

金融市場

2001.6

潮流

物価下落と金融政策 1

情勢判断

国内金融

小泉政権の構造改革具体化と内外景気動向 2

国内経済

サービス価格下落の主要因はハンバーガー、通話料、家賃 4

海外経済金融

注目される米国IT産業の景況感 5

加速する台湾から中国へのIT生産移転 6

今月の焦点

金融セクターの巨大統合とその評価

G10の調査レポートより 7

主要行との比較でみた信用金庫の収益構造 16

海外の話題

米国経済の行方 20

潮流

物価下落と金融政策

政府は、デフレの定義を従来の景気後退を伴う物価下落から「持続的物価下落」と改め、現在の日本経済を「緩やかなデフレにある」と認定した。一方、日銀は、現状のデフレからの脱却のため、消費者物価指数の対前年度上昇率がゼロになるまで量的緩和を継続する政策の採用を決定した。さらに、4月26日に発表された「経済、物価の将来展望とリスク評価」によると、2001年度の消費者物価指数はマイナス0.4%～マイナス0.8%と日本経済は、しばらくはデフレ圧力がかかると予測している。

物価下落の問題については、グローバル化の進展のなかで、わが国の内外価格差の是正、および消費者主権の経済構造に変更するために規制緩和をすすめたことに背景があり、従来の高コスト経済の是正を目指す政策を採用した事によるものである。したがって、今回の物価下落は、グローバル化の進展による世界価格への均衡化の動きの過程であり、その点では、景気循環での需給バランスの悪化ばかりが主因とはいえない。海外生産拠点からの安価な輸入製品の増加、規制緩和による流通合理化、さらに、最近のパソコン等のIT商品に見られるように、グローバル生産体制下の技術革新により、新商品でも不断に安価な製品が提供されることなど、物価下落圧力は、継続的である。

さらに、非貿易財においても、現実的には世界市場の一物一価は成り立っていないが、地価下落に見られるように要素価格の均等化、収斂化への圧力が加わっている。また、最近の物価下落には、サービス価格の下落が特徴となっているが、規制緩和による通信料金、外食価格、家賃の下落などに加えて人件費におけるパート比率の高まり等賃金水準の下落に伴うサービス価格の下落も目立っている。

デフレは、借金を抱えた債務者の債務負担を重くし、企業における過剰債務問題の解決が後ずれするとともに、貸し手である金融機関の不良資産問題の解決を遅らせる。さらに、最大の債務者である政府の財政再建にとっても選択の幅が狭まる。

デフレ圧力からの脱出には、為替が大幅な円安に動けば内外価格差の解消が一気に進むであろうが、経常収支の黒字の4割は過去に蓄積された投資収益の黒字であり、また、近隣諸国からの圧力もあり、大幅な円安政策を採用することはむずかしい。これには、為替レートの貿易財と非貿易財との購買力平価の乖離が底流にあり、この調整は短期的には難しいからである。

こうしてみると、我が国の今回のデフレはかなり長期的な均衡化をめざすものであるから、意図的に金融政策でインフレ誘導することは難しく、仮に構造改革の進展で実質成長率2%程度の景気回復が実現しても緩やかなデフレを前提とする経済運営が基本シナリオとなるのではないか。グローバル化が進展するなかで技術革新による物価下落も含め、均衡価格へ収斂するまで、当面、物価下落とうまくつきあっていくことが重要であるように思われる。

(常務取締役 伊藤浩二)

* 常務取締役 伊藤浩二は、去る5月15日(火)急逝いたしました。ここに謹んでお知らせ申し上げます。

情勢判断

国内金融

小泉政権の構造改革具体化と内外景気動向

要約

「聖域無き構造改革」を掲げる小泉新政権を好感した相場の動きとなったが、構造改革の具体化（財政制度改革や不良債権処理）とその進捗によるデフレ進行リスクについて、情報不足を認めず、市場の描くイメージは希薄。参院選をはさんで数ヶ月間、小泉政権への値踏みが続く。

参院選後の政策具体化で、個別では改革姿勢後退との市場認識が生じる可能性もあるが、不良債権処理や財政支出削減などの改革推進により景況悪化懸念が強まることを予想。国債価格下げが無い限り、「ゼロ金利」の運用難のもと、債券相場は一段高すると考える。一方、株式相場については、業績期待は後退しているものの、内外の景気モメンタム回復を先取りした期待買いと、証券税制改正等の市場活性化策や米国株の堅調から夏場にかけての好転を見込む。

表1 金利・為替・株価の予想水準

(単位 %、円/ドル)

年度/月	2000		2001			
	12月 (実績)	3月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
CDレート(3M, 売り買い気配中間)	0.48	0.12	0.07	0.07	0.07	0.07
短期プライムレート	1.5	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
10年最長期国債	1.64	1.27	1.30	1.15	1.20	1.20
長期プライムレート	2.1	1.9	1.75	1.70	1.70	1.70
為替(円/ドル)相場	114.9	124.6	125	130	125	125
日経平均株価	13,785	13,000	14,500	16,000	15,500	15,000

(月末値。実績は日経新聞社調べ)

ここ1ヶ月の金融情勢

小泉新政権成立、構造改革スタンス好感

4月26日に小泉新政権が発足。自民党総裁選で、構造改革推進を唱える小泉氏勝利の可能性が高くなって以降、株、債券は、相場堅調の様相を強めた。

債券相場は、参院選前の補正予算見送りや新規国債発行抑制方針など財政再建へのメッセージと、構造改革推進でのデフレ化進行懸念を両睨みする形で買われ、指標債券利回りは1.2%台前半に低下。

また、株価も、小泉政権の構造改革推進を好感した外人投資家などの期待買いに加え、米国株の堅調から上伸。5月連休明けには日経平均株価は14,500円台にタッチした。低位・内需株の上げが主導したが、3月期決算企業の今期業績見通しが電機メーカーなどを中心に決して強いものでなく、業績の期待が後退。持ち合い解消絡みの売りが出たことやMSCI(モルガン

スタンレー・キャピタル・インターナショナルが作成する国際株式指数)浮動株指数発表を前にした投資手控えから、13,000円台後半に下落。MSCIの改変発表(5月19日)は予想範囲内で買い戻しから反発したが、その後弱含み推移。

一方、為替は、わが国の構造改革期待とデフレの深刻化懸念の一方、米国とECBの利下げの影響が三すくみの形で、120 - 125円の狭いレンジの動き。その後、ユーロ安進行で対ドル120円割れ示現。

所信表明演説や代表質問の質疑で、小泉内閣の主張は、アウトラインを見せてきたが、改革の内容、法案手当て等の政策的具体化がどのような姿になるかは、不透明であり、今後政権への本当の値踏みが始まる。

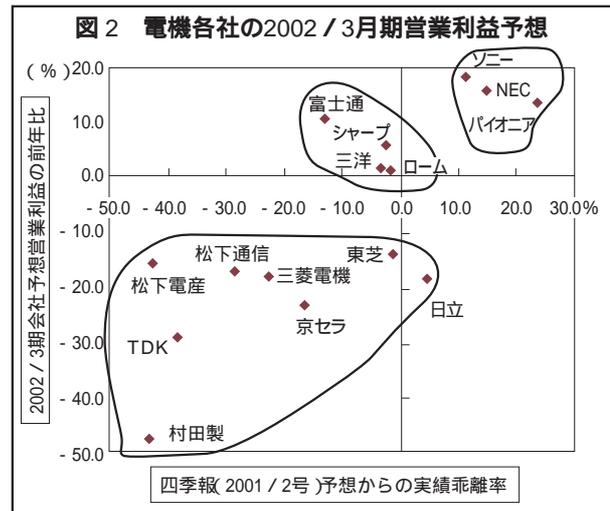
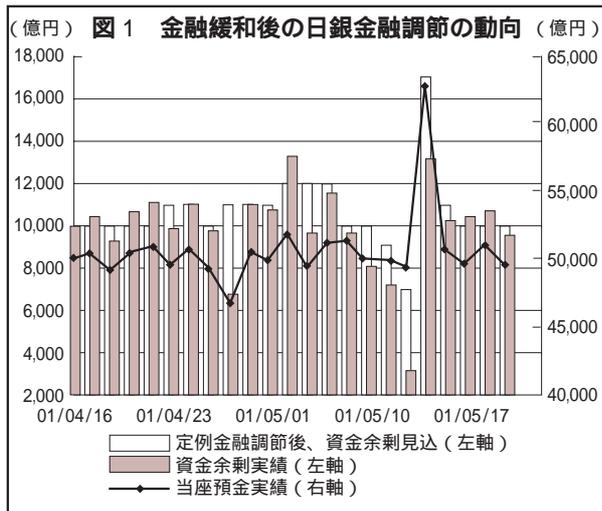
向こう3ヶ月程度の市場の注目点

債券：景況センチメント悪化で債券高

日銀の金融調節において、5月2日以降の公開市場操作で提示額に円札額が達しない「札割れ」が発生。当座預金中の準備預金が伸びないなど量的緩和が意図したように進まない懸念が高まった(図1)。

