

Ⅲ. コメント論文

金融のグローバル化と制度的対応：コメントにかえて

蠟 山 昌 一
(大阪大学)

1. はじめに

「金融のグローバル化と制度的対応」というテーマの個別具体的な論点として、どのような問題が考えられるのだろうか。まず、どうしても「金融のグローバル化とは何か」が定義されなければならないだろう。この点については、報告者がそれぞれ何らかの形で言及されているので、あらためて論じる必要はないかもしれない。しかし、つぎに、分析上の問題として、「なぜ金融のグローバル化がいまこの時期に進捗しているのか」その原因を考察したり、あるいは「金融のグローバル化は不可逆的な歴史の流れであり、今後もその傾向は変わらない」のかどうかその将来展望を論じるとき、「金融のグローバル化とは何か」を明確にしておくことはきわめて大切である。そこで、このコメントでもまず「金融のグローバル化とは」という問題にふれてみたい。ただし、定義それ自体にこだわることは言葉の遊戯ともなりかねないので、グローバル化の原因（そして将来展望）を論じるなかで、同時にグローバル化の定義を考えてみたい。以上が私のコメントの第一の柱である。

第二の柱としては、金融グローバル化に対する制度的対応の問題として、日本が国際金融センターとしてのファシリティーを積極的に世界に供与すべきか否かという論点を考えてみたい。この点はどの報告論文でも正面からはとりあげられていない。しかし、金融のグローバル

化に対する制度的対応というとき、論議は結局この点に集約されるのではないか。これが私の認識の基本である。そして、要約すれば、日本は国際金融センターとしての機能を意図的・政策的に確立すべきであり、それを軸に、日本の金融制度のみならず、都市政策、地域政策、教育政策が考えられなければならないというのが、ここでの私の主張の一つである。

2. 金融のグローバル化の背景と将来展望

金融のグローバル化が何故生じたのかについては、奥村、黒田両氏の論文が簡潔に整理している。両氏が触れられている事柄については、その限りでは異論はない。しかし、両氏も暗黙にはおそらく前提にされていると思われるのだが、世界経済の実物面での構造変化がグローバル化の背景としてもっと注目されてしかるべきではなかろうか。その構造変化とは、一言でいえば実物資産収益率のおしなべての低下ということである。その端的な例は日本の企業部門にみることができる。世界の主要な国々について十分なデータをもちあわせていないが、仮説として実物資産収益率の鈍化を想定すると、金融のグローバル化現象が何故生じたのか理由がうまく説明できる。日本のケースは図表（参考）を参照して欲しい。これについては改めての説明は不用であろう。

各国が程度の差はあるにせよ、実物資産の収益率の鈍化を経験したことにより、金融の諸機

能のどれが大きな役割を果たすかという面で、大きな変化がみられることになった。金融システムは貯蓄から投資への資金移転の機能を基本として存立するとはいえ、そこから資産流動化機能、所得分配機能、危険負担配分機能といった性格の異なる経済的機能が派生し、全体として有機的な組織・制度をつくりあげている。だが、これらの諸機能のどれが他に比べて大きな意味を持つかは金融を取り巻く経済環境によって異なる。高度成長期においては、実物資産の収益率が絶対的に高く（かつリスクも小さく）、したがって、いかに効率的に貯蓄資金を実物資産形成に振り向けるか、金融の資金移転の機能が重要であった。そして、他の機能は、資金移転機能の充足の形態から大きな影響を受けて、それぞれ固有の充足形態をとることになった。

このような金融システムにおいては、国際的な金融関係もそれなりの特徴をもっていた。すなわち、一国における投資と貯蓄のアンバランスの裏に存在する資本収支の赤字、黒字を通して、国際的な金融関係の基本が成立したのである。

このような意味でのクロス・ボーダー取引が、現在でも重要である（ないしは、変動為替相場制度のもとで為替管理の制限が次第に緩和されるにつれ、一層重要になっている）ことには変わらない。しかし、それだけでは金融のグローバル化の名に値しない。

実物資産の収益率の低下（リスクの増大）が定着すると、資金はたんに貯蓄から投資へと移転されるだけでなく、金融資本市場それ自体のなかで回転し、その過程での収益が追求されることになる。いいかえれば、流動化機能が重要視される。ひとたび資金移転の機能が実現した後にも、広い意味での二次市場を通じて証券証書の転売契約がなされ、市場参加者間での将来収益、リスクの再配分が行われる。それによっ

