

2014年の経済展望と 資本市場活性化の方向性

出席者

日本証券業協会 会長

東京証券取引所自主規制法人 理事長

三菱総合研究所 主席研究員 チーフエコノミスト

(司会) 公益財団法人 資本市場研究会 理事長

稲野 和利

佐藤 隆文

武田 洋子

篠沢 恭助

敬称略、五十音順

1. 日本を取り巻く国際経済概観

篠沢 本日は2014年の経済展望と今後の資本市場の活性化の方向性について、お話を伺います。

まず日本を取り巻く国際経済の概観から始めます。リーマン・ショックから既に5年が経ちましたが、2014年の米国、欧州、さらに中国をはじめとした新興国の現状、展望についてお話してください。

武田 世界経済は2013年に比べ2014年の成長

率は幾分高まり、持ち直しの方向に進むとみえています。ただし、極めて緩やかなペースです。

地域別では、まず米国経済ですが、構造調整圧力は弱まった印象を持っています。家計のバランスシート調整は、リーマン・ショックから5年を経てかなり進捗しました。家計の可処分所得対比、資産対比でみたときの負債のレベルは大きく低下しています。

こうしたなか、住宅市場も2012年あたりから持ち直し、2013年は前半にかけて速いペースで回復しました。最近では若干勢いが鈍化し

ていますが、それでも回復基調は続いています。家計資産の内訳では、株式の占める割合は日本より高いですが、富裕層に分布が偏っています。これに対して、住宅資産は幅広い層が持っています。そういう意味では、中間層も含めた消費を住宅市場の回復が喚起しているといえるでしょう。

さらにリーマン・ショック後に顕在化してきた米国の強みはシェール革命です。

米国経済は、これらの構造調整の一服と、新たな強みを発揮しながら、2014年にかけて2%台半ば程度の成長率まで持ち直してくるのではないのでしょうか。

続いて、欧州経済ですが、まだ停滞期にはありますが、最悪期は脱したと考えています。2012年秋の欧州中央銀行（ECB）の素早い対応によって、信用不安がひとまず落ち着いたためです。そのなかで、ある程度、消費者と企業のマインドが戻り、消費、生産活動が最悪期の状態からは幾分持ち直しました。

とはいえ、銀行部門では南欧を中心に不良債権問題を抱えていますし、バランスシート調整も終わっておらず、力強い成長は当分見込めません。さらにユーロが抱えている根本的な問題、つまり通貨金融政策は一本ですが、財政はばらばら、銀行同盟に向けての課題も多い状況ですので、根本的な解決に向けての道のりは長いとみています。

次に新興国ですが、2013年の世界経済が年初の予想に比べて弱かった理由は、新興国経済の持ち直しペースの弱さ、あるいは一部の

国は減速したことに起因しています。特に中国は、人口動態をみても賃金レベルをみても、世界の工場として2桁成長を続ける時代から、成長率を緩やかに落としていく時代に移るでしょう。ただし、成長率は落ちても、急速な失速は想定していません。政府も安定成長を目指し、構造改革を段階的に進める方針を示していますので、2014年の成長率は7%台前半に落ち着くのではないかと考えています。

最後に、中国以外の新興国に関しては、2013年は米国のテーパリング（金融緩和の縮小）開始観測で通貨が売られました。通貨安によって国内でインフレが起き、そのインフレ圧力への対応から連続利上げに踏み切らざるをえず、内需を冷え込ませて成長力が一段と落ちるといった構図が、インドネシアやインドやブラジルといった経常赤字国でみられました。2014年はそういった重しが少し軽くなる過程で成長率は若干戻すとみておりますが、本来持ち得る潜在力に比べると力強さを欠く状況が続くとみております。

篠沢 1年前にはユーロ危機があり得る、米国では財政の崖の問題も起こる、中国も相当成長率が低下すると、皆身構えるように2013年の正月を迎えたように記憶していますが、今のお話だと2014年は比較的明るい雰囲気ですね。米国でも最近、失業率の数字が良くなっていますね。

武田 雇用環境は改善傾向にあります。米国も幾つかリスクを抱えています。一つはテーパリングを市場が先に折り込んだため、



日本証券業協会
稲野 和利氏

2013年中に長期金利の水準は上がりました。住宅の回復ペースを若干鈍化させる要因となります。もう一つは、財政問題です。2013年10月には米国債のデフォルト懸念が一時台頭し、議会は決着を先送りしました。2014年2月には債務残高上限引き上げを再度議会にかけることになっています。

稲野 市場の注目点は、米国ではテーパリングによる、債券市場への影響が気になります。債券利回りには緩やかな上昇圧力がかかるといわれていますし、米国の金融政策と債券市場が、結局、世界の金融市場を動かすうえで大きな要因になるとの見込みのもと、市場関係者の関心はその点に集中していると思います。

また、欧州に関しては、政治的リスクと先行き不透明感がすぐに解消されることはないでしょう。とはいえ、世界経済全体が緩やかではあっても回復に向かっており、EU内での構造調整圧力が強くなることもないだろう

