

「『だから日本の金融機関は儲からないんだ論』を考える」

JCAW(日本商工会ワシントンDC)の会合で、Eugene R.Dattel氏の講演を聴く機会があった。同氏は82年にソロモンブラザーズ東京のマネージングダイレクターを皮切りに、モルガンスタンレー東京のマネージングダイレクターを勤め、89年からは住友信託などの顧問となった後、現在では大学で教鞭をとっている日本の金融通の米人である。

【だから日本の金融機関はもうからないんだ】

同氏は94年に日本の金融機関をテーマに”The Sun That Never Rose”と題した著書を出版、現在もその基本的な認識は変わっていないと言う。私の理解した限りで同氏の講演でのポイントを要約しよう。

「日本の金融機関（銀行、生損保、信託、証券）の運用する資金の主たる性質は Institutional Money と呼ぶことができる。その性質に見合って、運用・投資はボトムアップ的・組織的な意思決定プロセスに基づいている。このためトップダウンで冷徹な経済的な損得のみに基づいた迅速な意思決定ができない。米国では金融問題は利害関係者の経済的な損得勘定のみに基づいて争われ、権利と義務を巡る争いは法廷で決せられる。また米国ではヘッジファンドやエクイティキャピタル、ベンチャーキャピタルなどの形でリターンを求めて機敏、果敢に動く資本が大規模にスタンバイしているが、日本の資本はそうではない。」

「日本では、大きな金融問題は市場参加者の経済的な損得計算に止まらず、政治、社会問題に絡んで複雑骨折してしまい、市場メカニズムによる単純な解法が適用できない。こうした日米の構造的な違いのどちらが良いか悪いかは別にして、日本の金融機関の意思決定における組織的な体質と金融サービスの外部環境を考えると、例えば日本の大手金融グループが米国のそれと同じような高収益体質に変貌を遂げるとは思えない。」

うかつだった。同氏の見解はある意味では的を得ている。しかしこれほどに「言われる」とは。事前に同氏の意見をチェックして反論の用意をしておくべきだった。デベートカルチャーの米国では、沈黙は同意」である。とにかく超アドリブで反論した。

「97年の日本金融ビッグバンを契機に日本の金融市場は大きな変貌の過程にあり、日本の銀行も収益追求志向を急速に強めている。何故かと言えば、それがグローバル化した金融市場で生き残る唯一の道だからだ。上場日本株式全体に占める外人持株比率は20%を超えた。例えばMTFGについて言えば、外人持株比率は約30%にも上昇している。日本の金融市場全体もこうした力の作用による急速な変化の過程にあると考えてよいのではないか？」

同氏は私のコメントに否定的である。外人の持株比率が上がっても、それは短期的な証券ポートフォリオの資金によるもの。長期的な組織変革の力にはならないと思いますね。」他の日本の金融関係者からも発言してフォローの矢を發してくれたが、その場

の「日本金融陣」は十分反撃できないまま終わった。くやしい。

### 【「金融機関」まとめて議論することの無理】

金融機関の行動を語る時、機関投資家など投資運用機関と銀行などの資金仲介機関を区別せずに語ることはできない。著書を読んでないので判らないが、同氏も著書ではこうした区別をした上で議論を展開しているのかもしれない。同氏は自分はミクロの企業組織論を得意とする金融エコノミストであると言っているので、主にそうしたアプローチから日本の金融機関の資金の性質を **Institutional Money** と特徴付ける自説に辿り付いたのであろう。

また、銀行の収益性に限定しても、リーテルビジネスとインベストメント・バンク・ビジネスでは収益モデルが全く異なる。インベストメント・バンク・ビジネスについては確かに機敏・果敢な意思決定とリスクテイクができる体制が必要である。一方、リーテルビジネスについては、顧客をセグメント化し、与信リスクについては大数の法則に基づいた判断と管理が有効である。銀行のおかれた環境が同じであれば、後者のビジネスモデルは“**Institutional**”な日本的組織体制でもつかえるはずである。

