

2012年10月31日 全9頁

## 失われた20年～資本市場停滞の要因 ⑤

### 金融機関行動が引き起こした影響～適切なリスク・リターン関係の喪失

金融調査部<sup>1</sup>

#### [要約]

- バブル崩壊後、日本経済は成長が滞り、「失われた20年」と評されることも多い。その中でも、資本市場の停滞は目を覆うばかりである。資本市場の活性化の必要性については、幾度となく問題意識が提起されたにもかかわらず、いまだ抜本的な解決策は見つけ出せていない。
- 今回、大和総研金融調査部では、資本市場における「失われた20年」を振り返り、停滞要因の整理を試みた。本質的な問題点を洗い出し、今後、実効性のある活性化策を議論する際の土台とすることが目的である。
- 第3章2節では、直接金融を担う資本市場と対極にある、間接金融のメイン・プレーヤーである銀行など金融機関の行動について、検討を行う。
- 邦銀の企業向け貸出には「擬似エクイティ」の性格を有するものがあり、必ずしも信用リスクに見合わない低金利の提示も行われてきた。その結果、適切なリスク・リターンが考慮されない市場が形成され、それが国内株式市場の期待収益率低下の一因にもなっているとも考えられる。低利鞘体質から抜け出せない邦銀は、市場リスクを取って国債投資を行うモデルに転じている。今後の課題は、邦銀のポートフォリオを軌道修正して、適切なリスク・リターン特性を内包した国内資本市場が形成される必要があるだろう。
- 邦銀が不良債権処理に追われていた過去20年の間でも、専門証券会社が企業金融分野で飛躍的にシェアを拡大することはなかったともいえる。今後、不良債権処理から脱した邦銀が力を強めていくのであれば、直接金融が日本の金融市場において拡大する余地は限定されるかもしれない。バブル崩壊以降、資本市場活性化の施策を政府は模索し続けてきたが、大きな効果があったかは疑問が残る。従来型の資本市場の活性化を求めるよりも、現代版の資本市場として再構築する発想を持つべきかもしれない。

<sup>1</sup> 執筆者は、保志泰、中里幸聖、菅野泰夫、太田珠美、奥谷貴彦、佐川あぐり、矢作大祐（以上、金融調査部金融調査課）、鳥毛拓馬（金融調査部制度調査課）、島津洋隆（調査提言企画室兼金融調査部金融調査課）

## [レポートの構成]

### 第1章 序論

- 1-1. 資本市場の現状に対する問題意識 (保志 泰) …………… (①)
- 1-2. 資本市場活性化の必要性 (保志 泰) …………… (①)

### 第2章 資本市場の「失われた20年」を振り返る

- 2-1. 資本市場および経済環境の変化 (佐川 あぐり) …………… (②)
- 2-2. 市場参加者の行動変化 (矢作 大祐) …………… (②)
- 2-3. リスクマネー供給停滞の影響 (奥谷 貴彦) …………… (②)
- 2-4. 政策対応の足取り (鳥毛 拓馬) …………… (③)

### 第3章 「失われた20年」の原因を探る

- 3-1. マクロ経済的な背景 (太田 珠美) …………… (④)
- 3-2. **金融機関行動が引き起こした影響 (菅野 泰夫) …………… 3**
- 3-3. 公的金融システムが及ぼした影響 (島津 洋隆) …………… (⑥)
- 3-4. 政策立案における問題 (中里 幸聖) …………… (⑦)
- 3-5. 日本人の経済行動に内在する要因 (保志 泰) …………… (⑧)

### 第4章 突破口に関する検討

- 突破口を探る上で重要な視点 (保志 泰) …………… (⑨)

(当レポートは分割版であり、ページ番号に括弧書きをしているものは、当該番号のレポートを参照されたい)

