

日本の金融の現状を考える

慶應義塾大学 経済学部 教授

池尾 和人



1. 予備的考察

典型的には、家計は自らの貯蓄をいつでも取り崩して使える流動的な形態で保有することを望む。他方、企業は投資にあたって長期間固定できる安定的な形態で資金調達したいと望むのが、通常である。銀行は、こうした家計と企業の選好の違いを「短期で借りて、長期で貸す」という期間変換の活動に従事することによって吸収している。すなわち、家計には預金のような流動的な貯蓄手段を提供し、それによって集めた資金を企業に対してはより長い満期限で貸し出しする。

こうした期間変換の活動には、資金繰りに

関するリスク（流動性リスク）や金利（変動）リスクが伴う。長い満期限をもち、すぐには返済を求めることのできない貸出を実行した後に、預金が大量に取り崩されれば、銀行は資金繰りに行き詰まってしまうかねない。借り換え自体は円滑に行えていても、途中で調達の金利（短期金利）が上昇し、貸出が固定金利によるものであれば、銀行は逆ざやに陥り、損失を被る可能性がある。

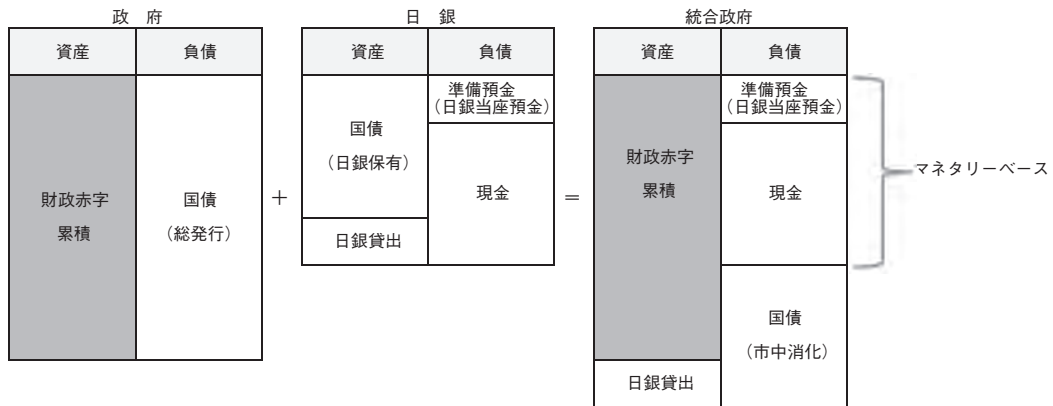
これらの流動性リスク・金利リスクを負担することで、その見返りとして銀行は収益を得ているといえる。逆に、いつでも返済を求められるという条件を付したり、（短期金利の指標に一定のスプレッドを上乗せするかたちの）変動金利での貸出にすれば、銀行はリスクから逃れられるけれども、企業の選好に適う程度が低くなるために、企業は多くの対価を支払おうとはしなくなり、銀行の収益は減少することになる。

銀行の収益はリスク負担の見返りであり、リスク負担を増や（減ら）せば、期待される

目次

1. 予備的考察
2. 金融緩和と国債管理
3. リスクマネーの不足
4. 取り組むべき課題

(図) 統合政府レベルで見た財政赤字累積額のファイナンス



収益は増加（減少）するという関係にある。このトレードオフ（相反関係）の下で、最も望ましい組み合わせを求めるというのが、銀行のリスク管理にほかならない。

最終的な資金の調達者が、企業ではなく、財政赤字の政府であっても、基本的な事情はそれほど変わるものではない。財政赤字のファイナンスにも安定性が求められる。それゆえ、国債管理政策の目的は、そうした安定性を確保した上で中長期的にみた債務維持コストを最小化することになる。もしたただ債務維持コストを最小化することが目的であれば、すべてを短期債で調達するのが最適ということになってしまうが、それでは、政府は流動性リスクと金利リスクを最も抱えることになる。

財政赤字のファイナンスに関わる流動性リスクと金利リスクについては、政府が一人で負担するのではなく、民間の銀行等と分担することが通常は望ましいからこそ、国債管理

政策というものがそもそも存在していると理解できる。すべてを短期債で調達するのが常に最適だということであれば、国債管理政策など必要ではないことになる。換言すると、リスク分担という観点からは、銀行が預金で集めた金で国債を購入するということにも、一定の期間変換活動としての意義があるとみなせる。

■ 2. 金融緩和と国債管理

こうした国債管理政策に関する理解からすると、わが国の現状はきわめて異常な状況にあると考えられる。2013年4月に日本銀行が量的・質的金融緩和を開始して以降、日銀は民間の銀行から長期国債を買い上げ、代わりに準備預金を保有させてきた。銀行が、その負債である預金の見合いとして、準備預金（日銀当座預金）を保有しても、期間変換は全く行われないことになる。それゆえ、銀行はそ

