

議 題

「国内金融の活性化」－銀行機能の展望

開催日時

2014年7月3日<14時35分～15時55分>

出席者

江川由紀雄氏（新生証券 調査部長 チーフストラテジスト）
 翁百合氏（日本総合研究所 副理事長）
 北村行伸氏（一橋大学経済研究所 教授）
 徳島勝幸氏（ニッセイ基礎研究所 年金研究部長兼首席研究員）
 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>）

主要論点

1. 国内の金融仲介の現状と課題
2. 現在の「均衡」と second best へのアプローチ

3. 自由討議

出席者による発言要旨

1. 国内の金融仲介の現状と課題

井上<モデレーター>:

・「国内金融の活性化」というテーマは、世の中では長年に亘って議論されてきただけに、今さら新しい視点を出すのは難しいというご指摘を受けることも少なくない。ただ、午前のセッションでも議論されたように、現在のマクロ金融環境は、実質金利や為替・資産市場の動向、あるいは銀行システムの健全性などからみて、この20年の中で金融緩和が最も効果を発揮しうる状況が整ったことも事実である。同時に、「金融市場パネル」の議論の反省として、日本の金融システムを活性化する上で、他の先進国の金融システムを単純に導入したり応用したりする視点が強かった面もある。つまり、日本の金融経済構造の特性をきちんと把握し理解した上で、海外から何を付け加えるべきかという視点での議論は尽くされていないように感ずる。このような意味で、私は、もう一度このテーマにチャレンジする意味は決して小さくないと考えた。

・本セッションの前半では、現状確認という意味で、日本の金融仲介の現状と課題を確認したい。まず、徳島さんには、午前の議論とも関連するが、長期金利の動向が金融仲介に及ぼしている効果や影響についてコメントをいただきたい。

徳島氏:

・私は年金に関する研究に携わっているので、長期金利の低下が持つインプリケーションについて、long-run の視点からいくつか指摘したい。第一に長期金利の低下は先進国共通の事象である。その上で、日本の場合は、「異次元緩和」も含む金融緩和が長期化していることの影響も大きいし、私自身の担当職務との関係では人口動態の変化という要因も強く意識せざるを得ない。これを金利決

定のメカニズムから考えると、人口の高齢化によって潜在成長率が下がり、これに伴って自然利子率が下がることと理解できる。つまり、潜在成長率は、生産年齢人口、労働生産性、技術革新による生産性の三つに大きく分解できるが、人口減少に伴って生産年齢人口が減り、高齢者の dependency-ratio が上昇することに伴ってマクロで見た労働生産性も低下しがちになる。技術革新についても、「アベノミクス」の「第3の矢」による促進が期待されるが、残念ながら、これまでのところ目立った成果を挙げていない。

・一方、名目金利と自然利子率のような実質金利との関係を示す考え方として「フィッシャー方程式」がある。午前のセッションでも議論されたように、日銀が物価上昇率を引き上げようと努力している結果、仮に2年のうちに2%を達成することは難しいとしても、消費税率引き上げ等によって相応の上昇は期待できる。このため、現在のように物価が上昇する一方で名目金利が低位に安定すれば、実質金利はマイナスとなる。もっとも、経済成長が続き自然利子率がプラスであるとすれば、実質金利をいつまでもマイナスに維持することはできない。結局のところ、中長期的には、期待したほどには物価が上がらないか、物価と金利がともに上昇するか、のいずれかになるのではないか。

・後者のケースが生じた場合、財政ファイナンスに対する懸念を背景とする財政プレミアムが関係すると厄介であり、金利が跳ね上がるリスクが存在する。金融機関としても、金利の低位安定をベースシナリオと位置付けつつも、金利急騰のリスクも考慮しなければならない難しさがある。同時に、金利体系のベースとなる国債金利が低位安定するということは、他の資産クラスの期待利回りも改善しないことを意味する。銀行にとっても、金融緩和によって預金コストは低下しているが、運用利回りは上がらないし、預金保険料や経

費率も低下していない。つまり、金融ビジネスにとっての「Japanization」とは、殆どの資産クラスが低利回りになる中で収益を挙げなければならないことである。この点は、五味さんが指摘された銀行の問題だけでなく、機関投資家にも共通の問題である。

