

21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会

－ 中間論点整理 －

平成11年7月

21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会 名簿

座長	本間 正明	大阪大学副学長
	池尾 和人	慶応義塾大学教授
	伊藤 隆敏	一橋大学教授
	神田 秀樹	東京大学教授
	志村 哲男	(株)東京三菱銀行専務取締役
	関 哲夫	新日本製鐵(株)常務取締役
	田中 直毅	21世紀政策研究所理事長
	富田 俊基	野村総合研究所研究理事
	本間 忠世	東京中小企業投資育成副社長
	吉富 勝	アジア開発銀行研究所長
	吉野 直行	慶応義塾大学教授

21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会 中間論点整理
目次

1. 「資金の流れ」を研究する趣旨、目的	1
① 世界経済・金融の相互関連性の高まり	2
② 高齢化社会の到来が資金の流れの構造にもたらす影響	2
2. これまでの議論の整理	
(1) 今後の資金循環・経済動向と公的部門による資金調達のサステナビリティ	
① 資金循環の前提となる今後の経済動向、貯蓄・投資の動向	4
i) 経済動向	
ii) 民間投資の動向	
iii) 民間貯蓄の動向	
② 公的部門による資金調達のサステナビリティ	7
i) 公的部門による資金調達のサステナビリティ	
ii) 財政赤字が経済に与える影響	
iii) 国債の負担の再検討と効率的な資金配分	
iv) 地方財政の赤字を巡る論点	
③ 公的部門の資金調達、フロー及びストック管理のあり方	10
i) 広義のデット・マネージメント・ポリシーの必要性	
ii) フロー及びストックの認識・評価方法、ストックの管理に関する検討の意義	
(2) 資金の流れからみた効率的な金融市場と資金配分機能の強化	
① 現状認識	12
i) 金融市場のリスクテイク機能、価格機能の低下	
ii) 金融業の現状	
iii) 公的部門によるリスクテイクの拡大とその評価	
② 効率的な金融市場の整備に向けた展望	14
i) 効率的な金融市場のあり方	
ii) 効率的な金融市場の整備のための課題	
iii) 今後の金融機関と金融サービスの姿	
③ 効率的な金融市場と資金配分機能の強化に向けた対応	16
i) 金融システム改革と財政投融資改革	
ii) リスクマネーの創出と金融仲介機能の強化	
iii) 市場の機関化	
iv) ベンチャーキャピタル、M&A等の新たな金融サービスに必要な技能の高度化	
v) セーフティネットのあり方	
vi) 公的部門の役割	
参考 わが国の資金循環の動向	20

1. 「資金の流れ」を研究する趣旨、目的

バブル経済の崩壊以降、日本経済は、累次の経済対策や金融緩和にも拘らず、民需中心の自律的な成長過程へ円滑に移行できず、その潜在力を十分に発揮できない状況が続いている。また、一昨年秋以降の金融システム不安に対する緊急対応として金融システム安定化・信用収縮対策が図られる一方で、金融市場の価格機能やリスク配分機能は低下しており、貯蓄余剰下にも拘らず、リスクキャピタルが十分に供給されていないとの指摘がなされている。

このような状況を反映して、90年代に入り、資金の流れには大きな構造変化が生じている。フローベースで見ると、法人企業部門は、94年に54年の統計作成以来初めて資金余剰に転じ、98年まで5年連続して資金余剰を記録しており、特に、98年には、設備投資の抑制、バランスシート調整等に伴い、個人部門の資金余剰を上回る、国内最大の資金余剰主体（GDP比6.5%）となっている。一方で、公共部門は、バブル経済崩壊以降の累次の経済対策や税収の落込みの影響に伴い、98年にはGDP比で10.9%と70年代を上回る資金不足の水準となっており、公的部門の資金調達のサステナビリティに疑問が示される状況となっている。

また、ストックベースで見ると、わが国経済の成熟化に伴い、1200兆円を超える個人金融資産を含めて、国内非金融部門には1900兆円を上回る金融資産が蓄積されている。これは1998年の名目国内総生産のそれぞれの2.5年分、3.8年分に相当する巨額の資金であり、民間部門の設備投資や住宅投資、また、社会資本の原資として幅広く活用されている。他方で、公共部門は、金融負債が98年度末で名目国内総生産の1年分に相当する500兆円を超える水準にまで積み上がっている。

このようにストックが拡大したわが国経済においては、ストック面での動きが、消費や投資などのフローの動きに大きな影響を与えることもある。法人企業部門がフローベースで94年以降資金余剰の度合いを拡大している要因の1つとして企業の過剰債務というストックの処理（金融機関の貸出金の償却等）があったことがその一例といえるかもしれない。こうしたことを踏まえれば、わが国経済を分析するに当たってはフローだけをみるのではなく、フローとストックの双方を関連づけて分析する必要性が高

