

(2024年3月4日講演)

12-1. 本邦資産運用業の役割・課題

ブラックロック・ジャパン 代表取締役社長 CEO 有田浩之講師

今日は30分ということでお時間を承って承って承って、その後1時間近く質疑応答の時間があるということですので、何か会話のきっかけでもと思って参りました。並み居る学界あるいは業界の皆様の前で、私のようなあまりアカデミックなバックボーンのない人間がお話しするのも多少気が引けている訳ですし、改めて植田様のお顔を拝見して、ペーパーでは植田様と一緒にここに並ぶことは知っていたのですが、実はブラックロック・ジャパンの最大のお客様のCIOでありまして、そのような中、私のトーンは実は運用業界があまり宜しくない、もっと頑張るべきだという内容ですので、若干動揺しているところです。植田様とは実は長いお付き合いでありまして、思い起こせば私は元々、日本興業銀行に1987年に入りまして、その後外国為替部、スイス興銀で為替とプライマリーマーケットの方をやった後に、1992年から本店に戻ってきまして国際資金部で外国債券の銀行のポートフォリオの運用に携わって、1999年に辞めるまで7年間その仕事をニューヨーク及び東京でやった訳ですが、その時からのお付き合いですので、何を言おうがご容赦頂きたいと思っております。そして、私がどのような志でブラックロックに転職し、且つ、それから25年になる訳ですが、日本においてどうやって業容を展開し、且つ、内部の人間にどう話をして来ているかということの一端をご紹介したいと思っております。

まず、紙で皆様にお渡しした写真をご覧頂きたいのですが、こちらは戦後間もないころの写真です。ここには憔悴し切った、多分戦争から帰ってきた兵士の方だと思っております。これは1945年の8月に撮られた写真だと思われませんが、国破れて山河もなしといったところで、ここから象徴される言葉としましては、本当に「貧困と絶望」と、日本は瞬間風速的にはGDPもゼロであったのではないかと思っております。続いて2枚目の写真ですが、これは1964年10月に1回目の東京オリンピックが行われた時のものです。実は私は1963年に生まれていますが、全く記憶にないことではあります。ただ、東京オリンピックは日本の誇りであった、東洋の魔女が活躍したといったことを聞かされて育った訳ですが、この写真で言えることは、先ほどの「貧困と絶望」と比較して申し上げるならば、「繁栄と希望」ということだと思っております。今はなくなってしまいましたが国立競技場を行進する日本の選手団がいて、新幹線は通っていましたが、首都高速もあったと、この銀座の写真はビルの大さきこそ多少違いますが「現代」と言われてもあまり分からない、そういった繁栄を築き上げた訳であります。更に今となっては驚くべきことは、この間たったの19年間であったということでありまして、私共は容易に19年前のことを覚えている訳ですが、1945

年に戦争から帰ってきた方々が1964年に東京オリンピックを行うまでにどのような仕組みでこの復興を成し遂げたのかということが強く自分の関心事であった訳であります。この後1980年代後半から1990年代にかけて日本の繁栄は続きまして、per capitaのGDPで言えばドル換算でアメリカを抜いて1位になりましたし、「Japan as NO.1」という言葉があちこちで聞かれた訳でありまして、ちょうどそのころ私達は社会人になりましたが、その復興を成し遂げた後、その復興の成功体験からなかなか脱却できなかったがゆえに、私は次の失われた30年があるのではないかと考えているところです。

その復興の金融の仕組みを思い起こしたいのですが、お手元にお配りしました資料のP5をご覧ください。これは皆様にとっては何のことはない銀行を中心とした金融の役割ということですが、実は思い起こすと日本にはなけなしの預金しかなかった訳です。そのなけなしの預金をいかに低コストで銀行に吸収するかということに腐心していた訳でありまして、その中で銀行は絶対に潰れないという神話を国民に与え、そして貯蓄は美しいことだということで銀行に集中させて、それを官民一体となって産業界に投下していったということです。この時に大事だったのは資本の回転率でありまして、産業が興るたびに軽工業から重工業に産業を変遷させていく必要があったということだと思えます。「護送船団方式」とも呼ばれますが、今となってみれば非常に効率のいいやり方であり、国あるいは銀行はお金を貸します、人も出します、そして株も買いますということでありまして、国家を挙げたの大プライベートエクイティだったと私は思っている訳です。この過程の中で大事なことは、なけなしの預金という総量が決まっているものをどの産業にアロケートするかということでありまして、銀行団は役割を分けて、例えば都銀と長期信用銀行とに分けて、年限も変えましたし、産業の再興に当たって意図的に資金を振り分けていったということだと思えます。これを私はLiability Management Modelと呼んでいます。産業にとってみればお金を確保さえすればやるのが沢山あったということであり、どのようにLiabilityを構築するのか、どのようにお金を引っ張ってくるのかということが問題であって、この時代においてはアセットマネジメントなる言葉もなかったですし、それほど重要ではなかったと考えている訳であります。日本の失われた30年のきっかけは、この自動車以降の重厚長大な産業が見い出せなかったにも拘らず、このモデルに引っ張られてお金を貸すことに奔走したということであり、その先が例えば株担保の貸出、あるいは土地担保の貸出で財テクに走り、そしてそのバランスシートの資産サイドが消え去った後、キャッシュフローでその借金を返すのに概ね20年以上かかったというのが今の状況なのではないかと考えているところです。

このようなことで資本の効率を非常に高めて日本の経済が復興した後、喜ばしいことにP2に戻りますが、日本は世界一の債権国になったということです。このグラフは赤い部分が経常黒字で、黄色い部分が貿易収支になりますが、日本脅威論がずっとあって、今でこそ2011年以降エネルギーの輸入が増えていますので赤字基調になっており、これはこれで心配なことでありますが、それを除きますと引き続き日本は大債権国であります。これは貿

