

変貌する金融市場の中での邦銀、証券会社の競争力

根本直子

はじめに

御紹介にあずかりました根本と申します。よろしく願います。

私、昭和五八年に日本銀行に入り、いろいろ調査を担当しまして、その後八年ぐらいしてアメリカに留学しました。ビジネススクールに行つて、就職しようとしたときに大変苦労しました。当時、一〇〇通ぐらい履歴書を送れと学校にいわれまして、一〇〇通は送らなかったんですけれど

も、五〇通ぐらいは送りました。日本の金融機関やシンクタンクにも送ったんですが、全く相手にされませんでした。それで銀行の格付けを下げているのかといわれたんですけれども、決してそういうことはありません。

そのとき実は子どもを妊娠してまして、大きなスーツを着ておなかを隠してS & Pの本社に面接に行きました。何かいわれるかなと思っていたら、何の質問もなく、割といいかげんな会社なのかな、あるいは寛容な会社なのかなと思つたんですけれども、そんな経緯で格付け会社に入りまし

た。それからもう一六年もたつてしまいました。が、日本の金融機関を主に分析しています。そのほか、韓国など、アジアの金融機関も多少見ております。

御紹介いただいた本（「残る銀行、沈む銀行―金融危機後の構図―東洋経済新報社」）は三月に出版しました。なぜこういう本を出したのかという問題意識としては、金融危機により失業率が上がった、日本経済のみならずグローバルにも大変なダメージを与えました。その後の金融制度というのは、今構築している段階で、まだ見えないところもあるんですが、やはり全体としては、銀行がリスクをとり過ぎたのがいけない、したがって、なるべくその活動を制限しよう、レバレッジを低くさせようという方向だと思っています。

そういう中で、日本の銀行はそれほどリスクを大きくとっていたわけではありませんし、あるい

は、その段階まで来ていなかったというところですが、規制というのはグローバルにやらなければ意味がないということで、全体に規制を強化させている。そうすると、日本の金融界にとっては、まだいろいろと発展しなければいけないのに、むしろ自粛してしまう、シュリンクしてしまうのではないか。あるいは、日本の銀行にとってかなり不利な状況にならないだろうかということを心配しまして、そういった意識からあの本を書きました。

本日のアジェンダは四つです。一つは、グローバルな金融機関の動向と規制強化の影響。二つ目に、邦銀の格付け分析上の視点。三つ目に、証券会社の格付け分析上の視点。四番目に、競争力強化のための課題。以上の四点についてお話ししたいと思います。

一、グローバルな金融機関の動向 と規制強化の影響

(1) 格下げ件数は〇九年第3四半期以降落ち着いているが、ソブリンの影響を受けやすい

まず、グローバルな格付けの動向についてです。

大分落ちついてきている状況ではあるんですけども、資料（本文末参照。以下同じ）四ページにありますように、二〇〇八年の第四クォーター、リーマンが破綻した時期に史上最高の格下げ件数がありました。アイスランドで大きな銀行が破綻してしまったり、欧州でもあれだけ大きい銀行が破綻したというのは多分初めてでしたけれども、そのほか、いろんな金融機関の破綻がありました。その混乱がしばらく続きましたが、去年

の後半から大分格下げが減って落ちついてきています。

しかし、第二クォーター（四―六月）にまた少し格下げがふえました。これはソブリンの影響です。ギリシャ、スペイン、アイスランド、こういった国のソブリンが下がって、銀行の格付けというのは国の格付けを超えられないものですから、銀行自体も下がっているという状況だったかと思えます。ただ、その状況も第三クォーター以降は少し静かになっています。

また、一つ注目されるのは格上げ件数です。斜線部分ですが、少しふえてきているということ、で、アジアにしても、あるいは欧米でも、少しよくなった銀行も出てきているというのが最近の状況です。

弊社の見方として、経済全体は緩やかな安定局面にあるということは変わっていないんですけれ

ども、やはりまだ非常に脆弱で、国によっても一律ではないというところをリスク要因と考えています。日本でもちょうど一〇年ぐらい前に、ようやく不良債権の問題も落ちついて、日銀のゼロ金利解除などがありました。ITバブルの崩壊でまた株価も下がったというような局面があったと思います。多少それに似ていて、外部のショックに脆弱な状況ではないかと思えます。

そして、一つの要因として金融というのがあります。特に欧州ではまだ銀行の状況がそんなに安定していないので、銀行の破綻があった場合は消費者の心理も悪化するのではないかと懸念しています。二番底に入るリスクについて、今年初めは二〇%くらいと見ていましたが、今は三〇%ぐらいと若干見通しを悲観的にしている状況です。

(2) 欧米の銀行―回復早いが不良債権は多額、規制強化で収益は低下

五ページは欧米の銀行の状況です。収益の回復は非常に早かったんですけども、不良債権はまだ多額にあるということと、規制強化で収益がさらに低下するということがポイントです。不良債権の比率を見ていただきますと、昔、日本の銀行は七、八%という大変な不良債権を持っていました。今は二%台に下がっています。一方、シティグループは八%あるとか、海外はまだ不良債権比率が大きいという状況です。

最近話題になっている自己資本比率、特にコアTier 1という中核的な資本、主に普通株で構成されるものですが、そこが増資をしてよくなっているんですけども、今後規制がかかってくるので、注目を集めているところです。九月にその一応の方針が示されまして、御承知の方も多いと

思いますけれども、二〇一三年一月までに三・五％のコアTier1、そして、二〇一九年一月に七％まで達成しようというものです。二〇一九年という随分先のことで、大分ゆとりがあるということで、その日はプラスに好感したと思うんですけども、その後、いわゆる大きな銀行にさらにどのくらい上乗せするのかというのがまた注目されています。例えばスイスでは、大きい銀行、UBSやクレディ・スイスは一〇％のコアTier1を達成することです。さらに、全体の自己資本について、現在八％のものを一九％にという高いハードルを課されてしまいまして、そういうものをほかの国でも出したらどうなるんだろうという懸念があります。

日本の銀行も随分資本を強化したんですけれど、そうはいっても、優先株など質の低い資本が多いので、コアTier1を見ていただくと少し

見劣りします。恐らく多額の増資を必要とはしないと思っていますが、景気が悪化して赤字になったりした場合を考えると、そんなに余裕はない状況かと思っています。

欧州の銀行もあれだけ不良債権を持っていますから、余裕が少ないという点では同じです。今後しばらくは自己資本をにらんだ経営が続くと思いますし、具体的には、余分な資産はなるべく圧縮するとか、リスクをとるような貸し出しは抑えるとか、そういう方向性になるかと思っています。

(3) 米国の銀行―延滞債権はやや低下するが不動産向けは上昇、貸出には依然慎重

米国の銀行については、六ページの左側のグラフが不良債権の延滞率です。上昇一辺倒から大分落ちついてきました。例えばクレジットカードが少しよくなっているというような状況ですが、商

業用不動産、いわゆるモールとかホテル向け、住宅業者、マンション建設業者向けなど、そういった不良債権はまだふえ続けている状況です。

J P モルガンの第三クォーターの決算が出ていて、いわゆる償却は前期比一三%減ということだったんですけども、まだ全体のファンダメンタルズはそれほどよくなっていない。また、住宅価格が下があればホームエクイティローンみたいなものも悪くなるなど脆弱さが残るという状況ではないかと思っています。

右側のほうは貸し出しの伸び率ですが、これも水面下というのか、マイナスが続いています。二つ要因があつて、一つは需要サイドがやはり弱いということ、個人も借り入れがまだ高いですから、今は積極的に車を買おうとか、何かを買おうという状況ではないことだと思います。また、銀行のほうも、大企業向けというのは積極的

に貸そうということで、貸し出し基準も少し緩和するような動きがあるんですけども、中小企業に対しては非常に慎重になっているというような両方の理由があるかと思っています。

(4) 欧州の銀行―与信コストが収益を圧迫、地域により回復には差がある

次に、七ページは、欧州の銀行です。ここはやはり与信コスト、不良債権の処理コスト、引き当ての積み増しとか、そういったものが収益を圧迫しています。左のグラフで見ていただくと、貸倒引当金はふえ続けていますし、我々の予想としては、二〇〇六年に比べて収益率は三分の一ぐらいになってしまふということです。

地域によってかなり差があります。ドイツやフランスなど、ユーロ圏で輸出が伸びているところは成長率もかなり高い見通しなんです、イタリア

ア、スペイン、アイルランド、イギリスといった財政赤字が大きい先は、財政赤字を削減するということ、見通しとしては弱いですし、失業率も高どまっています。アイルランドはかつて財政がとてもよかったんですけども、今は財政赤字が欧州でも非常に高いほうになっています。その理由としては、銀行を国有化したため、その負担が響いているということが大きいと思います。

(5) 政府支援は重要―政府支援により格付けを二
〜五ノッチ引上げ

八ページの表は、金融機関の格付けには政府支援を入れていることを示しています。銀行の特徴として、何かあった場合に政府が資本注入をするというような、非常時の支援を入れて引き上げています。例えばバンク・オブ・アメリカというのはAという格付けがついているんですけれ

ども、政府支援で三ノッチ引き上げていますので、本当の実力としてはBBBというようなところ。今、欧州では、大手銀行五〇のうち大体半分以上が政府支援を反映しています。

ここで一つ悩ましいのは、アメリカで出てきた金融改革法というのが、清算もします、あるいは債務者にも損失を持ってもらいます、そういう方針になっていますので、この支援による引き上げをどうしようかというのが我々にとっても大きな問題です。今の考え方としては、法案は出たものの、細部まではまだ詰めていないということや、そうはいっても、本当に大きい銀行を破綻させてしまうんだろうかというところを見きわめて、今後の支援を入れるか入れないかを考えていくということです。ただ、その支援幅というのはかなり縮小はしていくことで、銀行単体というか、そのものの財務力がよくなってくれ

ばいいんですが、よくならないときは格下げもあり得るということかと思えます。

(6) 今後の金融業界の見通し

① 景気動向や市場の信頼に影響を受けやすい状況は続く

今後の見通しとしては、まだアウトルックはネガティブというところが多いです。銀行は景気動向や市場の信頼度に影響を受けやすいという状況だと思っています。この場合、銀行には大手投資銀行も入っています。貸し出し内容の悪化から、当面、財務基盤というのは圧力を受け続けるということ、それから、銀行の資産圧縮の傾向は当面続く。そういう中で、どれだけ株式市場、債券市場が資金の仲介役を果たしていくのか。最近でいえば、アメリカのハイ・イールド市場というのは比較的活発だったわけですが、そういうバッファ

がどの程度働くのかというところが景気を見る上の一つのかぎなのではないかと思えます。

② 規制変更（米国金融安定化法、バーゼル規制等）の影響

規制変更については、今回のテーマではないので簡単に申し上げたいと思います。主に米国金融安定化法やバーゼル規制、詳細はまだわからないんですけども、その影響ということです。

銀行、特に大手銀行は資本をたくさん積み重ねばいけない。資本コストが上昇するので、信用リスクをとるのは慎重になりますし、借り手の企業にとってはそれを転嫁されるリスクがある。要は、借り入れのコストが上がるかもしれないというふうに我々は見ています。

