

金融市場のグローバル化—証券取引所の目からみて

日本取引所 松尾 琢己 氏

近年実体経済だけでなく金融市場においてもグローバル化が進み、国境がなくなりつつある。リーマンショックのような海外発の事案が日本の金融市場に大きな影響を与え、また外国人投資家の日本のマーケットでのプレゼンスは大きくなってきている。さらに近年シンガポールや香港のような他のアジア都市が国際金融センターとして躍進しており、これまでの東京の地位が脅かされつつあるという懸念もある。

このような現状において、海外発の事案や外国人投資家が日本の金融市場に与えている影響はどのようなものなのか、東京の金融センターとしての国際的な地位の低下に対して今後どのような対応策が必要とされているのか、民間企業を含め今後金融市場に関わる仕事をする学生が持つべき視点はどうなものかについて、株式会社日本取引所グループ総合企画部調査グループ長の松尾琢己氏に取材させていただいた。

リーマンショックのような海外発の事案が日本の金融市場に与える影響の大きさはどのようなものですか。

日本は発展途上国と違って短期資金が引き上げられて市場自体が大きな影響を受けるとい

はなく、円資産については流動性の危機は起こりませんでした。また邦銀はリーマンショックの原因となった証券化商品をあまり保有していなかったため、直接的な被害はほとんど受けませんでした。もちろん、米ドル資金の流動性が逼迫するとか、株価も短期的には二〇パーセント近く下がる等の影響を受けましたが、日本では金融市場よりもむしろ実体経済が直接影響を受けたと考えています。株価の戻りが悪く、投資を差し控えたり生産調整をしたり、また手元流動性を厚くして、利益を投資家に還元しないなどデフレ傾向を拡大するような実体経済への影響が大きかったと思えます。

近年、リーマンショックのような海外発の事案の影響は昔と比べると大きくなり、日常的に影響がグローバルに伝播しやすくなっています。投資家がグローバルに様々なところに投資をしているので、日本市場が好調でも海外情勢によってファンドがポジションを収縮する場面があるなど、海外の事情は日本に影響を与えています。投資家が世界で共通化しているので、日本で信用収縮がなくても海外でファンドに対する信用収縮が起きると、投資先の日本に対しても影響が及ぶ形になっています。他国の株が下がると日本の株も下がる

ので不安要因となり、また実体経済面でも大きな日本企業はグローバル展開をしているので海外の事由によってそのまま影響を受けています。また、海外株に投資する代わりに海外ビジネスの比重が高い企業に投資する人も出てきており、投資家と企業両方が海外の影響を受けやすくなっています。また近年HFT¹やアルゴリズム取引²などテクノロジーの発展の影響を急速に受けてきており、取引が増加してきています。

テクノロジーの発展とは具体的にどのようなものですか。

IT、ICTの技術向上によって、ファンドのセットアップに必要なコンピューター、ソフト、回線等が高性能かつ安く行うことが可能となり、投資家が参入しやすくなっています。そのため、昔のように大規模な資本を持っている投資家以外にも市場に参入してきています。

近年特に海外の影響を受けやすくなっている面があるとと思うのですが、それが感じられたことはありますか。

ブラックマンデーやリーマンショックのような突発的な大きな事件は近年ありませんが、欧州債

務危機は長期にわたって金融市場に影響を与えてきました。また今後ではアメリカが金利を引き上げた際に大きな影響を受けるのではないかと思えます。

外国人投資家が日本の金融市場に持つ影響力の大きさはどのようなものですが。

売買代金で全体のうちの六割弱近くが外国人投資家で、保有比率だと一昨年度に三割を初めて超えて、右肩上がりです。日本では昔は金融機関が持合いや政策投資などで多くの株を持っていましたが、自己資本規制の関係で普通株を持ちにくくなり、他方、個人投資家はいろいろな振興策にもかかわらずあまり増加しておらず、日常のフローとしてもストックとしても外国人投資家の影響力は非常に高いです。特にデリバティブ取引だと七割後半が外国人投資家でマーケットメイクをしています。また海外の名だたる投資銀行も日本に進出しており、プレイヤーとしての外国人の影響力は高いです。

