



資金循環の変容と今後の金融業

法政大学 経済学部 教授

渡部 亮

1. 日本の成長戦略の課題

現在の日本の経済政策に求められるのは、GDP（国内総生産）比で240%に達する政府債務の削減とデフレ脱却である。

今話題のトマ・ピケティ著『21世紀の資本』は、政府債務の対GDP比が二回にわたって200%に達した例として英国をあげている。しかも英国は二回とも、デフォルトに陥らず

〈目次〉

1. 日本の成長戦略の課題
2. 中小企業の流動性選好
3. 部門別資金過不足の変化
4. 銀行業の変容
5. 代替投資企業の台頭
6. 金融業の公益事業化
7. ITを駆使したリテール金融

に政府債務を削減したという点で興味深い。

一回目は19世紀初頭のナポレオン戦争の前後であり、その後の英国では、基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字にすることによって政府債務を削減した。しかし19世紀を通じて財政支出が税収以下の水準に抑制されたため、一般市民の生活は苦しかった。その当時の庶民の困窮ぶりは、チャールズ・ディケンズやジョージ・エリオットの小説を読むとよくわかる。19世紀の後半の英国経済はデフレ的状况にあり、国債の実質金利がプラスだったことなど、現在の日本との類似点も多い。

次いで英国の政府債務が200%に達したのは第二次世界大戦直後であり、この時にはインフレによって債務の実質負担を削減した。しかしインフレによる経済の疲弊は、デフレとは別の意味で想像を絶するものがあった。筆者は1970年代前半の2年間英国に在住したので、英国社会の乱れと庶民の困窮ぶりをよく知っている。消費者物価指数は70年代の10

年間に4倍に上昇し、ロンドン市内には売り家の看板が林立していた。

翻って現代の日本だが、手厚い福祉と公共サービスに慣れた状況では、財政支出削減による基礎的財政収支の黒字化は、政治的にもむずかしい。さりとてインフレ率を高め、政府債務の実質負担を軽減しようとしても、デフレ脱却の展望が開けない。もちろん第三の道としては、経済成長によって税収を高め、政府債務を削減する方法もある。アベノミクスの成長戦略がその第三の道だが、例えば法人税を減税しても企業設備投資の増加による景気回復は実現しないであろう。なぜならそもそも日本企業の大半は赤字の中小企業であり、赤字企業が果敢な設備投資に乗り出すとは考えられないからである。

■ 2. 中小企業の流動性選好

財務省の『財政金融統計（租税特集）』によると、日本の法人企業のうち70%は欠損を抱えており、法人税を支払っていない。ところが赤字企業が多いにもかかわらず、日本企業は莫大な手元現預金を抱え、資金的には余裕がある。財務省『法人企業統計調査』によると、2014年末現在、法人企業が保有する現預金は165兆円に達する（調査対象母集団は金融保険を除く約280万社）。このうち資本金1億円未満の中小企業が保有する手許現預金が、半分以上の93兆円（内、72兆円が非製造業の中小企業保有分）を占める。大企業だけ

が巨額の現預金を蓄えているわけではないのである。赤字企業が多いはずの中小企業がなぜ巨額の手元現預金を保有するのか。この現預金を活用することのほうが、法人税減税より先決課題であろう。

成長戦略の眼目も、企業保有現預金の有効活用に着くべきである。特に家計（個人）と区別が不明確な中小企業（法人）の流動性選好を打開することが必要である。元来擬人化された存在であるはずの法人が、いわば実在の人格をもって流動性（現預金）を選好している。企業の現預金を活用するためには、物価上昇率を高めて現預金保有の機会費用を引き上げ（物価上昇により現預金の実質価値を減価させ）、それによって将来に向けた先行投資や、人材確保のための賃金報酬を増加させる必要がある。

そうして意味では、日本銀行の量的緩和政策の方向性は間違っていない。実際、量的緩和による円安が輸入原材料高を通じて不採算な内需依存型企業を淘汰すれば、産業再編成が進むかもしれない。金融緩和が、円安による相対価格の変化を通じて構造改革に結びつく可能性もある。また物価上昇率が高まれば、政府にとっては実質ベースの年金支給額が減るであろう。まさに量的緩和と質的緩和が一体となるのである。