### 【最終的な資金供給者としての家計の資産選択行動の視点から考えると】

更に Dattel 氏の見解から離れて、「なぜ日本の金融市場でリスクテイクマネーの裾野が拡大しないのか？」を別の面から考えてみよう。この点については日本で 90 年代後半以降、諸金融機関の最終資金供給者である家計の金融資産選択行動の議論と分析として進んだ。ご存知の通り米国に比べて日本の家計は著しく預金（銀行、郵貯）など安全資産に偏った分布をしており、なぜそうなのか様々に分析されて来た。このテーマの論文に広く目を通してはいるわけではないが<sup>1</sup>、私が知る限りこのテーマを議論する時にあまり注意が払われていない重要なポイントが 3 つある。

### 【日米家計の資産格差分布が生み出す相違】

米国の家計のネット金融資産残高は一人当たり 84,467 ドル、日本は 8,235,734 円（\$74,870 ドル、110 円換算、2003 年時点）で米国の方が少し大きい、日本家計の平均資産保有額は欧州主要国より大きく、世界的にはほぼ米国に次いで高い。日本は一度戦争で焼け野原になった時点から 50 年でここまで追いついたのだから、むしろ驚嘆すべきだろう。

日米で大きく違うのは家計の資産格差分布である。米国は日本に比較してフローとしての所得も、ストックとしての金融資産残高も、はるかに格差の大きな分布をしている。判りやすく言うと、残高が数千万円規模の家計金融資産が比較的広く薄く分布している構造（日本的分布）と、残高数億円規模以上の金融資産が上位の僅かな家計に集中している分布構造（米国的分布）とでは、家計の平均保有残高は同じでも、運用資金の性質は大きく異なるであろう。

金融ネット資産総額 10 億円の運用家計が、株式の下落で 2 億円の損失を出しても、生活設計を見直すこともなく耐えられる。しかし金融資産 50 百万円の家計が 10 百万円損失したらショックは大きい。老後の生活資金繰りを見直さなくてはならないかも

<sup>1</sup> このテーマの論文は沢山あるが、ひとつだけあげると「日本の家計の金融資産選択行動～日本の家計はなぜリスク資産投資に消極的であるのか?～」日銀 1999 年中川忍、片桐智子

しれないほどの打撃である。その結果、運用におけるリスクテイク能力は異なってくる。米国では運用金融資産数億円以上の資産家の投資資金を資金源にヘッジファンド、エクイティーキャピタル、ベンチャーキャピタルが成長して来た。日本でもそうした動きは生じているがまだ市場の規模が一桁、あるいはそれ以上に小さい。

戦前の日本はその金融資産の格差分布において米国的な構造に近かった。しかし戦後の財閥解体と株式放出で日本的な「広く薄く」の分布の原点ができたのである。このように日本の家計のリスクテイク能力の相対的な低さの一部の原因が金融資産の格差分布にあるならば、それは「良いか悪いか」（社会的な価値判断）の問題となる。（この点 Dattel 氏も日米の相違について「良いか悪いかは別にして」と注意深くコメントしている。）

### 【住宅資産価格の違いが生み出す相違】

もう1つのポイントは、年収比での住宅資産価格の日米の相違である。90年前後には東京で分相応の標準的な新築住宅を購入すると年収の10倍前後になったものである。米国では近年の住宅価格の上昇で新築住宅だと年収（税引き後）比較5倍強に上昇して来たが、趨勢的には4倍台、中古だと現在でも4倍台である。

この結果、日本の家計の「リスク性金融資産+不動産など実物資産」の合計は資産総額の50%台に達する。面白いことにこの比率は米国でも英国でもほぼ50%台である。日本との違いは、英米では実物資産比率が低く、その分リスク性金融資産比率が高い。要するに、日本の家計が相対的に高い住宅購入によってリスク性金融資産保有の余裕を失ってしまっている姿が浮かび上がる。しかし今や日本でも10年余にわたる不動産価格の下落でようやく住宅価格の年収倍率は5倍前後に下がった。これがどれほどの幸運であるか、若い世代はまだ十分に気がついていないようである。それに気がつけばリスク性金融資産に投資する余裕は自ずと上昇してくるはずである。

