

## 第2章 他業種との運用資金調達競争と金融機関

塩路 悦朗

### 伝統的銀行は他業種との資金調達競争に直面:3つのチャレンジ ピンチをチャンスに変えるには

銀証・銀商連携の深化を通じたオンラインサービスの拡充に可能性

#### チャレンジ1:「貯蓄から投資へ」=家計の資産運用多角化の兆し

**高齢者**が家計資産の帰趨を握る  
→彼らからの信頼がある銀行は、証券との連携を深めれば、資産移動の主導権を握れる  
→高齢者がスマホ上のいつもの口座アプリから、銀行の助言を受けつつ、同一グループ内の証券会社を使えるようにする

#### チャレンジ2:商業から銀行業への参入

顧客と永年取引してきた銀行はむしろ商業より情報優位にある  
→銀行側から電子商取引に参入できるようになれば、財務情報に購買行動に関する情報を合わせ、顧客のニーズをトータルに把握できるようになる  
→新サービス開発の可能性

#### チャレンジ3:ステーブルコインの台頭

ステーブルコインはデベッグのリスクを克服できない  
→銀行はトークン化預金の発行により、新しい決済システムを中心に立てる  
(課題は銀行グループ間の相互運用性の確保)

#### 望まれる政策上の対応

業種間競争→銀・証・商が連携したグループ間の競争へ:参入規制緩和  
顧客のグループ間移動を保障:グループによる顧客情報の独占を規制  
リテールCBDC発行:個人や企業に、どのグループとも取引しない権利を担保する(「デジタルサービス難民」発生を阻止)

#### 留意点=規模の経済性の深化

こうした大グループに移行できる数は限られ、別形態=対面サービス主体のビジネスに移行する金融機関との住み分けが必要になる。

#### 【エグゼクティブサマリー】

低金利時代がひとまず終わりを告げて運用金利が徐々に上昇するなか、銀行預金を主な資金調達手段とする伝統的金融機関は今後、資金調達面で他業態・他業種との競争に直面していくと思われる。本稿ではそのようなチャレンジとして、①「貯蓄から投資へ」の流れの中で銀行預金の重要性が低まる可能性、②一般事業会社から銀行業に参入した銀行グループの伸長、③ステーブルコインの台頭の3つを取り上げる。いずれについても、一見脅威と思われる中に実は発展へのヒントが隠されていることを論じる。

論点①については、高齢化が進む日本においては、高度な金融知識を持つ独立した個人が自主的な判断に基づいてポートフォリオを組むというような、絵に描いたような「貯蓄から投資へ」の時代はおそらく来ない。高齢者の金融行動は粘着性が強く、彼らを未経験の投資活動に導くには、彼らから信頼を得ており、その財務状況をよく理解している機関による助言と誘導が必要である。彼らと長い取引関係を持つ銀行はそうした役割の担い手となり得る。銀行業と証券業の融合が進めば、そのようなビジネスチャンスはさらに広がり得る。ただし現時点では、多くの高齢者は自らの資産運用について専門家と相談することに消極的である。銀行には彼らからの信頼をさらに得るための努力が必要であろう。

論点②についていえば、一般事業から銀行業への参入がこれまで多くみられた背景には、非対称な規制の存在があった。仮に今後規制改革が進み、銀行側からも電子商取引な

どの一般事業に参入することができるようになれば、預金・決済・証券・保険といった金融事業にショッピングなどの非金融事業を加えた、フルセットのオンラインサービスを1つの銀行グループがスマホ上でワンストップで提供できるようになる。グループ内各社間で業種をまたいだ顧客情報の共有と利活用が（利用者の承認の下で）進めば強力な範囲の経済性が発揮され、銀行の競争力強化につながるだろう。銀行グループは利用者の財務状況だけでなく購買行動なども含めてトータルに理解することで、個別顧客に最適化されたサービスや投資助言を提案することができる。銀行はそのような規制緩和が進んだ先の時代を見越して、業務多角化への準備を進めるべきであろう。

論点③について、デジタル技術の進歩は決済の世界に大幅な効率化をもたらす可能性がある。しかし、もしステーブルコイン中心のシステムの構築を許せば、金融システムは不安定化するだろう。対抗して銀行がトークン化預金を発行し、これを決済の中心にすることができれば、金融システムの安定化に寄与するだろう。各銀行はポイント付与や金利・手数料優遇などの誘因を与えることで、トークン化された預金の自行グループ内での利用を促進することができる。銀行としても預金の魅力が高まれば利用者行動の粘着性が増し、経営が安定化することが期待できる。ただしこの分野での変化のスピードは速く、銀行は早期に準備を進める必要がある。仮に大手グループが合意して、共通のブロックチェーン上でトークン化預金を発行することができれば、日本の決済分野に大きなインパクトを与えることができるだろう。

こうした動きに対して規制当局は、「銀」「証」「商」の連携を後押しする方向に舵を切ったうえで、業態間ではなく銀行グループ間の競争を促進する方向に転換すべきだろう。その一方で、預金保険や中央銀行の最後の貸し手機能などの恩恵を受ける預金取扱機関の特殊性は、グループ全体に占める銀行業務の比率に関わらず存在する。したがってグループの「出自」や「本業」といった伝統的概念にとらわれず、傘下に銀行を抱えるグループには一律の考え方に基づく規制を課すべきであろう。

デジタル技術導入における固定費用の存在や範囲の経済性の強化により、フルセットの金融・非金融サービスを提供できるグループはごく少数にとどまるかもしれない。そうしたグループが利用者に対して過度に優位に立たないように、規制当局には、個人情報の保護や、利用者がグループを離れてもデジタルサービスへの最低限のアクセスに困らないようにリテール型CBDCを発行するなどの対策を取ることが期待される。

## I. はじめに

日本銀行が2024年3月にマイナス金利政策と長短金利操作を終了して以降本稿執筆時点（2026年3月）まで、貸出金利をはじめとする金融機関にとっての運用金利は徐々に上昇しつつある。日本経済新聞2026年2月4日付朝刊記事によれば、2025年4月～12月期決算において、5大銀行グループの合計純利益は史上最高を3年連続で更新した。今後の展望については予断を許さないものの、金融機関にとっては運用のための資金をいかに調達するかが当面の課題として浮上しつつある。この面で、銀行預金を主な資金調達手段とする伝統的金融機関は他業態・他業種との競争に直面している。本稿ではこれら機関が今後直面すると思われるチャレンジとして、①「貯蓄から投資へ」の流れの中で銀行預金の重要性が低まる可能性、②一般事業会社から銀行業に参入した銀行グループの伸長、③ステーブルコインの台頭の3つを取り上げる<sup>1</sup>。

## II. 高齢化時代の「貯蓄から投資へ」と銀証連携の意義

### 1. 本節の目的

日本の生産性成長のためにベンチャー・ビジネスなど新しいアイデアを持った企業の活動を盛んにする必要があること、そのためにはそうした企業に対するリスクマネーの供給を増やす必要があることが指摘されて久しい。そこで注目されてきたのが、家計の資産選択行動である。日本家計の資産構成は欧米と比べ、現預金などの安全・流動資産の割合が高いことが知られている。このため、これをより高リスク・非流動的な方向に誘導すべきことが唱えられてきた。

ただし足元では変化の兆しも見られる。2025年12月27日付日本経済新聞電子版記事は、日本銀行公表の資金循環統計をまとめ、同年9月末における家計の金融資産に占める現預金の比率は49.1%だったとしている。これはピークだった2001年12月末の55.5%と比べると、6.4ポイント低い数値である。その主因は株価の上昇にあると思われるが、同時に、少額投資非課税制度（NISA）が普及したことで、株式・投資信託を保有する家計も増えているとみられる。

こうした動きは預金業務を根幹とする銀行には脅威となり得る。しかし本節では、本格的な高齢化時代を迎えた日本には、高い金融リテラシーを持った家計が自主的な判断に基づいて積極的にリスク性資産をポートフォリオに組み込むという、絵に描いたような「貯蓄から投資」時代は到来しえないことを論じる。したがって預貯金の重要性は今後も本質的には変わらないことであろう。そうした理解を前提として、実は銀行部門が「貯蓄から投資」時代の実現に向けて積極的な役割を果たすことができること、それは銀行にとってもビジネスチャンスの拡大を意味することを議論する。

