

貯蓄率の低下、IS バランスの変化と日本経済

資金の効率運用と金融サービス業の国際競争力

2007年11月

社団法人 日本経済調査協議会

Japan Economic Research Institute

序

第2次大戦後のわが国における資金の流れをみると、民間の設備投資や公共投資の盛行を映じて企業部門及び政府部門が大幅な資金不足となったが、世界でも稀にみる高貯蓄率に支えられて家計部門が大幅な資金余剰となり、不足のかなりの部分を賄うことができた。

しかしここ数年、人口の高齢化や公共投資の縮小などから、わが国における資金の流れには構造的な変化が生じた。

また世界全体を眺めてみると、このところ中国、インド等の急成長、原材料価格の高騰、米国の経常収支赤字幅の拡大等によって、ここでも資金の流れに大きな変化が生じている。

こうしたISバランスの変化を踏まえ、当日本経済調査協議会では、わが国の金融経済がこれによってどのような影響を受けるのか、またこれにどう対処すべきなのか等の問題を検討するための調査専門委員会を2005年9月に発足させた。委員長にはみずほフィナンシャルグループ名誉顧問の山本恵朗氏、主査には慶應義塾大学経済学部教授の吉野直行氏にご就任願ひ、また委員および講師として経済界、学界等の有識者の方々に多数ご参加いただいた。

本委員会においては、マクロ経済に始まり、財政や政府金融の役割と改革、金融市場、金融業界さらには金融税制に至るまで広範にわたって検討を行ったが、最終的には金融サービス業が生み出す付加価値とその国際競争力の強化に焦点を当て、提言をまとめることとした。

この提言が、金融に関係する民間、官庁を問わず、また金融に関心をもつ国民の方々に全体的なフレームワークを提示し、需給両面から金融サービス業の質の向上、ひいては国民生活の豊かさに資することになれば幸いである。

最後に、本報告にあたりご多忙の中ご尽力いただいた山本委員長、吉野主査をはじめ、委員、講師ならびにご協力いただいた関係各位に深甚なる謝意を表する次第である。

2007年11月

社団法人 日本経済調査協議会
理事長 長坂 健二郎

山本委員会委員ならびに講師名簿

(五十音順・敬称略)

| | | |
|------|-----------------|--|
| 委員長 | 山本 恵朗 | 日本経済調査協議会監事 みずほフィナンシャルグループ名誉顧問 |
| 主査委員 | 吉野 直行 | 慶應義塾大学経済学部教授 |
| | 荒木 隆司 | あいおい損害保険会長 |
| | 伊庭 保 | ソニーフィナンシャルホールディングス相談役 |
| | 薄井 信明 | 日本経済調査協議会参与 国民生活金融公庫総裁 |
| | 賀来 景英 | 東洋大学経営学部教授 |
| | 関 哲夫 | 新日本製鐵常任監査役 |
| | 辻 亨 | 日本経済調査協議会理事 丸紅会長 |
| | 中谷 巖 | 日本経済調査協議会理事・調査委員長 三菱UFJリサーチ&コンサルティング理事長 |
| | 浜田 広 | リコー特別顧問 |
| | 宮内 章 | セブン&アイ・ホールディングス常勤顧問 |
| 講師 | 涌井 洋治 | 日本たばこ産業会長 |
| | 井戸 清人 | 日本銀行理事 |
| | 浦西 友義 | 東京証券取引所グループ常務執行役 |
| | 黒田 則正 | みずほコーポレート銀行副頭取 |
| | 玉井 孝明 | 東京海上日動火災保険常務取締役 |
| | 辻 雅夫 | 日本証券投資顧問業協会会長 |
| | 浜田 恵造 | 東京税関長 |
| | ロバート・アラン・フェルドマン | モルガン・スタンレー証券 経済研究主席 マネージング・ディレクター |

福田 慎一 東京大学大学院経済学研究科教授
星 文雄 国際協力銀行理事
星野 次彦 財務省主税局調査課長
チャールズ・Y・ホリオカ 大阪大学社会経済研究所教授
保井 俊之 金融庁監督局保険課長

事務局 山田 勝三 日本経済調査協議会専務理事
平岡 文明 日本経済調査協議会主任研究員
小原 伸一 (前) 日本経済調査協議会主任研究員
(現) みずほコーポレート銀行業務監査部

目 次

エグゼクティブ・サマリー

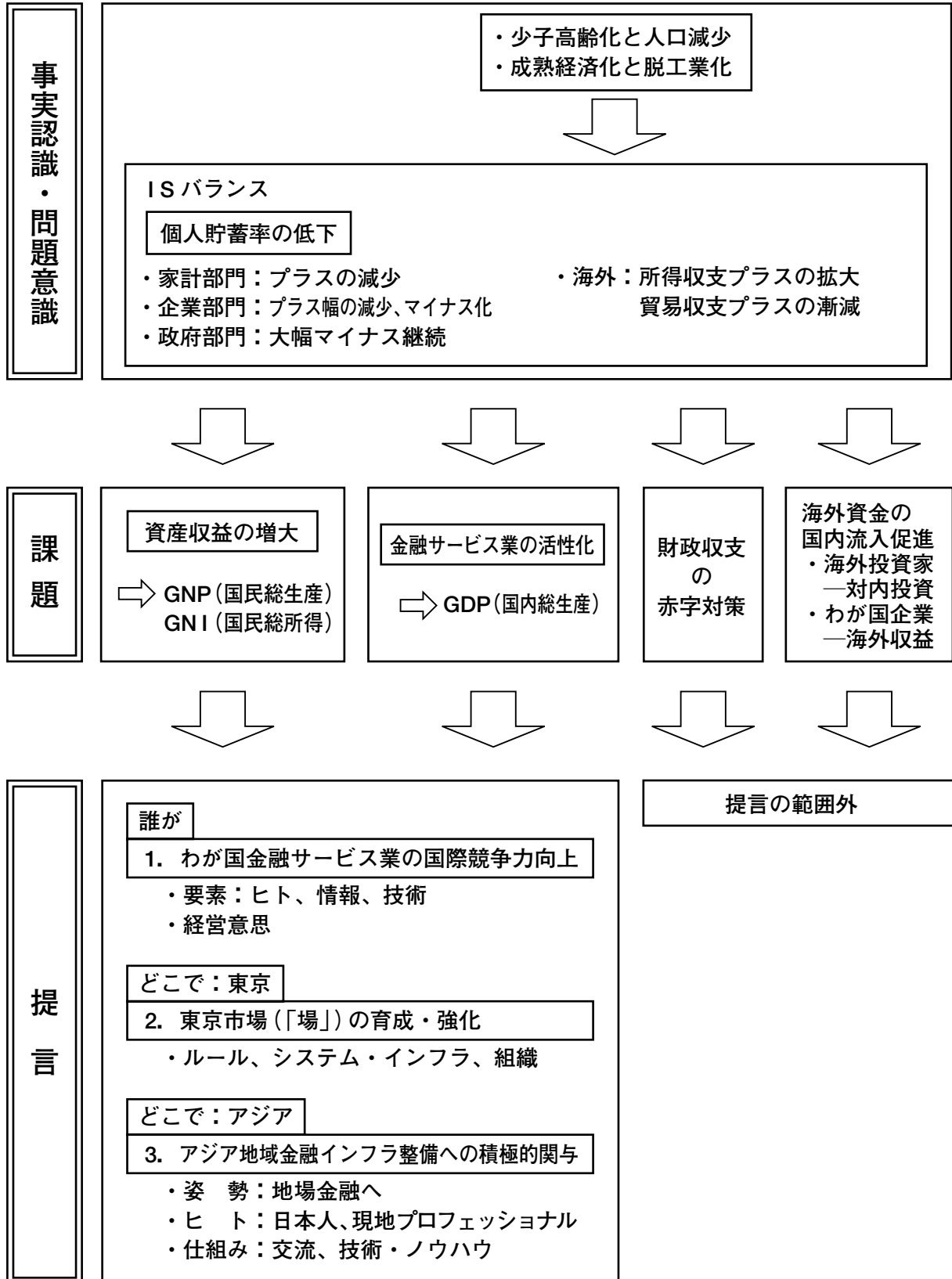
本 論

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 第1部 | はじめに | 7 |
| 第2部 | 政策提言 | 10 |
| 第1の視点 | 個人部門、政策部門の資産効率の向上 | 10 |
| 1-1 | 個人資産の運用効率の向上 | 10 |
| 1-2 | 年金基金・外貨準備など国の財産の効率運用 | 11 |
| 1-3 | 投資顧問等運用者の運用能力の強化 | 12 |
| 第2の視点 | 金融機関の向上；プレーヤーの強化と金融市場の整備 | 12 |
| 2-1 | 「場」としてのわが国金融市場（「東京市場」と代表）の機能強化 | 13 |
| 2-2 | 金融サービス業の海外収益向上のためには | 14 |
| 2-3 | 製造業から学ぶ金融手法の開発組織 | 16 |
| 第3の視点 | アジアへの展開 | 18 |
| 3-1 | アジア通貨危機からの教訓 | 18 |
| 3-2 | アジア域内情報の精度向上 | 19 |
| 3-3 | アジアの地場金融システム強化への参画 | 20 |
| 補完的視点 | 地域ファンド、ベンチャーファンドの組成による資金提供 | 22 |
| 補 論 | 地場企業への資金提供 | 22 |
| 捕 足 | 本提言以外に残された検討課題 | 25 |
| 図 表 | | 27 |