これに対し5月18日の日銀・政策決定会合では、国債買入オペの対象の2~6年物中期債への拡大やオペ対象金融機関増加などが決定された。中期債ゾーン金利の低下効果はあるものの、資金供給拡大を求める日銀へのプレッシャーは継続し、長期国債の買い切りオペ増額への期待が債券相場の支援材料の一つとなると考える。

また、これまでの小泉首相の財政関連の発言・主張は、「構造改革」の枠組みの中で制度



改革を前面に出しながら、不況リスク・景気にも配慮したものとなっている。

2002年度の新規国債発行額を30兆円（財務省「中期展望」対比で3.8兆円減額）に抑制する方針に続き、揮発油税等4.3兆円に上る「道路特定財源」など特定財源制度の見直し、地方交付税交付金削減の国会答弁は、歳入・歳入両面の財政再建へのメッセージとなっている。その一方、景気後退の深刻化リスクに対しては、二段階・財政再建路線の柔軟な対応も示唆しており、景気配慮論者の動きを封じ込める結果となっている。

個別では与党内での反対論議が出て、当初方針に比べ後退しているとの市場認識が生じる可能性があるが、参院選後の特別国会等で構造改革、特に不良債権処理の具体化がおこなわれる中で、企業倒産や雇用悪化による景況悪化に関してのデフレ的センチメントが強まると予想する。そのような投資環境のもと、債券相場が一段高する可能性を見込む。

但し、国債格下げや過剰な改革期待剥落のリスクは引き続き残る。

株：業績期待後退ながらモメンタムは好転へ向かう

一方、当面の株式相場は、電機などの業績回復期待が後退する中、米国株相場と株式市場活性化対策の具体化の動向がポイントとなろう。

3月期決算発表は5月末までに峠を越すが最大業種の大手電機・電子部品メーカーが5月初旬までに終了。ハイテクの中心である電機・電子部品の業績は、終わった2001/3月期の

決算が、事前予想（東洋「四季報」数字）に対して未達となった足元の業況の悪さに加え、2002/03期の業績見通しも、ソニーなどの今期期待の増益部門を持っているところを除き、営業減益見通しが多い（図2）。

このような業績見通しの弱さは、当面のハイテク銘柄の上値買いを慎重化させる。また、下期回復傾斜の見通しであることから、業績の下方修正リスクも指摘されるが、上期を底とする回復を基本的な見通しとして継続。

金融緩和効果の浸透と減税実施による米国経済の再加速に牽引され、年度後半以降には我が国企業の業績も回復モメンタムを強めるとの期待買いから、夏場にかけて、相場上昇を見込む。

米国株の堅調が継続し、米国外への投資余力が増す中で、構造改革進展を期待する外人マネーの流入も予想される。

一方、株式市場活性化策では、キャピタルゲイン税制への取り組みがポイントとなろう。我が国のキャピタルゲイン税は欧米先進国に比べ重く、株式投資の誘因を高めるために税制優遇化は重要。「401K、金庫株」関連法案は今国会で成立の可能性が高まってきたが、先送りされた「銀行保有株式取得機構」は改めて議論が生じる可能性があり、かつ証券税制改正の取り組みが中途半端なものとなった場合、参院選後の株式相場の悪材料となるリスクもある。

（2001.5.21 渡部 喜智）

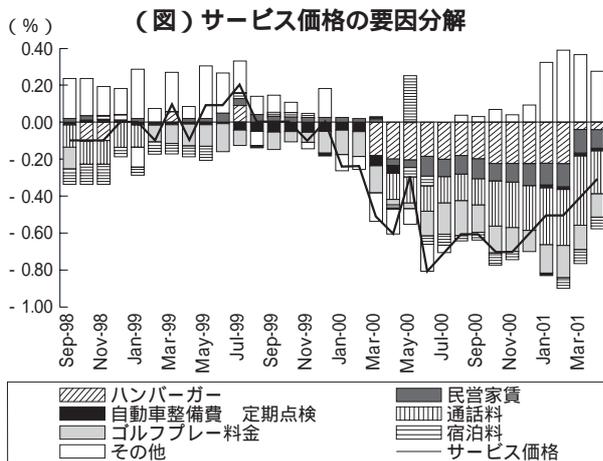
国内経済

サービス価格下落の主要因はハンバーガー、通話料、家賃

日本銀行は政策委員の「経済・物価の将来展望とリスク評価」を発表し、2001年度いっぱいには物価の下落が続く見込みであることを明らかにした。日銀は消費者物価の前年比上年率が安定的にゼロ%以上となるまで量的緩和を継続するという「時間軸」を打ち出しており、量的緩和が少なくとも今年度いっぱいには継続する見通しであることを示したといえよう。

2000年度の東京都区部の生鮮食品を除くコアの総合消費者物価指数は、前年度比0.7%と前年の0.2%に続いて初めて2年連続で下落した。国内企業がコストの削減を目指してアジアを中心とした海外に生産拠点を移して逆輸入を増やすなどして、価格の安い輸入品が市場に浸透し、耐久消費財や繊維製品などの工業製品価格が下落したことが要因の一つとなった。

それに加えて、輸入品との競合が少なく、コストにおける人件費の割合が高いため、一般的には価格が下がりにくいとされているサービス価格（持ち家の帰属家賃を除く）が、比較可能な71年度以降、初めて0.6%下落したことが現在のデフレの特徴となっている。



資料 総務省「消費者物価指数月報」
 (注) 前年同月比。サービス価格は帰属家賃を除く。

この物価下落のおもな要因となった品目を要因分解したものが図である。外食のハンバーガ

ー、通話料、民営家賃の寄与度が高い。

ハンバーガーの値引き競争は、最大手の日本マクドナルドが98年に半額キャンペーンを展開して先べんを付け、その後同業他社やほかの外食産業へ広がった。外食産業の低価格化は、食財に価格の安い輸入品を使用し、またそれを利用して国内食財の価格を国際価格に押え込むことによって実現された。ハンバーガーの価格は2001年3月に前年同月比5.2%だったが、同じ期間に家計調査によるハンバーガーの消費は+30.1%と大きく増えており、価格の低下効果が消費の増大につながっている。

また通話料金は、規制緩和などで一般電話、携帯電話、PHS(簡易型携帯電話)が競うようにして値下げを行ない、インターネットの拡大で一般電話回線の定額制が普及した。通話料は2001年3月に前年同月比で9.0%と大きく値下がりし、同期間の家計調査の固定電話通話料の支出は5.1%と減少したが、携帯電話通話料は+32.0%と大幅増となり、値下げが嗜好の変化を促したといえよう。

民営家賃の下落は、地価の下落傾向とともに、住宅ローン減税等の影響で持ち家の建設が増加し、賃貸住宅から持ち家に移る世帯が増えたことが影響している。民営家賃は2001年3月に前年同月比0.1%だが、家計調査の民営家賃支出も同4.5%となっており、ハンバーガー、通話料とは違い、賃貸住宅需要の低迷が価格下落の原因であることを示している。

現在の物価下落は、上記の3品目の寄与が大きく、このほかには規制緩和による自動車定期点検費の下落や、ゴルフプレー料、宿泊料の下落が寄与している。今後のサービス価格動向は、規制緩和などによる価格破壊の広がりや、消費者の嗜好・需要の変化がどの程度まで広がりを見せるかに影響されよう。

(名倉 賢一)

海外経済金融・米国

注目される米国IT産業の景況感

景気の弱さに配慮したFRBの利下げ

米国景気の底堅さと弱さを示す指標が交錯している。2001年1-3月期実質GDP成長率（改訂値）は、堅調な個人消費や住宅投資により季調済前期比年率で1.3%となった。また4月の小売売上高は季調済前月比で0.8%増加、生産者物価は季調済前月比で0.3%上昇した。これに対して4月の非農業雇用者数は対前月で223千人減少し、鉱工業生産指数は季調済前月比で0.3%低下した。

FRBは5月15日のFOMCで、FFレートの誘導水準及び公定歩合ともに0.5%引下げ、それぞれ4.0%、3.5%とした。利下げの判断材料としては、以下の点をあげている。今後の景気の不透明感と企業収益の悪化による設備投資の減退、株価下落による逆資産効果による消費の冷え込み、及び外国景気の減速が今後見込まれる。個人消費と住宅投資はこれまで堅調だったが、最近勢いを失っている。過剰在庫の調整が進展した。労働需給・製品需給の軟化により、インフレ圧力が穏やかになると見込まれる。今後のリスクとして景気が悪化する方向性を重視している。

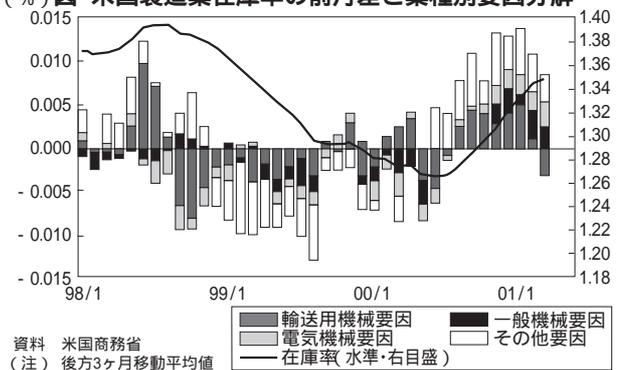
今後続くIT企業の在庫調整

上記の通り、直近のGDP統計をみても在庫の絶対額がかなり減少したことが確認できるが、在庫調整はまだ道半ばである。依然として在庫減少を上回るテンポで売上が減少しているからである。特に製造業においてその傾向が強く、在庫高を月間売上高で除した在庫率が上昇傾向にある（図）。

