

ドイツのMMF導入

—ドイツ金融革新への論点—

飯野 由美子

要 旨

1994年、MMFが解禁となったが、当初のブームは一時的現象に終わった。結局、金利要因、商品設計・プライシングの要因、運用対象たる短期金融市場の未発達、ドイツ連邦銀行の抑制的スタンスという要因により、預金からの構造的シフトは見られず、MMFがドイツ市場に「金融革命」を起こすことはなかった。

しかし、ドイツでは、アメリカと異なり、金利は60年代に自由化、銀行・証券業務の業際規制はないため、MMFはそもそも規制の突破口としての意味を持たない。アメリカにおけるMMFから規制突破の要素を除いた限りでの革新性を持つ金融商品をドイツ市場に求めるとしたら、それは、決済性と市場指向の金利をあわせ持つ預金ということになる。

そこで、そのような潜在的革新性を持つ金融サービスを、ダイレクトバンクのサービスに見出そうとしたのが補論である。90年代後半からあつという間に拡大したインターネットなど通信・情報インフラを利用し種々の金融商品を24時間提供するダイレクトバンクは、ドイツにおいても展開し始め、その中に決済性・市場指向金利預金を中核とするサービスを展開するものが現れた。決済性+市場金利、インターネットに代表される90年代の金融技術革新、そのリテールへの浸透、銀行機能の変質、という点に80年代を超えたドイツの「金融革新」の方向性があると仮定し、その視点からダイレクトバンクの例を1~2見た。その限りでは、現在リテールにとって、80年代の貯蓄革新を経て有利化した貯蓄預金に比べダイレクトバンク利用のメリットは小さく、普及に限界があることを示した。

目 次

- | | |
|-------------------|----------------------------|
| I. MMF導入と拡大の限界 | 4. 短期証券の市場の未発達とドイツ連銀のスタンス |
| 1. MMF創設当初急拡大の様相 | III. MMF普及の限界の意味 |
| 2. MMF創設時急拡大の理由 | —MMFの限界は金融革命の遅れを意味するのか— |
| 3. 預金からの資金シフトの意味 | 補論 ダイレクトバンキングの発展と90年代の金融革新 |
| II. MMF停滞の理由 | 1. ダイレクトバンクの創設 |
| 1. MMF停滞の金利循環要因 | 2. ダイレクトバンク創設の銀行側要因・顧客側要因 |
| 2. 商品設計・プライシングの問題 | 3. ダイレクトバンクの潜在的革新性 |
| 3. MMFの資金運用 | |

本稿ではドイツにおいて1994年8月に解禁となったMMF (Geldmarktfonds) について論じよう。MMFを論じる目的はドイツの金融革新をある地点から照射することにある。それは、アメリカの金融革命ではMMF創設とその爆発的拡大が突破口の役割を果たしたのに対し、94年ドイツでのMMF解禁がドイツの金融において同様の革命的变化につながるものだったのかを検証するという視点である。本稿では、現時点においてMMFはドイツの金融に大きな変化をもたらしていないことを前提に議論する。その理由を、第1に1994年MMF解禁当初の急拡大要因の限界性、第2に金利循環要因、第3に、商品設計・プライシングの問題、第4に資金運用対象となる短期証券の市場が未発達でありドイツ連邦銀行が短期証券の市場拡大に消極的であったことから説明、そうした上で、ドイツにおけるMMF拡大の限界が金融革命ないし金融革新の遅れを意味するのかどうかについて論じた。最後に、補論として、ドイツでの90年代的金融革新の方向性を考える上で参考になるとと思われるダイレクト・バンキングの流れを概観し、興味深い1, 2のダイレクトバンクのサービスを紹介しながら、技術革新ないし金融にとっての新しいインフラを土台とした金融サービス提供が80年代の金融革新とは質を異にする90年代の金融革新の要素となるのかどうか、試論を示した。

I. MMF導入と拡大の限界

1. MMF創設当初急拡大の様相

1994年8月、第2次資本市場振興法によりドイツ国内で初めてMMF発行が解禁となり最初にコメルツバンクが“Comega”の名称でMMFを発表した当初、MMF残高は【図表1】が示

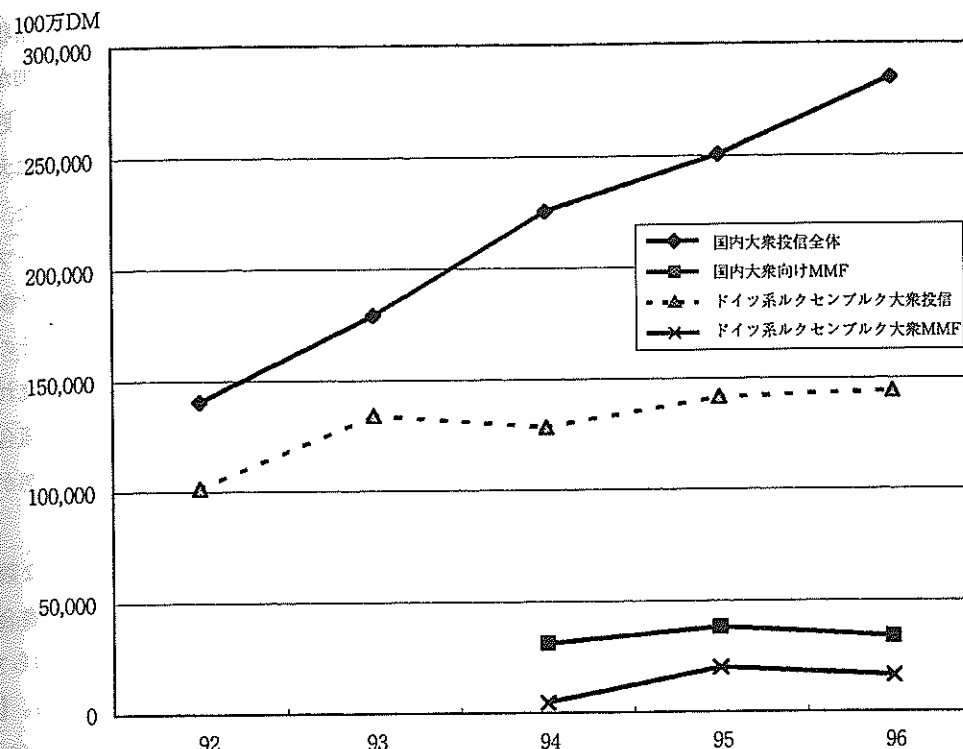
すとおり、急速な成長を遂げた。MMF認可4ヶ月後の94年末には早くもドイツ国内分とドイツ系ルクセンブルクMMFの合計は359億DM、95年末には583億DM、96年末には504億DMに伸びた。この96年末合計は、株式ファンド合計の652億DM、不動産投信合計の724億DMに迫る額であり、投信合計の11.74%にのぼっている。また、MMFの32.74% (96年末) をドイツ系のルクセンブルク投信現法が占めているのも特色である¹⁾。1995年8月末時点での銀行グループ別各投信のシェアを示したのが、【図表2】である。

2. MMF創設時急拡大の理由

このようなMMF創設時の急拡大の理由は、次の点から説明できる。第1に、MMFが従来機関投資家などの大口投資家しかアクセスできなかった短期金融市場により小さな投資単位でアクセスできる道を開いたという投信の一般的特性、第2に他の投信と比べた流動性の高さ²⁾、第3に当初のMMFブームによる預金からのシフト、第4にMMFには財産税上のメリットがあったこと (もっとも連邦憲法裁判所の決定により1997年初より財産税が廃止されたため現在はこのメリットが消滅している)³⁾、そして第5に、創設当初の金利状況では他の競合商品 (特に定期預金、あるいは貯蓄証書) に比較して利回りが良かったことである (「預金からの資金シフトの意味」の【図表6】【図表7】参照)。

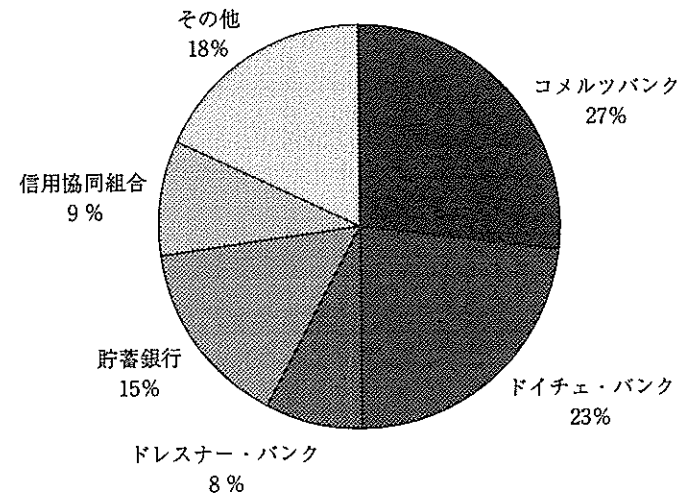
これらのMMF拡大要因を整理すると、従来国内では存在しなかった短期 (1年以内) で比較的流動性・処分性のよい短期市場金利連動の金融商品が出現したことにより一定の資金を吸収したという点のほかには、税制上のメリット (後に消滅するものも含み) と創設当初の金利

図表1 ドイツ国内およびドイツ系ルクセンブルク投信・MMF残高の推移



出所: Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e. V. からの解答書

図表2 MMFの各銀行 (グループ) シェア (1995年8月末現在)



出所: KÖNIG, PETER, "Ein Jahr Geldmarktfonds der Commerzbank - Erfahrungen und Erwartungen, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 22/95, S. 1124.

