ルック・ウェスト

理事長　堤　英隆

ルック・イースト政策。云うまでもなく、２２年間マレーシアの首相の座にあったマハティールが、１９８１年に首相に就任して打ち出した政策である。英国による植民地支配を受け、その後も少数派の華僑に経済の実権を握られ続けている多数派のマレー人を鼓舞して、西洋列強の中でアジアで唯一飛躍的な経済発展を遂げた日本を身近なお手本として、マレー人の自立と貧困からの脱却、経済発展の実現を呼びかけたものである。従って「ルック・イースト（日本に学べ）」政策と表現される。

最近では、昨年インド首相に就任したシン首相が、戦火を交えたこともあるカシミールの帰属問題や中印国境問題を対話路線に乗せつつ、タイ、ＡＳＥＡＮ、中国等との緊密な経済連携を睨んだ「ルック・イースト」政策を強力に展開している。英オックスフォード大博士号を持つ著名なエコノミストでもある首相の狙いは明快である。

一方、日本は、極東の島国としての地理的特性を色濃く反映して、常にルック・ウエスト政策をとり、大陸との交易により栄えてきた。聖徳太子の遣隋使派遣やその後の遣唐使派遣を持ち出すまでもなく、様々な時代に様々なチャネルを通じて、仏教や漢字の導入を始め、政治制度、法制度、文化、工芸技術、食習慣に至るまで、大陸から先進的なものを取り入れて、そのベースの上に日本独自の文化、習慣を築きあげてきた。まさに、「ルック・ウエスト（大陸に学べ）」政策そのものであった。

戦後、日本は、太平洋のかなたに目を転じ（ルック・イースト）、アメリカとの間に政治、経済、安全保障上の強固な関係を構築し、例えば、経済面でアメリカは日本の圧倒的な貿易相手国となるなど日本の繁栄の機軸となってきたが、長い日本の歴史に照らせば、このルック・イースト政策は未だ日が浅いことは否めない。

このような中で、最近、ルック・ウエストへの回帰が見られる。今後大きなうねりとなることが予想される東アジア共同体構築に向け、第一回東アジアサミットが本年１２月に開催されることが決まった。経済面では、２００４年の貿易統計によると、日本の香港を含む対中貿易総額が２２兆円となり、対米貿易総額２０兆円を追い抜いて、初めて中国が日本の最大の貿易相手国となった。また、本年春先の中国での反日デモを契機に、投資集中リスクの分散も考慮しつつ、今後の高い成長と大きな市場規模への期待を背景として、ベトナムやインドへの直接投資拡大の動きが見られる。

こうした動向は、アジアが少なくとも今世紀前半、世界で最も成長する地域と見られていることからして必然的な流れであるが、その際、留意すべきは、長い歴史と独自の文化を持つ大陸や近隣の諸国に対し、単に市場規模の大きさや人件費・地価の安さといった投資先としての優位性の判断のみを突出させるのではなく、日本の伝統的な「ルック・ウエスト（大陸に学べ）」政策に立ち返って、巾の広い奥行きのある交流をしていくことが肝腎なことと思われる。

付言させてもらえば、当研究所は、本年度、政府の委託を受けて、ベトナムとインドについて、ＦＴＡ締結に向けて、その影響等広範囲な事項について調査分析することとなっている。アジアをめぐる急速な変化をしっかりと見据えて対応したいと考えている。

情勢判断

国内経済金融

原油高騰の間接効果で輸出再加速時期はやや後ズレへ

南　武志

要旨

与党圧勝によって小泉流「構造改革路線」は継続されるが、これまでの延長であり、短期的な景気動向への影響は特段考慮する必要はない。原油高騰による世界経済の成長スピードが減速することで輸出再加速の時期はやや後ズレするものの、民間最終需要が堅調に推移するため 06 年にかけて景気拡大が持続するとの見通しに変更はない。また、消費者物価も年内には前年比マイナス状態からの脱却が実現するとの予想が増えている。

マーケットでは、外国人投資家主導によって株高が進行したが、一方で長期金利は需給関係が安定していることもあり、概ね 1.3%台で推移。為替レート（対ドル）は米国の金融政策を巡る思惑に左右される展開となっている。

図表1. 金利・為替・株価の予想水準

項目＼年度／月		2005年 9月（実績）	2005年 12月（予想）	2006年 3月（予想）	2006年 6月（予想）	2006年 9月（予想）
無担保ｺｰﾙﾚｰﾄ翌日物	(%)	0.001	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01	0.001～0.01
TIBORユーロ円（3M）	(%)	0.0892	0.10～0.15	0.10～0.15	0.10～0.17	0.10～0.17
短期プライムレート	(%)	1.375	1.375	1.375	1.375	1.375
新発10年国債利回り	(%)	1.400	1.30～1.80	1.40～1.90	1.50～2.00	1.50～2.00
為替レート 対ドル	(円/ドル)	112.17	105～115	102～112	102～112	102～112
為替レート 対ﾕｰﾛ	(円/ﾕｰﾛ)	135.4	130～140	130～140	130～140	130～140
日経平均株価	(円)	13,393	13,200±500	13,300±500	13,500±500	13,250±500

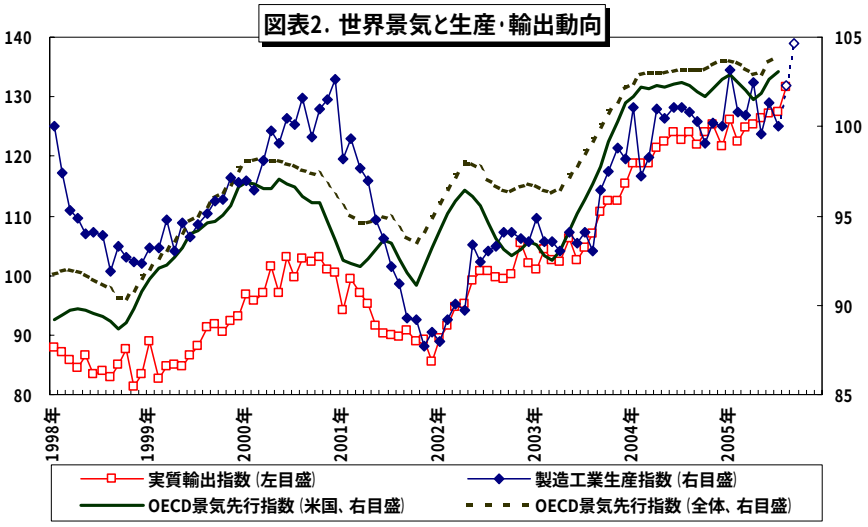
（資料）NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより農中総研作成
（注）実績は05年9月26日時点。

国内景気：現状・展望

郵政民営化を巡る国民投票的色彩の濃かった総選挙は、争点を民営化一点に絞り込んだ自民党が圧勝し、明確な対案を提示できなかった民主党は惨敗という結果に終わった。これにより、これまでの小泉流「構造改革路線」が継続されることになったが、これまでの路線の延長ということでもあり、景気動向への何らかの影響を考慮すべき性質のものでもないだろう。

なお、7 月分の経済指標は、好調だった 6 月分の反動といった面も見られ、総じて「良くない」結果であった。しかし、長めの視野で見れば、景気が拡大局面にあることを棄却するほどの悪さでもなく、かつ鉱工業生産・予測指数や 8 月の実質輸出などからは先行きの生産増が見込まれており、7 月の停滞は一時的と判断される。

また、5 日に発表された 4～6 月期法人企業統計季報によれば、全規模・全産業ベースの経常利益は過去最高益を更新していることが明らかになった。世界的に経済成長が持続する中、過去数年間に実施した徹底したリストラ努力の甲斐もあって本邦企業の経営体力は復活している。また、設備投資も更新需要が中心ではあるが、堅調に推移していることも判明。と同時に、15 日に発表された 4～6 月期の資金循環統計から



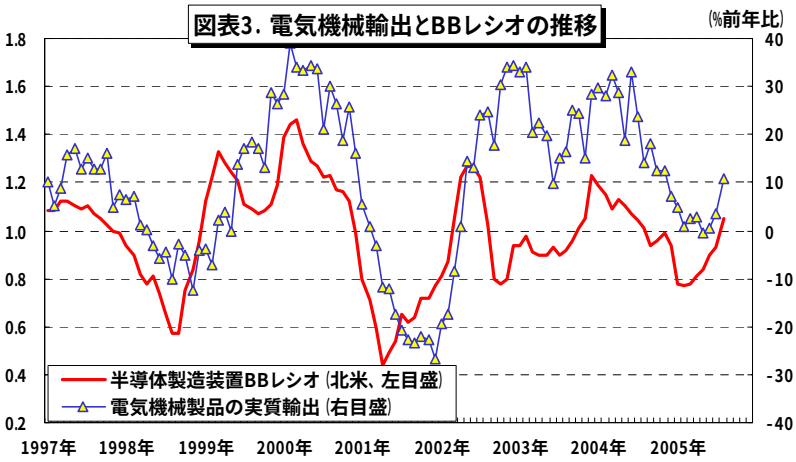
（資料）日本銀行、経済産業省、OECD　（注）実質輸出、製造工業生産は2000年基準

は法人部門の貯蓄超過（対名目 GDP 比率）が縮小方向に向かっていることが観察されている。企業部門の貯蓄投資バランスは投資超過であるのが本来の姿であることを考慮すると、依然としてその姿には程遠い感もあるが、今後、法人部門の「金余り」の解消に向けてどのような動きが見られるのか注視していく必要があるだろう。

上記の法季を受けて発表された 05 年 4～6 月期 GDP 第二次速報（2 次 QE）によれば、実質成長率は前期比+0.8％（同年率換算+3.3%）となり、1 次 QE（前期比+0.3%）から大きく上方修正されている。内容的には、民間消費・民間設備投資といった民間最終需要に加え、輸出増が成長を牽引しており、いわばバランスの取れた経済成長を達成していると言っても差し支えないだろう。

先行きについては、後掲『改訂 2005・2006 年度経済見通し』で示しているが、8 月の 1 次 QE 公表時点から 05 年度成長率見通しを小幅ながら上方修正した（+2.1 % → +2.2%）。概要としては、民需の自律的回復プロセスは日本経済の景気拡大を息の長いものにすると考えられ、06 年にかけて潜在成長力を上回る景気拡大局面が続くと見込んでいる。ただし、米国でのハリケーン被害が年度下期の原油価格高止まりをほぼ決定的なものとしたことから、05 年末にかけて世界経済・貿易の伸びが一時的に減速する可能性が高い。この結果、日本からの輸出も事前想定よりはやや鈍化するのは否めない。

