

資料6

国民経済計算調査会議
第2回FISIM検討委員会議事録

平成16年9月13日

内閣府経済社会総合研究所

1. 日 時 平成16年9月13日(月) 14時00分～16時00分

2. 場 所 中央合同庁舎第4号館共用第4特別会議室(4階406号室)

3. 出席者

(F I S I M検討委員会委員)

井原委員長、作間委員、佐々木委員、林委員、藤井委員

(常時出席者)

日本銀行調査統計局統計企画担当 吉野 克文 企画役

(経済社会総合研究所)

香西経済社会総合研究所長、大守経済社会総合研究所次長、荒井総括政策研究官、
法専総括政策研究官、杉田総務部長、飛田国民経済計算部長、大貫企画調査課長、
鈴木国民生産課長、百瀬分配所得課長、甘利国民資産課長、佐藤地域・特定勘定課長

4. 議 事

- (1) 前回の議論を踏まえて
- (2) 作間委員からの報告
- (3) 課題への対応について(その1)
- (4) 今後の審議予定について

5. 配布資料

- (1) 第2回委員会でのF I S I M検討のポイント
- (2) 中央銀行・証券会社・債券の取扱いについて
- (3) F I S I Mをめぐる覚え書き(作間委員提出)
- (4 - 1) 2003年方式による参照利子率の遡及試算(80年代)と課題について
- (4 - 2) 資料4 - 1の図表集
- (5) F I S I Mの配分方法と実質化の考え方
- (6) 今後のスケジュール(改定案)(16年9月13日)
- (7) 第1回F I S I M検討委員会議事録

企画調査課長 それでは、定刻になりましたので、ただいまから第2回F I S I M検討委員会を開催させていただきます。

まず、お手元の資料を確認させていただきます。きょうは非常に大部になりまして、袋の中に入っていると思いますので、出していただきましてご確認させていただきたいと思います。

まず、1枚紙で議事次第というものがございます。そのあと、資料1から7までございます。資料1、2、3。この資料3は作問委員にご提出いただいたものでございまして、4-1、4-2。4-2というのが横長の資料になっております。そして、資料5、資料6。資料6というのは1枚紙になっております。資料7。それから、第1回の委員会で配付いたしました参考資料、これは一番後ろに、メインテーブルの席の方だけに入っているかと思います。あとは、補5、補6。もう1枚、ページで(55)(56)というのが裏表で書いた1枚紙がございます。これは第1回の資料の差し替えということでございます。

もし欠けている方がいらっしゃいましたら、お知らせいただければお届けいたします。

それでは、次に、9月1日付で事務局の方に人事異動がございましたので、少し時間をいただきましてご紹介させていただきたいと思います。

経済社会総合研究所の次長になりました大守でございます。

次長 大守でございます。お世話になります。よろしくお願いいたします。

企画調査課長 本日の出席でございますけれども、高木委員からお仕事の関係で急遽ご欠席というご連絡をいただいております。

それでは委員長、よろしくお願いいたします。

井原委員長 それでは、第2回のF I S I M検討委員会の審議に入りたいと思います。

本日は、この会議の後に別の委員会が予定されているようでございますので、ほぼ定刻どおりに終わりたいと考えておりますので、ご協力のほどをお願いいたします。

それから、前回同様に、ご発言される際には、机の上のネームプレートを立てていただきたいと思います。よろしくお願いいたします。

それでは、議題1、「前回の議論を踏まえて」に入ります。前回の委員会の宿題となっている点につきまして、事務局からの説明をお願いいたします。

分配所得課長 それでは、事務局の方から宿題箇所についてご説明いたします。なお、配付資料1に「検討のポイント」というのがありまして、本日の検討を項目別に、ご検討いただきたい点や説明概要を示す資料となっておりますので、参考にさせていただきたいと思います。

それでは、次の資料2は前回の宿題箇所に該当する部分でございます。

まず、「2 - 1」ページですが、中央銀行をなぜF I S I Mの対象としないのかという点で
ございます。資料2の冒頭「 」での表を見ていただきますと、一番上の93SNAでの扱いで
は他の金融仲介機関と同様に扱うとしておりました。しかし、その下に書いてあるEUあるい
はOECDとの合同会議で、EUROSTATの方から下に1、2、3と書いてある考え方の提
案がされました。3.中央銀行の基本的機能は金融システムの監督者としての機能であって、F
I S I Mの計測には含めない。2.その産出はコストの積み上げで計測する。それからまた3.に
戻って、便宜上その産出額はすべて金融仲介の中間投入とするというようになっています。中
央銀行はF I S I Mの対象としないということに、EUでは整理されたということです。

そして、我が国の対応ですけれども、同じ「2 - 1」ページの下の方にありますが、F I S
I Mが発生すると考えられる理由と、発生しないと考えられる理由の両論の議論がありました
けれども、先ほどのOECDの合同会議等での決定があり、それに合わせることになっていっ
たという経緯があります。

これが第1の点です。次が「2 - 3」ページの「 」、証券会社の取り扱いに関してです。

ここの課題は、我が国がまず独自に証券会社を金融仲介機関に格付して、F I S I Mの対象
機関とした理由は何かということです。まず、93SNAでは基本的にはブローキング業務が主
ということで、「S124、金融補助機関」分類に格づけられておりました。ブローキング等、
証券会社の業務の説明は「2 - 5」ページにありますので参考にさせていただきたいと思いま
す。

その後の国際的動向ですが、EU、それからEUとOECDの合同会議の扱いもこのままで
ありました。その後の我が国の93SNA移行期において検討されて、我が国独自の対応となっ
ていきました。この検討で我が国の証券会社の業務の動向に関して将来を予想するに、ブロー
キング業務から、今後はディーリング業務とかアンダーライティング業務といった業務のウエ
イトが高まるという意見が支持されて、金融仲介機関に格付されていきます。次に業務内容自
身として信用取引サービスの提供を行っているということもあって、F I S I Mの対象として
いるということでございます。

「2 - 5」、「2 - 6」ページが証券会社の業務を整理したものになっておりますので見て
いただきたいと思います。なお、93SNA移行時の検討の過程で、判断材料の一つとなった日
銀の方からの意見がありました。日銀で作成しております資金循環表では、既に証券会社を金
融仲介機関と格付けておまして、この扱いの背景や理由を後ほど日銀の方にご説明いただ
ければ、今回の参考になるものと考えております。

次に、3番目の債券についてでございますが、「2 - 7」ページにまいります。93SNAで

はF I S I Mの総額に関しては「金融仲介機関による受取財産所得総額マイナス支払利子総額として測定される」となっていて、債券（証券）からの財産所得を含んでいると考えられます。

96年のE U - O E C D合同会議において、このF I S I Mを産出する金融資産・負債を金融仲介機関からユーザーへの預金・貸付金に限り測定範囲とするということで合意しております。これは預金・貸付金の利子率は金融仲介機関においてコントロールされていることからF I S I Mの対象としているということです。価格コントロールをキーに考えているということです。

それで、前回の宿題でもあったアメリカでの扱いについてですが、「2 - 7」ページの3の「米国」のところにあります。アメリカでは債券を対象にしておりまして、その理由は資金調達の形態の中、預金から社債やC Pへの調達側でのシフトとか、運用側での形態のシフトといったものによって生産額が変わることを避けるためということでございます。

我が国での検討状況については、当初はE U、O E C D等の議論に沿う形で債券は対象外と考えたわけですがけれども、金融債と私募債に関しては、日本の独特の状況があるということで、金融債は資金の貸し手側にとっては預金の代替とみなせるし、価格コントロールも可能であるということと、私募債に関しましては、価格決定が貸付と同じプロセスで決定され価格コントロールが可能なのが理由ということです。なお、私募債に関しましては、最近の動向として発行価格の決定が公募債に近い形になっているとのことと、保有会社は価格決定がない形になっているということもありまして、現時点での検討をした方がよろしかろうと考えております。

なお、米国の部分に関しては、前回委員会では参照利子率の計算式表に丸がついていなかったということと、残高のところでは債券を対象とした理由の質問がありました。その後調べて、先ほどの差しかえ用ペーパーではこの部分に関して修正した形にしてあります。ちなみに、アメリカの参照利子率は、国債と政府機関債の平均をとった率ということでございます。債券を対象とした理由は先ほど報告しています。

一応以上でございます。

井原委員長 それでは、今、説明の中にございましたように、日銀の吉野さんから、証券会社がなぜ金融仲介機関に格付されているのかという点について説明をお願いしたいと思います。

