



# 日本の金融に漂う閉塞感と 将来への展望

ニッセイ基礎研究所  
金融研究部門 上席主任研究員

**徳島 勝幸**

## 1. 日本の金融が抱える 問題点と閉塞感

### (1) 日本の金融は依然として オーバーバンキングにある

かつて日本には数多くのマネーセンター・バンクがあり、オーバーバンキング論が盛んに言われた。その後、メガバンクを中心とした金融グループの統合が進み、また、地域金融においても信用金庫などの統合が進んだ結果、表面的な金融機関の数では、オーバーバンキングが解消されたかもしれない。しかし、オーバーバンキングとは、単に金融機関の数ではなく金融機関が保有するマネーフローの大きさ及び影響力が強いという意味である

#### 〈目 次〉

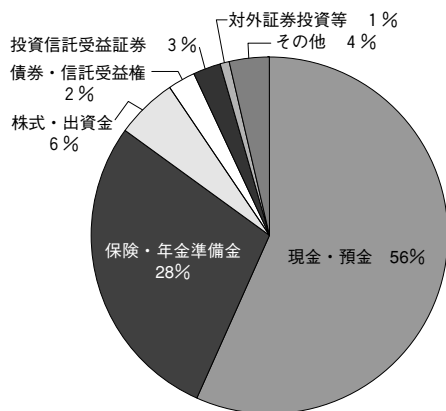
1. 日本の金融が抱える問題点と閉塞感
2. 日本における金融の将来像を模索する

う。この意味においては、金融機関の統合によって競争激化を招いており、結果として、オーバーバンキングが継続しているどころか、むしろ激化しているのかもしれない。

オーバーバンキングを象徴する言葉の一つとして「金余り現象」を挙げることができよう。「貯蓄から投資へ」の誘導に失敗した結果、個人金融資産の大半は依然として金融機関に対する預貯金及び保険・年金に対する準備金という形態にとどまっている。金融機関には自己資本比率規制の影響もあり、かつてのように積極的な預金収集活動を行わなくとも潤沢な預金が集まってくる。銀行が破綻しても保護されることで利息の付かない決済性預金が集まるのは、既に伝統的な投資理論の範疇を超えた現象であり、解釈には行動ファイナンスや心理学が必要になってくる。

個人による有価証券や現物資産に対する投資が、結果として損失を被ってきたのがこれまでの歴史である。ITバブル等の隆盛で株価

(図表1) 個人金融資産の分布



(出所) 日本銀行『資金循環統計 (2011年12月末速報)』

上昇の恩恵を受取る投資家もあるが、短期的なデイトレードを繰り返すだけでは表面的な取引手数料の多寡より、むしろ取引に際してのオファービッドの値鞘によって、収益性が損なわれている。日本の証券市場においては、残念ながら、個人投資家も機関投資家も、ほとんどが決して洗練された投資家とはみなされていない。特に最近のAIJ投資顧問事件で露呈したように、代表的な機関投資家であるはずの年金基金が分散投資を怠ったり、十分な投資内容の評価を行わずに表面的な成果報告のみを鵜呑みにしたりしているのである。

一方で、企業は設備投資等によってリスクを取り収益性を高めて、その成果を株主に還元することを怠っている。現状では、個人金融資産だけではなく企業セクターの抱える預金が金融機関に流れ込んでおり、「金余り現象」が解消される兆しは見られない。国内の販売市場の現状や成長性に限界を感じた少なくない企業が海外展開の拡大を図り、生産設

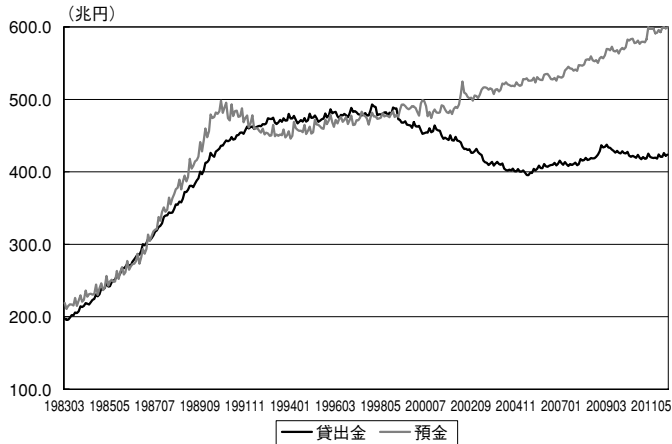
備の海外移転や海外企業に対するM&Aに動いているものの、依然として企業セクターが資金余剰主体であることも、オーバーバンキングを支えているのである。