て、市場参加者それぞれがより高い満足を享受することになる。このように広義の二次市場の役割が相対的に大きくなることは、さらに国境をこえて市場取引が行われれば、それだけ多様な参加者が得られることになるので、さらに広範囲にわたっての再配分を実現させることになる。このように、資金は高い収益率を求めて移動するだけでなく、移動する際には広がりをもって移動するという原則からして、実物資産の収益率の低下という実物経済面での構造変化のもとでは、クロス・ボーダーの取引を活発にすることになったのである。そうして、この場合のクロス・ボーダー取引は、資本収支の赤字・黒字の範囲にとどまらず、二次市場を通じていわばグロスの金融取引の次元で活発に行われることを意味する。この現象こそ金融のグローバル化といわれるものに他ならない。

貯蓄から投資への資金移転という点でみれば、資本収支がどれほどかが問題になることはいうまでもない。しかし、資本収支が同じ1の大きさの黒字であっても、国内から海外への資金の移動が10で、同時に逆の資金移動が9で、それらの差額として1の黒字が実現する場合もあれば、前者が100で、後者が99で、やはり差額は1の黒字という場合もある。先の例に比べて、後の例がよりグローバル化が進んだ場合といえることはいうまでもない。金融のグローバル化とは、このようにグロスの意味での国際的な資金移動、クロス・ボーダー取引が活発化する現象なのである。

このように金融のグローバル化をとらえると、その背景のひとつとして、ここで仮説として提示したような世界経済の実物面での構造的な変化が重要な意味をもつことが理解できよう。この仮説は実際に支持されるのだろうか。

また、金融のグローバル化が単なる国際化とも異なる意味をもつことは、上記の説明から十

分に理解できよう。奥村氏は「グローバル化は金融の国際化が一段と進展した結果として生まれてきた現象」ととらえているが、まさにその通りである。問題は「一段と進展した」とはどのような意味か、また、その進展はいかなる要因によって支えられたのかという点にある。

さらにまた、この現象が金融の証券化、セキュリティ化とも表裏一体の関係にあることも、これまでの説明から明らかであろう。

次にこれまで述べてきたことからの自然な演繹として、グローバル化の将来展望について簡単に触れておこう。答えは明白である。すなわち、これからの世界経済において再び実物資産収益率の著しい上昇が実現し、企業家のモノに関する長期期待がかつてのように積極的になるかどうか、これが金融のグローバル化の将来を大きく左右し、そのあり方に影響を与えるにちがいない。そうでなければ、今日の趨勢は時代の流れとしてそのまま定着したものとなろう。このような観点で考えるとき、注目すべきは日本を含めた環太平洋圏の経済の将来である。日本が内需拡大を追求し、同時に内需を満たす供給者として太平洋圏の比重が高まるといった事態が成功裡にもたらされれば、あらためて太平洋経済での金融の資金移転機能が重視されることになる。そういった場合には、かつての高度成長期の金融とは大きく異なることはいうまでもないが、現在のグローバル化現象とも性格の異なる金融の姿が実現するかもしれないのである。

3. 金融のグローバル化に対する制度的対応：国際金融センター機能の充実に向けて

(1) グローバル化と自由化

資金の流れに関する仕組みが、かつてとは大

きく変化し、国内的に言えば金融自由化が、世界的に言えば金融のグローバル化の動きが定着するなかで、金融、もう少し正確に言えば金融サービス業、金融にかかわるさまざまな専門的業務は2分化される傾向にある。すなわち、大口の金融取引を扱うホールセール業と小口の金融取引を扱うリテイル業への分化である。そして、前者はごくごく少数の地域に集積し、そこできわめて効率的な金融サービスの提供が行われるという傾向がある。また、そのことが国内の金融自由化、国際的には金融のグローバル化を一層促すことになる。

金融の自由化とは、一言でいえば、オープンな金融・資本市場が金融取引の中核となるということである。オープン市場とは、誰でも参加が可能で、不特定多数の需要と供給に応じて価格が決まる。逆に、人々は価格を中心にその金融取引を行おうか行まいかを考える。そこでは何が勝負かと言えば、安いか高いかということにつきる。そういうオープン市場が成長発展するプロセスがいわゆる金融自由化なのである。このように金融自由化というのは良いオープン市場を育てることと言いかえてもいい。金融に関して、自由化は、その字義どおり、金融に関するさまざまな規制を取り払うことという消極的な意味しか与えられないことが多いけれども、特に日本の場合には、そうではなくて、もっと積極的にいいマーケットをつくり上げるという意味があると考えなければならない。

さて、このようなオープン市場では金融を利用する技術、ノウハウは世界的に共通である。このことは、日本の金融が世界中から関心を寄せられるということにもつながる。また、日本においてオープン市場が発達すると、海外の既に発達し大きな規模で動いているオープン市場（ユーロ市場、なかでもとくにユーロ債市場）と結びつくようになる。グローバル化の動きが

促進される。しばしば、一言で金融自由化・国際化というが、金融の自由化・国際化が際だっている具体的な金融取引は、伝統的なバンキング・ビジネスというよりも、むしろオープン市場を利用した金融取引である。とりわけ大口の金融取引である。前者はいま現在そして将来も余り利益が上がらない分野である。