### 3-2. 金融機関行動が引き起こした影響

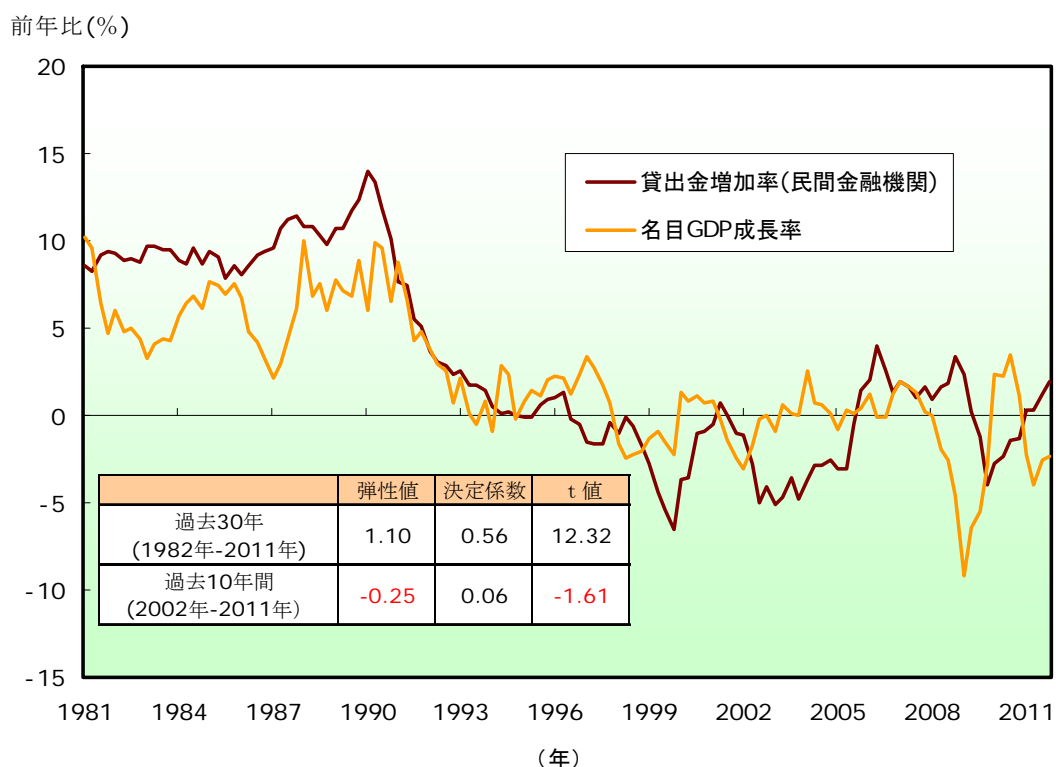
本節では、戦後日本の金融のメイン・プレーヤーであった、銀行を中心とした金融機関の行動が1990年代以降の資本市場に及ぼした影響について考えてみる。

#### (1) 金融構造の変化（資金需要と信用創造の弾力性の低下）

日本の戦後60年における“奇跡の経済発展”は、国内資本市場の拡大に大きく寄与したと言える。ただし1990年代初頭のバブル崩壊以降、邦銀はたぐい稀な成功の後始末として、膨大な不良債権を長期にわたって処理することを余儀なくされ、国内経済の長期停滞をもたらす大きな要因となった。この過程における日本経済のバランスシート調整によって失った資本の多くは、メインバンク制の中で拠出された貸出資金であると位置付けられる。邦銀のコーポレートローン（企業向け貸出）の中には、実態として長期で返済を要しない「擬似エクイティ」の性格を有するものが少なくないと言われてきた。こうした実態は現在も継続していると捉えられるが、すなわち邦銀貸出の相当程度が、貸出先のリスクを十分客観的に捉えたものというより、リレーションシップバンキング（地域密着型金融）としての実態に近いと言える。貸出時にリスクに十分見合わない低金利が提示されたり、換金性に優れた土地担保を前提とした伝統的融資慣行が続けられていることが、未だに邦銀が低利鞘体質から抜け出せず、失われた20年を長期化させている要因とも言える。リスクに見合わないコーポレートローンが増加したとしても、邦銀の信用創造機能の回復にはつながらないため、実体経済の成長に寄与しにくい状況が継続したと考えられる。

