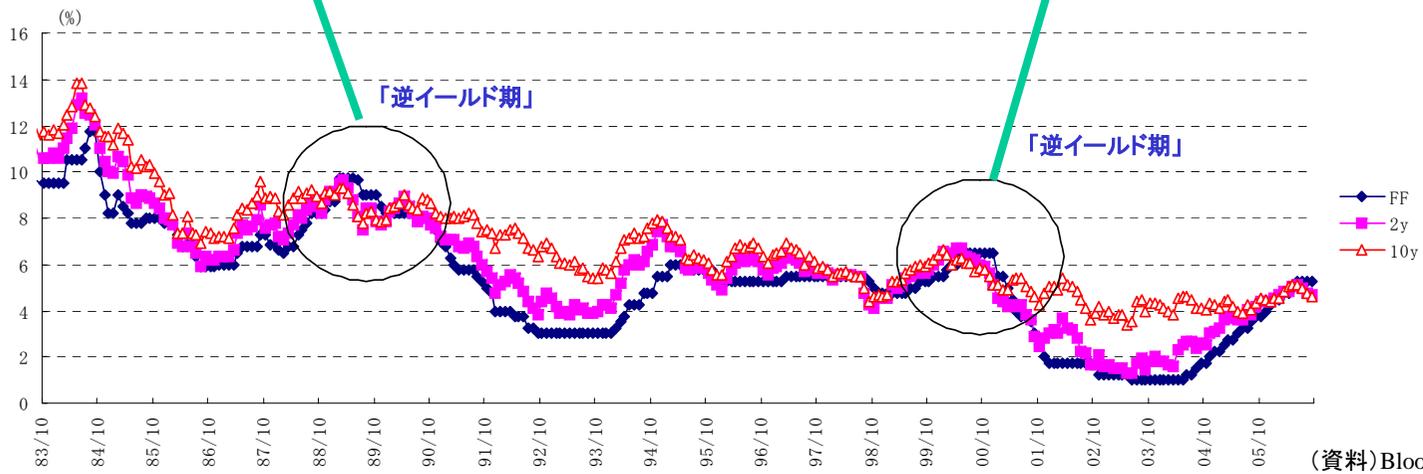
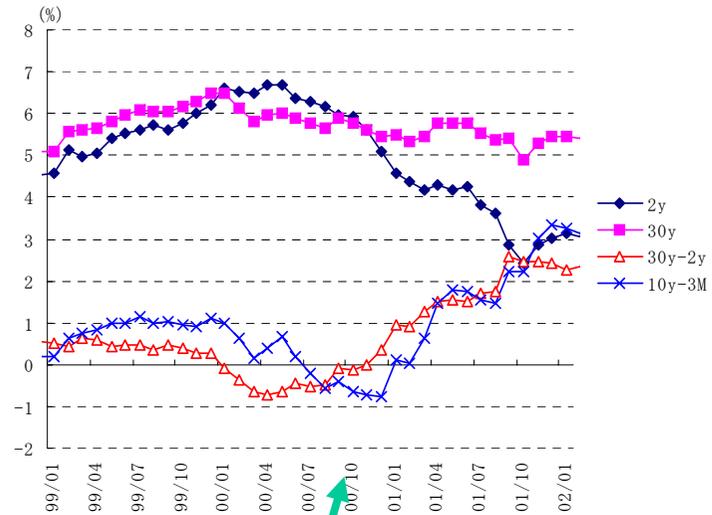
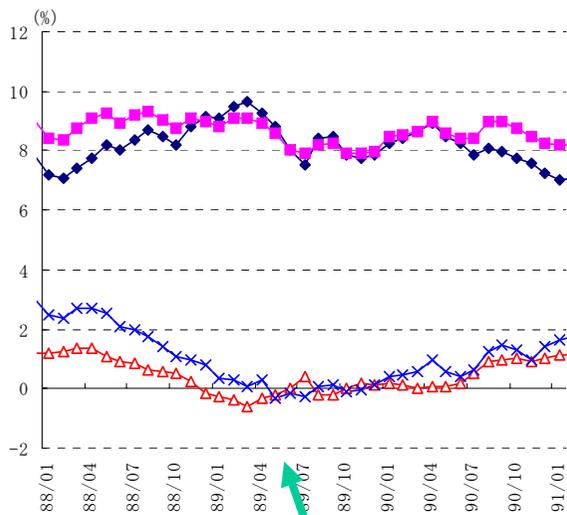
■業務純益における債券等関連収益の比率



(注) 債券5勘定は国債等債券売却益、国債等債券償還益、国債等債券売却損、国債等債券償還損、国債等債券償却の合計。債券等関連収益には債券5勘定と債券等運用によるインカム収入から預金債券等利回りでのコストを控除したものをを用いた。(資料) 日本銀行、全国銀行協会

