

2019年11月19日 全15頁

# 日本の金融システムの軌跡と未来像

理事長 中曾 宏

## 1. はじめに

東京短資創立 110 周年を心からお祝い申し上げます。このような盛大なお祝いの場でお話をさせて頂く機会を頂き、大変光栄に思う。

東京短資株式会社の前身である「柳田ビル・ブローカー」が創立された 1909 年は、明治維新を経て近代国家として歩みだし「坂の上の雲」を目指して突き進んできた日本が、日露戦争に勝利してひとつの到達点を迎えた時代だった。

以来、日本が新興国から成熟国へ移行する波乱に満ちた一世紀余にわたり「柳田ビル・ブローカー」は「柳田短資」、そして「東京短資」と名前は変化したが、一貫してわが国の短期金融市場の中核的プレイヤーとして、市場の発展と安定とに貢献されてきた。東京短資が、新しい時代のニーズに応えながら次の 100 年もさらに発展されていくことを祈念している。

私自身も、日本銀行在職中、特に旧営業局の担当者時代、そして後に金融市場局長、あるいは副総裁として東京短資をはじめとする短資業界の皆さま方には業務遂行上ひとかたならぬお世話になった。改めて、この場を借りて感謝申し上げます。

実は、私が現在所属する大和証券グループは、1949 年 1 月に、大和証券が有していた短資業務を当時の「柳田短資」に事業譲渡したという歴史的経緯があり、不思議なご縁を感じている。

本日は、過去 110 年間を網羅する時間はないので、私たちの世代が金融の世界で辿ってきた軌跡を振り返った上で当面の課題を整理し、この先に見えてくる未来像を展望してみたい。お手元の資料はご参考であるので、以下では、ご参照頂きたいものにだけ言及して説明を進めたい。(以下、カッコ内ページ番号は、講演資料 (pdf) の該当記述部分)

## 2. 金融危機からの教訓

### 【バブル崩壊と日本の金融危機】

私たちが社会で過ごしてきた過去 30 年は、日本経済にとっては試練の時代だった。日本経済の実力とも言える潜在成長率は 2010 年代に反転するまで、ほぼ一貫して低下し続けた (p. 3)。

そこで、いきなりで恐縮だが、皆様は1997年の11月当時、ちょうど22年前の今頃、何処で何をされていたでしょうか。世間では忘却の彼方に去りつつあるかもしれないが、私にとっては一生忘れられない「魔の11月」である。この月は、わずか、ひと月の間に、三洋証券に始まり、北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行という4先もの金融機関が相次いで破綻した。私は当時の信用機構課という危機対応最前線部署の課長だった。本日は19日であるが、22年前の今日、自分たちは拓銀の破綻処理策の公表を済ませ、ちょうど山一証券への対応を進めている頃だった。

1997年と言えば、バブルが崩壊してから7年ほど経過していた。既に中小金融機関の破綻は頻発していた。不良債権も累増していた。自分たちも事態の深刻さを十分認識していたと思うが、それでも、今振り返ると過小評価をしていたと思うことがいくつかある。

ひとつは、不良債権の潜在規模である。1980年代のユーフォリアの中で異常に膨張した日本の資産バブルは規模において破格だった。それを端的に示すエピソードがいくつも残っている。

例えば、皇居の地価は、アメリカ・カリフォルニア州全土を買える値段だと言われていた。また、ジャパンマネーが世界を席卷し、破竹の勢いの日本の金融機関は、ロンドンのシティでは16世紀のスペイン無敵艦隊＝アルマダに喩えられていた (p. 4)。

それだけ巨大なバブルが破裂したのだからその影響は凄まじかった。日本の資産評価益から評価損への振幅は、リーマン・ブラザーズ破綻を挟む米国での資産バブルの振幅より遥かに大きかった。当然の帰結として金融機関の不良債権は大きく拡大することとなった (p. 5)。

実際、不良債権処分損は1990年代初頭以降10年以上にわたって増え続け、その金額は累積で約100兆円、GDP比率は約20%に及んだ (p. 6)。振り返ると、大蔵省や日銀の金融当局は、当初、損失額は10兆円程度と見積もっていた。それが、結果は、100兆円だったから、我々は、ひどく問題を過小評価していたわけである。

その理由は、いろいろあったが、ひとつには、「まさか、いくら何でも、そこまで酷くないだろう」という wishful thinking があったことは否定できないように思う。自分たちを擁護するわけではないが、10年余が経過して発生した米国サブプライム問題においても、当初米国当局は金融機関の損失をかなり過小に見積もり同じ轍を踏んだ。

