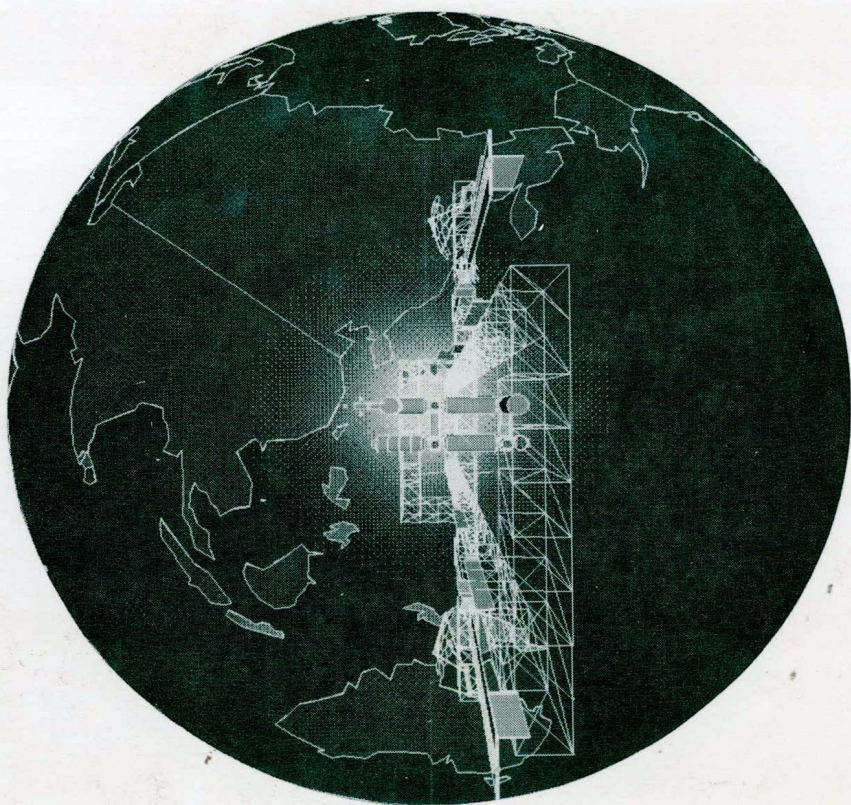


■ 比較経済研究所研究シリーズ 3

金融の グローバル化 II

——国際金融センター日本

法政大学比較経済研究所
靄見誠良・林 直嗣編



法政大学出版局

《比較経済研究所研究シリーズ 3》

金融のグローバルゼーション

II

国際金融センター日本

法政大学比較経済研究所
霧見誠良・林 直嗣編

法政大学出版局

●執筆者紹介

- | | | |
|-----|------------------|----------------|
| 第1章 | 首藤 恵 (すとう めぐみ) | 日本証券経済研究所主任研究員 |
| 第2章 | 井上 裕 (いのうえ ゆたか) | 太陽神戸銀行東京本部調査部長 |
| 第3章 | 岡 正生 (おか まさお) | 東海銀行調査部次長 |
| 第4章 | 黒川 和美 (くろかわ かずみ) | 法政大学経済学部教授 |
| 第5章 | 島 謹三 (しま きんぞう) | 日本銀行青森支店長 |
| 第6章 | 丸 淳子 (まる じゅんこ) | 日本証券経済研究所主任研究員 |
| 第7章 | 藤野 次雄 (ふじの つぐお) | 横浜市立大学商学部助教授 |
| 第8章 | 林 直嗣 (はやし なおつぐ) | 法政大学経営学部講師 |

法政大学比較経済研究所・研究シリーズ 3
金融のグローバリゼーション II
——国際金融センター日本

1988年3月25日 初版第1刷発行

編 者 法政大学比較経済研究所
霧見誠良・林 直嗣
発行所 財団法人法政大学出版局
〒102 東京都千代田区富士見2-17-1
電話 (03)237-1731／振替 東京6-95814
製版・印刷 三和印刷／製本 鈴木製本所
©1988 Hosei University Press

ISBN4-588-60203-9

プロローグ——国際金融センター日本

近年、エレクトロニクスで装備された24時間取引、欧米市場における日系証券・銀行の躍進、外国系証券の東京進出ラッシュなど、日本の金融はグローバルな色彩をとみに強めている。

