

金融研究会

「金融革新と金融システムの変化」

会議の概要

日本銀行金融研究所は、昭和59年7月16日に、標題テーマによる金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。本研究会のパネルには次の方々にご参加を頂いたほか、金融研究所からは鈴木淑夫（所長）が議長として、また島謹三（研究第2課長）がパネリストとして加わった。また今回は、最近の金融状況を踏まえて理論的角度から整理すると同時に、実務的関心も高いテーマであることもあり、フロアーに金融機関等の調査企画担当者の多数の参加を得た。

浜田宏一 東京大学教授（報告者）
堀内昭義 東京大学助教授（ " ）
蠟山昌一 大阪大学教授（ " ）
寺西重郎 一橋大学教授（ " ）
館龍一郎 金融研究所特別顧問（コメンテーター）
原田和明 三和銀行調査部長（ " ）
奥村洋彦 野村総研金融研究室長（ " ）

〔フロアー参加者〕

大畑直行 第一勧業銀行取締役融資企画部長
川上 晃 富士銀行取締役総合企画部長
林 宏 三菱信託銀行取締役業務部長
古田耕作 第一勧業銀行調査部長
内藤暁彦 三菱銀行調査部長
後藤新一 三井銀行常務取締役調査部長
村岡精一 三菱信託銀行調査部長
佐藤彰男 三井信託銀行調査部長
長谷川正名 証券団体協議会常任委員長

当日の議論は、第1部「金融革新と金融システムの構造変化：その展開の論理」、第2部「金利

自由化のあり方：その理論的整理」、第3部「金融システムのあり方：国際化を踏まえて」の三つのセッションに分けて行われた。まず、第1部では、パネリストの報告論文およびコメント論文に基づいて、金融革新展開のメカニズムやわが国の金融革新、金融システムの変化の特色等について一般的な検討を行った。次にやや具体的な問題に討議の焦点を定め、第2部では金利自由化の最終的な姿や金融国際化の国内諸金利への影響につき、また第3部では業務分野規制の見直しや有担原則に対する評価、信用秩序維持のあり方につき、幅広い討議を行った。

以下はこうした討議の概要を整理したものであるが、始めに主要論点を列挙すれば次の通りである。

- ① 金融革新の進展については、新しい諸条件の発生と旧来の金融システムの枠組みとの間に生じた不均衡がインセンティブになるが、そうした革新のスケールやテンポに対し差し当っては当局の姿勢が強い影響力を持つ。ただ、長い目でみれば金融革新は市場のニーズの変化を映じて自律的に進展するものであり、当局はたとえこれを阻止しようとしても結局は追認せざるを得なくなる。
- ② 小口預金金利について、市場金利に追随する形をとるにしても規制は残すべしという意見もあるが、小口投資家と市場資産を結ぶ投資信託等が発達すれば小口預金金利の自由化は不可避とみるべき。
- ③ 短期ユーロ円インパの自由化は、短期ブライ

ムのみならず長短金利裁定を通じ、長期プライムの決め方にも影響。

運用面の長短分離形骸化に伴い資産・負債のミス・マッチングが拡大している現状に鑑み、調達面での長短分離を早く廃止することが今後の金融機関経営の健全化、ひいては金融システムの安定化に寄与。

- ④ 公共債に関する銀行、証券の相互乗入れは望ましいが、株式・社債については銀行経営におけるリスク負担の増大、内部利害の対立発生、銀行による市場支配力（産業への影響力、市場における価格支配力）の強化等が進む恐れがあり、果たしてポートフォリオ規制等でこれを有効に防ぐことが出来るかどうか等、なお検討を要する点が多い。
- ⑤ 有担、無担の選択は自己責任原則に基づく市場の選択に委ねるべきであるが、そのためにも担保に代って選択される安全装置の整備が急務。
- ⑥ 銀行に対するポートフォリオ規制は、市場メカニズムを歪めないという点で自由化の下における最善の規制方法であるが、それだけでは信用秩序の維持に不十分。その意味で最後の貸手機能や預金保険は大切であるが、これ等も行き過ぎるとモラルハザード(moral hazard)が発生するので、当局は、平時には自己責任原則を強調、非常時に臨機応変に対応することが望ましい。

1. 金融革新と金融システムの構造変化：その展開の論理

(1) 金融革新の展開に関する理論的枠組み

1. 金融革新に関する基本的認識

まず始めに、「金融革新」の概念について考え方の整理を行った。蠟山、寺西（敬称略、以下同様）は、第一義的には金融新商品・新サービスの開発ないしこれを行う金融業者の行動という

形で捉えているが、堀内、浜田、奥村、館、原田はシュムペーターが示した「革新」の定義（新商品の生産、新生産方法の採用、新市場の開拓、新資源の利用、新組織の形成の五つを含む変革）に即して、金融新商品・新サービスを中心的な内容としつつ、さらに金融取引の方法や、金融市場、金融機関等金融システム全体に亘る変革を含む広義の概念として捉えている。もともと、前者もそうした金融革新が金融システム全般に亘り広範な変革をもたらしていると考ええる点では共通しており、両者、強調点をやや異にしつつ実質的にはほぼ同じ認識であるとみられよう。

なお、館は、シュムペーターの定義によれば「革新」には急テンポかつ非連続的な変化および新たな担い手の発生という要素が不可欠であるとし、預金からの郵貯シフトや現先市場の発達等オイルショック以前からの漸進的・趨勢的な変化を含めて金融革新を捉える大方の論者の考え方に若干の疑問を呈したが、これに対し蠟山は、現在の金融革新はシュムペーターのいうような革新が累次連続的に生じていると捉えてよいのではないかとした。

また、「金融自由化」という用語について蠟山は金融システム構成員の金融取引機会の拡大（選択の自由の増大）と金利の自由な決定という二つの意味を併せ持つとしたのに対し、館は、金融革新現象のうち特に金利および金融商品・サービスの自由化に関する部分と定義する等、論者により若干のニュアンスの相違があったが、この点に関し島は、金融革新それ自体はニーズさえあれば規制の有無にかかわらず発生し得るのに対し、金融自由化は何らかの規制の存在を前提とした概念、すなわち規制が自由化を生むという性格のものであると整理すれば分かり易いのではないかと述べた。

