

ポスト金融危機時代の日本の金融

池尾 和人（慶應義塾大学経済学部）

価値創造支援型金融の復権が求められている

金融ビジネスは、主としてどこに利益の源泉を求めるかに応じて2つのタイプに分類できると考えられる。

1つは、流通過程に利益の源泉を求める、いわば「安く買って高く売る」ことで利益を得ようとするようなタイプの金融ビジネスであり、アービトラージ（裁定）型と名付けることができよう。これに対してもう1つは、生産過程に利益の源泉を求める、企業金融の場合でいえば取引先の企業価値の増大に貢献し、増大した価値の一部を報酬として得るようなタイプの金融ビジネスであり、バリュー・アップ（価値創造支援）型と名付けることができる。¹

[1] 旧バリュー・アップ型金融の衰退とアービトラージ型金融の台頭

今次金融危機の以前には、後知恵的に振り返ると、アービトラージ型の金融ビジネスの肥大化が生じていたといえる。しかし今後は、こうしたタイプの金融ビジネスはかなりの規模の縮小を強いられることになろう。他方、バリュー・アップ型の金融ビジネスが、それに代わって拡大するかどうかには、不確かなところがある。というのも、バリュー・アップ型の衰退が、金融ビジネスがアービトラージ型に傾斜していく原因の1つだったと考えられるからである。

¹ 拙稿「裁定業務の限界を超えよ」、2008年9月18日付日本経済新聞「経済教室」（日本経済新聞社編『日経・経済教室セクションI』日本経済新聞出版社、2008年に再録されている）を参照のこと。

第2次世界大戦直後の復興期とそれに続く経済成長期には、日本を含む先進諸国において投資超過的な経済基調にあり、不足しがちな資金を企業部門に提供すること自体が、価値創造支援の活動としての意義をもっていた。しかし、1980年代を迎える頃になると、先進国の経済はおしなべて成熟化の傾向を示すようになり、投資機会が相対的に乏しくなるとともに貯蓄超過（金余り）的な経済基調が定着するようになった。

こうした傾向の下では、単なる資金提供だけでは、価値創造の支援という役割をほとんど果たせなくなっていった。にもかかわらず伝統的な金融機関の多くは、価値創造支援の活動を高度化させることができないままに、不振に陥っていった。こうした金融ビジネスの不振を打開するものとして、アービトラージ型の活動が脚光を浴びるようになり、規模を拡大させていったといえる。

ブレトンウッズ体制の下では（国内株式市場等を除いて）資産市場は基本的に統制されていたが、1980年代以降、世界的に「金融自由化」というかけ声の下で資産市場の自由化が進行する。しかし、資産市場の自由化の当初においては、多くの価格体系の歪みが残されており、「安く買って高く売る」ことで利益を上げるような裁定機会が数多く存在していた。

また、同時期以降、従来は適切な取引手段がなく、取引対象となっていなかった種々のリスクに関して、それらを取引対象化するような金融技術革新が実現されるようになった。その代表は、いうまでもなくデリバティブ取引の導入であり、その結果として各種のリスクに新たに価格がつくようになった。こうした革新の当初においても、価格体系に歪みがみられ、その鞘を抜くことによって先駆者には多額の「創業者利得」がもたらされるのが一般的であった。

米国の投資銀行等は、これらの裁定機会を汲み尽くすことで利益を上げたり、先駆者として各種のデリバティブ市場の開拓を主導して創業者利得を稼いできた。このようにして、この四半世紀あまりの間にわたってアービトラージ型金融のビジネス・モデルは、高収益性を維持し続け、大成功を収めてきたといえる。

[2] アービトラージ型金融のジレンマと金融危機

しかし、アービトラージ型金融には、ある種のジレンマが存在する。それは、裁定活動を通じて価格体系の歪みが解消すると、利益の源泉も消滅するというジレンマである。したがって、アービトラージ型金融が存続を続けていくためには、絶えず新たな「フロンティア」を必要とする。にもかかわらず、1990年代半ばのクレジット・デリバティブの登場を最後に新市場の開拓につながるイノベーションも続かなくなった。