井上くモデレーター>

・このセッションの問題意識は、徳島さんが指摘されたように、「銀行自体の活性化」ではなく「銀行が果たしてきた金融仲介機能の活性化」である。そこで、江川さんには、クレジット市場による金融仲介機能についてコメントをいただきたい。

江川氏:

・日本の金融仲介における銀行の役割が非常に大きいことは否定できない。現在、銀行貸出の残高は 475 兆円に達するのに対し、普通社債の残高は 60 兆円、証券化商品の発行残高は 33 兆円に過ぎない。しかも、社債や証券化商品のおそらく半分は銀行によって保有されていることを踏まえると、日本で銀行のバランスシートを介さない純粋な直接金融はある程度限定的である。

・そこで、間接金融における金融仲介でプライスメカニズムがどの程度働いているかがポイントになる。銀行貸出は、社債とは異なり相対取引であるため、個別の金利条件は基本的に公表されない。稀に報道される大企業向けのシンジケートローン等の条件をみると、TIBOR フラット程度になっていることが多い。どの期間をベースにするかで TIBOR の水準は大きく異なり、現状では、1ヶ月物であれば 15bp、3 カ月物であれば 20bp、6 カ月物では 30bp とある程度の傾斜がついている。一方で、短期国債の流通利回りは、1ヶ月物であれ 6 カ月物であれ殆ど変わらず 2~5 bp である。貸出金利が TIBOR フラットであっても、銀行にとっては、短期国債よりはるかに高い利回りが得られるというわけである。

・一方、銀行貸出金利をマクロの観点からみると、日本銀行が公表する「新規貸出約定平均金利」は過去 7 年間一貫して低下を続けており、直近では長期で 0.8% 台、短期で 0.7% 台になっている。貸出金利がここまで低下すると、銀行が持っている住宅ローンや中小企業向け貸出債権を証券化することに大きな障害となる。なぜなら、証券化に際しては、受託者への信託報酬、契約書を作成するための弁護士報酬、格付を取得するための格付手数料といったコストに加え、投資家に対して市場金利に一定程度上乗せした利回りを払う必要があるだけに、現状では採算が合わないからである。10 年ほど前には、「市場型間接金融」という名の下に証券化やシンジケートローン、ローントレーディングが活発化したが、当時に比べて貸出金利は約 200bp も低下し、環境は大きく変わった。結果として、銀行は一度貸したら債権を最後まで抱え、非常に低いクレジットスプレッドを甘受せざるを得なくなっている。

井上くモデレーター>

・江川さんのコメントには、日本において銀行がクレジット全体のプライスリーダーになっているとの示唆があったが、北村さんには、こうしたプライシングの背景にある金融産業の構造についてコメン

トしていただきたい。なかでも、しばしば誤解を招く用語であるが、「オーバーバンキング」の意味合いを含めてご見解を伺いたい。

北村氏:

・米国や日本では、1920 年代の第一次大戦後のバブルの中で多数の金融機関が設立された。しかし、バブルが崩壊した 1930 年代には、金融規制が強化される中で、これらの先をどう整理していくかが政策課題となり、その中で「オーバーバンキング」という言葉が使用された経緯がある。これに対し、現在の日本で「オーバーバンキング」という用語が使用される場合は、次の二つの意味であることが多い。第一に、日本銀行による超緩和的な金融政策の下で、実体経済に裏付けられた資金需要と供給されている資金とのギャップが大きいため、超低金利をはじめとする様々な弊害が生じているという意味である。第二に、地方経済が縮小する中で、地域金融機関の数はそれに見合っているか、あるいは適切な金融機能を果たしているかという意味である。

・「オーバーバンキング」に関する議論の背景には、日本経済における様々な不均衡がある。第一に、家計はフローの貯蓄は徐々に減少しているがストックで大きな貯蓄を抱えていることに加え、企業がかつては銀行からおカネを借りて投資する主体であったのに一現在では貯蓄超過の主体に転じた。この結果、以前のように貯蓄と投資のバランスによって経済成長が実現するメカニズムが失われ、金融機関は国債を買わざるを得ず、収益性が低下している。第二に、地域間に経済活動の格差が生じ、大きな投資案件がない地域金融機関は都市部で資金を運用する必要に迫られているが、競争が激しいため大きな収益は見込めなくなっている。第三に、地域金融機関の経営が弱体化したため、地場の中小企業に資金需要があったとしてもそれに十分応えられず、結果として地方経済をさらに悪化させている。

