

証 研

レポート

No.1698

2016年10月

証券市場の新たな役割

二上季代司（1）

英国のソーシャルレンディング
～最近の市場動向～

松尾 順介（12）

日銀の「新しい枠組み」を考える

伊豆 久（28）

金融の歯止めが利かない国債市場の謎

中島 将隆（37）

証券市場の新たな役割

二上季代司

今秋の九月中旬、明治大学駿河台キャンパスで「証券経済学会創立五〇周年大会」が開催された。一九六七年、金融・商業・財務・会計・法律など様々な学問的領域の先達が、あの証券恐慌（一九六五年）後の望ましい証券市場のあり方を展望すべく、証券経済学会を創立したのであった。

あれから半世紀が経過した。証券市場は大きく変わり、証券業界もまた様変わりとなった。変化の始まりは、ちょうど中間時点（一九九〇年）におこった「バブル崩壊」であった。土地と株価の下落によって銀行と証券会社を巻き込んだ金融危機が深化し、その過程で銀行と証券会社の不祥事が露呈した。これが契機となって、それまでの「護送船団行政」は厳しい批判を浴びることになった。

その結果、一九九八年の「金融システム改革法（日本版ビッグバン）」が成立し、証券恐慌後に確立した「体制（レジーム）」は根本的に転換した。免許制、固定手数料制、市場集中義務等の競争制限的措置は、登録制、手数料自由化、市場集中義務の撤廃等の競争促進策に置き換わった。行政の主体も大蔵省から分離した金融庁に代わり、検査監視部門は証券取引等監視委員会が担うことになって、金融証券行政は事前予防型から事後監視型へ転換していった。

この新体制に転換してからすでに二〇年近くが経過しようとしている。証券市場と証券会社の変化が構造的なものであるとすれば、それは単に法律や行政の転換によるものとはいえない。むしろ、日本経済それ自体の成長

経路に変化が生じ、実物経済に対して果たすべき証券市場（したがって証券会社）の役割や貢献のあり方に変化が生じたためだと考えるべきだろう。法律や行政の転換も、そうした証券市場や証券会社が果たすべき新たな役割、貢献をバックアップし、後戻りさせないためのものであったと考えるべきである。

それでは、証券市場や証券会社が果たすべき新たな役割とは何か。以下では、この点に関し、若干の見解を述べてみたい。

1 証券市場と証券会社の役割

教科書的にいえば、証券市場の果たすべき機能、役割には、大別して、①流動性提供機能、②資本（とりわけリスクキャピタル）提供機能、③価格発見機能、④資本の効率的配分機能の四つだとされる。これら四つの機能は単独で存在しているわけではない。すなわち①流動性が高ければ高いほど、②資本が容易に調達できるし、③公正妥当な証券価格が形成されていればこそ、④価格メカニズムに基づいて証券発行が行われ、資本が各産業に適正・適量に配分される、という関係にある。

この依存関係が欠落している場合には、資本のミスアロケーション（たとえばバブル期の過大増資）も起こりうるのである。では、仲介業者である証券会社の機能は、これら証券市場の機能とどう関係があるのだろうか。

証券会社の委託売買・自己売買業務は、①証券市場に期待される流動性提供機能を顕現化（あるいは向上）させるのである。同様に引受業務は、②資本（とりわけリスクキャピタル）供給機能を顕現化（あるいは向上）させるという役割がある。では、③証券市場の持つ価格発見機能と④資本の効率的配分機能は、証券会社のどのような業務が担っているのだろうか。

「投資アドバイザリーサービス」

それは「アドバイザリーサービス」である。調査部やアナリストが産業調査、企業調査を行う中で各種産業の成長性を評価し、各産業に属する企業株式の公正妥当な「理論価格」を割り出し、それに基づいて営業部門が顧客に売買を推奨する。もし、その理論価格が間違っていれば、あるいはその後の各産業・企業のパフォーマンスが、当初の見込み通りでないことが明らかになると、それを訂正するような新たな需給が入り、絶えず証券価格の訂正が行われるのである。

こうした投資アドバイザリーは、以前は対価をとらずブローカー業務に付随して行われていたのだが、機関化の進展に伴い、投資助言業や投資運用業として対価をとる独立した業種として確立するようになる。そうになると、証券会社の投資アドバイザリーサービスとしては、①以前と同様に投資助言を付随業務として行う、②投資助言ないしは投資運用の兼業登録を行って投資運用にみずからコミットする、③投資信託そのほかファンドの販売・組成を通じて、機関投資家の資金量そのものの配分にコミットする、という形態をとる。とりわけ、手数料が自由化されると、②と③の形態をとるようになるのである。

つまり調査部、アナリスト、兼業として投資運用業、投信そのほかファンド販売等、広い意味での「投資アドバイザリー」部門は、証券資産の適正な配分・再配分を直接・間接にサポートし、その結果、絶えず証券価格をファンダメンタルバリューへと収斂させるのである。これが「価格発見」ということである。そして、こうして「発見された」証券価格をシグナルとして資金調達が行われる。すなわち、引受部門は市場価格を参考にして発行価格等の発行条件を発行会社に提案するのである。

「コーポレートアドバイザリーサービス」

他方、証券価格は、投資家の要求資本収益率を反映している。現在の株価で計算した利回りが、投資家の期待する利益率を上回っていれば株は買われ、逆の場合は株が売られる。この収益率は、「株主から預かった資本を投資する際には、これぐらいの利益率を稼がなければ株主の期待を裏切ってしまう」という意味で投資切捨率 (cut-off rate) とも呼ばれる。つまりこれは、企業経営者に課せられたコスト (「資本コスト」) を反映するのである。

この資本コストは経営者が投資政策を立案する際によりどころとなるべきものである。すなわち、資本コストを上回る投資プロジェクトは採択され、下回るものは却下される。この選択を行う結果、資本は提供者である株主の期待を満足させつつ各種の産業・企業・投資プロジェクトに過不足なく配分されていく。もし投資プロジェクトや事業部門の収益率が「資本コスト」を下回っているとすれば、それは株主の資本を有効に使っていないことになり、投資計画は却下されなくてはならない。

資本コストを参考にしてそうした投資計画 (あるいは事業部門の買収・売却等) を提案する、あるいは資本コストをできるだけ下げる資本政策や配当政策を提案するサービス、これが「コーポレートアドバイザリーサービス」であり、証券会社では、当該担当部署を「投資銀行部門」と称するのである。

このようにみると、価格発見機能の向上は「投資アドバイザリーサービス」の質に、資本の効率的配分機能の向上は「コーポレートアドバイザリーサービス」の質に左右されるといえるのではなからうか。

2 減速経済化の証券市場の役割・機能

このように証券市場の持つ四つの基本的な役割・機能と証券会社の各種の職能・機能とは対応関係にあるのだが、実物経済の置かれた成長経路の如何によつては、証券市場の持つ四つの役割・機能の優先順位が交代することもありうるのである。

たとえば戦後の高度成長期には、低コストで大量の資金を迅速に調達することが優先された。これに対応して証券界も増資新株、新規公社債、投資信託の販売力強化に注力してきたのである。この時期には低金利政策や起債調整によつて公社債発行市場の市場メカニズムは阻害されていた。株式発行市場においても同様であった。株主割当額面発行は時価を大幅に下回る割引発行であつたし、公募増資の時代に入つても「株式相互持合い」によつて株価そのものが割高に下支えされ、適正株価であつたとは言えない状況が続いたからである。それでも、高度成長期の証券市場が産業界に果たした役割を否定することはできない。この時代の証券市場の第一義的役割は、資本提供機能にあつたからである。

しかし、バブル崩壊後、極端に低い成長率を示すようになった日本経済では、証券価格をシグナルとして、既存の資源を効率よく適正に配分・再配分する機能が優先されることになった。フランクリン・アレン⁽¹⁾によれば、資本配分は銀行の預金・貸金業務によつても可能だが、銀行の融資審査や事後的なモニタリングは、モニターの主体（調査部、審査部など）が少数であり、かつ事後的なモニタリングが単発である。このため審査コストは安上がりだが、事後的な修正が効きにくいのである。これに対して株式市場では事後の成果が株価に反映され、絶えず見直され、修正が効きやすい。

ITやバイオテクノロジー等の新興産業は、過去の事例がなく情報が過少で成否が見通しにくい。また寡占企

業は比較できる同業他社が少ないため、投資の成否のチェックがしにくい。そうした産業では、投資の成否が株価に反映され、かつ多様な投資家によって絶えず株価のチェックが行われる証券市場のほうですぐれているのである。

実際、証券市場では、銀行を経由するのではなく証券市場を経由した資本の配分・再配分機能が、資本提供機能よりも優先度の高いものになりつつあることを示す指標をいくつか提示することができる。

たとえば、配当支払に自社株買いを加えた株主還元額が株式の有償発行額を上回り、その乖離幅が大きくなっていること、また事業部門や企業の買収・売却などのM&Aが増加していること等は、収益率の低い事業分野から資本が引き揚げられ、既存の事業・産業の再構築がマーケットを経由しながら進んでいる姿を反映しているのである。また、二〇〇〇年代に入って、マザーズをはじめ各証券取引所に新興市場が相次いで開設され、毎年、多くの新興企業のIPOが行われるようになったことも、資本配分・再配分が証券市場の重要な機能と期待されるようになったことを反映するものである。そうであれば、証券市場の持つ価格発見機能、資本の効率的配分機能がさらに発揮・向上するための努力が必要になってくる。

バブル崩壊前後からの規制緩和や日本版ビッグバン、それに続く一連の制度的措置は、そうした価格発見機能、資本の効率的配分機能を発揮させる上で、①阻害要因の除去と②促進要因の導入が多く含まれるのである。

たとえば、価格発見機能向上のためには、情報効率性と取引効率性を高めることが必要だが、前者については大量保有報告制度の導入や企業会計制度の大改革（連結主体の会計制度や時価会計の導入）等があげられるだろう。これによって株式保有や企業内容に関する開示内容が充実し、ファンダメンタルなFair valueを割り出す上での判断材料がより豊富になったのである。後者の取引効率性については、手数料自由化等による取引コストの低

減のほか、デリバティブ市場、レポ市場など多様な取引形態・市場の創設、整備が進んだ。デリバティブ市場やレポ市場が加わったことで需給要因（したがって価格形成）に対する予算制約が大幅に緩和されたのである。また、株価形成上、諸悪の根源ともいえる「株式持合い」についても株価下落と時価会計の導入、さらには「銀行株式保有制限法」により持合い解消売りが進んだのである。

他方、資本の効率的配分機能向上のために取られた制度的措置は、産業のスクラップアンドビルドを促進させる目的のものが多かった。民事再生法（二〇〇〇年）、商法改正（一九九九年）から会社法（二〇〇六年）までの企業再編法制の整備はM&A等により既存産業の再構築を促進させる効果を持つものである。また、マザーズ、ヘラクレス等の新興市場の創設等は新興産業・企業の発掘・育成を通じて産業構造の新陳代謝を狙うものであった。以上のような証券市場の持つ価格発見機能、資源の効率的配分機能は、具体的には仲介者によって発揮されるものであるとすると、これに対応する証券会社の「アドバイザリーサービス」の質的向上を図る上で、どのような課題があるのだろうか。

3 仲介者のアドバイザリー機能

まず重要なことは、こうした「アドバイザリー」の担い手は、証券会社だけではないということである。むしろ投資アドバイザリーは投資顧問業者や投資信託運用業者の本業であり、「投資運用業」に含まれるのである。また、M&Aの助言・あっせん業は、証券業界では一握りの外資系証券、独立系およびメガバンク系の大手五社などが高い集中度を誇っており、他の証券会社が手掛けている事例は非常に少ない。むしろ証券界の枠を超えて、一種のコンサルタント業務として銀行や会計士事務所等も取り組んでおり、これを専業とする事業会社もある。

