

活力ある金融資本市場 に向けて

～焦点は金融資本市場の利用者～

金融調査部 中里 幸聖／佐川 あぐり

要 約

バブル崩壊以降の約四半世紀間、わが国の金融資本市場は活力不足であるとの論調が多く見られた。そのような中で「貯蓄から投資へ」というキャッチフレーズが唱えられ、現預金を中心とした家計資産をリスク性資産へ誘導する施策が取られている。また、経済活性化を図ることを目指し、家計のみならず、機関投資家、企業などの各経済主体にとって使いやすい金融資本市場の実現を図るため、「日本版ビッグバン」以降、様々な改革が進められてきた。

しかし、家計、企業、あるいはそれらを仲介する機関投資家や金融機関が金融資本市場を積極的に活用しなければ、経済の活性化には結びつかない。「日本再興戦略」などにまとめられている近年の施策は、金融資本市場自体の改革から、家計や企業の積極的な行動を促すことに重点が移っている。

目 次

はじめに

1章 これまでの取り組み

2章 施策の経済主体別狙い

3章 主体間の資金の流れと課題

おわりに

はじめに

1990年代初頭のバブル崩壊以降、わが国の金融資本市場は活力不足であるとの論調が多く見られた。そのような中で「貯蓄から投資へ」というキャッチフレーズが唱えられ、現預金を中心とした家計資産をリスク性資産へ誘導する施策が取られている。わが国の家計資産は巨額であるが、経済活性化にあまり活かされていないとの問題意識である。

一方、家計のみならず、機関投資家、企業などの各経済主体にとって使いやすい金融資本市場の実現を通じて経済活性化を図ることを目指し、金融資本市場と関連する制度の改革が進められてきた。

わが国の金融資本市場は、1960年代以降、資本の自由化なども含めて絶えず改革が実施されてきたが、本稿では1990年代のいわゆる「日本版金融ビッグバン」（以下、「日本版ビッグバン」）以降の潮流を軸として、ここ数年の施策を整理し、課題の所在を検討する。

なお、金融資本市場には様々な機能が期待されており、それぞれに経済の重要な基盤となっているが、本稿では資金調達、資金運用等に関わる部分を中心に論じる。

1章 これまでの取り組み

1. この四半世紀間の大まかな流れ

いわゆるバブル崩壊以降、「失われた20年」と言われる期間も含め1990年以降の約四半世

紀、金融資本市場に関する取り組みの焦点には変遷があった。

1990年代前半は、バブル崩壊に伴う処理に翻弄されていた期間と言えよう。1990年代後半は、これまでの「産業金融モデル」（銀行中心の預金・貸出による資金仲介）の限界が認識され、「市場金融モデル」（価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介）の比重を高めた「市場機能を中核とした複線的金融システム」への転換が目指された期間と考える¹。橋本内閣が打ち出した、いわゆる「日本版ビッグバン」はその転換を総合的に進めようという試みと位置付けることもできる。

2000年代に入ると、財政投融资改革後に成立した小泉内閣の「官から民へ」「民でできることは民に」というキャッチフレーズに象徴されるように、官を経由した資金の流れが直接民間同士の流れとなるようにすることが志向された。その際、引き続き金融資本市場の改革も行われたが、郵便貯金や政策金融機関、特殊会社等の当時の公的機関の改革に力点が置かれたと思われる。

しかし、民間に資金を流そうという努力にもかかわらず、金融資本市場および経済が大きく活性化するには至らず、2000年代後半には公的機関等の役割の再見直しが行われた。2008年の世界的金融危機や2011年の東日本大震災はそうした再見直しを後押しする形となった。

前述の流れと重なる形で、2000年前後からコーポレートガバナンスの議論に象徴される、金融資本市場と企業との関係性に関する議論がわが国でも盛んになり、2010年前後から国の政策にも取

1) 「産業金融モデル」「市場金融モデル」等については、日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会「金融システムと行政の将来ビジョン—豊かで多彩な日本を支えるために—」(2002年7月12日)を参照。同懇話会では、「市場機能を中核とした複線的金融システムへの再構築」を提唱している。

り込まれるようになった。現在は、金融資本市場自体の継続的な改善と並行して、市場を活用する企業や家計、機関投資家の在り方等に踏み込んで政策を展開する流れとなっている。

2. 攻めに転じた「日本版ビッグバン」

1) 不良債権処理から「日本版ビッグバン」へ

いわゆる「日本版ビッグバン」は Free、Fair、Global を改革の3原則として掲げ、2001年までにニューヨーク・ロンドン並みの国際金融市場になることを目指した総合的な金融市場の改革である。「ビッグバン」と呼ばれた1986年の英国証券制度改革を参考に、1996年に橋本内閣が「日本版ビッグバン」の実施を打ち出した。

「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」（金融システム改革法。1998年）をはじめとした法整備が行われ、証券会社の免許制から登録制への移行、株式売買の委託手数料の完全自由化、銀行本体での投資信託販売の解禁、保険・銀行間の相互参入等が実施された。

1990年代前半の不良債権処理に象徴される守りの姿勢から、攻めの姿勢に転じようとしたのが「日本版ビッグバン」であったと考えられる。その後も、内外の金融危機等へ対応しつつ、金融資本市場を活力あるものにしようという前向きな方向での改革プログラム等の策定と関連法制の改正などが実施され、2006年には証券取引法の改正により金融商品取引法が制定された。

2) 「日本版ビッグバン」の問題意識

「日本版ビッグバン」の直接的な背景には、①日本の金融資本市場の競争力低下への対応（対外的要因、英国ビッグバンと同種の意図）、②わが国金

融部門の提供する商品・サービスへの消費者（家計、企業、機関投資家など）の不満（国内的要因、より本質的）——が挙げられる。これらへの対応として実施された「日本版ビッグバン」であるが、究極的な目的は、市場で形成された価格がシグナルとなって資金配分される「金融資本市場における市場機能の向上」であったと考えられる。いわゆる「目利き」機能に基づく資金配分が実現する市場が目指された。