たとえば、貸し出しをした場合のクレジットデリバティブのヘッジのコストも、今度は決済機関

を経なければいけないとか、いろいろな規制がかかってきますので、ヘッジコストも上がってきます。また、流動性規制というのにもかかってきて、例えば、銀行が出しているコミットメントラインみたいなものにも規制コストがよりかかるということ、フィーを上げるといような、事業会社にとつては余りいいニュースではありません。特に中小企業には影響が大きいのではないかと考えています。ただ、この影響は国によって大きく違います。自己資本を見ていただいても違いますし、アジアの銀行などは、ぎりぎりの資本でやっているわけではありませんし、流動性も悪くないということ、そういう地域の銀行はそんなに影響を受けないわけですから、地域によって影響度はかなり異なると思っています。

規制変更による影響の二つ目は、資産規模拡大のインセンティブが薄れる。アメリカでは、小さ

い金融機関がどんどん合併してきたという過程だったと思うんですけども、大体一兆円以上の銀行は特別な税金を課される。さらに、トウ・ビッグ・トウ・フェイルという非常に大きな金融機関になると自己資本も余分に必要になりますので、合併して大きくなることがインセンティブとしては薄れてくるのではないかと考えています。

三点目は、我々の規制に対する感想として、残念な点は包括的ではないということです。アメリカでは、いわゆるファンドとか、ノンバンクは概ね規制の枠外になっている。もともと今回の金融危機というのは、ノンバンク、投資銀行と商業銀行がそれぞれ違う当局のもとにあつて包括的な規制がなかったということで、シャドーバンキングとか、そういうものが出てきたと思うんですけども、結局その面は余り変わっていない。十分包

括的なものになっていないというところを我々としては懸念しています。そうしますと、余り規制がかからないファン드가銀行の貸し出し機能を担っていくのではないか。実際にそういった面も多少見られます。市場全体としては、そういう代替手段が出てくるのはいいことですけれど、一方で、幾ら規制を強化しても、予想しないところにリスクが広がっていくというようなこともあると考えています。

四点目として、ボルカールールというのは非常に注目されているところです。これは、御承知かと思いますが、銀行がプロプライエタリー・トレーディングをしないと、ヘッジファンドなどのスポンサーになることを禁じるというものです。この法律ができて二年後ぐらいに実施するということですが、二年が三年になるかもしれない。多少アローアンスが与えられてい

るというものです。

我々は即座にこの影響があるとは思っていませんが、非常に収益が高い分野だったので、特に欧米の投資銀行にとってはマイナスの影響があると思っています。ただ、その推定が難しいのは、こういった銀行というのは必ず何か抜け道を考えてくる。顧客取引であると証明したり、あるいは別の会社にとっていくとか、そういったことをしていくのではないかと予想しています。

五点目は、安定した調達です。これは主に銀行ですけれども、今回非常に影響を受けたのは、市場の調達です。債券あるいは証券化市場で調達をしていた銀行は突然できなくなり、流動性に詰まったということだったので、コア預金というのは個人、法人ともに取引のあるところからの預金ということですが、それを重視するという方針です。例えばシティバンクは、全体としては

リストラをしているのに日本で支店を開設していません。その理由としては、日本は安いコストで調達ができる。貸し出しの面では余り収益が上がらないけれども、調達の面ではプラスだと考えているということがあります。

六点目の政府によるサポート要因は徐々に縮小というのは先ほど申し上げたとおりです。

全体としては、ローリスク・ローリターン、高いリスクのビジネスは抑制し、顧客取引重視の伝統的な業務に転換していくことです。

③ 一方で、着々とポジションを強化する銀行も

今回の金融危機でリーマンブラザーズが消えてしまったり、英国でもRBSという銀行が国有化されたり、ある意味、脱出した金融機関があったんですけれども、一方でポジションを強化している金融機関もあります。一つはフランスのBNP

パリバです。ここはオランダのフォルティスという破綻しかけた金融機関を統合してベネルクスなどでもリテールを強化しています。資産規模としても三〇〇兆円ということで、MUFGグループが二〇〇兆ぐらいなので、かなり大きな銀行になっています。

HSBCはもともとイギリスの銀行ですが、アジアに非常に強いということで、好調な新興国から収益が上がっていて、見通しも安定的ということになっています。ここの強みは、預金貸出比率が低い、預金基盤が非常に潤沢だということで、貸し出しを余り落とす必要もないということです。

JPMorgan・チェイスは、さほどサブプライムの影響を受けなかった、社内でもリスク管理を重視していた金融機関だったと思います。預金基盤とか決済業務とか、それほど高収益ではありません。

せんが、そういう業務に強みを持っているということでは、ポジションを強化しています。

ここは商業銀行であるチェース・マンハッタンと投資銀行のJPMorganが一緒になっていて、割とうまくいったまれな例と考えています。私ども、商業銀行と証券会社というのは余り合わないと考えています。一緒になると、どうしてもカルチャーが違うので、証券会社のいい人が出ていくとか、統合に関してはいつも慎重に見ているんですけれども、ここは比較的うまくいったまれな例ではないかと思っています。

④ アジアの銀行業界

アジアの銀行業界については、全般的には安定的な見通しということで、金融危機でも余り格下げというのはありませんでした。今も高い成長に支えられて不良債権も減っていますし、大きな懸

念はないのかなと思います。ただ、今どうしても投資先が少ないということで、世界の資金がアジアに流れていて、香港や中国の不動産が上がっています。そういう資産バブルの影響や欧米の景気悪化の影響を懸念しています。

今後のかぎとしては、新たな環境への対応力があげられます。規制も市場も大きく変わっていきますし、海外の大手投資銀行を見ても、そんなに新しい戦略が出てきているわけではない、どうしようかというのを検討しているところだと思っています。新たな環境に素早く対応できるのかということです。今後の生き残りのかぎかと思っています。

それから、一たん失われた顧客の信頼をどうやって回復していくのか。顧客とのリレーションをどうやって再構築していくのか。これはやはりいいサービスを提供していくことに尽きると思います。そして、安定した収益。どちらかと

いうとトレーディングで昨年度は収益を得ていたわけですが、我々としては変動の高いものと見ていまして、顧客取引にベースを置いた安定した収益、アセットマネジメントも含めてですけれども、そういうものをどう確保していくのかというところを見ております。

二、邦銀の格付け分析上の視点

(1) 金融機関の分析手法

次に、銀行の分析ということで簡単に申し上げます。

格付け上、見ているポイントですが、大きくは事業リスクと財務リスクということで、事業リスクというのは定性的な要因で、財務リスクというのは定量的な要因です。証券会社もそうなんですけれども、カンントリーリスク、業界リスクという

のがあります。例えば日本と中国の銀行を比較すると、収益や資本は中国のほうがよかつたりするので、中国の格付けが高いのかというと、そうでもない。そこは、カンントリーリスクや業界のリスク、また法的な枠組みや規制の能力も含めて日本のほうがいいと考えているということで、これが国際比較の調整弁になっています。

ただ、金融危機のことを振り返ると、リーマンを高い格付けで判断してしまったことが反省点としてあります。全体的にアメリカ、欧州の格付けは高かったのではないかと。それはなぜかというと、個別の金融機関を見ると収益は高いけれども、全体として業界のレバレッジが高くなっている、個人の借入れがふえているということ、業界全体のリスクが非常に高くなっていた。それを見誤っていた面があったかと思います。これは非常に難しいことなんですけれども、業界リ

スクをどうタイムリーに反映させていくのかというのが今の私どもの一つの課題です。

もう一つ、「コンフィデンス・センシティブティ」というものを新たに入れました。大手投資銀行のように、急に市場の風向きが変わるとか評判が変わるところで調達ができないとか、非常に市場動向の影響を受けやすい要素をもっと見るべきである。その状況をもう少しタイムリーに入れていくということを今考えています。

財務リスクは自己資本も見直しています。銀行というのはレバレッジが高くて、少し資産が悪くなると、いきなり自己資本がなくなること、起きてしまいます。これは我々も認識していたはずだったんですけれども、それを上回って悪くなったということがありました。今は、格付け上、もっと銀行に自己資本を要求するという方向にあります。これはある意味でバーゼルと同じ発

想だと思っています。

それから、リスクを調整した自己資本です。単なる自己資本比率ではなく、どのくらいリスクに對して資本を持っているのか、そういうことを精緻にはかかっていこうとしています。

収益も、今まで収益性が高いということで、例えばイギリスの銀行を評価していたわけです。あるいは投資銀行も、レバレッジは高いけれども収益が高いから、いずれ資本は積み増せますというふうに見ていたと思うんですけれども、収益が高いというのはリスクをとっていたことの裏返しなので、リスク後の収益や将来出る損失を控除した収益という見方をすること、もう少し長期的に収益を見ようということになっています。

(2) 日本の銀行の格付けの主要因

日本の銀行の特徴ですけれども、収益性が弱い

という点と市場リスクに課題があるという点が特徴かと思います。

①日本の銀行の強み

強みとしては、日本の顧客基盤が非常にしっかりしていることや、銀行のブランドがあるということです。資産の質も比較的健全です。今、日本全体は自信を失っているんですけども、そうはいつでも、グローバルな中で見ると、経済規模も大きいとか経済に多様性があるというのはプラスですし、個人や企業の借り入れも健全な水準であるということもプラスかと思えます。

②日本の銀行の弱み・課題

弱みとしては、成長率が低いということと、オーバーバンキングで適切な利ざやをとりにくいということがあります。

それから、多様性が少ない。どうしても日本市場に集中しているということ、そして、業務内容としても、貸し出しとか有価証券運用というのは資金利益に依存していますので、市場の金利の動向に左右されやすいということがあります。

収益性が低いというのが最大の特徴かと思えます。これは後で申し上げます。

それから、貸し出しの集中リスクが高い。企業と非常に密接な関係があるということもあって、ある特定の企業に対するエクスポージャーが高いんですけども、この点は、一〇年ぐらい前に比べるとかなりよくはなってきたということがいえるかと思えます。

株価、金利の影響を受けやすい。持ち合い株は減少させてはいるんですけども、まだ自己資本を上回る株を持っているということで、二〇〇八年度の赤字というのも株の変動が大きかったとい

うことです。

国債の残高が大変ふえていまして、メガバンクで大体八〇兆円ぐらいですか、国債を持っています。金利が1%上昇すると、その評価損というのは基礎的な利益の六割ぐらいに上がるということとで、今、株に関しては大分削減のめどが立ってきただけですけれども、国債に関しては難しい。ある銀行の方は、国が規制をかけて、国債をこれ以上持たないようにしたらどうですかとおっしゃっていました。それは冗談かもしれませんが、そうはいっても、今、貸し出しも伸びないという中でこれをどうするのかというのは大きな問題です。

それから、戦略の転換が遅いということもあります。

自己資本に関しては、地銀はかなり良好な水準なんですけれども、大手行の場合、先ほど少し申し上げたように、国際的に見るとまだ質が低いと

いうところがあります。

(3) 邦銀―収益性(資産対比のリターン)が低く、多様性に劣る

収益性については、リスク資産に対しての償却前の利益を見ると、一四ページの左のグラフですけれども、日本の金融機関はかなり低い。海外の銀行は不良債権の処理もいっぱいあるけれども、収益率が高いので、それを吸収できているという状況かと思えます。

右のグラフは手数料収益の比較です。手数料というのは、投信や保険の販売手数料、証券業務をやっているならば、証券手数料とかデリバティブとか為替、そういったものですけれども、これがある程度多様化しているほうが金利変動や景気の影響を受けにくいということでプラスと考えています。海外のユニバーサルバンクに比べると、まだ

