

## 郵政民営化委員会（第29回）議事録

日時：平成19年8月2日（木） 14：00～16：10

場所：虎ノ門第10森ビル5階 郵政民営化委員会会議室

○田中委員長 これより郵政民営化委員会第29回の会合を開催いたします。

本日は4人、委員が出席ですので定足数を満たしております。

当委員会が6月8日にとりまとめました実施計画に対する意見を踏まえまして、今般、日本郵政株式会社から、民営化後における金融2社の資産運用対象の多様化に関わる準備状況について当委員会に報告したいとの要望がありました。また、金融2社の民営化後の資産運用の影響ですが、マーケット関係者の間では高い関心が寄せられていると聞いております。そこで今日は、これらについてのヒアリング及び討論を行なっていきたいと思います。まず、市場関係者の皆様方から郵政民営化の金融市場等への影響についてご意見をいただき、その後、日本郵政株式会社から資産運用対象の多様化の準備状況について報告を伺おうと思っております。そして、当面の資産運用の対象の多様化という考え方、どう受け止めればいいのか、また国債の流通市場との関係等において審議を行ないたいと思います。

まず最初に、郵政民営化の金融市場等への影響についてのヒアリングを行ないたいと思います。お二方来ていただくことになっておりまして、最初に日興シティグループ証券チーフストラテジストの佐野一彦さんに来ていただいております。それでは佐野さんから15分程度のお話をいただきまして、その後討論させていただきたいと思います。よろしく願いいたします。

○佐野チーフストラテジスト 日興シティグループ証券の佐野でございます。よろしく願いいたします。今日はかような場を設けていただき、大変光栄に思っております。それでは、貴重なお時間でありまして、お手元、カラーの資料になっているかと思いますが、資料1、これに沿いまして15分程度お話をさせていただきたいと思います。マクロ面でのお話は中島さんのほうから恐らくしていただけると思いますので、私は、マーケット出身、今もマーケットにいるわけですので、その観点からお話をさせていただきたいと思います。特に、我々金融市場、債券市場参加者にとりましては、郵貯さん、簡保さんというのはある意味、昔からの同志でございます。新たな侵入者という捉え方をしていないというのがやや特徴的なのかなと思っております。そのため、民営化ということに関しましても基本的にこれまでの延長線上として物事を考えられる、その辺が差なのかなと思っております。ただ、逆に申しますと、延長線上で考

えているということは、全く違った行動というふうになってしまいますと我々もサプライズをする、そういった面ももちろんあるかと思えます。

それでは、1ページのところでございますけれども、結論を最初に簡単に申し上げたいと思います。今も申し上げましたとおり、金融市場におきましては概ね郵政民営化の影響はさほど大きくはないのかなと理解しております。4つほどポイントを挙げたいと思います。

第1に、まずポートフォリオの大きさということであります。例えば、彼らにとりましては非常に少額の、例えば公社債の売却でも、市場への売り圧力という意味では大きくなるわけがあります。それで相場が大きく下落するのであれば自らの首を絞めることにもなるわけでありまして、そういったダイナミックな資産のリアロケーションといったものはそもそも難しいのではないかと、いや、あったとしても極めてゆっくり行なわれる、こんな見切りをマーケットはしていると思います。もちろんこれは、例えばデリバティブで現物ヘッジをする、スワップのペイだとか先物を売る、そういった行動も同様かなと考えているわけがあります。実際、メガバンクだとか、生保さんだとか、デリバティブでのヘッジといったものは極めて限定的でありまして、その基本というのはやはりALMマッチングだと。このお話は後ほど少し詳しくさせていただきますたいと思います。したがって、こういった現物でのALMのマッチングといったものが郵貯さん、簡保さんにとりましても基本的戦略だとすると、現在の運用スタンスとさほど大きな変化があるとは考えられないのかなということでもあります。金融市場への参加者というのは、ほとんどが国内金融機関であります。そのため、株式市場と違いまして、ある意味で同じ業態ともいえます郵貯さん、簡保さんの行動様式といったものに対してある程度想像がついているという部分があるかと思えます。

第2に、よく言われることではありますが、例えば、郵貯さんの貯金が流出したとしても、その受け皿になるのは民間金融機関でありますし、資産サイドにおいても同様であります。ですから、そういった流出にしがたいて例え公社債が売却されたとしても、受け皿となる金融機関では見合いの資産を増やさなくてはいけない。現状なかなか貸出を増やすというのは難しいわけでありまして、結局それは公社債で増やすということにつながる。したがって、負債・資産ともに、郵貯さん、簡保さんから民間へそっくり移動するという理解になると思います。ただ、もちろんその間タイムラグがあるわけございまして、その影響は多少気になるところであります。

3番目ですが、それゆえ今後の資産選択の1つとして貸出業務をスタートさせるということでもありますけれども、はたしてその増強といったものが簡単なのか。残念ながら難しいという

状況かと思えます。したがって、公社債から貸出への大胆なシフトといったものはそもそも見込みづらいということになります。

最後に、4番目でありますけれども、いわゆる特別預金は安全資産での運用だと。すなわち、民営化法の第160条、第162条、この存在がマーケットでは非常に大きい、こういう認識であります。そこでは、現状に近い形での運用計画の報告などが義務づけられているわけであります。本来、民営化ということになりますと、こういった開示の中身、頻度が落ちるとというのが筋でもあるわけですが、ただ今回の場合、そこは変わらないという前提でありますので安心感がある。

以上が簡単な結論でございますので、これに沿って2ページ以降で解説を加えていきたいと思えます。

2ページは業態別の国債保有額の推移でありますけれども、郵貯さん並びに簡保さんの保有高の増加が目立っております。しかしながら、財投改革に伴って旧資金運用部廃止、それによって財政融資資金での保有が減っている裏返しということでもあります。

スナップショットで切り取ったものが3ページになります。確認ということでもありますけれども、今年3月末時点で郵貯さんが139兆円、簡保さんが60兆円、合わせて約200兆円の国債を保有しているわけでありまして、全体に占める割合は約3割であります。したがって、これはまさにポートフォリオが大きすぎる、その制約といったものを示す数字とあってよろしいかと思えます。

4ページになります。先ほどのポートフォリオのヘッジということを中心にお話をさせていただきたいと思えます。メガバンクそれから生保さんにおいても、デリバティブを使ったヘッジは極めて限定的部分だと申し上げたわけです。まず、大きな現物のポートフォリオをこういったデリバティブを使ってヘッジするということは、イコールそのヘッジが市場にとっては売り圧力になる。ですから、これは現物を売るのとももちろん同じ効果があるわけですからポートフォリオの含み損を膨らますということになりかねないわけでもあります。また、デリバティブ市場におきましてそれだけの一方の取引、すなわち先物でいえば売り、スワップでいえばペイでありますから、逆に先物買い、スワップレシーブ、それを受け止めるだけの規模が残念ながらないのかなど。ましてや郵貯さん、簡保さんのこの規模を考えますとなかなか難しい。また、言うまでもなく、こういったヘッジをすればその分だけインカム収入が落ちることになるわけでもあります。したがって、スワップペイ、先物売り、こういったものによりまして金利上昇のヘッジというのは極めて限界的部分にとどまる、それですべてが完結するわけではな

い。したがって、主役はあくまで、今までもALMマッチングと申し上げてきましたが、負債サイドと資産サイドのデュレーションをマッチングさせる、もしくは一歩進んでキャッシュフローマッチングといったものが基本になってくるといふふうに考えるわけでありまして、そうなりますと、冒頭申し上げましたとおり、現在の基本的な運用スタンスと大差がない。この点ではこういった理解になるのかなと。しかし、こういったALMマッチングは問題が残るわけでありまして、完全にマッチングをさせた場合、国債主体のポートフォリオではいわゆる鞘抜きができなくなる。そこからは収益が上がってこないということになります。したがって、社債などクレジット投資への傾斜といったものが選択肢として浮上してきます。また社債は貸出の代替にもなるわけでありまして、その点では株式に比べても代替効果は極めて高いのかなということでありまして。

ところが、1ページ飛ばしていただきまして6ページをいったんご覧いただきたいんですが、シャドーがかかっているところが今年度の見込みも含めまして社債の発行規模ですが、年間7兆円程度しかございません。また、次の7ページにございますとおり、これは国債とのスプレッドを見たものですが、いわゆるクレジット・スプレッドといったものは極めて小さい。したがって、社債投資も限定的な部分にとどまらざるを得ないということなのかなと思っております。そうすると次は、例えば外物だ、外債投資という選択にもなるわけでありましてけれども、こちらは言うまでもなく、変動の極めて大きい為替のヘッジをどうするのかといった大きな課題が残っているということでありまして。

恐縮ですが、もう一度4ページにお戻りいただきたいと思っております。以上からいたしますと、国債中心でのALMマッチング、これが主体になるものの、多少 mismatch をとる。すなわち負債のデュレーションに比べて資産のデュレーションを多少長くとる、それによって鞘を抜いていくんだというのが、極めてベーシックではありますけれども妥当な戦略に映るのかなと。なお、定額貯金のデュレーションは基本的に長いわけですので、ここは私も中身がわかりませんので材料不足なんですけれども、いわゆるアウトライヤー規制などの心配は一般的な民間金融機関、銀行に比べますと少ないのかなと、こういった印象は持っているわけでありまして。

資料は8ページにお進みください。最初の結論で、3番目に申し上げました貸出の環境に関してです。国内銀行の貸出残高は足元、伸び悩み始めてしまった、減少し始めていると言ってもよろしいかと思っております。そもそも需資がまだ乏しい中で政策金利等を引き上げられている、そういった悪影響が出てきている。

さらに、9ページは都銀のデータですが、その傾向が一段と顕著だと。8ページ、9ページ

を通じて、いずれにせよ貸出増強は極めて難しい状況だということは見ていただけるのかなと思います。

10ページでございます。ここは釈迦に説法というような感じで恐縮なんですけれども、我々マーケットがどういう捉え方をしているかということでお聞きいただければと思います。民営化にしたがいまして郵貯さんの勘定は、定額貯金など定期性貯金の旧勘定と、それから通常貯金並びに民営化後の新規の預金の新勘定に分離される。新旧勘定がこの特別預金方式で一括運用されるということになったため、先ほどから申し上げている、現在のALM運用、マッチングの延長線上と理解されているわけでありまして。したがって、予想を大きく超えるような貯金の流出などが起こらない限り、資産サイドの流動化も、アロケーションというところを除けば限定的なのかなと考えられるわけでありまして。以前、もう1つの方式、信託方式というのが議論にあったと思いますけれども、それだと非常にマーケットは不安を持っていた。すなわち新勘定の預金は当初は流動性のみであり、その一方で、旧勘定は新規預入がなく払い戻しだけになる。したがって、それによって旧勘定の動きが資産の売却に直結するリスクがあった。今回は特別預金型でございますのでその不安はなくなったということでありまして。

