

貯蓄から資産形成へ

東京大学大学院経済学研究科教授 柳川 範之



— 目 次 —

1. 貯蓄と資産形成の関係
2. 市場の失敗とその修正
3. 課題のポイント
4. 本来は
5. 問題のポイント

1. 貯蓄と資産形成の関係

どちらかという、今日あったさまざまなディスカッションの少しまとめた話だったり感想めいた話と、私が考えていることを中心に話をさせていただきたい。

貯蓄から資産形成へという話だが、最初に少し大きな話からいくと、経済学の話でいけば、本来であれば、各個人の貯蓄は当然いろいろな金融資産や実物資産に投資されるので、市場が完全であれば個人にとっての最適な形で資産形成がされるはずである。

それは経済全体にとっても望ましい資産形成あるいは実物投資になっているはずなので、今日のような話を考えなければいけない。あるいは政府が何らかの形で政策介入であったり、補助金を出すと出さないということはないはずである。いろいろなことを考えるのであれば、今のこの二つの命題である、個

人にとって最適なポートフォリオ形成ができていない、その結果としての資産形成ができていない。あるいは、それが個人にとっては最適だが、経済全体としては望ましい資産形成や実物投資になっていない。そのどちらかに市場の失敗があるはずである。

経済学のアプローチでいけば、この話のどこに現実の市場の失敗があるのか、何がうまく回っていない話なのかということをもまず詰め、その上でどういう政策ができるのか、あるいは行動経済学的な対応も含め、どういう対応があるべきなのかを考えるのが、一つの整理だろうと思う。

2. 市場の失敗とその修正

当然、市場の失敗があるので、いろいろな話が考えられるわけだが、どこにどんな市場の失敗があり、どこに市場に任せることがで

きないのか。あるいは、どこでどのような修正を行う必要が政策的にあるのかということを考えないと、下手をすると資産形成だから、とにかくリスク性のあるところにお金が回ればいいのだというような話にどんどん突き進んでしまいがちである。日本の問題はそうやってきても、リスクのあるところにお金がなかなか回らないところに大きな課題があるのだろうが、頭の整理として、あるいはこれは経済学の研究会なので、どこに本当の意味での市場の失敗があり、どうそれを政策的に修正する必要があるのか、改めて整理する必要があるのだらうと思っている次第である。

ポイントだけ先に申し上げれば、情報の非対称性があり、その結果として人々が必ずしも自分が望むようなところにお金を回せていないところが、一番分かりやすい市場の失敗の原因の一つだと思う。

情報の非対称性が全くなければ、恐らく行動経済学的な非効率性も発生しないのだろうが、結局、情報が不十分であったり知識が不十分であるとすれば、自分にとっての最適な決定ができない。その結果として市場の失敗が起きるという意味では、行動経済学の話も情報の非対称性に、あるいは知識の不完全性に起因するところがだいぶ大きいだろうとは思う。

ただ、その話は今日いろいろ出てきている話だが、完全に情報の非対称性をなくすことはできない。情報の非対称性がある意思決定に関して、すべて政策介入が必要なのかという話でいけば、そこまで広げてしまうと、われわれが日頃、例えば食料品を買ったり、あるいはパソコンを買ったり、あるいは住宅に投資をしたりというような話であっても、すべて情報が完全である中で意思決定している

とは言えないわけである。

現実の経済の中においては、情報の非対称性のある意思決定は山ほどあり、逆に経済学が考える意味での情報や知識が完全な意思決定はほぼないわけである。そう考えてくると、そのすべてに対し介入が必要なのか、政策的な対応が必要なのかというと、そこに線引きがあるべきだろうと思う。

では、金融の「貯蓄から資産形成へ」という話のどこに線引きの大きなポイントがあり、なぜここだけ、あるいは、なぜここに政策的な介入が必要なのかは、少し整理をする必要があるかと思う。

3. 課題のポイント

これがまず学術的な整理だが、もう少しマクロ経済的な整理でいくと、今日、議論の中でちよくちよく出てきたと思うが、メインの 이슈にならなかった話としては、国内企業の収益性が低いという決定的な課題があると思う。どれだけお金をリスクのある資産に回しても、結局のところ株式なりさまざまな派生的な商品を通じて、国内企業に流れていくことを想定されているわけである。国内企業の収益性が高ければ、当然そのリターンは高くなるわけで、そうすれば当然そこに皆お金が流れていき、資産形成が広がっていくわけである。

