

## ドイツの金融システム変貌とリスク管理

大 矢 繁 夫

### <要 約>

ドイツでは、他の先進諸国同様に、近年金融システムの変貌が生じた。ユニバーサルバンク、とりわけ大銀行は、商業銀行業務から投資銀行業務へと重点を移動し、また株式市場も顕著な発展を遂げた。このことは、いくつかの計数で追うことができる。

しかしながら、商業銀行業務が意義を低めたとはいっても、商業銀行の本質的な機能、すなわち、貸出によって預金通貨を生み出し、マネーを供給するという信用創造機能は、依然としてその重要性を減ずることはないと考えられた。この点、ユニバーサルバンクが証券引受やディーリング等の証券業務を行ったケースに即して検討した。

投資銀行業務の意義増大として捉えられる変貌は、銀行に即して重要なポイントを押えようとすれば、銀行資産のリスク性増大として理解できた。銀行システムはグローバルな競争圧力の下で、よりリスクの強い業務分野・対象へと進出することを余儀なくされる。そしてこのことは、投資銀行業務のみならず、従来の貸出の領域にもわたることであった。当然、ここからは、よりリスクの強まった資産を改めて管理する手立てが登場する。中央銀行ブンデスバンクの注目したクレジット・デフォルト・スワップがそれであった。小論では、最後に、これに関するブンデスバンクの調査・分析を追った。このようなリスク管理手法がどの程度効果をもつのか、今後も注視してゆく必要がある。

### <キーワード>

金融システムの変貌、ドイツの銀行、商業銀行の機能、信用創造、金融仲介、リスク資産の管理、クレジット・デフォルト・スワップ

### はじめに

小論はドイツにおける金融システム変貌を追い、真にどのようなことが生じているかを明らかにしようとする。1では、ドイツ金融システム変貌の背景・要因を整理し、2では変貌現象とさらにその内奥を掴もうとした。3では、変貌の帰結として生じた、中央銀行ブンデスバンクも注目する新たなリスク管理を追った。

## 1. ドイツ金融システム変貌の環境・要因

### 1-1. 4つの環境・要因

1990年代以降、ドイツの金融システムは変貌を目立たせた。ここでいう変貌は、例えば「間接金融システムから直接金融システムへの移行」や銀行の「商業銀行業務から投資銀行業務への重点移行」というような、いわば通常な<sup>1)</sup>されている理解を指す。

金融システム変貌を、ひとまずこのように理解するとして、90年代以降、あるいは80年代後半以降、この変貌の背景や要因として、または変貌そのものを表すようなものとして、さまざまな事象が生じた。これについて、重要なものとして例えば、「グローバリゼーション」、「情報技術革新」、「市場化・制度改革の進展」、「金融再編」というような事柄を挙げることができる。これらの事柄について、大まかにその関連を整理しておく、次のようにいえるであろう。

「グローバリゼーション」は、金融機関の競争をグローバルレベルでいっそう激しいものにする。この競争圧力の下で、金融機関はよりリスクの強い分野への進出を余儀なくされる。そして、このことを可能にするものとして、金融自由化のような「市場化・制度改革の進展」が必要とされることになる。他方、金融機関がよりリスクの強い分野へ進出するようになると、金融機関の安定性も脅かされることになる。その1つの帰結として、金融機関は自らの「体力増強」のために統合・合併等の「金融再編」へと踏み出す。

「情報技術革新」は、「グローバリゼーション」を加速させるし、また、金融機関のリスク分野への進出を支える。さらに、IT投資が巨額にのぼることから、その負担軽減のため金融機関には合併等が促されもする。

以上のように見てくると、上記4つの事象のうち、「グローバリゼーション」と「情報技術革新」は、金融システム変貌のより外部的環境・要因として位置づけることができる。他方、「市場化・制度改革の進展」や「金融再編」は、変貌のより内部的な環境・要因として、あるいは変貌により密着した事柄として整理し、位置づけることができる。そして、もちろんこの4つの環境変化は、それぞれが一方的な文脈をもって金融システム変貌をもたらすわけではなく、相互に影響を与えつつ、金融システムからの反作用も受けつつ、全体として「直接金融システムの発展」や「投資銀行業務の重点化」<sup>2)</sup>をもたらしていったといえる。以下、ドイツ金融システム変貌の、より内部的な環境・要因としての「市場化・制度改革」と「金融再編」について一瞥しておこう。

1) 例えば、田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治(2001)の第7章、第10章、星野郁(2002)、相沢幸悦(2002)、飯野由美子(2003b)を見よ。ドイツ金融システム変貌について、共通の認識が見られる。

