

「第2回 東京国際金融センターの推進に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成27年1月15日(木) 午前9時30分～11時

場 所 東京証券会館9F 第1・2・3会議室

出席者 伊藤座長ほか各委員

議事概要

1. 東京市場の現状と評価

【ゲストスピーカー】

ゴールドマン・サックス証券

証券部門共同統括兼アジアパシフィックマクロ・トレーディング共同統括 居松 秀浩 氏

2. 意見交換

議事概要

1. 東京市場の現状と評価

ゴールドマン・サックス証券 居松秀浩 氏から、「東京市場の現状と評価」について、資料に基づき説明が行われた。

同氏の説明の主なポイントは、次のとおりである。

○ 説明の主なポイント

- ① 東京市場の現状:取引ルール、海外銘柄の国際重複上場、自国銘柄に占めるグローバル銘柄、マーケットの競争政策(市場間競争)、売買回転数、流動性
- ② 東京市場の強み:市場規模・流動性の高さ、市場間競争の多様化
- ③ 東京市場の国際化に向けて望まれる施策:語学障壁への取り組み、プロ向け運用業に対する積極的な規制緩和、成長戦略の一環としての金融特区内でのファンドインキュベーション、リターンが期待できる投資商品の充実、環境整備、税制(高度人材外国人・外国人駐在員への配慮)、株式市場(海外投資家への更なるプロモーション)、真の金融指標としての日本国債金利先物への移行、金融システムインフラ・取引制度のグローバル化、流動性の低い地方債、事業債のグローバル化

2. 意見交換

居松氏の説明の後、大要、次のとおり、東京市場の現状と評価や今後望まれる施策などについて意見交換が行われた。

(1) マーケットメイカー・投資家の多様化について

- ・ 現在、東証に上場しているETF190本程度のうち、30本程度しか活発に取引が行われていない。NASDAQのETF150銘柄の売買代金は4兆ドル、日本は190銘柄で3,000億ドル弱、ニューヨークは1,470銘柄で2.5兆ドル、ドイツは1,036銘柄で日本よりおよそ1,000億ドル低い。したがって、必ずしも上場銘柄数が多いければ取引が多いわけではない。
- ・ プロボンドマーケットについては、法改正を行った上、制度を新設し、精力的にプロモートも行っているが、投資家が現れないので、日本政策投資銀行の投資枠をあてにした発行ばかりである。
- ・ ETF市場や東京プロボンドマーケットの事例を踏まえると、取引所等が制度を設けて銘柄を上場するだけでは不足、多くのマーケットメイカーやプレーヤーに参加してもらい、流動性を付与してもらう必要がある。
- ・ ETF市場について言えば、投資家層が増えればマーケットメイクする者も増える。日本では、実際に大きなポジションをとってETFに投資をする金融機関はいるが、最終投資家としての個人投資家の参加が少ないことが、ETFの流動性や取引高の少ない原因である。他方、米国のETF市場では、リテールのラップアカウントやSMAアカウントで、ポートフォリオ構築の材料としてETFが積極活用されており、ETFに対して最終投資家からの大きくて多様なニーズがある背景となっている。日本のリテール投資家市場でのETFの活用度合いはそこまで至っていない。
- ・ 日本は、業者の数に比べて、機関投資家が少なく、規模も小さい。他方、シンガポールでは、機関投資家やプライベート・バンクを呼び込むため様々な施策がとられており、その施策の結果、金融仲介業者も増えている。つまり、シンガポールは、金融市場を発展させるために、段階的な発展説を採用し、第一段階として優遇税制や運用資金の提供などのインセンティブを提供することで機関投資家を呼び込み、第二段階としてプライベート・バンク産業の振興を図り、第三段階として彼らを顧客とする金融仲介業者の規模拡大を図る作戦をとって、成功した。日本も、金融仲介業界の多様化を以って国際化を図るのな