一番の課題は、国内の企業の収益性が低いところにあるのは明白であり、もう少し本当はマクロ的に言えば、ここを何とか手当てせずに、とにかく国内の家計が投資している金融のリターンだけを上げようと言っても、それは土台無理な話だろうと思う。

ここをどうやって上げるかが大切で、日本

とアメリカあるいは海外の金融資産のリターンの差がずいぶん出てきたが、これは、半分以上は、その国の国内企業のリターンの低さにあり、そこにお金を流し込んでいても資産が全然増えないところに問題があり、そこを放っておき、ある意味で金融の話だけしても、そこには限界があるだろうと思う。

それはいろいろ税の話やら、預金に偏っているものを少し動かすとか、いろいろなことをやっていくにしても、その部分の企業のリターンが上がってこなければ、結局のところ資産形成と言っても何も増えていかないわけであり、結局ここを触れずして、この話は完結しないのだろうと思う。

では、金融が全く関係ないのかと言えば、そうではなく、だからこそ金融サイドからいろいろな話をしているわけだが、金融サイドで株式投資とか投信信託とかにお金が流れていけば、当然その結果としてのガバナンスの構造が変わってくるわけである。金融機関あるいはファンドによるガバナンス等があれば、そのガバナンス構造が国内企業の生産性のある程度上げることができるかもしれない。金融機関あるいは金融市場にとって、国内企業の収益性は外生変数では決してなく、内生変数であり、ある程度の操作変数である。

ファイナンスマーケットあるいは金融機関がうまく行動することにより、あるいは国民のポートフォリオ・アロケーションがもう少しうまく行くことにより、国内企業に対して収益性を上げるプレッシャーは働くのであれば、あるいはそのプレッシャーがよい形で国内企業の生産性を上げることができるのであれば、それは一つ大きな経済全体としてのプラスになるだろうということである。

このルートをしっかり考えない限りは、ほ

とんどの部分は小手先の話になってしまうと思う。このメカニズムをどこまでどう働くようにするかは、そんなに簡単なことではないので、小手先の政策は大事だが、そこを見失わないほうがいいのかなというのが、私の最初のポイントである。

では、国内企業にだけすべて投資をしなければいけないのかというと、当然ポートフォリオチョイスとしては海外企業であったり海外のインフラであったり、さまざまなものがある。そうだとすれば、金融投資ということであれば、国内でもうからないのであれば海外に持っていくのが、非常にナチュラルな選択ではあるわけである。

国民の金融資産、金融所得を増やすのだという手っ取り早い話でいけば、国内に投資してももうからないのであれば、海外のもっともうかるところに投資をしよう。これは素直な話なわけである。もっと海外あるいはオルタナティブなところにお金が回るようにして、そこでリターンを上げ、国民が豊かになり、国民が資産形成をたくさんできるようにすれば、それでいいじゃないか。こういう発想が片方にあるわけである。

これは金融サイドの側からすれば、それでいいのかもしれないが、そうすると何が起きるのかというと、今まで国内企業に流れていたはずのお金が海外に流れていくことになる。極端に言えばキャピタルフライトのようなことだが、そこまで行かなくても、国内の企業が資金調達難になるかもしれない、あるいは為替にも大きなインパクトがあるかもしれない。このようなことをどこまで考えるのかが、もう一つの次のステップではある。

ただ、多少ドラスティックな話を考えるのであれば、それはそれでよく、結局、収益性

が上がりなければ、グローバルに考えたときに企業の存続としての価値がないのだ。あるいはそれで海外にお金が出てしまうことがある種の危機感を呼び、国内企業がもう少し改革を進め、全体としての収益性を高めることがあれば、そういう海外へお金が逃げていくことがある種のスレッドになり、国内企業の改革を促すこともあるのかもしれない。

私は立場が微妙なので、政府が今のところ何を考えているかはよく分からないということで今日は話をさせていただきたいと思う。そういう意味で、どこまで資産形成を増やすというところを、今のような海外にお金を持っていくところまで含めて考えるのかどうか、あるいは海外でも、もっとオルタナティブ投資のようなことを考えるのかどうか。では国内企業はどうするのか。国内企業のリターンをどうするのか。国内企業のガバナンスをどうするのか。いま申し上げたこの辺りのところを実はちゃんと詰めて考えないと、全体の政策としてはいろいろ問題があり、小手先の話になるか、不整合が出てきてしまうだろうと思う。