2) 金融システムが4つの環境変化・要因と交わり合いながら変貌してゆく、その流れを推し進めてゆく根本的要因は、競争ということに尽きる。この競争に新しい質を刻印したのは、70年代に入ってから金・ドル交換停止と変動相場制の導入であり、これ以降、マネーや銀行は資金過剰下で「秩序」なき、正常でない運動を余儀なくされてゆく。このような基本認識については、村岡俊三(2001)、鈴木芳徳(2004)を参照のこと。

### 1-2. 市場化・制度改革

ドイツでは、すでに1967年に金利調整令が廃止され、金利自由化は早い時期から達成されていた。また、ユニバーサルバンク制度の下で、「銀・証」業態規制は基本的に存在しなかった。しかし、80年代後半以降、いくつかの自由化が新たに進められた。それは、端的には、非居住者のマルク建金融資産保有を促し、外資流入や外銀の進出を促す措置であった。グローバルな競争のもとで、フランクフルト金融市場の空洞化を防ごうとするものでもあった。このような金融国際化、とりわけ非居住者のマルク建金融資産保有の増大は、いうまでもなくマルク国際化を推し進めていった。

以上のように、80年代に金融国際化やマルク国際化が進んでゆくが、他方では、内外の競争が激しくなるとともに、ドイツの銀行はよりリスクテイキングとなり、種々の金融不安が訪れた。74年のヘルシュタット銀行の倒産は衝撃をもたらしたが、80-81年にはコメルツバンク等が大規模な金利のミスマッチングにより困難に直面し、83年にはシュレーダー・ミュンヒマイヤー・ヘングストが倒産した。ここから制度改革は、金融機関に対する新たな規制という局面に至ることになる。1985年1月には新銀行法が施行され、そのポイントは、銀行の貸出枠の規制を子会社を含めた連結ベースで行うというものであった。この時代の制度改革は、このように自由化と規制という両面をもつものとなった。<sup>3)</sup>

1980年代以降、資本市場を巡る種々の改革も推し進められていった。ドイツの資本市場、とりわけ株式市場は、1930年代にその機能をほぼ停止し、第2次大戦後も長らく不活性であったが、80年代以降復活を遂げ、90年代に入ると目立った歩みを見せていった。資本市場を巡る制度改革もこれと歩調を合わせて進んでいった。

重要な改革を挙げておくと、1990年のドイツ先物・オプション取引所 (DTB) の設立、90年以降の EC=EU における制度整備に合わせた数次にわたる「資本市場振興法」の制定等がある。また97年の新興企業向けノイア・マルクト設立も注目を集めた (ただし2003年3月に廃止)。なかでも DTB の設立による先物やオプションの導入は、90年代の投資信託の伸張に関連して、より注意が払われてよいといえるだろう。これらの改革によって、ドイツの金融システムも、証券市場や投資銀行業務が重視されるシステムへと次第に移行していった、と一般的にいうことができる。<sup>4)</sup>

### 1-3. 金融再編

グローバルな競争が激しくなるなかで、国内においてこの競争の舞台を整えることが一連の制度改革であったとすれば、競争の主体である金融機関が自らの体制を整えることが金融再編である。ドイツ最大の銀行であるドイツ・バンクによる主だった金融再編をみておくと、次のよう

3) 1980年代の金融自由化については、生川栄治 (1987)、大矢繁夫 (1993)、相沢幸悦 (1993) を参照のこと。

4) 1980年代以降の資本市場の歩みについては、山口博教 (1998)、大矢繁夫 (2001) 第3章、野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー 2002年秋』、飯野由美子 (2003a) を参照のこと。

であった。<sup>5)</sup>

- ・1989年に、英マーチャントバンクであるモルガン・グレンフェルを買収し、95年にロンドンに投資銀行部門ドイツ・モルガン・グレンフェルを発足
- ・93年に、マドリッド銀行（スペイン）、レッコ・ポポラレ銀行（イタリア）を買収
- ・98年に米投資銀行バンカーズトラストの買収表明（99年買収完了）
- ・98年、クレディ・リヨネ・ベルギーを買収
- ・2002年、米資産運用会社チューリッヒ・スカダー・インベストメンツ買収

ドイチェ・バンクの上のような買収・金融再編は、投資銀行業務の強化という性格を色濃くもっていた。97年に頭取となったロルフ・プロイヤーはドイチェ・バンクで初めての投資銀行部門出身であった。

またドイツ最大の保険会社アリアンツが、ドイツ3位の大銀行ドレスナー・バンクを買収したことも注目を集めた（2001年）。これは、アリアンツが、資産運用業務の拡充、生保商品等の販売チャンネル拡充を目指したものであった。<sup>6)</sup>