エグゼクティブ・サマリー

貯蓄率の低下、ISバランスの変化と日本経済

—資金の効率運用と金融サービス業の国際競争力—



提言および報告要旨

高度成長期から1980年代後半まで高水準を誇っていたわが国の貯蓄率は、その後の経済成長率の低下や高齢化によって低下傾向を示し始めている。そのような中で、政府部門は依然として巨額な財政赤字を抱え、国債の残高は高水準にある。また、高度成長期とは様変わりしたものの、バブル不況を越え、設備投資等企業の資金需要は正常化している。このような状況において、果たして投資と貯蓄の差額を示す「ISバランス」の均衡は今後とも安定的に保たれるのであろうか。

また、アジア諸国では、その経済成長と共にわが国同様、貯蓄を増やしてきているが、その運用先は欧米であり、同時に欧米の金融機関はその投資先として高成長のアジア諸国に資金を振り向けている。このような資金循環は日本経済にとって好ましいものだろうか。

本委員会は、このような問題意識、事実認識に関して各領域を代表する方々から話を伺い調査・研究を行い、その結果をここに取りまとめ、報告と提言を行うものである。

<提言>

- ・わが国金融資産の運用効率を高める、と共に
- ・金融サービス産業の活性化

を実現するために、以下の実施を提言する。

1. わが国金融サービス業の国際競争力を向上させる
2. いわゆる東京市場をより競争力のある「場」として育成・強化する
3. アジア地域の金融インフラ整備に積極的に関与し、信頼される役割を担う

<報告の要旨>

第1の視点：個人部門、政府部門の資産効率の向上

1. 個人資産の運用効率の向上
 - ・個人における運用知識のさらなる向上
 - ・個人をサポートするフィナンシャル・プランナーの育成要
2. 年金基金・外貨準備など国の財産の効率運用
 - ・外貨準備： 為替リスク低減のための分散投資の必要性
 - ・年金基金： 運用効率向上が求められる
3. 投資顧問等運用者の運用能力の強化
 - ・経験の重要性： 長期的育成が鍵
 - ・プロフェッショナルであれば外国人も活用すべし

第2の視点：金融機能の向上；プレーヤーの強化と金融市場の整備

1. 「場」としてのわが国金融市場（「東京市場」と代表）の機能強化
 - ・国内のみならず海外、特にアジアのリスク・マネーとその需要者の双方を積極的に呼び込むための政策が必要
 - ・リスク・マネーの調達と供給をいかに円滑にできるかが鍵
2. 金融サービス業の海外収益向上のためには
 - ・海外現地事情に通じた地域スペシャリストの育成が急務
 - ・「面」による海外商品の提供：ピン・ポイントではない投融资対象の発掘
3. 製造業から学ぶ金融手法の開発組織
 - ・国際競争力が高く、評価が高いわが国製造業の体験、ノウハウに学ぶ
 - ・金融機関内部のみならず、大学や政府等外部との連携も必要

第3の視点：アジアへの展開

1. アジア通貨危機からの教訓

- ・アジア債券市場の重要性
- 2. アジア域内情報の精度向上
 - ・情報の質を高めるためには周辺諸国の同業者との情報交換の場を増やすべき
- 3. アジアの地場金融システム強化への参画
 - ・経済援助の一環としての金融技術提供も一策
 - ・審査ノウハウとデータ分析を総合 → アジアに展開

| |
|---|
| <p>補完的視点：地域ファンド、ベンチャー・ファンドの組成による資金提供</p> |
|---|

補論：地場企業への資金提供

<地域経済の持続可能な活性化を促すためには、ミドルリスク・ミドルリターン商品の提供が不可欠>

- ・地域経済の再生を金融面から支援
- ・日本固有の「リレーションシップ・バンキング」の強みを生かす
- ・高い事業リスクを有する企業への資金提供 ← 融資は難しい
- ・ファンド形態による資金調達・提供： 「地域ファンド」の組成
- ・リスクとリターン： 個別株式 > 地域ファンド > 個別企業融資

| |
|---------------------------------|
| <p>補足：本提言以外に残された検討課題</p> |
|---------------------------------|

1. 財政赤字の圧縮、ファイナンス
 - ・財政の健全化
 - ・日本国債の保有者層の拡大
2. 海外資金の流入促進策
 - (1) 積極的な対内投資を促すインフラの整備
 - ・情報提供面
 - ・ガバナンス面
 - (2) 海外収益の国内転換の促進
 - ・わが国グローバル企業における財務上の制約

本論

貯蓄率の低下、ISバランスの変化と日本経済 － 資金の効率運用と金融サービス業の国際競争力 －

第1部 はじめに

わが国の家計貯蓄率は低下し（図表1）、巨大な財政赤字となっている（図表2）。他方、企業の設備投資が低下して内部留保などの増加により企業貯蓄がプラスとなり（図表3）、金融政策が超緩和政策であったことが、日本の貯蓄-投資バランス（「ISバランス」）の均衡を保たせてきた。言い換えると、政府の財政赤字が急速に拡大はしたが、企業部門の投資低迷による資金余剰が幸いし、金融機関からの企業向け貸出は低下し、それを補う形で金融機関は国債保有を増大させ、資金フローの均衡を保ってきた。

2001年からのゼロ金利政策による金融の超緩和によって、マネタリー・ベースが潤沢に供給されてきた（図表4）。しかし、景気が徐々に回復し、金融の超緩和政策が金利上昇容認へと移行しつつある中で、民間企業の設備投資が増加すれば、企業部門も赤字となり、ISバランスの不均衡を再び発生させる可能性がある。なぜなら、貯蓄率の低下傾向が続くと予想されるからである。

こうした問題意識をベースに当委員会はスタートし、委員間の討議はもとより、関係者や有識者との議論を重ねた。そうしたなかで議論は、現時点でむしろ重要なことは、巨額なわが国金融資産が国民の豊かさを今後継続的に維持する手段として、十分効率的に運用されているのか、そして運用に現実に携わる官民の諸機関・諸組織は競合する欧米諸国のそれらと比較して相応の力量を有しているのかといった問題意識に転換していった。また経済の成熟化などに伴い、「ものづくり立国」の下で製造業の国際競争力の向上を基盤として支えられてきた経済成長にさまざまな制約が発生しており、今後のGDPの成長をささえるもうひとつの柱としての「金融サービス産業」の国際競争力に眼が向けられた。ここでは喫緊の課題としての関係諸組織の国際競争力向上に加え、中長期的にはISバランスの変化が現実化した時点で必要となる、海外からの資金調達がより円滑に行える諸条件の整備を早い時点から行っていくことが要請されているのではないか、といった問題意識も包含して討議が行われた。

わが国の金融資産の運用効率を向上させるためには、個人の金融資産運用に関する知識の向上が最終的に重要ではあるが、仲介する証券会社、銀行、投資顧問会社等金融機関の

情報収集能力の向上などによる仲介業者としての力量が海外の同業者と比して優位にならない。わが国の製造業は多年の血のにじむ努力の中で国際競争力を獲得し、それによりわが国の豊かさを実現する大きな柱となった。グローバルな産業構造の高度化の中で先進国においては、今後金融サービス業の産業としての重要性がますます増大し、その国際競争力の優劣が各国のGDPに大きく影響することとなる。しかも金融サービス業は各国それぞれの歴史的、社会的さらには政治的な背景ないしシガラミのもとに成立しており、それらの総合力としての力量を国際的に問われる。このような観点からすれば、言語の問題はもとより、欧米各国の金融サービス業が中世以来の国境を越えた人的ネットワークを有することなどと比較して、わが国はむしろ多くのハンディキャップを負っている。こうしたハンディを包含しつつもなお、競争場裡で劣後しないためには、産業としての金融サービス業界の当事者が、目線を高くして、競争力強化の方策を案出し、一刻も早く実行していくことが求められている。

さらに、少子高齢化が急速に進行するわが国の経済力維持には、生産性の向上、とりわけ非製造業分野の生産性向上が必須であるとの認識はコンセンサスとなっている。非製造業の中で金融分野の占める比率が医療福祉分野と並んで非常に大きいことは、先進諸国共通の構造である。金融分野の生産性向上には、資産運用業務を始めとした、より付加価値の高い業務を育成・強化していくことが肝要である。わが国の場合、人口減もあり国内成長率は産業の成熟化に伴い、高度成長経済時代のような成長率の再現はあり得ない。従って、わが国が有する豊かな金融資産の運用効率向上のためには、より高い経済成長を遂げている地域に運用先を求め、その成長の果実を獲得する以外に方途はない。ここで現在そして将来に向けてのそのターゲットは言うまでもなくアジアである。

しかし、アジアでは金融市場や金融インフラが未整備で、金融商品が限られていることから、アジアの高い貯蓄率が生み出す資金が欧米に流出し、再び短期資金としてアジアに還流してきたことが（図表5）、アジア通貨危機の原因ともなっていた。アジアで集められた資金が、円滑にアジア域内の投資に向かうようにするためには、域内および各国の金融市場および金融インフラの整備が急務である。こうしたニーズにわが国がこれまで以上に積極的に関与し、地域におけるわが国の存在意義を高め、それに基づくわが国への信頼感を基盤として欧米金融機関に対する比較劣位を挽回していくといった基本理念を関係官民が共有して取り組むことが今求められている。またその一環として既に関係者で何度か

提起されている、東京市場をアジアの金融市場の中心とするという強い決意が、日本の関係者には求められている。

このような問題意識と現状認識を踏まえ、本報告では、

- ①わが国金融サービス業の国際競争力を向上させる
- ②いわゆる東京市場をより競争力のある「場」として育成・強化する
- ③アジア地域の金融インフラ整備に積極的に関与し信頼される役割を担う

ことによりわが国が比較優位をもつ国内家計貯蓄、公的年金資産等の効率運用を実現するとともに、「金融サービス産業」を今後の経済成長を支える柱のひとつとすることを提言したい。