吉野日銀企画役 それでは、私どもの資金循環統計における証券会社の取扱いについてご説明します。

資金循環統計では証券会社を金融仲介機関に分類していますが、これは証券会社の貸出が、既に相当大きくなっているためです。2004年3月末の資金循環統計の数字をご紹介しますと、証券会社の貸出は約45兆円に達しております。これは、例えば金融仲介機関に分類されるファ

イナンス会社 例えば消費者金融会社、あるいは商工ローンといった、いわゆるノンバンクなどですが の貸出規模が約54兆円です。また、銀行部門のうち農林系金融機関、 農協あるいは農中などですが この貸出額が46兆円です。現状、証券会社は、ほぼこれらの部門に並ぶ貸出を行っています。業務としてそれだけの多額の貸出を行っている以上、証券会社は金融仲介機関に分類することが適当と考えられます。

なお、証券会社の貸出の性格ですが、まさに平成9年の段階で日本銀行が指摘したとおりですが、貸出金45兆円のうち42兆円は、ディーリングに何らかの形でかかわる貸出と考えられます。具体的には、この42兆円の貸出は、資金循環統計上では現先・債券貸借取引として計上されています。つまり、現先ですとか、債券貸借取引によって鞘を抜こうとした場合に、例えば貸方側でそういった取引を行うと同時に、当然自己資金がありませんので、借方側で同じような形で資金を調達して取引を行う、それによって鞘を抜いていくという形の取引を行っているようです。このような形でディーリングを行って収益機会を追求する結果、その過程で貸出・借入がかなりの金額に膨らんでいるというのが今日の証券会社の現状です。

以上です。

井原委員長 ありがとうございました。

ということで、宿題については今説明があったとおりでございますが、何かこの点につきましてご意見はございますでしょうか。

要するに、幾つか問題があって、1つは中央銀行をF I S I Mの中に入れるかどうか。これは入れないという方向性が非常に強いと思います。それからもう1つは、債券の範囲の問題、私募債等々、金融債等々の範囲の問題、それから証券会社を現実に仲介機能として位置づけるかどうかというものがあったと思います。

作間委員、どうぞ。

作間委員 証券会社の取り扱いについて確認したいのですけれども、EU案におけるF I S I Mの取り扱いのように、金利がコントロールできるかどうかということをF I S I Mの算定範囲とするという方針の場合、先ほどお話になった証券会社というのは対象になるのでしょうか。

井原委員長 いかがでしょうか。

吉野日銀企画役 私どもでは、資金循環統計上、証券会社は金融仲介機関に含めることが適当と考えております。一方、証券会社の貸出をF I S I Mの算定範囲とするかは、これとは別な問題と考えられます。なお、日本銀行として、この問題に関して強い考え方があるわけで

はございません。

井原委員長 ということは、今後問題点として残るかもしれません。

何かありますか。

分配所得課長 今のところに関連して整理した表は「2 - 6」ページにあります。上の表の「F I S I Mの対象」の「運用」のところに「信用取引部分」とあります。委託売買業務という部分に関して、そこだけが「手数料 + 利子収入」のように業務的には分解できるのではないかとこのところまでの整理はしておりますが、コントロールしているかどうかは、調べてみたいと思います。

井原委員長 あと、調べておいてほしいというのは挙げておいていただいた方がありがたいのですが……。今後さらにこれを決めていかなければいけませんので。

何かございますか。

それでは、後でまた何か出てきたらまたご発言をお願いします。

それでは、このF I S I Mの話を詰めていくにあたって、最終的な結論が出たところでは、結局は外部に対してこれを納得的に説明していかなければいけないということがありますので、この検討会で決めていった背景については、常にはっきり説明できるようにしておかなければいけないということがあります。そのために、幸い今回作間先生にいろいろ広い面からF I S I Mの概念、背景等についてのまとめをしていただいております。それを説明していただいて、少々議論していきたいと思います。

それで、今も出ていた中央銀行の話も中に入っているかと思いますが、どういう疑問が残されているのかということを中心にお話いただければと思います。30分ぐらいでよろしく願います。

作間委員 30分でどこまで話せるかわかりませんが、このような機会をいただきましてどうもありがとうございます。

1カ月ばかり英国とアイルランドに行ってまいりまして、英国ではONSで国民経済計算の担当者とF I S I Mを中心に若干の議論をまいりました。それから、アイルランドのコークというところで国際所得国富学会があって、そこでも金融サービスに関するセッションがあって、F I S I Mの部分の議論をのぞいてまいりました。そういう印象が薄れないうちに書いておこうと思ったのがこの論文です。

論文の構成としては、「はじめに」があって、そのあと3つの節があります。68 S N Aと93 S N Aの比較をしながら復習をしようというのが第1節。第2節で参照利子率方式のF I S I

M配分について、ユーロスタット提案を中心に議論をしております。そして、3つ目の節では、F I S I Mの実質化を取り上げたのですけれども、そこまでいけるかどうかはわかりません。

まず、68(SNA)と93(SNA)の復習を若干しておきます。

68と93の取り扱いには、似ているところが随分あるのです。配分をするという93の方針をとらなければ、68と93というのは非常によく似ていると思います。ただ、測定対象となる統計単位の範囲が68の方は狭いというふうに僕は思います。

68 S N Aの書き方は、銀行とそれに類似した金融仲介機関が対象だったわけです。(実務を別にすれば)と書いてあるのは、証券会社などが入っていたということですが、「銀行に類似する」という表現をどう解釈するかというのは、実はいろいろとあるのではないかとはいえますけれども、一応ここでは「預金によって資金調達を行って、したがって流動性を社会に供給するような金融仲介機関」という意味にとっておこうと思います。

93ではずっと広いのですよね。基本的に、借り手と貸し手に対して、そして異なるカテゴリーの借り手に対して、異なる利子率を支払ったり課したりすることによって、明示的に料金を課さずに、言い換えれば利ざやを得ることによって、金融仲介活動を行っている金融機関全体とされています。注意すべきこととしては、我が国では対応していませんけれども、フィナンシャル・リースなども入っている。そのような「みなし」が行われる機関まで測定対象が広がっていることがわかります。

この会合の出席者は、皆さんご存知のように、このような帰属計算というのは銀行を、通常のサービス生産者 ある程度の財産所得の受取・支払があることは当然のこととして考えられるわけですが、 として取り扱うことからもたらされる不都合さを回避するために開発されたものですから、このように測定対象とする経済主体の範囲に境界を設けますと、逆に別の不都合さが生じます。銀行と通常サービス生産者との取り扱いに非対称性ができてくることを覚悟しておかなければならないと思います。

例えば、不動産業とか卸売、小売業とか。例えば土地を買って売るといような行為は、不動産業以外でもやって構わないわけですが、それをマージンとしてそれを産出額に含められるのは不動産業だけである。卸・小売も同じようにマージン産業、銀行もマージン産業であるわけですが、マージン産業とは、ある特定の経済主体に対して特定の取り扱いをする。だから、そのことによる不都合さが当然あるわけです。例えば商社が資本市場において多少有利な立場にあると仮定して、そこで調達した資金をほかの会社に貸し付けるとマージンが得られるはずですが、そういうものは取り扱いの対象にならないわけです。

さて、測定対象の問題の次は、サービスの内容に関してですけれども、前回は申し上げましたけれども、国民経済計算の基本的な考え方である第三者基準（ヒル基準）に照らして考えてみますと、銀行のやっていることが一般的な生産境界の内部であることは明白であるように思います。例えば、銀行は公共料金の支払いを預金者に代わってやってくれます。この、代わってやってもらえるかどうかというのが、実は第三者基準（ヒル基準）と言われる生産の境界の確定を行うSNAの原理です。

一般的には銀行は、取引コストと言われるような費用を負担し、他の経済主体の決済上のコストを大幅に軽減することなど、明らかに生産の境界の範囲内の活動を行っている。しかもそれは、一般的な生産の境界の内部ではなくて、体系の生産境界の内部に置く必要があるということです。労働投入、貨幣形態の雇用者報酬を受け取る多くの労働投入や中間投入があって、明示的なサービス対価を伴う活動だけに産出の方を限定してしまいますと、投入・産出構造を大きくゆがめて理解することになるであろうと思います。

93は、預金者に対するサービスと借り手に対するサービスの双方を考慮したもの、68は借り手に対するサービスを考慮したものだということも言われておりますが、僕の印象では、68 SNAの言い方、つまり銀行とそれに類似した金融仲介機関の主要なサービスは、他の経済主体の貯蓄を産業に対する貸し出しに橋渡しすることである。この言い方を読んでいますと、銀行等がやっていることが、その機能が、極めて社会的な観点から述べられているということに注目しておきたいわけです。

