

# 高度成長の持続性を高める観点からの金融仲介システムの考察

—— 日本の経験から ——

## アジア金融資本市場法制化研究会議

2011年4月30日、於中国社会科学院小報告庁

大妻女子大学短期大学部教授

玉木 伸介

### (はじめに)

現在、中国をはじめアジアの新興国は高度成長を続け、韓国の成長率も先進国の中では高いグループに属する。

こうした経済成長は、多くの貯蓄を多くの効率的な投資に結び付けてこそ可能となる。すなわち、貯蓄と投資を結び付ける金融仲介の仕組み（金融システム）がその国の経済に適合したものであることが必要である。現在、アジア各国で高い成長率が相当程度の期間にわたって継続しているという事実は、これら諸国の金融仲介が効率よく機能していることの証左であろう。

しかし、高度成長は決して永久には継続しない。高度成長、特に労働生産性と実質賃金の急速な上昇をもたらす経済成長は、技術進歩なしには実現しない。外国からの技術導入による生産性向上の余地の大きい新興国においては、教育水準の向上等によって従来よりも高度の技術を生産に活用する環境が整えば、用いられる技術の水準を一挙に高めて急速な経済成長を実現する可能性が十分にある。しかし、既に技術水準が世界最先端に達した日本などの諸国においては、経済成長は世界全体の技術進歩に制約されるから、最近の中国のような8%、9%といった高度成長は考えられない。

従って、高度成長を実現している国においても、経済成長率がいずれは次第に低下して行くことを見越して、現在の高度成長に適合した金融システムを徐々に変革していくことが必要となる。日本は、1970年代に高度成長が終わり、経済成長率は時とともに低下していった。その際、高度成長期の金融システムは大きな変革を迫られたが、一部では成功し、一部ではそうでなかった。

このような日本の経験を中国や韓国の今後の金融システムの検討に生かすという視座を持つことが、持続性の高い経済成長を実現するうえで有益であろう。

## 1. 高度成長期の日本の金融仲介

### 1.1 「資金不足」下における「間接金融」優位の金融仲介

1950年代から1970年頃にかけての高度成長期の日本経済においては、企業部門において非常に多くの投資機会があり、潜在的な投資需要が国内貯蓄を超過する資金不足の状態にあった。加えて、金利は規制され、海外との資本移動も厳しく制約されていた。

このような環境下で機能した金融仲介のパターンは、銀行による「間接金融」、すなわち銀行という間接金融機関が家計から預金を吸収し、これを企業に融資する、というものであった。高度成長期の前半は、財政は均衡を保ち、国債の発行が行われたのは 1965 年度以降であった。国債の「大量」発行は第一次石油危機後の 1970 年代半ば以降であったから、高度成長期の家計の貯蓄の多くは銀行を経由して企業部門に流れて行った。

## 1.2 高度成長期の金融のコントロール

このように企業部門の投資意欲が強い状況下、企業による投資の行き過ぎと景気の過熱を防止することが、常に大きな政策課題であった。当時の銀行は、預金金利が規制されていた（均衡水準より低く抑えられていた）ために、貸出による利鞘を確保し易く、預金・貸出業務の量的拡大志向が強かった。従って、日本銀行が政策金利(当時は公定歩合)を操作しても、企業の投資行動に影響を及ぼす波及経路は細く、金利操作による金融政策は有効性が十分ではなかった。このため、日本銀行は、個々の金融機関の融資に量的な制限を加える「窓口指導」によって、金利操作による金融政策を補完せねばならなかった。

## 1.3 高度成長期の企業と銀行の関係

高度成長期の企業と銀行は、預金や融資の取引関係だけでなく、特に融資の最も多い「メインバンク」の場合、株式の持ち合いなどより密接な関係を結んでいた。企業は多くの銀行と取引していたが、メインバンクは企業との取引関係を通じて public disclosure 以上の情報を得て、企業経営に深く関与した。