第2部 政策提言

<提言>

- ・わが国金融資産の運用効率を高める、と共に、
- ・金融サービス産業の活性化

を実現するために、以下の実施を提言する。

- 1 わが国金融サービス業の国際競争力を向上させる
- 2 いわゆる東京市場をより競争力のある「場」として育成・強化する
- 3 アジア地域の金融インフラ整備に積極的に関与し信頼される役割を担う

第1の視点：個人部門、政府部門の資産効率の向上

1-1 個人資産の運用効率の向上

わが国の可処分所得に占める利子・配当収入（財産所得）は、**図表6**に示されるように、極端に低い。ゼロ金利のもとで、安全資産である預貯金への運用が高い比率を占めており、利子配当所得は、可処分所得の3%程度と極端に低い資産運用効率であった。

個人の金融資産の運用効率を向上させるためには、最終の受益者であり資金の出し手である各個人の資産運用に対する考え方の変革、すなわち資産運用に関し適切なリスク・テイク^(注)を行うという考え方とそれを可能にする能力の向上が基礎にならなければならない。金融自由化の着実な進展に伴い民間金融機関やさらには郵政民営化による郵便局のネットワークを通じて販売される金融商品の多様化は急速に進んでおり（保険、投信、株式、債券（国債・地方債）など）、従来は預貯金・保険のみしか運用対象がなかった個人でも、その選択の幅は拡大してきている。しかし、リスクとリターンを勘案した個人の資産運用に関する能力は、まだまだ不足している。個人の金融資産運用効率の向上のためには、金融情報のさらなる収集、FP（フィナンシャル・プランナー）の質の向上が急務である。また、個人の金融資産運用における能力の向上のためには、金融経済教育、フィナンシャルプランニング能力の向上は必要条件である。

(注) 本提言における「リスク」とは即ち損失そのものを意味するものではない。「リスク」とは、収益機会には分散が存在することを指している。収益機会に見合った相応に負担すべき損失の可能性、といった程度の意味で理解願いたい。

このような動向に対応した、リスクをも勘案できるレベルになりつつある個人の金融資産運用能力の向上は、必然的により高いリターンを求める。近年の個人を中心とする海外への資金流出の増大（**図表7**）はその具体的な現れと言えよう。わが国の巨額な個人金融資産のうちで海外での運用に向けられていく比率がどの程度のものかを推定するのは困難であるが、人口減もあり成熟した産業構造に到達しているわが国の経済成長率が高度成長期のような高水準に戻ることはあり得ず、インフレ的な要因を除外すれば、金融資産によるリターンの向上のための資金の海外流出圧力は増大こそすれ減少することはあり得ない。

また、個人として資金移動を裁量できる金融資産の保有層は高齢者世帯であり、団塊世代の退職後は一層その傾向は強まろう。当該層の太宗は金融資産を新たな収入により増加させていくことは困難であり、高齢者世帯の生活レベルの維持のためにも、より多くのリターンを得るためにその可能性の高い海外での運用を積極的に進めざるを得ない。

1-2 年金基金・外貨準備など国の財産の効率運用

(1) 外貨準備の運用について

国有財産の効率的な運用も不可欠である。公的な建物をPFI（Private Finance Initiative、民間資金を利用かつ民間に施設整備や公共サービスを委ねるもの）によって建設するなど、効率的な国有財産の運用が始まっているが、これまでは、主に米国国債で運用されていた外貨準備について、為替リスクやカントリー・リスクに配慮しつつ通貨の分散投資をはかり、効率的運用を一層目指すべきである。例えば、新しく流入する外貨準備のフローを徐々にユーロ債、ポンド債、アジア債券などに分散し、長期的な収益の最大化を目指すことが望まれる。ちなみに、国有財産は695.9兆円に達しており、国の外貨資産は80.6兆円にも上っている（**図表8**）。

(2) 公的年金資産の運用について

国の年金運用（公的年金自主運用額：54.2兆円。**図表8**）においても、401(k)のような個人の希望に応じた運用ができるように一層の改善が必要である。年金は、リスクを回避することに着目し、安全資産中心の運用となっていた。しかし、個人のリスクに対する選好は、必ずしも同一ではない。それぞれの希望する資産運用比率を、大きく、例えば3つのグループに分けて、(i)「安全資産」100%型、(ii)「安全資産」＋「一部危険資産」の参

入型、(iii)「危険資産運用」もある程度含める型、のように分類しながら運用する方法もある。

1-3 投資顧問等運用者の運用能力の強化

(1) 経験とその定着が重要

ヨーロッパの年金基金の運用担当者は、30年先までの年齢構成・インフレ予想などを見越しながら、世界のどの地域で、どのような資産に運用しようかと考えている。そのうえ、担当者は長い経験の持ち主である。20年以上も同じ内容の仕事をしているため、長期の経済トレンドをすべて実体で経験している。若い運用者と一緒になって、長い経験に基づいた若手とは違う角度からの分析を持ち込んでいる。「『分散投資がよい』と学者はよく議論するが、実体経済経験者は不動産や株式など、多くの資産は同じ方向に動いてしまうので、逆相関がなく、分散投資をしても教科書通りにはならない」と実体験から熱弁を競う。彼らは1987年のブラックマンデーによる米国株価下落など、失敗の経験も豊富である。重要なことは、そのような経験を個人として蓄積するだけでなく、組織的に活用する仕組みが大切ということである。

(2) 外国人プロフェッショナルの活用

あくまでも日本国内で優れた資産運用サービスが行われ、GDPに貢献することが肝要であり、そのためには外資系のみならず純粋国内資本の運用会社にあっても外国人経験者の活用も躊躇すべきではない。

第2の視点：金融機能の向上；プレイヤーの強化と金融市場の整備

前項では金融サービスの需要者であるユーザーの視点、特に資産運用の観点について述べたが、加えて、供給側として金融サービス業の担い手と「場」の視点を検討した。産業の一分野としての「金融サービス産業」において、資産効率向上のために海外マーケットにおける国際競争のもとで、日本の金融機関が競争力を向上させていくことが求められるが、これと併せて、本邦内での「産業」としての金融サービス業が活性化し（この担い手は必ずしも日本の金融機関に限定されない）、国内経済の成長、すなわちGDPの増大に貢献することも求められている。金融取引が行われる「場」である市場も含めた三者すべてが相応の水準にあってはじめて、金融が円滑に機能することの利点や効用が得られるもの

である。本項ではまず「場」そのものの競争力の強化について述べ、続いて金融機関の競争力強化について述べる。

2-1 「場」としてのわが国金融市場（「東京市場」と代表）の機能強化

＜国内のみならず海外特にアジアのリスク・マネーとその需要者の双方を積極的に呼び込むための政策が必要＞

(1) 「場」としての金融市場を強化する意義

それが相対の取引であれ、取引所を通じたものであれ、金融取引が行われる「場」つまり金融市場があってはじめて、資金も動く。その機能は、主として金融取引に係る公正な価格形成と円滑な流動性供給にある。

金融市場は、それが従うルール、情報システムなどのモノ、運営に関与するヒト・企業などにより構成されるが、そのような構成要素が有機的に結合し効率的に稼動することによって有効に機能するものであるのは言うまでもない。また、市場が活発に利用されれば、結果としてそれら構成要素は付加価値を生み出し、所在国の富の増加に貢献する。

現状ではわが国の金融または証券の取引所は全世界的にみて優位なポジションにいるとは必ずしも言い難い状況にある。株式を例として主要取引所の計数をみると（図表9）、時価総額では圧倒的にニューヨーク市場に対して劣位であり、ヨーロッパに対してもロンドン市場と大陸（ユーロネクスト）を合算した額にも及ばない。また、売買代金でもニューヨーク市場およびロンドン市場に劣後している。

金融市場は他の市場同様、取引を行おうとする当事者にとっての経済性や信頼性の面における相対的な有利さで選択される。選択される基準としては、わが国の金融市場が国内の機関投資家や金融機関の支店のみならず、海外の投資家や金融機関にとっても利用し易い、活動し易いかどうかの一つの鍵となるものである。

特に運営に従事するヒト・企業について言えば、担い手の質がその「場」の評価を決める最も重要なファクターの一つであり、従って、「場」が活発に利用されるものとなるためにも、日本人、日本企業にこだわらず外国人や外国企業、さらに他産業などを含め、より多くのプロフェッショナルの参加を促すための方策が求められる。

なおその他には、モノとしてのインフラにおける規模の経済性や参加者から担保として預かる証拠金の効率利用といった側面も金融市場、特に取引上の競争力強化において見逃すことのできない点と考える。具体的には、取引所の集約、特に清算・決済業務の統合な

どは順次実施されてしかるべしと考える。例えば、現在大阪証券取引所に上場する日経平均（いわゆる日経225）先物と東京証券取引所に上場する東証株価指数（いわゆるTOPIX）先物それぞれの売りと買いを両建てにした裁定ポジションの場合などが挙げられる。

こうした諸課題への対応により東京市場が充実かつ活性化すれば、ISバランスの変化に対応して海外資金をわが国に円滑に呼び込むことが容易になると共に、産業としての金融サービス業が、その活性化により、「ものづくり立国」となる今後のGDP成長の強力な担い手となることが可能となろう。

(2) リスク・マネーをいかに円滑に供給するかが鍵

他方、金融市場の利用者のもう一方（これは主に企業）から見れば、必要な時に必要な資金を低廉かつ安定したコストと規模で調達できる市場環境が整備されていることが重要。さらに言えばリスク・マネー、特に長期のリスク・マネーを供給する仕組みが一層重要なものとなってきている。

旧来的な大まかな言い方では、大企業は証券発行による直接金融、中小企業などは銀行借入による間接金融となるが、理想的には企業規模とは独立して調達形態を選択できる環境が整備されないと、企業を始めとしたわが国経済の長期的成長は見込めない、という認識が必要なのではないか。（貸出債権の証券化など）市場型間接金融も利用した最適なファイナンスができるようにすべきである。