米国での長短金利差逆転

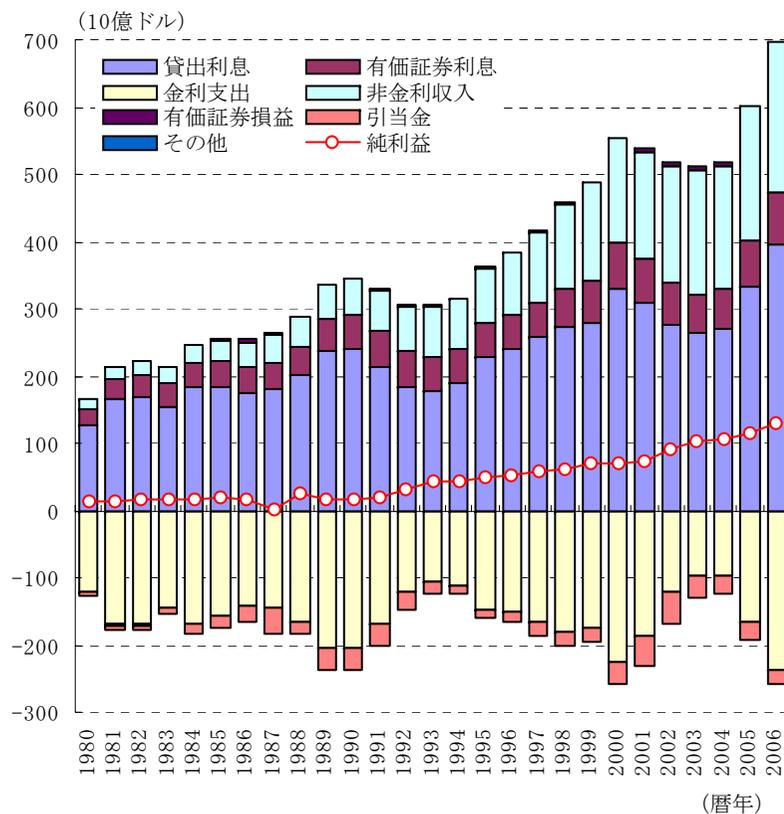
米国金利の推移



(資料)Bloomberg

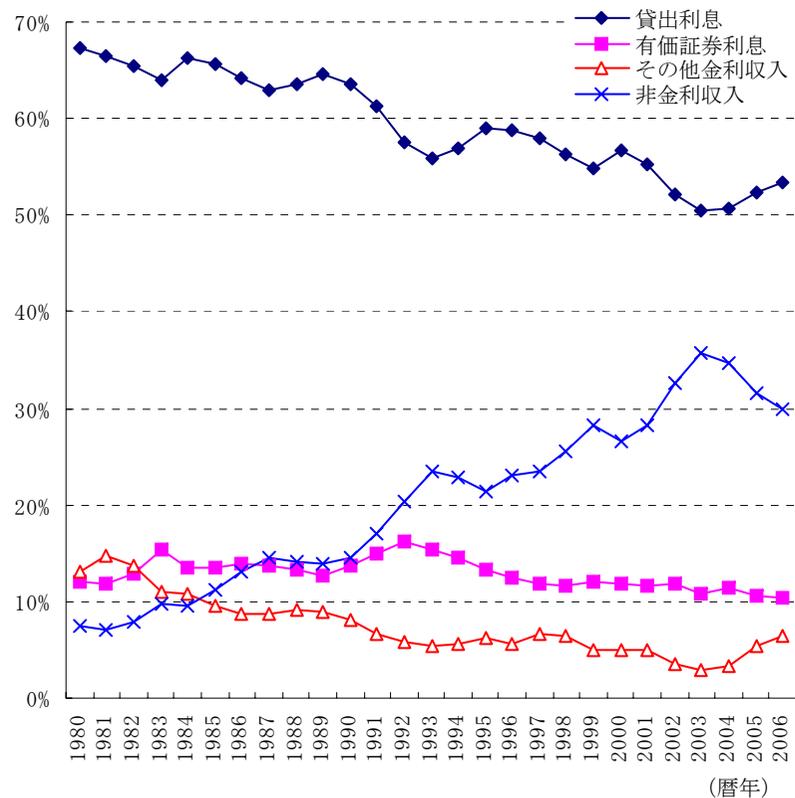
米銀の対応

米国商業銀行の収益構造



(資料)FDIC

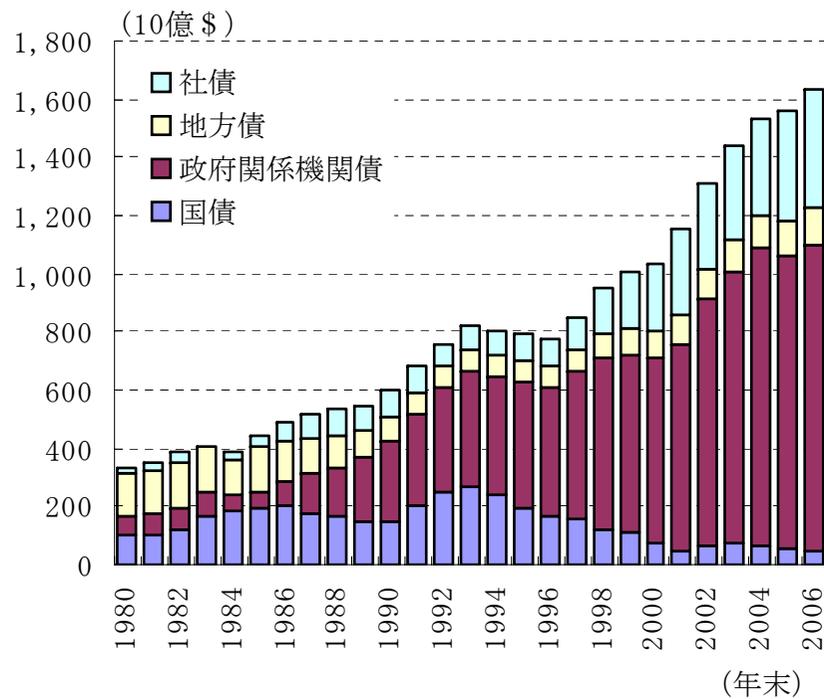
米国商業銀行の金利収入・非金利収入



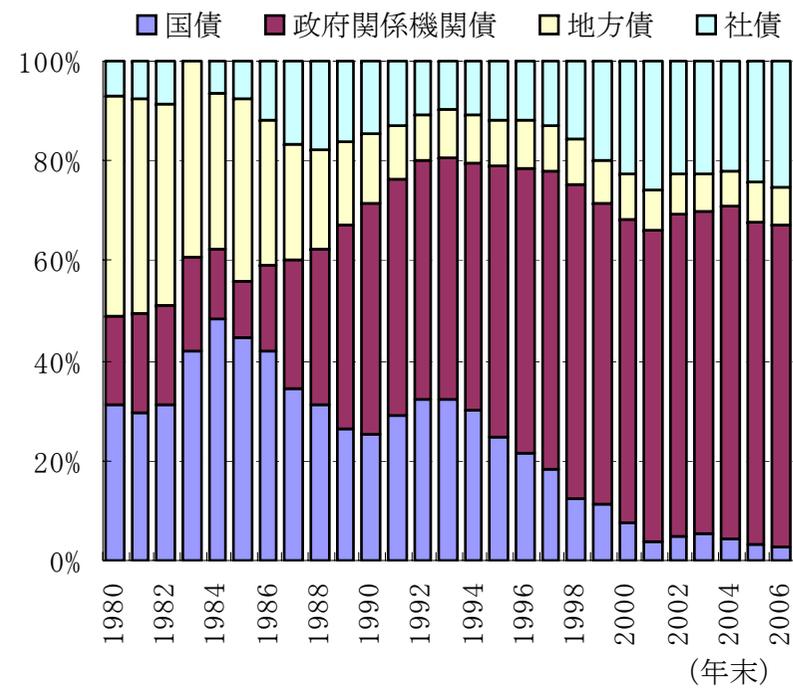
(資料)FDIC

米銀の対応とポートフォリオ

米国商業銀行の債券ポートフォリオ(左:残高、右:構成比)



(資料)FDIC



(資料)FDIC

与信ポートフォリオ管理

- ・クレジット市場を活用したリスク/リターンの改善
- ・貸出は売却も想定した管理に

伝統的な貸出運営と与信ポートフォリオ管理(Credit Portfolio Management)の比較

	伝統的な貸出運営	CPM
投資方針	満期保有	必要に応じて売却
貸出取引の評価基準	個社判断	与信ポートフォリオ全体の中での相対評価
貸出のインセンティブ	貸出利息の獲得 貸出残高(シェア)の確保	手数料業務等へのエントリーチケット
管理の指標	業務純益	リスク調整後の収益
貸出の評価	取得原価	取得原価/時価
リスク/リターンの調整手段	与信実行段階での調整のみ	クレジット市場も活用
リスク/リターンの調整主体	営業部門/審査部門	専担部署(CPM部署)

