

## 日本版ビッグバンとは何か

東洋経済新報社  
編集委員 中岡 望

与えられたテーマは、“日本版ビッグバン”についてですが、本題に入る前にウォーミングアップということで、最近の私の経験を少しお話したいと思います。昨年末に立て続けにアジアの国を訪れるチャンスがありました。11月に香港、12月にベトナム、それから1月に韓国を訪れました。いまさら言うまでもないことですが、アジアはいま大きな変換点にあります。かつてアジアのミラクル（奇跡）と言われたものが、大きく崩れ始めており、一連のたびで、その辺りの若干の雰囲気を感じることができました。

例えば、極めて卑近な例ですが、私は韓国のサムソン・ジャパンの広報担当者の友人がいます。彼が、冬季オリンピックが開かれている長野から、ある日、いきなり電子メールを送ってきて、オリンピックが終わったら帰国せよとの辞令がきたというのです。サムソンは、冬季オリンピックの企業スポンサーだったこともあり、彼は1ヵ月以上も、長野にいました。去年までは、「自分の任期は3、4年」といっていて、この辞令には、彼も驚いたようです。要するに、韓国企業は、もはや海外に人を置いておく余裕がなくなってきたということなのでしょう。ちょうど、バブル崩壊後、日本企業が海外から撤退したのと同様です。また、韓国に行った時に「IMF寒波が襲ってきている」というような言葉を何度も聞きました。IMFの厳しい緊縮財政の要求で、景気が完全に冷えきってしまったのです。これは、デューティーフリー・ショップでは定価の5割引きの2割引きと、投売りの状況が起こっていました。

ベトナムでは、相変わらず自転車とかオートバイ等で路上が埋まり、活気に満ちているように見えたのですが、いろいろな人と話をしますと、やはりアジアの景気低迷の影響を受けているとのことでした。それと比べると、香港はそれほど深刻な状況ではなかったような印象です。街を歩いてみると、まだビル建築ラッシュが続いていて、見た目はほとんど変わりはありませんでしたが、倒産した韓国の東西証券の香港駐在員をやっている韓国人の友人は、家賃が相当下がってきているとっていました。

そういった意味でも、現実にはアジアの経済は大きく変わりつつあるようです。数年前アジアのミラクルが盛んに言われていました。しかし、10年前は、21世紀は日本の世紀だと言われていたのが、とたんに評価が変わったように、アジアの評価も大きく低下して

しまっています。

その一方で、アメリカは一人勝ちの状況で、いま非常に大きな経済的繁栄を享受しているように見えます。しかし、アメリカにいった時、何人かの友人から「生活水準は上がってない」という話を聞きました。また、僕の仲間で、フィラデルフィアの大手の新聞社の記者をやっている人がいるのですが、彼女は「従来は首にならないような専門的な職業の人たちが首になっている」と、労働環境は厳しくなっているとっていました。それから、ミルオーキーにいった時、そこのビジネスマンは、「今までは、週末、仕事を家に持って帰ることはなかったが、最近では、仕事を家に持って帰るのは当たり前になっている」とっていました。かつての日本のビジネスマン並みに、働き者になっているようです。そういう意味では、アメリカは変わったのでしょうか。

だが、必ずしも表面的な数字ほどは、一般庶民の生活水準は上がってないような感じがします。ただ共稼ぎ家庭は随分増えていますから、家計ベースで見た所得は増え、その結果、消費というのは随分伸びています。株高で、一種の資産効果もあり、消費がアメリカ経済を支えています。しかし、全体的には、果たして言われているほどアメリカ経済は良いのかなとも思います。確かにマスコミ等は、アメリカの最近の状況を評して、“ニューパラダイム”とか“ニューエコノミー”というようなことを言っています。MITにポール・クルーグマン教授は数年前に「アジアのミラクルというのは、実はミラクルでもなんでもない」という非常にセンセーショナルな論文を書いています。期せずして彼の予言が的中したわけですが、そのクルーグマン教授は、最近、「アメリカのニューエコノミーは、実はニューエコノミーでもなんでもない」ということを言い始めています。彼は、アメリカがいま非常に成功しているように見えるのは、リストラや“雇用不安”で労働賃金の上昇が押さえられているから、企業収益が改善し、株高になっているのだというわけです。労働生産性も、過去と比べて、特に上昇しているわけでもないともいっています。要するに依然として雇用不安が非常に強いため、みんな仕事を失いたくないために非常にコンセッション（妥協）をしているとうわけです。そのため、賃上げのプッシュがなくなっている。企業の財務バランスを見ればお分かりになるとと思いますが、大体コストの6割とか7割が人件費です。ですから、人件費が上がらないということは、企業収益に大きくプラスすることになります。アメリカの失業率は、いま4、5%で、これはここ15年来、最低の水準です。経験則からいけば、その水準にまで失業率が下がると、必ずコスト・プッシュのインフレが起こったものです。また、インフレを避けるために、FRBは金融を引き締めるのが普通でした。そして、金融を引き締めの結果、景気が後退する。アメリカ経済には、そういう非常にクリアなビジネス・サイクルが見られました。だが、このところ、そういうビジネス・サイクルは見られなくなっている。そこで、“インフレなき持続的成長”が可能になったという“ニューパラダイム”論がでてくるわけです。それに、アメリカの労働組合の交渉力が圧倒的に落ちて、企業はどんどん切捨てをやる。最近でも、

好景気にもかかわらず、例えばコダックなど大手の企業が大幅な人員削減を発表しています。ということは、アメリカが、我々が見ているように、必ずしもパラダイムの世界にあるわけではないような気がします。

しかし、そうは言いつつも、実は、アメリカ・パラダイムというのか、アングロアメリカンのパラダイムというのか、いま世界を席捲しつつあります。特に金融分野におけるアメリカン・スタンダードというものが、圧倒的な影響力を持ち始めてきていることは事実だと思います。

といっても、アメリカのモルガン・スタンレーであれ、メリルリンチであれ、J. P. モルガンであれ、ゴールドマンサックスであれ、いまは非常に元気のいいアメリカの金融機関も、実は1990年代の前半には、ウォール街の大不況に直面し、大リストラを迫られたのです。ですから、ほんの4、5年前は、実は、アメリカの金融機関も威張れる状況ではなかったのです。ただ、この5、6年の変化は非常に大きく、その中で従来にない変化が出てきます。それは、“グローバル化”と“情報テクノロジーの進歩”です。これが、国際競争のフレームワークを大きく変えたのではないかと思います。そして、欧米の金融機関は、この面で、日本の金融機関よりもはるか前を進んでいるといえます。そういう文脈の中で日本のビッグバンを考えるべきだと思います。ここでは、なぜ日本はビッグバンが必要なのか、その背景には何があるのかを中心にお話できればと思います。ビッグバンは、単なる規制緩和ではなく、その背後に大きな思想の流れというのがあると思います。そのためには、アメリカ、イギリスで、どういう形でディレギュレーションが行われたのか、それを受けて日本でいま何が起りつつあるのかを理解する必要があります。また、どういったアイデアなり、理念なりを持って規制緩和が行われようとしているのか。その結果、日本社会がどういう形で変わっていくのだろうか。これらは、ちょっと遠大なテーマですが、そのさわりでもお話しできればいいかな、とっております。

ディレギュレーションとビッグバンというのは、ある意味で一体して語られるわけですが、その背後には、大きな流れがあります。ベルリンの壁の崩壊で、資本主義対社会主義の拮抗に決着がついたといわれています。それが“新しい資本主義的”の状況を生み出し、最近のニューキャピタリズム論につながっているようです。政治的なフレームワークをベースに経済の動きを説明すると、そういうことになるのでしょうか。ここでは、どっちかという経済のフレームワークから、規制緩和やビッグバンの動きを見てみたいと思います。