少ないということかと思えます。

(4) 収益力―利ざやは与信コスト控除後でも低い

よくメーカーの方に、銀行は原価計算がないとか、どこの分野で儲かっているのかわからないといわれることがあります。確かにそういう資料を余り見たことがないんですが、最近、各分野ごとにリスク後のリターンなどを公表しているところもあります。

一五ページの右の図は千葉銀行のものです。大企業・中堅企業向けは貸し出しの利ざやが、全費用控除後ですけれども〇・二一%。中小企業は〇・五%、住宅ローンが一・一%、消費者ローンは三・五%。ここからいえるのは、個人ローンというのはまだそれなりに利ざやが高いんですけれども、大企業向けは相当薄い。そして、千葉銀行というのは五兆円以上のかかなり大きな銀行なんです。

すけれども、普通の地銀であればもつと経費率が高いといえます。

もう一つの特徴として、金融庁で金融危機対応として不良債権の定義を緩和されて、これは地銀にとつては引き当てをするコストが大分助かっている。そういった助かったコストを控除した後どうなるのかというのを、それから地銀の平均的な経費率を当てはめた場合、利ざやが〇・〇六%という計算になりました。ですから、小さい規模の地銀など、幾ら貸しても余り利益にならないという状況かと思えます。

以上が銀行の問題です。

三、証券会社の格付け分析上の視点

(1) 証券業界——〇年間の変化

次に、証券会社に移ります。

今、格付けをさせていただいているのは大手三社だけですが、一二年前と比較すると格付けはやや下がっています。まず関連会社の不良債権処理や海外の債券の損失などで格下げがあり、その後かなり回復したわけですが、野村に関してはリーマン後の有価証券等の損失を受けてワンノッチ下がった。大和に関しては、銀行との提携の解消があつて下がったという状況かと思えます。ただ、見通しとしては安定的です。

① 銀行系証券の規模拡大、オンライン証券の株式委託でのプレゼンス拡大

やや長いスパンで考えますと、業界全体としての特徴としては、銀行系証券が合併によってかなり規模を拡大して、上のほうを占めるようになっていくということ。それから、オンライン証券が非常にシェアを大きくとるようになったということで、上位六社の預かり資産のシェアは微増しています。その中で大手三社をとると減少した。野村は余り変わらないんですけども、大和がやや減少し、日興がかなり減少した。日興は提携先の変更というか、再編の影響があつたと思います。環境としては、日本の市場の規模に比べるとプレーヤーが多く、競争はかなり激しいのではないかと考えています。

②信用力上プラスの点

プラスに見ている点として、商品の多様化が進展したということで、投信、外債、仕組み債、こういったもののへの拡大が進んだ。それから、アセットマネジメント、これも非常に安定した収益ということ、リーマン危機以後も、グローバルに見てもアセットマネジメントの業務というのはそんなに大きく変動していない。もちろん、海外でMMFの問題があったりとか、収益の低下はあったんですが、投資銀行や商業銀行ほど信用力は悪くなっていません。そこが徐々にでも拡大しているのはプラスと考えています。

以前は、証券会社の収益を見る上では、東証の売買高がきとなったいました。株式委託手数料に大きく依存していたというのは、市場の影響を受けやすいということで安定性には劣るとみなしていました。

それから、以前は、関連会社が持つ不良債権とか、まだバブルの後遺症みたいなものがあったんですけれども、それが減少したり、自己資本基盤や健全性がよくなったというのもプラスに見えます。また、リスク管理とかコンプライアンスが随分向上してきて、証券会社の信頼というのは総じて高まってきたと思います。

③信用力上マイナスの点

一方、マイナス点としては、手数料自由化の影響が非常に大きかったということと、競争激化、銀行の参入、そういったこともあって、株式委託業務や引き受けの収益性が低下しているということです。それから、ビッグバンということで、非常に期待されていた個人の投資へのシフトがそれほど大きくは進んでいないということかと思えます。

(2) 証券会社の格付けの主要因

証券会社の格付け上の主要因については、いろいろなタイプのビジネスモデルがあるので、大手会社と銀行系とリテールを中心とされているところと全く違うわけですが、共通項をくくってみました。

①日本の証券会社の強み

日本市場で非常に堅固な顧客基盤を持っているということ。それから、資本の質が高い。銀行と比べて、優先株とか優先証券、そういうものも少ないですし、繰延税金資産などもそんなにないですから、資本の質は高いといえます。それから、海外の証券会社と比べると高いリスクの低流動性資産は少ないといえるかと思います。

また、日本の特徴として、日本銀行に直接アカウントを持っていて、何かストレスがかかったと

きに担保を出して資金を借りられるというのはプラス面と考えています。

銀行系の場合は、銀行グループの顧客基盤と安定した資金調達もプラスです。

事実上の参入障壁というのは、特にオンライン証券は熾烈な手数料競争があったと思うんですけども、今後、新規参入がふえるかというと、それは難しい状況です。

②日本の証券会社の弱み・課題

弱みとしては、日本の資本市場全体の多様性がないことが、収益の多様性を阻害していることです。それから、新規顧客数が伸び悩んでいるということ。また、地理的多様性が少なく、海外でのネットワークが限定的。これは主にホールセールにおいていえるのですが、投資銀行業務であれば、新興市場も含めて、海外での投資家、企業の

ネットワークが有利に働くと思います。ただ、野村はリーマンの事業を継承しており、会社によって随分状況は違います。

オンライン証券に関しては、事業が集中しているということで、後でも述べますが、幾つかの収益の柱を持っているほうが我々としては強いと考えています。

以上のことから収益率が低くて安定性に欠ける結果となり、ここが最大の問題かと思っています。

調達面では、日本はそんなに流動性の逼迫した状況ではないと思うんですが、独立系の証券会社というのは、そうはいつでも銀行に比べると市場の影響を受けやすいということがあります。銀行系の証券会社の一つの課題としては、リテールでの営業や販売力が大手の上位ほど強くない。それが引き受けなどの業務にも影響を与えるということかと思っています。

(3) 個人の金融資産―投信は振幅があるが、総じて増えている

釈迦に説法ですが、預金の個人資産比率というのは余り変わっていません。その中で、プラス面としては、投信の個人資産に占めるシェアは、一九ページの左側のグラフにありますように、波はあるものの徐々に上がっている。二・五%から三・五%という一%であっても、金額としてはかなり多額のものですし、そこは一つの明るい材料ではないかと思っています。ただ、一方、株離れはかなり深刻になっていますし、その問題については専門家ではないんですが、企業全体の魅力や収益性がアップしなければいけないということもありますし、新しい投資家層を取り込まなければいけないということもあるかと思っています。

右のグラフは銀行の投信販売に占めるシェアです。規制緩和後の大きな変化で、銀行がその中で

随分大きな役割を占めるようになったのですが、最近シエアが伸び悩んでいます。

例えば二〇〇九年度の大手三社の販売額は、銀行を合わせた倍もあつたということで逆転が生じていました。銀行は悪い局面での説明が不足しているとか、あるいは、新しいものへ乗りかえるというようなこともできず逆境に弱い、ということがあつたかと思えます。ただ、銀行のプレゼンスがどんどん減っていくかというと、やはり相應の影響力は持つていくでしょう。銀行のプラス面としては、今までにないような長期保有の人をつかんだということで、今後もそういう顧客層を拡大するようにすべきだと思います。

(4) 日本の債券市場―国債を除いては発行額、流動性が劣る

我々が見ている証券市場の問題ということで、

債券市場は、国債を除いては発行額や流動性が劣っている。その阻害要因はいろいろあると思います。

劣っている。その阻害要因はいろいろあると思いますが、やはり銀行の低利融資です。銀行から借りるほうがコストも安いということもあると思いますし、その背後には、プレミアムを十分貸し出しでとれていないという銀行の問題もあると思います。ほかには、機関投資家の運用手法がおくれているとか、非常にコンサーバティブであるとか、公的年金の基準も非常に厳しいこともありますが、発行体自体の開示姿勢がやや消極的。我々が企業の方に伺っていても、債券市場にわざわざ行くよりも、銀行にだけ説明してればいいんですよ、そういう姿勢があるように思います。

(5) 成長企業、新規参入が少ない

日本の企業全体の問題として、事業者数も減っていて廃業が多い。一方で新規参入が少ない。新

陳代謝が衰えているというようなことがあるかと思えます。

(6) VC投資残高は米国の3%、リスクマネーの供給が少ない

ベンチャー投資ということで、これも御存じかと思いますが、二二ページにありますようにアメリカ圏、ユーロ圏に比べると非常に規模が小さい。リスクマネーをとる投資家主体も少ないということです。

(7) 日本の証券会社のROEは相対的に低い

二三ページの上のグラフは、日本の証券会社のROEです。全般的に、海外の証券会社も、規制強化あるいはビジネスのシュリンクということとROEは随分下げてきて、目標値でも一〇%から一五%というところにあると先ほど申し上げ

げましたが、そうはいっても、日本は一〇%にも届いていないというような状況かと思えます。

下のグラフはトレーディング損益です。二〇〇九年度、欧米金融機関の収益回復は主に、金利安・株高の中でのトレーディングというのが大きかったと思うんですけれども、それに比べると、日本は野村しか載せていないんですけれども、収益はかなり少ない。それは、大きなリスクをとっていく構造ではないということです、海外の顧客基盤が少ないということもあると思いますし、顧客取引を拡大していく余地はあるのではないかと思います。

(8) 日本の証券会社の自己資本基盤は良好―ただし優位性は後退

二四ページは、自己資本比率、レバレッジを示していますけれども、もともと日本の金融機関は

海外に比べて高かったわけです。修正後株主資本比率というのは、いわゆるコア資本をレポなどを引いた修正後資産で割ったもので、比較的コア資本に近い資本を見ているわけですけれども、これが海外の金融機関は割と下がっていました。それは資産がどんどんふえたということがあったからです、日本の証券会社は余り資産がふえていなかった。それはリスクをむやみにとらないということもありましたし、一方で、顧客基盤や商品がそんなに拡大しなかったという日本の市場の成長の低さをあらわしていたともいえるかと思えます。

最近どうなっているかといえは、海外の、例えばゴールドマン・サックスが増資で資本をたくさん積むようになった。日本の優位性はやや後退している。ただ、私どもとしては、今とっているリスクに対して、日本の証券会社の資本は順当な水

準ではないかと考えています。

四、競争力強化のための課題

(1) なぜ金融機関の競争力強化が必要か

最後に、競争力の強化という問題に移りたいと思います。

なぜ競争力強化が必要か。この前、ある事業会社でお話したら、金融機関が競争性を持たなくてもいいのではないかと、銀行は安い資金を出していればいいから、余り危険なことはやらないほうがいいですというような話がありました。でも私個人としては、もう少し競争力をアップしていただきたいと思っています。というのは、それが日本の市場を発展させ、日本の経済自体をもつと活性化させると思っていますからです。

よく銀行の方とお話すると、市場自体が狭い

から儲からないという話があります。それもあるんですけれども、一方、金融機関が証券業務とか資産運用とか消費者金融などにフロンティアを開拓すれば、もっと市場自体が成長していくのではないか。例えば、銀行の投信窓販が投信の多様性とか商品のよさを生んでいったということがありますし、銀行のシンジケートローン市場も銀行がある程度市場を変えてきた例かと思っています。