実際には、そのような動きも見られつつある。例えば、中小企業データの蓄積によってリスクの評価が可能になった点もあるなど証券化は言うまでもなく、その他プライベート・エクイティー・ファンドやベンチャー・キャピタルといったものである。これらに対しては、適切なディスクロージャーを含む厳格な投資家保護規制と育成のバランスが肝要と考える。

2-2 金融サービス業の海外収益向上のためには

<スペシャリストの育成、「面」による海外商品の提供>

(1) 日本経済の低迷、金融サービス業の衰退

1990年のバブル崩壊による株価・地価の下落が、日本の金融サービス業、特に銀行業の業績悪化へと導いたことは、周知の事実であるが、グローバル化の中で、真の戦略に欠けていたこともその原因の一つと思われる。図表10に示されるように、1990年代半ばか

らの円高などによって、製造業が急速にアジアに生産拠点を移したため、日本全体の付加価値シェアに占める製造業の比率が30%から25%程度へと低下している。このような製造業のシェア低下を補う産業が成長していないこと、さらには、製造業の中でも海外に拠点を移す業種を補う他分野の製造業が成長していないことが日本経済低迷の原因でもある。バブルと1990年からの金融政策の急速な引き締めというマクロ経済政策の大きな転換も、日本の金融サービス業の弱体化の原因ではあるが、「国際的な視点に立った」経営に欠けていたことも、今日の弱体化に繋がっていると思われる。

(2) 海外現地事情に通じた地域スペシャリストの育成が急務

従来の金融サービス業は、さまざまな規制のもとに活動してきた。こうした時代には法律や制度をしっかりと勉強しながら実務を行うことが必要であった。さらに、銀行業では預金吸収と貸出が中心であったため、企業の審査をじっくり行うことが重要であったと思われる。

しかし、マーケットを通じた運用を行う時代には、国内や海外の市場の動きをリアルタイムで追うことも、中期・長期の分析と共に必要となっている。例えば、ヨーロッパの債券市場関係者で、来日経験のないオランダ人やイギリス人が、日本国債を投資先としてどのように見るか、日本の財政赤字の将来、日本の経済回復の兆し、社債市場などについての情報収集意欲は高い。さらには、アジア経済・日本経済の動きを、詳細なデータ分析に基づいて常時調査・フォローしており、また独自のモデルを使いながら、経済予測も行っている。このように来日経験のないヨーロッパの運用担当者たちでも、日本経済を高いレベルで分析できる背景としては、多様な国際的なデータが充実し、インターネットを通じて日本の情報を収集することができるようになってきているからである。わが国の関係業界においても、これまで以上に世界各国のデータ分析や情報収集をさらに充実し、短期・中期・長期の視点から、ミクロ・マクロ分析が行える人材の育成、国別の専門担当者による地域経済の動きの掌握が不可欠であると思われる。

日本の銀行は1980年代には、世界のトップ10の中に多数登場していた。当時の強みは、日本の製造業が強かったために、そうした製造業を担う企業への資金供給の担い手として日本の銀行は強みを発揮していた。こうしたそれなりの強みを基盤として、日本の銀行も海外現地での運用にも進出を開始したが、現地情報の把握力や分析不足などもあり、その多くは成果を挙げることなく国際的競争の場から退場していった。

近年の個人顧客を中心とする運用効率向上のニーズに対応して、わが国金融機関の海外での資産運用のケースは急速に増大しているが、日本の海外での資産運用は、「点」による資産運用となっている。例えば、中国の「電力株」、インドの「IT関連株式」など、個別企業への投資を行っているのが実情であり、こうした「点」によって紹介される欧米を主役とする海外金融機関が組成した金融商品を、日本の金融機関を介してわが国の個人の投資家が購入している。これに対してアングロ・サクソン系の運用は、(i)世界を地域で比較し、(ii)さらに国ごとにマクロ・ミクロの両面から比較し、(iii)業種・個別企業、へと投資を考えている。こうした事例を参考にしてわが国の関係機関にあっても、グローバルな地域情報、マクロ・ミクロ経済に関する海外情報の収集・分析力の強化、高度化が必要である。

また、欧米の金融機関を見ると、アジアにおいては、国際機関などでの経験を持つ人材が多数存在する。IMF／世界銀行など、さまざまな国際機関で、アジア各国の専門家として働いている間に、それぞれの国の民間・政府の役人などとも親密な人的ネットワークを形成し、レベルの高い情報の交換ができる人材となる。こうした経験を生かして、アジアにおける欧米系の民間金融機関にしかるべきポストを得て現地のプロフェッショナルとして活躍するケースが多く見られる。これに対して、日本の場合には、さまざまな国を2、3年ごとに経験して回るといった傾向が強かったのではないだろうか。今後は、こうした欧米系金融機関の事例を参考にしつつ、各国別・地域別のプロフェッショナル人材の育成や採用も急務である。必要があれば、外国人のプロフェッショナルの採用も行うことである。

2-3 製造業から学ぶ金融手法の開発組織

<国際競争力が高く、評価が高いわが国製造業の体験、ノウハウに学ぶ>

(1) 金融における技術開発と国際競争力

1990年代から、金融分野では、さまざまな金融手法の開発が進んでいる。コンピュータ技術の進展により、従来では出来なかった手法が、可能となっているからである。さらに、理論分野でも進展は著しい。日本の製造業が強かった背景には、新しい技術革新・新製品の開発に優れ、日本がリードしている業種は、強い国際競争力を維持していた。

今後、製造業から「金融サービス産業」へとシフトしていく場合には、金融サービス業における日本発の新手法の開発・金融技術革新が必要である。数理的な分析能力が強い日

本人は今でも多い。こうした人材と、実際の運用担当者が議論を交わしながら、教科書的な分析を超えた新手法が開発できれば、日本の金融サービス業の国際競争力も強化される。

(2) 金融機関内技術開発部門の設置、外部研究機関との連携

製造業では、研究部門を持ち、新製品の開発を行っている。日本の金融サービス業においても、調査部門ばかりでなく、金融の技術開発部門が設置されることが必要ではないか。研究部門で開発された新技術を、実務部門が実験的に利用しながら、有用な金融手法や金融商品をマーケットで利用していくという発想がこれまで以上に経営として重要視される必要がある。既に幾つかの大学では「ファイナンス」の講義が活発に行われるようになってきており、また専門職大学院としてファイナンス分野も脚光を浴びてきている。大学における知識取得機会の増強と同時に、実務に携わっているプロフェッショナルと研究者との共同作業も必要である。理論家の多くは金融の現場における急速な状況変化を含め実務の把握・フォローを研究者のみで行うことは不可能であり、逆に実務に携わっているプロは理論を深く正確に習得するのは難しい。両者のメリット・デメリットを補う研究が、金融機関の中で、あるいは大学等の研究機関との間で行われることが必要である。

(3) 金融技術に関わる研究開発を官民一体で

ちなみに、高度成長期から今日まで国際競争力をつけた製造業の研究開発手法を日本の金融サービス業にも持ち込むことが望まれるが、バブル崩壊以降の日本の銀行業は不良債権処理と絡んで抜本的な構造改革に経営エネルギーのほとんどが費やされてきた。こうした経緯・現況を勘案すると、かつての高度成長期に通商産業省が製造業と連携して技術革新への支援を行ったように、金融技術開発のための研究開発を官民一体で行うことも検討されて良い。単純な形での特定産業に対する補助金行政は、受け取る産業を弱体化させてしまう。従って、本支援においては各金融機関の専門家が結集して、新金融技術開発を目指すといった研究機関を創設することで、多様なアイデアに基づく日本発の金融技術を多数出現させるといった対応が望ましい。そのためには、金融技術をマーケットのニーズに合った金融商品として利用される段階まで開発する努力が望まれる。

(4) わが国製造業から学ぶ：組織づくりと学校教育も重要

苦勞しながら世界に出て行った製造業の高度成長期の姿を日本の金融でも実現できれば、日本経済の将来も明るい。こうするための政・官・民の協働体制や金融機関自身の内部評価メカニズムの変革といった組織作りと、数学教育の学校での地道な指導、人材の育成は欠かせない。

第3の視点：アジアへの展開

3-1 アジア通貨危機からの教訓

アジア通貨危機の原因としては、その背後に2つのミスマッチがあった。

第1には変動相場制ドルと実質的固定相場制パーツの通貨ミスマッチ。短期の資金の流出は、変動相場制であればその変動幅によってある程度まで吸収される。ところが「ドルとの固定相場制」ではそうはならなかった。第2には短期と長期の融資期間ミスマッチを指摘できる。海外から流入してきたドルは短期で流出するが、タイの銀行からは長期でその資金が企業に貸し出されていた。中央銀行は保有していたドルで返済を行ったが、それも早晚底をつく事態に至って危機は進行していた。同様のことがインドネシアと韓国においても発生した。インドネシアではさらに悪いことに、短期資金が直接企業に流入して、銀行、企業ともに資金を返済できなくなってしまったのである。

通貨危機の経験を通して言えることは、アジア通貨基金には、危機に対処するためのシステムが事前に用意されることが必要だということである。

そのシステムの第1として通貨スワップがある。例えばタイ政府の外貨準備（ドル）が枯渇してしまったような場合、タイのパーツを日本が保有するドルと交換するというものだ。これで短期の資金の流れにも対抗できるようになる。通貨スワップについての取り決めは2000年5月のASEANプラス3国（中国・韓国・日本）の蔵相会議で合意されており、これがいわゆる「チェンマイ・イニシアティブ」である。