銀行というのは、預金者に何か便益を提供して、貯蓄を集めてきて、それを企業の投資活動に振り向けるわけですけれども、その全体を金融仲介と呼んでいいと思うのですけれども、その企業の観点から、貯蓄者にどういうサービスをやっているかとか、借り手側にどういうサービスをやっているかとは別の社会的機能の観点から68は記述しているように思えるのです。預金者に対するサービスというのはかなり明確であるように思うのですけれども、借り手に対するサービスはどれもよくわからない面が多い。

3ページ目のところでは、借り手側に対するサービスを2段階に分けています。まず第1段階としてスクリーニングがあるはずで、どの企業に金を貸すかという段階で何か活動をしているだろう。その結果貸し出す相手が決まって、その貸し出しを実行し管理する段階でも何かサービスが行われているのだろうということです。

このように、2段階に分けて考えて見ますと、どうも1段階目のサービスというのはかなり集合的な性格があるのではないかという印象を持ちます。大体スクリーニングのプロセスで振

り落とされた企業というのは、やはり審査の対象になったことは間違いないのですから。それに、中央銀行はもちろんですけれども、公共的な政策目的があって、その目的に即して設立された、要するに公的支配銀行というのは、それなりの目的を入れようと思っているわけです。例えばコミュニティーの維持発展、地域振興、環境面での持続可能な発展とかといったいろんな政策目的に応じて貸出活動、金融仲介活動をやっていると考えられる。それも一種の公共財の提供であると考えてもいいのではないかと。もちろん、金融政策の実施という中央銀行の機能が公共財であることは言うまでもないと思います。

68 SNAでは、このようなサービスに正確に注目したかどうかは別として、現在の言い方をすればF I S I Mは配分しないという取り扱いを行っていたわけです。F I S I Mのメジャーに関しては4ページの真ん中あたりに式を書きおきましたので、特に注意はしないことにします。

EU提案というものが出てくる前は、受取側は、「受取財産所得全体（ただし、自己資金の投資から受け取る財産所得は除く）マイナス支払財産所得（支払利子、発言者訂正）」という形になっておりました。自己資金などの論点があるのですが、それは後回しにします。

中央銀行について繰り返しておきます。68では中央銀行について言及はありません。93では中央銀行もF I S I Mの測定対象とするということは先ほど説明がありました。その点では後で述べるEU案のように、中央銀行を政府サービス同様に費用の積み上げによって産出額を測定すべきであると考えられることには合理性があると思われる。

次の節に移ります。次の節では、参照利子率方式のF I S I M配分の問題をいろいろと議論したつもりです。93と68を大きく分かつのはこの点です。参照利子率という概念を用いたF I S I M産出額の配分方法が勧告されたことです。ただし、93 SNAが出版された当時は気づかれていなかったのではないかと思いますけれども、先ほど式で示したようなF I S I Mの合計額（グローバルF I S I Mと呼ばれることもある）を、参照利子率を使って配分されたF I S I Mの合計額になるのかということ、ならないというのが結論だと思います。要するに、F I S I Mを配分するということを提案したと同時に、F I S I Mの概念そのものも変更されてしまったと見てよしいかと思えます。

EUは、EU版のSNAであるESAの95年版で、F I S I Mの配分を加盟国に要求していませんでした。しかし、この前の議論でもありましたけれども、EUで実験をしたわけです。そして、F I S I Mを配分してもそれほど変なことにはならないだろうということで、2005年をデッドラインとして、EU加盟国の国民勘定統計では、F I S I Mの配分を実施することに

なったのです。これは決定事項ですから、EU加盟国はこの方針に従って統計を作ると思いません。

ただ、注意しておきたいのは、国民勘定統計と言っている。国際収支統計とか資金循環勘定とか、その他の金融統計でやれと言っていないです。でも、これは非常におかしなことです。参照利子率方式のF I S I M配分というのは、利子の記録を参照利子率によって置きかえる。現実の利子の受け払いを参照利子率によって、一律の利子率によって置きかえるという副産物があるはずですから、実は国民勘定統計だけではなく、幅広く金融統計全体に影響を与えてしまうものなのです。そのことを考慮してEU規制では、国民勘定統計での実施を要求したと考えているのですけれども、それはどうもおかしい。では、国際収支統計はほかのことをやっているのか、資金循環勘定はどうなのかというと、もともとSNAが基本的なスタンスとしていた国民経済計算諸要素の統合、インテグレーションという基本方針に真っ向から対立してしまうのではないかと考えております。

参照利子率に関しては、もう前回議論されたEU統計局案が7ページに書いてあります。もともと93SNAでは、参照利子率としてインターバンクの貸出レートと中央銀行貸出レートを候補として挙げていましたが、EU統計局提案では、ある特殊な形で提起されたインターバンクレートを参照利子率とするという案が示されたわけです。

ちょっと注意しておきたいのは、問題点の1つかと思いますが、インターバンクではF I S I Mは発生しないという帰結を持っているということです。それが本当なのかどうかよく知りません。インターバンク、例えばコール市場でお金のやり取りが行われて、多分短資会社が介入していますから、短資会社のサービス量が入った利子率になる。もちろん短資会社というのは、多分明示的に料金をとって金融仲介を行っている。SNA上は金融仲介機関ではなくて金融補助機関になると思いますけれども。

例えばゼロ金利の時代があったわけです。ゼロ金利の時代にコールレートというのは、短資会社の取り分を除いて本当にゼロだったかどうかというのは僕は知りません。それは検討してみる課題かと思います。本当にインターバンクでF I S I Mが発生していないというEU提案の考え方でよいのかどうかというのは、検討課題になるかと思います。

さて、参照利子率の困難さというのは、8ページ目に図を描いて説明しておきました。参照利子率方式のF I S I Mの配分というのは、要するに預金利子率と参照利子率の差、貸付利子率と参照利子率との差を使って配分できるのではないかということなのですけれども、そのためには、参照利子率が調達利子率と運用利子率の間になければならない。

これはいろんなケースがあると思うのです。8ページに図を描いておきましたけれども、1、2のあたりが典型的なケース。3になると、まだ計算できないことはないのですけれども、かなり偏ったケースです。4、5は計算できません。4の場合は、参照利率が調達利率と運用利率の中間にない。5は、調達利率と運用利率が逆転しているケースです。

我が国の実験では、大貫・山口論文、山口論文などを拝見させていただきますと、F I S I Mの輸出入に関しては、5という状態になっていると。それから、1、2は単に幅が違うだけなのですけれども、後でお話をする時間があるかどうかわかりませんが、こういうマージン、利率の差というのは価格側なのです。マージンが狭い、広いというのは価格側の情報としてとらえられるというのがE U提案の内容で、そこもそれでいいのかわかりません。

現実に、4や5のように、参照利率方式のF I S I M配分を不可能にするようなケースというのは幾らでもあり得ると思います。

さて、参照利率はもともとリスクプレミアムをできるだけ取り除いた純粋な借入コストとしてSNAでは定義されております。そういうのが一義的に存在するかどうかということが、また大きな問題であるかと思えます。

さらにもう1つは、リスクプレミアムの取り扱いがそれでよいのかということです。一義的に存在するかどうかというのは、前回のこの会議でもそのような話題が出ましたけれども、理論モデルとしてはそういう利率は1個存在するという理論モデルがあってもおかしくないのですけれども、統計を加工する原理として想定することというのは重大な疑問があります。しかも、国民勘定統計だけではなく、ほかの統計にも影響を及ぼしてしまうということが十分理解されていない傾向、そういう懸念を強く持ちます。

それから、リスクプレミアムに関してなのですけれども、リスクプレミアムはできるだけ取り除く。では、取り除いたリスクプレミアムはどうなるのかというと、要するにサービスの側に入ってしまった。利子ではなくてサービスの側に入ってしまったはず。

ところが、リスクプレミアムというのが、保険料タイプの支払いであると考えますと、その中にかなりサービス業要素があることは否定しませんけれども、SNAの言葉で言えば契約的移転がかなり入っているだろうと。つまり、リスクプレミアムとされたもののすべてがサービスではないと考えた方がいいのではないかと。そのあたりのことを書いたのが4式とか5式、9ページ、10ページなのですけれども。

5式のように整理したところでも、貸し手(1)と、借り手(b)との間にある現実の利子

率（ r ）を説明する原理として、十分妥当なのかどうかということには疑問がありまして、前回も議論しましたけれども、貸し手、借り手が直接対応して何か利子率ができるとする。それは結局、貸し手の数掛ける借り手の数だけあるのであって、そう簡単に分解できるものではないであろうと思っております。