それまでのわが国の金融システムは、戦後復興期に確立したと考えられる銀行中心の預金・貸出による資金仲介、いわゆる「産業金融モデル」を根幹として展開してきた。「産業金融モデル」は、経済の先行モデル（戦後しばらくは米国）を参考として政策的に重要と考えられる産業に優先的かつ効率よく資金配分するには適しているが、重要産業が何であるかが明確ではない状況下において、新たな産業や企業を見いだす機能（いわゆる「目利き」機能）は十分でないと考えられる。また、「産業金融モデル」に付随して形成された、いわゆる「護送船団方式」と呼ばれた金融業界の在り方が、金融資本市場の活性化を阻んでいると見なされていた。

3. 「日本再興戦略」を含む近年の施策の論点

1章1節で述べたように、金融資本市場に関する取り組みの焦点には変遷があるが、「日本版ビッグバン」以降の根底に流れる方向性は、「産業金融モデル」から「市場機能を中核とした複線的金融システム」への転換であるとする。その転換を通じて、「目利き」機能が十分に発揮されることが期待された。おそらく、「日本版ビッグバン」とそれに続く一連の改革を通じて、根幹となる部

分の制度改革はある程度実現したと考えられる。もちろん、完全なシステムなどあり得ず、引き続き様々な改善の必要性はあろう。

それにもかかわらず、金融資本市場が活力不足であると認識されているのは、金融資本市場そのものよりも、金融資本市場を活用する各経済主体の側にも課題があるという認識に至った。安倍内閣の最初の「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」（2013年6月14日）では、クラウド・ファンディング等を通じた資金調達の多様化、NISA（少額投資非課税制度）の普及促進、コーポレートガバナンスの強化などが掲げられている。これらは、家計からのリスクマネー供給の強化、企業の成長を促進する観点での機関投資家と企業との建設的な対話などを狙ったものであり、各経済主体への働きかけを志向したものである。

2章 施策の経済主体別狙い

一連の金融資本市場に関連する施策は総合的なものであり、あらゆる経済主体に対する施策が含まれる。本稿では、資金の出し手としての家計、資金の受け手としての企業、資金配分の仲介役の一つである機関投資家のうち高齢社会で重要な位置を占める年金、の3つの経済主体に焦点を当てる。

なお、「目利き」機能は、金融資本市場においては主として仲介金融機関に、実物経済の商品やサービスの開発や提供については企業に、それぞれ求められるものとする。もちろん、家計やその他の主体が「目利き」機能を発揮すれば、より多くの情報が金融資本市場に集まり、経済活力に資するような資金配分が行われることが期待される。

1. 家計の資産構成

1) リスク性資産の増加は実現していない

わが国の家計の金融資産残高は、2015年度末で約1,706兆円であり（図表2-1）、名目GDPの約3.4倍の規模となっている（図表2-2）。このことだけをみれば、わが国経済は資金不足に陥っていることにはならないだろう。

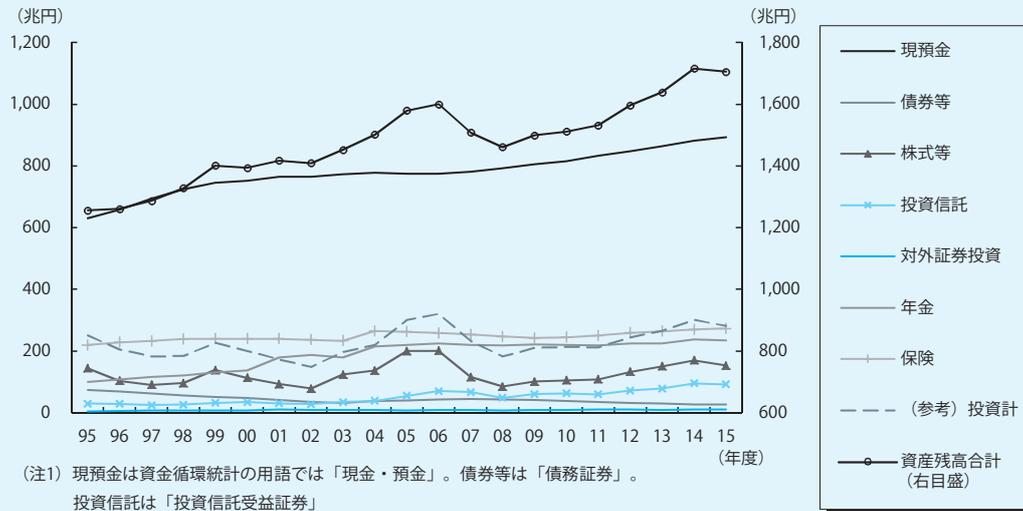
しかし、例えばベンチャー企業に資金が回りにくいなど、資金が有効活用されているとは言えないのが現状である。そうした資金需給のマッチングの役割を担うのが、金融資本市場の本来的な機能である。前述したように、「産業金融モデル」が資金需給マッチング機能として有効でなくなり、「市場機能を中核とした複線的金融システム」への転換を図ろうとした。資金の出し手としての家計については、端的にはリスク性資産へ誘導することが目指されたと言える。

そのために、投資信託の販売窓口の拡大、株式売買の委託手数料の完全自由化（委託手数料の値下げ促進）などが実施され、また情報技術の発展に伴うネット取引の拡大なども進展した。

しかし、金融資産残高に占める現預金比率は2015年度末で52.4%であり、1995年度末の50.1%より高い（図表2-2）。株式等の比率は1995年度末の11.5%から2005年度末には12.6%まで高まったが、2015年度末は9.0%である。株式等に債券等、投資信託、対外証券投資を加えた投資の合計（≒リスク性資産）は1995年度末に19.9%であったが、2015年度末は16.5%と低下している。