れによる収益を得ることができなくなる。民間銀行は、日銀によって期間変換活動のビジネスを大々的に奪われてしまったといえる。

この結果、政府と日銀を合わせた統合政府のレベルでみると、これまでの財政赤字の累積額のファイナンスにおいて、市中消化の国債による割合が大幅に低下し、その分だけ準備預金による調達部分が増加することになっている。財政当局は、低金利環境下で意図的に長期国債の発行を増やして、安定的な資金調達を図っているようにみえるけれども、その長期国債を日銀が買い上げて準備預金に変換しているので、統合政府として考えると、ファイナンスを準備預金に頼る割合が上昇している。

準備預金は、マネタリーベースの一部であり、無償還（irredeemable）である。すなわち、準備預金は日銀券のかたちでしか引き出すことができず、現在の日銀券は不換紙幣である。そのために、市中消化の国債が準備預金に置き換えられることで、政府の債務そのものが減少することになると主張する論者さえいる。しかし、現在の準備預金のほとんどは、信用創造のためには必要とされない「超過」準備預金であり、本質的には短期国債と同等の金融手段だとみなすべきものである。したがって、超過準備預金は負債性をもつものだと認識されねばならない。

具体的には、今後何らかの理由で、物価が2%を上回って上昇するようになれば、日銀は金融緩和を解除しなければならない

が、そのときには国債の売りオペを行って超過準備預金を吸収するか、超過準備預金に付している金利の水準を引き上げなければならない。前者であれば、財政赤字の累積額を再び国債でファイナンスしなければならないわけだし、後者であっても、債務維持コストが発生していることには変わりがない。こうしたことから、超過準備預金も統合政府の債務の一形態であることが分かる。

日銀が国債を購入すれば政府の債務がその分だけ減少するといった「打ち出の小槌」のような話があり得ると考える方がどうかしている。類似の誤謬に、日銀が保有している国債を償却してしまえば政府債務を減らせるというものがある。これも、日銀保有の国債を償却すれば、見合いとなっている準備預金もカットしなければならないことを見落としている。準備預金は民間銀行の資産であり、それがカットされれば、その分だけの損失を民間銀行が被ることになる。

正しくは、量的・質的金融緩和を実施してきた結果、統合政府レベルでみると、財政赤字のファイナンスに関わる流動性リスクと金利リスクを民間の銀行と分担するのではなく政府一人で大方を負担するような状況に至っているといえる。こうした状況は、国債管理政策上はきわめて危ういものだと考えられる。

いつまでも物価上昇を実現できない環境が続いている限りは、もっぱら短期調達に依存するかたちになっ

する必要もなく、むしろ調達コストが下がって望ましいようにみえる。しかしながら、いったん物価上昇が始まり、金融緩和を解除しなければならない環境に変化したら、資金繰りをつけ続けるために債務維持コスト(金利)の大幅な上昇を受け入れなければならなくなる。

やや繰り返しになるが、狭義の政府は長期国債を発行している割合が高いので、直ちに短期金利上昇の影響を受けないようにみえる。しかし、その長期国債の多くは日銀が保有しているので、日銀が保有を続けるためには準備預金に対する付利水準を引き上げざるを得ないので、短期金利上昇の影響を直ちに受け、金利支払いが増加することになる。その分は、日銀からの国庫納付金が減少するというかたちで、政府の負担に転嫁される。

マイナスの国庫納付金(すなわち、日銀が政府から資金援助を受けること)があり得ないとすると、日銀の負担のすべてが政府に転嫁されることは起こりえないとしても、政府と日銀を合わせた統合政府のレベルで見れば、短期金利が上昇する局面では債務維持のための負担が急増することには変わりがない。これが金融緩和の「出口問題」である。

なお、金利が上昇すると日銀が保有している国債に巨額の評価損が出るという話は、事実であるけれども、同額の評価益を国債の発行体である政府は得ているという計算になるので、政府と日銀を合わせた統合政府のレベルでは実は問題とならない。問題は、統合政

府の国債管理が短期調達に過度に依存する構造となっているので、債務維持コストの急激な上昇に直面する可能性であり、その場合に債務維持コストの増加が財政赤字の一層の拡大につながるという悪循環が引き起こされかねないことである。

■ 3. リスクマネーの不足

日銀が民間銀行から期間変換活動のビジネスを取り上げ、準備預金は無償還であることから流動性リスクは懸念する必要がないとしても、金利リスクを大々的に抱え込むようなことをしているのは、民間銀行に別のリスクをとること(ポートフォリオ・リバランス)を促したいからである。端的には、民間企業向けの貸出を増加させ、それに伴う信用リスクをとることを求めているのである。