現状、多くの証券会社がビジネスとして行っている「アドバイザリー」は「投資アドバイザリー」である。そこで、この点についていくつかの課題を述べておこう。

今日、「投資アドバイザリーサービス」を提供するうえで、多くの証券会社が手掛けているのは、①投資運用業の兼業登録を行って、直接、機関投資家の資産配分を代行するか、あるいは、②投資信託等の各種ファンドの販売を通じて、機関投資家それ自体に資金を配分・再配分する、というものである。①は大手、準大手、中堅証券会社が手掛けているが、②は大手から中堅・中小まで幅広く多くの証券会社が手掛けているビジネスである。

投資信託や各種ファンドには投資対象や運用技法によって多様なリスクリターン特性を持つものがあり、そのパフォーマンスは「基準価格」に反映される。その基準価格は、結局は投資対象企業の収益性・成長性に規定されるとすれば、基準価格そのほかのパフォーマンス指標を参考にしながら各種ファンドを取捨選択して顧客に販売していくことで、好成績のファンドだけが生き残り、その資金量は増えていく。このことが間接的に各産業・企業への資本配分の効率化につながっていくのである。

いいかえれば、証券会社の投信販売は各ファンドの定性・定量評価を行って、評価に耐えうるファンドを取捨選択し、顧客属性に適合したファンドを販売していく姿勢が重要である。また販売後もパフォーマンスをトレースして、たえず顧客ニーズに適合しているかどうかのチェックをしていくことが求められよう。

逆に、利益が出ているからといって顧客に利食い売りを奨め他のファンドに乗り換えさせる販売手法をとれば、パフォーマンスの良いファンドの残高は増えず、腕の良いファンドマネージャーに予算制約を課すことになって、買いを入れるべき銘柄の売却を余儀なくさせることになりかねないのである。実際、パフォーマンスの良いファンドこそ利益確定の解約が多く残高が増えないこと、その結果、わが国の投資信託は本数は極めて多いものの残

高がおしなべて小さく、運用しにくい状況が続いているのである。

なお、証券会社のビジネスでアドバイザリーに関連する業務収入は、投信の販売手数料や代行手数料、運用報酬、M & A等に関する相談や仲介の手数料等から構成されるが、それは、投信の販売手数料を除き、「その他手数料」に一括される。そこで乱暴ではあるが、委託手数料＋売買損益を流動性提供の対価、引受手数料を資本提供の対価、募集手数料とその他手数料をアドバイザリーの対価とみなすと、アドバイザリーの対価の伸びが大きいのである（表）。それだけに、今後はこの分野のビジネスの洗練化に努める必要があるだろう。

おわりに

以上は、バブル崩壊後のわが国証券市場の期待される役割・機能のプライオリティが、価格発見と資本配分・再配分にシフトしていることを指摘し、それに対応して証券会社のビジネスも「アドバイザリーサービス」にシフトしつつあることをみてきたのである。しかし、価格発見機能の向上と資本配分・再配分の効率化は、証券会社の努力のみによるものではない。最後に、近年になって浮上してきた問題点をまとめておこう。

「価格形成上の問題」

シグナルとしての証券価格形成において、近年、いくつかの問題が提起されてきた。その一つはプログラムを使ったアルゴリズム取引や高頻度取引（HFT）の増加である。わが国でも、こうした取引ウェイトが高まって

表 全国証券会社（251社）の収入構成

（単位：10億円、％）

	2014年度	構成比	対1990年度 比較（倍）
委託手数料＋売買損益	1,925	50.6%	0.86
引受手数料	162	4.3%	0.94
募集手数料	465	12.2%	1.48
その他手数料	978	25.7%	2.66
純金融収入	276	7.3%	0.42
純営業収益	3,807	100.0%	1.02

（注）1990年度末（1991年3月）の証券会社数は267社である。

（出所）日本証券業協会監査2部「会員の決算概況」より作成

おり、株価の変動性（ボラティリティ）を高めているという批判がある。ボラティリティが高まれば株式のリスク（したがって資本コスト）は上昇する。それは投資を抑制させ望ましくない。他方で、こうした取引は流動性を供給して公正な価格形成に貢献しているという評価もある。

また債券市場においては、社債市場のベンチマークである国債市場が機能障害を起こしているという問題もある。長引く「デフレ」からの脱却のため、二〇一三年四月、日銀は異次元金融緩和政策をとり、本年一月にはついにマイナス金利政策を打ち出した。この結果、国債流通利回りはマイナスとなり、社債発行のベンチマーク機能が果たせなくなったのである。前代未聞の事態であるが、こうした状況下で社債発行利回りはどのように決定されるべきか、大きな課題といえよう。

「進まない産業構造の転換」

企業再編法制の整備、マザーズなど新興市場の開設等は、産業や企業のスクラップアンドビルドを促進する効果があるはずだが、日本企業の開業と廃業の比率は他の先進諸国より低く、経済の新陳代謝は進んでいないといわれている。既存企業のROEも依然、他国比で低いままであるとされる。つまり、日本経済の資源はなお、効率的に配分されているとは言えないのである。

仮に、株価や社債がファンダメンタルバリューを反映して形成されたとしても、これを投資家の評価として受け止めて、適切な投資決定・資本政策・配当政策を実行しなければ、資源の適正な配分・再配分を達成したことになる。

前述のように、株価から計算される「資本コスト」は株主の要求収益率であり、経営者はこれを尊重して経営にあたらなければならない。資本コストを下回るような事業の続行は、資源の浪費であり、資本を提供している

株主の利益を損なうことにつながる。したがって経営者に資本コストを尊重させ、これを基準とする投資政策、財務政策を採択させることを強制し、もし遵守しなければ経営者を交代させるルールづけが、なされなければならない。そうした「市場規律」はだれがどのように実行するのか。

二〇一四年から始まった、「スチュワードシップコード」は、機関投資家が投資先企業の企業価値を向上させ、受益者のリターンを最大化する目的で、投資先企業の経営をモニタリングし、株主総会での議決権行使の方針や行使結果の公表を行うことなどの原則をまとめたもので、すでに多くのわが国機関投資家はこの原則の受入れを表明している。

また、東証は二〇一五年、上場規定に「コーポレートガバナンスコード」を設けた。これは上場企業が守るべき行動指針であって、政策保有株（持合株）に関する方針や取締役会に関する開示、また独立社外取締役を二名以上選任することなどが盛り込まれている。

この二つのコードは、「市場規律」を実効あらしめるためのものであるが、それが定着するかどうか今後の課題であろう。

注

(1) アレン・F「株式市場と資源配分」『フィナンシャル・レビュー』二八号、財務総合政策研究所、一九九三年

(にかみ きよし・大阪研究所長)

英国のソーシャルレンディング

～最近の市場動向～

松尾 順介

はじめに

近年、海外でのソーシャルレンディングの成長が注目されている。ソーシャルレンディングとは、インターネット上で、資金の借り手と貸し手を仲介する金融仲介サービスであり、その嚆矢は英国であるとされているが、現在では英国のみならず米国をはじめ、中国での成長も注目されている。特に、米国では、このビジネスの最大手であるLendingClubが二〇一四年にNYSEに上場したことは記憶に新しい。日本でのソーシャルレンディングは、海外での成長に比べて後塵を拝していると言わざるを得ないが、地域の資金を地域内で循環させるためのチャネルとして活用が期待されている。そのなかには、再生可能エネルギー事業での活用も注目される。

ところで、英国のソーシャルレンディングに関しては、二〇一六年二月、ケンブリッジ大学オルタナティブ・ファイナンス・センター（Cambridge Centre for Alternative Finance）およびNestaによって⁽¹⁾、"Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report"と題する調査レポートが公表された。この調査は、KPMGの協力とCMEグループ財団の支援の下に行なわれたものであり、規制導入後の英国のオンライン・オルタナティブ金融市場の動向が詳しく調査・分析されており、興味深い内容となっている。ここであらう、オンラ

イン・オルタナティブ金融（以下、OAF）市場とは、インターネット上の金融チャネルを総称しており、クラウドファンディングと同義であると考えられ、この調査レポートでは、英国のOAF市場の成長を牽引しているのがソーシャルレンディングであることが明らかにされている。

そこで、本稿では、上記レポートの内容を紹介した上で、その成長を考察し、日本のソーシャルレンディング市場と比較・検討する。

1 市場の概況

このレポートでは、英国のOAF業界の市場規模は、二〇一五年三億ポンドに達したとしている。これは二〇一四年の一七・四億ポンドに比して八四％の増加である。もっとも二〇一三―一四年の成長率は一六％であったことから、成長率は低下しているものの、この業界は全種類にわたって拡大を記録している（図表1参照）。

このような拡大について、同レポートはソーシャルレンディングに関連して以下の点を指摘している。

① 事業融資に占めるシェアの拡大：二〇一五年、約二万社の中小企業がOAFによって二億ポンドの資金調達を行った。このうち融資総額は、一八・四億ポンドであり、これは英国の事業融資総額約五三〇億ポンド（イングランド銀行の二〇一四年データ）の三・四三％に達している。このOAFの事業融資のデータには、ピア・ツー・ピア（peer-to-peer、以下P2P）の事業融資、インボイス取引、負債証券を含んでいる。なお、小規模

図表1 英国OAF資金調達額（2013―15年）

（単位：10億ポンド、％）

2013年		2014年		2015年	
資金調達額	成長率	資金調達額	成長率	資金調達額	成長率
0.666	—	1.74	161	3.2	84

（出所）Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.11より作成

企業部門だけに限定すれば、P2Pの事業融資（不動産を除く）は、二〇一五年の英国の銀行による小規模企業向け新規融資総額（二〇一四年六三・四億ポンド）の二三・九%に相当するものと推測している。

② 機関化の進展…二〇一五年のOAF市場において、機関投資家の関与が拡大しており、P2Pの消費者融資の三二%およびP2P事業融資の二六%が機関投資家の資金によって占められている。

③ 不動産向けOAFの知名度が最も高い…不動産向けOAF投資は、OAF全部門のうち最も知名度が高く、融資と株式投資を合わせると、二〇一五年約七億ポンドに達している。

④ 現行規制に対する業界の満足度の高さ…P2P融資および株式型クラウドファンディングに係る現行規制について、業界関係者に対して調査したところ、九〇%以上のプラットフォームが現行規制を適切かつ妥当と回答している。

⑤ 最大のリスク要因としてのプラットフォームの悪用および不法行為…今後の市場の成長にとって最大のリスク要因をプラットフォーム関係者に調査したところ、最も多数の回答として、一つ以上の知名度の高いプラットフォームが不法行為によって破綻するリスクが挙げられ、この回答は調査対象プラットフォームの五七%を占めている。

他方、OAFの週類による区分は、複合的かつ横断的な側面が拡大しているため、単純には区分しにくくなっている。したがって、同レポートは、種類別の定義を一新し、下記の定義のもとに集計を行っている（図表2参照）。

まず、P2Pの事業融資が金額面で最大であり、一四・九億ポンドが中小企業に融資されている。なお、この種類の二〇一三―一五年の成長率は一九四%である。

次に、P2Pの不動産向け融資は、六・〇九億ポンドであり、融資先の大半は中小の不動産開発事業者であり、内訳は住宅および商業用不動産開発である。他方、資金の貸し手は機関投資家である。

なお、前述のように、小規模企業部門だけに限定すれば、P2Pの事業融資（不動産を除く）は、二〇一五年の英国の銀行による小規模企業向け新規融資総額の一三・九％に相当するものと推測される。

