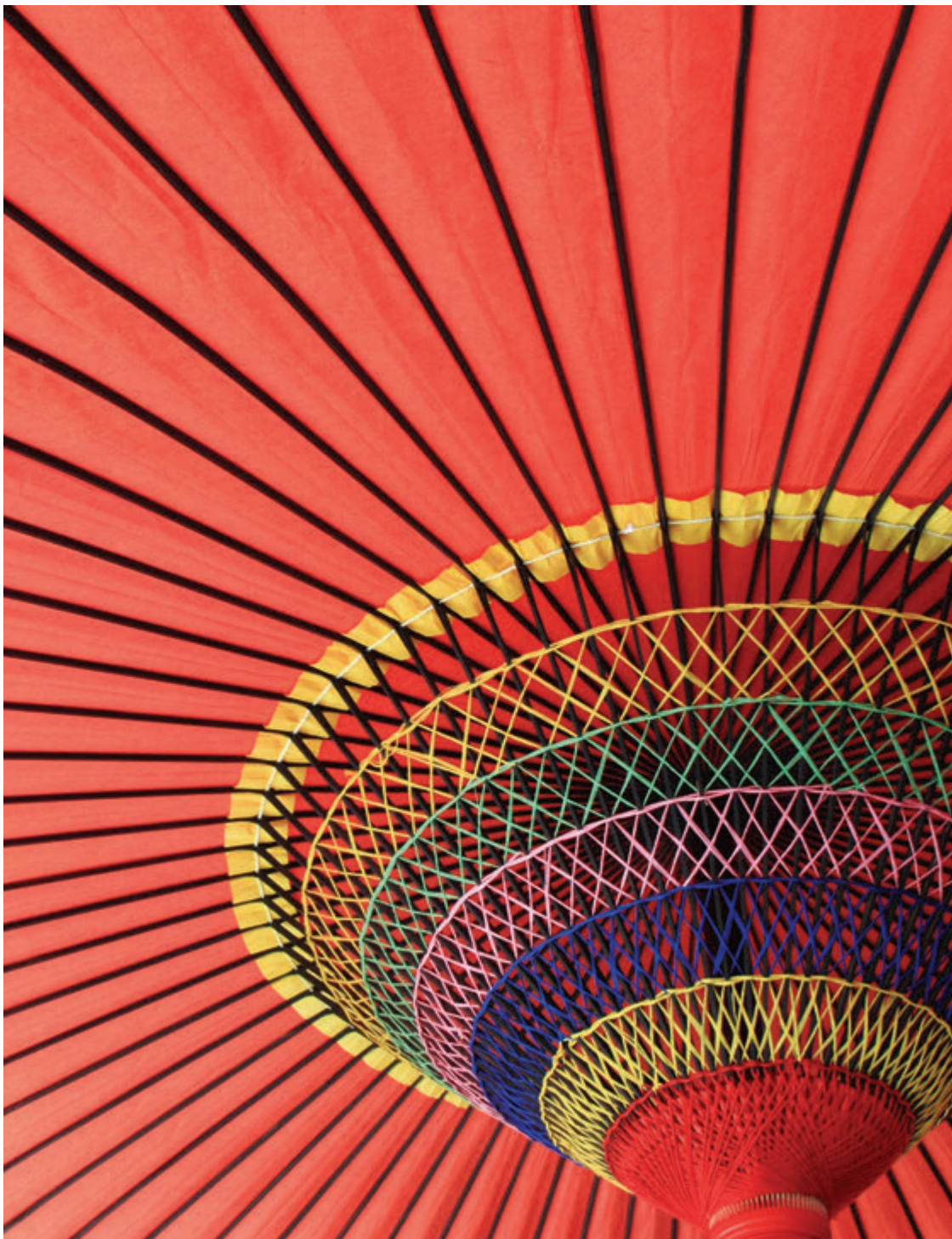
McKinsey&Company

日本の金融立国構想に向けて

新興市場における資本市場の育成を踏まえ

マッキンゼー・アンド・カンパニー日本支社、金融グループ 2017年6月



はじめに

「日本は金融立国を目指すべき」「東京をニューヨークやロンドンと並ぶ金融センターに」という議論が交わされるようになって久しい。さまざまな報告書や提言も飛び交っている。しかし、未だにその「目標」を達成できたとは言い難い。世界都市総合力ランキング(森記念財団都市戦略研究所)では、東京は8年連続で4位だったが、2016年はロンドン、ニューヨークに次いで3位となった。これは、海外からの訪問者数の増加などによるものである。加えて、分野別の「経済」では、42都市中、常にトップの座にある。しかし、英金融コンサルティング会社Z/Yenが毎年公表している「グローバル金融センター指数(GFCI)」では、東京は、ロンドン、ニューヨーク、シンガポール、香港に次いで5位である。こうした現実が、金融業界や政策当局者の危機感や焦燥感につながり、さまざまな機関による提言ラッシュにつながっているのである。

金融立国に関する提言や報告書は、内閣府の「日本再興戦略2016」をはじめとして、金融庁の「金融・資本市場活性化に向けて重点的に取り組むべき事項(提言)」、東京都の「『東京国際金融センター』構想に向けた取組」に加え、日本証券業協会や民間シンクタンクの報告書など多々ある。いずれも、多角的な視点からの詳細な分析と提言からなる。