---

<sup>1</sup> 本章執筆準備に当たっては白塚重典氏（慶応義塾大学）、臼井智博氏（日本銀行）、小林俊氏（日本銀行）との会話が大変有益だった。植杉威一郎氏（一橋大学）からは銀商連携に関する文献を教えていただいた。ここに記して感謝申し上げたい。

## 2. 高齢者家計の資産選択基準

総務省統計局『全国家計構造調査 2019 年』によれば、総金融資産、総資産、純資産いずれを取っても、65 歳以上の層が 50% 近くかそれ以上を占めている。55 歳以上まで広げればシェアは 70% 近くかそれ以上に届く。これにはこれらの層の人口割合が高いことだけでなく、1 人当たりの保有資産が多いことも寄与している。次に金融資産総額に占める主な金融商品の比率を見ると、年代別資産構成に大きな差異はないか、高齢者の方が少しリスク性資産の比率が高い。ただしこの比率は金融資産総額が大きいほど高まる傾向があることを考慮に入れると、高齢者はリスク性資産の保有に積極的とはいえない。

### (1) 塩路(2011)の分析結果

高齢者はどのような意識に基づいて資産選択を行っているのだろうか。筆者はかつて塩路(2011)において、「日経 NEEDS-RADAR 金融行動調査」(現在の名称は「金融 RADAR」)の 2004~2006 年調査結果を基に、この点を検証した。そこでは統計的な手法で所得・資産階層や学歴などの影響をコントロールしたうえで、65 歳以上の考え方がより若年の層とどのように異なるかを分析した。もう一つの特徴として、同じ 65 歳以上でも、遺産動機の有無、及び金融資産を遺産として残す意思の有無によって意識がどう異なるかも明らかにした。その結果、65 歳以上のうちで遺産を残すつもりのないグループを 40 歳代グループと比べると、他の条件を一定として、以下の傾向が見いだされた。

- ・ 金融商品の運用に消極的であり、収益性を重視する傾向が弱く、リスクがある金融商品の組み入れに消極的であり(しかも「何があっても利用したいと思わない」と答える傾向が強く)、組み入れたとしてもローリスク・ローリターン商品を選好する傾向が強い。
- ・ 投資信託の認知度が低く、金融商品に関する知識が不足していると感じている。一方で、新聞などによる情報収集には消極的であり、資産運用についていろいろ知識を身につけるのは億劫だと考える傾向が強い。しかも、資産運用の専門家への委託にも消極的であり、資産運用について人と相談したり資金計画について専門家と相談することにも否定的である。
- ・ 自分はインターネットについて人並みに使えないと感じている傾向が強く、インターネットでの株式投資への関心が低い。
- ・ 外資系金融機関や新規参入した金融機関との取引に消極的である。

以上のように、やはり本調査時の高齢者は(仮に資産額などがすべて同じ若年者と比べるならば)リスクを取ることに消極的だったといえる。この層を自らの判断でよりリスクを取る方向に誘導するには、彼らが自分に金融知識が足りないと感じていながら、それを得ることに消極的であることが障害になる。したがって、専門家などの助言を通じて資産選択行動を変えることに期待したほうがよいと思われる。ただそこでも、この層が専門家などと相談することにすら否定的であることがネックになり得る。

その一方で、高齢者は外資系や新規参入の金融機関など、これまでに取引を行った経験が乏しく、なじみの薄い先との取引への抵抗感が強い。裏を返せば、長年の取引を通じて

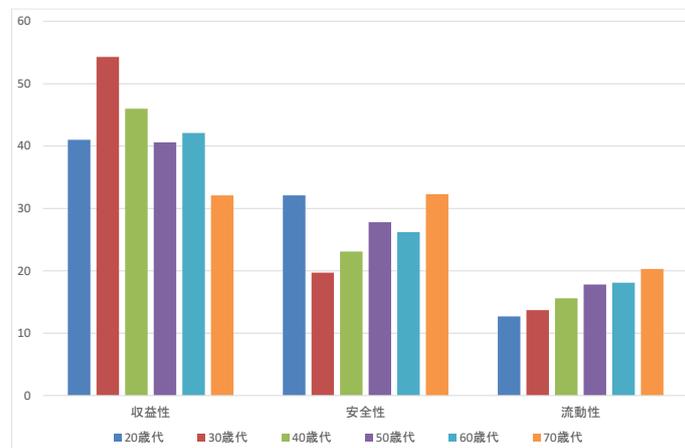
この層の信頼を勝ち得ている伝統的金融機関には、彼らのよき助言者となるチャンスが残されているといえるだろう。

## (2) 『家計の金融行動に関する世論調査(2025)』の年齢層別回答傾向

上記研究は2004～06年のデータを用いたものだったが、それから20年余り経ち、高齢者の平均的な意識も大きく変わっている可能性がある。そこで、金融経済教育推進機構『家計の金融行動に関する世論調査(2025)』の二人以上家計調査結果から、近年の傾向を探ってみよう。ただし個票データを用いた統計分析ではないので、学歴や所得などの影響をコントロールすることはできない。よって以下の分析はあくまでも年齢階層ごとの平均的な傾向の比較にとどまる。

同調査には「あなたのご家庭は、保有する金融商品を決める場合に、どのようなことに最も重点をおいて選んでいますか。」という質問項目がある。回答者は次の選択肢の中から1つ選ぶことになっている。「1 利回りが良いから、2 将来の値上がり期待できるから、3 元本が保証されているから、4 取扱金融機関が信用できて安心だから、5 商品内容が理解しやすいから、6 現金に換えやすいから、7 少額でも預け入れや引き出しが自由にできるから、8 その他」同調査ではこのうち1と2を「収益性」基準、3と4を「安全性」基準、5と6を「流動性」基準と呼んでいる。図表1はこれら3基準の回答比率を年齢層ごとにまとめている。20歳代が安全性に傾斜しているのを除けば、おおむね年齢が高くなるほど安全性や流動性が重視されることがわかる。

図表1 家計の資産選択基準、年代別構成比(%) (二人以上、金融資産保有世帯)



(出所) 金融経済教育推進機構『家計の金融行動に関する世論調査(2025)』から筆者作成

また同調査には「あなたのご家庭では、元本割れを起こす可能性があるが、収益性の高いと見込まれる金融商品について、今後、どのくらい保有しようと考えていますか。」という質問がある。回答者は「1 そうした商品についても、積極的に保有しようと思っている、2 そうした商品についても、一部は保有しようと思っている、3 そうした商品を保有しようとは全く思わない」の中から1つ選ぶことになっている。このうち選択肢3を

選んだ比率は 30、40 歳代でそれぞれ 37.5%、40.9%だったのに対し、60、70 歳代ではそれぞれ 49.0%、54.4%だった。

### 3. 高齢者の資産を動かすには

やはりこの調査からも、高齢層の資産選択行動を変えるには、家計の自主的な判断に委ねるよりも、家計の信頼を得た機関からの助言を通じた経路に期待したほうがよいと思われる。しかしその経路についても、相変わらずハードルは高い。同調査に「あなたは、専門家（ファイナンシャルプランナーなど）や金融機関などに、生活設計、家計管理、資産形成など、お金に関する相談をしたことがありますか。」という設問がある。回答者は

「1 ある。今後、定期的または必要に応じて相談するつもりである、2 ないが、今後相談するつもりである、3 ない。今後相談するつもりはない」から 1 つを選択する。選択肢 3 を選ぶ回答者が最も多く、30、40 歳代は 54.2%、57.2%だが、60、70 歳代ではそれぞれ 69.4%、76.7%にもなる。高齢者が専門家を忌避する傾向は相変わらずである。

ただその一方で、「あなたは、金融に関する知識・情報を、主にどこから得ていますか」（7つの選択肢から3つまで）、「あなたは、金融に関する知識・情報が、どのような主体から提供されるのがよいと思いますか」（8つの選択肢から3つまで）という2つの設問に対して「金融機関から（窓口、パンフレット類、広告、HPなど）」を選んだ割合は70歳代が最も高く、60歳代がそれに続いている。高齢者は金融行動に粘着性が強いだけに、これまで取引のある金融機関が「貯蓄から投資へ」の入り口となれるチャンスは大きいと思われる。ここに銀証連携の社会的意義がある。スマホ上のいつもの銀行サイトから簡単に同じグループの証券会社（提携会社ではなく）のサイトにアクセスでき、しかも顧客からの信頼があり、その財務状況を理解する銀行からの助言を得ながら資産選択をできるようにすれば、より低い心理的コストで証券投資に踏み出せるものと期待できる。