と、どちらかというとな楽観的にみえています。

中国に関しては、労働力不足が顕在化することで、労働集約型産業が他の国に移転していく可能性があります。また、金融資本市場の観点では、2013年11月の中国共産党第18期中央委員会第三回全体会議（三中全会）で、金融市場システムの整備がテーマとして強く打ち出されています。具体的には不明な部分がありますが、金利、為替、資本移動の自由化といった面で今後進化することは想定できます。

佐藤 私からはマクロ経済分析というよりも、世界を眺めて少し感じていることをお話しします。私は最近、二つのトレンドが強まっていると思っています。一つは、政治の質、民主主義の質の良し悪しが経済パフォーマンスを大きく左右する状況になってきていること。もう一つは、世界の市場がクロスボーダーでの連動性、相互依存を非常に強めていることです。

リーマン・ショックをピークとするグローバル金融危機の後、欧米を中心とした各国当局が公的資金などを用いた危機管理と、再発防止のための金融規制の強化をかなりの勢いで進めました。危機管理モードからの回復過程は国によって様々ですが、米国は欧州よりも比較的回復が早いようです。金融規制強化の面では、バーゼルⅢのような多国間合意の施策が先行する一方、米欧など各国独自の規制強化の進展は区々です。

こうしたなかで顕在化したのが、各国の国

家財政の脆弱さだと思います。特にクローズアップされたのが、欧州周縁国の財政問題です。

ギリシャを例にとりますと、先ほど申し上げた民主主義の質というものを考える際のいろいろな材料があると思います。国民経済の生産性が低い中で、受益を最大化し、負担を最小化する種々の措置が、既得権益として経済システムの中にビルトインされていました。それに連動する大衆迎合的な政治というものも定着して、EUなどの外からの圧力によってのみ財政規律が働き出すような状況だったと思います。

他方で支援する側をみると、ドイツの一般国民からすれば、「勤労意欲が低い国のために、なぜドイツの納税者が負担しなければいけないのか」という素朴な疑問を抱くようになるのは自然です。ユーロという単一通貨導入によって、ドイツ経済がいかに大きな利益を享受しているかは、一般国民はなかなか気がつきません。ユーロ圏の根本的な構造問題をドイツ国内の有権者にいかに理解してもらうか、そういう意味での民主主義の質も問題になっています。

顕著なトレンドの二つ目は、世界の市場がクロスボーダーでの連動性を強めていることです。一つのシンボリックなケースは、2013年春のキプロスの銀行問題の表面化です。この小国で起きた銀行問題の処理で世界の市場が混乱しました。銀行が破綻していない段階で大口預金者の負担を導入した処理が、世界の金融破綻処理の標準から外れていたので、

東京証券取引所自主規制法人
佐藤 隆文氏



EU域内で市場が混乱しました。これが世界にも波及し、この日に日本の株式相場も1日で約3%下落しました。

似たような事象は、イタリアの政治状況、スペインの銀行問題、最近では米国の政府機関閉鎖、債務上限問題に起因して起きています。

米国の債務上限問題は、まさに民主主義の質に直結する話だと思います。米国の連邦議会における上院、下院のねじれを背景とし、いまやイデオロギーの対立という次元まで進んでしまっている様相を呈しています。いわゆるティーパーティー（茶会党）運動による「自己責任原理主義」とも呼びうる動きです。

その結果として、オバマ・ケアが人質にとられ、債務上限引き上げが認められず、世界に流通している米国国債がデフォルトを起こすのではないかと懸念が広がりました。米国国債のデフォルトがグローバル金融市場に及ぼす壊滅的な影響は広く共通認識であるは



三菱総合研究所 主席研究員
武田 洋子氏

ずなのに、連邦議会のチキンレースに世界の金融システムの安定が脅かされる事態になりました。こういった理不尽さが示すように、民主主義の質がマーケットや経済のパフォーマンスに直結しているということが最近抱いている強い危機感です。

篠沢 世界全体を通じて大緩和状態で、実体経済が必要とする通貨供給量をはるかに超えてオーバーフローしていると感じます。マーケットの活性化の点では、有益に働いているとは思いますが、度を過ぎるとバブルや、あるいはインフレになりかねません。

今の世界をみると、こうしたことへのチェック機能は十分に働いていません。しばらくはリーマン・ショックの後遺症を完全に払拭する意味での必要悪として容認されるということなのでしょう。

稲野 しかし一方では、シャドーバンキングという正規の銀行システムではないところを通じたカネの流れが拡大しています。そうい

うものに対して、どのように監視の目を強めていくかという問題意識がありますし、現実にはいくつかの規制も模索されています。

短期で移動しやすいお金がマーケットに与える影響については注視していこうというスタンスが、かつてより強くなっています。

先ほど武田さんから新興国の話がありましたが、かつては、米国の金融緩和を受けながら安いドルを調達して新興国に投資して、ひとたび潮流が変われば一気に引き上げるといって投資家行動が市場の混乱を招きました。決定的な対策はありませんが、アジア通貨危機の時などに比べれば対応の手段は充実してきていると思います。

