

# GCI Global View

2009年2月2日

## 【目次】

● 銀行に機能と実力があるなら、それを発揮していただくべき時	P.1
● Global Markets	
1. オーバービュー	P.5
2. 資金市場	P.8

## 【連絡先】

株式会社 GCI アセット・マネジメント

○住所：〒101 - 0065 東京都千代田区西神田 3 - 8 - 1

○電話番号： 03 - 3556 - 5540(代表)

○電子メール： [administration@gci.jp](mailto:administration@gci.jp)

金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第 436 号

日本証券投資顧問業協会 加入

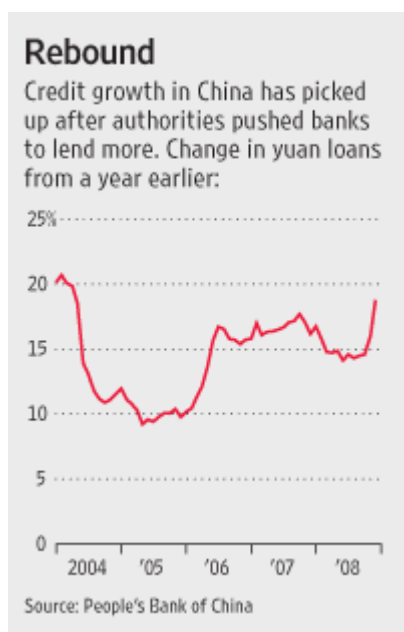
当資料は、株式会社 GCI アセット・マネジメントが情報提供を目的として作成したもので、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。当資料は、当社が信頼できると判断した情報データに基づき作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、当社が保証するものではありません。当資料における見解は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

## ●巻頭レポート

### 銀行に機能と実力があるなら、それを発揮していただくべき時

中国人民銀行が1月中旬に発表した2008年12月の国内銀行貸出残高推移は、前年同月比で18.8%増加となり、10月の14.6%増、11月の16.0%増に続いて高い増加傾向が確認できました。金融市場はこれを前向きなニュースであると反応しましたが、その影響は長続きせず、マクロ経済上の政策効果をよりはっきり確認するまでは安心できない、というセンチメントを反映した結果になりました。折しも米国では、金融機関の貸し渋り対策として、不良債権を公的資金で買い取る仕組みと機関の整備などが検討されています。また、社債市場では、投資適格から投機的水準に落ちてジャンク債に格下げになるケースが増え、かつてのようなダイナミックな直接金融市場とは様相が異なってきています。

中国・人民元国内銀行貸出残高 前年同月比



(中国人民銀行発表の数値を基に **Financial Time** から転載)

この金融閉塞感の中でも、信用収縮に関しては特に悲観的な見方が多いのが現状です。これに対して各国中央銀行は、短期金融市場に資金を大量に供給することで金融市場の流動性を改善し、銀行の本来もつ信用創造機能を促そうといくつもの施策をとっています。エコノミストの中には、“中央銀行がバランスシートを拡大して、ハイパワード・マネーを大量に供給しても、資金が銀行システムに滞留していて、貸出の増加による信用創造が出来ていない”と銀行の消極的な貸出姿勢を非難する声もあります。実際に企業の中には、既存借り入れの再調達において、これまでであれば十分に余裕を持って、直接市場からの調達や、銀行からの借入れ継続により賄っていた資金が、投資家の先行きへの自信喪失による株式、債券市場の低迷や、金融機関の過度のリスク回避により調達できなくなって、倒産に至るケースも散見されます。別の国内エコノミストによる銀行批判コメントでは、“せっかくの流動性供給も銀行に短期的に預貸収益を上げさせ、収益基盤を改善させるための役割が大きく、その資金で国債を購入し続けるのであれば、本来の狙いである貸出増加にはつながらない”ことを指摘していました。絶対的な長短金利差の存在をはじめ、細かな条件にまで言及するときりが無いのですが、今回は商業銀行の貸出業務についての非常に卑近な観察を通じて、銀行貸出が金融の一機能を果たしているかについて、国内および各国との簡単な比較を試みたいと思います。貸出が伸びる時の業界の雰囲気というのは前向きで希望が持てる状態であり、前線の貸出業務を行う銀行員が健康的で積極的な姿勢で業務に励む状況が来てほしいものです。

