

吉野直行 慶應義塾大学名誉教授/アジア開発銀行研究所・所長に聞く アジアの金融市場の発展と日本の役割

アジア経済が急速に発展する中、わが国の金融機関はアジア市場の取組みを強化していますが課題は少なくありません。一方、日本の金融市場は少子高齢化など構造問題を抱えながら他のアジア市場との競争にさらされています。そこで本誌では、4月1日にアジア開発銀行研究所 (ADB) 所長に就任された吉野直行氏に、アジアの金融市場で日本はどのような役割を果たせるか、アジア基軸通貨が成り立つ条件は何か、そして日本は国内の構造的課題にどのように立ち向かえばよいか、語っていただきました。(この対談は2014年3月20日に行われました。聞き手：野村資本市場研究所理事長 渡部賢一)

■日本がアジア市場で果たすべき役割

渡部 吉野先生はこれまで金融審議会の会長などを務められ、日本の金融市場の活性化に尽力されてきました。そして4月1日にはアジア開発銀行研究所 (ADB) 所長に就任されます。

そこで本日はまず、経済発展の著しいアジアの金融資本市場をどのように展望していらっしゃるか、そこでの日本の役割はどのようなものかについてお伺いしたいと思います。

吉野 日本にとってアジア市場には2つの側面があると思います。1つは日中韓の市場でどう活躍するか、そしてもう1つは東南アジアにインドを加えた地域にどうアプローチするか、ということです。

まず日中韓は、ここのところ政治的にぎくしゃくしたところがあります。一方で、ヨーロッパに目を向ければ、彼らが近年概ねうまくやってこられた最大の理由は、やはりドイツとフランスが握手をしたことだったと思うのです。フランスとドイツは過去200回以上も喧嘩や戦争をしてきたといえます。その両国がユーロというものを一緒に作って広げたわけです。そういう意味では、東アジアでも日中韓で金融を含めたネットワークをうまく作っていかないといけないと思います。

ここで1つカギを握るのが中国の為替制度です。人民元は完全なドル連動から通貨バスケット

トにおけるドルのウェイトを徐々に引き下げてきましたが、これを早急にさらに適切なウェイトにすることが重要です。そうすれば、人民元も1つのよい運用手段になると思うのです。

次に東南アジアですが、その最大の国際金融センター、シンガポールの強みは、英語を使う国であること、そしてネットワークの広さにあります。

シンガポールには中国系、インド系、マレー系の人たちがいますが、それぞれ中国、インド、イスラム圏とのネットワーク作りに大きく貢献しています。多様な人種構成をうまく利用してビジネスの拡大につなげているのです。ただし、シンガポール自身は人口規模など小さな国ですから、自国には必ずしも十分な資金がなく海外からお金を持ってくるしかないこともあり、その点では日本の金融資産が活躍できる可能性もあると思います。

アジアというのは、中東まで含めて考えれば、非常に広い地域です。そのアジア市場で日本の金融機関がどこに活路を見出していくべきかと言えば、そこはやはり日本が強みを持つ製造業など取引先へのサービスから手を付けていけばよいのではないかと思います。日本の製造業が現地で利用する資金の運用サービスなどは、日本の金融機関が提供していくのが合理的でないかと思います。

その次に、日本の金融機関は対日本企業以



吉野 直行(よしの なおゆき)

1979年ジョンス・ホプキンス大学経済学部博士課程修了、経済学博士 (Ph.D)。ニューヨーク州立大学助教授、慶應義塾大学経済学部教授、2014年4月慶應義塾大学名誉教授／アジア開発銀行研究所・所長 (現職)。財政制度審議会 (財投分科会) 部会長、外国為替審議会会長、金融庁金融研究センター長、金融審議会会長など歴任。スウェーデン・ヨーテボリ大学名誉博士、ドイツ・ハレ大学名誉博士。「Hometown Investment Trust Funds」(Springer)、「これから日本経済の真実を語ろう」(東京書籍)、「ふるさと投資ファンド」(慶應義塾大学出版会)、「Postal Saving and Fiscal Investment in Japan」(Oxford University Press)など著書多数。