## (2) 日本の金融機関は収益性が低い

また、戦後の高度経済成長を支えてきた金融機関による業態ごとの棲み分けが崩壊したことによって、オーバーバンキングが助長されていると見ることもできるだろう。かつては、大都市圏を中心に大企業相手の金融を担う大手都市銀行があり、各地域経済の中核金融主体としての地方銀行・第二地方銀行が存在し、更に、地元の中小企業の金融を担う信用金庫や信用組合といった共同組織金融機関が棲み分けていた。しかし、バブル経済の崩壊以降これらは形骸化し、むしろ取引先を取り合う構造が定着している。極端に言えば、資金ニーズを有する中小企業にまでメガバンクが融資しようとするため、メガバンクと信用組合が貸出レートを競うといった状況になっているのである。

こういった現象の背景には、貸し渋りに対する批判や金融円滑化法の存在があるだけでなく、政府系金融機関が民間金融機関と競合している事態がある。本来、政府系金融機関は、民間金融機関の補完的な位置付けではなかったか。ところが、リーマンショック後の金融危機において、自らの存在意義を確保しようとするために融資残高の積上げを図り、結果として、民間金融機関の融資を圧迫して

(図表 2) 銀行の預貸構造の推移



(出所) 日本銀行『国内銀行の資産・負債等 (銀行勘定)』

いる。結局、融資を受けたい優良企業に融資してくれるのは、政府系金融機関からメガバンク、地方銀行、共同組織金融機関まで複数存在するのに、一般的に優良と見られない企業には誰も融資してくれないという状況となっているのである。

日本の金融機関のみならず、日本の産業界全般について収益性の低さを指摘されることが少なくない。言い換えれば、生産性が低く効率が悪いのである。背景としては、金融機関のみならず企業全般に対するガバナンスが不十分であることを指摘できよう。ROEの低さは、株主等のステークホルダーに対する収益還元意識が希薄なことに起因するのではないか。かつての右肩上がりに成長する経済においては、課題を先送りすることによって自然と解決されてきたが、現在のような低成長・停滞の社会では、成長によって糊塗されてきた課題が表面化してしまう。生産年齢

人口の減少といったデモグラフィックな要素にのみ理由を求めるべきではないが、日本経済の低迷は現実が生じており、企業の収益性が低いことは、例えば企業価値の国際比較といったことで如実に確認することができる。

金融機関の収益性という観点では、融資に対するチャージ、即ち、貸出利率の問題を考える意味があろう。製造業における物品では、製造原価に間接費と利潤を乗せたものが販売価格になる。同様に、貸出利率は銀行にとっての資金調達コスト等に、融資先の信用リスクに見合ったスプレッドを乗せるという価格形成になるはずである。ところが、クレジット価格の歴史を振り返ると、信用リスクとスプレッドは適切な関係になっていない。

日本のクレジット市場においては、1990年代半に大きな転換点があった。それ以前は、社債を発行するために適債基準が存在し、社債を発行できる企業は優良企業とみなされて

いた。一方、社債がデフォルトした場合には、受託銀行等による買入慣行が存在したために、投資家は実質的な損失を被らなかったのである。このような時代には、当然ながら、信用リスクの評価という形でのスプレッドは必要なかった。その後、1996年に適債基準が撤廃され、受託銀行等による買入慣行が失われる中で、ようやく1997年から1998年にかけて信用リスクの価格がスプレッドとして反映される市場が成立したのである。ところが、その後は金融危機に見舞われ、さらに日銀の量的緩和政策によって金融機関の調達金利が極限にまで引き下げられた。加えて、金融機関の貸し渋りに対する批判が高まり、金融庁によって貸出量の拡大に向けた指導が行われた結果、信用スプレッドに対する価格はほとんど機能しなくなったのである。

現状でも、この構造は基本的に変化していない。日銀による成長資金オペや金融機能円滑化法のような公的サポートも、そもそも金利水準が低位に抑制されていることと併せて、適切な金利メカニズムの機能を阻害し金融機関の収益性を損なっている。1990年代後半に一部のメガバンクが適正なスプレッドのチャージに取り組んだこともあるが、結局のところ、政府系金融機関による貸出競争や横並び的な金融機関同士の競争の中で、その動きは消えてしまった。こういった経緯から、日本の金融機関は収益性を確保できていないのである。