経済学の教科書みたいな話で恐縮なのですが、経済学はアダム・スミスから始まるわけですが、それからマーシャル、ピグーなどを経て新古典派の輪郭が形作られ、それを受けてケインズ理論につながっていきます。それをさらに発展させたのが、サミュエルソンなどによる新古典派総合の理論です。その流れは、非常に重要だと思っています。戦後の経済政策思想は、新古典派総合をベースに行われてきたと思います。

ケインズの理論のベースは、マーケットは常に均衡するとは限らないということにある

ります。それにはいろいろな理由があるわけでした、ケインズは最大の理由として、労働市場の硬直性、すなわち労働賃金の硬直性がベースと考えていました。

経済学でいうマーケットは、大きくいって3つあります。労働マーケットと財マーケットと、それからいわゆる金融マーケットです。この中で、金融マーケットの調整は、瞬時にして行われます。財マーケットも比較的迅速に行われるのですが、労働マーケットの調整は、一番遅いわけです。経済全体で考えた場合、3つのマーケットが均衡しない限り経済は均衡しないわけです。

そこから、政府の役割が出てきます。政府は積極的に景気政策を行うべきであるという考えです。また、市場は必ずしも分配の問題を有効に処理できないから、政府が何らかの形で市場に介入すべきだという考え方も生まれました。福祉国家論も、そうした流れから出てきたといえます。そうした経済思想の流れの中で、「景気循環は終わった」という議論も随分行われたわけです。

ところが、60年代の後半から、そうした理論がおかしくなり始めてきます。ベトナム戦争、ジョンソン大統領の「偉大な社会政策」の失敗などで、財政赤字の拡大、インフレ高進が起きます。戦後、圧倒的な力をもったアメリカ経済が低迷し始めたのです。それが、経済政策論議にも大きな影響を与えました。大きな政府を指向するリベラリズム派に対して、保守派の反革命が始まったのです。

それは何かといいますと、ハイエクなどのいわゆる自由主義という考え方が影響力を増してきたことがあります。経済理論的には、フリードマンに代表されるマネタリストという考え方が、次第に受け入れられてきたことがあります。それから、財政均衡主義が政治で大きな影響力を持つようになったこともあります。それは、政治の流れからいうと、リベラルに対する保守の逆襲という面があったと思います。ニクソン大統領の「自分はケインジアンだ」という有名な言葉がありますけれども、その当時は、まだリベラル対保守の対立はそれほど鮮明ではなかったと思います。それに決着がついたのが、70年代半ばです。特に70年代の後半にマネタリストは影響を獲得します。アメリカの金融政策が、マネー・サプライを重視する政策に移っていくわけです。それは、単にマネー・サプライがどうのこうのということではなくて、大切なことは、マネタリストの考え方が大きな影響力を持ち始めたことです。言葉を変えれば、実はケインズ理論、あるいは戦後のいろいろな経済理論は、マーケット・フェーリア（市場の失敗）がベースにあったと思うのです。マーケットは間違えるものだ、という考え方です。だから、政府は、市場をレギュレートしていかなければいけないのだ、という考え方があったと思います。

ところが、今度は、どういう議論が展開したかといいますと、ガバメント・フェーリア（政府の失敗）という議論が出てきたのです。政府が間違いをする。政府が正確な判断をできないのではないかということです。例えば、経済学の有名な議論に、経済政策には、「認知ラグ」とか、「政策決定ラグ」とか、それから「政策効果ラグ」というのがあります。

すが、現実の動きに対して、政府は正確な判断ができるのだろうか。むしろ、マーケットに任せておいたほうが、資源配分においても、合理性においても、はるかに有効な政策が採れるのではないかと、いった議論がでてきます。そういった意味では、政府に対する信頼感が薄れてきたのです。それは、経済理論に留まらず、政治的にも、保守主義のビッグ・ガバメントに対する批判のベースになっていったと思います。ディレギュレーションが、政治的なスローガンになっていったのです。

ディレギュレーションを最初に政治的に使い始めたのは、レーガン大統領ではなく、イギリスのサッチャー首相でした。労働党政権の社会主義的な政策のもとで疲弊していったイギリス経済を復活させるために、彼女は、非常に強引なドラコニアン的な自由化政策を採用します。それを追いかけるように、レーガノミクスが出てきます。レーガノミクスの考え方というのは、1つはサプライ・サイドの考え方、要するに限界税率を下げてやれば貯蓄が増え、貯蓄が増えれば、投資も増えるという議論です。それにマネタリストの考え方、要するにマネー・サプライを安定化させておけば、少なくとも市場を混乱させるパーセプション・ギャップは起こらないという考え方が結びつきます。政府は何もする必要がない。金融政策も、マネーサプライの伸び率を一定に保てばいいというのが、フリードマンの考え方でした。この政策は、“Xパーセント・ルール”と呼ばれました。そうすることで、実態経済は、ノミナルな経済指数の影響を受けないで、コンスタントにマーケットをクリアしながら、潜在成長を実現できるといわけです。

こういった経済思想の流れと平行して、市場でも、規制緩和が始まります。アメリカの場合は、それを“ビッグバン”とは呼んでいません。アメリカのディレギュレーションは、“メイデイ”といわれています。最初の規制緩和は、証券の取引手数料の自由化という形で行われました。まさにいま日本で行われている議論が、アメリカでは70年代の半ばに行われていたのです。

アメリカは、自由化のシンボルのように言われていますが、実は、極めて厳しい規制が行われていた国なのです。例えば、かつては金利についても「レギュレーションQ」という金利の上限規制がありました。例えば、74年ぐらいの段階ですと、銀行預金の上限金利は5%でした。いわゆるセービング・アンド・ローン・アソシエーションという中小の貯蓄金融機関については、5.5%が金利の上限でした。当時、高インフレがなかったものですから、それで良かったのですが、第1次石油ショック、第2次石油ショック、それにプラス労働者のコスト・プッシュ・インフレが続き、アメリカのインフレ率は、例えば74年には11%にまで上昇しています。それでは、銀行の実質金利は、マイナスになってしまいます。そこで、アメリカで何が起こったかといいますと、銀行から資金が流出し始めたのです。どこに流出したかといいますと、規制のない証券市場に流れていったのです。銀行のことを仲介機関（インターメディエーション）と呼ばれています。だが、資金流出で、その仲介機能を果たせなくなったことから、当時、その状況を“ディスインタ

ーメディエーション”と呼びました。その結果、従来の証券と銀行のすみわけ分けが崩れてくるわけです。

そうすると、当然の話ながら、そういう金利規制をやっているは駄目ではないかという議論が出てくる。現実には、その後、アメリカは、金利自由化を急速に進めていくわけです。NOW勘定のように小切手勘定への付利を認めるなど、金利規制がどんどん解除されていった。そういう形で、証券と銀行の資金の奪合いが起こった。その中でもう一つの大きな流れとして出てきたのは、機関投資家現象です。要するに、機関投資家が大きな力を持ち始めてきたのです。しかし、証券会社の手数料が固定手数料なのですから、大口の注文を出しても機関投資家は、手数料のディスカウントを全然うけることができない。それに対して、証券会社は、手数料の一部キックバックをしたり、情報などの追加的な金融サービスを提供したりすることで機関投資家にサービスをした。だが、それではとても追いつかない。機関投資家からのプレッシャーがどんどん高まってくる。さらにニューヨーク証券取引所の手数料が高いため、機関投資家は店頭市場や相対取引にどんどん流れていく。そうすると、ニューヨーク証券取引所の地盤が沈下し始めた。それを、もう一回活性化するために採った手段は、売買手数料の自由化だったのです。それが大きな流れになってきて、アメリカの証券業界そのものが大きく変貌を遂げることになる。

