

内田様、

この度は、面倒な願いをお引き受けいただきありがとうございます。

「研究会」の内容や願いの趣旨等について、なおご不明な点等がございましたら、何なりとお問い合わせください。今週中にも開設します WebPage もご参考になるかと思えます。

以下のメモは、「何が聞きたいのか見当がつかない」という気分になっていただいていると考えると、参加メンバーの関心の方向と内容を列挙・整理したものです。支障のない範囲内で、参考にさせていただければ幸いです。当日は、お話の内容に関連する質疑応答が活発に行われることと思いますが、よろしく申し上げます。

研究会の内容につきましては、原則オフレコとさせていただきます、支障のない範囲内で議事録と参考資料を WebPage に掲載することとさせていただきます。具体的内容につきましては、会議終了後にご相談させていただければと思います。

それではよろしく申し上げます。

[August 23, 2012 夕方の会合で、内田さんに伺う内容]

- ・当該メモ作成の基本方針：東京三菱 UFJ 銀行（以下 Bank）に直接関わることに焦点を合わせて論点を限定する。——結果として予想される「金融危機」や、経済全体に対する影響およびその具体的内容に関わることは、別の検討課題とする。（ただし、最後に少しだけ伺う？）
- ・国債保有の状況、現在に至る経過などについては、とくに求めなくてもお話いただけると想定する。さらに、「国債管理」の基本方針。
- ・話題の「国債危機管理計画」もその一環として位置づけられる？
- ・国債危機管理計画：どのような事態を想定しての「管理計画」か？——BOJ が、国債価格が 1%下落した場合の影響について検討し、総裁が国会で報告した。——まさか、「計画」の内容がその程度のものではないだろう。——報告に向けた「計画」検討の「想定」、さらに、行内検討用の「想定」？
- ・たとえば、30%、さらに 70%下落まで想定？——そういう「おそれ」については？
- ・そのような大幅な価格下落を想定すれば、その状況では政府財政は危機的状況にあり Bank が危機的状況に陥ったとしても「救済」に乗り出さ（せ）ないだろう・・・と予測する？——そこまで「想定」した？
- ・区分けの線引きをするとすれば、どの程度の価格下落がメドになると考えるか？——下

落は徐々に進むと想定するか？

- 国債保有額／総資産の現行比率がかくも高い理由？——有利な運用機会が他にない？とくに、国内企業向けの有利な貸出機会が少ない？
- 海外も含めてか？
- 国債は「安全資産」ではない…と考え出したら？——平常時の金利上昇による国債価格の低下・・・ではなく、国債の信用の低下に起因する価格下落が生じる「おそれ」が生じ、高まったら・・・？
- 満期まで保有すれば・・・？——しかし、満期時点で満額返済されたとしてもそれで保障されるのは **nominal value** のみ。激しいインフレになれば・・・？——さらに、**default** を起こすかもしれない。
- 1990年代以降、以前と状況が異なるのではないか？
  
- **asset allocation** としてみると、日本国債に集中しすぎでは？——他に有利な運用機会が見当たらないからとりあえず安全資産である国債で・・・と言っている状況ではなくなくなってきているのでは？
- 比率を低下させる必要があるとは考えないか？——何か具体的な制約が存在するか（「制約」については後出）？
  
- 意思決定システム：**asset allocation** は、実質的に誰が（どこで）どのようにして決めるか？（最終的には…という形式のことではない・・・）——中長期的な配分と、ショックに対する対応では違うか？
- 見直しの頻度？（重要な）「変更」の提案権？——財政破綻のおそれが浮上すれば・・・、緊急事態として通常のルールの例外扱いになり得る？——たとえば、国債価格の大幅下落の「おそれ」（あるいは海外格付け機関が日本国債格付けを大幅に引き下げること）が巷の話題として浮上するような事態になれば・・・？
  
- メガバンクのような存在は、国債市場では、池の中の鯨のような難しい存在ではないか？さらに、数頭しかいない鯨が一斉に動けば・・・？
- 国債を売却する必要が生じたとき、誰を買い手として想定するか（誰が買ってくれるか）？
- 「イザ」という時に動きが取れない・・・というようリスクは覚悟のうえ？——いかなる準備をしているのか？
  
- **asset allocation**、とくに大量に保有する国債に関わる意思決定・基本方針の見直しに関して、重要な「制約」が実質的に存在するか？
- 存在するとして、「制約」の実態？

- explicit or implicit?
- 慣行・慣性? moral に関わるもの? 保有維持を選択させる特別の incentives?
- 「社会的」「政治的」影響・波及効果の大きさ……。これが実質的な binding constraint になっている?
  
- メガバンクの「行動」は“regulator”によって即座に探知される? — 大きすぎるから? 社会的関心が高いから、すぐに広く知れ渡る?
- 実質的な「報告義務」のようなものがある? 定期報告や重大な変更を報告する義務あるいは了解? そういうものがあるとすれば、焦点は?
- その他の制度的要因?
  
- rules and/or systems に loopholes はない? — 実は、実質的に……。準備・対応ができている?
  
- 国債をリスクがあるアセットと認識し、リスク・ヘッジを考えているか?
- 有効なリスク・ヘッジ手段はあるのか? どのようなものか? 日頃から活用しているか?
- いざというときに、機能するのか?
- たとえば、現物国債市場と CDS 市場では、両市場のプレーヤーがかなり異なると思われるが、市場間の連動性や裁定関係についてどのように考えているか?
  
- 他の金融機関も同様? — メガだけは特別?
- 外資系は? — 外資系金融機関（とくに日本法人）も日本国債を大量の保有?
- 競合他社の動向や外資系金融機関の動向について：他行の国債の売買動向について、どの程度の内容の正確な情報がどれ程の時間差で入ってくると予想されるか?
  
- 過去の事例・event：石油ショック時の経験は? — インフレ?
- 少なくとも、預金との間に期間の重大な mismatch があっただろう?
  
- 関連して、何に注目しているか? — 兆候、signals、他?
- 競合他社の行動? 外資系?
- 市場金利? CDS 市況、国債と LIBOR 等のスプレッド動向など?
- 格付け? — 海外格付け機関によるさらなる格付け引下げが現実化した場合、日本国債の市況への影響はいかなるものと予想されるか?
- 国際市況が暴落するような状況で、それを先導する、あるいはその投資姿勢の変化が相場下落のトリガーとなるとしてその行動を注目する投資家は存在するか?

- ・満期の短いものへの移行は？
  - ・他の項目で多少は対応？たとえば、他の債券の保有を減少させる？地方債や社債、政府関係機関債・政府保証債など？—貸出？
  - ・保有資産の多通貨化の推進や、海外金融機関の買収など？
- 
- ・余談？： **dressing** は？—年度末や報告時点の周辺で多少は？
  - ・すべて外側から見えるものなのか？
- 
- ・こんなことは長い歴史の中で一度だけ・・・？二度とない？
  - ・この頃には、政府には何も期待できないし、また「こわくない」？
- 
- ・日本国際市況の暴落の可能性が否定できない状況下で、行政、監督当局に対する要望は？