それを確かめるため、過去の貸出市場動向を経年的にみると、貸出の動向と実体経済の成長の関係性が薄くなってきたことがわかる。図表3-2-1は、名目GDP成長率と貸出金（資金循環勘定における民間金融機関の貸出金）の前年比の関係を見たものである。過去30年間（1982年～2011年）という長期でみれば、貸出金増加率のGDP成長率に対する弾性値はプラス1.10であり、貸出金の増加は実体経済の拡大に寄与していたと捉えることもできる。しかしながら、2000年代に入ってから両者は逆方向に動くことがしばしば確認され、弾性値もマイナス0.25に転じている。これは1990年代後半以降、日銀のゼロ金利政策によって市中に流動性が十分満たされていたことから、銀行の信用創造が投資を刺激し景気循環を生み出すような経済状況になっていなかったという見方ができる。特に昨今、資金ニーズがあるのは、民間部門よりも公的部門である。公的部門向け貸出の多くは、長期固定で市場金利より更に低利であり、銀行の収益性が悪化する要因になっているといわれる。不良債権処理自体は2000年代前半で終了していたにもかかわらず邦銀の収益性が向上しなかったことも、経済の停滞を長期化させた要因の一つと言えよう。結果として、邦銀は信用リスクを取る事で収益をあげることが難しくなり、ある程度市場リスク、特に金利リスク（国債投資）を取りながら収益をあげるモデルに転換している。その結果、邦銀の国債保有残高は10年前には20兆円から30兆円であったが、現在は100兆円を超える水準にまで至っている。

図表 3-2-1 銀行貸出金増加率と名目 GDP 成長率の相関性



(出所) 日本銀行、内閣府より大和総研作成

## (2) 株式市場の低迷

適切なリスク・リターンを考慮した銀行貸出が未発達な日本市場にとって、株式投資自体も大きな課題を抱えているといえよう。特に市場が効率的であるかどうか（適切なリスクに対するリターンが取れるか）の議論に関しては、日本の株式リスクプレミアム低下が最も関心が高いテーマとなっている。図表 3-2-2（上段）は、日本・米国・英国の一般的なビルディングブロック法（単純法）<sup>2</sup>により株式の期待リターン（＝リスクプレミアム＋インフレ率）を作成したものである。確かに過去 40 年間の日本の状況であれば、リスクプレミアムから試算した期待リターンは 6.10%に達している。但し、過去 30 年間に計測すると 3.70%と低下し、バブル崩壊以降の過去 20 年では▲1.23%とマイナスに転じてしまう。リスクプレミアムがマイナスに転じた近年に、国内株式というリスク資産へ投資する根拠が見当たらないとの意見も多い。

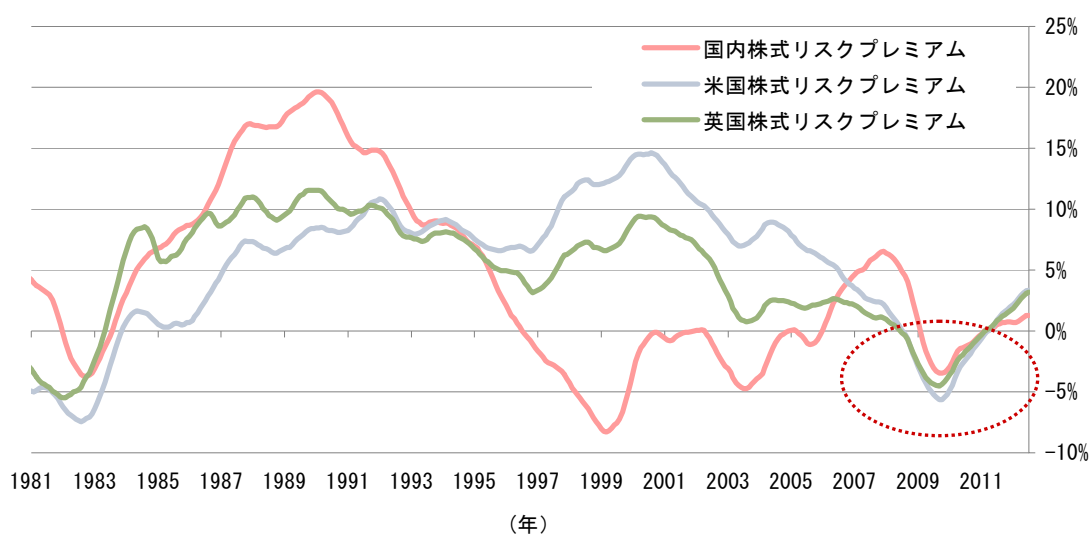
またこの状況は日本に限ったことではない。近年は、米国・英国の株式市場において、リスクプレミアムの低下が顕在化してきており、特に 2008 年のリーマン・ショック以降は日本と同様に一時的にリスクプレミアムがマイナスへと転じている（図表 3-2-2 下段グラフ参照）。これはリーマン・ショック以前の欧米の投資銀行が、本来のリスクプロファイルとは異なる金融商品を組成・提供したことにより、株式市場を含む資本市場においてリスク・リターンの関係が適切でない状態に陥ったことを意味するものと捉えられる。