■ 2. 日本経済の動向

篠沢 次に日本経済の話に移ります。2013年は消費税率8%への引き上げが最終的に決定されました。この決定を包みこみながら2014年は進み、4月の消費税率引き上げ前後には駆け込み需要とその反動といった経済の波は避けられないと思います。一方で、アベノミクスが本格的に力を出してくれば、そういうものをうまく吸収して、さらに力強く前へ進むとみていいのか、見解をお伺いしたいと思います。

武田 最初に現状認識を申し上げますと、日本経済は2013年に入り、財政出動も加わって、内需主導で緩やかな回復を続けました。

二つの要因が2013年の日本経済を変えた

思います。一つは、金融市場環境の変化です。大きく円安と株価上昇の方向に振れました。二つ目は、気持ちの変化です。株高は経営者の気持ちを前向きにする方向へ働いたと思います。消費者のマインドをみても、2013年前半の半年間で大幅に好転しました。アベノミクスの成否を測る本番はこれからですが、まずは人々の気持ちを前向きにさせたという点では所期の成果は得られたのではないかと考えます。

2014年の日本経済は、消費税率引き上げを乗り越え、日本経済が成長を持続できるのがポイントになります。

駆け込み需要の反動減などにより、4-6月期のマイナス成長は避けられないと思いますが、問題はその後です。日本経済は年度後半には成長軌道に戻すのではないかと期待も込めて予想しております。

その理由の一つは、2013年度の企業収益の回復にあります。好調な決算発表が相次いでいますので、2014年度の設備投資と所得環境は緩やかに回復すると予想しております。少なくとも先送りされてきた更新投資は回復に向かうでしょう。また、2020年の東京オリンピック・パラリンピック開催決定を受け、前向きな投資も動き始めるかもしれません。

また、注目されるのは賃金です。上昇し始めれば消費者マインドを支える材料になるでしょう。2013年の大幅な株価上昇から2014年の賃金上昇へとバトンタッチできれば、消費者のマインドは底堅く推移し、消費増税後の



資本市場研究会
篠沢 恭助

一時的な減少は避けられないにしても2014年度後半にかけて消費は持ち直すのではないのでしょうか。

二つ目の理由は、政府の経済対策パッケージです。2014年度の成長率を0.5%程度押し上げると見込んでおり、2014年度の実質GDP成長率は0.9%と予想しています。

むろんいくつかの不確定な要素はあります。一つ目は、企業がキャッシュをどれだけ前向きな投資に回し始めるかです。お金を動かさなければ、好循環は起きません。二つ目は、金融市場のセンチメントです。米国のテーパリングの過程で、市場が過度に反応すると、米国経済のみならず、世界の金融経済にも影響を及ぼしかねません。日本株下落へと波及すれば日本の家計のマインド委縮へつながるリスクもあります。三つ目は、海外経済です。米国では財政問題が最初の山場になるでしょう。中国経済も「影の銀行」問題などによるテールリスクには、一定の留意が必要

です。

ただ、これらのリスクが回避できれば、日本経済は2014年度後半にかけて緩やかに成長軌道へ戻していくでしょう。そのためには、政府が、アベノミクスの3本目の矢、成長戦略を果敢に進め、民間がそれに呼応して動くこと、これが重要であり鍵になると考えています。

佐藤 2014年の日本経済に関しては、これまでにアベノミクス効果でもたらされた好循環が持続し、確かさを強めてさらに顕在化していくということを強く期待しています。

一方、中長期的な観点からは構造改革を果敢に進めることが不可欠だと思います。そこには規制緩和を含むいわゆる成長戦略だけではなく、財政改革が含まれていることを忘れてはなりません。これらをできる政治的な安定と経済的な活力が与えられている今の日本は稀有な環境です。これらの改革を進めるのは、今しかありません。

財政再建については、やらなくてはいけないことはいくつもありますが、その中の一つが社会保障制度の改革です。国民負担の制御不能な膨張を食い止めるには社会保障給付の合理化は必須です。さらにいえば、2014年は、次の消費税率8%から10%への引き上げを準備する年になります。経済面だけでなく、政治的な合意形成という意味でもそうです。この引き上げを円滑に実施するのが重要なステップだと思っています。

国民意識の面で必要なのが、何のための増

税か、何のための給付カットかということ です。今のまま、つまり給付は高いまま、負担は低いままでは、日本の社会保障制度の持続可能性が失われてしまうから改革しなくてはならないのです。このつながりを遮断した報道が多くみられることも気がかりです。

また、アメリカのティーパーティー運動のような、全て自己責任だという「自己責任ファンダメンタリズム」には個人としても反対ですし、日本の国民皆保険には誇りを抱いていますけれども、対照的に日本では、困ったことがあったら、すべからず公的機関が助けるのが当たり前だといった風潮が蔓延しているというような気がします。