## 2. ドイツ金融システムの変貌

### 2-1. 変貌の現れ

1では、ドイツ金融システム変貌の環境として、市場化・制度改革と金融再編に焦点を当て、その動向を一瞥した。ここでは、ドイツ金融システム変貌の現象を追う。金融システム変貌は、さしあたっては直接金融システムや投資銀行業務の意義増大として理解された。以下では、この観点から、ドイツの銀行の収益構造や株式市場の状況等を見る。

#### 銀行の収益構造

銀行の収益構造を、純利息収益及び純手数料収益がそれぞれB/S総額にどのぐらいの割合を占めているかという数値で追ってみると、大銀行における純利息収益の比率の低下は目立っている。1985-89年の年平均2.6%から、2000年以降はほぼ1%を割っている（2004年0.98%）。貯蓄銀行も純利息収益の比率低下が見て取れるが、大銀行ほど顕著でなく、1985-89年の年平均3.6%から、2000年以降では2.3-2.4%となっている（2004年2.35%）。

また、信用協同組合も同様の傾向を示し、1985-89年の年平均3.7%から2000年以降は2.5%ほ

5) ドイチェ・バンクのホームページ、野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー 2001年秋』を参照のこと。

6) 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー 2001年春』、なお銀行業と保険業の統合については相沢幸悦（1994）、山村延郎（2002）を参照のこと。

7) 現在、ドイツで「大銀行」と呼ばれているのは、従来の4大銀行に Deutsche Postbank が加えられ、次の5行となっている。Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, Bayerische Hypo- und Vereinsbank, Deutsche Postbank.

どへと落ちている(2004年2.51%)。

純手数料収益については、大銀行の場合、1985-89年の年平均0.97%から2004年の0.50%まで漸減がみられ、手数料ビジネスがパフォーマンスを上げているわけでもないように見える。しかし、2つの純収益の合計に対する純手数料収益の割合をとってみると、85-89年の27%から2003年の39%、2004年の34%へとシェアアップを見せている。大銀行の、貸出業務から手数料ビジネスへの傾斜が窺えるのである。なお、貯蓄銀行と信用協同組合についても、85-89年の年平均0.3-0.4%から0.5-0.6%へと漸増を見せている。

次に、大銀行のディーリング業務収益(Netto-Ergebnis aus Finanzgeschäften)についてであるが、やはりB/S総額に対する比率を取ってみると、90年代の0.1%台から2000年になって0.32%へと伸び、02年には一時落ち込みを見せるが(0.13%)、翌03年には0.32%へと回復する。傾向として2000年以降、ディーリング業務からの収益が重要性を格段に高めていることが窺える。このようなB/S総額に対する比率でみると、数値はネグリジブルに映るが、たとえば03年の実際の金額を示すと、大銀行のディーリング業務の純収益は49億ユーロである。同年の純利息収益が130億ユーロ、純手数料収益が82億ユーロであり、ディーリング業務は間違いなく3大収益源の一角をなしている、といえよう。<sup>8)</sup>

#### 家計の金融資産

ブンデスバンクの示している数値から計算すると、家計の保有する金融資産のうち銀行預金の割合は、91年の45.8%から2005年の35.0%へ、ほぼ直線的に減少している。他方、証券形態での運用(債券、株式、その他エクイティ、投信)は、91年の28.3%から01年の36.5%まで、やはり直線的に増大し、02年には若干の後退を見せるが、03-05年には33%台を維持している。家計金融資産の、銀行預金と証券における減と増は対照的な動きをなしている。<sup>9)</sup>

#### 株式発行と株価の動向

直接金融の動向を端的に示す株式発行額(上場及び非上場企業額面価格)を追ってみると、1980-89年の年平均発行額は36億DMほどであり、1990-98年ではそれが56.8億DMとなる。1999-2005年では、ユーロ表示となるが、年平均46.2億ユーロの発行額に達する。1998年固定のユーロ・DMの為替相場で換算すると、90.4億DMとなる。株式発行額の顕著な増加が見取れる。<sup>10)</sup>

株価の動向を見ておくと、CDAX(フランクフルト取引所上場のドイツ企業全銘柄の株価指数)の

8) 大銀行のディーリング業務収益は、2004年には、前年49億ユーロから6億ユーロへと著減を見せている(B/S総額に対する比率では、0.32%から0.04%へ著減)。これについてのブンデスバンクのコメントは次のようなものである。10年間以上にわたっての期間で、2003年には最高の利潤を達成したが、2004年には、1994年以来最低の結果となった。その原因は、エマージングマーケットへの投資、転換社債の取引、金利デリバティブからの収益低下である、と。2004年の事態を詳しく追う必要があるが、それ以前の10年以上にわたっての傾向を掴むため、本文では2004年の数値を除いた。Deutsche Bundesbank(2005)参照。