■ 3. 部門別資金過不足の変化

企業の資金余剰と過剰な現預金保有は、金

融業の閉塞感にもつながる。金融資本市場の伝統的役割のひとつは、家計部門の貯蓄超過を企業部門に仲介することであった。この役割は部門別資金過不足の調整であり、従来であれば家計が資金余剰（貯蓄超過）部門であり、企業が資金不足（投資超過）部門であった。しかし日米を始めとする先進国経済の部門別資金過不足をみると、最近では政府部門が巨額の資金不足（財政赤字）に陥る一方で、企業部門が資金余剰（貯蓄超過）を計上している。

企業貯蓄のなかには固定資本減耗引当て（減価償却費）も含まれる。特に日本企業の場合には、租税特別措置などにより減価償却費の控除が手厚い。赤字企業が多いにもかかわらず、過剰な現預金を保有する理由の一端はこの辺にある。減価償却費は、キャッシュフロー上では現預金の増加要因だからである

財務省『法人企業統計調査』によると、社内留保（留保利益）の売上高に対する比率1.6%に対して、減価償却費と特別償却費の合計は、売上高の2.5%分に相当する。これは金融保険を除く全業種の全規模企業を集計した2013年度の計数だが、このうち資本金1億円未満の中小企業の場合、社内留保の売上高比率が1.1%、償却費の売上高比率が2.2%である。

問題は、企業の貯蓄超過を政府部門に移転する信用仲介の仕組みが、伝統的な金融資本市場には存在しないことである。そもそも政府部門は非営利部門であり、利潤創出には直

接関与しないから、利潤動機で行動する企業から余剰資金を借り入れても、支払い利息や利益還元といったかたちで資本コストを賄うのはむずかしい。

ところで資金循環統計上の企業部門の資金余剰（国民経済計算上の貯蓄超過）は、運転資本の増減分を別とすれば、企業会計上の純現金収支（フリーキャッシュフロー＝FCF）にはほぼ対応する。そしてFCFは配当支払い、自社株買い入れ、銀行借入（債務）返済など、財務キャッシュフローに充当される。日本では1990年代後半から2000年代前半にかけて、企業部門が円安による収益増と人件費抑制や運転資本の節減によって営業キャッシュフローを生み出す一方で、設備投資を抑制（投資キャッシュフローを圧縮）してFCFを捻出した。このFCFは借入金返済（財務キャッシュフロー）に充当され、企業から返済された資金を、銀行が国債投資に充当した。こうしたかたちで企業の資金余剰が政府に移転された。現在でも企業預金が引き続き増加し、預金を受け入れた銀行が国債投資を行っている。その結果、銀行の預証率が高まっているが、このことは、銀行が過度の金利変動リスク（預金金利上昇と国債価格下落）を負っていることを意味する。

企業部門が現預金を蓄えた結果、金融保険を除く非金融法人企業が保有する現預金の名目GDPに対する比率は、1980年末の29%が、2000年末には35%、2013年末には47%に上昇した（日本銀行『資金循環統計』による）。

ちなみに米国企業部門の同比率は13年末現在10%で、日本に比べると低いが、これはおそらく海外現地法人が保有する現預金を含まないからであり、海外預金を含めれば、米国の同比率はもっと高くなるであろう。ともあれ企業部門の資金余剰と政府部門の資金不足（財政赤字）をいかに調整するかが先進国の共通課題である。当然これは金融資本市場だけで対応できる問題ではなく、財政金融政策の課題でもある。

■ 4. 銀行業の変容

銀行（預金取扱金融機関）は、家計と企業との間の信用仲介を担うとともに、預金通貨の発行によって決済機能を提供してきた。この決済と信用仲介が銀行のプライマリー（一次的）業務であった。ところが米国では、20世紀末に商業銀行（預金取扱金融機関）と投資銀行（証券会社）の垣根が撤廃され、それ以降、旧商業銀行も自己勘定投資業務というセカンダリー（二次的）業務へ進出するようになった。しかも銀行は、自行の預金に加えて、巨額の負債性資金を市場から取り入れ、債務担保証券などリスクの高い仕組み証券に投資した。そうした自己勘定投資が破綻し、負債返済が行き詰まって金融危機が激化した。いわゆるシステムリスク（金融システム全体を破綻に追い込むような拡散的リスク）の顕在化である。そのため現在英米では、自己勘定投資業務が規制対象となっている。