状況に依存した要因によることになる。

3. 預金からの資金シフトの意味

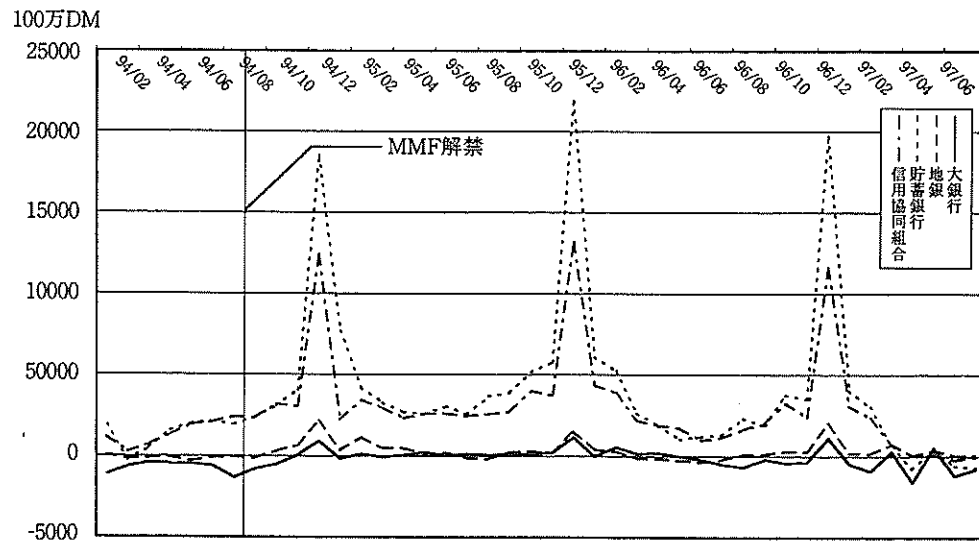
現実にMMFが導入されると特に定期預金、あるいは貯蓄証券からMMFへの資金シフトが起こった。貯蓄銀行や信用協同組合では現象的には当初かなり貯蓄預金・定期預金からのシフトを経験し⁴⁾、貯蓄銀行グループでは貯蓄銀行系列投信のMMF創設、短期金融市場金利預金で対応した。MMFへの大量シフトも一因となっているフロー証券貯蓄シェアの激増(46%)によって、信用協同組合では資金調達競争強化が余儀なくされ、これがボトルネックとなって成長が制約されたと報告している⁵⁾。

これは、MMF創設以前から予想されたことであり、それが理由で銀行業界からはMMF導入に懐疑的ないしは拒否的な見方をしていたのである⁶⁾。もっともMMF導入による影響は銀行グループによって大きく異なる。大銀行は独自の投信を使ってMMFを積極的に売り出すこと

が出来、顧客の資金はコンツエレン内に留まる。また大銀行ではMMF導入による利鞘収入が減少した場合にこれを手数料収入の増加が補完する可能性を持っている。これに対し、貯蓄銀行や信用協同組合は伝統的に利鞘業務に大きく依拠しており、投信業務には弱い。また、当初貯蓄銀行グループ・信用協同組合グループ自身のMMF商品を持たなかったことから、仮に顧客が自行の窓口でMMFを買っても、その資金はMMFを扱う提携投信に一方通行で流れてしまうわけである。貯蓄銀行や信用協同組合では失うものの方が遙かに大きいという予想がなりたつたのである⁷⁾。

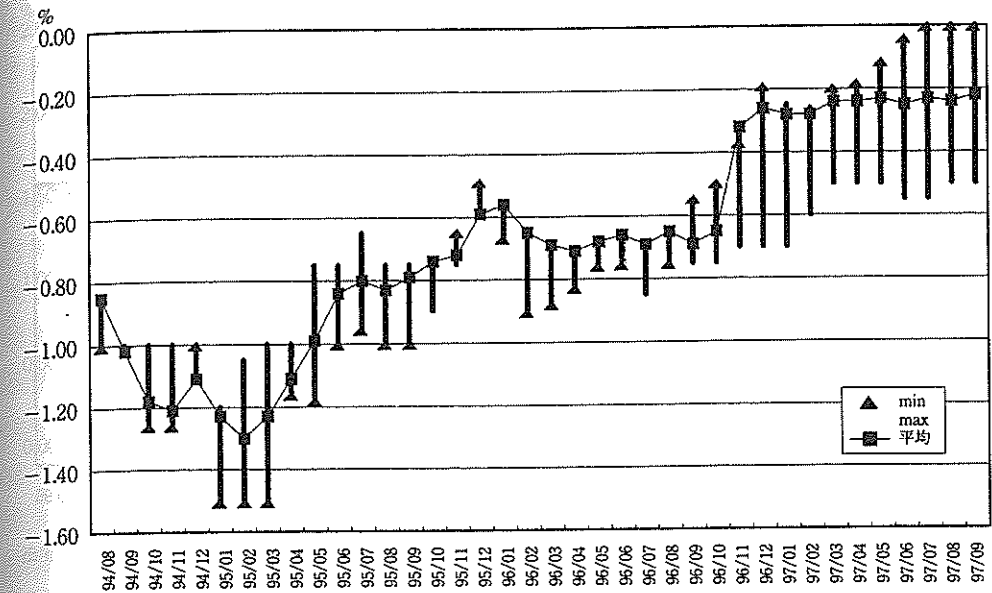
しかし、【図表3】によってトータルな数字でみると、少なくとも貯蓄預金・貯蓄証券合計に関してはほとんど絶対的流出はみておらず、シフトは結局一時的であったと見られる。【図表4】によって貯蓄預金金利とインターバンク金利を比較してみよう⁸⁾。旧法定貯蓄預金金利(データは掲げていない)と比較すればインタ

図表3 MMF導入と貯蓄預金の増減(フロー)



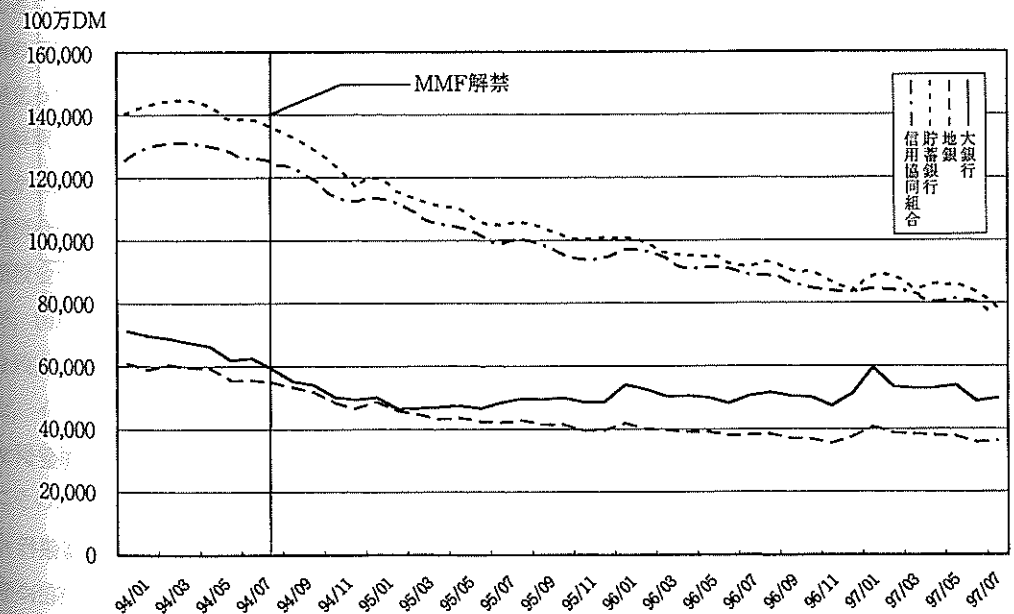
出所: DEUTSCHE BUNDESBANK, Bankenstatistik各号

図表4 新型貯蓄預金とインターバンク金利の乖離幅(インターバンク金利の方が低い)



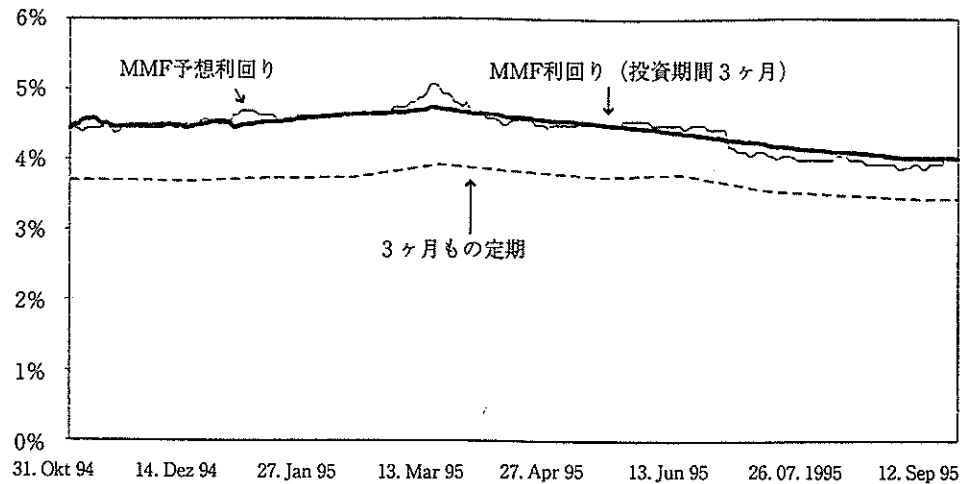
出所: DEUTSCHE BUNDESBANK, Monatsbericht各号

図表5 MMF導入と1-3ヶ月定期預金の動向



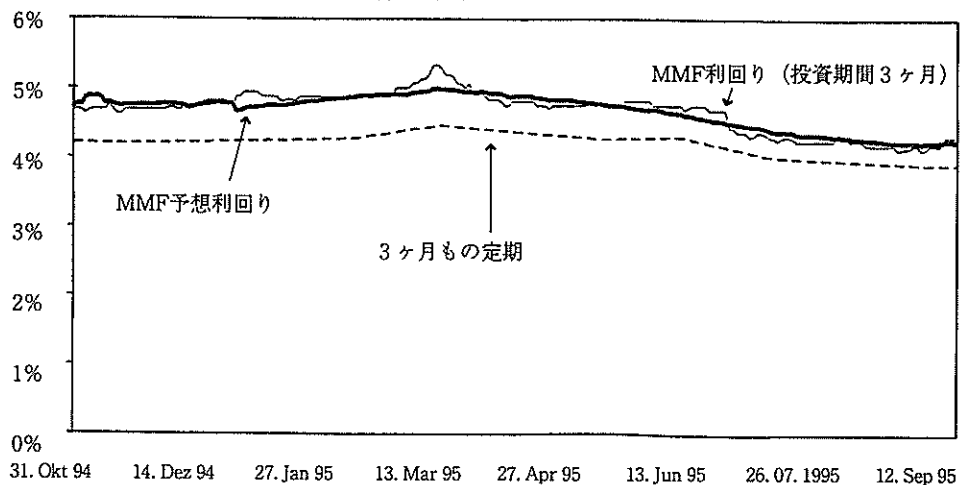
出所: DEUTSCHE BUNDESBANK, Bankenstatistik各号

図表6 コメルツバンクMMF (CB Geldmarkt Deutschland I) と
3ヶ月定期預金の利回り比較



出所: KÖNIG, PETER, „Ein Jahr Geldmarktfonds der Commerzbank -
Erfahrungen und Erwartungen, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 22/95, S. 1126.

