

平成 16 年度 郵便貯金に関する委託研究（小論文）

バランス・シートで考える郵便貯金の将来像

広島大学 千田 隆

中国郵政局

バランス・シートで考える郵便貯金の将来像

本稿は、貸借対照表（バランスシート）を用いて郵便貯金の将来像を探るものである。

本稿は4章からなる。第1章では、郵便貯金のバランスシートの負債項目と資産項目を吟味する。まず、バランスシート上の主たる負債である「郵便貯金」の特性について述べる。郵便貯金事業においては、提供する商品について元利金の受け取りが保証されているため、資金の提供者である預金者が資金運用のリスクを負担せず、郵便貯金自身がリスクを負担しなければならない。かつ、独立採算であるゆえ、毎期の業績の変動を一定範囲に抑えなければならない。このため、郵便貯金のリスク許容度は相対的に小さいと考えなければならない。

つぎに、金融仲介機関の代表的資産である「株式」、「債券」、および「貸付け」について比較検討し、それらの特徴を明らかにする。「株式」、「債券」、および「貸付け」を比較すると、「株式」と「債券」は他の投資家からの「ただ乗り」の問題があるため、運用収益が相対的に小さくなる。また、「株式」と「債券」は「貸付け」と比べて流動性が高いことから、運用収益が小さくなる。これに対して、「ただ乗り」の問題がなく流動性の低い「貸付け」は運用収益が相対的に大きいと考えられるが、「貸付け」業務の開始には、人材の育成というコストがかかる。

第2章では、現存する金融仲介機関のバランスシートの項目と郵便貯金のバランスシートの項目とを比較する。その上で、現在の郵便貯金のバランスシートの資産負債項目（すなわち現在の郵便貯金の業務内容）について将来問題が生じるかどうかについて検討する。

第3章では、最近の銀行業を取り巻く環境の変化（金融革新と伝統的銀行業の衰退）について簡単に整理する。そして、それを踏まえて、これからの金融業にとっての収益源と考えられている業務について言及する。

第4章は結論である。現在検討されている将来の郵便貯金の業態の中から以下の3つ、すなわち（1）「満期保有債券」による金利リスクの回避、（2）融資業務への積極的参入、および（3）短期金融資産投資信託（MMMFs）について検討する。

本稿で得られた結論は、以下のとおりである。

- (1) 郵便貯金事業において、資金を「満期保有債券」で運用する分については、「満期保有債券」は時価では評価されないため、金利が上昇しても会計上キャピタル・ロスを被ることはない。しかし、その一方で、金利が上昇すると、途中で債券を売却できないため、高利で資金を集めて低利で運用するという逆ザヤの問題が新たに生じる。
- (2) 郵便貯金事業の融資業務への参入については、S&Lsの経験を踏まえ、ゆっくりとしたペースで慎重に行うのが望ましいと考えられる。
- (3) 『資金の流れを「官」から「民」へ』という基準からは、短期金融資産投資信託（MMMFs）の業態を検討するべきであることが示される。なぜなら、MMMFsは資金のかなりの部分をコマーシャルペーパーやCDで運用しているからである。

第1章 郵便貯金のバランスシート

第1節 郵便貯金事業の負債（郵便貯金）の特性¹

一般に金融機関においては、毎期の業績の安定を図るために、「調達した資金の性格に見合った運用」を行うことが必要である。

郵便貯金においてもそれが資金運用の大原則であるが、郵便貯金として特に注意しなければならない点がある。すなわち、郵便貯金が提供する商品については元利金の受け取りが保証されており、基本的には、預金者がリスクを負担しない資金であることから、事業運営に係るリスクは、独立採算の下、事業主体である郵便貯金事業がすべて負担しなければならない。²

これが、同じく資金運用を業とする投資信託等と著しく異なる点である。投資信託等においては、投資家がリスクを負担する。このように資金の提供者がリスクを負担するので、資金の提供者がどこまでリスクを負担できるかが基本的な問題として重要であるが、運用機関それ自体は資金運用のリスクとは無関係である。それに対して、郵便貯金においては、前述のとおり、提供する商品の性格上、資金の提供者である預金者が資金運用のリスクを負担せず、郵便貯金自身がリスクを負担しなければならない。かつ、独立採算であるゆえ、毎期の業績の変動を一定範囲に抑えなければならない。このため、郵便貯金のリスク許容度は相対的に小さいと考えなければならない。³

さらに、投資信託等には資金のコストという概念がない。しかるに、郵便貯金については、負債コストが市場とともに常に変動するという性格を持っている。

したがって、郵便貯金のリスク管理としては、負債の性格に見合った資金運用によるリスク管理が原則であり、これには元利金の支払の急激な変動等にも対応するための流動性管理等も含まれていることに注意しなければならない。⁴

¹ 岩田一政・若杉敬明・林敏彦共編著『ゆうちょ 21 世紀モデル』(株)サイビズ、2000 年、148～150 ページ。

² 郵便貯金の種類としては、通常貯金、積立貯金、定額貯金、定期貯金（ニュー定期）、住宅積立貯金、教育積立貯金があるが、零細貯蓄の吸収という当初の設立趣旨にのっとり、預金者 1 人当たり 1,000 万円の預入上限が設けられている。郵便貯金の金利は、1992 年に旧郵政省と旧大蔵省とで交わされた合意により、市場金利に比べ低めに設定されている。