本書は、こうしたグローバリゼーションの急流のなかで、日本の金融市場がどのように変貌しつつあるか、現時点におけるその断面を照射することを目的とする。それは、比較経済研究所金融プロジェクトの一環をなし、世界各国の金融変貌を対象とした『金融のグローバリゼーションⅠ』につづくものである。「金融のグローバリゼーション」とは何か、プロジェクト全体の枠組・視角については第1巻のプロローグでその概要をのべた。以下ここでは、ごく簡単にその条件を摘記しておこう。

第1に、銀行のグローバルな支店・子会社網の形成、多国籍銀行の出現。

第2に、人工衛星・コンピューターをつなぐSWIFTを軸とするグローバルな情報・決済システムの構築。これによってグローバルな金融取引にともなう地理的な距離はほとんど解消し、各地におかれた拠点網は緊密なグローバル・ネットワークとなる。

第3に、米・英・日の主要国際センターで外国為替、アメリカ国債、超一流株式が上場、取引されるようになり、地球上いつでもどこからでも情報をえ、注文を発することができる、グローバル・トレーディングの展開。

第4に、先進諸国における為替管理の撤廃と各国金融市場の同質化。グローバル・トレーダーにとって、もはや国の内と外という意識はなく、地球上のさまざまな市場を相手に自由に裁定を行なっているにすぎない。その結果、国際間の資金移動はふえ、効率的な市場への集中は強まり、各国市場間の競争をひきおこし、同質化の圧力が働く。

第5に、公的規制の解除とグローバリゼーションにともない、監督規制もこれまでとは違ったグローバルなものとならざるをえない。また各国の財政・金融政策も孤立しては行なえず、国際協調が強化される。

以上、グローバリゼーションは、これらの条件の積みかさねとして形成されてきたのであるが、それが明確な輪廓をとりはじめたのは80年代に入ってからである。そのテコの役割をになったのが、技術的にはグローバルな情報・決済システムの整備、制度的には米・英・日・西独における為替管理なき自由な資本移動ゾーンの出現である。

日本の「金融の国際化」は、常に銀行あるいは証券の海外進出として認識され、制度・市場自体の国際化は深く意識されることがなかった。しかし海外における日系銀行・証券の躍進にともなって、その波は、日米円ドル委員会をはじめとする政治圧力、あるいは社債市場の空洞化に象徴される市場の力によって、さまざまなルートをとって日本に及ばざるをえない。海外進出が「相互浸透」に至り、さらに各国金融市場の同質化・一体化をよびおこした点にこそ、グローバリゼーション論の現実的根拠がある。本プロジェクトが、各国金融市場の同質化・一体化に重きをおいたのも、この点に着目してである。

こうした金融のグローバリゼーションのもとで最近注目を集めているのが、「国際金融センターTokyo」である。いまやロンドン、ニューヨークと並んで地球上の3極の一角をになうに至ったという。ここでは第2巻のプロローグとして、グローバリゼーションのもとでなぜ日本が国際金融センターとして浮上しつつあるか、簡単にふれておきたい。

さきにみたように、人工衛星とコンピューターをむすぶグローバル・ネットワークの出現により、地球上いづどこにいてもそのときの金融情報を入手でき、その場で取引することが可能となった。そのことから、金融取引において、地球上のすべての点が等価となったことを意味するであろうか。情報ネットワークにおける中心と周辺という点からみて、この議論は幾つかの検討すべき点を残している。

第1に、当然ながら、こうした金融情報をうるには、その地域にグローバル・ネットワークに接続する情報・通信施設・インフラストラクチャが整備されていなくてはならない。そのためには巨額の投資を必要とする。

第2に、グローバル・トレーディングのなかでは、ローカルな金融情報はそのままでは意味をもたない。ほとんどがすてられ、意味あるものはセン

ターに集められ、グローバル・トレーディングむきに標準化されて、スクリーンにのる。

第3に、情報が標準化（＝証券化）される対象が次々とひろがるにもかかわらず、標準化しえない領域は残る。なかでも face-to-face のもつ意味は大きい。センターにますます人ならびに情報が集中する。