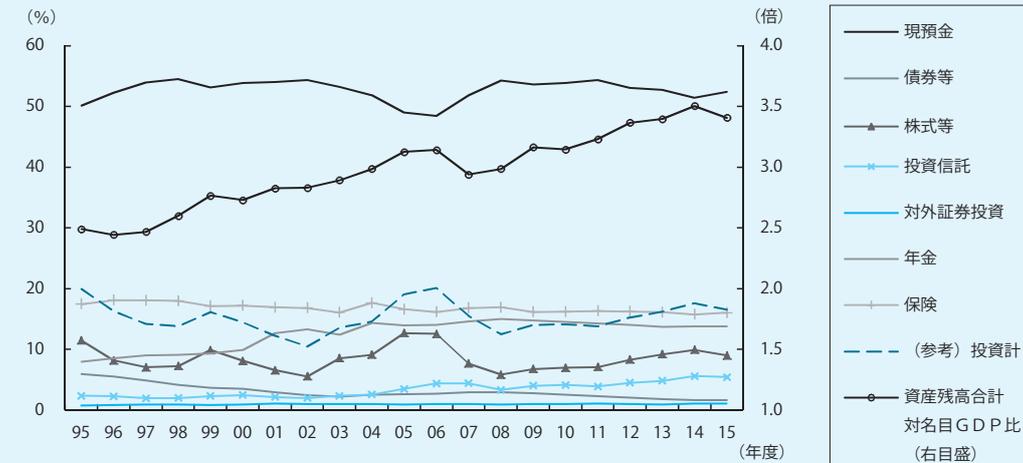
この間、家計の金融資産残高は増加し、名目GDPが横ばい圏で推移する中、1995年度末の対名目GDP比約2.5倍から2015年度末には同約

図表2-1 家計の金融資産残高（主要項目）



(注1) 現預金は資金循環統計の用語では「現金・預金」。債券等は「債務証券」。
投資信託は「投資信託受益証券」
(注2) 年金は「年金保険受給権」+「年金受給権」。保険は「非生命保険準備金」+「生命保険受給権」
(注3) 投資計=株式等+債券等+投資信託+対外証券投資
(出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに大和総研作成

図表2-2 家計の金融資産残高構成比（主要項目）および資産残高対名目GDP比



(注1) 現預金は資金循環統計の用語では「現金・預金」。債券等は「債務証券」。
投資信託は「投資信託受益証券」
(注2) 年金は「年金保険受給権」+「年金受給権」。保険は「非生命保険準備金」+「生命保険受給権」
(注3) 投資計=株式等+債券等+投資信託+対外証券投資
(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」をもとに大和総研作成

3.4倍となっている。図表2-1にあるように、この間の金融資産残高の増加は、現預金に次いで、年金（企業年金、個人年金、その他年金）が増加したのが主因である²。

結局、金融資本市場と家計のチャネルは制度的には拡大が図られたが、家計は現預金を中心に金融資産を積み上げ、リスク性資産にはあまり振り向けなかった、あるいは一時的にはリスク性資産

2) 日本銀行「資金循環統計の解説」によると、「わが国の厚生年金、共済年金は、賦課方式に近い形式をとっていることから、政府（社会保障基金）に年金に係る債務を計上していない。家計も、これらに対応する年金受給権を保有することにはしていない」とのことであり、公的年金の受給権は家計の金融資産には含まれていない。

に振り向けたが適時売却し、ストックとしては現預金を選好したと言えよう。また、家計は消費を積極化することなく現預金を積み上げ、有効需要が増えずに名目GDPが横ばい圏で推移したとも言える。

2) 金融資本市場の改革を超えた課題の解決を

おそらく、金融資本市場そのものの改革からは、家計のリスク性資産を劇的に増加させるような施策はこれ以上導き出せないのではないだろうか。もちろん、「日本再興戦略」でも取り上げられている「NISA(少額投資非課税制度)の普及促進」「投資信託の運用に係る透明性向上」「投資運用に係る総合的な環境整備」「質の高い個人向け投資商品の提供促進」「フィデューシャリー・デューティ(顧客本位の業務運営)を徹底」といった施策は引き続き強化していくべきことは論をまたない。しかし、2014年版の『日本再興戦略』改訂2014にも取り上げられ、長年の金融業界の課題にもなっている「金融経済教育の充実」が図られなければ、家計資産がリスク性資産をさらに増やしていくことは望みにくいのではないだろうか。「金融経済教育の充実」は、金融資本市場側の改革だけではこれ以上先には進み難い。

さらに、根源的な問題としては、家計の金融資産の保有構造がある。総務省「平成26年全国消費実態調査 家計資産に関する結果 結果の概要」(平成28年3月25日)によると、「6割以

上の世帯で、家計資産額が平均を下回っている」「家計資産額が最も多いのは、世帯主が60歳代の世帯」、年間収入五分位階級について「第V階級の家計資産額は第I階級の約2.1倍」となっている。この場合の「家計資産」は「金融資産」に加え、住宅や土地、耐久消費財などの「実物資産」も含まれているため、必ずしも「金融資産」の分布そのものではないが、海外ほどではないにしても、家計の金融資産が一部の高齢者や資産家に偏在していることは言えるであろう³。

資産家が企業経営者である場合などは別にして、企業経営者などではないが多額の金融資産を保有している高齢者については、今後、積極的にリスク性資産に振り向けるという状況は想像しにくい。こうした金融資産の偏在の問題は、やはり金融資本市場側の改革を超えた課題であり、税制等も含めた総合的な施策が必要となろう。