今年の大学卒業生の就職企業人気ランキングでも、常連の総合商社が上位を占めました。同様に常連である銀行が上位のほとんどを占めた時期も1980-90年代にはありました。いわゆるバブル入社、と呼ばれた当時の都市銀行員たちは大手7-8行(当時)で平均的に300-500人近くいて、前後3年くらいを合計すると、男性総合職のほぼ3割を占めるほどの大量採用でした。過当な国内競争を反映して、その後これらは3行に集約されていくこととなりますが、当時はナンバーワンを目指して、人材確保のために熾烈な採用競争がありました。こうして採用された前途有望で優秀な若手行員たちなのですが、融資課に配属されてはじめて学ぶことは、分厚い行内マニュアルに沿って実務をこなすことであって、どちらかという正確に事務をこなすことがまずありきで、実際の与信に関わる審査については、年次を重ねるごとにオン・ザ・ジョブで徐々にそのきわどいところの知識を身につけていくこととなります。残念なのは、既存案件のいわゆる継続稟議については、日々の期日管理と帳票管理上の雑務が相当に多く、画一化された業務の中で、審査とはとても呼べないようなチェックシートの穴埋めに埋没してしまう若手や中堅が多いことです。業務効率化のための手段が目的化してしまい、上席の評価を過度に気にする文化とあわせて、“重箱の隅をつつく”わりには、大局は見えていないという特異な職場環境があらわれてきます。この非効率については、メンタリティーとあわせて別の場で論じるとして、本来の審査の中核を統合的に担う審査部ではより厳格で付加価値のある審査がされています。少なくともそうあるべきです。

大学生就職人気ランキング（文系男子）

	2007	2008	2009
1	三菱商事	三菱商事	三菱商事
2	三井物産	三井物産	三井物産
3	三菱東京UFJ銀行	三菱東京UFJ銀行	三菱東京UFJ銀行
4	住友商事	住友商事	住友商事
5	伊藤忠商事	東京海上日動火災保険	三井住友銀行
6	丸紅	丸紅	パナソニック
7	東京海上日動火災保険	三井住友銀行	東京海上日動火災保険
8	三菱UFJ信託銀行	伊藤忠商事	丸紅
9	パナソニック	大和証券G	伊藤忠商事
10	三井住友銀行	パナソニック	野村證券

(出所：ダイヤモンド・ビッグアンドリード)

いわゆる審査部のような部署は、重要案件や新規案件を事細かに分析して、既存案件であっても、例えば受取手形の中身や受取、支払いサイトの変化から交易条件の変化やモニターなどに多くの時間を割いて、貸出資産の健全性を守るべく日々の努力がなされます。古き良き時代に、“銀行とはかくあるべし”とのたまった名物審査部長はこの銀行にもいて、審査業務に関わる人たちの心の拠り所となっていたはず。残念ながらこの審査の目利きも、当局の管理の仕方次第で、その方向性が変わってしまうことになるのはある程度までやむなしということになるでしょう。つまり、積極的に貸し出せ、と指導されると、小細工を施しても結局は一定以上の信用リスクをとりに行くこととなります。その結果としての貸倒れ比率の増加は社会の公器としての銀行の役割を考えるといたしかたなしでしょう。また膨大な報告業務に追われるのはどの部署も変わりなしであることと、当局による管理が業界保護の代償となるのは理解できます。経済システムの一機能を遂行するという社会的意義は変わらない、ということです。

かつてある銀行の頭取は、中小企業貸出を増やせという国の方針に従うと、費用対効果が見合わない上に、損失の確率も高いとして、“いやいやながら仕方なく増やしている”と記者会見ではっきりとたまっていました。この経営者は日本人の銀行経営者にしては非常に珍しく米国的な収益至上かつスピード重視の考え方をしていた人なので、率直に政府当局からの事業に対する干渉があった事を会見でいやみっぽく話してしまったのですが、通達を出して実質的に事業経営の方向性に口を出すのは、公共性を伴う銀行を監督する日本の当局からすると当然であるという評価になります。この意味では、今回の中国の当局からの銀行に対する指導はおそらく当時の日本の銀行に対する指導よりもさらに強力であろうことが予想され、銀行側にしてみれば、のらりくらりと指導をかわして債券