製造業在庫率につき業種別要因分解すると、昨年後半以降輸送用機器が在庫率上昇をリードしてきた。しかし昨年秋頃からコンピュータを含む一般機械及び半導体を含む電気機械の在庫

率が上昇傾向を強め、今年に入りこれら業種が在庫率上昇の主役となった。これに対して、ごく最近、輸送用機器は在庫率を下げる要因とな

(%) 図 米国製造業在庫率の前月差と業種別要因分解



資料 米国商務省
(注) 後方3ヶ月移動平均値

った（図）。言い換えれば、自動車の在庫調整が最終局面に入った一方で、IT産業においては今後さらなる在庫調整が不可避であり、製品の生産や輸入はもう暫く低迷を続けそうである。また現在進行中であるIT産業での在庫調整の特徴は、需要低迷に伴う製品価格の大幅な値引きである。2001年1-3月期のIT製品の価格は前期比年率で6.4%下落し、特にコンピュータとその周辺機器は28.5%下落した。

IT製品の価格が統計上下落することは珍しいことではないが、従来の価格下落は実質的なもの（例えば新製品の目録価格が同じでも性能や機能が向上している）であった。これに対して現在の価格下落は、需要低迷による目録価格の下落であり、IT企業の収益を大幅に圧迫している。

2月28日付けのグリーンスパン証言では、製品への需要を上回るペースでIT企業の生産能力が拡大したことが触れられていた。前述の利下げ判断材料を重ね合わせると、IT企業を中心とした企業設備の過剰感が金融政策に影響を及ぼしたと言える。（永井 敏彦）

加速する台湾から中国へのIT生産移転

業績低迷の長期化が懸念される台湾企業

台湾は米国IT技術の素早い吸収と柔軟で効率的な生産基盤を強みに、OEMを中心に先進国企業向けPC・関連製品の輸出を拡大させ、通貨危機後のアジアにあって際立って安定的な成長を維持してきた。しかし、IT需要が昨年後半以降世界的に調整を迎えるなか、台湾のIT関連産業も環境変化の時代に直面している。

PC・関連製品を中心に競争が激しく利益率の低下が進む一方で、需要拡大を見越し外部資金依存で拡大路線を採ったPC関連企業も多く、財務体質の悪化も加わり企業業績低迷の長期化を懸念し株価も大幅な下落を示している。例えば、台湾最大手のPCメーカーであるエイサー社は、今年に入り大規模な人員整理を実施したが、その主因は財務キャッシュフローを大幅に上回る過大投資だと指摘されている。

中国PC関連生産の7割が台湾系企業が占める

台湾でのPC・関連製品生産が成長減速するのに対して、台湾PCメーカーによる中国国内での生産は加速的に増大しており、その生産比率は今年中に50%を超える見込みである(図1)。また、製造コスト削減には賃金面で中国での生産メリットが大きいローエンドのデスク型PCだけでなく、昨年からノートPC、TFT-LCD(液晶ディスプレイ)等、台湾でも採算性がまだあるような製品についても、次々に中国への生産シフトが進んできている。

台湾の資訊工業策進会の資料によると、昨年には中国のPC・関連製品生産額は約255億ドルで米国、日本に次いで世界3位と、台湾のそれを上回ったが、その約7割、185億ドルが台湾系メーカーの中国生産分が占めている。現状、中国ではPC生産は地場、外資系とも基幹部品は輸入もしくは中国内台湾系メーカーから調達

するか、あるいは台湾系メーカーからのOEM供給が過半となっている。

IT関連産業の集積が進む中国

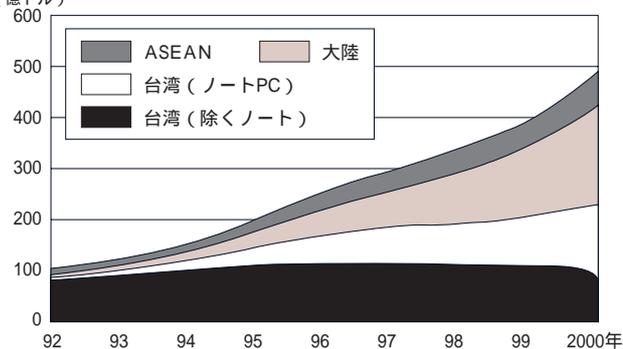
台湾系メーカーに顕著にみられるこうした動きは、中国国内でのIT産業集積が相当な厚みとレベルに達し、それがまた次の集積を呼び込む構造と密接に連動している。

電機・電子産業における産業集積で先行していた広東省を中心とする華南地域では、競争を通じた品質改善が進み、電子部品調達環境は大きく向上している。これと関連しながら、大消費地である上海、江蘇省の華東地域には、複数の台湾メーカーに加え日系、欧米系のIT企業の進出が相次ぎ、また北京エリアにはソフト開発の技術が蓄積されるなど、中国でのIT生産環境は、人材、技術、部品などの集積と競争の連鎖が、競争力の改善スパイラルをもたしつつあるとみてよいだろう。

衣料における「ユニクロ現象」と同じように、品質と価格競争力を付けつつある中国のIT生産能力を戦略的な調達先とする企業の行動が、近い将来予定されるWTO加盟とも相まって、今後いちだんと強まる可能性が大きくなる。

(室屋 有宏)

図1 台湾のPCおよび周辺機器産業の内外生産額 (億ドル)



資料 『ジェットロセンサー』(2001.2月号)
 原資料: 資訊工業策進会市場情報中心

今月の焦点

金融セクターの巨大統合とその評価

～ G10 の調査レポートより～

要 約

90年代末に増加した金融機関の大規模な統合について分析した主要国の共同研究は、情報通信技術革新や規制緩和の影響で、金融業における規模の経済性等に関しても従来の通説が修正を迫られる可能性があること等を含め、金融機関がむかえている大きな変化の時代の内実を明らかにしている。

市場金融化の中での金融機関の巨大化

M&A等の手段を通じた、金融機関の合併統合、異業種統合を含む巨大金融機関の増加傾向は主要国で90年代に共通にみられた事態であり、わが国でもこの4月から4大金融グループ体制がスタートした。しかし、「市場」(market)機能をより活用した金融仲介が求められる中で、金融「機関」(institution)の巨大化傾向の持つ意味や今後の方向性については、必ずしも明らかになっているわけではない。

金融機関の巨大統合の持つ意味については、国際機関等でも関心が高まりつつあり、今年に入りG10諸国が、“consolidation in the financial sector”という題の共同研究を報告しているし、ILOも金融機関統合の雇用への影響という観点からレポートを出している。本稿はG10諸国の共同研究の成果の一部を紹介する形で、金融機関の統合、巨大化への動きの背景や今後の動向について、現時点での論点を整理する。

(注) G10諸国とは、米国、イギリス、ドイツ、フランス、イタリア、カナダ、オランダ、ベルギー、スウェーデン、スイス、日本の11か国。調査対象はこれにオーストラリア、スペインを加えた13か国。レポートの原文(データと合わせて463ページ)はBIS等のサイトでダウンロード可能。同レポートは金融統合に関して(1)パターン(2)基本的要因(3)金融リスクの観点からみた影響(4)金融政策に与える影響(5)経営の効率性・競争・信用供与に与える影響(6)決済システムに与える影響、の6章からなっており、それぞれに重要であるが、本稿ではこのうち、(1)、(2)と(5)の一部について

まとめたもの。全体の要約では無い点に留意されたい。なお邦訳は、簡単なサマリーが財務省サイトで「金融セクターの統合に関するG10作業部会報告書の概要」として紹介されており、また(3)の金融リスクに与える影響という点に関しては、日銀サイトで「リスクの観点からみた金融統合の効果と影響」として、同章の日本に関する部分に加筆したものが掲載されている。以下の叙述は特に断わり無い限り、G10の同レポートによるものである。

90年代のラスト3年で加速した金融機関統合

まず金融統合のパターンとしては主要国共通の事態として90年代の最後の3年で大型金融機関同士の合併再編が急速に進展した事実が指摘される(表1)。

表1 金融機関の主要なM&A(世界計) (件、100万ドル)

合計	件数 平均規模	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	合計
		227.6	157.2	135.1	164.9	111.5	314.5	202	502.5	826.6	675.3	
業 種 別	銀行関連 件数 平均規模	199 250.3	311 193.5	381 131.9	461 98.4	525 95.2	532 404.3	480 149.6	534 482.1	533 921.1	488 826.5	4444 399.3
	保険関連 件数 平均規模	54 210	89 106.6	102 191.6	87 434.5	80 267.4	123 131.5	149 439.6	145 724.5	146 1116	103 927.2	1078 531.3
	証券その他 件数 平均規模	71 101.1	149 67.8	133 77.2	134 338.7	168 100.6	201 91.3	213 185.7	222 427.2	195 287.8	296 259.4	1782 228
	同業種内 異業種間	252 72	448 101	517 99	578 104	642 131	692 164	677 165	722 179	716 158	684 203	5928 1376
種 別 件 数	1国内	266	481	556	622	695	740	742	782	741	766	6391
	クロスボーダー	58	68	60	60	78	116	100	119	133	121	913