本稿では、こうした報告書や提言で述べられていることを踏まえつつ、マッキンゼー独自のデータによる現状分析と、構想を実現する上で忘れられがちな視点について解説したい。

日本の金融市場の現状

マッキンゼーは、4月に公表した「Deepening Capital Markets in Emerging Economies」の中で、McKinsey Asian Capital Markets Development Indexという指標を用いて、日本を含む各国の金融市場を分析している。以下にその要点を紹介する。

図表1は、資本市場の機能を3つのパラメータ(資本調達規模、投資機会、プライシングの効率性)で総合評価した結果である。パラメータの内容は、順に、「企業は、母国の資本市場において、一定規模の金額を合理的な金利で調達することができるか」「資本市場は、短期から長期の資金を運用する上で魅力的かつ多様な選択肢を提供しているか」「資本市場において、資金の効率的な配分を実現するための適切なプライシング機能は存在しているか」という問いで構成されている。いわば、資本市場の成熟度合いを示す指標で、日本はアジア内でシンガポール、韓国、豪州をも凌ぎ第1位の座を獲得している。特に、前述したGFCIでは日本を上回っているシンガポールよりも上位になっている点には注目すべきところである。

図表1

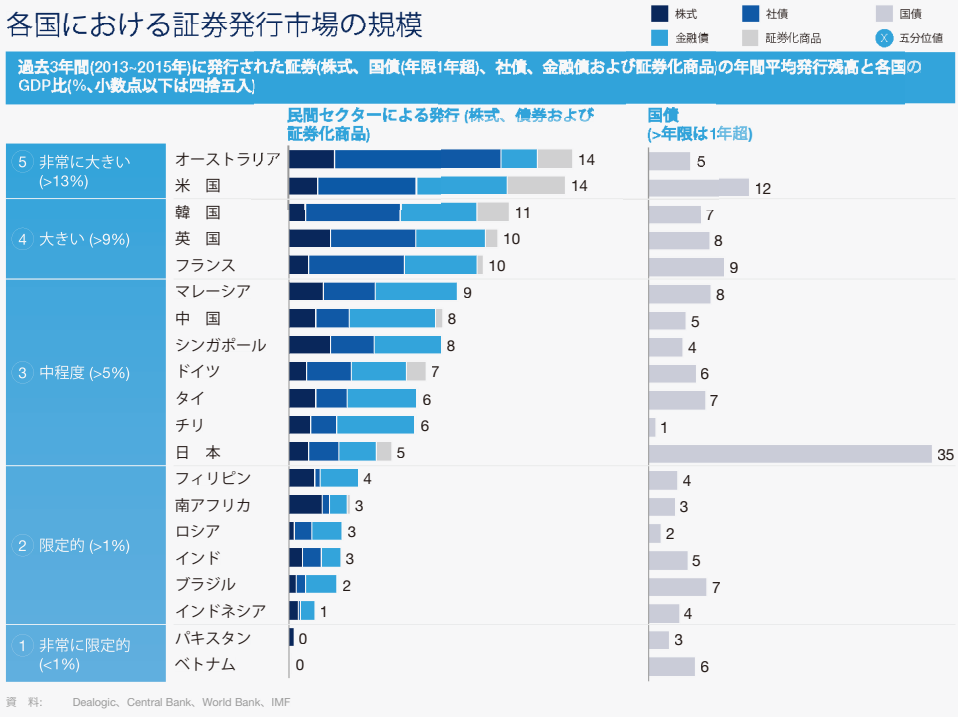
McKinsey Asian Capital Markets Development Index