9) Deutsche Bundesbank(2004a), Deutsche Bundesbank(2006)参照。

10) Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik*, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2各号による。なお、1998年固定のユーロ・DMの為替相場は、1ユーロ=1.95583DMであった。田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治(2001)第4章参照。

5年間毎の年平均は、1980-84年66.63、1985-89年142.84、1990-94年159.22、1995-99年298.00、2000-04年285.05となる。また、2005年単年のCDAXは335.59である。株価は順調な発展を示している。<sup>11)</sup>

## 2-2. 変貌の本質的把握

金融システム変貌の現象は、ドイツにおいても、銀行、とりわけ大銀行の収益源としての、商業銀行業務・貸出業務の意義低下と投資銀行業務の意義増大として、また株式市場を中心とした直接金融システムの役割増大として捉えられた。これと関連して、例えばドイチェ・バンクの場合、投資銀行業務強化のための組織整備を90年代半ばになって本格的に行い、証券引受業務、トレーディング業務（ブローカー業務、ディーラー業務）、M&Aアドバイザー業務、証券化の諸業務の強化を目指した。<sup>12)</sup>

さて金融システム変貌をこのような内容で捉えることは、大方異論のないところと思われる。しかしながら、上記のように商業銀行業務の意義低下が見られ、投資銀行業務が強化されたとして、この場合、意義低下した商業銀行業務とは、預金と貸出によって間接金融を担うという金融仲介業務を指しているにすぎない。だが、商業銀行をこのようなものとしてだけ捉えることは、平板にすぎる。問題は、商業銀行に本質的で重要な機能をどのように捉えるか、そしてその機能が既述のような変貌現象の中で、真にどのような変更を受けるのか、ということである。この点より立ち入った検討が必要である。まず、商業銀行に本質的で重要な機能をどのように捉えるのか、ということからみておこう。

### 商業銀行の本質的機能

通常、商業銀行の固有業務として、わが国では預金・貸出・為替の3業務が挙げられる。為替業務は、隔地間の資金の支払い・決済を担うのであり、したがって振替決済システムを顧客へ提供している、とみることができる。この商業銀行の3つの業務を統合的に捉えて、商業銀行の特質を表現しようとするならば、次のようにいうことができる。すなわち、商業銀行は、預金を吸収し、それを支払準備としつつ、貸出を自己宛債務の形式をもってなす（あるいは、貸出を自己宛債務の形式でなし、この債務支払いの準備として預金を吸収する、ないし中央銀行から借り入れる）。ここで重要なことは、支払い準備の量は、貸出によって創り出された自己宛債務・預金の量のごく一部を覆うだけでよいということである。そして、このようなことが可能となるのは、自らが有する振替決済システムによって支払い・決済を処理するからなのである。商業銀行はかくして貸出能力を手に入れ、借り手企業に対して能動的力を発揮する。商業銀行に固有の、本質的機能は、このように理解することができる。

以上のことは、貸出を通じて預金通貨を創り出す、または預金取扱銀行がマネーサプライを生み出す、というようにも表現できる。そしてこのような銀行の機能は、銀行顧客が支払い・決済に預金通貨をそのままの形態で用いる、ということをも前提にして成り立っている。もし、預金通

11) Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik*, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2各号による。

12) 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー 2001年春』参照。

貸（の大部分）がそのままの形態で利用されるのではなく、預金払い出しによって現金（現代では中央銀行券）として銀行システムの外部に流出し、銀行はそれに応じるべく現金を準備として保有せねばならないという事態ならば、上記の銀行機能は成り立たない。というのは、いうまでもなく銀行は、全体として、預金払い出しに 대응するベースマネーをはるかに超えて、貸出によって預金通貨を創り出しているからである。

さて、以上のように、商業銀行に固有の、本質的な機能というものを、支払い決済システムを前提とした、預金創造・信用創造及び支払い準備のための預金収集という点で押さえることができるが、そうであるならば、他方での、商業銀行の金融仲介機能というものをどのように整理すればよいか。この点については、次のように考えられる。