出典：G10 CONSOLIDATION IN THE FINANCIAL SECTOR
原資料：Securities Data Company, Merger and Acquisition (M&A) Database

その結果数多くの巨大な、また複雑な内部組織をもった金融機関が設立されており、その傾向は調査対象国全体にあてはまる。

これまでのM&Aのパターンについては、業種別には銀行を含むものが件数で6割、金額で7割を占めて中心となっている。同一業種の国

内統合というパターンが今のところの主流であり、次いで多いのは異業種間のM&A。国境を越えた（以下クロスボーダー）M&Aはいまのところ頻繁ではない。またクロスボーダーM&Aについては、保険会社関連が半分のウエイトを占めるという特徴がある。地域別には、米国が55%を占める。米国のM&Aは法律上の制約もあり（1999年の金融サービス近代化法以降緩和）銀行同士のM&Aが多いが、欧州では保険、証券セクターのM&Aが多い。

（注）本レポートでは統合（consolidation）の形態としてM&A、戦略的提携、ジョイントベンチャーの3つを挙げている。それらは全て、何らかの方法で、該当産業の資源（人材、資金等）のコントロール力を強める（コントロール主体の数を減らすことを通じて）という意味がある。mergerは通常は企業間の資産統合も含めた合併で、経営権は一つになるが、acquisitionは企業による他企業の経営権の買収を示すことが多く、資産の統合等は含まれない場合に使われるという差はあるが、本レポートでは厳密な区別をせずにM&Aとして一括するとしている。戦略提携やジョイントベンチャーは、より緩やかな形態での（部分的な）コントロール強化といえる。

またこのような多数のM&Aを経て金融セクターのマクロ的構造がどう変化したかという点については、まず当然なこととして、商業銀行の数が減少する中で預金量ベースでみた集中度が高まる傾向にある。預金量でみた銀行集中度は国によって異なるが、集中度が相対的に低いのは米国、ドイツ、高いのはオーストラリア、ベルギー、カナダ、フランス、オランダ、スウェーデンが挙げられている。一方保険会社については数、集中度という点から各国共通のパターンは見出しづらい。また生命保険とそれ以外の保険分野でも構造が異っている。証券会社については、引き受け業務等は少数のリーディング機関が圧倒的なシェアを占めており、その傾向には近年顕著な変化はみられない。

統合（consolidation）の狙いと外部要因

次いで、M&A等統合の動機、統合を促す外部要因等について同レポートでは各国主要機関へのインタビューを行い、増加する大型M&Aの背景をさぐっている。

まず統合の動機については、同業種内か異業種間かによって異なるが、同業種内では「スケールメリットの実現」が「極めて重要な要因」とする回答者が全体の8割、「ある程度重要な要因」との回答者と合わせれば、9割以上の回答者が重要要因としている（表2）。次いで規模拡大による売上増加、シェア拡大による市場での地位（market power）上昇等を重要な要因と考える回答者が多い。

一方異業種間統合で重要視されているのは、「ワンストップ・ショップによる売上増加」、「範囲の経済性の実現（クロスセル）」であった。クロスボーダーM&Aは件数が少なくランクをつけるには至らなかったが、同業種内では市場での地位上昇、規模拡大や商品多様化による売上増加等が重要要因とされており、異業種では売上増加が重要要因とされているとのことだ。

表2 統合の動機（回答比率%）

	(A) 極めて重要	(A) < (B) の中間	(B) ある程度重要	(B) < (C) の中間	(C) 多少の中間	(C) < (D) の中間	(D) 重要ではない	(A)-(B)まで合計
国内・同業種								
規模の経済性	80	0	13.3	0	6.7	0	0	93.3
範囲の経済性(クロスセル)	4.5	0	25	0	45.5	2.3	22.7	29.5
規模拡大による売上増加	22.7	0	22.7	0	36.4	0	18.2	45.4
ワンストップショップによる売上増	16.3	0	20.9	0	34.9	4.7	23.3	37.2
商品多様化によるリスク削減	2.3	0	9.1	0	36.4	2.3	50	11.4
組織フォーカスの変更	7	0	18.6	0	16.3	4.7	53.5	25.6
シェア拡大(市場 power)増大	30.2	2.3	18.6	2.3	32.6	0	14	51.1
経営者の個人的判断	13.3	0	13.3	2.2	40	0	31.1	26.6
国内・異業種								
規模の経済性	12.5	0	17.5	2.5	45	5	17.5	30.0
範囲の経済性(クロスセル)	25	0	30	0	15	0	30	55.0
規模拡大による売上増加	15.8	0	23.7	2.6	15.8	2.6	39.5	39.5
ワンストップショップによる売上増	45	7.5	27.5	0	7.5	0	12.5	80.0
商品多様化によるリスク削減	15	0	20	2.5	27.5	0	35	35.0
組織フォーカスの変更	7.3	0	19.5	2.4	34.1	0	34.6	26.8
シェア拡大(市場 power)増大	15	0	25	0	32.5	0	27.5	40.0
経営者の個人的判断	17.5	0	12.5	5	27.5	2.5	35	30.0

出典：表1と同じ

外部要因では技術革新、規制緩和、グローバル化が大きい

M&Aを促す外部要因は、国内（同業種、異

業種)、クロスボーダー(同業種、異業種)の4つに分けてインタビュー結果が分析されている。総じて指摘できるのは、「情報通信技術革新等の技術要因」「規制緩和」「グローバル化」の3つが、重要な要因と考えられていることである。また副次的要因としては貯蓄の機関化、ユーロ通貨の導入等が重視されている。

技術革新については、直接的な影響として、

クレジットカード業務や資産運用業務等では、経済効率的に実現可能な生産規模が拡大、

リスクマネジメント諸手段やオフバラの保証業務等では規模のメリットが働くこと、カスタディ、キャッシュマネジメント、バックオフィス、リサーチ等の業務提供でも規模の経済性を実現できること、等が挙げられる。ホールセール(大口、大企業・機関投資家向け)ビジネスでは、高度なサービスを提供するために多額の技術投資が必要になるが、顧客ニーズに応えるような、より高度・低価格なサービスを提供するためには、顧客基盤を拡大することによって投資の初期コストを回収する必要がある。

またリテール(小口、中小企業・個人)ビジネスでも、クレジットカードビジネス等では同様の状況で、継続的な技術革新で顧客ニーズに応えていくためには顧客基盤が大きいことが単位コストを下げるために必要であり、また資産面でも分散の効果をより高めることが可能である。

また技術革新の間接的な影響として、さまざまな取引に関わる情報コスト等が低下し、そのことも、金融サービス産業に多大な影響を与えている。主要事例としては、金融商品の販売能力の急拡大(=適切なインフラを確保すれば、より広範囲な金融商品をより多様な地域で多くの顧客に提供可能に)、新たな金融サービスや金融商品の開発が容易化(=特定顧客のニ

ズにも応えうるような金融商品のカスタマイズが低コストで可能に)、金融機関相互の競争が、業種内競争ではなく、業種を越えた金融商品間のものになってきたため、業種区分が曖昧化、データマイニング手法の登場で、顧客の詳細な分析が可能に、リテールレベルでは、物理的インフラがなくても新規参入が可能になる、等が挙げられている。

要約すれば、技術革新は生産・流通の両面から金融セクターの競争上の役割を変化させ、そのことが、より効率的な生産・流通のあり方を生み出すセンティブとなっている。

実際にも統合を促す外部要因として、技術革新が「極めて重要」「相当程度重要」との回答比率は業種内外等を問わず、相対的に高い(表3)。

金融統合を促す外部要因として「規制緩和」を重要な要因として指摘する機関も比較的多い。ただレポートでは、技術革新等の動向と別に、規制緩和の影響だけを考えるのは難しいとしている。場合によっては規制緩和も、技術革新の結果既に生じている変化を追認しているに過ぎない場合もある。

同様にグローバル化も、同レポートでは、技術革新と規制緩和の副産物として位置づけられている。技術革新による情報通信コストの低下が国際的金融ビジネスを経済的に可能なものにし、規制緩和が外部からも参入可能な市場を増加させた。

ビジネスの内容からみると、グローバル化はホールセールビジネスのありかたに大きな影響を及ぼしている。顧客である大企業がグローバル化する中で、グローバルな金融サービスが求められることになり、それに伴う固定費負担増を、顧客基盤を拡大することで吸収せざるを得なくなっている。リテールビジネスにおいては、グローバルリテール網を構築しようとする金融

表3 統合を促す外部要因（回答比率％）

	(A) 極めて重要	(A)と(B)の中間	(B)ある程度重要	(B)と(C)の中間	(C)多少重要	(C)と(D)の中間	(D)要因ではない	(B)以上
国内・同業種								
情報通信技術革新	62.2	0	17.8	2.2	15.6	0	2.2	80.0
金融理論の革新	18.6	0	39.5	2.3	20.9	0	18.6	58.1
電子商取引	25	0	15	0	30	0	30	40.0
規制緩和	36.4	4.5	13.6	2.3	15.9	4.5	22.7	54.5
金融以外のグローバル化	5	2.5	12.5	0	40	0	40	20.0
資本市場グローバル化	34.1	2.4	29.3	0	19.5	0	14.6	65.8
貯蓄の機関化	19.5	0	31.7	0	22	0	26.8	51.2
ユーロの導入	29.3	0	17.1	0	7.3	0	46.3	46.4
民営化	9.8	0	22	0	24.4	4.9	39	31.8
株価等資本市場の環境	23.1	0	25.6	7.7	12.8	2.6	28.2	48.7
救済合併等	19	4.8	19	2.4	19	2.4	33.3	42.8