メインバンクは、企業に対する監視役の機能も果たした。メインバンクは、最大の融資債権を有する銀行として、企業経営を監視する強いインセンティブを有した。当時の「資金不足」の環境下では、企業の成長はメインバンクが投資資金や運転資金を融資するか否かにかなりの程度依存していたし、企業の経営が悪化した場合にはメインバンクが中心となって流動性を供給することで当該企業に対する信認を守ることが多かった。こうした事情を背景に、企業に対する銀行の発言権は強く、銀行による企業経営の監視は一定の有効性を有した。

## 2. 高度成長期の金融仲介が残した課題

### 2.1 市場による企業の監視機能の弱さ

高度成長が 1970 年代に終焉すると、1980 年代以降の日本経済は資金不足ではない状況に移行した。加えて、1980 年代半ば以降の金融緩和下では、株式を含む資産価格が上昇し、企業は株式の発行や株価の上昇期待が金利形成に織り込まれる転換社債やワラント債の発行により、銀行借入以外の手段による資金調達の道を確認した。このため、企

業と銀行の関係・パワーバランスは、銀行の影響力が弱まる方向にシフトし、メインバンクによる企業の監視はその機能が低下した。

一方、債券市場や株式市場による企業監視機能は、債券市場の未発達や public disclosure の不足、株式の持ち合い関係等により、十分に機能しなかった。

## 2.2 金融技術の発達の遅れ

高度成長期の銀行は、「預金⇒貸出」という単純なビジネスモデルで利益を拡大できた。こういう状況が長期にわたって継続すると、銀行の組織文化は、バランスシートの大きさを競う方向に傾き、資産・負債の金利リスクを管理する技術や金融派生商品に関する技術を他の金融機関に先駆けて開発しようとする意欲がなかなか強まらなかった。

また、高度成長期には、企業の評価を誤って過度な融資を行っても、経済全体が拡大し、特に地価などの資産価格が継続的に上昇する中にある程度は、ある程度の期間にわたって当該企業の流動性ニーズを支えていれば、外部環境に助けられて企業の経営が改善する、あるいは地価上昇で担保価格が上がることで担保からの債権回収が可能となるチャンスが、現在よりはるかに多かった。このため、企業に関するリスク判断が担保、特に不動産担保の評価に過度に依存して行われるリスクがあった。

担保を信用リスク判断において考慮することはもとより妥当ではあるが、不動産価格の上昇期待が著しく強い環境下において、担保評価に過度に依存した信用リスク判断に陥るリスクを内包していたことは事実である。このリスクは、高度成長終焉後の 1980 年代のバブル期において、顕在化してしまった。

## 2.3 リスクの銀行への集中

高度成長期の金融仲介は、銀行による預金吸収と企業向けの貸出によってその多くが担われていた。すなわち、銀行は債権者として企業の投資リスクを非常に多く負担していた。加えて、特にメインバンクの場合には、株式の「持合い」関係を通して多くの企業の株式を保有していたことから、株主としてのリスク負担も大きかった。

このため、1980 年代のバブル膨張及び 90 年代のバブル崩壊のような大きな経済変動が生じると、それまでリスクを負担していた銀行のリスクテイクの力が低下するとともに、金融仲介機能が低下してしまった。

## 3. 環境変化への対応の必要性

### 3.1 貯蓄、投資主体のニーズの変化

金融システムが十分に機能するには、貯蓄主体や投資主体のニーズに柔軟に適應していかねばならない。貯蓄主体のニーズは、例えば、都市化や高齢化、社会保障制度の整備等により変化していく。また、投資主体のニーズも、どの部門が資金不足主体である

かにより、大きく変わり得る。例えば、高度成長期の日本のような状況であれば企業に対する銀行貸出のニーズが高いが、最近の日本のように企業部門はむしろ資金余剰で政府が大幅な資金不足であれば、債券の発行・流通による金融仲介のニーズが高くなる。

### 3.2 金融市場のインフラ整備の必要性

日本の金融システムは、高度成長の終焉以降、非常に大きな変化を遂げてきた。例えば、かつての日本は多くの金利が規制されていたが、1970年代後半以降、徐々に自由化されていき、90年代には小口預金を含めて自由化された。金融機関の業務分野については、メガバンクが証券業をこれほど広範に営むことは、高度成長期には全く想像もできないことであった（1980年代から90年代にかけての日本において、銀行業と証券業の関係をどう構築していくかは、「業際問題」と呼ばれる大きな政策課題であった）。また、高度成長期に公的なインフラの整備等のために大きな役割を果たした「財政投融资」や政府系金融機関は、高度成長の終焉とともにその基本的な構造や規模が根本的に見直されねばならなかった。この見直しは、長期にわたる議論を経て、2001年の改革により実現した。こうした変化は、日本の金融システムをその根底において変革していくものであった。