を購入するが、貸出で信用リスクを取りたくない、などと言われている場合ではなくなります。そんなことをしていたら、せっかちな当局から“債券を買うくらいならH株を買え”と指導されてしまうでしょう。このところ市場では“中国の中央銀行は、これまで米国債を積極的に購入してきたが、この期に及んでどうやら当局自体がH株を買う方針を打ち出すらしい”というまことしやかな噂がヘッジファンドの運用者の間でなされるほど、直接的な金融対策が求められており、いざ当局が本気である事がわかれば、市中銀行は言うことを聞いて、多少信用力に劣る主体にまで融資をしなければならなくなるでしょう。別の言い方をすれば、当局と銀行との力関係がうまく利用されて、対策の狙い通りに市中に資金が回る可能性が高まる、ということになります。実際にアジア危機の1997年から1998年ごろに香港の当局が株式や債券を購入したことは、あとで振り返ると非常に効果的であり、むしろあれが無ければどうなっていたか、と危惧されるほどの位置付けとなりました。

日本の代表的な政策としては、日銀が当座預金の残高を調整することで、市中銀行を通じて貸出をはじめとした資金の流通を目指しましたが、結局銀行は信用リスクをとって融資するより、国債をはじめとした債券に投資した為、金利は低下したが積極的なファイナンスを通じた企業活動は活発にはなりません。米国では、先般FRBがMBSだけでなく、オートローンや学生ローン債券までも購入して、市場金融システムに資金が“浸透”することを促し、もともとダイナミックに構成されてきた直接金融市場に資金が還流する政策を取ります。銀行貸出についても住宅ローンを含めた証券流動化が米国では早くから進んで、モーゲージ市場のような巨大な市場が機能してきた経緯があるため、何よりも直接金融市場が健全に流動していれば、証券化および流動化の機能を担う銀行の当該業務も元気になる、という考え方をしてもよいでしょう。(financial disintermediation: 金融業務の非仲介化についてはここでは深く考察せず、限られた文面を先に進みます。) ある意味では、銀行システムが機能しない場合を見越して、中央銀行のバランスシートでリスクをとってでも流動性を市中に供給しよう、という本気度がうかがえます。冒頭にあげた中国では、債券市場が急ピッチで整備されてきています。2008年に中国企業が債券市場で調達した資金は前年から64%超伸びて、8430億元を超え、同年度の株式市場での調達である3450億元を大きく上回りました。(WSJ, 1月15日) もちろん株式市場が70%近く下落する中での額なので一概に何かを結論付けることは出来ませんが、当局は流動性が事業会社に確実に届く仕組みを整備するまで、手を休めることはなさそうです。先月の当局の銀行に対する指針でも、貸出を増やしてレバレッジを掛けるように指導が出ました。(同, 1月16日) たまたま中国の国内銀行の中には、バランスシートが欧米の競合ほど痛んでいないところもあり、政府の景気刺激策を滞りなく遂行すべく、その“浸透”機能を発揮することになりそうです。この意味では、市場金融行政については欧米に比べて“遅れてきた”中国だからこそ、いまだに当局の指導が効果を発揮する業界構造が当局との関係を含めて残っているのは幸いである、と言ってもよいでしょう。(歴史、政治体制を含めた多くの見方を大雑把に省略して、こと金融の現在の局面を眺めた場合、という限定つきのコメントですので悪しからず。)

通常の経済状態であれば、米国のように直接金融の市場がダイナミックで、ジャンク債市場や証券化市場がそれなりに機能し、事業会社は資金調達をスムーズに行えます。ゆえに必ずしも当局が銀行の戦略的方向性まで管理しなくても、それなりのインセンティブがあれば、その分野には資金が集まり、事業会社も調達の選択肢を持つことになります。FRBの今回の措置に期待と希望を持つエコノミストの多くは、米国の金融、財政の柔軟なシステムをもってすれば、過去の大不況のように長引くことはない期待を持っています。彼らは米国の現在の金融、財政システムを見て、大恐慌時における金本位制のような硬直的な金融システムでもなく、日本の暗黒の10年における硬直的な公共投資と財政システムでもない、という現在の状況をポジティブに捉えて、政策の実現性と実効性を、その規模とあわせて評価しています。各国当局の意図がはっきりと業界に伝わり、緊急措置の取られるこの機会とはいえ、銀行業界に再度公器としての役割が認識されることを期待します。またこれまでの手数料稼ぎの過当競争で埋もれてきた古きよき融資業務の“粋”を、中堅銀行員が若手行員に示せるような時期が到来してほしいものです。