・こうした問題に対応するため、銀行全体のバランスシートを縮小すべきとの指摘は多いし、私もある程度は同感である。ただ、地域金融機関は、地場の顧客によるおカネの受払を支える決済機能を提供していることも事実である。従って、敢えて貸出に拘らず、「narrow bank」によって生き残りを図る道もありうらと思う。いずれにしても、「オーバーバンキング」への対応は、今後の銀行ビジネスを展望するという視点から、多面的に議論することが大切である。

井上くモデレーター>

・翁さんには、銀行を含む金融機関が提供するサービスについて、金融仲介の視点からコメントをいただきたい。

翁氏:

・日本の銀行の貸出残高は、前年比で見ても少しずつ伸び率を高めている。つまり、日本銀行の「金融システムレポート」(2014 年 4 月)によると、国内向けに限っても、大手行だけでなく、これまで減少を続けてきた地域銀行や信用金庫もここへきてプラスに転じている。また、貸出先別にみても、数年前までは個人、あるいは地域銀行の場合は地方公共団体向けが中心であったが、ここへきて中小企

業向けにも動意が窺われるなど、広がりが出てきている。

・もっとも、銀行のビジネス環境については、午前のセッションでも議論されたように、異次元の金融緩和は当面継続されるとみられるほか、北村さんや徳島さんが指摘された資金需給のミスマッチあるいは人口動態の問題もある。後者の点は地域銀行にとって特に深刻であり、その意味で、いわゆる「オーバーバンキング」はむしろ深刻になると予想される。加えて、貸出金利の低下が止まらず、地域銀行は大都市に貸出先を求めて進出している。地域銀行の貸出残高が増加しているのはこの結果でもあるが、同時に、中核都市の大企業向け貸出における金利競争が激化し、利鞘が顕著に縮小している。最近発表された銀行決算をみても、貸出残高の明るい動きほどには収益が改善していない。銀行の貸出姿勢も、一部には情報生産に注力する動きも散見されるが、全体としてみれば、先に述べた貸出競争から想像されるように、大企業向けあるいは優良先向けであれば貸し込むという意味で同質化している。つまり、金融緩和によって期待されていた成長性の高い投資への資金供給という意味での差別化は不十分なものになっている。

・これらをデータで確認すると、預貸利鞘は貸出利回りの低下に伴って横ばいから縮小の傾向が続いている。ただ、「金融システムレポート」によれば、2013 年度からは、中小企業向け貸出を積極化する動きが見られ始めた。背景として、まずは、経済見通しや企業の業況見通しの好転が挙げられる。加えて、企業の側でも、人口動態の大きな変化を見越して事業再編や事業再生を模索し、金融機関に助言を求める動きもみられる。「アペノミクス」によって株価が上昇し、経営者のマインドが改善したことで、マクロの経済再生と軌を一にして企業の再生に取り組みたいという考えであろう。これを受けて、地域銀行や信用金庫にも、例えば観光地の旅館業の再生に向けて、地域経済再生ファンドと一緒にファンドを作るといった取り組みもみられる。日本の銀行を全体としてみた場合は依然として同質的であるが、一部には、これまでと異なる努力が見られ始めている。

徳島氏:

・先程は金利について話をしたので、銀行の機能についてコメントしたい。最近、GPIF も private equity への投資を本格化すると方向を示しており、private equity への注目が集まっている。ただ、改めて考え直すと、戦後の高度経済成長においてこの機能を果たしていたのは一低格付社債の市場が果たすべき領域も含めて一実は銀行であったのではないかと、だからこそ、日本において private equity も低格付社債の市場も成長しなかったのではないかと考える。つまり、銀行は、取引先企業に融資を提供する中で、株式公開の段階までサポートしていた。しかし、自己資本比率規制などが導入される中で、銀行はそうした「余計なこと」までカバーすべきでないという考え方が定着した。翁さんが指摘されたように、銀行の中でも貸出がきちんとできる先は相応の利鞘を確保できている。しかし、多くの地域金融機関のように貸出が伸ばせない場合は、利鞘が取れず自己資本も薄いので、従来の銀行が担ってきた高収益ビ