これらの点は、グローバルな情報システムの出現によって、地球上の各点が相互に競争をはじめ、それぞれの間に次第に情報の集中という点で階層性が形づくられ、最終的にはその頂点に幾つかのセンターが現われるであろうことを示唆している。ニューヨーク、ロンドン、パリなど欧米資本市場間でくりひろげられている弱肉強食の争い、アジア・オフショア市場をめぐる東京・香港・シンガポール間の争いなどは、グローバル・センター形成の1プロセスと位置づけられよう。

それでは、こうしたグローバリゼーションのもとでのセンター形成はどのような形をとるであろうか。いまのところニューヨーク、ロンドンに東京が加わり、3極化するとみられている。おそらくその根拠は、地球24時間、1センター取引8時間とすれば、3つのセンターがあれば取引が中断なくつながるという点にあらう。たしかに、センターの数が少なく、情報の集中度が高ければ高いほど、取引・決済の効率性は高くなる。したがって、大陸間の情報・通信コストが大きくないとすれば、国際金融センターも次第に3つへ集約されてゆこう。そしてセンターの周りにローカルな情報・資金を集中する中継センターが幾つか形成されるであろう。

しかし現在はまだ、半ば星雲状態を脱しきっていない。ヨーロッパでも、ロンドンのビッグ・バンに対抗してフランスやフランクフルトがローカル化をさけるべく思いきった手をうちつつある。一方アジアでは、近年東京が香港、シンガポールに対し頭ひとつ抜きんでた印象をうける。

近年、日本が国際金融センターとして浮上してきた条件は何であろうか、またその限界はどこにあらうか。

グローバル・センターたる第1の条件は、内外資金移動に制限がないことであろう。80年末の日本における為替管理の撤廃、84年の円転規制の撤廃は、日本を内外資金移動のセンターたらしめ、そのことが同時に80年代金融グ

ローバリゼーションの条件を整えることとなった点で重要な意味をもつ。

第2に、国内金融においても公的規制が解除され、市場メカニズムに沿った運営がなされること。英・米・西独などではホールセール取引における金利規制の解除（70年代初頭）はグローバリゼーションの前提であった。しかし日本では、グローバリゼーションが金利規制あるいは業際規制の解除を促し、両者が同時に進行するという逆転した関係がみられた。内外資金移動の活発化にともなってスプレッド貸が一般化し、プライムレート制は空洞化しつつある。グローバリゼーションの波のなかで、とくに中長期の資本市場は変革を迫られている。

第3に、グローバル・トレーディングが行われるには、センター間において市場参加メンバー、取引商品、慣行が共通となる必要がある。このところ日本でも、BA、CP、無担保コール、金融先物など新たな市場が創設され、また株式取引所における外資系会員権・上場、格付制度の導入、国債シンジケート方式の再検討など、急ピッチでグローバル・トレーディングの条件が整備されつつある。

第4の条件は、国内の金融市場がグローバル・トレーディングに耐えうるだけの多様性と規模をもつこと。規制の有無という点では、いまのところ東京はシンガポールや香港に劣る。しかし87年10月、世界を驚かせた株価の大暴落は、香港市場の底の浅さを暴露した。あの荒波のなかで香港の株式取引所は戸を閉ざさざるをえず、グローバル・センターとして大きな問題を残した。こうした市場の底の浅さは、香港やシンガポールがオフショア市場として形づくられ、国内にはローカルな小市場しかもっていない点による。

また、こうした値動きの荒いグローバル・トレーディングに参加する金融機関が、いつでも自由に流動性を調整しうる懐の深い短期金融市場、とリスクをヘッジする先物市場が不可欠である。日本の短期金融市場は変貌しつつあるとはいえ、この点では、規模・メカニズムともにまだ不十分である。

第5に、グローバル・センターたりうるには、そこに大量の資金が集められる必要がある。その方法として、2つの途がある。居住者の資金をプールする方法と非居住者の資金をひろく集める方法である。第1のルートは、国際金融センター形成の基礎条件である。成熟期に入って第2のルートへ重心

を移す。現在の日本は第1の段階にある。最近の東京への外国証券進出ラッシュは、グローバル・トレーディングの条件を満たす円国債・日系一流企業証券へアプローチすることと同時に、その豊富な資金に狙いをおいている。