しかし元に戻って銀行が決済業務や信用仲介業務に専念しようとしても、業務機会や収益源は限定されている。まず決済業務は、元来銀行（預金取扱金融機関）の独壇場であり、高い参入障壁によって守られてきたが、ATM（現金自動預払い機）を別とすれば、長い間大きな技術革新が起きなかった。銀行自体も決済業務で独占的利益を上げることはしなかった。英米の場合であれば、小切手の振り出しによる各種代金の支払い、また日本の場合であれば預金口座からの自動引落しによる支払いは、預金者（消費者）側は無料である。

最近米国では、この決済業務にApple PayやGoogle Wallet、PayPalというハイテクやIT企業の新業態が参入しつつある。従来から米国の消費者はクレジットカードによる支払いを多用してきたが、その決済方法は旧時代的なものであった。すなわちクレジットカード会社から消費者（カードの所有者）に毎月の支払額の請求書が送られ、消費者は、その請求額に見合った金額の小切手をカード会社宛に振り出して郵送した。その後預金口座のある銀行とカード会社との間で決済が行われる。現在では請求書の送付やカード会社への支払いが、インターネットのウェブ上で行われる割合が増加しているが、基本的な仕組みは従来と変わらない。その点、例えばApple Payの場合には、近距離無線通信（near field communications）というプラットフォームを使い、小売店の店頭設置した端末（読

み取り機)に消費者がスマホ(iPhone)をかざす。するとスマホに内蔵されたクレジットカード情報が読み込まれて、決済がなかば自動的に行われる。

また信用仲介業務に関しても、企業の自己金融力向上によって銀行貸出に対する需要が伸びない。大企業だけでなく新興企業の銀行離れも顕著である。1980年代にアップルやマイクロソフトが新規株式公開(IPO)したときには、それぞれマッキントッシュ(PC)やウィンドウズ(OS)を立ち上げるために外部資金を必要とした。しかしグーグル(2004年)やフェイスブック(2012年)のIPOは、創業者を含む既存株主による株式売出しが主な目的であった。新興企業は手元資金が豊富だから、合併や買収を行う場合にも銀行信用を必要としない。例えば2014年にフェイスブックがWhatsAppというベンチャー企業を買収したが、このときも自社の手元資金を利用した。また2013年以降アップルが大規模な社債を発行しているが、これも主に自社株買いの資金源であり、手元資金は潤沢である。

■ 5. 代替投資企業の台頭

米英では、銀行の信用仲介業務が非銀行(ノンバンク)の代替投資企業(alternative investment firm)からも挑戦を受けている。不動産投資信託(REIT)、マネーマーケットファンド(MMF)、プライベートエクイティ(PE)ファンドやヘッジファンドなどの

代替投資企業が、投資業務だけでなく融資業務も含めた広範な信用仲介業務に参入している。投資ファンドの仲介による社債発行も増加している。

20カ国・地域(G20)の中央銀行や規制監督当局が構成する金融安定理事会(Financial Stability Board=FSB)は、代替投資企業とほぼ同じような意味で「シャドーバンキング」という用語を公式に使用している。2007~08年の金融危機までは、シャドーバンキングというと、銀行傘下に設置された特定目的会社や投資ヴィークル(SIV)などの機関を指す場合が多かったが、FSBがいうシャドーバンキングは、REIT、MMF、PEファンドなどを含み、日本で直接金融と呼ばれた資金仲介ルートと同じような意味である。

FSBの調査報告書(2013年11月14日付け)によれば、シャドーバンキング経由の資金仲介総額は2012年末現在71.2兆ドルに達し、調査対象国の全金融資産の24%、銀行経由の資金仲介額の半分に相当する。これは、量的金融緩和の継続によって豊富な流動性が供給された半面、銀行の自己勘定投資業務は規制が強化された結果、いわば行き場のなくなった資金が、高いリターンを求めてシャドーバンキングになだれ込んだためである。シャドーバンキング経由の資金仲介のうち、商品別ではREITが大きなシェアを占める。またニューヨーク連銀がMMFにTBを売却し余剰資金を吸い上げるReverse Repo Facilityを設置した。これは、ひとつには銀行の自己勘定ト