### 【Japan Institutional Money の総本山としての郵貯制度と財政融資資金制度】

最後のポイントは公的金融と郵貯制度である。残高で230兆円もの家計貯蓄が郵便貯金に集まったことにはわけがある。それは10年の長期固定金利が適用されるのに、6ヶ月経過後は引出自由の市場合理性を欠いた商品設計である。このため金利が下げトレンドを辿る時は高い固定金利で預けられた資金が滞留を続ける。金利が上昇に転じると低金利の時に預けられた資金は引き出されて高い金利で再預金されるか、他の金融機関にシフトする。要するに金利変動オプションを無料で貯金者に提供しているのである。90年代初頭の高金利時代に集まった資金はその後の10年間滞留し続けた。現在ゼロに近い金利でも多くが滞留しているのは、金利が上昇したら引き出して高い金利にシフトできるからである。そして230兆円が政府の資産運用部預託金を通じて特別会計の原資となり政府系金融機関をはじめ特殊法人に供給されて来たのだ。

この財政投融資制度は、2001年4月にある程度改革され、郵貯資金の政府資金運用部預託金勘定への預託義務はなくなり、「自主運用」が始まった。ただし急激な資金フローの変化が「ショック」を引きおこさないように、完全自主運用への移行は段階的に進められており、現在はその過程にある。また改革で、郵貯は国債である「財投債」を購入し、この資金が政府特別会計の資金として特殊法人に供給される形となった。郵貯と財政投融資（現在は財政融資と呼ぶ）は究極の Institutional Money を担って来

た。積極的にリターンを追求せず、不採算な融資でも政治や行政が望めば供給される資金フローとして、日本的な Institutional Money の総本山が郵貯と財政融資なのである。

「でも大衆貯蓄者にとっては郵便貯金は便利な制度なのだから廃止や民営化には反対！」と言う方は少なくない。しかしこの市場整合性を欠いた制度のコストは納税者に転嫁されている。貯金者にこんなに有利な商品設計になっているのだから家計が郵貯を選ぶのはミクロ的には合理的な行動である。しかし制度全体はその不合理性の結果として莫大な損失を生み出している。

例えば特殊法人の住宅金融公庫の資金 ALM は、郵便貯金の市場非合理性とポジとネガの関係にある。現在では郵貯の資金で財投債が購入されることで政府の特別勘定を通じて住宅金融公庫の融資資金となる。住宅金融公庫の融資は 10 年、30 年の固定金利なのにペナルティーなしで期限前返済可能である。これも金利変動オプションを無料で提供していることになる。ただし融資サイドである点が郵便貯金と反対である。従って金利が低下すれば、借入人は低くなった民間銀行からの金利に乗り換えて公庫に返済する。ところが公庫は債務者から返済を受けても政府に返済できない。償還期限の決まっている国債である財投債を返済できないからである。このため公庫は金利低下局面では ALM 上のミスマッチにより必然的に赤字になる。その赤字は年間数千億円となり、政府の補助金支出で（納税者のコストで）埋められて来たのである。

### 【金利自由化以前の遺制】

「政府にコストが生じてても良いではないか。それは家計を金利変動リスクから守るための政策コストだ」と主張する人もいるかもしれない。しかしそれなら一体日銀の金融政策は何のためにやっているんだ？金利水準を変動させることで、企業と家計の投資・消費行動に影響を与え、好況や景気後退が過度なものにならないようにすることを目的にやっているのである。経済主体が金利変動にさらされて行動を調整することを前提にしてやっているのである。個々の経済主体の判断で金利リスクをヘッジしたり、変動金利から固定金利に乗り換えたり、あるいはその反対をする手段は必要であるし、現在そうしたことは十分可能になっている。しかし政府の制度で包括的に家計を金利変動から「保護」してしまったら、金融政策が機能しない。要するに、郵貯も住宅金融公庫もその制度と商品設計は、現代的な金融政策が確立する以前の時代に設計されたものであり、現代の経済メカニズムと不整合をおこしている。旧時代の遺制なのである。

こんなことは金融業界にいる私にとっては常識的なことなのだが、世間に共有されてた認識になっていない。ただし財政投融资制度が 2001 年 4 月から改革され、数年後には郵貯資金も 100% 自主運用に移行する。しかしそれで問題が解決するかというとそうではない。郵便貯金や住宅金融公庫融資の市場非合理的な商品設計はそのままだし、自主運用が空念仏に終わる可能性もある。

私は Dattel 氏の指摘した「日本 Institutional Money」の時代は変革局面に入っていると思っている。しかし変革が合理的な形で一定の完成を見るまでには、超えなければならぬ山がまだあることも確かである。

以上