困ったことがあったらまず自分で努力する。その次に身の回りの人たちや仲間と協力を仰ぐ。それらとの組み合わせで、公的な機関に（納税者負担で）助けてもらう、こういう自助、共助、公助のバランスの感覚がちょっとずれてきているのではないかと思います。生活保護の不正受給などは極端なケースではありますが象徴的でしょう。

稲野 現下の経済情勢ですが、アベノミクスの第一の矢と第二の矢の進行により財政措置が継続され、金融緩和が同時に維持されることによって、間違いなく景気刺激効果が生まれています。円安は企業業績にポジティブな影響を与え、株高による資産効果もかなりあるでしょう。

問題は、この政策効果が一時的なものかどうかです。二本の矢だけでは持続的な経済成

長は達成できない。したがって、第三の矢である成長戦略が重要となる。民間活力あるいは民間投資の喚起という成長戦略実行のコンセプトは極めて正しいと思います。この方向にダイナミックに進めていくことが肝要です。

私が考える大きな注目点は、法人実効税率の引き下げです。代替財源という課題はありますが、企業の立地競争力の改善につながり、企業が日本に回帰し、また外資が日本に進出してくれば、経済成長に大きく貢献することになります。現在の対GDP比における対内直接投資比率は4%強です。諸外国比較でいうと異様に低い。このボトルネックは法人税率だと思えます。

実は、外国人投資家もかなり日本の法人実効税率引き下げの可能性には注目しています。なぜ注目しているかというと、当然のことながら、企業のキャッシュフローや最終利益が変わってきます。そういったものが変わってくるということは、日本株自体のバリュエーションにも影響を与えます。すなわち株をポジティブに評価するようになるというようなこともあって、この点は瞬間的に実現するというものではないですけれども、中長期的な構造的問題ともいえるので、非常に注目したいと思います。

また、様々な成長戦略が議論されていますが、特に2020年に東京オリンピック開催を控えている、その東京をいかに活性化させるか、都市の競争力向上、とりわけ東京の競争力向上というのは非常に重要なテーマだと思いま

す。

社会保障制度見直しの話が佐藤さんから出ておりましたが、全くそのとおりだと思います。

公的な制度、公助、共助だけに頼るのではなくて、やはり自助を充実していく。自分の力できちんと老後のための資産形成をして備える。その努力に対して何らかの支援措置というものを政策的に講じていく必要があると思っています。2014年1月から始まるNISAは個人の長期的な金融資産形成のための非常に有力な手段になり得る可能性がありますし、確定拠出年金もそうです。あるいは日本版IRAといったような議論も一部にはみられます。そういった自助努力のための支援措置というものを充実させていく必要があるのではないかと考えています。

篠沢 2014年は消費税率引き上げに伴う駆け込みとその反動はあるとしても、アベノミクスの勝負の年になり、これがうまく機能すれば日本経済の明るい年が続くでしょう。ただ、経済情勢が上向きになることで、基本的な大問題を置き去りにすることにはあってはなりません。

例えばエネルギー問題、そして人口問題です。社会の成り立ちの基本ですから。こういう話は先送りにすればするほど事態は深刻になります。

また、アベノミクスの中で、今女性の活力を活用しようという動きに非常に力を入れておられる。安倍総理は国連総会での演説の半

分以上の時間を日本における女性の活力の活性化の問題に割いたと聞きました。

先ほどの消費税率引き上げの後遺症的な問題ですが、17年前の引き上げ時には引き上げ直後の4 - 6月は年率-3.7%、7 - 9月は同+1.6%でしたが、直後に山一、拓銀といった問題が起こったので回復の過程を十分には実証できていません。今回の引き上げをもう少し細かいサイクルでみるといかがでしょうか。

武田 2014年4 - 6月期はマイナス成長、7 - 9月期も成長率はゼロ近傍にとどまると思いますが、年度後半は小幅ながらプラス成長を予想しています。

ご指摘いただいた1997年の3%から5%への引き上げ時とは、幾つか違いがございます。

まず、消費形態が変化しており、当時に比べ耐久財支出の割合が下がる一方、駆け込めないサービス支出の割合が上がっています。例えば若年層の車離れが取り沙汰される一方で、近年普及したスマートフォンなどの通信費は駆け込めません。こうした消費の構造変化が多少は平準化方向に寄与するのではないかと予想しております。

また、1997年はアジア通貨危機が発生したこともありました。さらに1997年時に比べ国内の金融システムや企業財務も良好です。

佐藤 1997年当時は日本経済全体が深刻なバランスシート調整が必要な状況でした。今は違います。企業はむしろキャッシュを抱え、それを有効活用していないと諸外国の機関投

資家から批判されているぐらいです。この状態をより成長に向けた支出に回すことができる環境にはなっています。日本の銀行群も、特にヨーロッパの銀行などに比べると、健全性が高く融資余力が大きいと思います。

