

# 近未来金融システム創造プログラム第1回講義レポート

近未来金融システム創造プログラムの第8期が2024年4月9日に始まった。このプログラムは全15回にわたって、多岐にわたる専門分野の一流講師陣が講義を行う。「近未来」の金融システムについて議論し、その分野をリードする人材を育成することを目的としている。

第1回目となる本日は、和泉潔教授によるプログラムの説明があった後、株式会社ナウキャストの取締役会長で、本プログラムの統括責任者でもある赤井厚雄が登壇し、「実体経済と金融」という題名で講義が行われた。

## 和泉潔教授による本プログラムの説明

このプログラムの目的は(1)金融システムの全体像を理解すること、(2)近未来的金融市場や金融システムを支える最先端技術を学ぶこと、(3)人々の暮らしに役立てるために近未来金融システムの関連技術を応用する具体的な技術を学ぶこと、(4)現在及び近未来的金融システムに横断的に存在する諸課題について考えることである。座学だけでなく、グループディスカッションを通して積極的に講義に参加することを求める。

## 赤井厚雄「実体経済と金融」

社会の中に経済があり、経済の中に金融がある。昨今では金融ではない実体経済と金融が必ずしも同調していない部分があり、新たな課題に直面している状況にある。また、金融は世界共通と思われているが、日本にはかなり特殊な金融の特徴がある。今回の講義では日本の金融状況、日米の金融の違い、そして近未来的金融システム創造について触れる。

### I 日本国金融システムの特徴と課題

日本における金融では間接金融(銀行)に軸足を置き、依存している。以前は預金を受け入れて貸すだけでなく、長期債券の発行によって資金調達をし、それをもとに長期貸出を行う金融機関があったが高度経済成長期に不動産投資に走りバブルで崩壊した。また、政策投資銀行等の政府系の金融機関は、高度経済成長期に大工場の建設や特定の産業への資金供給を行うなど、当時巨大な存在であったが、民業圧迫との批判により縮小した。そのような公的金融機関の縮小やバブル崩壊による長信銀制度の消滅により、現在では長期資金の媒介が困難な状況が続いている。さらに、幾度の国際金融危機を経て銀行に対して規制強化が行われたことで、投資銀行の仕組みが事実上なかった日本では、リスク許容度の高い資金の媒介が一層困難になった。その結果、かつて重層的だった金融システムから商

業銀行中心の単線的なシステムに変化し、資金の供給サイドと需要サイドのミスマッチが顕在化した。この問題に対して、国は民間の足りない部分を埋めるため公債を発行して長い資金を調達していた。しかし、この仕組みでは国債の発行残高が増えていくため持続可能ではない。故に、社債や株式を扱う民間金融によって資金媒介を活性化することが喫緊の課題となっている。

また、日本における銀行全体の貸出残高は減り、預金残高が増える一方である。一つの大きな理由は、長期でリスクを取れる資金が不足していたことである。この問題を解決するため、資本市場の活性化として社債の発行や証券化を行なっている。その一例として住宅ローンの証券化が挙げられる。住宅ローンについては、かつて国債で発行したお金を住宅金融支援機構が30-35年の長期固定金利ローンを出していた。しかし、景気が悪くなり金利が下がると固定金利の住宅ローンは借り換えられ、貸出金利が調達コストを下回るリスクがあるため、現在は行われていない。日本銀行が低金利政策をとったことにより、住宅ローンの借り換えが活発に行われ、調達コストは高止まり、その結果貸出金利が大幅に下回ってしまった。国民は固定金利の長期ローンを求めており、その需要に応える解決策として住宅ローンの証券化を行なっている。

高齢者に目を向けると、日本よりもアメリカは賃貸に住む単身世帯が多く、医療サービス以外のレクリエーションに使用するお金が多い。この背景にあるのは、高齢者の主な収入源の違いだ。日本人は年金に頼って、何もしていない人が多いが、アメリカでは個人年金への加入や、債権・株式の保有を行っている人が多い。この課題を解決するためにも、長期の資金とリスクを取りうる資金の仲介システム、すなわち銀行部門と市場部門が補完的に機能する伏線的な金融システムの構築を必要とする。足元ではコロナ危機対応融資やデュレーションリスクが重荷になっており、新たな金融システムの創造に向けて、今までとは異なるアプローチが必要とされている。

## II 日米の金融はこんなに違う

リーマンショック直前のアメリカはGDPの約3倍の借金を抱えており、家計セクターに債務が累積し、政府の債務はそこまで高くなかった。一方、同時期の日本では、借金に占める政府の割合が高く、家計の債務は低かった。アメリカと日本では大きく状況は異なり、日本はアメリカやイギリスと比べて家計に眠っているお金があるため、そのお金をどのように活用するかという問題がアベノミクス、現在の植田日銀総裁によって解決へと向かっている。