ジネスに手が出しにくくなっている。こうして、金融機関の中でも立ち位置が分かれてきているのではないかと。

2. 現在の「均衡」と second best へのアプローチ

井上くモデレーター:

・日本の金融仲介をどのような方向に持っていくべきかを議論すると、個別論としては様々なご提案が出てくる。ただ、実際に金融仲介に携わっておられる方々は、現在の金融経済環境の中で合理的に行動しておられる訳であり、こうして成立した一種の「均衡」が全体として変えにくいものになっているように感じる。

・例えば、金融仲介における「情報生産」を取りだしても、徳島さんや江川さんが指摘されたように、リスクのプライシングがそもそも歪んでいるかもしれない。あるいは、翁さんや北村さんが指摘されたように、金融機関の収益が厳しい中で、そもそもこんなことにコストをかける訳にはいかないかもしれない。さらに言えば、徳島さんが指摘されたように、「余計なことはするな」というディスインセンティブがあるのであれば、金融サービスを需要する側に多少の違和感があったとしても、金融機関側は同質なサービスを提供せざるを得ないかもしれない。

・これらのどこか一か所を変えても全体が変化するようには思われな一方、現在の金融システムを放棄して新たなものを構築することも現実的でない。だとすると、敗北主義的に聞こえるかもしれないが、現在の「均衡」を前提とした上で、何を変えようか、あるいは何を指すべきかという一種の second best を模索するアプローチも考えられる。そこで、翁さんには、今の環境を前提として金融仲介が最低限果たすべき役割について、コメントをいただきたい。

翁氏:

・当面は低金利環境が続き、限られた優良先を巡る貸出競争が継続し、銀行収益を巡る厳しい環境が維持されるという意味で、井上さんが整理されたような「均衡」に陥っている面がある。

・ただし、銀行を巡る環境は大きく変わることも予想される。第一に、人口動態が急激に変化し、取引先企業が実体的に人手不足に直面しつつあることである。その結果、多くの企業が自らのビジネスモデルを再検討し、より高い収益性を目指す必要に迫られる。その過程で、銀行は debt を通じたガバナンスを発揮することができるし、特に中小企業の場合には、重要な役割を担う必要がある。地域企業の収益性が高まることは、地域に根差す銀行や信用金庫の生き残りに繋がる。

・具体的には、銀行や信用金庫が、その地域あるいは地域を超えたネットワークを活用して、企業が新たな環境の下で収益を上げることのできるビジネスモデルを模索する上でのサポートをすることが重要である。加えて、事業再生に関するノウハウを有する人材を育成し、企業の再生やビジネスモデルの変革をサポートすることも求められる。銀行や信用金庫は、こうした努力を通じてサービスの差別化を図ることができる。地方の企業を再生する場合、銀行または

銀行子会社がリエゾンとして equity を持つことはあっても、最終的には、同じ地域の中小企業や M&A のパートナー、つまり水平あるいは垂直統合により連携する事業会社といった、ビジネスモデルを変革する上でのベスト・パートナーとなる equity holder を探すことが重要であり、銀行や信用金庫がこうしたことをサポートすることが求められる。人口が減少する中では、個別の企業が選択と集中を進めるだけでなく、お互いに連携することが大切であり、その際に銀行や信用金庫が持つネットワークが活用されるべきである。

・最近では、銀行自身がファンドを組成したり、地域経済活性化支援機構や民間のファンドとともにファンドを組成したりすることを通じ、企業の再生や経営支援に取り組む動きも見られる。銀行は間接金融だからといってリスクを取らないのではなく、銀行経営の観点から合理的な判断ができるのであれば、積極的に対応することが求められる。もちろん、銀行本体がこうした機能をもつことには、様々な規制との関係等もあるので、十分に慎重な議論も必要であるが、ファンドとの協調による劣後ローンやメザニン融資なども、地域経済をサポートし活性化することに資するような案件には、銀行として貢献していく必要があるだろう。