1 適用されているウェイト: 合計値を算出するに当たり50%
2 適用されているウェイト: 合計値を算出するに当たり40%
3 適用されているウェイト: 合計値を算出するに当たり10%

しかしながら、各調査による順位に一喜一憂するよりも、中身について慎重に検討すべきである。同指標の構成要素を一つ一つ見ていくと、アジアの資本市場の未成熟度合いとともに、日本に残されている課題が見えてくるからである。また、仮にアジア域内で優れていたとしても、目指すべきはロンドンやニューヨークを凌ぐことであり、アジア域内でのトップの座に安住することではない。以下より、日本にとっての課題に焦点を絞って見ていく。

図表2は、証券発行市場の規模を示したものであるが、日本は国債においては飛び抜けているものの、それ以外の社債市場においては先進国の中でも下位に属しており、非常にいびつな証券市場となっていることが分かる。

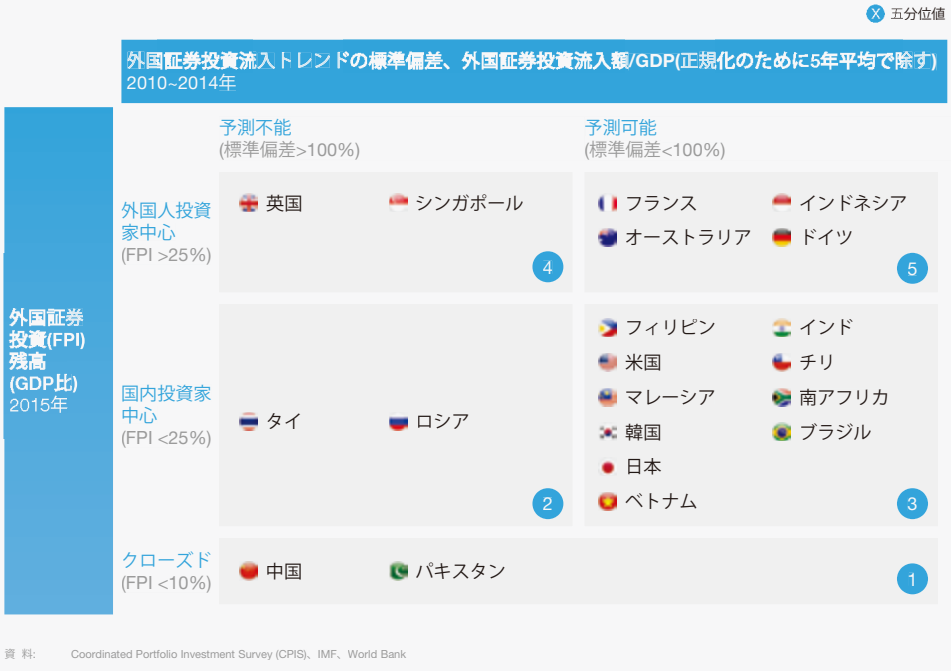
図表2



さらに、日本市場はまだまだ海外からの資金流入が限られている(図表3)。米国などの先進諸国と同じグループに含まれるのはシンガポールとインドネシアだけで、日本を含むその他のアジア諸国は、国内主導のマーケットとなっている。この点は、さまざまな報告書や提言でも指摘されている点であり、日本の金融市場は、国際化の面では、フィリピン、マレーシアなどの新興国と同レベルで未熟であることが分かる。