前回、機会費用の観点からの疑問を述べました。繰り返しておきますけれども、銀行が預金者に行っている個別的サービスが存在するだろうということ。その規模をF I S I M配分に近い方式で計測できるであろうということは、F I S I M配分案の中でもかなり確かであるように思われます。ただし、そのサービス価格というのは、一義的な参照利子率と預金利子率の差額ではなく、それぞれの預金者が獲得するであろう最高利子率と予定利子率との差額として、つまり機会費用として計測されるべきであろうと思っております。

一義的な参照利子率を用いたF I S I Mの配分は、ごく大雑把な近似であると言って言いえないことはないでしょうけれども、このような機会費用というのは、預金者部門ごとに応じて異なるであろうことは考慮される必要があると思います。

ユーロスタット提案について、要するに配分方式が提案されたわけですがけれども、E U規制の内容を11ページから14ページにわたって6項にまとめております。F I S I Mの配分が提案された、配分されたF I S I Mの合計としてF I S I Mが定義されたというのが1番です。

2番は、受取側に関しては貸付が、支払側に関しては預金のみが考慮されるようになった。これは先ほどの議論にもありましたけれども、ヒルの文書に依存した決定だったと考えていいと思いますけれども、貸付と預金に関する利子率だけが金融仲介機関によってコントロール可能であることをこの取り扱いの根拠にしている。ということは、貸付が証券化されればF I S I Mの計算から外れるということです。もちろん、証券化の過程でいろんな活動が行われて、サービスが提供されているとは思いますが、それは無視されているように思います。

それから、貸付・預金に限らず運用利子率、調達利子率の差は生じ得るし、しかもそれは金融機関が何らかの程度コントロールした結果かもしれませんが、その点の説明はないように思われます。さらに、このような金利のコントロール可能性が、金融仲介機関の産出の測定にどのように関係するのか。ヒルの文献を読んでみても、それほど明確な説明が与えられているわけではありません。

むしろ、スイスのフィリップ・ストフェ、さっき言った国際所得国富学会の今年度の総会で、F I S I Mに関するこの人の報告があったのですがけれども、このストフェ報告によると、貸借対照表に含まれるより多くの資産、負債項目を考慮すべきだという主張がなされておりました。

3番、4番は省略します。ただ、1点だけ、ヒルについてです。自己資金の問題を議論していかねばなりません。貸付側について、自己資金からそれを除外しないというのがEU提案の重要な内容です。これもヒル提案に基づいたものなのですから、F I S I Mの測定対象の境界線を侵すおそれが十分にある提案だと思います。ヒルの主張に従えば、途上国によくある村の金貸しでも計算しなければならない。それから、政府貸出機関、金融仲介ではない、貸出側しかやらないものについて68 S N Aでは、政府貸出機関というのは金融機関にしたのですけれども、93では金融機関の方にはありません。でも、ヒル提案あるいはEU提案だと、F I S I Mを計上するということになると思います。論理的な帰結として。

F I S I Mの輸出入に対する困難は先ほど申し上げました。もともとF I S I Mの輸出入に対する困難というのは、F I S I M配分の出発点、13ページ真ん中あたり、(1)(2)(3)として定義された3番です。国際的金融センターを持つ小国のGDPを過少に報告しないという、3つの克服されるべき課題を持っていた、この3番目の課題に対処する場合、F I S I Mの輸出入を記録することが必須条件になるでしょうから、このF I S I Mの輸出入の取り扱いの失敗というのは、非常に大きなF I S I M配分の問題点であるかと思います。

我が国の実験では、先ほど、うまくいかない面があったようだと申し上げましたけれども、利子率でなく利回りを使ったらうまくいったようなことを大貫さんの論文で読みましたけれども、利回りを使ってしまうとキャピタル・ゲイン要素が入ってしまいますので、国民経済計算の基本原理に反するようにも思います。

中央銀行に関する論点は先ほどの繰り返しになりますので省略しますが、1つ考えておきたいのは、中央銀行とほかの公的支配銀行との間に大きな差はないのではないかという論点があり得ると思います。我が国の資金運用部は、多分、金融仲介機関になっていると思いますけれども、そうするとF I S I Mを計上することになるのかというと、やっていることは政府ではないかと思います。さらに言うならば、間接金融機関というのは、資本市場に参加する上で若干不利な立場にいる多くの経済主体の状況を改善するために存在しているのかもしれないと思っております。

それから、F I S I Mの産業別配分。EU提案では各産業産出高に基づく配分が許されるという、かなりアドホックな提案が行われているようです。F I S I Mをなぜ配分しなければならないか。例えば、I - Oを通じたモデルで利用するためにそれが必要だというふうに考えてみますと、産業別配分がどうも参照利子率方式だとあまりいいように思われるということは、かなり重要な問題点かと思います。

例えば、ある産業が衰退しつつある場合、高いリスクプレミアムを要求されるかもしれないのですけれども、EU案は、「各産業産出高に基づいてもよい」とか、「貸付預金残高に基づいて」もそうなのですけれども、あまり参照利子率方式を生かした提案とは言えないかと思えます。

まだ時間があれば、実質化に入ることができますけれども、実質化を省略して、若干の結語を述べたほうがよろしいでしょうか。

井原委員長 はい。時間が超過しますから。

作間委員 実質化を省略して、16ページに行きたいと思えます。

僕なりの結論ですけれども、F I S I Mの配分を急ぐことはない。EU諸国がEU規制として決まってしまったから従わざるを得ないのはいしょうがないとして、様子を見ていていいのではないかと思っております。この前の国際所得国富学会の議論でも、まだいろいろと問題点がありそうだという印象を受けております。

でも、議論の過程として確立されつつあるであろうことは、中央銀行取り扱いはもう合意がなされたと見てよいし、EU提案で十分合意できたと思えます。だから、その辺はやるとして、あとは、特に借り手側に対するサービスです。預金者側に対するサービスというのは、どうも確かに何かサービスがあって、それを機会費用で評価できるのではないかという印象はあると思えますけれども、借り手側に関しては問題があり過ぎるように思っております。

実質化については、政府サービスと同じようにやることをペーパーでは提案してあるのですけれども、省略しておきます。

以上です。

井原委員長 ありがとうございます。

それでは、実質化については、今後議論する機会がありますので、そのときにまたお願いしたいと思えます。

それで、今いろいろな理念を中心にお話いただいたわけですが、何かこの点に関しましてご意見等がございますればお願いしたいと思えます。

私から、ちょっと確認していいですか。

1つは、参照利子率というものの本質なのですけれども、これはリスクプレミアムを差し引いてなくして、そしてサービスの全然ないものをとったわけですから、これはその社会における市場で決定される水準であるというふうに考えてはいけませんか。

作間委員 理論モデルとしてはそれでよろしいかと思えます。

井原委員長 いいですか。そこを確認いたしまして、これはあくまでも概念上のものですね。それで、先ほど出てきた機会費用の考え方なのですが、そのときの各主体、企業なり個人なりの主体にとって、最高利子率という概念が出てきました。あれは、最高獲得可能な利子率の中には、これは既にサービス部分がある程度含まれていて、そのサービス部分は主体によって全然違うから、違って見えるように見えるというふうに考えていいですか。

作問委員 金融仲介機関が介在しないようなところでなら、サービスのない利子率というものがあるかと思います。例えば、預金者にとって国債で自分の資金を運用することもできたのに、銀行に預金をすることによって、流動性を獲得するといった場合、国債利子と預金利子との差というのが、預金者にとってみれば預金することの価格になっていると考えることは不可能ではないと思っております。

井原委員長 そのとき、もう少し具体的に言うと、例えば預金だけについて考えた場合には、資金量の大きい預金者と、資金量の小さい預金者では、銀行が支払う利子というのは当然違ってくるわけですね。そうすると、それを最高利子率というふうに考えれば、当然主体によって違ってくるというふうに考えてもいいのですか。

作問委員 現実として、資金量の大きな預金者が受け取る利子率とそうでない庶民が受け取る利子率は当然違っていて、現実には確かだと思いますけれども、SNA - EU提案の解釈によれば、それはサービスの違いである、サービス価格が違うということです。

井原委員長 もちろんサービスが違います。

作問委員 サービスが違うことが解釈される。解釈ですよ。それでよいのかどうかというのは、若干の疑問なしとしません。

井原委員長 銀行だけを考えればそうですね。要するに、大口預金者の方が手間がかからないわけですから、それだけコストが安い。小口の預金者というのは、しょっちゅう出したり入れたりするものですから、銀行にとっては全然採算が乗らないというふうに一般に言われているわけですね。そういうふうにそこは考えていいですか。最高利子率が主体によって違うという背景。それは違うのでしょうか。

作問委員 井原先生は、そこをサービス金額、サービス価格の違いとして処理できるとおっしゃられたように思うのですけれども……。

井原委員長 そうです。サービスの水準によって違うと。

作問委員 その大口預金者対零細預金者という比較においてならば、それで大体よろしいのではないかという気もしますけれども、一般的に本当に純粋な利子率とリスクプレミアムとサ