まっている。そのためにも、それぞれの部門におけるストック面の分析を資産・負債両面から深めていく必要があるだろう。

今後の政策対応を考えるに当たっては、上記の点に加え、以下のような経済の構造変化を踏まえていく必要があるものと考えられる。

① 世界経済・金融の相互関連性の高まり

経済・金融の国際化は、資金の流れに大きな影響を与えている。80年代初頭以降の金融・資本市場の自由化が、情報通信技術の発達と相まって、国境を超えた金融取引を飛躍的に増加させた結果、世界の金融・資本市場はその相互関連性を強めている。それに伴い、資金の効率的な運用・調達の可能性が広がるとともに、直接投資を中心とした国際的な民間資金の移動は、世界経済の成長の源泉となっている。同時に一国の経済政策は他の国への影響を無視しては考えられない状況になっている。こうした状況の下、短期資金の管理や国際的な金融監督のあり方、各国の経済政策のあり方などを巡る議論が、サミット、G7、BISなどの国際フォーラムの場で活発に交わされている。

② 高齢化社会の到来が資金の流れの構造にもたらす影響

さらに、21世紀初頭には、日本経済はこれまで世界の国々が経験したことの無い超高齢化社会へ移行していく。こうした高齢化の進展が資金の流れと表裏の関係にある貯蓄・投資や経済成長にどのような影響を与えるかについて、適切な見通しを持つことは、高齢化に伴い歳出圧力が高まる公的部門の資金調達を円滑に実現していくために不可欠である。

このような構造変化の中で、21世紀の入り口である2001年に向けて、金融システム改革、財政投融资改革に伴う財投債や財投機関債の発行、郵貯、年金の自主運用の開始など、資金の流れの構造に大きな影響を与える種々の改革が進行していくこととなる。

21世紀の資金の流れの構造変革に関する研究会は、こうした問題意識の下、

- ・ 少子高齢化が進展していく中で、21世紀初頭の資金の流れの構造をどのように考えるべきか、
- ・ 経済の潜在力を高め最大限発揮するために、効率的な資金配分を確保していく上での政策課題は何か、
- ・ 市場を通じた効率的な資源配分に加え、公的部門が果たすべき役割は

何か、
というテーマに関して、1年程度をかけて研究を行うことを目的として、4月23日に第1回会合を開催し、7月1日の第8回会合まで広範な視点から議論を交わしてきた。本中間論点整理は、これまでの議論の過程で提起された意見や浮き彫りとなってきた論点を整理し、夏以降の研究につなげていこうとするものである。

2. これまでの議論の整理

これまでの研究会の議論を二つの視点で整理した。まず、第1節の「今後の資金循環・経済動向と公的部門による資金調達のサステナビリティ」では、資金の流れと実体経済との関連に重点を置き、21世紀初頭の資金の流れの構造変化を展望するために、経済動向及びISバランスがどのような姿になっていくかを検討し、その上で、公的部門の資金調達のサステナビリティを巡る議論を整理した。第2節の「資金の流れからみた効率的な金融市場と資金配分機能の強化」では、主に、金融市場の機能に着目し、効率的な金融市場のあり方を展望するとともに、資金配分における公的部門の役割を巡る論点の整理を行った。

(1) 今後の資金循環・経済動向と公的部門による資金調達のサステナビリティ

21世紀の資金の流れの構造変化を展望するに当たっては、高齢化の進展の中で、21世紀初頭の経済動向及びISバランスがどのような姿となっていくのかについて幅広くシナリオを描く必要があるとされた。また、公的部門のISバランスに関しては、仮に潜在的な経済成長が実現されても、相当規模の財政赤字が残るとみられることから、そのマクロ経済への影響と財政赤字のサステナビリティに関して検討を深める必要があるとされた。さらに、公的部門による資金調達に関しては、国債、地方債とともに、今後発行されることとなる財投債、財投機関債など、公的部門全体の資金調達の観点から検討する必要があるとの指摘がなされた。

① 資金循環の前提となる今後の経済動向、貯蓄・投資の動向

i) 経済動向

一昨年来の景気の低迷に関しては、その原因を、需要サイド、すなわち、金融システム不安、アジア通貨危機等に伴う需要不足に求める見方が示されるとともに、日本経済が90年代の長期低迷から脱しきれない原因を構造問題に求める見方が示された。具体的には、冷戦後の世界で

の大きな産業構造の変化への対応が進まず、また金融機関の不良債権問題と企業の不良資産問題が継続しており、金融機関の資本不足に伴う融資の抑制や不良資産による企業の信用力の低下を通じて、設備投資や生産活動にマイナスの影響を与えているとの指摘がなされた。また、今後の経済成長の中心となるべき第3次産業の低生産性が日本経済の制約要因となっているとの見方が示された。さらに、貯蓄余剰下にも拘らず、日本にはリスクキャピタルが不足しており、成長分野に十分な資金が提供されていないとの指摘がなされた。