こういう状況の中で、日本の金融サービス業は、新しい環境に適応するための様々な工夫を行っている。また、それに応じた制度改革も進展している。しかし、日本の金融サービス業がこれから本当の意味で成長するかどうか。的確な判断を下すにはまだ時期が早い。場合によっては、将来の日本の金融サービス業は生産性の低い、問題の多い産業だということになるかもしれない。いや、そんなことはないだろう。日本の貯蓄率は世界に冠たるものがある。貯蓄が行われている限り、貯蓄された資金を投資に回す金融業は不可欠だ。そうであるならば日本の金融業が空洞化することは考えられないではないか。このように普通は考える。確かに、「日本の」という形容詞をつけないければ、金融業の将来性はそのとおりだろう。しかし、いま金融サービス業は非常な勢いで国際化している。だから、次第に少しずつではあるが、そして長い目で見ればはっきりとした形で、日本人の貯蓄資金の運用を任せる代理人としての外国金融機関の役割が高まってきている。資金の運用を依頼するのに、何も日本国籍の金融機関でなくてもいいではないか。あるいは、資金を借りる時にも、日本の証券会社や銀行に世話にならなくてもいいではないか。同じサービスをもっと安い形で、同じ値段ならより良いサービスを、世界の金融サービス業者から入手することができる。こういう事態になりかねない。

簡単にいえば、日本の金融サービス業は、長い間、規制の網の目の中で、護送船団方式とい

う形で安全に成長してきた。確かに日本の金融機関はみな大きく、たくさんの資金を扱っている。規模だけを考えると、世界一流である。しかし、なぜそれだけの資金が集まるか。競争の中でノウハウを駆使して資金を集め、運用する、本当の意味での市場競争が貫徹しているわけでは決してない。それ故、オープン市場の成長とともに、環境が変わり、競争条件が十分に貫かれるようになったとき、日本の金融機関が果たしてどれだけ生き残れるかという点については若干の注意が必要である。そうであるからといって、規制の自由化、良い市場の創設に積極的に取り込まなければ、日本の金融業自体が衰えてしまう。

なぜこのようなことを述べるのか。金融のグローバル化という問題から大分話がそれてしまっていると、判断されるかもしれない。だが、実は以上に述べたことは金融のグローバル化をめぐる制度問題を考えるとき、非常に大事なことである。

(2) グローバル化のなかで情報のもつ意味の変質：何故センターに集中するのか

金融取引には情報がつきものである。そして、金融サービス業は、資金を最終的に運用する、あるいは需要する主体に対して相手方の情報を提供したり、それに伴うリスクの一部を負担したり、あるいはできるだけリスクを少なくして収益が得られるようなサービスを提供する。このように金融サービス業は、情報をもとにし、リスク管理のノウハウに専門化した産業であるということが出来る。金融サービス業は典型的な情報産業である。

いま急速に拡大しているオープン市場の価格、売買高は、どの市場をみても、情報によって非常によく動く。逆に、「良い市場」の満たすべきひとつの条件は、価格がすべからくあら

ゆる情報を十分にかつ瞬時に折り込んで形成されるということにある。(すなわち、現代証券市場分析での「効率的市場」である。) 現実の市場は完全には効率的な市場ではないので、そこに場合によってはおおきな儲けを得るチャンスがある。そういう意味では、オープン市場に係わる金融サービス業あるいはそれを利用する投資家から投機的な性格をぬぐい去ることは難しい。しかし、広範に情報を収集し、分析し、近代的な手法で巧みにリスクを管理しながら、さまざまな金融サービスを供給し、商売をしていく。安い時に買って高い時に売る。うまく資産を分散して、リスクを低める。このように、現代の金融サービス業は、かつての銀行のイメージから大きく様変わりしているのである。そして、金融業務の基本は情報の収集と分析であることが改めて認識されはじめているのである。

金融のグローバル化は金融のセキュリタイゼーションと表裏一体の関係にある。セキュリタイゼーションとは、価格が決め手のオープン市場(株式や債券市場)が伝統的な金融市場である銀行預金、貸出市場にとって代わる現象である。最近の情報処理・通信技術にみられる革命的な進歩が、このセキュリタイゼーションの動きを加速化させている。市場での取引に必要な情報は、たとえば瞬時、瞬時の価格のように、コンピュータ・システムを通して容易に波及する情報である。張り巡らされた通信ネットワークを通して、価格情報は世界中を駆け巡る。また、世界的な規模でデータ・ベースが設けられ、取引された結果が蓄積され、決済される。こうしたネットワーク、データ・ベースにうまくアクセスできれば、日本にいても、アムステルダム市場で株式を買うことは可能である。逆に、世界中の投資家、資金調達者の取引を大阪で仲介することもできないことではない。そういう