今般、麻生首相が提起している政府資金の事業会社に対する直接融資については、方法論や賛否両論を論じる以前に、滑稽なくらいに情けない窮余の策であるといつてもよいでしょう。これを言ってしまうと元も子もなくなってしまうのですが、もともと国内での多く業界で、過当競争に加えて、“beautifully redundant”(美しいほど整然とした過剰、

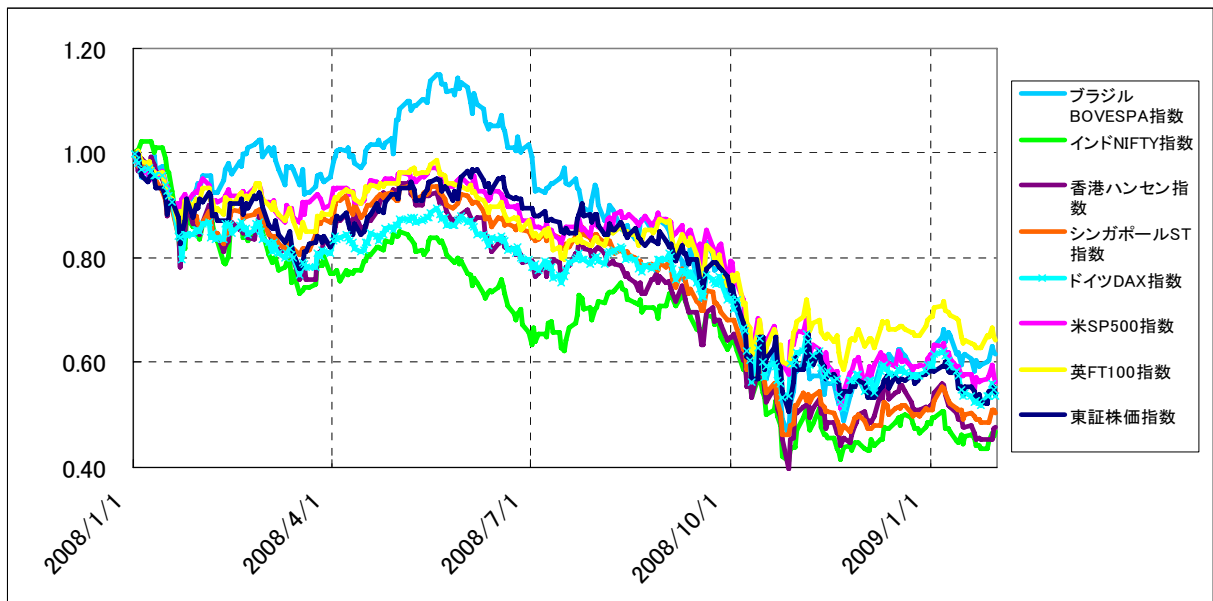
または余剰という意味)と呼ばれた過剰の経済で成り立っていた非効率な社会を、本来であれば小泉改革の流れを継続してもっと徹底的に壊してしまっていたら、その後の生産性向上と最終需要喚起につながったのではないかと残念に思います。経済、社会の仕組みをメンタリティーそのものから変えて、もともと余分なほど過剰にある機能をうまく活性化するという一大決心と行動に、国として失敗してしまったということです。何とか新たな方法を考えてみたが、実は中身が無かったので上手くいかなかった、というのは東京都の新銀行の失敗例を見れば明らかです。詐欺を含めた刑事事件に発展する土壌を作ってしまったという事で、突き詰めればもともと不要であった金融機関を作ってしまったという事が露呈しました。優秀な人材を大量に確保するためにはコストがかかるので、高コスト体質もやむなし、という大手銀行の自己満足的な説明を受け入れるのであれば、能動的には動かない機能を当局指導によって動かし、その実力とやらを發揮していただく努力をすべきでしょう。折しも財務相は、国内銀行の保証協会貸出について、現在10%になっている BIS 規制上のリスクアセット算入掛け目をゼロにすべく議論を始めているようです。倒産比率のコントロールは出来ませんが、リスクと収益に見合った引当金は平時でも十分に積んでおけます。市場の自然淘汰により力のある企業が残し、不況時でも生き残る企業がダイナミックに活躍する土壌を作り上げることの社会的意義は大きく、その場面で目利きをできる優秀な融資マンを多く抱えるためなら、ある程度の高コスト体質もやむを得ません。バブルとその崩壊を経験して、もはや縮み上がるだけではない、という気概をもった彼らの機能と実力が本当にあるのであれば、それをまさに今いかに發揮させられるかという事が問題です。(西田)