しかしながら、不動産関連を別にすると、銀行貸出は伸び悩みを続けている。その背景は、資金需要が乏しいことである。現在は、銀行貸出のような負債契約(debt contract)を通じて供給できるタイプの資金の不足が企業の価値創造活動を制約するボトルネックとなっているケースはほとんど存在しない。1980年代以前は、資金不足が企業の価値創造活動を制約するボトルネックとなっていた場合が多く、銀行は資金提供を行うだけで企業の価値創造活動を支援することができた。しかし、そうした時代が過ぎ去って久しい。

現状、強いて金融面にボトルネックがある

とすれば、単なる資金の不足ではなく、リスクマネーの不足であろう。リスク負担に消極的なマネーは十二分に存在し、カネ余りの状況にある。しかし、リスク負担に積極的なマネーの供給は限定的なものにとどまっている。実際、リスクマネーが不足しているという判断から、政府自らが官民ファンド等を通じてリスクマネーの供給を行うような状況にある。

しかし、だからといって、銀行がリスクマネー供給の担い手になるべきだということにはならない。預金を原資とする銀行が取り得るリスクには限度がある。預金者から預かった資金を過度のリスクに晒すわけにはいかない。リスクマネーは株式に代表される出資契約 (equity contract) を通じて供給されるものだが、銀行による株式保有は、そのリスクの大きさから、むしろ削減が求められている。

地域金融機関に、地場の企業の育成のために一定期間に限ってそうした企業の株式保有を行うマーチャントバンク機能を認めることは、一考に値すると筆者は考えているが、そうしたアイディアに関しても消極論が多い。もちろんもっと事業性をみて貸出を行う余地が全くないわけではないだろうが、他方で預金者保護の観点から銀行の健全性を維持する必要性も大きい。総じて、銀行が健全性を維持するという制約下で取り得る信用リスクの限度内では、資金需要は乏しいというのが現状である。

こうしたことから、現在の日銀の金融政策

は、そのリスクの大きさに比較して効果が乏しいものであり、コストがベネフィットを上回っているとみられることから、望ましくもないものだとは筆者は判断している。リスクマネーの供給は、預金という金融手段に頼っている限りは難しく、最終的な資金提供者である家計に直接にリスク性資産を保有してもらう必要がある。それゆえ、「貯蓄から投資へ」が謳われてきた。

この「貯蓄から投資へ」というときの貯蓄は、経済学の用語としての意味とは異なり、安全資産を保有することであり、同様に投資も、経済学の用語としての意味とは異なり、リスク性資産を保有することである。日本の家計が株式や投資信託といったリスク性資産をあまり保有しようとせず、現預金を中心とした安全資産の保有を望んできたのは、日本人が本来的にリスク回避的な選好をもっているからだとは理解されていることが多い。

しかし、こうした理解は必ずしも正しいとはいえない。というのは、日本人のリスク回避度が欧米の人々のそれと大差がなかったとしても、①他の部面でリスクを多く負担してしまっている、金融資産の保有においてリスクを負担する余裕がなくなっている、あるいは②保有候補となるリスク資産の質が日本においては劣悪であり、保有するに値しないという可能性が考えられるからである。

前者の①の可能性に関しては、例えば、持ち家という非流動的な資産を取得するために住宅ローン（しかも、ノンリコースではない

タイプのそれ)を組んでいることで既にかなりのリスクを負担している場合が多いという事実を指摘できる。また、伝統的な日本の雇用慣行においては、長期継続的な雇用が保障されている一方で、企業に特殊的な人的資本形成が行われることになるため、将来の稼得見込みは当該企業の業績に強く依存したものになる。このことは、経済的効果としては、自分の勤めている企業の株式に集中投資しているのと同様である。分散せずに、一銘柄だけに投資をしていることのリスクは、きわめて大きいといわざるを得ない。

後者の②の可能性を軽視できないことは、1990年代初頭からのいわゆる「失われた20年」を振り返ったときに、事後的には定額郵便貯金に資金を預けていたのが最もリターンの高い資産運用であって、日経平均株価指数に投資していた場合には損失を被ることになったという事実が雄弁に示している。保有を求める前に、リスク性資産の質を改善する(リスクに対する期待リターンを向上させる)ことが不可欠である。そのためには、日本企業の「稼ぐ力」を回復させねばならないという話になる。

■ 4. 取り組むべき課題

もう1つの論点として、家計による投資は、多くの場合において直接的ではなく、間接的に行われる(市場型間接金融)という面に関わるものがある。そうした間接的な投資ルー

トをインベストメント・チェーンと呼んでいる。インベストメント・チェーンは、投資信託の場合であれば、〈販売会社→運用会社→最終投資先企業〉といったものになる。また、企業年金の場合であれば、〈年金基金→運用会社→最終投資先企業〉といったものになる。このインベストメント・チェーンが家計からみて信頼性に乏しいために、投資を忌避する傾向が生まれているのではないかという論点である。

