

## わが国金融・資本市場の役割と今後の課題

—三重野総裁講演

平成2年6月18日、資本市場研究会にて

(はじめに)

資本市場研究会設立5周年の記念講演会にお招き頂き、誠に光栄に存ずる。

ご承知のように、わが国の金融・資本市場は、近年質・量とも急速な発展・拡大を遂げてきている。こうした中で、資本市場研究会におかれては、昭和60年の設立以来、的確な問題意識に基づいた各種の調査研究や資料の刊行、セミナーの開催等幅広い活動を通じて、わが国金融・資本市場の健全な発展に貢献されてきたが、同じ金融界に身を置く一人として当研究会のこれまでの活動やその成果に対しまず深く敬意を表したい。

本日は、証券界、銀行界を代表する方々が多数お集まりになっているせっかくの機会でもあるので、「わが国金融・資本市場の役割と今後の課題」と題して、常日頃私ども日本銀行が考えていることを率直にお話し申し上げたいと思う。

### 1. わが国金融・資本市場の変貌とその背景

まず最初に、近年のわが国金融・資本市場の変貌の状況を簡単に振り返ってみたいと思う。

(市場の急速な変貌)

第一の変貌は、金融・資本市場の規模や取引のボリュームが急速に拡大しているということである。ここ5年間でみると、例えば、債券(現先を含む)、株式(東証第一部)の売買高は、ともに5倍強と、この間の名目GNPの伸び(1.3倍)を大幅に上回っている。こうした市場規模の拡大は、債券市場や株式市場のみならず、コール、手形、CD等の短期金融市場についても同様であり、その市場規模は、59年末の22兆円から昨年末には80兆円へと急速な拡大をみている。この結果、わが国の金融・資本市場の規模は、今や国際的にもニューヨーク、ロンドンと肩を並べる、場合によってはそれをも凌駕するマーケットにまで成長している。

第二の変貌は、金融・資本市場における取引の内容や仕法が大きく変化していることである。例えば、証券という概念についても、これを広く解釈すれば市場で売買することによって権利の移転を行い得る手段と定義できようが、そうした手段は現在では金融の証券化の進展に伴い、CPや貸出債権を流動化した各種の受益証券をはじめ数多くの証券化関連商品が活発に取引されているほか、先物やオプション、スワップ、ワラント等の新しい商品、新しい取引手法が次々と開発され、しかもこれらの取引は数年前では考えられなかったほどの規模にまで拡大している。

また、こうした金融取引が行われる市場の形態も変化してきており、従来の場合立ちといわれる「フロア取引」や「テレフォン取引」から、最近ではコンピュータ・ネットワークの発達により、オフィスに設置されたスクリーン端末機を通じて価格の提示・交渉・約定等が即座に行える、いわゆる「スクリーン取引」が出現するなど、大きな変化を遂げつつある。今や、このようなスクリーン端末機さえあれば技術的には世界のどこにいても取引に参加できることから、東京市場やロンドン市場といった地域名を冠した市場の呼び名は次第にミスリーディングとなり、文字通り「グローバル・マーケット」が成立しつつあると言ってもよい状況である。

第三の変貌は、今お話しした二つの点とも密接に関連しているが、金融・資本市場の国際化あるいはグローバル化が進展しているということである。ちなみにわが国の国際収支統計によって対内・対外証券投資のグロスの金額をみると、昨年一年間の資本の流出入額は4兆5千億ドルと5年前に比べても14倍に膨らんでいるが、これはほんの一例であり、要するに今日では資金や資本の流れは、国や時間の壁を越えますます活発化しているといえよう。

#### (技術革新の重要性)

こうした近年の金融・資本市場の質・量両面における変化については、これまでも繰返し論じられてきており、その背景として金融の自由化、国際化、証券化、機械化といった言葉が常套句のように指摘されてきている。私自身もこうした言葉を使って近年の金融環境の変化や背景を説明することが多いが、同時に自由化とか国際化といった言葉では、現在起きている変化のダイナミックな側面をうまく表現できないというもどかしさも感じている。例えば、先程新しい金融商品の例としてスワップやオプションのことを申し上げた。しかし、これらの新商品は規制の緩和によって預金金利の自由化を行うといったような意味での自由