・生産年齢人口が減少する中で経済成長力を高めるには、やはり生産性の向上が重要である。また、これまでは非製造業かつ中小企業の生産性の伸びが低迷していた。今後を考えても、これらの中には医療や介護といったビジネスが多く、生産性の向上がそもそも難しい面もある。それでも、今がチャンスであるだけでなく、将来的に金利が上昇する前の対応が求められるだけに、銀行も考え方を換え、企業の経営改革を支援していくことが求められる。

・なお、信用保証制度は、金利のプライスマカニズムを歪めている面もあるため、先頃再開された責任共有制度（現在は 8 割の負担である）を確実に定着させる必要がある。また、五味さんも説明されたように、金融庁も「金融モニタリングの基本方針」の下で、金融機関に対して企業の活性化を促す方向に金融行政を変化させているが、さらにオフサイトのガイドラインも見直すといった取り組みも期待される。

井上くモデレーター：

・これまでの議論のキーワードが「情報生産」であるが、どうしても抽象的な印象を受ける面がある。実際には何を指しているのか、あるいは、企業金融の実態が変化する中でどのように変わるべきかという論点があるように思う。さらに、「情報生産」については「決済」との結合生産のメリットを支持する議論が多い一方で、翁さんが指摘された M&A やファンドの役割を考えると、別な機能との結合生産も考えられる。北村さんには、銀行による「情報生産」について、改めてコメントをいただきたい。

北村氏：

・江川さんが指摘したように、日本では銀行貸出残高が圧倒的に大きく、ストックで見る限り間接金融の世界が強い。ただ、最近の企業金融をみると、フローでは直接金融に近い性格のものも拡大してい

る。従って、「情報生産」といっても、商業銀行的な銀行貸出に関するものだけでなく、投資銀行的なものにも注目する必要がある。例えば、企業が蓄積した内部留保を使って、有望なビジネスを行う海外企業を M&A で買収する際には、投資銀行的な「情報生産」に基づく情報提供や助言が必要となる。社債の発行が増加しているのも、低金利の中で少しでも高いリターンを欲する投資家側の需要を背景としているが、その際に発行体に様々な助言を行うのも、投資銀行的な「情報生産」による。日本のメガバンクにとっては、グループ内に抱える様々な機能を活用しつつ投資銀行的な「情報生産」を行うことが重要になっている。

・中小企業では、内部留保があっても投資に回さず、現預金のまま保有するケースが多い。おそらく、バブル崩壊後の貸し剥がしに懲りて、現預金を抱えたり「銀行離れ」を進めたりしたことによるのであろう。加えて、海外の大企業には銀行業に進出する動きもみられる。例えば、Google, Amazon, Walmart などの場合は、持っているおカネを活用するだけでなく、ビッグデータの活用によるビジネスチャンスの模索というように、既存の金融機関が劣後している領域を凌駕する考え方もみられる。ネットバンキングでも、既存の金融機関は、頻繁にハッカーに攻撃されるなど、IT 関連の取組みは相対的に弱い。さらに、私が研究している「bit coin」などの仮想通貨も、インターネット上の決済機能のあり方として、本来は既存の金融機関が対応すべきテーマであったのに、金融機関と関係ないグループによって運営されている。

・グローバルに展開する大企業は既に直接金融にシフトし、国際的なスタンダードの中で資金を調達している。そういう企業で働く人々のマインドはグローバル化し、ビジネススクールの教育が影響を与えている。しかし、翁さんが説明されたような地域に根ざした中小企業もたくさんあり、そこでの人々には伝統的な間接金融の下でのビジネスを指向する需要もあろう。地域銀行がこれにどう対応するかについては、多角化したり合併したりしてメガバンクに近い方向性を目指す選択肢がある一方、地域に根付いたバンキングに拘る選択肢もある。金融経済環境が変化する中で生き延びるためにどういう戦略をとるかは、銀行が主体的に判断すべきであるし、全ての銀行に共通の解がある訳はなく、多様な判断があって良い。