もう一つは、銀行中心の日本の金融市場では、銀行が弱くなったり資産を縮小すると経済活動に与える影響が大きいというのは、今度のリーマンショックでもわかったかと思っています。仮に今、メガバンクが国有化され、イギリスやアイルランドみたいになったら本当に政府は支えられるのだろうか。一〇年前に比べるとずっと政府の柔軟性が少なくなっているので、大きな問題ではないかと思っています。

三番目に、銀行の商品、サービスの向上、これは証券会社もそうだと思っんですけれども、個人、企業にとっては大変なプラスになります。企業の財務ニーズは、資金調達だけではなくて、リスク管理なども含めて、あるいは再編も含め多様化しています。東芝の副社長のコメントとして、企業と金融両方が強くなる形がいい。日本の金融機関はもっと適正な提言などができるような底上げをしていく必要があるという話がありました。が、私もそのとおりではないかと思っています。

特に大企業は、人材も豊富で、アドバイスを受けるチャンスが多いですが、心配なのはやはり中小企業です。銀行しか取引がないというところもあると思います。特に地方は不動産価格が低下しているので、借り入れも受けにくいということ、深刻な問題があるのかと思います。

最後に、日本がアジアの中核市場としてもっと

発展しなければいけない。日本の金融機関がリーダーシップを発揮していくことが成長にも雇用にもプラスになっていくかと思います。アジア内では、貯蓄資金があっても十分に還流されていませんし、企業に対して安定した長期資金は十分提供されていない。日本のシンジケートローン市場を見ても、低スプレッドでネームのいいところに資金が集中しているんですけれども、もつとそれにアジアの企業が出てくるのができないのか、そういう疑問がわきます。アジアが発展することが日本に返ってくるというような循環ができればいいかと思います。

(2) 大手商社…近年収益が増加、金融危機の影響を受けるが総じて安定

少し話がずれるかもしれませんが、近年収益がよくなっているのが商社です。商社も実は私ども

のグループで見ているんですけれども、二七ペー
ジは純利益の推移です。二〇〇〇年代以降、かなり収益が上がるようになっていまして、金融危機の影響を受けても総じて安定しています。

(3) 商社の高収益を支える要因

商社の収益はなぜ上がっているかというところ、やはり資源・エネルギーなど權益からの安定した利益が高い。通常、出資というかプライベートエクイティ事業みたいなものはリスクが高いと見るわけですが、持ち分からコンスタントに利益が上がってくるということであれば、プラスと考えています。結局、エネルギーが当たったんじゃないかという意見もあるかもしれませんが、比較的安いときにそういうオポチュニティを見出したということ、判断がよかったといえるかもしれません。

さらに、多様なビジネスが安定性を生むと考えられています。商品市況や為替の影響を受けやすいんですが、いろんな事業をいろんな国でやっているの、トータルとして安定化しているということがあると思います。

また、銀行との違いとして、各部門でリスクとリターンを比べて投資基準を明確にしているというところで、リスクに対してリターンが上がらないものは入れかえをしていく。銀行はなかなかそれができなくてずるずると持ってしまうんですけれども、そこが違いかと思います。

四番目に、邦銀から低コストの調達をしている。商社のビジネスモデルを外人に説明すると理解してもらえず、これはヘッジファンドだといわれます。ですから、海外で債券を出すのは結構難しいと思いますが、そこが邦銀との長い関係で支えられているということがあると思います。

もう一つは、内外での顧客基盤、情報ネットワークが大変すぐれている。金融機関の場合、情報、お金というのをつかんでいるんですけれども、商社は物というところまでつかんでいるということも大きいかと思います。

さらに、二〇〇〇年ぐらいから売り上げ重視を変えまして、ボトムラインを重視することに転換したこともよかったと思っています。

(4) 格付けの改善には収益力の強化が必要

①日本の金融機関の課題

金融機関の課題については、再三申し上げたように、格付け上、大きな弱みは収益です。あとはそんなに大きな欠陥はありません。ですから、ある意味、格付けを上げるとは簡単なことなのかもしれませんが、それが本当に難しいということかと思っています。

物すごく高い利益を我々は評価するわけではなくて、日本の金融界は、信用リスクにしても、株のリスクにしても、リスクを相応に持っていますので、環境変化に対してすぐ赤字になるような状況は望ましくないと考えています。

一つには、そこに（二九ページ）書いたように、リスク、リターンを重視したプライシング。金融機関の基本的なことだと思っんですけれども、そこを改善させることが必要です。一方、今、競争も非常に厳しく、需要自体も少ないので、金利自体、上げることが難しいかと思うんですけれども、そういう中では、付加価値とか、いろんなサービスを向上させるということがあるかと思っています。また、先ほど商社の例で目標を変えたということを述べましたが、ボリュウムから利益率、そういうものにシフトされたいいのではないかと思います。

リスクモデルの活用については、過去にメガバンクは、格付けモデルのようなものを使って取引のない中小企業に貸し出しを急速に伸ばしたんですが、デフォルトがふえて利鞘が低下して、今は余り積極的に中小企業のリスクをとるという感じではありません。ただ、銀行の場合、一つ失敗すると、それが一〇年ぐらいトラウマになってしまっんですけれども、工夫を加えてモデルを改良して再度挑戦するということもあっていいと思います。

海外への融資も、今、大手銀行は力を入れているということですが、やはりまだ日系企業が中心で、海外のローカル企業とのつき合いは少ないと思います。決済業務とかその他の取り込みも十分ではないと思います。

個人融資はまだ利ざやがとれる分野だと申し上げましたが、その割合を上げる余地はあります。

日本の銀行の個人融資というのは住宅ローンが中心で、貸し出しの二、三割です。海外の銀行は四、五割ぐらいが個人だと思えます。例えばスルガ銀行は個人向けの貸し出しが七割で、非常に高い利ざやを持っています。そういう銀行はまだ例外的かと思っています。

個人融資については、消費者金融大手の富士が会社更生法の適用を申請ということで大変な転機になっています。これまでの消費者金融というのは、年収もよくわからない人になり高い利ざやをとって、しかも回収はちゃんとやりますということで成立していたモデルだったと思うんですが、それはもう転換せざるを得ない。そういう中では、銀行の持つ情報は強みではないかと思えます。日本では個人の信用力が十分分析されていたかという点、決してそうではなくて、そこには今後まだまだ開拓する余地があるのではないかと思

います。

もう一つ銀行がすべき点としては、いろいろな商品の提供です。銀行は投信販売でもダウンサイドが弱いと申し上げましたが、一つの売り方しかできないというところがあって、多様な個人の嗜好に合った商品ミックスが提供される必要があるかと思っています。

②日本の証券会社の課題

証券会社の課題です。かつてのように健全性に大きな問題があったとか、そういうことはなく、収益の安定性が信用力の面ではネックになっているかと思っています。今、預かり資産をふやすといった動きはプラスですけれども、やや気になるのは、個人営業の収益を上げなければいけないということ、商品選定や売り方も短期志向になっているという点です。アメリカでは八割ぐらいが人

を介した取引です。日本は七割ぐらいネットでやっている。アメリカに比べがお客さんと深い関係を持って、アドバイスなどをするチャネルが少ないと思います。

私がビジネススクールにいたときに友人がメルリンチに入社したのですが、割と早い時期にやめて、個人のブローカーを始めました。シカゴの郊外で大勢の安定したお客さんを持っていて総合的なコンサルティングをやっています。そういう人は、高いステータスにあります。日本でも、専門家とか、転職をしない長期的な営業の方もいるとは思いますが、まだ少ないように思います。

法人との関係も、会社同士、長期の関係があるんですけれども、担当者の蓄積とか、そのスキルをアドバイスに生かすというところがまだ不十分かと思っています。外資系の証券の人に強みを聞いたときに、実は圧倒的な強みはないといってい

ました。海外のネットワークというのは必ずいわれますが情報や人脈を使えるかどうかはその人の力量ではないかと思っています。日本の外資系証券にいる人も日本の証券にいた人が多いわけですから、多分絶対的な違いはそこにはない。あとは個人を生かす仕組み、教育、環境、そういうことが大きいのではないかと思っています。

資産運用のビジネスも、着々と成長しているというのはプラスなんですけれども、利益がすぐ上がりそうな商品に重点を置く傾向があり、運用者のポリシーを反映した多様性のある商品も開発してもらいたいです。日本の運用機関の信頼とブランドを海外にも浸透させてはどうでしょうか。

アジアの成長を取り込む仕組みについては、例えばオーストラリアは、御承知のとおり、銀行の流動性が低い。預金に対して貸し出しが多過ぎる。規制強化の影響を受けやすい市場です。です

から、企業というののもっと債券市場に出てこなければいけない。そういうところでも、日本の資金を活用していくチャンスがあるのではないかと思っています。

日本のいろんな商品を見ても、アジア関係のものが多くですし、携わっている方も多いと思うんですけども、例えばアジアの企業の信用力分析というような面で、まだ専門家の育成が十分ではないという気がします。我々もアジア市場で格付けはしているんですけども、本当に一部の高いブルーチップしかつけていなかったり、そして、ローカルな格付け会社というのはあるんですけども、格付けというのはそれぞれの市場でつけていますので、外国の投資家にとっては使い勝手がよくないとか、国際的な比較がもっと可能になれば、日本の投資家ももっと投資がしやすいのではないかと思っています。

以上、簡単ではございますが、日本の金融機関の現状と課題を申し上げました。ぜひ、金融機関が牽引役となって日本の成長力をますます高めていただければと思います。

高橋理事長 根本さん、どうもありがとうございます。
ました。

金融機関、証券会社の格付けを直接担当しておられる方らしい、大変きめの細かい課題の御指摘、あるいは今後の工夫すべき点等、大変参考になるお話を伺えたかと思えます。

お時間をいただいていますので、御質問あるいは御意見のある方、御発言をいただきたいと思えます。

質問者 九ページの規制変更のところです。先ほども御説明いただきましたけれども、銀行、特に大手銀行、資本コスト上昇、あるいは、借り手の

ほうの借り入れコスト上昇、こういった見通しがあるということでした。もし可能でしたら、具体的にどの程度、数字でイメージ、例えば二〇〇ベシスも三〇〇ベシスも上がるというイメージなのか、そのあたり、もしおわかりになりましたらお願いします。

最後のほうで商社の話がございましたけれども、金融機関は、日本国内の当局の監督、それから、日本国内だけではなくて、特に大手の金融機関になりますと海外のBISとか、こういったものが全部規制にひっかかってきて、それこそ自己資本、今日お話しいただきましたように、どうするんだということでかなり四苦八苦している。検査もしょっちゅうあるということなんですけれども、商社というのは同じ土俵のルールの上に立ってやっているのか。あるいは、我々が商社のような仕事をもっとやっていく上で何か工夫すべきア

イディアとかありましたら、ぜひ教えてください。

根本 九ページのどのくらいコストが上昇するか、あるいは、借り手にとってどのくらいというのは非常にクルーシアルな問題ですけれども、大変申しわけないんですが、具体的な試算はまだできていません。規制強化で大手金融機関の利益が大体二、三割減少するだろうというようなことはコメントとして出しているんですけども、ただ、それをどうやって金融機関と事業会社で案分していくのかとか、そこは残念ながらわかりません。それぞれの競争環境にもよるといことで、申しわけないんですけども、今のところはわかりません。