化の所産ではない。これらの新商品はコンピュータや情報処理技術の発達があって初めて可能になったものであり、マーケットのニーズに応えたものであった結果、急成長したと言う方が適切である。言い換えれば、そうした新しい商品は、技術革新を前提にすると、仮にこれを抑えつけようとしても抑えられるものではなく、無理に抑えつけると、マーケット自体に歪みが生じることにもなる。金融取引の増加ということについても同様のことが言える。例えば、金融取引の増加については一部にそれ自体を何か不健全なものともみなすような見方もあるが、基本的な背景は通信技術の発達であり、これによって金融取引に係るコストが引下げられ、何時でも何処でも大量の取引を安価に早く行うことが可能になったということであると思う。

言い換えれば、最近の金融・資本市場の変化は、コンピュータや情報処理・通信技術の発達やこれを引き金とする金融イノベーションの進行を抜きにしては語れないということである。この点、技術進歩に内在する持続的なダイナミズムを考えると、金融イノベーションの進展や金融・資本市場の拡大は、後戻りすることのない不可逆的な流れであることをまず十分に認識しておく必要があると思う。

## 2. 金融・資本市場の役割

それでは、このように発達した金融・資本市場というものは一国の経済にとってどのような意味を持っているのであろうか。この点を次に考えてみたい。

(基本的な役割)

金融・資本市場は、さまざまな役割を果たしており互いに関連しているが、あえてこれを整理して述べると、三つの役割があると思う。第一の役割は金融資産、すなわち広い意味での証券の取引の場であり、貸し手から借り手へ、黒字主体から赤字主体への資金の移転を仲介する機能を果たしている。このことは、マクロ経済的に言えば、金融・資本市場は貯蓄と投資をつなぐ効率的なチャンネル機能を果たしていることを意味している。

第二の役割はリスクの移転・配分機能である。前述のとおり、金融・資本市場は貯蓄、投資をつなぐチャンネル機能を果たしているが、その過程ではさまざまなかたちで、仲介行為が介在し、個々の投資家や仲介金融機関は自らの体力等にに応じてリスクを負担している。また、個々の投資家や仲介金融機関は金融資産を取得した後、これが自らのリスク負担能力という観点からみて過大と判断すれ

ば、市場で売却することによって、リスクを第三者に移転する。また、自らの相場観に照らして、自己の保有する金融資産の価格変動リスクが大きいと判断すれば、先物やオプション等を使ってリスクをヘッジする。このように金融・資本市場では一方でリスクをヘッジする主体が存在するとともに、他方でそうしたリスクを積極的に負担することによってより高い収益を目指す主体も存在し、金融・資本市場はそうしたリスクの移転、売買の場でもある。

第三の役割は決済に係る機能である。先程、貯蓄・投資のチャンネル機能、リスクの移転・配分機能ということを申し上げたが、これらはいずれも金融資産に係る権利が移転することによって実現する。移転する金融資産が現預金であれば資金決済、国債や株式等であれば証券決済であるが、こうした資金や証券の決済はそれ自体経済活動、金融活動を円滑に行っていくうえで不可欠の条件でもある。

以上、金融・資本市場や金融システムの役割について、やや理屈めいた話を申し上げたが、本席で何故あえてこのような話をくどくどと申し上げたかという点、金融・資本市場や金融システムの果たしている役割や機能といったことが、必ずしも正しく認識されていないのではないかという危惧があるからである。例えば、先程も少し触れたが、金融市場の拡大や金融取引の増大という事実を単に財テク・ブームとかスペキュレーションの蔓延という否定的なニュアンスだけでとらえる見方がある。しかし、市場参加者が自己責任原則に立ってリスクとリターンをしっかりと評価したうえで金融取引を行うことは当然の経済行為である。またそのような個々の経済行為の集積の結果としてマーケットが形成されるものであること、さらにそのようにして発達したマーケットは経済発展を支える重要なインフラであるという基本的認識をしっかりとっておくことが重要であると思う。また同時に、こうした金融・資本市場の機能をしっかりと認識するならば、そのマーケットを構成し、支えている証券・銀行等の金融業が一国の経済活動の中で果たしている役割とその重要性についても、正しく評価、位置付けされてしかるべきではないかと思う。