こうした中でも、米国の金融サービス産業の中に組み込まれたインセンティブ構造は、金融機関に立ち止まることを許すものではなく、収益拡大へのプレッシャーをかけ続けた。その結果、とくに2000年以降、アンフェアな手を使っても安く買い、アンフェアな手を使っても高く売るといったビジネスにアービトラージ型金融のかなりの部分が「墮落」していくことになり、その帰結として今回の金融危機の勃発があったとみることができる。

もちろんアービトラージ型金融は、全否定されるべきものではない。一定規模のアービトラージ型金融が存在することは、経済の効率向上につながる意義をもつものである。しかし、その適正規模は、金融危機以前に比べるならば、かなり縮小したものにとどまると見込まれる。したがって、バリュー・アップ型の金融ビジネスの復権がなければ、今後の金融危機を境に、世界の金融ビジネスが全体として低迷・縮小することになる可能性も無視できない。

[3] 新バリュー・アップ型金融の期待

価値創造支援の金融活動は、現下において困難な課題であると同時に、切望されているものでもある。というのは、成熟化した先進国経済が抱える様々な（例えば、高齢化に伴う社会保障や財政赤字などの）問題を克服していくためには一定率以上の経済成長の確保が不可欠であり、そうした経済成長を実現する上で価値創造支援の金融活動は欠かせないといえるか

らである。

これまでは、実体経済の成長能力が乏しくなっているにもかかわらず、投資家が欲する要求収益率は高止まりしたままであった。そして、実体的な収益率と投資家の要求収益率のギャップを埋めるものとして、資産価格のバブル的な上昇が引き起こされ、それが崩壊するとともに経済の混乱が引き起こされてきた。資産価格バブルの発生はかねてから経験されてきたことだとはいえ、1980年代以降は、その発生頻度が増大しているようにみられる。そうした事態の発生には、きわめて緩和的な金融政策の継続やアービトラージ型の金融ビジネスの拡大が寄与していることは確かだとしても、より根本的な要因として、実体的な収益率と投資家の要求収益率のギャップがあると思われる。

実体経済の成長能力が乏しく、実体的な収益力も低いものでしかあり得ないので、それにあわせて投資家が要求収益率を下げるべきだという問題解決の方向性ももちろん考えられる。しかし、ここでいう投資家とは年金基金であったりするわけであり、それらが高めの収益率を要求するのは、現在および将来の年金受給者の期待に応えるためである。こうした事情を考慮すれば、投資家側の要求収益率の引き下げも不可避であるとしても、実体経済の成長率・収益率の引き上げが求められているといえる。こうした課題に資するものに金融ビジネスは果たして進化していけるかが問われている。

市場型間接金融の意義は失われていない

わが国では、間接金融でなければ直接金融、あるいは市場型の金融は直接金融のことだという通念が根強く定着している。しかし、金融の市場型化は、必ずしも直接金融の拡大を意味するものではない。金融技術は高度化し、金融取引はますます複雑化している今日、最終的な資金提供者と最終的な資金調達者が文字通り「直接に」取引を行うということは、もはや有効な方法ではない。現実の金融システムの発展は、金融機関を通じる取引とマーケットを通じる取引を組み合わせた重層的

な構造を形成する方向に向かっている。こうした重層的な構造を「市場型間接金融」と呼んでいる。

市場型間接金融のイメージ

(矢印は、資産変換の順序)



[1] 金融危機と市場型間接金融

アジア金融危機・ロシア危機以降、世界的な経常収支不均衡 (Global Imbalance) が急拡大する。こうした国際的な経常収支の不均衡に伴って、国際的な資本移動が発生することになる。経常収支黒字国は、少なくともその黒字分の資金を海外で運用しなければならない。しかし、一部の産油国の余剰資金などを別にすると、**Global Imbalance** の急拡大に伴って生じた資金運用需要は、主として比較的に安全な資産に対するものであった。