井上くモデレーター：

・江川さんには、クレジットのリスクプレミアムの現状をご説明いただいたが、今後はそれをどのように変えていくべきか、例えば、誰がプライスリーダーになるべきか、証券化市場は其中でどのような役割を果たすべきかについてコメントをいただきたい。

江川氏：

・結論から先に言うと、直接金融と間接金融とが共存できるプライシングができると非常に良い。つまり、住宅ローンや企業向けの貸出を、実行した銀行が抱えても良いし、バランスシートを圧縮するために証券化しても良い。こうした判断が経済合理性を伴う形でできるようになれば、銀行は起債のファシリティと同様な機能を持つ

回転型の貸出を行うこともできるし、逆に、資本市場にアクセスできない企業が一時的に銀行から貸出を受けることもできる。

・銀行の「情報生産」とは、中小企業や業績が芳しくない企業、あるいは業歴の浅いベンチャー企業に対しても、一件ずつ丁寧に審査し、回収可能と判断されれば資金を貸すということである。こうした企業は、銀行員であればご承知のように、財務諸表を作っていたとしても実態を正しく反映していないことが多い。それでも、銀行は的確に審査し、資金を貸す能力を本来持っている。これに対し、こうした企業の場合は、社債を引き受ける証券会社も投資家もいないので、資本市場にアクセスすることはできない。

・一方、ハイイールド債は中小企業ではなく大企業の資金調達手段である。つまり、レバレッジが高いといった点で財務状態が悪い大企業が格付を取得しようとする、BB から CCC といったレベルになる。それでも社債を発行すると、国債利回りやスワップレートといった基準金利に対して数百 bp のプレミアムを要求される。これがハイイールド債であり、ドル建はたくさん発行されているが、日本にはない。日本にも BB や B 格に相当する企業はたくさんあるが、こうした先はそもそも格付を取得せず、銀行からおカネを借りることになる。銀行からはおそらく 1% 台の金利で資金調達できるが、同じような金利で社債を発行することはできない訳である。

・中小企業向けの貸付債権を、資本市場に個別に評価してもらうことは無理である。しかし、それらを集めてプールとして評価してもらえば、証券化が可能となる。実際、2000 年頃からの数年間は、日本でも中小企業向けの貸付債権が盛んに証券化されていた。しかし、2006 年を境に激減し、2011 年 3 月を最後に 3 年以上も一切組成されていない。これは、先に述べたように、貸出金利が低すぎて、投資家に対する利回りやその他のコストを賄うことができず、採算が合わないためである。従って、証券化によって銀行がバランスシートをコントロールしうようになるには、結局のところ、貸出金利を引き上げるしかない。証券化が盛んであった 2004 年頃は、貸出金利は現在よりも 100bp 以上高かったのであり、ここまで戻せれば、社債市場や証券化市場と銀行貸出が共存し、金融システムの効率性も改善するのではないかと。貸出金利を上げられない理由として、「オーバーバンキング」を指摘する向きが多い。しかし、例えば損害保険の世界では、自動車保険の値下げ競争が続いていたにも拘わらず、2 年程前からは各社にとって高収益の業務に転じた。これは、リスク細分化の手法等を用いて実質的な値上げに成功したからである。銀行貸出も、どうすれば実質的な値上げができるかをしっかり模索する必要がある。

井上くモデレーター:

・徳島さんには、長めの資金を動かす機関投資家による金融仲介面での役割について、コメントをいただきたい。

徳島氏:

・日本の保険や年金といった長期の機関投資家は、一般論として言えば、受け身の投資姿勢を維持している。海外では、例えば、社

債市場に問題が生じた場合、有力な機関投資家が共同で意見を表明し、市場の変革をアピールするといった動きもみられる。日本でこうした対応がみられない理由の一つは、基本的に、業界全体の存立に関わる事態には直面しなかったからである。

・この点は、長期資金の機関投資家自身についてガバナンスが有効に機能していないことも関連しているように思われる。損害保険の多くは上場しているが、これらは基本的に短期の投資に携わっている。一方、生命保険の場合、一部に上場している先もみられるが、多くが相互会社の形態をとっている。保険論によれば、相互会社という形態は契約者のために最も優れている組織であるとされるが、資本市場との関係で適当かどうかには疑問が残る。