(資料)日本銀行

与信ポートフォリオ管理

- ・株主価値を意識して投資効率の向上を目指す運営にシフト
- ・クレジットのオリジネーション機能とCPM機能の分離
- ・貸出を公正価値評価することでクレジットの統合的管理を推進

海外金融機関におけるCPMの進化

リスクヘッジ主体のCPM

与信集中リスクの削減

- ・与信実行段階でのリスク調整
- ・大口貸出の売却
- ・クレジットデフォルトスワップの活用
- ・証券化の実行



エコミックキャピタルの開放

リターンの向上も狙うCPM

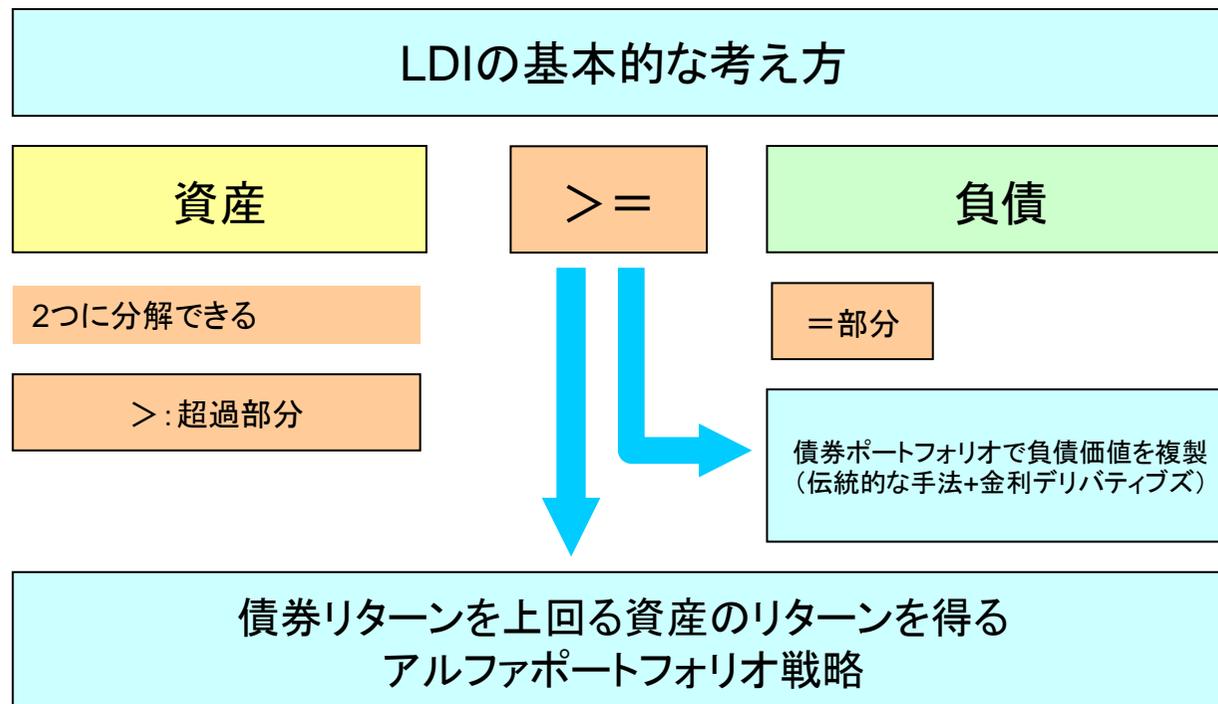
CPMによるROE(株主価値)の向上

- ・資産回転ビジネスへのシフト
- ・フィービジネスの強化
- ・リテール等高い収益性業務へシフト
- ・大企業向け融資をCPM部署に移管
 - －市場価格等による移転価格制度
 - －当該貸出を公正価値で評価
- ・CPM部署はクレジット市場を機動的に活用してリターン向上を図る