要するに、それまでのアメリカの証券会社は、手数料収入が主体だったわけですが、手数料では食っていけなくなってくる。手数料の自由化で、手数料をどんどんダンピングするようになった。手数料収入に期待できなくなると、どこか他の分野で商売を見つけていくかなければならない。例えば投資顧問業務とか、M&A、デリバティブ商品といった新しい付加価値のあるものを積極的に取り扱うようになってきた。それが逆にいいますと、いまのアメリカの証券会社の強さを作ってきたともいえます。

アメリカのメイデイが1974年ですから、日本はそれから20年遅れているわけです。20年遅れてやっと同じことをやっている。例えば、デリバティブといいますが、日本の証券会社にしろ、銀行にしろ、とても独自のデリバティブ商品を開発するノウハウの蓄積を持っていない。しかし、アメリカの証券会社は、手数料の自由化によって生きていくためにはどうすればいいかという議論をずっとやってきた。それが可能だったのは、社会的、政治的に、それを支持する動きがあったからともいえる。要するに、規制緩和の背景に、大きな経済政策の変化や社会思想の変化があり、他方で手数料の自由化や金利の自由化がどんどん進むという業界状況があり、その中でアメリカのディレギュレーションが進んでいった。

では、規制緩和が順調にいったかということ、必ずしもそうではない。80年代初めは、レーガノミクスの効果で一時、アメリカ経済は蘇るが、80年代の後半から90年代にかけて、まさに今の日本と同じような過剰な不動産投資が行われた。その意味では、日米とも、同じような状況に置かれたといえる。ただ、アメリカの場合は、非常に大胆にそれを

自ら解決していったプロセスがあった。後でも触れますが、アメリカが危機を迅速に乗り切ったのは、それ以前に大胆な規制緩和を行っていたからだという議論もあります。

もう一つ大きな要素は、80年代の後半から始まったアメリカ企業の“リエンジニアリング”あるいは“リストラクチャリング”である。これが、アメリカ企業の体質を変えていく。その中で初めてアメリカの復活のベースが出来上がってきた。それがまた、今のアメリカの金融、産業の強さのベースになっている。

実は、同じことがイギリスにも起こったわけです。現在、世界的なデファクト・スタンダード（実質的な世界標準）を巡る議論がありますが、アングロサクソンのスタンダードがあたかも世界の標準になりつつあります。例えば、同じヨーロッパでも、大陸ヨーロッパとイギリスではシステムが全然違う。しかし、イギリスとアメリカには、アングロアメリカンという共通の思想や社会システムがある。例えば法律の問題にしてもそうですが、英米法と大陸法は、基本的に違う。しかし、少なくとも大きく変化する世界のなかで、コモン・ローといわれる欧米法が、大陸法や日本の法体系よりも優れた面があったといえます。

イギリスのビッグバンに戻りますが、イギリスはビッグバンによって、明らかに自己変革を遂げた。我々がいま使っているビッグバンという言葉は、イギリスの改革を表現する際に使われた言葉なのです。

イギリスのビッグバンの背景には、ロンドン市場の地盤沈下があった。地盤沈下を何とか阻止しなければならない。その一つの動きとして、自由化が出てきた。その前提には、サッチャリズムに代表されるスモール・ガバメントへの傾斜と大胆な規制緩和があった。ただ、金融業界の規制緩和だけで取り上げると、イギリスのビッグバンは、アメリカよりも10年遅れている。イギリスは80年代の前半になって本格的なビッグバンに着手する。もともとイギリスという国は、ギルド的な体質のある国ですから、非常に小さな世界の中でやっていた。イギリスの証券業界は、ジョバーというマーケット・メイクをする専門業者と、ブローカー、すなわちお客さんの注文をジョバーにつないで、自らはディーリングができないという業者が明確に区分されるなど、いろいろな形で規制があったうえ、手数料も高かった。その中で、ロンドン市場の国際的な地盤沈下が起こった。それを阻止しようとして、ビッグバンが始まった。

具体的には、イギリスで手数料の自由化が行われたのは86年の10月ですから、アメリカから10年遅れていた。さらにそれから10年遅れて日本で手数料の自由化が始まろうとしている。

具体的にイギリスのビッグバンがどういう形で行われたかといいますと、一つは、既に触れたように証券手数料の自由化です。その前段階の84年に、外債の取引の手数料自由化を行っています。それから、国債の大口取引の手数料の自由化をするなど段階的に自由化を行っています。そして、最終的に完全に手数料の自由化が完了したのは、86年です。

それから、ジョバーとブローカーという区分をなくしてきます。その中で、いわゆる総合証券みたいな形のものが出来上がってくるのです。

ところが、イギリスとアメリカに大きな違いが1つあります。アメリカの証券会社は、“インベストメント・バンク”といわれています。イギリスは、“マーチャント・バンク”です。伝統的にいいますと、マーチャント・バンクは、非常に家族的、小規模な経営で、資本力は非常に弱い。マーチャント・バンクはイギリスの歴史の中で非常に大きな役割を果たしてきました。イギリスの証券会社、あるいはマーチャント・バンクは、技術やノウハウでは優れたものを持っているのですが、資本力は極めて弱かった。

そうした状況でビッグバンが行われ、まずヨーロッパ大陸の銀行がロンドンに参入してきました。それから、アメリカのインベストメント・バンク、さらにコマーシャル・バンクが参入してくる。これは皆さんご存じだと思いますが、ヨーロッパ大陸は英米とは全く違った金融システムを採っていて、それは“ユニバーサル・バンキング”と言われています。ユニバーサル・バンキングというのは、銀行業務だけでなく、証券業務や保険業務まで、本当にユニバーサルに行っています。スイスの銀行もそうですし、ドイツの銀行もそうです。オランダの銀行もそうです。ですから、大陸の銀行のキャピタル・ベースは非常に大きいのです。

ところが、アメリカは、日本と同じように、グラスティーガル法によって証券業務と銀行業務が分離されています。日本も商取法の中で証券業務と銀行業務が長い間分離されてきた。そう言いつつも、アメリカのインベストメント・バンクの資本ベースは、イギリスのマーチャント・バンクの比ではなかった。彼らは、ロンドンにどんどん進出し、ロンドンの銀行や証券会社を買収していった。新規参入で活性化したロンドン市場で、何が起こったかといいますと、手数料のダンピング競争です。そこでかなりの金融機関が整理淘汰されました。

逆にいいますと、アメリカの手数料自由化後の状況、イギリスの手数料自由化後の状況を見ますと、ひょっとすると日本でこれから何が起こるか、ある程度想像できるのかもしれませんが。今の日本の証券会社の収入のかなりの部分は、手数料収入です。収入の半分以上は、手数料収入ではないかと思います。もちろんアンダーライティング（引き受け）手数料とかディーリング手数料など以前と比べれば増えてはいますが、手数料収入が非常に大きなウェートを占めていることに変わりはありません。アメリカで自由化の結果、起こったことは、手数料収入が期待できなくなってきたことです。イギリスは、それがもっとラジカルな形で起こった。その間、いろいろな経緯があったわけですが、最終的に90年代の初めになると、イギリスからマーチャント・バンクが消えてしまったのです。例えば、最後まで頑張っていた大手証券会社にクライオントベンソンというのがありましたが、これもドイツ銀行に買収されてしまいました。SGウォーバーグは、UBSに買収されました。小さい証券会社が幾つか残っていますが、ほぼ壊滅してとといても良いでしょう。