民営化の基本方針の中で、公社勘定の運用に際しては安全性重視とした部分に関しましては、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ということになりました。新勘定の見合いの資産も相当の部分が安全資産になると考えられることから、特別預金の額以上に国債・地方債等安全資産を保有することになったんだ、マーケットはそういう捉え方をしているかと思っております。これに関しては少し簡単な試算を後ほどさせていただきたいと思っております。

最後、いわゆる報告の義務ということですが、10ページの一番下の箇条書きの四角のところにありますけれども、こういった形で義務が課せられたということは、郵政公社が毎年度作成しております運用計画と同程度のものが、それより劣るといえることになると困るわけでありまして。民営化後も公表されるといった理解になっているのかなと思っております。すなわちこれらが非常な安心感につながっているということでありまして。

さて、11ページにお進みください。先ほど申し上げました簡単な試算、いろいろな仮定が入っておりますのでこのとおりになるかどうかはわからないんですけれども、いわゆる安全資産、現行資産と捉えていただいて結構です。ですから現在の金銭信託も含まれているわけでありまして、その安全資産以外での運用のポテンシャル、それは新勘定のうち通常貯金を除いた部分とここでは考えております。通常貯金はその性質上、見合いの資産は極めて流動性の高いもの

が妥当ですから、いわゆる安全資産以上にある意味、安全かつ高い流動性が求められる部分ももちろんあるのかなと考えます。

今年10月時点での新勘定はすべて通常貯金としております。したがって額は188兆円から133兆円、見込みの額を使っておりますけれどもイコール55兆円ということになります。この55兆円が2011年度末に向けて全体の預金残高と同じペースで減少すると仮定しています。その仮定に基づきますと2011年度末の通常貯金は48兆円になります。したがって、2011年度末の預金残高見込み164兆円から特別預金残高見込みの46兆円、さらに、ここで計算いたしました通常貯金の48兆円を除きました70兆円が、いわゆる安全資産以外での運用の最大額と考えられるのかなと思います。この4年半で70兆円ですから、年間平均で15～16兆円のシフトが起こることになります。額として大きいか小さいかは意見が分かれるところだと思います。しかし第一に、これはあくまで最大額でもありますし、また新勘定での運用のかなりの部分も安全資産と考えられます。

また12ページをご覧いただきたいんですけども、これも一定の試算に過ぎないですが、この間幸いなことに改革が進んだりだとか、税収が上がったりということで、国債発行額がかなり減少する傾向にある。このあたりも踏まえますと、先ほど申し上げましたとおり、意見は分かれるところだと思うんですが、マーケットの大勢は過度の懸念には至らない、このように考えているのではないかなと思います。

以上が全体の話ですが、最後に、少しだけ。実はマーケットがほかに懸念している点がございまして、14ページにお進みください。黄色い四角が3つあります。最後の四角は、最近、日経金融新聞に、7月31日だったと思いますが、2面の「ポジション」というところに載っていた話なのであえて書いてございますが、それを飛ばさせていただいて最初の2つだけ簡単にコメントを加えたいと思います。

財投改革が進展することによって、今年度は大幅に預託償還金が戻ってくるわけでありまして、来年度からなくなってしまう。そうするとその分だけ公社債等を買う原資がなくなる。その心配のほうがマーケットは大きいのかなというのが正直な印象でございます。

それに関し15ページのところ、下から5行目、郵貯さんのところをご覧いただきますと、今年度の数字はあくまで民営化に伴って半分しか出ておりませんので、倍にして年度の数字と置いておりますけれども、こちらが公社債の市場からの購入額という形になります。昨年度に比べて今年度は郵貯さんが買う量が非常に多い。40兆円を超えるかもしれない。その多くが預託償還金が増えたということでありまして。これが来年度は、ある意味でなくなってしまうわけで

ありまして、マーケットでは購入額が半分ぐらい、20兆円台に落ちるのではないかと、詳しい数字はわかりませんが、そういった懸念があるところを1つご指摘申し上げたいなということでもあります。

それから、もう一度14ページにお戻りいただきたいと思いますが、2つ目の黄色い四角のところですが、最近、世界的にあまりインフレにならない。でも、各国中央銀行は政策金利を引き上げるものですから、政策金利・短期金利が上がっても長期金利があまり上がらないような格好で金利が変化している。日本もし同じようなことになると、とりわけ郵貯さんのポートフォリオの中核というのは中短期債であったり、15年変動利付き国債だったりします。短いところの金利が上がって長短金利差がなくなるときに、一番弱いポートフォリオ構成でございますので、このあたりが、マーケットにとって一番大きな投資家でありますのでショックがないのかな、こんな印象を持っているわけでもあります。

最後にこういったお話を付け加えさせていただいたというのは、それほど民営化に関してマーケットが大きな懸念と捉えていない証拠ではないのかなということでもあります。

お時間のほうが来ておりますので、私のほうからは以上でございます。どうもありがとうございました。

○田中委員長 どうもありがとうございました。それでは質疑としたいと思います。

佐野さんのご見解はマーケットの中では少数派だと思っておられますか、多数派だと思っておられますか。

○佐野チーフストラテジスト 本業の金利の見通しは少数派なんですけれども、今回のお話に関しては、完全多数とは言えませんが、過半数の大勢の見方だと思っています。マーケットの中で懸念される声が多いのは、我々金融、とりわけ債券市場よりも、ほかのマーケットのほうが多いのではないかと印象を持っています。

○田中委員長 公社ができるときに、今日の佐野さんのお話ですと、下手をやれば自分の足を打ちますよ、大きな石を持ち上げれば自分の足をくじくという議論があります。それになるから、公社は運用にあたって自分で基準をつくって、それをディスクローズして、それが一番ヒットされない、市場で大きく損失を生まない最大の手段、最良の手段ではないかと私は申し上げていたんですが、それは今、公社から民営化し、金融2社に変わるにあたって日本郵政の担当者にそういうパーセプションは広がっているというご認識でしょうか。

○佐野チーフストラテジスト 私もそう理解しておりますけれども、今おっしゃられたことは正しいという議論で進展しているのではないかと理解しています。新規業務をやるにあたって、

今までよりは選択肢が広がることは確かであります。ただ、程度問題ということに関しては、まさに自分の足を打たない程度の石にとどめるということは変わりがないのではないのかなという理解です。

○富山委員 テクニカルな話になるんですが、ヘッジ、ある意味でALM的な話のところ、4ページ目ですか、恐らく最大の財務的かつフィナンシャルのリスクということで、金利ですよ、このポートフォリオの場合。その観点から見るときに、外債投資は日本の金利が上がるとあまりよくないですね、恐らく。そうするとあまりヘッジにならないような気がしたんですが。

○佐野チーフストラテジスト ですからここではあまりお勧めをしていない。

○富山委員 それを含めてということですか。

○佐野チーフストラテジスト 選択肢の中では当然ながら挙がってくるんですけど、資料は今日ありませんが、世界の長期金利は極めて連動していますので、おっしゃるとおり日本の金利が上がると一緒に上がってしまうので、あまりヘッジにもなりませんし、ましてや為替という問題がありますので。

○富山委員 そうですよ、上がってきてしまいますね。ダブルできてしまうかもしれない。

○佐野チーフストラテジスト ですから選択肢としては、もちろんほかの民間金融機関のポートフォリオのように、特に簡保さんなんかは考えられる選択肢だと思うんですけども、なかなか難しい。しかも生保さんの外債とはいっても、為替をいわゆるローリングヘッジというのでしょうか、ヘッジをしながら、実際には円債と同じような形で投資をしている部分が多い。外債投資はあくまで選択肢としてはあります。しかしながらそうではなくて（お勧めできる資産ではない）という議論だと思っています。

○田中委員長 民営化後の金融2社については、民間サイドからすると予測をたくましくせねばならないことが幾つかあると思うんです。これはあってはならないケースなんですが、業務改善命令が相次ぐという可能性は、コンプライアンスに関わるものであれ何であれ、ないとはいえない。そうすると、これまで郵便局を自分の家計、金融資産の置き場だと考えていた人達が、民営化されて政府保証がなくなった段階で業務改善命令が相次ぐというのは、将来のマネジメントは相当危ういなと思って、他の金融機関に変えよう、引き出して、というふうにかんがりの人が動いたとすると、アセットサイドを相当具体的に圧縮しないと具合が悪い。そのときのマーケットの状況にかかわらず、とにかくアセットの圧縮をしないと応じられないとなった場合には、少なくともこの金融2社、民営化された金融2社から国債がかなりの程度、まず売

りから始まる。もちろん先ほどの佐野さんの解説にありましたように、それは全体としてはどこに回って来るのだという、公社債を買うという動きも別な形では出てくるはずですが、とにかくマーケットはまず売りから入る。大きな売りが観察されちゃったね、あるいは相次いで売りが出そう。時間が経ってみれば同じことなだけけれども、でもなんかやだな、自分もポートフォリオの処分をしておくかという類のことは全く考える必要はないですか、プライベートセクターとして。

○佐野チーフストラテジスト 先ほど、移動のタイムラグには若干の心配、懸念があると申し上げたとおりで、もし今おっしゃられたような急激な負債サイドの流出が起きれば、それは残念ながらマーケットでも最初受け止めることはできないと思います。相場用語で言うと、いわゆる「提灯をつける」というのでしょうか、ほかの金融機関さんも自分のポートフォリオが毀損する前に外そうという動きが出てきますので、もしそこまで郵貯さん、簡保さんの信頼感が損なわれるという事態になればマーケットも動揺することは私も否定しないというか、それはあると思います。

ただ、私は、元々銀行の出身なんですけれども、これまでの民間金融機関のいろいろな仕振りだとかを考えたときに、比較論でコンプライアンスの問題だとか、今まで信頼感のあった郵貯さん、簡保さんが今の民間金融機関よりも大きく劣るというような事態、可能性がどれくらいあるのか。もちろん起こったときにはそうなると思うんですけれども、その可能性を考えたときには、そこまで考えておくべきリスクかな、というのはあると思ってます。

○富山委員 最初のほうで触れられた、市中銀行の預貸がまた下がってきているということとの関連ですが、一方で市場の動き方ですが、仮に郵貯の残高が下がったとして、それが左右、B/Sの両方ともそのまま市中銀行に移るのではなかろうかというご見解だったんですが、今度は逆に市中銀行の立場からすると、彼らもある意味では同じく儲からない組み合わせですよ。ほとんどノースプレッドに近い状態で引き受けるということになると、今あれだけROEとかROAとか言われている中で、今度は預金吸収力は彼らの場合にあるんですか。