一方で、若年層では雇用が不安定なものも増えており、中堅層では子供の教育費や住宅ローンが重くのしかかっている。このような状況で、若年層や中堅層もリスク性資産への投資を積極化するのは厳しい環境と推測される。若年層の雇用安定化や中堅層の教育費等の負担軽減などの施策も必要となろうが、同時に、リスク性資産への投資は若いうちから始めた方が有効であることを認識してもらおう活動も重要と考える⁴。

3) 年齢別の金融資産残高等については、中里幸聖、佐川あぐり、中田理恵「超高齢社会に向けた家計金融資産運用～資産の偏在と運用の重要性～」http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150901_010055.html (『大和総研調査季報』2015年夏季号 Vol.19 掲載)等を参照。

4) リスク性資産への投資の有効性については、中里幸聖、佐川あぐり、中田理恵「超高齢社会に向けた家計金融資産運用～資産の偏在と運用の重要性～」http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150901_010055.html (『大和総研調査季報』2015年夏季号 Vol.19 掲載)等を参照。

2. 企業と金融資本市場の関係

1) 国内投資は横ばい、対外投資を積極化

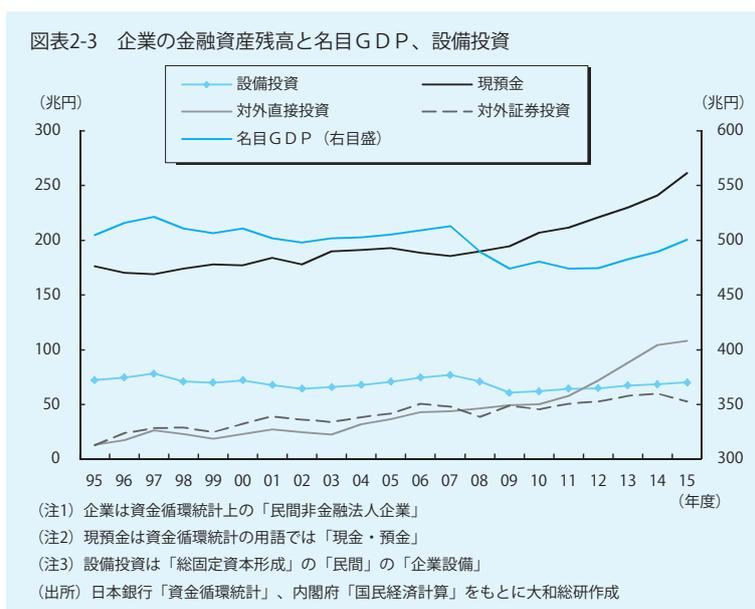
企業にとって、金融資本市場の一つの機能は資金調達の間である。企業は事業活動で得た自己資金の他、株式や債券などの証券発行や借入などにより調達した資金で事業を実施する。なお、本稿の「企業」は、特に断りがなければ、資金循環統計という「民間非金融法人企業」を指す。

金融資本市場が活性化していれば、企業も資金調達が相対的に容易となる。低迷していれば、資金調達条件が悪くなる可能性が高い。一方、金融資本市場の活性化は、企業の成長が期待できる、あるいは持続性が高い、といったことが根源的な要素となっている。つまり、企業が金融資本市場で調達した資金を成長や持続性向上に資するように活用し、その成果が現実のものになることによって金融資本市場が活性化し、企業の資金調達が容易となるという循環が望ましい。いわゆる「失われた20年」は、この好循環がうまく生じなかつ

たことが大きな要因であろう。

企業が成長性や持続性を高めるために行う行動は様々な側面があるが、資金面から見れば、設備投資や研究開発に積極的か否かが判断材料の一つとなる。「日本版ビッグバン」が開始される前の1995年度から直近の2015年度の名目GDPを見ると、500兆円前後の水準を横ばい圏で推移している（図表2-3）。同様に企業の設備投資も70兆円前後の水準を横ばい圏で推移している。一方、企業の現預金残高は1995年度末の約176兆円から2015年度末には約261兆円に増加している。また、対外直接投資残高は1995年度末の約13兆円から2015年度末の約108兆円へ、対外証券投資は1995年度末の約13兆円から2015年度末の約53兆円と、それぞれ増加基調となっている。

つまり、この間、企業は内部留保を増加させる一方で、国内の設備投資は現状維持で推移したと言えよう。その代わり、対外投資を積極化していたことが資金循環統計からも裏付けられる。