(資料)日本銀行

LDIの基本的な考え方

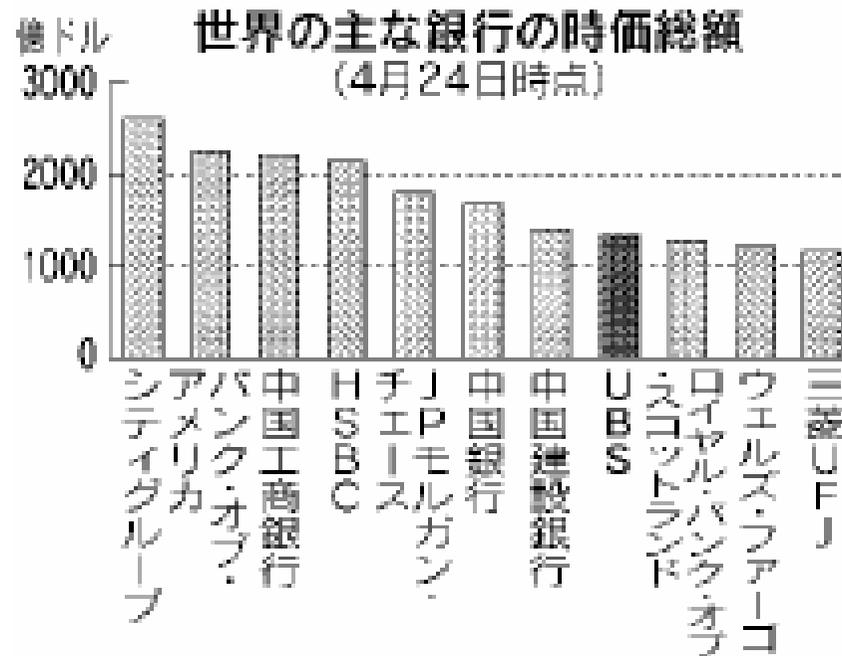
資産 = 負債部分と資産超過部分を分けて運用



(資料) 森平爽一郎「負債主導型投資(LDI)の考え方と手法」(みずほ年金レポート)

日本の金融機関の国際的な地位

- 海外金融機関は統廃合を経て巨大化
- 中国金融機関の台頭

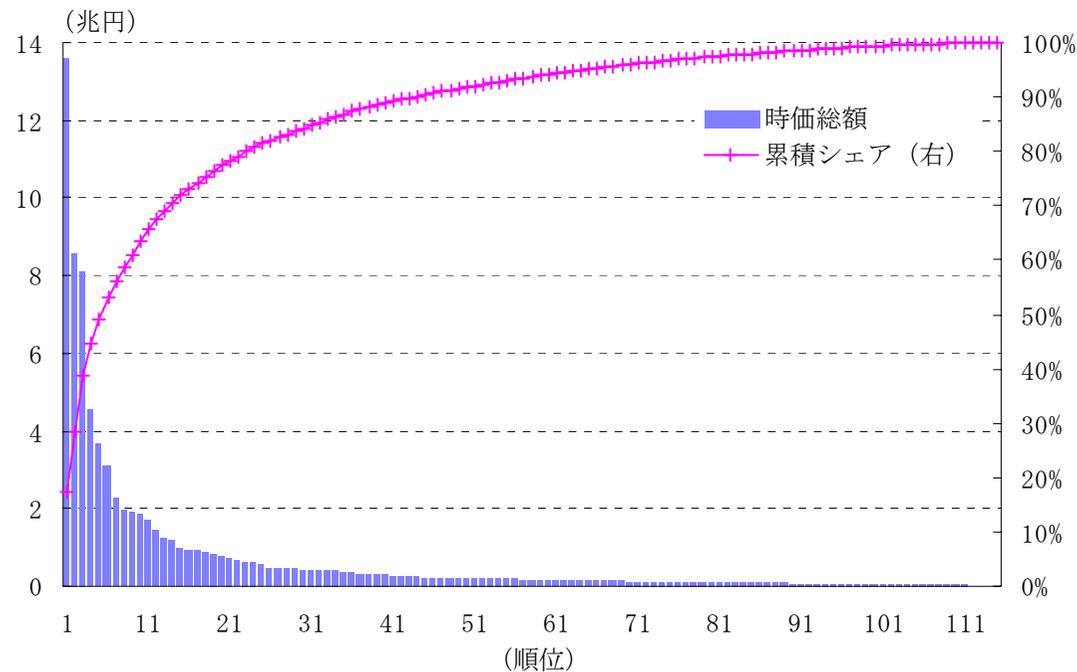


(資料) 日経金融新聞(2007年4月26日)

日本の金融機関の時価総額

- 不良債権処理を経て、金融機関の体力は回復
- 日本では金融機関の統合を経て、巨大金融グループが誕生
 - 上位5グループの時価総額で上場金融機関全体の約半分を占める

日本の金融機関の時価総額(東証)