こうした状況に対して、イギリス市場は“ウィンブルドン方式”になったとよく言われます。すなわち、テニスのウィンブルドンで決勝に残るのは、大体イギリス人ではない。イギリス人は、ほとんど予選で負けている。活躍するのは外国の選手ばかりだという状況になってしまった。

マスコミは、日本でも同じようなことが起こるのではないかと、センセーショナルに書き立てています。ただ、イギリスに、証券投資委員会というのがあります。同委員会は、ビッグバン後に業界を監督するために設置された組織なのですが、昨年、その委員長と東京でお会いして話をした時に、この話しを聞いたら、「一向に構わない」との返事でした。「別にイギリスの証券会社である必要はない。その結果、何が起こったかということ、ロンドンで雇用は増え、イギリス人の福祉も生活水準ウェルフェア、リビング・スタンダードも向上した。私たちは、ビッグバンは成功したと思っている」といっていました。ですから、ウィンブルドン方式であろうが何であろうが、構わないのだと。それから、これも昨年なのですが、イギリスの大蔵大臣と会った時も、同じ答えでした。そのことによってイギリスでどれだけの雇用が創出されたかが問題であって、資本の国籍は問題ではない。事実、大きな雇用が創出されたのです。ビッグバンを非常に前向きに評価していました。

自由化、規制緩和によって、ニューヨークは没落したわけではありません。ますます活性化され、規模が大きくなったのです。一時は没落するのではないかと言われたロンドンにしても、ビッグバンで復活したのです。ちょうどバブルのころ、市場のトータル・キャピタライゼーション（時価総額）がニューヨークを抜いて世界で一番になり、日本はこのまま世界の金融センターになるのではないかと言われた時期がありました。一転して、状況は全く変わってしまっています。バブルのころ、東京金融市場は世界の大センターになるのだから、オフィス・スペースが足りなくなる、という議論がありました。いろいろな研究機関が、どれだけ足りないのかと試算して、ばら色の未来図を描いたものです。そのことが、オフィス建築ブームに結びついています。日本の勢いが、そのまま伸びていくのではないかと、と思われる時期もありました。結果的には、バブルの頃に東京に参入してきた外資系企業の一部は撤退してしまいました。そういう状況の中で、日本のビッグバンの話が出てきている。

日本版ビッグバンに移る前に、もう一つイギリスとアメリカのビッグバンについて話をしておく必要があると思います。自由化というものは、「何でも好きにやりなさい」といわけではないということです。実は、自由化に伴い、罰則規定、情報開示、それから投資家保護といったことが行われています。アメリカやイギリスでは、「ディレギュレーション（規制緩和）」と同時に、「リレギュレーション（再規制）」が行われています。我々の議論は、「ディレギュレーション」のところばかりに目を向けがちですが、彼らには、そういった意味のバランス感覚があるということです。もう一つは、マーケットを信用しないという気持ちがどこかにあるということです。

現実には、アメリカの場合、インサイダー取引に対する罰則規定など非常に厳しい。10年以上の懲役になります。それからインサイダーで得た不当な利得は全部没収されます。日本の場合は、それが懲役10カ月未満、罰金が50万未満です。これでは、やり得なわけです。アメリカの場合、規則を破ることのコストがものすごく高い。証券会社が不正をやったということで何億ドルという罰金を取られたり、営業停止を受けたりするケースはたくさんあります。日本の場合は、幸か不幸か、少々ルール違反をしたり、お行儀が悪くても、ちょっとお灸をすえられるぐらいです。今では、営業停止はありますが、ほとんどダメージらしいダメージになってないのが実情です。

イギリスの場合は、自由化に伴ってIBSという「証券投資委員会」が出来た。アメリカの場合もSEC（証券取引委員会）を強化している。例えば、現在、SECのメンバーは約3,000人ぐらいいます。ところが日本の証券取引等監視委員会は100人ぐらいに過ぎません。さらにアメリカでは、SECの捜査権も非常に強い。例えば電話の記録とか全部出させる。もう一つは、これも良いか悪いか、文化的な問題もあるのですが、密告と申しますか、内通と申しますか、そういったものを非常に奨励している。現実に噂なんかで調査を開始したりする。日本の場合は、噂があっても全然動かない。例えば私の務める『週刊東洋経済』は、山一の“飛ばし”については、4、5年前から何度も書いていたわけですが、大蔵のほうは、そんなのは噂で証拠がないから動けないという。実は、最近の状況を見ますと、大蔵も知っていた。

要するに、「ディレギュレーション」と「リレギュレーション」がペアになってなければいけない。これは、我々の議論の中で非常に見落とされている面ではないかな、という気がします。

そこで、日本のビッグバンの話に移ります。日本のビッグバンは、そうした世界の流れの中でどう位置づけたらいいのだろうか、という問題が出てくると思います。実は、金融の自由化というものは、ビッグバンという言葉が出てくる前から始まっていたわけです。金融だけに限って言えば、日本の金融自由化の出発点というのは、1985年の「日米円ドル委員会」というのがあり、その中から日本の金融自由化の大きな流れが始まっています。当時、日米円ドル委員会が開かれた大きな理由は、ドル高是正でした。「ドル高、円安」は、アメリカの理屈では、円が国際通貨になってないからだ。要するに、円が国際的に自由に使えないからだ。円を使って国際的な商売ができない、運用ができない。だから円の規制を解除しましょう。円取引の規制の大きなものが、金利規制です。現実には、アメリカは、その時点で既に金利の自由化をやって10年ぐらいたっている。一方、日本では、非常に細かい金利規制が行われていた。

これは今では死語になりましたが、日本の金利体系について「4畳半金利」なんていうことがよく言われた。いちばん低いというのに国債の金利があり、その次に金融債があるといった具合に、金利の序列をびしっと決められていた。それはまさに大蔵省の金融政策

の根幹であったわけで、それを崩すということは大変だった。金融債が、例えば国債よりも利回りが安くなるということは、大蔵省にとっては耐え難かった。それはマーケットに任すようなことではなくて、国家の威信にかかわる問題だった。そのため、金利は市場の取引きによってではなく、恣意的に決められてきた。

さらに言えば、日本の戦後の経済政策は、金利規制から始まっていたといえる。要するに個人消費者にとって有利な金融商品を作るのを認めてこなかった。ですから、長い間、個人が運用できるものは銀行預金か株か、せいぜい未熟な投資信託しかなかった。あとは生命保険。それぐらいしか資産運用の選択の余地がなかった。その結果、ほとんどの資金が銀行預金に行った。銀行預金も、低金利政策で押さえ込まれてきた。本当は、もっと高い金利を払ってもよかったにもかかわらずです。ですから、戦後、実質金利はほとんどゼロです。そうして集められた資金が産業資金として、設備投資資金として使われた。

ですから、日本にとって金利は、経済復興にとって大きな役割を担わされていたのです。それで、實際上、マーケットが機能しない形でずっと来た。個人でも、自分の資産運用を考える余地がない状況がずっと続いてきた。その状況は、80年代の半ばぐらいまで続いた。それがやっと崩れ始めた。崩れ始めたのは、実は、内発的なものではないのです。これもまた日本的な状況だと思います。もちろん、国内的な要因としては、国債の大量発行で、そうした規制金利が維持できなくなるという面もありました。