ービス要素の3つだけで説明しようというモデルで大丈夫なのかなというのは、いろいろあると思うのです。借り手側と貸し手側といろんな関係を持っている。例えば系列があるとか。リスクプレミアムだけで説明できるのかどうか。情報量の差というのが大きいのではないかというふうにも思いますし、情報の非対称性をすべてサービス価格で処理しようとするモデルですよね。もともとモデルの中でやってよいことと、統計を加工する際にやってよいことというのは違うかと思ひまして……。

昔、経済指標部会というのが統計審議会にありまして、そこで損害保険の取り扱いについて、SNAと同じような考え方(損害保険の帰属サービス料、発言者補)を物価指数、消費者物価指数だったかCSP Iだったか忘れましたが、どこかでやれということを提案したら、溝口先生にしかられてしまひまして、統計ではそんなことはやってはいけなひと。統計審議会委員にしかられた数少ない専門委員だと思ひのですけれども、ここでは井原先生、もっと理論モデル的にやれというふうにおしかりを受けているような、立場が逆になっているような気がいたします。

井原委員長 そのとおり。私は、最初に理論モデルをきちんと作っておいて、現実というのはそれに対する近似ですから、それにどれだけ近づけるかということこれから議論していくべきだというふうに、私自身は思っているわけです。

作間委員 言わせていただくと、それだと溝口先生にしかられます。

井原委員長 はい。それはいろいろ考え方があってよろしいのですが。

林委員どうぞ。

林委員 私は、やはりここのFISIMの計算を、現実にやる時に一番問題なのは、作間先生が8ページに挙げておられるような事態は、私は必ず生じるのではないかという感じを持っています。

今までも多くの試算というのは、非常に短い期間の、一種のシミュレーションのようなものでありまして、これを長期にやったら非常に頑健な参照利率が得られるかどうかということに関しては、私は非常に疑問を持っております。このFISIM方式による分割というのは、非常に頑健な形で、頑健な参照利率が得られて、それがずっと長期にわたって維持できるかどうかということに関しては、私の資料(推量?)でも疑問を持っておりますし、たまたま作間先生もこの中に、EU提案という最初に提案があったのですけれども、これは実験結果と書いてあるのですが、これはどのくらいの実験的基礎を持っていて提案されたものなのかと。

ある特定の利率を参照利率として選んで、うまくいかなかったら、何か妥協的なものを

参照利率をもってこざるを得ないという、F I S I M方式をやるとすればですね。ですから、このE Uも1つのやり方かもしれないという感じを持ったのでありますけれども。

「実験による提案」と書いてあるのですが、それがどれぐらいの実験的基礎を持っているのかということがわかりましたら教えていただきたいと思います。

井原委員長 8ページの話は、この後、実際に計測した結果が出てまいりますので、そのときにぜひ。今のご意見がぴったりはまるような話でございますので、そのときお願いしたいと思います。

それと、先ほどの作間先生の話の中で、借り手にとってのF I S I Mというのは非常にわかりにくい。私もそう思っていたのです。この文章の中に、保険という話が出てまいったでしょう。ああそれかと、実は私はちょっとわかりやすくなったのです。借り手というのは、どういう保険料を払っているかと言えば、払えなくなったときには銀行から支払いを免除してもらうということに対する保険料を払っているのだと。その部分がリスクプレミアムだというふうを考えれば、非常にわかりやすいなというふうに私自身は思いました。

保険というのはそういう意味ですか。

作間委員 リスクプレミアム部分は、保険業と類似したものとして考えるべきであろうみたいなことを書いたつもりです。要するに保険業というのは、その中にまた経常移転要素とサービス料要素があるのだから、リスクプレミアム全体をサービス要素とすることはできないだろうということは概念としてあります。

井原委員長 そのサービス要素は、除けば今のような私が言っている考え方でよろしいですか。

作間委員 はい。

井原委員長 あとは何かございませんか。

藤井委員 どうぞ。

藤井委員 幾つか質問と確認をしたいことがあるのですが、まず、今まで出たすべてに関して発言してよろしいでしょうか。

井原委員長 はい、どうぞ。

藤井委員 まず、証券会社のところで、日本銀行の方から、現先を中心に貸出の数字が大きいという話があったのですが、そのご説明とF I S I Mに関するご説明において証券会社は信用取引をやっているから分類を変えたという説明は別の話だと思うのです。日本銀行の方が証券会社はディーリング業務、自己勘定での売買により資産を運用しているので「金融仲介機

関」と分類すべきであり、124番の「金融補助機関」とは少し性格が違うのではないかという趣旨で、資金循環勘定上そちらに入れたいというのは分かるのですけれども、ここでの議論とは違うような気がいたしますが、いかがでしょうか。ここで言っている貸出というのは、現先のような、短期運用の代替としてのポジションの変化を言っているのではなく、資金循環勘定表で言うと民間金融間貸出、こちらに当たるようなことになっているのではないのでしょうか。

それで、質問は、資金循環勘定上の分類とSNAの分類というのは、基本的には整合しているということなのだと思うのですが、証券会社を123にすべきか124にすべきかということが資金循環勘定上の都合が決まると、SNAすべてがそういうふうに決まるということになっているのでしょうか。その関係がよくわからなくて、資金循環勘定上の部門分類とSNAの制度部門分類というのは、並び方が違うのですが、もとは一緒でしょうか。

井原委員長 しばられていないと私は思っていたのですが、どうですか。

藤井委員 その点を確認したいことが質問の第1点です。

分配所得課長 以前の93SNA移行前の議論でも、そういう分類上の差が生ずることを認めるような発想を感じ取ることができるのですけれども、基本的には根っこはSNAで、IMFの分類の話とか、資金循環統計の話とか、そういうものは本来は同じものであるべきということだと思います。

それで、国際的な分類が存在するときに各国がどう対応するかというときに、考え方として国際的にはそうだが、日本だけ独自の格付をする、そういう独自の業種なりそういう業態を内訳として持っているということは、それなりに許されることではないかと思います。そのように考えますと、ここにもし「証券業(会社)」に直接コードがついていれば(例えばS124の枝番)、なかなか認められなかったかもしれないけれども、そうではなく内訳としてそういう証券会社グループが「S123金融仲介」に入るという整理をするかどうかによっています。この証券会社の格付けについては日銀が先行して(「S123金融仲介」に)格付ける中で、他方日本の中では格付けは統一的に考えるのが望ましいことは原則としてはありますが、SNAが後から国民経済計算は別の格付けと言え言えたかもしれないけれども、証券会社は123でいいのではないかと、お互いに日本はこれでいくという対応となったことの結果だと思います。

藤井委員 質問の趣旨は、日本銀行の方からそうだというご説明があり、他方、今回のFISIMにおける証券会社の扱いがどう関係するかがよくわからなかったのを確認したかったということです。関連して、ヨーロッパはユニバーサルバンキングですけれども、アメリカの場合証券業は124、123いずれの分類なのでしょう。あるいはアメリカの資金循環表(フローオ

プファンズ)ではどうなっているのかという点もしわかれればと思います。

分配所得課長 アメリカについて確認しなければいけなかったかもしれません。多分、特別扱いするという話を聞いていないので124だと思います。その点は確認してみます。

それから、SNAのこちら側と資金循環表との関係ですけれども、F I S I Mを考えるときに2つの切り口がありまして、1つは経済主体として主体となる機関の方の仕分けがあります。そこに関しては、証券会社を123と124のどちらに入れるかという話で123に入れた方がよいとなった。ここまでは同じだと思います。2つ目の切り口は、さっきもちょっと出てきましたけれども、F I S I Mを生む商品かどうかという点です。そのところで例えば債券を業務の全部として扱っているという話になると、そこから先はF I S I Mの対象には債券を入れませんかということで、そこからは落ちてしまうということになります。

ですから、先ほどの「2 - 6」ページの表ですけれども、横に見た運用のところでは信用の部分はF I S I Mの対象と考えられるのではないかと整理しています。「2 - 6」ページの下の方に「手数料+ 利子収入」とあります。この部分がF I S I Mの対象になる部分に相当するのだらうということで、実際に計数を取り上げるときも、そこに利子収入として計上されている財務諸表上の金額を把握します。証券会社としての主体としては分類上は全部入るにしても、扱っている商品の額が小さければ、そこに出てくるF I S I Mの額も金額としては小さいということになります。そういう関係にはなるとは思いますけれども、そういう2つの切り口で決まってきたといえます。