### (3) 日本の金融機関は海外の金融機関と伍していけるか

日本における商業銀行ビジネスの収益性が低いのであれば、より収益性の高い地域に進出するといった考えはないか。G-SIFIsとして指定されている29の金融機関に、日本の三大メガバンクはいずれも入れられている。このこと自体は誇って良いはずであるが、果たしてグローバルな局面におけるプレゼンスはどうか。かつて海外の繁華街においては、日本の自動車や電機メーカーの製品・広告が席卷していた。ところが現在では、韓国や台湾のメーカーが同様な位置を占めており、日本企業のプレゼンスは見る影もない。日本の金融機関も1980年代後半にBIS規制が導入された背景としてプレゼンスの拡大があったが、その後の凋落ぶりは自動車や電機メーカーと同様ではないか。

金融機関のグローバル展開を見ても、基本的には、日本企業の海外進出に対する随行の域を出ない。しかも、日本の銀行が行ってきたことは単なる海外展開であり、「国際化」に成り切れていない。自前で作った海外拠点の役割は日本企業が海外で資金調達するためのサポートが大半で、業務の現地化はほとんどできていないのである。また、海外の金融機関と提携したり買収したりした例もあるが、これらの買収・提携先は十分にマネジメントできたのだろうか。

欧米の巨大な金融機関、例えば、G-SIFIsに指定されているものの多くは、自国

のみならず海外市場にも進出し、その国で一定のプレゼンスを獲得しているものが多い。イギリスのように国境を撤廃し「ウイングルドン現象」が生じたと言われる国では、同国の金融機関が対外的に進出しているのと同時に、外国の金融機関がイギリス国内で一定のシェアを有する金融機関を保有していたりする。こういう展開がなぜ日本の金融機関にできないのか。また、日本の金融市場では、なぜ外資系金融機関の存在が小さいのか。日本はやはりドメスティックな市場なのだろうか。その意味では、日本の大手銀行ないし証券が海外の金融機関に買収されるような事態がないと劇的な変化は期待できないだろう。

日本の金融機関にとって、真のグローバル展開が可能なのか、また、それが必要なのかを改めて考える必要がある。収益性が低く海外展開及び企業としての成長に限界の見えてきているところが、日本の金融界に漂う閉塞感の源泉なのであると考えられる。

## ■ 2. 日本における金融の将来像を模索する

### (1) 商業銀行モデルの限界を超えて

果たして日本の金融機関に新しい発展のビジネスモデルはあるのだろうか。必ずしも悲観的になる必要はない。現時点での閉塞感をもたらしている幾つかの要因は、努力すれば排除し影響を弱めることが可能である。

まず、日本の金融機関における業際規制の

あり方を見直してはどうか。1980年代から1990年代にかけ日本の金融機関に対する銀証分離など業務規制が緩和される局面で、ヨーロッパ型のユニバーサルバンクか業態別子会社かといった議論があり、最終的には、業態別子会社方式が採用された。その後の金融危機を経て、現在の大手銀行や証券の状況を見ると、単なる業態別子会社を超え、銀行による証券子会社と準大手証券の統合等を経るなど、新たな銀行と証券の関係が構築されつつある。米国における金融規制を見ても、グラス・ステイガル法が廃止されたことに加えて、リーマンショックの余波を受け、投資銀行は商業銀行の傘下に入るか銀行持株会社化するかして生き残った。その結果、実質的に商業銀行と投資銀行が一体化しているのである。日本においても、同様のユニバーサルバンク化の道を模索してはどうか。

米国における投資銀行業務に相当する日本の証券会社の収益性は必ずしも前者ほど高くないとされるが、それは、過大なリテール支店網を抱えているためである。これまでに断念した例も見られるが、証券会社のホールセール部門を分離して商業銀行と一定的な運営を行うことに将来性はないだろうか。米国投資銀行に見られたような自己勘定取引で過大なリスクを取り収益を嵩上げすることは適切でない。商業銀行と投資銀行のコア業務の融合が、一つの方向性になる可能性がある。