<sup>2</sup> 国内株式、国内債券などのリスク資産に投資することは、短期金利以上のリスクを負担することへの対価、つまりリスクプレミアムの受け取りを要求しているとみなすことができる。資産クラスごとの名目リターンをリスクプレミアムとインフレ率（短期金利）の合計と定義するとき、ヒストリカルデータから単純に構成要素ごとのリターンを推計し、積み上げて作成する方法をビルディングブロック法（単純法）と呼ぶ。

図表 3-2-2 株式期待リターンとリスクプレミアムの過去 40 年、30 年、20 年の推移

株式期待リターン (円建て) リスクプレミアム	日本	米国	英国	3カ国 平均
	TOPIX	S&P500	FTSE	
過去40年：変動相場制移行前後以降 (1972年8月-2012年7月)	6.10%	5.01%	5.50%	5.54%
	3.50%	3.58%	3.24%	3.44%
過去30年：プラザ合意前後以降 (1982年8月-2012年7月)	3.70%	7.04%	5.50%	5.41%
	3.04%	6.80%	5.26%	5.04%
過去20年：バブル崩壊以降 (1992年8月-2012年7月)	▲1.23%	5.80%	3.12%	2.57%
	▲1.27%	5.11%	2.99%	2.28%

※株式期待リターン (円建て) = リスクプレミアムにインフレ率と為替変化率を加味したもの



(出所) 大和総研作成

日本の株式市場のリスクプレミアム低下に関しては、先に述べたような邦銀によるリスクを軽視した融資行動が一因として指摘される。資金調達側の企業にとって、本来は株式やメザニン（株式と借入の中間）で調達すべき場合でも低利のコーポレートローン（銀行借入）を利用できるため、実行に移された株式調達の中には、本来想定される以上に高いリスクを内包しているものが含まれる可能性がある。特に、最近の日本企業の株式調達の中には、ROEを高めるための成長資金を獲得する増資という本来の目的でないものも少なくない。資金余剰となった上場企業が企業価値の向上を軽視した資本政策を実行した結果、株式リスクプレミアムの低下が加速し、投資家の不信へと繋がった可能性もある。その結果、株式市場では投機的なリスクを追い求める投資家の割合が高まり、未だ、株式投資＝投機のイメージが払拭しきれていない状態とも言える。

こうした中、長期投資を前提とした適切なリスク・リターンを求める年金基金、生損保等は、国内株式市場への不信感を募らせ、それが昨今の政策資産配分における国内株式比率の低下につながったとも言えるだろう。また安定投資家の減少は、株式市場のボラティリティを上昇させると言われている。結果として、時価会計へシフトした邦銀の政策株式保有をも減少させ、国内投資家不在の状況を加速させたとも言えよう。

### (3) 政策金融改革の論点

戦後の復興期においては、国家政策として石炭、鉄鋼等の重厚長大型の基幹産業へ重点的に資金配分が行われた。これは他の産業への波及効果を狙った政策であり、それを後押しするため様々な専門の政策金融機関が設立された。特にその代表となったのは、戦後、日本経済と産業の発展・活性化のため、時々の政策課題に応じる形で主に長期資金の提供を実施してきた日本開発銀行（1951年設立）と、重要資源の海外における開発及び取得の促進を行ってきた、日本輸出銀行（1950年設立：1952年日本輸出入銀行に改称）だろう。その後、日本開発銀行は、北海道東北開発公庫（1956年設立）と一切の権利・義務を承継する形で1999年に設立された日本政策投資銀行へと轉身し、また日本輸出入銀行は海外経済協力基金（1961年設立）と合併し、1999年に統合する形で発足した国際協力銀行に姿を変えていった。