外の分野でうまくやっつけていけるかという話になるのですが、ここで経営トップの方などをお願いしたいのは、本当にグローバルに展開していくのであれば、ぜひ地球儀の上から見るように、より高い場所から世界を見ていただきたいということです。多くの日本人の方は「東京から見てどうか」という視点で見えており、確かにアジア重視は大事なのですが、北米もラテンアメリカもヨーロッパもという形でもう少し世界全体を見渡す必要があると思います。

渡部 私も同感です。

それからアジアには、経済基盤となるイン

フラの整備という大きな課題がありますね。今後、鉄道、道路、電力の整備に向けて莫大な資金需要があり、金融市場がこれに応える必要があると思うのですが、どのような形で対応していけばよいでしょうか。

吉野 アジアのインフラ・ファイナンスで問題となるのは、高速道路の料金収入を見ても日本と比べると少額で、すべてのインフラを民間のお金で整備するというのは難しいということです。

そこでアジア開銀の中尾総裁などがおっしゃっているのが、既にできた道路や高速道路に民間のお金を入れる、いわゆる「ブラウン・フィールド」への投資です。建設前のまっさらな状態からのインフラ案件を「グリーン・フィールド」と呼びますが、こちらはリスクが大きいのでアジア開銀などの公的資金でやり、ある程度、収入と支出がわかったところで民間からの資金に換えていけばリスクを軽減できるのではないかと、思います。

つぎにアジアの証券市場の課題として忘れてはいけないのが、社債市場が未発達なことです。かつては日本も銀行借入への依存が強く社債市場がなかなか育たなかったのですが、近年、徐々に機能してきています。日本のそうした経験をアジアに持って行って、市場作りに一役買うべきだと考えています。

■アジア基軸通貨の可能性

渡部 先ほど、先生の方からグローバルな地域分散が大事だという話がありました。ここで、ニューヨーク、ロンドンに続くアジアのハブをどこに置くかという問題が出てきます。これまでは香港かシンガポールのどちらかでしたが、私は20年後は上海もあり得るのではないかと、思っています。

そうすると人民元は、先ほどのバスケットの問題などを乗り越えて、将来アジアの基軸通貨となる可能性もあり得るのではないかと、思うのですが、その辺りはどうお考えですか。

吉野 昔、日本でも日本円をアジアで流通できないか、という話があり、私もずいぶん関わったことがあります。

当時、なぜ日本円がアジアで流通する(取引)通貨にならなかったのかといいますと、アジアでは生産拠点間の生産ネットワークを通じて製品が作られていくのですが、最終的な販売先がアメリカだったからなのです。つまりアジアの国々はアメリカに販売し、ドルで支払いを受け取っていたので、日本に支払うときもドル払いだったわけです。

そうしますと人民元がアジアの通貨になるためには、中国が最終消費国にまで発展するかどうかがかぎを握ります。そうなるためには、中国も相当輸入を増やさなければなりません。

人民元がアジア通貨になりますと、世界はユーロ、ドル、人民元と3極通貨になり、中国は自分たちの製品を為替の影響にさらされずにアジア域内で輸出できるようになります。ドイツがなぜユーロ圏の中で強くなったかといいますと、為替に影響されずにユーロ圏内18カ国に輸出できたため製造業を自国に残せたからだだと思います。人民元が基軸通貨になれば、中国もベトナムやカンボジアに工場を移さず製造業を国内に残すことができるかもしれません。

将来のアジア通貨の姿を占うのであれば、中国が現在の成長を続けることで一大消費地となって人民元がアジア通貨になるか、あるいは、そうはならず、日本円と人民元ともう一つの他の通貨のバスケットという形になるか、どちらかだと思います。