³ 米国では、銀行が株式を保有することは禁止されている。

⁴ (参考) 預金引き出しに伴う流動性リスク

銀行の負債は主に預金から成る。銀行預金のうち、当座預金と普通預金は要求払い預金と呼ばれるが、銀行は、要求払い預金を発行することで決済機能を持つことになる。決済機能とは、財・サービスの売買により生じた債権・債務関係を資金の受け渡しを通じて解

第2節 金融仲介機関の資産の特性 「株式」

ここで、議論の対象を郵便貯金に限定せず、金融仲介機関一般の資産（「株式」、「債券」、および「貸付け」）の特性について検討する。資産の特性を考察する際の一つの視点として、情報の非対称性がある。金融取引における情報の非対称性の問題は、資金の貸し手が借り手について十分な情報を持っていない状態で資金の貸し借りを行わなければならないことから生じる。この情報の非対称性は、さらに、「逆選択(adverse selection)」と「モラルハザード」の2つに分類される。金融取引における逆選択とは、資金の貸し手から見て最も望ましくない借り手が、最も積極的にお金を借りようとする、という問題である。これは、貸し手から見れば、最も望ましくない借り手を（「逆」を）選んでお金を貸してしまう（「選択」してしまう）ことである。また、金融取引におけるモラルハザードとは、資金の貸し手から見て好ましくない行動を借り手がとる危険のことである。逆選択は貸借契約を結ぶ前に生じる情報の非対称性の問題であるのに対し、モラルハザードは貸借契約を結んだ後に生じる問題である。

「株式」と「債券」の特性を理解するためには、逆選択とモラルハザードの問題を理解する必要がある。また、逆選択とモラルハザードの問題の理解を通して、「貸付け」の特性も明らかになる。以下で、この逆選択とモラルハザードの問題について詳しく述べる。

(1) 株式・債券での運用における逆選択（^{レモン}ないし欠陥車）の問題⁵

いま例として、中古車市場を考えてみよう。まず、中古車の買い手は、ある特定の中古車の品質（例えばエンジンの状態が良いか悪いか）を見極めることはできない。そこで、買い手は、市場に出回っている中古車全体の品質の平均値を基準にして買い取り価格を提示するだろう。一方、中古車の売り手は自分の中古車の品質、すなわち自分の車の価値をよく知っている。もし買い手の提示価格が売り手の中古車の価値を上回っていれば、売り手は喜んでその中古車を売るだろう。しかし、もし買い手の提示価格が売り手の車の価値を下回っているならば、売り手は車を手放さないであろう。その結果、買い手の提示価格

消する機能を意味し、具体的には、手形・小切手、為替、口座振替等の取引を指す。

銀行は、将来の預金引き出しに伴う流動性リスクに直面するが、多数の小口預金者から預金負債を受け入れることで、分散投資により個々の流動性リスクを互いに相殺している。さらに、銀行と預金者の間で引き出し時期に関する情報の非対称性が存在しているが、顧客との長期的取引関係を通じた決済口座に関する内部情報の蓄積により、流動性リスクを解消している。よって、部分準備制度の下で、銀行は預金の一部を支払い準備として保有し、残りの投資可能資金を債権（貸出・国債等）で運用することで利益をあげることが可能になっている。

⁵ この逆選択の問題は、「株式」と「債券」共通の問題である。

より価値のある優良な中古車は市場に出ず、提示価格を下回る価値をもつ不良な中古車のみが市場に出回ることになる。かくして、品質の良い中古車は市場に出ず、また買い手も品質の悪い中古車は買いたくないため、売買取引が成立せず中古車市場は機能しないことになる。これが、「情報の経済学」でしばしば登場する「欠陥車(レモン)の問題」である。

この逆選択の問題は、株式や社債の市場にも存在する。例として、新株を発行して資金を調達したい企業と新株購入に興味を持つ投資家との取引を考えよう。まず、株式の買い手は、ある特定の企業の経営状態(優良企業か不良企業か)を見極めることはできない。そこで、買い手は、経済内の企業全体の経営状態の平均値を基準にして新株の買い取り価格を提示するだろう。一方、株式の売り手である経営者は自分の会社の経営状態をよく知っている。よって、もし買い手の提示価格が新株の価値を上回っていれば、経営者は喜んでその株式を売却するであろう。逆に、買い手の提示価格が新株の価値を下回っているならば、経営者は株式を売却しないだろう。したがって、買い手の提示価格より価値のある優良企業の株式は市場に出ず、提示価格を下回る価値をもつ経営状態の思わしくない企業の株式のみが市場に出回ることになる。優良企業の株式は市場に出ず、また買い手も経営状態の悪い企業の株式は買いたくないため、株式売買取引は成立せず、株式市場は機能しないことになる。