図表7 コメルツバンクMMF (Commerzbank Money Market Fund D-Mark) と
3ヶ月定期預金の利回り比較



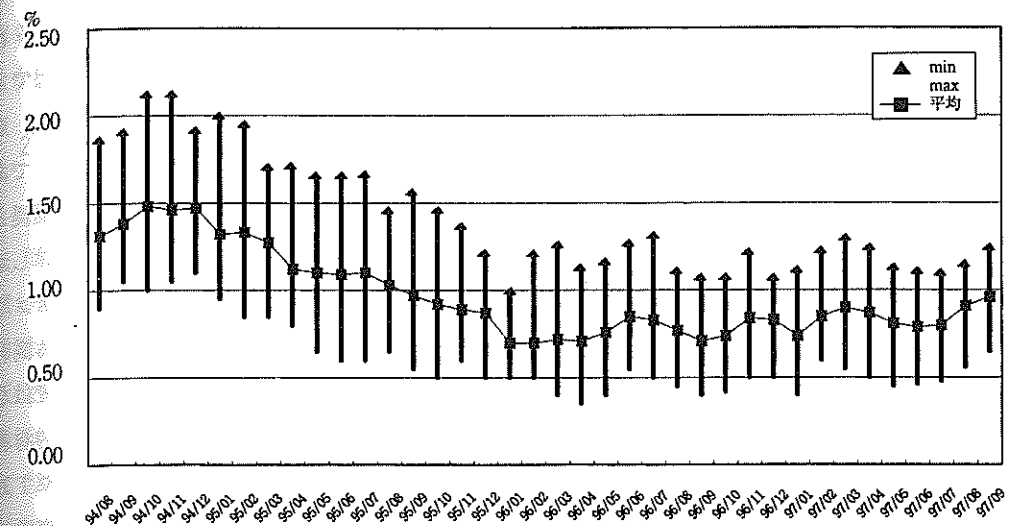
出所: KÖNIG, PETER, „Ein Jahr Geldmarktfonds der Commerzbank -
Erfahrungen und Erwartungen, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 22/95, S. 1126.

ーバンク金利の方がはるかに上回るものの、新
型貯蓄預金金利と比較すれば新型貯蓄預金⁹⁾の
方が高い金利となっている¹⁰⁾。とすれば、商品
設計の違いによる貯蓄預金からMMFへの一定
のシフトを除けば、顕著で構造的な利回り格差

を理由とした貯蓄預金からMMFへの資金シフ
トは起こらないものと考えられる。

1～3ヶ月定期預金からは、特に貯蓄銀行・
信用協同組合の定期預金からは97年の現在に至
るまで持続した流出が見られる (【図表5】参

図表8 1-3ヶ月定期預金とインターバンク金利の乖離幅



出所: DEUTSCHE BUNDESBANK, Kapitalmarktstatistik.

照)。利回り格差を示す【図表6】【図表7】¹¹⁾
【図表8】を見ると、1ヶ月定期預金とのMMF
ないし3ヶ月ものインターバンク金利の格差は
ほぼ一貫して存在する。しかし定期預金からの
資金流出を主としてMMFへのシフトに求める
ことには無理があり、むしろ金利低下(短期金
利の下落の方がはやい)によりイールドカーブ
が立ってきたためより長期の資産にシフトした
と解釈した方が順当であろう。というのは、た
しかにMMF設立当初は、MMF残高の伸びと定
期預金の減少が同時並行的に起こっており、定
期預金からMMFへのシフトが充分考えられる
が、国内MMF残高が減少する96年にも定期預
金残高の減少は止まっていないからである。ま
た、インターバンク3ヶ月もの金利と定期預金
金利を比較すると、【図表8】に見られるよう
にその乖離はほぼ94年11月から96年2月かけ
小さくなってきている。MMFの定期預金に対
する相対的有利さが減ってきているにもかかわらず定期預金の減少が継続しているということ

は、定期預金の減少は利回り格差を主因とする
MMFへのシフトが構造的に起こっているため
ではないということになる。

結局、預金からMMFへのシフトは導入当初
の短期的な現象であり、一定の資金シフトを見
た後落ち着いた。ドイツにおいてはMMFを中
核とした「革命」は起こらなかったと結論でき
る¹²⁾。

しかし、MMF創設は貯蓄預金・貯蓄証書や
定期預金へ重大な影響を及ぼす。それは、貯蓄
預金や定期預金からMMFへの資金シフト、あ
るいは潜在的シフトの可能性が、銀行の資金調
達コスト上昇をもたらすことである¹³⁾。つまり、
貯蓄預金・貯蓄証書や定期預金をリファイナ
ンスの中心とする金融機関は、MMFとの競争上
貯蓄者により魅力的な条件を提示せざるをえな
いからである。さらにMMF導入によって高い
流動性を持つ対抗商品を全面に出さざるを得な
いが故に負債の短期化傾向が定着した場合、ポ
ジションの悪化をもたらしやすい。

II. MMF停滞の理由

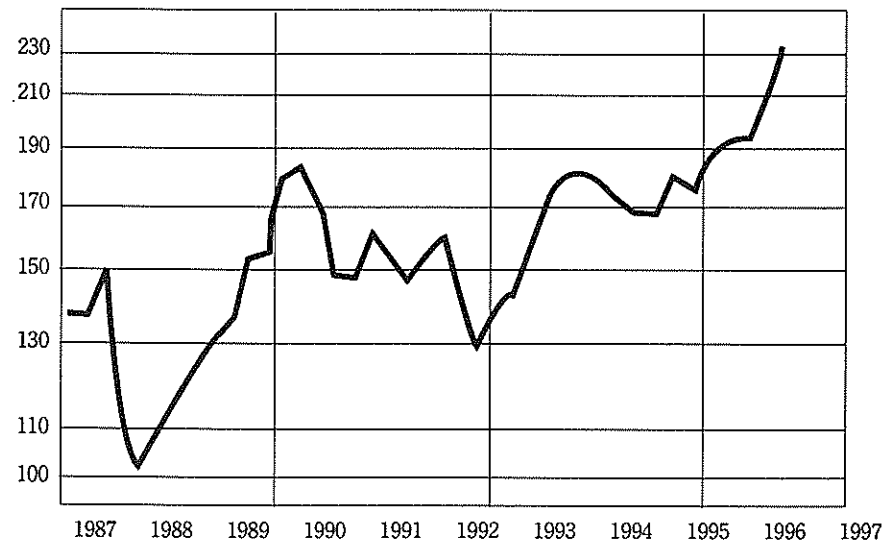
1. MMF停滞の金利循環要因

1996年には、ドイツ国内のMMF残高は、1995年末に比べ、11.3%の減少¹⁴⁾を見た。これは43.16億DMの純減である。この理由として次のような点があげられている。第1に公定歩合引下1995年8月(4.0%→3.5%)、1995年12月(3.5%→3%)、1996年4月(3%→2.5%)による金利低下に伴い1995年末から96年初にかけ短期金利が急落したのに対し、逆に長期金利(国内債券利回り)は上昇したことである。そこで、短期金融商品そのものの魅力が失われることとなる。第2に、1996年初からの歴史的な株価上昇(【図表9】参照)により、株式投信など他の投信への資金シフトが起きたこと¹⁵⁾、第3に、1996年末で財産税上のメリットが消滅したこと(「MMF創設時急拡大の理由」注3参照)であ

る。

これらは、税制の問題を別とすれば金利・株価等変動の過程で常に起こる循環的要因であり、逆イールドでは短期金融商品が有利化、順イールドでは長期金融商品が有利化する。であるから、94年から97年に至る金利動向を前提としてMMFの限界を説くことはできない。しかし、言えることは、ドイツのMMFではアメリカにおけるような金利規制の間隙を埋める高利回りのメリットが恒常的に存在したわけではなく、家計にとってのMMF利回りの相対的有利性は、金利感应性の低い貯蓄預金金利や1万DM規模の短期定期預金金利と市場金利変動の差に依存しているということである。その意味で、ドイツのMMFは、他にはない特別な要素を持ちドイツの金融・資本市場の構造に革命をもたらすものとして登場したのではなく、あくまで金利状況によって有利性を失う相対的な商品にとどまったということになる。そして、個人富裕層ないし中小企業にとっても短期資金

図表9 株価の動き 87年末=100



出所：DEUTSCHE BUNDESBANK, Geschäftsbericht 1997, S. 101.

運用のホームベースとはならず、長期投資が不利な時期の「駐車場」的位置づけ以上に発展しなかったのである¹⁶⁾。

2. 商品設計・プライシングの問題

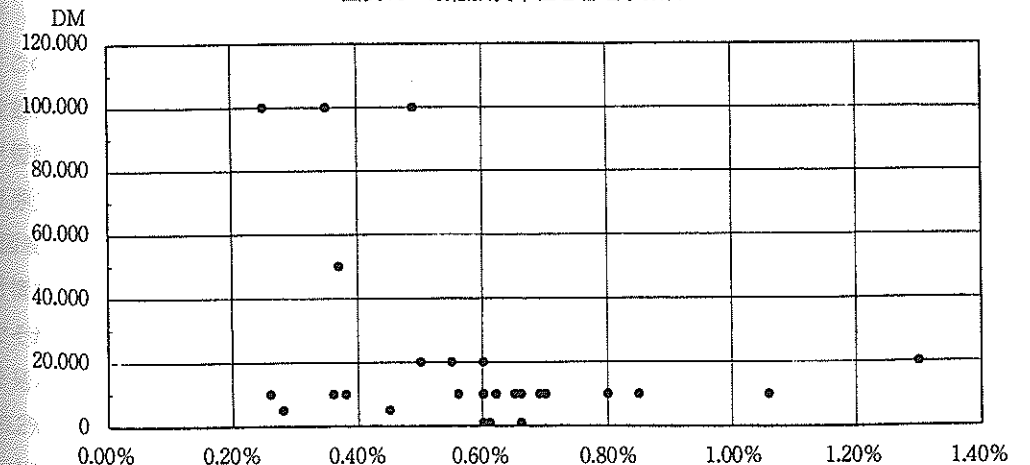
MMFがリテールに深く浸透しなかった理由に、最低投資単位が高いという商品設計上の問題と管理手数料がかかるというプライシングの問題があった。第1にドイツ各MMFによる最低投資単位設定の状況を【図表10】で見ると、最低投資単位をゼロに設定しているのは95年時点で30ファンドのドイツ国内MMFのうちわずか3ファンドであり、多くは1万DM程度の最低投資単位を設定している。この最低投資単位のハードルがMMFのリテール拡大を阻んでいることは間違いない。なお最低投資単位は規制の対象となっているわけではなく、各投信がそれぞれのマーケティング戦略に応じて設定する。この最低投資単位設定は、各投信が明らかにMMF販売において、零細家計ではなく個人富裕層、中小企業をターゲットとした顧客グルー

プ設定をしていることから来る。

第2に、プライシングである。投信取得・保有については、通常、取得時の発行手数料(Ausgabeaufschlag)と年間の管理手数料(Verwaltungskosten)を投信各社がかかる。預金と比較した場合には、これら手数料分だけMMFの利回りが小さくなることを意味する。特に短期に売買することが想定されるMMFでは、発行手数料がネックとなる。そこで投信協会と銀行監督局の会談の上約款モデルを作成、ここで発行手数料ゼロが取り決められたのである¹⁷⁾管理手数料は、各社のプライシングがまちまちである。さきの【図表10】で最低投資単位と管理手数料の関係を見ると、零細家計にとってのハードルが低い最低投資単位ゼロの投信では年間管理手数料0.6~0.7%に分布しているのに対し、年間管理手数料の0.3~0.4%程度と低いものはほぼ最低投資単位が1万DMとなっている¹⁸⁾。

第3に、MMFでは預金と比較した場合、当然ながら相場リスク、利回りの変動がある。以上1

図表10 最低投資単位と管理手数料



出所：KÖNIG, PETER, „Ein Jahr Geldmarktfonds der Commerzbank - Erfahrungen und Erwartungen, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 22/95, S. 1125.