今後の中長期的な潜在成長率に関しては、労働の伸びが期待できない中で、技術進歩をどう見込むかにより、複数のシナリオが描け、情報化の進展に経済システムが適切に対応し、構造改革が進展できれば、高い技術進歩が期待できるとの見方が示された。また、こうした今後の構造改革の進展に関しては、米国の情報化投資の進展とソフトウェア産業の隆盛に伴う技術進歩率の高まりを考慮すべきとの見方とともに、日本経済の構造問題の深刻さを指摘する慎重な見方が示され、さらには、構造改革の効果の発現には時間がかかることに留意が必要との見方が示された。また、現在の労働分配率の高まりにみられるように、資本コストに比べて賃金が相対的に高水準となっており、労働市場の価格面の硬直性や流動化に関する対応が必要との指摘もなされた。

ii) 民間投資の動向

現在の設備投資の低迷に関しては、2%程度とみられる趨勢成長率と総合的な設備投資の水準からみて、設備投資が減少し始めた97年央の時点ではマクロ的にみれば過剰な資本ストックは累積しておらず、不良債権の処理が進み、需要が回復すれば、設備投資も回復するのではないかとの見方が示された。一方で、企業の期待成長率は大きく低下しており、また、企業部門に過剰設備、過剰債務、過剰雇用の問題が発生していること等から、設備投資の低迷は相当長期なものと考えざるをえないのではないかとの指摘がなされた。また、設備投資及びそれに関連する設備過剰、雇用過剰等は、業種別、規模別に相当の相違がみられ、設備投資の見方については業種・規模別に分析を深める必要があるとの見方が示された。

今後の設備投資の水準に関しては、資本係数（1単位のGDPを生産するために必要とされる資本ストックの量）との関係を中心に様々な議論が行われた。日本の資本係数は、当初の欧米に比べて低い水準から7

0年代以降安定的に上昇を続け、90年代に入り、欧米を上回る水準になったとみられるが、現在は景気の低迷もあり、不安定な動きを示している。こうした資本係数の動きを、現在の設備投資の低迷と合わせて、どのように解釈するかに関して見方が分かれた。まず、わが国では資本に比べて、労働、土地という生産要素が相対的に不足しており、資本ストックの高い伸び、すなわち、高水準の設備投資で労働、土地の不足を補う必要があるとみられること、設備投資の水準は国内の貯蓄の水準と高い相関関係があること等から、引き続き、高水準の設備投資が見込まれ、資本ストックや資本係数は安定的に上昇していくとみるべきではないかとの見方が示された。一方で、国内の資本コストも、相対的に貯蓄不足の下で高水準となっている国際的な水準に収斂していかざるを得ず、国際的な資本コストに見合った資本ストックや資本係数の水準に向けて、資本コストが設備投資を抑制する要因として働くことになるのではないかとの見方や、日本の設備投資の水準は欧米と同様に企業内のキャッシュフローの範囲内に抑えられていくのではないかとの見方が示された。

また、資本の水準や効率性を図るために、資本の限界生産力やROE等の収益性のパフォーマンスについて分析する必要があるとの見方が示された。また、設備投資と、資本と労働の相対価格の変化、最適資本構成等との関係についても分析を深める必要があるとの指摘がなされた。

なお、設備投資に関連して、最近のソフトウェア産業等、非装置産業、知識集約産業の隆盛は人的資源の活用によりもたらされたということにみられるように、従来の設備投資、資本ストックの蓄積といった概念で把握できない成長経路のウェイトが今後増すと考えられ、経済と資本ストック、資本係数との関係もそうした観点から再検討すべきではないかとの指摘がなされた。これに対しては、現時点で同産業の経済全体に占める比率は小さく経済全体への影響は限られたものとなろうとの見方が示される一方、情報技術という人的資本の高まりや情報技術を体化した設備投資の増加が経済活動へいかなる影響を与えるかについて考察することは重要な論点であろうとの見解が示された。

iii) 民間貯蓄の動向

貯蓄の動向に関しては、日本の高い貯蓄率をどのように考え、高齢化の進展の中でどのように推移するとみるべきかについて幅広く議論された。

70年代半ば以降低下を続けた日本の貯蓄率が90年代に高止まりし

ていることに関しては、利子収入が減少したことに伴い高齢者が貯蓄を増加させているとの見方とともに、現在の貯蓄率の水準は最適な水準よりも高止まりしている可能性があるとの見方が示された。具体的には、高齢者は将来の介護や病気に備え、若年者や中高齢労働者はリストラへの警戒や年金制度の維持可能性への不安から貯蓄率を高めている、日本の貯蓄は不動産に過大に配分されその不動産価値を活用する手段に制約があるため高齢者の貯蓄率が高止まっている、サービス価格を中心とした物価水準の高さが高貯蓄に結びついている等の見方が示された。さらに、こうした必要以上に高い貯蓄水準を是正する必要がある、例えば、年金制度の実態についての国民の理解を促進するとともに、リバースモーゲージ等不動産の流動化を図るべきとの指摘がなされた。一方、貯蓄率が高過ぎるとみるよりも、景気低迷による設備投資の低下で貯蓄超過が生じていると考えるべきであり、政策的に貯蓄率を引き下げていくことが、今後の日本のISバランスを考える上で、望ましいことといえるのかとの指摘も示された。