武田 先ほど篠沢理事長がご指摘された人口問題ですが、日本は軽んじ過ぎてきたと思います。社会保障制度にしても、根幹的には人口構成が大きく変わることからきている問題です。本来ならば1990年代前半に着手すべきことでした。

篠沢 20年以上前から分かっていたことですからね。

武田 そうです。失われた20年を人口問題でも起こしてしまった。今後は、「人」への取り組みを国の最重要テーマとすべきだと思います。日本の強みはもともと人的資本の高さにあったと思います。量と質の両面で人的資本を高めていくことが重要です。

安倍総理も強調された女性の活力向上は、潜在成長率を上げる要因になるほか、所得の拡大や新たな財・サービスに対するニーズの広がりにより、消費市場の活性化にもつながります。さらに社会で多様な視点を活かす視点も重要だと思います。

社会保障については、2025年までの医療・介護費の平均伸び率は4%を超えるとの試算がございます。仮に名目3%の成長目標が達成できたとしても、社会保障制度の持続性を高めるには改革を実行する必要があります。これは可及的速やかに取り組むべき問題です。

■ 3. 2014年の金融証券市場

篠沢 それでは後半のテーマに移ります。

稲野さん、佐藤さんのお二人は2013年に新しいポストに就任されました。証券業界の長年にわたる課題として、いつも「貯蓄から投資へ」という話になりますが、これまではなかなか前に進みませんでした。

日本の個人家計貯蓄の推移を調べると、バブル崩壊の直前は家計貯蓄に占める株式の割合が20%台。サブプライムやリーマンの問題が起こる直前には13%ぐらい、今日はわずかに7~8%です。一方で現金・預貯金が50%以上という家計貯蓄の構造になっています。

国の成長を考えれば、家計貯蓄からリスク性の資金に出してもらうことは、国民経済的な課題だと思います。

まず稲野さんから、説明をお聞かせください。

稲野 証券業界では、劇的な変化を期待する傾向があります。かつて金融ビッグバンの時には、個人金融資産が雪崩を打って証券の側に押し寄せてくるんだと盛んにいう人がいました。

しかし、そうはならなかった事実があります。要するに劇的に何かが変わることに期待するだけでは無理があり、むしろ証券業界が苦手な「地道に」、「ひたひた」、「じわじわ」といった動きの連続で実現されるべきものが、この「貯蓄から投資へ」という流れでは

ないかと思っています。

さて、具体的に何をすべきか。図表に当面の主要課題をまとめました。最終的には図の真ん中にある「活力ある金融資本市場の実現」と「投資家の裾野拡大」を目指していきたいと思います。

六つのテーマをここでは設定していますが、それぞれのテーマは様々な形でリンクしています。①成長戦略への貢献、②個人投資家の支援、③金融経済教育の推進、④証券会社・証券市場の信頼性確保、⑤国際化への対応、⑥協会運営態勢の強化、これらをいかに実現していくか。

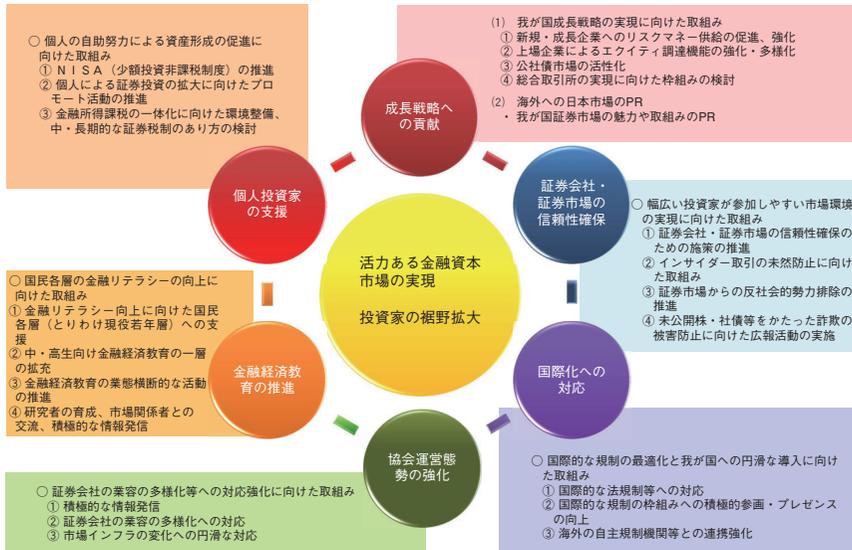
特に力点を置いているのは、「①成長戦略への貢献」です。

家計発の成長マネーを世の中にどう循環させていくかという観点に立ったときに、まずそれを促進、強化するための施策を考えるべきと思っています。協会として積極的に参画して提言していこうということです。

「①成長戦略への貢献」には小項目があり、その中に「新規・成長企業へのリスクマネー供給の促進、強化」と記していますが、これは既に様々な議論が行われてきました。新規上場時の負担やリスク軽減のために何をしたらいいか。例えば今、有価証券報告書に記載する財務諸表は5年分が原則となっていますが、それを2年と期間を短くすることで負担を和らげることはできないか。あるいは新規上場後の内部統制報告書の提出に公認会計士の監査をつけることによって、コスト面でも