らば、シンガポールの成功例に学び、まずは機関投資家の振興策を考えるべき。

- ・ 東京市場の国際化のためには、東京市場を厚みのある市場にする必要があり、特に機関投資家があまり参加していないことが課題である。これまでは、マクロ経済の問題もあったが、アベノミクス以降は状況が変わってきているので、機関投資家にもっと市場参加してもらい、市場の厚みを増し、結果として外国人投資家が参加しやすいマーケットにしていく必要がある。
- ・ 短期的な投資家が多いことが、東京市場のボラティリティーの高さにつながっている。中長期的な投資家を呼び込むためには、30 年間右肩下がりの日本のマーケットを変える必要がある。また、国際会計基準の影響もあり、年金基金が株式投資に慎重になっているという問題がある。
- ・ ドイツの例をみると、90 年代に家計資産に占める投資信託・株式の割合が倍増しているが、リスクに見合ったリターンがあると投資家が思うようになると、株式市場はそれだけ活性化することにつながる。
- ・ 長期の投資マネーについて、米国に比べて個人のDCが圧倒的に少ない。今後は、DCを広げていく努力が非常に重要である。
- ・ 企業年金について、代行返上によりGPIFに集中することとなる。厚生年金にかかわる政策としては正しいが、資本市場から見ると多様性が減っていくこととなり望ましくない。他方、企業年金の主流がDCに移ってきている。なお、日本のDB基金は、金利低下、円安、株高の恩恵を受けており、多くは資金余剰になっている。また、ターゲット・リターンは、かつての5.5%から、現在は2.6%程度に低下している。資金余剰があること、ターゲット・リターンが低いことから、DB基金がリスクを取って、株式市場に戻ってくる構造にはない。
- ・ 東京市場の国際化を考えたときに、1,500 兆円の個人金融資産をどう生かすのかという議論が一番大事ではないか。特に富裕層をどうやって動かし、リスクマネーの供給につなげていくかが課題である。
- ・ アジア市場の中で考えた場合、東京市場の一番の魅力は流動性である。流動性をいかに維持し、伸ばしていくかということが、外国人投資家の参加にもつながる。
- ・ 日本の機関投資家はロングオンリーの運用スタイルが多いが、リスクヘッジも含め、もっとデリバティブが活用され、デリバティブ市場で流動性を供給していくべきである。
- ・ 多様な参加者が流動性を維持するような努力をしていくことが日本のマーケットにとって重要となる。

- ・ アメリカでは、401kやIRAなどが投信市場で4割以上を占め、マーケットの流動性、安定性を高めている。オーストラリアにおいては、スーパーアニュエーションが日本の投資信託の残高を抜いてしまう現象が起きており、最終的なリスクテイクを個人の年金が負っている部分がかかなり大きい。日本においても、今後、個人によるリスクマネーの供給が進むよう、NISAの拡充・恒久化や確定拠出年金制度の拡大等に向けた施策が望まれる。

(2) 社債市場の活性化について

- ・ 東京市場の国際化にあたっては、国内の資産をいかに活用するかが重要であり、特に社債市場の活性化が重要である。
- ・ ポートフォリオを組む際には、一定程度、社債を組み入れる必要があり、特に今後の高齢化において、ポートフォリオにおける債券の重要性は増すと考える。他方、日本の社債市場は規模、流動性、多様性の面で足りておらず、流動性が厚く、多様性のある米国の社債等に投資せざるを得ない場合がある。
- ・ リスクマネーの供給という観点からも社債市場の活性化策について検討すべきである。
- ・ BB等の低格付債をマーケットメイクしていきたいが、これを購入する投資家はほとんどいない。ハイブリッドな商品についても投資家の投資基準から外れて購入されないケースがある。横並びの投資基準で投資をしている最終投資家の方々の行動を変えていく必要がある。
- ・ 昨今、公募事業債に投資するファンドのニーズも出てきており、機関投資家も公募債の購入を増やしている。幅広い金融商品の提供を検討していく中で、事業会社による資金調達の多様化は重要なテーマである。
- ・ 社債市場の流動性については、決済インフラの問題がある。また、信用保証の付いたバンクローンとの関係もあり、リスクに見合ったリターンが得られるマーケットが形成されていない。
- ・ 日本にはアジアで唯一しっかりしたイールドカーブがあることから、これを活用してアジアのイールドカーブを作っていく、アジア通貨や人民元建ての社債、また、海外の投資家からのフィックス・インカムデリバティブの組成に対する要望にも応えていくことを模索してはどうか。