しかしながら2006年に進められた「官から民へ」の政策金融改革（通称：小泉改革）により、8つの政策金融機関の組織・機能を再編成し、2008年に民業補完に徹する新たな体制がスタートした。その改革内容とは、①中小零細企業・個人の資金調達支援、②国策上重要な海外資源確保、国際競争力確保に不可欠な金融、③円借款の3つの機能に限定し、それ以外は撤退することが決定した。存在意義も含めて大きく変革を求められた形である。そして再編により、日本政策投資銀行と商工組合中央金庫は完全民営化、公営企業金融公庫は廃止することが決定した。また国際協力銀行、国民生活金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫及び沖縄振興開発金融公庫は必要な機能のみを残して日本政策金融公庫に統合され、国際協力銀行の海外経済協力業務は、国際協力機構（JICA）に承継された。

既に国全体として資金不足であった高度成長期とは異なり、市中での民間金融機関からの調達も十分（むしろ資金需要が生まれてない）であり、社債や株式等、様々な資金調達が可能である現在において政策金融の存在意義が問われている。民間金融機関が飽和した日本市場にて、民業圧迫の批判も伴い、時代遅れや制度疲労と批判された政府系金融機関に簡素で効率的な経営を実現することが求められたのである。また、この一連の改革により政策金融機関から民間大手銀行（メガバンク）への金融市場のイニシアチブの移転が鮮明に示されたとも言える。政府系金融機関は存在意義を新たに見出す必要が出てきたのである。

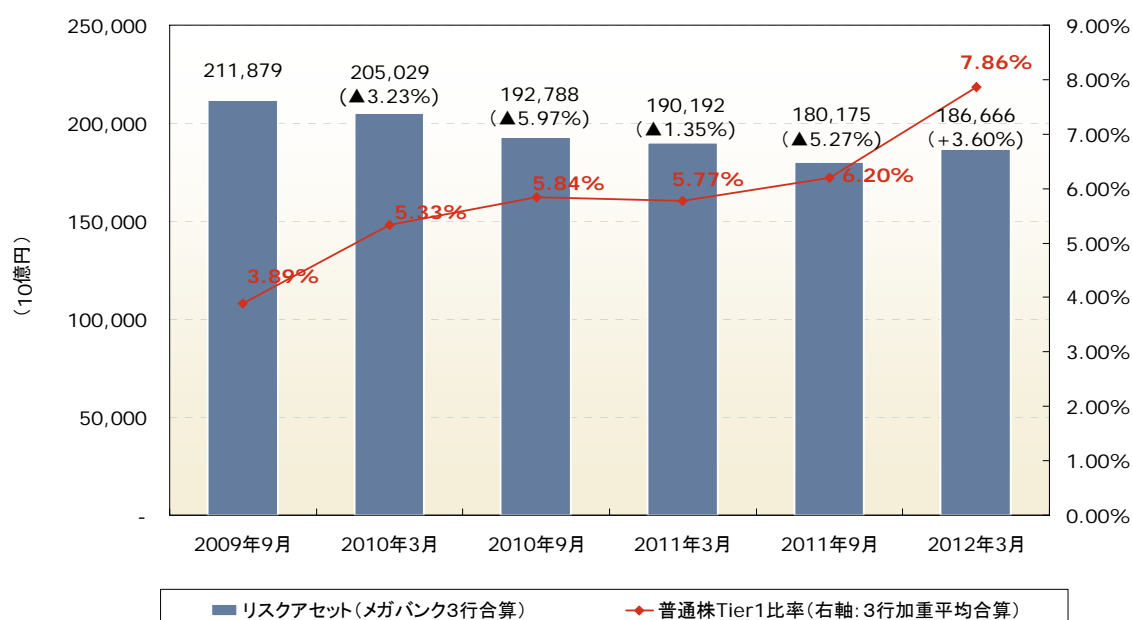
### (4) グローバル金融危機以降の金融構造（攻めに転ずる邦銀、姿を変える政策金融）