課題のポイントとしては、国内だけではなく、海外の企業への投資をどこまで考えるのかというところである。高収益・高リターン、高い資産形成額を目指すなら、これは明らかに一つの選択肢ではある。マクロ的には今も申し上げたように課題がある。ただ、国内の危機感ももちろん醸成することが、最終的には日本国全体にとってメリットがあるのかもしれない。ただ、その結果として国内企業がバタバタと倒れてしまう、あるいは国内の有力な投資先にお金流れなくなってしまうとすれば、それは問題になるのかもしれない。

先ほどのマーケットメカニズムがどこまで

うまく働くのかという話でいけば、本当に収益性が高いところにお金が出ていき、収益性が低い、国内バイアスがあるために国内にお金が出ているのだとすれば、その部分は海外に流れていったほうが、全体のアロケーションとしては望ましいということにはなるだろうと思う。

今日は金融の皆さんに参加いただいている研究会なので、では、そういう中で金融機関あるいはファンド、金融仲介部門、それから信託がどこまで役割を果たせるのかという話でいけば、明らかなポイントは、結局、仲介機関だから、仲介機関の中でコストが上がってしまっているとすれば、仮に企業側の収益性が上がっても、そこで全体に無駄が発生してしまう。

仲介事業者の効率性をどこまでよくするのは、全体の経済の効率性にとっても重要であり、あるいは個人にとっての資産形成を増やす意味でも非常に重要である。そこが、非効率性があるとすれば、企業が仮に十分高い投資リターンを生み出してきても、中間取次のところでお金がどんどんかかってしまい、最終的に家計に戻ってくる時にはお金がほとんど増えていないことになる。

とすれば、それは高い資産形成にはつながらないわけで、やれることは、企業側の収益性をうまく上げることが第一である。しかし、そちらが上がらなかったとしても、あるいはそちらが十分に上がったとしても、仲介側の金融仲介機関、あるいは金融市場の非効率性がすごく大きいとすれば、民間側の資産形成を増やさないとになるので、当然、金融機関側、金融仲介側、金融市場側の効率性をどう高めるかが、2番目の大事なポイントにはなってくる。

そのときに必要なことは、これは釈迦に説法で単なるまとめだが、一つはコスト削減である。 unnecessary コストがかかっている部分であれば、そこはできるだけコスト削減できるような金融機関にしたほうがいい。それを実現させるための手だてとしては、規制でチェックするのか、価格競争のようなことを通じてコストを削減するのか、いろいろなルートがあると思うが、いずれにしてもコスト削減を図っていくことが一つ。

それからもう一つが、先ほど申し上げたような、適切なガバナンス力の確保ということで、企業側にプレッシャーをかけ、企業側の収益性を高めさせるようなやり方をできるだけどこまでできるか。それで、その前に目利き力が必要で、収益性が高そうなところにお金をしっかり流していく。

これが今日、話がずっと出ている中での一つのポイントであるが、消費者あるいは家計あるいは個人投資家が必ずしも十分な情報・知見を持っていないがために、望ましいところにお金を投資できない。そうであるとすれば、そこはよく分かっているプロフェッショナルが出てきて、「私が代わりに投資をしてあげる」「私が一番いいと思われるところにお金を投資してもうけてあげる」。こういうことを言うということである。

これがノーベル賞を取ったダグラス・ダイヤモンドの Delegated Monitoring の一番注目された最初の論文だが、皆に代わってモニターをする、選択をするという役割は依然重要である。

この後、金融リテラシーの話をするが、各家計や個人のリテラシーをどう高めるかも重要だが、金融仲介側の目利き力をどこまで高められるのか、あるいはそれをどう個人や家

計が判断できるのかが当然問われてくる課題の一つだろうと思う。

そういう意味では、申し上げるまでもないが、信託や信託銀行に期待するところは非常に大きく、そのイノベーションを起こしていく。ある意味で金融仲介機関として、より質の高い仲介サービスを提供する。より unnecessary コストを削減した仲介サービスを提供するところが非常に重要であり、ここは今日ご参加の皆さん、あるいは信託業界全体に期待するところが大きい。

それに加え、投資アドバイザリー的なところをどう考えるのかがこの後お話しするところだが、まずここまでのところで、企業の収益性を高め、銀行の収益性を高めるところが重要なところである。