この点、海外諸国に目を向けると、例えば、ソ連、東欧諸国においては、最近市場経済への移行と併行して資本市場の整備を積極的に進め、また欧米主要国がそうした動きを実務的に支援していることはご承知のとおりであるが、これらの動きは何よりも経済発展を図るうえで、発達した金融・資本市場の存在がいかに重要であるかを物語るものであると思う。

(望ましい金融・資本市場の条件)

ところで金融・資本市場がただ今申し上げたような機能を最大限に発揮するためには、当然いくつかの条件が満たされていることが必要である。その条件を三つ指摘したい。

その第一は、金融・資本市場における効率性向上の努力である。言い換えれば「便利でなければならない」ということである。ただ、「効率性の向上」と言っても、何か特別の振興策・支援策を講ずるといったことではない。要は金融・資本市場内部における自由な競争を通じてイノベーションを活発にし、そうした市場自体が持っているダイナミズムを活かすかたちで、効率性の向上を図るという姿勢が何よりも肝要である。

この点に関連して、話は若干脇道にそれるが、わが国はハイテク先進国と言われており、事実自動車や電気機械をはじめとしてさまざまな産業でイノベーションが活発に生まれている。しかし、こと金融関係に関して言えば、残念ながらわが国からイノベーションが生まれたという事例は意外に少ない。例えば、スワップ、オプション等の金融商品や金融商品の決済システムについても、また金融取引に関する情報インフラについても、さらに金融関係の法制・会計についても、海外から輸入したものが多く、この点、他の産業とは趣きをかなり異にしているように思う。しかし、歴史をひもとくと、わが国が金融取引、市場取引のイノベーションという面で海外をリードした時期も存在する。例えば、先物取引はもともとは19世紀中頃シカゴで農産物を中心とする商品に関して発達してきたものであるが、これに1世紀以上先立つ18世紀前半に大阪堂島で米の先物取引が活発に行われていたことは良く知られている。

ちなみに、江戸中期のある著名な学者はその著書において、先物取引が制度化されていた大阪の米市場と当時現物取引しかなかった江戸の米市場とを対比して、「江戸の相場は大井川のごとし。雨降れば直ちに水出て、止めば渴る。大阪の相場は天竜川、淀川のごとし。源あるゆえに早に渴せず、大雨に漲らず。」という表現で、先物市場の果たしている米の需給や価格の調節機能を正しく評価している。いずれにせよ、この大阪米市場の先物取引は、明治期以降の証券市場制度にも多大の影響を残したわが国独特の先物取引制度であり、世界的にみても金融イノベーションのはしりとも言えるものと思うが、現代においても、もちろんそうしたイノベーションの芽は存在する。後程詳しく申し上げるが、要は税制、会計制度、取引システムをはじめとして広い意味での制度面、インフラ面での対

応の遅れが結果としてイノベーションを抑制することのないよう十分意識する必要があるということであろう。

金融・資本市場がその機能を発揮するための第二の条件は、市場全体の安全性の確保である。そのためには、当然ながら市場を構成する市場参加者が個々に自己責任原則に立って健全性・安全性の観点から適切なリスク管理に努めることが大前提である。この点はややもすると軽視されがちな点であるが、改めて強調したいと思う。

しかし、それと同時に、金融・資本市場、あるいは金融システムというものは、これを構成する個々の参加者相互の債権・債務関係の上に立脚したものであることを考えると、万が一金融システムの一角で債務の不履行が生じ、これが連鎖的に他の債務不履行を誘発し、金融システム全体が混乱に陥るといったことも念頭に置いておく必要があることも事実である。もちろん、そうした危険——いわゆるシステム・リスク——は昔から存在していたが、金融取引が一段と複雑化し、取引ボリュームが飛躍的に増大するとともに、グローバル化が進展している状況の下では、この問題は一段と重要となっているということであると思う。したがって、個々の構成員がしっかりしていると同時に金融・資本市場自体をショックに対する抵抗力が強く、懐の深い、より強固なマーケットにしていく努力が重要である。