渡部 後者のケース、アジア通貨がバスケットとなる場合、人民元、円と3つ目はどこになると思われますか。

吉野 どこでしょう。少し意外に思われるかもしれませんが、これからはインドが強くなるという見方があります。

インドに関しては2つの大きく異なる見解があります。製造業があまり発展しておらず

金融業に偏っているので、好不調の差が大きく、不安定性が高いという見方が1つ。それから、英語が公用語なので金融サービスでは大きな強みとなるし、そもそも人口が多いので潜在的な経済成長力は大きいという見方ももう1つです。後者の要素が顕在化すれば、ルピーも強くなるでしょう。

渡部 私はアジアの基軸通貨の将来像を考える上でもう1つ大事な要因があると思っています。先ほど円の国際化の話が出ましたが、当時、円の国際化が進まなかったもう1つの要因には、アジアのどこかの国の銀行が破綻したときに、日本の中央銀行はラストリゾートとしてアジアの中央銀行のように動けない、日本の税金を使うのは困難、という判断があったのではないかと思います。

そういった意味では、誰がラストリゾートとしてコミットする覚悟を持てるのか、日中韓なのか、経済力の強くなっていく中国が日本と一緒にやめるのか、この辺りが重要になってくると思います。いずれにしろ政治的な裏書きがないとできないことかもしれません。そうすると何だかんだと言って、アジアはこのまま米ドルで行く可能性もあります。

吉野 アメリカがあそこまでできるのは、自分がお金を印刷すれば最終的に何とかなるというのがあるからです。最悪でもドルの価値が下がるだけで、ドル札を印刷して、海外を支援することができるからです。

ユーロがここのところガタガタしたのも、ドイツが自分たちの税金で財政破たんしたギリシャを助けるかというような問題でしたね。アジアでも誰かがそうしたコミットメントをできる体制を作れないと、アジア通貨が流通することはないかもしれませんね。

■国内の機関投資家、金融機関が抱える課題

渡部 ここで少し国内の金融市場に目を移したいと思います。先生は研究者の立場から長年、



日本の金融市場をご覧になってこられたと思うのですが、国内の投資家、金融機関についてはどう評価していらっしゃるでしょうか。

吉野 私はいくつか構造的問題を抱えているように感じています。1つは機関投資家、中でも年金基金の運用に関する問題です。

たとえば、GPIFの資産運用をどうするかという問題はすでに政治的判断に委ねられる部分もありますね。GPIFの運用については、国民の中にも「リスクは最小限にして国債で運用していればいいのだ」という人から、「景気がいいのだからもっと利回りをあげるために株式で運用してくれ」という人までいろいろな方がおられて、それを集約するのは非常に難しいと思います。

日本の年金基金の運用について、401(k)プランのように個人個人の責任で「3割はリスク資産で、7割は安全資産の国債で運用してくれ」などと指定できれば、運用はしやすくなるわけです。

それからこれに関連して、資産運用会社の人事評価と給与体系の問題があります。アメリカでは成功すればその方にボーナスが出ますが、日本の場合は必ずしもそうとはいえません。一方で、自分だけが失敗した場合には、減点されるわけです。そうすると日本ではベンチマーク運用など、周りを見て運用するようになってしまいがちです。ということは、や

はり給与体系も考えないといけないのかなという気がします。

渡部 しかし一方で成功報酬があまりに大きいと、それはそれで批判も出てきます。

吉野 アセットマネジャーが資産運用で失敗したときのことを考えれば、成功報酬の部分にさまざまな条件を付けたり、マイナスで跳ね返ってくることもあり得るようにしないと、短期のリターンばかり狙ってしまうと思うのですが、いかがですか。

渡部 アセットマネジャーの報酬は、会社によって違いますが、3年くらいの成績に基づいて移動平均で評価することが多いです。アセットマネジャーはブローカーディーラーと比べて任期が長く、職人的な人が多いです。スシ職人と同じで、看板と資材をもらって料理するのが仕事なので、ダメなら交代させるのはよいのですが、マイナスの報酬というのは難しいと思います。そこは資本家が責任を持つところではないでしょうか。