(3) 東京市場への誘致について

- ・ 過去に、東証上場を誘致し、上場してもらった外国会社の多くが上場を廃止してしまっている。外国会社の上場について、取引所等において、どのような施策をとるか今後検討されるべきである。
- ・ 外国会社の上場誘致にあたっては、セクターを絞って誘致するという方法がある。香港はラグジュアリーグッズ、シンガポールは SHIPPING の会社が多く上場する傾向にあり、東京市場に大企業を誘致するよりも、特定のセクターの会社を誘致することを検討してはどうか。例えば、「テクノロジー」というセクターを決め、アジアのテクノロジーの企業を日本に誘致、上場させるという方法もある。テクノロジーのほかには、薬品、自動車部品、ゲーム、機械等が考えられる。日本にはそうした技術や業界を理解するアナリストやファンドマネージャーが多数いることから、差別化に繋がる。ブランド化が出来ればアジアのみならず、他地域からも上場を望む会社が出てくる可能性も広がる。
- ・ 以前は、日系の大手証券会社は、東京市場の資金力、技術、制度やルールの整備状況等の優位性の下、欧州やアジアの案件を東京に誘致してきたが、最近では、日系の証券会社も香港やシンガポール等に拠点をもって、現地でファイナンス等の案件を行っている。コストが高く、言語の問題を伴いながら、あえて東京市場で行うインセンティブがなくなってきている。

(4) オフショアマーケットについて

- ・ 東京市場をオンショアとオフショアの市場に整理し、それぞれ別個に整備していくことを考えてはどうか。オンショアのマーケットは国内向けに既に制度が確立しているとするべきで、完成度が高い。一方で、プロ投資家を対象とするオフショアのマーケットはユーロ市場やシンガポール市場と比べても未発達である。

(5) 国家レベルでの対応や規制について

- ・ ルクセンブルグは、国家的な意思決定の下、ヨーロッパンファンドパスポートを活用し、欧州におけるファンド大国となっているが、日本も、そのような国家的な施策の下、アジアにおけるファンドセンターを目指すことについて検討してはどうか。
- ・ 国際金融センター機能の強化に向けた国家意思の形成は重要であると思うが、まずは、金融庁が国際金融センターの機能の強化に向けて一丸となっていただきたい。例えば、海

外の参加者に対する規制のエンフォースメントにおいて硬直的な面があるのではないか。日本でビジネスを拡大していきたいという海外の業者等が、金融庁の監督下で、積極的にマーケットに参画できるような金融監督行政を推進していくべきではないか。

- ・ 金融庁には、金融資本市場活性化に向け、多くの対応を行う必要があるとの意識があるが、現行制度を変更するにあたっては、投資家保護等の観点から、メリット・デメリットを十分に議論していかなければならない。積極的に意見や提案を聞き、対応していく必要があると考えている。
- ・ 金融危機の影響から、欧米ではボルカールールや金融取引税等、規制を強化する向きがあり、この点を考えると、東京市場にとってはチャンスである。

(6) コーポレートガバナンスについて

- ・ 今般検討されているコーポレートガバナンスコードについては、コンプライ・オア・エクスプレインの原則が取り入れられる予定であるが、これによりコーポレートガバナンスの実効性が相当程度高まるものと期待している。
- ・ 政策保有株式の処分を促進する政策について、ドイツで実施された非課税措置が参考になるのではないか。
- ・ 持合株式の解消について、金融機関にとっては、株式の処分によりリスクアセットが減り、資本が増強される面がある。また、事業会社についても、自己株買いにより対応し、株主への還元を図っていけばプラスの面が大きいと考える。

(7) その他

- ・ 2つの切り口がある。1つは官と民の役割分担。「官にやってもらいたいこと」は、例えば、高度外国人材に対する所得税の軽減(外国口座で発生する投資所得課税等)。しかし、長期的に低迷している株式市場を盛り上げることなど、基本は「民のやるべきこと」に焦点をあてるべき。
- ・ 切り口を替えて言えば、国際金融センターを場としてとらえるよりも、そのプレーヤー(発行者、投資家、仲介者)がどのように力をつけていくかということが大事ではないかと考えている。
- ・ 国債市場において、20年先物の取引が再開されたが、10年先物は取引されているのにもかかわらず、20年先物は誰も見向きもしない。新しいものに抵抗を感じる日本のカル

チャーかもしれないが、業界全体の努力が足りないと思う。

(配布資料)

- ・「東京市場の現状と評価」
- ・参考「主要市場の比較」

(以 上)