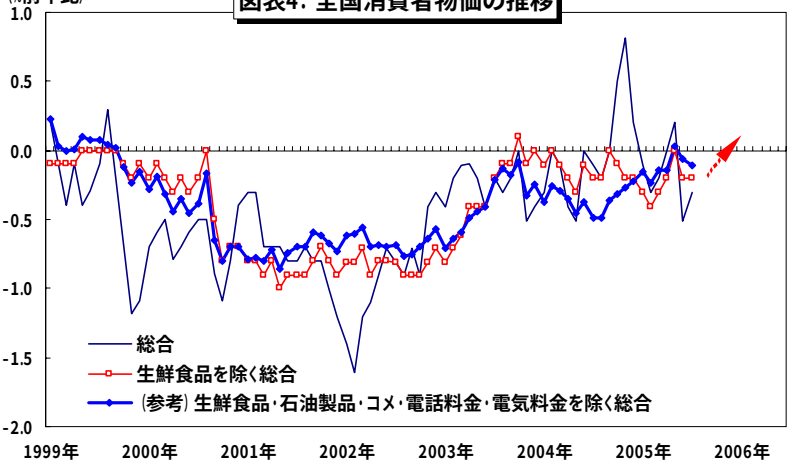
物価に関しては、原油高騰が全体を牽引する構図が続いている。国内企業物価ベースでは素原材料、中間財に加え、消費財（国内品）もようやく前年比プラスに転じており、川上から川下方向への価格波及が始まりつつあるように見受けられる。また、消



（資料）財務省、日本銀行、国際半導体製造装置協会
（注）電気機械製品の実質輸出は、名目額（財務省）を輸出物価（日銀）で除して作成

費者物価ベースでも、当初一時的と見られていた石油製品高騰が半恒久的なものに変化してきた上、原油高騰に伴う燃料費調整制度により電気料金が10月以降に値上げされることが確実である他、この1年間は物価押し下げに寄与してきたコメ要因が10月以降に、更に電話基本料金引下げ効果は年明け後にそれぞれ剥落することもあり、早ければ05年末までには消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）の前年比マイナス状態に終止符が打たれるとの見方が増え始めている。このように、物価指数の面での「デフレ状態」からの脱却は目前に迫りつつある。

図表4. 全国消費者物価の推移



(資料) 総務省「消費者物価指数」を用いて農林中金総合研究所が作成

金融政策の動向・見通し

前述のように、消費者物価上昇率の見通しが水面上に浮上してきたこともあり、量的緩和政策が「いつ」「どのように」解除されるのかに関する思惑が高まっている。9月中旬には複数の政策委員が講演等を通じて、量的緩和政策からの転換についての意見を表明している。

一方で、量的緩和政策解除の思惑が高まると金利先高観が醸成されることから、今のうちにほぼゼロ金利で資金調達しようというインセンティブが働いて、資金供給オペレーションに対する応札需要が回復する、といったような本来あるべき姿と相反する事態も発生している。この結果、札割れの事態は回避されている。

基本的には現行政策の変更時期については、消費者物価（全国、生鮮食品を除く総合）へのコミットメントとの整合性を考慮すると06年4～6月期頃がそのタイミングになるとの見方に変更はない。06年8月には消費者物価指数の基準年改訂が実施予定であり、その際には上昇率が圧縮される可能性が高い(注1)が、その影響を事前に考慮することはないと見る。

また、その手法としては「量的目標の逐次引き下げ」か「ゼロ金利政策という金利目標への復帰」が候補として挙げられるが、金融政策の正常化に伴って超過準備保有ニーズが一気に減退すれば、引き下げられた残高目標自体を達成できる保証はない。それゆえ、量的目標を金利目標に変更し、当預残高は自然に所要準備残高（4.5兆円強）＋α程度まで減少していくのを黙認する可能性も考えられる。いずれにせよ、06年度についてはマネタリーベースの減少は不可避であるが、政策効果の非対称性にも留意し、景気やマーケットに無用の混乱を与えないかどうか、十分に見極める必要があるだろう。

（注1）現行の2000年基準への改訂時には前年比

変化率が約 0.2%pt 下方修正されている。

市場動向:現状・見通し・注目点

景気回復の継続・小泉続投による構造改革路線維持ということから株式市場は活況を呈したが、長期金利は安定した需給環境から 10 年国債利回りは概ね 1.3%台で推移。為替レートも対ドル・対ユーロとも方向感が乏しい展開となった。以下、各市場の現状・見通し・注目点について述べてみたい。

①債券市場

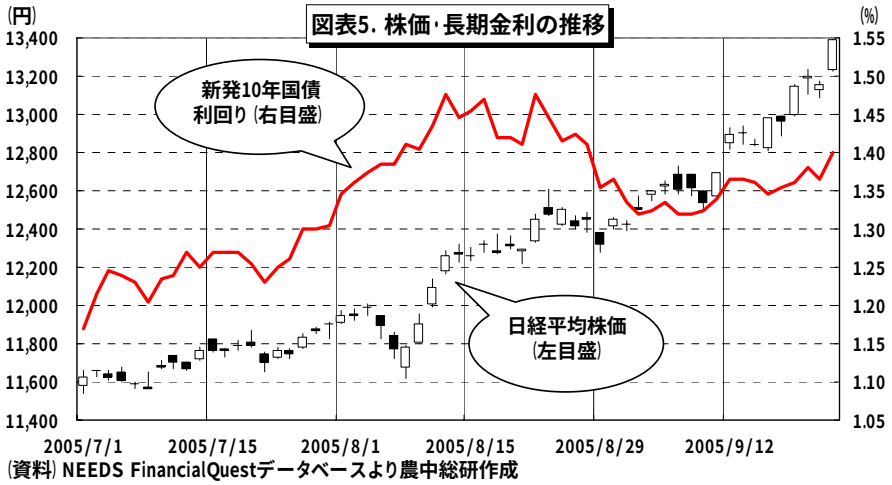
8 月中～下旬にかけて、景気踊り場からの脱却期待が強まる中で長期金利は強含む展開となり、10 年国債利回りは一時 1.485%まで上昇した。しかし、その後は 9 月を控えて、投資家のポートフォリオからは今となっては高いクーポンの債券が大量に償還されていくため、消去法的ながらも買わざるを得ない面が、需給を安定的なものにした。さらに、米ハリケーン被害を受けて原油が高騰、その余波から米国の景気減速懸念が浮上し、米長期金利が再び低下するということも、国内長期金利の低下に寄与したものと思われる。その結果、9 月に入ってからは概ね 1.3%台での推移となっている。ただし、中短期ゾーンは量的緩和政策の解除がどうやらカウントダウンに入っているとの思惑もあり、長期～超長期ゾーンに比べて利回りの上昇が目立つ。

なお、マクロ経済面では先行きも景気拡大が続き、デフレ脱却まであと少しという地点まで辿り着いたことから近い将来の金融政策正常化が予想されている割に金利水準としては低いままである。これについては、原油高を背景にしたオイルマネーが流入している可能性を指摘する向きもある。

今後の展開としては、先行きの景気回復継続期待から長期金利には上昇圧力がかかることが見込まれるものの、物価上昇率という面ではディスインフレ状態が続くことが想定されるため、量的緩和政策後もしばらくは政策金利のゼロ金利状態は続くと思われ、長期金利の上昇幅は限定的との見方に変更はない。05 年度後半にかけて徐々に水準を切上げ、1%台後半を中心レンジとする展開になると予想している。

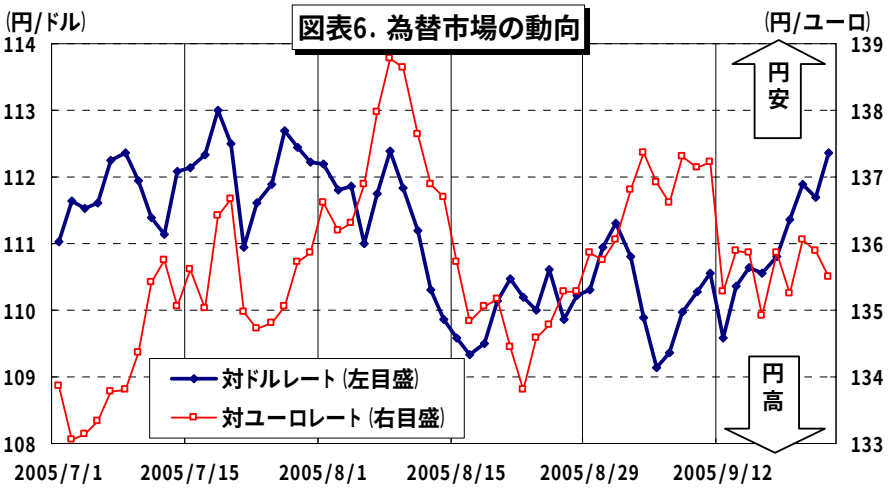
②株式市場

外国人投資家は選挙結果を見る前から、小泉政権継続を確信し、構造改革進展への期待感から日本の株式市場への資金流入を積極化していた。選挙後はその勢いが増幅しており、日経平均株価は 4 年 3 ヶ月ぶりに 13,000 円台を回復している。



図表5. 株価・長期金利の推移

(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより農中総研作成



(資料) NEEDS FinancialQuestデータベースより農中総研作成

基本的には比較的良好な内外経済環境が持続する中では、企業業績も堅調に推移することが見込まれ、かつ「構造改革」進展の期待も根強いことから、これまで敬遠され割安感の高かった内需関連の低位大型株などへの投資が相場全体を牽引している。一方、ハイテクなど輸出関連の「国際優良銘柄」はそもそも外国人投資家の保有比率が高いこともあり出遅れ感もあるが、半導体製造装置の BB レシオが 1 を超える（図表 3）など、半導体市場では調整が終了していること、今後は欧州・アジアなどでの PC・携帯電話などの需要増が見込まれること等から、先行き業績回復の足掛かりを掴めれば、徐々に物色の対象になってくると見られる。

なお、5 月中旬以降の一貫した上昇相場に対して、一部にはテクニカル的に過熱感のある業種・銘柄もあり、調整を余儀なくされる可能性もあるが、ファンダメンタルズ面を見る限り、来年央にかけて株価上昇傾向が続くと予想される。

③為替市場

8 月中旬以降、円の対ドルレートは 110 円／ドルを挟んでもみ合う展開が続いていたが、足許ではハリケーン襲来に伴うガソリン価格高騰を受けて米国でのインフレ懸念が再燃している。そのため、次回 FOMC（11 月 1 日開催）でも利上げ継続という予想が根強く、為替レートはややドル高方向に振れている。上述のように、日本経済のファンダメンタルズは堅調さを増しつつあり、海外から本邦株式市場への資金流入が続いている一方で、米国金融政策への思惑が為替変動を導きやすい状況となっている。

一方、対ユーロレートを見ると、18 日に実施されたドイツ総選挙の結果が与野党伯仲で、どの政党も過半数を獲得できなかったことで政治的リスクが高まり、9 月後半にかけてユーロは弱含んだ。

なお、先行きの為替レート（対ドル、対ユーロとも）は現状水準から大きくどちらかに動きことは想定しない。米国内で消費停滞が明確化すれば利上げ観測を冷まし、ドル高が一服する可能性もあるだろう。対ドルレートはこれまでと同様 110 円／ドル近辺を中心とする展開が続くと予想する。ユーロ圏経済も基調としては景気底入れが始まっており、日欧間の景況感・金利格差が発生しにくいことから円の対ユーロレートは 130 円／ユーロ台での展開が続くだろう。