ロ. 金融革新発生の基本的要因

金融革新の発生をもたらした外生的・基本的要因については、殆どの論者が①金利選好の高まり、②国債大量発行、③情報技術の進歩、④金融国際化の四つを挙げ、この点では概ね認識が一致した。すなわち、各パネリストはほぼ共通して、

- ① 高度経済成長が持続した結果、個人の金融資産の蓄積が進んだほか、かつて資金の究極的な借り手であった企業も低成長移行、実物投資意欲の減退に伴う余裕資金の発生から資金の効率的な運用を迫られ、これらを背景に非金融部門全体の金利選好が高まったこと、
- ② また、昭和50年代に入ってから国債の大量発行や金融機関保有国債の売却制限の緩和等から国債の流通市場が拡大し、自由金利の公開金融市場が発達したこと、
- ③ エレクトロニクス・情報通信技術の進歩に伴って、銀行の資金仲介・配分のコストが低下するとともに、多様な金融商品・サービスの提供が容易となったこと、
- ④ さらに、金融国際化により国際資金移動が一層活発化、新たな金融商品の創出が促進されると同時に、わが国の金融システムへの外国金融サービス業者の参入を通じて金融市場がこれまでより競争的となったこと、等を金融革新発生の基本的要因として挙げた。

もつとも、これらの要因のうち、寺西、島が、

①の金利選好の高まりを重視するのに対し、館、原田、蠟山は、②の国債大量発行が最大の要因であるとし、見方が分かれた。また、堀内、浜田は、金融革新が現実に行進するのは金融の需要・供給構造の変化（上記①～③に相当）だけでなく、根本的に金融市場全体の競争条件に依存しているとして、金融の国際化という条件を不可欠のものとみているが、さらに、そうした競争条件を左右するものとして、規制当局の政策スタンスあるいは当局間の競争が重要な要素であることを強調した。さらに奥村は、金融革新の誘因として、上記①～

③と並んで他の金融機関がどのような革新を行うかということに関する金融機関相互の横並び意識も重要なファクターであるとし、調整役としての規制当局の役割も重要であると指摘した。金融革新の現状認識に関しては、論者によって力点の置き方がやや相違するようである。

ハ、金融革新展開のメカニズム

以上のような金融環境の変化を背景として、金融革新がどのようなメカニズムに基づいて進展しているかについては、新しい諸条件の発生と旧態依然とした従来の金融システムの枠組みとの間に何らかの不均衡が生じ、これが金融革新へのインセンティブとして働くという一般論では各論者ともほぼ共通している。しかし、何が不均衡かについては、市場間の収益率格差発生（蠟山）、均衡金利と規制金利の格差変動（寺西）、市場参加者間の利害に基づく政治的力関係の変化（堀内、浜田）とするなど、論者によって金融革新のメカニズムを捉える視角やアプローチの方法にかなり相違がみられた。この点をやや詳しくみると次の通りである。

まず、蠟山は、金融革新進展のメカニズムの本質は、既存の金融システムの中で、「仕切られた」金融市場間の収益率格差を利用し、これらの間の資金移動を可能にする新しい金融手段を開発して利益を得ようとする金融サービス業者の創意工夫であるとした上で、最近のこうした金融行動の活発化は、①自由な金融市場の発達に伴う市場間の金利格差の拡大と、②技術進歩等に伴う金融新商品の開発コストの低下によって、規制金利市場から自由金利市場への資金移転の採算が著しく向上したことが背景であると指摘した。

また、寺西も、外生的な諸条件の変化を背景とした規制金利と均衡金利との格差拡大が金融新商品創出（広い意味では規制金利型商品の自由化を含む）の最大の誘因であると論じ、蠟山とほぼ同

様の考え方を示した。

一方、堀内、浜田は、金融制度ないし金融システムの本質を、証券会社をも含めた金融機関相互間の利害関係について一種の「政治的均衡」を保つためのルール of the 体系として捉えた上で、こうした均衡が何らかの外生的な衝撃を受けて不安定化ないし崩壊し、新しい均衡が求められる場合に金融革新が発生するとした。もっとも、こうした堀内、浜田の捉え方に対し、館は変革の動学理論としては興味深いとしながらも、金融制度を利害関係の「政治的均衡」として捉えるのは、規制の公共財としての側面を軽視する危険を含んでいると批判的な見解を述べた。

以上のように金融革新展開のメカニズムの捉え方について見解が分かれたため、金融革新の進展過程における金融当局の役割についても以下のような考え方の相違がみられた。まず、堀内、浜田、奥村は、わが国では金融当局は、市場における様々なルールの運用や民間金融仲介機関の間の利害調整を通じて金融革新を抑制しあるいは促進するなどその進展の上で極めて重要な役割を果たしていると主張した。堀内、浜田の主張は概ね次の通りである。

- ① 規制当局は、しばしば既存の金融制度、あるいはそこで成立している民間金融仲介機関の利害の均衡を自らの利益と一致させており、こうした状況の下では、規制当局が既存の金融制度を維持するため、金融市場における「過当競争」防止の名目の下に競争を抑制したり、また、既存の金融市場の外縁部における金融取引活動を規制したりすることによって金融革新の進展を妨げることがある。
- ② 反面、金融市場の需給構造の変化が行政や指導の権益を守ろうとする当局間の利害の対立につながるような場合には、当局間の競争がかえって金融革新を促すことになる可能性があり、金融市場の激しい競争の産物としてよりもむしろ

ろ、規制当局間の競争の産物として金融革新が進展する可能性がある。なお、この点に関しては奥村も、金融革新発生メカニズムを考える上で金融当局の規制の存在を軽視することは時としてミスリーディングであるとし、堀内、浜田の考え方を支持した。