図表3

外国投資の流入および安定性



資 料: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)、IMF、World Bank

日本について上述したいくつかの弱みの原因は多岐にわたるが、海外からの資金流入について言えば、取引所自体の魅力度の低さはその一つである。これまでにも度々指摘されているが、ロンドン証券取引所、ニューヨーク証券取引所、フランクフルト証券取引所といった先進国の取引所はもとより、香港やシンガポールの証券取引所でも、既にその大部分のトランザクションが株式(キャッシュ)からより付加価値の高いデリバティブへと移行している。日本の証券取引所においては、このようなダイナミックな移行はできていない。

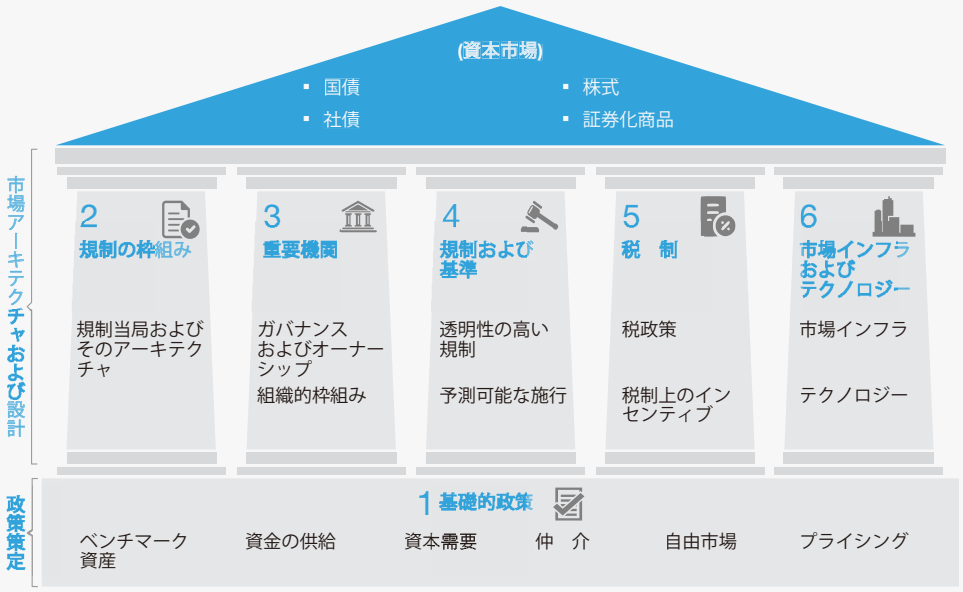
この課題を解決するために総合取引所構想があるものの、その実現にはまだ少し時間がかかりそうである。このほかにも、投資対象となる日本企業のコーポレートガバナンス強化などの課題も、海外から資金を安定的に流入させるには重要な論点となっている。

世界の先進的な金融市場であるニューヨーク、ロンドン、香港、シンガポールはさらに進化することが想定されており、日本がこのまま足踏みを続けると、彼我の差はさらに大きくなる可能性がある。また、Brexitなどの動きの中で、欧州大陸にさらに新しい金融市場や金融立国を標榜する国が生まれる可能性も高い。アジア域内でも、上海や深圳などの市場も更なる飛躍が見込まれており、日本は今の立場を維持する上でも早急に対処していく必要がある。