## III. 情報産業としての金融機関と銀商連携の可能性

### 1. 銀商連携と範囲の経済性

伝統的銀行の今後の「反転攻勢」に向けてのヒントとなりそうなのが、あるメガバンクが2023年3月に開始したサービスである。これはスマホアプリ上で預金・決済・証券（提携する証券会社を紹介）・ポイントの付与と利用などのサービスをワンストップで提供する試みである。同サービスは利用者の支持を得、同メガバンクによれば2025年7月には口座数が600万を超えた。仮に、より広い範囲のオンライン金融サービスやさらには電子商取引などのオンライン非金融サービスを取り込み、こうした範囲の経済性をさらに強力に発揮することができれば、多くの利用者を引き付けられる可能性がある。またそうしたサービスを提携会社経由ではなく、同じグループ内企業から提供し、ポイント付与などの誘因を通じて利用者の同意のもとで顧客の金融行動、購買行動などに関する情報を入手し、これを共有・活用できれば、より利用者のニーズに合ったサービスを生み出せる可能性がある。

この点で参考になりそうなのが、中国におけるアリババとアント・グループの提携である。アリババは電子商取引プラットフォームを提供する企業としては世界最大級の大手とされる。アントは利用者 10 億人超とされるモバイル決済・オンライン決済のプラットフォーム、アリペイを提供している。アリペイはほかにも少額投資、少額借入、保険などの金融サービスだけでなく、公共料金や税金の支払い、航空券の予約など、さまざまな生活関連サービスを提供しているとされる。

アリババとアリペイの進化の過程については小倉(2021)第2章 (PP. 40-45、53-59) に詳しい。それによれば、彼らは電子商取引プラットフォーム上の中小企業や個人の電子商取引の契約履行・決済状況、さらに個人については公共料金支払い状況などに関しても、膨大なデータを蓄積している。これらを機械学習の手法で分析することで、高精度な与信審査を行うことができる。アントは傘下にインターネット銀行を保有するとともに、融資申し込みを行った零細企業については提携銀行に信用情報とセットで紹介している。また金融商品の売買のプラットフォームを提供するとともに、近年では大手保険会社と提携して保険事業にも進出している(The Economist (2020))。また個人については、こうした手法を応用して、信用格付けビジネスにも進出している。総務省(2018)P. 95 によればスコア化は次の5つの領域に分けて行われている「①身分特質(社会的地位・身分、年齢・学歴・職業など)、②履行能力(過去の支払い状況や資産など)、③信用歴史(クレジット・取引履歴など)、④人脈関係(交友関係及び相手の身分、信用状況など)、⑤行為偏好(消費の特徴や振り込みなど)」。

小倉(2021)が参照する記事によれば、3,000以上もの変数をモデルにインプットすることで3分以内にスコアを算出できるという(The Economist (2020))。電子商取引とオンライン金融サービスで得られた情報を融合することで、新しいビジネスを生み出しているといえよう。

ただしこれらはいずれも2020年代前半の中国政府による規制強化前の状況を記述したものであり、その後の変容については追加調査が必要である。

また小倉(2021)の考えでは、こうしたビジネスモデルは大数の法則に依拠するところが大きいので、その長所は多数の零細企業・個人に小口の融資を行う場合に発揮される。それに対して大口融資先については個別企業の情報をしっかり見極める伝統的銀行の手法に優位性がある(P. 58)。この視点は示唆に富むものである。零細であってもまったく新しい技術開発に挑む企業のような場合には個別性が強く、大数の法則は働きにくいと考えられる。おそらくは金融のプロの鑑識眼に依存するところが大きくなる。あるいは特定の地域に根差した地場産業や、個人であってもいわゆる「地方の名士」を相手にするときには、やはり個別性が強すぎて大数の法則に頼ることはできず、その地方の状況をよく知る金融機関の知見に匹敵するものはないであろう。

## 2. 事業会社の銀行業参入

日本では2000年に一般事業会社による銀行保有が解禁されて以降、銀行業への参入が相次いだが、ここへ来てこれらの銀行はさらに存在感を増している。流通系銀行の中には過去5年余りで預金残高が急増し、一部大手地銀に匹敵する規模に達したものもある。

日本における銀行業と商業の融合は、主に商業側が銀行業に参入する形で進行してきた。4大携帯キャリアがそれぞれ銀行を保有し（NTTドコモは2025年、住信SBIネット銀行を連結子会社化し、商号も今後「ドコモSMTBネット銀行」に変更予定である）、通信業や決済事業と銀行業のシナジー効果の実現を目指している。その結果として伝統的銀行が新たな形態の銀行による浸食を許している。これには次の小節で振り返る日本の銀商分離規制の在り方が影響している。

### 3. 銀商分離規制の現状

伝統的銀行が証券業や保険業などの広義の金融業務にとどまらず、電子商取引をも包含し、顧客情報の共同活用などを通じて密接に連携したグループへと進化していくにあたっては、銀商分離を原則とする日本の規制の見直しを避けて通ることはできない。

この問題についてもやはり小倉(2021)第2章で包括的に論じられている。また、規制の現状と論点については2020年に開催された金融審議会「銀行制度等ワーキング・グループ」のWEBサイト<sup>2</sup>に公開された議事録と資料（特に第1回～第3回）も参考になる。特に岩原(2020)は同氏が座長を務める金融庁金融研究センター「銀行の業務範囲規制に関する調査研究プロジェクト」の成果の要点を紹介している。また同プロジェクトのメンバーによるDiscussion Paperである岩原(2020)、小出(2020)、内田(2020)も銀商分離規制の現状と論点を明快に整理している。

まず確認しておく必要があるのが、銀行(Banking)と商業(Commerce)の分離という日本の原則は世界共通のものではないという点である。この原則は米国で確立されたものであり（加藤(2020)）、日本の法制はその影響を強く受けている（岩原(2020)）。英国でも、各種規制を通じ、銀行と商業は事実上、分離されているが、ドイツ、フランスなどの欧州大陸諸国ではそうした原則は採用されていない（岩原(2020)）。

以下では内田(2020)に依拠して日本の現行規制をまとめる。銀行株式の所有規制関連で重要な用語は次の2つである。

\*銀行主要株主（以下主要株主）：その企業がどのくらい銀行の議決権を保有しているかに基づいて指定される。具体的には、議決権の20%以上を保有する企業が対象となる。

\*銀行持株会社（以下持株会社）：その企業の資産総額に占める子会社である銀行のシェアに基づいて指定される。具体的には、同比率が50%超である企業が対象となる。

このように、主要株主と持株会社は全く異なった基準を基に決定される。例えば、仮に銀行を子会社とする親会社（議決権の50%以上を保有）であっても、ほかにもいろいろ子会社を抱えていて、その会社の資産総額に占める子銀行のシェアが50%を割り込んでいれば、持株会社ではないことになる。例えばあるコンビニエンス・ストア企業は傘下の銀行の議決権95%を保有しているから主要株主兼親会社であるが、ほかにもいろいろな資産を抱えていることから、持株会社には分類されない。

両者の間では規制の在り方に次のような大きな違いがある。

\*持株会社本体は銀行・金融業以外の業務を行えない。主要株主は行える。

---

<sup>2</sup> [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/ginkouseido\\_wg/ginkouseido\\_wg\\_index.html](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/ginkouseido_wg/ginkouseido_wg_index.html)

\*持株会社は一般事業会社の所有を制限される。具体的には、議決権 15%を超えて株式を取得できない。主要株主にはそうした規制はない。

例えば前出のコンビニエンス・ストア企業は本体でもコンビニエンス・ストア事業を行っているし、スーパーなどの子会社を抱え、海外にも子会社を持っているが、持株会社は同じことをできない。

このように日本の銀商分離規制は銀行が一般事業に進出するのは難しく、一般事業会社が銀行業に進出するハードルはそれよりは低くなっている。規制が「イコールフットイング」の条件を満たさないとされるのはこのためである。「ワンウェイ規制」と呼ばれることもある。