以上のような金融市場の逆選択の問題に対して、金融取引を活発化させるべく様々な対応策が実行されている。例えば、有担保原則、国際会計基準に基づく会計処理、民間による企業格付け、そして金融仲介機関などである。このうち、～は、投資家の情報劣位・経営者の情報優位という情報格差の解消を目指したものである。については、第4節の「貸付け」で取り上げる。

(2) 株式運用におけるモラルハザードの問題(依頼人・代理人の問題)

貸借契約を結ぶ前に生じる逆選択の問題に対して、貸借契約を結んだ後に生じる問題はモラルハザードである。資金を借り手に提供する方法には、出資契約と負債契約の2つの形態がある。出資契約とは、株式投資のように、出資者が出資比率に応じて会社の上げた利潤の分配を受けるものである。これに対して、負債契約とは、社債への投資や銀行の貸出のように、会社の利潤の大小にかかわらず、貸し手が前もって定められた金額(元本と利子の合計)を返済してもらうものである。本項では出資契約におけるモラルハザードの問題を、そして次節では負債契約におけるモラルハザードの問題を取り上げる。

出資契約でもって資金を借り手に提供する場合、「依頼人・代理人(principal-agent)の問題」と呼ばれるタイプのモラルハザードが生じる。この場合、出資者が依頼人であり、資金の借り手が代理人である。同じ様な例として、ある企業の株主が依頼人で、その企業の経営陣が代理人という場合が考えられる。株主は経営陣の行動を直接には観察できないため、経営陣は株主の利益に反して利潤を最大化しない可能性がある。これは、出資契約の下では、経営陣は株主ほど利潤を最大化する誘因がないことが原因となっている。

次のような出資契約の例を考えてみよう。投資家のAさんが、起業家のBさんから次のような話を持ちかけられたとする。Bさんは、インターネットのプロバイダーの仕事を始めようと考えている。年に500万円ほどの利益をあげられるという見込があるが、その事業を始めるためには100万円が必要で、Bさん自身は10万円しか手持ちにない。もしAさんが90万円を出資してくれれば、利潤のうち出資比率の9割をAさんが受け取れる、という話である。

さて、ここで投資家のAさんが90万円を出資するとどうなるであろうか。まず、起業家のBさんが勤勉に働いた場合を考える。Bさんが一生懸命に働いた結果、予想された500万円の利益をあげることができたとする。もうけの分配は、出資比率に応じて、Aさんが450万円、Bさんが50万円である。

これに対して、モラルハザードの場合、Bさんは利益を最大化するような行動をとらない。Bさんは、真面目に働いた場合の自分の取り分が50万円では少ないと考えるかもしれない。利益をあげても、その大部分がAさんに持っていかれるのであれば、熱心に働いても仕方がないと考えるかもしれない。あるいは、利益の自分の取り分を増やすために、必要以上に交際経費を使ったり、利益を着服したりするかもしれない。このとき、インターネット・プロバイダー事業の収益は少なくなり、したがってAさんの取り分も少なくなることになる。この依頼人・代理人の問題は、資金の貸し手に出資契約というかたちで貸借契約を結ぶことを躊躇させる。

実際にも、「株式会社における所有と経営の分離のために、経営がいいかげんになった」といわれることがある。これは所有と経営の分離によって、依頼人・代理人の問題が生じているためだと考えることができる。経営者（代理人）は、所有者（依頼人）ほど強力な利潤最大化の誘因がない。よって、経営者は、仕事で努力を怠ったり、個人的な特権から無駄な出費をしたり、個人的な権力を高めるが利益はもたらさないような経営戦略を採用したりする可能性がある。

株主は、経営陣ほど自分の会社の経営について知らない。この情報の非対称性のおかげで、経営陣は経営上の努力を怠ったり、利益を実際より少なく報告したりすることが可能となる。この問題は、出資契約での金融取引の妨げとなる。依頼人・代理人の問題を解決する方法として 監視（モニタリング）、ベンチャー・キャピタル企業、そして 負債契約がある。次節で の負債契約について述べる。

第3節 金融仲介機関の資産の特性 「債券」

（1）負債契約

出資契約における依頼人・代理人の問題のポイントとして、「経営陣が本当に利潤を最大化するように行動しているのか」ということ、また、「経営陣が利潤を少なめに報告したり

利潤の一部を着服したりしていないか」ということを株主が知ることが難しいということが挙げられる。

この依頼人・代理人の問題を回避する一つの方法は、貸借契約の形態を、出資契約でなく負債契約にすることである。例えば、投資家がある会社に対し、負債契約で持って資金を提供したとしよう。この場合の負債契約とは、その会社が投資家に対し、会社の事業から得られた利潤の大小にかかわらず、一定の金額を返済するというものである。返済される金額は、通常、元本と利子との合計である。負債契約と出資契約との違いは、負債契約において、投資家が投資先の会社の利潤の大小に一喜一憂する必要がないため、依頼人・代理人の問題が生じていないという点である。もっとも、負債契約においても、投資先の会社が倒産して債務不履行になると困るので、ある程度の投資先に対する監視は必要である。しかし、出資契約の際に必要な監視費用と比べると、負債契約で必要とされる監視費用は非常に小さくて済むといえる。この負債契約における監視費用の小ささが、実際の資金調達において、出資契約（株式）よりも負債契約（銀行貸出・社債）の方がより一般的であることの原因であると考えられる。

