

金融市場

2000.4

潮流

地域金融機関とIT戦略 1

情勢判断

国内金融

郵貯償還資金はとりあえず待機か 2

国内景気

企業の構造調整が続き家計収入は底ばい 4

海外景気金融

生産性による格差拡大が予想される米国の企業業績 5

予防的利上げを継続する欧州金融政策当局 6

輸出・財政出動で薄らぐ当面の中国经济リスク 7

今月の焦点

急拡大するオンライン証券取引の現状と展望 8

高止まりの可能性が強まる石油相場 12

地域経済の視点

金融機関の預貸率からみた資金の地元還流 17

海外の話題

“中国のシリコンバレー” 中関村 18

潮流

地域金融機関とIT戦略

日本において、目下情報技術革命いわゆるIT革命が急速に進展しつつある。

米国に見られるように、情報技術の目ざましい進歩は今後のわが国経済構造に様々な変革をもたらすであろう。とくに代表的なものはパソコンの普及とインターネット利用増加を背景にしたネット取引であり、企業間、企業・顧客間の新たな販売チャネルの創出と取引コストの低下をもたらしつつある。また大量・迅速な情報処理技術は、経営管理の高度化と一段の効率的事業運営を可能とするであろう。

金融業界についても同様であり、今後のIT戦略の優劣がその経営を大きく左右することになる。目下大手金融機関を中心に展開しようとしているIT戦略については、まだ定かでない点も多いが、現時点では概ねつぎの5項目に整理できよう。

第1はインターネットバンキングに象徴される顧客との取引チャネルとサービスの多様化であり、既存店舗の見直しを伴う。第2は新たなデータベースマーケティングすなわち顧客との関係管理(CRM)をITにより新たに構築することであり、顧客別採算管理の徹底を伴う。第3は新商品開発、投信、生損保商品等取扱いに関するIT対応である。第4は業務処理のITによる合理化、効率化である。第5はマーケットリスク、信用リスクを中心にしたリスク管理の徹底とリターン極大化のためのマネジメントシステムのITによる構築である。

今後金融機関は、基本的には上記戦略に基づきIT投資とシステム構築を進めるものと思われるが、これからの情報・通信技術の進歩と顧客の情報装備の高度化は極めて目覚ましいものと予測されるので、事業展開に際してはつねに目的意識を明確にし、迅速かつ柔軟な意思決定と対応が求められるであろう。

目下のところ、IT戦略を積極的に展開しているのは都銀と一部地銀であるが、今後信金、信組、農漁協等地域金融機関にとってITによる事業展開をどう考えるべきであろうか。基本的には上記5項目を中心にしたIT戦略を展開することは地域金融機関にとっても極めて重要であり、ITを活用した優れた地域密着型システムを構築することが必要と考える。IT投資コスト対策は、合併・提携、業態共同利用システム、外部委託等により解決されよう。ITによるダイレクトチャネル導入にあたっては、地域金融機関ならではの工夫と情報装備が期待される。

また、新たなデータベースマーケティングの構築は一味違った地域密着型総合金融サービスと、相談機能発揮を可能とするであろう。

要は地域利用者のニーズに的確に対応し、地域密着を強固にするためにも、ITは強力な武器であり、今後地域金融機関がITを活用した積極的事業展開を図ることを期待したい。

(社長 栗林 直幸)

情勢判断

国内金融

郵貯償還資金はとりあえず待機か

要約

4月から郵貯の大量償還が始まり、今後の金融市場、個人消費を見据える上でその資金動向が注目される。2月のマネーサプライの動向から預金の一部が投信にシフトする動きがみられ、郵貯償還資金もある程度は投信への流出が予想されるが、大半は郵貯通常貯金や銀行の流動性預金としてとえあえず待機するとみられる。

表1 金利・為替・株値の予想水準

(単位 %、円/ドル、円)

年度/月	99年度			2000年度			
	9 実績	12 実績	3 予想	6 予想	9 予想	12 予想	3 予想
CDレート(3M)	0.03	0.10	0.10	0.10	0.20	0.35	0.50
短期プライム	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375	1.625
10年最長期国債	1.71	1.65	1.80	1.90	2.10	2.30	2.50
長期プライム	2.3	2.2	2.2	2.3	2.5	2.6	2.8
為替相場	106	102	105	108	105	102	100
日経平均株値	17,605	18,934	19,500	20,500	19,000	21,000	22,000

(注) 月末値、実績は日経新聞社調。

ここ1ヶ月の金融情勢

一転して円急伸、日銀円売り介入実施

2月下旬に111円台まで円安が進行した円/ドル相場は、3月上旬に、ECBが利上げを見送ったことでユーロ安が進行したことや、日経平均株値が20千円台を回復したことが材料となり、円高に転じた。また、企業の期末のリポートリセッションや、一部生保が、外貨建て資産の評価損を償却を迫られる「15%ルール」の適用水準までユーロ/円相場が下落していることから、ユーロ建て債の見切り売りに動いたことに、年初からのヘッジファンドの円キャリートレードの巻き戻しの動きが加わり、円/ドル相場は一時104円台まで円が急伸した。そうした状況の中で、日銀は106円台から断続的に介入を実施し105円を死守する姿勢をみせた。

情報通信株が急騰急落

株式市場では、2月に超大型投信の設定があり個人投資家の人気となったことから(募集期間中に7925億円を集める)、投信の2月の株

式買い越し額が4000億円(90/12以来の額)を超えた。その中で、市場インデックスをベンチマークとする投信のファンドマネージャーが時価総額が大きく上昇基調にある主力情報通信株に買いを入れた他、個人の信用取引もモーメントの大きい情報通信株の買いに動いたことから(2月の信用取引の株式買い越し額は6630億円と91/3以来の金額)、こうした株が急騰し、3月上旬に日経平均株値は昨年来高値を更新した。しかし、米国のインターネット関連株が既に年初から調整局面に入っており、さすがに高値警戒感が出ていた中で、一部関連銘柄の悪材料が重なったことから一転急落。信用取引の投げや、こうした銘柄が昨年からの販売が急増した他社株転換条件付き社債の転換対象銘柄になっていたことなども下げをきつくした。この急落により日経平均株値は一時19千円割れとなった。

膠着続く債券市場

3/14の1年物TB入札の平均落札利回りが前月対比で0.031%高い0.209%となり、短期金利には今後のTB、FB増発による需給悪化やゼロ金利解除への警戒感が出ている。

一方、長期金利は、円相場や株値が大きく動いた中で、10年新発国債利回りで1.7~1.8%台の膠着した状況が続いている。期末を控えていることに加え、景気動向についても99.4QのGDPで設備投資は上向くものの個人消費は依然弱く、ゼロ金利の解除もまだ2000年度後半以降のテーマといった見方が支配的なようだ。

向こう3ヶ月程度の市場の注目点 郵貯償還資金はとえあえず待機か

4月から郵貯の大量償還が始まる。郵政省の

試算では新規流入を加味した2000年度の純流出額は16兆円で、これを月別の償還額割合で割り振ると4月の流出予想額は3兆円弱となる。

常識的に判断すれば、マネーサプライで99/12から準通貨（定期性預金）が前年比マイナスとなる一方で預金通貨（流動性預金）が同10%以上のプラスとなっているように、ゼロ金利下ではあわてて積極的な運用をしなくても機会損失は少なく、とえあえず手許に待機しておこうという人が大半であろう。

ただ、2月のマネーサプライで広義流動性の前年比伸び率が1月と同じ2.3%に対し、M2 + CDは1月の伸び率から0.5%鈍化した2.1%となっており、前述のように預金から投信へのシフトがあったようであり、郵貯償還資金の一部はこうした動きをみせるとされる。

再び過剰流動性相場の展開か

株式市場では、情報通信株は急落したものの、IT投資拡大の中で生産が追いつかない電子部品会社など業績の裏付けのある企業も多く、情報通信株は引き続きコア銘柄といえよう。年度明け以降は持ち合い解消の売りも一旦は薄れ、一旦株価が調整したことで、投信を通じての個人資金の流入は逆に拡大すると期待されることから、ボラティリティの高まっている米国株の動向は懸念材料ながらも、株式市場は年初来高値トライの展開となろう。