商業銀行は金融仲介をも担うとしうが、しかし、金融仲介は、本来、貯蓄性資金等を集めてそれを貸し出すという通常理解からすれば、これを純粋に担うのは保険や投資信託等の、預金を取り扱わない機関である。もっと詳しくいえば、決済性預金を取り扱わず、したがって顧客間の支払いを自分の振替システムで処理する能力をもたない機関なのである。つまり、この振替・決済システムを前提にした、預金を創り出して貸出すという機能をもたない機関が、外部から資金を集めてそれを貸出すのである。他方、商業銀行が金融仲介を行う場合は、これらの機関とは異なって、やはり預金通貨の創造をもってなすであろう。ただしこの場合、創造された預金は全額流出し、したがって準備金もその分流出することになる。だからこそ金融仲介は、資金を外部から収集してこなくてはならないのである。「仲介」と呼ぶゆえんであろう。要点は、商業銀行が金融仲介機能を果たすとき、それは上のように信用創造の形に包摂され、いわば溶け込んで存在するということである。そして、金融仲介で貸し出した資金が自行から全額流出するという事態も、したがってこの分を外部から収集せねばならないという事態も、本来の信用創造による貸出と無区別となって見えなくなってしまうのである。金融仲介を信用創造と区別して掴まえようとすれば、このようになるであろう。金融仲介をこのように整理したうえで、改めて、商業銀行に固有の、本質的な機能、すなわち、貸出・預金・為替業務（隔地間の預金振替による決済システム）を必須のものとして併せもつことによってはじめて果たしうる機能、商業銀行しか果たしえない機能を挙げるとすれば、それはやはり預金創造、信用創造ということである。

さて、上述のような整理にもとづいて、信用創造からは区別された金融仲介の純粋なパターンを示しておくこと図1のようになる。

このプロセスで、Aによる甲への貸出は、Aから全額流出しBに預入されている。したがってAによる甲への貸出は100%準備を必要としたこと、つまりは、Aはこの金額の預金を外部から実際に集めてこなければならなかったことを示している。

以上でみてきたのは次のことであつた。金融システム変貌は、商業銀行業務の意義低下、および投資銀行業務の意義増大として捉えられるとしても、その場合の商業銀行業務は金融仲介業務を指しているにすぎないこと。しかし商業銀行に本質的に重要な機能は、預金創造・信用創造にあること。そして商業銀行が金融仲介を行う場合も、それは信用創造に溶解した状態で存在する

図1 金融仲介の純粋なパターン

①金融仲介機関 A は預金を吸収し(あるいは中央銀行から借り入れ), 中央銀行預金として100%準備保有

中央銀行		金融仲介機関 A	
	A 預金	中央銀行 預金	預金

② A は企業甲へ貸し出し, 甲は商業銀行 B で預金保有

商業銀行 B		中央銀行		金融仲介機関 A	
+中央銀行 預金	+甲預金		-A 預金 +B 預金	甲への 貸出	預金

ということ。

さて, このような理解の上に立って, 次に改めて, 金融システム変貌=商業銀行の意義低下・投資銀行業務の意義増大なる事態を検討しよう。

#### 証券業務と信用創造

金融システム変貌は, 端的には, 商業銀行の預金・貸出による金融仲介業務から投資銀行業務へと, 重点が移動したということである。このことは自明といってよい。そこで問題は, この場合, 商業銀行に本質的で重要な信用創造機能がどのような影響を受けているか, ということである。この機能までも, 意義低下がもたらされたのであろうか。

ドイツの銀行は, ユニバーサルバンクとして, 本体で投資銀行業務をも営む。典型的な投資銀行業務としては, 証券引受, ディーリング, ブローカー業務を挙げることができる。そこで, ドイツの銀行がこれらの業務へ重点を移し, それを行ったとして, その場合, 信用創造機能はどのように関連するのか, といった問題である。銀行の B/S に即して事態を追ってみると, 証券引受もディーリングも, いったんは資産保有としての証券が B/S 上に増大するとみることができる(図2, 資産側のプラス項目)。そして同時に, B/S の負債の側では, 当然ながら, 証券発行企業ないし証券の売り手の当座預金勘定に預金通貨の増大が生じる(図2, 負債側のプラス項目)。

他方でブローカー業務の場合は, 銀行は証券の売買を仲介するだけなので, 証券の買い手から売り手へと, 当座預金口座間で資金が移転するだけである。このブローカー業務とは異なって, 証券の引受やディーリング(買い)に際しては, 銀行が信用創造機能を発揮してこれを行っているのである。

しかしながら, 引受の場合, 銀行の引受けた証券が即時に投資家に売却されたならば, この投資家は証券購入資金を銀行の預金から引き出しているわけであり, この分が, 証券発行者の発行

13) 典型的な投資銀行業務をリスクの観点から分析しているものとして, 熊野剛雄(1986), 熊野剛雄(1987)がある。参照のこと。

図2 証券引受とディーリングのケース

引受（引受証券を即座に投資家に売却）のケース

引受銀行		他銀行		投資家	
+証券(引受)	+発行企業預金	現金準備	投資家預金	預金	
引受銀行		他銀行		投資家	
現金	発行企業預金	-現金準備	-投資家預金	証券	