商社の御指摘は、規制業種ではないので、自由にいろいろできるのではないかと御趣旨だったかと思います。それはおっしゃるとおりだと思

います。確かに、これという規制を受けていません。金融機関の貸し出しをとめられたら、そこは生命線なので、そういう意味での制約はあるのかもしれません。それがそんなに強いものとも思えません。

余談ですが、私も一〇月から規制業種となりました。改めてその大変さを身にしみています。当然だといわれてしまうかもしれませんが、そのことがどれだけ業務の負担になってくるのかというのがひしひしとわかりました。ですから、同じ土俵でないというのはまさにおっしゃるとおりです。

ただ、そうはいつても、商社の果敢な挑戦力とか、あるいは、常にグローバルにいるんな国を投資対象として見ている点は評価できます。世間のブームとは別に、コンスタントにアンダーエステイメントなものはないかと探している、そういう

う姿勢はいいと私は思いました。

高橋理事長 先ほど、証券会社の信用力の主要因の中で、弱み・課題として、日本の資本市場の多様性のなさについて最初に説明されていたんですけれども、その点をもう少し敷衍してお話しいただけないでしょうか。

根本 二〇ページを見ていただければわかると思うんですけれども、日本は国債市場は大きいけれども、普通社債市場は大きくありません。ハイ・イールド債というのは非常に小さく、証券化市場というのも極端に縮小しています。証券化は世界的にも減少しています。そうはいつても、海外の金融機関なり事業会社というのは証券化が通常の調達手段に組み込まれていますので、コストが上がってもある程度はやらなければいけない。プレーンバニラな市場以外の市場が少ないというのが証券会社の低収益に結びついているのだと思います。

ます。

質問者

個人投資家的な質問になるんですけども、今、世界ではボンドの市場が割と元気がいいところが多いわけですが、例えば、日本の個人投資家がブラジルの債券を買うとか、インドの債券を買うとか、シンガポールでもいいんですけども、そういう場合に、法律構造とか、倒産したときの回収の仕方が違うとか、ブラジルですと最近急に税金がふえたとか、要するに、カントリーリスクなり金融制度の差と申しますか、司法構造の差とか、いろんなことがあると思うので、非常に心配な面があるわけですけども、格付け会社のやっている各国の債券の格付けというのは、日本の個人投資家はその格付けを見たときに、カントリーリスク的な面、制度の差みたいなものも入っているものと考えてはいけなんでしょうね。まず、その点が一つ。

そういうものを克服して個人が海外に投資をし

ようとするとか、どうしたらいいのか。やはり投信みたいなもので、専門家にそういうことは考えてもらうとか、何かほかに方法はあるのか。個人投資家的質問で恐縮ですけども、もし何かありますれば。

根本 お答えとしては、全部ではないですけども、エマージングな国のカントリーリスクは入っ

ています。一二ページを参考にしていただければ、格付けの中には、カントリーリスク、業界リスク、この業界リスクというのは、法的な枠組みとか制度も含めて、あるいは為替のリスク、国がデフォルトするようなりリスクも一応入っているわけです。財務リスクみたいなのは、ある意味、業界横比較みたいにして簡単にできるんですけども、カントリーリスク、業界リスクは本当に難しいところで、我々も十分とはいえません。グ

ローバルに様々な市場の特徴をつかんでいる人が必要でまだまだ、改善の余地は大きいかなと思います。

では、実際デフォルトしたときにどのくらい担保なりで回収できるのかというのは、これは信用格付けがあらわしているわけではありません。格付けというのはあくまでデフォルトまでの確率で、回収というのはまた別の世界です。回収格付け（リカバリー・レーティング）というのがあります。ただ、まだアジアでは浸透が不十分で、アメリカでは大分使われてはいるんですけども、新興国ではまだできていない状況です。

個人の投資については、私も投資のプロではないので、お答えができませんが、個人といっても、かなり金融資産をお持ちで、一部を債券に向けられるとか、ある程度リスクを把握されているということであれば、可能ではないかと思っています。

ます。

高橋理事長 先ほど証券化商品の話があったと思いますけれども、ヒストリカルデータがないような新しい金融商品がどんどん出てきているんですが、一時、サブプライムローンのときに、いい格付けをつけ過ぎたじゃないかという批判もあったかと思いますが、ヒストリカルデータがないような金融商品等の格付けをどういうふうにやるのか、あるいは、こういうふうにし変えているというような点があったら教えてください。

根本 証券化商品に関しては、格下げが予想以上に、通常の格付けのトラッキングレコードの範囲を超えて下がったとか、高い格付けのものが急に变化したということがあって、そこは大きな問題と認識しています。随分いろいろな改革があったかと思えます。

例えば一つの問題は、データの信憑性の向上と

いうのでしょうか、事業会社であれば、データと

いうのは監査法人の見た財務データであったりするわけですが、証券化のものは外部監査を経たものではない場合が多いですし、極端な例をいえば改ざんされていることもないわけではありません。そこには非常に神経を使って、かつ、こういうデータですということをつぶさに公開するようになっています。債券を出すたびに詳しく前提となる情報を開示しており、あとは、仮定となっているクライテリアや前提の置き方についても見直しをしてみました。一部については、確かに景気サイクルの悪化を経ていないものですが、例えばストレスを何倍もかけていたとしても、現実はずっと上だったというようなことがあって、そこはなかなか対処が難しいところではあるんですけども、相関係数なども見直し、かなり保守的なストレスシナリオを前広に織り込む

ようにしています。

格付け自体も、国と証券化の格付けが同じ記号であったところが問題といわれているわけです。

例えばアメリカの国債はAAAで、一方の証券化もAAA。その意味するところは違うんじゃないかという御指摘があつて、ここは格付け符号を変えるようにしています。以上のようなことや、また体制の見直し、第三者の意見の取り入れなど、様々の対応を講じて信頼の回復に取り組んでいるところです。

高橋理事長 根本さんには大変きめの細かい分析等をお示しいただいて、大変参考になったと思います。どうもありがとうございます。(拍手)

(ねもと なおこ・スタンダード&ブアーズ
金融機関格付けマネジング・ディレクター)

(本稿は、平成二二年十月一八日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

根 本 直 子 氏

略 歴

早稲田大学法学部卒、シカゴ大学経営大学院経営学修士（MBA）

1983年日本銀行入行、調査局、名古屋支店等に勤務。シカゴ大学留学を経て、1994年スタンダード&プアーズ入社。以降日本の銀行、証券、ノンバンク、保険会社の信用力分析に従事。主な著書に「残る銀行、沈む銀行—金融危機後の構図」東洋経済新報社（2010年3月）、「韓国モデル—金融再生の鍵」、「日本の金融業界2007年」（共著）など。金融審議会委員、財務省「国の債務管理の在り方に関する懇談会」メンバー。

以下の当日配布資料は、講演者の根本直子氏の御了解を得て掲載しています。図表の著作権者は、スタンダード&プアーズに帰属しており、著作権者に無断で複製または転送等を行うことは禁じられています。

変貌する金融市場の中での 邦銀、証券会社の競争力

2010年10月18日

スタンダード&プアーズ 金融機関格付け
スネジング・デイルクター

根本直子

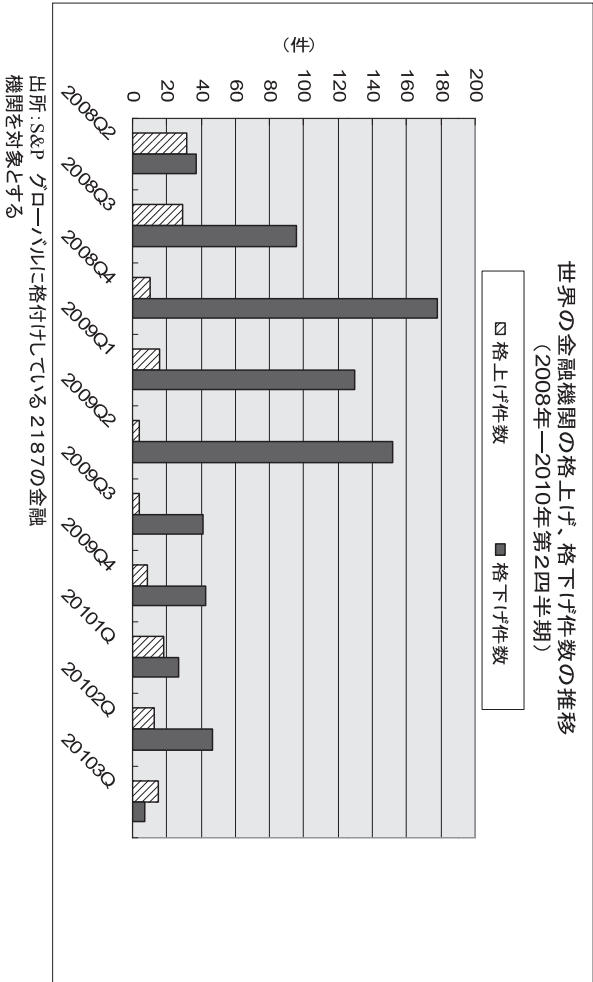
本日のアジェンダ

1. グローバルな金融機関の動向と規制強化の影響
2. 邦銀の格付け分析上の視点
3. 証券会社の格付け分析上の視点
4. 競争力強化のための課題

1. グローバルな金融機関の動向と規制強化の影響

1-1. 格下げ件数は09年第3四半期以降落ち着いているが、ソリンの影響を受けやすい

- ・ 第2四半期は欧州ソリンの格下げなどを反映して格下げが再び増加
- ・ 欧米銀行の過半は、格付けの見直しを示すアウトルックがネガティブ。不良債権の増加が、財務内容を圧迫



1-2. 欧米の銀行：回復は早いが不良債権は多額。規制強化で収益は低下

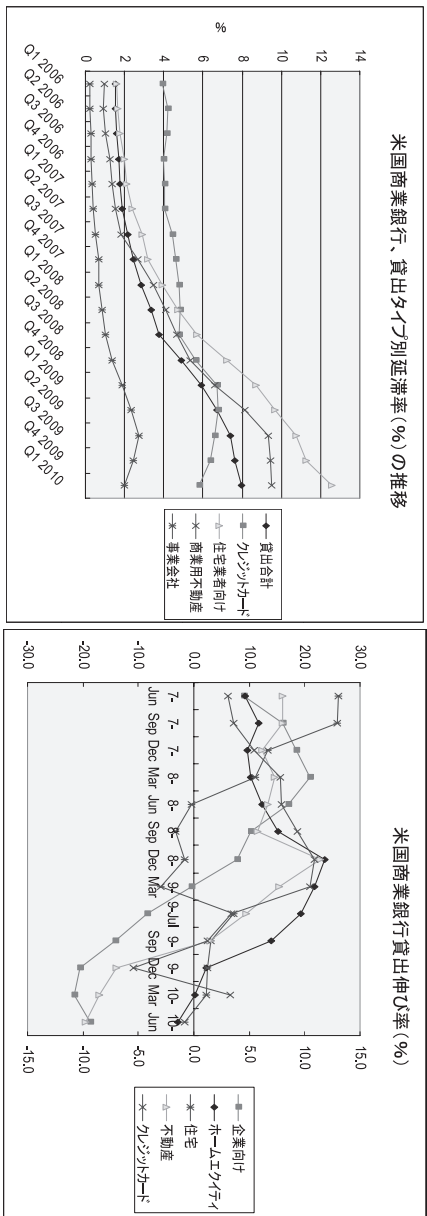
- ・ 個人向けローンの貸倒損失はやや落ち着きつつあるが、不動産関連貸出の損失が上昇。
- ・ 特に地方銀行は不動産向けの比率が高く2010年も破綻は増加する見込み。
- ・ 規制強化、税金導入で収益は低下。かつて20－35%のROE目標は15－20%に(S&Pでは良くて8－15%を予想)。