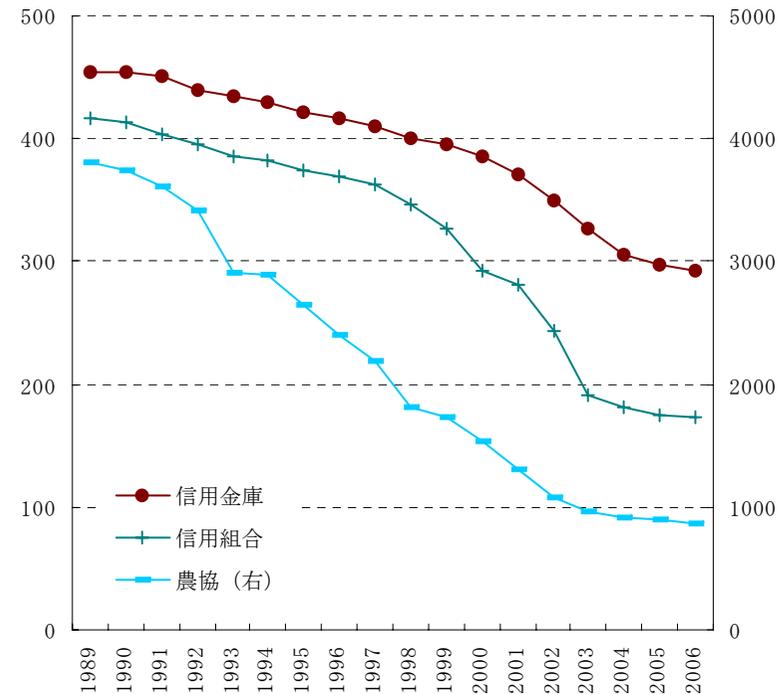
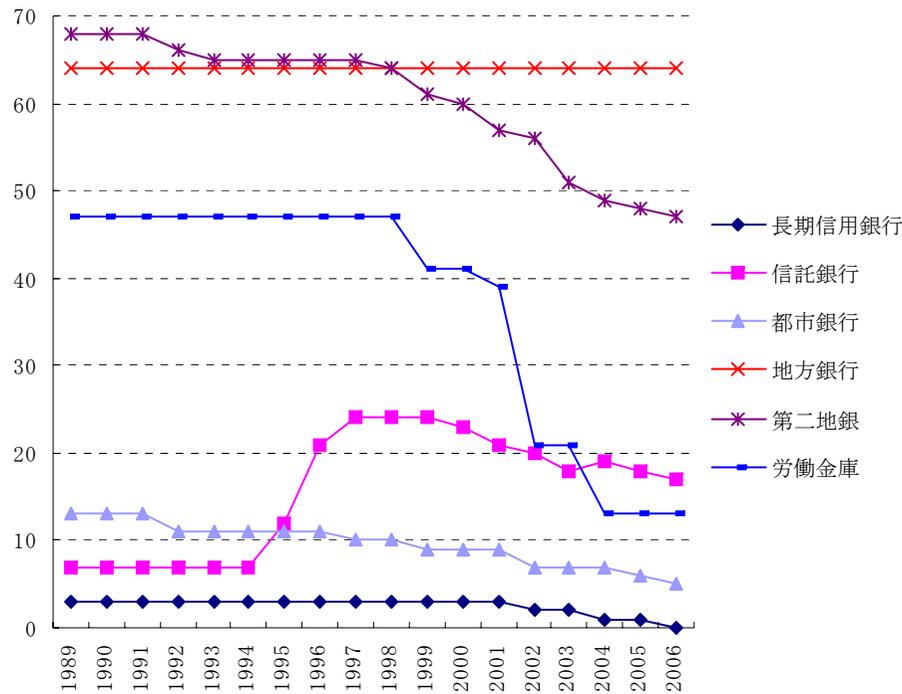