第2として、アジアにおける債券市場創設の必要性である。アジアは銀行中心の経済だが、銀行が通貨危機によって不良債権を大量に抱えてしまうと、その貸出機能がまったく停止してしまう。こうした事態を避けるため、企業が社債を発行することでマーケットから資金を直接調達できるようにする。銀行以外に、債券市場という資金調達の手段を確保する必要があると考える。

第3としては、国家間の情報の収集と交換である。ある国で緊急事態が発生した場合、

その状況を迅速に把握できるようにするため、日常的かつ継続的にさまざまなデータの収集と交換を行うことである。最近では日本政府とタイ、インドネシア政府との情報交換が行われているが、こうした方策によって、万一アジア通貨危機のようなことが再び起こったとしても事前に察知でき、迅速な対応が可能となる。

アジアの国々の実質的な距離感は急速に縮まってきており、域内の貿易額は日米の貿易額を凌駕する水準に達している。こうした近接性をさらなる親密性に高めていくためには、アジアにおいて3つの結びつきが有効に働くことだと考える。すなわち政治家のネットワーク、ビジネスのネットワーク、そして学者のネットワークである。ビジネスの面では年々活発化し、お互い補完し合う体制もできている。学者の交流も盛んで情報交換も積極的に行われている。今後は政治がいかにリーダーシップを発揮して、アジアの一体化を図っていくかである。FTAなど、日本としてもまだまだ解決していかなければならない課題は多い。

3-2 アジア域内情報の精度向上

<情報の質を高めるため、周辺諸国の同業者との情報交換の場を増やすべき>

アメリカやイギリスのアングロ・サクソンが世界的な運用では長けてはいるが、ヨーロッパ大陸でも、諸外国の先進事例を研究・習得しつつ運用力向上に努力している国々が多い。とりわけヨーロッパ域内では情報交換の場が多いが、これは飛行機で2時間程度で、それぞれがヨーロッパ各国には飛ぶことができ、従って容易に同業者たちが一堂に会して仔細にわたる議論を行うことが可能となる。アジアの中心を目指す日本であれば、こうした国際会議を日本が主導して開催し、アジア各国の同業者にわが国の担当者が情報を提供し、各国からはそれぞれの市場状況・政治経済情勢について情報を提供してもらうといった場を提供することが望まれる。香港・シンガポールから情報が提供されるのではなく、日本発の質の高い、また的確に分析されたアジア情報が必要である。アジア情報が集まり、交換され、分析されて、幅広く発信される「場」としての東京市場の充実が必須である。アジア各国の情報の交流が金融の実務レベルで日常的に行えるようになれば、日本国内の貯蓄を、しっかりとした海外情報に基づいて運用することが可能となる。海外での運用が最近は増えているが、類似商品を日本の各金融機関は投資家に紹介する傾向がみられる。これにとどまらず、さらに進んで、長期的な個人投資家の信頼が得られる情報の分析が金融サービス業にとって欠かせない。

3-3 アジアの地場金融システム強化への参画

(1) アジアの中のわが国金融機関

アジアにおいてわが国金融機関がこれまで以上に積極的に関与するにあたって重要なことは、欧米とは違ったアジア的な風土を大切にして進めることであり、わが国のビジネスセクターとしての金融サービス業の果たす役割は大きい。アジア債券市場におけるアレンジャーとしての金融機関の役割、投資対象としての金融商品の販売を行う金融機関、サービスとして日々の債券市場を注視する役割など、期待される役割は大きく、わが国の金融機関の果たす余地は残されていると思われる。

(2) 金融面からのアジア支援

アジアの企業の動きは、欧米の企業とは異なる様相も強い。企業評価の手法、データ収集の方法を途上国に伝えていくことも、わが国の今後の経済援助では必要と思われる。インフラの整備など、箱物の整備が終了する段階では、ソフト分野での援助が求められる。金融に関連するさまざまなソフト分野での海外貢献ができるようになるためにも、企業審査手法の開発・データ解析の精緻化・アジア企業の特異性といった要素を加味することが欠かせない。こうした経済援助の中に、金融技術を含めることができるようになれば、日本の金融機関の人材が海外での支援者としても活躍でき、海外情報がさらに日本に入ることになる。

(3) 審査ノウハウとデータ分析を総合し、地域金融やアジアに展開する

国際的な金融活動を行う金融機関ばかりでなく、地場企業（全国的な展開はしていないものの、特定の地域に根ざして特色をもって活動している企業）の審査や地域金融（全国的なネットワークを持たずに、ある地域に特化して金融を行うこと）についても、世界への発信の可能性は高い。日本の中小企業金融では、さまざまなデータが収集されている。さらには、地場企業の審査ノウハウの経験をもつ実務家も多い。今後の地域金融では、これまでの実務経験に基づく審査と同時に、統計手法によるデータ解析を一緒に行う必要があると思われる。片方だけに頼ることには、限界がきている。アジア各国でも地場企業、中小企業への資金供給は、喫緊の課題であり、審査能力の向上が謳われている。

中小企業向け貸出債権の証券化がなされる場合であっても、借手企業の格付けのためには、当該企業の審査は欠かせない。日本の地場金融が、こうした力をさらに発揮し、アジ

ア各国に対して情報提供ができれば、各国の苦勞している中小企業支援の一助ともなるはずである。

金融サービス業による日本からの情報発信、技術協力ができるような段階へ到達できるよう、大きな目標を目指した日本の金融サービス業の構造改革を期待したい。

補完的視点：地域ファンド、ベンチャーファンドの組成による資金提供

補論 地場企業への資金提供

<地域経済の持続可能な活性化を促すためには、ミドルリスク・ミドルリターン商品の提供が不可欠>

リレーションシップバンキングとは、金融機関と融資を受ける企業との関係が長期的な継続関係を重視して行われる場合であり、現状ではリスクが高いから貸し出しを制限しようとか、短期的あるいは表面的要因で資金援助が左右されることのない融資形態を指している。

日本のこれまでの地域金融あるいは中小企業金融は、企業と地元の金融機関が長い付き合いを前提として行われてきた。またそのことが地域の企業、ひいては産業を育成することとなり、いわゆる「地域とともに発展する」という意味だった。まさに地域との長い付き合いこそがリレーションシップバンキングの原点である。一部の地域経済は疲弊している。その再生を促すには、日本固有のリレーションシップをとり入れた金融システムを再構築し、活性化を図る必要があると考える。

180の機関に対して、預金保険機構から25兆円もの公的資金が支払われた。破綻原因は以下の4つに分類できる。

1番目が、不動産担保の価値が下落したことによるもの。バブル時、銀行は不動産を担保に融資枠を増大させた。「土地は上がる」と信じられていたから査定も甘かった。その融資が回収できず、またバブル崩壊で担保の不動産も不良債権となって破綻につながった。ゴルフ場への融資が典型的な例だろう。土地も会員権も資産価値が消失した。このパターンは初期の破綻に多く見られる。

2番目が、地域経済の縮小によるもの。先頃破綻したある信用組合などがいい例だが、融資先のほとんどが地元の温泉旅館やホテル、商店といったケースで、観光客激減で回収できなくなったためである。

3番目に、有価証券投資の失敗がある。ここ数年、金融機関の貸し出し量が減少し、資金が余る傾向が出てきた。その資金を株式や転換社債などに運用し、大きく損失を被ったという例である。地方の小さな金融機関では、有価証券運用に未熟で十分な知識もなく、持ち込まれた案件に対するリスク判断ができなかったのだろう。

4番目が、経営者の資質の問題である。信用組合などに多く見られるケースだが、理事

長の人格や経営能力に問題があって、それが職員のモラルハザードを引き起し、企業全体がおかしくなるというものだ。経営者の関連企業ばかりに過大な融資をしたり、短期的な運用規模の拡大を目指した経営が、金融機関を崩壊に導いた。

180の破綻原因のほぼ全部がこの4つに該当する。もちろん複合的な場合もある。

借り手企業はさまざま。起業したばかりのベンチャー企業から、健闘しているがまだまだリスクが残る中小企業、安全性が見込める中堅大手企業まで幅広い。銀行は、従来はこれらの企業すべてを融資の対象にして、ある融資ではリスクをとり、安定した借り手企業からの収益を振り向けてきた。しかし最近では、貸し出しは比較的安全性が確認できるレベル以上の企業に向いているようである。

銀行経営が健全になってきたのはいいことである。公的資金の注入もなくなった。しかしアイデアや技術はあるが資金不足に悩む企業、もうひと押しすれば伸びると思われる企業、あるいは新しいシステムで地域や社会に貢献していこうという企業などにはなかなか資金が回らない傾向が見られる。こうした企業に対し、社会システムとして資金供給の体制を構築する必要があるのではないか。

力のある企業はますます伸び、それに対抗しようという企業は出番が抑えられる。これでは市場はますます偏ってしまい、活力も生まれえない。リスクが高いために融資を受けられない将来性ある企業に対して、誰がどうやって資金を提供するのか。金融システムにこの部分が欠落していることが日本経済の大きな問題であると考える。

多少リスクはあるが将来の成長が期待できる企業に対して、アメリカではベンチャー・キャピタル (VC) が発達している。資金力のないベンチャー企業を援助し、大きく育てて株式公開させ、そのキャピタル・ゲインを追求する投資会社である。そういったVCのファンド・マーケットができていく。日本でも最近、同様のマーケットが生まれてきているが、アメリカと比較しまだまだ脆弱である。

このようなリスクを伴う企業の資金援助について、別の視点からの地域金融を提案したい。具体的には「地域ファンド」を募集組成して、企業の育成と地域経済の蘇生ができないかと考える。

地域ファンドとは、一定地域の企業にその投資対象を絞った投資信託（投信）の一種である。リスクはあるが、技術、ソフト、アイデアを持ち、成長が見込める地域の企業を応援するファンドである。地元で起業し、地域の経済活性化に貢献しようという企業を支援する投信なのである。また投資先は必ずしも企業に限らない。事実大阪では、事業ファン