長期金利は、国内卸売物価が前年比プラスに転じることや設備関連指標の強さなどが売り材料になり2%台乗せの局面もあろうが、2月の銀行貸出が前年比6.3%減と企業の借入返済圧力は強い一方、郵貯償還資金の銀行預金への振り替えで、銀行のカネ余りの運用難の状況は続くともみられ、当面基本的には1%台後半で推移しよう。

円相場はもみ合いに

円相場は、年度明け以降は、昨年もみられたように機関投資家がある程度は決算対策で売却した外債の買戻しに動くことや、欧米の利上げで内外短期金利差が拡大し、郵貯償還資金もある程度外貨資産に流出するとみられることから、目先的には円安パイアスがかかることもあ

らう。

ただ、日本のGDPは二期連続マイナスとなったものの、企業部門は収益が回復基調に入り設備投資も下げ止まってきており、4/3の日銀短観などでこうした点が確認されるとみられ、外人投資家の日本株買いも細ったとはいえ継続していることから、当面、円相場はもみ合いの展開となろう。

(2000.3.17 堀内 芳彦)



図2 業種別株価の推移 (99年3月末=100)

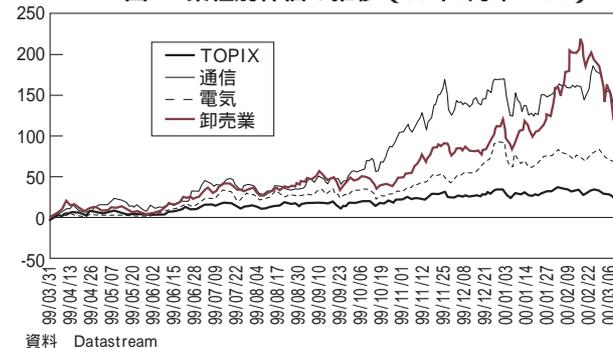


表2 マネーサプライ (平残) の前年同月比伸び率

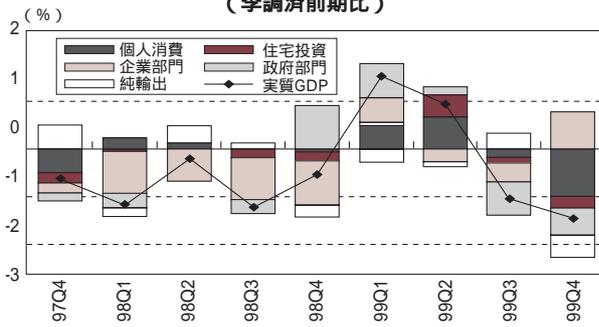
	MR + CD	MI	平残				CD	広義流動性
			現金通貨	預金通貨	準備貸			
1999.04	3.9	9.4	5.2	10.7	2.1	- 9.3	4.3	
1999.05	4.1	10.9	5.8	12.6	2.2	- 21.3	4.2	
1999.06	4.3	12.0	5.8	14.1	1.9	- 22.4	4.0	
1999.07	4.0	12.1	5.5	14.2	1.3	- 24.7	3.8	
1999.08	3.5	12.4	5.7	14.6	0.9	- 30.1	3.2	
1999.09	3.3	12.7	5.8	15.0	0.5	- 31.2	3.0	
1999.10	3.6	13.4	5.7	16.0	0.4	- 28.2	3.5	
1999.11	2.9	12.2	5.4	14.4	0.2	- 32.2	3.1	
1999.12	2.6	11.8	6.6	13.5	- 0.8	- 24.1	2.4	
2000.01	2.6	12.6	8.0	14.2	- 1.2	- 23.4	2.3	
2000.02	2.1	12.3	6.8	14.0	- 1.4	- 27.8	2.3	

資料 日銀「マネーサプライ速報」

国内景気

企業の構造調整が続き家計収入は底ばい

図1 実質GDP成長率に対する各需要項目の寄与度 (季調済前期比)



資料 経企庁「四半期別国民所得統計速報」
 (注) 企業部門は設備投資+在庫投資。

10-12月期のGDPは前期比マイナス

99年10-12月期の実質GDPは季調済前期比1.4%と2期連続のマイナス成長となったが、設備投資が前期比+4.6%と企業部門で回復が見られた。情報関連需要が強く、電気機械、通信業での投資がスタート。また、リストラ効果に加え、輸出拡大により売上高の減少にも歯止めがかかったことから収益の改善が続き、極端に落ち込んでいた中小企業の設備投資も戻り始めている。一方でGDPの6割を占める個人消費は、冬期賞与と支給額の大幅な減少を主因に前期比1.6%減少となり、内需回復力が依然として力強いものではないことを示した。

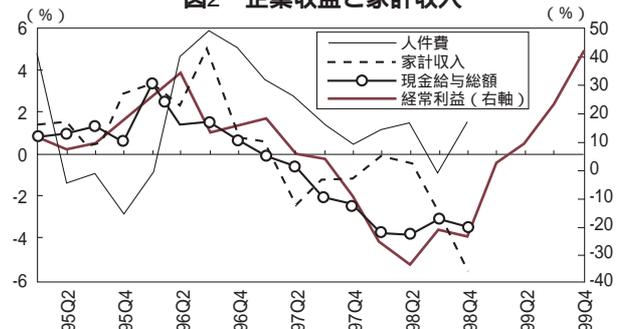
雇用環境は依然厳しい

1月の失業率は4.7%、就業者数も前年比0.4%と厳しい雇用環境が続いており、今春も新卒採用人数の減少が見込まれるなど、当分雇用情勢の好転は望めない。しかし同時に労働市場においては二極化の進行も見られる。全体で見れば一般労働者からパート労働者への雇用の移行が見られるが、運輸通信・サービスなど、業種によっては一般労働者の新規求人数も増加しており、特に電気機械でそうした動きが顕著である。職種別では情報技術や会計関連の専門知識を有する労働者への需要が高く、こうした専門職と事務職・管理職との賃金差も拡大している。求人数は増加しているものの、求人要件と求職者とのミスマッチが起きており、人材派

遣会社などでは企業側の要求に応じた人材育成にも力を入れている。また、自発的離職者の増加や、若年層における失業率の低下などから、若年層においては雇用流動化が進んでいるとも考えられる。

所得については、従来のように経常利益の動きに約1年遅れる形で家計収入額が連動する(図2)とすれば、今年初めから家計の収入も底打ちしてもおかしくない。しかし、全体の雇用過剰感はまだ解消していないことや、雇用延長や年俸制の導入など雇用・賃金体系が変わりつつあることを考えると、業績改善が家計の収入増に結びつくには従来以上に時間がかかる公算が大きい。ただ、少なくとも家計収入の減少も今が底であり、これ以上の大幅な収入の減少はないと見てよいだろう。

図2 企業収益と家計収入



資料 大蔵省「法人企業統計季報」、総務庁「家計調査」、労働省「毎月勤労統計」
 (注) 1. 経常利益以外は4期先行。
 2. 家計収入は家計調査「勤労者世帯実質実収入」。
 3. 前年同期比増減率。

今後の個人消費

10-12月期の消費は落ち込んだが、7-12月期の単身世帯の消費は前年比+2.2%と堅調であったことや、1月の好調な家電・自動車の販売状況などから、個人消費の基調が大きく下振れしたわけではないと判断できる。1-3月期の個人消費は所定外給与増やうるう年効果もあり、10-12月期に比べて増加すると予想される。新年度以降の個人消費は企業の構造調整の方向に左右される面が大きいですが、夏場以降には業績改善が家計にも反映され始め、消費も回復局面に入るであろう。

(鈴木 亮子)

海外景気金融・米国

生産性による格差拡大が予想される米国の企業業績

二極化を基調とした乱高下

昨年末以来、NYダウやS&P500等の大型株の低迷とハイテク中心のナスダックの高騰と株価の二極化が株式市場の基調となってきた。足元ではさすがに高値警戒感や利益確定の売りからナスダックが調整し、その分ダウ等が買い戻される逆方向の動きも生じているものの、金利引上げと将来的な成長率鈍化見通し、人件費や原材料価格上昇圧力残存といったマクロ環境下では、高い生産性向上が期待できる一部の銘柄に資金が集中しやすく、相場の振れが大きくなる面がある。現状のようなマクロ環境は、景気減速により原材料価格の安定や労働力需給の緩和が定着するまでは継続するとみられ、運用先が限定されてきた資金が、相場の振れを大きくする局面が当面続こう。ただし投資資金は株式・債券市場の内部で移動しているだけで、社債のクレジットスプレッドが拡大しつつあるのを除けば、現状ではリスク市場からの資金逃避が生じているわけではなく、個人消費等への逆資産効果が顕在化するような状況にはないとみられる。