(注)2007年4月末。(資料)日経Financial Quest

金融市場の勝者

- 90年以降、金融機関の再編は大きく進展
- 集中リスクへの対応が重要に

金融機関数の推移

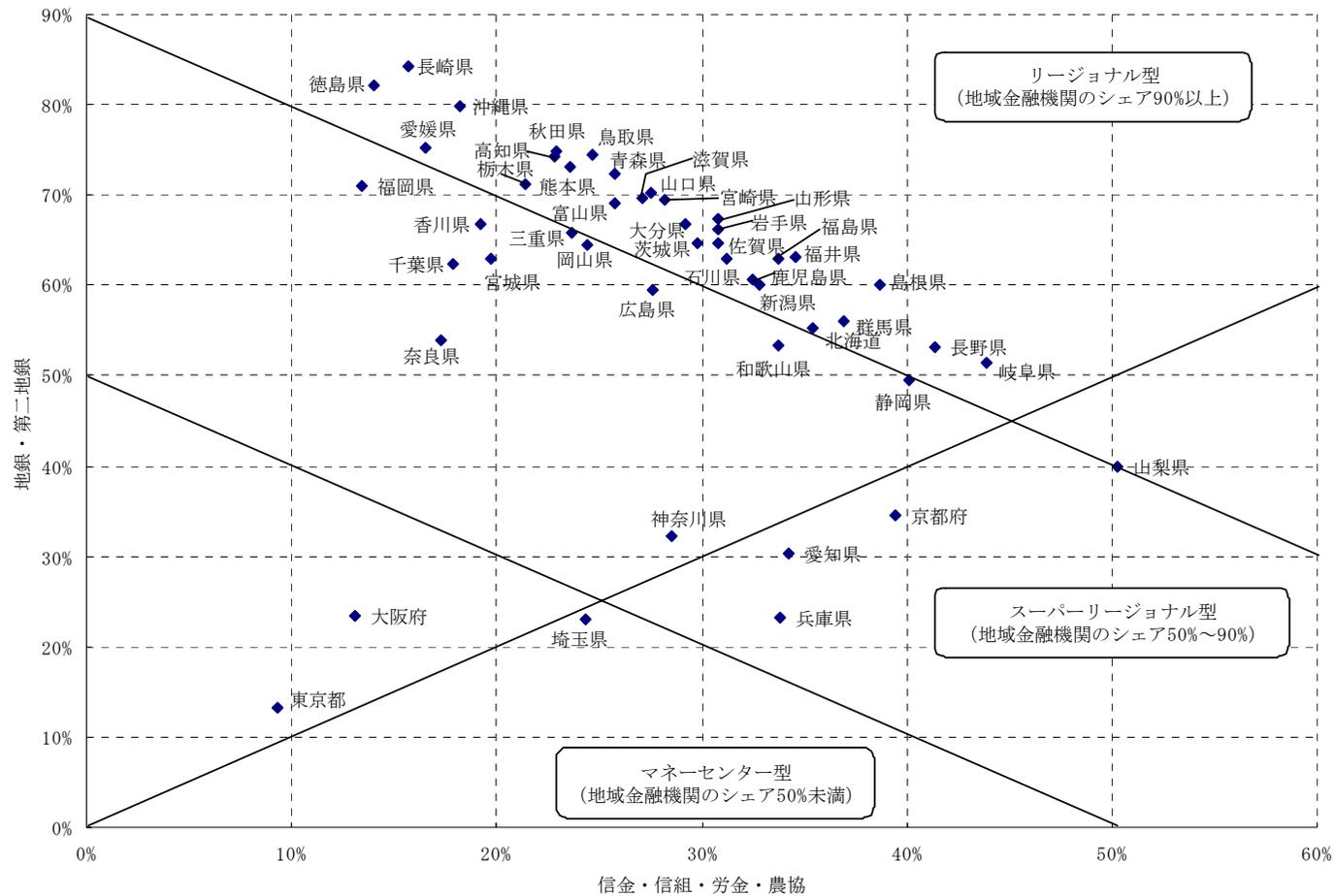


(注)1990年3月末の都市銀行には外国為替銀行を含む。信託銀行には上記以外に外資系信託銀行4行(2006年3月末現在)が存在する。

(資料)日経金融年報

金融市場の勝者

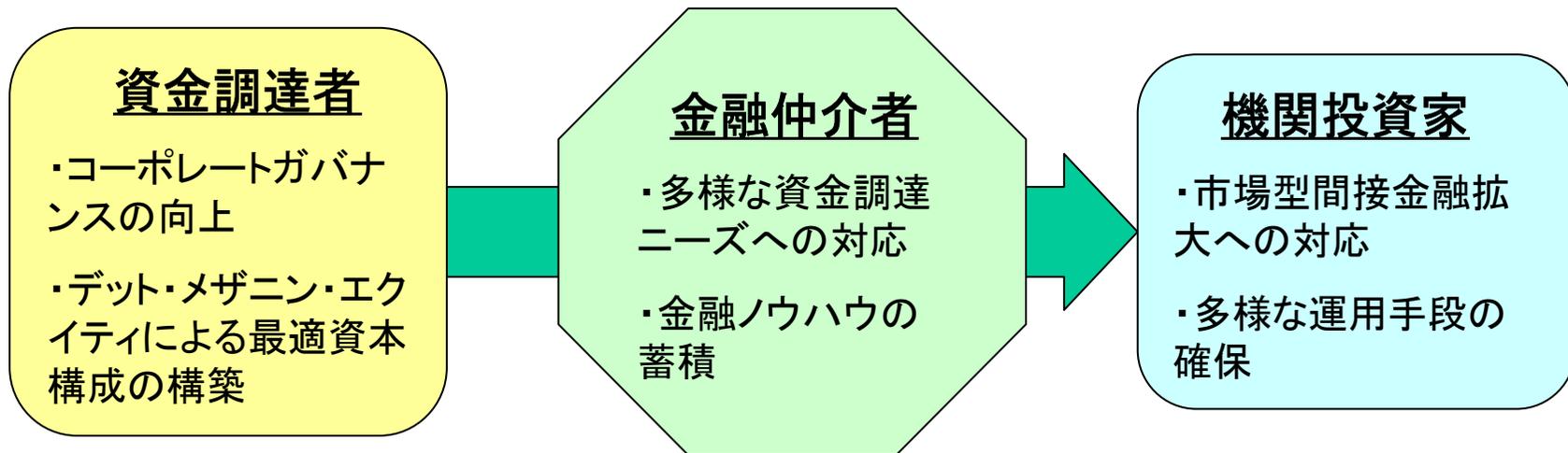
都道府県別貸出シェア(2006/3)