国内・異業種

情報通信技術革新	35.9	0	25.6	2.6	23.1	2.6	10.3	61.5
金融理論の革新	27.8	2.8	30.6	0	13.9	0	25	61.2
電子商取引	27	0	18.9	0	27	0	27	45.9
規制緩和	36.8	2.6	13.2	0	21.1	7.9	18.4	52.6
金融以外のグローバル化	5.6	0	22.2	0	25	2.8	44.4	27.8
資本市場グローバル化	28.2	2.6	28.2	0	17.9	2.6	20.5	59.0
貯蓄の機関化	36.8	2.6	21.1	0	13.2	2.6	23.7	60.5
ユーロの導入	13.2	0	15.8	2.6	18.4	5.3	44.7	29.0
民営化	0	0	11.4	0	25.7	5.7	57.1	11.4
株価等資本市場の環境	9.4	0	34.4	6.3	9.4	3.1	37.5	43.8
救済合併等	5.6	0	13.9	2.8	19.4	8.3	50	19.5

クロスボーダー・同業種

情報通信技術革新	29.4	2.9	26.5	0	23.5	2.9	14.7	58.8
金融理論の革新	21.2	6.1	24.2	0	27.3	0	21.2	51.5
電子商取引	19.4	0	19.4	0	29	0	32.3	38.8
規制緩和	22.6	6.5	32.3	0	29	0	9.7	61.4
金融以外のグローバル化	16.7	0	13.3	0	33.3	3.3	33.3	30.0
資本市場グローバル化	41.9	3.2	29	0	12.9	0	12.9	74.1
貯蓄の機関化	20	0	43.3	0	13.3	0	23.3	63.3
ユーロの導入	29.4	0	20.6	0	11.8	0	38.2	50.0
民営化	9.1	3	18.2	3	33.3	0	33.3	30.3
株価等資本市場の環境	23.3	0	16.7	3.3	16.7	3.3	36.7	40.0
救済合併等	21.2	0	15.2	0	15.2	3	45.5	36.4

クロスボーダー・異業種

情報通信技術革新	20.8	4.2	25	4.2	29.2	0	16.7	50.0
金融理論の革新	16.7	4.2	25	4.2	25	0	25	45.9
電子商取引	20.8	0	25	0	16.7	0	37.5	45.8
規制緩和	12.5	4.2	29.2	0	20.8	0	33.3	45.9
金融以外のグローバル化	16.7	0	12.5	0	25	4.2	41.7	29.2
資本市場グローバル化	36	0	20	0	12	0	32	56.0
貯蓄の機関化	21.7	0	30.4	0	21.7	0	26.1	52.1
ユーロの導入	23.1	0	19.2	0	15.4	0	42.3	42.3
民営化	4	0	24	0	28	0	44	28.0
株価等資本市場の環境	26.1	0	13	0	8.7	0	52.2	39.1
救済合併等	4	0	20	0	12	8	56	24.0

資料 表1と同じ

機関にとっては、海外で素早く地歩を固めるための手法として既存金融機関のM&Aが多様される事情がある。

また資本市場のグローバル化や機能向上により、優良企業による資本市場の利用が増加、高格付け企業への融資のマージンは低下、一部の高効率金融機関しか扱えないものになっているし、負債サイドでも多様な金融商品登場が預金流出につながる状況がある。

統合を促す要因として、次いで貯蓄の機関化（institutionalization）が指摘されている。主要国で進んでいる貯蓄の機関化により、個別投資家の資金の多くが、情報量の豊富な巨大機関投資家によって管理されており、それらはプロのファンドマネジャーが運用している。ファンドマネジャーは相対的投資パフォーマンスが重要である以上、個別企業のROE上昇を要請し、このことが売上増加や新たな収益源確保、コスト効率化等の手段としてのM&Aを増加させている面もあるとする。

金融機関の統合を促す要因として最後に指摘されているのはユーロの導入である。ユーロの導入は、欧州金融機関において既に進みつつあった傾向を、より強める役割を果たしたと一般には理解されているが、ユーロ導入の前後で巨大な金融統合が増加したことで、ユーロ導入自体が独立的に、金融機関経営に影響を与えた可能性もある。

ただし、ユーロ通貨統合のインパクトは、金融システムを構成する部分ごとに影響度が異なっており、様々な影響ルートがある。

例えば、ユーロ導入で即座に市場統合されたのはマネーマーケット（短期金融市場）だが、そのことは、それまで通貨別に存在していたマネーマーケットで地位の大きさによる優位性を享受していたいくつかの金融機関に対して収益

上の悪影響を与え、結果的に再編につながった可能性もある。また事業法人の財務活動上も、それぞれの通貨ごとにコルレス先を確保する必要がなくなる一方、ユーロ通貨での資金繰り規模が拡大し、事業法人の資金繰りニーズに応えるためにも金融機関サイドも巨大化する必要があったという面もある。

またユーロ導入はより統合された巨大な資本市場を生み出したが、そのことは機関投資家等では特に、規模を拡大することを通じて売上増を図る余地が生じたこと、コスト面からもスケールメリットの生かせる余地が生じたこと、ユーロエリア全体でのリスク分散のメリットを生かすためにもある程度の規模が必要になること、等を通じて金融機関統合に影響を与えたことが考えられる。

ユーロ導入による資本市場統合の影響については、ユーロ内のアセットアロケーションの基本がカントリーアロケーションからセクター（産業）アロケーションに変化したことで、より多くの企業アナリストの必要性が生じ、それが規模の経済性を高めている面があることや、政府債市場が統合化されたことで、これまで各国の政府債中心にポートフォリオを組んでいた金融機関は収入減から新たなリストラを迫られたことが再編につながっている点等様々なルートを通じてユーロ圏の金融再編に影響を与えているといえる。

金融統合の成果は？

このように、技術進歩や規制緩和等の要因を背景にして急速に進んだ金融機関の巨大統合だが、その成果はどうか。レポートでは、「金融統合が効率性、競争環境、クレジットフロー（中小企業への資金フロー）に与えた影響」として分析している。ここでは効率性に与えた影

響を中心に概観する。

G10レポートでは金融統合の効率化への影響について、商業銀行、投資銀行、資産運用会社、保険会社と業種を分けて検討している。まず商業銀行については、その資産規模と経営指標（収益性、コスト効率性）の関係をみると、ある程度の規模までは経費率が低下する傾向（特に欧米）がみられるものの、資産規模500億ドル超の銀行ではコスト比率が高まっている。ただ一方で収益率は規模が拡大する程高まっているから、結果的に大規模銀行ではコスト率の高さを資本の効率的利用で補っており、それを可能にしているのは（資本に負担の小さい）非金利収入のウエイト増大と規模拡大による資産のリスク分散効果であるとしている。（表4）

表4 商業銀行の規模と経営 (%)

地域	経営指標	50億ドル未満 平均	50～200億ドル 平均	200～500億ドル 平均	500億ドル超 平均
欧州	非金利収入比率	19.2	24.6	20.2	30.8
	経費率	63.1	61.6	55.6	65.5
	ROE	7.1	7.4	7.2	8.2
北米	非金利収入比率	21.5	29.2	28.2	53.4
	経費率	60.9	59.8	55.4	67.8
	ROE	11.2	13.5	13.5	14.1
日本	非金利収入比率	0.4	9.2	8.9	30.3
	経費率	76.9	69.5	67.9	60.4
	ROE	1.3	0.1	0.5	3.2

資料 表1と同じ

(注) ROE以外の経営指標は、粗収入に対する比率。1994 - 97年の平均。

次いで、経営効率性という観点から、規模別に区分した中での経営指標のばらつき度合いを計測すると、北米を中心に、特に規模の小さい銀行間で経営内容の良い銀行と悪い銀行の差が大きく、小規模銀行には経営効率改善の余地が大である銀行が多いことが示されている（表5）。

表5 商業銀行の経営指標の規模別分布 (%)

地域	経営指標	50億ドル未満		50～200億ドル		200～500億ドル		500億ドル超	
		上位1/4	下位1/4	上位1/4	下位1/4	上位1/4	下位1/4	上位1/4	下位1/4
欧州	非金利収入比率	23.7	14.2	32.1	15.1	31.9	13.3	37.3	23.9
	経費率	57.5	68.7	53.4	70.4	34.4	69.3	58	73.8
	ROE	8.8	5.4	9.7	4.7	9	5.6	9.9	4.8
北米	非金利収入比率	26.2	25.3	34.2	24.4	35.7	22.6	74.5	38.1
	経費率	55.1	65.7	55.5	64.5	55.2	64.5	63.6	74.1
	ROE	15.2	7.7	17.4	10.1	16.5	11.2	15.5	13
日本	非金利収入比率	13.6	3.5	11.2	7	9.8	7.3	41.3	24.9
	経費率	68.2	75.8	66.8	72.2	63.1	71.3	55.8	64.7
	ROE	3.2	-9.8	3.6	-4	3.7	-0.3	-2	-4.3