（2）債券運用におけるモラルハザードの問題

負債契約を用いれば、依頼人・代理人の問題を回避することができることを前項でみた。ところが、残念なことに、負債契約では出資契約とは別のモラルハザードの問題が生じることが知られている。

前項での例である、投資家のAさんとインターネット・プロバイダーを目指す起業家のBさんの場合を再び考えよう。Bさんのインターネット・プロバイダー事業は十分な需要があり、会社が倒産する可能性はほとんど無いことが分かっている。そこで、Aさんは、依頼人・代理人の問題が生じる出資契約ではなく、金利10%という負債契約でBさんに90万円を提供したとする。

この負債契約におけるモラルハザードの問題とはいったい何か。それは、起業家のBさんが借りたお金でプロバイダー事業を始めずに、一攫千金を狙ってリスクの大きい事業（例えば、インターネットTV音楽放送局の設立）に着手する可能性があることである。

なぜ、このようなモラルハザードがおこるかを、起業家のBさんの立場から考えてみよう。いま仮に、インターネット放送局の事業は成功すると億単位の利益が得られるが、それが成功する確率は5%にすぎないとしよう。まず、インターネット放送局が成功した場合（確率5%）Bさんは億万長者になれる。そして、たとえインターネット放送局が失敗しても（確率95%）Bさんの損失は自分の出資分10万円にすぎない。よって、Bさんには、借りたお金を堅実な事業ではなく、ハイリスク・ハイリターンの事業に注ぎ込む誘因がある。

これに対して、Bさんのこのモラルハザードによって、投資家のAさんは打撃を被ることになる。たとえインターネット放送局が成功しても、Aさんの取り分は金利10%、すな

わち 9 万円にすぎない。そして、確率 95%であるインターネット放送局が失敗した場合、Aさんは貸したお金 90 万円を失うことになる。負債契約におけるモラルハザードとは、資金の借り手がいわば「他人のお金でギャンブルをする」危険があるということである。

負債契約における金融取引を円滑にするためには、この種のモラルハザードを解決する必要がある。解決方法としては、自己資本、制限条項(restrictive covenants)、そして金融仲介機関がある。次節で の金融仲介機関について述べる。

第4節 金融仲介機関の資産の特性 「貸付け」

金融仲介機関は、上述の逆選択とモラルハザードの問題から生じる「ただ乗り」の問題を「貸付け」によって解決することができる。

(1) 逆選択の問題の解決

民間企業が企業の経営情報を収集・生産して投資家に販売するという方法は、ただ乗りの問題のため、うまくいかない。しかし、銀行に代表される金融仲介機関は、このただ乗りの問題をうまく解決することができる。銀行は、民間の格付け機関と同様に、企業の経営情報の収集や生産を行っている。格付け機関は生産した企業情報を投資家に販売するのに対し、銀行は生産した情報をもとに優良企業を選定し、自らがその優良企業に資金の貸付を行なう。銀行がどの企業にいくら貸付を行なったかという情報は、銀行にとって企業秘密に属し、通常は公開されることはない。このように、銀行の貸出行動は外部の人間には観察できないので、他の投資家にただ乗りされる心配がないのである。

(2) モラルハザードの問題の解決

制限条項に記載された内容を資金の借り手に守らせるためには、借り手の行動を監視する必要がある。しかし、この監視には高い費用がかかるので、ただ乗りの問題が生じる。例えば、たくさんの社債を発行して資金を調達している会社を考えよう。大勢の社債保有者のうち 1 人が、時間とお金を費やして会社の経営を監視してくれれば、それ以外の社債保有者は何もしなくてもよい。いずれの社債保有者も、他の社債保有者が会社を監視してくれることを期待し、それにただ乗りしようとするので、結局だれも監視を行わないことになる可能性が高い。

金融仲介機関による貸出、特にメインバンクからの融資は、ただ乗りの問題を解決する一つの方法である。例えば、ある会社が必要な資金の大部分をメインバンクからの融資で賄うとする。すると、メインバンクが行っているこの会社に対する監視活動に、他の投資家はただ乗りすることができなくなる。メインバンクは、他の投資家を排除することによって、高い監視費用を回収することができるのである。

「株式」、「債券」、および「貸付け」を比較すると、「株式」と「債券」は他の投資家からの「ただ乗り」の問題があるため、運用収益が相対的に小さくなる。(株式と債券との比較では、一般に、株式の方が高リスク高収益、債券が低リスク低収益といわれている。)これに対して、「ただ乗り」の問題のない「貸付け」は、運用収益が相対的に大きいと考えられる。⁶

銀行は様々な方法で、情報の非対称性の問題を解決している。第 1 に、融資先と長期的な取引関係を結ぶことにより、融資先に対する審査能力を強化できる。第 2 に、融資先に決済口座を提供し、その口座での取引を監視することにより、融資先のモラルハザードを未然にチェックできる。第 3 に、銀行は、融資先がモラルハザード的行動をとった場合、融資の満期がきた際に借り換えを拒否できる。よって、融資先のモラルハザードの問題を軽減できる。第 4 に、銀行の融資契約は、逆選択やモラルハザードの問題に対応するために柔軟に設定されている。具体的には、信用割当(需給が均衡する金利より低い金利水準で融資することによって、優良な借手の割合を増やす。)や担保保証の要求などがある。