	Tier1自己資本 比率	コアTier1(S&P 推計)	ROE(税前利益)	貸出/預金(%)	不良債権比率
バンク・オブ・アメリカ	10.2	6.5	2.6	121	5
BNP パリバ	10.1	8.3	17.2	101	5.7
シティグループ	11.2	8.2	-6.7	180	8.2
クレディスイス	16.4	8.5	25.1	48	0.71
ドイツ銀行	12.6	7.5	15.4	51	3.4
ゴールドマン・サックス	15	12.5	30	NA	NA
JPMorgan・チェース	11.5	7.6	11.1	131	5.7
モルガン・スタンレー	15	8.2	2.5	NA	NA
UBS	16	7.5	-9.8	57	2.4
バークレイズ	11	9.8	17	96	5.6
MUFG	11.1	6.5	7.2	72	2.1
みずほFG	9.6	3.7	13.1	85	2.4
SMFG	11.6	4.7	15.4	85	2.1

2010年3月、ただし海外銀行の不良債権比率、ROEは2009年末。各社公表数字によりS&P作成。自己資本比率は2010年6月を基準とする。

1-3. 米国の銀行：延滞債権はやや低下するが不動産向けは上昇、貸出には依然慎重

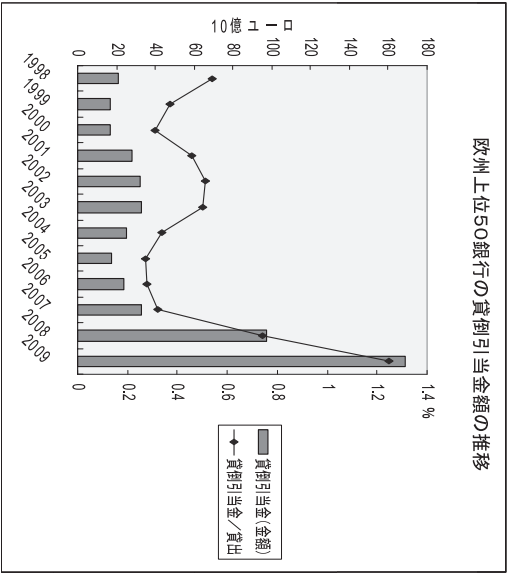
変貌する金融市場の中での邦銀、証券会社の競争力



出所: Thomson Financial

1-4. 欧州の銀行：与信コストが収益を圧迫、地域により回復には差がある(南欧は遅い)

ROAは0.6%(2006年)から0.2%(2010年)に



欧州の主要経済指標						
	ドイツ	フランス	イタリア	スペイン	UK	アイルランド
GDP成長率(%)						
2008	1.3	0.4	-1	0.9	0.6	-3
2009e	-5	-2.3	-5	-3.6	-5	-7.3
2010f	1.6	1.4	0.5	-0.6	1.2	-0.5
2011f	2	1.9	1	0.3	2.2	2
CPI (%)						
2008	2.8	3.2	3.5	4.1	3.6	3.1
2009e	0.3	0.1	0.8	-0.3	2.2	-1.7
2010f	1.3	1.5	1.3	1	3.5	-1.2
2011f	1.5	1.5	1.8	1.1	3	0.5
失業率(%)						
2008	7.3	7.8	6.8	11.3	5.6	6
2009e	8.1	9.1	7.8	18	7.9	11.8
2010f	8.3	10.1	8.5	21	7.8	13.5
2011f	8	9.5	8.6	21	7.5	12.5

2009ー2011年 S&P 推計

出所: Thomson Financial

1-5. 政府支援は重要—政府支援により格付けを2〜5ノッチ引上げ(2010年10月12日現在)

米、英、ドイツ、アイルランド、北欧の一部銀行

会社名	カウンターパート格付け	政府支援による格付けのノッチアップ幅
Bank of America Corp.	A-/ネガティブ/A-1	3
Citigroup Inc.	A-/ネガティブ/A-1	3
Morgan Stanley	A-/ネガティブ/A-1	3
Goldman Sachs Group Inc.	A-/ネガティブ/A-1	2
Lloyds Banking Group	A+/安定的/A-1	2
Royal Bank of Scotland PLC	A+/安定的/A-1	3
UBS AG	A+/安定的/A-1	2
Deixa Credit Local	A-/ネガティブ/A-1	3
KBC Bank N.V.	A-/安定的/A-1	2
Commerzbank AG	A-/ネガティブ/A-1	3
Raiffeisen Zentralbank Osterreich	A-/ネガティブ/A-1	1
Skandinaviska Enskilda Banken AB (SEB)	A-/ネガティブ/A-1	2
Swedbank AB (Forenings Sparbanken AB)	A-/安定的/A-1	2
Norddeutsche Landesbank Girozentrale	A-/ネガティブ/A-2	3
Allied Irish Bank PLC	A-/ネガティブ/A-2	5
WestLB AG (Westdeutsche Landesbank Girozentrale)	BBB+/ネガティブ/A-2	5
Deutsche Pfandbriefbank AG	BBB-/CW/ポジティブ/A-2	3

変貌する金融市場の中での邦銀、証券会社の競争力

1-6. 今後の金融業界の見通し

- ・ 景気動向や、市場の信頼に影響を受けやすい状況は続く
 - ― 貸出の悪化などから、当面財務基盤は圧力を受ける
 - ― 銀行の資産圧縮の傾向は続く（資本市場の回復は鍵）
- ・ 規制変更（米国金融安定化法、バーゼル規制等）の影響
 - ― 銀行、特に大手銀行は資本コストが上昇。信用リスク拡大には慎重になる
 - ― 銀行は資産規模拡大のインセンティブが薄れる
 - ― ヘッジファンド、プライベートエクイティファンドなどのプレゼンスが増大
 - ― ボールカールール：数年かけて実現。収益にはマイナスだが影響の推定は難しい
 - ― 安定した調達（コア預金）を重視
 - ― 政府支援によるサポート要因（米国、英国）は徐々に縮小
 - ― ビジネスモデルはローリスク、ローリターンに転換

1-7. 今後の金融業界の見通し

一方で、着々とポジションを強化する銀行も

- ・ BNPパリバ：フオーテリス統合によりさらにポジションを強化。資産規模300兆円
商業銀行をベースとした投資銀行業務、海外業務に注力
- ・ HSBC：グローバルな展開、アジアでの地盤、潤沢な預金が強み
- ・ JPMorganチェース：預金基盤、安定した決済関連業務などが強み

アジアの銀行業界

- ・ 金融危機の影響は軽微、収益改善から見通しは概ね安定的
- ・ ただし、一部の資産バブル、欧米の景気悪化の波及が懸念事項
- ・ 中国の銀行は、急速な資産拡大と不良債権の増加がリスク要因だが、流動性と収益は良好。プライベートバンキング、海外業務などに積極的

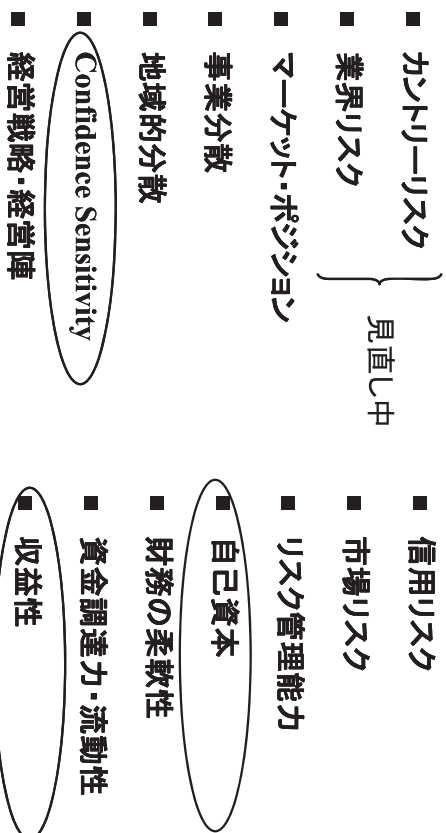
今後の鍵は新たな環境への対応力、顧客の信頼回復、
安定した顧客基盤の確立と収益確保

2. 邦銀の格付け分析上の視点

2-1. 金融機関の分析手法 (Rating Analysis Methodology Profile)

事業リスク

財務リスク



2-2. 格付けの主要因

日本の銀行業界：信用力の主な要因

強み

- 顧客との緊密な関係。銀行のブランドと信頼
- 預金を中心とする安定した資金調達基盤
- 比較的健全な資産の質
- 経済リスク：
規模が大きく、多様性のある自国経済
- 業界リスク：
個人や企業の借入れは総じて健全な水準。対外借入れは少ない。

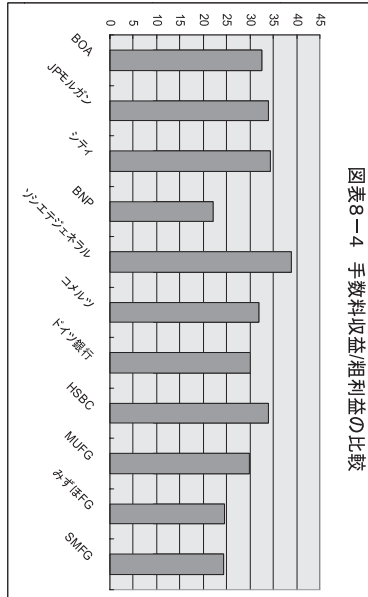
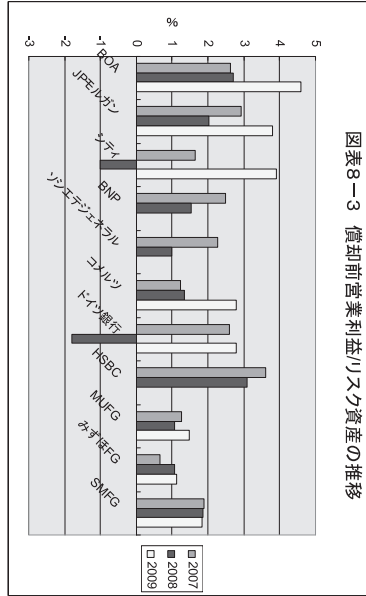
弱み・課題

- 経済の成長率が低い
- オーバーバンキングで、適切な利鞘を取りにくい
- 業務の多様性、地理的多様性が少ない
- 収益性が低い
- 貸し出しの集中リスクが高い
- 株価、金利変動の影響を受けやすい
- 戦略の転換、リスク管理の戦略的活用が十分でない。