高齢化の進展に伴う貯蓄率の推移に関しては、高齢者の高い貯蓄率により、マクロの貯蓄率も高止まるとの見方がある一方、世帯種別のデータに含まれていない「子供との同居世帯」の高齢者の貯蓄行動を考慮すると、高齢者の貯蓄率は必ずしも高くはないのではないかとの見方や、少子化に伴って遺産動機による貯蓄が減少するのではないかとの見方が示され、団塊の世代の引退により本格的な高齢化社会の到来を迎える21世紀初頭に向けて、貯蓄率がどのような推移をたどるのかについて必ずしも明らかではなく、相当幅をもってみる必要があるとの指摘がなされた。

② 公的部門による資金調達のスステナビリティ

i) 公的部門による資金調達のスステナビリティ

わが国の99年度末政府債務残高の対GDP比は120%と先進国の中でも高水準である上に、名目金利が経済成長率を上回っている状況では政府債務残高の対GDP比を発散させないためにはプライマリー黒字が必要であるにも拘らず、実際のプライマリー収支が大幅な赤字であることから、わが国の公的部門の赤字は既にサステイナブルな状況ではないとの指摘があった。また、巨額の構造赤字が存在しており、事前的に見

て I S バランスが崩れつつある可能性があるので、サステナビリティについて、一定の趨勢成長率を前提として部門別の I S バランスを描いて検討してはどうか、との指摘があった。

また、一層の高齢化の影響、特に、年金、医療等の社会保障負担の増大が公的部門のサステナビリティに与える影響や、年金積立金の推移が資金フローに与える影響について整理していく必要があるとの指摘がなされた。

さらに、財政支出を効率的なものとし、財政健全化を進めていくために、何よりも、行政サービスの受益とその裏腹にある負担との関係を明らかにし、これについての国民の認識を深めていくことが重要であるとの指摘がなされた。そのほか、財政再建の観点から、経済動向等を考慮した複数の財政再建シナリオを作ってみてはどうか、また「EMUに加盟できる程度の水準」といった先進国として適当な財政再建の目標を作ってみてはどうか等の指摘があった。

なお、財政赤字に対する欧米主要国の取り組みについて、米国では1990年に O B R A (包括財政調整法)が成立し裁量的経費についてキャップが導入され、義務的経費と税制にはペイ・アズ・ユー・ゴー原則が導入された結果顕著な改善が見られ、また欧州主要国でも同様に財政再建のためのルールが採用されてきたとの指摘があった。

ii) 財政赤字が経済に与える影響

資本移動が自由な国際的金融市場の中で先進国間の実質金利は連動性を高めているという認識を前提に、財政赤字が経済に与える影響については、それが世界の実質金利にどのような影響を与えるかというアプローチでみる必要があるとの指摘がなされた。その際、世界の資本市場が完全に統合された状態では政府債務残高が GDP 比で 1% 増えると世界の実質長期金利は 0.25% 上昇するという分析があるとの紹介があった。また、国際金融市場の相互関連性の高まりは、市場が財政の健全性について疑いを持った場合に当該国に対してリスク・プレミアムを課す可能性を含んでおり、日本は貯蓄率が高いから国債を大量発行しても問題は生じないとの考え方は不适当であるとの指摘がなされた。

この関連で、わが国の財政赤字の大きさにも拘らず、現在の実質金利が他国のそれより低い状況にあるのは、国内からの資本流出があるレベルで止まっていることがあるのではないかとの議論があった。その背景については、民間金融機関の経営に余裕がなくなっていること、為替変

動リスクへの懸念が大きいこと、外貨建金融商品に国民がまだアクセスしにくいこと等が考えられるとの指摘とともに、仮に海外への資本流出が拡大するような場合には実質金利への影響が顕在化するであろうとの指摘があった。

なお、わが国においては、昨年末の長期金利の上昇を踏まえると、それが一時的であったにせよ、財政赤字によるクラウディングアウトが既にある程度起こっている可能性もあるとの指摘があった。また、わが国のクラウディングアウトは、民間金融機関、資金運用部等が国債を保有する傾向が強いため、国債の大量発行が直接的にクレジットのチャネルを減少させるという形で生じているとの可能性も指摘された。

そのほか、複数の先進国で、財政赤字が一定レベルを超え財政に対する信認が低下すると、国民が間もなく増税になるだろうと考えて行動する結果、通常期待される需要創出の効果と逆の効果がでてしまうという現象、すなわち、「非ケインズ効果」がみられたとの指摘があった。

iii) 国債の負担の再検討と効率的な資金配分

国債の負担については、世代間の公平性の問題に加えて、国債の発行の裏側にある公共経済が量と質の両面で民間経済ひいては国民経済にどのような形で影響を与えているのか、言い換えれば民間経済と公共経済の間の資源配分及び公共経済の中の資源配分のあり方について検討すべきとの見方が示された。この関連で、わが国の地域ごとの社会資本のプロダクティビティーについての推計結果に基づき、国債を通じてファイナンスされる政府支出のプロダクティビティーが国債の利回りを下回る分は国民の将来の負担になっており、効率的な公的部門の資金配分をどのように確保するかが重要であるとの指摘があった。これに対しては、社会資本の効果の研究には社会資本の配分が非効率であることを示しているものがあるものの、他方で社会資本整備には国民の厚生を高めるという効果もあり、それは必ずしも数量的には検証できないこと等を指摘し、公的資金配分の効率性の検証が容易でないことを指摘する見方もあった。