・機関投資家による投資先企業に対するガバナンスも、必ずしも十分ではないように思う。つまり、日本の機関投資家が株主としてきちんと行動しないことが、金融資本市場における様々な歪みの残存に繋がっているのではないかと。この 2 年間は株価が上昇したために、金利水準が低下する中でも投資利回りを確保することができた。しかし、株価の上昇し続ける保証がない中で投資利回りを確保しようとするれば、今後は投資対象を拡大することが必要になる。例えば、日本の年金基金の多くが国内債券投資について特定のベンチマークを使用していることで、逆に、その指数に含まれる A 格の社債までしか投資できないという説明を聞くことがある。結果として、日本では低格付社債の市場が育たず、リスクプレミアムが適切に形成されないことに繋がっていると考えられる。江川さんが指摘されたように、直接金融と間接金融とで同様なプレミアムが付くのであれば、日本の金融システムが効率化するとの考えもあるが、その役割は、銀行や公的金融だけでなく、機関投資家も担うべきである。

・私も、リスクの適正なプライシングこそが、金融機能にとって一番大事なソリューションであると思う。ただ、過去十年以上に亘って同じ指摘を受けてきたにも拘わらず、日本では実現していない。様々な理由や金融規制の影響もあろうが、政策当局が銀行貸出を強く促進してきたことも関係しているように思う。銀行貸出におけるリスクのプライシングが十分でないことを前提に、ここでのテーマである second best を考えると、先に述べたように、機関投資家に二つの意味でのガバナンスの充実を求めることが重要である。このうち、機関投資家に対するガバナンスの面では、保険契約者や年金加入者のおカネを預かって運用している立場—米国で言えば「ERISA」法に基づく受託者責任—を明確にすることが考えられる。日本で法的に対応することには関係者の異論があるが、いつまでもそれで良いのかという思いがある。また、株主または社債権者としてのガバナンスについては、日本でも金融庁と経済産業省とが共同して「スチュアードシップコード」の導入を進めているが、まだ入り口の段階である。いわゆる activist になる必要はないが、日本の投資家には投資先企業へのガバナンスを意識した行動が求められる。

3. 自由討議

北村氏:

・江川さんが金利を引上げるべきと言われた点には私も同感である。現在の「corner solution」を脱して、金利メカニズムを機能させるには、午前のセッションでも議論されたように、中央銀行が余剰な資金を吸収することが必要であり、ただ、「出口戦略」には時間もかかり不確実性も大きい。米国の「accord」については、実は、1951 年が「出口」であった訳ではない。つまり、1951 年には FRB と米国財務省とが短期証券のみの買入れを続けること（「Bills Only Policy」）で合意したに過ぎない。FRB が、実際に自由にオペレーションをできるようになったのは、1960 年代初頭にケネディ政権が成立した後である。当時の米国のように、経済が高度成長し、世界の GDP の相当なシェアを占めていた米国ですら、金融緩和の「出口戦略」に着手してから、完了までに 12～13 年を擁した訳である。従って、日本に関しては 15～20 年かかるという話になるので、例えば、その間に地域金融機関は現在の収益力で耐えられるのかといった問題もあろうし、ベース配分を考えると出口の議論を先延ばし続けることで良いのかと思う。

・銀行ビジネスのあり方は、サッカーの戦術作りに似ている。つまり、現時点で世界最高峰の水準にあるチームをまねて戦術を作ればよいという考えがある一方、自分たちの体格や国民性に合った戦術を取ればよいという考えもある。前者は、グローバルに活動するメガバンクに適合するかもしれないし、後者は、地域に根差した地域金融機関に適合するかもしれない。ただ、今回のワールドカップが証明したように、チームの戦績は、実際にプレーする環境に上手く対応できるかどうか大きく左右される。最近のサッカー評論家はコンパクトなサッカーが望ましいと言ってきたが、今回の W 杯ではバックからフォワードまで 50～60 メートルも空けながらも、馬力で勝負するチームが勝ち残っている。歴史が遡ったという解釈もあるが、今回の環境で戦うにはそれがベストだったということではないか。銀行経営も教科書的に「きれいな正解」をコピーすれば良い訳でない。日本経済や地域の状況、高齢化の進捗といった点で環境が変わる中で、変幻自在にビジネスモデルを変えうる銀行が生き残っていくのではないかと。