当面の主要課題

平成25年7月



人員面でも結構な負担が特に新興企業で発生する問題があります。公認会計士監査の免除を3年間に限ってできないかといったテーマが具体的に議論されています。

次に「上場企業によるエクイティ調達機能の強化・多様化」という小項目を記していますが、これは例えば有価証券届出書を提出してから、現在は募集勧誘が可能となる効力発生まで中15日間を要します。これは法律上決まっていますが、そこをもっと短縮できないか。現実にはこの中15日間によって、資金調達の機動性を欠いています。したがって、特に周知性の高い企業に対しては短縮、撤廃ができないかといったことが議論されています。そういった一連の項目は他にもいくつかあり、施策が具体的に検討されています。

「②個人投資家の支援」の項目で、最大眼目はNISA（少額投資非課税制度）です。誰でも使える便利で身近な投資のための器ということで、個人の金融資産形成の自助努力を支援するという意味も大いにあるわけです。この制度を2014年1月以降、いかに定着させていくかが証券業界全体にとって大きな課題になっています。

「③金融経済教育の推進」の面では、投資の前提である自己責任が成立するための判断能力を持ってもらわなければなりません。基礎的な金融知識、金融リテラシーについて国民各層を視野に入れながら底上げすることが大きなテーマです。社会人だけでなく、大学生、中学生、高校生に対しても金融経済教育を一定の体系のもとで行える場をつくり、金



融経済知識を若い時からしっかり身につけてもらう。こうしたことが国としても必要なのではないのでしょうか。金融経済知識を身につければ、金融資産の形成に生かされるだけでなく、例えば、今横行している投資詐欺等の被害者も減らすことができ、結果的には社会的コストが安くなると思います。

次に「④証券会社・証券市場の信頼性確保」。これも重要なテーマです。幅広い投資家が参加しやすい市場環境であるためには、当然市場や証券会社の信頼性の確保が前提になります。

具体的な施策は、研修などを通じた倫理観向上や、証券会社に対して協会としてモニタリング機能を充実させていくことです。証券会社のディスクロージャーを充実してもらい、あるいは万が一、証券会社が破綻した時

にどう対応するかといったことまで、漏れがないように準備しています。

インサイダー取引の未然防止に向けての取組みも大きなテーマです。法人関係情報の管理はもちろんのこと、現在上場会社の役員員に関するデータをJ-IRISSという形で登録してもらい、それを証券会社と共有することによってインサイダー取引の未然防止への一つのツールにしています。現在、J-IRISSの登録率は75%を超えていますが、今後さらに促進していきます。

証券取引における反社会的勢力の排除については、協会の取組みの一つとして反社情報照会システムがあります。協会の独自情報と公知情報を整理したデータベースと警察庁のデータベースを直結し、様々な情報の確認が可能となっています。これを利用し、証券会

社は新規口座開設申請に際して日常的にチェックしています。

また、未公開株や社債等を使った詐欺が後を絶たない現状を踏まえた対応を行っています。街頭での注意キャンペーンなどの展開を行っているほか、未公開株等の詐欺情報に関する通報専用コールセンターを設けており、後顧の憂いなく個人投資家が投資できる環境をつくっていきたいと考えています。

最後に、「⑤国際化への対応」と「⑥協会運営態勢の強化」も2014年の重要な課題ですので、引き続き取り組んでいきます。

篠沢 次に佐藤さんからお話いただきますが、佐藤理事長は現職前には金融庁長官であり、また、大学教授などの経験も積まれています。多様な角度からの見解を伺いたいと思います。

佐藤 改めて、取引所の仕事というのは壮大な装置産業だという印象を強めています。マッチング・エンジンとしてのコンピュータ・システムが中核にあります。その隣接分野に指数算出や清算システムをはじめとする膨大なサービスが接続していて、それらもコンピュータで動かされている。また、システムのソフト、ハードだけではなく、その前提にある基本的な上場ルールであるとか、さまざまな売買、取引のルールが存在している。そういう中で、取引所市場全体の信頼性、公正性、透明性を確保していくためのオペレーションも展開されている。このように、非常に綿密に設計された多様なインフラが組み合

わさって機能しているというところだと感じています。

現在、理事長を務める自主規制法人は、上場企業の適格性の審査・管理や市場における不公正取引等の監視を行う、日本取引所グループのいわば品質管理センターです。他方、自らも上場企業である取引所は収益性や時価総額を意識せざるを得ません。グローバルには、取引所間の競争も熾烈で、国境を越えて多種多様な取引所が並立し、お互いに競争し合い、あるいは合従連衡するといったことも日常的になっています。結果として、例えば米国では市場の分断化が進行し、個々の取引所の取組みだけでは共通の自主規制業務を一貫した形で実施することが難しくなり、自主規制機能の一部が取引所の外に切り出されています。他方、アジア等では取引所自身がインハウスで自主規制業務を行う伝統的な形態もあります。

