

議 題 座談会「国内外の金融機能の現状評価とその課題」

開催日時

2012 年 02 月 06 日 <16 時 50 分～17 時 50 分>

出席者

池尾和人 (慶應義塾大学経済学部 教授)
 徳島勝幸 (ニッセイ基礎研究所 上席主任研究員)
 井上哲也 (野村総合研究所 金融 IT イノベーション研究部長<モデレーター>)

座談会

井上<モデレーター>:

・最後のセッションとして、「国内外の金融機能の現状評価とその課題」に関する座談会を始めた。

・2009 年 3 月の発足以来、「金融市場パネル」は中央銀行の政策対応を中心に議論してきた。ただ、メンバーの中には銀行を中心とする銀行機能にご見識をお持ちの方がおられる。あるいは、基調講演を含めて本日度々取り上げられているように、中央銀行の政策は金融システムにより広く関わるようになってきた。あるいは、先ほどの成長資金オペを巡る議論でも触れられたように、日本の銀行が期待される役割をどのように果たすかという点は、過去 20 年に亘って議論され続けながらも残された課題となっている。従って、今後は銀行を中心とする金融機能に関するトピックも、「金融市場パネル」ないしそれに近い枠組みで考えてゆきたいと思っている。この座談会は、そうした議論に様々なご示唆をいただくことも目的に含まれている。

・「金融市場パネル」の運営に関してご助言をいただいている内外多くの有識者のなかに、バンキングに関する権威であるアレン教授がおられる。先週来日されていた際に、このセッションへのコメントをいただいた。そのポイントは次の 3 点である。第一に、金融危機後に銀行が経営基盤の強化という目的を含めて統合されることには、もちろんメリットもあるが、金融サービスが非効率に提供される可能性を含む副作用をどう考えるべきかという点。第二に、基調講演でも指摘された「market maker of last resort」と市場流動性との関係をどう考えるかという点。第三に、先ほどの「金融市場パネル」でも触れていただいたが、金融危機後の公的金融のあり方をどう考えるかという点。これは、今日的な視点からは財政の問題とも関わるが、いずれにしても、民間のビジネスの手に金融機能を取り戻すにはどうしたらよいかということである。

・この座談会については、これらの点も踏まえて 3 つのトピックを想定している。第一に、金融取引における金利メカニズムの復活をどう考えれば良いかという課題である。これは、金融危機後のいわば共通課題として、日本だけでなく米欧にも多かれ少なかれ当てはまる話である。第二に、日本の銀行の国際競争力をどう評価するかという課題である。本日も、経済のグローバル化に関する議論があっ

たが、それに対応する銀行のクロスボーダーでの競争力について、特に前向き視点から考えたい。第三が、マクロの金融環境が正常化していった場合に、民間の金融ビジネスが担うべき機能を明らかにするという課題である。

1. 金融取引における金利メカニズムの復活について

井上<モデレーター>:

・金融取引における金利メカニズムの復活から議論していきたい。池尾様にコメントをお願いしたい。

池尾氏:

・金融取引における金利メカニズムの復活というトピックをいただいたが、率直に言って最初は意味を十分把握できなかった。結局のところ、現在は金融取引において金利メカニズムが阻害されているのではないかと、さらに言えば、金融政策が資産価格に直接関与する形になる中で、金融取引における金利メカニズムに何らかの副作用が出ているのではないかとという問題意識であると理解して議論したい。

・1999 年以降、日本銀行はゼロ金利政策を実施し、さらに「量的緩和」政策へと進んだ訳である。当時の日本銀行は非常に真面目にゼロ金利を追求し、マネーマーケット金利を 0.001% というところまで下げる政策を行った。その中で、文字通りマネーマーケットの金利をゼロまで下げるとマーケットが成り立たなくなる、つまり、短期金融市場で取引を担当する要員を配置するコストも賄えない状況になると市場そのものが機能停止する、という「市場機能論」と呼ばれる議論が行われるようになった。