こうした規制の目的は一般事業から銀行業へのリスクの波及の防止である。そのような波及が生じる原因としてよく挙げられるのが利益相反行為である。この文脈ではこれは例えば一般事業会社の損失を埋め合わせるような不適切な貸出を行わせるといった、子銀行を犠牲にして親会社の便益を図るような行為を指している。

これに対して銀商分離原則確立の地である米国では、銀行を一行でも保有する会社は銀行持株会社として扱われる（加藤（2020））。そして銀行持株会社の定義（法律上は広く「銀行を所有する会社」とされているものの）の主な部分は、銀行の議決権の 25%以上を保有している会社である（Labonte（2024））。

もう一つ見逃せない規制上の差異として BIS 規制に関するものがある。

\*持株会社は連結ベースで BIS 規制の対象である。主要株主は対象外である（岩原（2020））。なお一部の持株会社は G-SIBs（グローバルなシステム上重要な銀行）、D-SIBs（国内システム上重要な銀行）として追加的な規制に服している。

なお関連して、2021 年の銀行法改正により、銀行の業務範囲規制が緩和されるとともに、銀行業等高度化会社を取り扱える業務範囲が拡大した。

#### 4. 銀商統合へ向けて望まれる政策対応

前小節で見たような現行の規制は、公平性に欠くという点でも問題だが、銀行側が非金融サービスに進出することで、金融・非金融両サイドから得られた顧客情報を結合して新たな価値を創造するという可能性を阻んでいる点において大きな問題がある。上述のように銀商分離は米国由来の考え方であり、世界共通の常識ではない。日本も欧州大陸諸国のように銀行側からの一般事業への参入を妨げない方向に舵を切るのが適切だろう。

内部に銀行を持つグループが、一般事業のみから成るグループよりも厳しい規制を受けることは当然といえる。しかしその規制のあり方は、「出自」が銀行だったか、一般事業からの参入だったかに関わらず、同じであることが望ましい。

企業グループの「本業」は時代とともに変わり得るし、それによって「出自」があまり意味を持たなくなることもある。紡績機メーカーが自動車会社になったり、家電メーカーがエンターテインメント業界の巨人になったりするように、銀行が一般事業で大成功してそちらがメインになることはあり得るし、電子商取引からスタートした会社がいつの間にか銀行業中心になることはあってもよい。規制はそういった可能性から中立的であるべきだろう。一方、預金保険や中央銀行の最後の貸し手機能の対象となるといった特殊な恩恵

は、グループ内における銀行業の比重に関わらず存在する。したがって、「本業」や「出自」に関わらず、内部に銀行を有する限り、一律の考え方に基づいた規制が適用されることが望まれる。

一例としては、グループとして銀行を所有する場合には、所有形態を持株会社に一本化するということが考えられる。主要株主の概念を廃止したうえで、持株会社の基準を、その会社の資産総額に占める比率ではなく、米国のように、議決権に占める比率によるものとする。例えばその基準が50%であるならば、ぎりぎり49%まで保有することで規制を逃れるようなケースを排除するため、20~49%の議決権保有を事実上禁止することはできないだろうか。持株会社には、グループ全体としての事業の重点が金融業にあるか、一般事業にあるかに関わらず、BIS規制をはじめとする現行の規制を適用する。

上記は一例だが、何らかの形で銀行保有の形態を統一したうえで、グループによる一般事業会社の保有を解禁することが望ましいだろう。これはグループ内の金融業と一般事業の間に何も規制を設けないということの意味するわけではない。銀商分離の根拠とされた一般事業から銀行業へのリスク波及の可能性は現に存在する。したがってグループ内で両事業が共存することは認めつつ、リスクの伝播を遮断するような規制を強化するのが適切だろう。例えば、銀行が同じグループ内の一般事業会社に信用供与する場合には、通常の大口径信用供与等規制よりも厳しい規制を適用してはどうだろうか。また過去には、主に銀行による優越的な地位の濫用の可能性を憂慮する立場からの規制論が多かったように思われる。しかし先行研究で強調されるように、近年では一般事業会社の中にも、一部の世界的プラットフォーマーのように、優越的地位を確立したのではないかと疑われるケースがみられる。例えば、そうした会社がグループ内に銀行を持つことで、プラットフォーム参加者にその銀行を通じた取引を事実上強制し、取引情報や利益を得ようとするのではないのか、といった観点からの規制も求められる。こうした一般事業サイドから来るリスクに金融行政がどのくらい有効に対応できるのか、点検する必要があるだろう。

個人・個別企業情報保護は今後ますます重要な課題となるだろう。グループ内各社間の利用者情報の共有・利活用は促進されるべきだろうが、それも利用者による主体的な同意を必須とし、利用者はいつでも情報利用停止を要求できることが前提となる。グループとしてはポイント付与や金利・手数料・保険料優遇などの誘因を与えて、情報提供を促すことになるだろう。また、情報共有はグループ内にとどめることで利用者の信頼を得ることも必要だろう。提携会社などを使うとそこから情報が拡散する恐れがあり、利用者不安の増幅にもつながる。その点にも1つのグループが金融・非金融含めたフルセットのサービスを提供するメリットがある。

## IV. トークン化預金の可能性

### 1. 本節の目的

新しいデジタル化技術の登場は金融業に新たな可能性をもたらす。一方、既存業者が経営判断の遅さや規制などのためにその活用競争に乗り遅れば、存続の危機に直面することにすらなりかねない。その典型がブロックチェーン技術である。本節ではこれまでの銀

行と中央銀行を核とした決済の在り方がどのような事情で発展してきたのかを簡潔に振り返る。そしてそれがなぜ時間と費用を要するものになっているのかを考える。そしてその旧来型システムが、ブロックチェーン技術に基づくステーブルコインによる決済の台頭によるチャレンジを受けている現状を概観する。

しかしステーブルコインによる決済には大きな欠陥がある。仮にこれが決済システムの中核となることを許すならば、金融システムは大きな不安定化のリスクを抱えることになるだろう。国際決済銀行のレポート（BIS(2025)）がこの点を指摘し、話題を呼んだ（同レポートの日本語による平易な解説として山岡（2025）がある）。本節では同レポートなど最近の論説に基づいて、同問題を議論する。そのうえで、銀行部門が中心となってブロックチェーン技術を取り込んだ新たな決済システムを構築する可能性があることを、これもBIS(2025)など最近の文献に依拠しつつ議論する。そしてそれは銀行にとってどのような新たなビジネスチャンスとなり得るのか、それは社会的に見てどのように望ましい（あるいは望ましくない）ものなのか、中央銀行は其中でどのような役割を果たし得るのかを考察する。

## 2. 旧来型決済

### (1) 決済に伴うリスク

銀行の中核業務の1つは決済である。決済とは何かについては青木(2001)に詳しい。本節でも同文献や藤木（2022）第10章に依拠しつつ議論を整理する。決済とは、取引（商品の売買や資金の貸借など）によって生じた債権・債務関係を、おかね・商品・証券などをやり取りすることで解消することである。例えば筆者が菓子屋の実店舗に行ってみじゅうを買って代金を現金で払う場合、取引と決済は同時に行われる。この場合には大きな問題はあまり発生しない。しかし多くの場合、両者の間には時間差が存在する。

この時間差のため、関係者は2タイプのリスクに直面することになる。第1は決済が当初の約束通りに成立しないリスクである。例えば東京に住む筆者が、実店舗に足を運ぶのではなく、兵庫県赤穂にある菓子屋に電話をかけて、みじゅう1万円分を発注したとしよう。代金は現金書留で送る約束である。もし料金先払いであれば、筆者は料金を払ったのに商品が届かないリスクに直面する。後払いなら、菓子屋は商品を送ったのに料金が払われないリスクに直面する。こういったリスクを信用リスクと呼ぶ。

第2のリスクは、決済が成立するまでの間に、取引関係者の事情が変わってしまうリスクである。例えば上記の例のうち料金後払いのケースで、当初の予定では菓子屋は、筆者からの料金が届いたのちに、原材料業者に原材料費を払えばいいはずだったとしよう。ところが突然何らかの理由で、1万円が到着する前に支払いを行わなくてはならなくなったとしよう。この場合、菓子屋が手元に十分な現金などを持っていない限り、原材料業者との間でトラブルが発生する。このようなリスクを流動性リスクと呼ぶ。