(資料)金融ジャーナル

金融の国際競争力アップに向けて

- クレジット市場拡大に沿った金融イノベーション(金融力)の加速
 - 市場型間接金融に伴う金融仲介の担い手の拡大
- 利用者の統合的な資金ニーズに答える総合金融サービスの提供
 - 企業調達者のニーズに沿ってデット・エクイティを包括した資本構成、バランスシート全体のニーズをカバーしうる金融システム構築の必要
- 海外市場との同一競争条件の確保
 - ルールの簡素化、統一化による市場効率性の向上



(資料)みずほ証券

【アナリスト確認事項】

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また、直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは、報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

【留意事項】

本資料は、みずほ証券/Mizuho International plcにより、両社およびその関連会社の顧客を対象に情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料は、英国金融サービス庁(Financial Services Authority)規則により規定されている個人投資家や、米国および日本の証券規制法規により配布を制限されている投資家を対象にしたものではありません。また、本資料は特定の有価証券の取引の勧誘、または特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は、みずほ証券/Mizuho International plcがすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものです。本資料には、信頼に足るものと判断した情報、データを掲載していますが、みずほ証券/Mizuho International plcは、その正確性、確実性を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。本資料に記載された今後の見通しは、アナリストの見解を反映させたものであり、実際のパフォーマンスとは異なり、今後のパフォーマンスに関する保証をするものではありません。本資料に記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。

みずほ証券、Mizuho International plcおよびその関連会社等は、本資料に記載された発行者の発行する有価証券およびその派生商品について、本資料読者の売買の相手方となり、本資料において推奨された内容と異なる売買、ポジションの保有、マーケットメイク、自己あるいは委託売買を行う場合があります。また、本資料記載の有価証券等の発行者に対して金融・顧問サービスを提供する場合があります。

本資料に記載された有価証券等および同取引にはリスクが伴います。投資家は、かかるリスクや投資判断、個別の事情に応じた投資適合性について、顧問の金融、法務、会計、税務アドバイザーにご相談の上、お取り扱い下さるようお願い致します。また、みずほ証券およびMizuho International plcは、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。投資の最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願い致します。アナリスト、みずほ証券/Mizuho International plcはいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、投資家のみずほ証券/Mizuho International plcに対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

英国・欧州経済地域:本資料の英国における配布については、Mizuho International plc, (Bracken House, One Friday Street, London EC4M 9JA. Phone:44-20-7236-1090, FAX:44-20-7236-0484)が認可を受けています。Mizuho International plcは、英国金融サービス庁の規制の下にあるロンドン証券取引所会員会社です。米国:Mizuho Securities USA Inc. (MSUSA)が配布するレポートの内容については、MSUSAが責任を負っています。また、みずほ証券株式会社とMizuho International plcが米国の顧客に直接配布するレポートの内容については、それぞれのレポートの発行会社が責任を負っています。米国の投資家が本レポートに記載された有価証券の取引を申し込む際には、MSUSAを通して取引を申し込む必要があります。詳細や取引のお申し込みについては、MSUSAの営業担当者(電話:1-212-209-9300、所在地:1251 Avenue of the Americas, 33rd Floor, New York, NY 10020 USA)までお問い合わせください。MSUSAは外国のソブリン債、社債、およびそれらに関連する商品の取引についてはみずほ証券株式会社およびMizuho International plcの代理人として当該取引を行います。MSUSAはそれらの取引の成立を保証するものではなく、また決済に関与するものでもありません。日本:本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社(東京都千代田区大手町1-5-1大手町ファーストスクエア、電話03-5208-3210)がこれを行います。アジア:香港および日本以外のアジア諸国への配布は、Mizuho Securities Asia Limited, 10th Floor, CITIC Tower, 1 Tim Mei Avenue, Central, Hong Kong がこれを行います。

本資料の著作権はみずほ証券/Mizuho International plcに属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。