（2005.9.26 現在）

海外経済金融

ハリケーン「カトリーナ」の影響と今後の米国金融政策

永井　敏彦

要旨

- **8月29日にルイジアナ州に上陸したハリケーン「カトリーナ」は、米国経済に大きな爪痕を残した。ニューオーリンズ市内の冠水による損害だけでなく、メキシコ湾岸地域での石油生産・精製施設の被害により、エネルギー価格が一段と高騰した。これに伴って、消費者心理が悪化し、景気減速が一段と明らかになった。**
- **ＦＲＢは9月20日のＦＯＭＣで、ＦＦレート誘導水準を0.25%引き上げ3.75%とした。今後ＦＲＢは、「カトリーナ」の影響による景気減速と、エネルギー価格高騰に伴うインフレ圧力高進のはざまで、利上げを継続するか休止するか、難しい選択を迫られる。**

ハリケーン「カトリーナ」の経済への影響

8月29日にハリケーン「カトリーナ」が、ルイジアナ州に上陸した。ハリケーンの勢力は五段階（カテゴリー1～５）に分類されるが、「カトリーナ」の勢力は最大級のカテゴリー５（風速が時速249㎞以上）であった。ルイジアナ州のニューオーリンズ市では堤防が決壊し、市内の約8割が冠水し、米国の天災としては歴史的な被害となる見通しである。「カトリーナ」の被害総額についてはまだ確定できるわけではないが、最大2,000億ドルに上るとみられている。これは過去最大の被害額を記録した「アンドリュー」（92年）の437億ドルをはるかに上回る。これにより、05年後半の実質経済成長率は0.5～1.0%押し下げるとみられている。「カトリーナ」の経済への影響は、三点に分けられる。

第一に、ルイジアナ州やミシシッピ州等被害を受けた地域の人々の雇用・所得が失われ、避難所での生活を余儀なくされることから消費が著しく制約されることである。週次統計である失業保険新規需給申請者数は、既に「カトリーナ」の影響を受けて大幅に増加している（図１）。但し、被害を受けた地域の経済規模の全米に対する割合が

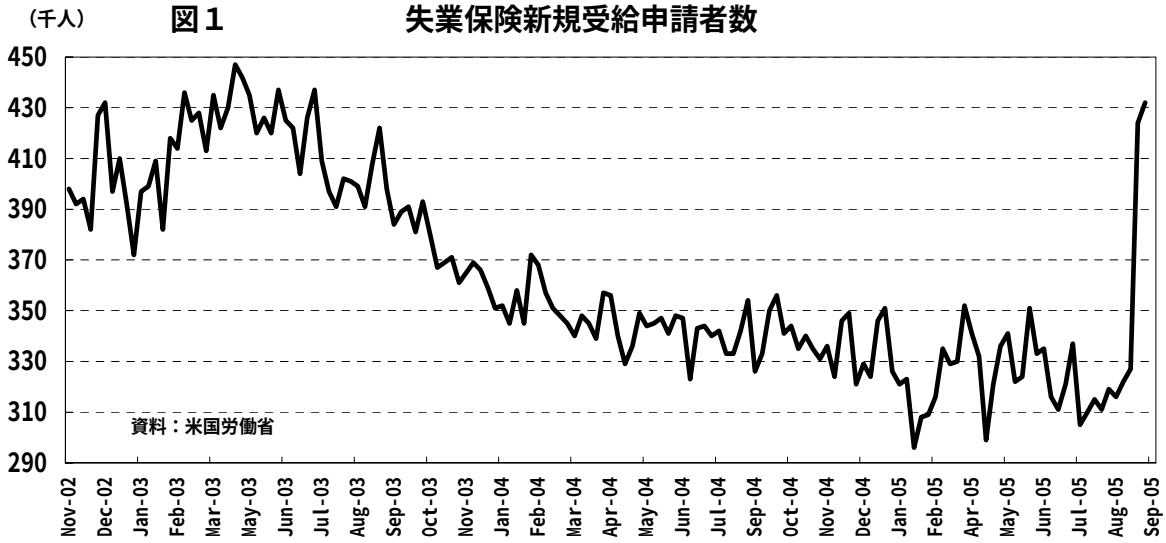


図１　失業保険新規受給申請者数

小さいため、直接的な被害に伴うマクロ経済への影響は限定的である。

第二に、ミシシッピ川とニューオーリンズ港の物流機能が、一時的に阻害されたことである。米国の穀物輸送の 9 割はミシシッピ川を航行する小型運搬船が担っているといわれているが、その運搬船の一部が使えなくなった。また農産物・一次金属・木材等の輸出入の一大拠点であるニューオーリンズ港は、被災直後に停止となった機能を徐々に回復しつつあるところである。

第三に、メキシコ湾岸地区は米国最大の原油・天然ガスの生産拠点であり、またガソリン等を精製する一大拠点であるが、生産・配送システムが受けた被害により、エネルギー価格が高騰したことである。また、メキシコ湾と中西部を結ぶパイプラインに、停電に伴う送油の障害が発生した結果、一部地域ではスタンドにガソリンが届かなくなり、ガソリン価格の跳ね上がりや品切れが発生した。

エネルギー価格高騰の影響は全米に及んでおり、特に消費者心理の悪化がみられた。ミシガン大調査の消費者センチメント指数は 7 月の 96.5 をピークに、8 月：89.1→9 月：76.9 と急降下した。

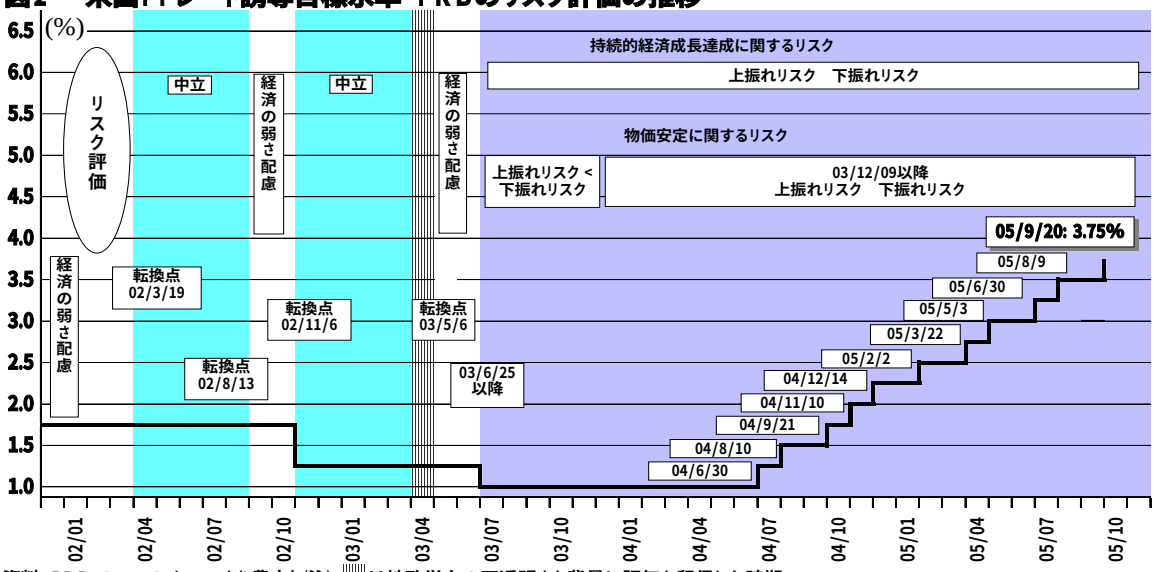
なお、9 月 24 日にテキサス・ルイジアナ州境付近に上陸したハリケーン「リタ」は、勢力を弱めたことや、進路がヒューストンからはずれたことにより、現状では大きな被害があるとの情報は入っていない。但し、主要石油施設の稼動停止により、全米の石油精製量は平時に比べ約 3 割低下した。今後の稼動再開が遅れれば、エネルギー価格高騰が長期化する可能性も否定できない。

利上げを継続したＦＲＢ

ＦＲＢは 05 年 9 月 20 日のＦＯＭＣで、ＦＦレート誘導水準を 0.25％引き上げ 3.75%とした（図２）。声明文の中には、従来同様の「慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である」という表現が残っており、今後も利上げが継続されると解釈する向きもある。しかし今後の金融政策を見通すにあたっては、やや仔細に踏み込む必要がある。

最近のＦＯＭＣの声明文は、おおざっぱにいえば三段構成になっている。一段目には、

図２　米国ＦＦレート誘導目標水準・ＦＲＢのリスク評価の推移



資料：ＦＲＢ　Press Release より農中総研作成　（注）▒は地政学上の不透明さを背景に評価を留保した時期

今後適用するＦＦレート誘導水準に関する表現がある。二段目には、景気・物価の現状認識と、それに照らし合わせた現状の金融政策の評価が記されている。三段目には、今後の景気・物価の上振れ・下振れリスクのバランスと金融政策の方向性が示されている。

この三段目は、利上げが開始となった 04 年 6 月 30 日以降、「景気・物価ともに上振れリスクと下振れリスクはほぼ等しい。慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である。それにもかかわらず、経済見通しの変化があれば、物価安定維持という目標達成に必要な範囲内で、それに沿った行動をとる」、という表現が変更されていない。

そこで、ＦＲＢの情勢判断がどのように動いているかを知るためには、二段目の表現に着目する必要がある。表１のとおり、過去数回のＦＯＭＣ声明文の表現を整理してみると、インフレに関する認識は①インフレ圧力、②コアインフレ（または企業の価格決定力）、③長期的インフレ期待という三つの枠組みを基本に示されていることがわかる。

表１によれば、エネルギー価格の高騰を受けて、インフレ圧力が高まっていることが明確に示されている。これに対して 5 月 3 日まであった「企業の価格決定力がより強くなった」という表現がなくなり、その代わり 8 月 9 日以降「ここ数ヶ月間、コアインフレ率は比較的低い」という表現が加わった。これは、コア消費者物価上昇率（前年同月比）が 05 年 2 月の＋2.4%をピークにやや鈍化し、直近 8 月には＋2.1%になっていることを踏まえていると思われる。一方長期的インフレ期待については、概ね抑制されているとみてよさそうである。

以上をまとめると、エネルギー価格高騰によりインフレ圧力が高まっているが、それが必ずしも物価全般に及んでいるわけではないことがみてとれる。

ここで金融政策評価についてみると、以前は「今回利上げ後も、金融政策は引き続き緩和的である」という表現があったが、9 月 20 日の声明文では、利上げ後も金融政策が緩和的であるかどうかについて、明確な表現はなかった。このような、微妙であるとはいえ注目に値する記述変更があった背景には、メキシコ湾岸地区を襲ったハリケーン「カトリーナ」の爪痕に対する懸念があったと考えられる。声明文の冒頭に、以下の記述があった。「湾岸地区の広範な被害、それに関連した経済活動の混乱、及びエネルギー価格の高騰は、近々消費・生産・雇用を落ち込ませることになるであろう。加えて、いくつかのエネルギー産品の価格高騰と、石油生産・精製インフラへの打撃は、

表１　ＦＯＭＣ声明文からみたＦＲＢのインフレに関する認識

	インフレ圧力	企業の価格決定力･コアインフレ	長期的インフレ期待	金融政策評価
05/03/22	ここ数ヶ月の間に強まった。	価格決定力はより強くなった。	十分に抑制されている。	利上げ後も、金融政策は引き続き緩和的。
05/05/03	同上	同上	同上	同上
05/06/30	高まり続けた。	（特段の表現なし。）	同上	同上
05/08/09	高まり続けた。	ここ数ヶ月の間に、コアインフレ率は比較的低い。	同上	同上
05/09/20	高いエネルギー等のコストが、潜在的なインフレ圧力を高めている。	同上	抑制されている。	（利上げ後も緩和的かどうか、明確な表現なし。）