・もちろん、これに対する反論もかなりあるのだが、現在の先進国の中央銀行で受け入れられた結果によるのか、2008 年のリーマン・ショック以降、欧米の中央銀行がいわゆるゼロ金利政策に踏み切る際にも、文字通りのゼロではなく、ECB であれば 0.5—0%、FRB であれば 0.25—0% というレンジを設定して、準備預金に対して付利を行うことによって、市場取引にも最低限のスプレッドが取れる状況を残す措置を取っている。これらは、マネーマーケットの機能に対する配慮として行われていると理解される。

・これらは短期金融市場という狭い世界での話であるが、もう少し広い意味でも「市場機能論」が成り立つことは十分考えられる。つまり、金融取引における市場のある種の不完全性を考えた場合に、

これに対になるものとして金融仲介サービスの提供の必要性がある。当然であるが、ある種の利ざやが確保されない限りは、金融仲介サービスは十分に提供されない訳である。

・伝統的な金融政策は、最も安全で最も短期の金利だけを動かして、期間の長い金利やリスクを伴う資産の利回りはマーケットで決まるという前提で運営されていた。しかし、その最も安全で最も期間の短い金利をゼロまで落としても緩和効果が足りないということで、マーケットで決まるはずの期間の長い金利やリスク資産の利回りまで直接下げようという政策対応が取られるようになった。その中で、金融仲介サービスが十全に供給されるために必要なスプレッドが確保されない状況が副作用として起きているのではないかと問題である。より平たく言えば、「十分な利ざやが取れないのに、リスクを取った貸出ができるか」という状況になっている面がある。借り手の企業にとっては借入金利が下がること自体はうれしいが、十全なスプレッドが確保できないので金融仲介サービスが十分に供給されなくなるという状況に直面している。こうして、追加的な金融緩和は、果たして本当に金融仲介を通じて実体的な経済活動を活性化することにつながるのかということに懸念を持たれる状況になっている。

・こうした状況に対して「金利メカニズムの復活」と言われても、どういって復活させればいいのかということになる。金融政策が伝統的な領域に止まり、「非伝統的」な領域として資産価格や長期金利に介入することはやめるといえば話は簡単であるが、一方では、今でも「金融緩和が不十分である」という強力な議論も存在する。こうして、一層の金融緩和を求めつつ金融サービスの供給に支障を起ささないにはどうすればいいのかという課題に対する答えはないように見える。

徳島氏:

・私は、日本の金融取引における価格機能である金利メカニズムは、その復活を論じる以前に、そもそも導入自体を失敗したのではないかと考えている。この点については、私の専門領域から見れば、クレジット投資、すなわち社債への投資や融資、さらには CDS の取引といったものになるが、これらの価格形成について実務的な観点からお話したい。

・日本では 1995 年頃に大きなターゲットポイントがあった。それ以前は、社債発行には適債基準があり、社債がデフォルトした場合は受託銀行等の買入れ慣行があって、投資家は損失を被らなかつた。こういった時代には、当然ながら、信用リスクの価格というマーケットは成立していなかった。その後、1996 年に適債基準が撤廃され、私の認識ではそれから 98 年にかけて、日本において信用リスクの価格がマーケットとして成立していた時期が短いながらあったように思う。

・ところが、その後は金融危機に見舞われ、さらに日銀による「量的緩和」が実施された。金融機関の貸し渋りに対する批判が高まり、アレン先生による 3 点目の論点にもあるように公的金融機関の融

資や信用保証も積極的に行われ、金融庁から金融機関に対して貸出量に対する強い指導が行われた結果、信用スプレッドに対する価格は機能しなくなったと思う。それは、現時点でも恐らくは変わっていない。日銀による成長資金オペや金融機能円滑化法のような公的サポートも、そもそも金利の水準が低位に抑制されていることと併せて、池尾さんの指摘にあったように適切な金利メカニズムの機能を阻害していると思う。先般行われたある 2 年社債の起債などは、日銀による社債買入れオペの対象になることを前提に、セカンダリーの実勢とは懸け離れた水準でプライシングされた。このような弊害は既に明らかである。