成熟した資本市場の育成、および市場の健全性を保つためには、一般的に図表4で示した6つの要素が必要である。

図表4

持続可能な資本市場の育成を達成するために不可欠なビルディングブロック



上記の6つの要素の中で日本が大きく劣っているものは少ないが、個別には、より海外からの投資家層を呼び込むための税制面での優遇、特定の投資家(アセットマネジメント、PEなど)の活性化、テクノロジーを駆使した市場の活性化、証券化市場の浸透などが必要と考えられる。しかし、ここまで述べてきた課題の分析や対応策は、以前から何度となく指摘されてきたものである。日本の政策当局も、資本市場が実体経済の成長を支援する上で果たす役割や、効率的な資本市場を育成するための基礎となる上記のビルディングブロックについては、十分に理解しているはずである。

ここでは、これまで知られている課題について一つ一つ解決策を提示するつもりはない。問題となるのは、必要な改革を実現する段階で生じる課題なのである。

資本市場の育成を成功させるためには、一連の複雑に関連した施策を同時並行で実施し、長期的な国民の理解を得て必要な法制度の整備も同時に進める必要がある。他方で、政策および規制当局自身も、変革を実現し受け入れるための体制を整える必要がある。この点が、これまでの報告書や提言では十分に触れられていないところである。マッキンゼーは、この課題を解決していくためには、「チェンジマネジメントプログラム」と呼ばれる、国レベルでの大胆な施策の実行が不可欠と考える。

国レベルでのチェンジマネジメントプログラムの必要性

チェンジマネジメントは、企業経営において変革を実現するためのマネジメント手法である。変化に抵抗する組織や構成員の存在はどこにでも見られるが、チェンジマネジメントは、トップ自らが変革の必要性を説き、組織や構成員の意識を変えることから始まる。

マッキンゼーは、このチェンジマネジメントを国レベルに適用すべきと考える。なぜならば、マッキンゼーでは、過去のさまざまな案件を通じて、多くの国に共通する課題を特定しているからである。以下にそれを示す。

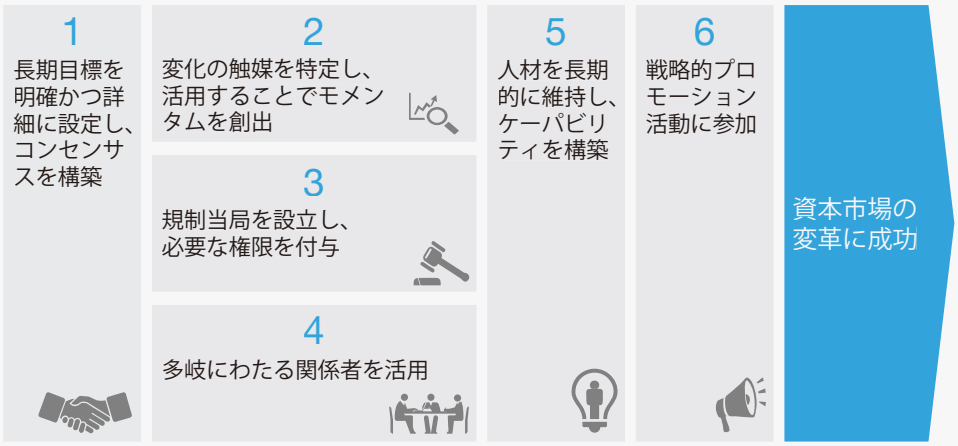
- **変革の必要性に対する不十分な理解:** 政策決定は必ずしも公の場で行われるわけではなく、論点が非常に技術的で特定の委員会または部署の管轄下にある場合は、政策決定における透明性が確保されない場合も多い。しかしながら、変革に向けては、国民および政治の継続的な協力が不可欠である。変革を理解し受け入れる意識の醸成に加え、痛みを伴う可能性のある変革の必要性を多岐にわたる改革の関係者とどのように共有していくかが非常に重要となるが、この重要性が正確に認識されていないことも多い。