資料：FRB　Press Releaseより農中総研作成

エネルギー価格の変動幅を高める可能性がある」。一方でＦＲＢは、「カトリーナ」による被害が今後持続的な脅威になるとはみていない。

今後の米国金融政策をどうみるか

以上を整理すると、「慎重に状況をみながら緩和的な金融政策を解除することは可能である」という表現については、「今後利上げがあるかもしれないし、ないかもしれない」という解釈が適切であると思われる。金融政策は、その時々の状況変化に応じた柔軟なものである必要があり、ＦＯＭＣ声明文の表現が先々の金融政策の自由度を狭めてはならないからである。先行き不確定要素が大きい現状では、特にそのことがあてはまる。

今後の金融政策を見通すにあたってのポイントは、①「カトリーナ」上陸以前の景気をどう認識していたか、②今後の復興需要をどうみるか、③エネルギー価格高騰の他商品への波及の状況はどうか、の三点である。

「カトリーナ」が上陸した8月29日以前の景気動向をまとめてみたい。景気は春先の低迷から上向いたが、この原動力となったのは、住宅投資の活発化とこれに関連した消費拡大、及び6月以降の大手自動車メーカーによる販売促進策実施（GMは9月で販促を打ち切り）の二つである。しかし、ＩＳＭ指数が示す製造業の景況感は8月に急速に悪化した（7月：56.6→8月：53.6）。またここ数ヶ月の間に、小売業を中心に、企業は将来の販売減少を見込んで手持ち在庫を大幅に減らした。さらに9月7日のBeige Book（地区連銀経済報告）（注）をみると、景気減速を示す内容が少なくなかった。例えば幾つかの地域で、自動車の買い疲れ、住宅販売や住宅ローンの伸び鈍化、エネルギー価格高騰に伴う消費の先行きに対する懸念が指摘されていた。つまり、8月29日以前から景気は減速に向かっており、「カトリーナ」は景気減速をより明確に示すきっかけになったと考えられる。

次に、復興需要についてみると、来年には被災地での相当な規模の需要が見込まれることは確かである。但し現時点では、被害の規模が確定しておらず、復興作業がどのようなタイミングと速度で実施されるかは必ずしも明らかではなく、復興需要の景気押し上げ効果を測定することは困難である。一つ注意しておきたいのは、復興費用の大半を政府が負担することになるため、財政赤字拡大が材料視されて、9月に入りＦＯＭＣが開催された20日まで長期金利が上昇したことである。

一方、エネルギー価格高騰の影響については、これまで公表された物価統計やBeige Bookの記述をみる限り、他のセクターや商品への価格高騰の波及は限定的である。しかし足下では、「カトリーナ」直撃後の原油価格高騰をきっかけに、鉄鋼・化学業界で製品価格を引き上げるなど、価格転嫁の動きもみられる。

ＦＲＢは今後、景気減速とインフレ圧力の高まりのはざまで、利上げを継続するのか休止するのか、難しい選択を迫られることになる。

(注) 9月7日公表であるが、情報が収集された時点は8月29日以前である。

今月の情勢　～経済･金融の動向～

原油市況

原油価格（ＷＴＩ期近物）は、8 月 30 日に終値で 69.81 ドルと史上最高値を記録。堅調な米国経済を背景に輸送用燃料などの需要が拡大する一方、米国の石油精製能力が限界に近いことや相次いだ製油所火災のほか、大型ハリケーン「カトリーナ」の上陸により一段高となった。その後はＩＥＡ(国際エネルギー機関)による先進国の石油備蓄を放出する対策が講じられたことを受け下落に転じたが､「リタ」の接近･上陸で再上昇する場面もあった。9 月下旬には 64 ドル台まで低下したものの、当面は原油価格の高止まりが予想される。

米国経済

米国では、05 年 4～6 月期の実質ＧＤＰ成長率（改定値）が前期比年率 3.3%となり、景気拡大が続いている。9 月のエコノミスト予想によれば、今後も 3%台前半の経済成長が続くと見込まれている。ただし、ハリケーンの影響から 7～9 月期の成長率はやや押し下げられる見通し。こうした景気拡大の持続を反映し、雇用環境の改善（05 年に入ってからの非農業部門雇用者数は月平均 194 千人の増加）が続いている。一方、米政策金利は 9 月 20 日に 0.25%引き上げられ 3.75%になった。利上げ継続が示唆されているものの、一方ではハリケーン被害が甚大なことから利上げ打ち止め観測も浮上している。

国内経済

わが国では、企業部門の好調さが家計部門へ波及しており、緩やかに景気が回復している。4～6 月期の実質ＧＤＰ成長率（2 次速報）は前期比＋0.8%（年率＋3.3%）と、3 期連続のプラス成長となった。しかし足下 7 月の生産は、電子部品・デバイス等ハイテク関連業種での在庫調整が進捗しているものの、横ばい傾向で推移。一方、設備投資は企業収益の改善を受け緩やかに増加しており、機械受注は 7～9 月期も増加する見通し。

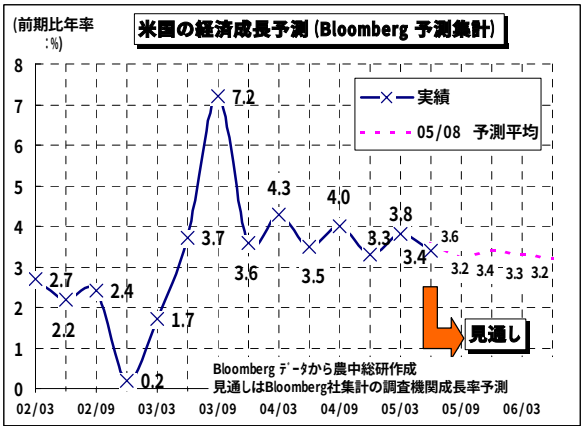
為替･金利･株価

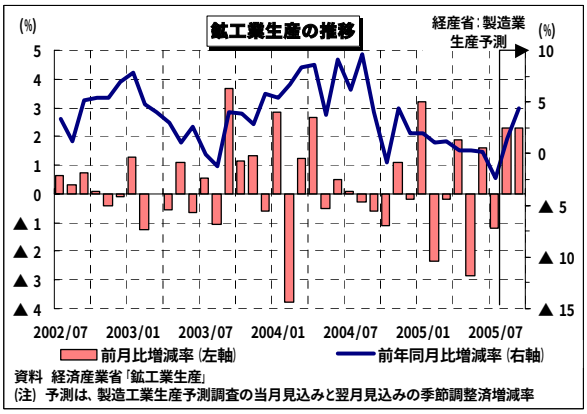
外国為替市場では、対米ドル円相場が株価上昇やハリケーンの影響による米景気減速懸念等から円高方向に動く場面もあったが、このところは 112 円付近で推移している。日本の長期金利の目安である新発 10 年国債利回りは 1.3%台後半に小幅上昇して推移。一方、消費者物価は小幅下落をたどっているが、原油高に加え特殊要因の剥落から先行き上昇する見通し。日経平均株価は、国内景気回復や構造改革続行への期待感から続伸し、9 月 20 日には 4 年 3 ヶ月ぶりに 1 万 3,000 円台を回復、年初来高値を更新した。

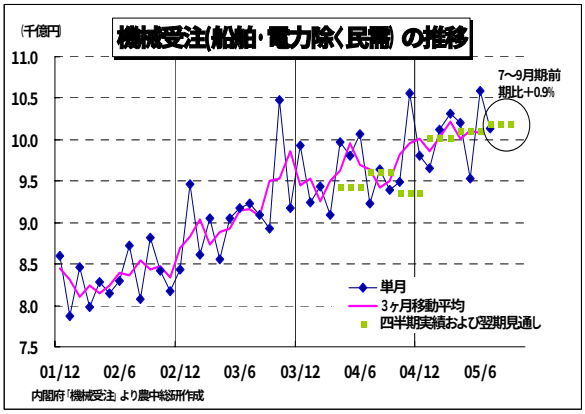
政府･日銀の景況判断

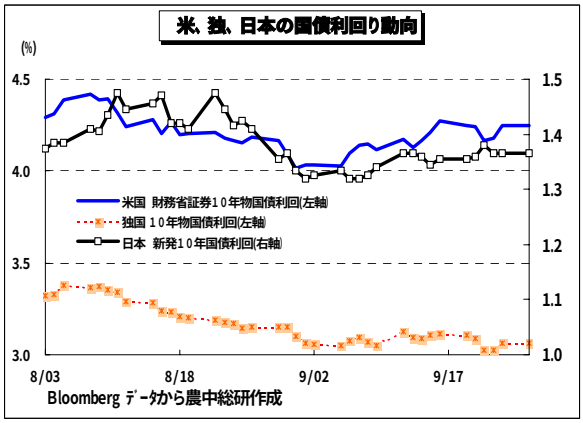
政府は 9 月の「月例経済報告」で景気判断を据え置いたものの、個別項目の判断では設備投資（2 年ぶり）などを上方修正した。一方、日銀は 9 月の景況判断を 2 ヶ月連続で上方修正。政府・日銀ともに「景気の踊り場脱却を裏付ける結果」との見解を示した。

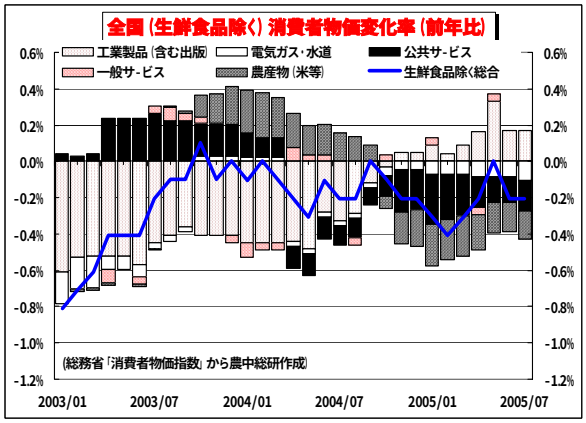
内外の経済金融データ











(詳しくは、ホームページ-トピックス-〔今月の経済・金融情勢〕http://www.nochuri.co.jp へ)

今月の焦点

国内経済金融

銀行の経営改革と収益構造の変化

鈴木　博

要旨

選択と集中をスローガンに経営改革を進めた銀行の収益は、景気低迷もあり業務粗利益は伸び悩んだものの、合理化による経費節減等を財源に不良債権処理が進み、業態間格差はあるが期間利益計上が定着してきている。この間、多くの銀行がリテール業務に注力したが、現状までのところ、住宅ローンの取扱いでは地銀などの地域金融機関が健闘しており、投資信託などの金融商品販売では都銀などの大手銀行が強みを発揮している。不良債権処理に目処をつけた大手銀行は、今後リテール業務にさらに攻勢をかけてくることが予想される。