実はアメリカの金利の自由化というのはどうやって行われたかといいますと、御上が命令したのではないのです。例えば、J. P. モルガンが、これはできるはずだ、と自分が新しい商品を作る。そうすると、それを規制する金融当局とやり合う。そのやり合いの中で新しい金融商品が認められていく。だから必ず下のほうから要求が出てくる。法律で解釈の余地があれば、どんどんそれを突いていく。現実がそういう形で動いてきて、それで当局も最終的にそれを認めざるをえなくなってくるという形が、まさにアメリカの金融自由化の大きな流れだった。

ところが、日本は、上から来るのです。銀行は、自分が何かを作って、自分の力で何かを「変えていこうとはしない。これはどうでしょうかと、大蔵省にお伺いを立てる。護送船団方式というのは、その最たるものでして、誰かが新しい商品を作る。そうすると、ほかの金融機関が同じ商品を開発するまで待たされる。そうすると、どうことが起こるかといいますと、新しいものをイノベーションした企業は、本来なら“先行者利得”を享受できるわけです。先行者利得があるから、投資をして新しいものを作っていく。しかし、日本では、新し商品を作っても、ほかの金融機関が準備できるまでストップを掛けられる。ですから、商品開発なんかやる誘因が全然ない。

今回の日本の金融自由化も、実は、円ドル委員会というアメリカのプレッシャーの中から始まって来る。円をもっと国際的に自由に使えるようにするというので、ユーロ円が活発に取引きされるようになる。国内円は、レギュレートされるという非常におかしなこ

とが起こったりする。

いずれにしても、円ドル委員会で、金利の自由化のスケジュールが決められた。大蔵省は、これもおかしな話ですが、アメリカに対して、金利の自由化のスケジュールを約束したのです。そういった意味では、日本の金利自由化というのは、今回ビッグバンという言葉が出てくる以前、すなわち80年代の半ばから一応始まってはいた。その結果、各銀行は預金金利を自分で付けてよくなった。だが、実際には、ほとんど金利差はついていません。本来なら、銀行による自分の資金ポジションなり、資金調達コストなりを見ながら金利を変えてもいいのですが、1行か2行ぐらいたまたま安くしたり、高くしたりすることはありますが、実際にはほとんど差がない。ということは、単に「4畳半」がちょっと広がっただけの話です。それが80年代から始まった金利自由化の実態であった。

とはいえ、自由化が全く進まなかったというわけではない。例えば、85年に大口預金の金利が自由化されている。預金金利の自由化は、94年に形の上では終了しています。要するに、当座預金に金利を付けてはいけないが、それ以外は自由になった。これで、金利自由化は94年10月で終わったはずなのです。日米円ドル委員会から始まった金利の自由化は、そこで一応終わった。

あとは「業実問題」が残されただけだった。これは、ビッグバンと関係なく議論されてきたものです。それは、日本では、アメリカのグラスティーガル法と同じように、証取法によって証券業務と銀行業務は分離されてきた。この相乗りということをやらざるをえない。これもアメリカからのプレッシャーがあったわけです。業実を見直そうという形の議論が起こってきた。金利と同じように、日本の金融制度の特徴は、業体別の区切りが非常にはっきりしているところにある。長期金融機関があり、信託銀行があり、商業銀行がある。それから証券会社があり、お互いに領域を乗り越えてやってはいけない。テリトリーが非常にはっきりしている。

85年から始まった日米円ドル委員会が94年に一応終わった。それに続いて、今度は、業実の見直しが出てきた。要するに、銀行でも証券業務をやってもいいではないかと。それから、証券会社でも銀行業務をやってもいいではないかという議論が出てた。それも、一応決着を見る。子会社方式という形で、例えば興銀が興銀証券をつくって証券業務をやってもよろしいと。ただし、ブローカー業務はやってはいけません、アンダーライティングはいいけれども、ブローカー業務はやってはいけませんとか、いろいろな制約の中で銀行と証券会社の相乗りが始まった。

それからファイア・ウォール（情報の遮断）という議論がありました。これはアメリカは特にナーバスで、銀行業務と証券業務の間に明確な壁を作らなければいけない。例えば日本の店舗なんかでもそうですが、必ず分けなければいけない。外資系の会社、例えばヨーロッパの金融機関というのは、ユニバーサル・バンキングで銀行業務も証券業務も保険業務をすべて同じ金融機関がやっている。しかし、日本では分けなければいけない。大蔵

省の指導では、銀行業務を行う支店と証券業務を行う支店は、仮に同じ系列にあっても、入口は別にしなければいけないといった規制が行われた。さらに、人事問題などもあった。

アメリカでもファイア・ウォールはあるのですが、僕がニューヨークのJ．Pモルガン取材するために何度も何度も足を運んだのですが、証券業務と銀行業務が一体化している。だから、グラスティーガル法というのは、実質的には空洞化しているのではないかと行ったところ、内部のレギュレーションは非常にしっかりしていて、証券業務と銀行業務の一体化は基本的にはできないのだと説明していました。J．Pモルガンの場合、ビルの入口は一つで、その中に証券会社が入っていました。

ただ、アメリカの場合は、持株会社があって、非常に機能的な形の金融組織が出来上がっています。これもちょっと余談ですが、コーポレート・ガバナンスなんていう議論が出ていますが、アメリカの持株会社のボードというのはものすごく小さい。J．Pモルガンに取材に行った時に、ボードのメンバーは、たしか8人か9人でした。それだけで、あれだけの大企業を全部取り仕切っている。その8人か9人の内、アメリカ人は2人しかいない。要するに、みんな外国人なのです。そういった意味で、グローバル・スタンダード、国際化というのは当たり前になっているのです。

これも余談ですが、例えばスイス・バンク・コーポレーションは、社内では英語を使っている。英語でやるのが良いのか悪いかは別にして、グローバルな展開をしようと思ったら共通なビジネス言語を持たなければいけない。日本企業で、英語を公用語にしているところはないと思います。

話は戻りますが、大きな流れとしては、日本も自由化の方向に進んでいるが、先ほど言いましたように、これは全部上からの改革なわけです。上からの自由化なのです。下から、自分のビジネスの必要に応じて、そういう工夫の中でアニマル・スピリットを発揮して何かをやらうとしたわけではない。

その中で、“バブル”が弾けて、日本の金融マーケットが国際的にどんどん地盤沈下をしていく。いまは、ほとんど外人投資家によって席卷されているぐらいに、エネルギーといますか、覇気がなくなってきてしまった。その結果、株式の出来高も細り、収益も悪化している。一時、時価総額でアメリカを抜き、世界最大の株式市場になったと喜んでいたのは昔の話しになってしまった。その中で、橋本さんが、行政改革等を含めて、自分の政治課題として金融の自由化を取り上げるわけです。

具体的にいいますと、96年の11月に、橋本さんが閣議において、東京市場をロンドン、ニューヨーク並みに活性化しなければいけない、そのために必要な自由化を進めてほしい、という形での経済閣僚に指示を出す。それが“ビッグバン”とネーミングされた。ある意味では、うまいネーミングだったと思います。いろいろな改革を含めてこれからやるのだというような1つの政治的な意思表示であった。それ以降、我々も、日本版ビッグバンと言い始めた。ですから、わずか1年間ぐらいの間にビッグバンという言葉が日常的

に使われるようになってきた。ただ、さっき言いましたように、その前段階では、日本は自由化を全くやっていなかったのではなくて、自由化はやっていた。それは、大蔵主導で、絶えずアメリカを見ながらやってきていた。その中で、それを新しく衣替えして、もう一つやってみましょう、ということになってきた。