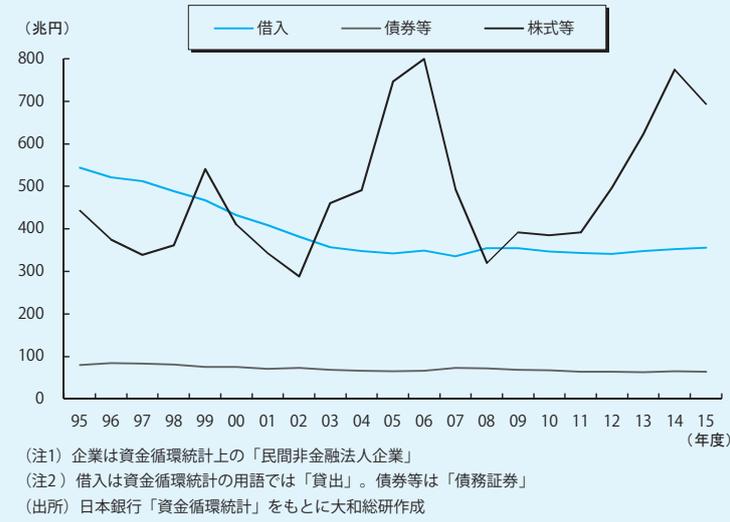


2) 借入返済を優先

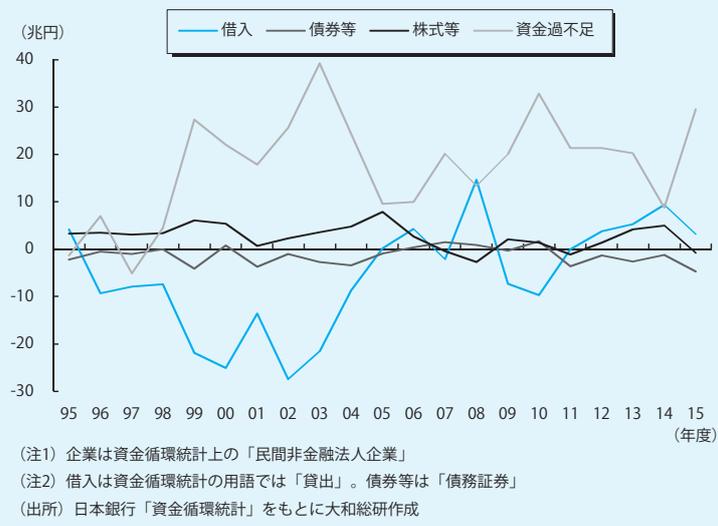
企業の資金調達側（負債）を見ると、ストックベース（残高）では借入（資金循環統計の用語としては「貸出」）が2000年代前半まで減少基調にあり（図表2-4）、その後は横ばいとなっている。債券等（同「債務証券」）もほぼ横ばい水準である。株式等（同「株式等」）の残高は、2008年度を除き、2003年度以降は借入残高を上回る水準が続き、2015年度末の株式等残高は約694兆円と1995年度末より増加している。ただし、フロー

ベース（取引額）で見ると株式等による調達が大幅に増加しているというわけではないので（図表2-5）、ストックベースでの残高増は株価水準の上昇の影響が大きいとかがわかる。一方、フローベースでの借入は1990年代後半から2000年代前半にかけてマイナスである。1995年度以降の資金過不足はプラスである時期が多く、必要な資金は株式等、債券等、内部資金で賄い、借入を返済していたという企業の財務行動が推測される。金融資本市場の改革の目的は、「市場機能を中

図表2-4 企業の金融負債残高（主要項目）



図表2-5 企業の金融負債取引額（主要項目）



核とした複線的金融システム」であると考えるのであれば、借入依存が低下している（≡他の資金調達手段が活用できている）という意味で、少なくとも企業の資金調達面ではそれなりの成果を挙げていると考えることができよう。しかし、金融資本市場の活性化を通じて、国内経済の活力を發揮するという側面は、いまだ十分ではないと考えられる。

3) 攻めの姿勢に転ずるのを促す施策

もちろん、企業は経営上の合理的判断に基づいて、国内の設備投資や対外投資を実施するのであるから、国内経済が活性化しないことを企業の責任にのみ帰するのは妥当ではない。しかしながら、国内経済の縮小は、企業の持続性に少なくともプラスとは言えないであろう。

つまり、企業が積極的に収益を上げにいくよう促す、攻めの姿勢に転じる機運を高めることが求められる。「日本再興戦略」などでも取り上げられているコーポレートガバナンスの強化は、企業が積極的に事業に取り組むよう促す側面もある。また、証券業界や証券取引所が長年取り組んできたIR (Investor Relation)活動の促進は、コーポレートガバナンスの前提となる情報を提供するとともに、家計による企業への投資を促進する効果も期待されている。企業会計制度の改革は、投資家をはじめとする利害関係者に企業の現状を正確に伝える手段の洗練化の試みと言えよう。

3. 金融仲介機関としての年金の動向

金融資本市場において、年金という経済主体が果たしてきた役割は大きく、また今後も大きな役割を果たしていくと考えられる。ただし、時代の流れとともに年金自体の枠組みや制度が変化を続

けているため、金融仲介機関としての位置付けも変化している。超高齢社会に突入し、年金制度にとって持続可能性の確保が最重要課題とも言えるが、それは年金資産の効率的運用が必要不可欠であると同時に、年金資産が金融資本市場そのものの活性化に資する役割も期待されている。

本章では公的年金と私的年金に分けて、それぞれに関連した制度の変遷を見ていく。

1) 公的年金の自主運用と資産構成

日本の公的年金（主に国民年金と厚生年金）は基本的に賦課方式であるが、積立金を併用しており、積立金（G P I F：Government Pension Investment Fund【年金積立金管理運用独立行政法人】が管理・運用を行っている）の残高は2015年度末時点で141兆円に上り、一つの年金ファンドとしては世界最大規模である。そのため、金融資本市場に対しても大きな影響力を有している。

かつて2000年度までは、国民年金と厚生年金の積立金は、その全額が旧大蔵省資金運用部に預託され、財政投融资の原資となっていた。つまり、日本の高度成長期において、インフラ建設や企業に対する長期資金供給を担う大きな役割を公的年金が担っていたと言える。しかし、財政投融资改革により預託義務が廃止され、2001年度以降は、年金資金運用基金（前身は年金福祉事業団）による自主運用に移行し、金融仲介機関としての役割は大きく変わった。2006年度からは、G P I Fへと積立金の管理・運用が引き継がれた。

G P I Fの基本ポートフォリオは、かつて国内債券（主に国債等）を中心とした構成割合であり、国内の民間部門にリスクマネーを供給する機能が十分ではなかったと同時に、期待リターンの