ディーリング（一定の残高維持）のケース

銀行	
+証券（購入）	+証券売り手の預金

手取り金（銀行の引受によって創造された預金）の増に対して、預金通貨の減となって対応する。銀行全体としては、結局、B/Sの両側で、量的に元に戻るものであり、ただ預金の保有者が投資家から証券発行者へと変わっているだけである（図2参照）。

ディーリングの場合は、銀行による証券購入と販売が繰り返され、銀行のB/Sに常に証券の一定残高が維持されているとすれば、上記の引受のケースと異なって、信用創造による預金通貨増がもたらされ続けることになる。

以上のようにして、投資銀行業務への傾斜として捉えられる金融システム変貌において、証券引受やディーリングを銀行が行うとき、商業銀行に固有の信用創造機能は変ることなく発揮されているのである。ただし、証券引受においては、引受証券が投資家に即座に売却されたとき、信用創造による預金通貨増は持続性をもたないということは、みてきたとおりである。

かくして、商業銀行業務の意義低下・投資銀行業務の意義増大なる事態も、商業銀行にとって本質的で重要な信用創造に根本的変更をもたらしているわけではない。銀行に生じている大きな変化は、上記のB/Sに即して端的に言えば、銀行資産が貸出から証券（引受やディーリングによる保有）へとよりリスクの大きい形態をとるようになった、ということなのである。

### 3. ドイツの銀行のリスク管理

上に述べてきたことは、金融システム変貌は、何よりも、銀行がよりリスクの強い資産や業務を抱え込むようになったという点で押さえられるのでないか、また、変貌下でも、商業銀行に本質的な信用創造機能は、依然重要な働きをする、ということであった。<sup>14)</sup>

14) 近年のドイツの情報技術革新に伴う決済システムの変化について、清田匡（2003）第3章は詳しい分析を行い、個人やリテール分野でのキャッシュレス・ペイメント化についても明らかにしている。この問題は、商業銀行の信用創造機能の高まりという問題と直結する。

このような変貌が進んだ場合、銀行は当然この新しいリスクレベルに対応しようとする。現在、ドイツでは、投資銀行業務が有するリスクに改めて対応しようという新たな動きが目立つわけではない。厳しい競争圧力の下で、投資銀行業務のみならず従来の貸出業務をも含めて銀行資産全体がリスク度合いを強めているというのが現状であり、これへの対応は銀行資産の信用リスク管理という面で顕現している。ブンデスバンクも近年のこのリスク管理に注目している。次にブンデスバンクの分析によりつつこの問題を追っておこう。<sup>15)</sup>

ブンデスバンクは2003年秋に、信用リスク移転市場でアクティブな行動をとっている代表的なドイツの銀行10行（4大銀行や貯蓄銀行・協同組合銀行の中央機関等）に対し、調査を行っている。信用リスクの移転とは、信用リスクだけを分離して市場で取引する仕組みであり、代表的なものはクレジット・デリバティブとよばれるものである。ブンデスバンクは、このような信用リスク移転市場の発展を「銀行業の顔を永久に変えてしまう可能性をもつ」とまで述べている。

クレジット・デリバティブの市場規模は、上記調査によると、リスク・シェッターおよびリスク・テイカーのポジションがそれぞれ2630億ユーロ、3030億ユーロとなっている。このうち4大銀行は、前者において2200億ユーロ、全体の約80%を、後者においても2200億ユーロ、約73%を占めている。残りが貯蓄銀行と協同組合銀行の中央機関が占める。しかしこの全体の数値はグロスのものであり、同一資産に対してリスク・シェッターとしてもリスク・テイカーとしてもポジションを持っているケースが含まれているという。この分を差し引いて評価すれば、リスク・シェッター、リスク・テイカーそれぞれのポジションの「計」は、860億ユーロ、1260億ユーロになるという。いずれにしても市場規模の大きさが窺われる。またクレジット・デリバティブの取引は、その大部分（83%）がインターバンク取引であり、そのうち63%が外銀相手である。もっぱら銀行間でリスクを取引しているのである。ブンデスバンクは、この調査の結果、「ドイツの銀行のリスクマネジメントは、比較的高度な水準に達している」と結論づけている。<sup>16)</sup>