2000年前後に時代を謳歌した欧米の投資銀行は、欧州債務危機を契機にデレバレッジ、資産削減が主要なテーマとなっている。その一方で邦銀は、金融危機の影響も欧米の金融機関に比較して軽微であったため、既に資本回復の目途をつけ、新たな融資先を国外に求めつつある。邦銀の海外進出は、80年代から90年代初頭のバブル景気の頃にも大きな流れがあった。当時は、円高や、米国銀行の財務力の脆弱化などを背景に海外貸出を拡大させていった。20年の時を経て、欧州銀行の資産売却に対する有力な買い手として、再び存在感を高めつつある。

邦銀の財務状況の良好さは数値からも確認できる。図表3-2-3では2009年9月以降のメガバンク3行の合計のリスクアセット金額と、普通株式等Tier1比率を示している。この間にお

る公募増資の実施や、与信コストの低下を受けた内部留保の拡大により、3行の普通株式等 Tier1 比率の平均値は、2009年9月の3.89%から2012年3月には7.86%まで改善した。さらに、資金需要の低迷やグローバル金融危機の影響を受けて進んだ信用リスクの削減に伴うリスクアセットの低下傾向も、2011年下期に底を打っている。リスクアセットが精査され、資本にも厚みが生まれたことで、邦銀優位の状況が訪れたと言えるであろう。特に欧米の投資銀行では、金融危機後は間接金融への回帰が優勢となっているが、邦銀の場合は、預金を中心とした間接金融への依存度を下げることが、日本の金融システムにおいて、重要となる。シンジケートローンや、投資信託販売等といった非金利（市場型間接金融）ビジネスへシフトし、役務取引を拡大させることがこれからの20年の課題とも言える。

図表 3-2-3 メガバンク 3 行のリスクアセットと普通株式等 Tier1 比率の増減



(出所) 各行資料より大和総研作成

また、政策金融機関もその姿を変えつつある。2008年に新たな体制にて歩み始めたが、直前のグローバル金融危機や、2011年の東日本大震災等の危機が発生し、一旦は、民営化へと舵を切った流れを再考する動きが生じている。未曾有の経済・金融の混乱からの回復に万全を期するため、各政策金融機関の改革は、当初想定されたシナリオ通りには進んでいない。現在でもなお、民間金融機関との共存を図りつつ、これまでとは異なる形で長期資金供給の役割を果たす姿を模索しつつあると言える。たとえば国際協力銀行（JBIC）では、昨年5月に施行された新JBIC法のなかで、本邦企業の海外M&A等向けの支援（投資金融）や、国内銀行経由での海外進出を希望する企業への融資（ツーステップローン等）等、様々な機能改革が行われた。その中で民業補完への動きも活発となっており、特にM&A分野においては、2012年度末まで延長が決定した「円高対応緊急ファシリティ」の活用が活発化する可能性がある。JBICはメガバンク

各行との M&A のクレジットラインを設定しており、欧州債務危機以降の欧州銀行のリスクオフの動きを積極的な M&A 機会ととらえた各行を支援している。特に本年 1 月には RBS の航空機リース事業に対して、三井住友銀行、三井住友ファイナンス&リース(SMFL)、住友商事が共同で買収する際に必要な資金の内、SMFL 及び住友商事側の買収資金(それぞれ、783 百万ドル及び 78 百万ドル)の協調融資を決定した事案はその代表例と言えるであろう。

#### (5) 間接金融（邦銀）における示唆

過去 20 年において、日本の金融構造は、ある意味、一つのサイクルを経験したと言える。ただし依然、企業の実態に対して低い金利での貸出が継続しており、外銀と比較して低利鞘の体質から抜け出せない状況である。さらに今後（これは全世界の銀行にも言えることであるが）、グローバル金融規制の流れが、信用リスクの保有を抑制する懸念もある。昨今のバーゼル銀行監督委員会が描いている金融規制のグランドデザインは、銀行を救済するインセンティブそのものを消すようなシステム設計と言える。普通株式等 Tier1 比率の導入など、資本の質の強化に伴い、融資姿勢がさらに慎重になる可能性が高い。

