この特集は日経アドネットからもご覧になれます。http://www.nikkei.co.jp/adnet

日経産業新聞フォーラム

転換点を迎えたグローバル金融市場

企業の経営力を高めるための金融サービスとは

～国内経済を力強く支えるための日本型金融ビジネスモデル～

世界的な金融危機の影響で、企業の経営基盤維持のために金融機関やマーケットはこれまで以上に重要な役割を担っている。そういった中、日経産業新聞フォーラム「転換点を迎えたグローバル金融市場　企業の経営力を高めるための金融サービスとは」（主催＝日本経済新聞社、後援＝金融庁、協賛＝野村総合研究所）が開催された。フォーラムでは世界経済と金融情勢を踏まえ、企業の経営力を高めるための金融サービスについて、活発な議論が交わされた。

実態に即した新たな市場主義へ

基調講演　グローバル環境における日本の金融サービスの改革

東京大学大学院法学政治学研究科客員教授　松尾直彦氏

利用者視点のサービス提供
伝統的目利き力の再評価を

金融資本市場の混乱が、実体経済に悪影響を及ぼしている。この状況を食い止めるために、世界的に当面は金融・市場・経済対策などを総動員する必要がある。金融対策の柱として今求められているのは、預金やインターバンク取引債務の保護だ。流動性供給や資産の買い取り、資本注入といった金融機関対策や借入者対策も急務。市場対策としては、証券の買い取りが必要だ。緊急時には空売り規制の強化もやむを得ない。

日本は、金融商品取引法によるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）やファンドの規制など、すでに相当な規制措置を整備済みだ。格付け会社の規制措置の導入も予定され、平時における警告機能の適切な発動も行われている。今後求められる対応は、投資銀行業務の健全性監督の強化や大手証券グループへの連結監督制度の導入だ。国際的には、諸悪の根源ともいえる過度なインセンティブ報酬体系をどうするかが重要な課題だ。

一方、金融機関に求められるのは、利用者の視点で考えたサービスの提供だ。中長期的な顧客との関係の安定と信頼が醸成されれば、収益は向上するはず。短期的な収益重視の再考も必要で、新しいビジネスモデルだけではなく、地道な金融サービスの提供が重要である。最近、金融機関の〝目利き力〟が低下している。スコアリングモデルのような機械審査だけでなく、伝統的な目利き力を再評価すべきだ。

このような金融サービスを提供するには、高い自己資本などの健全性が不可欠。顧客や地域社会のことを考えて、必要であれば銀行経営者は公的資金の受け入れを躊躇（ちゅうちょ）してはならない。

現状は悲観論で一色だが、日本には過去の経験がある。家計や企業の財務状況は比較的健全だ。守りを固めながら、将来に向かって攻めの準備をすべき時期だろう。

講演　資金管理に対するリスクVSリターンの新たな捉え方～金融市場の動きから読み取れること～

野村総合研究所金融市場研究室主席研究員　井上哲也氏

金融技術は経済成長に貢献
リスク移転の行き過ぎ抑制

今後の金融市場を考える上では、金融危機前の市場を検証し、今後どう変化するかを考えるのが有効である。危機前の特徴は五つにまとめられる。

①市場のグローバル化。国際金融市場の発展だけでなく、従来は国内市場とされてきた領域にまでグローバル投資家が浸透してきたのが特徴だ。

②リスクの担い手の変化。デリバティブや証券化がグローバル化と相まって、リスク移転の範囲を地理的・内容的に拡大した。

③投資行動の収れん。プロも小口投資家もほとんど同じ情報に基づく似通った戦略を採った。この結果、縮小した利ざやからリターンを得る↘↙ために、レバレッジの一層の引き上げを余儀なくされた。

④投資家の期待の固定化。低インフレ・高成長という良好な環境が続くとの期待（ユーフォリア）が、リスク負担能力を超えた投資につながった。

⑤技術革新による市場構造の変化。取引コストの低下による小口投資家の参入や、リスク管理の高度化によるマーケットメーカーの寡占化が特徴的であった。これらは投資行動の収れんや投資家の期待の固定化と共に、金融危機後の投資ポジションの集中的解消と市場流動性の低下をもたらした。