2-3. 邦銀：収益性（資産対比のリターン）が低く、多様性に劣る

損失を吸収する健全な収益力が必要

変貌する金融市場の中での邦銀、証券会社の競争力



2-4. 収益力：利ざやは与信コスト控除後でも低い

千葉銀行の例：IR資料によれば中小企業向け貸出の与信、資本コスト後の利鞘は0.5%

平均的な地銀の経費率、条件変更がない場合の与信コスト増加分を勘案すると、利鞘は0.06%と試算される

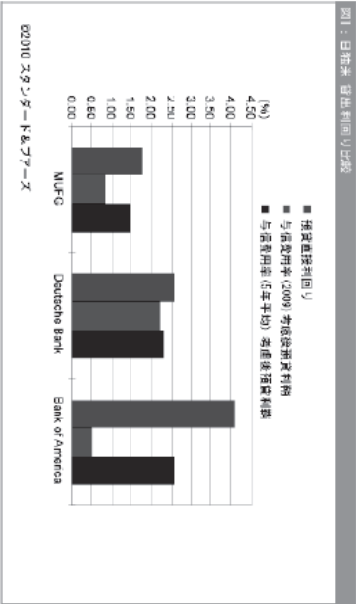
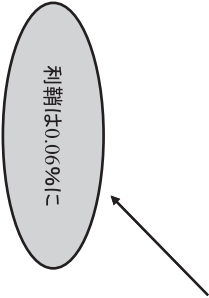


表1				
千葉銀行(三井住友)預貸利鞘：2009年9月期				
	大・中堅企業	中小企業	住宅ローン	消費ローン
貸出金利(%)	1.08	2.10	2.28	7.24
貸入金利(%)	0.15	0.15	0.15	0.15
貸出利鞘(%)	0.93	1.95	2.13	7.09
与信費用率 (貸入コスト+他)	0.30	0.57	0.19	1.97
与信費用率考慮後 預貸利鞘	0.63	1.38	1.94	5.12
経費率	0.15	0.435	0.405	0.28
与信費用率+経費率考慮後 預貸利鞘	0.48	0.95	1.54	5.14
同業・平均水準	0	0	0.25	1.11
資本コスト率	0.27	0.45	0.19	0.40
全額預貸利鞘後の 預貸利鞘	0.21	0.50	1.10	3.54



3. 証券会社の格付け分析上の視点

3-1. 証券業界ー10年間の変化

- ・ 銀行系証券の規模拡大。オンライン証券の株式委託でのプレゼンス拡大
上位6社の預かり資産シェアは微増(85%から87%)。但し大手3社は減少(同74%から63%)

- ・ 信用力アップの点

- ー商品の多様化が進展(投信、外債、仕組み債等)。アセットマネジメントビジネスの拡大。株式委託手数料への依存が低下。
- ーリスク資産が減少、自己資本比率など健全性が向上
- ーリスク管理、コンプライアンスの向上

- ・ 信用力アップの点

- ー手数料自由化や競争激化により株式委託業務や引き受けの収益性が低下
- ー「貯蓄から投資」へのシフトは遅れている

3-2. 格付けの主要因

証券会社：信用力の主要因

強み

- 日本市場での堅固な顧客基盤
- 資本の質が高い
- 高リスク、低流動性資産は少ない
- 必要な場合 日銀から資金を受けられる
- 銀行グループの顧客基盤、安定した資金調達(銀行系)
- 事実上の参入障壁

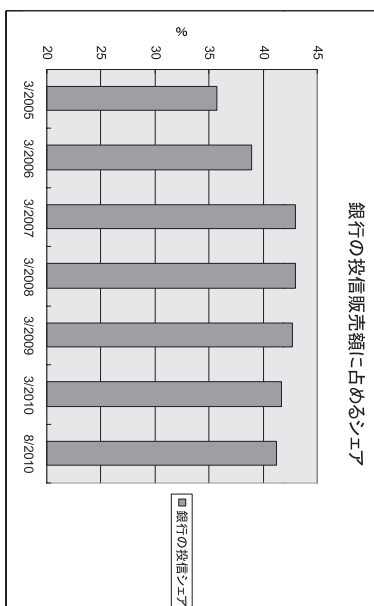
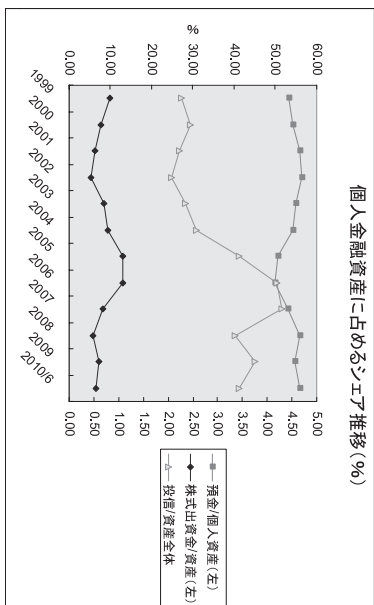
弱み・課題

- 日本の資本市場の多様性のなさ
- 新規顧客数の伸び悩み
- 地理的多様性が少なく、海外でのネットワークが限定的(大手証券)
- 事業の集中(オンライン証券)
- 収益性が低く安定性に欠ける
- 資金調達は市場の影響を受けやすい(独立系)
- リテールでの営業、販売力(銀行系等)

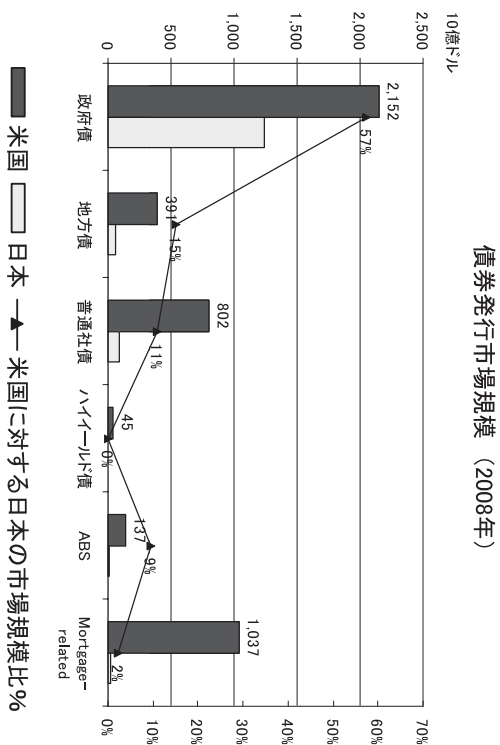
変貌する金融市場の中での邦銀、証券会社の競争力

3-3. 個人の金融資産： 投信は振幅があるが、総じて増えている

個人の株離れは、より深刻に



3-4. 日本の債券市場：国債を除いては発行額、流動性が劣る



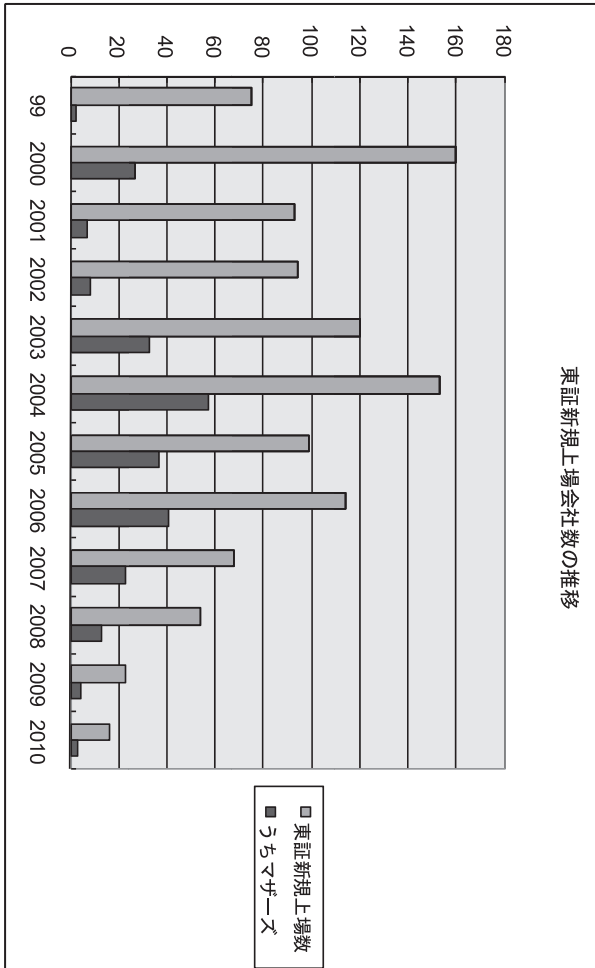
日本の社債市場の特徴

国際的な比較でも、規模・流動性に劣り、適正なリターンを確保しにくく、多様性が少ない

活性化を阻害する要因

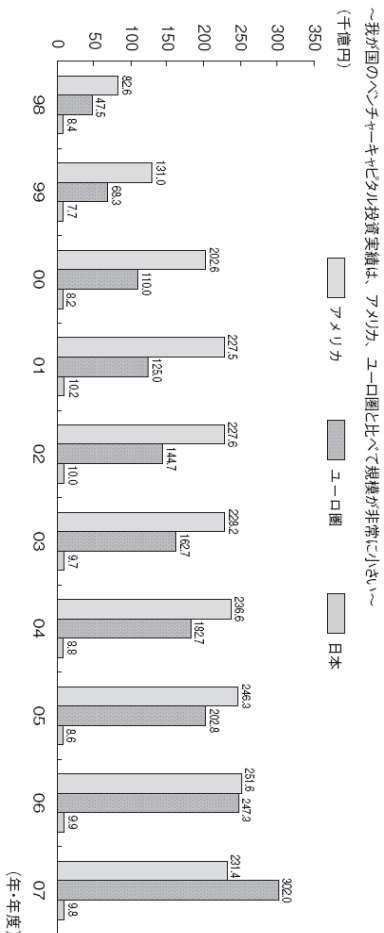
銀行の低金利融資、機関投資家の運用手法の遅れ、発行体の消極的な開示姿勢などが制約となっている

3-5. 成長企業、新規参入が少ない



3-6. VC投資残高は米国の3%。リスケマナーの供給が少ない

第2-5-7図 日本、アメリカ、ユーロ圏におけるベンチャーキャピタル投資残高推移



資料: (財) ベンチャーエグゼクティブ・アソシエーション「ベンチャーキャピタル等投資動向調査」、NVCA「NVCA Yearbook2008」、EVCA「EVCA Yearbook2008」

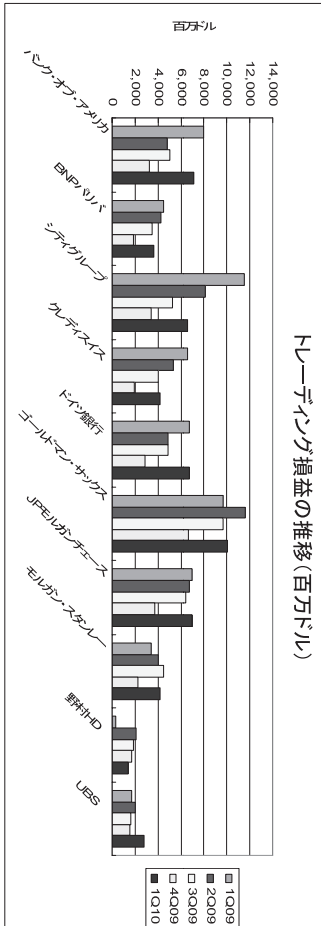
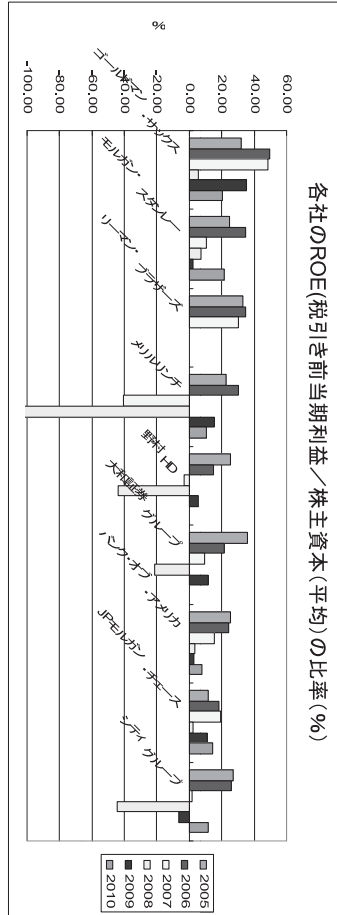
(注) 1. 1ドル＝90円、1ユーロ＝117円にて換算。