もうひとつの痛恨は、各種の破綻処理策を検討する際に想定していたのが専ら中小金融機関だったということ。実際、1990年代の初頭に自分たちが熱心に研究をしていたのは米国の1990年代初頭の貯蓄金融組合 (S&L) 危機や1970年代の英国中小金融機関危機 (Secondary Banking Crisis) だった。結果的には、大手行も含め180を超える金融機関が破綻する未曾有の規模の金融危機に拡大してしまったわけだが、実は、大いに参考になったはずであろうという点では、日本より数年先行して進行していた北欧金融危機があった (p. 8)。

1990年代までに発生した世界の主な金融危機における銀行の不良債権規模を名目GDPを用いて国際比較してみる。1990年代初頭の米国の貯蓄金融組合の場合は3%、これに対し、危機のピークの1999年の日本では8%と高かった。

それがスウェーデンの銀行危機では13%に及んでいた。日本もスウェーデンも間接金融によって支えられた経済であったので経済への打撃は大きかった。

金融危機の経済への打撃を検証したり、公的資金投入など大手行破綻への抜本的対策を検討したりする上では、最初から北欧危機に焦点を絞ることが適当だったかもしれない (p. 7)。

話を1997年11月に戻す。23日に1か月で3件目となる山一証券の破綻が公表されても金融不安が鎮まる気配は一向になかった。26日朝に4件目となる徳陽シティ銀行の破綻がテレビのニュースで流れると人々の不安は頂点に達し、「あそこの銀行が危ないらしい」、とか「こっこの銀行もだめらしい」などのさまざまな風評が全国に飛び火した。信用不安は燎原の火のように全国に広がっていった。システムリスクの恐ろしさを目の当たりにして、私は血の気が引いていくのを覚えた。

同日夕刻、大蔵大臣と日銀総裁は、異例の共同声明を発出、「預金の全額を保護し、金融システムの安定確保に万全を期す」決意を改めて表明することにより、懸命に事態の沈静化に努めた (p. 10)。

金融システムは、本当にきわどいところで持ちこたえた。この日、1997年11月26日は、日本の金融システムがメルトダウンに最も近かった日として私の中で生々しい記憶のまま残っている。

1997年秋の金融機関の連続破綻は、だれの目にみても、まさに「今、そこにある危機」として明らかになり、公的資金投入＝税金投入にもはや躊躇すべきでないとの認識がようやく共有された。これ以降、法律の整備が急ピッチで進められた。こうして再構築された現在の預金保険制度をはじめとするセーフティネットは、さまざまな業態の金融機関の問題にも対応できる仕組みが整えられている。代償は大きかったが、経験は活かされた、と思っている (p. 11)。

## 【教訓と課題】

危機的様相が高まった1990年代後半の職場生活を振り返ると、今日求められている「ワークライフバランス」からは、およそかけ離れたものだった。実際、この頃、自分には家に帰った記憶はほとんどない。オフィスに泊まりこむことが常態化していたからだ。寝床は応接室のソファだった。寝ずの番の担当者が緊急連絡に備えて毎晩机に張り付いていた。「俺たち、ホテル・ニチギンの常連客だな」と自嘲的に言っていたが、当時、同じようにオフィスでの寝泊まりをしていた大蔵省銀行局の人たちは「俺たちなんかホテル・オークラだもんね」と変な自慢をしていた。その大蔵省は1998年、金融監督庁創設に伴い財務省に改組された。

あの当時、私たちばかりでなく金融界で働いていた多くの皆様も同じような生活だったのではないかと推察する。そのような自分たちの心に当時、どのような思いが去来していたのだろうか、改めて当時の日誌を開いてみると、次のような一節があった。当時の心境をよく表しているので紹介する。

「1997年12月某日記：日本の金融システムは一体どうなってしまうのだろう。絶望的な気持ちになる。重圧から逃れ少し頭を冷やしたくなり『夜休み』に銀ブラを試してみた。街にはクリスマスの美しい光が溢れ、仕事を終えた人々や家族づれが行き交い、カフェでのひと時や買い物を楽しんでいた。街の風景は平和で金融危機はどこか遠くの出来事のように感じた。しかし、その時、そうした当たり前の日常風景こそが、自分たちが護らなければならない『国民生活の安定』なのだ、と悟った気がした。そのために自分のできることは僅かかもしれないが、全力を尽くそうと改めて思った」

自分たちのことを美化するつもりは毛頭ない。それどころか、自分たちの思いとは裏腹に、当時、日本の金融当局は、海外メディアから、金融危機対応が小出しでノロいとして、「失望させる驚くべき能力を持っている」と皮肉交りに酷評されていた。また、危機対応のため発動した大量の「日銀特融」のうち、貸し倒れが最終的に2,000億円に達したため、「国民の資産を毀損させた」として、国会、メディア、世論から厳しい批判を浴びた。自分たちには本当に辛い時代だった。

確かに、1990年代の金融危機を終息させるためには長い時間を要した。あまり思い出したくないことも多いのだが、それが何故だったのかを整理しておくことは、今後の政策運営や金融機関経営にとっても意味のあることだと思う。以下、考えられる要因を列挙する（p.12）。