さて、クレジット・デリバティブの中で最も重要なものはクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）とよばれる手法であり、クレジット・デリバティブ全体の89%を占めるという。CDSはリスク・シェッター（原債権の保有銀行）が定期的に「保険料」をリスク・テイカーに支払い、あらかじめ取り決められたクレジット・イベントが発生して原債権の損傷が生じたときに、リスク・テイカーから保証額を受け取るというものである。原債権はリスク・シェッターのB/S上に存在し続け、リスクだけが分離されて取引されているというわけである。<sup>17)</sup>

このCDSについて、ブンデスバンクは他の論文で改めて詳しい説明を行っている。それを追っておこう。<sup>18)</sup>

CDSは、リスク・シェッター（プロテクションの買い手）が、特定の期間、信用関係から生じる

15) Deutsche Bundesbank (2004b) 参照。

16) 日本では2005年春に、「東京三菱」と「三井住友」がクレジット・デリバティブ取引のための専門組織を立ち上げ、先行の「みずほ」を加え、3大メガバンク間で取引を行う体制がようやく整った。『日本経済新聞』（2005年5月22日）参照。

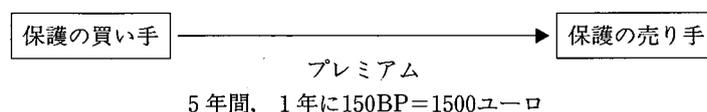
17) Deutsche Bundesbank (2004b) 参照。

18) Deutsche Bundesbank (2004c) 参照。

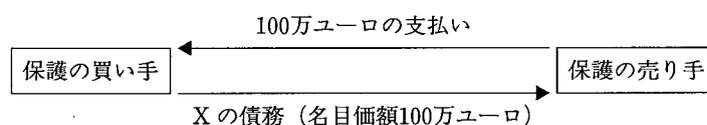
## 図3 クレジット・デフォルト・スワップの (CDS) の特徴

例) シングル・ネーム・CDS の締結

年間150ベース・ポイントのプレミアム支払いに対して、企業 X の負債100万ユーロ (名目価額) を保証する契約



当該期間にクレジット・イベントが発生した場合



(出所) Deutsche Bundesbank (2004c).

あるリスクに対して、リスク・テイカー (プロテクションの売り手) にプレミアムを支払うことにより自分を保護する、というものである。あらかじめ定義されているリスク (クレジット・イベント) は、International Swaps and Derivatives Association (ISDA) の基準に基づくものであり、支払い遅延、デフォルト、支払い不能の申し立て、債権者の損失に対する債務の再構成 (リストラクチャリング) が挙げられる。CDS は、単一の借り手との信用関係を基礎にもつ場合、Single-name- CDS とよばれる。2003年の調査においては、リスク・シェッダーのポジションのうち80%以上が、そしてリスク・テイカーのポジションのうち90%が Single-name- CDS だったという<sup>19)</sup>。事例は図3に示されるとおりである。

図3の例では、クレジット・イベントが発生した場合、リスク・シェッダーは関係資産 (債券や貸付) をリスク・テイカーへ引き渡している。このような physical settlement は市場の基準となっているという。また名目価額とクレジット・イベント発生後の関係資産市場価額との差額を支払う場合もあるという。

なお、リスク・テイカー、すなわちプロテクションの売り手は、ある信用リスクが過大評価されていると考えるとき、市場に参加してプレミアムを獲得しようとする。またリスク・シェッダー、すなわちプロテクションの買い手は、リスクが過小評価されていると考えるとき、市場に参加して保護を求めるのである。

さて、以上で追ってきたように、ブンデスバンクは、ドイツの銀行のポートフォリオが抱え込む信用リスク増大に注目し、そしてリスク管理手法として、クレジット・デリバティブ、とりわけ CDS という、いわば銀行システム内部で形成されたリスク管理の手法に注目しているわけである。ブンデスバンクは、このリスク管理手法を高く評価するのである。しかしながら他面で、

19) Deutsche Bundesbank (2004c) 参照。

銀行が「競争圧力のために、新たに得られた余裕資金を新たなリスクに投じるよう用いるかもしれない」と、現在のグローバルな資金過剰圧力の下でドイツの銀行がさらにリスク性を強める可能性をも指摘するのである。<sup>20)</sup>

おわりに

小論は、近年ドイツでも生じている金融システムの変貌を追った。変貌は、ひとまず、通常理解されているように「商業銀行業務から投資銀行業務への重点移行」や「間接金融システムから直接金融システムへの移行」というように押えられるとしても、真に商業銀行の機能がどのような影響を受けたのか、また、その必要性までもが変更を受けたのか、ということが問題として浮かび上がった。この点、商業銀行の本質的で重要な機能を改めて考察することとなった。

