

# 経済・金融 フラッシュ

## 野田審議委員講演(9/25): 米国金融危機問題、資本調達の困難性が次の課題

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次

TEL:03-3512-1837 E-mail: yyajima@nli-research.co.jp

野田審議委員が9月25日に釧路市内で講演を行った。

野田審議委員は「国内景気のリスクは現在視野に入っている短期的なタームでみれば、上振れリスクよりも下振れリスクの方がクリアに見えている」、「08年より09年の方が減速感が強まり、2010年からの回復になる」との見通しを示した。

米政府の金融機関の不良債権買取スキームについて、市場の安定化のために機能していくことを期待するとしながらも以下のような問題点も指摘。

- ・ 不良債権の買取価格をどうするのか、価格の低い方で落札される傾向があるようだが、それで本当にいいのか
- ・ レベル3と呼ばれる市場価格自体が存在しない金融商品が金融機関のバランスシートが少なからず残っている状況で、そこには触らないのか

さらに、「米欧金融機関の市場資本の調達困難性や調達コストの際立った高まりはなんら変わっていない」との見方を示し、金融機関への資本の補填が次の課題であるとの認識を示した。

日銀が24日に初めて実施したドル供給オペが札割れとなった背景について「日銀の決定から実施までの期間を踏まえると市場関係者の準備が整わなかった可能性や、9月末越えドル資金の調達が早めに進んでいた可能性もある」との見解を示し、「次回のオペは年末越え資金調達にかかるため、今回よりもニーズは強いのではないか」と述べた。

今回の野田審議委員の発言から、①10月末の展望レポート（今回08年度-10年度の3カ年度が示される）で08-09年度の成長率の予想数値が（7月会合時点で下方修正しているが、さらに）下方修正される、ただし、回復シナリオは10年度を示す中で維持される見込み、②市場が読む「金融機関への公的資本注入が次の金融問題のステージ」との見方について、日銀内でも同様の見方である、ことなどが裏づけされた。

講演の要約は以下のとおり。

### 1. 講演:2008年、2009年と減速し、2010年に漸く成長率が高まる

（経済・物価の現状と先行き：経済は停滞、物価は上昇しているが二次的効果はない）

- 経済
  - ・ 経済は足もと停滞。停滞の要因は、エネルギー・原材料価格の上昇、輸出の鈍化。
- 物価
  - ・ 物価は上昇を続けているが、一次産品の価格上昇が賃金の上昇に繋がり、さらにそれにより価格転嫁が相乗的に進むという、二次的効果は確認されていない。
- リスク要因
  - ・ メインシナリオは、(1)エネルギー・原材料等の国際商品市況が落ち着くこと、(2)海外経済も減速局面を脱する、の2点が前提であり、これがそのままリスク要因。
  - ・ 海外経済・国際金融市場
    - 米国の一部金融機関がデフォルトに至ったことにより、米欧の金融機関による資本の調達に極めて困難になったことが、実体経済への負のフィードバックに拍車をかけることにならないかを、90年代の日本の経験を踏まえ、私は警戒している。
    - 米国経済の先行きの回復について、2つの継続中のダウンサイド・リスクがある。第1は、金融市場の混乱が実体経済に悪影響を及ぼし、金融システムと実体経済の間の「負のフィードバック」が益々懸念される状況となっている。第2は、問題の「火元」である米国の住宅市場の混迷について、底入れまでにはなお時間が必要とみられること。住宅市場が底入れし、つれて金融市場が本格的に落ち着きを取り戻し、実体経済は潜在成長率へ向かって回復の軌道に戻るといふ、FRBが抱いていると思われるメインシナリオの展望に確信が持てるようになるには、なお時間が必要。
    - 海外経済を総括すれば、米国経済が停滞感を強める中、非資源国における既往の交易条件悪化の影響等を背景として当面減速感が強まる。その先については、金融市場の混乱の鎮静化や米国住宅市場の調整が進めば、来年以降緩やかな回復局面に転じていく。暦年ベースでみるならば、「2008年、2009年と減速し、2010年に漸く成長率が高まる」との見通しを私は持っている。
  - ・ エネルギー・原材料価格の動向
    - 中長期的には新興国を中心に原油等一次産品の需要が一段と拡大することは最早否定できない。国際商品市況がかつての低い水準まで戻るとの楽観的な見通しを持つことは困難な状況。経済成長率およびインフレ率が相対的に高い新興国のインフレの加速はより深刻であり、世界経済が持続的に成長するうえでの新たなリスク要因として浮上。
  - ・ 2つのリスク以外にそれら程大きくはないものの、それらに付随するリスクとして視野に入れておくべき点＝企業部門の調整圧力を抱えていないという点
    - 設備投資：リスク要因の最初に述べた世界経済の下振れリスクが大きく顕現化した場合には、企業の支出行動の源泉である収益が下振れるとともに、短・中期的な期待成長率を下振れさせ、設備ストックの調整圧力を強める可能性
    - 雇用面：雇用者全体に占める非正規雇用のウェイトが3分の1まで高まっており雇用の調整は過去の景気調整・停滞局面に比べ容易かつ速やかに行われる可能性があります。このことは、企業収益を安定化させる一方で、家計からみると、所得、ひいては、消費に影響が出易くなるということでもあり、その面からは注意が必要。