○佐野チーフストラテジスト そこは根本問題だと思っています。私も本来であれば民間金融機関はそういうときに預金を受けるべきではない。ただ、現在の金融機関のスタンスからみれば、実際に預金が増えているわけでありまして、というのはそのスタンスに移行していないということですよ。

それからもう1つ、バランスシートとして自分の中で抱えるか、もしくは今の預金者に対してそのまま投げるかというどちらかの選択肢でもありますよね。ですから、そういった三者、

郵貯・簡保さん、民間金融機関、さらには元々の資金提供者である個人と考えるのであれば、結局どこかでそのポートフォリオの構成ができるわけですから、あとはタイムラグの問題ですね。ただ、もしかすると郵貯さん、簡保さんから民間金融機関に移るよりは、個人にそのままダイレクトに負わせるほうがタイムラグがあるかもしれませんし、資産選択も違いますね、恐らく個人のほうが。ですからそこでのショックは多少、否定し得ないですよ。

ただ、今のところ私が見る限り、また今のデータからする限りはそういった預金をとらないんだという行動を民間の金融機関は残念ながらしていないですよ。変われば、もしかするとこの問題だけではとどまらないのではないかなと思います。

○田中委員長 10月1日からの郵政民営化の日付は、これまでのいろいろな理由から10月1日が決まってきたんです。たまたまその時にサブプライムローンの話がアメリカから出て、その影響が米国のみならず世界中で何か起こすかもしれない。要するにクレジットの問題が世界に広がっている。JGBに対しても、そういう意味からいくと大変ありがたいことに、どちらかといえば買いが先行するかなということがあって、民営化に伴っていろいろなことを考えなければいけないと思っていたんだけど、ほかのところからJGBを持ちましょう、持っていよう、とりあえず持っていたほうがいいなという流れがあるんで、多少ぎくしゃくしてもサブプライムよりは、というかそのおかげで救われるかなんていうふうに。民営化が失敗だなんて言われるのが一番困るなと思っていたんですが、そっちは国債のマーケット如何と勝手に私は思っているんですが、それはどうでしょうね。

○佐野チーフストラテジスト まさにクレジット、質への逃避ということでもありますので、海外ほど顕著にはならなくとも日本でもやや小規模ではありますけども、実際にそういった形でいわゆるフライ・トゥ・クオリティ、クレジット・スプレッドが広がるという格好に足元はなっています。民営化までは実際2カ月ぐらいありますので、その間もしかしたらアメリカのほうでサブプライム問題が落ち着いているかもしれませんし、さらに懸念が拡大しているかもしれません。その状況にもよると思いますけど、少なくとも今の懸念が続き、さらに拡大するというのであれば、それはもちろんアメリカ同様、国債、JGBにとってはフォローだということ間違いなくと思います。

○田中委員長 小泉さんは運のいい人だから、多分、10月1日も非常に運のいい形でいくのではないかと最近思っているんです。これは計算を超えた何かがありますね。

○辻山委員 とりあえず影響についてのご意見をいただいたのですが、今日の議論の中で、念のため伺いますが、より中長期的な見通しとしてリスク資産が個人に戻るという先ほどのご発

言、その方向が望ましい方向なのだということがご発言の趣旨なのでしょうか。

○佐野チーフストラテジスト 申し上げたかったのは、金融機関が自らのバランスシートを使って膨らますよりは、金融機関の行動としてはそのリスクを個人に転嫁したほうが良いということであって、個人の行動としてそれが正しいかというのは全く別問題だと思います。日本の個人の投資家さんがどこまでリスクをとれる教育を受けているかといった、いろいろな問題があると思うのですが、それを考えた場合、私はそこは「べき論」は難しいかなと思っています。先ほど申し上げましたのは、金融機関の経営にとっては自らリスクをとるよりは、個人に、今の預金者にリスクを転嫁したほうが妥当かなということだと思っています。

○辻山委員 そうしますと、先ほど議論した4ページですが、デリバティブを使ったヘッジは限定的になる、ALMも左右のバランスでうまく左側ができないということ、今後新しくできる会社の資産運用対象を広げていかないといけないというシナリオですか。

○佐野チーフストラテジスト どの程度のバリエーションを持つかということだと思います。したがって、マーケットにショックを与えないということがイコール、先ほどの大きな石を落とさないということでもありますので、それを見ながらかなり長い期間をかけて全体のリバランスを考えていくというのが妥当だと思います。

ただ、そのときに、調達サイドはすべて円でありますので、その中で先ほどお話がありましたが、表（外）の選択肢、外国債券、証券に対する投資の選択肢はそんなに大きくはないでしょう。そうすると自ずと限られるかなという感じはします。

○富山委員 社債市場はそんなに大きくなるという雰囲気ではないですね。

○佐野チーフストラテジスト それはイコール、結局、金融機関の問題ということですね。間接金融が主体であって、しかも今、大企業において社債を発行するよりも貸出のほうが利回りが低かったり、それから融通がいろいろな意味で効くわけです。ですから、なぜこれだけ低い貸出の利回りでも金融機関が食べていけるのかということもあると思うんですが、そういった全体の枠組みが変わらないと社債の発行規模が増えていくとはなかなかならないですね。安い調達コストを好みますから。

○富山委員 ある程度まとまった形で信用リスクを取り込もうということになると、一般論で、郵政ということのを忘れて議論すると、それだと銀行ごと買ってしまおうかという話にもなってしまいますよね。

○佐野チーフストラテジスト 確かに。

○富山委員 オーソドックスに考えて。

○佐野チーフストラテジスト はい。

○富山委員 それぐらいしか逆に方法がないという話に。

○佐野チーフストラテジスト それはある意味で手っとり早いかなど。ただ、今そういった金利体系の中にある銀行を買うというのは、そういったクレジットを持つことが正しい選択肢かどうかはまた別の議論になりますよね。本来であれば貸出の利回りはもっと高いところにあるべきでしょう。その上で買うのであればいいのかもしれませんが、いい資産ではないかもしれない。

○富山委員 要するに、リスクプロファイルの分散というメリットしかない。

○佐野チーフストラテジスト というメリットだけだと思います。

○田中委員長 郵便局会社が代理店業務を行うことによって、これまでの郵貯の個々の預金者に対して国債その他、投資信託も含めて買ってもらう。郵貯のバランスシートが圧縮し、その代わり家計は、郵貯に対する資産から自らの手で、例えば国債あるいは投資信託に移行、振り替わる。その代理業務を郵便局会社が積極的にこなし、そういう受け皿、金融資産を取り引きする場として郵便局会社の地位を確立していくというのが1つのモデルなんだと思うんですが、そのこのところの可能性はどのように考えられますか。

要するに、日本の金融資本市場が発達するというか、家計がいろいろなものを自らで。結局、先ほどの辻山さんのお話ではないのですが、リスクをとれるのは家計であって、金融機関、ファイナンシャル・インターメディアリーズはいろいろな形でリスクを散らかすといえますか、いろいろな形で分散して、自分のところが抱えないようにするということがファイナンシャル・インターメディアリーズの本来の役割でもあるわけですから、それは自分の計算上とってもらいのどこにもつけ回しはできないのは家計しかない。とれる範囲が限定されていて、それ以上のものが来た場合には、それは分散するというのがファイナンシャル・インターメディアリーズの経営なんですから。そういうことからいくと、家計と接触している郵便局会社のそうした能力構築に対してどういう期待があるのかということをして是非伺いたいんですが。

○佐野チーフストラテジスト ある意味、非常な期待を抱いているというのは、先ほどのお話にもありましたとおり民間金融機関こそがと言ったら変かもしれませんが、それをやらなくてはいけないわけですよね。先ほどからの議論で、いわゆる金融機関自身がバランスシートの中に抱えてしまっている、それが過去のいろいろなしがらみもあって切り離せない状況になっている。今回の民営化を機に、例えば郵貯さん、簡保さんが非常に大きいというのが民間の批判にさらされているときに、もしそれが個人へのいわゆる資産・負債の切り離しを始める

ということであれば、それは先進した姿かなと思います。ですから、それへの期待は大きい。

ただ、そのために今までよりも専門的な知識といったものを個々の職員の方々が身につけるということは必要なのではないか。実際、私も店頭に行ってそういったお話を伺ったことがないので、どのぐらいのレベルかわかりませんが。ただ、やることは正しい姿、いい方向だと思いますし、民間金融機関がまだできていないことを率先するというのは私は非常に賛成です。

○辻山委員 もう1つ、今日のお話、特に4ページはバランスシートのいわゆるリスクヘッジの話だったんですが、ここにヘッジはインカム収入の減少につながるとあるんですね。このインカム収入をどういうふうにして新しい会社が確保していくのか、この辺のところはいかがなのでしょう。民営化になって、郵政の収益構造のインパクトといたしますか、他の機関へのインパクトは。

○佐野チーフストラテジスト 金融機関にとりましてはインカム収入イコール安定的な収入でありますので、当然の行動かなと。逆に、インカム収入以外のところ、フィービジネスは当然ながらやらなくてははいけない。バランスの問題だと思うんですが、それ以外のところが大きくなってしまいうのは、一般の金融機関から考えてもあり得ない世界だなと思っていますので、インカムが大前提というのは、私は自然の姿かなと思います。調達サイドはそうですね、一定に払うわけですから、運用サイドでインカムを上げて、マッチングをさせるというのが自然な考え方だと思います。フィーは安定しないところもありますから、やはり上乘せ部分かなという印象は強いですよ。

○田中委員長 よろしいでしょうか。

それでは、佐野さん、どうもありがとうございました。

本日は、みずほ総合研究所チーフエコノミストの中島厚志様に来ていただいております。それでは、金融2社の資産運用に関わる問題でお気づきの点を是非ご指摘いただければと思います。よろしく願いいたします。

○中島チーフエコノミスト お手元に資料2という形で資料をご用意させていただいておりますので、これに沿いましてご報告させていただきます。基本的には、ややマクロ的な金融環境を踏まえて、今般の郵政民営化の金融市場等に与える影響というものを見た次第でございます。

まずは環境ということでのご報告でございます。1ページ目をお開きいただきますと、我が国の資金循環でございますけれども、企業部門、こちらでは黒丸をつないだ折れ線グラフでございますが、を国全体として見ますと95年ぐらいから資金不足から資金余剰に変化しております。現在では全体としては資金余剰すなわち金余り感が強いという状況でございます。ここ