第一は、「護送船団」からの離脱が遅れたこと。「護送船団」方式の金融行政は、戦後長い間、家計の貯蓄を産業に還流させ持続的な経済成長を支えてきた仕組みだった。そうした成功体験があったことが、競争メカニズムに根ざした新しい仕組みへの移行を遅らせ、結果的に国民負担をより大きなものとしたと考えられる。成功体験に囚われすぎたことが先の時代を見る眼を曇らせてしまった面があったかもしれない。

第二に、危機が接近していることを認識していても、当局が抜本的な対策の必要性を声高に主張することがかえって信用不安の引き金を引いてしまいかねないという政策当局が直面したジレンマである。その狭間で躊躇し続けたことが、1997年秋の「魔の11月」を目の当たりにするまで公的資金投入を含む抜本対応への着手を遅らせた。

第三に民間金融機関に根強く存在した「スティグマ」である。これは、金融当局による公的支援を受けることが他の金融市場参加者に自らの脆弱さをさらけ出す「汚名の印」となることを嫌って、本来は必要な支援であっても利用を躊躇する金融機関行動を指す。「スティグマ」は海外の金融機関にも広範に見られたが、日本では、公的資本注入を忌避する姿勢として最もはっきりと現れた。98年3月に行われた資本注入は結果的に金額が横並びで総額1.8兆円にとどまり、しかも劣後債務が中心だったため効果は限られた。より大きな規模の資本注入が行われるまでには、さらに1年間の時間と長銀破綻という犠牲を要することとなった。

第四には、ひとたび金融不安が高まると、市場は金融当局の予想を超えた過激な反応を示したことである。市場での評価が損なわれた金融機関はクレジットラインが切られたり格付けが引き下げられたりして資金繰りが加速的に悪化し破綻に追い込まれるケースもあった。疑心暗鬼に陥った市場には、連想が連想を呼ぶ形で危機を増幅するメカニズムがあることを痛感した。

そして、第五には、金融市場の混乱が、企業の投資や家計の消費の委縮を通じて経済活動を悪化させ、それがまた金融市場の混乱や金融仲介機能の低下を増幅させるという悪循環、negative feedbackが作動するという点である。日本の金融危機でも、リーマン・ショックの後においても金融危機の後遺症は長い間経済回復にとっての足枷となった。

危機を長引かせた以上のような要因を踏まえ、将来の政策運営や金融機関経営においてどのようなことを教訓として念頭においておくべきだろうか。今後の課題としては以下の3点であろう (p. 13)。

第一は、システムリスクの特性という点。金融システムを構成する個々の金融機関が共通のリスクを抱えている場合には、小さな金融機関の破綻であっても、「魔の11月」に起きたように、連想が連想を呼ぶ形で金融不安が拡大し金融システムの安定を脅かす。共通のリスクは1990年代には不動産価格の下落であり、現在は長期にわたる低金利下での利鞘の圧縮である。共通のリスクが積み上がっているときには、金融システムの健全性の評価を金融機関の「平均的な姿」で判断することは、実はあまり意味がない。金融不安の連鎖のメカニズムを前提にすれば、脆弱な金融機関の問題が引き金を引くことにならないように対処し危機を未然に封じ込めることが重要だと考えられる。

それ故、第二は早期対応が重要である。1990年代の金融危機から得られた大きな教訓は、金融仲介機能が機能不全に陥ると、経済活動を支援する力が失われてしまう、ということだと私は思う。金融不安が高まる中で、ひとたび評判が悪化した金融機関の資金繰りが加速的に悪化し、やがて支払い能力 (solvency) の問題へと発展して経営が追い込まれていく事例を私たちは幾度となく見てきた。したがって、個々の金融機関の立場からは、追い込まれる前に先手を打ち危機の芽を摘む方向での対応が肝要と思う。また、当局の立場からは金融不均衡が高まっていると判断される場合には早めに対応できる仕組みや政策ツールを整えておくことが適切と考えられる。

第三は、金融機関の改革である。金融機関が同じビジネスモデルを追及し続けることは過当競争から利益を圧縮するばかりでなく、共通のリスクが蓄積されることを意味する。したがって、個々の金融機関は比較優位を活かし自らの金融仲介サービスの差別化を進める方向で改革を進めていくことが必要と考えられる。そうした方向のひとつに金融技術革新の波を如何に捉えるか、という点があると思う。この点については後で述べることにしたい。