また、こうした国内における資金配分としての側面とともに、日本における国債の負担について、世代間の公平性の問題を別とすると、対外債務という形でファイナンスしてもらうのでなければ、全体として負担は生じないのではないかという見方があるが、マクロ的には国債負担の増大による国内貯蓄の減少を通じ潜在的な経常収支黒字の減少、さらに

は赤字化という形で国債の負担が発生してくるという見方もあり得ることから、こうした点を整理する必要があるのではないかと指摘がなされた。

iv) 地方財政の赤字を巡る論点

効率的な財政資金配分の達成という観点から、地方の自律性、自己責任を高める必要があり、受益と負担の関係に関する住民の認識を深める必要があるとの指摘があった。また、これに関連して、地方財政について国としてサポートするナショナル・ミニマムの基準を作り、それ以上の水準の行政に対して地方に責任を持たせる必要がある、地方の自立のためのシナリオを描く必要がある、等の見方が示された。地方の資金調達のあり方については、地方債証券は銘柄によって一定の利回り格差を持って取引されているのが実態であり、市場との関係を考えると、発行条件についても一層マーケットを反映したものにするなど、見直しを迫られる可能性があるとの指摘があった。

③ 公的部門の資金調達、フロー及びストック管理のあり方

i) 広義のデット・マネージメント・ポリシーの必要性

国全体の債務の把握に努める必要があり、そのために、国債のみならず、地方債、財投債、加えて政府保証債、年金の将来債務などオフバランスシートの領域に範囲を広げるとともに、現在の債務にとどまらず将来債務についても割引現在価値で考えて管理すること等、広義のデット・マネージメント・ポリシーについて検討していく必要があるとの見方が示された。

また、国債発行に関しては、歳出、歳入の収支を合わせるという国債管理に止まらず、よりアクティブな国債政策に転換する必要があり、財政の単年度主義にも関連してくることであるがlong-runに立って国債の調達コストを最小化するためのマネージメントはどうあるべきかを考える必要があるという指摘とともに、財投債の発行をも視野に入れて、市場の流動性を考慮した国債の発行、超長期債、ストリップ債、貯蓄国債等の発行といった種類の多様化という観点も重要であるとの指摘があった。

ii) フロー及びストックの認識・評価方法、ストックの管理に関する検討の意義

経済のストック化の進展の中で、金融機関の不良債権、企業部門の不良資産、年金の将来債務など、ストック面での問題が経済主体の行動に影響を与えている可能性があるとの指摘がなされ、公共部門を含めて国内各部門のバランスシートの現状を整理することが重要との見方が示された。また、公的部門に関しては、各年度の歳入歳出とともに、フローとストックの認識・評価方法に関して検討を深める必要があるとの見方が示された。

(2) 資金の流れからみた効率的な金融市場と資金配分機能の強化

日本の金融市場には資金余剰下にも拘らずリスクキャピタルが不足しているという問題意識が示され、効率的な金融市場を展望する上で、あるべき金融機能を考察した。その結果、今後は、金融の持つ機能のうち、特にリスク管理、情報の提供の機能、ガバナンスの機能を強化する必要があり、また、経済の多様性を確保していくために market-based システムに移行すべきであるとされた。このため、特に当面は、いわゆる「市場型間接金融」の拡大とともに、ガバナンスの機能など日本の金融市場に不足している機能の拡充が目指すべき方向であるとの見方が示された。そのためには、現下の緊急対応に伴う政府によるリスク負担の代行の拡大により歪められている市場のリスク配分機能及び価格機能を回復し、市場の規律・ガバナンスが働く仕組みにすること、及び高度の金融技術を備えた人材を育成し、活用する仕組みを社会に確立することが今後の課題であるとされた。

また、このように金融市場が、その本来期待される機能を回復・拡充していく中で公的部門はどのような役割を果たしていくべきかについて検討を進める必要があるとされた。

① 現状認識

i) 金融市場のリスクテイク機能、価格機能の低下

日本は、国民経済全体としてみれば資金余剰下にも拘らず、金融市場を通じて、リスクキャピタルが今後のわが国の経済を支えるべき成長分野に十分かつ円滑に流れていないとの指摘とともに、金融市場のリスク配分機能、価格機能が十分に機能していないとの懸念が示された。