ドイツにおける金融システム変貌は、つまるところ、商業銀行機能と投資銀行機能を併せもつユニバーサルバンクが、証券業務へ傾斜するとともにその資産のリスク性を強めてゆく、という点で理解できた。このこと自体は理解し易いことである。そして、ドイツの銀行においてその資産のリスク性が強まってゆくことは、現実には証券業務のみならず貸出においても生じ、その帰結として新たなリスク管理が注目されているのであった。ドイツの銀行が、グローバルで一段と強い競争圧力の下で促迫されている業態が窺い知れるのである。

銀行システムがリスク資産を抱え込むとともに、他方で信認不安や破綻から身を守るために、みてきたような新たなリスク管理手法も生み出されるが、しかしこのリスク管理が十分効果を発揮できない局面では、金融システムに対する根本的改革の提案も繰り返すことになる。<sup>21)</sup>

#### 引用文献

Deutsche Bundesbank, *Kapitalmarktstatistik*, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2 (各号)  
 『日本経済新聞』(2005年5月22日号)  
 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』(2001年春・秋号, 2002年秋号)

Deutsche Bundesbank (2004a), "Overall financial flows in 2003," *Monthly Report*, June.

——— (2004b), "Credit risk transfer instruments: their use by German banks and aspects of financial stability," *Monthly Report*, April.

——— (2004c), "Credit default swaps-functions, importance and information content," *Monthly Report*,

20) Deutsche Bundesbank (2004c) 参照。

21) 根本的改革の提案は、例えばナローバンク論である。ナローバンクについては、吉田(1993)、建部(1997)を参照せよ。ナローバンクシステムの純粋な形は、中央銀行(現金通貨・預金通貨の発行)、決済専門銀行(一切の貸付はせず、要求払い預金で振替決済を行う)、金融仲介機関(振替決済機能をもたず、預金・借入と貸付を行う)という三者からなる。ここでは、信用創造は中央銀行のみによって行われ、マネーサプライが一元的に管理される。そして、金融仲介機関による企業等への貸付は、「貸出先行」として生じるのではないので、やみくもに膨張することはない。また不良資産化による金融仲介機関の信認不安や破綻の影響を、そこだけに留めて決済システムに及ばないようにしようとする。しかし、通常指摘されるように、このシステムではマネーを供給しうるのは中央銀行に限られ、成長経済への弾力的なマネー供給が難しくなる、という弱点を有する。

December.

- (2005), “The performance of German credit institutions in 2004,” *Monthly Report*, September.
- (2006), “Investment and financing in 2005,” *Monthly Report*, June.
- 相沢幸悦 (1993) 『現代ドイツの金融システム』東洋経済新報社
- (1994) 『アルフィナンツ金融革命』同文館
- (2002) 「ドイツの経済政策理念と証券市場改革」日本証券経済研究所『証券経済研究』第38号
- 飯野由美子 (2003a) 「ドイツの機関投資家と株式市場」日本証券経済研究所『証券経済研究』第42号
- (2003b) 「金融」戸原四郎・加藤栄一・工藤章編『ドイツ経済 統一後の10年』有斐閣
- 生川栄治 (1987) 「金融革新の論理構造」近畿大学『商経学叢』第34巻第3号
- 大矢繁夫 (1993) 「ドイツの金融自由化・金融国際化」村岡俊三・佐々木隆生編『構造変化と世界経済』藤原書店
- (2001) 『ドイツ・ユニバーサルバンキングの展開』北海道大学図書刊行会
- 清田匡 (2003) 『戦後ドイツ金融とリテール・バンキング』勁草書房
- 熊野剛雄 (1986) 「銀行業務と証券業務」金融経済研究所『金融経済』217, 有斐閣
- (1987) 「証券業務の原理」金融経済研究所『金融経済』220, 有斐閣
- 鈴木芳徳 (2004) 『金融・証券改革の深層底流』御茶の水書房
- 建部正義 (1997) 『貨幣・金融論の現代的課題』大月書店
- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治 (2001) 『現代ヨーロッパ経済』有斐閣
- 星野郁 (2002) 「岐路に立つドイツの企業統治」日本証券経済研究所『証券経済研究』第38号
- 村岡俊三 (2001) 「マルクス経済学と現代のグローバリゼーション」『経済』2001年2月号, 新日本出版社
- 山口博教 (1998) 「統合資本市場としてのドイツ取引所株式会社」日本証券経済研究所『証券経済研究』第11号
- 山村延郎 (2002) 「ドイツ生命保険業のアルフィナンツ戦略」生命保険文化センター『生命保険論集』第139号
- 吉田暁 (1993) 「金融システムの安定性とナローバンク論」『金融』10月

[小樽商科大学商学部教授]