- **段階的アプローチ:** 資本市場の育成には、相互に関連する多くの施策の実行を管理することが不可欠となる。特に施策の順番において失敗すると悪循環に陥りかねない。多くの国が、流動性の高い国債市場が整備されていない段階で長期社債市場を整備しようとして失敗している。また、流動性の高い国債市場を育成しようとしつつも、準備金として銀行に多額の国債の保有を義務付けるなど、ちぐはぐな政策を打ち出し、結果として国債市場の流動性が低下する結果となった国もある。しかしながら、総合的なアプローチをもって適切な姿勢で臨めば、こうした失敗から得た教訓を生かし、成長を実現することは不可能ではない。

このような課題の中には、既に日本が克服しているものもあるだろう。しかし、金融立国構想を加速し早急に実現するためには、再度、足元を見つめ直す必要があるのではないだろうか。マッキンゼーでは、上記のような課題を解決するために、チェンジマネジメントプログラムのフレームワークをまとめた(図表5)。本フレームワークでは、次に挙げる6つの領域に焦点を絞っている。チェンジマネジメントの成功例とも言えるシンガポールの取り組みを例示しながら説明する。

図表5

実行に向けた「チェンジマネジメント」アプローチ



- **明確で計測可能な目標を持った長期ビジョンの設定とその内容の合意：**日本の金融立国構想は、さまざまな領域、さまざまな人々により強く唱えられているが、最終的にどのようなあるべき姿を構想しているのか、いつまでに実現するのか、実現した場合の効果はどの程度のものとなるのか（例：金融部門に従事する従業員数、GDPへの寄与率など）、その具体的なビジョンと目標を設定し、それについて各ステークホルダー間で合意することが必要である。

  シンガポールは1997年にアジアの金融センターになるという目標を設定した。これは当時の首相および副首相が打ち出したものであり、国のビジョンとして掲げられた。政府は、事あるごとに金融セクターの政策や国民の意識を変革することの必要性を訴えた。

  当該ビジョンは、マクロ経済運営における目標として設定された。つまり、資本市場の育成が雇用創出およびGDP成長を加速させるための長期的なプロセスとして位置づけられたことで、政府および国民にとって非常に重要な目標であるという意識が共有されることとなった。

- **全体の変革を促進する特定分野の改革を実行：**日本において、今後更なる発展を実現するためには、グローバルなインフラファンドの育成、証券化市場の活性化など、注力領域の決定が必要となる。特に国内には低金利で資金があふれており、円の有効活用は資金の出し手・受け手の両サイドにとって非常に大きなメリットがあるはずである。

- **規制当局などのエンパワーメント：**日本において金融立国に絡む施策をリードする当局・組織は多数存在する。シンガポールのように、多くの権限・責任をMAS (Monetary Authority of Singapore)に集約することは容易ではないが、今以上の連携が必要であると考えられる。国によって事情は異なるが、横断的な組織を立ち上げる、あるいは特定の組織に権限を集約して推し進めるのも一つの案である。

- **多岐にわたるステークホルダーの有効活用：**民間企業や外資系企業との協働は大変有効である。そのための特区の立ち上げや税制面での優遇はとても効果的な手立てとなる。さらに、海外での知見や経験を取り込むため、海外エキスパートのアドバイザーへの登用など、さまざまな角度からの支援が必要と考える。

- **長期的な人材獲得・育成とケーパビリティの構築：**金融立国の立ち上げにおいて、優秀な人材を獲得・育成することは極めて大切である。また、その施策が一時的なものとならないように、育成プログラムを常に充実させることも重要となる。もちろん、優秀な外国人人材の登用をより推し進めることも忘れてはならない。

  シンガポールでは、1997年に人事院(Ministry of Manpower)の国際人材担当部門が"Contact Singapore"というプログラムを展開し、外国人人材の誘致を積極化した。翌年には、"Scheme for the Housing of Foreign Talent"が策定され、外国人向けに廉価で快適な住宅が提供された。

  このように、声掛けだけでなく、具体的な支援策を実行することも必要である。一方で、日本人が国内の金融機関での働き方も、見直さなければならない。英語環境での業務がシームレスに実行できなければ、金融立国は現実的には難しいからである。

