

## 時論

### 日本の金融システムは進化したのか

10月から11月にかけて、「金融システムレポート(日本銀行)」「金融レポート(金融庁)」「平成29年度金融行政方針(同)」が公表され、政策当局の金融システムに係る現状認識と諸施策の基本方針が明らかになった。

その内容を大まかにまとめると、現在の金融システムの安定性は評価しつつも、金融機関に対しては伝統的銀行業務の収益力低下を指摘するとともに、顧客本位と持続可能性を両立させるビジネスモデルとガバナンスを確立し、以って日本経済の成長と国民の資産形成への貢献を求めるといったものである。

こうした課題は、「FREE(市場原理が働く自由な市場)、FAIR(透明で信頼できる市場)、GLOBAL(国際的で時代を先取りする市場)」を掲げ、「1200兆円(当時)にも上る個人金融資産がより有利に運用されるとともに、次代を担う成長産業へ供給し、21世紀の高齢化社会において、我が国経済が活力を保っていく」ことを目指した「日本版金融ビッグバン(1996年)」以来、表現や重点は変われども、綿々と続いている永遠のテーマであり、業界挙げて取り組むべきであることは疑いない。

だがこの約20年間を振り返ると、業態の相互参入、諸手数料の自由化、ディスクロージャーの強化、商品ラインナップの拡充など個々には多くの成果が積み上がったが、金融システム全体として見ると、真に高度化・進化があったとは言いがたい面がある。

第1に、金融仲介において公的マネーが肥大化しており、マネーの出し手・取り手双方において公的部門のウェイトが高まっている。

政府部門の資金調達額(2012～2016年度平均:25.9兆円)は国債大量発行を映じて、企業部門(同13.5兆円)、家計部門(同5.3兆円)を上回るとともに、それに応じるマネーの出し手金額においても、預金取扱機関<sup>注)</sup>(同▲37.3兆円)、社会保障基金(同▲5.4兆円)が減少となる中で、日本銀行が大幅かつ突出した出し手(同64.7兆円)となっている。言うまでもなく、2012年から始まった日銀の異次元金融緩和策にて行われた国債大量購入によるものである。

かくして出し手(日銀)と取り手(政府)とで経済主体は違うとは言え、資金需要の多くを公的部門が占め、その資金需要を公的部門の資金供給が満たす形となっている。

こうした姿は、価格(=金利)が日銀の長短金利コントロール策によって機能不全となっていることも勘案すると、価格機能を活用して最適な資金分配を行い、もって経済成長に資するという「FREEな金融市場」の理念から乖離している。わが国の金融システムにおいて、実質的社会主義経済化がジワジワと進行しているとすら言えるのではないか。

第2に、相対型間接金融(銀行貸出)の優位という日本の金融システムの伝統的特徴はなお維持されており、市場型間接金融と直接金融の拡大は限定的ないし頭打ちとなっている。

このことは、①民間企業の金融負債残高の構成(簿価ベース)を見ると、借入は長年続いた減少傾向から増勢に転じ、2016年度には400兆円超となる一方、債務証券は60～70兆円、株式は170兆円弱で

注) 国内銀行、ゆうちょ銀行、中小企業金融機関、農林水産金融機関、在日外銀など。

頭打ちとなっていること、②発行されている債務証券の8割弱は国債が占め、その国債の約4割は日銀が保有しており、債務証券の種類・出し手・取り手の多様化は進んでいないこと、③株式保有全体に占める家計の構成比率はこの10年来、2割弱横ばいに止まっていること、④ここ数年の国内マネーの運用金額のうち、7割は現預金に向かい、事業債に向けられた金額はごく限られ、株式はマイナス(売り越し)となっていること一から窺われる。

金融仲介ルートの多様化が進んでいないということであり、銀行に集中しがちな信用・市場リスクを家計・企業に分散させることにより金融システムをより安定させるという日本版ビッグバン構想時の(隠れた?)目的も達成されているとは言えない。

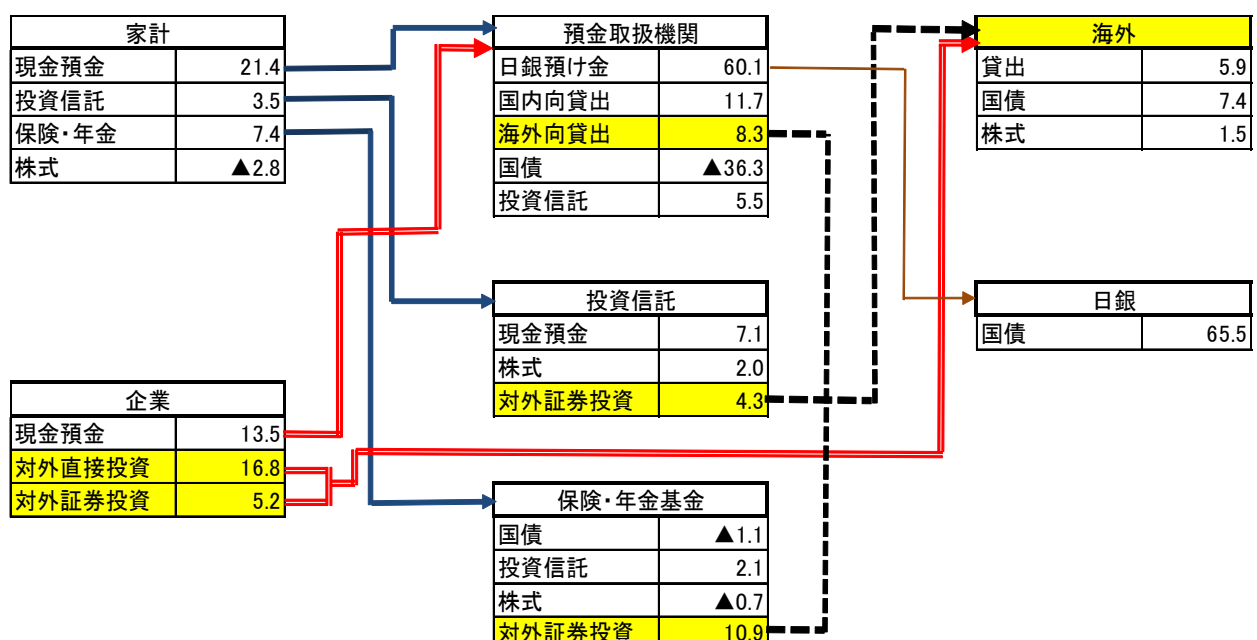
さらに言うと、資金調達面に限ってみれば、日本では米英流の「投資家資本主義」「株主主権主義」が直ちに成立する素地が乏しいということでもあり、現在推進されている「投資家(=株主)と投資先企業との対話を通じた企業の持続的成長」の中身・方法についても、米英直輸入ではなく、日本なりのアレンジが必要であろう。