これら2つは無事に決済が行われるまでの間に生じ得るリスクである。それとは性質を異にするものの、もう1つ見逃せないのが、いったん決済が完了した（と思われた）あと、決済が本当に正しく行われたかどうかを確認できなくなるリスクである。例えば筆者は実は商品をちゃんと受け取ったのにも関わらず、後から、そんなものは受け取っていない

いと主張するかもしれない。あるいは菓子屋は実はちゃんと代金1万円を受け取ったのに、受け取っていないと言い出すかもしれない。この3番目のリスクを仮に係争リスクと呼んでおこう。

## (2) 台帳管理者の登場

係争リスクを最小限に抑えるには、取引と決済の正確な記録を残しておくことが必要である。それも筆者や菓子屋がそれぞれ記録しているのでは、改ざんの可能性が生じ、リスクを抑えられない。ここに信頼できる第三者が管理者として介在する意味が出てくる。この管理者が「台帳」を作成し、全ての取引を記録しておくこと、さらには、必要が生じたときにはそれを公の場で検証できるようにしておくことによって、係争リスクを削減できる。

このように、台帳管理者は誰でもよいわけではなく、取引関係者全員によく知られていて、信頼されている者でなくてはならない。また、台帳管理者自体が取引の途中で資金が足りなくなってしまう、極端な場合には潰れてしまうようなことは（まず）ないという共通理解が成立していることも必要である。このため台帳管理者は独占あるいは寡占的な地位を得やすいといえる。このような存在は円滑な取引の実現には有益である一方、間に仲立ちが入ると、取引関係者はこれに手数料を払わなくてはならないため、取引費用が増加する。また、管理者が取引の正しさを検証し、記録を付けるのに時間がかかることにもなる。

## (3) 銀行を台帳管理者とする決済

現代経済において台帳管理者として重要な役割を果たしているのが銀行である。例えば筆者と菓子屋がともにM銀行に預金口座を持っているとしよう。筆者は現金を封筒に入れて直接郵送する代わりに銀行振込（振替）を利用できる。筆者がM銀行に対して、菓子屋への代金支払いの指示を出すと、M銀行はまず筆者の口座に十分な残高があるかを確認する。そのうえで筆者の口座から代金1万円分を減額し、菓子屋の口座に1万円を増額する。これらの取引はすべて、この場合の台帳管理者たるM銀行に記録されるので、後で「払った、払わなかった」の係争が生じる恐れはまずない。（ただし、筆者が本当に商品を受け取ったのかに関する不確実性は残る。）

## (4) 中央銀行を中央台帳管理者とする決済

取引関係者が異なる銀行に口座を持っている場合には話はもう少し複雑になる。例えば筆者はM銀行に、菓子屋はR銀行に預金口座を持っているとしよう。筆者から振込依頼を受けたM銀行は筆者の口座から1万円を減額すると同時に、日銀に連絡して自行の持つ日銀当座預金口座から1万円を減額してもらう。同時に日銀はR銀行が持つ日銀当座預金口座に1万円を増額し、同時に、連絡を受けたR銀行は菓子屋の預金口座に1万円を追加する。間のステップが増え、当事者が増える分だけ費用がかさみ、時間もかかることになる。また新たに、銀行間の決済にまつわるリスクが発生することになる。上の例では、M銀行の日銀当座預金が1万円に満たなければ、決済は実行できない。

現実には銀行同士の決済はこのように一つ一つの取引ごとに行われるわけではないのでさらに複雑だが（青木(2001)参照）、エッセンスは以上の通りである。

### (5) なぜクロスボーダー取引は旧来型決済の弱点なのか

取引関係者が異なる国にある銀行に口座を持っている場合は厄介さが格段に増す。その大きな理由は、国内決済における中央銀行に当たるような中央台帳管理者が、クロスボーダー取引においては存在しないことにある。このため、異なる国の民間銀行同士の相対の取引に頼ることになる。例として、筆者が日本のJ銀行にある自分の口座を使って米国のU銀行に口座を持つ米国の菓子屋に100ドル送金する場合を考えよう。J銀行は、自行がU銀行に口座を開いていれば、それを使って100ドルをU銀行に入金することができる。しかしそうでない場合は、中継銀行、すなわちJ銀行が口座を持っている別の米国の銀行を経由することになる（こうした中継銀行はコルレス銀行と呼ばれる）。複数の中継銀行を経由することもあり得る。銀行を通じた海外送金が「バケツリレー」と揶揄される所以である。決済と情報伝達の鎖を連ねる経路が長くなるほど、費用がかさみ、時間がかかる。また、その途中のどこかの鎖のところで決済がうまく行かなくなるリスクも増加する。

もう一つの問題点は、台帳管理者に求められる要件である取引関係者全員からの信頼という資質は、国内銀行の場合には、それが国内の様々な法制度や政府・中央銀行の規制・監督に服しているという事実根拠に根差していることに起因する。日本の場合民間銀行は、財務健全性を保つための厳しい規制に服するのといわば引き換えに、預金保険制度への加入を認められる、危機時には日銀の「最後の貸し手」機能の恩恵を（潜在的には）期待できるなどの便益を受けている。こうした共通理解は、外国銀行との取引においては、やや怪しいものになる。このため、取引と決済をつなぐ経路のあちこちで、膨大な確認事項が発生することになる。これは取引の費用と時間をさらに増加させる。

## 3. ステータブルコインの台頭

### (1) ブロックチェーンの優位性

ブロックチェーンは、以上のような旧来型と比べて、決済を大幅に迅速化、効率化する可能性を有する。ブロックチェーンの技術面の正しい理解と解説は筆者の能力を超える。ただ、本節の議論を理解するうえで必要なのは、以下の2点である。

- ① ブロックチェーンは電子的な台帳を「参加者全員が閲覧・確認・保有して管理する」ことを可能にする。このため、特定の台帳管理者の存在が不要になる。しかもこの台帳は、一度書き込んだら書き換えられないという性質を持っており、改ざんの心配がない。よって係争リスクを大幅に削減できる。
- ② ブロックチェーンは取引関係者が一堂に会する場を仮想空間上に提供する。よって、最終的なおかねの払い出し手と受け取り手の間に仮に仲介業者が入っていても、時間を掛けて一つ一つステップを踏むことなく、取引開始から決済まで短い時間で完了することができる。上記のように、信用リスクや流動性リスクは取引から決済までの間に時間差があるときに発生するものだから、ブロックチェーンを用いることでそうしたリスクを大幅に削減することができる。

## (2) ステーブルコインの登場

ブロックチェーンを用いた暗号資産は以上のような特徴を活かして新しい決済手段となることを期待する向きも当初はあったと思われる。しかしその後、通常の暗号資産はその供給量が限られているため、需要が増えたり減ったりするたびに価格が乱高下するという欠点が誰の目にも明らかになった。その欠点を補うべく考案されたのがステーブルコインであった。

ステーブルコインは発行者により、その価値が法定通貨に対して常に一定であることを約束されている。米ドル建てのものであれば、その単位当たり価値は常に1米ドルと等しいことになっている。もしこの約束が守られるならば、ステーブルコインの利用は広まり、やがては既存の決済システムに対する重大な脅威となり得る。

Eichengreen et al. (2025)によれば2024年末時点で米ドル建てステーブルコインの時価総額合計は2,000億米ドルを超えていた。米国で初となる体系的な決済用ステーブルコイン規制を定めるGENIUS法が2025年7月に成立したこともあり、2025年中も伸長は続いた。例として、現時点での2大ステーブルコインとして他を圧倒する存在(BIS(2025)P. 84, Graph 1A 参照)であるUSDT(Tether社発行)とUSDC(Circle社発行)を見てみよう。WEBサイトInvesting.comによれば、2025年12月27日時点で、前者の時価総額は約1,868億ドル、後者は約765億ドルだった。Liang(2025)によれば2020年第4四半期時点では前者が約200億ドル、後者は約40億ドルだったから、これらの急激な成長ぶりがわかる。