この点、わが日本取引所グループの組織形態はユニークで、同一の取引所グループの中にありつつも、別法人として自主規制組織が置かれています。市場運営会社である東京・大阪の両取引所との密接な連携を堅持しつつ、同時に自主規制機能の中立性を確保する趣旨です。

2013年1月に東証と大証が経営統合し、新しく日本取引所グループが発足しました。7月には大証の現物市場が東証に一本化され、同時に自主規制機能も当法人に一本化されました。改めて日本取引所グループ全体を通じ

一貫した質の高い自主規制機能を発揮することが強く期待されています。名称も、本年4月には「日本取引所自主規制法人」と改められます。

取引所市場の繁栄や活力と、公正性や透明性を担保する自主規制機能は、時に相反関係にあるのではないかといわれますが、私はこの二つはむしろ相互に支え合う関係である、と思っています。キーワードは持続的な成長、繁栄ということです。

時代の要請に応じて柔軟・機敏に自主規制機能を発揮することも重要な課題です。例えば最近起きた問題として、公募増資インサイダーの事件ですが、こうした事態に重点的な対応をするための専門部署を設けて、より濃密な調査を行っています。それから最近の世界全体の趨勢である、いわゆるアルゴリズム取引、HFTと呼ばれる高速・高頻度取引などの、ミリ秒単位での速い取引についても、問題を抽出できる能力を維持しています。こうしたマーケットの変化に対応することも重要な課題です。

さて取引所間では、国境を越えた合従連衡やM&A、それから証券市場、デリバティブ市場、商品市場などにまたがる競争が行われています。また上場企業としての取引所は、株主の期待に応えるためにも、また買取りリスクに備えるためにも、自らの収益性や時価総額を意識します。あるいは商品の品ぞろえ、取引の処理スピードの競争も激化しています。さらには取引所ビジネスが決済機能、情

報提供サービスにまで広がってきているので、多様で熾烈な競争が起きているということがいえると思います。

日本取引所グループとしては、当面はアジアで最も選ばれる取引所、アジアで随一の資本市場になることを目指しています。

少し話は変わりますが、私自身は日本の金融資本市場の活性化、国際競争力強化にも強く関与してきました。金融庁にいた時には、「金融・資本市場競争力強化プラン」を策定したこともあります。

篠沢 2007年12月のことでしたね。

佐藤 はい。こうした経験も踏まえ、現在アベノミクスの成長戦略のなかで、家計や機関投資家が保有する金融資産がリスクマネーという形で企業の成長に寄与できるチャネルを強化しようという作業が進行していることはありがたいと思います。

ただし、過去に策定された市場競争力強化プラン等の実績をみる限り、(間にリーマン・ショックや大震災があったとはいえ)市場の活性化に目立った成果が上がっているとはいえません。特にアジアでの最大のライバルである香港、シンガポールとの比較では、東京は決して芳しい成績になっていません。

我が国の金融資本市場が、改めてアジアで随一の市場を目指す際には、厳しい現実を直視する必要もあると思っています。負わされている厳しいハンディキャップを冷静に認識するという事です。

一つ目は、市場インフラとしての英語人材

の不足です。市場に関連する分野で英語で普通に業務をこなせる弁護士、会計士の数が不足しています。専門人材に限らず、電話の取り次ぎやレターを書く秘書業務等についても、英語で普通にこなせる人材が香港、シンガポールに比べると非常に薄いといわれます。昨年12月に発表されたOECDの国際学習到達度調査(PISA)では、「科学的応用力」「読解力」「数学的応用力」の3分野のいずれでも上海、香港、シンガポールが1～3位を独占する結果になりました。日本は、4位、4位、7位と健闘してはいますが、香港、シンガポールが手ごわいライバルであることを改めて印象づけました。

二つ目は、国際的な人的ネットワークが弱いことです。例えば香港、シンガポールでは、華僑人脈が非常に強いといわれますが、そのような状況に日本がどう食い込んでいくのか。例えば東南アジアで様々な起業やインフラ整備プロジェクトがあっても、その資金調達をIPOや債券発行等の形で東京市場に持ってくるためには力強い投資銀行業務が必要です。特に日系の投資銀行には頑張ってもらいたいですが、外資系投資銀行にも東京市場に案件をもってきてもらえるインセンティブの発掘が大きな課題です。時間がかかる業務であり、息の長い取り組みが必要です。

三つ目に、個人所得税をめぐる現実です。法人税の話がしばしば話題になりますが、東京にとってはそれ以上に克服困難なハンディキャップとして存在しています。例えば国際

的金融マンが香港、シンガポールを拠点にすれば、相当高い水準の所得を得ても所得税率が低いのに対し、日本に来た途端に40%、50%になるため、お金で幸福度を測る傾向の強い人達は迷うことなく東京を避けてしまう。大手のグローバル金融機関のアジア地域ヘッドクォーターが東京から香港やシンガポールに移ってしまったのも、これが背景の一つです。しかし両国・地域に比べると、日本は人口でも国土面積でも相当に大きく、また巨額の社会保障給付を賄い、かつ財政の持続可能性を維持する必要がありますから、低い所得税率は非現実的です。この厳しい現実を踏まえる必要があります。