## Global Markets (1月26日～1月30日)

### 1. オーバービュー

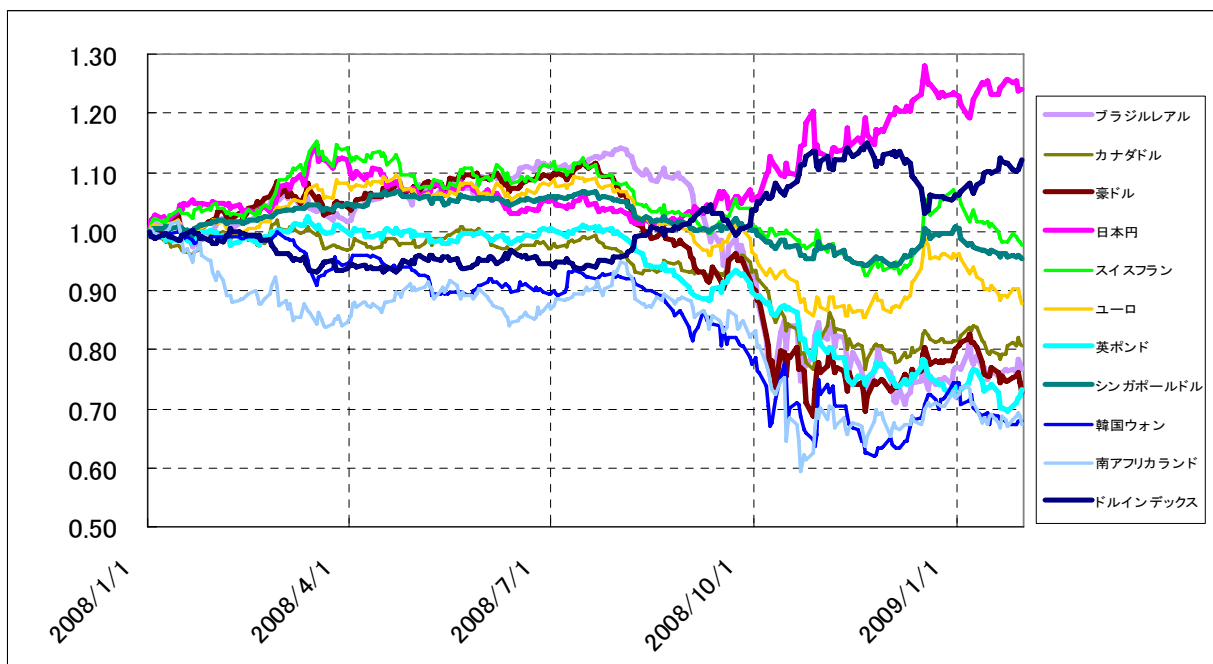
オバマ政権への期待が一巡する中、米国のバッドバンク構想により一時的に上昇した株式相場もその後の具体化を巡るハードルの高さやや勢いを失っている。10月の急落以降、株式市場は大枠としてのもみあいが続いているが、この先の動きを占う上で、3月末にむけて今般の財政出動と金融安定化への取り組みが、期待通りとなるか、失望に終るかが大きなポイントとなるだろう。