藤井委員 あと2点ほどあります。

1つは、今のお話の機関と商品の関係なのですけれども、当然金融商品ですので資産も別から見ればだれかの負債になっているので、どこかを基準にしないとどこで切るということが整理できないような気がします。機関に注目して考えるべきなのか、商品に着目したいのか、中身に着目したいのかということの整理がよくわからないところがあります。

また、先ほど来、議論になっているリスクプレミアムなどの言葉の問題なのですけれども、リスクプレミアムと言ったときに、リスクフリーから追加のサービスであるとか、キャピタル・ゲインであるとか、クレジットリスクなど追加の部分は全部リスクプレミアムだというふうに、この93 SNAを読むと大ざっぱに考えているような感じもします。

先ほど来、議論になっているような、例えば価格変動があることに伴うプレミアムというのでリスクプレミアムを定義してしまうと、クレジットリスクとかは当然別になるだらう等の議論になりますが、ここでは参照利子率という概念を使ってプラスアルファの部分について最終

的にはGDPを分けたいわけですから、付加価値という期中の生産フローに対応する概念のあるものということになるのではないのでしょうか。基本的には約定の概念になるとすると、キャピタル・ゲインは入らないということ为先ほど作間先生は言われたのではないかと思いますけれども、まず約定の世界で考えるような概念だということになるのでしょうか。

その場合に、参照利率が間に入るとか入らないという議論も出ているのですけれども、井原委員長がおっしゃるように、概念的には少なくとも新規の約定で考えれば、間に入らないとおかしい、そうでないと全体が成り立たないように思います。

実際に推計方法を拝見すると、四半期なら四半期の、本来は期中のフローを推計したいわけですが、実際に出てくる統計というのは新規約定分ではなくて、過去からの残高があり、他方、リファレンスレートになるマーケット金利はカレントベースで動いているわけですね。そうするといろいろ難しいことが起こり得ると思います。

その辺について、最終的には期中のフローに対応するもので、本来的にはその機能、サービス生産額に対応するものを測りたいわけだから、契約時点がずれていると実は違うかもしれないけれども、推計上はいろいろなことを考慮して、なるべく取りやすい残高平均などを使うということになってくると思います。そういう意味でいきますと、参照利率が間に入らなかったり変なことが起こるかもしれないのですが、それは何かテクニカルな推計の問題とも考えられます。概念的な問題としては、リファレンスレートとして10年国債が出てきたり、インターバンクが出てきたりしていますが、どのような期間の金利を考えているのかがわからなくて困惑しているところがあります。

観念的なリスクフリーレートとしては期間が短い、クレジットリスク・フリーというふうにするのだと思うのですけれども、その概念的なものをつくることと、期中フローを推定するためにどのように現実的な推計手法を適用するかということは分けて議論した方がいいのではないかと考えます。

それから、リスクプレミアムという言葉を超厳密に定義すると、ではこのプレミアムはどうなのかなどという議論が多く出てくる面もあり、ある程度大ざっぱなイメージで整理していただけると議論が進みやすいのではないだろうかという気がいたします。

以上、感想と質問です。

井原委員長 重要なこと、いい質問だと思います。

最終的には金利でしか推計できないと思います。それから、リスクプレミアムといっても、いろんなものからなっているのですけれども、これはこのやり方だと。結果としてその内容に

それが入っているのだという話ですから、その内容にはいろいろありますよと、そういう話だろうと思うのです。

本当に、キャピタル・ゲインがあるから利子率をはかるのであっても、分母の方を変えますね。そういう話だろうと思うのです。

あと、何かございませんか。

吉野日銀企画役 委員長、すみませんが、先ほどのご質問に対して1点だけ私の方からご説明させていただきたいと存じます。

先ほど、証券会社の件につきまして、現先取引のようなものと民間貸出のものがあって、ここでは民間貸出のようなものが議論の対象になっているのではないかというご指摘をちょうだいしました。F I S I Mの算定範囲に関しては色々な考え方があろうかとは思いますが、ここで93 S N Aにおける「貸出」の捉え方をご紹介させていただこうと思います。

これは、93 S N Aの体系の11の30、パラグラフで申し上げると11の32ですが、その中で「現先取引はそれによりある制度単位が証券を特定の価格で担保するために売却する取り決めのことである。現先取引の契約的性質は、担保付貸付に類似している」とされています。すなわち、S N Aの体系の中では、現先取引は通常の貸付と同じように扱うということが、大枠として決められております。このため資金循環統計でも現先取引を貸出として分類しています。ただ、利用者の方によっては、現先取引等と民間金融機関貸出を分けて利用したい方もいらっしゃると思われたので、資金循環統計では、そうした細目を設けた次第です。

井原委員長 佐々木委員どうぞ。

佐々木委員 伺っていて、結局範囲の問題と参照利子率の問題という大きな問題があると思いますけれども、範囲の方についてお伺いしたいと思います。

定義としましては、機関というよりは、F I S I Mを産出する商品の方で見ているわけですね。証券会社とか中央銀行についても分けられるという議論が出ているということで。その商品についてここでの定義は、直接金融市場での取り扱いがあるという物が除外されるという考え方なのでしょうか。

F I S I Mの定義に、先ほどから「(金利を)コントロールできない」という言葉が使われていて、初めどういう意味かと思いました。どういう意味かと思ったのは、もちろん自分自身で銀行は預金利子率、貸出利子率をつけるわけですがけれども、市場と関係なくつけているわけではないからです。当然市場利子率にプラスマイナスして、自分たちで(金利を)つけているわけですがけれども、それをコントロールというふうに呼んでいるのだと思います。意味として

は、直接市場の金利に自分たちで手数料とかの部分プラスしたものを利子率として課しているということを、定義上F I S I Mが発生しているというふうに考えているという、そういう理解でよろしいのでしょうか。

井原委員長 私はそう考えています。

佐々木委員 そういうことになりますと、それは貸し出しも資金を調達する方も両方ともということなのですね。

井原委員長 コントロールという意味ですか。そういうことです。

佐々木委員 どちらもということとすると、例えば自己資金を民間に貸し出すというのも含められますか。

井原委員長 貸し手の方のF I S I Mとしては含まれるというのが定義されています。

佐々木委員 ということなのですね。わかりました。

要するに、定義に合わせてどこまで入れるかという線引きをするという作業だと思うのです。ですから、その定義というのをどう解釈してどう当てはめていくかという線を、ここではっきりさせなければいけないわけですね。それを一般の人にも理解できるようにということだと思うので、そのポイントとして、考えるポイントとしては、先ほど言ったようなところになるという理解でよろしいのでしょうかという、確認ですけれども。

井原委員長 はい、そういうことです。

佐々木委員 いただいた補助資料の中で、補6の資料の『季刊国民経済計算』の4ページの右側のところに、「F I S I Mを産出する商品は1、2という条件を満たすものと考えられる」という記述があるのですが、これが定義と考えてよろしいのでしょうか。

井原委員長 恐らく、これを基本として考えるのではないですか。それと、「みなし」が入りますからね。

佐々木委員 もちろんそうですね。そういった意味で、もしかしたら議論に出てきたかもしれないのですが、生命保険会社の民間への貸し出しというのはどこに含まれているかというのを確認させていただきたいと思います。

分配所得課長 生命保険会社が、このF I S I Mをそんなに意識しなくてということでしょうか。

佐々木委員 生保の民間貸出というのは、このF I S I Mが発生するというふうには考えないのでしょうか。

分配所得課長 金融仲介機関が間に入って、そこが資金を調達して貸し付けているという姿

になります。その仲介には間接金融的なものがそこに入っているのですけれども、そのときに、F I S I Mについては先ほど2つの切り口があるといいました。民間生保ということになると、この切り口としては機関の側といえると思いますが、格付けするときにF I S I Mの対象になる範囲というのは、「金融仲介機関」と「その他の金融仲介機関」という機関の範囲となります。しかしこれらの範囲からは保険会社を除くとなっています。そういうことから、機関の側でF I S I Mを生む対象からは外れているということとなります。

佐々木委員 初めらか生保は入っていないから、生保による民間貸出は対象にならないということですか。

分配所得課長 それは、ここで言う金融仲介機関ではないということです。

佐々木委員 そうですね。わかりました。

井原委員長 機関で排除されてしまえば、もう対象にならないということです。

佐々木委員 もう入れないということですね。

井原委員長 それで、F I S I Mがあるというふうに認定したときに、それがあがる機関は入るけれども、その機関の中のF I S I Mの部分はどの部分かという話なのです。