ドとして特定の事業に対するファンドが組成されている。こうしたファンドを地元の銀行を主体に販売する。

地元の銀行は預金者の元本保証が基本条件だから、こういったリスクのある企業に貸し出す必要はないし、また適当ではない。しかし投信会社が商品として販売すれば、リスクのある企業へ投資できる可能性が生まれてくる。成長が期待できるので、投資家の収益性が見込まれる対象企業や事業は存在するのではないか。例えば地域に「金融持株会社」を設立し、そのもとに、地域の銀行、信託銀行、投信会社、証券会社が業務を行う。地域全体の金融サービスを、持株会社のもとに展開するわけだ。比較的安全が見込める貸し出しは銀行がやり、それとは別に、いま貸し出しが厳しくなっている部分を、地域ファンドという手法でこの投信会社が受け持つ。さらにリスクの大きな企業に対しては、VCのような出資による方法で対応する。

銀行の窓口で地域ファンドを販売すれば、いまは低金利商品ばかり並んでいるから利用客の選択肢も広がることだろう。地域ファンドは、投資信託として広く集められた資金が原資である。こうして銀行の融資とは明確に手法を変え、地域金融システムが整備されることで、切り捨てられてきた空白の部分に資金が回ることになる。地元の銀行はその地域ファンドを販売するだけでなく、成長性のある地元の企業や事業を探すことも仕事となる。この地域ファンドは投資先が地元企業や地元の事業となるから、通常の投信と違って購入者にとっては親近感が湧く商品となるだろう。もちろん事業が成功して利益が還元されるに越したことはないが、多少パフォーマンスが悪くても、その地元出身者にとっては我慢ができる場合もあろう。それは地域の人が地域の事業を支えるファンドだからである。

補足：本提言以外に残された検討課題

なお、上記以外にも、本テーマに関連して、例えば以下に挙げたような検討課題があり、別途しかるべき対策が必要である。

- (1) 財政赤字の圧縮、ファイナンス
- (2) 海外資金の流入促進策
 - ①積極的な対内投資を促すインフラの整備
 - ②海外収益の国内転換の促進

上記に関して以下の通り付言する。

ISバランスで政府部門をみると、わが国の財政赤字は、GDP比で170%近くまでに上っている。OECDによる欧米諸国の数字は50～70%にとどまっており、わが国は大きな借金を抱えている。バブル崩壊による景気低迷に対して1990年代の初めに実施された公共投資の拡大へのファイナンス、高齢化による社会保障の増大、景気低迷による税収の減少などがその要因である。

これほどの大量国債の発行にもかかわらず、国債消化が円滑に行われた背景には、(i)民間金融機関が、企業の設備投資低迷による貸出減の中で、国債運用を増やしてきたこと、(ii)ゼロ金利政策と量的緩和による貨幣供給の増加が預金や保険として集められた資金が国債購入に回ったこと、(iii)投資家に応じたさまざまな年限の国債が発行されてきたこと、(iv)マーケットと国債発行者である財務省との間の不断の対話が行われていること、などが安定消化へと結びついている。

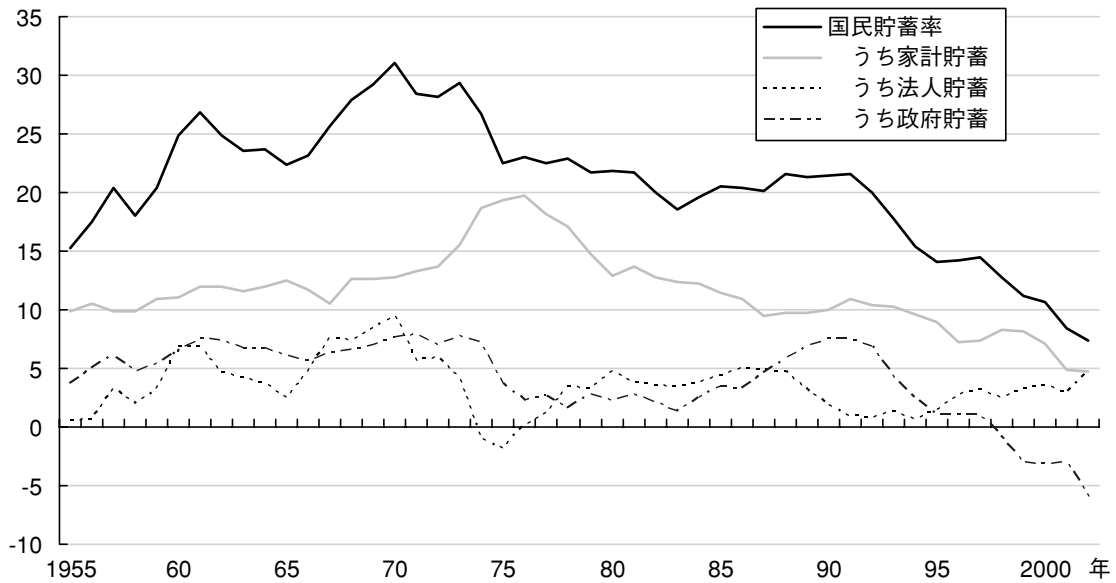
しかし、景気の回復、ゼロ金利政策の解除により、これまでのようには、金融機関による国債需要は増えないと予想される。財政の健全化を早急に進めると同時に、国債の投資家層の拡大（海外投資家、個人向け）が必要と思われる。本報告で指摘した金融サービス業の国際競争力の強化は、産業として日本に対する収益力を増大させ、ひいては、個人の利子・配当収入を増加させ、消費の増大にも結びつく。また、民間資金を活用した地域ファンドなどは、財政負担をなくしながら、地域を活性化することにつながり、ISバランスの改善にも貢献する。

海外の資金フローでは、海外からのポートフォリオ投資である、株式・債券への金融投

資は活発であり、日本の株式市場では海外投資家の資金比率は、40%以上にも達している。これに対して、海外から日本への直接投資は、欧米諸国と比較すると極端に低い数字となっている。海外からわが国への直接投資を促進するためには、日本から海外への情報提供、外資によるガバナンスの改善というメリットを評価する必要があると考える。ただし、株価の上昇だけを目指した短期のM&Aによる直接投資は、日本の慣行には適していない。海外投資家も日本の長期・安定志向を理解した直接投資を行う必要がある。

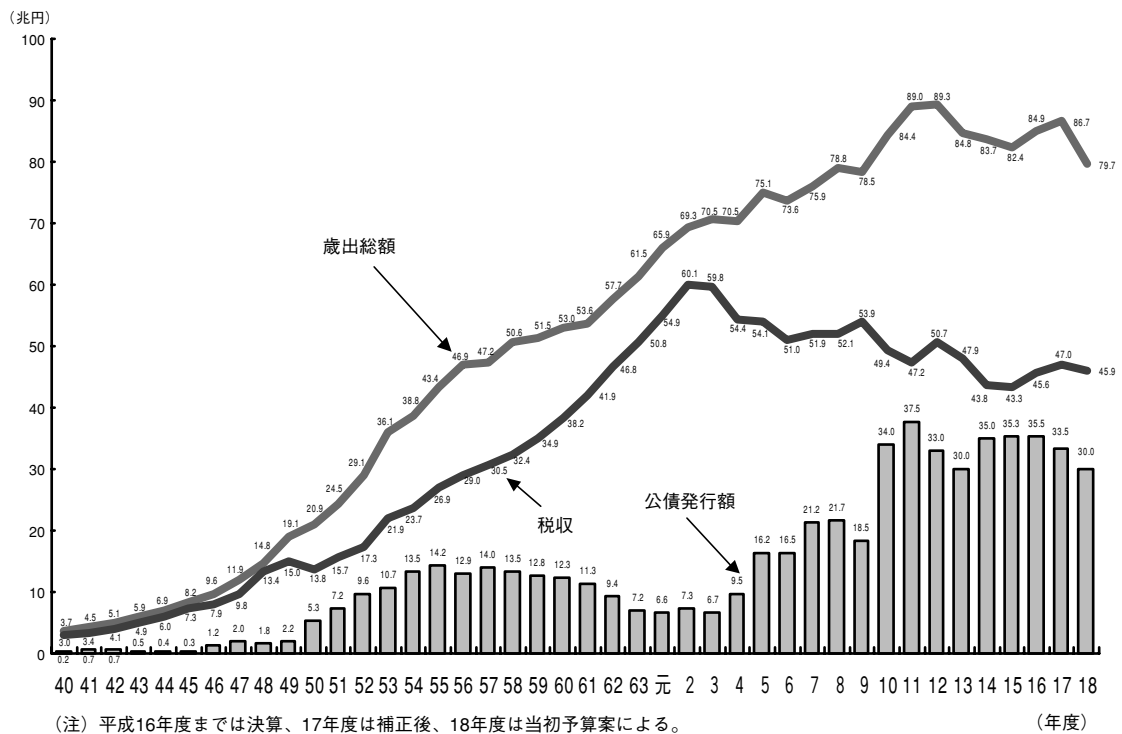
海外で得られた収益を、自由に国内に移動し、効率的な資金配分ができる税制が必要である。現状では、それぞれの国で得られた利益は、それらの国に残し、将来の設備投資などに回してきた。しかし、グローバルな日本企業が、資産効率の最大化を目指して、国境を超えて余剰資金の運用ができるような税制の導入は不可欠である。さもないと、製造部門ではグローバルな競争に打ち勝っても、金融面での運用では、他国に引けをとってしまいかねないからである。