これらは金融危機を経て変わるのか。グローバル化は不可逆だが、分散投資の対象は自ら理解しうる範囲へ回帰する。デリバティブや証券化によるリスク移転も経済に不可欠だが、その拡大ペースは緩やかになる。

情報技術（IT）が進む下で投資行動の収れんも避けがたいが、レバレッジの上昇には歯止めがかかる。政策運営が投資家の期待に与える影響が明らかになり、グローバルな政策協調への注目度は高まった。マーケットメーカーの寡占化も続くだろう。

市場主義を「諸悪の根源」として捨て去るべしとの考えもあるが、市場主義を生かしつつ問題を修正する姿勢が望まれる。経済活動は金融市場と不可分であるし、金融技術革新は経済成長に大いに貢献しうるからだ。

先進国とエマージング諸国の双方にとって金融のグローバル化は不可欠なので、各国共通の規制やモニターの枠組みが重要だ。市場は、経済活動に欠かせないリスク移転を適切に行う仕組みを作らなければならない。当局は規制や投資家の期待への働きかけを通じて、リスク移転の行き過ぎを抑えることが求められる。取引の実態に即した「新たな市場主義」こそが、新たなリスク・リターンの考え方につながる。

特別講演　世界的経済危機と金融の進化

日本経済研究センター特別顧問
慶応義塾大学教授グローバルセキュリティ研究所所長　竹中平蔵氏

国際的取引のルールを確立
インフラや成長産業に投資

今回の米国の金融危機は、かつての日本とは違う。日本は銀行の貸付債券が不良債権化したため、銀行のバランスシートが傷むバンキングクライシスだった。米国は貸付債券を証券化して売却し、デリバティブにまで商品が多様化したため管理が難しくなった。マネーマーケットクライシスと表現されるように市場の失敗だ。

さらに政府の対応が混乱に拍車をかけた。二〇〇八年九月、下院で公的資金法案が否決。この瞬間からマネーマーケットクライシスは、信用・信頼を揺るがすコンフィデンシャルクライシスに変貌（へんぼう）した。

このとき一番早く対策を打ち出したのが英国。政府と中央銀行はあらゆる対策を講じると表明した。その後米国も公的資金注入を発表。これにより危機の半分は収束したと思う。残りの半分は実行するかどうかだ。

国際通貨基金（IMF）の調査では、今回の金融危機で生じた損失額のうち、サブプライムローンが原因で直接生じた損失は全体の三―四％程度。引き金にはなったが、それだけが要因という単純な問題ではない。今回の問題は銀行部門以外で行われる金融取引についてほとんど情報がなく、当局もコントロールできなかった。そして国境を超えた取引に関する明確なルールがほとんどなかったことだ。今必要なことは、専門家が議論を重ねた国際的なルール作りである。

そういった中、マクロ経済が予想以上のスピードで悪化。資産価格が下がる負の資産効果で世界中の消費が減速している。そのためマクロ経済の悪化を防止する措置を講じなければならない。

マクロ経済については、世界中で財政拡大を行っている。オープンエコノミーの下では効果が薄いというのが世界の常識だが、今回は世界中で財政拡大を実施。その最大の理由は金融政策だけでは効果が期待できないからだ。欧米の金融機関はバランスシートが傷んでいるため、量的緩和で預金準備金が増えても実際に資金が流通しない。だから財政政策も出動するという考え方。

一方、日本の金融機関のバランスシートには大きな問題はない。先進諸国の中で日本は唯一、金融政策が有効に機能する可能性が高い。日本は金融政策にまず取り組み、その上で財政も活用すべきだ。財政政策の効果は一時的な需要不足をカバーするだけ。その間にさまざまな改革を実行しなければならない。将来の成長のためのインフラや成長産業に投資すべきである。

日本経済の成長のためにはさらなる金融の進化は不可欠だ。そのために、例えば空港などのアクセスを便利にすること。羽田空港を拡張して二十四時間利用可能な国際空港にすべきだ。これは観光客や留学生などの交流人口拡大にもつながる。さらに法人税の実効税率を下げることも有効だ。