### （当面の金融政策運営：予断を持つことなく機動的に運営）

- ・ この先、経済のダウンサイド・リスクが薄れ、物価安定の下での持続的な成長を続ける見通しの蓋然性が高まるのか、あるいは、下振れリスクが顕現化する蓋然性が高まるのかを、予断を持つことなく、あらゆるデータ・情報を丹念に分析し、見極めていくことが重要であり、それに応じて機動的に金融政策を運営していく。

## 2. 会見：米国金融危機問題、資本調達の困難性が次の課題

主な質疑応答は以下の通り。

### （景気の下ぶれリスクの現実性：下振れリスクの方が上振れリスクよりクリアに見えている）

「この1年を振り返ってみると、現にかねてから挙げていたリスクはあまり変わっておらず、少しずつ顕現化してきた。現在どちらかといわれると、視野に入っているところでは、下振れリスクの方が見えやすい。短いタイムで見ると、敢えて言えば下振れリスクの方が上振れリスクよりクリアに見えているという感じがしている」

### （回復時期は遅れるのではないかと：遅れているという認識はしていない）

「08年、09年というのは暦年ベースでは09年の方が08年より少し減速感が強まるのかなと思う。2010年からの回復とあいさつで申し上げているが、回復そのものは2009年後半あたりから回復の兆しが見え始めるのではないかと。いつ回復するのかという時点を必ずしも明示してこなかったが、現時点ではそのように見ている。だからといって回復が遅れているという認識はしていない」

### （なぜ回復時期を明示したのか：そのまま受け止めてほしい）

「1つは国際金融資本市場の緊張感が予想以上に高まってきている。それから、各中銀の資金供給努力もあって、緊張感がどんどん高まるという状況ではないものの、かといって先行き、にわかに緩和するというのも考えにくいということもある。そういった足元の状況を考えて、様々なリスクの状況を踏まえて、先行きの成長パスの時期を示した。したがってこうした時期を示したということをそのまま受けとめてほしい」

### （日銀が初めて実施したドル供給オペが札割れ：ニーズが欧米に比べると小さい）

「この原因は必ずしもきちんと消化しきれているわけではなく私見の域を超えないが、今回の実施について18日に決定して24日実施したということで、市場関係者の方がはたしてその準備がどうだったかという疑問が1つある。また9月末まであと1週間足らずという時期であり、金融機関が9月末という中間期を意識していることもあり9月末越えの資金調達が進んでいたのかもしれない。したがってオファーが1カ月物だったことや、日本でのオペレーションだったことも考えると、ニーズが欧米に比べて小さかったかもしれない。次回のオペは3カ月物であり年末越えであり、日本の金融機関、海外の金融機関ともに越えなければならない一つの山だ。そういう意味で今回のオペよりもニーズは少し強まるのではないかと考えている」

### （米政府の金融安定化策の評価：資本調達の高難性が次の課題）

「米議会で議論している公的機関による金融機関の不良債権買い取りは、市場で失われつつある金融商品の価格発見機能を補完し、究極的には市場の安定を高める施策だ。今回の施策がその目的に沿った方向に機能することを期待する。ただ、問題はその価格、価格が低い方が落札する方向のようだが、「安ければ安いほどいい」ということで本当にいいのか。また、市場価格そのものが存在しない「レベル3」の商品が、米欧の金融機関のバランスシートには少なからず残っている。こういったものにどのようなプライシングをするか、あるいは触らないのか。その辺の具体的なものが示されず、大枠が議論されているようだ。法案の成立を期待するが、個別具体的なものを見ないと評価は難しい」

「もうひとつ重要なのは、仮に金融機関の棄損度合いが明らかになった次の課題は、その補てんが必要か、必要ならどうするか。資本増強に成功した金融機関もあるが、総じて言えば、市場における資本調達の高難性、ないしは資本コスト、調達コストの際立った高まりは、基本的には変わっていない。資本調達の高難性が次の課題というか、同時に注視していかなければならない」

---

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。