さらに、株式と債券は「流動性」が高い資産である一方、貸付けは「流動性」が低い資産である。そのため、貸付けは株式や債券と比較して運用収益が大きくなっていると考えられる。株式や債券は貸付けよりも運用収益は下回るが、流動性が高いため、預金流出に備える第二次準備として保有される。

第2章 現存する金融仲介機関のバランスシートの項目と郵便貯金のバランスシートの項目とを比較

第1節 現存する金融仲介機関のバランスシートの項目

本節では、主たる金融仲介機関とそれらがどのようにして仲介機能を果たしているかについてみる。金融仲介機関は3つに分類される。すなわち、預金取扱金融機関(銀行)、保険会社、および投資信託会社である。表2-1に、3つに分類される米国の金融仲介機関の、主な負債(資金の源泉)と主な資産(資金の用途)が示されている。米国におけるこれら仲介機関の相対的大きさを、1970年末、1980年末、1990年末、および2001年末における資産額をあらわす表2-2で示す。

⁶ ただし、「貸付け」業務の開始には、人材の育成という多大なコストがかかる。

表 2 - 1 金融仲介機関の主な資産と負債

仲介機関のタイプ	主な負債 (資金の源泉)	主な資産 (資金の用途)
預金取扱金融機関 (銀行)		
商業銀行	預金	企業向け・個人向け貸出、担保つき融資、国債・地方債
貯蓄貸付組合 (S&Ls)	預金	担保つき融資
相互貯蓄銀行	預金	担保つき融資
信用組合	預金	個人向け貸出
保険会社		
生命保険会社	保険料	社債、担保つき融資
損害保険会社	保険料	地方債、社債および株式、国債
年金	企業と従業員からの掛け金	社債および株式
投資信託会社		
信販会社	コマーシャルペーパー、株式、債券	個人向け・企業向け貸出
投資信託	受益証券	株式、債券
短期金融資産投資信託 (MMMFs)	受益証券	短期金融資産

表 2 - 2 主要な金融仲介機関

仲介機関のタイプ	資産金額 (10 億ドル、年末時点)			
	1970	1980	1990	2001
預金取扱金融機関 (銀行)				
商業銀行	517	1481	3334	6689
貯蓄貸付組合 (S&Ls) と 相互貯蓄銀行	250	792	1365	1288
信用組合	18	67	215	496
保険会社				
生命保険会社	201	464	1367	3140
損害保険会社	50	182	533	863
私的年金	112	504	1629	4040
地方自治体養老年金	60	197	737	2078
投資信託会社				
信販会社	64	205	610	1136
投資信託	47	70	654	3705
短期金融資産投資信託 (MMMFs)	0	76	498	2116

第2節 郵便貯金のバランスシートの項目

現存する金融仲介機関のバランスシートの項目と郵便貯金のバランスシートの項目とを比較してみよう。まず、資金の源泉である負債を考える。主たる負債である郵便貯金は、元利金が保証されていることから、銀行の預金の特性に近いと考えられる。

これに対して、資金の使途である運用対象資産は、債券・株式が中心である。資産側を考えると、郵便貯金は投資信託に近いと考えられる。

ところが、主な負債が預金で、主な資産が債券・株式である民間の金融仲介機関は存在しない。主な負債が預金である銀行は、主に貸出で資産を運用している。これは、市場性のある債券・株式での運用では、他の投資家の「ただ乗り」の問題があるため、リスクに見合うだけの収益が上がらず採算が合わないためであると考えられる。これに対して、貸出は「ただ乗り」の問題がないため、高い収益を上げることができる。また、貸付けは債券・株式より流動性が低いため、より高い収益を上げていると考えられる。

逆に、債券・株式で資産を運用している投資信託は、資金提供者に対して元本保証を行っていない。投資信託のなかでも短期金融資産投資信託は預金に近い商品を提供しているが、運用リスクを低く抑えるために運用対象資産は短期金融資産のみとなっており長期債券投資や株式投資は行っていない。

企業形態が公社であるとしても、現在の郵便貯金事業が、中長期的にも独立採算を維持できるのかどうかという問題が生じてくる。元利金を保証した金融商品で資金を集め、それを債券・株式で運用するという事業形態が中長期的に成り立つのかという問題ある。⁷

⁷ たしかに、現在の日本の金融機関は、デフォルトリスクの無い国債で資金を運用し、国債の金利より低い金利で預貯金を集めるといった方法で収益を上げている(別表1)。しかし、この業態がいつまで可能かどうかは明らかでない。例えば、貯蓄主体は、金利の低い3年物定期の預貯金を引き出して金利の高い3年物国債を直接購入するようになるかもしれない。実際、アメリカとイギリスにおいて、3年物国債と3年物定期預金の金利はほぼ同じである。(むしろ、定期預金の金利の方が若干高くなっている。)