資料 表1と同じ

(注) 表4と同じ

一方、大規模銀行では北米では明確なように、非金利収入比率やコスト比率では大きな相違がみられる(個別銀行ごとの業務には特色がある)ものの、ROE等の利益効率性の点からは差が小さい。これはホールセール市場では、効率性の低い銀行は業務が難しいというディシプリンの厳しさを示すものといえる。

これまで行われてきた研究の成果からはM&Aの効果として、まずコスト削減効果については明確な改善をしめす事実ほとんど無いものの、近年のデータを取り入れた研究の中には若干のコスト効果を指摘するものもある。欧州では人件費削減が難しいことを中心に、コスト削減効果は小さいとの見方が一般的。一方で収益増加効果は、米国の銀行では、リスク分散効果を中心に収益改善効果がみられるとの結果となっており、特に州際業務規制によって州内に偏ったポートをもった銀行では規制緩和後のM&Aで資産ポートの多様化を図ったことが、収益改善につながった。資産分散によってリスクを削減できた分だけ追加的にリスクをとれることが収益改善に結び付いている。欧州では効率性の高い銀行が低い銀行を買収するケースが多く、経営効率改善で全体の効率性が高まる効果はあるものの、その効果はさほど大きくないとの見方が多い。

規模の経済性や範囲の経済性に関してこれまでの研究結果は、規模の経済性が観測されるのは、資産規模で100億ドル程度までであり、それ以上の規模になると組織が複雑になることによるマネジメント困難等の規模の不経済が生ずるとというのが一般的な見方であり、この結論は国が違っていてもあてはまるとされていた。しかし、これまでの結論は主に1980年代から90年代初めまでのデータに基づくものであり、近年の技術変化や固定費負担増加等により、規模

の経済性が、より大きな銀行に関しても成り立つ方向に変化しつつある可能性がある。

範囲の経済性・クロスセル効果に関しては、単一金融商品を販売している銀行との比較が必要になり（そのような銀行が実際には無いこともあって）、実証的にはその存在を示すことが難しい。欧州ではユニバーサルバンクの方がクロスセル効果で効率的ということを示す強固な証拠は無いが、今後ユーロ通貨統合の中で、専門銀行とユニバーサルバンクとの本格的な競合が生じ、範囲の経済性についても検証が可能になるものとみられる。

いずれにせよ、巨大金融統合による規模の経済性、範囲の経済性を支持する明確なデータは今のところ無いが、技術変化や市場構造の変化が、これまでの見方を時代遅れのものにする可能性もある。

大規模統合が株価にどう反映されるかという観点については、米国銀行については、統合による市場での地位上昇、リスク分散効果等から合併銀行の株価時価総額は合併前の銀行株価時価総額よりも大きくなるという見方もあるが、一般的には合併だけではさほど重大な株主価値の増大を生むとはみられず、合併前後の株価パターンにも一定のものは無いようだ。

投資銀行（証券）業、資産運用会社関連の統合と効率性

次いで投資銀行（証券）業については、M&A等に対する直接的な効果の分析は少なく、コンセンサスを得るには至っていない。証券業務における規模の経済性や範囲の経済性についての既存研究では、規模の経済性が観測されるのは、粗収入で1400～3600万ドルレベルまで、資産規模で4000万ドル、株式時価総額で400万ドル程度の規模までで、それ以上の規模の企業

に関しては、規模の不経済がみられるとする。範囲の経済性においても同様に、小さく専門性の高い証券会社においては範囲の経済性が認められるが、大規模で多様な商品を扱っている企業については範囲の経済性は重要ではないというのがこれまでの結論である。ただし、これらの結果も最近のデータに基づくものではないため、再検証が必要で、結論が変わる可能性があるとする。

資産運用会社（ミューチャルファンド等）関連のM&A増加の背景には、インターネットを利用した24時間トレード等へのニーズや、便利なone-stop-shoppingを望む顧客ニーズがある。投信の規模とそのフィーの間には、さほど強い関連性は見出せないが、米国では投信のフィーは概して低く、規模拡大につれて緩やかに低下する傾向があり、緩やかな規模の経済性の存在が示唆される。投信ビジネスにおける規模や範囲の経済性について、既存研究では、まず、80年代～90年代にファンドの内容が複雑なものになるにつれて、リスクマネジメントの費用等は増加したが、ファンドの運営費用は規模拡大とともに相対的に低下。特にファンドの資産規模増加が口座数の比例的増加につながらない場合（1口座当りの運用金額が大きくなる場合）は、ファンドの運営費用は低下。一般的には投信の運営費用は規模が大きくなればなるだけ低下。50億ドル超のファンドでは運営費用は0.7%に過ぎないとの見方もある。投信に関する範囲の経済性についても、ある程度その存在を示す事実がある。実際にも投信は銀行の窓口で販売されている等、クロスセルも多い。

まとめれば、証券会社や投信会社については、統合の効果は実証研究不足だが、規模の経済性や範囲の経済性については、ある程度の規模ま

では確認できるということである。

保険会社における統合と効率性

保険会社はこれまで強い規制の下にあり、このことが金融統合の障害になっていた。しかしながら国内市場に関しては、データからみて規模の経済性実現の余地や、他の金融商品との間で範囲の経済性の余地があるとみられる。

保険会社（生命保険とそれ以外）の規模別の経営指標によれば（表6）規模が拡大するとともに管理費用比率は低下しROEが上昇するという比較的明瞭な関係が分かる。

表6 保険業の規模と経営 (%)

		生命保険（資産規模別）		
地域	経営指標	5億ドル未満 平均値	5～20億ドル 平均値	20億ドル超 平均値
欧州	管理費率	8.6	5.0	4.4
	ROE	1.3	10.6	11.8
北米	管理費率	16.2	14.0	10.9
	ROE	3.4	10.6	13.0
		生命保険以外の保険（資産規模別）		
地域	経営指標	1億ドル未満 平均値	1～5億ドル 平均値	5億ドル超 平均値
欧州	管理費率	16.6	10.8	7.8
	ROE	7.2	9.3	11.2
北米	管理費率	17.9	15.9	15.5
	ROE	7.2	9.2	9.5

資料 表1と同じ
 (注) 管理費比率は純保険料収入に対する比率。1994 - 97年の平均。

同一規模の中での経営効率の差を示す規模別の上位、下位の経営指標格差に関しては、コストや収益性の格差が極めて大きいこと、つまり規制緩和による経営統合が全体の効率性を高める余地の大きいことを示す（表7）。

表7 保険業の経営指標の規模別にみた分布 (%)

		生命保険（資産規模別）					
地域	経営指標	5億ドル未満		5～20億ドル		20億ドル超	
		上位1/4	下位1/4	上位1/4	下位1/4	上位1/4	下位1/4
欧州	管理費率	3.4	12.9	2.5	6.7	3.0	5.6
	ROE	6.7	0.0	13.9	6.2	16.2	6.7
北米	管理費率	10.8	20.6	8.9	17.8	6.5	15.2
	ROE	10.6	0.0	14.7	6.6	17.3	9.1
		生命保険以外の保険（資産規模別）					
地域	経営指標	1億ドル未満		1～5億ドル		5億ドル超	
		上位1/4	下位1/4	上位1/4	下位1/4	上位1/4	下位1/4
欧州	管理費率	10.0	23.2	4.4	16.1	1.8	12.7
	ROE	13.3	0.0	13.2	5.2	14.8	8.2
北米	管理費率	13.3	22.2	12.7	18.2	12.5	18.5
	ROE	10.1	4.4	12.9	5.5	12.5	6.1

資料 表1と同じ
 (注) 表6と同じ

保険会社における規模や範囲の経済性について、これまでの研究では効率性に関しては国によって相当差があるが、平均的には米国の保険会社がOECD諸国の中では効率的であること、特に米国の生命保険以外の保険会社は、ベストプラクティスの80～90%の効率性が認められること、一方で米国の生命保険会社の非効率性のレベルは30～50%（3割～5割程度非効率）とされている。

その他の国については、フランス・ベルギーでベストプラクティスの5割程度、ドイツでは50%強、イギリスがそれを若干上回る程度とされる。今後は規制緩和の中で非効率ギャップの縮小が見込まれる。

ただ、保険会社の規模や範囲の経済性についてこれまでの諸研究では、生命保険については資産規模150億ドル程度までは規模の経済性が認められるというのが大方の結論。欧州ではより複雑ではあるものの、規模の経済性や範囲の経済性を支持する結果が多い。

範囲の経済性については、生命保険や特定の保険に特化している企業や一方で総合的に提供している保険会社もあるため、特にどの戦略が有利とはいえない状況。

今後はともかく、これまでの研究によれば、保険業界でも（銀行同様）比較的小さな規模では規模の経済性も働くものの、大規模合併では規模の経済性を支持するような結果は乏しいとされる。