もうひとつ、組織運営の観点から重要なのは危機への備えも怠らないという点である。日本の金融危機対応の当初、過信や先入観に囚われていたことが初動の遅れにつながった、という反省点に立つと、当局においても民間金融機関においても危機管理の要諦として意識しておくべきことは、「まさか、ありえない」という wishful thinking や先入観を捨て、危機の兆しを見落とさないようにすることだ。そのため、悪いニュースほど素早く経営が共有し、最悪に備え準備を怠らないことが必要である。そして、いざという際には即応できるよう、たとえ危機対応の実経験がある人間が組織を去っても、教訓や技術を組織的に伝承しておくことが極めて重要な経営上の課題であると考えている。経営改革にはそうした視点も必要だと考える。

### 3. 国際金融面での課題

#### 【超緩和的な金融環境】

次に、現在の内外の金融環境についてみていきたい。日本では1990年代の金融危機以降、欧米では国際金融危機以降、中央銀行は非伝統的金融政策の領域を奥へ奥へと進み、日本を含むいくつかの国はマイナス金利政策を導入している (p. 15)。ECBは9月の政策理事会でマイナス金利を-0.5%まで深掘りし、同時に金融機関収益に配慮して、他国に倣い階層構造を導入した。

この結果、ユーロ圏の金利は全般に一段と低下した。ドイツのイールドカーブの推移をみるとマイナス金利導入後、大きく下にシフトすると同時にフラット化が進んだ。現在は日本よりも低い位置にある。ECBはイールドカーブの形状を制御したいと考えるかもしれないが、ユーロ圏には、ドイツのほか加盟国分だけ19本のイールドカーブが存在するので、日本のようなイールドカーブ・コントロールの導入は困難と考えられる (p. 16)。

超低金利環境にある日本、欧州の銀行株セクターのパフォーマンスは、米国と比べて冴えない。欧州の銀行は、国際金融危機後、除去されきれていない構造問題を抱えていると言われていただけに、深いマイナス金利の政策が長期にわたって続くと、金融機関経営に及ぼすマイナス効果が累積的に大きくなっていくことが予想される (p. 17)。

実際、こうした点が織り込まれていることもあって、欧州銀行と米銀との時価総額の格差がかなり広がってきている。今やJPモルガン・チェース一行の時価総額はユーロ圏の上位10行を合わせた金額に相当するまでに至っている (p. 18)。

## 【新興国の企業債務】

世界的な金融緩和の継続は、新興国への資金流入が続く可能性を意味する。債務の積み上がりについて、レバレッジド・ローンを保証とした CLO (Collateralized Loan Obligation) の発行残高が増加を続けていることに着目した報道も多いが (p. 20)、もうひとつ見落としてはならないのが新興国における債務、特にドル建て債務の膨張だ。新興国向けのドル建て与信を債券と銀行貸出を合わせたベースでみると、本年央で 3.7 兆ドルに達している。世界的に緩和的な環境が維持されていることを勘案すると、この残高は今後さらに積み上がっていく可能性がある (p. 19)。

緩和的な金融環境が続くことは、短期的には心地よい。だからこそ米国株価は最高値を更新しているのだろう。しかし、中期的には、積み上がった企業債務を、いかに金融市場を混乱させることなく秩序だって収縮させるか、という将来の課題はより難度の高いものとなる。

## 【米ドル流動性リスク】

企業債務が積み上がった状況で、何らかのイベント、例えば予想外のクレジット・イベントがひとたび生じると再び国際金融市場が動揺するリスクを排除できないと思う。リーマン・ショックの時に起きたことは、市場参加者の間でカウンターパーティ・リスクが強く意識され、ドル資金流動性が世界中の市場から干上がってしまったこと。市場に疑心暗鬼が充満して、ドルを市場で融通する動きが途絶えてしまった。

こうした経験を踏まえると、国際金融市場で従来以上に重要な役割を果たすようになっている邦銀大手行は、ドル資金の調達について為替スワップのような不安定な資金ソースへの依存度を制御しつつ安定調達基盤の確保に努めることが引き続き重要な課題だと考える (p. 22)。

## 【スワップライン】

リーマン・ショック時のドル流動性危機への対応策として構築されたのが主要国中央銀行によるドルスワップラインである (p. 23)。

日銀を含め先進国 5 か国の中央銀行が自国通貨を見合いに米国 FRB よりドルを借り入れ、これを自国の市場でドル不足に陥っている金融機関に還流させる仕組みである。その後、「欧州債務危機」を経てドル以外の主要通貨も融通しあう多角的な枠組みに拡充され、恒久的な仕組みとして現在も存在する。中央銀行間のスワップであるため、理屈上は無制限のドル流動性を創出できる強力なバックストップだ。

このドルのスワップラインは、リーマン・ブラザーズ破綻から僅か 3 日後の 2008 年 9 月 18 日に、関係する 6 先の中央銀行により創設が世界同時公表された。これにより無制限のドル供給が可能となり、崩壊寸前だった国際金融市場はひとまず落ち着きを取り戻した。3 日間の突貫工事だったが、最後の夜は一晚中電話を繋ぎ放しにして協議を続けた。