数年は設備投資が景気回復の中で増えておりまして、やや資金余剰幅が減少しておりますが、それでもなお全体としては資金余剰部門になったままということでございます。他方、家計の資金余剰のほうでございますけれども、一番上のやや薄い四角でございます。近年減じてきておりましたが、これも足元では景気拡大と所得回復というものを受けまして一服しております。したがって、全体としての資金不足は公的部門と海外部門に存在するというのが日本での大枠の資金需給でございます。

2 ページ目は、1,500兆円余りの個人金融資産が金融仲介機関等を通じまして、最終どこにはまっているかという最終運用先別に吻合状況を見た図でございます。全体としますと、06年につきましては1,541兆円の個人金融資産がございますが、これがこの点線の枠にあります中間の金融機関、媒介金融機関等を通じましてどの最終運用先に向かっているかと見ますと、全体の44パーセント、678兆円が公的債務に吻合している形になっております。他方、民間企業向けということでございますが、一番右上の民間企業向け貸出が152兆円、上から3番目の直接・間接の株式保有、これは企業部門に向かう資金であります。こちらは219兆円、合わせまして全体の個人金融資産の24パーセントという形でございますので、その意味では企業部門の倍近いお金が全体としては公的債務に依然として吻合しているということになります。

3 ページ目をお開きいただきますと、「もつとも」ということでございます。最近、5年間の個人金融資産の増減、それから吻合の増減を取りますと少し違った姿になります。左側、個人金融資産の過去5年間の純増額が158兆円でございます。一番右側、最終運用先の資金吻合を見ていただきますと、公的債務、2番目のやや太い枠で囲んでおります、が純減になっておりまして、この分がむしろほかに向かったという形になっております。ただ、向かった先は主として、一番下のその他運用先ということでございまして、これは個人向け、あるいは対外的な資金の流出、こういう形のところに向かっているわけでございます。企業部門はというと、先ほどと同じように民間企業向け貸出と直接・間接の株式保有、両方を足し合わせていただきますとわずかに純増はしておりますが、全体の資金吻合としては1割程度、こういう形になっているということでございます。

4 ページをご覧くださいと、企業部門でのお金の動きを少し違った財務的な観点から見た姿でございます。4 ページのグラフは、「企業のフリーキャッシュフローの推移」と書いてあります。営業で稼ぎ上げるお金、営業キャッシュフロー、これが上の実線としての折れ線グラフでございまして、2000年以降、高水準の状況が続いております。他方で一番下、薄い菱形の折れ線グラフでございますが、こちらのほうが投資に向かった投資キャッシュフローでござ

います。下に向かえば向かうほどその投資額が増えているというものでございます。これは基本的には設備投資でございます。これをご覧いただきますと、ここ2年あまり設備投資額は急増しております。その結果といたしまして、差額がフリーキャッシュフロー、真ん中の、丸をつないだ折れ線グラフでございます。ここ2年余りの旺盛な企業の設備投資を映じまして、企業部門は大きな資金余剰であったものが大きく減少しております。ただ、足元におきまして、ご覧いただきますように依然としてプラスという形でございます。このグラフは全規模全産業でございますが、資金需要の大きい、あるいは設備投資の大きい大企業、こういうところを個別に取り出しましてもほぼ動きとしては同様の傾向でございます。全体としては資金余剰幅はほとんどなくなったものの大きく資金不足に転じるという状況にはなっておりません。

5 ページ目をご覧いただきますと、日本の資金循環の変化の中での金融部門の状況、とりわけ対企業向け貸出を見てみたものでございます。左側のグラフをご覧いただきますと、銀行・信用金庫の貸出残高の前年比の伸び率でございます。基本的には、冒頭来申し上げておりますように、企業の外部資金需要は内部資金が大変潤沢になってきておりますために減少しております。その観点から全体としての貸出の伸びはこの2年余り大体1パーセント内外、こういう水準になっております。この中で、預貸利鞘の推移を見たのが真ん中のグラフです。全国銀行ベースでの貸出金利回りと預金債券等、吸収した資金の調達コストの利回り、この差をとった預貸金利鞘につきましては、通例でございますと景気回復局面あるいは金利上昇局面におきましては拡大するというのが今までの傾向だったわけでございますが、今回におきましては全体の水準といたしましてはここ10年余りで比較いたしましても増えていない。なかなか伸びなくなっている企業の外部資金需要に対して、金融機関の側の貸出、その中での利鞘が厳しい状況に置かれているというのが見てとれるところでございます。その結果といたしまして、右側をご覧いただきますと、全国銀行の預金全体に対する貸出の割合が2000年以降減ってきておまして、足元底入れという感がございますが、大きく回復するには至っておりません。その一方で、預金が証券に吻合する預証率というものが漸増する形になっております。これも足元や頭打ちになっておりますが、10年前の水準にはまだ戻っていないということでございますので、今後とも貸出が伸び悩む一方で債券投資需要が強い、このように見込まれるところでございます。

一方、6 ページ、家計の資金運用というものを見てみますと、家計の金融資産がここ数年純増に転じております。しかし、現預金とそれ以外に分けてみますと、昨年家計金融資産は20兆円の純増になっておりますが、その全部が現預金以外ということでございまして、むしろ現預

金は減少幅を拡大しているということになっております。したがって、足元の状況におきましては、家計の金融資産運用はより多様な金融商品あるいは市場を求めて動いている時代になっていると言えるかと思えます。また、その中身としては、右側でございますが、家計の外国資産残高、ご案内のとおりこちらのほうも近年急増しております。内外利回り格差等から、06年には約10兆円増加しております、全体としては外貨建ての投資信託、しかもアジア市場向けが重点的に増えているというのが現状でございます。

以上の金融環境を踏まえまして、郵政民営化で生じる資金移動についてご報告申し上げます。7ページでございます。まず、ご案内のとおりゆうちょ銀行につきまして、国内銀行と資産構成の差を比較したものがこの7ページの円グラフでございます。申し上げるまでもなく、ゆうちょ銀行につきましては07年10月1日移行時段階で195兆円の運用資産が想定されております。これと国内銀行との運用資産を比較いたしますと、国内銀行につきましては貸出金が6割強を占める一方で、新たなゆうちょ銀行につきましてはスタート時の運用資産の77パーセント近くが国債ということになっております。そして徐々に、ゆうちょ銀行が将来的に国内銀行の資産構成に近づいていくということで、その比率を見ていただきますと、資産構成の中でゆうちょ銀行がこれから上がっていくと思われる部分というのは、外債と貸出金、それからゆうちょ銀行では金銭の信託ということでございますが、株式、こちら辺の比率がもっぱら上がっていく。他方で国債の比率が落ちていく。こういうふうに見られるところでございます。

そこで8ページ目でございます。金融2社のうち、ゆうちょ銀行についてだけということでございますが、5年後の運用資産が変化していく、その一定の前提の下に国内銀行と同様の資産構成に変化していく、こうなった場合の試算を2つの前提で簡単に行ったものでございます。1つ目の前提は日本郵政株式会社の試算どおり、特別預金の再預入が進んで預金残高が164兆円となり、5年後の特別預金残高46兆円がすべて国債で運用され、それ以外の118兆円が国内銀行と同様のポートフォリオに変化すると想定した場合でございます。2番目は、極端なケースということでございます。07年10月1日移行時点で旧勘定133兆円が想定されておりますが、これがそのまますべて国債に振り替わって残る。したがって、運用資産につきましては、この時点での新勘定62兆円がそのまま継続する。これがボトムケースというふうに考えられますので、この2つのケースで簡単に試算いたしますと、その次の金融市場への影響でございますが、1番目のケースですと国債残高純減は年間で17.8兆円、貸出増は年間13.7兆円。大変巨額な数字になります。株式につきましては、年間0.8兆円、外債等につきましても大体0.7兆円、年間増える、こういう数字になります。他方、2番目のケースでございますが、こちらの場合

には国債残高の純減は年間1.9兆円と比較的マイルドになります。一方、貸出の増加額もマイルドにはなりますが、年間でプラス6.8兆円でございますが、全国銀行の昨年度06年度の貸出増が全体で1パーセント増と先ほど申し上げたわけでございますが、4.2兆円ぐらいという数字でございます。この数字と比較しますと、全国銀行の増加額の1.5倍の貸出増になりますので、貸出増のほうは2番目の仮定の下におきましてもかなり巨額ということになります。なお、株式はこの場合にはプラス0.2兆円、外貨建て、外債等へは0.1兆円未満、こういう試算でございますが、基本的には国債以外の証券市場への影響は相当に軽微と言えようかと思えます。いずれにしましても、両方のケース、とりわけ2番目はやや極端なケースでございますが、ゆうちよ銀行の資産運用変化につきましては金融市場への影響は大きいというふうに見込まれるわけでございますが、国債純減、貸出増、いずれの面でも市場に配慮した漸進的な資産構成の変更が不可欠であり、また一方で資金の出し手として考えましても、できるだけ当面のところは機関投資家的な側面というものも重視されて移行されていくということが大いに期待されると思えます。

9ページ目に進んでいただきますと、郵政民営化の金融システム全体についての影響をどう考えるかという点で何点か申し上げたいと思えます。まず郵政民営化によります金融2社の発足は、金融システム全体に大きな影響を与える、こういう可能性は当然否定できないわけでございます。1番目といたしましては、先ほど来、試算でも申し上げましたように、国内貸出市場での国内銀行間の貸出競争をさらに加速させる懸念があり得るということでございますので、シンジケート・ローンを通じての貸出市場参加につきましては、こういう形であれば、貸出競争激化による貸出利鞘圧縮を回避させるとともに、シンジケート・ローン市場の育成にも寄与する、こういうことが言えようかと思えます。ここでシンジケート・ローンをあえて申し上げましたのは、2番目の点につながるということでございまして、現在、我が国の金融システムにつきましては、預金をとってそれを貸出に回すという、従来の伝統的な商業銀行モデルから、市場を通じた形でいろいろな金融商品を投資家に提供する、あるいは金融市場を通じて内外の資金需給にマッチさせるという市場型間接金融への移行が課題となっているわけでございます。シンジケート・ローンを通じての貸出市場参加というものにつきましては、枠組みとしてはこの市場型間接金融モデルに入る。したがって、我が国にとって喫緊の課題となっているこの金融モデルへの移行を加速させる、そういうプラス面が大いに期待されるということでございます。