こうした安全資産に対する需要の高まりに対して、安全資産の供給には限りがあった。とくに新興国や産油国等では自国において金融資本市場が発達しておらず、自らでは安定的な貯蓄手段を提供できる状況ではなかった。需要に応じて安全資産を供給できる力を持っているのは、事実上、米国の金融システムだけであったといえる。そのために、資金は米国に環流することになり、**Global Imbalance** が急拡大する過程で、米国の安全資産 (格付でいうと、AAA の資産) に対する需要増

大が生じることになった²。

不足気味の AAA 資産を創出するために、証券化技術の駆使を伴う市場型間接金融のシステムが米国において高度に発達することになった。しかし、そのシステムは、ほとんど何らの規制や監督も受けないもの（Shadow Banking System、p.8を参照）であった。そして、必要な規制監督の欠如から、市場型間接金融に内在するダークサイド³である利益相反（Conflicts）と複雑性（Complexity）の問題が顕在化して危機に至ったといえる。

しかし、これらのダークサイドは抑制不可能なものでは決してなく、問題点を抑制する努力を怠ったことに、危機の真の原因があるのではないか。実際、Shadow Banking System に対して何らかの規制をかける必要性は指摘されてきていたにもかかわらず、規制強化の動きは阻止されてきたとともに、不適切な規制緩和（例えば、2004年の投資銀行に対する自己資本比率規制の緩和）がむしろ実施されてきた。要するに、米国における金融規制監督体制は不十分で整合性を欠いたものであった。← ブッシュ政権（一部はクリントン政権から）の問題性。

[2] 市場型間接金融の意義

金融の役割が「資金の移転」だけであるなら、できるだけ太くて短いパイプで結ぶ方が効率的であるけれども、もう1つ

² 米国 MIT のキャバレロ教授は、安全資産に対する需要と供給のインバランスこそが、金融危機をもたらした真の原因であると主張している。Cf. Cabllero, R. J., “The “Other” Imbalance and the Financial Crisis,” NBER Working Paper #15636, January 2010.

³ 「市場型間接金融においては、直接の市場参加者をプロに限定することで、制度整備の負荷を多少は軽減化することが期待されるものの、エイジェンシー関係が重層化するために、とくにエイジェンシー問題が深刻化するリスクがある。したがって、市場型間接金融を発展させる条件として、このリスクを抑制する仕組みを用意することがきわめて肝要になる。」（池尾和人・財務省財務総合政策研究所編『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、2006年5月、p.25）

の役割として「リスクの移転」がある。むしろ現代の金融に関しては、リスクを分散・再配分する機能の方が重要になっているといえる。このリスクを分散・再配分する機能面においては、重層的な構造を形成することにメリットがある。比較的安全で良質な金融資産を創出するためには、市場型間接金融システムの発展が不可欠となる。

アジアの貯蓄をアジアの投資に回すゲートウェイとして東京市場が機能するためには、アジアの人々が欲するような比較的安全で良質な金融資産を創出する能力をもたなければならない。わが国自身の問題としても、銀行部門にリスク負担が集中する構造を是正する必要性は全くなくなっていない。

