

## 「財政破綻後の日本経済の姿」に関する研究会 議事録

第3回 2012.8.23 (木)

-----

今回の会合では、三菱東京 UFJ 銀行の内田和人氏（執行役員円貨資金証券部長）から「日本国債の中長期的なリスク分析と対応策」と題する報告を受けて討議した。本年2月2日の『朝日新聞』が1面に「数年後の国債急落を想定、三菱 UFJ 銀が危機シナリオ」の見出しとともに、日本国債の急落に備えた「危機管理計画」を初めて作ったことが分かったと報じた。「初めて作ったんだって……。紙にして、関係部署の外側にも説明した……。という程度のことでしょう。そのまま信じて、追加取材もせず適切な解説も付けずに報じるなんて……」と苦笑した読者も少なくないだろう。この記事が騒動とでも呼ぶべき大きな反響を引き起こしたことに鑑み、われわれの報告依頼を快諾されたうえ、事前にお送りした「論点メモ」におおむね沿った内容の報告をし、会合の場での多様な質問・意見にも柔軟に対応していただいた内田氏に深謝します。

すべての会合と同じく、会合の内容はオフレコであることを前提に依頼し、この「議事録」の作成についても、報告者の意向に沿うことになっている。報告と討議は研究会の活動の一環として行われる。「議事録」作成が目的ではない。今回に関しては、当日配布された資料も研究会限りとした。

「財政破綻」を象徴する現象・指標として国債価格の現在の水準と同時に今後の動向及びその予想にわれわれも重大な関心を抱いている。その一環として、現時点で大量の国債を保有している理由と今後の国債価格の動向に対する予測およびリスク管理体制などについて、投資家から具体的に考え方を伺いたいと考えていた。報告依頼を快諾された後も、(的外れなものも含め)われわれの関心事項の多くについてまでお話しいただけるとは期待しにくかった。また、先方機関の内部においてさえ意見が一致していないこと、状況に応じて機動的かつ柔軟に対応するとされることも少なくないかもしれない。これらの点を含め、すべてを正確に語る誘因に欠ける(かもしれない)から、報告の内容をそのまま信じてよいかという慎重な姿勢も必要かもしれない。

以上の如く考えつつも、われわれの関心事を明確にお伝えすることが研究会を突り多いものとする判断し、かなり詳細な「論点メモ」を事前にお送りして、「参考のために作成したわれわれの関心事項です。支障のない範囲で参照してください」と申し上げた。「おおむねこのメモに沿って報告します」との回答をいただき、当日の報告および討議も、少なくともわれわれにとっては突り多いものとなった。豊富な資料に基づいて報告および質疑応答が行われたが、ここで提供できるのは、事前にお送りし研究会メンバーにも事前に配布された「論点メモ」のみである。

日本国債大口保有機関の中で三菱東京 UFJ 銀行のようなメガバンクが平均的な存在だと考えているわけではない。また、圧倒的に大きなシェアを占めると考えたわけではない。リスク対応能力が相対的に高いと思われるメガバンクの1つから、「国債保有」の現状と「国債危機管理計画」などについて具体的な内容の報告を受けて討議したと考えた。研究会メンバーにとっては実に有意義な会合であった。

平成 21 年度末で、銀行等が保有した日本国債の割合は 37.9%であった。しかし、都市銀行に限定すると 15%強程度に低下し、圧倒的比重を占めたということはない。ちなみに、保有国債の平均残存期間は、第 1 地銀の 4.75 年、第 2 地銀の 4.78 年であったのに比べ、2.21 年であった。

都市銀行の国債保有残高および発行残高に占める比率が 2000 年代に入って増加・上昇し、とりわけ近年その趨勢が加速している理由として、預金の増加と貸出の減少があげられる。リスク分散のために海外での資産運用を増加させるには、外貨に転換するコストとリスクが重要だという。また、近年の世界的な金融市場の混乱に対応するために厳しくなりつつある各種規制が、たとえば融資に比して自国債への投資を有利にしている。このような状況下で、国債価格が大幅に低下するリスクがあるとしても、直近でそれが現実化する可能性が高くないと考えれば、国債保有の増加につながる。これが提示された解説であり、これをめぐってさまざまな角度から議論が展開した。

「国債価格の今後の動向を判断する資料・情報として何に注目するか？」という質問との関連で格付けが話題になり、「格付けの引き下げが現実化する際にいかなる指標が重視されると思うか？」という点が話題になった。とりわけ後者の解説をめぐって議論が大いに盛り上がった。前者については「正解」のようなものはあり得ないし、微妙な点も多く、社内リストが存在するとしても weight 配分などについてまでのお話を伺うは期待できそうにない。後者については、提示された解説の各項目および全体について疑問を提示したうえで、「格付けは、投資家の動向を見ながら投資家向けの参考指標として格付け会社が判断・提示するものであり、関連解説は変更理由の解説を求める投資家・メディア・政治家・その他に向けてもっともらしい理屈を並べるものでしょう。だから、それが厳格な意味で説明になっていないとしても不思議ではありません。銀行の担当者も、上司等に説明を求められれば同様の課題に直面するでしょう。理屈は後からトラックに乗ってやってくるとも言います……。そもそもそういうものだから、あまりこういうことを話題にしても……」と三輪が発言して、参加者の多くの笑顔とともに議論は沈静化した。

強引な依頼を快諾し、かなり立ち入ったわれわれの関心を示す「論点リスト」を真摯に受け止めてこれに沿ってご報告をいただき、口うるさい参加者の質問等に我慢強く対応していただいた内田氏に深謝します。(文責：三輪芳朗)