レーディングが制限されたため、銀行がレポ取引によってMMFから資金調達する額が細ったためである。つまり民間銀行の資金調達額が細った分を連銀が補うという意味だが、もうひとつには将来金融が逼迫したときに、連銀がMMFに緊急資金を供給するという意味もある。後者の場合には、連銀（中央銀行）がディーラー向けに最後の貸し手の役割を担うことになる。

投資ファンドのうちPEファンドやヘッジファンドは、さまざまな金融サービスの対価として、巨額の手数料を銀行に支払ってきた。ところが、最近では、ブラックストーンのような大手PEファンドが、ブローカーディーラーやデータベース販売業者、情報技術（IT）業者などを買収してみずからの傘下におさめ、銀行への手数料支払いを削減する動きが目立つようになった。

投資ファンドの投融資の対象には、不動産、鉱業・エネルギー、船舶・海運、航空機リース、インフラ開発などが含まれ、プロジェクトファイナンスの役割も担っている。それに加えて、銀行の不稼働資産や新興企業向け債権を買い取ったり、ワラント付き社債や転換社債に投資したりする。

投資ファンドの事業活動は、基本的には大口のホールセール業務である。中長期の投融資なので、個別の投資案件を短期的なディーラーとして実行するよりも、投融資先との協動的な関係を重視し、企業育成や経営指導にもあたる。そうしたマーチャントバンキング的

役割もある。在来の銀行は、不稼働融資債権や不良資産を投資ファンドに売却するとともに、信用保証枠（クレジットライン）などを提供する。量的緩和政策の下で、銀行には資金がふんだんにあるが、半面銀行を取り巻く規制環境が厳しくなり、自由な投資業務を制限されているから、信用枠供与といったかたちで投資ファンドの業務に間接的に関わるのである。

欧州でも、投資ファンドの業務が拡大している。ユーロ圏では、独仏の銀行が多額の周縁国向け不良債権を抱えた。自己資本比率規制に適合するために不良債権処理（売却）を迫られ、それをPEファンドなどが購入している。その資金調達源はレバレッジの高い負債性資金であり、財務制限条項の弱い（covenant-lite）社債やローンによって中長期資金を調達する。銀行とは違って預金を受け入れない（貨幣を発行しない）ので、資産サイドと負債サイドの満期や換金性の違いが流動性リスクを惹起させる可能性は低いかもしれない。しかし1990年代末にはロングターム・キャピタル・マネジメントの破綻が金融危機を引き起こした歴史もあり、金利が急上昇すると債務返済不能に陥る可能性もある。またcovenant-liteの社債やローンを、別の投資ファンドが購入したり、投資信託が組み入れたりする場合もある。つまりサブプライムローン危機当時に問題となった「金融の近親相姦」的状况が懸念され、規制監督当局も関心を高めている。

■ 6. 金融業の公益事業化

資金循環の変容のひとつの帰結は、今後の金融業、特に銀行（預金取扱金融機関）の業務が、電力ガスのような公益事業に類似する可能性である。金融危機の頻発によってシステムリスクの脅威が明らかになり、銀行の自己勘定取引を規制すべきだという認識が、欧米の政治レベル（国民および金融規制監督当局）で形成された。

システムリスクを抑止する手段として自己資本比率規制が強化された結果、例えばJPモルガンチェースの自己資本（株主資本）は、2006年末の1,160億ドルが2014年末には2,320億ドルに倍増した。ゴールドマンサックスの自己資本も同様に倍増した。同社のブランドフェインCEOは、2015年2月の投資家向け声明で、安全性と健全性（safety and soundness）の重視を訴えたが、これはトレーディング業務で高い収益性を誇った同社としては、大転換といえるであろう。

公益事業化したことの証左ともいえる現象は、株式市場や債券市場の活況にもかかわらず、バンカーの報酬（給与＋賞与）がかつてのようには伸びなくなっていることである。これはひとつには、アルゴリズム（コンピューターを使った超高速の段階的計算処理法）を使った高速取引などで金融サービスが機械化され、バンカーのアドバイスなど人的な要素が少なくなったためである。また欧州では、