需要の伸びは依然高い

実際第1四半期に入っても、米国の需要関連指標には減速の兆しは乏しく、依然過熱気味の伸びを続けている。2月の雇用統計は非農業雇用者数が前月比43千人増と予想外に鈍化したものの、1月が天候要因で上振れした反動が大きく、失業保険のデータ等からは雇用情勢の悪化の兆しはうかがえない。個人消費も1月はY2Kの反動で非耐久財の消費が減少したが、2月の小売売上は前月比1.1%増と(ガソリン価格上昇の価格要因が大きいものの)全体的に高い伸びとなり、消費者マインドも楽観的な状態に変化は無い。

企業セクターもNAPM指数等でみる景況感は製造業・非製造業ともに強く、悪化の兆しはみられない。特にY2K前の投資手控えの反動で第1四半期は設備投資の高い伸びが予想され、実際非国防資本財受注(航空機除く)は12月~1月と前月比5%を上回る伸びとなっている。利上げ局面ではあるものの、情報通信機器中心に設備投資の伸びも当面強まる公算が高い(図)。

図 米国企業のネットキャッシュフロー増加率と名目設備投資増加率



資料 米国商務省
(注) 前年比。

ただし企業セクターに関しては、P&Gの株価が収益見通しの悪化から1日で30%も下落したように、マクロ環境が悪化していることは否めない。今後は金利負担を含めたコストアップを生産性の上昇でどこまでカバーできるかで、個別企業の増益幅も決まってくる。最終消費者が供給サイドの価格情報を容易に入手できる環境下では価格転嫁は難しく、その分インフレリスクは限定的であることが、過去1年の原油価格を中心とした原材料価格上昇の結果、次第に市場に織り込まれつつある。FRBは需給ギャップが将来インフレに結びつくリスクを懸念しており、需要の鎮静化までは利上げを続けようが、今後はマクロ政策の影響がミクロの企業業績にどの程度表面化するかを見極めることが必要になる。

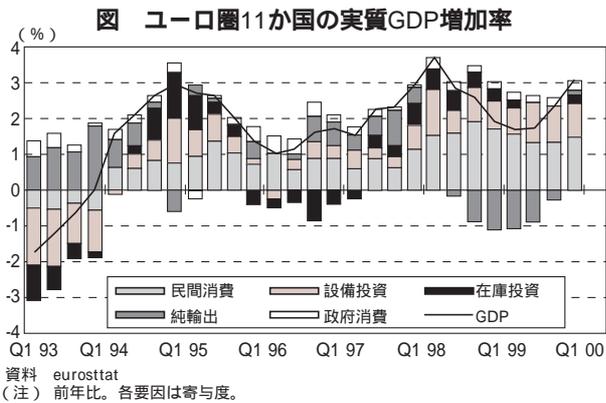
(小野沢 康晴)

海外景気金融・欧州

予防的利上げを継続する欧州金融政策当局

3%台に乗るユーロ圏の成長率

ユーロ圏の昨年第4四半期のGDPは、前期比+0.9%、前年比では3.1%とユーロ圏が順調な拡大ペースに乗っていることが示された。前期比ではY2K関連とみられる在庫投資の振れ等があるものの、前年比では、98年後半以降ユーロ圏景気の足を引っ張ってきた外需がプラスに転する中で、個人消費と設備投資が景気拡大の牽引力となっている。96~97年の回復期に比べて設備投資の寄与度が大きい。これには、経済統合・通貨統合を経て足元で進む欧州の企業再編の中、競争力強化のための活発な設備投資が反映されている（図）。



1~2月の経済指標でも、ユーロ圏の消費者信頼感、企業（製造業）景況感ともに改善方向にあり、特に企業セクターの景況感改善が目立つ。循環的にはユーロ圏は景気拡大局面入りしており、周辺国には景気過熱に近い国もある。ECBは16日の理事会で政策金利の0.25%引き上げ（3.5%へ）を決定したが、ユーロ安に大きな改善がみられず、年前半は物価上昇懸念も残ることから、持続的な成長確保に向けて、今後とも小幅な利上げを行うものとみられる。

ユーロ安が構造問題改善を遅らせるリスク

ユーロ相場については、ECBは経済的ファン

ダメンタルズを反映していないとしており、ユーロ圏景気の拡大基調定着、米国資本市場の不安定さ等により足元ではユーロ・ドル相場は下げ止まりつつある。しかし、硬直的な労働市場等のユーロ圏の構造問題については、もともと急速な改善は望めない上、ユーロ安進行がそれらを遅らせるリスクになることには留意を要しよう。例えば物価に関しては、日本では卸売物価上昇にもかかわらず消費者物価が下落、米国でも生産者物価の原材料、中間財等が上昇している中でのコア消費者物価の前年比上昇率が低下してきた等、主要国では原材料価格の上昇を最終製品価格に転嫁できず、生産性の上昇でカバーできなければ利益率が圧迫され、そのことが企業の生産性向上への圧力となっている。しかし欧州では、生産者物価の上昇につれて消費者物価のコアも緩やかな上昇傾向を示す等、最終財の価格に目立った低下はみられない。個別にも規制緩和の影響が顕著な通信費や、パソコン等の価格下落を反映した教養娯楽費の低下を除けば、米国では前年比マイナスが定着している衣料品価格もユーロ圏では前年比1%弱の上昇を続けている等、物価指数上は、「価格破壊」的な動きは一部にとどまる。域内貿易比率が6割に達するユーロ圏の交易構造に加え、ユーロ安の進行が、比較的硬直的な価格構造につながっているみられるが、このことは中長期的にはユーロ圏の競争力低下につながるリスクになる。通貨統合がユーロ圏内の企業再編活発化等、ユーロ圏企業の効率化を促していることは確かであり、景気拡大期の方が積極的な企業再編を行いやすい面もあるが、ユーロ安環境長期化が、効率化の先送り要因にならないか、慎重な検討が必要であろう。

（小野沢 康晴）

海外景気金融・アジア

輸出・財政出動で薄らぐ当面の中国経済リスク

足下で好調な指標発表続く中国経済

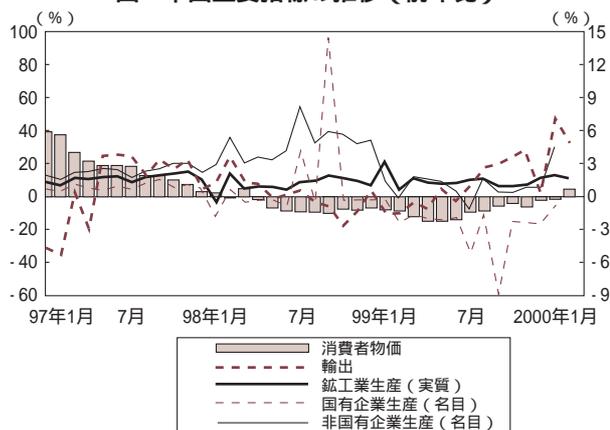
中国の99年実質GDP成長率は7.1%と発表され、第4四半期は約6.5%成長に減速した。しかし、アジア景気の回復基調等で足下の経済指標は好転してきている。1~2月の輸出は通関ベースで前年同期比41.2%と電機、繊維品を中心に急増し、それを受け鉱工業生産も2月同12%増と好調である。これは外資系企業の堅調のみならず国有企業も顕著な改善がみられ、97年末の6,599社の赤字国有大中型企業のうち48.7%がこれまでに赤字解消、黒字転換を果たす等改革の成果も出てきている。さらに、2月の消費者物価上昇率が前年比0.7%上昇と22ヵ月振りのプラスに転じた(図)。これは旧正月に重なり野菜、サービス価格が上昇する等季節的要因であるとの見方が強い。設備稼働率が約60%程度といわれ、またWTO加盟後の価格下落をみこした耐久材の買い控え等マイナス要因があり、このままデフレを脱却すると楽観は出来ないが、家電等の値下げ競争も2年にわたり、また小売上の持ち直しの兆し、素材価格の上昇傾向等から、更なる値下げ余地は限られてこよう。