別表1 預金金利と国債金利との比較表

	日本		アメリカ	イギリス
	(国内銀行平均)	(郵便貯金)	(シティバンク)	(HSBC)
国債(3年)	0.325%		2.923%	4.890%
定期預金(3年)	0.067%	0.060%	3.00%	5.00%

第3章 金融革新と伝統的銀行業の衰退⁸

伝統的な銀行業は、満期の短い預金を発行して資金を集め、長期的な貸付けを行うという資産変換機能を担ってきた。この機能は、通常、「短期で借りて長期で貸す」と表現される。本章では、金融革新が伝統的銀行業の衰退を促したことについて検討する。

第1節 預金・貸出業務後退の背景

ここでは、伝統的銀行業の衰退をもたらした3つの金融革新（預金的性格の強い新商品の開発・企業の証券化・資産の証券化）について取り上げる。

(a) 預金的性格の強い新商品の開発

1970年代後半から80年代前半における金融革新の流れのなかで、預金的性格の強い新商品が開発された。

まず、証券会社は、1980年1月、中期国債ファンドという中期国債での運用を主体とする追加型の公社債投資信託の取り扱いを始めた。この中期国債ファンドは、小口（10万円以上、1万円単位）で流動性が高い（30日経過後は引き出し自由）という点で預金的性格が強く、しかも通知預金、3か月・6か月物定期預金に比べて高利回りであった。このため、個人、中小企業を中心に購入されるなど、銀行預金から中期国債ファンドへの資金シフトが発生し、個人貯蓄に占める銀行預金のシェアは低下を余儀なくされた。

また、1970年代後半の金融引き締め期においては、利回り面での優位性を背景として、民間金融機関の定期預金から郵便局の定額郵便貯金（期間10年、6か月経過後は解約自由、預入期間に応じて適用金利が上昇する段階的金利制が採用され、利子は半年複利で計算される）への大量の預金シフトがみられた。

一方、証券会社は、1984年以降、信用金庫などと提携のうえ中期国債ファンドと普通預金を組み合わせた「資金総合口座」を開発・販売するに至った。この資金総合口座を開設すれば、中期国債ファンド保有者は同ファンドと普通預金との間での資金振替が一定の制

金利の格差 (国債金利 - 定期預金金利)	0.258%	0.265%	- 0.077%	- 0.11%
-----------------------------	--------	--------	----------	---------

出所：日本金融学会 2004年度秋季大会竹中平蔵氏特別講演用資料

⁸ Mishkin, Frederic, S., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Sixth Edition Update*, Addison Wesley Longman, Inc, 2003, pp. 267-76. 日本銀行金融研究所『新版 わが国の金融制度』日本信用調査、1995年。

約の下で自由に行えるようになるなど、普通預金を経由するという制約が課されているものの、実質的には証券会社が決済機能を有する金融商品を提供できるようになった。

(b) 企業金融の証券化

金融技術革新の進歩により、投資家は、信用リスクの良い企業と悪い企業とを区別することが容易になった。そのため、特に有名な大企業は、証券を発行して資金を調達することが容易になった。その結果、「企業金融の証券化」、すなわち、資金調達に当たって企業が銀行借入の代わりに各種の証券発行を通じて資金を調達することが進んだ。

(c) 資産の証券化

資産の証券化は、本来は流動的でない金融資産（例えば住宅ローン債権）を市場で取引できるような証券に変換することをいう。資産の証券化は、アメリカを中心に発達してきており、その代表的事例としては住宅ローン債権を担保としたモーゲージ証券があげられるが、最近では、自動車ローン債権、クレジット・カード債権などの貸付債権が次々と証券化されるなど、その多様化が進んでいる。こうした証券は、貸付債権等の資産を担保として発行されることにちなんで、一般にアセットバック証券と呼ばれている。また、こうした資産の証券化は、金融技術の進歩なくしては実現し得なかったといえる。

第2節 伝統的銀行業務（預金・貸出業務）の後退

金融技術革新の流れのなかで銀行においては、大企業を主たる取引顧客とする都市銀行等を中心として、伝統的な預金・貸出業務だけでは営業基盤の脆弱化は避け難いとの懸念が強まってきた。というのも、金融の自由化・国際化・証券化の進展に伴い内外の金融・証券市場が一体化するなかで、内外の銀行はもとより証券会社やノンバンクとの間で、わが国企業による資金の運用・調達をめぐる競争が一段と激化すると予想されたからである。このため、銀行は金融再編や戦略的合併を進め、1989年には13行あった都市銀行は5つのグループに集約された。

第3節 後退の理由

ここでは、銀行の2つの優位性「資金調達のコストが安くすんだこと」と「資産から十分な利益をあげられたこと」とが、金融革新により消滅していったことについて検討する。

A. 「資金調達のコストが安い」という優位性の喪失（負債側）

わが国においては、1970年代前半までは、金利の上限が法律等により規制される規制金利体系が維持され、多くの金利がそうした規制下にあった。そして、このような金利規制の中核を形成していたのが預金金利規制であった。この預金金利の上限規制のおかげで、銀行は安く資金を調達することが可能であった。