こうした金融市場の市場機能の低下の背景としては、足元の経済の問題として、金融機関が不良債権の処理に取り組む中で融資対応力が低下していること、金融システム不安に対する緊急対応として金融市場に対する公的部門の関与が強まっていることが指摘されるとともに、より長い目で我が国の金融市場を眺めて見た場合の問題として、従来の高成長下での土地担保を中心とした銀行の貸出行動がプロジェクトファイナンスの方向に十分に転換されていないとの見方や、キャッチアップ型経済の終焉により経済活動の不確実性が高まる一方、資金余剰基調が定着し

たことに伴い、資本の効率的な活用が高成長下と比較して困難になっているとの見方、さらには我が国にはそもそもリスクテイク者がいないのではないかとの見方が示された。

ii) 金融業の現状

金融業の現状の評価に関しては、金融業は、資金の仲介業からリスクの仲介業へという方向で進んでおり、そのような中で、総合的なリスク管理の強化、信用リスクの計量化に取り組んでおり、いずれリスク要因を反映した貸出しマージンを設定することとなれば資金配分が適切に行われるようになるとの見方が示された。一方、わが国の商業銀行は、米国と比較して、フィナンシャル・サービス・インダストリーとして、市場のニーズにあったビジネスが提供できるようなリスクマネジメント体制を構築できる状況には至っていないのではないかとの懸念が示された。これに対しては、総合的なリスク管理を行うには大規模な装置・システムが必要であり、銀行業は一定の規模を持つとともに、規模に応じて質的な変化を遂げる必要があり、これができる銀行とできない銀行に分かれていくのではないか、この意味で銀行業を一括りに考えるのは適当ではないとの見方が示された。

iii) 公的部門によるリスクテイクの拡大とその評価

公的部門と金融市場の関係では、一昨年秋以降の金融システム不安に対する緊急対応として金融システム安定化策や信用収縮対策が図られ、破綻金融機関の公的管理や民間金融機関に対する資本増強が行われるとともに、信用保証協会による保証、政府系金融機関の融資、日本銀行のCP購入などの拡大がみられた。これらの措置は緊急避難的措置としてやむを得ない面があるものの、わが国の金融市場の資金配分において、公的部門によるリスク負担の代行が著しく拡大している。

預金保険機構による預金等の全額保護措置も含め、このような公的部門によるリスク負担の代行は、リスクテイクをしようとする主体が本来認識すべき私的なリスク負担の機会費用を直接認識することを阻害することによって、リスクテイクに係わるプライシングの歪みを生じさせているとの指摘がなされた。また、公的部門によるリスク負担の代行は、社会的なリスク負担の機会費用として結局は納税者の負担となるのであるが、対応関係が迂遠なため社会的な機会費用と私的な機会費用とが乖離し、ここから生ずるプライシングの歪みは、一方で野放図なリスクテ

イクを引き起し、他方、政府によるリスクの肩代わりが期待できないところでは過度のリスク回避を発生させ、結果として資金配分の歪みを生じさせている可能性が高いとの指摘がなされた。

また、金融システム改革の理念は、監督、規制は必要最小限として民間の力を発揮させることにあったが、現実には金融危機への対応の必要性もあり、公的部門の金融市場への関与は、むしろ強まっている。ニューヨーク、ロンドン並みの国際金融・資本市場を構築するとの目標に向けて、再度、金融システム改革の理念、行政と民間の関わり合い方を整理する必要があるのではないかとの指摘がなされた。

② 効率的な金融市場の整備に向けた展望

i) 効率的な金融市場のあり方

効率的な金融市場のあり方を考える場合、金融市場を「業態」「制度」から見るのではなく、その機能に着目してみることに重要との指摘がなされた。学術的には金融の機能には、①決済機能、②小口資金の集約化、投資対象の小口化、③資金の移転、④リスク管理、⑤情報の提供、⑥誘因問題の処理（ガバナンスの機能）、の6つがあるとされるが、日本の金融市場ではこのうちリスク管理、情報の提供、ガバナンスの機能が現状では十分発揮されていないとされ、こうした機能が十全に提供できるような効率的な金融市場を作っていく必要があるとの見方が示され、研究会においても支持を得た。

また、キャッチアップの過程が終了した日本では、産業構造の転換、新規産業の創出等の革新的活動を促進するための多様性の確保が不可欠であり、日本の金融システムは、メインバンク制に見られるような従来の「銀行」という仲介機関を中心にした bank-based システムから価格の伸縮性や情報提供機能に優れた market-based システムに変わっていかざるを得ず、そのために、金融仲介は、預金等の fixed claims の金融商品（請求権の価値が固定された金融商品）で資金調達を行う「伝統的間接金融」から、証券等の mark to market された金融商品（請求権の価値が市況に応じて多様に変動する金融商品）で資金調達される「市場型間接金融」への転換を目指すべきであるとの指摘がなされた。