- **戦略的なプロモーションへの投資：**最後になるが、このような大規模なチェンジマネジメントプログラムを展開するには、プロモーションやさまざまなマーケティング活動が大きな意味を持つ。長期にわたる施策であるため、具体的な策や達成された項目を定期的に発表していくことは、プログラムのモメンタムを維持する上で重要である。一般的に、政府などの公的機関はマーケティング活動をすることは得意分野ではないため、MASのように専門的な部署を立ち上げてプロモーションを展開することも考える必要があるのではないだろうか。

図表6は、シンガポールのケースを1枚にまとめたものである。上記のチェンジマネジメントプログラムの6つの要素に対し、シンガポール政府がいかに巧みに対応したかが分かり、大変参考になる。

図表6

ケース事例: シンガポールが採用した資本市場育成に関する施策

長期的な目標を明確かつ詳細に定義し、コンセンサスを構築する

- シンガポールを**アジア第一の金融センターとするビジョン**を国の首相および副首相(1990年代後半)が掲げる
- ビジョンは、国家的優先政策となり、**雇用創出およびGDP成長などの社会・経済政策上の目標**に関連づけられた

戦略的プロモーション活動に投資

- **政府がプロモーション活動や政策の透明性向上のために積極的に関与**(頻繁なメディアの関与を促す、一般の人や企業に対して、メディアを通じて定期的に発表するなど)
- **プロモーションのためのロードショーや投資家キャンペーンの開催を取り扱う専門の部署**を設立

人材を長期にわたり確保し、ケーパビリティを継続的に構築

- **教育セクターの改革**。金融工学などの専門課程の設定、外国有名大学の誘致、大学における研究やイノベーションを支援などを通じて金融サービスの人材プールの充実化に向け取り組む
- **海外の人材を誘致**し、シンガポールにおける滞在を促す

規制当局を設立し、権限を付与

- **ビジョンを実現するための担当機関を設立: シンガポール金融管理局(MAS)**
- 政府が**MASにビジョンを実現するために必要なすべての権限を付与**

多様なバックグラウンドを有する利害関係者を変革の実現のために活用

- **政策策定および実施に関するインプット**を得るために民間セクターの積極的な関与を促す
- **民間セクターの市場参加を推進するようなインセンティブ付け**を行う

変革の触媒を特定し活用することでモメンタムを創出

- 証券取引所の合併および**株式会社化**
- **国債市場の近代化**を進め、市場の流動性を改善
- **資産運用およびプライベートバンキング業界の変革を実現**

資 料: インタビュー、プレスレポート

シンガポールの成功例は金融市場ではよく知られたもので、改めて紹介する必要はないかもしれないが、チェンジマネジメントの視点から眺めると、多岐にわたる施策を政策当局者がいかに統括していったかについての好例と言える。上記の施策をすべて実行することで、シンガポールは、アジア第一の金融センターとしてだけでなく、世界第三位の金融センターとしての地位を手に入れるに至ったわけで、日本としても改めて参考にできる点が多々あるはずである。

* * *

我が国が金融立国構想を具体化する過程で、変革を加速度的に進めていくためには、上述した「チェンジマネジメント」のフレームワークは非常に有効だと思われる。本稿では紙幅の関係でその詳細は紹介しきれていないが、特に、各ポリシーメーカーがどのように協働するのか、どのように政策を一致させ、それを国の重要政策としていかに位置づけるのか、という最も重要なプロセスにおいて効果を発揮するフレームワークである。本稿が日本の金融立国構想の実現への一助となれば幸いである。

連絡先

本稿に関する質問や感想などについては以下までお寄せ頂きたい。

香月 史秋 (Fumiaki Katsuki)
パートナー、東京オフィス
fumiaki_katsuki@mckinsey.com

マッキンゼー・アンド・カンパニー日本支社
金融グループ
2017年6月
Copyright © McKinsey & Company
www.mckinsey.com