3月15日に第9期全国人民代表会議第3回会議(国会に相当)が2000年予算等を承認して終了した。会議の最重要課題は国有企業改革等の経済構造改革で、それを支える内需拡大のため中西部開発等に1,000億元の国債発行で積極財政を継続し、また外資誘致のための種々の優遇策を採っていくことである。昨年末の国有企業からのレイオフ者は約650万人で、今年も500万人程度の増加が予想され、政府は社会保障の充実と再就職支援を強力に進め社会不安の払拭を図る方針である。

先行き不透明感残るも当面薄らぐ中国リスク

レイオフ者の増加等のデフレ要因はあるもの

図 中国主要指標の推移(前年比)



資料 Datastream

の、前記の財政出動等や外資系企業等の輸出増加、構造改革への従来からの柔軟な対応実績等から2000年も7%程度の相応の成長を確保できるのではないかとみられる。中国の貿易依存度(貿易/GDP)は99年で35.9%と経済規模が比較的大きい国のなかで高いが、99年に初めて外資系企業の貿易額(総貿易額の48.4%)が国有企業(同47.9%)を上回った。外資系企業は中国での加工貿易型生産とその自国・第三国市場への輸出という形態で企業の国際戦略に組み込まれており、米国景気後退等がない限り貿易額が大幅に変動する可能性は低く、中国の輸出拡大に寄与するとみられる。

しかし、中国経済は中期的には不透明感が拭えない。3月27日からWTO加盟に向けEUとの大詰めの交渉が控えている。加盟実現により貿易や直接投資の拡大効果が期待されるが、それが円滑に(国有商業銀行の不良債権問題と表裏一体をなす)国有企業改革の促進やレイオフ者の受皿創出、中西部開発等に結びついていくか否か、また加盟後の輸入増大による貿易収支悪化懸念もある。積極財政継続による財政収支悪化で財政出動の限界も危惧され、当局は難しい政策運営が続いていくであろう。

(千葉 進)

今月の焦点

急拡大するオンライン証券取引の現状と展望

要約

99 / 10の株式売買委託手数料の自由化を契機に、日本でもオンライン証券取引が急拡大しつつある。インターネットの普及は、投資情報という点で個人投資家を機関投資家と同等の位置にまで押し上げているが、一方で証券会社は、顧客ニーズに応じた価値ある投資アドバイスを如何に提供していくか、手数料自由化でいきなり生き残りの正念場に立たされている。

昨年10月の株式売買委託手数料の自由化を契機に、国内証券はじめ外資系や異業種からの参入組も含め、インターネットによるオンライン証券取引が急拡大の様相を呈している。本稿では、こうした証券取引のIT化の流れの中で日本の証券会社のリテール業務のビジネスモデルがどう変貌していくのか、先行する米国の事例を参考に展望する。

1. 米国のオンライン証券取引の現状 オンライン専門ブローカーによる価格破壊

米国でのオンライン証券取引は、口座数が99年末に1299万口座に達し、99.4Qの1日平均取引件数は80.7万件、預かり資産残高は9000億ドルと拡大が続き、個人投資家の株式売買の43%を占めるまでに普及している。

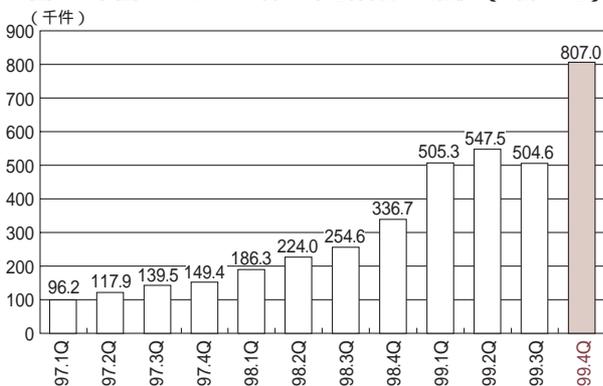
インターネットによるオンライン取引拡大のきっかけとなったのは、店舗を持たないオンライン専門ブローカーのEトレード社が96 / 3に打ち出した取引1件当り手数料14.95\$（当時既存のディスカウントブローカーで55\$程度）と

いう価格破壊戦略だ。米国では証券業務の分業化が進んでバックオフィス業務の専門業者が発達しているため、オンライン証券取引への参入障壁は高くなく、既存のディスカウントブローカーや新規のオンライン専門ブローカーが参入し直近では157社がオンラインブローカーとして登録されている。しかし、その分価格競争の進行も早く97年後半には価格競争は一段落し、現在では上位10社でオンライン取引の90%のシェアを占める寡占状態となっている。ただ、ブランド力向上のため多額の宣伝費を必要とするなどオンライン専門ブローカーの収支は大半がまだトントンか赤字の状況にある。

価格破壊の収束と多様化する差別化戦略

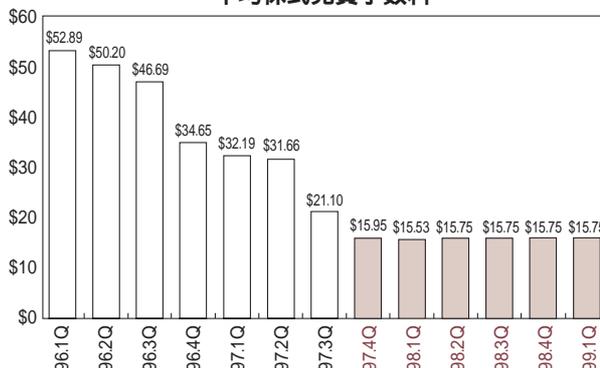
価格競争が収束する中で、各社は独自のサービス提供で生き残り戦略を模索しているが、オンライン取引の利用者はもともと手数料だけで証券会社を評価しているわけではない。オンライン取引手数料の比較的高いチャールズ・シュワブ社が最大のシェアを確保していることから

図1 米国オンライン株式取引件数の推移（1日平均）



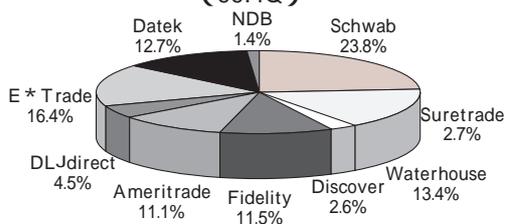
出所 U.S. Bancorp Piper Jaffray

図2 米国オンラインブローカー上位10社の平均株式売買手数料



出所 CS First Boston

図3 米国のオンライン証券取引のシェア分布 (99.4Q)



出所 U.S. Bancorp Piper Jaffray

もそれが窺える。また、コンサルティング会社のゴメス社ではオンラインブローカーのランキングを使い安さ 顧客にとっての安心感 サイト上で得られる情報・サービス 顧客対応 手数料の5項目で評価している。

具体的な戦略としては、シュワブ社は、数百種類の投信を手数料なしで売買できる「ワンソース」というサービスや、全米で30万人に上るファイナンシャルプランナーの一部を組織化し、投資アドバイスを求める顧客を紹介する一方で、売買執行はシュワブで行うなどの戦略でディスカウントブローカー最大手となったが、オンライン証券取引にもこうした強みを生かし、投信の品揃え、新規公開株の情報提供などフルサービスの総合証券会社に負けないサービス提供でシェアを確保している。

無店舗のEトレード社は、多額の宣伝広告で顧客獲得を目指す中で、登録メンバーに株価、市場分析、会社情報を無料で提供、また、ネット上で証券取引以外の金融サービスを提供する会社と提携し、自社のサイトを様々な金融サービスへのポータル(玄関)と位置付けてもらおうとする戦略を採っている。

オンライン投資家像

次に、オンラインを利用する投資家はどうか。米国証券業協会による99年投資家サーベイによると、オンライン投資家はオンラインを利用しない投資家に比べ、年齢は若く、やや積極的な投資姿勢で取引回数も多く、年収や金融資産もやや多いという結果

表1 米国のオンライン投資家像

	オンライン投資家	非オンライン投資家
平均年齢(歳)	42.6	47.5
50歳以下比率(%)	74	60
男性比率(%)	66	54
学卒比率(%)	69	57
積極的投資姿勢比率(%): (積極的投資家/標準的投資家*100)	64	41
平均家計年収(\$)	97,300	84,100
平均金融資産(\$)	246,300	215,100
過去1年間の平均取引回数(回)	30.9	13.5