第三に、P2P消費者融資は九・〇九億ポンドであ

図表2 英国の種類別OAF（2015年）

（単位：万ポンド）

種類名	定義	金額
P2P事業融資	個人または機関投資家と事業会社間の担保付または無担保の融資取引、大半は中小企業	149,000
P2P事業融資（不動産）	個人または機関投資家と事業会社間の不動産向け融資取引。大半は不動産開発事業者	60,900
P2P消費者向け融資	個人または機関投資家と単独の個人との間の融資取引。大半は無担保の個人向け融資	90,900
インボイス取引	事業会社によるインボイスまたは受取手形の売付け。売付先は主に富裕層個人または機関投資家のプール	32,500
株式型クラウドファンディング	登録証券の売付け。売手の大半はアーリーステージ企業、買手はリテールの洗練された投資家および機関投資家	33,200
株式型クラウドファンディング（不動産）	個人による不動産への直接投資。通常はSPVの登録証券の売付けによる	8,700
コミュニティ・シェア	協同組織、地域貢献組織および地域慈善組織によって発行された、引出可能な株主資本	6,100
成果還元型クラウドファンディング	資金提供者は非金銭的な成果ないし生産物を期待して資金提供	4,200
ペンション・レッド・ファンディング	主に中小企業のオーナーまたは経営者がペンションファンドの積立金を、その事業に再投資できるようにするもの。知的財産権が担保として使われることもある	2,300
寄付型クラウドファンディング	資金調達者が資金提供者に対して金融上の法的義務を負わない非投資モデルであり、資金提供者は金銭または実物のリターンを期待しない	1,200
負債証券	個人が固定金利の負債証券（主に担保付きまたは無担保社債）を購入する。満期時に資金の借り手は元利金を支払う	620

（出所）Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.13より作成

り、二〇一四年の五・四七億ドルから六六％増加し、急成長するとともに英国の消費者に効率的な消費者信用を提供している。さらに、消費者融資プラットフォーム数の増加は、企業連携の強化や他業界の参入によって、借り手の拡大につながっている。また、いくつかの消費者融資プラットフォームは、機関投資家および政府系資金の流入に後押しされ、事業融資にも参入している。

第四に、インボイス取引は、中小企業と個人または機関投資家間で割引手形を取引する、OAFチャネルである。二〇一五年は対前年比二〇％の増加で、三・二五億ポンドとなっている。過去の成長率に比してその伸びは低下している。

第五に、投資家が長期および短期の再生可能エネルギー事業などに投資する負債証券は、六二〇万ポンドで、三年間の平均成長率は五二％である。

ここで、事業融資に占める市場シェアに着目すると、前述のように、二〇一五年、約二万社の中小企業がOAFによって二二億ポンドの資金調達を行っていることがわかる。これは、二〇一四年の一〇億ドルから一二〇％増であり、資金調達企業数は七〇〇社から一八六％増である。

さらに、不動産を除くP2P事業者向け融資は、中小企業の借り手の要求を満たしており、その平均融資額は、七万六二八〇ポンドである。なお、この融資が英国国内銀行の中小企業向け新規融資額に対する比率は、二〇二一年一％に過ぎなかったが、二〇一三年三％、二〇一四年一二％、二〇一五年一三・九％に増加している。

2 市場の趨勢

同レポートは、市場拡大の趨勢に関して、いくつかの興味深い点を指摘している。

まず、OAF市場の拡大につれて、資金調達者および資金提供者数が増加していることを指摘している。資金提供者については、約一〇万九〇〇〇人が資金提供を行なっている。これはかなりの重複計算を含んでいると考えられるものの、市場参加者のすそ野の広がりを示すものである。他方、二〇一五年の資金調達者数は、二五万四七二であり、第1四半期三万六〇〇〇、第2四半期四万八七三四と低位であつたものの、第3四半期八万八七七九、第4四半期八万三五一と後半に伸びている。なお、このうちの一定割合は、複数回の資金調達を行なっているものと思われる。

次に、女性参加率の高さを指摘している。P2P融資プラットフォームにおいては、借り手の中小企業の二一・一％が女性である。逆に、資金提供者では、P2P消費者融資では二九・五％、P2P事業融資では三四％が女性である。さらに、負債証券でも、女性比率は相対的に高く、四五・五％を占めている（ただし、資金調達者では五％）（図表3参照）。

第三に、プラットフォームの新規設立および取引開始について、同レポートでは、この三年間に多数のプラットフォームが設立または取引開始していることを示されている。ただし、この数字は二〇一三年から一五年にかけて低下している。なお、設立から取引開始までの平均年数は、P2P事業融資プラットフォームで一・一六年、株式型プラットフォームで一・一七年となっており、この期間は、FCAへの登録手続きに費やされている（図表4参照）。

図表3 プラットフォームへの女性参加率（2013—15年）

（単位：％）

	資金調達者	資金提供者
負債証券	5.0	23.5
株式型クラウドファンディング	7.8	25.5
ペンション・レッド・ファンディング	11.6	29.5
P2P事業融資	21.1	34.1
P2P消費者融資	25.5	45.5
成果還元型クラウドファンディング	46.2	45.5
寄付型クラウドファンディング	65.5	55.5

（出所）Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.22より作成

第四に、市場の競争激化によって、各プラットフォームは、新しい分野への進出だけでなく、資金調達者や資金提供者の関心を引くため、テレビなどの旧来型広報およびオンライン広報やマーケティングチャネルを活用していることが指摘されている。特に、ロンドンでは、P2P融資だけでなく、成果還元型および株式型クラウドファンディングプラットフォームが新規顧客開拓のために屋外広告、バス、タクシーまたは電車広告を利用して利用している。さらに、各プラットフォームは、独立系フィナンシャルアドバイザー（IFA）、業界団体、金融機関（コマースカルブローカー等）へのマーケティングを開始し、中小企業の周知性を高め、そのサービスの利用を促そうと注力している。さらに、一般的な周知性を高めるほか、各プラットフォームは、公的および民間部門のパートナーシップを利用して、質の高い資金調達者および資金提供者あるいは機関投資家を獲得しようとしている。

第五に、機関投資家の関与の高まりが指摘されている。具体的には、二〇一五年には、一〇三一の機関投資家が英国のプラットフォーム上で融資または株式によって資金提供している。また、四五％のプラットフォームが機関投資家の関与を報告しており、これは二〇一三年一一％、二〇一四年二八％から大きく上昇している。特に、二〇一五年について四半期ごとにとみると、第1四半期は三五％であるが、第4四半期には五〇％を上回っている。さらに注目すべきことは、二〇一五年の第2および第4四半期において、報告してきたプラットフォームの一〇％超が機関投資家の資金が総資金調達額の八〇％

図表 4 OAF市場への新規参入

	2004 年以前	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
新規 設立	2	2	1	0	1	1	4	5	10	16	23	16	6
取引 開始	1	0	0	0	1	1	2	3	4	11	18	24	14

(出所) Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.23より作成

を占めていると報告している。ソーシャルレンディングに着目すると、二〇一五年、P2P消費者融資三二%は機関投資家の資金によるものであり、四半期ベースでは、第1四半期一七%、第2四半期三〇%、第3、第4四半期三八%と増加しており、この傾向は二〇一六年も引き継がれると予想している。また、同年のP2P事業融資の二六%が機関投資家の資金であり、不動産融資については二五%である。ここでの機関投資家は、各種類によつて大きく異なっており、P2P融資では、伝統的な銀行やミューチュアルファンド、年金基金、ヘッジファンドおよび資産運用会社が相対的に大きな割合を占めている。さらに、地方政府機関やブリティッシュ・ビネス・バンクなど、公的ないし政府機関もまたAFチャネルを通じて中小企業に活発に融資している（図表5参照）。

第六に、クロスボーダー取引の拡大が指摘されている。二〇一四年以降、P2P融資と株式型クラウドファンディングプラットフォームが国境を超え、欧州全域から米国やオーストラリアに業務を拡大していることが明らかになった。組織的拡大かM&Aによるかどうかはともかく、プラットフォームがその成長のために英国外を見据えていることは確かである。英国に本部を置くプラットフォームにとつて、クロスボーダーの活動は、多国籍協力や交渉の拡大につながる。そこで、同レポートでは、各プラットフォームに海外からの資金流入と流出についての推計を提示することを求めた。その結果、英国のほとんどのプラットフォームにとって、資金の流出は皆無またはそれに近いが、逆に調査対象プラットフォームの半分以上が海外からの一定程度の資金流入を報告している。ただし、資金の流出入額は各種類によつて大きく異なっており、P2P事業融資プラットフォームの場合、クロスボーダー取引は、ごく少ないか、ほとんどないと報告されている。

第七に、規制に対するプラットフォームの満足度に関して、興味深い調査結果を報告している。二〇一四年、

FCAはP2P融資と株式型クラウドファンディングに関する規制を導入した。この規制は、一定の移行期間を経て、二〇一七年に完全施行されることになっており、それまで一年超の期間があるものの、同調査では、FCAの規制についてプラットフォームがどのような見方をしているか、調査が行われている。その結果、大部分のプラットフォームが現行規制に対して満足を示していることが明らかとなった。調査対象のP2P融資プラットフォームの九〇・五七％は、現行規制を「十分かつ適切」とし、逆に「厳格である」としたのは五・六六％である。さらに、「過剰かつ厳格すぎる」としたのは、三・七七％に過ぎない。FCAの規制の特徴は、オンラインとソーシャルメディアの双方の勧誘行為を対象とする点であるが、この点についても七六・四七％のプラットフォームが「十分かつ適切」としている。逆に、「過剰かつ厳格すぎる」としたのは二〇・五九％である。

第八に、税制優遇措置（tax wrapper）に関して、英国政府は、OAFに対して支援を行っている。その支援は、市場に対する直接投資（P2P融資プラットフォームを通じてブリティッシュ・ビジネス・バンクが中小企業に

図表5 種類別の機関投資家資金の割合（2015年、加重平均）

（単位：％）

	2015年（通年）	四半期	
P2P消費者融資	32	第1 四半期	17
		第2 四半期	30
		第3 四半期	38
		第4 四半期	38
P2P事業融資	26	第1 四半期	28
		第2 四半期	19
		第3 四半期	26
		第4 四半期	30
P2P事業融資（不動産）	25	第1 四半期	22
		第2 四半期	22
		第3 四半期	23
		第4 四半期	31
株式型クラウドファンディング	8	第1 四半期	9
		第2 四半期	3
		第3 四半期	9
		第4 四半期	10

（出所）Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.27より作成

対して六〇〇万ポンド以上を融資）するとともに、EISおよびSEISのような税制上のインセンティブを適用しており、株式型を中心に相当割合のプラットフォームによってこれが利用されている。さらに、二〇一六年には、政府は革新的金融型個人貯蓄口座（IFISA）を導入する予定である（四月六日導入済。P2P融資に適用される）。

最後に、将来の市場発展に関するリスク要因として、同レポートは、将来の市場発展にとってプラットフォームが何を最大のリスク要因とみなしているかを調査している。それによると、調査対象プラットフォームのうち、五七％が単独ないし複数の有名プラットフォームの不正行為による破綻を「高いないし非常に高い」リスクとして指摘している。また、調査対象プラットフォームの五一％は、サイバー・セキュリティ上の情報流出を有害な効果を持つ要因とみている。さらに、デフォルトリスクまたは倒産率の顕著な上昇も高いリスクと位置付けられている（図表6参照）。

3 ニ〇一五年の四半期データの推移

同レポートは、二〇一五年に関して、四半期ごとのデータを提示している。

まず、P2P事業融資は、年々急速に成長しており、二〇一五年一四・

図表6 将来的な市場発展のリスク要因

(単位：％)