「狙い」と現実の差をどう理解するか

このように、金融統合の主体者による「狙い」と実際のデータから確認される現実との差は（これまでのところ）大きい。レポートではその違いの要因として、一つには当事者と分析者との間で評価の基準（ベンチマーク）が違う等

の技術的な原因も考えられるが、それ以上に、技術革新の影響が短期的には顕在化しないが中長期的に大きな影響を持つ可能性を指摘している。

例えば支払い手段に関する技術進歩やインターネットバンク等は、当初の投資負担に耐えて収益先送りの可能な大規模機関がその利益を確保しうる立場になること、それを通じて多様な資産負債構成を保持できる大規模機関はリスクマネジメント上も利益を得られること、投信販売業務は次第にブランド力、宣伝力、販売チャネルの充実度等に影響されるようになること、リスクマネジメント等の分野では大規模機関でないと技術革新の成果を収益化することが難しいこと等、規模による経営格差を拡大させるような要因が、情報通信技術革新自体に内包されている面があると

する。ただ事態は複雑であり、大規模企業間の競争の結果、新技術を取り込んだシステムの利用コストが低下することで、アウトソースの手法を利用すれば中小金融機関でも低コストで充実したサービス提供が可能になり、必ずしも規模の大きいことが、収益性の高さを意味するものにはならない面もあるとする。

金融業の組織は今後どうなるか

レポートでは、金融機関の組織形態の今後について、以下の3つのシナリオ（どれか1つに集約されるというものではないが）を挙げている。第一に、ユニバーサル機関化の方向。過去数年の間に進行したような大規模統合が今後も行われ、金融機関だけでなく通信企業等も巻き込んだ形で、総合的な金融サービス提供機関が誕生するシナリオ。第二に、専門機関化の方向。金融機関の統合等は今後も進

むものの、ユニバーサルバンク化の方向ではなく、専門化の方向をたどるシナリオ。最適サイズ等は、その機関が業務を行う「市場」の規模によって左右される。第三に、分業化、専門化が更に進むケース（レポートでは contract banking としている）。これは金融商品ごとの製造セクションや、流通・販売等がそれぞれ専門化し、ほとんどの分野をアウトソースする業務スタイルである。この場合、金融機関の機能は様々なアウトソース先の中から取捨選択して契約を結ぶ（contract）だけになってしまう。このようなシナリオの可能性を先駆的に示すのはインターネットバンクで、ネットバンクでは自社サイトの作成、管理、セキュリティ確保、個人認証、提供商品としての個人向けの資産運用関連ソフト等は、それぞれの専門業者の中から選択して契約しているわけであり、従来のような「組織」は既に解体している。

以上は、G10レポートの一部を要約したもののだが、これまでの金融機関が「顧客情報」や「閉鎖的ネットワーク（従来の決済システム等）」を基盤にした企業であったが故に、現在生じている情報通信技術革新は、その組織形態や戦略のありかたを根本的に変化させるような影響度を持っている。日本でも4大金融グループが本格的なIT投資を開始し、その戦略方向によって、異業種も巻き込みつつ、更に金融再編が進むことは想像に難くない。スケールメリットを生かすのが難しい地域金融機関では、コアビジネスでの差別化とともに、アウトソース戦略のあり方が個別に問われることになるといえよう。

（小野沢 康晴）

主要行との比較でみた信用金庫の収益構造

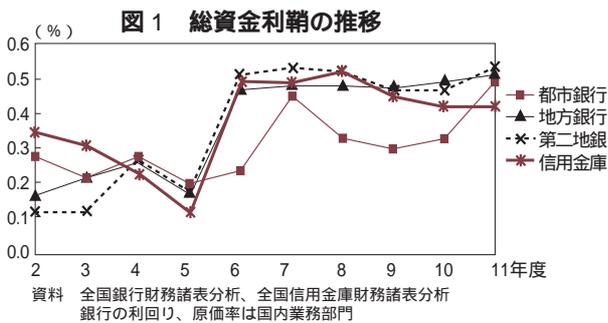
要 約

信用金庫を資金調達・運用の両面から都市銀行等の他業態と比較すると、収益構造の特徴が浮かび上がってくる。定期預金による調達が多きことと、経費に人件費が占める割合が大きいことにより、金利低下局面でも信用金庫の資金調達原価は下がりづらい。一方、運用面では、預貸率の悪化と総資金利鞘の低下という問題を抱えている。高いコストに見合った運用先を見出すことができ、かつコストダウンに成功した「身軽な」信用金庫が結果的に好業績をあげている。

総資金利鞘の現状

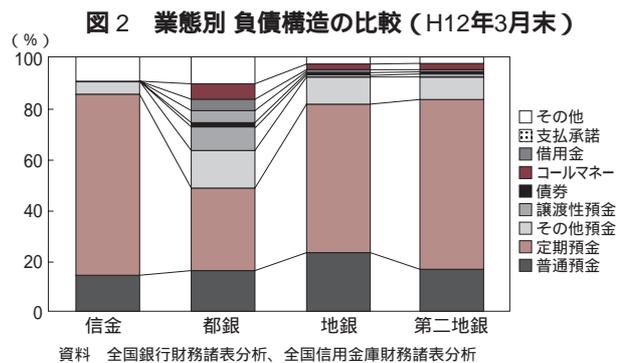
ここ10年程の総資金利鞘^(注)の推移を見てみると、多くの期間で信金は都銀や地銀を上回っているが、直近では都銀が0.49%、地銀が0.51%となっているのに対し、信金が0.42%と逆転されている(図1)。

(注) 資金運用利回り = 資金運用収益 / 資金運用勘定計平残
 資金調達原価率 = (資金調達費用 - 金銭の信託運用見合い費用 + 経費) / 資金調達勘定計平残
 総資金利鞘 = 資金運用利回り - 資金調達原価率



調達の特徴

信用金庫の資金は、9割以上が預金により調達されており、譲渡性預金やコールマネー等、



平成12年3月末を前年同期と比較すると、資金運用利回りが信金で2.72%から2.50%と0.22%低下したのに対し、都銀では2.17%から2.05%と0.12%の低下幅にとどまっている。しかし、資金調達原価率をみると都銀では、主に市場金利の低下とコスト削減により、1.84%から1.56%と0.28%も低下しているのに対し、信金では2.30%から2.08%と0.22%の低下幅にとどまっている。

このような状況のもと、信金の資金調達と運用、それぞれの側面から、その収益構造を特徴付けたい。

図3 無担コールO/N - 定期預金金利 (自由金利型、総合)



市場調達も含めた多様な資金調達を行なう都銀とは、負債構成が異なっている（図2）。そのため、マーケット金利急騰時に調達コストが跳ね上がるリスクが少ない代わりに、最近のゼロ金利政策の恩恵も都銀ほどは受けていない。

日銀の低め誘導やゼロ金利政策により、特に定期預金による資金調達は、ここ数年割高なものになっている（図3）。負債全体のうち、定期預金の占める割合は、都銀では33%であるのに対し、信金では75%に達しており、これが低金利環境下でも、調達コストを下がりづらくしている。

さらに、投入労働コストの収益性をみると、他業態に比べて経常収益に占める人件費の比率が高いことが特徴としてあげられる（図4）。とりわけ近年では、経営健全化計画でリストラ策を表明した大手行が急激なコスト削減を進めているため、その格差は拡大傾向にある。

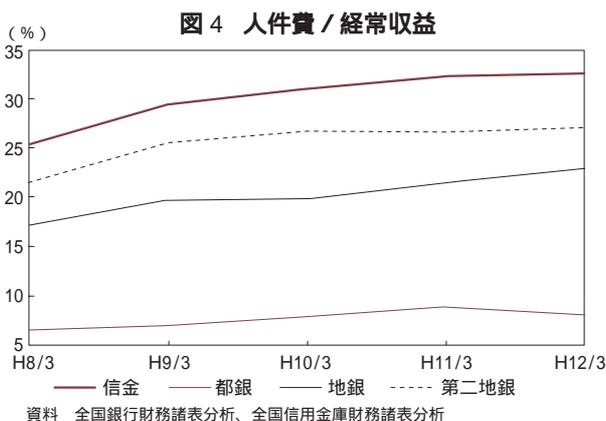
戦略を取るならば、資金調達コストは、相対的に割高なものとなるだろう。

運用の特徴

他の金融機関と同様に、信用金庫の資金運用利回りも低下している。この要因としては、有価証券に比べ運用利回りの高い貸出金が減少していることと、貸出金利回りの低下、等があげられる。

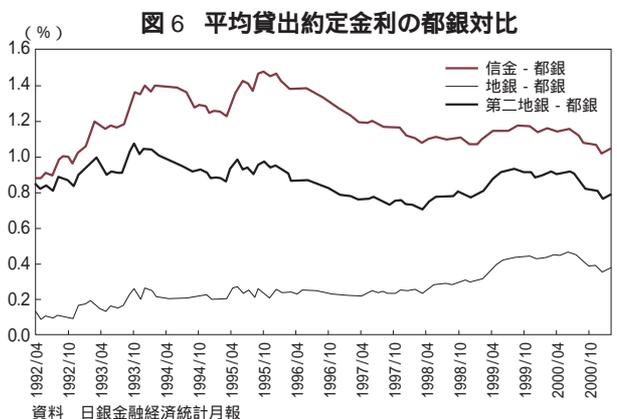
信金の預貸率は、12年3月末には期末として初めて7割を下回った（図5）。これには、不良債権処理の実施に加えて、優良中小企業の需資低迷により貸出が減少していることや、他業態との競合が激化していることが背景にあると思われる。