図表 2-6 G P I F の基本ポートフォリオ

現在の基本ポートフォリオ

	資産構成割合 (%)	乖離許容幅 (%)
国内債券	35	± 10
国内株式	25	± 9
外国債券	15	± 4
外国株式	25	± 8
短期資産	0	-

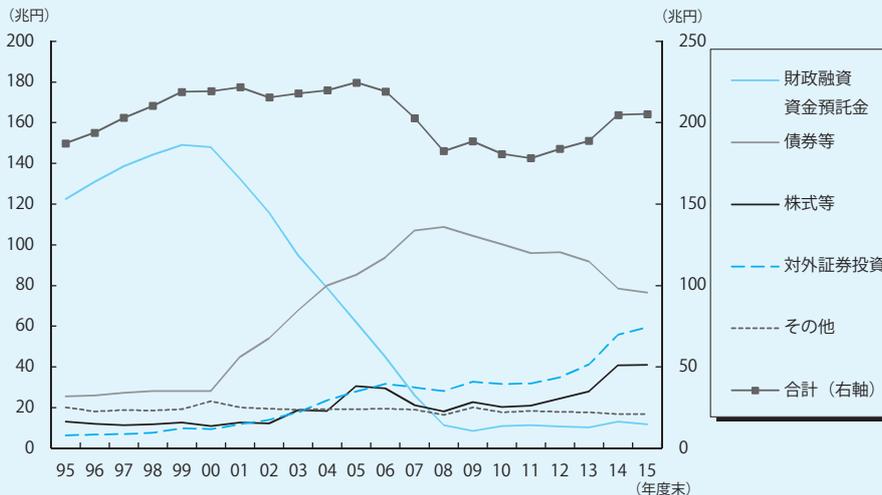
(前) 基本ポートフォリオ

	資産構成割合 (%)	乖離許容幅 (%)
国内債券	60	± 8
国内株式	12	± 6
外国債券	11	± 5
外国株式	12	± 5
短期資産	5	-



(注) 基本ポートフォリオの変更日は、2014 (平成 26) 年 10 月 31 日
(出所) G P I F 資料をもとに大和総研作成

図表2-7 公的年金の金融資産残高



(注) 債権等は資金循環統計の用語では「債務証券」、株式等は「株式等・投資信託受益証券」
(出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに大和総研作成

低さも問題視された。「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」(2013年)においても、G P I Fをはじめとする公的年金の保有する資産は、日本経済の活性化に貢献し得るものであり、その運用等の在り方について検討を行うこととされ、G P I Fの基本ポートフォリオの見直しが進められた。2014年10月に変更されたG P I Fの新・基本ポートフォリオは、国内債券の割合が大幅に引き下げられ、代わって国内株式、外国債券、外国株式のリスク性資産の割合が引き上げられた(図表

2-6)。これにより民間部門へのリスクマネー供給パイプが太くなると同時に、民間の投資資金に対する呼び水効果となることも期待されている。

資金循環統計による公的年金(共済年金も含む)の運用資産残高を見ると、2000年以降、財投改革による財政融資資金への預託金が減少し、それに伴い増加したのが主に国債等(債券等)であった。その後は、基本ポートフォリオの見直し等を受けて、株式等、対外証券投資の残高が増えている(図表2-7)。

さらに、GPIFでは、2014年5月に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した。GPIFが責任ある機関投資家として行動することにより、企業価値の向上、ひいては日本経済の活性化へとつながる期待は大きい。

2) 私的年金の制度変更と投資行動

公的年金を補完する企業年金や個人年金は、公的年金のスリム化が避けられない中、重要性が高まっている。しかし、現実的には私的年金の普及は十分とは言えない状況である。また、諸要因により年金資産が最終的に国内のリスク性資産に向かない状況が生まれており、金融仲介機関として資金を再配分する機能は低いと言わざるを得ない。

以下、私的年金を取り巻く諸制度および投資内容について見ていく。

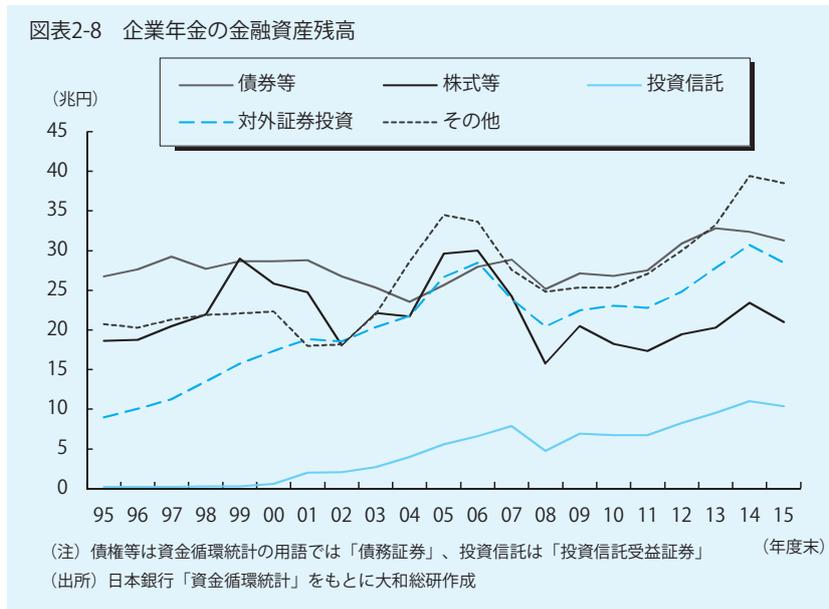
企業年金については、1962年に適格退職年金、

1966年に厚生年金基金が創設され、2000年代に新制度が誕生するまでの間、代表的な制度であった。当初、企業年金の運用においては、様々な規制が存在していた。受託運用機関が、信託銀行(年金信託契約)と生命保険会社(生保一般勘定)に限定され、運用資産割合においても、いわゆる5:3:3:2規制(安全資産、国内株式、外貨建て資産、不動産の投資比率規制)が敷かれていた。

その後、金融自由化や国際化の波により国内証券市場の整備が進展するとともに、企業年金の運用は、株式や外貨建て資産などのリスク性資産を中心としたものに変化していく。その後、1990年に運用機関として投資顧問会社の参入が認められ、1996年には「日本版ビッグバン」による5:3:3:2規制の完全撤廃など、90年代を境に規制緩和が進められていった。以降、企業年金の運用については、ほぼ年金基金独自の方針によ