伝統的な商業銀行の収益性は世界的に見ても決して高くない。しかし、過去において成

功しなかったリスクに見合った貸出スプレッドの徴求といった収益性の向上策に、景気が改善した段階で再度取り組むべきだろう。景況感の悪い局面での実施は、金融機関による貸し渋りといった批判を再度招くことになり適切ではない。低水準の貸出金利によって経営状態の悪い企業を延命させることは、好況局面では不経済な非合理的行動であるが、景気低迷局面ではやむを得ないことであり、公的資金の注入を受けた金融機関の責務かもしれない。そのためには、景況感が改善する前に、準備手段を講じておくことが必要である。民間金融機関は、低コスト構造の確立と迅速な意思決定プロセスを構築して身軽な動きを取れるようにするとともに、新しい金融ビジネスモデルを模索するべきである。

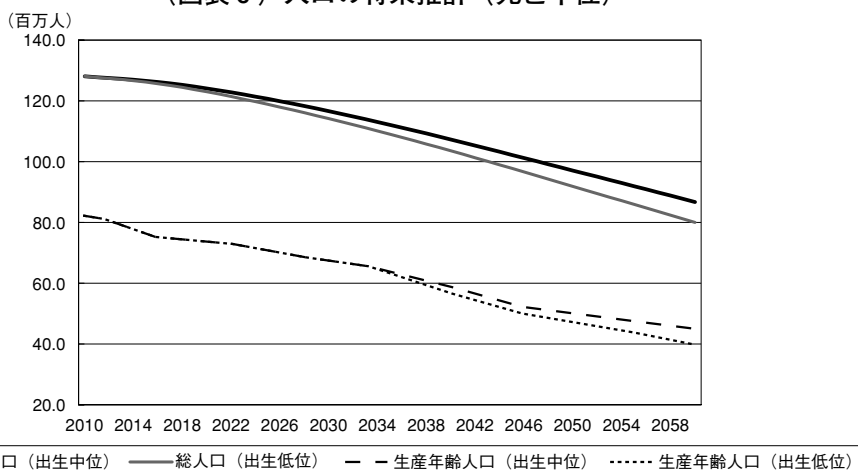
例えば、預金の受入れを抑えることかもしれない。現時点では金余りの中で家計及び企業セクターが資金余剰主体となっているために、預金に資金が滞留し金融機関がそれを原資として国債を購入することで資金不足主体である政府にファイナンスを行っている。ところが、好況局面に入ると、まず、企業主体が資金不足に転じるだろう。問題は家計の資金である。「貯蓄から投資へ」の誘導下でもわずかしか投資に動かず、しかも、株価の下落と円高で元本を毀損した個人投資家は、容易には投資に戻ってこないだろう。したがって、投資へのマネー回帰を人為的に行うのであれば、短期金利との連動を切り離し預金金利を低く抑えることの代替手段として、米国

では珍しくない口座維持手数料を徴収することも選択肢ではないか。日本においては馴染みが薄いと撤廃する例もあるが、横並びの得意な日本においては、多くの金融機関が導入すれば一般化することも可能である。加えて、投資信託等の窓口販売による役務収益への依存を見直すことも必要だろう。

## (2) 金融の機能重複見直しと活力の維持

日本の金融には様々な機能の重複がある。まず、公的金融には、東日本大震災やリーマンショックのような危機対応業務を中心とした、本来機能である民業への補完に重点を置き、今後緩やかにプレゼンスを縮小させるべきだろう。もう一つの側面は、民間金融の中でも、メガバンク>地方銀行・第二地銀>信金・信組といった階層構造の中で、取引先を中心に機能の重複を見直す余地がある。欧米の金融機関の実態を見ると、最終的には二分化に進む可能性が高いのではないか。全国的な業務展開を行う企業との取引を主体とするメガバンクに対して、地元に着した中小企業金融や個人向け取引を主体とするコミュニティバンクという分化が一つの答えであろう。かつて州際規制によって分断されていた米国の金融機関は、その後、統合によって広域展開を図るものと、地域に特化するものとに分かれた。日本においても一部の地方銀行・第二地方銀行で、従来から県境を跨いだ店舗展開を行っていたり、持株会社方式で経営を統合したりといった例が見られているも

(図表3) 人口の将来推計 (死亡中位)