90 年代後半以降の銀行の経営改革

90 年代後半において相次いで生じた金融機関の経営破綻や 97 年度からスタートした金融規制の大幅緩和（金融ビッグバン）などを背景に、金融機関は当時抜本的な経営改革を求められていた。喫緊の課題である不良債権の早期処理のための財源確保と自己資本充実を図るための収益力の向上が必須であった。

こうしたなかで、大手金融機関を核にした大規模な再編が進むとともに、多くの金融機関は、“選択と集中”の経営方針の下で、低収益部門を中心に大胆な合理化を行う一方、高収益部門や将来性のある事業に対して経営資源を重点的に配分する戦略を採用した。こうした戦略部門として、多くの金融機関が個人や中小零細企業を対象としたリテール部門を取り上げた。

以後、こうした経営戦略の下で事業展開が図られてきたが、以下では主要業態の決算を通じて、上記のような改革がどの程度達成されてきたかを検証してみたい。

主要業態の決算の推移

大手金融機関の経営破綻が相次いだ 97、98 年度以降の主要業態の決算をみると、不良債権処理費用の負担もあって収益は低迷が続いたが、2004 年度には都銀、地銀、第二地銀とも経常利益の黒字を計上するなど、ようやく長期の収益低迷から脱却する動きがでてきた。この間の動きを総じていえば、低成長下資金需要の低迷などを背景に業務粗利益（注1）は伸び悩んだが、経営合理化による経費削減などによって前年度並みの業務純益（注2）を確保し、不良債権処理費用に充当してきた姿がみてとれる。

都銀の場合には、図１のように、業務粗利益はほぼ横這いで推移したが、経費節減によってある程度の業務純益は確保したものの、不良債権処理にかかる費用負担（図１のその他経常損失に含まれる）がこれを上回り、大幅な経常赤字を計上してきた。しかし、2004 年度には不良債権処理

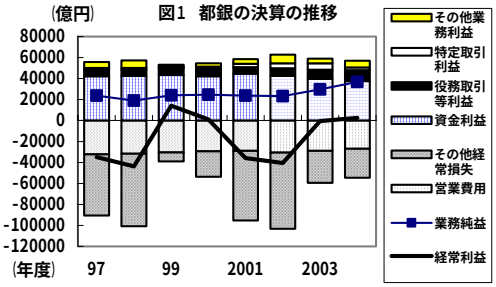


図1　都銀の決算の推移

資料　全銀協「全国銀行財務諸表分析」
(注) 1. 役務取引等利益には信託報酬を含む

費用の減少もあって経常利益が増加するとともに、年度末の不良債権比率が3%程度まで低下するなど（後掲図 4)、不良債権処理にほぼ目処がつき、2005 年度以降は大幅増益が確実視されている。

次に、地銀の動向をみると、図 2 のように、業務粗利益が伸び悩み状態を続け、経費節減によってある程度の業務純益は確保されたが、不良債権処理費用の負担もあり経常利益は都銀ほどの大幅赤字ではないものの低迷を続けてきた。2004 年度には不良債権処理費用の負担が減少し、経常増益となった。地銀の場合も不良債権比率

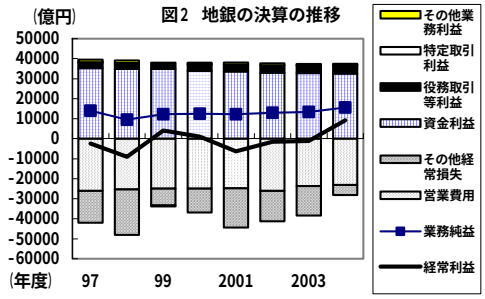


図2　地銀の決算の推移

資料　全銀協「全国銀行財務諸表分析」
(注) 1. 役務取引等利益には信託報酬を含む

は低下傾向にあるが、都銀に比べるとなお高く（後掲図 4)、今後もある程度の不良債権処理負担が続き、収益圧迫要因となることが予想される。

第二地銀の場合も、決算の基調は地銀とほぼ同様であり、不良債権処理費用の負担を主因に経常利益は低迷を続けたが、2004

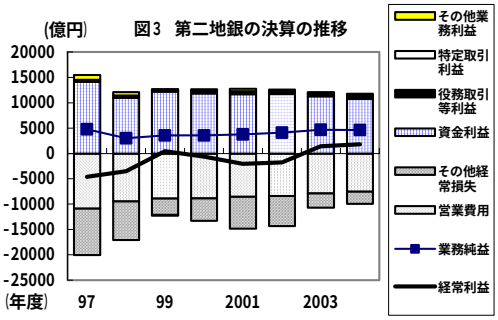


図3　第二地銀の決算の推移

資料　全銀協「全国銀行財務諸表分析」
(注) 1. 役務取引等利益には信託報酬を含む

年度は不良債権処理費用の減少もあって経常増益となった（図 3)。

（注１）業務粗利益は、資金運用収益と資金調達費用の差益である資金利益、金融サービスの手数料などからなる役務取引等利益、トレーディング収益である特定取引利益、債券や外国為替の売買益等からなるその他業務利益から構成される(図1、2、3 の棒グラフのプラス部分)。

（注２）業務純益は、銀行の通常の業務からもたらされる利益であり、業務粗利益から人件費や物件費などの営業費用や一般貸倒引当金繰入額などを控除したもの。

経営合理化の進展

上記の三業態における経営合理化の進捗度合をみると（表 1)、直近の 2004 年度と 97 年度との比較では、店舗や人員の削減率は第二地銀が最も大きい。第二地銀では、この期間中銀行数が 63 行から 48 行に減少しており、経営破綻した銀行が多かったことも影響している。

表1　主要金融機関の店舗数、人員数、経費率
(単位は店舗数：店、役職員数：人、経費率：%)

年度		97	2004	差異
都銀	店舗数	3423	2575	-848
	役職員数	129091	86885	-42206
	経費率	57.6	45.0	-12.6
地銀	店舗数	7953	7548	-405
	役職員数	159726	127893	-31833
	経費率	61.8	59.9	-1.9
第二地銀	店舗数	4636	3354	-1282
	役職員数	80899	50375	-30524
	経費率	69.6	63.4	-6.2

資料　全銀協「全国銀行財務諸表分析」
(注) 1. 経費率＝営業費用／業務粗利益

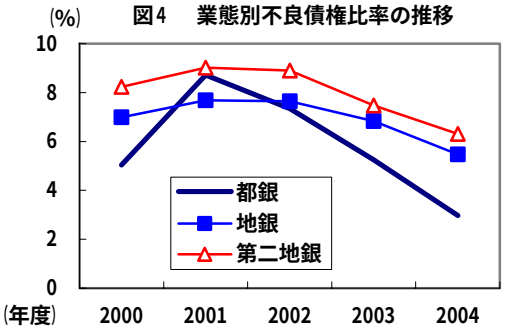
都銀も銀行の再編を中心にこの間銀行数が 9 行から 7 行へ減少している。合併による重複店舗の削減などを中心に店舗数が 4 分の 1 程度削減され、役職員数も 3 分の 1 近く減少している。経費率は都銀の

低下幅が最も大きいが、これには営業費用そのものの削減に加えて、業務粗利益が97 年度対比で地銀や第二地銀は減少しているのに対し、都銀はやや増加していることが影響している。

不良債権処理の進捗度

2004 年度末時点での不良債権比率は、図4 のように、都銀が最も低下しており、地銀や第二地銀は低下したものの、都銀に比べるとやや高くなっている。都銀などの大手行は 2002 年に公表された「金融再生プログラム」の方針（2004 年度までに不良債権比率を半分程度に低下させる）もあり、積極的に処理を進めたが、地域金融機関のなかには、営業基盤を置く地域経済の低迷や引き続く地価下落などにより、不良債権処理が充分に進まない金融機関もあったものと推測される。いずれにしても、都銀は 2005 年度以降不良債権処理費用が減少して大幅増益が予想されるのに対し、地銀や第二地銀の場合には、今後もある程度の不良債権処理負担が続くものと思われる。

図4　業態別不良債権比率の推移



資料　金融庁「金融再生法開示債権の状況」
(注) 1. 不良債権比率＝金融再生法開示債権／総与信

リテール業務の展開

次に、ここ数年間、各銀行が注力してきたリテール業務について考察する。

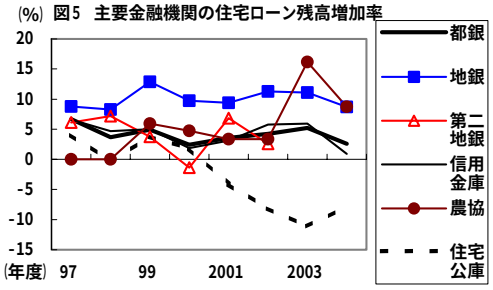
リテール業務は、個人や中小零細企業などを対象とした小口で多件数の取引である。取引の内容としては、相手先の資金運用ニーズに対応した金融商品の販売や、資金調達に関連した住宅ローンや消費者ローン、ビジネスローンの貸付などがある。多くの金融機関が収益性の観点から注力してきたのは、個人については住宅ローンの拡大であり、投資信託や保険商品などの窓口販売であった。また、中小零細企業との取引では、無担保で第三者保証不要の小口ビジネスローンが推進された。

住宅ローンでは地域金融機関が健闘

住宅ローンについては、多くの金融機関がリテール戦略の中心的手段の一つとして位置付けるとともに、2001 年に住宅金融公庫の廃止（2006 年度まで）が打ち出されたこともあり、ローンセンターの設置や審査期間の短縮、住宅ローン新商品の開発などの積極的な取組みがなされてきた。

2001 年度以降の住宅ローンの新規貸出額についてみると、都銀が最も大きく、地銀がこれに次ぎ、さらに信用金庫、第二地銀が続くが、新規貸出額の増加額が最も大きかったのは地銀である。住宅ローン残高の増加率をみても（図 5）、ここ数年地銀

図5　主要金融機関の住宅ローン残高増加率



資料　日銀「金融経済統計月報」、地銀協、各社決算資料
(注) 1. 都銀の2003年度以降の増加率は各社決算資料から計算、同期間の地銀の増加率は地銀協資料から計算

は 10%近い増加率を続けており、農協の

増加率も比較的高いものとなっている。

個人取引の分野では、これまでも地域金融機関に強みがあり、現状までのところ、こうした強みを活かして地域金融機関が健闘しているという評価ができよう。

次に、消費者ローンの分野では、これまでは借入手続きの簡便さなどが選好され、消費者金融会社による貸出シェアが大きく、銀行の消費者ローンは残高減少が続いてきた。しかし、都銀を中核とする大手金融グループと消費者金融会社が資本・業務提携したり、銀行本体でクレジットカードを発行したりする動きがみられるなかで、これまで減少を続けてきた国内銀行の消費者向け貸出残高はここにきて増加に転じるなどの変化がみられる。

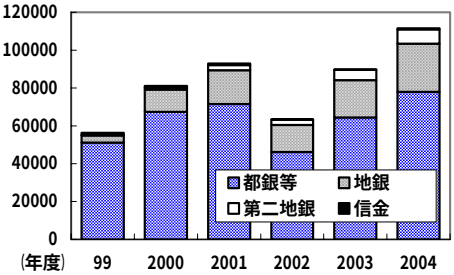
一方、中小零細企業向け小口ビジネスローンでは、スコアリングシステムなどの審査手法をいち早く導入し、迅速な審査手続きを構築した都銀などの大手銀行が先行している。