4. 本来は

さらに、今日はあまり出てこなかった気がするが、私がずっと思っていることは、「貯蓄から投資へ」というのは、昔の言葉で言うと「間接金融から直接金融へ」ということで、投資信託であるとか株式であるとか、そういうところに個人や家計が投資するようにしようという話だが、本来は資産形成のために各個人が証券投資をする必要はないと思う。

証券投資をすることと、資産形成し、資産が増えることとは、つながりは全くないので、仮に銀行預金が貯蓄のすべてであったとしても、銀行が十分なリターンを得ることができれば、十分高い資産形成ができるわけである。なぜ、それが難しいのか。それは銀行が十分な収益性を上げられていないからである。十分な収益性が上げられていないので、銀行預金は金利を高くすることができず、銀行預金

に投資している個人はお金が増えないことになる。

しかし、よくよく考えてみると、今日の話はずっと、個人に資産形成しよう。資産形成とは投資信託を買おう、株を買おうとやっているわけである。しかし、銀行が国内の投資をして、高いリターンを実現できないにもかかわらず、銀行が高いリターンを実現できない投資を各個人が分散投資をしても、高いリターンが実現できるわけがないと思う。

銀行ができない高いリターンや銀行が取れないリスクを個人に取らせ、個人がよく分からないのだが投資をしてみようというのは、おかしな話ではないか。リターンが増えるわけではない。銀行が取れないリスクを個人に取らせ、それで成功するわけがないじゃないか。そう考えてくると、この話は本来であれば、銀行の収益性をどうやって高めるかというところにウエイトをかなり置くべき話だろうと、個人的には思っている。

5. 問題のポイント

ただ、現状の銀行業務は、普通以上にリスクを取れない構造になっている。それは銀行の健全性を確保することが金融システムの安定性にとってすごく重要だということになっていて、全体の金融システムの安定性のために銀行にはさまざまな規制がかかっており、そう簡単にリスク性のあるところにお金が投資できないような形になっている。

そういう意味では、そこにそもそもある種のバイアスが政策的にかけられていて、あるいは規制上かけられていて、リスクのあるところに投資ができない。だから個人にリスクのあるところに投資をしてもらおう。そうい

うことが一つの理由としては考えられるわけである。

しかし、本当にそうか。それはかなりの安全資産にお金を持っておかなければいけないのだが、今のように安全資産に投資をしている必要もないので、もう少し銀行がリスクを取って融資をしてもいいはずである。あるいは、どこかルートを通じて投資もかなりできるようになっているので、それであれば、金融機関の投資のルート、選択肢をもう少し増やすほうが、私は健全な発展ができるのではないかという気がしている。

ただ、そういう意味では規制の側も、今日はいくつかのところでも報告が出てきた。ある種かなりナローバンク的なものをつくるのは、吉野先生のところでも報告があったと思うが、結局うまく行かなかった、残らなかったものではあるが、これだけ安全性、元本確保であることをすごく重視し、銀行にお金を流すのであれば、ナローバンク的な仕組みを、もう少し洗練された形で考えるのも重要なポイントになってくるかと思う。

これは金融機関側の課題である。では、個人のところはといったときに、各個人の投資選択とかポートフォリオ選択にも非効率性は存在していて、その部分はいくつかの可能性はある。

一つは先ほど申し上げたような、情報の非対称性、知識が十分でないという話。あるいは個人の行動経済学的な行動の結果。それからもう少し言えば、先ほどの銀行規制もそうだが、もしかすると政策や規制の弊害があるのかもしれない。

政策論議としては、もし個人が政策や規制の結果として、あるいは政策や規制の弊害としてポートフォリオがゆがんでいるのであれ

ば、安全資産にものすごく偏っているのであれば、そこをもう少し直していくことが必要になってくるだろうと思うが、その部分はまだ検討が不十分という気がする。

もう一つ重要な点は、今日は金融リテラシーの話であるとか金融教育の話をいただき大変勉強になったのだが、リスクに対する適切な理解をどれだけ個人に高めていくかは、大きな命題だろうと改めて感じた。経済学的にも情報の非対称性の解消や軽減ということになるのだが、そんな単純な話でもないのも、もう少しここは深掘りしていく必要があると思った。

ただ、リテラシーの向上とかりテラシー教育は、すごくマジックワードで、何をどのようにできるようにするのかということをもっと少し深掘りしないと、結局、表面をなでしてしまうことになりかねないと、報告を伺っていて感じた次第である。話の中にもあったが、「危ないものには手を出さない」というのは消費者教育の一丁目一番地と言い過ぎかもしれないが、基本命題だと思う。危ないと思うもの、よく分からないものには手を出さないようにしよう。