(出所) 国立社会保障・人口問題研究所『日本の将来推計人口 (平成24年1月推計)』

の、今後は、広域展開でメガバンクと競合するか地元と密着して真の意味での地域金融機関になるかという選択を迫られることになろう。地域金融機関の統合に関しては、道州制の採用などによる地方公共団体のあり方の変化が起爆剤となることが期待できよう。

今後、日本の人口そのものが減少していく中で、どういう事業展開とするのかを金融機関は真剣に考えておくべきだろう。営業基盤である人口そのものが減少することは、既に一部の地域金融機関で見られているが、これから数十年のタイムスパンでは、急速かつ大きな幅で生じるとされる。人口の減少幅が小さい大都市圏以外を基盤とする地域金融機関においては、店舗網の見直しやネットバンキングの拡充にとどまらない対応を考える必要があるだろう。戦後の高度経済成長期からバブル経済崩壊後の「失われた20年」を含めて、日本が経験してきたのは、右肩上がりか横ば

いの経済までであった。生産性の向上等でどこまでカバーできるかは今後の課題であるが、顧客である人口そのものが大きく減少する社会構造に対応した金融機関像を予め描いておく必要がある。人口減少とともに経済及びその潤滑油である金融機関が衰退するのを、座視しているだけではない。

日本経済に活力がないのは、日本においては積極的な起業が見られないためとされることもある。相当程度に年齢が上がり、ノウハウや人脈を有するようになっての起業は珍しくないが、大学卒業直後や数年の勤務経験を経た若者の起業意欲は極めて乏しい。結局は、起業し失敗した場合のリスクが高いことと、ハイイールド債市場などのマーケット起業を支える社会的なシステムが不十分なのではないか。

### (3) 規制監督当局への期待

民間だけで金融機関の活性化が容易に実現できないのは自明である。官民の協力が必要なのは、鉄道技術やデジタル放送技術の輸出促進といった領域だけではない。ある程度の公的セクターの関与が必須ではなからうか。

まず、金融機関の収益性向上に関連しては、証券化やCDS取引を用いたリスク移転市場の機能を改めて見直すべきである。当事者が過去の損失に脅え「糞に懲りて膾を吹く」状態となっているのに加えて、センセーショナルな表現を好むマスコミにかかる、証券化やCDS取引は危ないもので手を出すべきでないとなってしまう。喩えるならば、これらの証券化やデリバティブ取引といった手段は「はさみ」であると言える。紙を切るのには「はさみ」が必要である。「はさみ」の用法を誤れば自分の手を切ってしまうこともあり、上手に使わなければならない。リスク分散が不十分な再証券化や過度なCDSのネーキッド・ショート取引は、規制されて然るべきものであるが、異常事態を超えた時点では市場での自然な競争を促進することも必要である。サブプライム問題の震源地であった米国では、既にCMBSのリファイナンスなどで証券化商品市場が復活を見せはじめているのに、現在の国内の証券化市場を見ると、住宅金融支援機構によるRMBS以外は、ほとんど発行されていない状況にある。市場の再構築に際しては、かつて日本銀行が「証券化市場フォーラム」といった形で枠組み作成に率先して行動

したように、公的セクターによる支援が必要なのではないか。

また、金融監督当局である金融庁及び証券取引等監視委員会や日本銀行による金融企画機能の発揮にも期待したい。金融機関のニーズを吸い上げる等のコミュニケーションを行うだけでなく、諸外国との比較において何が必要かというアンテナを鋭敏に持って頂きたい。例えば、日本において金融機関によるカバードボンド市場を創設するという検討が民間ベースで行われたが、既に、ほとんどの先進諸国には市場が存在し、近年では、オーストラリアや韓国でも制度が創設されている。ドイツのファンドブリーフ債以来の歴史を有するヨーロッパには比べるべくもないが、米国ですらこの数年上院の委員会には法案が上程されている。日本において現在の金融環境では発行ニーズがそれほど強くないものの、今後の金利上昇や金融機関の信用力低下に備え、民間での検討と共同歩調を取ってプリエンティブに動くことはできないだろうか。他にも、社債の流通市場における取引価格の公表制度のように、いつの間にか先進諸国の金融・資本市場において日本が最も遅れている状況となっているものは少なくない。高度経済成長期のような護送船団方式は不必要であるが、民間と並行して、もしくは先行して課題を検討するといった発想が必要なのではないか。