慶応義塾大学の創立者である福沢諭吉は、当時の日本の課題を「独立国であり続けること」と述べている。一個人の独立なくして一国の独立はないということだ。それぞれが努力する自助・自立の精神を持っているか。いまこの精神が私たちに問われている。

パネルディスカッション　2009年の景気動向と金融機関の新たな役割

〈パネリスト〉
みずほ証券金融市場グループ金融市場調査部長　チーフストラテジスト　高田　創氏
日興シティグループ証券株式調査部　マネジングディレクター　野崎浩成氏
野村証券産業戦略調査室金融戦略調査チーム　主任研究員　溝渕　明氏

支援能力高め地域活性化
選別的に企業関係見直す
海外での審査力試される

溝渕氏　高田氏　野崎氏

高田氏

溝渕氏

野崎氏

司会　厳しい経済環境の中でメガバンクと地方銀行、それぞれのビジネスモデルをどう考えるか。

野崎　企業の経営者と密接な関係を保ちながら融資などのサポートをしていくリレーショナルバンキングはメガバンクにも必要。直接金融への偏りはこうした関係を希薄にするため、投資銀行業務と従来型間接金融のバランスを取るモデルが理想的だ。M&A（合併・買収）においても、こうしたモデルが取引の安定性をもたらし、ビジネスチャンスの拡大につながる。

高田　現段階では世界中の銀行が預金金融機関志向だ。預金調達力がなければ生き残れないという表れ。しかし、最終形なのか見極める必要がある。

溝渕　現在は大企業からの資金需要発生や、自己資本比率規制の緩和、不良債権査定基準の弾力化という環境変化が起きている。しかし、これは一時的な現象である。収益力強化に向け、銀行自身のリスク管理体制を高度化させることと、企業支援能力をより高め、地域経済の活性化を図ることが重要だ。

司会　金融機関は企業向けにどんなサービスを提供しようとしているのか。

高田　これまでの銀行の貸し出しは、ロールオーバー（期限の先送り）や、その支援をするといったエクイティー性を帯びたもの（擬似エクイティー）だった。今日そうした状況からの見直しの過程にあり、選別的に企業との関係を再構築する状況にある。邦銀の場合、流動性は十分あるので、これをどう生かすかが課題だ。

溝渕　地銀同士が連携して顧客企業のお見合いを橋渡しする、国内だけでなくアジアに紹介するといったビジネスマッチングが、食品関係から他産業に拡大している。また企業再生などで支援ができれば、融資先の確保、地元企業の支援、地域の活性化につながる。これができる地銀とできない地銀に差が出てくるのではないか。

司会　株主資本利益率（ROE）経営と経営効率化の動きはどうか。

野崎　ROEはある程度レバレッジを利かせた方が株主の懐が豊かになる。特に金融機関はレバレッジを利かせやすく、それが今の米欧の危機の元凶だと考える。

溝渕　地銀の競争激化で利ざやが薄くなる中、経営効率化で収益力を高めなければならない。ITの活用で労働生産性を改善したり、銀行の再編で効率性を上げたりする努力が必要だ。

司会　金融機関の国際戦略はどう展開し得るか。

高田　現在、急速に海外からのローン需要があり、これにどう応えられるかが問われている。長い目で見れば、日本の金融機関にとって海外に進出しうる重要な局面となるが、一時的な需要の可能性もある。十分に選別しないと足元をすくわれるリスクも大きい。

野崎　銀行は資金の取り手である企業に対して、審査を通じて情報の偏りを解消するのが役割であり付加価値だ。日本の金融機関が海外においても厳格な審査ができるかが問題。欧米に対して優位性が出てきている今が分析力を磨くチャンスだ。

サステナビリティー（持続可能性）も課題で、株の含み損で自己資本比率が下がると信用供与能力も下がる。株の持ち合いを再考すべきだろう。

広告
企画・制作＝日本経済新聞社クロスメディア営業局

NRI 未来創発 野村総合研究所