～3にあげた商品設計ないし商品の性格・プライシングの点で新型貯蓄預金(Sondersparformen)と比べれば、MMFは、高い安全性を持つ割には近年の競争によって利回りは高くなっている新型貯蓄預金より優位性が小さい。リテールにとっては、MMFの商品コンセプトから来る特徴(短期、市場利回り)よりも貯蓄預金との横並びの利回り比較でどちらが有利であるかの方が重要であるから、当然、貯蓄預金からMMFへの大量シフトは起こらないことになる。

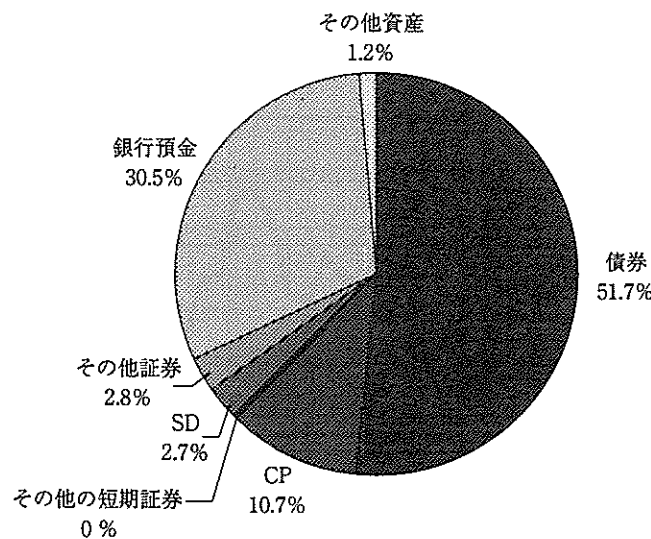
しかし、アメリカにおいてもMMFは平均的に最低投資単位が高く設定されているが、それにも関わらず家計の預金総額の中で15%強のシェアを占め¹⁹⁾、1997年上半における超低金利下の株価上昇の中で確固とした位置を占めている。この理由は、第1に、アメリカではMMFが決済性を持つこと、第2に、アメリカにおいてはMMFが組み入れる短期証券の市場がドイツに比べてはるかに規模が大きく厚みを持っていることである。

そこで、次に、ドイツのMMFがどのような短期金融資産を組み込んでいるのかを概観した上で、組み入れ対象となる短期証券の市場が未発達である点に言及しよう。

3. MMFの資金運用

MMFの資金運用対象資産としては、投資会社法²⁰⁾第7条aとbで残存期間1年以下のもの(期近債が含まれる)を組み込むことと規定されている。CP、CD、変動利付債、連邦・連邦特別財産・州の無利子国庫債券(unverzinsliche Schatzanweisungen)、大蔵省手形(Schatzwechseln)、EUないしOECD加盟国の上記相当の証券²¹⁾、預金、市場金利に沿った利払いが最低年1回行われるもの(変動利付債をさす)が許可されている。手形は大蔵省手形以外は禁止されており、組み入れ証券の発行者は、投資家保護のため、上記の公共団体の他、100億DM以上の資本金を有し内外取引所に上場している金融機関・企業の証券に限定されている。なお、

図表11 MMFの資金運用



出所：DEUTSCHE BUNDESBANK, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, Kapitalmarktstatistik, Mai 1997, 数値は1997年3月末。資産の総額は320.07億DM

預金は、ドイツないしEU、EUとの条約締結国の預金準備制度に加盟している銀行に対する預金に限られている。MMF創設以前は、銀行預金への運用シェアは49%までに限定されていたが、MMFの場合100%預金に運用することも可能である。預金は、非常に流動性の高いMMFの買い戻し請求に対応するため必須である。また、デリヴァティブの利用としては、ドイツにおいては1年以上のスワップがかかった債券のMMF組み入れが禁止されているが、他のヨーロッパ諸国ではこれが解禁されている²²⁾。

現実のMMF資金運用は、1997年時点では【図表11】に示されている。債券(期近債と変動利付債)が最大で51.7%のシェアであり²³⁾、預金が30.5%と、本来の短期証券以外だけで82.2%に及ぶ。本来の短期証券はCP10.7%、その他の短期証券0%の合計10.7%にしかない。1995年8月時点で、42.8%は変動利付債、34.1%は預金、CPが15.2%、94年末時点では、預金が53.2%、変動利付債20.9%、CP10.3%、と²⁴⁾いずれも主要投資先は預金²⁵⁾・債券となっている。

4. 短期証券の市場の未発達とドイツ連銀のスタンス

このようにMMFの資金運用が預金と期近債・変動利付債ばかりになってしまう理由は、ドイツ短期証券の市場規模が小さく、「本来の短期証券」の供給がそもそも少ないことにある²⁶⁾。【図表12】は、期近債、期間1年を超す変動利付債を含めた数字を短期証券残高全体とした上でそれぞれのシェアをとったものである。これを見ると、期近債と変動利付債だけで全体の90.2%を占めており、本来の短期証券は数%にしか達しないのである。

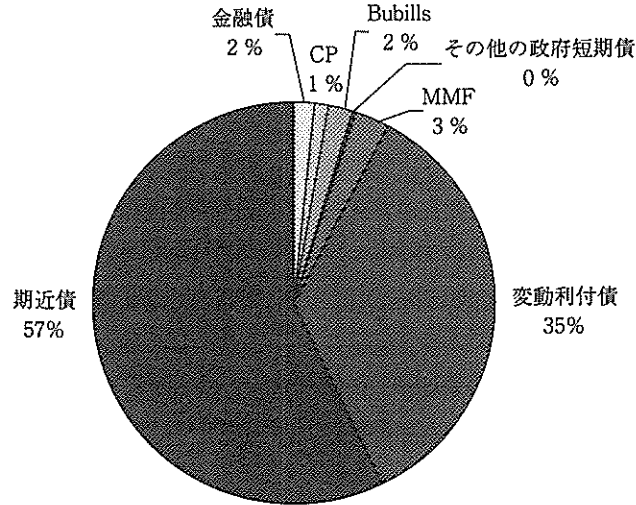
そこで本来の短期証券の規模と債券残高に対

する比率を国際比較したのが【図表13】である。ドイツは絶対残高においても比率においても各国と比べてきわだって低いことがわかる。その理由として、1980年代後半まではドイツ連銀が金融政策の舵取りを容易にするために種々短期証券解禁を拒んだこと²⁷⁾、そして解禁してからもしばしば各短期証券の市場拡大に消極的な政策をとったからだと言われている。ドイツ連銀自体は、これを否定した上で、短期証券の市場が拡大しない理由は、1)ドイツが物価安定していること、2)安定した金融システム、3)金融セクターにおける力関係、4)銀行が強いため証券化のインセンティブがないこと、5)貸出金利・預金金利両面で1967年以来金利自由化が行われていることにあると述べている²⁸⁾。そしてインフレ率のヴォラティリティ、債券残高に対する短期証券残高の比率を各国ごとプロットし、そのかなり高い相関関係を提示することによって、「インフレ率変動が激しい国、しかも銀行制度が不安定な国においてとくに短期証券による資金調達物が物価安定国より普及している」²⁹⁾と結論づけている。

しかし、連銀がMMF拡大を望んでおらずこれを阻止する政策を実行していることもたしかである。例えば、ドイツ連銀は1992年夏の欧州通貨危機に対応し国内短期金融政策のために1993年3月～94年秋にかけてBulis (Bank-Liquiditäts-U-Schätze)と呼ばれる短期証券発行を行ったが、この発行を停止したのは、94年8月にMMF解禁に際しBulisがこの格好の投資対象となる結果MMFが急拡大し、「金融市場の構造変化を短期にひきおこすことを望まなかった」³⁰⁾ためである³¹⁾。

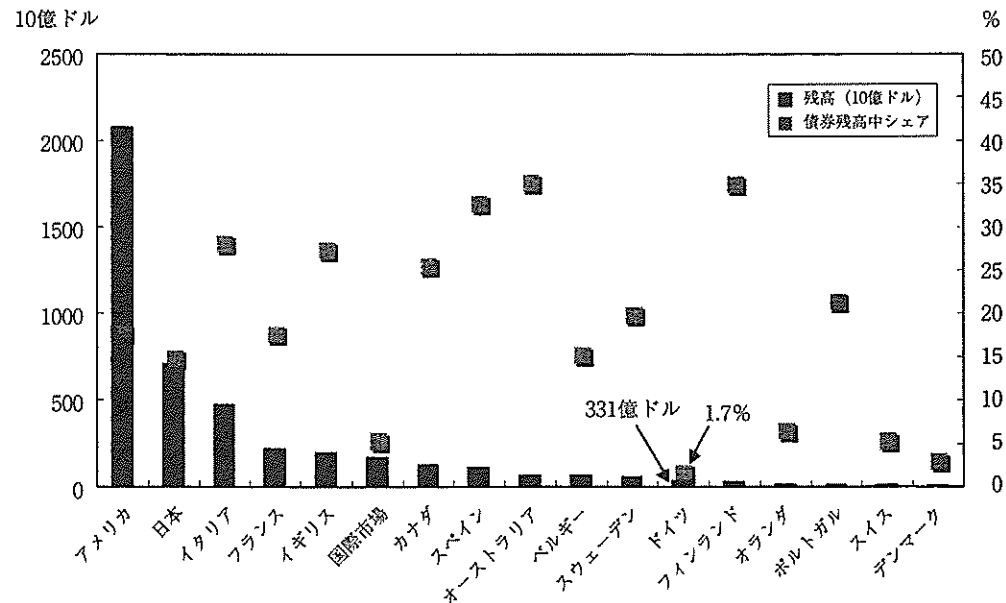
ドイツ連邦銀行はMMF解禁を長く保留してきた。その理由は、最低準備率のかからない

図表12 ドイツ短期証券残高の構成



出所：Deutsche Bundesbank, "Der verbriefte Geldmarkt in Deutschland - Rolle und Entwicklungstendenzen" Monatsbericht Oktober 1997, S. 55.