10ページにお進みいただきますと、以上を踏まえましての結論ということでもございますが、

何点かコメントを申し上げたいということでございます。まず、1点目といたしましては、金融2社が漸進的に資産構成を変化させるということによって資金が基本的に公的部門から民間部門にシフトするという自体は、我が国経済の活性化への寄与が当然期待されるという資金シフトになるということでございます。しかしながら、2番目でございますが、先ほど来、申し上げておりますように、最終需要者、企業部門が資金余剰主体に変わっている。そして、資金需要があまり追加的には出てこなくなっている、こういう金融環境を踏まえますと、今後とも資金の吻合の形としては公的部門の資金需要がなお全体としては大きい、企業部門の借入需要は相対的には少ない状況が続く、こういうふうに見込むのが自然と思われれます。その中で、市場を通じての資金供給が一層進むということでかんがみますと、市場型間接金融の加速につながるということでもあるわけです。したがって、ゆうちょ銀行の資産構成の変化が極めて大きな影響を金融市場に与えかねないということも勘案しますと、当面、緩やかに資産構成をシフトさせることは不可欠でありまして、その意味では、貸出に参入するといいたしましても、先ほど申し上げましたように、シンジケート・ローンを通じて積み上げるとともに、機関投資家的な資金供給者としての側面も利して市場型間接金融モデルの発展にも寄与していただくことが、基本的には、経済、金融の環境からみても好ましいと思われるところでございます。

11 ページにお進みいただきますと、個人の金融資産の全体としての動き、あるいは望ましい金融資産形成、こういう観点でも、今後のゆうちょ銀行の役割が大いに期待されるということでございます。左側のグラフを見ていただきますと、日本と他の主要先進国との個人金融資産の構成内訳の国際比較でございます。日本につきましては、現・預金のウェイトが全体の個人金融資産の過半を依然として占めている。諸外国におきましては、これはマーケットを通じたリスク性のある資産と言い換えてもよろしいと思いますが、いろいろな資金需要に役立つ多様な資産構成になっている、こういうことでございます。したがって、こういうことから考えますと、引き続き国民の安全資産の形成に寄与していただくというのはゆうちょ銀行の当然のお立場であります。リスクには配慮しつつも、国民金融資産を貯蓄から投資に向けた、この流れを加速させ、より家計が金融所得を得られる、そういう側面の役割を果たしていただきたいということでございます。ちなみに、この金融所得ということでございますが、右側のグラフでございます。日本とアメリカの全体の賃金・俸給に対する配当・利子収入の割合というものが出ておりますが、債券の利子、株式の配当を両方足し上げますと2005年度、日本は賃金・俸給に対して4.4パーセント相当が利子配当収入でございます。アメリカは27パーセントでございます。もっと金融所得を得ていくという資産構成に持っていく必要もある

うかと思えます。

12 ページにお進みいただきまして、ゆうちょ銀行の資産シフト、市場型間接金融加速等を通じて、あるいは機関投資家としての立場も利してということになりますと、当然、リスクマネーの創出あるいは国際的に劣後しつつある国内の金融市場のさらなる拡大というものにも有効に活用されるということができれば望ましいと言えるわけでございます。さらに、我が国から海外への証券投資資金の流れを見てみますと、現在に至るも基本的には欧米に主として流れており、アジアには欧米から流れる証券投資額のほうが多いという状況でございます。言い換えますと、日本のお金もなにがしかは欧米を経由して、欧米のお金としてアジア地域に還流し、その地域の発展に貢献をしている、こういう見方にもなるわけでございます。当然、アジアは今後の日本経済の成長にも大きな影響を及ぼす地域でございますし、アジアにそもそも立地しております我が国として、アジア地域への成長貢献を一層図るためにも金融2社がその投資資金を外債等へということで、よりアジアに回す、こういう手立ても内外の経済発展に大変貢献するということと言えようかと思えます。

その意味では、最後に申し上げたいことでございますが、当然、高度な運用手法であるとか、あるいはリスク管理手法をこれから身につけて、幅広い要請に応じていただくことが必要と思われるわけでございます。当然、人材等につきましても育成などが必要ということではありますが、まずもって民間金融機関としていえますことは、収益力を涵養していただくことでございます。その意味で言いますと、市場型間接金融を通じてとか、民間金融機関との切磋琢磨を通じてとか、こういう面は重要でございますが、金融2社ならではの収益分野を確保することも必要と思うわけでございます。例えば、少子高齢化や地域経済の不振が続く中で、かんぽ生命につきましては私的年金制度の拡充に努めていただくとか、あるいは全体として金融2社につきましては、政府系金融機関の改革も進んでおりますので、それと歩調を合わせるような形で、それらの資産の市場への証券化を助け、補強して市場機能を高める、そういう方向をつくっていくことも1つの大きな方向として考えられるところかと思っております。

以上でございます。

○田中委員長 中島さん、どうもありがとうございました。それでは、質疑等をしたいと思います。

今日のお話は、融資をがんがんやってくるなんていうことはおよそないでしょうねということですね。

○中島チーフエコノミスト 今の状況で申し上げますと、先ほどちょっと申し上げましたよう

に、そもそも貸出市場が大変飽和しておりまして、利鞘も増えない。こういうことでございます。ただ、それは当然、供給側の問題と需要側のニーズがない両方が絡み合っているわけでございます。直接的な融資に大変多額に参入することが起きたとしても、需要側での総借入残高はあまり変わらないということが想定されるわけでございます。

結果としては、その意味では、仮に企業の資金需要が借入で増えるとすれば、それはほかの借入手段、資金調達手段に比べて大変安くなるからということが起きるか、ないしは全体としての金融機関としての貸出金額は変わらない、その中で競争原理が働いてしまう。こういう序列になるかということだと思っております。

先ほど資金吻合のところでも申し上げたところでございますが、食べなくなっている企業に食べさせるというのは相当難しい。こういうのが現状であることも勘案いたしますと、全体としては日本全体の今後期待される新たな金融システムの発展方向にお金を振り向けていただきながら、その中での貸出市場、したがってシンジケート・ローンということになろうかと思いますが、そういう方向で資金を使っただけであれば効果は大きいし、全体としては貸出につながるという面が期待できるのではないかと考えている次第です。

○田中委員長 独禁法の分野ですと不公正取引という話がございます、高いシェアを取っているところは、弱小といいますか、シェアの小さいところを不公正な手段で排除するケースが観察されることがあるということなので、そういう一連の規定があるのだと思います。ゆうちょ銀行について言うと、規模は大きいんですが、貸出能力が高いわけではないから、独禁法による優越的地位の濫用というのは、10月1日から民営化された部分に適用されることはないと思いますね。もちろんこれまで官業でしたから、官業が民業の看板をかけたときから何でもできるのか、これは日本社会の一定の議論の収斂を見なければいけないのですが、そこところは当然いろいろな問題がある。郵政民営化法でも従来の民業を圧迫することがないようにという視点が入っていますので、これは我が委員会にとっても、委員会の監視活動にとって1つのルールのある位置にあるんですが、これはどういうふうに。

今言われた、マクロの状況からいって貸出増ということが簡単にできるわけではないでしょうという今日のお話、しかし、民営化した郵便貯金銀行にしてみれば、貸出能力の構築は自分達にとっての使命だし、できれば3年後に上場したいと言っている以上、その能力構築は避けて通れない。しかも、能力構築というのは畳の上の水練だけでやっているわけにもいかないから、現実に貸手との間で交渉とか、そういう能力を身につけたいという当然の希望がある。ここはどう考えればいいんですか。

○中島チーフエコノミスト 全体としておっしゃるとおりであります。その意味で、人材教育を含めると最後に申し上げたのは、いわゆる民間金融機関としての幅広い能力を身につけていただく、涵養していただくことが必要だという観点でございますので、当然、貸出能力の構築も主要な分野として入るということでございます。こちらのほうに、需給の関係からシフトできないと申し上げているということは全くないわけでございます。ただ、先ほど来、申し上げているように、現状からいきますと入り方をやはり工夫していく必要があるだろうということでございます。

例えば、住宅ローンにつきましても、ご案内のとおり 2001 年度以降で見ますと、日本での貸出総残高はほぼ横ばいでございまして、ほとんど増えておりません。したがって、そういう状況の中でさらに借手を開拓するということが自体がもたらすプラス・マイナスというのが昨今のアメリカの状況を見てもあり得るわけでございます。返済能力にもう少し広がりを持ってみないと借入層を拡大できないとか、いろいろな観点があります。もちろんいろいろな要請に幅広く答えていくことは必要ですが、そこは当然リスク・リターンの関係もあります。貸出能力涵養ということのバランスもありますので、全体を見ながらという中でやっていただく。

その中で、そんなことをやっているとお時間がかかるのではないかと、こういう議論も委員長がおっしゃるようになってきかねないわけでございます。その点については、例えばシンジケート・ローン市場、ここは年間で見ますと 25 兆円規模の新たな組成が行われている。しかも、年々規模が拡大している。例えば、そういう市場がありますので、貸出関係で広がりのある部分がないかという、それはまだある。こういうことでもございますので、そこにつきましては多様な手段を通じて、いろいろな形で能力を涵養しながら企業向け貸出に参画していただく、こういうことなのだろうと思います。

○田中委員長 住宅金融について伺いたいんですが、ご指摘のように、この数年、民間銀行がいろいろ競争されているけれど、結果として住宅ローンの残高が増えにくいというのが現状だと思います。そのときに、ゆうちょ銀行が事業者金融は簡単ではないけれども、余っているから住宅ローンのほうをやらせてもらいますというので住宅ローンに入った。ということは、今まで民間金融機関が信用度とかいろいろなものをみて、この範囲だと思ってぎりぎりのところで頑張ってやってこられたのに、一番最後に入ったゆうちょ銀行が、もし住宅ローンの残高を積み増すようなことがあるとすると、借手としては結果としてややこしいことになる可能性が多い人のところにローンがいくということもあり得るでしょうか。

アメリカのサブプライムの話をいろいろサーベイしていると、2006 年に融資したのが一番

まずい。それが構成比で高いところは格付会社が下げていると言うんですが、それはものすごい勢いで貸出競争をやって、最後に残った借り手は相当まずいぞというところに 2006 年は出した。しかも、住宅価格は下がり始めた。だから、2006 年組成のサブプライムローンはクレジット・ワースネスが著しく低いというのが格付会社の評価らしいんです。もし類似のことを適用すると、ここでゆうちょ銀行が住宅ローンをかなり目に見えて積み増した場合には、これは格付会社がやる話ですが、結果は簡単ではないぞという可能性もあると考えられますか。