第3に、国内の家計・企業マネーが国内のリスクマネーの供給役を十分果たしておらず、海外マネーに頼る度合いが高いことである。

このことは、2016年度の経済主体別の運用金額に如実に現れている(→図)。すなわち、①家計が株式▲2.8兆円、保険・年金基金が株式▲0.7兆円、預金取扱機関が国債▲36.3兆円、それぞれ売り越して国内のリスクマネーの出し手として後退する一方、②海外マネーは株式1.5兆円、国債7.4兆円の買い越しを通じて国内リスクマネーの出し手となっている。

リスク回避的な国内マネーは、預金取扱機関、投資信託、保険・年金基金を経由して相当規模が海外(海外向け貸出、対外証券投資)へ向かっている。国内の超低金利環境を嫌気し、世界経済の成長を取り込むべく、海外に運用資金を回すのは合理的であり、本当に国内のリスクマネーが不足しているのであれば海外マネーを国内に呼び込むのも必要であろう。

図 2016年度のマネーフロー(各経済主体の形態別運用金額:兆円)



(注) 預金取扱機関の海外向け貸出は、海外部門の民間金融機関借入にて代用。

(資料) 日本銀行「資金循環勘定」を元に作成。

しかし、1800兆円超の家計金融資産、1200兆円超の企業金融資産が存在する中で、国内マネーが海外リスクを、海外マネーが国内リスクをテイクしているというのは、“ちぐはぐ感”が否めない。

以上のような現状は、豊富な国内貯蓄が新たな成長分野・事業・企業に向かい、「新たな」ゆえのリスクをテイクするとともに、金融機関の目利き力や市場の価格機能を通じたチェック&モニタリング機能が発揮され、「新たな」を「豊かな」「大きな」「持続的な」ものに発展させ、以って人口オーナス下の日本の課題解決につながる—という「日本版ビッグバン」以来、追求しているあらまほしき姿とは距離がある。

こうしたマネーフロー構造は、前回「[日本経済が陥った“千日手均衡”](#)」にて指摘した「千日手均衡」の金融の世界における反映であり、独立・単独に現れた事象ではない。

すなわち、日本経済には人口オーナスの進行とともに、「リスク資産運用も消費も増やさない家計」「生産設備も負債も増やさない企業(ただし対外直接投資は増やしている)」「財政再建を先送りする政府」の三者が互いに出方を探り合い、様子見を決め込む千日手均衡が成立した。千日手均衡の成立によって、物価も、トリクルダウンも、潜在成長率も、将来期待も高まらなくなった。これに日銀の異次元金融緩和策による国債大量購入という異例の政策が加わった。

このため、企業が新たな事業や成長領域に踏み込む動きも、企業の資金需要も弱いものとなり、金融市場では金利機能が働かない公的マネーの領域が拡大し、市場型間接金融や直接金融を担う多様なリスクの出し手・取り手も生まれにくくなった。こうして、国内マネーが国内のリスクマネーの出し手たりえず、新たな成長領域に挑戦するリスクマネーの取り手も現れず、国内マネーの少なからぬ部分が海外に出ていくこととなった。

こうしたことを勘案すると、これも前回指摘したように、「リスク資産運用に消極的な家計」「投資や賃上げを躊躇する企業」「資金需要の掘り起こしに不熱心な金融機関」を個別・単独に批判したり、それのみを変えさせることに拘るのは筋違いであり、効果的でもない。また、巷間よく飛び交う「将来不安の払拭がポイントだ」との指摘は、「千日手均衡を打開するためには、千日手均衡を打開することが必要だ」と言っているのと同義であり、あまり意味がない。必要なのは、様々な規制・制度・税制改革をパッケージとして打ち出し、経済主体が一斉に動き出す状況を作り出すことであろう。

とは言え、現状の維持・追認をいつまでも続けるわけにも行かない。金融機関には個別顧客に対するソリューションや助言等の提供だけでなく、千日手均衡を揺さぶり、前向き均衡の動きを引き出すシナリオ構想力、成長分野・事業を見極める先見性、これを実現するため業種を超えたアライアンスを構築する組織組成力・調整力といった、ファイナンサーを超えた機能・役割が求められているように思う。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。