金融商品販売では大手銀行に強み

個人などの資金運用ニーズに対しては、98年12月に銀行本体での投資信託の窓販が開始され、2001年4月には保険商品の窓販もスタートした。こうした金融商品の販売では、メガバンクを中核に信託銀行や証券会社、投資信託委託会社などの資産運用会社を金融持株会社の傘下に持つ大手金融グループが強みを発揮している。

銀行等が販売した投資信託は、2005年7月時点の投資信託純資産残高の45%を占めるに至っているが、業態別の取扱額をみると、図6のように、都銀等の取扱いが圧倒的に大きなシェアを占めている。

(億円)　図6　主要金融機関別投資信託窓販取扱状況



資料　全銀協「金融」
(注) 1・都銀等には信託、長信銀等を含む

リテール業務の銀行収益への反映

これまで述べてきたように、住宅ローンの取扱いでは地銀を中心に地域金融機関が健闘しており、投資信託などの窓販では都銀などの大手銀行が強みを発揮している。こうした点は銀行の収益にも反映されている。業務粗利益の最大のウェイトを占める資金利益は、ここ数年は都銀の減少幅に比べて地銀や第二地銀の減少幅は小幅にとどまっているが（図1、2、3)、地銀については、個人向け貸出の増加もあり貸出金全体の減少が小幅にとどまったほか、利鞘の縮小も都銀に比べて小幅となった。

一方、都銀は役務取引等利益の増加が大きく、資金利益の減少をカバーしている（図1)。都銀の役務取引等利益の増加には、投資信託や保険商品の窓販増加などが手数料収入の増加となって貢献している。

不良債権処理に目処をつけた都銀などの大手銀行は、リテール業務を中心とする小型店舗の増設を計画するなど今後攻勢に出てくることが予想される。これまでは住宅ローンの取扱いなどにおいて比較的健闘してきた地域金融機関も、都銀の攻勢に対抗するため、顧客ニーズに合った新商品の開発やサービス向上などに、より積極的に取り組む必要があろう。

今月の焦点

国内金融

銀行のリスク管理について－1

～銀行のリスク管理実務･経営と監督行政の変貌～

橘髙　研二

要旨

- **この 15 年から 20 年の間に、銀行のリスク管理は急速な進歩を遂げた。2006 年末から適用される銀行の自己資本に関する新たな枠組、いわゆる「新 BIS 規制」に現れた監督当局の姿勢の変化も、このような銀行によるリスク管理高度化が一定の水準まで達成されたことを前提にしたものである。技術の高度化による実務面での進歩から、銀行経営･組織のあり方や監督行政のあり方の変貌までを含めて、銀行のリスク管理の枠組は、新たなステージを迎えたと言えそうである。**
- **この間のリスク管理の発展過程では、上記のリスク管理実務、銀行経営･組織、監督行政のそれぞれの面において、明確な潮流が見られた。すなわち、①実務面におけるリスク計量化の発展･普及、②銀行経営･組織面におけるリスク管理重視の変革、③監督行政における銀行のリスク管理にかかる自己責任と市場規律の重視である。**

はじめに

1999 年 6 月に第一次案が公表されて以降、約 5 年を費やしてまとめあげられたバーゼル銀行監督委員会による銀行の自己資本に関する新たな枠組、いわゆる「新 BIS 規制」が 2006 年末から適用される(注 1)。また、国内では、今年 6 月から 7 月にかけて、金融庁から「金融検査に関する基本方針」をはじめとするいくつかの指針(注 2)が示され、新 BIS 規制の考え方に共通する、銀行の自己責任によるリスク管理態勢の確立、およびそれに対する市場規律による監視を前提とした監督・検査姿勢が明確に打ち出された。

これらは、銀行を監督する側の動きであるが、こうした動きは、取りも直さず銀行のリスク管理が十分な水準に高度化されたことを前提としたものである。当然のことながら、金融技術やシステム開発を含む実務の高度化、銀行の組織･経営管理の強化、監督・検査手法の発達など、リスク管理の進歩は今後も不断に続くであろう。しかし、新 BIS 規制や金融庁の新たな検査方針が実際に適用されるようになったことは、「銀行のリスク管理の枠組」という意味では、新たなステージを迎えた、あるいは、一定の到達点に至ったとも言えよう。

銀行の組織・経営のあり方、また監督行政・規制のあり方まで含めて、銀行のリスク管理が急速な進歩を遂げたのは、この 15 年から 20 年間のことである。新しいリスク管理の枠組が確立されようとしている現時点にあって、本稿では、2 回に分けてこの期間の流れを振り返る。今回は、銀行のリスク管理の概要およびその発展の背景を整理し、次回は、そのような銀行リスク管理

高度化の過程において、①技術発展とその実務へのインプリメンテーション、②銀行の経営管理と組織、③監督行政の三つの面で見られた潮流を振り返ることとする。

(注1) 3 月末が決算期である本邦の銀行には、2006 年 3 月末以降適用される。

(注2) 金融庁は、2005 年 6 月 24 日に「金融コングロマリット監督指針」を、2005 年 7 月 1 日に「金融検査に関する基本方針」および「金融検査評定制度」を相次いで公表した。金融庁のホームページ（http://www.fsa.go.jp）中の「報道発表資料」から入手可能。

銀行のリスクとその管理

本論に入る前に、「銀行のリスクとは何か」という基本的な定義をおさらいし、各種のリスクに対する銀行の対応方法を概観しておきたい。

リスクとは、一般的には将来の不確実性を意味する。つまり、ある出来事や行動に対応して特定の既知の結果が生じるような確実性下の世界に反して、どのような結果が生じるかが既知でない時、その世界にはリスクがある、もしくは不確実な世界であるという。これを経済の世界に当てはめると、上記のような不確実性の下で、世の中の社会的、政治的、経済的な出来事や経済主体が起こす行動の結果として自らに起こりうる経済的損失の可能性をリスクという。また、現在、経済の世界でリスクという場合は、出来事や行動の結果として生じうる各々の結果に対して、経済主体がその確率を想定していることを前提とする場合が多い（注3）。

ややくどくなるが、さらに、これを銀行に当てはめると、銀行の行動の結果、あるいは業務に関係するさまざまな外的要因を受けて、資産・負債・資本の価値が変動することによって、銀行が経済的な損失を被る可能性がリスクであるということになる。そして、こうしたリスクを管理することは、経営企画・管理部門、財務企画・管理部門、内部監査部門から、フロントオフィス（金融資本市場や対顧客で貸出や商品の取引、資金調達を直接的に担う部門）、ミドルオフィス（リスクを計測、モニターし、経営に報告する部門）、バックオフィス（資金や証券等の決済や財務諸表作成のための取引入力などの事務を担う部門）に至るまで、銀行のあらゆる部門によって実施される。

銀行が直面する主要なリスク、および考えられる管理方法は次頁の表 1 のとおりである。リスク管理の強化・高度化の流れにおいては、この表に示された各種リスクの管理方法が強化・高度化されてきたことのみならず、管理対象となるリスクの種類（リスクカテゴリー）自体を追加する、あるいは細分化する努力が行われてきた。銀行業務が複雑化するに伴って、管理を要するリスクも多様化かつ複雑化してきたということであり、今後もこのような流れは続くであろう（注4）。

(注3) リスクの定義については、金森久雄・荒憲治郎・森口親司編，「経済辞典（第 3 版）」（有斐閣，1998 年 1 月）を参考にした。

(注4) たとえば、今年 4 月に、バーゼル銀行監督委員会が「コンプライアンスおよび銀行のコンプライアンス機能」と題する文書を公表し、その中で「コンプライアンスリスク」に言及している。コンプライアンスリスクは、「銀行業務に適用される法律、規制、規則、関連自主規制機関の基準および行動規範を遵守しなかった結果として銀行が被り得る法律上

表 1:主要リスクカテゴリーと管理方法

リスクカテゴリー	定義	管理方法
市場リスク Market Risk	市場価格の水準ないしボラティリティ(変動幅)が悪い方向に動くことで、銀行の財務状況に悪影響を与えるリスク。主なものとして、金利リスク、為替リスク、価格変動リスク(株価が代表的)がある。	・組織のあらゆるレベルにおける市場リスクの情報を一貫した方法で集め、 ・一貫したリスク指標を計算し、 ・適切なモニタリング(監視)方法を設定し、 ・組織のどこからリスクが生じるのかを把握する。
信用リスク Credit Risk	銀行に対して取引先が負っている債務の履行が行われないリスク。	・信用リスクエクスポージャーをリミット(枠、上限)に対してモニタリングし、 ・リミットを定期的に見直し、シナリオ分析を行う。
決済リスク Settlement Risk	取引相手から予定されたタイミングで資金ないし原資産(証券等)を受け取れないリスク。信用リスクに含めて考えることもある。	・取引相手先の状況と決済リミットをモニタリングし、 ・決済前の相手先に対するエクスポージャーを管理する。
流動性リスク Liquidity Risk	流動性リスクには、①特定の商品や市場に関わる流動性リスクと、②その銀行の資金調達に関わる流動性リスクの二つの種類がある。①は市場における流動性の欠如や市場の混乱から特定のポジションが直前の市場価格に近い価格で処分できないリスクであり、②後者は銀行自身が資金決済に応じられなくなるリスクである。	・保有するポジションの流動性に合わせて資金調達の期間を設定する。 ・商品のカテゴリーごとにエクスポージャーリミットのガイドラインを設定する。
オペレーショナルリスク Operational Risk	情報システムないし内部管理の欠陥から損失が生じるリスク。このリスクは事務エラー、システム障害、不十分な手続や内部統制などから生じる。市場リスクと信用リスク以外のリスクを総称してオペレーショナルリスクと呼ぶこともある。	・適切な監督と権限の分離の確保。 ・すべてのシステムの包括的な手法によるテスト ・内外のシステムの完全な突合せ。 ・システムとオフィスのバックアップ機能の確保。
法的リスク Legal Risk	契約が法的に完結していなかったり、適切にドキュメンテーションされていなかったりするリスク。	・外部の第三者や従業員との契約の際に細心の注意を払い、 ・明確なコンプライアンス(法令遵守)機能を設定する。

出所:ゴールドマンサックス・ウォーバーグディロンリード共著、藤井健司訳、「総解説・金融リスクマネジメント～統合リスク管理体制の構築」、日本経済新聞社、1999 年 2 月(一部加工)

または規制上の処罰、金銭的損失あるいは評判上の損失」と定義され、正しい市場行動基準を遵守すること、利益相反を管理すること、顧客を公正に扱うこと、顧客への助言の適切性を確保すること」を主としてカバーするものであるとされている(以上、上記のバーゼル銀行監督委員会の文書の日本銀行による仮訳より)。コンプライアンスリスクは、同じ「法」に関係するものであっても、表 1 にある法的リスク(リーガルリスク)とは異なる。また、オペレーショナルリスクとは重複する部分を含みながらも、異なった概念である。コンプライアンスとリスク管理は、いずれも企業の戦略目標を達成するために不可欠なものと認識されてきたが、コンプライアンスそのものもリスク管理の対象と位置づけられることになる。