出所 米国証券業協会「99年年次投資家サーベイ」

である(表1参照)。また、同調査で、オンライン取引を開始した理由には、利便性、自ら取引が可能、安い手数料が挙げられ、取引を開始して1年未満が30%、今後の利用も「従来どおり」「より積極的に」を合わせて92%と、オンライン取引は一層の拡大が期待される結果となっている。

大手証券の参入

こうした証券業界、投資家の変化の中で、大手総合証券は、これまでオンライン取引は、経験豊富な営業マンによる投資アドバイスや自前のアナリストによる投資情報の提供などコンサルティング型営業と利害の対立する戦略として、導入を見送ってきたが、さすがにオンライン取引の急拡大は脅威となり、メリルリンチ社など大手各社は99年半ば以降相次いでオンラインサービスを開始した。

手数料は資産残高やサービス内容によって格差をつけているが、99/7にスタートしたメリルリンチ社の残高手数料型オンライン口座への資金純流入額は99年末に90億ドルに達するなど急拡大しているようである。

クリック&モルタル

大手総合証券のオンライン取引参入で、米国証券業界は新たな競争がスタートしている。シュワブ社はデイトレーディング会社のサイバーコープを買収し2月から手数料の引下げに動いた。多額の宣伝費投入で未だ収支が赤字のEトレード社は収益源多様化のためネット専業銀行のテレバンクを買収した。また、シュワブ社の新規口座の2/3以上が支店を通じて開設され

るなど店舗の効用も注目され、インターネット
 専業ブローカーにも店舗開設の動きが出てい
 る。

オンライン取引（クリック）が拡大する一方
 で、フェイスツーフェイスの接客商売（モルタル
 壁の店舗）が再評価されているわけで、米国
 ではクリック&モルタルが流行語になっている
 ようだ。オンラインと運用アドバイスと手数料
 体系をどう構築していくのか米国証券会社のリ
 テール業務のビジネスモデルの模索が続いてい
 る。

SECによる規制強化の勧告

オンライン取引は個人投資家の利便性を大幅
 に向上させる一方で、システムダウン、デイト
 レーダーと呼ばれる投機的個人投資家の増加、
 詐欺行為の横行など様々な問題も生じている。

こうした問題点についてSECのアンガー委員
 が99/11に「オンライン・ブローカレッジ・
 サイバースペースの発達に歩調を合わせて」と
 という報告書をまとめている。報告者では、オン
 ライン取引による預かり資産残高が2003年
 には3兆ドルに達すると予想する一方で、適合
 性原則、売買の最良執行義務、リアルタイム
 のマーケット情報の影響、システム能力、
 投資家教育、ネット上の「掲示板」などオン
 ラインディスカッションフォーラム、プライ
 バシー保護、金融ポータル扱いについて
 規制上の対応策に関する提言をしている。

米国でのオンライン証券取引は、株式や投信
 のみならず、債券など他の金融商品や、証券の
 発行市場にも拡大する方向にあり、今後、こ
 うした面も踏まえ、インターネット・ビジネス
 の実態に即しオンライン証券取引のルール作り
 が具体化していくとみられる。

2.日本のオンライン証券取引の現状と展望 相次ぐ価格破壊による新規参入

日本でのオンライン証券取引は大和証券が
 96/4にスタートしたが、98/12の証券会社
 の登録制への以降、99/10の株式売買委託手
 数料の完全自由化により外資系や異業種からの

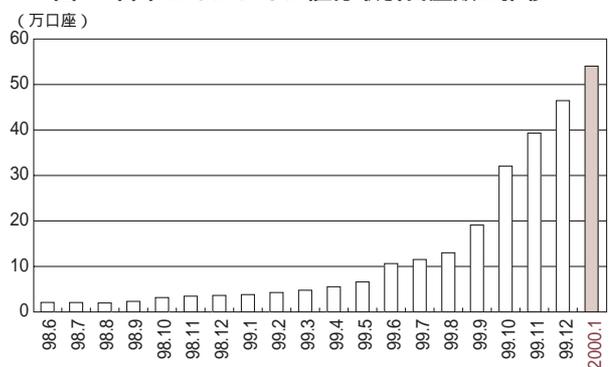
参入も相次ぎ、オンラインサービス提供証券は
 50社を超えている。特にオンライン専業の新
 規参入組は、従来の手数料の98%引きの1取引
 1千円台を打ち出すところも出るなど破壊的手
 数料を売り物にしている。こうしたインパクト
 に株高局面という相場環境も手伝いオンライン
 口座数は急拡大し、1月末には手数料自由化前
 の99/9末の約3倍、53万口座を突破し、2830
 万人の個人株主数からすると50人に1人が利用
 している計算になる（複数口座を利用している
 場合も多いとみられるがこれは考慮せず）。イ
 ンターネット（特に携帯電話利用）の普及と通
 信料金の引下げが進む中で、口座数は今年末に
 は200~300万口座に達するという予想も出て
 いる。

スタートしたオンライン取引の利用者

2月に4万口座を超えた新規参入の外資系オ
 ンライン専業ブローカーへのヒヤリングでは、
 客層は88%が男性、年齢は30、40代で62%、
 地域は関東が50%と、首都圏で投資経験のあ
 るサラリーマンがまずオンライン取引に興味を
 示していることが窺える。

また、20、30代でインターネットを日常的
 に利用している層が、投資経験がなくてもネッ
 トで簡単にできるということから始めたケースも
 散見されるようである。なお、注文の6、7割
 が夜間に自宅のパソコンからの指し値注文で、
 翌日の寄り付きの値段をみて携帯電話で指し値
 変更をするパターンが多いようだ。手許でリア
 ルタイムの株価が見られる携帯電話は、来年導

図4 日本のオンライン証券取引口座数の推移



入の確定拠出型年金で証券取引の主流になると期待する向きもある。

なお、保険分野でも自動車保険のオンライン販売が拡大しているように、運用商品でも特に説明のいらぬMMFや簡単なインデックス投信など汎用的な金融商品はオンライン取引が主流になっていくとみられる。日経BP社の99/11調査ではオンライン取引で重視する点とし手数料に次いで「セキュリティ」が60%で2位となっており、「セキュリティ」の問題がクリアになればオンライン取引拡大に弾みがつこう。

オンライン取引業務の日米インフラ格差

業容拡大を期待するオンライン専門ブローカーの立場からネックとなるのは、証券市場・業界の日米インフラ格差だ。まず、バックオフィス業務は日本では大手証券の寡占状況にあることや、約定書は郵送、目論見書は紙（目論見書の電子媒体での提供は今国会で認可見込み）など既存の証券取引ルールがコスト面の制約になっていることが挙げられる。ちなみに1取引の変動費はバックオフィス代や郵送費等で1千円強かかるようだ。

また、米国では証券取引所の売買にマーケットメーカーと呼ばれる証券業者が介在し、オンライン業者はそこに発注しキックバック収入を得て格安手数料を可能にしているが、日本では取引所で価格優先時間優先の原則で取引が成立するため米国のようなキックバック収入はない。こうした点からオンライン専門ブローカーは最初から体力勝負でのサービス競争を強いられている。

価格競争と一線を画す大手証券

既存の国内証券は、数社の中堅証券がオンライン証券に特化する動きをみせた他は、大手・準大手証券の大半は、オンライン取引をチャネルの一つとして提供しつつも、価格競争には参加していない。これは前述の日米インフラ格差や米国証券の経営戦略の変遷を念頭に置いているためとみられる。

ただ、大手証券も窓口取引とオンライン取引が必ずしも排他的とは捉えず、オンライン口座の拡大には注力している。これは汎用的な金融商品はオンラインが主流になることを見越してワンストップの総合口座として利用してもらう狙いと、株価やアナリスト情報など顧客全般への情報提供や売買注文はオンラインの方が格段に効率的であることの両面を睨んでいるとみられる。大手証券の口座利用回数が年数回程度というように、デイトレーダーは別にして、証券会社には手数料より店頭や電話で投資タイミングなどの個別運用アドバイスを直接受けることを期待するというのが一般的な投資ニーズであろう。まとめれば、汎用情報の提供と売買執行はオンラインで、個別アドバイスは店頭や電話でというのが大手証券のリテール業務の戦略の方向みられる。