【各国株価インデックスの昨年初からの変化率の推移】

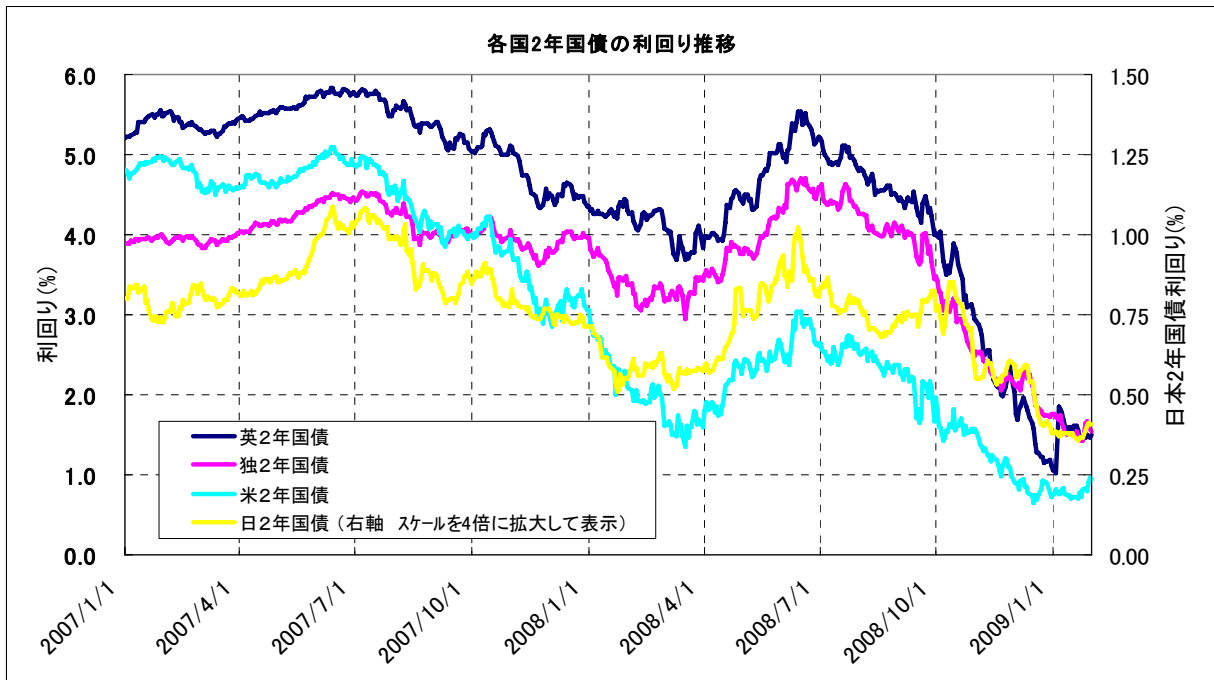


ドルは市場の懸念とは裏腹に堅調に推移。米国の資金調達拡大と超緩和政策はドル安を想起させるが、それによる米国景気の立ち直りと成長の回復を全世界が待望しているのもまた事実であろう。