項目\割合	非常に 高リスク	高リスク	中リスク	低リスク	非常に 低リスク
有名なプラットフォームの破綻	20.80	36.50	28.10	12.50	2.10
サイバー・セキュリティ上の情報漏洩	18.80	32.30	35.40	12.50	1.00
デフォルトリスクまたは倒産率の顕著な 上昇	13.50	33.30	41.70	10.40	1.00
有名なキャンペーン、案件、融資事案に おける詐欺行為	11.50	34.40	41.70	11.50	1.00
優遇税制の撤廃または変更	4.20	33.30	45.80	15.60	1.40
規制の変更	10.50	21.20	38.90	21.10	8.40
機関化による小口投資家の排除	3.10	21.90	30.20	33.30	11.50

(出所) Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.34より作成

九〇億ポンドに達した（図表7参照）。ただし、二〇一四年の新規参入P2P事業融資プラットフォームは六であったが、二〇一五年は一に過ぎなかった。

P2P事業融資の最大分野は、不動産モーゲージおよび不動産開発であり、二〇一五年六・〇九億ポンド、事業融資の四一％を占めていた。

不動産を除くと、二〇一五年P2P事業融資の貸し手は、約一万社の中小企業であり、総額八・八一億ポンドであった。なお、P2P事業融資の平均額は、七万六二八〇ポンドであり、平均貸し手数は三四七であった。

平均的には、P2P事業融資プラットフォームの貸し手の四二・三％が自動ビッキング／自動セレクション機能（これは多数のP2P融資プラットフォームで提供されている機能であり、貸し手が投資額、満期、リスク許容度を指定すると、プラットフォームは、事前に入力された設定に基づいた融資先に資金を配分するので、手動で貸付先を選ぶのは対照的である）を使っており、貸し手は資金額、期間およびリスク許容度を入力するだけで、融資先を選ぶ必要はない。同レポートでは、P2P事業融資額は、多数のプラットフォームがリバース・オークションから自動ビッキングの専用利用に移行するにつれ増加すると予想している。自動ビッキングは、貸し手にとっても中小企業にとっても、高い確率で金利がわかるという点で市場効率性を

図表7 P2P事業融資

（単位：100万ポンド）

	2013年	2014年	2015年	2015年			
				第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期
不動産を含む融資額 (成長率)	193	749 (288)	1,490 (99)	—	—	—	—
不動産を除く融資額 (成長率)	—	—	881	188.44	200.82 (22)	224.28 (4)	267.88 (23)
不動産向け 融資額			609	120.78	146.81	152.96	188.12

（出所）Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.37および38より作成

高めるものである。その一方で、自動ビッディングはP2P事業融資プラットフォームに対して、それらが有する引受や信用リスク管理能力の恒常的な改善を要求する。というのは、プラットフォームは貸し手のために融資先の選別を行わなければならないからである。

さらに、二〇一五年は、P2P事業融資の分野において、保証付融資の増加が見られた。特に、その傾向は、機械や不動産のような固定資産向けの融資において顕著であった。保証付融資は、資金規模の大きな複雑な案件にみられる。保証付き融資の増加は、自動ビッディングとあいまって、プラットフォーム独自の引受機能を向上ないし開発させる方向に導くか、あるいは保証付融資の流入を扱う外部の引受パートナーを模索する方向に導くか、どちらかである。さらに、P2P事業融資における機関化の進展に伴い、厳格なデューデリジェンス手続きや信用リスク管理能力に対する関心や要望がさらに高まると予想している。

P2P事業融資で資金調達している部門は、不動産・住宅を除くと、製造業であり、交通・公益事業がそれに続き、さらに金融・小売業が続いている。

二〇一五年、P2P事業融資のうち、不動産向けは六・〇九億ポンドに達し、P2P事業融資の四一%を占めるに至った。二〇一五年、六〇〇以上の商業用または住宅開発に融資が実行された。その大半は、小規模な意思中規模案件である。また、不動産向けP2P融資は、さまざまな要素を包含しており、短期（二二〜一八か月）のブリッジローンもあれば、長期（三〜五年）の商業・住宅モーゲージや建設・開発事業の貸付もある。機関投資家からの資金は平均二五%であり、他の分野に比べて相対的に高いが、いくつかのプラットフォームでは、七五%に達している場合もある。

さらに、革新的金融型ISAの導入によって、P2P不動産向け融資プラットフォームによっては、小口投資

家の参入を予想して、融資単位を小口化している。ある調査によると、英国の四四%の個人投資家は、自分自身の住宅所有だけではなく、P2P融資のような形態で不動産市場への投資を拡大させることを望んでいるという。同レポートでは、不動産に特化したP2P融資プラットフォームは、革新的金融型ISA導入に関しては、特に好意的であり、これによって二〇一六年の市場規模の五一%増が予想されている。

P2P不動産向け融資では、融資申し込みの平均二七・五%を受け入れており、その融資の平均金額は五二万二二三三ポンドであり、二〇一四年も六六万二四二五ポンドをやや下回った。平均融資額は前年対比で英国の住宅価格に連動しており、大型の開発案件よりも住宅・商業モーゲージにおいてP2P融資が利用されたことを反映している。なお、P2P不動産融資は、規制上の制約のために、個人所有の住宅モーゲージ（借り手にとっての最初の住宅）に対しては利用できない。平均的には、ひとつの融資案件に対して、四九〇の貸し手が資金を提供している。

他方、P2P消費者向け融資については、いくぶん成長率は低下しているものの拡大を続けている。二〇一五年には、九・〇九億ポンドの融資が二二万三〇〇以上の個人に実行された（図表8参照）。P2P消費者融資の平均金額は六五八三ポンドであった。大半のP2P消費者融資の貸し手にとっては、市場の効率性を高め、分散投資によって信用リスクを削減するために、貸し手向けの専用自動ビッディングまたは自動セレクションシステムを使うのが一般的である。実際、九八%の貸し手によって自動ビッディングまたは自動セレクション機能が使われている。P2P消費者融資プラットフォームでは、融資申し込みのうち受け入れられているのは、一五・八四%である。

ここでも機関投資家の貸し手が活発化しており、調査対象のP2P融資プラットフォームによると、市場全体

の約三二％にあたる、二・八八億ポンドの機関投資家の資金が融資されたとのことである。ただし、米国に比べると、英国のP2P消費者融資市場は小口投資家に占められている度合いが高い。

革新的金融型ISAの導入によって、P2P消費者融資は資金総額二六％増が予想されている。融資の組成では、P2P消費者融資プラットフォームのいくつかは、いくつかの企業とパートナーシップ契約を締結した。これらのパートナーシップは、この部門の知名度向上に役立つとともに、案件の組成に重要な意味を持つものとなると推測されている。つまり、借り手に関するデータ収集能力を高め、信用スコアリングやリスク管理を強化することで、質の高い借り手を誘因することに資するというのがその理由である。

まとめ

以上、報告書の内容を紹介した。同報告書では、英国のOAFにとって、二〇一五年は画期的な年であったとし、市場は規模の点だけでなく、複合化や多様化の面で成長したと結論し、さらに、各プラットフォームが不動産のような新規分野に進出し続けており、銀行や投資ファンドのような機関投資家がOAFへの関与を深めていることを強調している。

ソーシャルレンディングについては、二〇一五年の英国のP2P融資は総額三〇億ポンドに達しており、市場総額三八億ポンドのうち七七％超を占めている。確かに日本でも貸付型クラウドファンディングの割合は、七二・四％を占めているものの、金額は二〇五億円程度

図表 8 P2P消費者向け融資

(単位：100万ポンド)

	2013年	2014年	2015年	2015年			
				第1 四半期	第2 四半期	第3 四半期	第4 四半期
融資額	287	547	908.67	176.60	217.63	253.02	261.42
成長率	—	91	66	—			

(出所) Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016] p.39より作成

であり、英国の5%程度に過ぎない。このような差異が生じる背景として、日本では、貸金業法でP2P融資が認められず、貸付型クラウドファンディングとされるのはファンド型のみに制限されとともに、消費者金融など既存の小口金融手段が普及しており、貸付型の拡大する余地が制約されていることが考えられる。それに対して、英国では既存の告知金融手段が狭隘であることが、P2P融資の拡大を促進し、市場を牽引しているといえる。さらに、P2P融資市場に機関投資家が参入していることも市場拡大を後押ししていると考えられる。

日英のソーシャルレンディングを取り巻く環境の差異を考えると、日本のソーシャルレンディング市場が英国並みの規模に達することは容易ではないと考えられるが、地域活性化を促進する上で、資金の地産地消が重視される傾向があることを考えると、地域密着型のビジネスや再生可能エネルギービジネス、さらには地域住民の相互扶助的な金融チャネルとして、今後ソーシャルレンディングが根付く可能性は見いだせると考えられる。実際、そのような取組が始まっており、今後の展開が注目される。

〔謝辞〕本研究は、JSPS科研費「P26380414」の助成を受けたものです。

注

- (1) 以下、本稿においてCambridge Centre for Alternative Finance and Nesta, "Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report" 2016の内容を紹介する記述に関しては、煩瑣さを避けるため該当ページの注記を割愛した。
- (2) 英国の規制については、松尾「二〇一五」参照。
- (3) 矢野経済研究所「二〇一五」「二〇一五年版国内クラウドファンディングの市場動向」二〇一五年八月

参考文献

- ・松尾順介 「二〇一五」クラウドファンディングの世界的趨勢」『証研レポート』一六九三号、二〇一五年一二月
- ・ Cambridge Centre for Alternative Finance and Nesta [2016], "Pushing Boundaries: The 2015 UK Alternative Finance Industry Report" 2016
- <http://www.nesta.org.uk/publications/pushing-boundaries-2015-uk-alternative-finance-industry-report>

(まつお じゅんすけ・客員研究員)

日銀の「新しい枠組み」を考える

伊豆 久

はじめに

日本銀行は、先月二二日、新しい政策枠組みである「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を発表した。「新しい枠組み」では、主な操作対象が、従来の△マネタリーベース▽と△国債買入れ額▽という「量」から、一〇年物国債利回りという「長期金利」に変更された。日銀は、これまでの「政策枠組みを強化する」ものとしているが、果たしてそう言えるだろうか。「新しい枠組み」が必要となったのはなぜか、これまでの「量的質的金融緩和」と何が異なっているのか、簡単に整理してみたい。

1 「量的緩和」からの撤退Ⅱテーパリングの開始

「新しい枠組み」の最大のポイントは、国債買入れ額の減額を、(事実上)宣言した点にあると思われる。今回、新たに長期金利が操作目標に加えられたが、その際、国債の「買入れ額については、概ね現状程度の買入れペース(保有残高の増加額年間約八〇兆円)をめどとしつつ、金利操作方針を実現するよう運営する」⁽¹⁾とされている(カッコ内は原文、傍線は引用者)。長期金利の誘導が△主▽であって、これまで政策の中心であった長期国債の買入れ額は「めど」に格下げになったのである。

同様に、マネタリーベースについても、「マネタリーベースの残高は、・・・拡大方針を継続する」⁽²⁾こととなっ

た。増加額は明示されず、継続されるのは「拡大」だけである。

マネタリーベース残高の増加「幅」は、これまで、「量的緩和」の要に位置付けられてきた。導入当初（二〇一三年四月）は年間約六〇〇兆円に設定され、さらに一四年一〇月の「緩和の拡大」では年間約八〇兆円の増加へと引き上げられた。つまり、残高が単に増えるだけではなく、その増加のペースを加速すること、それが緩和の「拡大」だったのである。ところが今回は「拡大方針を継続」であるから、文言通りに解釈すれば、残高がわずかも増加すればよく、その増加幅は当然、現在の年間八〇兆円から減少していくものと思われる。