投資信託の場合、販売会社は顧客の利益よりも、自社の利益をもっぱら考慮して手数料の高い商品を販売しようとしたり、頻繁に商品の乗り換えを勧めたりしているのではないか。こうした疑念から顧客が離れ、家計は投資信託を積極的に購入しようとはしなくなっているのではないか。また、年金基金の多くが、アセットオーナーとして最終受益者の利益を最大化するべく十分な取り組みを行っているとはいえないのではないか。こうした懸念が完全には払拭されていないというのが、残念ながら現状である。

こうした現状を改善すべく、2014年に日本版スチュワードシップ・コードが策定された。機関投資家には、「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』(最終受益者を含む)の中長期的な投資リターンの拡大を図る」責任があるとして、そうした

スチュワードシップ責任を果たすにあたって有用と考えられる諸原則を定めたものが、スチュワードシップ・コードである。

策定から3年近くが経過して、スチュワードシップ・コードも少しずつ定着してきたといえるが、この間の経験を踏まえて見直しも必要になってきている。2016年11月末には、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議から、機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方についての意見書が出され、それを受けたかたちで、日本版スチュワードシップ・コードの改訂に関する議論が開始される予定になっている。

加えて、金融審議会の市場ワーキンググループでは、すべての金融事業者にも顧客本位の業務運営を促すべく、「顧客本位の業務運営に関する原則」をとりまとめる方向で議論が行われている。この議論の場合も、スチュワードシップ・コードと同様に、ルールで縛るというのではなく、諸原則（principles）を提示し、各原則の精神をどのように具現化するかは各当事者の判断と工夫に委ねるというアプローチ（プリンシプル・ベース・アプローチ）をとることが想定されている。

市場型間接金融の場合、エイジェンシー関係の重層化が生じることになり、それに伴ってプリンシパル（依頼人）とエイジェント（代理人）の間の利益相反から生じるエイジェンシー・コストは大きなものとなる懸念がある。それゆえ、できるだけエイジェンシー・コス

トを抑制するための取り組みが不可欠である。適切な取り組みがなされず、その結果、エイジェンシー・コストが過大なものになるようだと市場型間接金融は成り立たない。

従来のわが国では、エイジェンシー・コストを抑制するための取り組みが必ずしも十分なものではなかったきらいがある。そのことが、「貯蓄から投資へ」が謳われて10年以上になるにもかかわらず、十分な成果が上がってこなかった大きな原因の1つになっているとも考えられる。近年のプリンシプル・ベース・アプローチに基づく取り組みは、そうした問題意識に根ざしたものだと思われるが、日本の金融の発展のためには、それが意図している効果を上げることが期待される。

なお、負債契約（debt contract）の場合には、約定した日時に資金の提供（利払いなり、元本の返済）がなければ、投資家は契約の不履行を申し立てることができる。しかし、出資契約（equity contract）の場合には、資金の提供がなかったというだけで投資家が異議を唱えることができるわけではない。この点で、出資契約における方が、投資家が事後的に資金の回収を確保することは困難であり、その点を補って投資家の権利を保護するためには、事前に投資家にガバナンス面での権限が与えられている必要がある。

株式会社制度の場合には、会社法上は株主には企業統治に関わる強い権限が付与されている。要するに、株主には、株主総会で取締役を選任する等の投票権（voting right）が

出資額に比例するかたちで与えられている。そして、株主の投票に基づいて選任された取締役は取締役会を構成し、そこにおいて経営執行者（経営者）の指名が行われる。ただし、こうした権限が常に、名目的だけではなく、実質的にも確保されているとは限らない。

けれども、実質的にガバナンス面での権限がないのに、リスクマネーを提供するというのは、お人好しに過ぎる行いである。リスクをとらされるのにガバナンス面の権限がないというのは、経済的に引き合うことではない。それゆえ、そうしたことを受け入れるお人好しは、現実の世の中にはほとんどいない。この意味で、わが国でリスクマネーが不足しているというのは、日本のコーポレート・ガバナンスの弱さの反面だといえる。

この面でも、2015年にコーポレートガバナンス・コードが策定され、東京証券取引所の上場ルールの一環として適用が開始されるなどの改善の動きがある。コーポレート・ガバナンスの強化は、日本の企業の「稼ぐ力」の回復を促す上でも有効だと考えられており、政府の成長戦略の柱の1つとなっている。きわめて迂遠にみえるかも知れないが、本項でみてきたような取り組みを着実に実行していくことが、日本の金融を発展させていく唯一の途であるように思われる。