この時、私は金融市場局長だったが、再びホテル・ニチギンの客になった。今、思い出してみても、本当に“痺れる”時間帯だった。迅速な対応を可能としたのは、各国中央銀行の現場部署の実務能力の高さと、「自分たちが、世界の金融秩序を護る最後の防衛ラインだ」という共通の使命感だったと思う。

次の金融危機が、いつ、どういう形で勃発するかを正確に予言することはできない。しかし、ひとつ言えることは、もし起きた場合には、再び国際的な広がりを持つであろうことであり、その場合、まずはドル資金不足という形で危機が顕現化するであろうということ。このことは、ドルが基軸通貨である限り変わることはない。

問題は、リーマン・ショックの時と同じようにスワップラインが危機を制御できるか、という点。リーマン・ショックの震源地は米国をはじめとする先進国市場だった。したがって先進国中銀によるスワップラインがよく機能した。ところが、次の危機の震源地は先進国とは限らない。スワップラインは国際金融危機への対応の中で生み出された中央銀行の「最後の貸し手機能：LLR (Lender of Last Resort)」の新しい形態と位置付けることができる。その意味で、今、述べた点も含め残された課題も相応にあると思う。

### 【危機対応の枠組み】

リーマン・ショックに端を発した国際金融危機の経験を踏まえ、危機防止の観点からは、国際金融規制やガバナンス面での措置が格段に強化された。したがって、危機発生の確率は抑えられているかもしれない。しかし、一方で、危機対応の面では米国における見直しの中で、「大手金融機関を安易に救済しない——too big to fail」観点から、FRBの緊急流動性支援機能には制約が課されることとなった。すなわち、FRBのLLR機能の根拠となる連邦準備法13条3項に対して、ドッド・フランク法に基づく数々の制約が加えられた (p. 24)。このため、FRBが2008年に実施したベア・スターンズやAIGなど個別のノンバンク金融機関に対して行ったような緊急流動性支援が今後は不可能になった。

また、国際金融危機への抜本対応策として「2008年緊急経済安定化法」によって導入され、公的資金投入などを可能とする仕組みであった「Troubled Asset Relief Program (TARP)」も時限措置であり、役割を終えている。二度と公的資金に依存しない、という意味の表れとも解釈できる。

以上のように、国際金融危機後、米国の危機対応の枠組みには、いくつかの制約が加えられたが、この点は1990年代の金融危機を経て預金保険制度など危機対応の枠組みが強化された日本とは対照的。危機を防止する仕組みは確かに盤石になったが、それでも危機が起きる確率をゼロにすることはできない。万一に備え、危機対応の仕組みで改善を要する問題は平時のうち対処しておくことが、やはり必要だと思う。

## 【米国レポ市場のエピソード】

次に、最近の市場動向のうち、9月中旬に米国短期金融市場でレポ金利が大きく跳ね上がった問題を取り上げたい。それが意味するところは本邦金融機関にとっても含意があると思うので、①何が起きたのか。②何故起きたのか、そして、③FRBは今後どうしようとしているのか、を整理しておきたい。

まず、何が起きたのか、という点について。米国金融政策の正常化の一環としてFRBのバランスシートが縮小される過程で、その負債サイドにおける「超過準備」がピークだった2014年10月の2.7兆ドルから急ピッチで圧縮されてきた(p.25)。そして、9月16日、法人税揚げと国債の払い込みという、資金不足要因により超過準備が1.3兆ドルを切ったところで突如としてレポレートが反応して跳ね上がった(p.26・27)。当日、NY連銀が公開市場操作で資金供給することを見合わせたこともあって、翌17日には一段とレートが上昇、6%を突破した。

次に何故レートが上昇したか、という点。本来であれば1.3兆ドルという十分な超過準備があるのにレートが跳ね上がることは考えにくい。それでもレートが跳ねたのは、市場参加者の資金需要が構造的に高まったからだと考えられる。

すなわち、第一に、金融機関は国際金融危機の中でドル資金流動性の枯渇に苦しんだトラウマがあること、第二に、規制面からの影響。具体的には、流動性比率規制(LCR)は、金融機関に十分な流動資産を保有するように義務付けている。最も流動性の高い準備預金はその分保有需要が強くなる筋合いだ。また、自己資本比率規制においても、米国大手金融機関であるG-SIBは、追加資本サーチャージを算定する上で不利となる銀行間与信であるレポ取引を控えて準備預金での保有を選好していると考えられる。

FRBは当然このようなメカニズムが存在することは承知していたと思うが、金融機関の構造的な資金需要が思いのほか強く、想定していたよりも超過準備が高い水準でレートが反応を始める岩盤に突き当たったということだと思う。