図表13 各国短期証券残高規模比較



出所：Deutsche Bundesbank, "Der verbriefte Geldmarkt in Deutschland - Rolle und Entwicklungstendenzen-", Monatsbericht Oktober 1997, S. 51.

MMFが拡大すれば、最低準備率を迂回³²⁾するために預金に代わりMMFを顧客に勧めることにより期間最低準備率の規定を空洞化するおそれがあったからである。しかし、連銀は、1993年に最低準備率を大幅に引き下げたこと、またドイツ投信法をEU指令に摺り合わせて改定せねばならなくなったことからこの姿勢は撤回した³³⁾。

Ⅲ. MMF普及の限界の意味

—MMFの限界は金融革命の遅れを

意味するのか—

アメリカにおいては金利規制、業際規制が存在したから、MMF創設には次のような革新性があった。

- 1) 金利規制を迂回したこと
 - 2) 当座預金付利禁止を迂回するために、投信商品であるMMFに決済性を持たせたこと、1)と合わせ、決済性と利回りを両立させたこと
 - 3) MMFが証券商品であるにもかかわらず銀行預金と非常に類似の性格を持ったため、MMFが銀行・証券の業際規制を突破する一撃になったこと
- しかし、ドイツでは、

- 1) 金利規制は1967年の金利自由化で撤廃されてしまっている。したがって、金利は個々の銀行支店の判断により自由に設定できる³⁴⁾。
- 2) 当座預金の付利は禁止されていない。ただ営業政策上、無利子ないしは0.5%程度の非常に小さい金利を付すかあるいは1万DM以上など一定の最低額以上の預金に対し付利するという形になっている³⁵⁾。だから、当座預金の付利禁止を迂回するために特にMMFに決済性を持たせる必然性はな

いのである。銀行の既存商品の範囲内で営業戦略上の判断によって決済性と利回りを兼ねた口座を創設することは充分可能であるし、実際にダイレクト・バンクなど一部の銀行がそれを実現している³⁶⁾。

- 3) 貯蓄銀行、信用協同組合、大銀行・地銀いずれもユニバーサルバンクであり業際規制は存在しない。

確かに実態としてはドイツの銀行はユニバーサルバンクであっても証券業務を限定的にしか行っていなかったりあるいは預金業務と比較して積極的でないと言われていた³⁷⁾。しかし証券商品に対する需要が高ければ競争上それに対応せざるを得ない。

銀行は、投信を窓口で扱うことができ、それどころか預金商品、投信等証券商品、保険商品を組み合わせて顧客に勧めるアルファベット戦略が80年代より活発になっている。顧客は、銀行窓口を通じて大口・小口、それぞれに対応した自由金利の種々の預金と証券・投信その他の金融商品とを比較考量し組み合わせて利用できる。ということは、銀行は小口向き証券商品をマーケティング戦略上もすでにとりこんでいるのである。

そのような意味では、ユニバーサルバンク制度がフルに機能していなかったとしても、少なくとも「業際規制を突破するため」の革新的商品としてのMMFの必然性は無いのである。

以上、アメリカとドイツのMMFがもつ意味を比較することによって、アメリカでMMFが金融革新の突破口として大きな役割を持ったことは、アメリカ個別の事情に多く依存している側面があることを示した。確かに一方でMMF

は高い利回り、流動性、決済性を同時に備えた利便性の高いハイブリッド商品であり(アメリカでは)、その限りでは非常に革新的な商品である。しかし他方ではドイツでは金利規制や実際規制を越える革新的商品の必要はなく、アメリカでMMFが惹き起こした変化はすでにドイツ金融市場の中に織り込まれているのである。であるから、MMFの普及がアメリカと比較し広がりを持つたないことをもって、単線的にドイツでは金融革命が起こらないと結論づけることはできないのである。

もっとも、アメリカとの比較において、ドイツのMMFに決定的に欠けているものがある。それは、決済性である。少なくとも現在の所、ドイツのMMFを見合いに小切手を振り出したりクレジットカードの引き落とし口座に指定することは出来ない。零細顧客は、当座預金口座をクレジットカード引き落とし口座に指定し、引き落とし日前に残高確認し、不足の場合は自らMMFの解約、貯蓄預金からの振替等により手当てせねばならない。

しかし、さきにも論じたように、決済性と利回り、流動性をそなえた金融商品が必ずしもMMFを軸としたものである必要はないのである。むしろ90年代に入ってから急になってきたダイレクトバンク創設の動き、そして90年代半ばから爆発的に普及したインターネットを代表とする情報・通信革命を土台とした電子金融化という「新たな金融革命」と対照すると、MMFと決済性口座の連結は80年代的制約を伴った金融革新の産物に見えるのである。

そこで、次に補論で、新世代の金融革新への一歩目として、ドイツにおけるダイレクトバンクの活動を紹介しよう。

補論 ダイレクトバンキングの発展と90年代の金融革新

1. ダイレクトバンクの創設³⁸⁾

ダイレクトバンキングとは、基本的には、銀行員や外交員などの人を介さず、顧客と直接つながられた金融サービスを言う³⁹⁾。取引の場は店舗ではなく、書類郵送、電話による指示、faxによる指示、ATM、オンラインサービスであり、対象となる金融取引はスタンダード商品に限定されることが多い。ダイレクトバンキングは、店舗網を持つ金融サービス業者が店舗でのサービスに付随して行うこともあり、店舗を持たないダイレクトバンキング専門金融業者が行うこともある。後者をダイレクトバンクと言う⁴⁰⁾。ダイレクトバンキングによるサービスは、人員を介さないためコストを切り下げることが出来る。であるから、サービスはしばしば低価格で提供され、さらに顧客とサービスを結ぶメディアの技術革新の結果、取引が速やかに処理されるという利点がある。

ダイレクトバンクには3つの世代がある。ドイツに第1世代の初めてのダイレクトバンクが誕生したのは1990年⁴¹⁾、郵便や電話、電子メディアを使って金融サービスが受けられるというものである。このサービスは既存の口座、支店を利用した従来と同じ金融サービスを土台とし、これに電話、電子メディア、それにあるいは24時間取引の利便性を上乗せしたものである。

第2世代はディスカウント・ブローカーの誕生をもって始まる⁴²⁾。この特徴は、24時間テレフォンバンキングをより徹底させ、支店を持たぬこと、顧客はディスカウント・ブローカーに

新規口座を開設せねばならぬこと、アドヴァイス等いっさい行わないこと、証券取引手数料が低いことである。つまり、支店・行員の節約によりコストを切り下げ、それを手数料値下げに回しているもので、アドヴァイスを必要としない「上級者」向けといえる。

第3世代は、支店を持たずテレフォンバンキングないし新メディアを使った24時間バンキングであるが、新しい要素として、特定の顧客層(一定以上規模・頻度の金融取引需要を持つ)を対象とし、取引対象はスタンダード商品のみ限定せず、質の高い顧客アドヴァイスをとまった金融サービスを行うところに第2世代との違いがあるとされている⁴³⁾。

2. ダイレクトバンク設立の銀行側要因・顧客側要因

ダイレクトバンクの多くは大手銀行の子会社として設立されている。大手銀行が、本体の顧客を奪う「カニバリズム」の危険をはらんだダイレクトバンクを設立する理由は以下にある。ドイツでは銀行の人口あたり支店数が国際比較して多く、これと人件費の高さを背景にリーバンキング化が遅れている。それを原因に、支店展開を必要とするリテール業務において銀行の利益がうすくなっていることから、銀行は80年代頃から個人富裕層をターゲットとした支店拡大を要さない戦略に重点を置き始めている。これらの顧客を獲得するためには、高い利回り、安い手数料と並んでこれら向きの利便性需要に合わせ24時間バンキング、テレフォンバンキング、PCバンキング(あるいはレベルの高いアドヴァイス)の提供が意味を持つ⁴⁴⁾。

そしてもう一面、テレフォンバンキング、PCバンキングを利用することは銀行側のコスト削

減も意味する。それは、前述の支店・人件費の削減効果があるほか、振替1件あたりのコストを例にとると、銀行支店のカウンターで振替依頼を受け処理すれば3DMのコストがかかるが、テレフォンバンキングでは0.8DM、PCバンキングでは0.2DMのコストで済むという報告もある⁴⁵⁾。データの電子化、情報・通信革命を利用したコスト削減である⁴⁶⁾。