これに対し、蠟山、寺西、原田は長い目でみれば金融革新は市場のニーズの変化に応じて自律的に進展するものであり、行政はこれを追認するに過ぎないことを強調した。とくに、蠟山は、現先市場の拡大過程でみられたように仮りに金融行政当局が規制あるいは既存の金融慣行の墨守を意図したとしても、民間側の金融革新への誘因が大きければ金融行政当局の規制は有効でなくなってしまうとし、金融環境如何によっては民間経済主体も行政に働きかけ、その変革を迫りうるという点で、金融行政は必ずしも金融システムの外生的要因とは言えないと主張した。

(2) わが国の金融革新と金融システムの変化

1. わが国の金融革新の特色

こうしたわが国の金融革新をとくに米国と対比した場合の特色については、各論者からそれぞれ次のような諸点が挙げられた。

まず、館は、米国では①近年の著しいインフレを背景とした規制外金利の高騰や、②ユーロ市場の発展に伴うディスインターミディエーションが金融革新の契機であったのに対し、わが国では郵貯と銀行預金との競合は生じたものの、ディスインターミディエーションの規模は小さく、むしろ国債の大量発行を背景とする公開金融市場の発達が最大の要因であったと主張し、この点については原田、堀内もほぼ同様の考え方を示した。

一方、奥村、原田は、金融革新の規模や進展のテンポについて、米国の場合は商品、市場、業態等の面で広範かつ急激な革新が進んだのに対し、わが国の金融革新はこれまでのところ局所的でテ

ンボも緩やかであると指摘した。とくに奥村は、わが国では業務分野間の相互乗入れや非金融部門の金融業務への進出が米国に比べなお進んでおらず、公開金融市場も相対的には未発達である等の相違を指摘し、¹⁾ その背景としては、当局の姿勢や金融業における競争の度合に差があることを挙げた。

さらに、原田、島は、わが国では比重の大きい公的金融の存在が金融革新進展に与えた影響を無視できないことを指摘した。公的金融の影響については、郵貯のシェア拡大に対抗して民間金融機関側の金融新商品（期日指定定期預金、ビッグ、ワイド等）の開発・導入が進み、金融革新が促進された面と、市場原理とは異なる郵貯金利の決定方式が小口預金金利自由化の進展を阻害する等金融革新が抑制された面の両面があるというわけである。

ロ、「間接金融の多様化」と「金融取引の市場型化」

わが国の金融革新に伴う金融システムの変化に関しては、蠟山は、「間接金融の多様化」と「金融取引の市場型化」という二つの傾向を指摘し、

これを巡って若干の議論が行われた。蠟山の主張の論旨は次の通り。

① 間接金融の多様化

金融システムの資金移転機能（資金を貸し手から借り手に移転させる機能）の形態ないし充足方式をガーレイ＝ショウの定義に従って「直接金融」か「間接金融」かによって分けると、戦後日本の金融システムの特徴であった「間接金融の優位」には基調的な変化は窺われず、むしろ間接金融の中味について多様化傾向（民間銀行のシェア低下、その他の民間金融仲介機関の80年代に入ってから著しいシェア上昇、60～70年代を通しての公的金融の安定した伸びとその反動としての80年代のシェア頭打ち）がみられる。

② 金融取引の市場型化

一方、金融システムの資産流動化機能（個々の経済主体の保有する金融資産に流動化の機会を与えるという機能）に着目すると、その形態、充足方式を「相対型」（貨幣発行機関である銀行など特定の買い手と相対的に交渉し流動性を得る方法）および「市場型」（特定の機関や個

1) 奥村は、日米間の相違を次のように図式化している。

米 国	日 本
当局、金融革新の採用に積極的。	当局、金融革新の採用に慎重。
異なる業務分野への相互乗入れ進む。	業務分野規制の堅持。
発達したマネー・マーケットを活用する革新が目立つ。	マネー・マーケット未発達。
コレスポンデント関係の強化。	バンカーズ・バンクス関係の強化。
自由化は主として個人の金融取引関連の問題。	自由化は企業、個人ならびに海外部門にかかわる問題。
事業会社の金融機関化が進展。	事業会社の金融機関化は立遅れ。

人ではなく、不特定多数の人々からなる公開市場で金融資産を売却して流動性を得る方法)に分類できるが、金融自由化進展の下でとりわけ顕著なのは、市場型金融資産の相対的な増加に伴う「金融取引の市場型化」と言える傾向である。²⁾

こうした蠟山の見解に対しては、各論者から以下のようなコメントがなされた。

まず、原田は、①「間接金融の優位」は計数の取り方によっては基調的な変化がないと言い切れない、また、②間接金融の中で多様化が生じていることは確かであるが、こうした現象そのものよりもその中味、とりわけ公的金融の拡大をどう評価するかが重要とコメントし、さらに後者については、公的金融の拡大は郵貯の競争条件が税務査察の扱いというインプリシットな面も含め民間金融機関より優遇されていることに大きく依存するものであり、政府系金融機関や公団など公的金融機関に対する本来の政策目標が変化し、かつ資金需要が減少している現状では、本来市場メカニズムに馴染まない公的金融は縮小させることが望ましい、との意見を述べた。

一方、奥村は、金融システムの変化を金融の機能の変化という面から分析した蠟山の見解を評価しながらも、こうした変化の背景に立入った分析が必要とし、この点につき次のような考え方を示した。すなわち、間接金融比率が高いまま市場型金融資産が増大しているのは、間接金融機関の市場型金融資産の保有が増加する一方、個人等が相変わらず間接金融機関を通じた資金運用を続けていることを意味する。この背景としては、第一に、わが国では近年、個人の有利な資産運用への関心(金利選好意識)は高まっているものの、金融商品や金融機関に対する知識は未だ十分ではなく、また、金融機関サイドの金融商品供給面でもまだまだ制約が多い等金融規制の存在が密接に絡んでいると考えられること、第二に、企業に関しても、短期