FRBはこうした事態に対処するため、今後の対応として、毎月600億ドルのT-Bill (Treasury Discount Bills) の買入を来年第2四半期まで続けることにより超過準備金を、市場が安定していた頃の水準である1.4~1.5兆ドルの水準の復元を目指すとしている(p.28)。さらにオーバーナイトやタームものの資金を公開市場操作で2020年1月まで継続的に供給する、としている。これは年末越えのドル資金金利が大きく上昇することを抑制することを企図した措置と思われる。

以上のことから示唆されることは、第一に、国際金融危機後の新たな金融秩序の下では、金融調節手法も全面的な見直しを迫られ、old normalに戻ることはもはやない、という点。積み期間に最低所要準備を過不足なく積むという私たちが慣れ親しんできた方式に再び回帰することではなく、金融機関の資金証券部や日銀の調節デスク経験者のノスタルジアの中にだけ残ることになるだろう。

第二に、ドル資金の抱え込み需要が恒常的に存在するという事は、金融機関の裁定取引を抑制するため、為替スワップ市場でドル調達プレミアムが発生しやすくなるという点。FRBは潤沢な資金供給に努めているが、本邦金融機関にとっては、これによって年末越えのドル資金調達のプレミアムがどの程度上手く抑えられるかが注目されることになる。

第三に、為替スワップ市場におけるドル調達プレミアムの存在は、ドルを保有する海外の主体にとっては、円転を行うことにより深いマイナス金利で調達することができることを意味する。こうした先はマイナス金利で調達した円を国債で運用することにより、国債の表面金利がマイナスであっても、足元では米国債以上の利回りを確保することができる状況となっている (p. 29)。

実際、外国人の日本国債の保有割合は、もともと国庫短期証券では7割と高かったが、最近では現物長期国債でも保有額は70兆円、保有比率も7%にまで高まっている。これは、日本のイールドカーブには外国人の買いによる下方圧力が働くことを意味する。これも国際金融危機後の市場構造の変化を表すひとつの現象だと思う。

## 4. 次世代銀行モデル

ここまで、日本の金融が辿ってきた軌跡を振り返ったが、以下では明日の日本の銀行の姿を展望してみたい。さまざまなビジネスモデルが考えられるが、本日は、デジタルライゼーションという技術革新の先に見えてくる「次世代の銀行モデル」について思うところをお話したい。

### 【日本の金融サービス仲介法制をめぐる動き】

デジタルライゼーションは世界の金融の潮流であるが、日本でも、技術革新を促すことになるであろう金融サービス仲介に関する法改正が進みつつある (p. 31)。

私が特に注目しているのは、オープン API (Application Programming Interface) 推進に係る規制の枠組みの整備である。「オープン API」は、近未来の金融の風景を大きく変える game changer になると予想している。「オープン API」とは、非常に簡単に言えば、「フィンテック企業に銀行システムへのアクセスを認めること」である。それによって、フィンテック企業は、顧客である消費者や企業に新たなサービスを提供し、銀行はフィンテック企業から手数料を取るとするのが基本的なビジネスモデルだと認識している。

私は、次世代の銀行モデルを考える場合、「オープン API」が重要な鍵を握ると考えている。同時に、伝統産業の銀行と新興のフィンテック企業との間ではコスト負担や安全対応の分担のあり方などをめぐり見解に隔たりがあることも認識している。しかし、技術革新の大きな波を止めることはできない。波に呑み込まれるのではなく、波に乗って新たなフロンティアの開拓を目指して見解の相違を克服していくべきだと考える。

## 【欧州の銀行ビジネスモデル分類】

それでは、オープン API が進むと銀行のビジネスはどのように変化していくのだろうか。そのイメージを掴むためには、取り組みが進んでいる欧州の動きが参考になる。参考として欧州銀行協会による銀行業のビジネスモデルの分類を挙げる (p. 32)。

横軸に誰が金融商品を開発・製造するか、縦軸に誰が金融商品を提供・販売するかという 2 つの軸を設け、それぞれについて銀行によるのか、外部事業者によるのかの 2 通りに分けて次世代銀行業のビジネスモデルを 4 つに分類している。

**第 1 類型**は、銀行が開発した商品を、銀行が自ら顧客に提供する製造・販売統合型であり、これは従来の銀行のモデル。

**第 2 類型**としては、預金・決済・貸出などの銀行が開発した商品を API を通じて白色で表示した外部事業者が提供するもので、銀行がプロダクト・プロバイダーとなるモデル。銀行は金融商品の開発や製造に特化するので、商品提供に営業店チャンネルが不要であり、コストメリットを享受できるが、一方で、銀行にとっては、金融商品のコモディティ化や単にインフラだけ提供して付加価値が提供できなくなるという点で、いわゆる「土管化」が進展する可能性も内包する。