○中島チーフエコノミスト 簡単ではないだろうと思います。ただ、そこはやりようだと思っております。アメリカのサブプライムローンの問題でもいろいろな広がりが出てしまっておりますので、確かに簡単ではなくなってきましたが、ただいずれにせよ、住宅ローンをどんどん出すという面と、それを証券化した商品を持っている投資家のポートフォリオがどういうふうに劣化しているのか、劣化していないのか。こういう話になっているわけです。申し上げたい点は、どう劣化しているかしていないかというよりも、この広がりの方でございます。住宅ローンへの参加というのは、直接的に住宅ローンを出すという形もありますし、間接的に証券化したところで積み増していくという形もあるわけでございます。その意味では、全体としてみればリスクを勘案しながら、あるいはやり方を調整しながら入っていく余地は 1 つではないということでございます。

全体の資金シフトはやりようによっては毎年巨額になりますので、それが単一の方向で金融商品に向かうとなれば、それは相応に影響があると考えられます。したがって、そういうやり方は避けながら、多様に、しかもマーケットを通じて入っていく。また、マーケットにも、資金の出し手であり、取り手であるという立場を通じて厚みをつけていく。いろいろ調整をしていく中で住宅ローン市場に入っていくというのは適切な方向だろうと思います。

○田中委員長 派生商品に対する投資がどうなるか、もちろんその問題があるんだけど、オリジナルなものが無理したローンは、その後、幾ら組み換えてみても無理したものはやはり無理したものなんだというのは残りますよね。

民間金融機関は、まさに収益拡大が大きな使命でしたから、日本の民間金融機関は全部、一生懸命に、どこなら貸し出せるのか、貸出増が望めるのか、いろいろやられて、とりわけ住宅ローンについては非常に厳しい競争が行われていると一般的に言われているわけです。そこに新規参入があるということが民間金融機関のゆうちょ銀行に対する恐怖というのか、そういうものを形成している可能性はあるとお考えですか。

○中島チーフエコノミスト そこは内容によっても個々だと思いますし、規模にも応じてでし

ようし、あるいはどういうところからどういう資金調達者に対して貸出をするのかという、まさに地域だとか、ターゲット、個人なのか、企業なのか、企業も大企業なのか中小企業なのか、そこを分けて考えなければいけないのだろうと思います。

ただ、いずれにしても、全体として、例えば利鞘率ということでみますと、欧米金融機関の平均的な利鞘率の半分以下しか日本の金融機関は取れておりません。それが現状でございます。また、全体としての資金需給につきましても、資金需要の伸びが日本の場合には相対的にほかの先進国に比べても低い。その分、経済成長が成熟化してきているということと平仄が合っているということではありますが、全体としてはそういう形になっておりますので、その中で大変な勢いで資金を振り向けていくということになりますと、それは一般論的に考えれば、基本的には先ほど申し上げましたように収益が大きく圧縮されるか、ないしは全体のパイが広がらない中で全体として最終的には貸出残高の総額は変わらなかったり、ということに行き着いてしまうのだろうと思います。

○富山委員 シ・ローンのところですが、再生機構もエグジットはシ・ローンでやったものですから、大分関わらせていただいたのですが、市場型間接金融を増やそうというのはかなり前からある議論ですが、実際は従来のプロラタ、パリ・パスになっていないのを整理してという方向で、借換で使われているケースのほうが多いような印象を持つのですが。逆にいうと、新規でネットで増えているというよりは、むしろ借換という印象が強いんですが、その辺はどうなのでしょう。

○中島チーフエコノミスト シ・ローン市場の創設当初は、従来の貸出残高をシンジケート・ローンに振り分けて置き換えていくというウエートが大きかったのですが、昨今の状況は例えば巨額のM&Aを行う、ないしは不動産であったり種々のプロジェクトに多額の資金需要が発生するときにシンジケート・ローンが使われるというケースが増えてきております。したがって、全体としてみると、市場が創成期を過ぎて厚みが出てきた、ニーズも多様なものになってきた、こういう言い方ができるかと思えます。

○富山委員 M&Aであるとかプロジェクトはノンリコース的なものが多いんですかね。割と現代的な資金需要ですよね、どちらにしても。それがむしろアクティブになっていくことが非常にいい環境だということになる。

○中島チーフエコノミスト もちろんそれだけではありません。根っこには既往の企業のシンジケート・ローンでの借換ないし借増というものもありますので、全体としてはバラエティが出てきているということだと思います。

○田中委員長 インシエートする人は儲かるけれど、フォロアーは儲からないでしょう。

○中島チーフエコノミスト 確かに、インシエートするところは手数料が入るということにはなります。ただ、手元に預貯金等の資金があって、それと吻合させて利鞘を確保するために貸し出していくということであると、そのインシエートする、オリジネートする金融機関は、その利鞘分が取れません。したがって、その意味では手元資金の必要額が少なく手数料も入るといふ面はいえますが、他方でいえば日本の金融機関、銀行の場合には最大の収益項目は利鞘でありますので、そこについても分散してしまうということになります。したがって、それだったら利鞘を全部自分で握ったほうがいいではないかということにもなりかねないのですが、シ・ローン市場創設の時期以来の考え方というのは、全体を分けることはリスク分散になるという考え方です。あるいは、そのリスク分散される貸出資産をとるといふのは、例えば地方銀行においては自分の地方に専ら貸出が集中しているのを全国的に分散することができる。あるいは、企業規模が中小企業主体であるのが大企業向けの貸出が行えるとか、要するに多様なリスクをとることで、全体としてリスクを分散させられる、薄める意味でのリスク多様化ができる。しかも、それが結構巨額になりますが、他の金融機関が貸出需要を見つけてくれるという形で、従来に比べれば簡便に積み上げる貸出手法でもある。全体としてみればそこら辺の多様なニーズがマッチして、現在、市場が広がっているということです。

○富山委員 ゆうちょ銀行はオリジネーション、インシエーションをする力がないでしょうから、くっついてくる入り口としては多分いい入り方のような気がします。

今ご指摘のあったリスクの地域間の組換という議論ですが、その問題は、日本の特に地域金融機関の場合には深刻にありますね。これだけ地域格差ができると。そのときにシ・ローンに参画していくというのは1つの手ですが、そもそもローンの入れ替えというか、ローン売買でポートフォリオを調整するというのもっとあっていいような気がするんですが、それはあまり出てきていないような印象を持っているんですが、なかなか出てこないものですか。

○中島チーフエコノミスト そんなことはないのですね。そんなことはないのですが、例えばクレジットデリバティブみたいな形での売買は、欧米に比べて日本は相対的に少ないわけです。売買される銘柄がいいとか悪いではなくて、割高か割安か、あるいはそこで入れ替えることによって鞘をどれだけ取れるかという計算に基づいて単に収益ビジネスとして売買を行う、オペレーションを行うという広がりがあるが、例えば欧米では相当あるということがあります。日本の場合にはもう少し地に足がついた形で、まだそこまでいっていないという面はあろうかと思えます。

○富山委員 急に広がる感じはない。

○中島チーフエコノミスト ここら辺は多様なニーズが積み上がっていかないと。デリバティブ市場なども同じですが、技術力といいますか、そういうものは日本の金融機関は持っていると思うのです。ただ、そういうものがありながらなぜ欧米のほうが、新しい金融市場の発達が早いのか、かつ大きくなっているのかという点について言いますと、そこはプレーヤーが日本の場合には少なかったりするという点なのだと思います。その意味では、お金の出し手と取り手ですね、取り手がまた出し手になってもいいわけですが、そのプレーヤーに厚みがなかなかつかないという点がよく指摘される点なのだと思います。

ですから、リスクテイクということでも一方ではあるわけですが、リスクをテイクしていくという余力が日本のマーケット全体のプレーヤーの中に、例えばゆうちょ銀行が入って来ることによって深みが出るということになります。それは日本のマーケットの一段の発展にもつながるし、さらに全体としての金融システムの厚みというか、安定性というか、そういうものが増えていくということになって、結局、それは回り回ってプレーヤーのプラスにもなっていくということだと思います。

○田中委員長 地域金融機関と大手銀行との不良債権比率の違いはまだあるんですが、いろいろ聞くと、地域金融機関は事実上、撤収できない、貸出を何らかの形で売却したりできない先があるんですと言うんです。それは何ですかというと、病院がありますとか、学校があります、地域社会に不可欠とされる事業体があります、それを破産処理すると、地域社会に根づいた地域金融機関として非常にまずいことになりますので、結果として抱え込んでしまいました。

今、不良債権は4パーセント前後が多いんです、そのうちの2パーセントはそういうものだと思いますという人がいるんです。それは富山さんの前職のところに送り込んだりしたのもあるんだけど、要するに、そういう話が現実にある中で、ゆうちょ銀行は地域に密着していくというときに、地域金融機関がゆうちょ銀行さんはやってください、こちらは撤収したいんだからと、そういうことというのはあるんですか。要するに、ゆうちょ銀行が完全に民間の、といっても国が100パーセント株を持っているんだろうというのから始まるわけですが、そういうときに、そういうことってないですかね。付け替え、いいのが来たというので送り込んでしまうという。

○中島チーフエコノミスト 私は個別の内容は存じ上げないのですが、全くあり得ないとは言えないとすれば、基本的には2、3点考えられるケースを申し上げます。基本的には不良債権

というのは景気が良くなれば企業の業績も回復する面がありますので、下がっていくというケースがあります。ですから、この場合には誰がツケを負うかということではなくて、むしろ地域経済を活性化させる、あるいは活性化するということが大きな要素になっているということでございます。

あるいは、もう1つのケースとしては、今おっしゃるようなことに合わせて考えると、むしろ誰かに押しつけて不良債権から手を引くということも、それは理屈からいうとあり得るのだと思います。ただ、今までのケースでみると、当然、例えばクレジットデリバティブにしても、クレジットリスクの高いところは、それだけ、売って儲かりにくい値段がついているわけです。ですから、リスク・リターンから見てより儲かるとなれば、買う人はマーケットで増えるかもしれないという面はありますし、不良債権を流動化できる余地が増えるという可能性は、むしろマーケットが広がれば出てくるのだらうとも思います。あるいは、リスク審査能力が高まれば、より見極めが効くという面もあるかもしれないというのが一般論で言えると思います。

ただ、現状までのところで申し上げれば、2000年以降の日本の金融機関の不良債権処理が進んだケースにおいては、それはご案内のとおり、買い手がいない中でRCCであるとか、産業再生機構であるとか、しかるべきところとすり合わせた上で、つぶすわけにはいかない取引先企業への貸出を動かしたというケースであります。したがって、よほど引き受けるほうにノウハウなり能力なり資力なりが備わっていないと、不良債権を買い入れるのは難しい。現実には、ゆうちょ銀行がすぐそういう立場になるとは私は思えないのですが。