外国人投資家が増えていることのメリットとデメリットを教えてください。

メリットは外国人に限ってというわけではありませんが多くの投資家が参加することで流動性が高くなる点があります。デメリットといえるのか

はわかりませんが、相場の変動要因が海外の要因に依存するようになるので、相場の変化を掴みにくくなる点があります。日本経済や日本企業以外の要素で株価が変動するようになるので、アメリカなどの海外の状況によって日本の相場に影響が出てくる面はあります。また海外のシステムがコントロールを喪失したときに暴走した注文を止められるかというような問題もあり、市場の安定性をコントロールできるかというところは昔より難しくなっています。そのためにこちらは昔より難し注文を切断する等対応する手段を持つておく必要があります。

日本の投資家が海外市場に与える影響も大きくなっていますか。

日本の個人の金融資産は一七〇〇兆円弱と金額的には大きいですが、実は横ばいの状態が続いており、その額を順調に伸ばし続けているアメリカとは大きな差ができています。最終的には家計が金融資産を持っていて、家計が生命保険を持ったり年金を持つたりしており、その生命保険や年金が株などを買う形で影響力を持っています。昔はその資金が相対的に大きかったので平成バブルのときなどはアメリカの国債を大量に持っていました。かつて日本の金融資産は比較的大きい規模でしたが現在は伸びていないので、中国などの後進

国や欧米の金融資産が伸びている状況の中では相対的に日本の金融資産は少なくなりつつあります。今後少子高齢化の流れの中で資産を取り崩していく動きになるので、日本の投資家が海外でプレゼンスを高めていくかどうかでは厳しい面があります。もちろん、低金利では預貯金をもっていても資産が伸びないということもあり、貯蓄から投資への転換が二〇年近く言われてNISA³などの政策も始まっていますし、日本国民が資産を託している先の年金基金が株式の保有を増やしていく中で株式のウエイトを高めていく流れになっています。このように、今後個人が積極的に個別株や投資信託を買っていく可能性もありますし、機関投資家が資産ウエイトを変えることで日本の投資家もプレゼンスが高まる余地はありますが、世界的に見て日本のGDPや金融資産のウエイトは下がっていく傾向の中でいまままで以上に大きなプレゼンスを獲得するのは難しいでしょう。

東京の金融センターとしての国際的地位の低下を指摘する声がありますが、今後どのような対策を考えていらっしゃいますか。

国際金融センターとしての議論では取引量よりもむしろ人が集まっているかどうかに焦点が当たっています。昔は日本株単体として扱われていましたが、今ではアジア・パシフィックの一部として

扱われるようになっており、投資の判断をする人が昔は東京にいたのが今は香港・シンガポールに移ってアジアの株の中の一つとして日本株を見るようになりました。日本株自身の地位が下がっているのもありますが、ファンドに対するインセンティブを付与している、日本の規制が強い、弁護士や会計士などの金融関連のサービスを提供している人が多いなどの様々な要素が組み合わさって

シンガポール等に東京から拠点を移す流れがあります。注文を取りつぐ人や日本の機関投資家に営業を行う人は東京にいますが、投資の判断を行う人は東京から香港、シンガポールに流出している状況にあります。株式市場だけというよりも後ろにいる投資家、特に資産運用業のファンドマネージャーなどの投資の判断を行う人が集まっていることが重要ではないかと考えています。そのためには取引所だけではなく市場全体として総合的に専門家が集まってくる環境が必要です。そこでは当然、税金が高いことや英語が通じないことが課題としてあります。特に資産運用業のファンドマネージャーをもっと育成して外から資金を集められるような状況を作り出す問題をどのように解決するのかは現状妙案がないのですが、個人的な意見になりますが、たとえば独立型のファンドマネージャーをもっと育成するためにGPIF⁴などの機関投資家の運用枠を与えるなどの方法で、もっ