ポスト・リーマンショックのアメリカでは、リスク分散の分析が進み、データに基づいていなかった格付けモデルをはじめとする「マーケットの幻想」が解消されたことや規制強化や情報公開の推進が行われたことで、金融が大きく変化した。投資銀行からファンド、金融のアウトサイダーとしてのシリコンバレー発の金融機関、及び金融業へ進出したGAFAによって、既存の伝統的な金融システムのディスラプションに繋がるかもしれな

い。昨今においては、Fintech は 2023 年のシリコンバレー銀行の破綻によりこの一年冬の時代と評価されていた。しかしそうではなく、実態としてのスタートアップ自体は存在していたのだが、そこにお金が流れていない、すなわちファンドが弱気になっていたことで実体経済に影響を与えていたと考えられる。

一方日本では、長期信用銀行やリスク資金が足りないことが都市の再生やまちづくりをはじめとしたさまざまな分野に影響を与えていた。このように間接金融偏重の負の側面が表面化したこと、現在新しい金融パラダイムが模索されている状況である。そこで根幹となるのが経済の高度化や都市の国際競争力であり、実体経済を支える金融の機能強化が課題になっている。

### III近未来の金融システムを創造する

近未来の金融システムを創造する上では、近未来技術、Society5.0 と呼ばれる新しい社会構造の実現が必要である。特に注目すべきは社会経済の不可逆的なデジタライゼーションであり、デジタル化によるビッグデータの生成・解析、ブロックチェーンの活用が挙げられる。ブロックチェーン活用の例として、今年夏に義務化される相続の登記処理がある。相続の登記がされていない土地の面積は九州よりも広いと言われており、その処理を全て従来通りに行うと業務が大幅に増加するため、ブロックチェーンなどを活用して業務の効率化を図るという案が出ている。

また、現在では非金融事業への金融の溶け込み(Embedded Finance)が起きている。金融が裏側に入り込んでおり、見えづらくなっているという状況にある。例として、Amazon で購入した際の自動決済、旅行申し込みの際の保険付帯などが挙げられる。

さらに、投資リターンの新しい概念形成も進んでいる。応援したいという思いなどから出資するクラウドファンディングはその一例であり、投資と消費の境目が曖昧になっていくと言える。それに伴って、インパクト投資におけるインパクト(事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果)をどう計測するかという研究が進んでおり、政策にもその研究の成果が使われている。例えば、今年 1 月から日本政府がグリーントランسفォーメーション債の発行を開始した。これは通常の国債利回りより低い利回りで発行される債券であるため、実際にマクロで見たときに CO2 削減につながっているのかを計測し示さなければ海外の機関投資家から反旗を翻され、調達コストが上がり、日本の国債市場にも影響を与えるかねない。

### 終わりに

講師の方々には、単に理解しやすい内容に留まらず、受講生にとって興味深く、内容が濃い話を展開していただくよう依頼している。そのため、この講義では、受講生が講義内容を深く理解し味わうことができるよう、必読図書と推薦図書を紹介する。必読図書は講

義を理解するために必要な基本的な知識を提供し、推薦図書は講師の考え方や分析の枠組みを深く理解するためのものである。これらの書籍に加えて、講師が最近執筆した書籍や特に推薦する書籍も取り上げることで、講義内容の多角的な理解と思考の拡張を促す。これにより、受講生はより充実した学習体験を得ることができ、将来的に自身の創造活動に役立つ洞察を得ることが期待される。

## Q&A

Q1.日本における財務変化の図において、図外である 2008 年から 2024 年まで日本の資金活用はどう変化したか。

A. 2007 年よりもさらに差が広がっている。企業セクターは差が減っており、現金を積み上げている。金融セクターの差も減っている。その分政府セクターの債務が増加している。その理由は特にコロナ対策の支出であり、一番大きいのは地方創生臨時交付金 20 兆円である。ポスト・コロナである現在がその債務を処理するために、複数年度に使う多年度基金のうち全く使われていない基金を国債の償還に回すという案が出ている。

Q2. 日本で社債の発行が少ない理由は何か。

A. 海外はマーケットから債権を発行する一方、日本は銀行が安い金利で貸す。さらに日本では社債が脇の存在であり、金融商品としてハイブリッドのものが少ない。社債に近いものを一番発行しているのは、住宅支援機構であり、資産担保証券(MBS)を累計 40 兆~50 兆円発行している。しかし、それらはバランスシートから外されており、形式上社債としてカウントされていないことも理由の一つである。