・こうして社債のスプレッドが歪み、その裏側にある融資のスプレッドも必ずしも適正な状態にないというのが現状認識だと思う。1990 年代の後半に、一部のメガバンクが適正なスプレッドを取った融資を実行するという運動をされた記憶もあるが、その後、公的金融機関の積極的な融資姿勢や横並び的な金融機関の貸出金利競争の中でそういった動きは消えていった。アレン先生の 1 点目の指摘にもつながるが、私は今でもある種のオーバーバンキング的な状況が残っていると思う。オーバーバンキングとは、単にマネーセンター・バンクの数ではなく、金融機関が抱えるマネーフローの大きさと機能発揮という意味であって、これがメガバンクなどの統合効果とも相まって競争の激化を招いているのだと思う。また、シンジケートローンの一部では情報ベンダーによる価格提示が見えるようになったが、一般の融資債権の流動化はほとんど進んでいない。

・私は、日本証券業協会(日証協)での社債のセカンダリーマーケットの価格を透明化しようというプロジェクトに関与しているが議論はなかなか進まない。日証協では店頭売買参考統計値というデータを開示しているが実態を反映していない面がある。しかし、学者は業界団体の公表する「これが理論的に一番正しい」と主張され、会計士は時価評価の基準として実務面で「これがないと困る」と指摘される。しかしながら、実勢を反映しないプライシングが開示されることの弊害は存在する。店頭売買参考統計値については、様々な議論を経て精緻化への一歩を踏み出したが、次に検討している問題は社債の取引価格を公表することである。米欧や韓国でも必ずしも全取引ではないが既に公表が実現されている。ところが、日本ではこうした動きに対しては、証券会社からも、また、投資家からも強い抵抗がある。この点について、米国の当局者に意見を求めたところ、最終的に制度を実現したり、価格の透明性を担保したりするには公的な監督部局が率先して動かなければならないのではないかと指摘された。このように、日本のクレジットには金利メカニズムが到底ない状況にある。そうした意味で、金利メカニズムの「復活」と考えるのには違和感を覚える。

2. 日本の銀行の国際競争力について

井上<モデレーター>:

・国内の金融環境についてお二方から厳しいコメントをいただいたが、2 番目のトピックはクロスボーダーの視点である。つまり、日本

の金融機関が海外業務の拡大を指向されている中で、対外競争力をどう考えれば良いかという点である。今回は、徳島様からコメントをいただきたい。

徳島氏:

・私が金融市場に関わってから 30 年弱が経ち、その間には銀行の国際化という話が随分言われて来たが、今から振り返ると、銀行の国際化とは結局何であったのかと思う。

・確かに、国内の金余りの中で日本の銀行等が海外の銀行や金融会社を買収するなどの形で海外に出てゆく動きはあったが、それらはほとんどが失敗に終わった。また、今は、日本企業が海外展開するので付随的に出てゆく動きがある。地方銀行が海外拠点を増やす動きはそうした要因によるのであろう。しかし、日本の銀行が行ってきたことは単なる海外展開であり、「国際化」には成り切れていないという思いが強い。確かに、日本の銀行は自前で海外拠点をつくっているが、それらは日本企業が海外で資金調達するためのサポートが大半で、業務の現地化はほとんどできていない。また、海外の金融機関と提携したり買収したりした例もあるが、これらを十分にマネジメントできているのであろうか。

・海外の金融機関にできていることが、なぜ日本の銀行にできないのか。あるいは、海外で起きていることが、なぜ日本では起きないのか。韓国のように IMF の大規模な介入を受けた国や、イギリスのように国境を撤廃して「ウィンブルドン現象」と言われるような金融機関の激変を経験した国と比べて、日本の金融市場ではなぜ外資系金融機関の存在が小さいのか。日本はやはりドメスティックなマーケットなのか。その意味では、日本の銀行が海外の金融機関に買収されるぐらいの事態がないと劇的な変化は期待できないであろうし、逆の方向性という意味でも、国際化はできないと思う。日本の銀行の最大の問題は、やはり収益性の低さであろう。先ほどの「スプレッドが取れていない」という指摘にもつながるが、収益性が低いことで国際競争力がないところに問題の根源があるのではないか。