金融市場や資本市場での取引が相対的にウェイトを高めつつあるものの、依然、long-term, invisibleな取引関係を重視する風潮は根強く、顕著な「銀行離れ」は生じていないこと、等があると指摘した。もともと、将来を展望すると、前者については従来の金融規制が密接に絡んでいると考えられるため、今後規制のあり方が変わるにつれ個人による直接の市場型金融資産保有が増えて「間接金融の優位」が現在よりは後退する公算があり、一方、後者については、公開金融市場・資本市場の今後の発達とこれに伴う市場間の裁定取引等企業行動の変化如何に依存しようとするべた。

一方、館は、「金融取引の市場型化」について、大企業の資金調達に関しては、蠟山の主張するように今後市場型金融の比重が増大するとしても、中小企業金融の分野では相対型取引の重要性は後退しない可能性があるとして指摘し、現に米国でも、CPによる資金調達が増大している中で格付けの低い企業は依然として銀行借入に依存する度合いが高いことを一例として挙げた。

加えて、館は、金融システムの変化をみる場合、蠟山のように金融システムの機能の充足方式の変化という観点から捉えるのも一つの方法であるが、同時に、①競争の激化、②利鞘の縮小(証券売買手数料の自由化が行われるなら証券会社の収益の減少も)、③合併・提携の拡大、④金利リスクに対応する諸制度(変動金利貸付の増大が一例)の発達等といった視点から把握することも重要である旨付言した。

2. 金利自由化のあり方：その理論的整理

(1) 小口預金金利の自由化

1. 市場連動型方式を巡って

金利については、今後とも何らかの形で規制を

2) ①、②の点に関し、蠟山は次の2つの指標を示している。

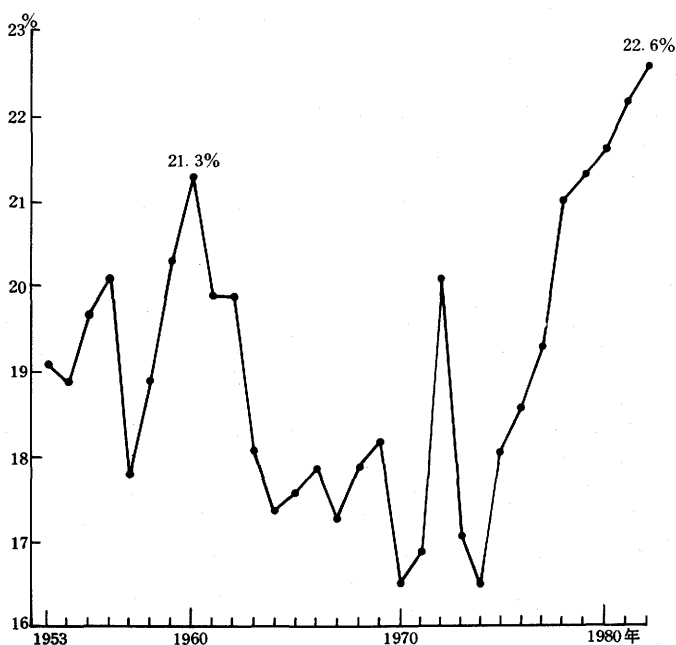
間接金融の構成変化 (%)

	民間銀行	その他の民間 金融機関	公的金融
年中			
1955 ~ 59	70.3	12.4	17.2
60 ~ 64	72.1	13.8	14.1
65 ~ 69	68.2	13.0	18.8
70 ~ 74	67.3	13.1	19.6
75	62.0	13.3	24.6
76	60.8	13.4	25.7
77	54.8	12.9	32.3
78	61.2	10.0	28.7
79	54.3	13.3	32.4
80	49.0	14.5	36.5
81	56.1	15.2	28.7
82	48.0	18.9	33.1

民間銀行とは、全国銀行・中小企業金融機関、農林水産金融機関、在日外銀の合計。

公的金融とは、郵貯・簡保・年金、資金運用部・政府金融機関。

市場型化率の推移 (1953年末～82年末)



— 市場型化率とは非貨幣的資産に占める市場型資産の比率。

緩和・撤廃していく必要があるという点で各パネリストの見解は一致した。ただし、金利自由化の最終的な姿やそこに至る具体的なステップについては、堀内、浜田、奥村は究極的には小口預金も含め完全な金利自由化を主張し、諸条件の許す限り出来るだけ速かに規制を全廃し、預金金利の決定を銀行間の自由競争に任せるのが望ましいと主張したのに対し、蠟山、寺西は、とりあえず小口預金金利については規制を残し、その運営方式を市場金利連動型とするのが適当であるとし、意見が分かれた。

このうち、小口預金について市場金利連動型の規制金利を残すべきとする論者は次の三つを根拠として挙げた。

- ① 銀行と小口預金者の間には情報や交渉力の面で大きな格差が存在し、金利規制の撤廃は、銀行のカルテル行為や独占力の行使（例えば銀行による支店閉鎖や手数料引上げ等の市場分析戦略等）を助長し、かえって小口預金者にとって不利な結果を招く可能性がある。
 - ② また、仮りに十分な情報が提供されたとしても、小口預金者はそうした情報を自己のポートフォリオに生かす時間もなく、またそのコストにも耐え得ないと考えられる。結局、①、②から小口預金市場では競争的メカニズムが十分働かない可能性が大きく（蠟山）、市場の完全性が望めないセカンド・ベストの世界である以上、規制撤廃が必ずしも経済厚生を高めるとはいえず、その意味で自由化の理論的根拠は乏しい（寺西）。
 - ③ 小口預金金利が全面的に自由化されると、その適正な水準を巡ってコストの明確でない郵貯と民間金融機関の間に摩擦が生じる惧れがあるが、この種の摩擦を回避するとともに、郵貯金利と民間金利の連動関係のルール化を図り、政府金融の必要以上の肥大化をチェックするためにも規制の存続は必要（蠟山）。
- なお、蠟山はこうした市場金利連動方式とする