さらに、とりわけ企業の創業期、再編期においては、資金の提供の機能とともにガバナンスの機能や情報提供の機能が求められており、日本

の金融市場に不足しているこれらの機能を拡充するため、ベンチャーキャピタルやプライベート・エクイティ・ファンド等の「alternative investments」と呼ばれる新しい金融サービスを併せて確立していく必要があるとの指摘がなされた。

ii) 効率的な金融市場の整備のための課題

効率的な金融市場の整備を進めていくための今後の課題としては、(a) 政府によるリスク負担の代行の拡大により歪められている市場のリスク配分機能及び価格機能を回復すること、すなわち、リスクテイクする主体にリスクテイクのコストを私的な費用としてきちんと認識させ、私的費用と社会的費用の間の乖離を解消し、規律・ガバナンスが働く仕組みにすること、(b) リスク分担の機会を拡大し、リスク負担の機会費用を低下させ、日本経済の再活性化に必要な経済的冒険を促進すること、が挙げられた。

また、このためには、(a) 政府によるリスク負担の代行費用の徴収（政府が関与を続ける場合には、リスクテイクする主体に中立的な費用負担を求める）とともに、(b) 請求権の価値が市況に応じて変動するような金融商品が、幅広く、厚みを持って、かつ信頼される形で提供されることが必要であり、現在の銀行を経由した既存チャンネルと資本市場を経由した新規チャンネルがバランスをとって発展するという複線型のシステムへ転換すること、(c) 「alternative investments」に携わる専門的な知識・技術を有する人材を育成するとともに、こうした希少な人材を社会の中で有効に活用する仕組みを確立すること、が必要であるとの見方が示された。一方、日本は伝統的に銀行部門が非常に優位を占めており、簡単に資本市場中心の米国型のシステムには移行できないのではないかとの見方も示された。

さらに、今後、インターネット取引やクロスボーダー取引の増大が予想される中で、それらに対応した取引システムや決済システムなどの制度面やシステム面における市場インフラの整備を進める必要があるとの指摘がなされた。

iii) 今後の金融機関と金融サービスの姿

将来の金融機関の姿としては、機能的に多様化が図られることが金融業の活性化のために不可欠であることから、様々な機能の組み合わせを持った金融機関があらわれると考えられ、その中で、総合金融機能を有

するものもあらわれようが、今後環境変化の中で要求される総合金融機能の組み合わせの内容はこれまでの総合金融機能とは異なってくるものと考えられ、一旦、現在の金融機関のもつ機能を解きほぐし、その上で要求される機能が再度組み合わされた形で多様な総合金融機関が登場してくるということになるとの見方が示された。

また、今後の金融サービスについては、企業の内部資金調達の拡大や金融機関の資産の流動化の動きに伴い、資金仲介機能の比重は低下し、リスク管理機能や流動性管理機能が中心となるとの見方とともに、企業の統合・分割も資金配分の一形態と考えれば、M&Aの仲介や事業の再構築に関する情報提供機能への要請が高まるとの見方が示された。

③ 効率的な金融市場と資金配分機能の強化に向けた対応

i) 金融システム改革と財政投融资改革

金融システム改革と財政投融资改革は金融市場における資金の流れに大きな影響を与える改革であり、こうした制度改革が、効率的な金融市場を構築していく上で、全体として整合性のとれたものとなっていくように配慮する必要があるとの認識が示された。

ii) リスクマネーの創出と金融仲介機能の強化

1200兆円を超える個人金融資産を効率的に運用するとともに、成長分野の資金需要に対して経済社会全体でリスクテイクしていく必要があり、このような投資者側と資金需要者側の双方のニーズを結びつけるため、日本の金融市場におけるリスク配分の効率化とリスク負担能力の向上を図り、経済成長の源泉となる、いわゆるリスクマネーを創出していく必要があるとされた。そのためには、「市場型間接金融」の中核となることが期待される投資信託等の集団投資スキームの整備を図っていくことが重要との見方が示され、特に、集団投資スキームに対する信頼性を確保するためには、投資者側に適正な control right（ガバナンス）の配分が行われ、受託者責任の履行を担保できる枠組みが必要との指摘がなされた。また、投資者のリスクテイク能力の拡充とともに、投資者が自己責任に基づいてリスクテイクをする上で、発行体のディスクロージャーの一層の推進、企業会計原則の整備が重要との見方が示された。

その他、ユーザーから見た場合に、我が国の金融機関には、今後、事

業を再構築していく上でリスクテイクを的確に行っていくための判断基準をスピーディーに提供してくれることが期待されるとの指摘があった。また、現在、金融の機能面に着目した新しいルール of 枠組みとしていわゆる「金融サービス法」の検討が進められているが、このような枠組みが整備されれば、金融に対する利用者のニーズが多様化する中で金融イノベーションを促進するとともに適切な利用者保護がより一層図られることになろうとの見方が示された。

iii) 市場の機関化

金融市場における年金・保険等の機関投資家のプレゼンスの増大という、市場の機関化の流れが市場及びその参加者にどのような影響を与えるのか、また、市場秩序の確保の観点からどのような枠組みを設定する必要があるのか、について検討する必要があるとの見方が示された。