と資産運用業の間で競争を生み出すのが一つの解決策であると考えています。

現時点でも資産運用業者は複数あり競争をしていますが、今後どのように改善していくべきだと考えていますか。

基本的には現在証券会社や銀行、生命保険会社のアセットマネジメント会社が存在しています。

しかしたとえばアメリカや欧州ではそうした金融機関系列のものがありつつも、それとは別に様々なファンドマネージャーが立ち上がっています。

大きく分けてファンドマネージャーの仕事は二つあり、年金基金のような機関投資家に対して助言をする仕事と投資信託やETF⁵など一般の投資家に対して商品を提供する仕事です。アメリカでは機関投資家に対してアクティブ運用⁶で特色のある運用を行って、そういう運用状況をみて資金を出す機関投資家があります。投資信託やETFについても大手系列でないところが参入してかなりのシェアを持っているので、機関投資家向け・個人投資家向けの両方で競争がされています。もちろん個人投資家が個別の株式などを直接買ってもらうことも重要ですが、投資信託という商品を使って投資のプロに運用してもらうスタンスが主流となっていて、そのファンドマネージャーが優秀で資金を集められるかどうか金融センターと

して力があるかどうかの鍵になってきます。当然ファンドマネージャーだけでなく彼らを取り巻くITや専門家の有無、税制などの市場の総合力が問われるのではないかと考えています。ただまずは独立的なファンドマネージャーを育成して既存のアセットマネジメントも切磋琢磨してというのが一つの形でないかと考えています。

東京の金融センターとしての国際的地位の向上に向けて日本取引所が独自にされていることはあります。

魅力ある会社や商品を上場し、信頼される市場運営をするという取引所本来のこと以外でできることは実はそれほど多くないのです。その中で、外部に向かつて様々な会合で国際化に必要な施策を提言してそれが採用されていくという形があります。また取引所という面であれば、海外の投資家が参入しやすい環境になるように営業していくことがあります。その一つの例としてはリモートメンバーシップがあり、本来は日本で営業をするためには日本の金融商品取引業者として登録しなければいけないのですが、外国の業者が取引所取引を行う場合について許可を受ければ例外的にその登録をしなくてもいいという制度があり、それを使って外国の金融商品取引業者の直接投資を促進しています。



取材に応じてくださった
日本取引所の松尾琢己氏

金融庁、財務省、日本銀行等の公的機関が金融市場に持つ影響力はどのようなものでしょうか。またどのような政策を期待されますか。

金融資本市場の規制はもちろんですが、ファンドマネージャーを増やすことなど産業としての金融の育成でも金融庁が一番影響力があります。ただ産業の育成と投資家の保護でトレード・オフの一面もあるのでその折り合いが難しいと思います。不良債権問題などで金融への信頼が揺らいでいたときには金融機関を厳しく検査するという時代もありましたが、今はそのような状況を脱しつつあり、産業を育成する面での役割が大きくなっています。財務省で金融市場に関連する所管は金融危機対

応になります。流動性危機に備えてドル調達するなどの直接対応を行うのは日本銀行になりますが、金融機関の破綻処理を始め、金融危機の時の全般的なデザインをするのは財務省です。また国際的な金融規制の議論では財務省が前面に立って海外の金融当局と交渉を行うなど、国際化の中で財務省が果たす役割は意外に大きいです。日本銀行の役割については、金利によって相場が大きく変わるので金融政策の影響が大きいです。また日本銀行は決済システムを運営しておりますので、流動性・決済の安定性の確保の役割があります。さらに非伝統的金融政策としてETFとREIT⁷を、

特にETFを大量に買っていて株式市場に大きな影響を与えています。今後量的緩和を解除する際に抱えているETFをどうするのが注目されています。

民間企業を含め今後金融市場に関わる仕事をする学生が持つべき視点はどのようなものでしょうか。

原点回帰とも言えますが、実体経済に貢献していく意識が重要だと考えています。金融市場は縁遠いものであってはいけなさと考えており、実体経済の企業の成長を金融業がいかに助けるかの視点が大切だと思っています。それと同時にマーケット

トの中で起こっているHFTやアルゴリズム取引などのテクニカルの世界がどういう理屈で展開されているのかを理解することが必要だと考えています。実体面とマーケット両方を理解することで、マーケットの重要性を改めて理解でき、また金融の仕事のやりがいを感じられるようになると思っています。

(取材：六月八日・文責：佐々木和政)

脚注

- 1 コンピューターを使った金融市場での高速売買
- 2 コンピューターによる自動売買
- 3 少額投資非課税制度
- 4 日本において厚生年金と国民年金の年金積立金を管理・運用する機関
- 5 指数連動型投資信託
- 6 ベンチマークや市場平均を上回る運用成績(リターン)を上げることが目標とした運用スタイル
- 7 不動産を投資対象とする投資信託