近年、日本の機関投資家でもかなりインセンティブを付けるところが増えてきました。ただし、「旬のアセットマネジャーが次は経営企画部門」というように、人事にローテーションの仕組みを残しているところでは、そうした報酬体系はあまり馴染みませんね。

吉野 国内金融市場の問題でもう1つ私が指摘したいのは、金融機関の商品やサービスがあまりに画一的な点です。

たとえば銀行の預金について言えばいろいろな新しい種類の預金が出てきてもいいと思うのですが、日本ではどんな年齢層にも同じ預金です。若い方、中堅の方、お年寄りではそれぞれ違ったタイプの預金が必要だと思うのですが、そうはなっていません。その辺りはこれまで経営努力が足りなかったのではないかと感じたりします。

渡部 そうですね。たとえば「ATMだけを使うのならこの金利だけど、店頭に来て相談に乗ったらこの金利」というのは可能だと思います。ただ、それをやると日本ではどうして

も「いかなものか」という声が出てくる場合もあるように思います。

吉野 コストがかかっている訳ですから、そうした違いは当然な訳なのですが……。

渡部 さらに日本で難しいのは、「サービス」という言葉ですね。日本には「サービスは無料」という根強い考えがあります。そういう状況では弁護士、会計士、税理士を含めた専門的なサービスも今一つ活かされません。金融市場に関連したサービスへの需要は非常に大きいのですが、専門家が十分揃っているとは言えません。そういう意味では海外、例えばアジアでいえばシンガポール、香港では、弁護士、会計士、税理士は揃っています。

海外では印刷業者のサービスも充実していて、以前ロンドンで夜中の11時頃原稿を出したら次の朝には冊子を配ってくれて驚いたことがあります。

吉野 我々の海外の学会などでも同じです。中国などでは論文を前の日に出すと、もう次の日に本になっています。日本では一週間程度かかります。

こうした専門的なサービス業の分野では、金融業と同じように欧米の組織がどんどん入ってきていますね。日本人もそこに入ってやっている訳ですが、個人的には少し残念な気もします。

近年、司法試験の合格者を増やしたため弁護士の数は増えたのですが、試験に英語が必要ないものから、国内案件を扱う弁護士が増える一方で、海外案件のできる日本人の弁護士が依然としてなかなか増えないとも言われています。

■少子高齢化社会にどう対応するか

渡部 日本は少子高齢化など世界の先を行く構造的問題を抱え課題先進国などと言われたりもします。吉野先生はそうした日本経済の抱える構造的問題についても積極的に発言され

ていますね。

吉野 はい。まず高齢化社会への対応に関する私の持論は、働く人の数が減っているのですから、企業の中でシニアの方をうまく配置する必要がある、そして給与も年功序列ではなくて成果主義にすべきだ、というものです。若い人とシニアの両方がプラス・プラスとなる方策を考えないと日本社会が立ち回らなくなっていると感じています。

それから日本の構造問題といえましょう1つ、地方をいかに活性化するかという問題があります。これについては、私は今少しずつ出てきている「ふるさと投資ファンド」に注目しています。

例えば、風力発電の風車のような目に見えるものに地元の人たちに投資してもらうのです。最近では、阪神電鉄の駅の高架下のシャッター通りになってしまった所を改装するのに一件当たり200万円くらいずつ集めた案件がありました。「自分はそこでレストランをやりたい、居酒屋をやりたい」という人たちの写真をウェブ上で見てもらい、そこに地元の方々から1万~3万円くらい投資してもらう、というものでした。

こうしたファンドには、地元で資金を集めていく「ふるさと型」のものと、もう少し大きな投資信託を組んで、たとえば地方空港のような案件をプロジェクトファイナンスでやっていくものがあるように思っています。