「新しい枠組み」における今後の追加手段としても、短期金利の引下げ、長期金利の引下げが優先され、資産買入の拡大は三番目、最後に挙げられたマネタリーベースの拡大に至っては「状況に応じて」という限定がつけられた。⁽³⁾

国債を大量に買い入れることでマネタリーベースを急増させ、それによってインフレ期待を引き上げるという「異次元緩和」の基本哲学が変更されたことになる。

「新しい枠組み」決定直後の記者会見において「これはテーパリングに向けた動きなのでしょうか」と尋ねられた黒田総裁は、「テーパリングでは全くありません」⁽⁴⁾と述べているものの、国債の買入額が「増減すること」、「上下に変動すること」は認めている。⁽⁵⁾ 国債残高とマネタリーベースの純増額が減少することは間違いなく、その点で米国FRBのテーパリング（Tapering）と同じである。大きく異なるのは、FRBが目標の達成が見通せたことから純増額の引下げを開始したのに対して、日銀の場合そうではない点である。では、こうした政策転換が必要となったのはなぜだろうか。

2 方針転換の背景

「量的緩和」拡大からの撤退の理由は、債券市場関係者が口をそろえて指摘してきたように、国債の大量買入れが物理的な限界に近づいているからであろう。日銀はすでに国債発行残高の三分の一以上を保有しており、現在のペースで買い進めばあと一二年程度で現状ペースでの買入れは困難になると見られている。黒田総裁からは、今年に入ってから、「国債買入れなどの量的拡大が限界に達したということでは全くありません」⁽⁶⁾（一月）、「まだ三分の二が市場にあるということでした、今、何か量的な限界にきているとは全く思っていません」⁽⁷⁾（七月）といった発言が続いていたが、市場からは疑問視されていた。

もう一つ、「量的緩和」（とりわけマネタリーベースの拡大）による円安効果に見えてきたことも大きいであろう。確かに、「大胆な金融緩和」を政権公約とした安倍内閣の成立（二年二月）が現実となつてから、一三年四月の異次元緩和の開始をはさんで、急速な円安が進み、それは株価の上昇と（期待）インフレ率の押し上げをもたらしたが、そもそもマネタリーベースの拡大と為替レートとの間に論理的な因果関係はない。円安進行の多くは、いわゆる「ソロス・チャート」信仰にもとづく一種の「偽薬効果」⁽⁸⁾の現れにすぎず、「効果」への信頼が一旦崩れれば、その回復は極めて難しい。

F R BもE C Bも、日銀と同じく、国債等の大量買入れを行っているが、マネタリーベースを操作目標としているのは日銀だけである。F R B等が債券の買入れによる長期金利（住宅ローンを含む）の引下げを目指しているのに対して、すでに長期金利の低下余地の乏しい日本では、マネタリーベースの拡大による（期待）インフレ率の押し上げが期待されたのである。しかしその効果は、円安を介することがなければ限界的なものにとどまった。

3 「量的緩和」における△期間▽の問題

こうした「量的緩和」の持続性への懸念については、実は、政策委員会においても異次元緩和導入の当初より指摘されていた。二〇一三年四月の「量的質的緩和」の決定に際し、一人の政策委員（木内登英審議委員）が反対票を投じているが、木内委員が異議を唱えたのは、「量的質的緩和」の実施そのものではなくそこにおける△期間▽の扱いに対してであった。

すなわち、決定された「量的質的緩和」では、①二％の目標達成に「二年程度」という期限を設ける一方で、②「量的質的緩和」という政策そのものについては、（二％が）「安定的に持続するために必要な時点まで」として期間の制約を設けなかった。それに対して木内委員は全く逆に、①二％の目標達成については中長期的な課題として期限は明示せず、②「量的質的緩和」については二年という期限を設けて実施することを提案したのである。⁹⁾

こうした木内委員の提案は、政策委員会の多数派からは「事前に二年間と期間を区切ると、金融市場での期待形成がスムーズに行われない」、「フォワード・ガイダンス政策の観点からは、具体的な期間を定めない方が効果が高い」と批判された。¹⁰⁾ この批判からも、政策委員会多数派の考え方、すなわち異次元緩和の性格を見て取ることができる。それは、△政策の持続性を訴えることで短期決戦に勝利する▽というアクロバティックな構成をとっているのである。

結果的にどちらが賢明であったかは明らかであろう。そしてそれは結果論ではない。海外の例を見ても、FRBもECBも資産買入れについて額や期間を設定する一方で、目標達成には期限を設けていない。△不確実性の高い目標への達成期限の設定▽や△目標達成までの、すなわち無期限の政策実施の約束▽は、確かに短期的には

政策効果を高めるであろうが、中長期的には政策への信認を損なう可能性が大きいからである。

4 長期金利操作の導入

「新しい枠組み」において、「量的緩和」と交代する形で導入されたのが長期金利のコントロールである。この政策の目的はどこにあるのだろうか。

「量的質的緩和」と今年一月に決定された「マイナス金利」によって、一〇年物国債金利はすでにマイナス圏にある。にもかかわらず、今回の「新しい枠組み」では、「一〇年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ％程度）で推移するよう、長期国債の買入れを行う」とされた（カッコ内は原文）。マイナスになっている金利をゼロ％程度にコントロールするというのは、どう考えても「金融緩和強化」ではなく「金融引締め」である。

結局、この政策の目的は、マイナス金利導入以降のイールドカーブの急速な低位フラット化に対する金融機関（年金、生命保険を含む）からの厳しい批判を受け、その修正を図ることであろう。フラット化が進み始めた頃は、黒田総裁からの「金融政策は、金融機関のためにやっているものではなく、日本経済全体のためにやっているわけです」との発言にも示されたように、金融機関（金融仲介機能）の負担するコストよりも長期金利の押下げによる借入れ需要の開拓のメリットが大きいとみなされていたわけであるが、そのウエイトバランスが変更されたことになる。

長期金利を誘導する以上、「量」については自由度を確保する必要がある、この点からも、操作目標としての「量」の解除は必然となる。

5 オーバーシュート型コミットメント

「新しい枠組み」におけるもう一つの政策変更として、マネタリーベース拡大策に関する政策継続期間の修正がある。

「新しい枠組み」における長短金利操作等については、その実施期間が、従来同様「二%の『物価安定の目標』」を「安定的に持続するために必要な時点まで」とされているのに対して、マネタリーベース残高の拡大については、「消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に二%を超えるまで」とされたのである。

一読ただけでは違いを理解しにくい、二%の物価安定は、二・〇%を一度だけ達成してもその後上方あるいは下方に発散したのでは意味がなく、また前年同月比が毎月二・〇%であり続けることは統制経済でも不可能である。したがって、当然にその意味は景気循環等による変動をならして二%程度となることであり、一三年四月からの「量的質的緩和」も、今回の「新しい枠組み」もその実現までを政策継続期間としている。それゆえ、目標達成の時点をどこにするかの解釈には幅があり、しかも金融政策の効果の発現には一定のタイムラグがあることから、「出口」開始時点は、二・〇%に到達したあとのこともあれば、その前のこと⁽¹³⁾もありうる。

それに対して、今回、マネタリーベースについては、インフレ率の「実績値が安定的に二%を超えるまで」拡大させると約束したわけである。その意味はどこにあるのだろうか。

まず、実績値ベースの約束がなされたのは、あくまでマネタリーベースのみで、長期金利のコントロールや国債などの資産買入れは含まれていない。インフレ率が二%に近づき、さらには二%を超えた場合、長期金利をゼロ%近辺に維持することは不可能であり、それ以前に政策変更が必要となるはずである。そうした状況でもマネ

タリーベースについては増加を続けるということである。

しかしその前に、実績値での二%を超えるまでのコミットメントに、現在、どの程度の政策効果があるのだろうか。日本の消費者物価指数（生鮮食品を除く）は、昨年七月から直近まで一三カ月連続でゼロ%以下で推移している（直近の八月はマイナス〇・五%）。しかも、今回の「総括的検証」においても、日本における期待インフレ率は、過去の実績値から形成される『適合的な期待形成』の影響が大きい⁽¹⁴⁾ことが確認されている。言い換えれば、日本銀行による物価目標や時間軸政策の期待インフレ率引上げ効果は大きくないのである。そのような状況で、二・〇%超までのマネタリーベースの増加（前述のようにその増加幅は引下げが見込まれる）を約束することに実質的な意味があるとは思われない。

にもかかわらずこうした政策が採用され、また総裁がそれを「極めて強いコミットメント」⁽¹⁵⁾とことさらに強調する理由は、マネタリーベース重視という政策の一貫性を印象付けることのみにあるのではないだろうか。

おわりに

つまり、「新たな枠組み」は、期待インフレ率の引上げを目指した「量的緩和」が行き詰まり、「マイナス金利」を付け足すことによる名目長期金利の引下げも頓挫したことから導入された、いわば「敗戦処理型」の政策と言えるように思われる。

政策に一定の持続性は確保されたため、その間に、日銀の政策とは関係のないところで、原油高や円安が起きる可能性もないわけではない。

しかしながら、少なくとも今後数年は続くことになった、中央銀行による長期金利の低位釘付けや（小稿では

触れなかったが）株式（ETF）の大量買入れがもたらす資本市場の機能低下のインパクトは極めて大きい。そのコストと比べても、二％での物価の安定を目指すメリットはそれほど大きいのか、本当に「総括」されるべきはその点だったのではないだろうか。

注

- (1) 日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み…『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』」二〇一六年九月二二日
(2―(1)―①)。
- (2) 同上(2―(3))。
- (3) 同上(3―(3))。
- (4) 日本銀行「総裁記者会見要旨…二〇一六年九月二二日」一八頁。
- (5) 同上、一五頁、一八頁。
- (6) 日本銀行「総裁記者会見要旨…二〇一六年一月二九日」四頁。
- (7) 日本銀行「総裁記者会見要旨…二〇一六年七月二九日」四頁。
- (8) ジョージ・ソロス氏が、為替レートの決定要因としてマネタリーベースの相対比を重視していたという「伝説」。
- (9) 日本銀行「金融政策決定会合議事要旨…二〇一三年四月三、四日開催分」。実際、二年後の二〇一五年四月三〇日の政策委員会から、木内委員は、マネタリーベースと国債残高の増加幅を年間八〇兆円から四五兆円に減額する提案を行っている。
- (10) 同上、一四頁。

- (11) 日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み」『長短金利操作付き量的・質的金融緩和』二〇一六年九月二二日
(2—1—①)。

- (12) 日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一六年四月二八日「一四頁」。

- (13) この点は、異次元緩和導入時に黒田総裁からも確認されている。「ある場合には、物価上昇率が一時的に二%になっても、まだ安定的に物価安定目標が持続するという状況になれば緩和を続けるわけです。一方、物価上昇率が二%になっていないなくても、既に二%の物価安定目標が持続的に維持できる状況になれば、それ以上の緩和は必要ないかもしれません」日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一三年四月四日「一五頁」。

- (14) 日本銀行『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】「二〇一六年九月二二日、四頁。このことは、政策委員会においても異次元緩和導入当初より、例えば佐藤健裕審議委員によって、指摘・懸念されていた点である（佐藤健裕「挨拶要旨」二〇一三年七月二二日「一〇—一二頁」）。

- (15) 日本銀行「総裁記者会見要旨」二〇一六年九月二二日「三頁」。

(いず ひさし・客員研究員)