意味でネットワーク、データ・ベースに代表される情報力というものが、(大口の)金融取引を行うものにとって重要であることはいうまでもない。だれでも基礎的な知識があれば理解できる形式的な情報について、きちんとしたネットワーク、データ・ベースを安い費用で利用できるように構築することは、グローバル化のなかで必然的な動きである。

だが、時代は、こうしたコンピュータ・システムを使った情報について、居ながらにして、安いコストで、どこでも容易に利用できるという方向にある。それ故、そういう面のみを重視し、それでこと足りたとするのでは、グローバル化の渦中にある専門業者の競争力の強化にはつながらない。コンピュータのディスプレイに現れるような形式的な情報が普及すればするほど、その価値は相対的に低下し、逆に相対的に価値が上昇するのはコンピュータにはのらない情報である。コンピュータによって伝達され得る情報を「形式的情報」と呼べば、それに対して「意味的情報」とでもいうべき情報の価値が高まるのである。すなわち、人と人が面と向かい、顔をつき合わせて初めて伝達できる、そういう情報が相対的に非常に価値を上げるのである。情報化の進展につれて、情報の価値がこのような変化を示すからこそ、いま金融のグローバル化が進むなかで、ロンドンやニューヨークや東京の、しかもそれらのごく狭い範囲に人が集中し、そこで巨額の資金が動き、取引が成立するということになる。そして、そこから、そういう目的で集まる人々を収容するための施設なり環境の整備が要請されることになる。

情報化社会というと、コンピュータ・システムを中心とした新しい技術ばかりが強調されがちである。しかし、本当はそうではない。新しいコンピュータ情報システムが確立されてしま

うと、これはもう共通の当り前のことになってしまっていて、価値は乏しくなる。価値が高まるのは、システムにのらない、汎用性の乏しい、人と人のつき合いの中から生まれてくる情報ということになる。金融のグローバル化に対する制度的な対応として重要な戦略の基本は、こうした情報化社会のパラドキシカルな側面をいかに認識して、都市政策、地域政策を形成するかである。

(3) 東京国際金融センターの確立を

いま東京はニューヨーク、ロンドンとならんで世界の金融を支える三つの柱のひとつとして、国際金融センターの地位を不動のものにしている。いいかえれば、グローバル化の震源地のひとつである。だが、この状況はそれ自体としては自然発生的に生じたものである。東京の国際金融センターとしての地位は意図的に高め

られたのでない。ちょうど、東京がムラの肥大化した都会であるように、膨大な国民貯蓄を背景にして結果的に大金融センターと化したに過ぎない。それでよいのだろうか。

世界の金融システムの効率性の維持という観点だけでなく、安定性の確保という観点からも、東京の国際金融センターとしての機能は意図的、政策的に高められなければならない。¹⁾

このコンファレンスの報告論文はどれも、金融のグローバル化が進むなかで、日本の金融制度が他国の金融制度と異なること、対応がとられていることなどから生じる問題点を指摘し、制度改編の方向を示唆している。確かにその通りであるが、そうした点に加えて、日本がマネーセンターとしての機能を果す上で、より広範な政策的観点から、制度の検討が考えられなければならないのではないだろうか。

以 上

1) 大恐慌の経験を今日に生かすとするれば、当時世界の金融センターとしての地位を固めつつあったアメリカが、その事実を理解せず、国内的な事情によって結局は国際的な恐慌の波及をもたらしてしまったという点を、いま日本は改めて思い起こすべきである。Kindleberger の所説を参照。また、Eichengreen の最近の文献 *The Anatomy of Financial Crisis (NBER Working Paper, 1987)* も参照。

Ⅲ. コメント論文

(参考)

非金融法人企業固定資産収益率

(1億円)

年	(A) 所得・貯蓄	年末	(B) 純固定資産	(C) 再生産不可能	A/B + C %	A/B %
1971	169983	1970	488178	445591	18.20	34.82
72	191601	71	583000	539366	17.07	32.86
73	224582	72	718873	746473	15.33	31.24
74	246207	73	1006323	974840	12.43	24.47
75	245444	74	1269441	976601	10.93	19.33
76	279663	75	1369161	1059500	11.52	20.43
77	309184	76	1531838	1136136	11.59	20.18
78	352419	77	1646357	1200976	12.38	21.41
79	379297	78	1779152	1348332	12.13	21.32
80	454894	79	2015104	1607777	12.56	22.57
81	467227	80	2260047	1894160	11.25	20.67
82	481688	81	2420625	2112738	10.63	19.90
83	488470	82	2569576	2257360	10.12	19.01
84	530971	83	2683059	2341523	10.57	19.79
85	572574	84	2854986	2431603	10.83	20.06

資料) 経済企画庁、国民経済計算年報、1987年版

企業の資産収益率

(「国民経済計算年報」より)