ところが、1970年代後半から80年代前半における金融革新の流れのなかで、中期国債ファンドのような新しい商品が開発された。また、銀行預金から、中期国債ファンドや定額郵便貯金といった高利回りで流動性の高い他の金融商品への資金の流出が始まった(表3-1)。

こうした状況下、金融界からは安定的な経営基盤の確保・維持を目的として、預金金利の部分的自由化を求める声が高まり、1985年3月にはCD金利に連動して金利が決定される市場金利連動型の定期預金であるMMC(最低預入金額5,000万円)が導入されたほか、同年10月以降の預金金利の段階的自由化へとつながっていった。また、金融機関は、預金吸収力の維持・確保を狙いとして、1981年5月には期日指定定期預金、ビッグ(収益満期受取型貸付信託)、また6月にはワイド(利子一括支払型利付金融債)といった新商品を創設した。こうした銀行による金融商品多様化の動きは、預金吸収力の維持・確保に一定の効果あげたが、銀行の資金調達コストは大幅に上昇することとなった。

表3-1 個人および法人企業の金融資産残高(構成比)の推移(単位:%)

	1970年末	1993年末
個人が保有する銀行預金	46.0	35.0
法人企業が保有する定期性預金	44.3	31.5

B. 資産からの収益力における優位性の喪失(資産側)

われわれはすでに、金融革新によって、企業は証券を発行して資金を調達することが容易になったことをみた。このことは、有名な大企業は、自身の短期的資金需要を満たす際に、銀行から借りるよりも直接に金融市場で調達した方が安く上がることを意味する。

わが国の法人企業の外部資金調達に占める証券発行のウエイトは、1970年代前半の10%程度から80年代後半以降は20%を上回る水準にまで上昇をみているが、とくに80年代後半には転換社債・ワラント債などエクイティ・ファイナンス絡みの外債発行や国内CPの発行が活発化した。

第4節 銀行側の2つの対応

生き残りと十分な利益水準を維持するために、多くの銀行は2つの選択肢からいずれかを選ぶという問題に直面している。第一に、銀行は、新しくより危険な分野に貸出を増やすことによって伝統的銀行業務を維持することができる。例えば、銀行は、伝統的に危険とされる商業用不動産への融資を増やすことによってリスクとリターンを増やすことができる。伝統的銀行業務の収益低下のため、銀行はバブル期に不動産融資に走り、バブル崩壊後に不良債権問題で苦しむ羽目になったといえるかもしれない。

利益水準を維持する第二の方法は、より利益率の高いオフ・バランス・シート業務を拡充することである。実際に粗利益をみると（表3-2）都市銀行においては、預金・貸出業務による利益が1988年度には粗利益合計の5割以下にまで低下している一方、手数料収入およびディーリングによる利益が全体の5割強に達している。しかしながら、この戦略は、「銀行にとって適切な業務とは何なのか」といった疑問や、「非伝統的な業務はより危険で、その結果、銀行は過剰なリスクを取っているのではないか」といった懸念を生じさせている。

表3-2 粗利益からみた都市銀行の収益構造の変化（単位：％）

	1978年度	1988年度
貸出等利益	77.3	47.6
手数料収入・ディーリング益	22.7	52.4

第4章 結論⁹

最後に、以下の2つの基準で、現在検討されている将来の郵便貯金の業務形態について考察する。

基準1 中長期的に郵便貯金事業の独立採算制が確保されるか。

基準2 資金の流れが「官」から「民」へ変わるか。

基準2の「官」から「民」への資金の流れについては、すでに広く議論されているところである。基準1については、若干の説明を要する。民間金融機関のバランスシートを検討すると、現在の郵便貯金事業の業務形態はどの民間金融機関の業務形態にも当てはまらないことがわかる。たとえば、表2-1の「金融仲介機関の主な資産と負債」の分類によれば、郵便貯金事業の負債項目は預金取扱金融機関（銀行）に近いのに対し、その資産項目は保険会社や投資信託会社に近い。郵便貯金事業と同じ業務内容の民間金融機関が存在しないことは、現在の形態では郵便貯金事業を独立採算制で運営していくことが難しいことを示唆する。

そこで、現在検討されている業務形態として、つぎの3つを取り上げる。すなわち、

- (1) 「満期保有債券」による金利リスクの回避、
- (2) 融資業務への積極的参入、

⁹ 本節の議論において、Mishkin, Frederic, S. and Stanley G. Eakins, *Financial Markets and Institutions*, Fourth Edition, Addison Wesley Longman, Inc, 2003.を参考にした。

(3) 短期金融資産投資信託 (MMMFs)

である。

(1) 「満期保有債券」で運用すれば、金利変動リスクにさらされることはない。

この提案は、現在の業務形態でなんら問題がないとする意見である。たしかに、「満期保有債券」は時価では評価されないで、金利が上昇しても、会計上キャピタル・ロスは生じない。この意味で、「満期保有債券」は、流動性は無いが金利変動リスクも無い長期固定金利貸付けとみなすことができる。