課題となる投資教育

ゼロ金利の長期化で個人も資産運用への関心が高まる中で、オンラインブローカーによるサービス競争や宣伝広告競争は、これまで証券会社に馴染みが無かった個人にも証券取引を身近なものにし、実際に投信への資金流入が拡大し始めている。

ただ、最近のネット関連株の急騰急落にみられるように、証券会社の営業スタンスには、依然短期売買で手数料を稼ぐ従来型の営業スタイルが見え隠れする。

インターネットによる情報提供を活用して自分自身の投資判断で資産運用ができる人は着実に増えていくとはみられるが、米国で現在のように個人に株式や投信が浸透してきたのは、75年のメーデー（株式売買手数料自由化）以降、証券会社が生き残りのため商品サービス開発や適切なアドバイスによる投資教育を着実に進めてきた結果ともいえる。

日本でも一般個人に広く株式や投信が浸透していくためには、証券会社の営業スタンス＝運用アドバイスによる投資教育が大きなカギといえ、証券会社の生き残り戦略の重要なポイントといえよう。（堀内 芳彦）

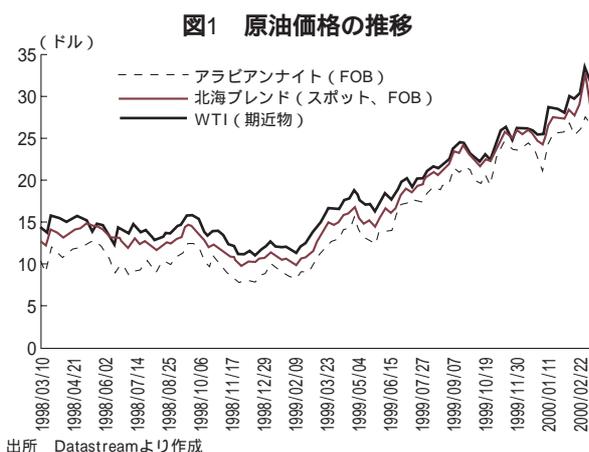
高止まりの可能性が強まる石油相場

要 約

99年に入り産油国の協調減産と米国、アジアでの需要増を主因に、石油の世界的な需給はタイト化し在庫減少と価格高騰が生じた。米国での製品需給の逼迫が強いため、OPECによる小幅増産では価格は高止まる可能性が高い。ただし、石油価格上昇は途上国、とりわけアジアの需要回復に水を差し、世界的な石油需給を変化させるリスクもある。

原油急騰に牽引される商品市況の底入れ

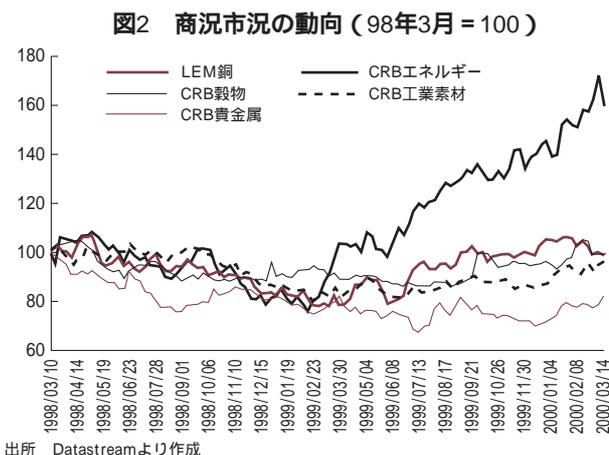
昨年4月以降、非OPEC（メキシコ、ノルウェーなど）産油国も加わり、三次に渡り実施されたOPECの協調減産を受けて原油価格は上昇が続いている。米国だけでなく世界的な原油取引の指標価格であるWTI（ウエスト・テキサス・インターメディアイト）期近物の価格は、98年末には10ドル台と歴史的な低価格から、昨春以降騰勢基調が続きほぼ1年で3倍まで上昇した（図1）。



予想された2000年問題クリアによる価格の緩みに反して、年明け後に騰勢は加速し、3月7日には34.13ドルを付けた。その後、3月末のOPEC総会での増産をめぐる観測からやや軟化したものの30ドル前後で推移しており、湾岸戦争以来の高値圏にある。

こうした原油価格の急騰にも影響され、金、また銅などの非鉄も昨年半ば以降底入れ感が出ており、商品市場への資金流入も増加している。しかし、図2にみるように原油に代表されるエネルギー関連と比較すれば、市況の回復には大きな格差がみられる。

以下では、なぜ原油価格においてこうした大幅な上昇が続いたのか、また今後の価格はどうか向かうのか考察してみたい。



需給の逼迫で低下する石油在庫

まず世界の石油需給が過去1年あまりでどのように変化したのか、国際エネルギー機関（IEA）がまとめているOil Market Reportを基に確認しておこう（表1）。

需要

昨年の全世界の石油需要は、98年の7,400万バレル（以下断わりのない限り単位はすべて日

量ベース)から1.6%増加し7,520万バレルへと
なった。これはアジア危機の影響を強く受けた
98年の需要増加率が0.8%だったのに対し、か
なりの回復を示した。

表1 世界の石油需給(百万バレル/日)

需要	1996	1997	1998	1999	2000
OECD計	45.9	46.7	46.9	47.6	48.5
北米	22.2	22.7	23.2	23.8	24.2
欧州	14.9	15.0	15.3	15.2	15.4
太平洋	8.8	9.0	8.4	8.7	8.9
非OECD計	25.7	26.8	27.1	27.6	28.6
旧ソ連	4.3	4.3	4.1	4.0	4.0
欧州	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
中国	3.7	4.1	4.2	4.4	4.6
他のアジア	6.4	6.7	6.8	7.1	7.5
ラ米	4.3	4.4	4.6	4.6	4.8
中東	4.0	4.2	4.3	4.3	4.4
アフリカ	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5
総合計	71.6	73.4	74.0	75.2	77.0

需要	1996	1997	1998	1999	2000
OECD計	21.7	22.1	21.9	21.3	22.0
北米	14.3	14.6	14.5	13.9	14.1
欧州	6.7	6.7	6.7	6.8	7.1
太平洋	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
非OECD計	43.6	44.5	44.7	44.5	45.6
旧ソ連	7.1	7.2	7.3	7.5	7.6
欧州	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
中国	3.1	3.2	3.2	3.2	3.2
他のアジア	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
ラ米	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8
中東	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
アフリカ	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0
OPEC	28.4	29.9	30.8	29.4	
総供給	72.0	74.4	75.5	74.0	
在庫	0.5	1.0	1.5	-1.2	

資料 EIA

99年の需要増分120万バレルは、OECD加盟、
非加盟国でそれぞれ70万、50万バレルの増加
で、OECDの伸びは米国に偏っており、途上国
ではアジアに集中している。ただし、アジアで
は途上国の需要回復があるものの、日本の需要
が微増に止まったこともあり、米国におけるよ
うな需給の逼迫は生じていない。図1において
WTIの騰勢にアジア向けのアラビアンライト原
油が追いかけていないのは、油種の違いからく
る一定の格差とは別に、地域間での需給状態の
温度差を表している。

また、欧州はEUの税制改正、電力産業の規
制緩和に伴う重油消費の減少と天然ガスへの代
替といった制度的要因を反映してマイナスとな
っている。

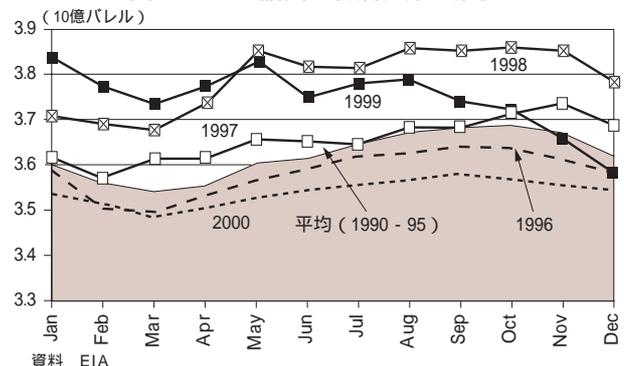
供給、在庫

99年に総需要が120万バレル拡大しているの
に対し、OPECは減産で140万バレルの供給を
削減しており、非OPECのメキシコ等も減産に
参加した結果、総供給量は前年より1.5%、150
万バレル減少した。3次に渡ったOPECの協調
減産は99年を通じ80~90%の高い順守率で維
持された。