金融の歯止めが利かない国債市場の謎

中島 将隆

1 国債増発と長期金利の低下

国債の追加発行が続いている。八月の経済対策の財源として、四〇年物の国債が四〇〇億円、九月末に追加発行された。審議中の第二次補正予算では、二兆七五〇〇億円の国債追加発行が予定されている。四〇年債は九月二七日に入札されたが、応札額は二・七三倍で、「プラス圏の利回りを確保できるため生保などの需要がしつかり集まった」と伝えられている（日経新聞九月二八日）。第二次補正予算の国債追加発行も国債消化に問題はないだろう。他方、長期金利の動向をみると、日銀は九月二日の金融政策決定会合で「ゼロ％程度」に誘導することにしたが、その後じりじりとマイナス幅を拡大している。こうした推移をみると、長期金利の低下は日銀の金融政策が全てではないことを示している。

国債増発下で長期金利の低下が継続していること、この不思議な現象は今に始まったことではない。一九九八年から今日まで、継続一貫している不思議な現象である。一九九八年の国債発行額は当初予算の二倍となり国債依存度は四〇％を超えた。あの時から今日まで、国債増発と長期金利の低下が継続している。この数年、一般会計の国債依存度は四〇％を割ったが、代わって特別会計から財投債という名の国債が増発され、国債膨張の継続に変化はない。日本の歴史を振り返ると、国債依存度が四〇％を超えるのは明治の初めと第二次世界大戦中の二回だけ、しかも、短期間であった。平和な今日、長期に亘って四〇％を超えることは異常事態と言わねばなるま

い。

国債増発が継続すれば、やがて長期金利は上昇する、これが従来までの常識であった。国債増発が続けば財政インフレ、もしくはクラウディングアウトが発生する、これが通説であった。ところが、現実の展開をみると、国債は全額が市中消化され、更に、長期金利は一貫して低下を続けている。財政インフレやクラウディングアウトは発生していない。今日の国債市場の特徴は、これまでの常識や通説が全く通用しない市場となっている。まさに、日本国債市場の謎、である。

国債発行額の決定は財政政策の領域だが、国債消化は金融市場の制約に委ねられている。ところが、今日では、国債に対する金融市場の制約が機能せず、金融の歯止めが利かない。これは、何故であろうか。謎を解く手がかりは金融市場の変化である。では、一九九八年以降、国債を取り巻く金融市場にどのような変化があったのだろうか。

2 資金不足から資金余剰に変化した民間非金融法人部門

(1) 民間非金融法人部門の資金余剰

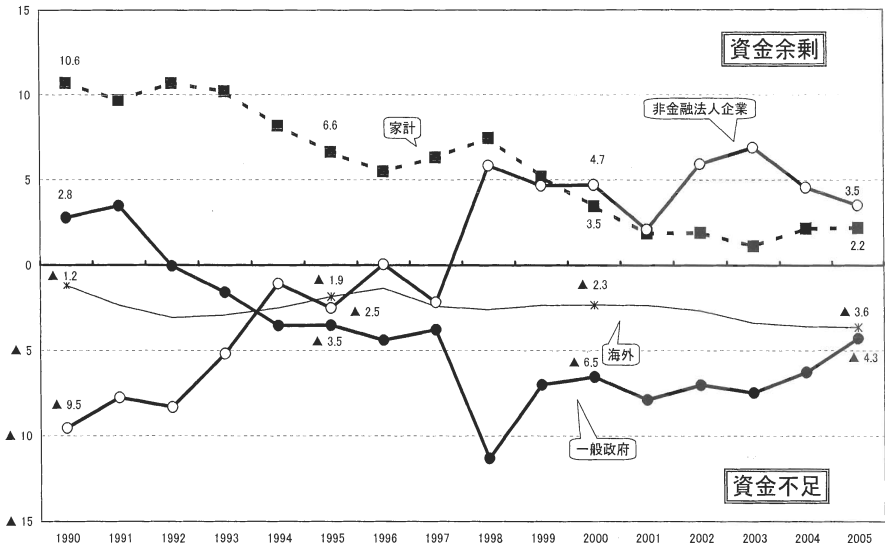
一九九八年以降にみる金融市場の変化は、まず、民間非金融法人部門が資金不足から資金余剰部門へ変化したことである。図表1でみるように、長らくの間、法人企業は最大の資金不足部門であった。一九九〇年代の中頃から一般政府の資金不足が法人企業を上回り、一九九八年から法人企業は資金余剰部門へ変化する。そして、二〇〇一年以降今日まで、法人企業の資金余剰は家計部門を上回るに至る。この間、家計部門の資金余剰が法人企業を僅かに上回る年度もあったが、二〇一五年度の法人企業の資金余剰は三七・一兆円となり、家計部門の〇・

九兆円を大きく上回ることになった（日銀の資金循環統計速報二〇一六年第二四半期）。

企業法人部門が資金余剰に変化した理由は二つ考えられる。一つは、日本経済が高度経済成長から低成長へ移行し、潜在成長率が低下したからである。図表2は潜在成長率の推移をみたものである。この図をみると、一九九〇年以降、各種の推計をみても潜在成長率は低下を続け、一九九八年から潜在成長率はほぼ1%と横ばいになっている。潜在成長率が低下したのは、高度経済成長期のような力強いリーディング産業が欠落してしまったからである。

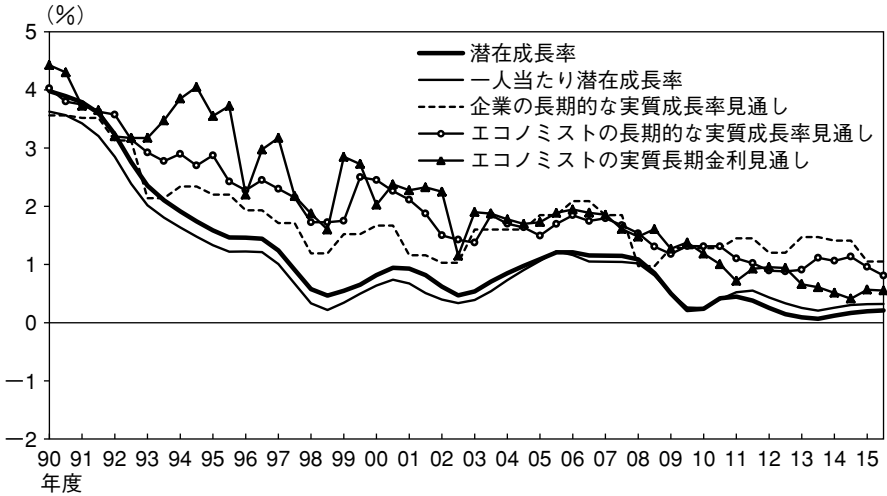
もう一つの理由は、長引くデフレによって投資不足になったからである。図表3は非金融法人企業の設備投資の推移をみたものである。この図によると、一九九八年までの設備投資は減価償却費やキャッシュフローを遥かに上回っていた。ところが、一九九八年以降、設備投資は減価償却費の範囲内にとどまり、キャッシュフロー以下である。ここでのキャッシュフローとは減価償却費、そ

図表1 部門別資金過不足（1998年～2012年）



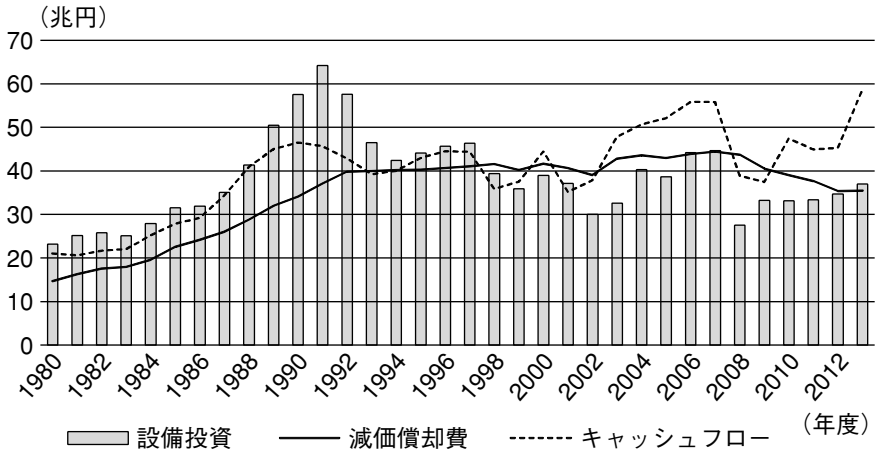
(出所) 内閣府
http://www.cao.go.jp/zeicho/siryou/pdf/kikaku4kai-3_14.pdf

図表2 潜在成長率の推移



(出所) 日銀「『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」2016年9月21日
http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf

図表3 設備投資の推移（金融保険業を除く）



(出所) 鈴木綾子「企業の内部留保をめぐる議論」『国立国会図書館 調査と情報』836号 2014年11月 8頁

れと当期純利益から配当を減じた額を足したものである。一九九八年以降の設備投資は外部資金によることなく、当期の利益さえも設備投資に向かつていない。

設備投資が伸びない理由は、長引くデフレが根本理由である。日本経済は長らくの間、緩慢だがしつこいデフレに悩まされてきた。一九九八年度から二〇一二年度までの物価下落は累計で四%、年率にして僅か〇・三%である。僅かであってもデフレが継続しているから、デフレマインドがすっかり定着してしまった。二〇一三年度から消費者物価の上昇は始まり、今日ではデフレとは言えなくなった。しかし、物価上昇の足取りは重く、デフレ脱却とまでは言えない。デフレマインドが続く限り、設備投資は停滞し、ケインズの言う「アニマルスピリット」は湧いてこない。企業は空前の利益を計上しても、その利益は企業内部に蓄積されてしまう。かくて法人企業は資金不足から資金余剰部門へ変化したと思われる。

(2) 法人企業の内部留保の拡大と資金調達の変化

金融市場の第二の変化は、法人企業の内部留保が増大して資金調達方式が変化したこと、この変化によって銀行行動が変化したことである。

図表4をみると、一九九八年以降、法人企業の内部留保が拡大を続けていることがわかる。

バブル崩壊後、法人企業は「債務・設備・雇用の三つの過剰」を解消することが経営の最優先課題になった。銀行借入を減らし留保利益を増やして財務の健全性を高めるようになり、内部留保が拡大していったのである。

内部留保は年を追って増加しているが、財務省「法人企業統計」によると二〇一四年度の内部留保は過去最高になった。内部留保とは、毎年の留保利益が積み重なった貸借対照表の「利益剰余金」をさす。留保利益とは企

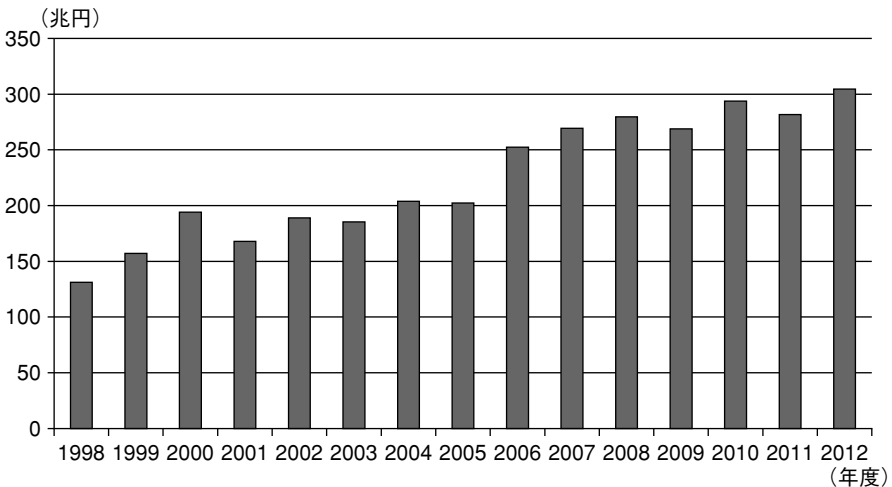
業利益から株主に配当などを支払い最後に残った事業年度毎に発生するフローの概念であり、留保利益は翌期の貸借対照表の利益剰余金に計上される。内部留保とは利益剰余金を指し、留保利益を積み上げたストックの概念である（大和総研「内部留保の解剖」日経新聞二〇一六年二月一八日）。二〇一四年度の留保利益は二四兆円、利益剰余金は三五四兆円、いずれも過去最高であった。