佐々木委員 そうすると、要するにこの対象機関に関して、先ほどの商品に対する定義を適用した範囲内というように考えればよろしいですね。

井原委員長 時間も迫ってまいりましたので、この後に重大なものがございまして、そちらへ移ってよろしいですか。

そちらへ移らせていただきます。それは議題(3)で、課題の対応(その1)、これは80年まで遡及しまして、参照利率とF I S I M額を計算した結果が出てまいりました。これについてまず事務局から説明をお願いしたいと思います。

分配所得課長 それでは、今、委員長からご紹介がありました件で今回試算をやりましたもので資料4-1、4-2でございまして。それと後では触れる時間がないと思うのですけれども、配分の考え方と、それから実質化の考え方の基本について「資料5」になっていますので、参考に見ていただければと思います。[参考3]

それでは、EUのインターバンク方式を80年まで遡って試算してみた結果というのを報告して、課題についてご検討いただけたらと思います。

そこで、まずわかりやすい資料4-2の方を、横の資料のものでございますけれども、これを見ていただきたいと思います。この1ページ目に、これまでの第1回の委員会や総会の場でも90年以降についての2003年準拠方式というのを紹介しておりました。それは、この折れ線グラフの右

側の部分に相当します。ちょっと見にくくなっておりますが、運用利率が黒丸で、調達利率が菱形で、参照利率がちょうどその間に入っているという状態でありました。

ところが今回、80年まで遡及してみましたところ、三角部分の参照利率のグラフがずっと上に出ってしまったという状態になってしまいまして、これはどういう状況なのかということで、心配になってきたというところでございます。後で出てくるかもしれませんが、制度的な金利の規制とか自由化の動きが、「4 - 5」ページの図の下方に入れてありますので、参考にさせていただきたいと思います。

こうした状態となったということを前提にしまして、説明資料「4 - 1」では、参照利率の計算方法を確認、復習をしてみるというところから始まっています。そもそもの93SNAでの参照利率の定義というのが、「4 - 1」ページの上から10行目にかぎ括弧で囲ってある(93SNA 6.128)の記述でございます。先ほども出てきましたが「資金借入に伴う純粹費用、すなわちリスクプレミアムを最大限取り除き、さらに、いかなる仲介サービスをも含まないもの」と定義されております。

また同じページの冒頭部分ではEUインターバンクレート方式を説明しています。これは2002年の欧州委員会で決まっているということで、「純粹な利率という概念に極めて近く、かつわかりやすいもの」ということで、安定した結果を得られるとしてインターバンク貸出レートが選択されたとなっております。その下に枠で囲ってあるのがその計算式です。

その式は、居住者銀行間の貸付金の受取利率を分子にしまして、居住者銀行間の貸付残高を分母にして参照利率を求めているということです。計算結果というのが前回も紹介したように極めて安定的ということで評価され、EUではこの方法で参照利率を求めることになっているわけです。

それで、日本のEU準拠方式に関してはこれまでもご紹介したことがあるかと思いますが、「4 - 1」ページ下方の(2)に書いてあります。そこで、EU方式に準拠はしているが、EUとの相違点としては、EUの方は金融仲介機関同士相互の取引となっておりますが、我が国の場合はそういう数字がとれないので、「金融仲介機関」が「金融機関」からの調達分を対象範囲としています。調達先には先ほどもありましたが保険会社の資金等も入ってきます。

それから、の資金の運用範囲としまして、EU方式では貸出のみを対象としていることとなり、これは調達側では預金と自己資金と読みかえられます。日本においては預金の部分は、銀行間の調達部分に借入金の部分と類似の金融債も対象としていますので、その部分を入れていきます。調達している該当要素分を取り上げて、その調達残高を分母にして、支払う利率額を

分子として割り算をして参照利率を求めている内容が「4 - 1」ページに書いてある違いとなっております。そして、具体的な使用資料を説明しているのが「4 - 2」ページです。上段では支払利率を各個別の金融機関の決算書の計数や、それらの財務諸表をもとに業界の協会等が集計した合計値を利用するというのも当然ありますけれども、そういう積み上げ値を分子とし、分母の計数を資金循環統計の金融仲介機関の負債残高から把握し、この割り算によって求めているということでございます。

次に「4 - 2」ページに「2参照利率の試算結果」の説明がありますが、結果をグラフとしたものが、先ほどの「4 - 5」ページのグラフになります。80年代の参照利率の結果は、運用利率より高率となってしまったということでございます。

この要因について、何故このようなことが起こるのかという点は先に送るとしましても、どういった比率の位置関係となっているのかについて比較等をしたグラフがこの横長の「4 - 11」ページの図表4となります。これらのグラフの意味は右上に書いてありますが、全銀の貸出平均金利、コールレート、預金の6カ月定期、普通預金の金利の推移をグラフとしてあります。当方の参照利率計算値が後ほど出てきますが、コールレートに近い部分に相当するという見方があり、この時期であればほかの全国銀行の貸出平均金利も結構高い比率になっていたという状況を確認することができます。

それから、「4 - 12」ページに関しましては、三角の点線のところは金融機関からの調達率ですが、金融仲介業全体のうち全国銀行分しか数字が取れない事情がありまして全国銀行分の金融機関からの調達率部分を把握したら高い率になっているというグラフです。

この部分は図6 - 1（「4-13」ページ）で確認できますけれども、例えば84年の全国銀行を主体として調達の関係を示しています。上段は全国銀行が金融機関から調達するという様子が右側に出ていて、そこでの調達金利8.6%という高いものになっています。他方、下段に資金運用で全国銀行が企業、家計に運用している金利は逆転して7.2%と低くなっています。ここでは逆転しているように金利の水準の関係としては見えるのですが、右上のところに「主にコール・借入金による資金調達」と斜めの字で書いてありますように、コールによる調達部分が内訳の大半を占めるという状況にあったということです。

それで、参考になる次のページの図表6 - 2（「4-14」ページ）は、今言いましたような逆転現象が起きていない95年の状況です。こういう状況を今まで90年以降の期間で見ているとき別にはなかったが、今回80年に遡ったら問題と思われる状況が出てきたというところなんです。

図表7（「4-15」ページ）に関しては、今後どういう選択をするか、選択関係の検討課題はい

ずれどこかで検討されるべきですが、そういう目で10年国債のようなものを今の調達金利と運用利率の場面に当てはめてみると、それほど差がないようにも見えてきます。

それから、(図)表8(「4-16」ページ)は、これは90年の右側が2003年方式、左側は単純平均的なものを仮に入れてみるとこういう数字(グラフ)となるということを、単純に一つの図としています。それで基本的な課題は先ほど言いましたように、調達利率と運用利率の範囲からは外に出てしまったという点に関して、これは従来の議論のところでも、F I S I Mのマイナスをどういうふうに考えたらいいのかということがあったわけですが、前に戻って資料4-1の「4-3」ページでここでの大きな課題をまとめて書いています。

1.ではF I S I Mのマイナスの部分、それから4.ではそのマイナスを配分するとしたら、どういうふうに考えたらいいのか。それから、(3)ではそもそもF I S I M概念の想定の中に参照利率がこの間に入らないというようなことは、もともと想定されていたのかどうかという点についてです。それから、先ほど出ましたけれども、下の(4)ではリスクプレミアムを排除したはずの参照利率というものが、こういう状況で、金融仲介機関としての銀行が金融機関から調達する時に、こういう形で間に入らないというケースに関しての位置づけはどのようになるのかを、ご検討いただいて整理して行ってほしいというところでございます。

それから、最後の「4-4」ページのところでは、参照利率の推計方法に関する選択肢検討の部分です。従来やっていた計算方式での例えばリスクプレミアムを排除するという時に、例えばアメリカでは、国は信用が一番あるということでリスクプレミアムを排除した率として国債の利子が適当ではないかという考え方をとっているから、この方法を選択する可能性もあるかもしれない。それから、従来、単純平均方式でやっていたもの、これも機械的に平均をとるわけですから絶対間に入ります。そういう計算した参照利率にはそうした要素がプラスして入っていたというような説明ができれば、今までの方式を参照利率に相応しいように適切にアレンジして計算結果を調整できるかもしれない。例えば実はリスクプレミアム自体は排除されているのだけれども、別の要素が加算されて運用利率より高率となっていたように考えることができれば、別の要素を排除する方向で補正できるのではないかというような方法を新たに開発するような可能性を含めて、その他の方式というものを考えつつ、参照利率を新たな視点でご検討いただきたいというところでございます。

井原委員長 ということで、結果的にこういうことになってしまうのです。これに関して、今、事務局からいろいろな観点から検討してほしいということがありましたが、どうぞ。