これらのハンディキャップを乗り越えていく覚悟があるのか。その本気度が試されていると思います。第一と第二のハンディキャップは、本格的に取り組めばある程度キャッチアップできるでしょうが、成果が出るまでに時間がかかります。英語で仕事のできる人をより明示的に評価することが必要でしょう。また、日本の証券会社等が投資銀行業務の強化に力を入れ、アジアの潜在的な成長力を取り込むべく、そうした地域に出かけていき、人脈にも食い込んでいってほしい。すぐに結果が出なくても継続的な取り組みをお願いしたいと思います。また第三のハンディは、これ自体を変えるより、異次元の強力な魅力をアピールする方が賢いと思います。

異次元の魅力のPRでは、東京の「生活の質」の高さを徹底的に訴えることが一つの方策だ

と思います。現状、日本の魅力は国際的に十分伝わっていないと思います。空気がきれい。水がきれい。春夏秋冬の四季の味わいがある。和・洋・中あらゆる分野で食事が美味しい。平均的日本人は誠実、正直で礼儀正しく親切。女性が深夜に一人で街を歩けるなど概して治安が良い。公共交通機関の密度と信頼度が高い。文化活動や娯楽も多様で質が高い。など。

最後に、日本取引所グループとしての市場振興策のタイムリーな話題として、「JPX日経インデックス400」という新しい株価指数をPRさせて下さい。この指数の一つの特徴は、上場企業のあり方として、投資者の方を向いているかどうかで評価していることです。選定基準はROE、営業利益、時価総額等です。選ばれた400銘柄でETFが組成されれば、個人投資家やパッシブ運用をする機関投資家にとって標準的な投資対象となり得ます。さらにこれに関連した先物・オプションが組成されれば、全体的な取引の厚みも増し、市場の活性化にも資すると期待しています。

上場企業に向けては、収益性や資本効率など投資者を意識した経営を促す効果があり、定量的な基準に加えて、2人以上の独立社外取締役の存在や、IFRS（国際会計基準）の採用、英語による開示といった定性的な基準も入っていますので、そのような方向へのインセンティブも与えます。

武田 新しい株価指数には私も注目しています。稲野さんのいわれたように、証券市場が

「じわじわ」と活性化していくといいですね。

篠沢 最後に皆様より2014年の証券市場に対する期待やご自身の抱負を述べていただきたい。

武田 新年は、2013年にみられた前向きな動きを加速させることで、日本経済が「失われた20年」から脱却し、新たな活路を拓く1年となることを期待しております。

人口減や高齢化、環境・エネルギー問題など日本が抱える課題解決に取り組みば、新たな市場が開拓され、その過程で更なるイノベーションが起こり、持続的な成長へとつなげることは可能です。東京オリンピック・パラリンピック開催は目標を立てるのに遠すぎず近すぎない「7年」後です。積年の課題解決に向け、取組みを加速する最大で最後のチャンスです。

2014年は、東京オリンピック・パラリンピックの準備元年であるとともに、日本が目指すべき未来社会の実現に向けて、確かな一歩を踏み出す年とすべきでしょう。

稲野 2014年は、政府において中長期的な成長戦略が描かれ、その施策が着実に実行されれば、日本経済の成長を背景とした株式市場の上昇期待も高まるものと思われます。また、2014年は「NISA元年」であり、投資家の裾野拡大が、ひいては活力ある証券市場にもつながるものと考えており、NISAの普及・促進、個人の金融資産形成のための金融経済教育に向けて全力で取り組んでいきたいと思えます。

NISAをはじめとした協会の取組みについて、より多くの方々に対して積極的に情報発信することにより、関係者のご理解をいただくとともに、より効果的に各種取組みを推進していきたいと考えています。私自身がその先頭に立ち、あらゆる場面で情報を発信していくつもりです。

佐藤 去年は、富士山が世界自然遺産に、また「和食」が無形文化遺産に登録され、さらに2020年東京オリンピックの招致が決まりました。日本の自然や食文化の素晴らしさ、プロジェクト遂行能力の確かさなどが高く評価されたものだと思います。2014年は、日本の資本市場の信頼性と潜在力が国際的に広く認知され、資産運用の場、資金調達の場として世界で存在感を高め、「アジア随一の金融資本市場」への足場固めをする年になることを祈念しています。

取引所市場の公正性と透明性はその基礎をなすものであり、引続き、使命感を持って質の高い自主規制業務の遂行に努めていきたいと思っています。

篠沢 今度はオリンピックも控えているなかで、安定的に良い市場環境が続くと期待して座談会を締めたいと思います。

本日はありがとうございました。

(この座談会は2013年11月18日に行なわれたものである。)
構成：桜木 康雄