図表 1 国民貯蓄率とその内訳の推移



出所：福田教授ご講演時資料より抜粋

図表 2 一般会計における歳入歳出の推移

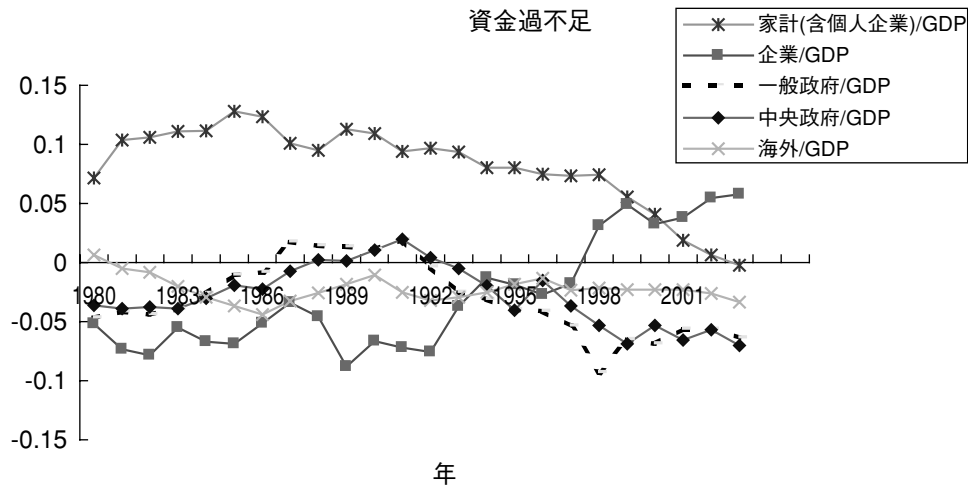


(注) 平成16年度までは決算、17年度は補正後、18年度は当初予算案による。

(年度)

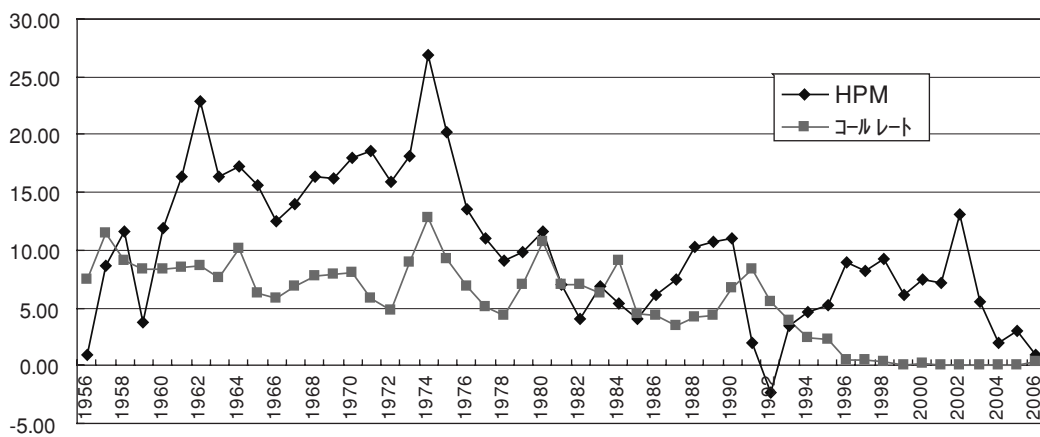
出所：浜田氏ご講演時資料より抜粋

図表3 資金過不足の推移



出所：吉野主査ご講演時資料より

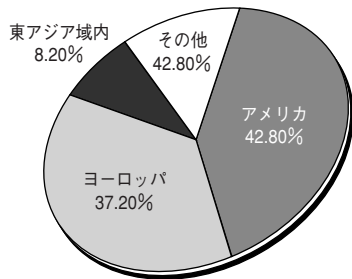
図表4 ハイ・パワード・マネー（HPM）と短期金利の推移



出所：日本銀行「経済統計年報」

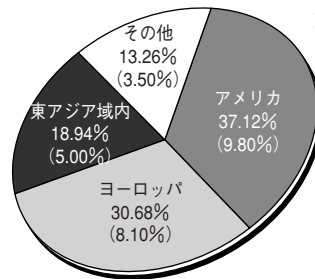
図表 5-1

東アジア諸国への投資元



図表 5-2

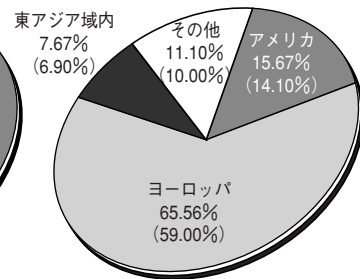
東アジア諸国資金の投資先



()内はGDP比

図表 5-3

ヨーロッパ域内への投資元



()内はGDP比

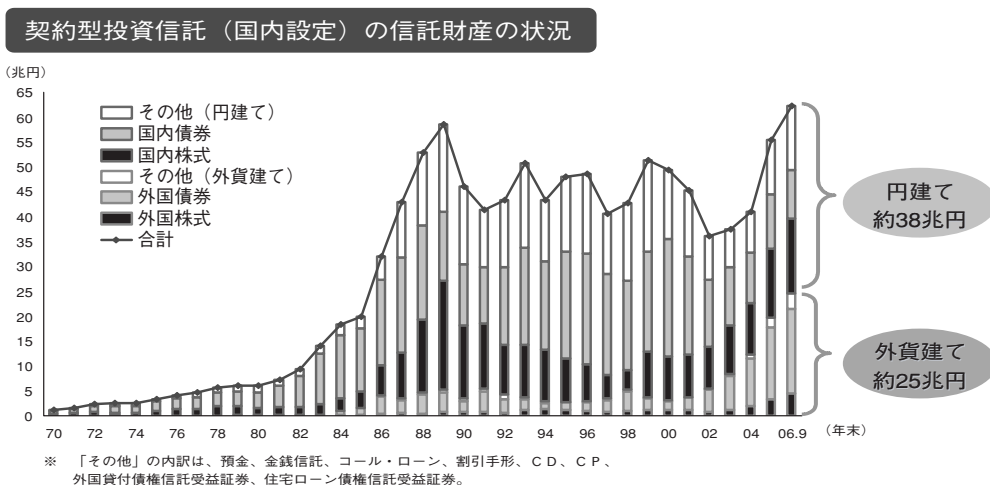
出所：PHP Business Review (2005) 吉野直行「東アジア域内での資金回転をよくするためには」、PHP 総合研究所

図表 6 雇用所得および財産所得の比較

| 年度 | 2004 | 2005 | 2006 |
|------|--------|-------|-------|
| 国民所得 | 361兆円 | 367.7 | 375.5 |
| 雇用所得 | 255兆円 | 259.6 | 264.3 |
| (%) | 70.7% | 70.6 | 70.4 |
| 資産所得 | 10.1兆円 | 11.2 | 12.7 |
| (%) | 2.8% | 3.0 | 3.4 |

出所：吉野直行「社会保障制度改革と信託(1)」, 信託協会『信託』第229号, 2007年2月, P.367-375 信託経済コンファレンス「人口減少社会における社会保障制度と信託」

図表 7 運用資産における外貨建て資産シェアの推移の例



出所：金子氏ご講演用資料より抜粋。投資信託協会「投資信託」

図表 8 国の資産の状況

(平成15年度末決算ベース、兆円)

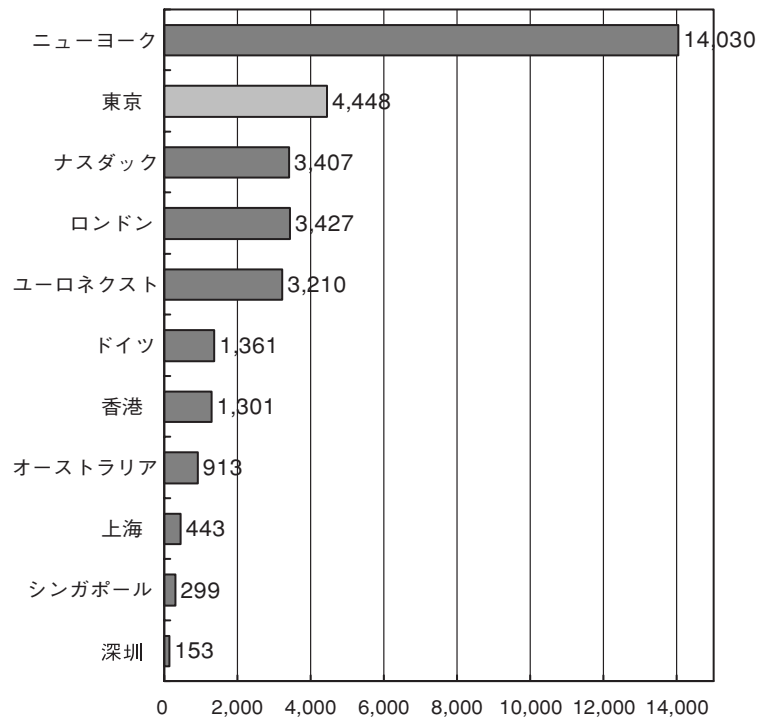
| 主な資産項目 | 計上額 | 主な内容 | 売却可能性等 |
|---------------------------|-------|---|--|
| 現金・預金及び 有価証券 (流動資産) | 113.1 | 外為特会保有外貨資産 (80.6兆円) | ○為替政策上の問題。売却に馴染まない。仮に売却したとしても、見合いの負債(政府短期証券)が減少するだけで新たな財源は生じない。 |
| | | 年金保険料等の各種保険料収入、決算 余剰金、各種手数料収入、供託金 等 (21.9兆円) | ○主として、資金の一時的な溜まり。(使途が定ま っているものが多い。明確な必要性がない剰余金 等については、財政への寄与の観点から、一般会 計への繰入等を検討。但し、B/S上の効果は限定的) |
| | | 国債整理基金帰属のNTT株及びJT株 (1.4兆円) 財政融資資金特別会計保有有価証券 (9.2兆円) | ○NTT株及びJT株については売却完了 ○仮に売却したとしても、見合いの負債(財投債等) が減少するだけで新たな財源は生じない。 |
| 貸付金 | 289.9 | 財政融資資金貸付金が大宗 (274.6兆円) | ○財投残高の縮減により縮減を図る。証券化・売却 については、財政政策上の問題も踏まえ幅広い観 点から適否を検討。いずれにしても、見合いの負 債(財投債等)が減少するだけで新たな財源は生 じない。 |
| 運用寄託金 | 54.2 | 公的年金預り金のうち自主運用部分 | ○預り資産。売却不可。 |
| 有形固定資産 | | | |
| 国有財産 (公共用財産除く) | 41.9 | 不動産の現在状況 (16年度末台帳価格・兆円) 行政財産 35.4兆円 ・防衛施設 9.3 ・空港施設 2.1 ・厚生年金施設・会館等 1.5 ・裁判所・矯正施設等 1.9 ・一般庁舎等 9.7 ・国有林野 8.6 等 普通財産 8.2兆円 ・在日米軍施設としての提供財産 4.6 ・地方公共団体等への貸付財産 2.3 ・未利用国有地 0.6 等 | ○未利用国有地・毎年度発生する新規物納財産の他、 権利付財産等についても、制度改正等を行い売却 に努める。また、今後、監査・使用調整の強化等 により、不用となった庁舎等の跡地についても鋭 意売却する。 ○宿舎については、都心部からの移転・集約立体化 等を進め、不用となった敷地の売却を図る。 ○現に使用している庁舎等のリースバックについ ては、新たな賃料負担の発生を考慮しつつ、国民負 担軽減の観点から適否を検討。 |
| 公共用財産 | 131.2 | 河川、道路、港湾、海岸、用排水路等 の公共施設 | ○売却不可。 |
| 物品 | 9.1 | 武器等が大宗 (8.2兆円) | ○売却不可。 |
| 出資金 | 36.1 | 独立行政法人、IMF等国际機関、 NTT等特殊会社等への出資 | ○民営化法人(成田国際空港(株)、東京地下鉄 (株)、高速道路(株)、日本郵政(株)等)へ の出資を順次売却 |
| 資産合計 | 695.9 | | |