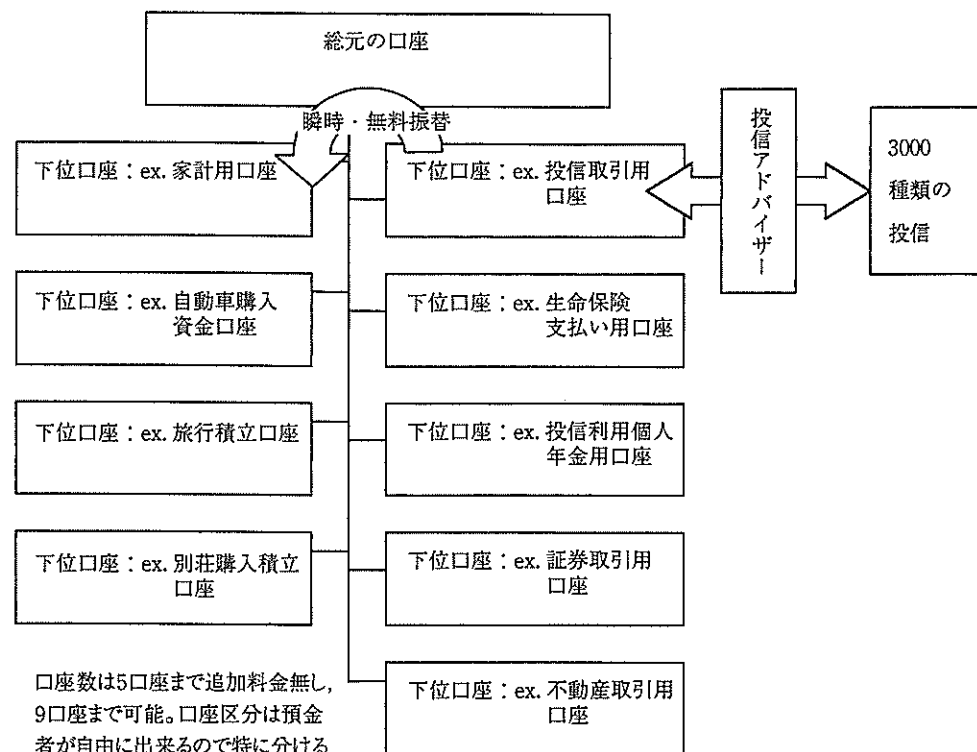
このような、技術革新を土台とした銀行・顧客双方にとってのメリットを背景に、また電子マネーの普及など金融のオープン・ネットワーク化、ユーロの導入などの前提条件が満たされれば、今後ダイレクト・バンキングの拡大が予想可能である⁴⁷⁾。

以上のような流れをふまえ、第3世代のダイレクト・バンクとされるアドヴァンス・バンク(Advance Bank)が提供する預金口座(商品名称CMK-Cash Management Konto)の機構を例にとって見ることによって、アメリカでMMFが持った技術的な意味での(つまり規制回避という側面を除いた場合の)革新性がどこまで実現されているかを見よう⁴⁸⁾。

3. ダイレクトバンクの潜在的革新性

アドヴァンス・バンクの“CMK”は、1)市場金利「に近い」⁴⁹⁾ 四半期払出の変動金利、2)決済性の2要素をもつ点で、実質的にはアメリカのMMFやそれに続く類似の金融商品、特にCMAを意識したものといえる。ただし、アドヴァンス・バンクでは金利の変更を頻繁に行う方針は無い⁵⁰⁾ から、市場利回りを直接反映する投信とは全く異なる⁵¹⁾。“CMK”の場合、【図表14】に示したように、現実には1つの口座(【図表14】では「総元の口座」)を開設することにより、下位口座として9つまでの仮想口座を持つことが

図表14 アドバンス・バンクの"CMK"の機構



口座数は5口座まで追加料金無し、9口座まで可能。口座区分は預金者が自由に出来るので特に分ける必要はない。金利は全て単一金利。貯蓄預金、定期預金などの区別無し

出所：アドバンス・バンク広報資料および電話によるヒアリング

出来る。これら下位口座はユーザの金融事務の便利のために帳簿上区別されるというだけで、現実には1つの口座が存在するだけである⁵²⁾。たとえば下位口座に投信取引用口座を設け、これを通じて投信を売買、この口座をクレジットカード引き落とし口座にするか、あるいは、他のクレジットカード引き落とし口座に金額を振り替えることができる。この下位口座間の振替はもともと実態は同一口座であるから瞬時に振替手数料なしで行われる。仮に投信口座ではプラスの残高が、クレジットカード引き落とし口座ではマイナスの残高があった場合には、これらが計算上相殺される。但し、口座全体が残高0を割り込んだ場合にはインターネットないし電

話で投信売却の指示をせねばならず、自動的投信解約は行われない。

ドイツで80年代前半からアルフィナンツが提供されていることは前述のとおりである。このアルフィナンツにおいては、伝統的な銀行の店舗業務がベースになっていた。この店舗ベースのアルフィナンツ・サービスでは顧客の動かす資金の規模・所得により階層分けされた対応がなされている。つまりリテール向きにはよりセット商品的なサービスとなっているのに対し、個人富裕層に対してはオーダーメイドの要素が強いサービスとなっている。いずれも伝統的店舗をベースにしたアルフィナンツ・サービスの場合は、顧客アドバイスが大きな役割を果た

すが、このアドバイザーを介して得られる情報は個々のスタッフの相違などに依存して偏りが生じると考えられる。

ところが、ダイレクトバンクが行うサービスは、上に説明したような口座を中心に、あるいは系列その他様々の投信などの金融サービス、あるいは単なる「推奨」という形で、幅広い金融取引を電話やfaxあるいは新メディアを使って、アルフィナンツのサービスを実現している。店舗ベースのアルフィナンツ・サービスによるアドバイザーを介した情報入手に比べ、ダイレクトバンクの場合は、まずインターネット上にホームページを持ち、ここに各金融サービスに関する情報のウェブを張ることにより人を介するより透明な情報提供を行うことができる⁵³⁾。

だとすれば、顧客は、それぞれ特徴ある金融サービスの骨格をもったダイレクトバンクをベースに、その系列金融業者ないし提携業者などの⁵⁴⁾ 金融商品を、各々が柔軟に組み合わせ市場金利指向の決済口座⁵⁵⁾ で「連結」することを意味している。このような口座が注53で述べたような電子取引のためのインフラ整備、電子マネーの拡大とともに普及すると、それが1980年代とは時限を異にする1990年代の金融革新になると言えそうだが、これが普及するかどうかは、零細家計にとって果たしてメリットがあるかどうかにかかっている。上記のように、頻繁に金融取引を行う⁵⁶⁾ 層にとっては、口座残高が仮に少ないとしてもこのような新しいダイレクト・バンクに口座開設するメリットはかなりあるだろう。アドバイスを行わないダイレクトバンクの場合、金融取引に慣れぬ零細家計に向いていないし、アドバイスをを行う場合も、現在唯一の例であるアドバンス・バンクの場合、金融取引に慣れた人を対象とする旨打ち出しており

⁵²⁾、料金設定にもそれが現れている。頻繁な金融取引を必要としない零細家計にとって、この口座維持手数料は全く見合わず、決済性を特に必要としないなら預金金利も新型貯蓄預金と比べ特にメリットがない⁵⁸⁾。

とすると、このような第3世代のダイレクト・バンキングが普及し、「90年代的金融革命」の状況が現出するのは、金融取引ではなく小口の実物取引が電子化されるか、あるいは取引対象自体が「オープンネットワークに乗る形のソフト」である比率が高くなった場合に初めて現実味を帯びてくるのではないだろうか。

注

- なぜドイツ系ルクセンブルク投信に特に言及するかの理由は、税制の影響によりドイツ系ルクセンブルク投信がドイツ国内投信の代替物として拡大したからである。1987年秋決定した国内証券に対する「小資本収益税 (Kleine Kapitalertragsteuer)」が1989年初から導入されたもののすぐ廃止された。その間外国投信に130億DMという巨額の資金流出がおこった。再び1993年初から導入された国内証券利子源泉課税 (Zinsabschlagsteuer) の影響で、1991年以来、外国投信取得が再拡大、92年には600億DMに達した。外国投信の配当がかりに国内で払い出されても当面非課税との措置をとったこともこの拡大に大きく寄与している。しかし、1994年初から「乱用防止租税浄化法 (Mißbrauchsbekämpfung- und Steuerbereinigungsgesetz)」によってルクセンブルク投信に「中間利益課税 (Zwischengewinnbesteuerung)」が課され始めることとなったのを受けて、93年から再びルクセンブルク投信の大量売却、国内投信の取得につながったのである。これは、投信の配当払出ないし再投資日の中間時期に投信を売却すると、その間の配当に利子源泉税が課されるというものである。投信全体でいうと、税制上の要因の他にも、ルクセンブルクがEU投信指令に基づいた商品の豊富さで他のEU諸国を凌いでいる点が、ルクセンブルク投信取得が多い理由としてあげられる (以上、DEUTSCHE BUNDESBANK, "Entwicklung und Bedeutung der Geldanlage in Investmentzertifikaten", Monatsbericht, Oktober 1994, S.53-54より抄訳)
- MMFには最低投資期間はなく、日々その計算上の価値で投信会社が買い戻す。またMMFは、発行時に通常投信会社が上乗せする発行時上乗せ金 (Ausgabenaufgeld) をかけず、管理手数料約0.5~0.7%しか投信会社に支払わないため取引コストが低い、さらにファンドマネージャーが買い戻し通知を受けると、2日以内に指定金額を払い出さねばならないことになっており流動性が高い。
- 財産税が定期預金に対しては1%であるのに対し、MMFは0.5%

であった。1995年1月1日より、財産税率0.5%から1%への引き上げによって他の金融資産が不利化したのに対し、株式、株式ファンドその他の投信のみ旧税率0.5%に保たれたのである(出所: Hypo Bank, Lexikon der Investmentfonds, <http://www.hypo.de/about/toechter/hypoinvest/glossar.html>) また、キャピタルゲイン課税対象投資期間6ヶ月を過ぎれば、MMF売買から発生するキャピタルゲインに課税されない。

- 4) 1年を経た1995年9月時点の貯蓄銀行側の報告を見ると、「94年8月1日以来、貯蓄預金・定期預金がほとんどMMFに駆逐されてしまう状況となった。特にフランクフルトではMMF提供銀行ではブーム状態であった。MMF新規契約者にもれなくシャンパンとキャビアを振る舞う銀行も出てきた」との証言もある。しかし、結局は「定期預金と貯蓄預金は確かに減少したが、ドラスティックな現象ではなかった。一般的に言って、高金利貯蓄(新型貯蓄預金-Sondersparformen)のトレンドが勝っている。フランクフルト貯蓄銀行のあつかう1882MMFはかなりの成功を納めたものの、残高は結局以前からある高利回り新型貯蓄預金の12%にすぎなかった」(WÄCHTER, KLAUS, "Geldmarktfonds und Geldmarktkonto-Konkurrenz oder Ergänzung?", *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 22/95, S.1137. 著者は有力貯蓄銀行の1つであるフランクフルト貯蓄銀行(Frankfurter Sparkasse)取締役)。
- 5) FOLZ, WILLIBALD, "Geldmarktfonds - im Wettbewerb um bilanzwirksame Einlagen", *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 22/95, S.1135.
- 6) GERKE, WOLFGANG / SCHÖNER, MANFRED, A., "Interessengegensätze bei der Zulassung von Geldmarktfonds", *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 22/89, S.1045., MEISTER, EDGAR, "Geldmarktfonds aus der Sicht der Notenbank", *Börsen-Zeitung*, 21. September 1994, in DEUTSCHE BUNDESBANK, *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 68/22. September 1994, S.5.
- 7) GERKE, WOLFGANG / SCHÖNER, MANFRED, A., *ibid.* S.1046.
- 8) 貯蓄証書金利については継続した統計が得られないが、少なくとも類似の条件を持つ貯蓄預金金利よりは高いという前提に立てば、貯蓄預金金利と比較することにより見当をつけることができる。
- 9) 貯蓄預金に関する規定が銀行法から削除されたため「法定貯蓄預金金利」という表示はもはや用いない。旧「法定貯蓄預金」に該当する貯蓄預金の金利は「最低金利ないし基礎金利」と称する。しかし、今や貯蓄預金の主体は旧「法定貯蓄預金」ではなく「新型貯蓄預金」(Sondersparformen)になっているため、ここで貯蓄預金の代表的金利としてあげたのは、注10に示したような新型貯蓄預金金利である。
- 10) 貯蓄預金は、データの制約から94年8月～96年10月は1年ものスポット新型貯蓄預金(最低預入額の規定無し)、96年11月以降は3ヶ月の解約告知期間を持つ非定期性新型貯蓄預金(1万DM～2万DM未満)をとったことから発生するデータの断絶があるため、図表では96年11月以降の新型貯蓄預金とインターバンクが金利乖離幅の突然の縮小が発生している。
- 11) MMFのトータルな平均利回りの数字が得られなかった