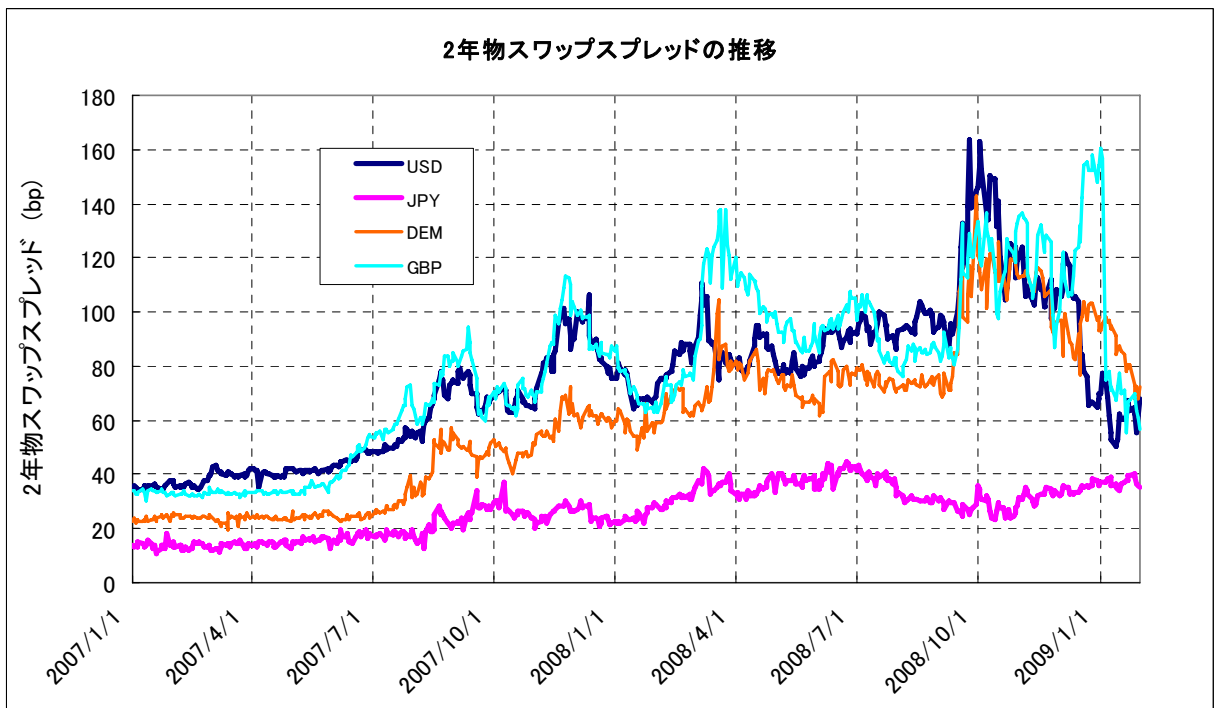
【各国通貨の昨年初からの対ドルでの変化率の推移】



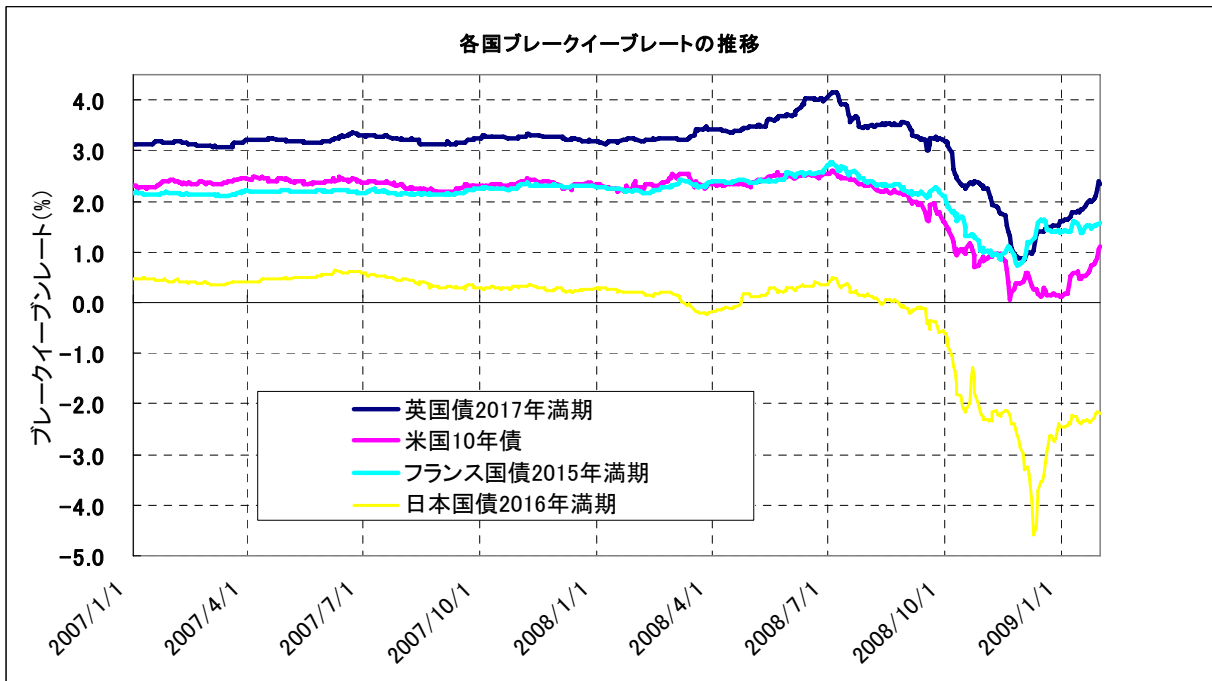
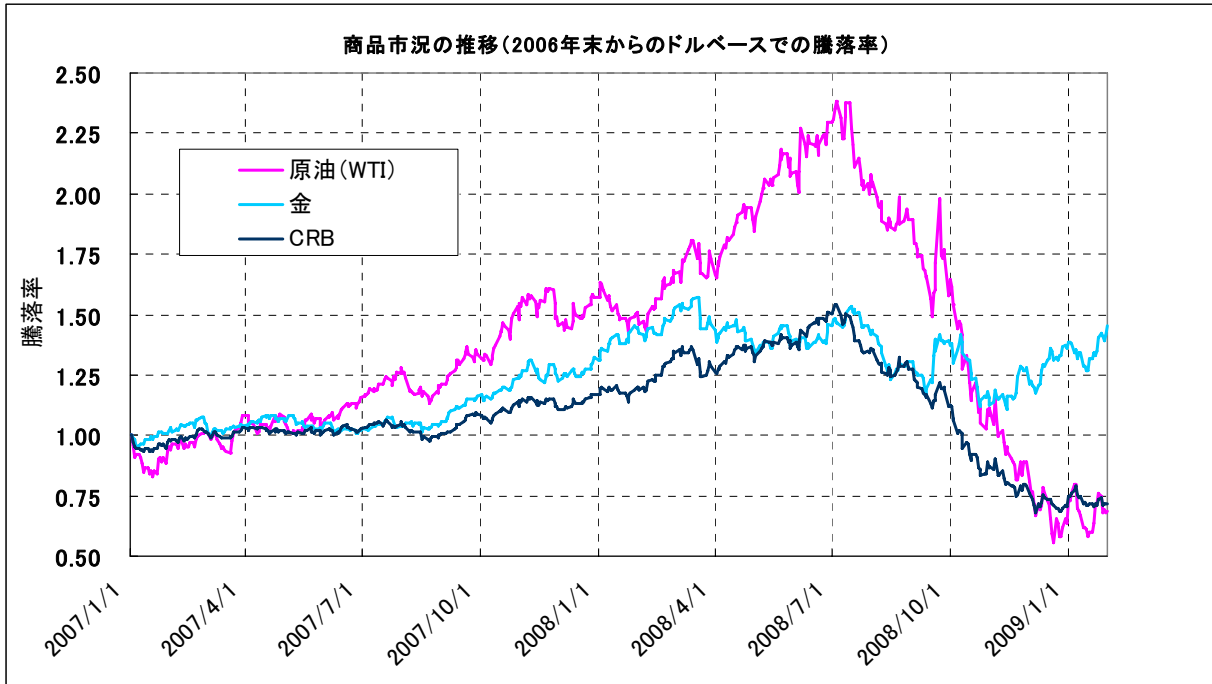
国債市場は欧州ではもみあいが続いたが、米国ではFRBによる長期債購入期待がややトーンダウンする中、大規模な入札が不調に終わるなど需給要因により利回りは上昇した。当面の景気の落ち込みとデフレ懸念は強烈ではあるが、仮にデフレストーリーの深刻化シナリオによる長期債への大量資金シフトに至るとしても、まだ相当の紆余曲折があるだろう。



スワップスプレッドは資金市場の安定化を反映して落ち着きを示している。



金のじり高傾向は持続。日本以外のブレークイーブンレートは正常化が進展しつつある。(末永)



## 2. 資金市場～落ち着いた推移が続く

銀行に対する公的管理がさらに強まるとの見方が根強く資金市場は比較的落ち着いた推移が続いている。FOMCの声明では、長期国債買い切りに対する表現はトーンダウンしたが、国債利回りへの働き掛けや銀行へのベースマネーの供給以上に、既にFRBは直接的に信用市場に働きかける取り組みを拡大しており、非伝統的金融政策も進化を遂げているといえる。(末永)