**第 3 類型**としては、外部事業者が開発した商品を、銀行が直接顧客に提供するディストリビューター型。例えば、多様な運用ニーズに応えるロボット・アドバイザーを銀行が販売するのはこのモデルに該当する。自行で一通りの商品を取りそろえる必要はなく、顧客にとって最適な商品の提供が可能になる点で、銀行にとってのメリットがある。

**第 4 類型**としては、外部事業者が開発した商品を、銀行のプラットフォーム経由で API を通じて外部事業者が提供するもの。このモデルでは銀行の役割はプラットフォームを提供することとなる。

## 【北欧のオープン API】

オープン API が進むと具体的にどのような動きが見られるのだろうか。この点は北欧の事例が参考になると思われる。実は、2019 年 9 月に北欧における金融のデジタル・トランスフォーメーションの実情を東短リサーチの加藤社長も含め、金融界の幹部の皆様とともに視察してきたので、本日は、その印象を交えながらお話ししたい。北欧では、先に示したように、1990 年代の初頭に大きな銀行危機を経験した。その後、経済が大きく落ち込んだため、いち早くマイナス金利政策を導入するなど、日本が辿ってきた道の半歩先を行っていた。そうした延長線上で、今、北欧で起きていることは日本がやがて辿ることになるのではないかと予感している。北欧視察で見聞したところから今後の日本にとっても意味があると思われるポイントを 3 点抽出した (p. 33)。

第一に、「チャレンジャー・バンク」と「ネオ・バンク」の登場である。北欧では、オープン API を活用して、店舗を持たずにモバイル・アプリでサービスを提供するフィンテック企業が台頭している。大雑把に言えば、このうち、銀行免許を持っているフィンテック企業が「チャレンジャー・バンク」であり、持っていないのが「ネオ・バンク」として整理できる。

こうしたサービスの利用が広がっている大きな要因の一つとして、欧州では給与振り込み先が銀行以外でもよいことが挙げられる。日本でもデジタル・マネーで給与を支払えるようになるか、という問題について厚労省の諮問機関である「労働政策審議会」で議論されることになっている、と理解している。

今後、仮に銀行免許を持たない決済事業者も企業従業員の給与振込先になれるようになると、欧州で起きていることが日本で再現されることになるかもしれない。

第二に、eKYC（オンライン本人確認=Know Your Customer）の拡大である。現在、eKYC の利用が急速に増えており、人口約 130 万人のエストニアからこのサービスを提供して世界展開する企業も誕生している。日本でも 2018 年の犯罪収益移転防止法の改正などを背景に、eKYC を導入する金融機関が増加している。eKYC は、コスト削減という点で金融機関にとってもメリットがあり、日本でも本格的な「eKYC 時代」が到来する可能性が高い。

第三に、オープン API が、キャッシュレス決済サービスの一層の普及に寄与している点。北欧では、オープン API を利用して決済（Payment）分野で活躍するフィンテック企業が増加している。例えば、スウェーデンでは個人間送金アプリとして始まった「Swish」が存在。銀行連合によって銀行主導で誕生した点が大きな特徴だ。

## 【第 2 類型：プロダクト・プロバイダーの事例】

ネオ・バンクの具体事例としてエストニア人により設立された FinTech 企業である Monese を紹介する（p. 34）。

銀行免許を持たない「外部事業者」である Monese が金融サービスを販売するので分類上は第 2 類型に属する。同社は、2015 年に英国で、移民や出稼ぎ労働者も含めた個人顧客に対し、スマホアプリによるモバイル口座の提供を開始し、以来、銀行類似の利便性の高いサービスを提供している。

具体的には、Monese の利用者は、Monese 口座で給振（Monese 口座への入金約 75%が給料）を受け、それをモバイル決済に使ったり、国内・海外送金を安価に行ったりすることができる。したがって、銀行口座を持つことが難しい移民や出稼ぎ労働者、さらには、家族が別々の国々に離れて暮らすような人々にとって、貴重なライフラインとなる。Monese が顧客から預かった資金は、銀行預金として一般債権者から隔離され保管されている。

日本でも近年、外国人労働者は増加しており、2016年には年間の流入数が19万人に達し、実質的に世界第6位の「移民大国」となっている。これに伴い、2018年の外国人労働者数は146万人まで増加した。今後、デジタルマネーでの外国人への給振などの途が拓かれれば、日本の各地域における外国人労働者の金融包摂も有力なサービスとなりうる、との印象を持った。