○田中委員長 いかがですか。

○富山委員 おっしゃるとおりだと思います。問題は、不良債権というのは、形はデットですが、実態はエクイティ化しているリスク資産なので、問題はまずバリュエーションをどうするかという問題と、引き受けた後に実際企業価値を高めるためにどういう貢献ができますかというガバナンス上の貢献の問題とがありますので。通常の債権であれば買い取って、ある意味では視ていけばいいわけです。自然に返済が進んでいくのですが、そこは1つのハードルもあるので、多分そういうところと組める何なりという、今おっしゃったような仕組みをうまく考えないと、能力に対して過大なリスクを背負いこむということはあるなという気がします。

○田中委員長 プライスをつけるとか、ベターマネジメントという一番難しい話で、それを赤ちゃんの状態のゆうちょ銀行がやるというのは無理だよね。

○富山委員 それはかなり。

○田中委員長 それは無理だ。一番難しい。

それでは今日は、どうもありがとうございました。

続きまして、日本郵政株式会社から、当面の資金運用対象の多様化についての考え方を伺おうと思います。本日は、高木祥吉代表取締役副社長、米澤執行役員、高橋執行役員、篠田執行役員、北川法制部長にお越しをいただいています。それでは、15分程度でお立場をご説明していただければと思います。

○高木副社長 では、米澤から説明いたしますので、よろしく願いいたします。

○米澤執行役員 お手元の資料3をお開き願いたいと思います。本日は、郵政グループにおける運用対象の自由化の意義、それからマーケットとの対話というこの2つについてお話をさせていただきます。

まず1ページ目をご覧くださいと思います。1ページ目は、本日お話しすることの全体の見取り図のようなものでございます。まず、私どもは運用対象の自由化の必要性として、金融2社の健全経営を確保していく観点から、現在の資産・負債構造から生まれる莫大な金利リスクのコントロール手段を確保するとともに、金利リスクから市場リスク・信用リスクへリスク配分のリバランスを進めていくことが必要だと考えております。その際、郵便貯金銀行、郵便保険会社の巨額な資金を運用するにあたっては、市場にサプライズを与えないようマーケットとの良好な対話を実施していきたいと考えております。下の絵をご覧くださいと思います。これからご説明いたしますけれども、現状、郵貯・簡保は巨大な金利リスクを抱えております。この現状を変革し、健全経営の確保・収益構造の改善などを行い、一番右側の株式上場に結びつけていきたいと考えているところでございます。そのために今回お願いしたいのは、運用対象の自由化でございます。その主たる内容とするところが、金利リスクのコントロールとリスク配分のリバランスということでございます。そして、その下のところに書いてありますけれども、その際にはマーケットとの良好な対話を実施した上で展開をしていきたいと考えております。さらに、ここは今日の本題ではございませんが、その先には新規業務の実施を通じた収益構造の改善ということで、役務収益・貸出収益等の拡大、こういうものを図りながら、マーケットの変動に影響されにくい収益体質を築いていきたいと考えているところでございます。

それでは、2ページ目をご覧くださいと思います。まず、現在の資金運用の状況でございます。下の円グラフをご覧くださいと思います。左側が郵便貯金、右側は簡易保険の運用状況でございます。円グラフの一番中心のところをご覧くださいますと、左側で見ますと郵

貯については有価証券による運用が 94.5 パーセント、ほとんどすべてが有価証券運用、なかんずくその中でも国債による運用が大宗を占めております。簡易保険も同様に有価証券で 73.1 パーセント、国債で 56.8 パーセントということで、こちらも大宗を占めているという状況でございます。このように、莫大な有価証券を保有してありまして、適切な金利リスクのコントロール手段が必要であると認識しております。

次のページ、3 ページ目をご覧くださいと存じます。こちらは実施計画におきまして金利が上昇した場合に収益はどのようになるかということを示ミュレーションでお示しをさせていただいたものでございます。先般の実施計画でお示しさせていただいたものでございます。上の表が、金利が現在のところと変わらないという前提で郵貯の経常利益はどうなるかというものでございます。平成 23 年で約 5,000 億円ぐらいの経常利益を確保できるという見通しでございます。これに対しまして、金利の上昇、下のほうで細かい字で書いてありますけれども、10 年国債で平成 18 年 12 月末以降、5 年間で 4 パーセントまで均等に上昇することを想定したときには、経常利益は 1,300 億円まで減少すると見込んでおります。このように、郵便貯金銀行は金利上昇時に資金収支が悪化し、経常利益に大きなぶれが発生するリスクを内包しているということでございます。

次のページでございます。それでは、現在の規制はどうなっているのかというのがこの 4 ページでございます。4 ページの表をご覧くださいますと、運用が可能であるものについては「○」、不可であるものについては「×」、一部認められているものについては「△」となっています。ただ、この中で国債、政府保証債、地方債、これらはそのまま「○」でよろしいわけですが、例えば注に書いてありますように、外国社債については、株式または債券を上場していない法人のものは不可であるとか、あるいは注 2 がありますが、ABS については海外 SPC への投資は不可であるとか、そのような非常に細かい規制がこの下に隠れております。これらはむしろ、過去の予算折衝の経緯によってこのような運用対象の制限が課せられていると認識しているところでございます。そして、このそれぞれの細かい規制をチェックするために、実務的にもこういう商品に運用してよいかどうかということについて、法的にチェックをする必要が生じまして、投資機会を逸することにもなりかねないということです。現に、郵貯・簡保ではこれらの商品について購入が可能であるかどうかということについてチェックをするためのセクションがございます。こういうものは通常の民間金融機関にはない、そういうセクションをわざわざ設けて、そのチェックをしなければならないという規制が働いているところでございます。

次のページをご覧くださいまして、以上のように非常に金利リスクを多く背負っているという現状にかんがみまして、金利リスクのコントロールあるいはリスク配分のリバランスということを行っていかなければならないということで、私どもといたしましては、他の銀行・生命保険会社と同様の運用対象の自由化が必要であると考えているところです。この下に例示として書いてございます。デリバティブ取引としては、例えば金利スワップ・金利先物等の取引の実施でございます。また、金銭債権の取得または譲渡、シンジケートローン、これについては当面は、一般参加行として参加することを考えております。また、有価証券の売買等につきましては証券化商品、信託受益権、株式運用、投資信託といったものについて運用を考えているところでございます。金銭債権の取得または譲渡、シンジケートローンあるいは有価証券の売買等につきましては、市場型間接金融という新しい金融モデルの発展にも資するものと考えているところでございます。また、短期資金取引の円滑な実施を行うためにリバースレポ取引、これについても必要であると考えているところでございます。

次のページをご覧くださいたいと存じます。6ページ目でございます。これは1ページ目で申し上げたところの、今回の市場運用の次のあたりに属する話かと存じますが、下の円グラフをご覧くださいたいと存じます。郵便貯金と、それから右側には国内銀行の経常収益をそれぞれ比較してございます。円グラフの真ん中のところをご覧くださいますと、郵便貯金は資金運用収益が93.6パーセントを示しております。これに対しまして国内銀行収益で見ますと、資金運用収益は64.4パーセントです。約3分の2でございます。米国の銀行で先進的と言われるような銀行につきましては、この資金運用収益のシェアは50パーセントを切っていると聞いております。いずれにいたしましても市場の動きに収益が左右されにくい体質を築いていきたいというのは銀行の目指している1つの方向であると考えておりますので、私どももこういう方向を目指していきたいと考えているところでございます。

次に、7ページをご覧くださいたいと存じます。具体的な資金運用の考え方でございます。まず、基本にありますのがALM運営でございます。資産・負債のポートフォリオを統合的に管理いたしまして、時価変動リスクを統合的にマネジメントしながら、安定的な期間収益が確保できるよう運営していきたいと考えております。具体的なポートフォリオ運営につきましては、下の表のところを2つに分けてお示ししてございます。1つには基盤収益を確保するポートフォリオということで、スワップ等で一定の金利ヘッジをしつつ、資産・負債間の金利スプレッドを主たる収益源泉として安定的な期間収益を確保していきたいというものが基盤収益を確保するポートフォリオでございます。2番目に、収益源泉の多様化を図るポートフォリオと

ということで、こちらにつきましてはALM運用計画によるリスク量の配賦を受けまして、信用リスクや市場リスクテイク等による収益の積み上げを指向していきたいと考えております。この主な内容といたしましては、クレジット投資ということで内外の社債やMBS、シンジケートローン等に分散投資し、信用スプレッドを主たる収益源として考えていくというものでございます。2番目は市場分散投資ということで、債券・株式等のマーケット資産へのグローバルアロケーションを行いまして収益を確保していきたいと考えているということでございます。

次に、かんぽ生命の資金運用についてでございます。こちらもゆうちょ銀行と同様に、ALM運営として資産・負債のポートフォリオを統合的に管理して、戦略的観点から資産・負債のリスクを総合的にコントロールすることによって長期安定的な収益を確保し、企業価値を継続的に向上させるように運営していきたいと考えているところでございます。具体的なポートフォリオ運営といたしましては、資産・負債の経済価値差額、サープラスベースのリスク・リターン関係に着目して資産全体の最適配分を決定したいと考えております。具体的なところは下の絵の真ん中あたりのところですが、大きく分けて2つに分かれます。キャッシュフロー・マッチングと補完的運用というところがございます。すなわちキャッシュフロー・マッチングにつきましては極めて長期にわたる保険の負債特性と親和性の高い円金利資産のキャッシュフローをマッチングさせる運用によって金利リスクをコントロールすることを基本としつつ、リスク許容度の範囲内で、外国債、株式等のマーケット資産等への運用を補完的に実施し、利回りの向上を図るというものでございます。

次のページをご覧くださいと存じます。運用対象の自由化につきましては、昨年12月に民営化委員会よりご所見を賜っております。真ん中のところに点線で囲んでございますけれども、「郵貯・簡保の財務内容にかんがみ、リスク管理手段の多様化（デリバティブ取引や運用対象の自由化等）については、政府保証が廃止される民営化直後における具備が急務である」とのご所見をいただいているところでございます。

その次のページをご覧くださいと存じます。また、その所見におきましては新規業務の実施に係る先後関係につきまして、4つのクライテリアをお示しいただいているものと認識しております。1つは定型的業務から非定型的業務へ、市場価格の存在する業務から相対で価格形成を行う業務へというものでございます。運用関連の新規業務につきましては、既に民間金融機関等において市場が形成され、取引が定型化されているものでありまして、民営化当初の段階から経済合理性に基づく取引が可能であると考えております。また、シンジケートローンにつきましても、当面は、アレンジャーとしてはなく、シンジケート団の一員として参加する