池尾氏:

・徳島さんのコメントは「日本の銀行はいかがなものか」というネガティブなトーンでの議論であった。我々は 1980 年代からこうした議論を続けてきたし、それに対し欧米の金融機関は優等生と位置づけられてきた。ただ、今般の金融危機や欧州の信用不安を踏まえると、米欧の金融機関のビジネスモデルも再検討しなければならない時点に来ている。

・1980 年代以前は先進国全体で見ても戦後復興から高成長の時期であったが、1980 年代にその高成長が終了して、先進国の経済が成熟化した。資金面で言うと、これに伴って資金不足基調から俗に言う「金余り」的な状況へと、わが国だけではなく先進国全般が変化を遂げた。こうした中で、伝統的な銀行業一すなわち預金を集めて貸出を行う商業銀行モデルはいわば「不況産業」化した訳である。その後は、こうした状況を何とか脱却しようとして様々なこと

をやって大失敗したという歴史がある。日本の場合、1980 年代後半のバブルを引き起こし、その失敗が余りに甚だしかったので、それ以後ずっと不況産業化したままである。米国の大手銀行も、いわゆる累積債務国問題を引き起こすなどの失敗をしたが、その後はタフに立ち直り、ある種のトレーディング・バンキング的なビジネスに活路を求めていたと思う。欧州の金融機関は、まさにクロスボーダーの資金仲介を担うところにビジネスモデルの大きな立脚点を求めていった。リーマン・ショック直後から、欧州でドル資金不足が続いているが、欧州の銀行がドル資金を求めている背景には、米国のマネーマーケットから資金を調達し、米国内の証券化商品にも投資していたし、東ヨーロッパやアジアに融資するというクロスボーダーの金融仲介ビジネスを極めて積極的に展開してきたことがある。ここに来て、こうしたビジネスモデルは非常に苦境に陥っている。

・クロスボーダーの金融仲介の大きな問題は、基軸通貨建てでの資金調達力である。普段は良いが、いざという時に ECB は直接の意味でドル資金は供給できない。確かに、現在では様々なスワップ協定によってある程度は面倒を見ることができる体制にあるが、基本的には自国通貨でないと貸せないという問題がある。ヨーロッパの銀行が苦境に陥ってアジアの資産を売りに出しているから、日本の銀行はこれらの買収を梃子にして国際化を進めれば良いという議論になっている。日本の銀行は今や財務的に健全なので問題は起きないし、最終的には日本の貯蓄を使えば良いという話であるが、ある種の危機的な状況を迎えた場合、日本の銀行に基軸通貨建ての資金調達能力が存在するのか。国際競争力を考えると、こうした点がどうしても限界の一つと考えざるを得ない。欧州の銀行が試みて、一時期成功してきたが今回の危機で苦境に陥ったビジネスモデルを、日本の銀行が後追的に試みるのが本当に正しい道なのだろうか。

・より広い意味で銀行の競争力を考えた場合、日本国内で邦銀と外資系の銀行では同じ日本人が働いているのに競争力が違うと言われる原因の一つとして、私は、バックに持っている投資家のネットワークの違いがあるように思う。金融機能は、突き詰めて言えば資金の仲介とリスクの仲介からなるが、このうちリスク仲介の機能を果たす上では、異なるリスクアペタイトを持った多様な投資家にアクセスするチャンネルを持っているかどうか競争力を決定的に左右する。つまり、昨日まで都市銀行で働いていた人が外資系に転職すると急に能力が 3 倍になることはないが、利用する投資家のネットワークが全然違うことが競争力の差になるのではないか。日本の銀行が海外に出て行くには、こうした投資家のネットワークをどう獲得するかがポイントとなる。自前で築くには時間がかかるが、海外の金融機関を買収して手に入れるには、それらをマネージするのかもしれないと思う。

