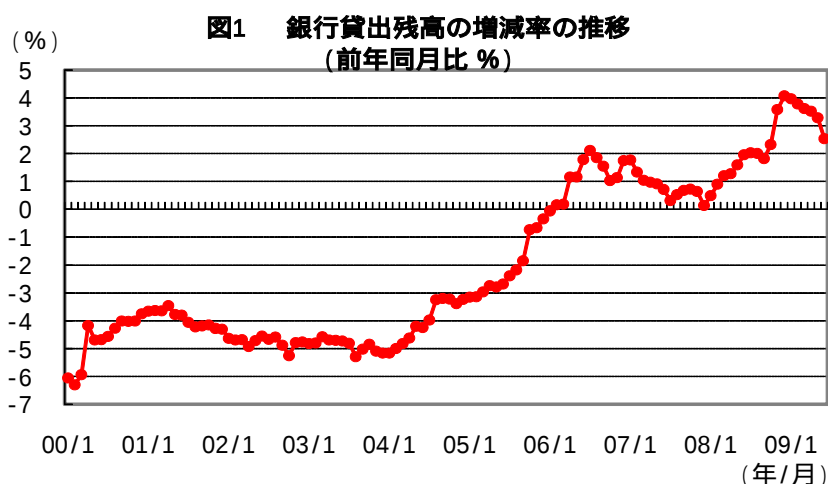


今後のわが国の金融仲介の姿

1. 景気後退・金融危機下の銀行貸出の増加

昨年の秋口から今年初めにかけて、わが国の金融市場では急速な景気後退の下で銀行貸出が増勢を強めるという現象が見られた。すなわち 2008 年初頭には前年同月比ゼロ%台だった銀行貸出残高の伸び率は、2008 年 12 月には同+4.1%、2009 年 1 月には同+4.0%まで高まった（図 1）。

これは、企業部門に後ろ向きの資金需要が発生する中で、金融危機の深刻化によって企業間信用が縮小するとともに資本市場が機能不全に陥り、社債や CP の発行が困難となり、大企業を中心に資金調達における銀行借入依存が強まったためである。



(資料) 日本銀行「貸出・資金吸収動向等」

金融仲介の形態、すなわち資金の最終的な取り手である国内非金融部門（企業・家計・一般政府等）の資金調達ルートについては、同部門の信用リスクを誰がどのように取るかという観点から、直接金融、相対型間接金融、市場型間接金融 - の 3 つに分けることができる。直接金融は、家計など資金の当初の出し手が、間接金融は銀行・保険会社等の金融仲介機関が、資金の最終的な取り手の信用リスクを取るものである。家計による株式・投信・公社債の購入は前者、銀行・保険会社などによる貸出（相対型）株式・公社債への投資（市場型）は後者に当たる。

わが国の金融仲介においては、依然として相対型間接金融が優位にあるものの、徐々にそのウェイトが低下し、代わって直接金融のウェイトが上昇してき

た。これは、大企業が自己金融力を高め、銀行借入に頼らなくなったこと、資本市場の発達によって、企業は社債・株式・CPを機動的に発行して資金を調達できるようになったこと、「貯蓄から投資へ」という政策の下、家計の証券投資（つまり直接金融）が奨励されてきたこと - 等によるものである。

国内非金融部門の資金調達動向を残高ベースで見ると、相対型間接金融の比率は 2001 年度：56.6%→2007 年度：48.1%と顕著な低下を見る一方、直接金融の比率は 12.7%→19.5%と大幅に高まった(→表 1)。

しかし、上記のような金融危機と景気後退を背景とした市場環境の変化により、金融仲介における銀行貸出（相対型間接金融）が復権し、これまでの「間接金融から直接金融へ」という流れも変わるのだろうか。

2. 限られた程度に止まった金融仲介の変化

2008 年度の国内非金融法人の資金調達をフローベースで見ると、これまでとは異なる動きが見られた(→表 1)。

直接金融は毎年 20 兆円超のプラス（株式・公社債等の発行超）が続いていたが、2008 年度は資本市場の機能低下の影響から、プラス幅が 2.9 兆円と大幅に縮小した。一方、相対型間接金融は毎年 10～20 兆円のマイナス（返済超）が続いていたが、2008 年度は銀行貸出の増勢を映じて、一転して 3.8 兆円のプラス（貸出超）に転じた。

また、2005 年度以降マイナス（株式・公社債等の償還超）が続いていた市場型間接金融もプラス（同発行超）に転じ、その規模（12.6 兆円）は相対型間接金融を大きく上回った。これは、投融資資産が傷んで損失を被った金融仲介機関が、企業が発行する株式・社債等の購入は控えた（かつ資本市場の機能低下のため、それらの発行量自体が減少した）が、リスクフリーの国債を積極的に購入したためである。

こうしたフローベースの変化はいずれも上記のような金融危機下の動き - 資本市場の機能低下、銀行借入への傾斜、投資家の安全資産への逃避 - を映じたものと言える。

しかしこうした動きは、これまでの金融仲介の姿を大きく変えたとは言えない。ストックベースで見ると、直接金融の比率は 2007 年度：19.5%→2008 年度：19.4%と 0.1%ポイント低下したに過ぎず、相対型間接金融の比率はフローベースの増勢とは裏腹に 48.1%→47.8%と 0.3%ポイント低下し、低落傾向に歯止めがかかるには至らなかった(表 1)。

市場型間接金融比率は 32.5%→32.9%と 0.4%上昇したが、これは専ら国債等の公共債部分の比率上昇（29.0%→29.4%）によるものであり、企業が発行する株式・社債等を通じた金融仲介のウェイトが高まったためではない。