第三の条件は、金融・資本市場のルールや取引慣行、制度等について極力国際的な整合性を高めることである。仮に、こうした国際的な整合性を欠いた場合には、金融取引はより自由で取引のしやすい他国の金融市場にシフトすることを通じて結果的に国内市場の「空洞化」が生じ、期待されている金融・資本市場本来の機能が十分に果たせないことにもなりかねない。

この点、わが国の状況をみると、国際化は徐々に進展しつつあるが、率直に言ってまだ十分とは言い難い。近年、物(モノ)、人(ヒト)、金(カネ)いずれについても対外取引、内外交流が活発化しているが、先程も少し触れたとおり、カネ、すなわち資金・資本取引の伸びは物(モノ)、人(ヒト)の伸びに比べて最も大きく、グローバル・マーケットが出現しつつあることを考えると、金融・資本市場のルールや市場慣行についての整合性確保がとりわけ重要であることは言うまでもないと思う。わが国は今や世界有数のマーケットを抱える経済大国、金融大国であるだけに、わが国金融・資本市場の開放性、透明性を高め、さらにできれば世界の金融・資本市場をリードするマーケットとして位置づけ、これを発展

させていく努力、気概——それは何も外から要求されてやるということではなく、自らがそういったことをやっていく努力、気概——が必要であると思う。

### 3. 今後の具体的な課題

次に以上申し上げた諸点を踏まえたうえで、わが国金融・資本市場の今後の具体的課題について申し上げたい。

このように申し上げると、皆様方は直ちにいわゆる制度問題、銀行・証券の業  
際問題を念頭に置かれるかもしれない。私どもとしてもこの問題は重要である  
と思うが、この点についてはすでに証券取引審議会や金融制度調査会に設置された  
検討の場で私どもの考え方を説明している。したがって、本日は証券・銀行の利  
害得失ということではなく、双方にとって、また国民経済全体の利益につながる  
重要な課題があるという意味で、金融・資本市場のインフラ整備の重要性とい  
うことについて話を絞って申し上げたい。

(取引・決済システム改善の努力)

金融・資本市場のインフラ整備という点では、まず取引システム、決済シ  
ステムの改善に向けて努力していくことが大事である。近年、金融・資本取引が量的  
にも、内容的にも急速に拡大、多様化していることを繰返し申し上げたが、こ  
うした大量の取引を安全にかつ効率的に処理していくためには、当然のことなが  
ら、そうした取引・決済のシステムを常に改善していく努力が必要である。この  
点、わが国の証券市場をみると、取引面では、売買取引のシステム化が図られて  
きており、対象銘柄も昭和57年の東京証券取引所の二部上場株式を皮切りに、一  
部上場株式、国債、債券先物へと順次拡大してきている。また、取引に伴う証券  
の保管、受渡しについても、昭和62年には転換社債の振替決済が始まっている。  
さらに、現在は株券の保管・振替制度のスタートに向けて努力が払われている。  
このように、市場関係者が現在、取引・決済システムの効率性、安全性、国際性  
を高める方向で努力を払われている点については高く評価されるべきであると思  
う。

しかし、わが国の取引・決済システムをみると、依然課題が多いことも事実で  
ある。例えば、昨年3月に主要国の民間有識者から成るG30(Group of Thirty)が  
証券決済システムの改善に向けて九つの具体的提言を行ったが、この提言に照ら  
してわが国の現状をみると、資金・証券の同時決済(delivery versus payment)と  
いう点、あるいは同日資金による決済(same-day fund settlement)という点で、わ