井上くモデレーター:

・ご指摘いただいた点に二点ほど質問したい。第一に、商業銀行のビジネスモデルが先進国の「金余り」状況に構造的にフィットしない

としても、民間経済主体が恒常的に資金不足である新興国であれば、商業銀行業務を展開しうる可能性はあるのだろうか。第二に、基軸通貨の調達力という指摘があったが、日本円を国際通貨として利用してもらう状況を達成するには遅過ぎるのであるか。仮にそれが達成できるのであれば、邦銀は非常に安定的な資金調達源を国内に持つことになるので、国際競争力は大きく変わるように思う。

池尾氏:

・第一の点に関しては、私は、日本の今の商業銀行業務では、収益性が低過ぎて限られた領域でのビジネス展開しかできず、国際競争力もないであろうと申し上げた。これに対して、新興国で現地の銀行と渡り合えるかと言えば、その時にあり余るとされる日本のマネーをうまく活用できれば、ビジネスチャンスはあるだろう。しかし、地元の企業から見て日本の銀行と取引することのメリットを示しうるだろうか。こうした競争力の面で、私は懐疑的に考えざるを得ない。日本の銀行の新興国でのビジネスと言っても、あくまでも日本の企業の海外展開に資金をつけるのがありうる姿ではないか。

・基軸通貨としての円については、この 20 年間、円の国際化という議論を聞き飽きてきたが、もはや絶望的な状態であると思う。円がドルやユーロに代わるものにはなり得ないと思うので、円を得意とする日本の銀行が世界の金融ビッグプレーヤーの上位に位置する姿もなかなか考えにくい。その意味でも、池尾さんが指摘されたように、基軸通貨の調達力をきちんと考えないといけない。

池尾氏:

・新興国では商業銀行モデルが成り立ち得るのはその通りだと思うが、それは銀行が完全に現地化するという選択である。日本の銀行も、事務の正確さといった得意分野を付加価値として現地化を進めていくことは考え得るが、それが日本の銀行全体としてのメインの選択肢になり得るとは思えない。

・一方、円の国際化にとって最低限の必要条件是、円のマネーマーケットを海外の経済主体から見て使い勝手の良いものにするところであるのに、現在はむしろ制約が強まっているように思う。後でより詳しく述べたいが、やはり国債管理政策の制約条件が強くなってきて、残念ながらこの問題を抜きに国際化などを語れない状況が生じつつあると思う。

3. 民間の金融ビジネスが担うべき役割について

井上くモデレーター:

・最後のトピックとして、どのようにして民間部門に金融ビジネスを取り戻すかについてコメントをいただきたい。今度は徳島様からお願いする。

徳島氏:

・3 点ほどコメントしたい。1 点目は、日本の金融には機能の重複があるということである。一つの側面が公的金融と民間金融との重複

であり、本来は公的金融が補完的にあるべきところが、現在は危機対応という形で公的金融が積極的に前面に立つことで、機能にオーバーラップが生じている。もう一つの側面は、民間金融の中でもメガバンク、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、信用組合といった複数種類の金融機関が並列して存在している構造の中で機能の重複が進んでいるように見える。かつては、メガバンクの取引先と信用金庫の取引先は異なっていたが、この 20 年の間に急速に同質化している。この点は、先に述べたオーバーバンキング的な状況とも言える。こうした金融機能の整理については、例えば地方銀行などについては道州制の採用などによって経営環境が変化することも期待できるが、全体としてはなかなか進みそうにないと思える。