バンカーの報酬の上限規制（賞与は給与の2倍の範囲内とする）が導入されたためでもある。

公益事業の収益性は低いかもしれないが、なかには東日本旅客鉄道のように、株主資本利益率が9.5%、売上高営業利益率が15%（2013年度）に達する高収益企業も存在する。もちろん半独占の料金産業（鉄道業）と寡占的競争の金融業を直接比較できないが、公益事業がすべて低収益というわけではない。

金融業も、高い収益を上げるために、あらたなビジネスモデルを構築しなければならない。これまでのように複数の異質な業務を行う子会社や部門をワンセットで保有し、クロスセルのシナジー（複合）効果を追求することはできない。クロスセルとは、例えば企業顧客のM&Aに関するアドバイス業務を安い料金で請け負い、その見返りとして、当該企業の資金調達や為替取引、さらにはM&A後の資産管理などで収益を回収するといった営業手法である。こうした総合的業務は、欧米では規制上も困難になる。またアクティヴィストと呼ばれる株主が、自己資本の効率的配分を求めて、巨大な総合金融グループの分社化を要求する可能性もある。

■ 7. ITを駆使したリテール金融

新たな業務機会としては、情報通信技術（IT）を駆使したリテール金融が注目される。それは決済、信用仲介、資産運用などを一体

化した小口金融業務である。すでにウェブファイナンス、クラウドファイナンス、ソーシャルファイナンスなどと呼ばれる投融資業務（peer to peer finance）が、在来の金融業とは独立したかたちで勃興しており、中小企業の手元現預金の融通も始まっている。米国で2014年に新規株式公開を行ったLending Club社のように、オンライン上で貸し手と借り手を直接つなぐ資金仲介業者も登場した。また英国ではバイオテクノロジーの新興企業がクラウドファイナンスを利用するケースも出現している。従来ベンチャーキャピタルが果たしていた役割をP2P（peer to peer）ファイナンスが代行するわけで、小口投資家の資産運用面でも分散投資の効果が期待される。

こうした業務のなかには、新興企業の財務データをクラウド経由（cloud source）で収集し、アルゴリズムによって信用リスクを解析し、運転資本などを供給するビジネスも含まれる。Fintech（Financial technology）や金融の民主化（Democratization of finance）といった造語が生まれている。従来米英の新興企業の運転資本調達は、クレジットカードを利用した当座貸越しなどに頼っていたが、今後は売掛債権の買取り業務などがオンライン上で展開する。こうした新業態に、既存の銀行や証券会社が出資したり、ノウハウや人材を提供したり、さまざまなかたちで関与するようになっていく。

またグーグルやフェイスブックのような

IT企業が、アルゴリズムによるデータ処理や検索機能を駆使して、資産運用業務に進出することも予想される。資産運用には馴染みがないスマホ世代の若年層は、在来の資産運用会社よりもIT企業の金融商品やサービスに惹きつけられるかもしれない。またIT企業や通信会社が金融商品のあらたな流通チャネルとして台頭する可能性もある。

もっとも高齢者の財産管理には、成年後見人制度の活用や暦年生前贈与など対面でのアドバイス業務が多く、顧客利益の保護には細心の配慮が必要とされる。これは既存の金融業者の強みでもある。金融商品は、高額のわりには差別化がむずかしいが、安全性や信頼性が顧客を繋ぎ止める差別化要因となる。

既存の金融業者にとって先行事例となるのは、航空会社による旅行代理店業務の中抜きであろう。現在では、旅行者が航空会社のインターネット上のサイトに直接アクセスし、航空便の予約から代金支払い、座席指定、搭乗券発券まで一気に実行できる。金融業は航空業と並んでコンピューター処理を多用する産業であるから、拱手傍観していると、IT企業を含む新規参入者が、支店業務やアドバイザー業務を代行してしまう可能性もある。もちろん日本でも銀行や証券会社は、すでにインターネットを利用した金融業務に取り組んでいるが、ITを活用したりテール金融業は、今後ますます進展するであろう。