に際して、①バンクディーリングを含めて効率的な国債価格形成の仕組みを整備すること、②TBの発行方式を改めTB市場を真の公開市場とすること等が前提となると主張している。これに対して他のパネリストは、以下の諸点を挙げて規制に反対、あるいはその実効性に疑問を提起した。

- ① 小口預金市場といえども顧客が銀行を選択できる以上、競争的メカニズムは働くはずであり、小口預金金利のみを規制することについての経済理論的根拠は乏しい。結局のところ、金利規制の意義は非効率な銀行を保護すること（あるいは低利の産業資金を提供すること）以外にはあり得ない（浜田、堀内）。
- ② 小口預金を市場金利連動としても、市場金利と小口預金金利の間のマージン決定に行政的裁量加わる余地が残る結果、市場メカニズムが十分生かされず、小口預金者にとって自由化のメリットが減殺ないし事実上失われる可能性もありうる（浜田）。
- ③ 現実的にも小口預金金利と市場金利間の格差が規制により温存されるならば、オープン市場資産と小口投資家を結ぶ投資信託などの金融新商品開発が今後とも続き、場合によってはさらに大規模なディスインターミディエーションが発生して規制の実効性維持が困難となる可能性が大きい（奥村、原田）。

この間、館は、従来の預金金利規制の根拠について米国のレギュレーションQの例を引き、銀行間の自由な金利競争による預金金利上昇＝資金調達コストの上昇が高リスク・高収益の貸出を増加させるような銀行のリスクテイキングな行動をもたらす、ひいては「破壊的競争（destructive competition）」を招く惧れがあるとの議論が当時有力であったと述べたうえでこうした議論の妥当性については、最近の米国の実証研究でも必ずしも確定的な結論が出されていないが、近年の累積債務国問題発生を経緯をみると一概には否定

できない面もあり、今後の研究課題の一つであると指摘した。ただ現実には、預金金利の自由化は不可避の方向であるとし、そうである以上小口預金金利だけを区別して規制を残す理論的根拠は乏しく、また実際にも期近国債、MMF等の競合商品が増加すれば、規制存続は難しいとし堀内、浜田に近い考え方を示した。

さらに、館は、こうした預金金利自由化進展の過程で留意すべき事項として、①金融機関経営の健全性維持のため貸出審査能力の一段の充実やポートフォリオ規制の導入等を図る必要があること、②下位業態の整理淘汰や上位業態との統合が進展し、与信機能の中央集権化が進めば、地方中小企業の銀行信用へのアクセスが難しくなる可能性があるため、この点にも配慮が必要なことを指摘した。

ロ. 預金金利自由化のテンポ

次に、預金金利の自由化（または市場金利連動化）を現実に進めていくテンポについては、館は、日米円ドル委員会での合意等のように小口預金金利の自由化を後回しにする措置は郵貯に対する政治的配慮によるものであろうとした上で、通常言われるように郵貯が障害であるならば、その金利決定方式につき速かに高いレベルで検討し、市場金利に連動するようなルールを確立すべきであり、郵貯の存在自体が段階的自由化を支持する根拠にはなり得ないとした。また、浜田は、郵貯といえども高利を付利するには限度があるので、郵貯金利を含め自由化しても問題は起らず、むしろ銀行サイドの方が競争上有利となることもあり得るとの見方を示した。

もっとも、これに対して奥村は、インプリシット金利の削減等、新システムに対応するためには調整に時間を要すること、また、島は預金コストの急激な上昇による信用秩序への影響が予測困難であることを指摘し、インフレの高進による金利格

差の拡大＝攪乱的資金シフトの発生等がなく、経済が安定している限り、預金金利の自由化は段階的に進めるべきとの考えを示した。

(2) 金融国際化の国内諸金利への影響

イ. 国際化の金利自由化への影響

金融国際化については、諸金利を始め国内金融取引全般に与える影響が大きく、堀内・浜田もいのように内外の資本移動が非常に活発化すれば、国内金融市場を海外で生じる攪乱から隔離するのは困難となる。とくに、最近における円転規制の撤廃とユーロ円取引の自由化の二つの影響が大きいという点で各パネリストの見方は一致した。

このうち、円転規制の撤廃の影響について島は、①インターバンクでの外貨取引を通じて円建インターバンク預金金利の事実上の自由化が進むほか、②これに伴ってコール・手形市場が縮小する可能性もあり、また、③対顧客の長期円投外貨預金の利用は実質的に金融債発行と同じ長期預金設定の効果をもつことから、これを通じて長短金融分離原則の形骸化が進むことも予想されると指摘した。

一方、ユーロ円取引の自由化の影響については、原田は、①短期ユーロ円貸付の自由化により短期プライムレートの決定方式が現行の公定歩合連動型からユーロ市場での慣行である調達コスト＋スプレッドに変化していかざるを得ないとし、また蠟山は、②今後中長期ユーロ円貸付が自由化されるか、あるいはそうでなくとも長短市場間の裁定が十分働くようになれば、長期貸出金利にもユーロ円金利の影響が及び長期プライムレートを中心とした金利体系の崩壊も進む可能性があることを指摘した。

また、金融国際化に伴う金利自由化への影響に関して蠟山は、国内についてと同様、大口金融市場と小口金融市場を区別すべきという主張を展開した。すなわち、国際的な金融取引に関しても、金利・価格競争や需給調整メカニズムの十分な機能

が期待し得る大口金融市場については、国際的統合を進めるべきであるが、一方、個人と金融機関の間に逆選別・信用割当て等非価格機構が入り込み易く、かつ国による文化的・社会的・経済的諸事情の差も大きい小口金融市場については、完全な金利自由化や国際的統合は極めて難しく、結局、ある程度規制がありかつ分断された形の市場が残ることは止むを得ないとの見方を示した。もっとも、これに対しては前述の国内預金市場の場合と同じ立場からの反論が出された。

ロ. 国際化の金融取引面への影響

金融慣行・行動面への影響については、原田は、ユーロ円取引の活発化等金融国際化が進展すれば有担原則撤廃の要求が高まると予想されるほか、銀行の貸出行動面でも従来のような預金歩留りを念頭に置く仕振りは後退しようとの見解を示した。