翁氏:

・徳島さんが指摘した日本の機関投資家の特性については、私も同じ問題意識を持っている。日本の金融仲介において、リスクを取れる投資家が少ないことは大きな問題である。長らく指摘されてきたように、ベンチャー企業や再生企業への投資、あるいは「patient money」と呼ばれる R&D 向けの投資に対し、民間の資金が出てこない。これに対し、海外では、機関投資家がオルタナティブ投資に一定の比率を割り当てている。

・日本ではむしろ、公的金融に変化の兆しが見られる。つまり、これまで debt が中心であったが、最近では多くの官民ファンドが組成され、equity を出すようになってきている。これらはすべて期限付だが、10～15 年と長いものも多い。その評価にはまだ難しい面も残るが、

こうした期間に民間でリスクを取れる投資家を育成するとか、インフラを作るという考え方がありうる。例えば、日本でも確定拠出年金が徐々に増加しているが、米国やドイツでは、個人年金制度など、個人による長期投資を前提とした税制優遇制度が充実している。こうした制度は、老後の資産形成支援が主目的であるが、長期にリスクをとれる資金を供給するインフラとしても検討すべきである。

江川氏:

・銀行貸出の金融規制上のハードルはそれほど高くない。つまり、自己資本比率規制で、貸出のリスクウエイトは高く 100%である。しかし、equity 性の資金を出すことは簡単ではない。いわゆる「5%ルール」が緩和され、ファンドへの出資が奨励されるといっても、非公開企業の株式に対するリスクウエイトは 400%であり、ファンドにエクイティ出資すると日本では「look through の原則」が導入されているので最大で 1250%のリスクウエイトが適用される。今年 3 月末からは国内基準行にも「日本版 Basel III」が導入され、Tier2 の概念がなくなった。自己資本比率が急激に変動しないよう経過措置が設けられているが、これがなければ、地方銀行の自己資本比率が 3～4%ポイントも低下するインパクトを持っている。これらを踏まえると、特に地域金融機関のうち国内基準行にとって、equity 性資金の供給や株式の保有はやりにくくなっている。

・一般に、リスクが高くてもそれに見合うリターンがあれば、ファンドや証券化を活用して資金供給者がリスクを分担できれば、資金を供給することは可能である。このため、企業の収益を債権者や出資者に正しく還元することが求められる。中小企業の大半は赤字で生産性も低いとされるが、実は、法人税負担を回避するために、親族に多額の給料を支払うといったケースも少なくないとされる。その意味では、中小企業の経営者にも資金供給者に対する収益還元に対する意識を変えてもらう必要がある。

徳島氏:

・翁さんや江川さんは、適切なリターンがあればリスクを取る投資家も出現すると指摘された。私も同感である一方、現在の金融環境の下で様々な金融資産の期待リターンが低下している中では、スキームの組成コストが相対的に割高になることも否定できない。この点には、日本の投資信託市場においては、販売会社の販売しやすい商品の組成に偏りがちである点も関係している。例えば、定期分配型で外国株や外債に投資する商品などは、個人の中で比較的豊富な資産を持つ高齢者の嗜好に適合しているのかどうか気になる。その意味でも、個人の資産形成に自助努力を促す商品を提供していくべき、という翁さんの指摘に同感であり、より一般的にも、投資家の利益を尊重した商品の提供が求められている。

井上くモデレーター:

・本セッションの議論を伺う限り、地域経済は、人口の高齢化を含めて切迫した問題に直面している。銀行のビジネスモデルはこうした金融経済環境の変化に柔軟に対応すべきというのが、パネリストの共通のメッセージであった。また、より広い意味で金融仲介を

考えた場合に、機関投資家の役割が一段と重要になっており、公的投資家における変化の兆しや、ガバナンスを巡る最近のイニシアティブなどが、今後にどのような影響を持つかが注目される。

・予定の時間になったので第 1 パネルはこれで終了する。パネリストの皆様に盛大な拍手をお願いしたい。