橋本さんが言ったビッグバンに3つの原則があります。「フリー（自由）」であること、「フェア（公平）」であること、それから「グローバル（国際的）」であることです。この3つを基盤にしながら、日本の金融の自由化をやっていかなければいけないということです。

具体的に「フリー」というのは何か、「フェア」というのは何か、ということになりますが、「フリー」というのは、いわゆる市場原理の導入、競争原理の導入のことです。同時に、市場参入を認めたり、商品開発等もできるだけ自由化することです。それから、「フェア」というのは、ルールの明確化ということで、これは非常に皮肉な話で、まさにいま大蔵省に起こっている問題は、ルールが明確でないからなのです。通達とか、いろいろな形のものが回ってくるわけで、どれを法的な根拠なのか部外者にはまったく分からない状況が起きています。

私も銀行にいたことがあり、その時に本店からいろいろな通達が回ってくる。それがしょっちゅう変わったりするので、何がなにやら分からない。外からは、まず分からない。何でこれをしなければいけないのか、どういう法的な根拠に基づいてこれをしなければいけないのか分からない。そうすると、当局にお伺いを立てて、これは何でしょうかという話をしなければいけない。ルールがないわけですから、非常に裁量的な対応をされる。だったら、それを少し「フェア」にしましょうと。本当に「フェア」にするためには、いまある金融行政そのものを基本的に変えていかなければいけないわけです。「フェア」というのは、ルールの明確化であり、ルールの透明化のことです。同時に「フェア」ということは、大口、小口のさまざまな投資家がいるわけですが、それに対する投資家保護をちゃんとやっていけるかどうかという面もあります。

それから、「グローバル」というのはもっと大きな問題になると思いますが、例えば会計処理のシステムの問題であるとか、国際的な基準に合わせるといった問題もあります。東洋経済は『会社四季報』を出し、企業分析をやっているのですが、連結などアメリカと比べても圧倒的に分からない。そういう意味では、国際的なアカウンティング・システムに沿っていない。これは今度、時価に基づく評価法に変わるわけですが、それも国際的なグローバリゼーションの一環であると言えます。少なくともその3つをベースにしながらビッグバンをやっていこうではないか、というルールが敷かれたわけです。

金融の自由化に限っていいますと、具体的にどうするかという問題が出てきますが、これについては、「経済審議会行動計画委員会金融ワーキング・グループ」というのがありまして、そこが具体的に何をするのかという形の検討を行っていきました。その議論に基

づいて、『我が国金融システム活性化のために』というレポートが出され、この中で、ビッグバンでやらなければいけない課題が列挙されています。それがすべて実行されるかどうかは別にしましても、少なくとも、ここでビッグバンという1つの大きな全体像が提示されたわけです。それまでの自由化というのは、何かわけの分からない日米交渉の中で決まったり、大蔵省のさじ加減で決まっていた。そういう意味では、括弧付きの自由化だったわけですが、今度は、もう少しオープンな形でやっていきたいと思います。

「ワーキング・グループ」で」が発表したレポートのポイントを整理しますと、まず1つは、金融機関の業務分野の撤廃があります。これは、現実には子会社方式という形で進んでいるわけです。これも中長期的にこのままでいいのかどうか、という問題が当然出てきますし、矛盾もいろいろな形で出てきています。アメリカの場合は、先ほど言いましたように、グラスティーガル法の問題があるわけですが、実態的には、グラスティーガル法はほとんど空洞化しているわけで、これを廃止するかどうかというのは、法律論的な話にすぎないわけです。日本の場合は、まだそれ以前の段階です。だから、この議論においてもアメリカから10年か15年遅れた議論をしているということが言えると思います。

いずれにしろ、業際の垣根をなくそうと。これは、銀行と証券という形でまず行われましたが、保険でも行われております。「新保険法」というのが出来まして、損保と生保の相乗りというのが行われています。要するに、これも子会社方式になるわけで、子会社をつくってやりましょうと。そういう意味では、形の上では、業際の垣根は随分低くなってきている。今後、どういう展開を見るかは別にしろ、形としては、子会社方式の相乗りという形で行なわれます。しかし、銀行の証券子会社は、アンダーライティング（引き受け業務）はできるが、ブローカー業務はできないというような形のいろいろな制約は、依然として付いているわけです。

もう一つは、金融機関以外にも金融機関の業務を認めてもいいのではないかという議論もあります。例えば、認可基準等を届出制にするとか、許可制にするとか、いろいろな議論がありますが、証券会社についていえば、認可制から届出制に変わっていくことになっています。そういう形の新規参入を促進することによって競争を促進させようというような考え方がベースにあると思います。もう一つは、これはある意味では、いちばん大きなインパクトがあると思いますが、証券会社の売買手数料の自由化を行うことです。これは決まっています。これは今年の4月から2段階で下げていこうということになっています。

それから、外為法の改正があります。これは4月1日から新外為法が施行されることになっています。外為法については、ビッグバンの「フロント・ランナー」だというような位置づけがされていますが、実は、これはビッグバンのために改正が進んだわけではなくて、たまたまビッグバンという器を作った時に、いちばん初めに動き始めるものだというのもあったと思います。実は、外為法は、抜本的改革というのは、既に1980年の12

月に行われています。それまでの外為法は、原則禁止、例外は認めるという形だったわけです。ですから、極めて厳しい外為規制をやっていた。これは、経済の発展段階で為替規制等があったわけですが、それが1980年の段階で基本的に原則自由になっています。それを受けて、さらに自由化しようということで、エッセンスとしては、それほど目新しいものはないのです。

後でちょっと説明しますが、今回の改正の目玉というのは、いちばん大きなのは“ネットィング”といいまして、企業間の相殺決済ができるということです。いまだって外国の株式を買うことができるし、証券を買うことができるし、外貨預金を持つことができるのです。ただ、それが、いまは認可制になっているのが、例えば事後届出制になるとかという形の改正は行われますが、外為法改正そのものについていうならば、抜本的改正は、80年代の段階で終わっていた、ということが言えると思います。

さらに、金融商品の開発の規制とか販売の自由化をできるだけ認めていくという議論もあります。

もう一つは、これはどうして自由化の項目の中に入ったのか分かりませんが、「金融機関の早期是正措置」というのがあります。実は、イギリスでも84年に「金融サービス法」というのが制定されており、その中で金融機関の自己資本規制が導入されています。企業の健全性を維持するためには、金融機関がある程度体力を持ってなければいけない。そのためには、自己資本規制というものをやらなければいけない。そういう意味では、イギリスでも同じようなことをやっています。

実は、今までも、日本ではB I S（国際決済銀行）規制で、国際的な自己資本規制が行われてきました。これは、かなり時間をかけながら実行してきたものです。国際的な金融業務をやるためには、自己資本比率が8%以上でなければいけないというのが、その内容です。今回のビッグバンの「ワーキング・グループ」のペーパーの中には、「早期是正措置」による自己資本規制が挙げられています。国際金融業務をする銀行は8%。これは、B I Sの自己資本比率をそのまま引き継ぐわけですけれども、国内業務だけを行う銀行の場合、自己資本比率4%の達成が義務付けられています。達成できなければ、業務改善命令なり、業務停止命令が出されます。これは、銀行にとっては、非常にきつい縛りといえるでしょう。しかし、ビッグバン後の競争を想定すると、その程度の自己資本比率がなければ、預金者も安心できないということです。