佐々木委員 ちょっと教えていただきたいのですが、インターバンクのレートを出すときに、

インターバンクのレートの期間は関係ないのですか。すべての期間のレートを取っているのでしょうか。

井原委員長 どうですか。

分配所得課長 期間は関係あるのでしょうかけれども……。

井原委員長 ウェイトに行くのですか。

分配所得課長 はい。ここでの計算自体はそういう意味では、結果として計算は平均レートを計算していることとなっていると考えられます。

井原委員長 そうですか。

佐々木委員 というのは、要するに支払利子を調達残高で割っても、期間がいろいろありますので、単純にそうしてしまっているのかもしれないという疑問を持ったということです。

分配所得課長 その点は、確かにおっしゃるとおりなのですが、年単位にその年間に財務諸表などから当該年度の受取利子額や支払利子額が把握できるので、その支払利子額を分子とし、それから期末時点の残高を資金循環表の方から把握し、前年度末との平残をとって分母にして計算をしているというところです。

先ほど期間の差があること等により、構成要素の違いを把握できていないという課題のご指摘を受けたと思われますけれども、確かにそこは問題が残っているとも考えられます。

佐々木委員 これは、ほかの国はどのようなのでしょうか。ほかの国もすべての期間を含んでいるのでしょうか。参照利子率の計算する際に……。

分配所得課長 多分 多分ではあれですけれども、そこは基本的には同じやり方で……。

佐々木委員 実際のデータを細かく見なければわからないことですが、例えば短期が多い時期、オーバーナイトが多い時期とそうではない時期とか、もし長期的に割合がかなり変化したりすると、その影響だけで利子率が左右されてしまう問題があるのではないかとというのがちょっと気になります。

井原委員長 林先生。

林委員 私が感じたものは、参照利子率というのは非常に観念的な利子率でありまして、まずこれは現存する利子率の中から探そうというのは私は無理だと考えるというのが、まず前提です。

そもそも、参照利子率の概念というのは、要するにもともと資金借入れに伴う純粋費用という一応の定義がありまして、しかもリスクプレミアムも含まず、いかなるの仲介サービスも含まないというものです。こういう利子率だということになりますと、これは調達利子率より

も高ければおかしいという議論になります。

海外のよりもリスクプレミアムがなく、仲介サービスと費用もないということになりますと、これは調達費用よりも低いものでないと、そもそもおかしいのではないかという気がします。

したがって、要するに単純に機能する調達方式とこういう単純方式、2で割ったものの方(参照利子率)がちょうど真ん中に入ってくる。というのは、私も参照利子率という概念が一番良いのではないか。要するに、調達利子率よりも低くて、しかもそれが要するに無理なものと、私の考えではリスクプレミアムも仲介サービス料も含まない、一応概念的な利率になっているのではないか。

だから、無理やり指標の中で、金融指標の中でいろんな利子率を探すよりも、単純に2で割った単純平均方式というのは、概念的に一番理にかなった参照利子率ではないかと思います。というような感じを持っていたのでありますが、いかがなものでございましょうか。

井原委員長 藤井先生どうぞ。

藤井委員 本日の問題提起は、要するに過去のデータを遡って計算してみると予想外の結果となってしまったということですよね。それで、できれば議論を分けていただいた方がいいのではないかと思います。金融自由化以前の過去について参照利子率をどう置くべきかという問題と、現在から将来に向かっての経済活動を前提としたときに参照利子率をどう考えるかというのは別の問題という面があると思うのです。

今、手元の資料で見ると、80年の3月は公定歩合が9%になっているような時期ですので、しかも85年以前ですから規制金利下なので、現状とはかなり違う当時の状況があったと思うのです。この資料だけではどうしてこういう結果が出てくるのか、私もよくわからないのですが……。

例えば、過去に説明できない部分があるので、直ちに10年国債がいいとか、そういうことにはならないように思います。これから推計するときの基準をどのように置くかということと、過去のそれぞれの、特に金融の自由化以前と自由化後 後といってもさらに段階があると思いますけれども の時期を説明することができるものが今後も適当だということには必ずしもならないと思うのです。むしろその時期に即したものを考えていただくという方が簡単なような気がします。

さきほど議論を申し上げ忘れたのですが、金融債と私募債の話が出ていましたけれども、金融債は残高的には減少の一途なので、余り重要ではない論点のように思います。他方、私募債

についてはかなり一般公募債との境界の定義のところグレーなものもありますし、金額的にも年によって非常に多い年もありますので、慎重に考えた方がいいのではないかと思います。

井原委員長 林委員、どうぞ。

林委員 私はちょっと気になるので、一言だけつけ加えさせていただきます。

藤井先生のその時その時によって利率を選択したらいいのではないかというご意見に対しては大反対でありまして、国民経済計算の計算方式というのは、ちゃんとした制度化されたものでないといけない。その都度推計の手法なり方法なりが変わるとというのは、これは大変まずいことになりまして、その度ごとに何か理由がついていないのはまずいのでありまして、適宜、状況に応じて比率を変えればよろしいという意見に関しては絶対に賛成できない。

井原委員長 どうぞ。

藤井委員 誤解を招いたようですので訂正させていただきます。

制度的枠組が異なるもとで同じデータをとったとしても意味が違ってくることがあり得ると思いますので、考え方の基本は前の議論、委員長からいただいたと思うのですが、考え方を一定にしておいて、それを具体的に表章する変数として、そのときの制度の下でどのようにするのが適正かという議論の余地はあってもいいのではないかと考えます。ただし、だからといって毎年変えるとかそういうことを言っているわけではありませんで、今日いただいた資料を見ると、やはり金融自由化以前というのは若干考えないと、今と全く同じに考えるのは難しいのではないかと思います。

林先生がおっしゃるように、基本的には一定の考え方のもとで推計されなければいけないし、継続性が重要だというのは、ご指摘のとおりだと思います。

井原委員長 どうぞ。

佐々木委員 本当に一言だけです。

私も、藤井先生の金融自由化以前の問題、ここでは市場利子率が全然ちゃんと働いていないわけですから、これはやはり検討される必要があると思います。

井原委員長 そこで、大変大きな問題が出てまいったわけでございまして、今日、突然ここで結論を出せというわけではございませんで、今後この検討会で検討していかなければいけないということでございます。

それで、きょうも作間先生から基本的ないろいろの理念について説明がございましたし、その他いろいろなことありましたので、今後時間をかけて検討していかなければいけないということになりますので、この計画については、事務局からお願いしたいと思います。

国民経済計算部長 私どもの方から、最後の議題でございますけれども、今後の予定等につきまして、資料6、今後のスケジュールをお配りしております。それをごらんいただきたいと思っております。

前回も今後のスケジュールということで紙をお配りしておったのですが、実は、第3回目の11月後半という日程は前回お配りしたのものにはなかったのですが、前回も今回も非常に重要なご指摘をいただきまして、やるたびに宿題も増えているような感じもいたします。そうした意味でも日程的に第3回を入れるということをお諮りしたいということでございます。

もう少し具体的な内容につきましては、課長の方から説明させます。

分配所得課長 それで、第3回の内容に関しましては、本日の概念的な部分、それと配分先等の個別課題の検討の分野、そういうものを並行してご議論いただきたいと考えております。それで、回数に関しましては、現時点の予定としましては当初予定の回数でまだ何回もありませんので、結果的にはおさまるかもしれませんが、一、二回ふえるという可能性が高いのではないかと思います、よろしくお願ひしたいと思います。

それで、個別の日程等の調整に関しましては、また委員長とご相談させていただいて、日程等を連絡させていただきたいと思っておりますけれども、会議日程の11月分の追加をお決めいただければその後そういう手順になると思っております。

井原委員長 ということで、議論をもう少し詰めなければいけないところがいっぱい出てまいったので、このような日程改定に関しては、これはよろしゅうございますか。ちょっと申し訳ないのですが、増えると思っております。それはお願ひしたいと思います。

それで、今後の日程の具体的なものですが、きょうは高木委員がご欠席ということもございますので、確定できないようなので、後ほどそれはご相談させていただきたいと思っております。

ここまでで、ほかにご質問等はございましょうか。

よろしゅうございますか。

本日は、大変多くの問題が残ってしまって、議題1に関しましては私募債とか、それをどこまで入れるかという話と証券会社をどうするかというのは、まだ結論は出ておりません。その点も今後議論していただきたいと思っております。

それから、作間委員の方からの説明、これはこれから検討していく段階で、きょうご報告いただいたような問題に随時戻るといって、引き続き検討を行っていきたいと思っております。

議題3の参照利子率が、こういうことになってしまいましたので、これをどういうふうにかえて処理していったらいいのか。今後本格的にこれも議論していかねばいけないというこ

とになります。引き続きお願いしたいと思います。

事務局の方でそのほかに何かございますか。

事務局 ございません。

井原委員長 それでは、時間が参りましたので、本日はこれで終了させていただきます。長時間ありがとうございました。