・2 点目は、先ほどのスプレッドの話とも関わるが、証券化や CDS を用いたリスク移転市場の機能をもう一度見直すべきということである。マスコミにかかると、証券化は危ないもので手を出すべきでなく、CDS やデリバティブも絶対に良くない存在になってしまうが、私は 2012 年 2 月号の『証券アナリストジャーナル』に書いたように、これらの金融ツールは「はさみ」であると思う。紙を切るのには「はさみ」が必要である。もちろん、「はさみ」は使い方を誤れば手を切ることもあるのでうまく使わないといけない。欧州では、現在、CDS のネーキッド・ショートを禁ずる厳しい規制が導入されている。これは、確かに行き過ぎを食い止める意味があるのかもしれないし、また、今回のギリシャの PSI に関してクレジットイベントを認定しないとしたように、対応を誤ればデリバティブは正常に機能しない。このように、現在は異常時という認識であり、異常時が長く続いているだけに、正常時に戻った場合には、マーケットにおける様々な商品の取扱いを適正化することも必要である。証券化に関しても、国内では住宅金融機構の RMBS 以外は、ほとんど発行されていない。米国もそれに近い状態にあるが、今年は CMBS のリファイナンスでマーケットが復活してくることを期待する向きもある。日本では、証券化マーケットが大きく成長する際には日銀が「証券化市場フォーラム」といった形で率先して動いたが、市場の再構築に向けて、こうした動きをもう一度考えることも必要ではないか。

・3 点目としては、監督当局や日銀の金融企画機能を強化すべきではないかということである。特に、金融機関や市場参加者とのコミュニケーションも含めてうまくやっていただきたい。例えば、私も少し関与したが、日本でカバードボンドのマーケットをつくることを検討した。殆どの先進諸国には既に市場が存在するし、欧州では金融支援のオペ対象にもなっている。昨年にはオーストラリアでも法律が通り、韓国でも制度ができた。アメリカでも上院に法案が上程されている。これに対し、法制化の動きが全くないのは恐らく先進国では日本だけではないか。日本の監督当局は、マーケットでストラクチャード・カバードボンドの発行が進んだら、それから法制化を考えても良いというスタンスであり、公的部門が率先して市場を革新して行くところが弱いように感ずる。もちろん、過去には旧大蔵省や日銀が銀行・保険等と癒着していわゆる接待問題を起こしたのも

事実であるが、公的当局が民間の金融ビジネスにおけるニーズを適切に踏まえ、後追いではなく前向きの金融企画機能を担えるよう再強化をお願いしたい。

池尾氏:

・以前、有名なリンカーンの言葉をもじって、「日本の金融システムは、政府の、政府による、政府のための金融システムになっているのではないか」と書いたことがある。それから 4~5 年が経過したが、依然として、こうした状況が色濃く存在しており、先に述べたように、国債管理政策を度外視して金融の話をするのは現実離れしている。つまり、国債管理という制約条件を満たす範囲でしか、我々は金融活動を営んでゆけないことになってきている。

・その意味で、いわゆる「ドーマー条件」は重要である。対 GDP 比で見た政府債務が発散するかどうかを規定する項目は二つある。一つは、「PB/Y」つまり、プライマリーバランスである。しかし、債務残高に利率と成長率の差をかけた部分も同じく重要である。特に、日本の場合は「D/Y」つまり債務残高が非常に大きく 2 ぐらいあるので、この項の役割が非常に大きい。仮に、利率が成長率を 1% 上回るようになれば、プライマリーバランスで 2% の黒字を出さなければならない。プライマリーバランスをゼロに持っていくことすら保証がないという状況では黒字は望みにくい。だとすれば、国債の利回りが経済成長率を上回ってはならないというのが事実上の制約条件となる。ロゴフ教授は、先進国全般に対して再び人為的な低金利政策が必要になると主張している。公的債務が膨らみ、そのソフトランディングのために人為的な低金利政策が要求されるとすれば、その必要性が最も高いのはわが国である。日本は 1980 年代以降に金融自由化を進めてきたが、また元の世界に戻ってしまい、金利メカニズムの復活などは遠い夢物語になりかねない。国債管理政策の制約を満たしながら、どのように金融機能の回復を図るかという非常に厳しいナローパスを考えていかなければ状況と認識している。

井上<オーガナイザー>:

・「ドーマー条件」に即して言えば、何とかして日本の経済成長率を高めたいと思うし、そのための金融機能の活性化という議論なのだと思う。ただ、全ては国債管理政策を含む経済環境の制約の中で考えていかなければならないという点をご指摘の通りである。また、日本の金利自由化が完成したのは金融危機の最中であった事実も重要である。その意味でも、徳島様が指摘されたように、金利メカニズムの再構築ではなくて「新たな構築」という発想で望まなければならないのであろう。

4. 質疑応答

井上<モデレーター>:

・折角の機会なので、フロアからのコメントやご意見をいただきたい。

木下氏(日本銀行理事):

・金融機関の収益が低いとリスクが取れないという問題の背景と

しては、金融機関だけではなく、借り手企業や投資家のビヘイビアも併せて考える必要があるのではないかと。金融機関からは、借り手企業の利益率自体がこんなに低いのに、我々が金利をいただけるはずがないという指摘を良く耳にする。また、リスクマネーが存在しないという話をすると、ファンドマネージャーが横並びで国債を買うからであるという話も聞く。是非、こういった点も視野に入れてご議論いただきたい。

浜田氏(イェール大教授):

・金融機関にとって投資家のネットワークが必要だということはわかるが、やはり、ヒューマンキャピタルの方が重要なのではないかと。アメリカ人が有能な金融活動をやるのも、決して投資家のネットワークが整っているからではなく、やはり、必要な時にディスクリートにきちんとディシジョンができる面を多く持っていることによるのではないかと。

・円の国際化は難しいが、日本ほど対外純資産を持っている国はない。日本が世界から金持ちであると言われるのは、政府債務を差し引いても金持ちということなので、金融技術はなくても、自分の通貨が国際的に通用することにならないのかと感じる。

・日本銀行は、「市場機能論」の中で金融市場がなくなったら困ると主張する。しかし、リンゴが過剰になって市場がなくなっても、翌年にはまた出現する。つまり、需要があれば市場は出てくる訳であり、短資市場がなくなるのは大変だからブレーキをかけるという議論は買えない。もちろん、政策金利が 1% 低くなったからといって日本経済が復活するとも思えないので意味は小さいであろうが、市場を守るのは業者のためにやっているのかという疑問も生ずる。

徳島氏:

・木下理事のご指摘はその通りである。本日は、金融に関する議論に焦点を絞ったが、私は究極の問題はガバナンスにあると思っている。金融機関のガバナンスも不十分だが、事業会社のガバナンスの問題も、日本企業の収益性全般を抑えているように見える。両者のガバナンスを強め、収益性を向上させることが日本経済の活性化の一つのソリューションであると思うが、株主のみならず、すべてのステークホルダーの意識革新が必要であり、現状維持・漸進が基本の日本社会では容易に解決を見ない。

・ここで、池尾さんに、かつて提唱されていた「市場型間接金融」についてお伺いしたい。私も直接金融と間接金融というように 2 分法で議論することが適切とは全く思っていないので、非常に有意義なご提言だったと思う。ただ、その後の論者が様々なものを市場型間接金融に含めてしまったために内容が不明確になってしまった。また、現在は、マネーの不足セクターが企業ではなく政府になっている。こうした状況を踏まえて、現在、市場型間接金融について、どのように考えておられるか。

池尾氏:

・時間がなかったので簡単にお答えしたい。アメリカで今般の金融危機の主な舞台になったのは、いわゆる「シャドーバンキング・システ

ム」である。これは、私が提唱していた市場型間接金融のシステムそのものなので、市場型間接金融のシステムが発展した結果、金融危機に至ったと理解されている面がある。私は、そのようには考えておらず、現在も市場型間接金融に意義があると思っているが、それを合理化するには十分な時間が必要なので、今日の所は、今でもアフーマティブに考えていますとだけ申し上げたい。

井上<オーガナイザー>:

・池尾様には、より詳しくご説明いただく機会を改めて設けさせていただきたい。

池尾様と徳島様には大変ありがとうございました。皆様、改めて盛大な拍手をいただければと思います。