世界トータルでの石油バランスは、98年に
は需給はネットで150万バレルの余剰でこれが
在庫の積み増しに回っていたものが、99年に
は一転して120万バレルの不足ポジションに変
り、不足分は在庫の取り崩しで対処される構造
へと変化した。

特にOECDの在庫は昨年冬場以降、急速に減
少している(図3)。地域別在庫では、北米の
在庫減少が顕著で99年末で1年前に比べ123百
万バレル、欧州、太平洋が45百万バレル、25
百万バレル減少した。

図3 OECD諸国の石油在庫の推移



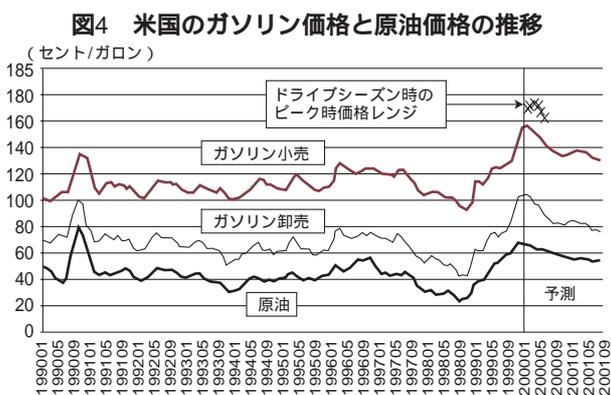
資料 EIA

製品価格主導で上昇する米国市場

産油国の減産と堅調な米国需要、アジアの需

要回復によって、石油市場のタイト化が強まったというのが、マクロ的な構造であると言えよう。こうした構造の上に、昨年冬場から今年に入って米国を中心にした製品需給の逼迫と在庫の急速な取り崩しという川下部門からの圧力が強まり、これに先物市場への投機的資金流入が共鳴しあう形でWTIが急騰、これが世界の原油相場に波及する動きがみられる。

米国では年明け後の北東部の寒波もありヒーティングオイル（暖房用軽油）価格が上昇し、またガソリン価格も年明け以降在庫減少を受けて価格の騰勢がいちだんと目立っている。例えば、ガソリン価格は既に前年比で50%上昇しており在庫は30%程低くなっている（図4）。

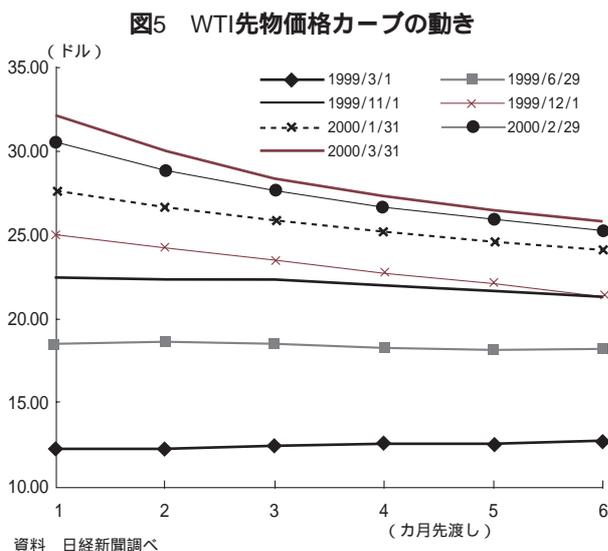


資料 EIA
（注）小売価格:レギュラー・セルフ店、卸売価格:精製業者平均、原油:平均米国輸入価格。

ここで米国でのスポット価格の指標であるWTIの先物価格のカーブの推移を振り返ってみると、現物価格が高く将来価格は次第に低下する逆ザヤ状態（backwardation）が進行していることが分かる（図5）。ほぼ1年前の99年3月1日におけるWTI先物価格は翌月渡し12.24ドルに対し半年先9月渡しの価格は12.85ドルとほぼフラットで、その後もスポット価格は上昇していったが、カーブの形状は昨年11月辺りま

で変化していなかった。ところが米国で12月以降の冬場の暖房油需要が増大し、またガソリン在庫の品薄感が強まるとともに急速にスポット価格が跳ね上がり先物との逆ザヤ状態は拡大した。

こうした製品需給の強まりは、原油価格の上昇が加速するなかで、精製業者が製品生産コストの上昇と収益性の低下を予想し稼働率を落とすという企業行動により一層在庫が減少し、それが原油価格の一段の上昇を招くという悪循環によって強められる関係がある。米国の精製業者の設備稼働率は製品需給逼迫が進むなかでかつて低下しており、99年12月で前年比5.6%減の89.1%、処理量も3%程度減少している。



これと関連し石油先物市場には資金流入が増大しWTIの上昇に拍車をかけ、それがまた製品供給の遅れのつながる連鎖になっている。ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）における石油先物取引のうち実需者の割合は30%程度であり、それ以外はトレーダーやさまざまな金融業者による投機的な資金の流入が

指摘されている。また、足下での米国金融市場の不安定な状態や資金シフト先としての石油市場の規模の小ささも、WTIの高騰とボラタイルな状況の要因となっている。

OPECは小幅な増産で価格動向を探るとみられる

価格上昇にもかかわらず短期的には石油消費が後退する兆しはなく、在庫の減少が続くなかで原油相場は、米国市場を震源として高止まり状態となっている。そうしたなかで3月27日に予定されるOPEC総会で、どの程度の増産に踏み出すかが世界中の注目となっている。

米国は国内製品価格の急上昇に対して、大統領選挙等の配慮からもエネルギー長官がサウジ、クウェートなど産油国を訪問し増産を求めるとともに、原油戦略備蓄の取り崩しの可能性にも言及した。さらに下院外交委員会はOPECが増産しない場合、制裁措置を実行する「OPEC対策法」を可決するなど、石油価格の上昇は米国で政治問題化している。

こうした圧力や世界経済への影響懸念もあって、当初増産に慎重だった産油国側も4月以降の増産に踏み切るコンセンサスは固まったとされる。現時点では100～120万バレルの小幅な増産が4月以降に行われるという観測が強いが、具体的な規模とタイミングをめぐる憶測から石油市場は足下神経質な動きとなっている。

OPECにとって原油価格高騰の影響がどのように今後の需給関係に影響してくるのか、いまひとつはっきりしていないことも、小幅な減産を繰り返し市場の反応をみるしかない要因であろう。通常、第2四半期の需要は季節的な要因から250～300万バレル減少するため、需給動向のトレンドを慎重に見極めたいとの意向があ

る。また、アジアの需要拡大がどれくらい本格的なものなのか、今年の需要動向の焦点になるとみられる。

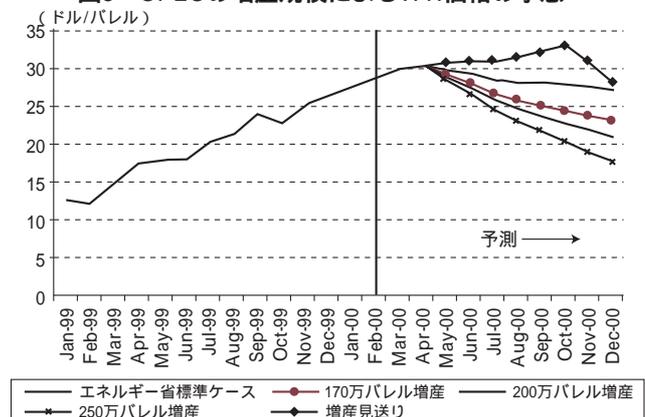
OPECの戦略の優先順位を考えてみれば、石油収入の増大を目指すためには従来空洞化していた価格影響力を今後も長期に維持したいという点が最大であろう。具体的な戦術としては、原油価格を25ドル近辺のレンジに軟着陸させ、世界経済の拡大を阻害させないことで、石油市場に対する交渉力確保の長期化をねらっているとされる。