図表2-8 企業年金の金融資産残高



て行われるようになっている。

しかし、1990年代以降は、バブル崩壊後の運用環境の悪化により、安定した運用利回りが維持できなくなっていた。さらに、2000年に導入された退職給付会計基準による年金債務の財務諸表計上など、年金制度運営における企業経営上のリスクが高く意識されるようになった。

そこで、制度改革が進められ、2001年に確定拠出年金(DC)、2002年に確定給付企業年金(DB)が新たに創設された。これら2制度は、代り返上の進む厚生年金基金や、2012年3月末で制度が廃止された適格退職年金の受け皿として期待された。2015年度末での運用資産総額はDBが57.9兆円、DC(企業型)が9.5兆円となっている。

企業年金の運用資産残高を見ると、規制緩和が進む90年代後半に、債券等に代わって株式等が選好された様子がうかがえるが、その後の残高は低下傾向にある(図表2-8)。これは、2000年代前半のITバブル崩壊や2008年のリーマン・ショックなど、相場変動による資産価格の下落も

一因といえる。一方で、DBや厚生年金基金などの確定給付型(年金給付額が確定する)の制度は、年金債務に対して年金資産の積立不足が発生した場合に、その不足を補てんしなくてはならない。このことが、企業経営上の大きなリスクとされている。近年、企業年金は、こうしたリスクを小さくするような投資行動を取る傾向が強まっている。結果、相場変動が大きい株式等への投資割合が低下しているものと推察される。

1990年代後半の規制緩和により、投資対象として選好が強まったのは、対外証券投資やその他に含まれるプライベート・エクイティやインフラといった、オルタナティブ投資といえよう。しかし、多くのオルタナティブ投資に関しては、国内よりも海外の市場規模が大きく、結果として国内の金融資本市場への資金の流れを生んでいないのが現状である。オルタナティブ投資については、GPIFも投資割合を高める方針であり、国内での市場規模拡大に向けた施策が求められる。

また、近年はDBからDCへシフトする企業

が増えている。前述のように、企業経営に与えるリスクが大きいことが背景にある。この結果、2000年以降、投資信託の残高が増加している。ただ、DC全体の資産構成割合では、半分以上が預貯金などの元本確保型の商品に偏っており、資金配分の機能が果たされているとはいえない。

少子高齢化が進むわが国では公的年金のスリム化が避けられない中、私的年金、中でもDCの重要性が高まってくる。DCは2016年5月の改正法成立により、個人型の加入対象者が大幅に拡大し、2017年1月からほぼ全国民が加入できるようになった。拡大が見込まれるDCが金融仲介の主体として適切な資金配分機能を発揮するためには、加入者が適切な分散投資を行うことが前提となる。そのためには、投資教育を充実させるなどの努力が必要不可欠と言えるかもしれない。

3章 主体間の資金の流れと課題

本章では全体像を把握するために、2章で記述した家計、企業、年金といった経済主体間の資金の流れを図示してみた。図表3-1は「日本版ビッグバン」開始前の1995年度末、図表3-2はそれから20年経った直近の2015年度末の資金残高の相関図である。以下、図表3-1、図表3-2を対比しながら、「日本版ビッグバン」以降の一連の改革の意図、現状での結果等について箇条書き的に記述する。

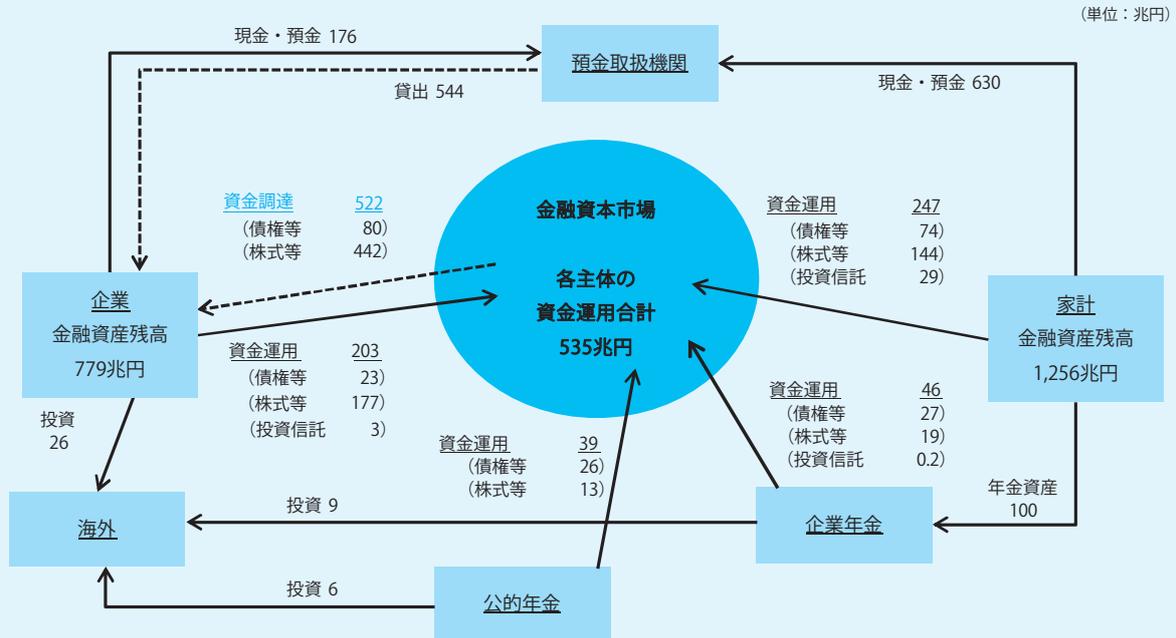
- ・家計と企業の金融資産全体は増加。
- ・家計から資本市場を通じて企業に向かう資金の増加を図る。→金融資産全体の増加に比べて、あまり増加せず。
- ・家計から年金を通じて企業に向かう資金の