しかし、これが大きな問題になっています。なぜかというご、それが“貸渋り”を引き起こしているからです。銀行が自己資本比率を改善する方法は、バランスシートを小さくすることです。資本の額は変わらないわけですから、自己資本比率を上げるためには、バランスシートを小さくするしかない。小さくするためにはどうするかといえば、貸出しを回収していくしかない。バブルのころは、何百億円貸しなさい、というノルマが銀行の各支店に来たのが、最近では、逆に何十億円回収しなさいというノルマが来るのです。そう

すると、支店長は、お客さんの事情にお構いなく、回収しなければいけないわけです。融資先が儲かっているように、損しているように、関係ないのです。とにかく本店から言ってきた回収ノルマを達成しなければいけないから、回収するためには、滅茶苦茶をやっているわけです。「もうかっている、利子をちゃんと払っているではないか」と言っても、「いや、返してくれ。全額が無理なら、一部でも返してくれ」という状況が現実には起こっているわけです。これは1つの副作用なのかもしれませんが、自己資本比率に対する早期是正措置が及ぼした1つの大きな影響だったということが言えると思います。

もう一つは、グラスティーガル法に関する話になります。アメリカでは、既に金融持株会社が出来ていて、金融持株会社を軸に証券業務や銀行業務などを実施には業際を越えてやっています。ですから、日本でも金融持株会社を認めようという方向に動いています。ある意味では、これもアメリカのパターンを真似ようというわけです。話がちょっと飛躍しますが、残念なことに、なぜ証券業務と銀行業務を分けなければいけないか、という基本的なところが全然議論されてないのです。日本の戦前の業態というのは、どちらかというと、業際の区切りは低かった。それが昭和恐慌の中で戦前の証券不祥事とか債券浄化運動とかが行われ、それが戦後のアメリカ的なシステムの導入と結びついて、現在のような枠組みができあがったわけです。

その背景には、利益相反の問題があったのです。例えば、ある企業が仮に赤字だったとします。銀行がその会社に社債を発行させて、社債で調達した資金で借金を返させるということをやったわけです。この会社が倒産すると、社債ですから、投資家は損失を被ることになります。しかし、銀行は、ちゃんと資金を回収しているのです。その結果、日本で何が起こったかといいますと、有担保主義が普通になった。さらにアメリカも全く同じような経験をしたわけですから、グラスティーガル法と同じような証券業務と銀行業務を分離する証取引法が導入されたのです。銀行のモラル・ハザードの問題が過去に起こった。そういう経験を踏まえて、日本とアメリカの金融システムというか、法的な規制が出来上がっていったのです。

ところが、ヨーロッパは、ユニバーサル・バンキングですから、そういった規制なしであらゆる業務ができる。ユニバーサル・バンキングは、一時期、古くさいイメージがあったのですが、いまは逆にヨーロッパの銀行はすごく力をつけてきた。特にスイスやドイツ、オランダの銀行は、厚い資本力を背景に、積極的な展開を始めた。大手銀行の格付けは、ほとんどトリプルAクラスです。それは、逆にいいますと、彼らは、非常に大きなキャピタル・ベースを持っていることと、いろいろな業務のノウハウを持っているからです。そうした状況から判断して、アメリカで法律の見直し議論が出てきたわけです。日本では、基本的な議論をあまりすることなく、アメリカの後追いのように、業際問題が出てきます。ただ、実際的には、日本の銀行は完全に出遅れてしまっている。だから、非常に大きなハンディキャップを負っている状況の中で競争をしなければならないのです。

話は元に戻りますけれども、レポートの中にはいくつかの課題が取り上げられている。いま大きな関心の的になっているのは、外為法改正です。外為法が4月1日から自由化されれば、日本には個人資産が1,200兆円ある。その1割が外貨資産に流れていったらすごい影響が出るのではないかと、という議論があるわけです。それは多分何らかの形で起こるでしょうが、今だって投資しようと思えば投資できるわけです。私の友人でアサヒ証券という所でドル債を売っている方がいます。最低の取引が10万ドルなので、個人ではなかなか難しいのですが、例えば1月の中旬ぐらいですか、ドル債が非常に良くなって値が上がったわけです。同時に円安に行ったわけです。わずか1週間ぐらいで100万円ぐらいもうけたなんて言うていましたから、そういった形の資産運用は今でもできるのですが、まだどこかに不安感がある。個人投資家が情報をまだ十分に咀嚼できてないという面もあるのでしょう。しかし、今後、新しい資産運用の形がでてくる可能性はあります。

ただ、さっき言いましたように、外為法の改正ですべてが自由になるのではなくて、認可制が届出制になるとか、あるいは競争が促進され、銀行が新しい金融商品を一生懸命売り始めるとか、証券会社も、従来はあまり問題にしなかった商品を取り扱い始めるということが起きてきます。例えば、外貨預金についても、最近になってやっと日本の銀行も少しは真面目に考えてやっています。

面白い話で、シティバンクは非常にサービスが良いという議論をされるわけですが、よくよく見てみたら、ドル預金の金利は、シティバンクよりも日本の銀行のほうが良い場合だってある。しかし、日本の銀行は、それを一生懸命にやろうとしない。サービスは決して劣っているわけではない。例えば、シティバンクは、カードを使って海外で預金口座から引下ろしができるといいますが、いまは住友も三和も、東京三菱銀行も同じようなサービスを行っている。そういう意味では、内容的にはほとんど変わらなくなってきている。ただ、日本の経営者の中には、顧客サービスに対する感覚が鈍くいは否めない。従来、産業金融ばかりやってきたので、個人顧客に対して本気になれないところもあるのでしょう。ただ、ビッグバンの中で自由化が進めば、外貨商品を扱うようになり、それは相当大的な影響になると思います。

昨日、たまたまフィナンシャル・プランナーとお話をしていて、彼は「日本では預けてあっても1%に満たない。だったら、全部とは言わないけれども、資産の1割ぐらいは外貨で持つべきですよ」と言うわけです。為替リスクもあるけれども、例えばいまドルの債券ですと6%か7%の利息がつく。これを10年間複利で預けていたら、どんなに円高になっても、為替リスクは十分にカバーできる。短期で考えれば、急激な円高になれば為替差損は出るかもしれませんが、しかし、資産の一定割合を外貨で長期に運用するという姿勢があれば、それほど心配することはない。それに、利子収入だって馬鹿にならない。そうした運用姿勢があっても良いではないかというわけです。

ということは、今のような状況ですと、個人資産1,200兆円の1割が仮に外貨資産

にシフトすれば、為替相場に相当なインパクトを与えることになる。非常に面白いのは、これは自己実現的なのです。資産の1割動いたとする。それだけの円の売りが行われれば、当然、相場は円安に動く可能性がある。ということは、円を売れば売るほど、為替益が出るという事になる。マクロ経済の話は別ですけれども、為替で儲けようと思ったら、みんなで一斉に円を売って、ドルを買えばいい。それで、円安が進んでから、円を買い戻せばいいわけです。

為替相場は需給で決まるわけですが、実際には貿易収支よりも、資本収支のほうが何倍も多い。資本の動きや金利裁定で動く資金のほうがはるかに大きい。日本の安い金利では運用しても意味がないからかなわないから資金が流出すれば、国内の資金量が足りなくなる。となれば、国内金利が上昇することも起こり得るわけです。ですから、個人がもっと裁量的に資金運用を考えれば、金融機関も対応せざるを得なくなる。今の状況は異常であり、それを是正する意味でも、思いきった資産運用を行っても良いと思います。

外為法改正から始まる、この1年間に大きな変化が出てきていると予想されます。金融自由化は、大蔵省が自らのヘゲモニーを維持するように行われてきましたが、これからは個人の動向がそれを推し進めることになるでしょう。個人が動き始めると、自由化の流れは止まらなくなる。「ワーキング・グループ」は、かなりラジカルな自由化プログラムを提示したわけですが、それだってひょっとしたら、それを乗り越えるような状況が起こり得ないとも限らないわけなのです。