ため、Commerzbankの2商品という限定されたデータを示した。次の【図表8】では同じ理由によりMMF利回りを規定する短期市場金利を目安として示した。

- 12) WÄCHTER, KLAUS, *ibid.*, S.1138.
- 13) Deutsche Bank取締役Rolf Breuerは「銀行資金調達コストが高くなる局面に必ず直面するだろう。これは論理的でしかも避けられないことだ。」と述べている。MMF導入によってアメリカで経験したような低コストファイナンス手段の喪失の可能性は依然存在する点が指摘されている。しかし同氏はその後で「しかしこの国の金融環境に革命が起こるとはまず予想できない」とも答えている。ユーロマネー誌は大手銀行が資金調達コストのメリットを失わないためにMMFのプライシング構造(管理手数料とdealing charge)をコントロールするだろうと示唆しているが("Bowing smartly to the inevitable", *Euromoney Capital Markets Report*, July 1994, pp.76-77), MMF業務が市場チャンスになるような金融状況を迎えたときに銀行間のMMFシェア獲得をめぐる競争が無いものと前提することは難しいと思われる。
- 14) ドイツ系ルクセンブルク投信を含めると14%の減少。
- 15) MMF取得は1997年にかけて減少したのに対し銀行が傘下投信からの資金流出の受け皿として市場性金利の競合商品を出したことも、資金シフトに拍車を掛けた(Deutsche Bundesbank, "Der verbriefte Geldmarkt in Deutschland - Rolle und Entwicklungstendenzen" Monatsbericht Oktober 1997, S.56)。
- 16) FOLZ, WILLIBALD, *ibid.*, S.1136.
- 17) HARTWIG, DIERK, "Geldmarktfonds am Start", *Börsen-Zeitung*, in DEUTSCHE BUNDESBANK, *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 54 / 1. August 1994, S.5. DEKAなどの場合発行手数料0.5%を課すが、その代わりに管理手数料が安く設定されている。
- 18) 手数料と最低投資単位の関係は、MMF解禁後各社はかなり急いでMMFを設定したためまだ成熟しておらず、かなりばらつきが見られる。
- 19) 米マネーフロー統計ではMMFは預金の中に分類されている(1996年末, 出所: Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Account of the United States, (Federal Reserve Statistical, release Z.1), March 14, 1997, 家計部門MMF残高:p.61, MMF残高:p.76. [http://www.bog.frb.fed.us/releases/Quarterly Releases Z.1 Flow of Fund Account](http://www.bog.frb.fed.us/releases/Quarterly%20Releases%20Z.1%20Flow%20of%20Fund%20Account))
- 20) Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG)。以下、KAGGと略記。以下は、Deutscher Taschenbuch Verlag, Beck-Texte im dtv, *Beck-Bankrecht*, München, 1996.のKAGGの部分からとった。
- 21) これら短期証券の具体的規定はKAGG第8条(3)に記載されている。
- 22) BENKNER, AXEL-TONTER, "Ziele und Performance-Strategien für Geldmarktfonds", *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 22/95, S.1132.
- 23) この内73%が国内発行主体であり、外国発行者も含めDM建てが97%を占める。変動利付債の比率は不明(Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarkt Statistik*より)。

- 24) o.V., "Gedanken zu einer kurzen Geschichte", *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 22/95, S.1117.
- 25) 次の注26に述べた問題により、1994年MMF開始当初、各投信はとりあえず大量に定期預金に資金を運用した(HARTWIG, DIERK, "Geldmarktfonds am Start", *Börsen-Zeitung*, in DEUTSCHE BUNDESBANK, *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 54 / 1. August 1994, S.5)。
- 26) MMFの組み入れ可能短期金融資産の種類が不足しているかどうか問題ではなく、流通市場においてこれらの短期証券を取得できるかどうか問題だと指摘されている(HARTWIG, DIERK, *ibid.*, S.5)。
では比較的短期証券の市場の厚みをもった特にアメリカ、EU内ではイタリア・フランスなどの外国証券をなぜ組み入れないのかという疑問が生ずる。外国短期証券の組み入れはMMF設定の契約に謳われていれば法律上は制限無しに可能である(KAGG §8)。しかし、ドイツMMF運用資金の7割はドイツ発行主体、ほぼ全てがDM建て(注23参照)と、これら外国短期証券の市場を利用していない。その理由は、為替リスクのヘッジコストという現実的問題にあると推測されている(出所: ドイツ投信協会ヒアリングによる)。つまり、運用資産が外貨建てである場合短期の債券等の場合は最終利回りにおいて内国証券と理論的には大きな差が出ない。にもかかわらず為替リスクのヘッジコスト分利回りが低くなる。さらにリサーチ等の追加的管理コストがかかる(外貨建てを課した通常の証券投信の場合年間管理手数料がDM建て証券投信より0.5～1%ポイント見当高くなっていることから推測できる。)であるからMMFに外貨建て短期証券を組み込んだ場合、競争上不利となる(MMFでは通常、発行手数料ゼロが多く管理手数料も他の投信同様ないし安めに設定されていることを想起されたい)と考えられる。なお、外貨建て預金はドイツと同等の預金保険制度をもつ国の銀行に限るとの規定があり(KAGG §7d)、預金保証額の点でこの規定を現実にはクリアできないという要因も加わるから、ほぼ国内預金となっている(出所: 同上)。
- 27) 1986年になって初めてCD、91年にCPを解禁するものの、86年同時に2年未満の金融債に準備率をかけるという措置をとった。
- 28) DEUTSCHE BUNDESBANK, "Der verbriefte Geldmarkt in Deutschland - Rolle und Entwicklungstendenzen" Monatsbericht Oktober 1997, S.51-52.
- 29) DEUTSCHE BUNDESBANK, *ibid.*, S.59. アメリカを範にとった市場至上主義に対する批判とも考えられる。またアメリカの分断された金融市場という特殊性ゆえの証券化という事情も考慮せねばならない。
- 30) DEUTSCHE BUNDESBANK, *ibid.*, S.50.
- 31) MMF導入直後のドイツ連銀理事による論文では、「…連銀は(金融界と同様に)金融諸市場における革新(Neuerungen)にストップをかけねばならない。これはMMFにも当てはまる。連銀は必要なときはその政策と手段を安定確保のために行使しなければならない」とMMF抑制を明言している(HARTWIG, DIERK, "Geldmarktfonds am Start", *Börsen-Zeitung*, in

- DEUTSCHE BUNDESBANK, *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 54 / 1. August 1994, S.5)。
- 32) ちなみに通常インターバンクの預金に対しては準備率がかからないが、投信が保有する銀行預金に対しては対金融機関であっても預金準備率がかかるため、預金を投信が組み込むことによる準備率の迂回は起こらない。
- 33) 1993年の最低準備率引下げにより、MMFの迂回路となりやすい定期預金・貯蓄預金に対する最低準備は2%、要求払い預金は5%に大幅に引き下げられた。最低準備率がかかるのを避けるために最低準備率ゼロのMMFに迂回しようというインセンティブはもはやなくなったと連銀は判断した(HARTWIG, DIERK, *ibid.*, S.6)。
- 34) もっとも金利規制は存在しなくても、金利設定は地域の貯蓄銀行をプライスリーダーとする非常にカルテルの設定になっていると言われている。
- 35) GRILL, HANNELORE / PERCZYNSKI, HANS, *Wirtschaftslehre des Kreditwesens*, 30., Aufl., Bad Homburg vor der Höhe, 1996, S.194.
- 36) 補論(3)ダイレクトバンクの潜在的革新性参照。
- 37) 貯蓄銀行や信用協同組合は株式売買仲介を行うことは出来るが対象顧客層は株式売買を余りしない層であるしまた株式売買仲介・アドヴァイスにおいて競争力を持たないため通常あまり行っていない。大銀行でも伝統的に預貸業務の方に力を入れ証券業務が副次的であると指摘されている(ドイツ大蔵省諮問委員会銀行構造委員会が1979年に提出した報告書では、この点が指摘されている。これについては(財)日本証券経済研究所編「西ドイツの金融・証券市場—銀行構造委員会報告を中心として」1984年参照)。
- 38) 以下の節はほとんどをSIEBERTZ, PAUL / DRECHSLER, DIRK, "Formen eines Direktbank-Angebotes und seine Auswirkungen auf das Vertriebssystem", SÜCHTING, JOACHIM hrsg., *Handbuch des Bankmarketing*, 3. Auflage, 1997未発行予定により、他は、Advance Bank広報資料及び電話照会によって補完した。なお、SIEBERTZ, PAULはBayerische Vereinsbank取締役兼Advance Bank AG監査役、DRECHSLER, DIRKはAdvance Bank AG取締役である点に注意を要する。
- 39) GRILL, HANNELORE / PERCZYNSKI, HANS, *Wirtschaftslehre des Kreditwesens*, 30., Aufl., Bad Homburg vor der Höhe, 1996, S.19-20, REIMERS-MORTENSEN, SABINE / DISTERER, GEORG, "Strategische Optionen für Direktbanken", *Die Bank* 3/97, S.132. 新しい現象なので、少なくともドイツにおいては確定した定義はまだ無い。しかし、続く本文の補足説明も含めて「ダイレクトバンキング」のほぼ一致した概念は存在する。
- 40) ドイツの銀行制度はユニバーサルバンク制度であり、また銀行自身がオリジネートしない金融商品も銀行で販売するため、「バンキング」の内容にはほぼ金融サービス業全般が含まれている。
- 41) Citibankに続き、Vereinsbank, そしてPostbankがサービスを開始した。
- 42) Direkt Anlage Bank, Consors, Comdirekt, Bank 24.
- 43) 現在の所, Advance Bank (現在は Bayerische