内部留保の拡大と共に企業の資金調達方式も変化していく。従来は金融機関からの借入が中心であったが、内部留保の拡大とともに金融機関からの借入は減少し、自己資本比率は上昇していく。二〇〇五年の自己資本比率は三〇%超であったが、二〇一四年度は三九%になった。

二〇一四年度の法人企業統計から非金融法人企業の資金調達を見ると、金融機関からの借入が三三一兆円、社債発行五六兆円、株式発行による資本金および資本剰余金が二四兆円、内部留保が三五四兆円となっている（大和総研「内部留保の解剖」日経新聞二〇一六年二月一九日）。

デフレによって法人企業の設備投資が低迷し、加えて企業

図表 4 拡大する内部留保



（出所） 岩瀬・佐藤「法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分」（シリーズ 日本経済を考える）『ファイナンス』2014. 7 87頁

の内部留保が高まると、金融機関の従来の投資行動を変更せざるを得ない。この変更によって国債投資資金が形成されることになる。

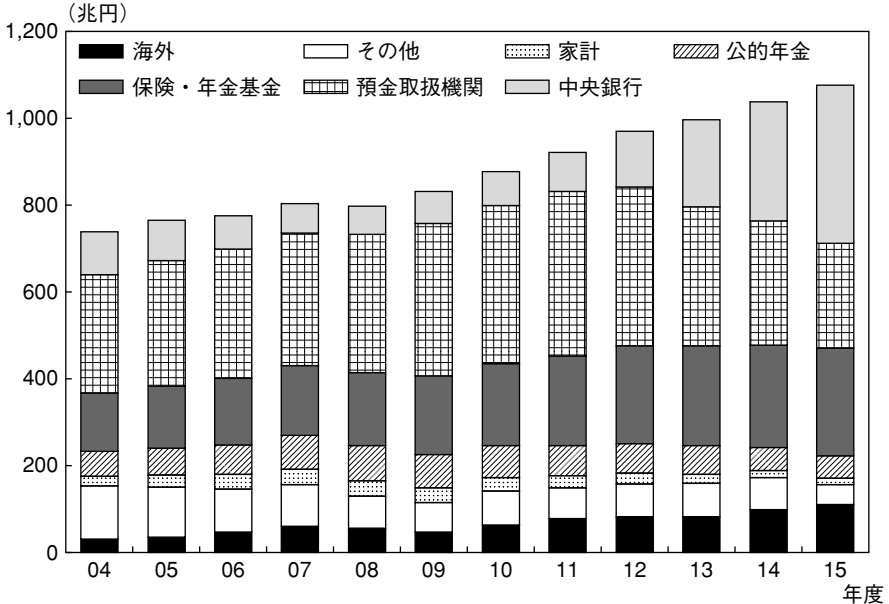
3 国債投資資金の形成構造

(1) 間接金融優位の金融構造と国債消化構造の特徴

日本の金融構造は銀行を中心とする間接金融優位の構造である。従って、国債消化の特徴は金融機関中心の消化構造となる。間接金融構造優位の下では、国債市中消化余力は金融機関の資金力に依存している。

図表5で国債消化構造の特徴を検討してみよう。国債の圧倒的部分は金融機関によって消化されている。海外部門は増加したとはいえ一〇％に満たない。家計部門や公的年金の保有は減少を続けている。国債は預金取扱機関と保険・年金基金によって消化されていると言っても過言ではな

図表5 国債保有構造の特徴



(出所) 日銀資金循環統計 2016年第2四半期(速報)
<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjexp.pdf>

い。二〇一三年以降、日銀の国債保有は急増しているが、これは異次元金融緩和政策によって年間八〇兆円増となるように市中から国債を購入しているからである。日銀は金融機関から国債を購入しているのだから、国債は金融機関によって引受消化されていることに変わらない。

国債投資資金は如何にして形成されたか、この問題はつまるところ、銀行や生保等の国債投資に向かう資金はどのように形成されたか、という問題と同じである。

(2) 国債投資資金形成の第一段階

国債は主として銀行と保険会社等の金融機関によって消化されていた。まず、これら金融機関の投資資金がどのように形成されているか、図表6によってみていくことにする。

二〇〇〇年から二〇一五年までの間、国内銀行の実質預金の増加額は一九七兆円、生命保険会社の運用資産増加額は一八六兆円、合計三八三兆円に達する。預金の源泉は家計の金融資産であり、加えて法人企業の遊休資金である。また、生命保険会社の運用資産の源泉は家計の金融資産と考えていいだろう。

家計金融資産の増加額は、この間、一三九四兆円から一七〇六兆円に増加し、増加額は三一二兆円である。問題は家計金融資産の行方である。二〇一六年六月末でみる家計金融資産の行方をみると、現預金が五二・七%、保険が二〇・八%、合計で七三・五%に達する（日銀資金循環統計二〇一六年第2四半期速報値）。従って、現預金と保険が家計の金融資産の圧倒的比重を占めていることが分かる。大雑把な推計となるが、この間、預金と保険に向かった個人金融資産は家計金融資産増加額三一二兆円と七三・五%の積、およそ二三〇兆円と推計できる。

実質預金増加の源泉は家計部門に加えて、もう一つ、法人企業の遊休資金であり、内部留保の現金である。二〇一四年度の法人企業の内部留保は先にみた通り三五四兆円だが、現預金の保有額は一八六兆円だ。内部留保は一〇年前と比べて一五〇兆円増加したが、現預金の増加額は四九兆円となる（大和総研「内部留保の解剖」日経新聞二〇一六年二月二二日）。この増加分が実質預金の増加に反映していると考えられる。

国債投資資金は個人金融資産の増加、加えて内部留保の現預金の増加によって形成されることになる。だが、金融機関の資金形成は国債投資資金形成の必要条件ではあっても十分条件ではない。ここでは、金融機関の資金の行方、貸出について検討せねばならない。

（３）国債投資資金形成の第二段階

国内銀行や生命保険の貸出金の推移をみると、図

図表６ 金融機関の資金形成と国債投資の推移

（単位：兆円）

	国内銀行主要勘定			生命保険会社資産運用			（参考）
	実質預金	貸出金	国債	運用資産計	貸付金	国債	家計部門金融資産残高
2000	482	463	68	175	49	27	1,394
2001	486	448	66	178	47	31	1,418
2002	501	431	72	174	45	32	1,409
2003	511	413	93	173	43	33	1,452
2004	518	404	102	177	38	39	1,501
2005	526	408	96	186	37	43	1,580
2006	528	415	88	196	35	46	1,600
2007	545	417	80	204	34	48	1,508
2008	557	436	93	199	33	51	1,461
2009	569	428	120	308	48	125	1,500
2010	578	420	146	310	44	131	1,512
2011	598	425	163	311	42	139	1,532
2012	613	433	161	328	40	146	1,597
2013	640	449	137	345	38	149	1,638
2014	660	461	126	359	37	149	1,716
2015	679	475	100	361	35	147	1,706

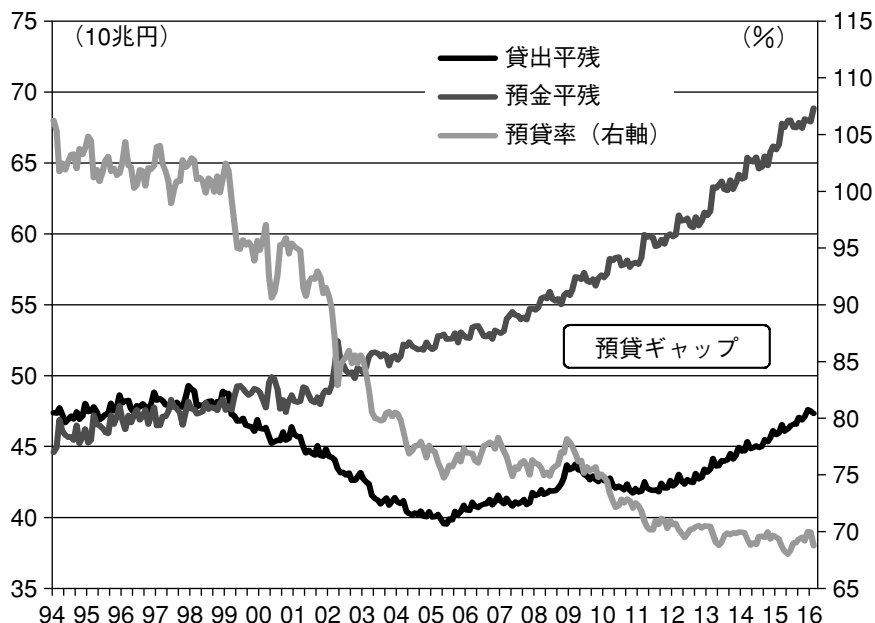
- （注） １．日銀「金融経済統計月報」2016年８月号より作成
 ２．家計部門金融資産は年度、他は年末
 ３．単位以下、切捨て

表6でみるように、両者ともに貸出金は横ばい、若しくは減少している。国内銀行をみると二〇〇〇年の四六三兆円、二〇一五年は四七五兆円と横ばいで、その間、二〇〇四年には四〇六兆円と減少している。生命保険会社は二〇〇〇年の四九兆円から二〇一五年には三五兆円に減少し、この間、ほぼ一貫して減少している。実質預金や運用資産は増加しているにもかかわらず、貸出金は減少しているのである。図表7で預金残高と預貸率の推移をみると、一九九八年を起点にして預貸ギャップが拡大している。

金融機関の貸出金が減少したのは、先に検討した通り、潜在成長率の低下に加えて、デフレの継続による設備投資の鈍化と内部留保の拡大に起因していた。

では、金融機関の資金は何れに向かったのか。国債投資である。図表6をもう一度みると、銀行の国債投資は二〇〇〇年の六八兆円から二〇

図表7 預金貸出残高と預貸率の推移



(出所) 「国の債務管理の在り方に関する懇談会 (第41回)」 報告資料1 2016年4月26日
http://www.mof.go.jp/about_mof/councils/gov_debt_management/proceedings/material/d20160426-1.pdf

一二年には一六一兆円にまで拡大した。二〇一三年から減少するのは、この時点から異次元金融緩和政策によって銀行から国債を吸収するようになったからである。生命保険会社の国債投資は二〇〇〇年の二七兆円から二〇一五年には一四七兆円となり、この間、ほぼ一貫して増加を続けている。

以上にみてきたように、銀行預金や生保の運用資産の増加と対照的に貸出金が減少し、金融機関には投資待機資金、遊休資金が形成されていった。貸出金の減少は国債投資資金形成の第二段階といえる。では、なぜ、金融機関の資金が他ならぬ国債投資に向かうことになったのか。