そういう意味で、ビッグバンが最終的にどんな影響をもたらすのか予測はできませんが、何か確実に動き始めたのかなという気がします。外資系の証券会社や銀行も、ものすごく人を増やして、投資をしています。これは、バブルのころは違うな、本気になっているなという気がします。現実には東証の出来高のランキングを見ますと、大手がスキャンダルで営業停止を受けた影響もあるでしょうが、メリルリンチ証券などが上位に顔を出すまでになっています。メリルリンチも、80年代に個人顧客を開拓しようとして、支店を20か30つ作るプランをぶち上げたのですが、ものの見事に失敗してしまった。だが、ここに来て再び反転して、山一の店舗をかうとかいう話も具体的に出ています。シティバンクも同じです。世界でリテールができる銀行はシティバンクしかない。面白いもので、人材も、日本の銀行や証券会社では冴えなかった人が外資系に行ったら、途端に頑張ってしまう、ブリリアントになっているケースはたくさんあります。

では、日本の金融市場はイギリスのように、「ウィンブルドン方式」になってしまうという議論もあります。日本では、「Jリーグ方式」だとか、「相撲方式」だとか、「柔道方式」だとか、いろいろな言い方をします。イギリスと違うのは、ウィンブルドンというのは、全部外人プレーヤーなのですが、相撲は何人か外人力士はいますけれども、基本は日本人力士が主体です。Jリーグも、監督や選手の何人かは外人ですけれども、基本的に日本人選手が主体です。なぜ、そうした違いが出てくるかというと、イギリスの証券会社は

キャピタル・ベースが非常に小さい。ですから、彼らは、デリバティブなどのリスクの高い新金融商品を扱えない。だから、生き残るためには、大きな資本を持った外資系と結びつかないとやっていけなかった。それと、イギリスの国内マーケットは小さい。ローカル・カレンシーの商売が非常に小さい。ところが、日本は、円のビジネスというのは非常に大きい。世界において第2のGNPを持ち、これだけの資金力を持っている。日本にある資金は円です。要するに、イギリスと日本を単純に比較することはできない。そうすると、日本は「ウインブルドン方式」よりも、あくまで日本の金融機関が主体の「相撲方式」なり、「Jリーグ方式」にならざるを得ない。日本とイギリスの産業構造や企業の置かれている状況も違い、日本のローカル・カレンシーのマーケットは膨大です。外貨のビジネスは非常に限られている。そうすると、外資系金融機関が日本のマーケットに入ってきて、ローカル市場でビジネスをするのは容易ではない。ですから、例えばゴールドマンサックスやJPモルガンなどは、個人顧客を相手にしない。ただ、投信の分野はちょっと様子が違いますが…。投信の分野では、個人投資家が対象になるでしょう。それに投信の銀行の窓口販売が自由化されていますので、販売ルートはあるので、投信の分野では外資系投信会社が大きなシェアを確保する可能性があります。それに、国際的な資金運用では、外資系のほうが優れているといえます。

それから、先ほど「ディレギュレーション」と「リレギュレーション」について触れましたが、正直いいまして、日本では「リレギュレーション」がほとんど議論されてないという気がします。証券取引等監視委員会というのが出来ましたが、既に触れましたように、わずか100人のスタッフしかいない。ですから、何もできないに等しい。アメリカの証券取引委員会とは規模も違う。フェアにルールを適用することをどこまで意識しているのか疑問です。依然として裁量的なやり方が残っている。

ハーバード大学のエズラ・ボーゲル教授の息子さんが、日本のディレギュレーションについて書いている。だが、私が知る限り、日本で学者やメディアで、リレギュレーションの問題を真剣に議論しているのを聞いた事がない。「自由放任」というのは、それに伴うルールの明確化や罰則が伴って初めて可能になる。自由に競争させれば、予定調和的にマーケットが均衡するというものではないと思います。

例えば、マーケット理論で、効率的な市場理論とか、マーケットはどこまで効率的かという議論がありますが、実は株式市場が本当に企業や株価を正当に評価できるのだろうかという疑問が指摘されています。企業の長期的な成長性は評価できるのだろうか。できないというのが、学術的な結論です。瞬間、瞬間に企業を評価して株は上下しますが、では本当に企業の長期的な価値を株価が反映しているのかとかると、どうも怪しい。金利が企業の将来性を正当に評価しているのだろうか。銀行は企業を評価できるのだろうか。確かにアナリストだとか格付企業とか、ジャーナリズムとかがそれぞれ分析、評価をしていますが、正確な評価をするのは非常に難しい。ですから、場合によれば、噂で会社がつぶれ

ることが起こり得るわけです。噂が流れれば、その会社とは信用取引をしなくなります。現金取引なわけです。現金取引で大きな商売ができるはずはない。今まで、取引関係を通じた信用がベースにあった。信用は非常に傷つきやすいわけですから、単純な噂ですぐにダメージを受けてしまう。ですから、情報をチェックする必要がある。また、インサイダーをチェックすることも今まで以上に重要になってくる。そうした機能が伴ってはじめて自由化を本当に実現できるのです。

それから、ビッグバンは誰のためかという基本的な問題を問い直してみる必要があると思います。新外為法は、基本的には業界のビッグバンです。産業界のための規制緩和であって、個人のための自由化は限られている。例えば、証券取引手数料の自由化は良い事だと思いますが、実は手数料が自由化されているのは大口だけです。小口の人たちにとっては、手数料は安くなってないわけです。アメリカの例では、小口投資家の手数料は自由化で逆に高くなっている。

シティバンクは、顧客にいろいろな金融サービスを付けますと言っていますが、それは一定の預金残高を持った人をだけを対象にしたものです。逆にいいますと、小口の預金者にとってみれば、ひよっとすれば手数料は下がらないか、場合によったら上がるかもしれない。しかし、それは銀行や証券会社の理屈から言えば当たり前のわけです。100万円のもの进行处理するのも、10億円のもの进行处理するのも、かかるコストは同じなのです。儲からないサービスから高い手数料を取って当然ではないか、という議論が出てきてもおかしくないわけです。我々は手放しで、自由化になると競争が促進され、その恩恵がユーザーに返ってくるだろうと素朴に期待していますが、必ずしもそうではないのです。

理想的な形でいえば、銀行や証券が、自分たちの創意工夫の中で自由化を勝ち取ってくるというエネルギーを持つ必要があると思います。そういった企業家精神が欲しいと思いますし、アダム・スミスの時代とは違って、自由競争をやれば予定調和的に効率的な資源配分が実現し、あらゆるものが均衡するという議論は、ちょっとナイーブ過ぎると思います。その辺り、あと何年かしたら揺戻しが来るかもしれないという予感があります。

最後に、自由化で落ちている議論に、労働市場の問題があります。終身雇用制の問題を含めた形の新しい状況が出てくるでしょう。ただ、結論的に言えば、自由化されれば、才覚やエネルギーと力がある人にとってみれば楽しいでしょうが、マジョリティーの人には多分相当厳しい状況が起こるのではないかと思います。それが全体としてのナショナル・ウェルフェアをどこまで高めていくのかと問題が出てくると思います。欧米社会と違って、日本にはまだ“セフティーネット”が未整備のうえ、労働市場の流動性も極めて低いのが実情です。自由化の新しい状況に、日本社会のシステムがどこまで対応できるかが、これから大きな問題になるでしょう。