一方、蠟山は、従来銀行と企業の間には密接な顧客関係が存在し、短期ころがしや長短抱き合せ融資に象徴されるような「どんぶり勘定」的取引が行われてきたが、自由化、国際化が進むとこの関係が変化し、「短期の資金需要はあくまで短期借入で調達する」という形のドライな「取引機能の分化」が生ずるとの予測を述べた。

ただ、こうした蠟山の見方に対して奥村は、自由化、国際化が企業のドライな行動を促す面が強いことを認めつつも、企業の財務担当者は銀行との長期的な取引関係を引続きかなり重視しており、例えばユーロ債による調達にしても直ちに銀行借入からの大幅なシフトが生じるとの事態は考えにくいと疑問を呈した。

なお、このほか金融国際化一般の是非について、浜田は、預金金利の自由化が進めば、金融機関の優秀な人的資源が預金獲得活動から解放されるため、こうした人的資源を国際化のために投じて前向きに取組めばやがては米国の銀行に取って代わるほどの力も獲得できるはずであり、また、過去の自

動車等の貿易自由化の経験に照らしても、国際化によるわが国のダメージは案ずるより小さい。わが国はむしろ金融サービス業の発展、金融機関の人的資源の活用という面からも国際化を積極的に進めるべきだとの意見を述べた。

最後に、原田は、わが国の経済社会自体が国際化し、かつ一定の役割を分担する必要がでてきている以上、国内の金融システムもそれに見合った国際化が必要なことはいうまでもないが、その際はいくまでわが国独自の判断に基づいて進めるべきという点を強調した。

3. 金融システムのあり方：国際化を踏まえて

(1) 業務分野規制の見直し

イ. 業務分野規制全般についての考え方

まず始めに、業務分野規制全般について各パネリスト等から次のような考え方が示された。浜田は、理論的には各金融機関が自由競争による市場メカニズムを通じてそれぞれ得意な分野に特化することがもっとも効率的であるが、実際には、①規模の経済性が働き寡占となる場合、②広告によって人々の嗜好が変わる等の外部性が存在する場合、③情報の非対称性から内部利害の対立が発生する場合等市場メカニズムが働かないケースがあり、業務分野規制の存在理由はこれらをどう判断するかにかかっていると指摘、これはパネリストの間のはぼ共通の認識であった。なお、浜田自身は究極的には垣根は殆ど必要ないとの意見を呈示した。

蠟山は、業際問題を考える前にそれぞれの業態の中に存在している経営力の劣った限界の金融機関への対応策として、まず既存の枠組みの中で金利自由化等の競争を促進していくことが必要とし、その上で業際問題に関しては、金融仲介機関がどのような形態であれば最終的ユーザーである投資

家と資金調達者のニーズが満たされるかという視点からのアプローチが大切と指摘した。この点に関する蠟山の主張は、現在業務分野には長短金融、銀行・信託、銀行・証券など取引手段を基準とする区分と、中小金融や地域金融など取引者を基準とする区分とがあるが、今後は投資家や資金調達者のニーズの観点から大口と小口といった取引者の区分は残るが、取引手段による区分は意味がなくなるとするものである。すなわち、大口の市場取引は銀行・証券の別にかかわらず、今後は価格競争が激化し、やがては内外市場の分断や金融慣行の違いも解消していくと考えられる一方、小口取引については引続き価格よりも顧客の多様なニーズに即した非価格サービスが重要な役割を果たすと考えられる。こうした形での業務分野の分離は今後も残ろうし、また残すべしとの見解を示した。

これに対し、奥村は、業務分野規制を考える上では「業務多様化のメリット」(economies of scope)を最終的ユーザーがどう評価するかが大事なポイントであるが、この点については米国でも学問的研究はまだ確立していないと指摘、ただ、各業態が資金運用・調達面において資金の性格、資金のチャンネル、借手の性格等について独自性(compartment)を持っている場合には金融サービスの安定供給を図る上で専門性のメリットを発揮できる余地が大きいとし、結局compartmentがあるかどうか重要な判断基準となるとした。

なおこの間寺西は、業務分野規制撤廃が必要とされる最大の根拠はいわゆる金融のデパート化、総合化によって顧客の多様なニーズが効率的に満たされるという点にあらうが、各金融機関があらゆる種類の金融商品を品揃えするような状況が本当にwelfareにそったものであるかどうかは必ずしも一概に判断し難いとし、一応態度保留の姿勢を示した。

ロ. 長短金融の分離

長短金融分離に関しては、まず館は、その歴史的意義について、商業銀行主義あるいはサウンド・バンキングの理念に基づき普通銀行の長期金融への進出を抑えることによって普通銀行の資金調達・運用上の期間不対応(ミス・マッチング)を防ぎ、健全性維持を図ることが本来の趣旨と指摘した。また、堀内も第二次大戦後はこうした分離が重要産業への安定的長期資金供給の確保という機能を果たし、金融セクター全体のmaturity transformationに寄与したという意味でそれなりに正当化の理由があったと述べた。

もっとも、館、原田、島を含む多くのパネリストは、現在では普通銀行の長期貸出のウェイトが上昇し、運用面における分離が形骸化する一方で、調達面の規制が残されているため、資産・負債の大幅なミス・マッチングが生じ、将来の流動性リスクが高まっていることを指摘、規制の廃止が必要であると主張、この点、他のパネリスト等からも、とくに異論は出されなかった。

すなわち、館は、期間不対応を解消する方法としては、普通銀行の長期貸出を規制する方法と資金調達を自由にする方法の二通りが考えられるが、現に長期貸出が大きなウェイトを占めている状況下では、規制を撤廃し個々の銀行が最適な期間対応を選択し得るようにするのが望ましいとした。

原田も、米国ではAsset Liability Managementに則り長期についてマッチングを図るのが原則であるが、わが国の普通銀行では長短分離原則が長期資金の大きな期間不対応を招いている(vulnerabilityの存在)と主張した。