この提案に問題は無いであろうか。同じく長期固定金利貸付け（住宅ローン）で資金を運用している貯蓄貸付組合（S&Ls）と比較してみる。まず第一に、債券投資での運用により、リスクに見合った十分な収益を上げられるのかという問題がある。¹⁰ 郵便貯金の運用対象は市場性のある「債券」であるが、貯蓄貸付組合の運用対象は市場性の無い「貸付け（住宅ローン）」である。したがって、第1章の議論より、平均的な運用収益は郵便貯金の「債券」の方が貯蓄貸付組合の「貸付け」よりも小さいと考えられる。第二に、変動金利負債が変動金利資産を上回ることによって生じる金利リスクの問題である。郵便貯金事業においては、郵便貯金を中心とした変動金利負債と長期債券投資を中心とした固定金利資産の割合が大きい。たとえば、貯蓄貸付組合は、1960年代後半に金利が上昇したとき、高利で資金を集めて低利で運用するという逆ザヤに直面した。その結果、大きな損失を出し、多くの貯蓄貸付組合が破綻した。第三に、77兆円にも上る「満期保有債券」の額である。先に述べた金利リスクは金利スワップ等のデリバティブを用いることによって回避できることが知られている。¹¹ しかし、77兆円もの満期保有債券の金利リスクをデリバティブで回避することが可能かどうかを検討する必要があると思われる。

さらに、この提案は、基準2の資金の流れをどのように変えるかを明らかにしていない。

(2) より高い運用収益を求めて、積極的に融資業務へ参入する。

この提案は、「資金の流れを官から民へ」という基準2を満たしている。

では、基準1についてはどうか。この点についても貯蓄貸付組合の経験が参考になると考えられる。ここで貯蓄貸付組合の歴史を簡単に振り返ってみよう。

貯蓄貸付組合（S&Ls）はマイホーム購入者に住宅ローンを提供するために設立された。

¹⁰ 第2章第2節参照のこと。

¹¹ 変動金利負債が変動金利資産を上回ることによって生じる金利リスクは、以下の3つの方法で解決できることが知られている。すなわち、変動金利負債を減らして固定金利負債を増やす、固定金利資産を減らして変動金利資産を増やす、およびデリバティブを用いる、である。この「固定金利資産を減らして変動金利資産を増やす」という方法は、3番目の提案「短期金融資産投資信託 (MMMFs)」の導入に相当する。また、一般的に言って、短期的には、この方法には大きな調整コストがかかるので併用することが望ましい。

業績は長い間好調であったが、金利が上昇すると、S&Ls は高利で資金を調達して低利の長期固定金利の住宅ローンで運用するという困難に直面する。連邦議会は、S&Ls に対して、自己資本の柔軟な算出方法と融資業務の拡張を認めることにより、これを救済しようとした。ところが、ここで以下のような問題が生じた。第一に、多くの S&Ls の経営者は、新しい融資業務におけるリスクを適切に管理するのに必要な専門知識を欠いていた。第二に、S&Ls からの融資が急速に拡大し、特に不動産融資が顕著であった。したがって、たとえ当初は十分に専門知識を持った人材を揃えていたとしても、融資拡大があまりに急速だったため、専門知識を持った人材の増員が間に合わず、結果として大きなリスクを負うことになった。第三に、S&Ls の監督当局は専門知識を持った人材も予算も十分に持っていなかったため、S&Ls を適切に監視することができなかった。結局、S&Ls は過度のリスクを負い、不良債権によって多大な損失を被った。

そこで、連邦議会は、S&Ls の業務を再び規制し、その主たる業務を住宅ローン融資に制限することになった。これらの経験を踏まえ、現在では、S&Ls の業務規制の緩和はゆっくりとしたペースで行われている。

このことは、郵便貯金事業の融資業務への参入は、ゆっくりとしたペースで慎重に行うのが望ましいことを示唆する。

(3) 短期金融資産投資信託 (MMMFs)

表 2 - 1 の「金融仲介機関の主な資産と負債」の分類において、郵便貯金事業のように、預金に似た商品で資金を集め有価証券に投資して資金を運用するものとして、短期金融資産投資信託 (MMMFs) がある。この MMMFs は 1971 年に登場して以来急速に成長し、2001 年には残高が 2.1 兆ドルを超えている。

MMMFs はコマーシャルペーパー(総資産の 38.5%、2001 年時点)や CD(総資産の 7.6%)にも運用されるので、基準 2(資金の流れを「官」から「民」へ)を満たしていると考えられる。

以上の議論から、次のような示唆が得られる。

郵便貯金事業において、資金を「満期保有債券」で運用する分については、「満期保有債券」は時価では評価されないため、金利が上昇しても会計上キャピタル・ロスを被ることはない。しかし、その一方で、金利が上昇すると、途中で債券を売却できないため、高利で資金を集めて低利で運用するという逆ザヤの問題が新たに生じる。

郵便貯金事業の融資業務への参入については、S&Ls の経験を踏まえ、ゆっくりとしたペースで慎重に行うのが望ましいと考えられる。

また、『資金の流れを「官」から「民」へ』という基準からは、短期金融資産投資信託 (MMMFs) の業態を検討するべきであることが示された。なぜなら、MMMFs は資金のかなりの部分をコマーシャルペーパーや CD で運用しているからである。