増加を図る。→資金の積み上がり、企業年金等のアセットミックスの変化等により多少増加。

- ・家計の金融資産における現預金比率の低下を図る。→あまり変化せず。
- ・つまり、家計の金融資産全体の増加の大半は預金取扱機関や企業年金等を通じたもので、資本市場経由はあまり増加せず。
- ・公的年金は資金循環統計上は家計からの資金の流れは表れないが、公的年金から企業に向かう資金は増加。
- ・預金取扱機関から企業に向かう資金は減少。
- ・企業の資金調達が多様化を図る。→企業は株式等による調達は増加し、借入は減少し、調達の多様化はある程度進展。ただし、内部留保積み上げによる増加も多い。
- ・企業が調達した資金で国内設備投資の活発化を図る。→現預金の増加、海外投資の増加が中心で、国内設備投資は横ばい圏で推移。

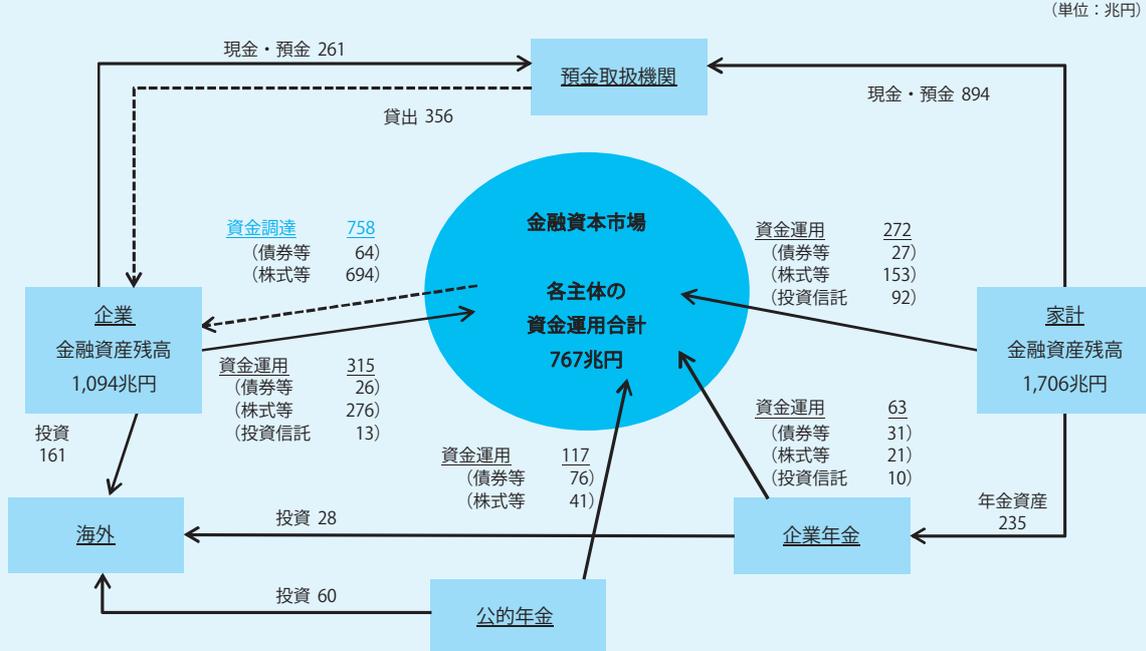
相関図には表れないが、前章までで記述してきたように、金融資本市場そのものの改革はかなり実現してきた。しかし、家計、企業の資金に関連する動きは、改革が目指していた方向には結実していない部分がある。そこで、近年では、家計や企業そのものの積極的な行動を促すことに重点が移っていると考えられる。特に年金をはじめとする仲介金融機関には、企業との建設的な対話などの活動を通じて、企業、家計、それぞれとの連携を深め、国内経済活性化の契機の一つとなることが求められているのではないだろうか。そうした活動が成果を挙げれば、仲介金融機関自身のリターン向上にも資することとなる。

図表3-1 金融資産残高の相関図【1995年度末】



(注1) 債権等は資金循環統計の用語では「債務証券」
 (注2) 海外への投資は資金循環統計の用語では「対外証券投資」。企業の場合は「対外直接投資」も含む
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに大和総研作成

図表3-2 金融資産残高の相関図【2015年度末】



(注1) 債権等は資金循環統計の用語では「債務証券」
 (注2) 海外への投資は資金循環統計の用語では「対外証券投資」。企業の場合は「対外直接投資」も含む
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」をもとに大和総研作成

おわりに

以上、「日本版ビッグバン」以降のわが国の金融資本市場の改革と狙い、主要経済主体の資金的な動きに焦点を絞って検討してきた。

国内の経済活性化を図るために金融資本市場そのものの改革でできることは、「日本版ビッグバン」と、それに続く2000年代の「金融改革プログラム」（2004年12月）や「金融・資本市場競争力強化プラン」（2007年12月）などを通じて実現してきたと考えられる。しかし、家計、企業、家計と企業を仲介する機関投資家や金融機関が金融資本市場を積極的に活用し、その資金を活かさなければ、経済の活性化は実現できない。「日本再興戦略」などにまとめられている近年の施策の方向性は、そうした家計や企業の積極的な行動を促すことに重点が移っていると言える。

こうした施策を通じて、家計がリスク性資産への投資を増やし、企業が国内での設備投資を積極化し、経済の好循環が生じ、資本市場も活性化して、家計がさらにリスク性資産への投資を活発化させる——といった楽観的なシナリオが実現することを望む。

[著者]

中里 幸聖（なかざと こうせい）



金融調査部
主任研究員
担当は、公共ファイナンス、
インフラファイナンス

佐川 あぐり（さがわ あぐり）



金融調査部
研究員
担当は、金融・資本市場