しかしながら、邦銀は各国金融機関よりも優位な立場にあるとも言える。なぜならば、新しい金融規制の各国の適用状況をみると、邦銀がスケジュールどおり対応している一方で、欧米（特に米国）金融機関の対応（資本調達、リスクアセットの精査）は遅れている。欧州債務危機等に起因する先行き不透明感から、規制強化に関しては消極的な姿勢が継続していると言える。邦銀は不良債権処理も一巡し、バーゼル II も地域金融機関を含めて画一的に実施したため、既にバランスシートの良い状態に回復している。昨今の邦銀の好調な決算も、この事実を証明していると言えるだろう。強固なリスクアセットと豊富な流動性預金を足掛かりに、邦銀が様々な分野で力を強めていく可能性も考えられる。

#### (6) 直接金融（専門証券会社）における示唆

邦銀が不良債権処理に追われていた過去 20 年の間でも、専門証券会社が企業金融分野で飛躍的にシェアを拡大することはなかったといえる。今後、不良債権処理から脱した邦銀が力を強めていくのであれば、直接金融が日本の金融市場において拡大する余地は限定されるかもしれない。もし、資本市場のさらなる発展が見込めないのであれば、別の形を模索する必要があるということだ。

直接金融を担うのが、日本では専門証券会社だとした場合、それが収益性を高めるためには、金利収入、非金利収入を問わず、ある程度、銀行市場（間接金融）を取り込むことも選択肢となり得るだろう。いうなれば、日本版ユニバーサルバンクへの道である。ただし、必要以上に高いレバレッジを追及することは、欧州で破綻しつつある投資銀行モデルと同じ末路も想起される。多くの投資家（市場参加者）の要求に応えつつ、過去に蓄積したリスク管理手法を活かした、新しい日本版ユニバーサルバンクの構築に期待してもよいのではないだろうか。



## (7) 資本市場の改革に向けて（適切なリスク・リターン市場への模索）

そもそも近代の資本市場が構築された目的は、産業革命後の旺盛な資金需要に応えることにあったと言える。株式会社化での有限責任の導入は、当時の資金調達市場としては成功したと言えるだろう。しかし、資金需要が乏しい近年の日本において、同様の形で資本市場の活性化を期待しても限界を感じざるを得ない。これは何も日本に限った話ではない。欧米の状況を見てもリスクプレミアムが獲得できないことが明らかとなりつつある。

同様に、金融資本市場において限界を感じさせる動きは、金融規制当局等の求心力低下にも表れている。戦後、金融機能強化の目的で設立され、国際的な秩序を形成してきた IMF やバーゼル委員会の統率力が低下している印象も受ける。特に現在の銀行規制における規制資本（リスクベースによる計測）の概念の下では、金融機能の適正化、すなわち適切なリスク・リターンでの資本市場が形成され難いとの声も多い。不必要なバランスシートの膨張が適正なリスク計測の障害となっているのであれば、名目ベースでのリスク計測への回帰もひとつの選択肢とも言えるであろう。

今後は、資本市場に対して影響を及ぼす銀行（投資銀行）のポートフォリオをリバランス（方向性を軌道修正）し、適切なリスク・リターンを内包した資本市場が形成される必要があるといっても過言ではない。たとえば、適切なリスクを伴わない資金調達であれば、資本市場の参加者に対しても、有限責任というこれまでの考え方ではなく、より責任分担を広げる考え方もあり得る。また、資金余剰である状況なら、預金においてもマイナス金利という概念の導入も必要と言えるだろう。特に、余剰な資金が行き場を求めて、国債投資に傾斜する邦銀の状況は、実需の裏付けが無い中で不動産投資へ傾斜したバブル経済下の状況を連想させるため、なおさらとも言えよう。

間接金融、直接金融ともに市中での資金余剰が、わが国の金融機能の低下をもたらし、失われた 20 年を余計に長引かせたと言える。バブル崩壊以降、資本市場活性化の施策を政府は模索し続けてきたが、大きな効果があったかは疑問が残る。従来型の資本市場の活性化を求めるよりも、現代版の資本市場として再構築する発想を持つべきかもしれない。

（菅野 泰夫）