高止まりを予想する米エネルギー省予想

ここで現状最もありうべきシナリオとして今年4月にOPECが100万バレルの増産を実施した場合について、今年3月に発表された米エネルギー省の短期予測を紹介しておこう。

WTIをベンチマークとした標準ケースの予測では（第2Q100万バレルに増産、第3Qに10万、第4Qに40万バレルそれぞれ追加的に増産する）、足下の在庫の品薄感が強いいため原油価格は今年第2Qにかけてむしろ1ドル程度上昇し、前半までは30ドル程度で高どまり、その後年末まで27ドル、2001年末にかけては25ドル程度へゆっくり低下するとしている（図6）。

図6 OPECの増産規模によるWTI価格の予想



資料 EIA

この予測はWTI先物などが示す市場の見込みなどと比べてもかなり高めである。現状の在庫水準に加え、これからガソリン需要期に入るため、在庫増の必要もあって製品需給の緩和感には100万バレル程度の増産では余り出てこないとみている。年前半にある程度の緩和感を市場にもたらすためには、4月以降170万バレル以上の増産が必要としている。

実体経済への影響はどのようなだろうか

原油価格ほぼ1年で3倍に達したにもかかわらず、いまのところかつて経験したような経済パニックという状況から現状はかなり遠く、今後も原油価格の上昇が先進国の景気後退に直接つながるとする懸念はあまり強くない。

確かに、今回の原油価格上昇は幾つかの点で過去の事例とは異なっている。第1には上昇したとはいえ、過去2年余りの急激な下落の反転であり現状価格でさえ実質ベースでは81年のその半分に過ぎないこと、第2に先進国の産業構造がソフト化し石油依存度が低下、実質成長率に必要とされる石油投入単位が70年代初頭に比べ半減している、第3に供給削減が戦争、革命などによらず短期的な増産余地がある、第4にかつての石油ショック時には先進国の景気は過熱しておりインフレが進行していたのに今回はインフレ懸念は米国を除けば強くない。

好景気から石油需要が最も強い米国経済を例にとってみても、先進国の中では原油価格上昇の影響を最も受けにくい構造に変わっており、またそれゆえ石油の高価格を許容し高止まらせる原因にもなっているといえよう。米国は石油消費の半分を海外に依存しているものの、その規模は99年でGDPの0.8%に過ぎず80年の5.5%から大きく低下している。また、エネルギー依

存の小さいハイテク、ソフト産業が現在の高成長を牽引して、生産性も上昇している。

現在のところ原油価格上昇の影響は先進国では主に間接的、予防的なものに限定されている。ユーロ圏では通貨安もあって原油価格の上昇が金利引上げの大きな要因となった。また米国ではインフレ懸念がくすぶる中で原油価格上昇がFRBの金融政策、株価の動向に影響を与えている。

先進国においては原油価格がさほど下落しなくとも、先高感が払拭されれば金融市場なども落ち着きを取り戻し、原油価格上昇が実体経済の腰を折るトリガーとなる可能性は小さいようにみえる。しかし、先進国経済が今年全般を通じて、例えばWTIベースで25ドル以上の水準を受け入れていくような場合、はたしてこれを途上国経済が許容していくのかどうかについては別の問題として残るとみられる。

表1にみるように石油消費に占める途上国の割合は年々上昇しており、かつ限界部分では先進国のそれを上回るようになってきている。IEAの予測では今年2000年の石油消費は前年比で2.4%の増加、日量で180万バレルの追加的需要が生まれるが、そのうち米国とアジアがそれぞれ40万、60万バレル増加するとみている。

原油価格が高い水準に止まるとき、途上国、特にアジア経済の本格的な景気回復と石油消費に対してどの程度の影響がでてくるのか、その現われ方は米国の状況とともに、今後の石油需給と価格の方向性を決める焦点であろう。

(2000.3.17 室屋 有宏)

地域経済の視点

金融機関の預貸率からみた資金の地元還流

地域金融機関にとって、地域で調達した資金はその地域で運用されるのが基本的に望ましい。運用先が乏しいからといって資金を他の地域に回していると、地域の発展が遅れ資金調達自体も先細りになりかねない。これまで、地域へ資金を還流する役割を果たしていた財政も、赤字の累積で見直しを余儀なくされる状況にある。

資金の流れが変化した90年代

地域で調達された資金がその地域でどの程度運用されたかをみるには、都道府県別の金融機関の預貸率が一つの参考になる。もちろん、金融機関の預金や貸出金のすべてが地域内のものとは限らないし、証券形式のものもカバーされないが、大方の傾向は把握可能と思われる。一般的に、預貸率の上昇は資金の地元還流が増したと理解できるし、預貸率低下はその逆となる。

都道府県別の預貸率の動きを長期的にみると、東京一極集中が進んだ80年代は、大都市圏の貸出の伸びが高く、地方圏に比べて大都市圏の預貸率が高まり、コール市場等を通じた資金移動も含めて資金の大都市集中が進んだ。バブル崩壊後の90～96年頃は、大都市圏の貸出の伸びが大きく落ち込む一方、地方圏の貸出は比較的底堅く、預金の伸びを上回って推移したため、地方圏の預貸率は80年代に比べて上昇するなど大都市集中の流れに変化が出てきた。この時期には東京都や大阪府の預貸率も急上昇したが、貸出の伸びが高まったためではなく、預金の大幅減少によるものである。

景気が悪化した97年後半以降は貸出が一段と落ち込み、預貸率は大都市圏、地方圏ともに低

下したが、特に大都市圏や金融機関の破綻があった県で大幅に低下している。

表1は、90年代の金融機関（国内銀行+信用金庫）の預貸率を、上昇幅が大きかった県（ ） 低下幅が大きかった県（ ） 預金減少等で預貸率が特殊な動きをした県（ ） についてみたものである。 のグループに属する青森県などでは預金増加率も高かったが貸出増加率がそれ以上に高く、資金の地元還流が進んだ。 のグループには預金は増加したが貸出の伸びが低く預貸率が低下した県が入るが、宮城や和歌山県など金融機関の破綻があった県のほか、首都圏の神奈川県も入っている。 の東京都などでは、前記のように預金減少で預貸率が上昇している。

資金の地元還流をどう進めるか

前記のように、景気が悪化した97年後半以降は、地方圏においても貸出の低迷で預貸率は低下傾向にある。今後、財政を通じた地方への資金還流機能の低下が予想されるなかで、民間金融機関による資金の地元還流が重要となつてこよう。米国では、金融機関はCRA（Community Reinvestment Act地域再投資法、77年制定）によって地域で調達した資金は優先的に地域に再投資することが勧奨されている。米国のような制度は別にしても、地場企業や地域住民との対話の促進や広報活動の強化などを通じて、資金需要掘り起しに向けた金融機関側の努力が必要であろう。

（鈴木 博）

表1 主な県の預金・貸出金増加率と預貸率（国内銀行+信金）

（単位 %）

県名	99/9 預貸率	99/9 - 90/9対比			99/9 - 97/9対比		
		預貸率増減	預金増加率	貸出増加率	預貸率増減	預金増加率	貸出増加率
青森県	69.2	8.4	42.7	62.5	4.5	3.5	10.8
茨城県	65.7	6.8	26.4	41.0	-1.4	2.7	0.6
大分県	69.7	5.9	35.4	47.8	-1.0	5.6	4.1
岩手県	58.9	4.9	45.2	58.2	-0.1	4.4	4.2
宮城県	79.1	-8.5	45.2	17.9	-12.3	7.0	-7.4
和歌山県	57.3	-7.1	17.8	4.8	-8.3	5.0	-8.2
鳥根県	57.3	-6.8	43.5	28.3	-3.6	6.2	-0.1
神奈川県	75.7	-6.7	36.9	25.8	-8.3	9.5	-1.3
東京都	135.6	13.4	-12.6	-3.0	-19.3	10.0	-3.7
富山県	71.7	11.0	1.2	19.7	0.0	1.0	1.1
大阪府	112.6	-0.9	-5.3	-6.1	-9.7	5.5	-2.9

資料 日銀「金融経済統計月報」

（注）1. 預貸率=貸出金/預金、預貸率増減は99/9と90/9、97/9の預貸率の差。

2. は99/9と90/9対比で預金増加し預貸率上昇が大きい県、 は預金増加し預貸率低下が大きい県、 は預金減少等で特殊な動きをした県。