こうした基本的な変化を成し遂げた上で、金融市場の様々なインフラを整備していくことで、初めて新しい環境に応じた金融システム構築の前提が整う。ここに言うインフラとは、資金や有価証券の決済制度であったり、市場経済の実態と統合的な会計制度であったり、新しい金融技術を用いるための法制や税制の整備であったりする。そうしたインフラは、市場経済が、金融仲介に伴うリスクを的確に評価したり効率的に配分したりすることを可能にするものでなければならない。

これらのインフラの整備は、しばしば、多くのコストを要したり、そのメリットが容易に理解されなかったり、あるいは既存の利害との衝突を伴ったりする。従って、その遂行には、地道な研究や説得のためのエネルギーを多く要し、特に、過去において成功していた金融システムを変革する際には一層多くのエネルギーを要する。残念ながら、いくつかの事例においては、日本に限らず、大きな問題が表面化するまで必要なエネルギーが得られないことも少なくない。

一つの事例は、米国の住宅金融である。米国の住宅金融は、銀行や貯蓄貸付組合（Savings & Loans Associations）が有する債権を連邦政府の信用補完等によって証券化することで、その発展が助けられてきた。1980年代後半の米国の金融危機に際しても、政府支援機関（GSEs）による証券化は市場の信認を失うことなく機能し続け、金融システムのさらなる不安定化を防止するなどの役割を果たした。しかし、連邦政府の信用を背後に有するGSEsが株式会社形態をとって利潤動機に基づき行動した場合に生じる問題については、多くの識者が長期にわたってしばしば指摘しながらも抜本的な手が打たれなかった。結局、サブプライムバブルの時期にその矛盾が拡大し、ついには2008年

夏の大きな危機となって表面化して初めて GSEs の根本的な変革が実現したが、この時の危機は、米国内の金融システムを揺るがしただけではなく、日中韓 3 カ国を含め世界各国の金融システムに大きな動揺を及ぼしたのである。

### 3.3 常に変化してゆかねばならない金融システム

金融システムは、高度成長が継続しているのか終焉したのかといった経済環境の変化に合わせて、常時変化する必要がある。

また、高度成長が継続している場合でも、かつての日本のように若干のインフレーションが常にあるとその加速のリスクと隣り合わせの経済成長である場合と、数年前までの新興国のようにインフレのリスクが比較的少ない環境下での経済成長である場合では、金融システムの実際の機能の仕方、あるいはそうした機能の守り方は、大きく異なるであろう。

結局、金融システムは、国の経済を巡る環境変化に鋭敏に反応していくことが求められる。このことは、その国の経済およびそれを支える金融システムが成功していればいるほど、明確に意識される必要がある。なぜなら、金融システムは、ある特定の国の経済のある特定の状況によく適合していればいるほど、経済の環境変化が生じたときの不適合の度合いが大きくなる可能性があるからである。

このことは、成功の持続性を高める上でも重要である。経済の成功の内容とその背景は常に変化していくものであり、金融システムの適応力が高ければ、成功が繰り返される可能性が広がるからである。

#### (終わりに)

金融システムは、近年の欧米諸国の経験が示すように、時としてバランスを失い、時には国民・納税者の直接の支援がなければ機能し得ない。従って、金融システムは、それを守るためにはある程度の負担は止むを得ないという意識を国民が持つ、すなわち守るに値するものであるという信認を国民が持つものでなければならない。

そうした信認は、決して、一片の法律や一つの制度によって得られるものではない。いくつもの環境変化に金融システムが柔軟に適応し続け、経済の安定的な発展が実現して初めて国民から与えられるものである。

このことは、現在成功している経済においてこそ、より強く認識されるべきことであろう。

以 上