が国はまだ相当遅れていると言わざるをえない。いずれにせよ、G30の提言は、国際的にみても将来の望ましい方向を示したものであり、わが国を含め各国が一举にそこに到達することは難しいとしても、同時に今から自国の決済システムについて改善を要する部分を明確に意識し、そうした方向に向けて決済システムの改善努力を着実に積重ねていくことが重要である。

#### （税制、法制、会計制度）

また、金融・資本市場を支えるインフラとしては、税制や法制、会計制度も重要である。例えば、税制であるが、かつて「前川レポート」では、「取引の国際化に伴う制度および取引面の国際的な整合化、なにかんずく、税制面での国際化が必要である」ということがうたわれている。また、大蔵省と日本銀行が共同事務局となって運営し、つい最近レポートを発表した短期金融市場研究会においても、こうした金融取引税制の問題は種々議論されたところである。私どもとしては国際的な金融取引が世界24時間市場となりつつある今日、グローバル化の時代に見合った国際的な整合性を図る観点から税制について見直し、整備することの必要性は従来以上に高まっていると思う。

会計面でも金融取引を正確・適切に記録することの重要性は金融の自由化、国際化とともにますます増大しており、そうした会計処理のルールやディスクロージャーによる会計情報の整備、充実がなければ、投資家の自己責任原則も画にかいた餅に帰することになる。この点、関係者のご努力によりこの面でも近年少しずつ前進がみられるが、今後さらに改善が望まれる分野であると思う。

#### 4. 金融・資本市場と日本銀行との関わり

最後に、以上いろいろ申し上げた金融・資本市場の役割と課題ということに関連して、私ども日本銀行の役割と金融・資本市場との関わりという点について若干説明したい。

日本銀行法の第一条は、日本銀行の目的として、「通貨の調節、金融の調整および信用制度の保持育成」ということを掲げている。戦時立法とあって表現は古めかしいが、今日の言葉で言えば、一つは通貨価値の安定を目標とする金融政策を適切に運営すること、二つ目は通貨制度あるいは通貨を中軸として運営される決済システム、金融システムの健全性、安定性を確保し、さらにこれを強化するよう努力することをうたったものである。



(信用制度の保持・育成)

このように日本銀行は中央銀行として通貨価値の安定と信用制度の保持・育成という二つの基本的使命の達成に向けて努力しているが、金融・資本市場の発展は、皆様方にとっても重要な課題であると同時に、私どもにとっても極めて重要な課題である。このことは中央銀行がマーケットに参加している一員であることを考えれば、当然と言えようが、その理由は以下の二点に集約される。

第一の理由は、金融・資本市場、とくに短期金融市場は日本銀行の日々の金融調節の「場」であり、また資本市場を含め各種の金融市場は金融調節の効果が波及していく際の重要なチャンネルでもある。さらに、そこで形成される各種の金利の動向は経済活動の強さや弱さを示す「鏡」のような機能も担っている。この点を今少し敷衍すると、自由で厚味のある金融市場には多様な取引動機をもつ市場参加者がさまざまな経済観をもって参加している訳であり、したがって、そこで形成される金利は経済全体の動きが凝縮されたかたちで反映され、政策当局にとっても効率的な情報源、すなわち「鏡」であるということである。それだけに、日本銀行としても金融・資本市場の効率性・安全性を高め、いわば「鏡」を磨き、金融調節の「場」を整備することがいかに重要であるかご理解頂けると思う。先般、日本銀行は大規模な組織変更を行った。そして、営業局に市場課という新しい課を創設したが、これは私どもの従来からの市場重視の方針をさらに押し進めたものをご理解して頂いてよいと思う。

第二の理由は、金融・資本市場の発展は、それ自体信用制度の保持・育成という日本銀行の目的そのものであるということである。言い換えれば、先にみたように金融・資本市場がその本来の機能を十分に発揮するためには、市場が全体としてショック等に対して強固で安全なものである必要があるが、日本銀行は正にそうしたことのために信用制度の保持・育成に努力しているということである。この点もう少し具体的に言うならば、最近のマーケットの拡大・発展により中央銀行の第二の使命である信用制度の保持・育成が、通貨価値の維持という第一の使命と同じウエイトを持って大事になってきたということである。これまではどちらかと言えば第一の使命が前面に出ていたが、今は第一と第二の使命が同じウエイトで重要と認識している。しかも、信用制度の保持・育成というのは何も経営不振の金融機関を救っていくといった後向きなことではなく、これまでいろいろ申し上げたように安定した金融システムを維持すべく金融インフラを整備していくという極めて前向きな使命と受止めて頂きたい。私どもでは今回の組織変