Spira and Wessel(2025)によれば、現時点では世界のステーブルコインの約99%がドル建てである。ただ、他通貨建ての発行も始まっている。日本では、2025年10月27日の日本経済新聞電子版記事によればJPYC社が円建てのステーブルコイン「JPYC」発行を開始した。もっとも現状ではその規模は小さく、WEBサイトCoinMarketCap.comによれば2025年12月27日時点での時価総額は約23億円だった。上記日本経済新聞記事によれば、同社は今後の発行目標を3年で10兆円(同日の為替レートで換算して1億ドル未満)としている。

旧来型決済システムが、その明らかな弱点であるクロスボーダー取引においてステーブルコインによる浸食を許しているのは驚くにはあたらないかもしれない。しかし直近では、利用者が増えているステーブルコインを国内の、それも実物の取引に使おうという動きも始まっている。日本経済新聞電子版2025年6月14日付記事によれば同月、電子商取引サイト構築支援を手掛けるショッピングファイ社(所在地はカナダだが米国でも大手)はUSDCによる決済の導入を発表した。Wells(2025)によれば米國小売り大手のウォルマートやアマゾンなどもステーブルコインの使用を検討しているという。この傾向が続けば、国内の決済においても旧来型が脅かされる日が来るかもしれない。

## 4. ステークブルコインの限界

### (1) ステークブルコインの「デベッグ」

しかし決済手段としてのステークブルコインにはいくつかの難点がある。その最たるものが、常に1米ドルに等しいはずのその価値が、しばしばその水準を大きく下回ることである。これを「デベッグ」と呼んでいる。

規模の大きなものとしては、2022年5月にTerraUSD（略称UST）と呼ばれるステークブルコインの価値が暴落し、ほぼ無価値となった（WEBサイトcoingecko.comのデータに基づく）。1週間で450億ドル以上の時価総額が消し飛んだとされる（Spira and Wessel（2025））。最近でも、2025年11月にUSDxと呼ばれるステークブルコインの価値が10セント以下まで暴落している（やはり上記WEBサイト提供データによる）。

もっともこれらは「アルゴリズム型」と呼ばれるタイプのステークブルコインであり、何らかのアルゴリズムに基づいて供給量を調整することで米ドルとの等価を維持するという触れ込みのものである。一方、米国のGENIUS法の下では、決済用ステークブルコイン発行者は最低でも発行高に見合った金額の安全で流動性の高い資産を準備として保有することとされている。よって将来的には、こうした資産は決済用ステークブルコインの範疇に含められない可能性が高い。

### (2) デベッグを防げない理由

しかし、一見すると発行者が十分な準備資産を保有していたと思われる場合でも、デベッグは発生している。上記TerraUSD暴落時はUSDTの価値も一時94セントまで落ち込んだ（Spira and Wessel（2025））。2023年3月に米国の民間銀行であるシリコンバレーバンクが破綻した際にはUSDCの流通市場価格が87セントまで下落した。これはUSDCを裏付ける準備資産の多くが同銀行への預金という形を取っていたためとされる（Eichengreen et al.（2025））。これらほど大規模ではないが、安定しているはずのステークブルコインの価値が1米ドルを割り込むということは日常的に起きている。

なぜこのような価値の変動が生じるのだろうか。以下の3つの理由が挙げられる。

（理由1）発行者が準備資産を保有しているといっても、保有者は手持ちのステークブルコインを直接発行者に持ち込んで、米ドルと交換してもらえとは限らない。USDTに関しては、個人保有者が直接償還を受けるにはまず本人確認が済んでいなくてはならず、最低償還額10万米ドルという基準をクリアし、さらには0.1%という手数料を払わなくてはならない（Tether社WEBサイトによる）。事実上、直接償還を受けられるのは大手取引所や大手金融機関など、限られた存在と言えるだろう。

（理由2）発行者は通常、準備の全額を真に安全で流動性の高い資産で保有していない。このためにバランスシート上の左右で流動性のミスマッチが生じている（Eichengreen et al.（2024）、Tirole（2025））。Liang（2025）の分析によればUSDT発行者の準備資産のうち約20%は現金及び現金同等物に該当しないものによって構成されていた。その中には担保付ローン、貴金属、ビットコインなども含まれていた。USDC発行者についてはほぼ14%が金融機関への預金によって占められており、預金保険で全額がカバーされていないと思われる。

(理由3) 以上のような状況下、ステーブルコインの価値を究極的に支えるのは、発行者の準備資産状況に対する信認である。発行高が十分に安全で流動的な資産によって裏付けられていないのではないかと疑念が生じた瞬間から、取り付けが生じるリスクにさらされることになる(Eichengreen et al. (2024)、Tirole (2025))。

このように、ステーブルコインによる決済システムは不安定性を内包している。Gorton and Zhang (2023)はこれを1837年から1863年の米国におけるFree Banking Eraになぞらえている。この時期には誰でも自由に銀行を設立することが認められた。そして民間銀行は所在する州の州債を裏付けとして自由に紙幣を発行することができた。その結果、何百種類もの紙幣が並行して全国で流通することになった。それらは多くの場合に額面をはるかに下回る価格で取引され、その価格も暴騰・暴落を繰り返した。これにより日常的な取引効率は大幅に低下した。

### (3) ステーブルコインの構造的欠陥：「一意性」の欠如

BIS(2025)は以上を総括して、ステーブルコインはある資産が貨幣としての資格を得るための要件の一つである「一意性」(singleness)を満たさないと結論付けている。一意性とはそれが常に額面通りの価値で取引されることを指す。その意味合いをワンフレーズに集約したのがHolmstrom (2015)の“No Questions Asked”原則である。これは例えばある商品の買い手が決済手段として額面価値100米ドルの資産を提示したときに、売り手はその価値が本当に100米ドルであることを疑いもしないことを意味する。念のために発行主体の財務健全性を調べてみようと考えたり、明日になったらその価値が99米ドルになっているのではと心配になったりすることがあり得ない状況である。社会の中でそのような共有知識が成立しているとき、取引は円滑に実行される。

一意性の欠如はステーブルコインによる決済システムの構造に根差している。発行者は常に価値が一定で流動性が高い(はずの)負債を発行して資金調達している。その資金を同じくらい安全で流動性の高い資産(例えば現金)で運用すれば、取り付けにあう心配はないだろう。その代わり儲けは出ず、固定費用すら回収できない。利潤を得るためには安全性や流動性で劣る代わりに収益率の高い資産を保有する誘因が常に存在する。しかしそれは取付リスクに道を開くことになる。

Eichengreen et al. (2025)のAppendix A3では、この問題を軽減する制度的工夫として、ステーブルコイン発行者に中央銀行貸出(discount window)へのアクセスを認めること、ステーブルコインの価値下落時には中央銀行資金へのアクセスを認めること、その代わりにバーゼル規制などの適用対象とするというアイデアを検証している。発行者は事実上の銀行(預金取扱機関)なのだから銀行らしく扱いたまおうということなのだろうが、それならば本当の銀行に任せた方がよいように思われる。

### (4) ステーブルコインのその他の欠陥

BIS(2025)は貨幣の要件として一意性に加え2つの性質を挙げ、ステーブルコインがいずれも満たさないと論じている。貨幣の第2の要件は“elasticity”(弾力性)と呼ばれる。これは貨幣需要が変動するに応じて弾力的に供給量が反応できること(それは価格を

安定化させることにもつながる)を意味する。ステーブルコインが本当に発行者の安全・流動資産に100%裏付けられているのであれば、発行高はそれら資産額に制約され、短時間で柔軟に伸び縮みすることは望めない。貨幣の第3の要件は“integrity”であり、不正行為などに使われにくいことを意味する。ステーブルコインは匿名性が高く、それが長所とも言えるのだが、犯罪などには利用されやすいといえる。

## 5. トークン化預金の可能性

### (1) 社会的意義

以上のように、ブロックチェーン技術を活用した決済手段には大きな魅力と可能性が認められるものの、新しい決済システムがステーブルコインを中心としたものになるならば、金融システムは不安定化し、経済効率は損なわれるものと思われる。そこで注目されているのがトークン化預金である。これは既存の銀行預金をブロックチェーン上で発行したものだといえる。ブロックチェーンの形態としては、誰でも自由に参加できるパブリック型と、銀行の顧客及び同一グループ内企業のように管理者である銀行に許可された者だけが参加できるプライベート型が考えられる。ここでは後者を想定して話を進める。