銀行のリスク管理強化・高度化の背景

今日に至る銀行のリスク管理強化・高度化の流れを作った要因として、1970 年代から 1990 年代にかけての金融派生商品(金融デリバティブズ)(注 5)の登場を指摘する向きは多い。

1980 年代以降、為替の変動相場制への移行や各国の金融自由化（規制緩和）の進展により、企業、金融機関、投資家によるリスクヘッジへのニーズが高まったことや、金融自由化による競争激化を受けて、金融機関が利ざやの縮小を補うために収益源としての新商品開発を活発化させたことなどを背景に、先物、オプション、スワップやこれらを複合化した金融デリバティブズの取引が急速に拡大した。これらの金融デリ

バティブズのリスクは、伝統的な金融商品のそれに比べて複雑なものであり、そのリスクを解明して管理することは取引に関わる者にとって重要な課題となった。また、金融デリバティブズの取引拡大とその技術を応用した新しいトレーディング手法や資産運用手法の出現が、原資産である株式や債券の市場変動を増幅することがしばしば起こり、この点でもリスク管理強化の必要性が生じた。

1990 年代に入ると、金融取引、特に金融デリバティブズが関係した取引において、金融機関、投資家、企業が大きな損失を被る事件が世界的に多発した。主なところでは、米国バンカーズトラスト社から勧誘されたデリバティブズ取引により、大手法人顧客が大きな損失を被った事件（1994 年）、米国カリフォルニア州オレンジ郡の財務担当者が越権的な投資を行ったことによる同郡の財政破綻（1994 年）、英国ベアリングズ社のトレーダーによる不正な日本株指数先物取引に起因する同社の経営破綻（1995 年）、日本の中堅都市銀行である大和銀行ニューヨーク支店における米国債券の不正取引による巨額の損失発覚（1995 年）などが挙げられる。

これらの事件は、組織管理上の欠陥に起因するものであったり、トレーダーの犯罪的な行為であったりしたものだが、取引に関わる者が金融商品が持つリスクそのものを軽視した結果起きたという側面があったことも否めなかった。このため、銀行をはじめとする金融機関や機関投資家の間では、内部管理および法令遵守（コンプライアンス）体制の確立とともに、特に市場リスク管理を強化することの重要性が一層強く認識され、これに重点的に取り組む動きが強まることとなった。

また、信用リスクについても、1990 年代後半に相次いで起こった国家的・国際的な規模での金融・経済の混乱（代表的なものとしては、1997 年の東南アジア、東アジアを襲った金融・経済危機、また、それが飛び火する形で 1998 年に発生した南米やロシアにおける金融・経済危機と米国の大手ヘッジファンドの破綻による市場の混乱）や、2000 年代初頭にかけて日米を含む各国で多発した大型企業倒産を受けて、以前にも増して、リスク管理の高度化に対する関心が高まることとなった。

上記が、銀行のリスク管理の強化・高度化の必要性を迫った要因であるが、それを技術的に可能ならしめた背景も見落とすことができない。すなわち、一つには、金融デリバティブズの開発や新たな資産運用手法の開発の過程で、金融工学（注 6）を核とする金融技術が飛躍的に発展したことである。また、このような金融技術の発展には、金融工学の理論を実務的に応用可能なものにしたり、大量で複雑なデータを実際に処理したりするための情報技術（コンピュータ・通信）の発達が大きく寄与した。その結果、銀行のリスク管理の高度化がもたらされたのである。

（注 5）株式･債券等の現物資産やインデックスの動きに連動して価格が決定されるように設計された金融商品。

（注 6）数学や統計学といった数理的な理論を応用して，金融市場や金融商品を分析したり，金融商品，資産運用手法，リスク管理手法等を開発したりするための基礎となる学問分野。

銀行のリスク管理発展における三つの潮流

このような背景があって，今日に至るまで銀行のリスク管理は大きな発展・変貌をとげてきたのであるが、そこには三つの大きな潮流があったように思われる。

一つめは、銀行の実務面での変化であり、前述のとおり、金融工学と情報技術の進歩によりリスクの計量化が普及したことである。リスクの計量化は、迅速かつシンプルな形でのリスクの把握を実現させ、事前のシミュレーションや事後的な検証を容易にし、さらには、銀行内各部門のリスクを加味した業績評価や資本の配分といった経営管理手法の導入を促進した。

二つめは、銀行の経営や組織における変化である。すなわち、リスク管理が銀行の内部統制、あるいは企業統治（コーポレートガバナンス）という大きな枠組の中で重要な要素として位置づけられていく流れが見られた。この流れは、銀行の組織のあり方や経営管理のあり方の変貌をもたらすこととなった。

最後に、第三の潮流として、上記のような銀行のリスク管理実務、あるいは経営そのものの変化に影響を受ける形で、また逆にそうした銀行のリスク管理・経営の高度化を促進する目的で、銀行監督行政が変化したことが挙げられる。すなわち、銀行監督者の側で、リスク管理は銀行の自己責任を基本とし、また市場規律に晒されることによって評価が行われるものであるとの考え方が定着してきたことである。この考え方の下では、監督当局の役割は、銀行のリスク管理を検証し補完するものと位置づけられており、このことは、銀行のリスク管理高度化が一定水準にまで成し遂げられたことが前提となっている。この考え方が明確に示されているのが新 BIS 規制である。

次回は、これら三つの潮流について、それぞれ見ていくこととする。

参考文献

・翁百合，「デリバティブ取引とリスク管理についての一考察～『リスクの時価評価』の先にあるもの」，『Japan Research Review』，日本総合研究所，1995 年 4 月号

・ゴールドマンサックス・ウォーバーグディロンリード共著，藤井健司訳，「総解説・金融リスクマネジメント～統合リスク管理体制の構築」，日本経済新聞社，1999 年 12 月

・バーゼル銀行監督委員会，「バーゼル II：自己資本の測定と基準に関する国際的統一化：改訂された枠組」，2004 年 6 月（日本銀行仮訳）

・氷見野良三，「〈検証〉BIS 規制と日本」，金融財政事情研究会，2003 年 9 月

・バーゼル銀行監督委員会，「コンプライアンスおよび銀行のコンプライアンス機能」，2005 年 4 月（日本銀行仮訳）

・「新しい金融行政の方向性」，『旬刊金融法務事情』、金融財政事情研究会，2005 年 8 月 5 日・15 日号

国内金融

郵便貯金銀行のビジネスモデル

丹羽　由夏

郵政事業の民営化が始まる。2007 年 10 月から 10 年という長期の移行期間をおいた民有民営化への過程ではあるが、わが国の経済金融環境に大きな影響を与えることは必至である。郵便貯金銀行のビジネスモデルは依然として不透明であり、どのように運用体制を確立していくのかが大きなポイントとなろう。また、お金の流れを「官から民へ」変える改革は、郵貯簡保の入り口のみならず、出口である国、地方の財政再建と政府系金融機関の統廃合が急務であり、早期の対応が必要となる。

はじめに

郵政民営化を民意に問うとされた 9 月 11 日の衆議院選挙は自由民主党の圧勝に終わり、郵政事業の民営化は確固たるものになった。一方で、郵政民営化関連法案が 8 月の参議院で否決される前まで、衆参両議院において 200 時間におよぶ非常に長時間の審議が行われたが、郵便貯金銀行の将来像は依然として具体的には見えてこない。特に収益という点を考えたとき、財投への預託が終わり、今後の資金運用は大きな注目点となる。現時点では不確定要素が多いが、本稿では、郵政民営化準備室試算の「骨格経営試算」、「採算性に関する試算」および郵政民営化関連法案の参議院での審議の過程を紹介し、現段階での郵便貯金銀行の姿を整理し、今後の展開について考察する。

郵便貯金の現在の運用状況

郵貯のディスクロージャー誌「郵便貯金 2005」によって、現在の郵貯の運用状況をみると、表 1 のようになる。現在は、預託がまだ残っている状況であり、総資産に対して 44.6%を占めている（旧金融自由化対策資金の借入金見合いの預託金も含む）。有価証券は 50.3%を占め、そのうち 85%が国債である。貸付金は 1.4%を占めるにすぎず、その 8 割が地方公共団体向けとなっている。

表 1　郵貯の資産内容（年度末、兆円）

	2003	2004
現預金	6.7	6.1
有価証券	109.2	132.5
国債	89.3	112.6
地方債	9.5	9.3
社債	6.9	7.5
外国債	3.5	3.1
預託金	156.1	117.6
貸付金	2.8	3.7
地公体向け	2.0	2.9
合計	279.3	263.7

資料）日本郵政公社「郵便貯金 2005」

移行期間中の郵便貯金銀行

民有民営化への移行期間開始時点で、郵便貯金は新旧勘定に分かれる。旧勘定分は独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構から特別預金という形で郵便貯金銀行に預けられ、同銀行は新旧分をトータルで運用することになる。旧勘定分は国債等の安全資産で保有しなければならない。スタート時点では通常貯金分が新勘定分（50 兆円程度を想定）に相当する。預入期間が非常に短い貯金（負債）を抱えるという特徴が指摘できる。

郵便貯金銀行の強みは、全国にわたるネットワークであることがよく強調される。このネットワーク自身は郵便局株式会社が保有しており、郵便貯金銀行は郵便局株式

会社と代理店契約を結ぶことになる。全国に拡がるネットワークの点からは、地域金融機関との競合が想定されるが、地域金融機関との最初の競合分野は、地方公共団体への貸出となる。現行、郵貯には財投改革後も市場運用の例外として、地方公共団体には直接貸出が行われてきた。しかし、2007年移行期間が開始されると、この貸出は終了し、郵便貯金銀行は他の民間金融機関等と同様に、地方公共団体の縁故債の引き受け、公募債も含めた引受シ団への参入を行うことが可能となる。現在、地域金融機関と地方公共団体との関係は大きく変わろうとしている時期であり注)、この点からも大きな影響が予想される。

注）金融市場 7 月号「地方公共団体と地域金融機関」参照

その他の新規分野については、民営化委員会の意見をきいた後、主務大臣が認可することになっている。

移行期間中の初期の段階では、中央での運用が中心になることが予想されるが、中央で国債等を買い、地方で地公体に貸出を行うだけで、50 兆円からスタートする巨大銀行の経営が成り立つわけはなく、後述する新規業務への早期の参入が検討される。

移行終了時点での想定される郵貯銀行

郵政民営化準備室において、平成 16 年 11 月に「骨格経営試算」が公表された。ここでみる 2016 年の姿は、資産 153 兆円、資産内容をみると、有価証券（129.1 兆円）が 84.4%を占める。つまり、完全に民営化される時点での郵貯銀行は、現在よりも約 100 兆円の縮小した姿となる。

また、同準備室より本年 3 月 3 日に公表された「採算性に関する試算」において 2017 年以降の試算が示されている。郵貯銀行の新規業務注)として想定されている内容は、貸付その他で、これにより信用リスク残高を 35 兆円程度（資産残高の 1/4 に相当）に積み上げ、収益を新規業務 10 割達成で 3200 億円の税引前当期利益（2017 年から 5 年間の平均）と見込んでいる。