更においてこの第二の使命を効率的に推進する部署として信用機構局を新設したが、これは正にこうした問題意識にほかならない。

また、日本銀行は、銀行券や日本銀行当座預金という最も確実な決済手段、いわゆるファイナリティのある決済手段を提供することによって、従来よりわが国の資金決済システム、ひいてはわが国金融・資本市場を支えている。ちなみに、日本銀行の当座預金を通じて決済される一日当たりの平均金額をみるとこの5月で約296兆円である。さかのぼって期末月の3月に至ってはさらに多く約320兆円が決済されている。このようにわが国では大量の決済資金が動いている訳だが、私どもとしてもこれを円滑に運営していくため、いろいろと努力している。例えばその一つの方策として日本銀行は昭和63年10月、取引先の金融機関、証券会社と日本銀行を結ぶオンラインのネットワーク、いわゆる日銀ネットをスタートさせ、これによって当座預金をオンラインで即座に振替えることが可能になった訳であるが、この5月には国債の登録・振替決済等についてもオンラインでの処理が可能となった。このように日本銀行自身もインフラ整備に努めているが、諸外国の中央銀行と比較してなお改善を要する点は多い。先程、金融システムの安全性向上のための方策として、個々の市場参加者のリスク管理とシステム全体としての安全という観点の重要性を申し上げたが、そうしたシステム全体の安全性は今申し上げたような決済システムの改善といった具体的な仕事の積み重ねを通じて実現する性格のものであると思う。この点、日本銀行としても、今後とも内外の関係者と協力して、この面での努力をさらに重ねていきたいと考えている。

#### (機構改編の趣旨)

これまで述べたとおり、現在、金融機関の業務や金融・資本市場は大きな変貌を遂げているが、こうした環境変化の下で中央銀行も、自らそうした世の中の流れに適應して自らの業務のあり方を不断に見直していかなければならないことは言うまでもない。そこで、先程も触れたが、私ども日本銀行は、この5月末に少しオーバーに言えば日本銀行創立以来の大幅な組織変更を行った。これは今申し上げたような意味での私どもの環境変化への対応に向けての努力の一つの表われである。今回の組織変更により、これまで18あった局室のうち、8局室を廃し、新たに6局を設置したが、その狙いは、まず①国際化、自由化、情報化や金融リスクの増大といった非常に変化の激しい時代にあって、中央銀行として通貨価値の安定と信用制度の保持・育成の両面における政策運営体制を整備・強化すること、および②いわゆるコンピューターリゼーションの進展に対応して、業務運営体

制を効率かつ円滑なものに再構築すること、の二つを大きな目的としている。私どもは、新しい組織体制のもと、中央銀行としての使命遂行と効率的な業務運営に向けて一層努力するつもりであるが、その際皆様方との連絡をこれまで以上に緊密にしていくことが何よりも大事であると考えている。このことは、マーケットあつての中央銀行であることを考えれば当然であり、この点、引続き皆様方の一層のご協力、ご助言をお願い申し上げる次第である。

(おわりに)

わが国金融・資本市場が、今後ますます発展を続ける中で、内外からの金融・資本市場に対する期待も一段と高まっているが、こうした中で、市場を巡る諸問題について適切に対応していくためには、長期的展望に立脚し、かつ国際的な視点で事に当たる姿勢が何よりも肝要である。そうした意味で資本市場研究会の今後の活動とオピニオン・リーダーとしての役割への期待はますます大きくなってきていると思う。金融界に身を置く一人として、当研究会の一層の発展とご活躍を祈念して、私の話を終えることとしたい。