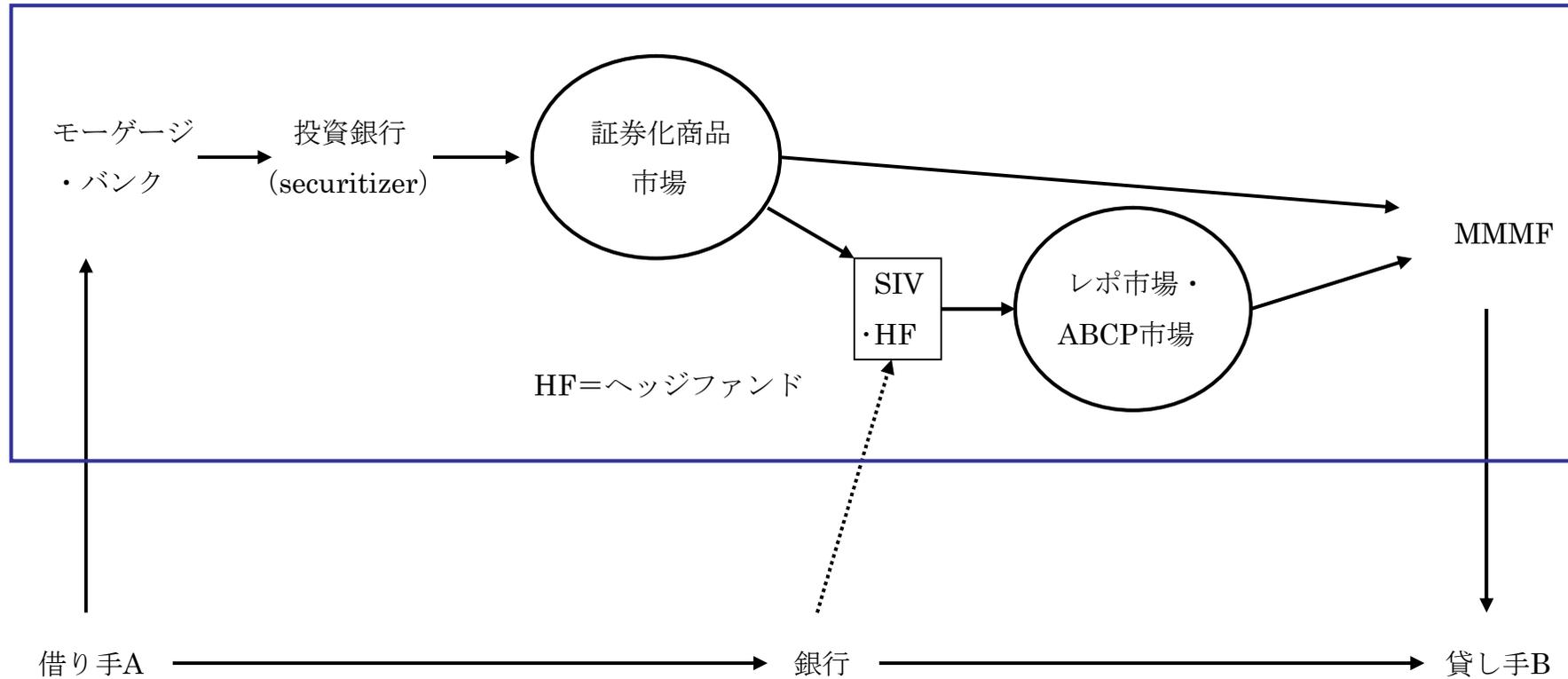
また、市場型間接金融は、オリジネーション機能と資産保有（資産運用）機能のアンバンドリングを可能とするものであり、希少なオリジネーション機能の有効活用につながるという意義をもつ。こうした市場型間接金融の意義は、経済成長を促進することにつながるような金融活動を展開する上で欠かせないものである。とくに地域密着型のオリジネーション機能の高度化と過度のリスク負担の回避を両立させるためには、オリジネーション機能と資産保有（資産運用）機能のアンバンドリングがかかせない。

したがって、今回の米国金融危機を教訓として規制監督体制の見直しを行い、利益相反と複雑性の問題を抑え込む手だてを（困難であるとしても）整備していくことが必要条件であるが、引き続きわが国においては市場型間接金融の発展に取り組んでいくべきである。⁴

以上。

⁴ 「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告～今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築～」2009年12月9日、http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20091209-1/01.pdf

影の銀行システム（Shadow Banking System）のイメージ



枠内がShadow Banking System

(矢印は、資産変換の順序)