易収支が第一次所得収支に移ってきていまして、それを入れると日本は非常に大きな債権立国になっているということが言えると思います。

一方、P3は国内の資金のバランスです。キャピタルマーケットを見ますと、1990年代中盤まではピンクの法人の借入れと、赤い薄い線の家計の預金が見合っている訳です。これこそが先程述べました **Liability Management** 開発経済のモデルでありまして、銀行を中心としてこの家計の余剰資金を集めて産業界に投下しているというモデルだった訳ですが、これが90年代中盤以降、国内資金需要が低下する一方で家計の余剰というのは引き続いていましたので、唯一借りて頂けたのは政府ということで、このように資本市場のバランスが大きく変わっていった訳です。ですからフローで見ますと、日本は圧倒的に資金が余剰しており、且つ、大債権立国であるという下で、では金融がどのような働きをするかと言いますと、それは不可避免的に国内の余剰資金は海外に投資せざるを得ない、アロケートせざるを得ないということなのですが、当時の日本の銀行の国際業務は、日本の産業界が展開する国際ビジネスに付いていって、現地で関連会社にお金を貸すということが国際業務であって、必ずしもアメリカの企業あるいはグローバルな企業にゼロから貸出しをしていくということではなかったのではないかと考えているところです。

話は飛びますが、ブラックロックの業容をご説明しますと、現在グローバルに10兆ドルの資金をお預かりして、それを各金融資産に投資しています。その資料はこちらにあります。投資業務を行っています。日本に着目しても実は520billion ぐらいのAMになっておりますので、日本円換算しますと75兆円ぐらいの資金を日本のお客様からお預かりしています。この資金の殆どは、実は海外に投資されております。P3のグラフでご説明しましたように国内のキャピタルマーケットのアンバランスを解消するためには不可避免的に海外の投資をしなければならない訳ですが、その時に日本の銀行のローンという分野ではそれができていませんでしたし、ましてや日本の運用業界では海外に対する運用能力が欠落していましたので、どうしても外国の運用会社に頼らざるを得ないという状況が続いていた訳で、そのようなことでブラックロック・ジャパンの業容が拡大してきたと言えようかと思えます。

では何をしているかということ、P6なのですが、まさしく植田様のGPIFあるいは家計から我々はお金を集めて、それを投資という形で国内外の株式あるいは債券あるいは実物資産に投資している訳ですが、これを先程申し上げたような規模で日本国内だけでも70兆円という規模でやっていると、これはどこかで見たことのある図に見える訳ですね。それは銀行を中心とした間接金融の仕組みを今や資産運用会社が取って代わって直接金融でそれをやっているということでもあります。ですから運用会社の役割とは何かと言われると、例えば学生などに聞くと、安く買って高く売って儲けることでしょという人もいますが、よく考えてみたら資金の余剰主体と資金需要主体を結び付ける金融の役割を大きな規模でやっているということが言えるのではないかと考えている訳です。これはどこでも成熟した経済においてはそのようなことになっていると思うのですが、日本は急速に家計、年金

からお金を集めて投資することで、かつて銀行が行っていた金融の役割を運用会社を中心に行っているということでもあります。

では、実態としてどうなのかというと、日本の余剰資金の最初の行き先はアメリカ国債でありました。私が銀行で運用している時もアメリカの国債やモーゲージ債を運用していたのですが、現在では社債あるいはエマージングマーケットあるいは株それからプライベートマーケットとどんどんその裾野が広がっていき、クレジットリスクについても流動性についても幅広くお客様がそういったものを求めるようになられているということです。そのような中で、日本の資産運用業界がどのような状況になっているかというのが、植田様の前で最も言いにくい話であるのですが、P9です。これは運用会社が運用していると言われているお金のうち、どれほどが自社運用なのかを示しています。実は50%に満たないお金が自社運用でありまして、残りの部分は外資系の運用会社が運用しているか、あるいは日系の運用会社にアドバイスをする外資系が運用しているということを示しており、グローバルの運用能力の不足を表しているグラフであります。

次のP10ですが、そのパフォーマンスも、必ずしもシャープレシオだけで比較するのは適切ではないかもしれませんが、一つの指標としてご覧頂きます。シャープレシオというのはリスクに対してリターンがどれだけ高かったかというその効率性を表す訳ですが、日本の運用商品というのはヨーロッパや米国のものに若干劣後しているということ、あるいはその商品の費用が欧米のものに対して若干高いといったことを示しております。

これがどのようにして、そういう事態になっているかというと、私が一番問題だと思うのは、P11にありますように、日本の大手の運用機関の殆どが系列の運用会社でありまして、独立系のもものは全くないということです。野村証券の野村アセットであったり、みずほグループのアセットマネジメントワンであったり、そういった大手の金融コングロマリットの子会社として運用会社が存在するので、色々ところでコンフリクトが生じている、自分の子会社の運用商品を売らざるを得ない状況が続いているというのは、健全な競争を阻害していると考えています。

P12でお示しておりますように、そこに派遣されている方々も、左は8社のうち7社がCEOは親会社から来ていることを示している訳ですが、中には運用は今回が初めてですという方が派遣されてくるということですし、その独立社外取締役の方々においても殆ど運用経験のない方が割り当てられているという実態でありまして、国内の資産運用業はまだまだ発展する余地があると思っています。

時間の都合もありまして、恐らく色々ご質問があろうかと思しますので、私の話はここまででさせて頂いて、後ほどご質問にお答えさせて頂きたいと思っております。