注）新規業務等として、貸付、シンジケートローン、私募債、株式、クレジットスワップ、CDO、ABS などの証券化商品、ファクタリング（債券買取）、ローンパーティシペーション、保証業務が例示されている。

現在の郵貯は、前述のように貯金を集めて国債及び預託で運用するという状況であった。しかし、預託における国債+0.2%での運用が終了した後、全てを国債等で運用するビジネスモデルは成り立たない。移行期間の 10 年をかけて信用リスク資産 35 兆円を積み上げていくことが想定されている。

信用リスク資産 35 兆円の具体的な内訳は「採算性に関する試算」には触れられていないが、参議院の審議過程での質疑の内容を紹介すると、竹中大臣は、ノウハウの蓄積度合いや金融市場の状況を勘案しなければならず、経営者の判断ではあるが、郵貯銀行は地域密着型のビジネスにアドバンテージをもつ（「郵政民営化に関する特別委員会」05 年 7 月 19 日）としている。生田総裁は、小口貸付業務、シンジケートローン、ABS などを検討（「同上」、05 年 8 月 2 日）と発言している。

表 2 業態別預貯金と貸出金（2005 年３月時点）

	都市銀行	地方銀行	信用金庫	農協
預貯金残高（兆円）	247.0	187.9	107.4	77.7
貸出金残高（兆円）	183.6	137.1	62.1	20.8
貸出/預貯（%）	74.3	72.9	57.8	26.8

資料）農中総研 HP より作成

郵貯銀行の人員（スタート時 8000 人）や審査ノウハウの点から、地域の貸出業務が移行期間開始後、直ちに中心となっていく

ことは想定できないが、他業態の現在の運用状況をみても、貸出は大きな柱となっており、移行期間終了時までに郵貯銀行が同分野にどのように参入していくのかが今後の注目点であると考えられる。

都道府県別にみる郵貯の現状

ここで、預金取扱金融機関としての郵貯の特徴をみるために、都道府県別のデータをみた。都道府県内における預貯金残高において業態別にシェアを見た場合（表 3)、地方銀行が 30%以上のシェアをもっている都道府県は 32、都市銀行は 3、郵貯は 9 となっている。都市銀行は東京、大阪で非常に高い。地方銀行は、50%を超える県が 3 ヶ所（青森、秋田、沖縄）あり、全国的にも地域内シェアは高い。10%に満たないのは、埼玉、東京、愛知、大阪、兵庫であり、同都府県は都市銀行のシェアが高い都市部である。一方で、郵便貯金は東京を除く 46 道府県で 21.5%～34.5%内にあり、全国的に一定のシェアを保っているということが特徴的である。つまり、地域的に顕著に強いところがあるという状況ではなく、全国的に均一に貯金を集めていると言える。但し、郵貯以外の業態は法人預貯金も含んでおり、都市銀行の場合、東京、大阪における個人預金の割合は 42.7%（東京、2003 年 12 月時点、日銀都道府県別金融統計)、60.1%（大阪、同上）と低いため、個人預貯金だけを見た場合、都市部でも郵貯の位置づけは、表に示された数値以上に大きいものと考えられる。

次に、都道府県別の貸出において業態別のシェアを見たものが表 4 である。郵貯は貸出を行っていないが、表 4 では、政府系金融機関の貸出残高を含んで概観した。

全国では都銀が 3 割、地銀と政府系金融機関が約 2 割を占めていることがわかる。都道府県別においては、３割を超えるシェアを持つ地域は、都市銀行で 5、地方銀行で 38 となっている。政府系金融機関は、全体で 2 割程度のシェアを持っているといえるが、青森では 4 割を超えるシェアを持ち、8 県で 3 割を超えるシェアを持っている。

表 3 と表 4 を比較すると、どの業態も地域的にみれば、預金残高のシェアが高いところでは、相対的に貸出のシェアも高いということが見て取れる。

おわりに

完全民営化後の郵貯は、全国一体で運営されつづけるのか、それとも地域分割され、リレーションシップバンキングを行う数個の地域金融機関になるのか、特に運用の点では、引き続き中央が一元的に行い、マーケットでの運用や大企業への貸出を行う方向に向かうのか、それとも地域密着型で、個人向けや地域の中小企業を含む貸出業務まで拡大していくのか、完全民営化後の郵貯のビジネスモデルは依然として不透明である。しかし、前述のとおり預金取扱金融機関である他業態の状況を見ても、郵貯銀行が今後どのように貸出分野へ参入していくのかがポイントになると考えられる。都銀は都市で預金を集め、貸出を行っている。地銀も預金シェアが高い地域ほど貸出シェアも高い。郵貯銀行は全国的なネットワーク、つまり店頭誘致力があることが最大の強みであり、さらに、個人が貯金の中心であったことを考えれば、中央でのマーケット運用に加え、住宅ローンなどの個人向けの貸出を全国的に展開していくことが考えられる。現在はまだ審査ノウハウを持たな

い巨大銀行であるが、地域金融機関にとっての競合者として、特に個人向け貸出の分野では、大きな潜在力をもっていることは否めない。

他方で、郵貯銀行のビジネスモデルは、現在非常に大きな運用先である国と地方の財政再建の行方、あるいは貸出市場で 2 割のシェアを占めている政府系金融機関の整理縮小などとも大きく影響することは明らかであり、その動向にも注目したい。

表 3　都道府県別の業態別預貯金シェア

（2004 年 3 月時点）

	都銀	地銀	信金	農協	郵貯
北海道	3.6	13.1	18.1	8.5	29.2
青森	0.8	51.1	10.8	6.8	25.9
秋田	0.7	52.5	4.5	11.8	27.0
山形	1.0	32.1	5.6	12.6	26.0
岩手	1.0	35.4	9.5	12.1	27.2
宮城	5.6	39.0	5.7	7.2	25.2
福島	2.7	28.5	11.6	10.7	29.7
群馬	3.4	33.7	14.8	9.0	25.4
栃木	4.4	31.4	7.8	11.5	28.2
茨城	3.6	37.4	7.8	7.0	30.5
埼玉	35.4	9.0	12.7	7.8	27.5
千葉	18.5	25.9	6.8	6.3	28.3
東京都	65.3	2.9	7.7	1.3	11.0
神奈川	27.9	17.6	12.0	7.9	25.2
新潟	2.1	34.2	7.4	12.5	26.4
山梨	4.0	31.7	12.9	9.3	27.1
長野	2.5	29.2	12.9	16.4	26.2
静岡	4.8	30.6	20.3	14.4	23.0
岐阜	2.9	29.2	18.8	16.0	24.7
愛知	27.1	4.6	18.9	9.3	24.1
三重	5.1	31.6	8.3	13.7	28.9
富山	1.8	34.9	12.0	13.6	24.1
石川	3.4	38.3	14.7	11.3	25.6
福井	1.7	33.8	14.6	11.7	27.2
滋賀	1.9	34.5	9.4	13.5	26.5
京都	18.9	21.2	24.4	4.7	23.7
大阪	45.6	9.4	7.5	4.1	21.5
奈良	15.8	30.9	7.6	10.3	29.7
和歌山	6.9	26.5	10.1	16.1	30.3
兵庫	27.9	4.9	16.3	9.6	27.9
鳥取	0.9	44.6	9.8	13.0	27.1
島根	0.7	35.9	6.9	17.4	28.7
岡山	4.2	31.4	10.3	11.4	29.5
広島	5.1	26.6	10.1	10.4	28.4
山口	2.2	34.3	8.4	11.8	32.2
徳島	1.8	37.6	4.0	11.1	28.0
香川	3.5	31.7	6.1	16.8	26.1
愛媛	2.2	34.7	6.4	14.9	25.9
高知	1.2	28.4	7.6	14.9	27.9
福岡	6.5	37.2	4.9	7.1	28.9
佐賀	1.8	34.1	5.4	15.9	31.1
長崎	1.9	48.1	2.2	7.7	31.7
熊本	2.8	32.3	6.0	8.9	32.1
大分	1.1	34.9	8.2	8.7	30.2
宮崎	0.7	33.0	8.6	12.9	30.2
鹿児島	1.7	31.8	6.0	12.5	34.5
沖縄	0.6	50.2	2.8	13.3	20.2
合計	26.8	18.9	10.7	7.7	23.1

資料）金融ジャーナル「金融マップ 2005 年版」

表 4　都道府県別の業態別貸出シェア

（2004 年 3 月時点）

	都銀	地銀	信金	農協	政府系
北海道	4.5	16.6	22.2	4.1	31.6
青森	1.2	42.8	13.6	2.7	40.4
秋田	1.4	53.4	6.6	7.2	28.8
山形	1.4	30.0	8.6	8.6	26.5
岩手	2.2	32.3	14.6	8.1	31.2
宮城	9.5	33.4	7.7	4.3	32.7
福島	2.6	30.2	14.9	5.9	29.2
群馬	4.4	38.1	21.2	3.9	21.3
栃木	4.4	40.1	9.8	4.7	24.2
茨城	3.9	44.6	11.3	3.1	22.2
埼玉	45.3	15.0	18.2	4.5	12.2
千葉	16.0	34.6	9.9	4.1	23.9
東京都	56.7	8.1	6.1	0.6	12.0
神奈川	31.3	24.1	16.5	5.7	17.7
新潟	4.7	35.8	11.2	6.0	26.6
山梨	6.1	27.7	20.0	4.6	29.4
長野	4.2	32.2	19.4	9.9	25.0
静岡	7.9	37.0	26.6	8.5	18.9
岐阜	3.5	34.4	29.1	7.5	21.0
愛知	28.1	8.8	25.2	4.5	20.7
三重	7.5	32.8	12.0	5.1	28.3
富山	3.8	40.9	14.3	4.1	25.1
石川	2.3	47.6	20.2	5.1	24.7
福井	1.6	38.0	22.0	6.4	24.6
滋賀	2.7	34.8	15.2	6.0	25.4
京都	23.2	25.3	34.3	2.2	14.0
大阪	47.5	12.9	8.0	1.2	19.1
奈良	18.0	38.6	10.5	4.1	24.5
和歌山	8.4	34.2	15.9	9.0	26.2
兵庫	35.3	8.3	23.1	4.0	20.2
鳥取	0.5	55.0	14.9	5.6	22.4
島根	0.8	30.3	12.0	11.0	37.9
岡山	6.8	36.0	14.0	3.9	26.9
広島	7.0	31.2	14.0	4.6	25.0
山口	3.0	35.5	14.7	5.5	31.4
徳島	2.2	46.6	7.3	4.0	19.7
香川	7.1	37.1	9.3	4.1	23.0
愛媛	3.7	40.7	8.6	5.3	19.6
高知	2.3	33.3	11.0	6.0	21.3
福岡	9.5	42.2	5.5	3.7	24.9
佐賀	2.6	35.5	10.5	6.5	35.4
長崎	2.2	55.5	3.7	4.5	26.7
熊本	3.7	32.5	10.5	5.5	29.0
大分	1.8	39.7	11.7	4.8	24.8
宮崎	1.4	34.2	11.3	7.0	34.0
鹿児島	3.8	33.5	16.5	6.3	28.4
沖縄	1.3	44.3	3.4	5.6	36.6
合計	30.7	21.3	12.2	3.3	19.6

資料）表 3 に同じ