トークン化預金を中心に据えることで、より安定的な決済システムを構築できると期待される。既述のように、ステーブルコインの価値に対する信認を支えるのは、発行者そのものではなく、発行者が持つ準備資産の安全性・流動性に関する信認だけである。これに対して、すでに議論したように、銀行が発行する預金に対する信認の拠り所は、発行者が多くの厳しい規制や政府による監督に服しているという事実にある。さらには、それらの見返りとして、預金の一部が公的な預金保険でカバーされていること、負債発行の裏付けとなる準備資産として中央銀行が発行する準備預金にアクセスする特権を与えられていること、危機時には中央銀行の最後の貸し手機能の恩恵に浴することができることなど、さまざまな制度が多重に預金発行者に対する信認を支えている。

このため、(銀行取付が起こらない限り)筆者からの1万円の銀行振込を待っている菓子屋が、実は筆者の銀行預金には額面通りの価値はないかもしれないなどと心配する必要はない。つまり貨幣の一意性、“No Questions Asked”原則が成り立っている。

もう1つの銀行の特権は、部分準備制が認められていることである。つまり発行した預金の全額が安全で流動的な資産(特に中央銀行準備預金)で裏付けられている必要がない。このため、預金を貸出等に回して利潤を稼ぐことができる。参入規制もあり、銀行は寡占的な立場で利潤を得ることができ、それがまた銀行への信認を補強している。また部分準備制の下で、銀行は顧客の求めに応じて預金の供給を柔軟に調整できる。これにより貨幣の第2要件である弾力性を確保している。また銀行預金にはマネーロンダリングなどに関する厳しい規制が適用されているために、貨幣の第3要件である健全性を満たすことができている。

### (2) 顧客にとってのメリットと課題

預金者への主なメリットは決済のスピード向上と費用低下であろう。ある取引の関係者が同じ銀行に、したがって同じブロックチェーン上に口座を開いている場合、決済手続き

を自動的かつ迅速に、低コストで行えると期待できる。ある銀行に口座を持つ個人が同一グループ内の証券会社・保険会社・小売業者から金融・保険・一般商品やサービスを購入する場合にも、トークン化預金を用いることでスムーズな取引が行えるようになると期待できる。また費用低下によってより多くの小売店舗が電子取引に参入するようになれば、消費者にとっては商品・サービスの選択肢が広がる。さらに、トークン化預金を使うことで金利面の優遇を受けたり、保険料が下がったり、ポイントを付与されたりといったサービスが受けられる可能性がある。

また以下でも論じるように、銀行グループが顧客情報をより効率的に、広範囲に把握できるようになれば、グループは個別顧客に向けて最適化されたサービスや金融アドバイスなどを提供できるようになり、顧客にとっても便益が大きいだらう。

一方、課題としては、銀行グループをまたいだ取引にどう対処するかという問題がある。もしそれぞれのグループが完全に閉じたブロックチェーンを形成するならば、その境界線をまたぐ時にはやはり中央銀行の準備預金を経由せざるを得ず、メリットは落ちてしまう。この問題が大きいと、利用者はステーブルコインの方に魅力を感じてしまうかもしれない。トークン化預金の「相互運用性」確保が大きな課題とされる理由である。最近、米国のJPモルガン銀行とシンガポールのDBS銀行が共通基盤構築に向けて合意したとのニュースが出ており、こうした動きに注目する必要がある。特に、国をまたいだ銀行チェーンの相互乗り入れが仮に実現すれば、クロスボーダー取引は効率化し、旧来型決済システムの最大の弱点を減じることになるだろう。

### (3) 銀行グループにとってのメリット

費用低下に加えて、預金のトークン化を進める側が期待できるメリットとしては、預金の粘着性の向上が挙げられる。預金者が同じブロックチェーン上にとどまって取引することの便利さを享受するほど、他のチェーンに移ろうとする誘因は弱まるだろう。

もう一つ期待できるのが、顧客情報収集の効率化である。仮に預金者がほとんどの経済活動をグループ内銀行のトークン化預金で行うようになれば、その預金者の状況を総合的に把握できるようになる。これに基づいて個別顧客に最適化されたサービスを提供できれば、さらにグループへのロイヤルティを高めることができるだろう。

上記の相互運用性の向上が進んだ場合、顧客にとっての自行預金の魅力が高まるという点では、グループにとってプラスである。しかし、それがあまりに進むと顧客にとっては「どのグループに所属しても同じ」となってしまうかねず、そうなるとグループへのロイヤルティを高めるという目的とは相反することになってしまう。

### (4) 規模・範囲の経済性とネットワーク外部性の強化

留意点としては、決済システムの革新は金融業の寡占化を伴う可能性が高い。新たなシステム構築には固定費用が掛かり、規模の経済性が強く働くと思われる。多様な業種が連携した大きなグループが1つのブロックチェーン上で幅広い商品・サービスを提供するようになれば、単一機能しか持たない小企業が対抗することは難しくなる。利用者にとって、自分と同じグループ内の相手と取引することのメリットが高まれば、「他の人が使っ

ているから自分もそのグループを使おう」と考える傾向が強まるだろう。ブロックチェーン間の相互乗り入れということを考えても、並立する何十ものチェーン同士が連携しようとするればコストがかかりすぎる。中小の金融機関は難しい局面を迎えるかもしれない。

もう1つの留意点は、グループによる顧客の囲い込み（ホールドアップ問題）の可能性である。すなわち、顧客情報の独占を通じて、グループは顧客に対して優越的な地位を構築できると思われる。しかも顧客にとって外の選択肢は数グループしかないとすれば、これまでのグループからオプトアウトした利用者は「デジタル難民」化し、生活に困難を来す可能性がある。

### (5) 中央銀行・規制当局に期待される役割

トークン化預金中心のシステムにおいて中央銀行に期待される役割は大きい。まず異なるグループ間の取引を円滑に進めるため、中央銀行準備預金もデジタル化する必要がある。いわゆるホールセール型の中央銀行デジタル通貨（CBDC）である。ただ、この面での検討はすでに進んでおり、導入は円滑に進むと思われる。なお、Adrian and Mancini-Griffoli（2023）はこの考えを一步進めて、各国のデジタル通貨が取引される共通のプラットフォームの設立を示唆している。確かに、これが実現すればクロスボーダー取引は大幅に効率化する可能性がある。しかし彼ら自身が認めているように、そのガバナンスをどうするのかという難問があり、実現は至難の業だろう。

中央銀行は国内において、プライベート型チェーン間の相互運用性を高めるよう、各グループに働きかけるべきであろう。その究極的な形態としてBIS（2025）は中央銀行による「統合台帳」の設立を提言している。中央銀行を中央台帳管理者とする、全金融機関共通のブロックチェーン上ですべての取引が行われれば、銀行グループをまたいだ決済も効率化するだろう。またこれに参加することで、中小金融機関にも同じ土俵で競争するチャンスが与えられる。一方で有力グループにとっては、顧客の囲い込みというメリットが薄まってしまうので、そうした制度の導入を歓迎するかどうかはわからない。

顧客側の立場を補強するための公的介入も必要になるだろう。一例として、顧客情報できるだけポータブルなものとして、利用者がグループ間を移動する妨げにならないようにする規制が考えられる。また、利用者がこれまで取引していたグループからオプトアウトしてもすぐに「デジタル難民」化せず、最低限のデジタル生活を保障されるような仕組み作りも望まれる。筆者としてはそのために、リテール型CBDCの発行を提唱したい。それが実際にどのくらい使われるかは、大きな問題ではない。強制通用力を持ったデジタル通貨へのアクセスを保証されていれば、たとえそれが優遇金利やポイント付与などの便益を伴わないものであっても、トークン化預金の利用者側の交渉力を支える外部オプション（Threat point）の強化に役立つはずである。

## V. おわりに

本章では日本の伝統的金融機関が資金調達面で直面するチャレンジと、そこに潜む成長の機会を概観した。

(1) 「貯蓄から投資へ」の動きは一部に存在するが、高齢化が進行する日本では大きな流れにならない。金融行動の粘着性が強い高齢者家計が、各自が取り得る範囲内のリスクで、安心して投資行動に向かえるようにするには、彼らと長い取引関係を築き、一定の信頼を得ている銀行からの助言が有用になり得る。また「銀」と「証」の連携をさらに深めて、1つのスマホ画面上からワンクリックで銀行口座にも証券口座にも行けるようにすることも有効だろう。