**表1 国内非金融部門(個人・法人・一般政府)の資金調達
(調達ルート別)**

【フローベース】 (兆円)

年 度	2004	2005	2006	2007	2008
直接金融	28.7	20.7	24.0	26.4	2.9
相対型間接金融	-21.2	-7.0	-6.4	-12.6	3.8
市場型間接金融	13.1	-15.4	-32.0	-12.3	12.6
うち有価証券(公共債)	17.3	-4.2	-27.2	-11.1	10.1

【ストックベース】 (構成比)

年 度	2004	2005	2006	2007	2008
直接金融比率	15.6%	16.8%	18.5%	19.5%	19.4%
相対型間接金融比率	50.0%	49.1%	48.7%	48.1%	47.8%
市場型間接金融比率	34.4%	34.1%	32.8%	32.5%	32.9%
うち有価証券(公共債)	31.2%	30.8%	29.5%	29.0%	29.4%

(資料) 日本銀行「非金融部門の資金調達内訳表」

3. 公的部門の肥大化進むわが国の金融仲介

こうした実態から、今後のわが国の金融仲介の姿を展望してみよう。

企業部門では、今回の金融危機の経験から、資金調達における銀行借入の重要性を再認識する動きは見られるものの、日銀の企業金融支援策が奏効し、社債・CP 市場からの資金調達が回復、大企業を中心とした緊急避難的な借入需要は一服した。銀行貸出残高の伸びは徐々に鈍化し、6 月は前年同月比+2.5%となった(図1)。相対型間接金融が2008年度のような回復基調を持続することは難しいだろう。

直接金融が2007年度までのように、金融仲介における存在感を再び高めていくかどうかは、やや不透明である。家計の所得環境は大幅に悪化しており、企業部門の自己資本も相当程度毀損、両者ともリスク許容度はかなり低下している。企業の株式取得は事業ポートフォリオの再編に欠かせないものに厳選されようし、家計も株式や投資信託の購入には慎重になる可能性が高い。

市場型間接金融については、近年期待されてきたような、民間企業部門の資金調達ルートとしてのパイプが太くなる姿は展望しづらくなってきた。

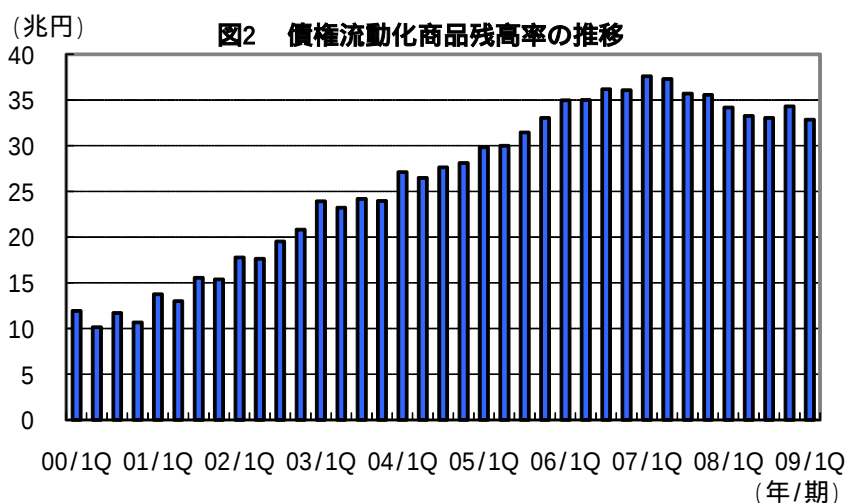
資本市場の機能が回復しつつあるとは言え、景気、企業の信用リスク状況がともに厳しいことには変わりはなく、投資適格のBBB格の企業でも社債発行はなお難しい状況にある。

さらに、民間部門の市場型間接金融の成長分野と見られていた流動化市場も停滞している。債権流動化商品残高を見ると、これまでは景気動向に左右され

ることなく拡大し続け、2007 年前半には約 37 兆円となったが、その後は頭打ちとなり、直近では約 33 兆円に止まっている（図 2）。

証券化スキームへの疑念、投資家層のリスク許容度の低下、裏付資産の信用リスクへの警戒感の高まりなどに因るものと考えられる。

こうした中、今年度の国債発行額は政府与党の追加経済対策により 10 兆円以上に上る見通しである。このことは金融仲介面では、2008 年度と同様、市場型間接金融を高めていくことになるだろう。



(資料) 日本銀行「資金循環勘定」

このように見ると、金融仲介における銀行貸出（相対型間接金融）の復権を窺わせるような 2008 年度の動きは、「間接金融から直接金融へ」の流れが変わる転機ではなく、金融危機を背景とした一時的なものと見るのが自然であろう。

その一方、向こう 1～2 年間の景気動向や信用リスク状況、投資家行動、さらには財政出動への圧力が高まりそうな政治状況を勘案すると、先行き見えてくる姿は、直接金融の再加速や、民間部門における市場型間接金融の伸長ではなく、国がその信用力を背景に国債発行等により莫大な資金を吸収し、それを政府サービス・公共投資・中小企業の信用補完等の形で民間に回すという、公的部門が肥大化した金融仲介の姿である。

この姿からは、市場メカニズムを活かしながら、次世代の成長産業・企業にリスクマネーを供給し、持続的経済成長を実現する金融仲介の図は、なかなか見えてこない。

(金木：kaneki@sumitomotrust.co.jp)