2. 米国はVC投資のみでかつ米国内への投資に關しての結果であり、欧州はPE投資及び海外投資を含む。

3. 日本は03年まで再生、バイオへの投資を含むが04年以降は再生・バイオへの投資を除く(すべての年において海外投資を含む)。

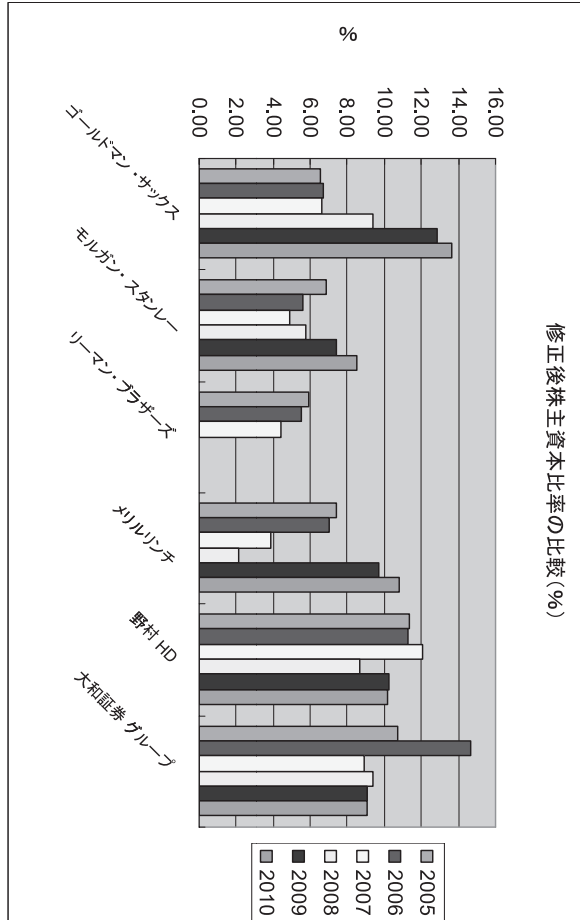
4. 日本の投資残高は、各年3月末時点のデータである。

3-7. 日本の証券会社のROEは相対的に低い



(注)各社公表資料によりS&P作成、債券、株式、為替、コモディティ、クレジット、エリート、自社の債務の評価損益を除く。

3-8. 日本の証券会社の自己資本基盤は良好—ただし優位性は後退



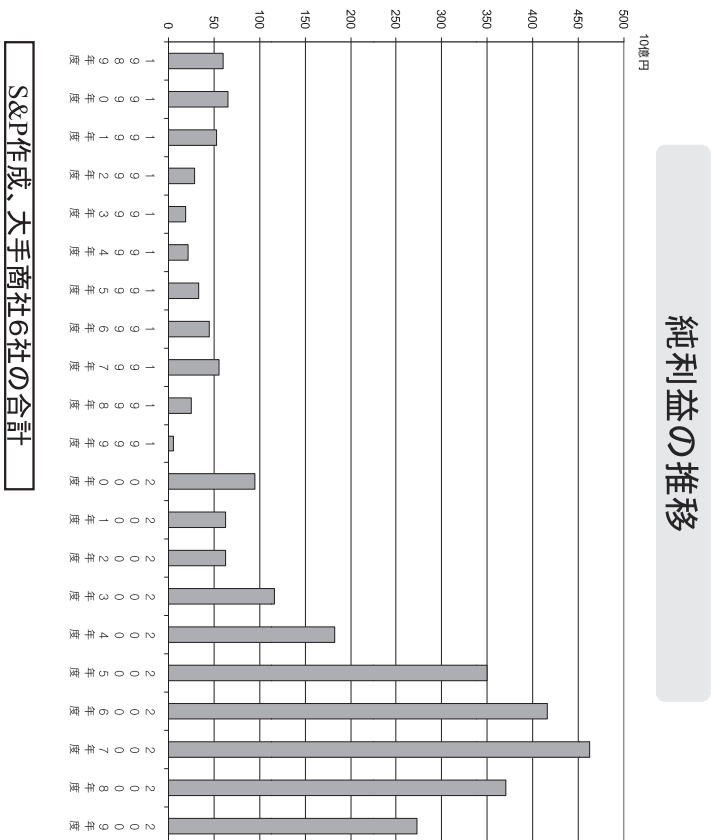
修正後株主資本とは、優先株、優先出資証券、配当金、営業権、無形固定資産、繰越欠損金、退職給付債務を除く。各社公表資料によりS&P試算。

4. 競争力強化のための課題

4-1. なぜ金融機関の競争力強化が必要か

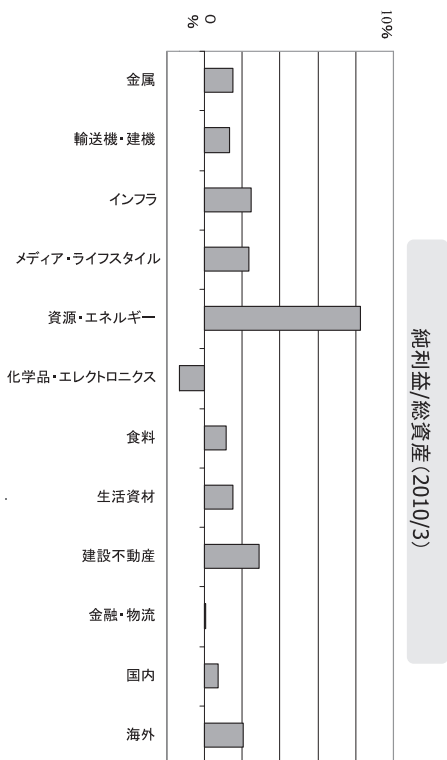
- ・ **資本市場の発展と適切な資源配分が促進される**
証券業務、資産運用、消費者金融など 金融機関の業務多様化が日本の金融市場を活性化させる
- ・ **銀行の弱体化が経済活動に与える影響を回避**
 - 200兆円のメガバンクが国有化された場合政府は支えられるのか？
 - 財務の柔軟性が少ない日本政府
- ・ **銀行の商品、サービスの向上は、個人、企業にとってプラス**
 - 企業の財務上のニーズは多様化。
 - 中小企業も同様（不動産担保価格低迷の中での中小企業金融）
東芝創設者のコメント企業と金融がそれぞれ強くなる形が望ましい。日本の金融機関も企業のかを踏み適正な提言を通じて
た底上げを図らなければならない
- ・ **日本がアジアの中核市場として発展**
 - 経済成長率にも雇用にもプラス

4-2. 大手商社：近年収益が増加、金融危機の影響を受けるが総じて安定



4-3. 商社の高収益を支える要因

- 資源、エネルギーなど権益からの安定した利益
- 市況、為替変動の影響を受けるがビジネスライクには多様化
- リスク、リターンを重視した投資基準と入れ替え
- 邦銀からの低コストの調達
- 内外での、顧客基盤、情報ネットワーク(物、金、情報)



4-4. 格付けの改善には収益力の強化が必要

日本の金融機関の課題

貸出に際しての適正な利益確保

リスク、リターンを意識した格付けとプライシング
共通指標となるベンチマーク
経営指標の目標や業績評価の重点をボリュームから利益に
法人向け事業の付加価値向上

リスクモデルの戦略的活用と新たな分野の開拓

中小企業向け融資
海外融資
個人融資
—銀行の持つ情報(取引履歴等)は強み

4-5. 環境に応じた戦略と一環した実行力

銀行：経営資源配分、体制の抜本的見直しが必要

経営が重視する指標の転換（右肩上がりから低成長、マイナス成長）

・＜例＞ 保険会社では人口構成変化等に対応し“保有契約高”から“保険料収入”重視へ（死亡保障から生存保証へ）

経済の産業構造の変革や、市場活性化への取り組み

鹿児島銀行では農業、医療、環境を成長分野として取り組み、豚等を担保とした資産担保貸出（ABL）、販路開拓などへのアドバイスを実施。

コスト構造（業務体制）の変更

・不採算業務や地域での営業の見直し。業務・資本提携による規模の経済追求。

人材の有効活用

前向きな資金需要、新規事業への資源投入

若年層（20台後半～30台前半）が少ない人員構成の中でどのように、効率化、営業力強化を進めるのか

当局、政府も市場活性化を支援する取り組みが必要

日本郵政を含む公的金融機関の見直し、透明性、予測可能性の促進

4-6. 格付けの改善には収益の安定化が必要

日本の証券会社の課題

顧客(個人、法人)との長期的、多面的な関係の強化
成長分野へのコンスタントな投資
アジアの成長を取り込む仕組み

格付け一覧表

表中()内のP、S、Nは各々、「アウトルック」のボジティブ、安定的、ネガティブを表す。
CWは「クレジット・ウオッチ」の略

2010年10月12日現在

	地銀	大手銀行、その他	証券・その他金融
AA			NIT リース (S)
AA-	静岡銀行 (S)	日本政策投資銀行 (S)	
A+		セゾン銀行(P) 豊林中央金庫(S) 信金中央金庫(S) 三菱東京 UJF 銀行(S) 三菱 UJF 信託銀行(S) 三井住友銀行 (S) 住友信託銀行・中央三井信託銀行(S) みずほ銀行(S) みずほコーポレート銀行 (S) みずほ信託銀行 (S) 資産管理サービス信託銀行(S) 日本マスタートラスト信託銀行(S) 日本トラスティ・サービス信託銀行(S)	リコーリース(S) ドイツ証券 (N)
A	鹿児島銀行(S) 肥後銀行(S) 横浜銀行 (S) 七十七銀行(S) 若手銀行(S) 京都銀行(S) 八十二銀行(S) 千葉銀行(S)	三菱 UFJ FG(S) みずほ FG(S) 三井住友 FG(S) ソニー銀行 (S)	日本証券金融(S)
A-	北國銀行 (S) 伊予銀行(P) 百五銀行(P) 東邦銀行(S) 京葉銀行(P) 十六銀行(S)	りそな銀行(S)、オリエント信託銀行(N) 野村信託銀行 (S)	日立キャピタル(S) オリックス(N) 野村證券(S) 日興証券(P)
BBB+	北陸銀行 (P)	あおぞら銀行(S) 新生銀行(N)	東銀リース(S) 野村 HD (S) 大和証券(S) 大和証券 CM (S)
BBB			大和証券グループ本社(S) アコム (CWN)
BBB-			プロミス (CWN)

変貌する金融市場の中での邦銀、証券会社の競争力