さらに、館、島は、これまでのように規制金利が常に右上がりのイールド・カーブの下では、短期調達・長期運用で確実に利鞘が確保できるが、金利自由化後には金利のイールド・カーブが常に右上がりになるとは限らないため、流動性リスクのみならず金利リスクも高まる恐れがあることを指摘、この点からも規制の廃止が望ましいことを主張し

た。館はまた、金融機関の収益が大幅に悪化することに対処するには、金融システムの問題としては先物市場を創出して効率的にリスクヘッジができる「場」を創るとか、変動金利による貸出の比率を高めるといった必要性が問題となるともしている。

ハ. 銀行・信託の分離

銀行・信託の分離についても、既存の合同運用信託業務と銀行業務との類似性、垣根撤廃による顧客サービス向上の可能性等から、分離規制の意義に疑問を呈する意見が大勢を占めた。

すなわち、奥村は、信託銀行がこれまで主としてかかわってきた業務と普通銀行業務との間には似通ったものも多く、分離をいつまでも長期的に強制するメリットは少ないと指摘。また島は、普通銀行が信託を兼営することに伴う内部利害の対立等の技術的問題については、現行の信託銀行経営をみても特に弊害が現われていないこと、逆に垣根撤廃により顧客サービス機会向上の可能性もあることを指摘し、分離規制の意義に疑問を呈した。ただ、これに対しフローアより、本来の信託市場は日本ではなお未成熟であり、市場の育成を図る上で信託主業の金融機関による専門性の発揮が不可欠との意見（林三菱信託銀行業務部長）が出された。すなわち、林は、①信託市場は資産蓄積の遅れもあって日本ではまだ自由競争するほど成熟しておらず、本来の信託業務は漸く発展し始めた段階であること、②信託業務は手数料商売で利益率が低く、銀行の兼営では信託業務の育成は容易でないこと、③信託は各々の財産毎に財産権を移転して分別管理される超長期取引であり、長い間の取引を通じて顧客に厳正に選別されており、短期的な市場競争原理だけの議論には馴染まないこと等信託の独自性を強調、業際問題の中の一つとして検討されることに異論を呈した。

ニ. 銀行・証券の分離

銀行・証券の分離の意義については、①分離を規定した証券取引法第65条が米国で禁止されている銀行の株式投資を認めていることからみても、その主目的は預金者保護よりも証券会社の発展基盤の提供にあると言われているが、現在そうした意義は薄れてきている（島）、②実態面をみても、銀行・証券の業務提携等により実質的な同質化が進展している（堀内、蠟山）、③海外での銀行および証券業務の同質化の進展に伴って国内でも同様の傾向が不可避（館）、といった分離規制廃止を促す要因が多く指摘された。しかし、その一方で兼営に伴う経営リスクの増大、市場支配力の集中、内部利害の対立等のデメリットについての認識の違いから実際に規制を廃止することについては意見が若干分かれた。

すなわち、堀内、蠟山、原田は、基本的には業務多様化のメリット（economies of scope）を重視し、また銀行と証券の業務提携や投資信託の発展により実質的に同質化が進みつつある状況をも踏まえて、競争条件の公平が保たれるならば規制を残す必要性は乏しいと主張した。なお、この点について蠟山は、具体的に国内でCPが発行される場合、CPは証券である以上その引受は現行制度の下では証券会社が行う可能性が高いが、銀行がCP引受業務を行っても何ら支障はないはずと述べた。

これに対し、奥村は、①銀行業と証券業とでは、投資家および資金調達者にとっての資金のチャネルが本質的に異なるものが多く、リスク負担の度合いからみてその金融サービスの性格の違いが大きいので、それぞれの分野における専門性発揮のメリットが大きいこと、また、②分離規制撤廃には業務多様化のメリットがある反面、①銀行経営の健全性への悪影響、②証券の価格形成面での歪み、③寡占化の進展といったデメリットも予想されること、③現に最近出された米国最高裁の判例で

も、銀行に対しては証券のブローカレッジまでは認められたが、事業債、株式の引受業務については一線が画されグラス・スティーガル法の基本理念が守られたことなどを挙げ、分離規制の意義を強調しその必要性を擁護した。

館は、銀行と証券の同質化の傾向は不可避としつつも、これに伴う銀行の市場支配力の集中、内部利害の対立の問題を指摘し、とくに後者に関しては、既に銀行がかかわっている事業債発行の分野で、現状でも受託銀行の強大な発言力が事業債発行の障害となっていないかとの疑問を呈示した。ただ、これについて原田は、銀行の力は実際にはそれほど大きくなく、内部利害の対立等の問題はさほど懸念するに及ばないと述べた。一方、島は、垣根撤廃のデメリットとされる①銀行経営の不安定化については、かえって銀行の資産選択の余地が広がりリスクが低下するという面があるほか、②市場支配力の集中の問題も競争が維持されるような体制を整えれば避けられようが、③内部利害の対立についてはその発生の有無自体が把握しにくいのが最大の問題とコメントした。

なお、こうした銀行・証券の垣根問題を巡っては、パネリストとフロアーとの間でも若干の質疑応答が行われた。すなわち、フロアーからはまず銀行・証券の業務分野規制撤廃を図る場合、どこまで相互乗入れを進めるべきかとの質問（長谷川証券団体協議会常任委員長）が出され、これに対しては堀内、蠟山は、基本的には業務分野を全て自由にしてもいいという考え方を示し、一方、館、寺西は、公社債までは問題ないと思うが株式についてはもう少し考えたいとして意見を留保すると答えた。さらに、フロアーから①垣根撤廃の銀行経営への悪影響については、銀行がリスク回避的行動をとる以上ポートフォリオ理論によれば銀行全体のリスクは必ずしも高まらないはずであり、仮に銀行がリスクテイキングな行動をとる場合でもポートフォリオ規制や銀行の検査、監督等