この関連で、巨大な公的機関投資家である郵便貯金、年金資金の自主運用に関しては、公的部門の金融市場への関与のあり方とともに、公共的側面を踏まえた民主的統制の在り方やポートフォリオの組成などについて、議論を深める必要があるとの指摘がみられた。特に公的年金に関しては、強制徴収された資金を十分な民主的統制なしに市場でリスクを伴って運用することは不適當ではないかとの指摘があった。また、市場での自主運用に関しては、本来、市場での運用を行う機関が発行する securities は mark to market されるものであるべきであり、そうではなく fixed claim の金融商品の提供を行うのであれば、自己資本の充実、又は、保証料の徴収等何らかの形で fixed claim の金融商品の受益者にリスク保証に係るコスト負担をさせる仕組みを導入すべきではないかとの見方が示された。

iv) ベンチャーキャピタル、M&A等の新たな金融サービスに必要な技能の高度化

「alternative investments」と呼ばれる新たな金融サービスの中核となるベンチャーキャピタル、M&A等を創出していくには、若いシーズをすくい上げ育てていくための高度な技術面、経営面での知識等に関する技能を高めていくことが不可欠であるとの見方が示された。例えば、ベンチャーキャピタルの役割は、資金供給の機能に加えて、ベンチャー企業家に対する経営面での規律付けと、技術面を含めた高度なアドバイス等のサポート機能にあると考えられるが、こうした機能を提供できる

人材が現在の日本の金融市場には不足しており、今後各種サービスの提供と並行して、技能の高度化を図っていくことが重要との指摘がなされた。また、こうした希少な人材は社会全体で有効に活用していく必要があり、人材のリサイクルのための仕組みを整備していく必要があるとの指摘がなされた。

v) セーフティネットのあり方

自己責任に基づいた効率的な金融市場を構築していく上で、セーフティネットのあり方について検討を深める必要があるとの認識が示され、様々な角度から議論が行われた。

まず、システミックリスクに関して、従来、資金面の決済機能を中心に議論されてきたが、今後は、機械化なり、システム化が進んだ金融業では、最終的に、証券決済等も含めてシステミックリスクを考えていかなければならないのではないかとの指摘がなされた。

また、将来信用リスクの計量化の技術が進み、保険料率やB I S規制に計量化されたリスクを反映させることができるようになれば、システミックリスクは相当程度回避できるようになる可能性はあるとの見方や、早期是正措置など金融機関の経営の健全性の確保のためのプロセスが適切に行われれば、預金全額保護の特例措置が解除されても預金者が実際に損失を被る可能性も抑制され、システミックリスクの問題は相当程度解消されるのではないかとの見方が示された。一方で、新しいファイナンス・インストルメントが次々に開発される時代には、システミックリスクは起こってみないと分からないという側面があることを認識した上で、システミックリスクに対する制度的な準備をしておくことが重要との指摘もなされた。

さらに、システミックリスクのコントロールに関して重要なことは、システミックリスクが起きた際にも市場流動性が確保されることであるとの指摘がなされた。金融システムの安定を図る上で一番恐れるべきことは、市場が消滅してしまうこと、すなわち、提供すべき資金を引いてくる先としてあてにしていた市場がなくなってしまうような事態であり、このような事態を回避するため、マーケットに最低限の流動性を絶えず提供していけるようなシステムを確保することが、今後のセーフティネットのあり方を考える上でのポイントではないかとの指摘があった。

預金保険制度については、現在の特例措置の下、預金者だけでなく、インターバンク市場の参加者をはじめあらゆる債権者が保護され、さら

には、証券、保険に関しても特例措置が採られているが、特例措置を解除するに当たり、保護の対象をどう考えていくべきかとの指摘や、特例措置の解除はあるべき金融システムの姿を考えた場合にモラルハザードを回避する上で自然なことであり、特例措置は既得権益ではなく単に5年間凍結しているに過ぎないというシグナルを絶えず市場に送り続けていくことが重要であるとの見方が示された。

vi) 公的部門の役割

公的部門の役割に関しては、効率的な資金配分を実現するうえで政策金融の意義は何か、また、効率的な資金配分に加え、公共部門が果たす役割は何かについて検討を深めるべきとの見方が示された。

財政投融資改革に関しては、資金の流れにどのように影響を与えるかを検討する必要があるとの指摘がなされた。財政投融資改革により、市場を通じた資金調達となれば、資金運用部は財政投融資対象機関が金融市場で行う資金調達を一括して行う役割を果たすことになるという見方が示された。また、財政投融資対象機関の資金調達に関しては、調達コストの最小化等の観点から財投債による資金調達が基本であるとの見方が示されるとともに、財投機関債の発行を通じたガバナンスの向上による財政投融資対象機関の効率性の向上という面も考慮する必要はないかとの指摘があった。さらに、財政投融資制度が市場化を進めても政策金融の果たすべき役割は変わらず、結局政策金融のあり方は個々の特殊法人のあり方の問題に帰結するのではないかとの見方が示された。

おわりに

以上、これまでの研究会の中で提起された意見や論点を踏まえ、夏以降さらに検討、研究を進めていくこととしたい。