4 なぜ銀行資金は国債投資に向うか―国債投資資金形成の第三段階―

(1) 国債の市場流動性は高い

金融機関の遊休資金が国債投資に向かったのは、流動性の高い国債市場が形成されているからである。実際、巨額の資金を運用する市場は国債市場以外に存在しない。

流動性の高い国債市場は、インフラ整備の産物である。まず、これまで流動化を阻止してきた国債発行方式や税制度など国債流動化を阻止していた制度的枠組みが撤廃された。次に、国債の転々売買を容易にするため、債券ディーラーが国債決済に必要な資金と債券を調達する市場、すなわち、レポ市場が整備された。国債増発と同時に現先市場が整備され、国債のカラ売りと同時に債券貸借市場が創設され、リーリング決済方式の導入と同時に日本版レポ市場が創設された。更に、決済リスク削減によって国債の市場流動性を向上させる工夫が凝らされた。決済リスクは決済期間と決済金額の積だから、まず、決済リスクを軽減するため決済期間が短縮された。国債決済方式は五・一〇日決済からローリング決済方式へ、国債のアウトライト取引はT+7からT+3へ、T+

3からT+2へ、そして二〇一八年からT+1への移行が予定されている。次いで決済金額を圧縮するため国債清算機関が創設された。国債清算機関は発展解消して日本クリアリング機構となり、クリアリング機構は国債決済の最重要な要となっている。国債の受渡は日銀ネットを通じて行われる。日銀ネットの受渡リスクを軽減するため資金系と国債系のドッキング、即時決済、即時決済を容易にするフェイエル慣行と日中当座貸越などの整備が行われた。

金融機関の遊休資金が国債市場へ向かうのは、まず、市場流動性の高い国債市場が形成されているからだ。そして、こうした市場はレポ市場の整備や決済リスク削減の工夫によって実現したものである。

(2) 持続的な長期金利の低下

金融機関の遊休資金が国債投資へ向かう第二の理由は、国債の無制限発行が始まる一九九八年以降、長期金利が一貫して低下しているからである。長期金利が低下を続けると国債価格は上昇し、保有国債には含み益が発生する。国債投資は単に国債利子だけでなく、国債値上がり益の獲得という誘因が加わる。

長期金利の低下は、まず、日銀の非伝統的金融政策に起因する。デフレ対策のため、非伝統的金融緩和政策が次々と登場してくる。一九九九年のゼロ金利政策、二〇〇一年から量的金融緩和と政策、二〇一〇年からの包括的金融緩和と政策、次々と登場してくる非伝統的金融緩和と政策によって長期金利は低下を続けていった。金利低下の大きさを測定することは困難だが、量的金融緩和が解除された二〇〇六年には長期金利は上昇している。このことから、量的金融緩和と政策は長期金利の引下に有効だったことがわかる。二〇一三年四月以降、日銀は異次元金融緩和と政策によって大量の国債を市中から買い取ることになる。毎年の国債発行額に相当する国債買入によっ

て、国債市場価格は上昇して長期金利は急速に低下を続けている。量的・質的金融緩和政策の導入、その後の補強策、続いてマイナス金利付き量的・質的金融政策、九月二一日に決定された長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策によって長期金利は下げ続けることになった。特に長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策では「オーバーシュミット型コミットメント」によって金融緩和が長期に亘って継続するものと約束された。

長期金利の低下は全てが非伝統的金融政策によるものではない。自然利子率（中立金利）は、長期的には潜在成長率によって決定されるが、潜在成長率は、前掲図表2でみたように、一九九〇年以降、低下を続けていた。従って、伝統的金融政策であれ非伝統的金融政策であれ、長期金利は低下するはずである。長期金利の低下は全てが日銀に金融緩和政策の帰結ではない点に留意すべきである。

とはいえ、デフレ対策として登場してくる非伝統的金融緩和政策によって長期金利の低下が誘導され、金融機関の遊休資金は国債投資に向かうことになった。

（3）償還可能性に対する市場の信頼

国債の市場流動性が高くても、また、国債が収益を生む投資対象であっても、国債に対する市場の信頼が無ければ金融機関の資金が国債投資に向かうことはない。では、国債に対する市場の信頼とは何か。国債とは政府の借金であり、満期日には政府によって償還される債務証書である。国債に対する市場の信頼とは、この償還可能性に対する信頼に他ならない。

では、国債の償還可能性は何によって担保されているか。国債は租税によって担保されている。従って、国債の償還可能性は担保力に依存している。担保力とは租税負担能力であり、租税を徴収する能力である。今日の財

政状況をみると、償還の可能性を疑うほどに政府債務残高が膨張している。だが、いよいよとなれば消費税を引上げる余地がり、また、財政危機の原因となっている社会保障の国民負担率を再検討する余地が残されている。財政危機下にあっても租税負担能力が残され、また、政治が安定しているから租税徴収能力も安定している。こうした担税力に対する市場の信頼があるからこそ、金融機関は資金を国債投資に充当している。金融機関の国債投資は、国債に対する信頼が前提条件となっているのであった。

今日の金融市場は国債市場に警告を発することができない。潤沢な国債投資資金の形成によって、国債膨張の金融的歯止めが利かなくなったからである。金融の歯止めが機能しなくなっただけではない。赤字国債の六〇年償還ルールによって国債膨張を抑制する最後の立憲的制約も無効になっている。今日では国債膨張を抑制する立憲的制約もなければ、国債増発をチェックする金融市場の制約も無効となっている。財政規律こそが最後の砦となっている。国債に対する市場の信頼を維持するには、最後の砦を死守する以外に残された道はないのだ。

参考文献

- ・高田創『国債暴落』中央公論新社 二〇一三年九月
- ・鈴木綾子「企業の内部留保をめぐる議論」国立国会図書館『調査と情報』八三六号 二〇一四年一月
- ・岩瀬忠篤・佐藤真樹「法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分」『ファイナンス』二〇一四、七
- ・中島将隆「日本の国債相場を支えているものは何か」『証研レポート』一六七三号 二〇一二年八月
- ・大和総研「内部留保の解剖①～⑩」日経新聞 二〇一六年二月一八日～三月二日
- ・米沢潤一『日本財政を斬る』蒼天社出版 二〇一六年七月

・日本銀行『量的・質的金融緩和』導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証』二〇一六年九月二二日

(なかじま まさたか・甲南大学名誉教授)

証研レポート既刊目録

No.1684 (2014.6) 執筆者
「適格機関投資家等特例業務」の見直しとその背景について 二上
中央銀行と自己資本 伊豆
ー「出口戦略」を考えるー
米国HFTの実情2 吉川
ーSECのMIDASデーター
アベノミクス導入から一年 志馬
ー機関投資家の動きー

No.1685 (2014.8)
クラウドファンディングの投資家と地理的分散 松尾
破綻処理と店頭デリバティブ 伊豆
ー一括清算をめぐるー
アメリカのATS以外の取引所外取引の現状 清水

No.1686 (2014.10)
わが国証券業界の資本生産性 二上
長期国債先物取引に対する行政処分勧告 吉川
ーアルゴリズム取引と相場操縦ー
異次元緩和前の銀行の国債投資状況 志馬

No.1687 (2014.12)
なぜ国債発行市場は安定しているか 中島
拡大するラップ口座 二上
クラウドファンディングの可能性 松尾
アメリカの証券市場構造とHFT（高頻度取引） 清水

No.1688 (2015.2)
ネット取引と対面取引 二上
異次元緩和における〈二年〉の意味 伊豆
欧州HFTの実情 吉川
ーESMAのデータ分析ー
金融緩和と国債市場 志馬
ー金利変動に対する金融機関の取引スタイルの変化ー

No.1689 (2015.4)
日本再興戦略と株式市場 二上
欧州HFTの実情2 吉川
ーESMAのガイドライン・レビューー
変化する金融商品仲介業支援ビジネス 坂下
ーオンライン総合証券と中堅証券の参入ー
インフレ率目標〈2%〉の起源 春井
貸株取引の決済制度改革 福本

No.1690 (2015.6)
わが国のクラウドファンディング規制の現状 松尾
金融危機と公的資金 伊豆
株価指数先物の見せ玉注文 吉川
ー米国司法省による英国投資家訴追請求ー
米国のティックスサイズ拡大のためのパイロット・プログラム 清水
米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization) 志馬
ーリキャップCBの原型ー

No.1691 (2015.8) 執筆者
最近の投資信託市場の状況について 二上
誤情報配信による不正取引 吉川
ーSECのブルガリア投資家訴追請求ー
ハイブリクエンシー・トレーディングの間接規制 清水
ーブロップ・ファームをFINRA会員へー
国債決済期間の短縮とレボ市場の革新 中島

No.1692 (2015.10)
証券会社収入の変化をどう見るか 二上
英国の投資型クラウドファンディング規制 松尾
預金封鎖・ELA・改革プログラム 伊豆
ーギリシャ危機と「最後の貸し手」ー
日銀の国債保有状況と国債市場の流動性 志馬
流動性の高い国債市場は如何にして形成されたか 中島

No.1693 (2015.12)
クラウドファンディングの世界的趨勢 松尾
豪州HFTの実情 吉川
ーASICによる調査報告書ー
米国ATS（代替取引システム）の透明性向上のためのSECルール提案 清水
長期保有株主優遇策としての種類株式 福本

No.1694 (2016.2)
アドバイザー化する証券ビジネス 二上
揺れる異次元緩和の論理 伊豆
リキャップCBの発行情報と株価の反応 志馬
日本国債の格付け 黒沢

No.1695 (2016.4)
投資運用ビジネスにおける新たな動向 二上
クラウドファンディングの拡大と多様化 松尾
英独取引所グループの経営統合合意 吉川
スチュワードシップ・コードの可能性 梅本

No.1696 (2016.6)
マイナス金利導入後の金融資産市場の変化 二上
内外証券投資の収益と残高 伊豆
レバレッジETFと株式市場 志馬
ー二〇一六年一月の市場分析ー
消費増税の先送りと改正特例公債法の成立 中島

No.1697 (2016.8)
証券会社の収入構成の変化について 二上
SECによるLEXの取引所承認決定 吉川
ーフラッシュ・ボーイズは救世主かー
米国SECによるレバレッジETFの規制提案 志馬
国債市場特別参加者制度と最近の国債市場 染田
ー三菱東京UFJ銀行の特別資格返上に関連してー

公益財団法人 日本証券経済研究所 ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Google などの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

I. 研究所の紹介等

J S R Iについて

当研究所の概要や事業活動を紹介しています。

出 版 物 案 内

『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。

証 券 図 書 館

証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。

講 演 会 録

「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。

研 究 会

当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。

株式投資収益率

株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。

ト ピ ッ ク ス

海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。

II. データベース検索

研 究 所 出 版 物

出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。

証券図書館の蔵書

証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。

証券関係の論文・記事

証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。

証 券 年 表

新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができるとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。

証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、
ご利用いただけます。

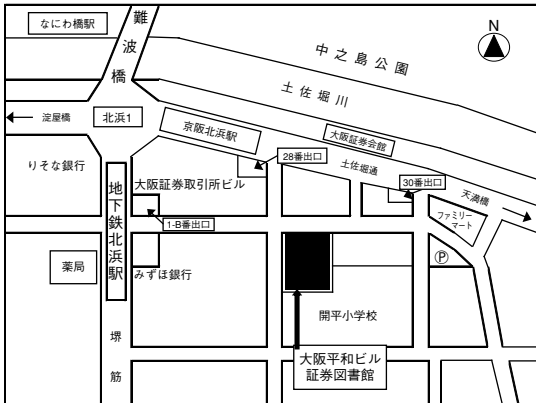
所 在 地 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階
TEL (06) 6201-0062

開館時間 午前9:30 ～ 午後5:30
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

図 書 証券（経済、制度、取引法）関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

雑誌 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



道 順
地下鉄堺筋線・京阪本線
北浜駅1-B番出口又は
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から
図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六九八号
二〇一六年十月十日発行
(偶数月第二月曜日発行)

2016年10月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**
大 阪 研 究 所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048
<http://www.jsri.or.jp>

定価(本体380円+税)