(2) 一般事業から銀行業に参入した企業グループが存在感を高める中、銀行業からも電子商取引などの一般事業に参入し、顧客情報の共有を通じて範囲の経済性を発揮すれば、競争上優位に立てる可能性がある。

(3) ステーブルコインが決済の中心的役割を担うようになれば、金融システムは不安定化するだろう。既存銀行が発行するトークン化預金を中心とした決済システムの方が望ましい。銀行にとっても、預金の持つ魅力をさらに高め、顧客のロイヤルティを向上できれば、経営の安定化につながる。

一方、こうしたチャンスを活かすためには銀行側のさらなる努力も欠かせない。

(1) 本章の分析によって、高齢者は資産運用について専門家と相談することに及び腰であり、そのことが「貯蓄から投資へ」の動きを進めるうえで障害となり得ることが明らかになった。彼らにとって身近な存在である銀行は、聞き取り調査などを通じて消極性の原因を明らかにし、信頼を勝ち得るための努力をすべきである。

(2) 「銀」から「商」への動きは、これまでのところ、地域金融機関による地域商社設立の例が目立つ。大手行と広告会社が共同でマーケティング会社を、銀行業等高度化会社として設立したなどの例は出始めているが、今後の規制緩和を見越して、業務拡大への準備を進めるべきである。

(3) 本章執筆時点で大手行が共同でステーブルコインを発行する計画が発表されている。もし大手行が共通のブロックチェーン上でトークン化預金を発行することに合意できれば、日本の決済の世界に大きなインパクトを与えるだろう。現在までのところ、トークン化預金発行へ向けての動きは鈍いが、この業界の変化の早さ、特にドル建てステーブルコインの伸長ぶりを考えれば、準備を加速するべきだろう。

政策当局は「銀」「証」「商」の連携を後押しするような規制体系に転換することが望ましい。その一方で、グループ間の競争を促すような政策も欠かせない。銀行グループによるホールドアップ問題を抑制するための個人情報保護、フルセットのデジタルサービスを提供できる少数の銀行グループが利用者に対して優越的な地位に立つ傾向を緩和するためのリテール型CBDCの発行なども今後の課題と言えるだろう。

なお本章では、大型の固定費用を投じてデジタル技術を導入し、フルセットのオンラインサービスを提供できるような銀行グループを念頭に議論を進めてきた。そのような銀行グループは少数にとどまる可能性がある。しかしそれ以外の金融機関にも重要な役割が期待される。本稿で取り上げた小倉(2021)の議論が示すように、デジタル技術が最も得意とするのはある程度パターン化された、大数の法則が働きやすいタイプのサービスと思われる。より個別性の高い、地域固有のビジネスや地方富裕層などに対しては対面式サービスの優位性が発揮される可能性は充分にある。何よりも、今までにない全く新しい発想に基

づいてイノベーションを起こそうとするようなスタートアップ企業、まさに今後日本の経済成長に欠かせない存在を掘り起こすという作業においては、従来型に近い金融業の果たせる役割は残るのではないかと推測する。

## 参考文献

### 【邦語文献】

- 青木周平 (2001) 「決済の原理－決済についての入門講義－」、日本銀行 WEB サイト  
<https://www.boj.or.jp/paym/outline/expkess.htm>
- 岩原紳作 (2020) 「銀行の業務範囲規制について」金融審議会「銀行制度等ワーキング・グループ」(第1回)資料  
[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/ginkouseido\\_wg/siryu/20200930/sankou1.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/ginkouseido_wg/siryu/20200930/sankou1.pdf)
- 岩原紳作 (2020) 「日本における銀行規制の現状と課題」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2020-3  
<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2020/DP2020-3.pdf>
- 内田浩史 (2020) 「金融制度設計に対する機能アプローチと銀商分離規制の検討」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2020-4  
<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2020/DP2020-4.pdf>
- 小倉義明 (2021) 『地域金融の経済学－人口減少化の地方活性化と銀行業の役割』慶應義塾大学出版会
- 加藤貴仁 (2020) 「アメリカにおける『銀行と商業の分離』に関する規制の現状」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2020-5  
<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2020/DP2020-5.pdf>
- 小出篤 (2020) 「わが国における銀行・銀行グループの業務範囲規制について」金融庁金融研究センターディスカッションペーパーDP2020-6  
<https://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2020/DP2020-6.pdf>
- 塩路悦朗 (2011) 「高齢者の資産選択に関する意識と行動－日経 RADAR2004-2006 の検証」翁邦雄、北村行伸編著『金融業と人口オナーズ経済 高齢化社会における金融・経済のあり方』第3章、85－109、2011年5月
- 総務省 (2018) 『平成30年版 情報通信白書』
- 藤木裕 (2022) 『入門テキスト 金融の基礎 (第2版)』東洋経済新報社
- 山岡浩巳 (2025) 「山岡座長が解説！①～④：国際決済銀行 (BIS) 論文「次世代の通貨・金融システム」デジタル通貨フォーラム WEB サイト  
<https://www.decurret-dcp.com/dc-forum/column/forum-interview202507-1.html> (ほか)

### 【英語文献】

- Adrian, Tobias and Tommaso Mancini-Griffoli (2023) “Technology Behind Crypto Can Also Improve Payments, Providing a Public Good.” IMF Blog.  
<https://www.imf.org/en/blogs/articles/2023/02/23/technology-behind-crypto-can-also-improve-payments-providing-a-public-good>
- Aldasoro, I, P. Mehrling and D. Neilson (2024): “On par: a money view of stablecoins”, *Journal of Financial Market Infrastructures*, vol 11, no 4, pp 47–64.
- Bank for International Settlements (2025) *BIS Annual Economic Report 2025*  
<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e.htm>

- The Economist. (2020) "Queen of the colony." *The Economist*, Volume 437, Issue 9215, October 10th-16th 2020, pp. 21-23.
- Eichengreen, Barry, My T. Nguyen, and Ganesh Viswanath-Natraj. (2025) "Stablecoin devaluation risk." *The European Journal of Finance*: 1-28.  
<https://doi.org/10.1080/1351847X.2025.2505757>
- Gorton, Gary B., and Jeffery Y. Zhang. (2023) "Taming wildcat stablecoins." *University of Chicago Law Review* 90: 909.  
<https://chicagounbound.uchicago.edu/uclrev/vol90/iss3/3/>
- Holmström, B. (2015): "Understanding the role of debt in the financial system", BIS Working Papers, no 479, January.  
<https://www.bis.org/publ/work479.pdf>
- Kosse, A, M Glowka, I Mattei and T Rice (2023): "Will the real stablecoin please stand up?", BIS Papers, no 141, November.  
<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap141.htm>
- Labonte, Marc (2024) "Bank Holding Companies: Background and Issues for Congress" U.S. Library of Congress Report R48291.  
[https://www.congress.gov/crs-product/R48291#\\_Toc184364396](https://www.congress.gov/crs-product/R48291#_Toc184364396)
- Liang, Nellie (2025) "Stablecoins: Issues for regulators as they implement GENIUS Act" Brookings.  
<https://www.brookings.edu/articles/stablecoins-issues-for-regulators-as-they-implement-genius-act/>
- Spira, Jack and David Wessel (2025) "Commentary: What are stablecoins, and how are they regulated?" Brookings.  
<https://www.brookings.edu/articles/what-are-stablecoins-and-how-are-they-regulated/>
- Tirole, Jean (2025) Is Crypto an Opportunity or a Threat? *Project Syndicate* December 15, 2025.  
<https://www.project-syndicate.org/magazine/crypto-from-bitcoin-to-stablecoins-all-ultimately-threat-to-social-financial-stability-by-jean-tirole-2025-12>
- Wells, Matthew (2025) "Stablecoins and Financial Stability" *EconFocus*, Federal Reserve bank of Richmond, Fourth Quarter 2025.  
[https://www.richmondfed.org/publications/research/econ\\_focus/2025/q4\\_federal\\_reserve](https://www.richmondfed.org/publications/research/econ_focus/2025/q4_federal_reserve)