ただ、この話を金融教育の場に全く持ち込んではいけないとは言いつもりはないが、あまり持ち込み過ぎると、結局リスクのある資産は元本割れするという意味では危ないものである。よく分かっていなければという意味でいくと、その資産の例えば株に値動きなどはよく分かってはいないので、誰にも分からないから、「来年、年明けにこの会社の株はいくらになると思うか、それが分からないようだったら、よく分からないということだから、投資をしなないようにしよう」という話になってしまうと、ほとんどリスク性のある資

産には投資ができないことになってしまう。

そういう中での金融リテラシー教育は、「危ないものには手を出さない」というだけでは駄目で、もう少しリスクをしっかりと取っていかう。しかし、リスクとは何か、自分が分かっていることとリスクをどう見分けるのか。あるいは、リスクはあるのだが、ポートフォリオの組み方、それから話になったライフタイムの中で、どのようにそれを織り込んでいくかという話であるとか、リテラシー教育のポイントがすごく重要になってくると改めて感じた次第である。

その上で、リテラシー教育を高めても、今日のコンファレンス中ずっと考えていたのだが、ずっと聞いていて、私は、金融リテラシーは高くないと思った。さっぱり分からないことはたくさんある。では、何ができるだろうというようなことになってくるので、株式に投資してはいけないのではないかと思う感じになってきて、個人による選択は限界がある気がする。これだけ金融の商品が複雑化して多様になってきている中で、それをどうやって個人の知見とか能力に全部載せられるのかというと、無理がある気がする。

そうすると、誰かがポートフォリオ選択とか投資選択のアドバイスをするのは不可欠ではないかと思う。これはこの研究会でもお話した気がするが、亡くなられた池尾先生と私とで何か金融仲介の話で、購買代理という話。購入者側である家計や消費者のエージェントとしての仲介機関、イメージ的なエージェントとしての仲介機関が重要だろうという話を10年以上前にしていたのだが、改めてそういうところの重要性が高まっている気がする。

この話は政府の中でも議論が少しずつ進ん

できてはいるのだが、では具体的に誰が何をやるのかというと、まだまだ具体化は不十分だと思っている。その点でいくと、信託あるいは信託銀行の方々がこの分野に大に関わる可能性は、私はかなりあると思う。それはどういう形でやれるのかは、これからの制度設計次第だと思うが、個人をサポートする、個人の不十分な情報なり知識をサポートする

形で、選択をできるだけベターなものにしていく、そのエージェントはこれから必要とされているのではないかと思う。

私からは以上である。時間的にはちょうどだと思うので、あとは皆さんの質問あるいは全体のディスカッションができればと思っている。よろしく願いたい。

(やながわ・のりゆき)

【コメントと回答】

(質問) 吉野直行氏

これまで金融機関、特に販売業者は、手数料を追求することが中心であり、投資家の方々のリターンが高くなれば自分たちの収入が薄くなることはなかったもので、運用をよくするというインセンティブは少なかったのではないかと思う。そうすると個人の運用のリターンの一部を報酬として受け取れば、インセンティブになるのではないか、これが1点である。

2点目は、日本のアナリストは国内の人たちが多く、海外の専門家があまりいない。そうすると、海外で運用しようとする、どうしても外資系のところを使うから、海外のほうはいいところを取ってしまい、国内にいいリターンがなかなか出てこなかったのではないかと思う。そうすると、柳川先生がおっしゃるように、海外で運用する場合も、海外のさまざまな金融情報をきちんと分析できる国

内のアナリストがいないと、いいリターンができなくなってしまうのではないか。

(回答) 柳川範之氏

おっしゃるとおりだと思います。海外に逃げていったときにどうなるのかという話を問題として考え、その話をしたが、それ以前として、海外の運用がきちんとできる人材がどこまでいるのか、あるいは国内を中心に皆さん運用していたのではないかというのは、そのとおりではないかと思う。

ただ、ここは人材を連れてくればいいので、そういう選択肢を広げれば、かなりできるようになるかとは思っている。ただ、そこは専門の方がいらっしゃると思うので、何かコメントがあれば追加でお話しただければと思うが、運用やアドバイスをする人たちのインセンティブのつくり方は、まさに非常に重要なところだと思うので、吉野先生のおっしゃったとおりだと思う。