補完手段によって経営の健全性維持は可能、また、②内部利害の対立の問題についても、内部者取引の規制、ディスクロージャー、検査、監督によってかなりの程度防止できるのではないかとの意見（金融研究所木下副調査役）が出された。

これに対して館は、①については概ね同意を示したが、②の内部利害の対立については銀行の取引先がいろいろな意味での報復を恐れて自発的に不利な取引を甘受し（voluntary tie）、実質的には規制が有効にワークしない可能性があるとは指摘、総合的にみた場合分離規制を残すべきかどうかの判断は現状では難しいとし、結局様々な現実の規制一つ一つの必要性を検討していくことが大切であろうとコメントした。

ホ. 有担原則のあり方

堀内は、担保の存在が金融システムの安定性に寄与した面は否めないとしたのに対し、館、奥村は、わが国においては担保は物的評価法に基づいているため、基本的には担保価値は経済情勢や担保の買い手の存在に依存しており、景気が悪くなった時や企業収益力が失われ担保の買い手を探す時に価値が低下する惧れがある以上、これを絶対視するのは疑問との考え方を示した。なお、これに関連して奥村は、米国においては一部企業の発行するCP金利の方が銀行の発行するCD金利より低い例からみても、短期間では収益力担保による評価で何ら問題がないことを指摘した。

もともと、有担原則は、現状では島が指摘したように取引コストの低下や取引手段の多様化を妨げ、あるいは物的担保の乏しいサービス業の借入れを困難化する等サービス経済化の進展に対する制約要因となり、かえって金融の効率化を阻害している面もあるという点では各パネリストの意見は一致をみた。

今後のあり方については、堀内を始めとして、有担無担の選択は本来規制で行う必要はなく市場

メカニズムに委ねるべきであり、また、仮りにそうなくても必要があれば担保が徴求されることになるという考え方がほぼ共通して示された。ただ、こうした無担取引を容認していくに当って島は、審査の強化、情報のディスクロージャー、格付け機関の設置等担保に代るべき安全装置の整備を図ることが先決であることを特に強調した。

(2) 信用秩序維持のあり方

自由化後の世界における信用秩序維持については、館、蠟山が自由化に伴い従来潜在していたリスクが顕現化するとの認識の下に、ディスクロージャーや格付け機関の整備等を進め、取引当事者の自己責任原則を確立することが何よりも不可欠であるとの考え方を示したが、この点は多くのパネリストにほぼ共通した認識であった。

なお、こうした中で原田は、銀行のディスクロージャーの充実については、①米国における3か月ごとの収益、problem loan等の公表がアルゼンチン等の累積債務国問題との絡みで米銀を非常な苦境に陥れたことを例に挙げ、かえって信用不安の引金となる惧れがあること、②仮りにproblem loanを公表するのならば、hidden reserveについても公表しなければ価値判断のできる公平なディスクロージャーとはならないが、ここまで行うことは現状では難しいとして消極的な意見を呈示した。これに対し堀内は、原田が垣根撤廃を支持する一方で、撤廃に伴うデメリットの防止に必要なディスクロージャーに消極的なのは矛盾していると批判的であった。また、ディスクロージャーのコストについては、一般投資家の意思決定を助ける社会的に必要なコストであるため、その負担は金融システムを利用する顧客あるいは納税者が支払うべきとも指摘した。

こうした自己責任原則の確立を前提として、さらに必要な規制は何かという点については、蠟山、堀内、島が銀行の自己資本比率や資産構成比率に

関する規制（いわゆるポートフォリオ規制）を挙げ、とくに島は、仮りにディスクロージャーが充実しても預金者全てが必ずしも十分な情報を入手できるとは限らない以上、ポートフォリオ規制のような措置は必要であり、また、こうした規制は競争制限的でもまた恣意的でもないという点で望ましいとした。もともと、これに対し、館は、ポートフォリオ規制の有効性について、やや懐疑的な見方を示した。すなわち、自己資本比率規制が課されると危険回避度の小さい銀行には収益維持のためよりリスクの高い資産を保有しようとするインセンティブが働く、また、②米国の実証研究においても銀行の自己資本比率と倒産との間に、必ずしも相関関係が見出されていないことから、信用秩序維持を確保する上で必ずしも万全ではない可能性がある」と指摘した。従って結局のところ、信用秩序の動揺に際しては中央銀行による最後の貸手機能や預金保険に頼らざるを得ず、またそうした体制が整っていること自体が動揺を未然に防止する役割を果たしている（堀内）との見解が大勢を占めた。

預金保険と中央銀行の役割については、堀内は両者を明確には区別できず、両者が相俟って信用秩序維持の役割を果たしていると考えられるとしたが、島は預金者保護と信用秩序の維持とは区別して考える必要があり、信用秩序の維持という点に関しては預金保険に過大な役割は期待できず、中央銀行の役割が重要であると主張した。この間、原田は、米国型の銀行検査権の導入を含め預金保険制度の機能を漸進的に整備拡充していくべきと提案した。

ただ、中央銀行貸出や預金保険によるバックアップが常に保証されると、銀行の経営姿勢が甘くなるといった問題（いわゆるモラルハザード）が生じるということから、堀内、島は、検査、考査の一層の充実や補完手段としてのポートフォリオ規制の導入等が必要としたほか、浜田は、公的当局が信用秩序維持のために銀行経営の救済スタン

スを堅持しつつも時には救済を差し控えることによってモラルハザード防止のための教育効果(ゲーム理論における reputation game のケース)を期すことも重要であると指摘した。

結局、信用秩序維持に特効薬はなく(原田)、平常時には自己責任原則を前提とするルールを明示し、非常時には臨機応変に対応するというように、計画には「動学的非整合性」(事前には助け

ないと言っておいて、いざとなれば場合によっては助けざるを得ないというジレンマ)がある(蠟山、浜田)というのが大勢的意見であり、その中で蠟山は、平常時と非常時とを峻別する行政上の対応システムの確立が必要とし、また浜田は、各金融機関が自由化の進展を前提として自分の得意な経営資源を磨くことが大切と強調した。

以上