Hypothen- und Wechsel-Bank AG(通称Hypo-Bank)と合併が予定されているVereinsbank AGの100%子会社だが、Advance Bankのホームページ97年10月24日の告示 <http://www.advance-bank.de/news/index.html>によると、VereinsbankはAdvance Bankを100%Dresdner Bankに98年初売却する。以下紹介したような金融サービス内容に変更はなく将来顧客はDresdner BankとVereinsbank, Hypo-BankのATMを手数料無しに使えるようにする予定、とのことである) しかない。なおこの分類は、Advance Bank自身の役員による分類であることを付記する。筆者は、より意味ある別の分類が可能であると考えているが、これについては検討の上別稿で論じる必要があるだろう。

- 44) 銀行サービスの失に対する米独銀行顧客アンケート調査結果によると、以下の格差が出ている(数字が大きい方が満足度が高い)。ドイツにおける銀行サービスへの満足度が低いことがうかがえる。

	ドイツ	アメリカ
行員の熱心さ	47	80
顧客との意志疎通	58	87
営業時間	55	77
行員の金融商品知識	56	90
処理の速さ・的確さ	50	77

- 直接の出所は、SIEBERTZ, PAUL / DRECHSLER, DIRK, *ibid.*, 原資料は、A.T. Kearneyによる調査(DM, 1996, Heft 11, S.90-94)。
- 45) 直接の出所は、SIEBERTZ, PAUL / DRECHSLER, DIRK, *ibid.*, 原資料は、US-Studie "Kostenvorteile forcieren Internet-Banking", *Welt am Sonntag*, 10. Nov. 1996。
- 46) この説明はSIEBERTZ, PAUL / DRECHSLER, DIRK, *ibid.*による。しかし、これは、顧客のある部分を掘り起こし再定義しそれに対応した追加的サービス拡大のコスト縮小から説明しているだけで、もう1つの重要な側面を見落としている。それは、注54にコメントしたような大手銀行本体(利権業務)とダイレクトバンク(手数料業務志向)の役割分担の違いである。
- 47) 1994年には、従来型の銀行業が94%、ダイレクトバンクが1%のシェアであったが、2005年には従来型銀行業が65%まで縮小し、これにかわってダイレクトバンクのシェアは20%に達するだろうとの予測もある(直接の出所は、SIEBERTZ, PAUL / DRECHSLER, DIRK, *ibid.*, 原資料は、Bain & Companyの数字により、o.V. "Euro verändert die deutsche Bankenlandschaft", *Börsenzeitung*, 2.10.1996)。
- 48) もっとも、この例示による説明では、現在、第3世代のダイレクト・バンクが1行しかないため、実態が具体例に偏りすぎる欠点がある。しかし、この欠陥をふまえた上で、ドイツにおける新しいバンキングの1つの方向性を示すことは可能である。
- 49) 96年11月現在3万DM以上3.3%、それ未満2.8%。市場金利との関係では、たとえば96年11月のコールレート(月平均)3.01%ないしFibor(1日もの)3.13%前後に位置し、1ヶ月もの定期預金10万~100万DM平均の2.64%の+0.7%、他の預金金利との関係では、1年以内

の新型貯蓄預金(2万~5万DM)平均金利の2.92%と3万DM以下のCMK金利と比較すると貯蓄預金の方がわずかに上回り、より流動性の高い3ヶ月の解約告知期間、非定期性の新型貯蓄預金1万~2万DMの平均金利2.65%、同2万~5万DM2.78%と比較すると上回っている(但し、金利は個々のケース・銀行間で差(ドイツ連銀統計でバンドが発表されているが、最低と最高の差はかなりある)が大きく、銀行全体の金利平均の数値が必ずしも地域での競争条件を代表しているとは言えない)。

また、これも一律に設定された当座貸越金利は、預金残高から貸越額を差し引いてマイナスになった場合に課されることになっている(通常は両建てで金利計算するから、預金金利と貸越金利の差額分×預金額-貸越額分の格差が出る)。1996年11月1日現在の当座貸越金利8.75%は20万~100万DMの当座貸越市中金利月平均9.35%より0.6%低い。以上から、金利は市中平均より若干有利であると言える。

- 50) Advance Bankへの電話照会による。また、96年11月1日改定された金利が97年11月15日現在、変更されていない。
- 51) また、(1)での世代分類では顧客アドヴァイスを行わないため第2世代に分類されていたDirekt Anlage Bank(Bayerische Hypotheken- und Wechselbank AGの子会社)が提供する預金口座も、公定歩合に連動した付利が預金残高に応じて行われ、Direkt Anlage Bankが提供する種々様々な金融取引や引き落としの決済口座に使えるという意味で似ているが、1997年11月5日現在の金利を確認すると、公定歩合は同時点で2.5%であるから、残高29,999DM以下の公定歩合マイナス2.5%という付利規定では、付利は0%、残高3万DM以上は公定歩合マイナス1.5%であるから付利は1%である。Direkt Anlage Bankにおいても、公定歩合に連動しているだけであるから、市場金利とは言えない(Direkt Anlage Bankはそれよりむしろインターネット取引にしばしば低取手手数料ディスカウント・ブローカーとして特徴を持っている)。しかし、ドイツにおける通常の当座勘定がごく低い付利であり、貯蓄預金や定期預金は決済性を持たないことを考えれば、決済性と公定歩合引上げに連動して上がる可能性を持った付利が行われる口座のコンセプト上の革新性はあるといえよう。
- 52) 口座維持手数料は、1997年5月末現在では、預金残高7,999.99DMまでが月16DM、14,999.99DMまでが13.3DM、24,999.99DMまでが11DM、250万DM以上は無料、と残高に応じた手数料になっている。この手数料の中にはクレジットカード年会費、親銀行ATMでの現金引出手数料、他のATM(ecカード対応)での限度内現金引き出し手数料、4半期に50回までの振込手数料が含まれている。Eurocard Gold同等のものは年間ほぼ口座維持手数料の年額程度の手数料がかかるのであれば、口座維持手数料はほとんど無視しうる。なお口座維持手数料とクレジットカード会費を組み合わせで徴収する方法は一般的である。
- 53) 顧客アドヴァイスを行うAdvance Bankの例では、例えば株式投信を買おうと思った場合は、取り扱い商品一覧

の投信のボタンから降りていき、株式投信の特徴とリスクのスターレーティングまでは見ることが出来る。しかし具体的パフォーマンス・データは表示されておらず、アドヴァイザにつながる電話番号が表示されているだけである(<http://www.advance-bank.de/>)。ただし口座に対する指示はインターネットで行うことが出来る。アドヴァイスを行わない代わりに低手数料(ホームページに表示)をうたうディスカウント・ブローカーのDirekt Anlage Bankでは、全ての情報入手・金融取引はインターネットでなされる。金融情報については、登録なしで見られる情報だけでも、例えば各株式銘柄から別ホームページの株式情報に飛んで直近の数字やチャートを参照出来るようになってきている。取引判断した顧客は、オンライン取引選択により起動するアプレットから口座番号と暗証番号の入力のみによって売買注文を執行したり口座残高確認をしたりするようになってきている。スタッフとのコミュニケーションはE-mailによって行う(<http://www.diraba.de/>)(urlはいずれも97年11月現在)。各ダイレクトバンクのホームページは無論差があり、店頭のカatalogと大差ない場合もあるが、いずれもホームページ開設の歴史は浅く、今後情報の質量も向上し、コンピュータ、ネットワークインフラ、ブラウザやアプレット、暗号技術などの急速な技術進歩を追いかけつつ、情報提供方法が激的に洗練されることが容易に予想できる。

- 54) 前述のようにダイレクトバンクは大手銀行の子会社であるケースが多いから、条件が同じなら系列機関のサービスが多く取り込まれているようである。支店網を有する巨体の大手銀行がその機能ないし個々の金融サービスを本体から切り離し別会社化していった場合、また提供したい金融サービスをその金融サービス専業者との提携でそろえる場合、それらを再連結して顧客と結びつける機能において、ダイレクトバンクはより柔軟性をもっているように見える。

これはあたかも、自動車産業において、外製化を進めモジュール・サプライヤー(システム・サプライヤー)から購入したモジュールを組み立てる完成車メーカーのごとき機能であり、銀行が、連結される各金融サービス

を本体ではオリジネートしない方向が究極の形態であろうか。

大手銀行が(高度成長終焉以来の)オンバランス業務変質を原因としてその銀行機能と国民経済上の意味を大きく変え、それへの対応を手数料業務への重点移動によって行うかどうか、ダイレクトバンクがそのアンテナシヨップ的位置づけになるのかを見極めることは、今後の課題である。

- 55) 決済口座は、一定額以上の残高を持つ場合に有利であるような口座維持手数料や金利設定ではあるが、長期資金の吸収、長期貸付資金のリファイナンスを目的とするストック志向のものではなく、手数料業務志向のバンキングに必要な決済口座の提供という点に比重を置いているようにみえる。
- 56) クレジットカード年間手数料が口座維持手数料と抱き合わせになっているような場合は、クレジットカード決済を必要とする層にとってもメリットがある。
- 57) Advance Bankでは、"Banking für Fortgeschrittene"(上級者向けのバンキング)をキャッチフレーズにしており、パンフレット表紙に大書され、しばしば放映されるテレビCMもこのキャッチフレーズが印象づけられるように作られている。
- 58) もっとも、Advance Bankの場合でいうと、口座手数料ゼロの比較的高い付利の当座勘定も設けられており、その点ではCMKより革新性が高いとも言える。1)金利が3万DM未満2.5%(CMKより0.3%低い)3万DM以上2.8%(CMKより0.5%低い)(97年12月現在、Advance Bank ホームページ <http://www.advance-bank.de/>より)、2)クレジットカード年間手数料が徴集される、3)下位口座を作ることが出来ない、という違いを抜かせば、インターネットによる口座振替、電話による金融取引、金融アドバイス利用も可能である。ただ金利は注49の説明から貯蓄預金金利より低いから、決済の高い利便性に重きを置かないならリテールにとつてのメリットは限定されている。

(敬愛大学経済学部助教授 当所東京研究所兼任研究員)