ことを想定しております。すなわち取引条件は市場原理に基づき他律的に決定されるものと考えているところでございます。

次に、3つ目のクライテリアとして、ALMからみた緊要性の高い業務から低い業務という考え方を示していただいております。これらにつきましては申すまでもなく、金利スワップあるいはデリバティブ取引等につきましては金利リスクを機動的に調節する手段として必要でございますし、また金利リスクに偏った資産・負債構造から脱却し、リスク配分のリバランスを行っていく観点から、市場リスク・信用リスク資産への運用拡大を通じたリスク分散を実施していくという観点から必要なものと考えております。

その次のページをご覧くださいと存じます。コアコンピタンスとの関係が強い業務から弱い業務へということでございます。これまでの郵貯・簡保のビジネスモデルは、顧客の皆様からお預かりいたしました預貯金・保険料等を市場等で運用し、顧客へ還元するというものでございます。運用対象の自由化は、このようなコアコンピタンスとの関係が強い業務であると認識しているところでございます。

その次のページをご覧くださいと存じます。大きな柱の2つ目として、マーケットとの対話というところでございます。私どもといたしましては、郵便貯金銀行、郵便保険会社の巨額な資金を運用するにあたっては、市場にサプライズを与えないようマーケットとの良好な対話を実施していきたいと考えております。

これにつきましては既に郵政民営化法におきまして、制度面での対応がなされているところでございます。まず1つ目として、運用方法が制約されているというところでございます。法令によりまして旧勘定の額以上に国債等の安全資産を保有することが義務づけられておりまして、運用対象の自由化により、極端な資産構成の変化が生じることは想定されないということが1点でございます。さらに、情報の提供ということで、郵便貯金銀行・郵便保険会社の旧勘定の資産運用見通しについては、機構を通じて公表するという仕組みになっております。したがって、制度的にも市場にサプライズを与えないような仕組みができ上がっているところでございます。

最後のページでございますが、私どもといたしましても、実行面でもそういうマーケットとの良好な関係ということは、我々自身の利益としても必要なことと認識しております。我々は非常に大きな資金運用をしておりますので、市場が荒れたときのリスクを一番かぶるのは我々だと考えておりまして、そのようなことのないよう実行面でも対応していきたいと考えております。すなわち、資金運用にあたりましては、ALM計画に基づき、リスク許容度の範囲内で

各種取引を実施するという事を考えております。また、取引にあたりましては、流動性を確保する観点から、当該取引のマーケット規模に応じて運用していくという事でございます。これらが基本でございますが、さらに、我々の運用の実施面におきましては、ゆっくりと漸進的に市場の攪乱要因とならないように、そういう配慮をしながら丁寧な運用をしていきたいと考えているところでございます。

以上でございます。

○田中委員長 どうもありがとうございました。それでは、日本郵政の資産運用対象の多様化、自由化に関わって質疑をしたいと思います。

日本郵政のほうからご指摘がありましたように、これは私ども委員会が民営化にあたって、その準備を早く進めてくれ、そうしないと思わぬリスクに誕生直後にさらされても困る、民営化を成功させるためには重要なので準備をしておいてくれとお願いした事の内容になっていると思います。どうでしょうか。

○富山委員 考え方は多分こういうことなのだろうと私も思います。今、委員長からありましたように、実質論として、多分、人材的側面が一番大きいのですか、しかるべき体制がどのぐらい整うのかということ、当然、それを努力されているのだと思いますが、そちらが主たるテーマになってくると思っております。

○高木副社長 体制は外部からも人を採用したりして、今、一生懸命にやっています。同時に、運用にあたっては、それぞれの運用の専門の会社といいますか、そういうものが存在するわけです。我々としては、まずALM管理をきちっとやって、リスクとの関係でどういう資産にどのぐらい資金を配分していくかという管理をきちっとして、その上で外部採用等でできる部分については自家運用し、また外部の投資家を活用していく部分は活用していくということで、適切に対応したいと思います。すべてを自分自身が運用するという事ではないのだと思います。

○米澤執行役員 若干、数字的な補足をさせていただきますと、私どもはここ数年、民間からの採用を積極的に行っております。公社全体で中途採用をここ数年間で250人強行っております。そのうちの多くは郵便貯金あるいは簡易保険の関係の方で採用しております。郵便貯金で100人ちょっと、簡易保険で60人弱ぐらいの方を採用しております。そして、その大半の方は金融機関のご出身の方でございます。今申し上げたのは公社の数字でございますが、これに加えて、日本郵政株式会社にも多数の民間からの方に来ていただいております。10月1日には公社と日本郵政が合体いたしますので、恐らく貯金・保険で200人ぐらいの民間からの方が入

って来られるだろう。そのうちの大半は金融機関から来ていただいている。そういう方で構成される。もちろんその中に運用に携わってこられたという方も多数含まれているというのが人的な準備の状況でございます。

○辻山委員 3ページの、今の金利リスクの表ですが、いろいろな条件が設定されているものだと思いますが、これはあくまでもフローベースの抱えているリスクで、これに伴ういわゆるストックベースのリスクというのはどのような状況なのでしょう。

○米澤執行役員 この金利リスクについてはディスクロージャー誌にも公表しているところでございます。いわゆる感応度と言われる部分でございます。ディスクロージャー誌に載せておりますのは、円金利が0.1パーセント上昇したときに4,500億円程度の変化が生じるだろう、資産の額に変化が生じるであろうという計算をしております。ただ、今申し上げましたのは、これは資産サイドだけのお話でございますので、一定部分は負債サイドのところでもオフセットされる部分がありますので、実際にはこれよりも小さなリスク量になるだろうと私どもは考えております。

○辻山委員 もう1点、6ページですが、これは先ほど1ページで示していただいた、今回実線が入っている「運用対象の自由化」というところ、ここの関連でいうと、左右の円グラフで、例えば資金運用収益を将来的には他の銀行と同じような収益構造に持っていくということですが、1ページの実線のところは、今回は特に収益構造が動いていくということではなくて、むしろこの実線の部分はリスク管理に関わるところで、将来的に右の点線の部分で収益構造の変化が現れるといたしますか、そういうことと理解してよろしいのでしょうか。

○米澤執行役員 6ページ目に掲げました円グラフは1ページ目の全体像の中で申し上げますと、点線で囲まれた「新規業務の実施を通じた収益構造の改善」といわれるところでございます。ご指摘のとおりでございます。すなわち、いろいろなサービス提供に対する収益というのはマーケットの影響を受けにくいという部分がございます。ここを増やすことによってマーケットの影響を受けにくい収益構造をつくっていききたいということでございます。

ただ、今回お願いしております運用対象の自由化のところは、左の実線で囲んだ部分であるということでございます。若干資料がわかりにくくて申しわけございません。

○田中委員長 これでいいと思うんですが、たまたま今、10月1日以降というか、これを挟む頃に世界的にクレジット・スプレッドというのは非常に問題になっていて、釈迦に説法ですが、なにもサブプライムローンに関わらなくても、それが動くことによってリスクが多少ともあると思われる債券から、そうではない連鎖的な反応が起きていますので、マーケットが切れ

てしまうというふうには、それほどひどいことが起きることは多分ないと思いますが、しかし、従来よりは相当、保険を買うにしても保険料は高くつくという局面にたまたまなっているんです。それからいくと、相対的には我が郵政が持っています J G B はいいかな。堅牢とは言いませんけれども。

今度の第一院と第二院で意思が違って、財政再建の骨格が揺らぐなんていう話になると、これまた J G B はすごいリスクで、これが究極的なリスクですが、それがないとしますと、多分 J G B で持っていることはそんなにはつらくはないようなので、新規のものを少しメニューに入れないと気がすまないというふうには思われないうようにという、言い方はおかしいんですが、リスクに強い資産サイドをご用意ください。あるいは、資産にそういうリスクが顕在化しないような手段をご用意したいというのは私どもの立場ですが、しかし局面もあるから、そこは何も格好つける必要はありません。実質上、民営化のスタートをいい形で切ってもらうことが重要なので、そこは日本郵政の意思決定で注意深くそのところは発足にあたってやっていただきたいとは思っています。

○高木副社長 選択肢をきちっと与えていただければ、その選択肢を踏まえて、おっしゃるようなマーケットの状況等に応じて当然ですが適切な運営をしていく。特にスタート時、細心の注意を払ってやりたいと思います。

○田中委員長 それではどうでしょうか。今日のご説明については、私どもの委員会、基本的に了承するというところでよろしいでしょうか。

○辻山委員 この4ページは、基本的にこのままではいけないという、そういう了解でよろしいのでしょうか。このままでは今後かなり弊害があるという、そういう。

○田中委員長 一つ一つについて何か我々がコメントする必要があるかどうかですか。

○辻山委員 いえいえ、こういう制約があって。

○田中委員長 これは制約のご説明ですよ。

○富山委員 原則は自由にしてくださいという。

○田中委員長 他の民間金融機関が自由に運用方法を決められるのと同様、これは経営責任でご処理くださいということに。

今日、実はマーケットの関係者の方々から、日本郵政が資産運用を自由化あるいは多様化するときに、マーケットインパクトがあるのかないのかというお話を伺いました。概ね、今までも郵政公社の運用の担い手の人々と民間の市場参加者との間では同質的な連帯もこれあり、異常なことが起きるとは思っておりませんというのが今日のお話でした。ただ、その前提として

は、運用の多様化を図られる上において、これは啓発された自己利益みたいなものについて、ちゃんとしたお考えはお持ちでしょうねという留保条件がついていたということだけは付け加えておいたほうが良いと思います。すなわち、短期にマーケットに影響を与えるような手段をとられた場合には、最も毀損するのは日本郵政の金融2社のバランスシートなので、啓発された自己利益という視点からいけば、まさか馬鹿なことはされないでしょうねという留保がついておりましたので、それだけは申し述べておいたほうが良いと思います。

○高木副社長 いまひとつ理解できない部分もありますが、いずれにしてもそういう馬鹿な行動を郵政がとるとしたら、マーケットの関係者にとっては逆にチャンスかも知れませんね。つまりカモですよ。ですから、そういうことがないように、当然ですが市場原理に則って適切に運営していく。異常なことをするという事は、プロから見るとチャンスですから。まさにカモになるということですから、そういうことがないようにきちとした運用をしたいと思っています。

○田中委員長 そうですね。いただいた時間をオーバーしているのですが、よろしいでしょうか。

本日はどうもありがとうございました。

○高木副社長 ありがとうございました。よろしく願いいたします。

○田中委員長 時間も来ましたので、以上をもちまして郵政民営化委員会第29回の会合を閉会といたします。この後は事務局からまたブリーフィングをお願いいたします。