(注) 上図は主な資産の項目であり、合計とは一致しない(他の資産項目:未収金等、たな卸資産等)。

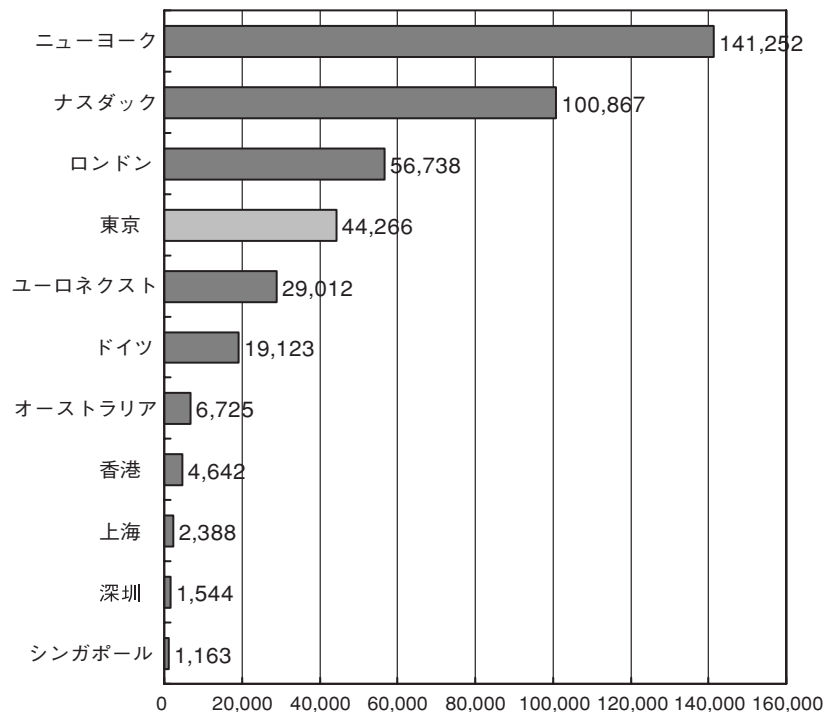
出所: 浜田氏ご講演時資料より抜粋

図表 9 海外主要株式取引所の比較（時価総額および売買代金）

● 時価総額（平成18年7月31日）（単位：10億米ドル）



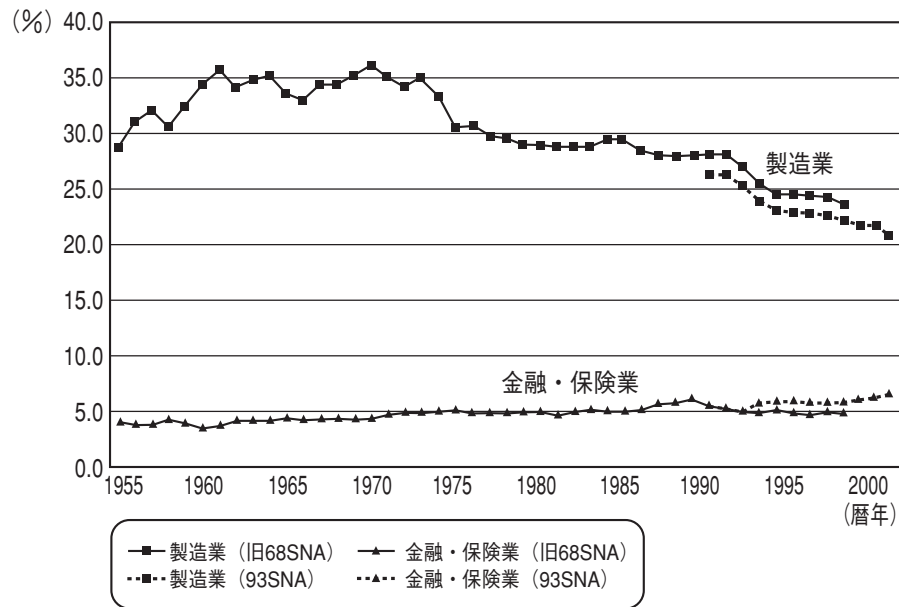
● 売買代金（平成17年(年間)）（単位：億米ドル）



- (注) 1. 国際取引所連合(WFE)のウェブサイトのデータを基に作成。
 2. 対象は株式市場。3. 時価総額は内国株のみ。
 4. 売買代金は外国株を含む。集計は片道(取引の一方のみ)計算。

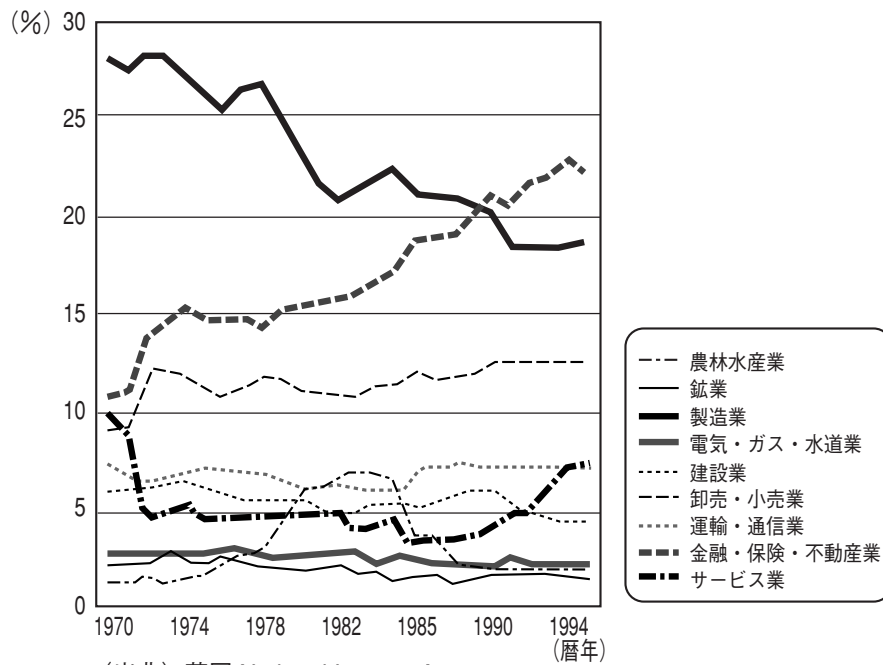
出所：浦西氏ご講演資料より抜粋

図表 10-1 日本における産業別付加価値の対国内総生産比率（名目値の比率）



(出典) 内閣府・国民経済計算統計

図表 10-2 イギリスの産業構造の変化



(出典) 英国 National Income Account

図表 11 日本の金融機関に求められること

- 1 研究開発で劣っている部分を見出す
- 2 情報収集・分析能力の不足部分を見出す
- 3 組織やインセンティブメカニズムなどの欠点を探す
- 4 共同で金融技術の開発を行うことができないかを模索する

出所：吉野直行「経済予測マクロ編④自分の財産をどうするのか、
資産運用の哲学を確立させる必要がある」
PHP Business Review 2003年11-12月号, P55, PHP研究所

〔禁無断転載〕

2007年11月12日発行

**貯蓄率の低下、IS バランスの変化と日本経済
資金の効率運用と金融サービス業の国際競争力**

社団
法人 日本経済調査協議会
専務理事 山 田 勝 三

〒106-0047
東京都港区南麻布5-2-32
興和広尾ビル6階
TEL (03) 3442-9400
FAX (03) 3442-9403
<http://www.nikkeicho.or.jp>

〔非 売 品〕

印刷／(株)東京技術協会