渡部 かつて証券業でもふるさとファンドをやったことがあります。メディアも取り上げてくれたのですが、これはなかなか続きませんでした。なぜうまくいかなかったかということ、サイズが数十億円単位と中途半端だったからだとは私は思っています。こうしたファンドは運用する人への報酬を含めてコストがかかるので資金の規模を大きくしたいのですが、そうすると今度は「直接案件が見える」という良さが失われてしまうのです。

そうするとやはり先生がおっしゃるように、何百億、一千億円を運用する、大手金融機関

が手がけるような大きなファンドと、地域金融機関が目に見える範囲で集める小規模のファンドと2つあるのかもしれませんがね。

■東京市場の魅力と日本の英語事情

吉野 今日のこれまでのお話ですと日本は課題ばかりで、東京市場もシンガポールや香港との競争の中で埋もれてしまわないとも限らないという印象もあります。何とか東京市場の魅力を高めていかなければならないと思うのですが、その辺り、渡部さんのご意見を伺えますか。

渡部 個人的には、特区などの試みだけでなく、日本の金融市場をきっちり作っていくことが大事ではないかと思えます。もちろん道は遠いですが、その一方で一歩ずつ進んでいる気もします。アジアの中で日本は金融市場という点で一日の長、もしかすると四日くらいの長があると思えますので、それは活かしていかないともったいない気がします。

そのためには金融資本市場も産業の1つだという感覚を持って育てていくことが大事だと思います。ロンドンなどを見てもわかるように、東京市場が金融の国際的なセンターになれば、雇用の創出も期待できますし、海外から人も呼び込めます。それこそオフィス街の食べ物屋なども含めて周りの波及効果は大きいのです。

吉野 そうですね。ただそのためには、例えば行政がある程度いろいろな文書を英語で発信していくなど、今まで以上に取り組んでいかないと、海外から人は呼び込みにくいと思います。そういう意味では国レベルで金融市場を大きく育てていくことが望ましいですね。

渡部 その通りです。それからわれわれが外国人を幹部として東京に呼ぼうとすると、どうしても、狭い住居、子供の教育、街で英語が通じないといった問題も出てきます。仕事上の環境はともかく、家族も含めて日々の生活がなかなか大変なようです。

吉野 そうすると、香港、シンガポールの方が楽だ、となってしまう。コストだって安いですし、英語の学校もたくさんあるから、子供さんも大丈夫だということになるのですね。

日本で英語が通じないという問題については、やはり日本の英語教育に根源があるのだと思います。アメリカ人は、日本人が中学、高校、大学と全部あわせて10年間勉強していると聞くとびっくりします。しかも今やこれが小学校からになります。

日本人は英語を書かせると、文法を間違えないすばらしいものを書いてくるのに、聞く方は得意でない。とすると、これはやはりどこか教育がよくなかったのだと思います。英語が母国語でない他の外国人などと英語で話したりしますと、文法はさほど正確でなくても、聞くのと話すのはよくできる方が多いです。日本人だってちょっとやればできると思います。

渡部 日本人の謙譲と謙遜が、外国人とのコミュニケーションを妨げているところもありますね。

吉野 日本は大学の講義などでも、ちょっと簡単な質問をすると、周りに「あいつは何でこんなに簡単な質問をするのか」という態度を示す人がいます。アメリカではみんな何も気にしないで自分がしたい質問をするのですが、日本には自由な発言を遠慮させる空気みたいなものがあります。

渡部 野村グループも全国100以上の大学で冠講座を提供していて、支店長などがさまざまな話をさせて頂くのですが、学生側から議論や質問がもっと活発に出ると良いと思うこともあるようです。高齢化社会の日本では、金融資産の運用によって高い収益を上げていくことが求められています。このためには、金融経済教育は欠かせないと思います。小中学校・高等学校・大学での金融経済教育を通じて、金融について考える力を付けることが重要です。

本日は、貴重なお話を大変ありがとうございました。

(文中敬称略)