### 【第3類型：ディストリビューターの事例】

eKYCの具体的事例としてVeriffという企業の提供するサービスを紹介する (p. 35)。

Veriffは外部事業者であり同社が開発した商品を銀行が販売するので、分類上は第3類型に属する。同社は、生体認証をはじめとするさまざまな認証・本人確認技術をオンライン・リアルタイムで提供するスタートアップ企業である。認証技術eKYCを用いることで、例えば、「写真付きIDを持って銀行に来店した人が、本当にIDと同一人物かどうか」を、リアルタイムで判定することができる。具体的には、本人にその場でSelfie(自撮り)にて写真を撮ってもらい、その写真とIDの写真が同一人物かどうか、AI技術を使って、オンライン、リアルタイムで判定することが可能となる。銀行は、これによって口座開設スピードの向上やコストの軽減が可能になる。

## 5. キャッシュレスに向けた動き

先ほど、オープンAPIの3つ目のポイントとして、キャッシュレス決済サービスの一層の普及に寄与している、と述べた。北欧で先行するキャッシュレス化の動きは、早晚、日本にも大きなうねりとして及んでくると思われる。キャッシュレス決済は大きく5つに分類できると思われる。参考までに先日の北欧視察で訪問した企業を「赤字」で示している (p. 37)。

実店舗の支払いは欧州が「銀行主導型」、中国が「プラットフォーム型」という特徴がある。これに対し現在、日本は乱立状況となっている。中国では、欧州と異なり個人情報を利用されることがあまり気にされず、他のサービスとの連携によって利便性が向上することの方が重宝される傾向があるようだ。このため、Eコマース大手アリババグループの「Alipay」や、インターネット(SNS)大手テンセント・グループの「WeChat Pay」が非常に大きなシェアを占めている。

### 【北欧のキャッシュレス化】

北欧におけるキャッシュレス化に向けた動きについて、日本にとっても示唆に富むと思われる点を4点列挙する (p. 38)。

第一に、スウェーデンで主流のモバイル送金アプリである「Swish」は銀行連合から生まれたという点。銀行が連合を組んでアプリを「共通化」することによって消費者の「利便性向上」と銀行の支店・ATM網の縮小による「コストの抑制」という一石二鳥を実現している。異業種（通信業）からの参入に対抗するための銀行連合という意味合いもあったようだ。銀行数が多い日本は、スウェーデンとは状況が異なるが、ATMの共通化を起点とした連携・連合をどこまで進めることができるかが、今後の重要なポイントになると考えられる。

第二に、実店舗の決済は、銀行（＝デビットカード）がしっかり抑えており、他のキャッシュレス・サービスは入り込めていないという点だ。北欧の国民は、プライバシー意識が高く、銀行に対する「信頼」も厚い。銀行は、デビットカードと家計管理等のアプリの提供によって顧客の囲い込みを図っている。日本の金融機関も、厚い「信頼」という貴重な資産を顧客の獲得や新しいビジネスに如何に活かしていくかが課題であると思われた。

第三に、外国人労働者の視点で創業した、先ほど述べた「Monese」のビジネスモデル。銀行口座を作ることが難しい外国人労働者でも簡単に銀行口座を作れるようにすることが創業目的だった。着眼点は、外国人労働者が増えている日本にとっても参考になる。

第四に、インバウンド需要を狙って中国企業と提携したフィンランドのFinTech企業「ePassi」のサービスである。フィンランドからすると、中国人旅行者数が増加する中で、中国決済サービス大手「Alipay」と提携してインバウンド需要の恩恵を受けることを狙ったものだ。中国人旅行者から見るとFin Airの機内からフィンランド各地の店舗でAlipayにより決済をすることができるので利便性が高い。フィンランドの経済にとってもAlipayにとってもメリットの大きいwin winの関係が構築されている。日本でも増加するインバウンドをどのように決済サービスに取り込んでいくかが今後のポイントのひとつになるだろう。

## 結語

平成の時代、日本の金融システムが辿ってきた軌跡は、2度にわたる大きな金融危機と市場の構造的変化、押し寄せる金融技術革新の波など誠に試練に満ちたものだった。特に1990年代の金融危機では夥しい経営資源、才能、時に命さえもが費消された。自分たちが、活力ある明日の日本の金融産業の構築に向けた道を確実に拓くことによって、あの困難な時代に人知を尽くして金融機能を懸命に支えてこられた金融界の先輩・同僚の労苦に漸く報いることができるのだと思っている。

日本の金融界の行く手には、高い不確実性が待ち受けており「海凶なき航海」は続く。難しい経営判断を迫られることも多いと思うが、変革期にこそ潜むチャンスも大きいと思う。本日お話ししたように、北欧の金融界が辿った道も同じように厳しかったはずだ。しかし、技術革新の波を捉えた北欧の金融機関は、すこぶる元気が良かった。その北欧の視察で会った、ある若い金融関係者の言葉を最後に引用して本日の私の話を締めくくるとしたい。

「変革期に成功をもたらした原動力は、ヒーローやクールなことへの憧れによって動機づけられた若い起業家精神と、未知の領域に挑む経営指導者たちの勇気と強いリーダーシップだった」

ご清聴に感謝する。

－ 以 上 －