11年3月末に公的資金の注入を受けた主要行は、金融再生委員会に提示した「経営健全化計画」において、中小企業向け貸出残高増加の目



信金の経費のうち、人件費は6割以上を占めており、都銀が4割程度であることを勘案すると、この多寡が収益性に与える影響は大きい。一般的に低賃金である地方ではまだしも、優秀な人材を確保するために他業態とのバランスに配慮した賃金を提示する必要がある首都圏では、収益の圧迫要因になっていると思われる。

信用金庫の最大の武器は、職員によるフェイス・トゥ・フェイスの地域密着型営業である。今後も、顧客との対面営業で接触機会を高める



標を掲げ、達成に向けて積極的に量的拡大に取り組んだ。また、住宅ローンは、特に地銀の積極的な伸びが目立っており、メガバンクも誕生にあたっての重点取組業務として、大企業取引よりも厚い利鞘が期待できるリテール（個人）ミドル（中堅・中小企業）取引を拡大する計画を表明している。このような競争激化は、貸出金利を低下させる要因にもなっている。

こうした事情を反映して、日銀金融経済統計月報のデータで、都銀と信金の貸出約定金利を比較すると（図6）、近年両者の格差は縮小しており、信金は個人向け貸出が多いにもかかわらず、都銀を約1%上回っているにすぎない。オーバーバンキングの中では適正なプライシングは難しく、今後も都銀の中小・個人取引の拡大戦略が続けば、利鞘の差は縮小していくと思われる。また、市場金利低下の影響を受けた金利低下スピーが、信金は都銀に遅行しており、これも格差縮小の要因であろう。

信用金庫の貸出先の内訳をみると、個人以外では、建設・不動産・卸小売・サービス業向けの合計が貸出残高の半分以上を占めており（図7）、構造不況業種向けが比較的多いといえる。地方の公共工事減少や、地元商店街の衰退により、中小非製造業を取り巻く環境は厳しく、信用リスクは相対的に高まっている。また、製造業についても大企業の合理化や地場産業衰退の影響を受けており、優良貸出先の確保は厳しい。さらに、今後は都銀の不良債権処理の促進、特

図7 業態別貸出金の比較（H12/3）

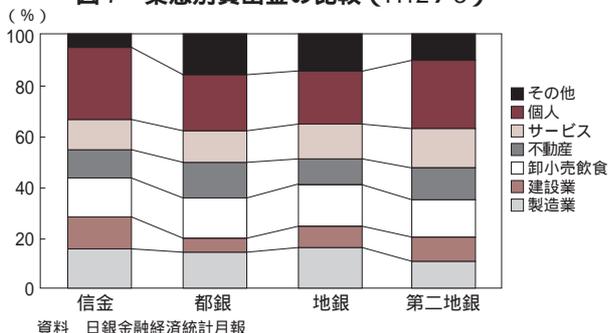


図8 有価証券の内訳（H12/3）

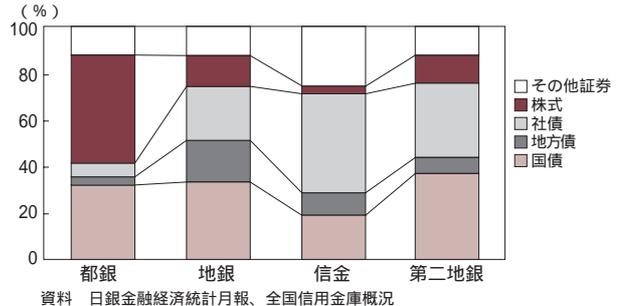
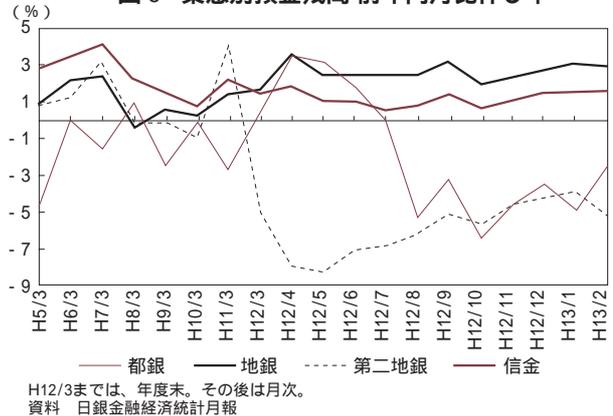


図9 業態別預金残高 前年同月比伸び率



に直接償却の影響からも無関係ではいられないであろう。

信用金庫の調達資金のうち、貸出にまわらない余裕資金は、主に有価証券と信金中金への預け金で運用される。有価証券は債券が多く、株式は少ない（図8）。信金中金は信用金庫からの預け金金額に制限を課さない代わりに、金利上乘せもしないという、リスクの少ない運用をしている。そのため、預け金は、原則市中金利と同条件で運用されており、有価証券よりも高い利回りを還元することはない。

第二地銀や信組に比べて、比較的信用不安が少ない信金へは、最近でも預金の流入が続いている（図9）。しかし、コストの高い資金を集めても、それに見合った運用先が見出せない環境においては、預金の量的拡大に注力するという戦略は見直さざるを得ないだろう。

収益構造の課題

このような、B/Sや利鞘の特徴を踏まえて、信用金庫にはどのような強みがあるのだろうか。

まずは、株式保有残高が少ないことで、収益変動リスクの少なさがあげられる。取引先企業と株式の持合を行ってきた大手行に比べて、含み益を享受することがなかった反面、最近では持合い解消や含み損処理の負担も少ないという結果を生んでいる。

もちろん、地域金融機関共通の問題として、金融商品の理解不足が損失を招いたケースもあるが、全体としてみれば、比較的堅実な運用をしていると言える。しかし、預貸率が低下していく中で、ローリスク・ローリターンでの運用だけで収益を確保できるかは課題であろう。

また、規模が小さいことは、限定された顧客にターゲットを絞った独自の戦略を打ち出すことを可能としている。巣鴨信金は、とげぬき地蔵尊参拝客向けに、本店内を「おもてなし処」として開放したり、年金の完全無料宅配サービス、お地蔵さんをイメージしたユニークなATM設置等、その独自性で注目されている。八光信金は、職員により構成される「お笑い研究会」が地域の老人ホーム等に慰問活動を行な

い、地域貢献で注目されている。これらの地域密着型のサービスはマスコミ等でも報道されることが多く、イメージアップに役立っている。

信用金庫のような協同組織金融機関は、株価の上昇を期待する株主の圧力からまぬがれることができ、無理な収益拡大策を強いられることが少ない。しかし一方では、資本効率性の向上に取組む厳しさに欠けるというデメリットにもなる。

好業績をあげている信用金庫は、高コスト資金に見合った運用先を確保するという基本が守られている。例えば、収益性が高い優良信金の一つである高知信金は、個人向け貸出比率が63.7%と全国の信金の中で一番高い。また、人件費等を抑制していることも大きな強みとなっている。

ここ数年、信用金庫は、合併による再編を進めている（金融市場12年12月号参照）。しかし、規模の拡大を追求せず、不良債権処理や固定費の負担が小さい「身軽な」組織に優良信金が見られる。きめ細かいサービスを期待する顧客に対し、いかに安いコストでフェイス・トゥ・フェイスな関係を築けるような戦略を打ち出せるかが、課題であろう。

（萩尾 美帆）

高知信金と他信金の比較（H12/3）

（百万円、%）

	高知信金	都内の個人向け貸出がやや多い信金	首都圏の中小企業取引に強い信金	地方の個人向け貸出が少ない信金	信用金庫合計
貸出金a	159,830	166,557	954,164	155,858	66,517,212
貸出金利息b	9,210	4,908	26,054	4,701	1,945,797
貸出金利回りb/a	5.76%	2.95%	2.73%	3.02%	2.93%
個人向け貸出比率	63.7%	43.6%	28.5%	16.4%	28.4%
預金積金c	245,415	281,343	1,306,246	331,187	99,548,630
預貸率a/c	65.1%	59.2%	73.0%	47.1%	66.8%
総資産	347,756	305,572	1,459,571	355,791	109,330,043
経常収益	18,722	8,714	37,204	9,556	3,080,627
経常費用	12,758	8,580	32,035	8,471	2,899,736
経費	4,937	5,539	20,494	5,257	1,642,107
（うち人件費）	2,529	3,581	12,423	3,455	1,013,678
経常利益	5,964	134	5,169	1,086	180,891
経常利益 / 総資産	1.71%	0.04%	0.35%	0.31%	0.17%
人件費 / 経常利益	13.5%	41.1%	33.4%	36.2%	32.9%
人件費 / 経費	51.2%	64.7%	60.6%	65.7%	61.7%
常勤役員職数	375	455	1,337	548	141,000
一人当り経常利益	15.90	0.29	3.87	1.98	1.28
一人当り人件費	6.74	7.87	9.29	6.30	7.19

資料 全国信用金庫財務諸表、全国信用金庫財務諸表分析
金融ジャーナル2001年5月号