近年、日本の経常収支はGNPの3.5%、500億ドルに達した。経常収支の黒字は資本収支の赤字によってバランスする。70年代には海外直接投資がその主役であったが、80年代に入って海外証券投資が加速度的に膨張し、いまや主役の座にある。ディスインフレ期特有の膨大な遊休資金が生保・信託などの機関投資家、あるいは一般企業法人の手許に、投資先をもとめて、滞留している。

第6に、日本では非居住者資金を集中すべく、1987年に東京オフショア市場を創設したが、いまのところさほど大きな比重を占めていない。香港、シンガポールと同水準である。今後速いテンポで拡大していくものと予想されるが、グローバル・センターとしては、非居住者向けに、短期の預金取引にとどまらず、債券市場が不可欠であろう。

現在、日本の銀行は巨額の資金を海外から集め、再び海外へ回すという転換機能をはたしている。しかしそれは東京国際金融市場の機能というよりも、ロンドン市場に大きく依存している。日系のロンドン支店がユーロ市場から資金を集中し、それを一旦日本の本店へ回送し、それから海外、国内に放資する。東京に非居住者の資金が集中するようになれば、こうした迂回ルートは次第に影を薄めるであろう。

第7の条件は、国際通貨円とのかかわりである。ドルが国際通貨であるという条件は、ニューヨークがグローバル・センターとして機能するさいにプラスの効果をもち、逆にドルが国際通貨と機能するうえで、国際金融センター・ニューヨークの存在が大きな役割をはたしている。こうした効果が働くとするれば、香港ドル、シンガポール・ドルあるいはポンドよりも遙かに円の方が可能性が高いであろう。いまのところ、国際取引における円のシェアはまだ低い。しかし近年のユーロ円の解禁により、円の利用が高まっている。その動きを、通貨スワップの導入が加速する。最終的にはドルがほしいけれども、コスト上ひとまず円建て資金を調達し、それをドルと交換する。スワップは、それまでは問題にもならなかった各種市場間（地域、通貨、期間

など)の未調整・不均衡に着目し、その間をつなぐことで調達コストを引下げる最新の技術であり、まさしくグローバル化の一環をなす。その場合、円はひとつの迂回路にすぎないが、これによって間違いなく円の利用はひろまる。円の普及が進めば、日本のグローバル・センターとしての役割はますます大きくなるであろう。

第8に、近年、日系の大手証券、都銀などが個々に、情報・決済をめぐるグローバル・コンピューター・システムを構築しつつある。これまで日系金融機関の国際業務はドル建が大半を占めており、その決済はアメリカ系大銀行のグローバル・コンピューター・システムに依存してきた。シティコープは早くから人工衛星を所有し、グローバルな決済コンピューター・システムを築いていた。しかし円建のグローバル・トレーディングがふえてくると、日系の金融機関も自前のシステムを構築せざるをえない。

円をめぐる全体的な決済機構としては、非居住者取引にかかわる外国為替円決済制度が1980年に開始された。しかし、他の決済機構(手形交換、全銀システム)と資金化あるいは決済日の点でバラバラであること、グローバルな証券取引に不可欠の総合的な証券保管・振替機構がないことなど、なお果すべき課題は多い。

第9、最後の条件は、東京に事務所をおくさいの事務経費の問題である。最近の外資系金融機関の進出ラッシュを機に、東京の地価は破天荒の急騰をみた。電子装備フロアのレンタル料、あるいは派遣外国人バンカーの住居費をふくむ生活費の上昇は、東京のグローバル・センター化のネックとなりかねない。シンガポールの当局者は、東京の最大のネックは英語能力にあり、その点でシンガポールは優位に立つと自負する。住居費を含む生活費が安ければ、海外のバンカーを大量によびよせることで、この問題は幾分回避できる。しかし現在の高地価のもとでは、こうした方策も限界がある。残るは英米系新卒を採用し日本人新卒と同じ条件で育てることであるが、この場合には日本の狭隘な住環境あるいは終身雇用などへ適応せねばならぬという、文化にからむより深い難問に逢着することになる。

本書は、以上のような問題意識から、グローバル化のもとで日本の金融市場がどのように変貌しつつあるか、その中間像を示すこと、これを

課題とする。本書は、4つの部分からなる。まず第1章で、ひろく金融サービス業の国際化と競争を鳥瞰する。つづく3つの章で、企業金融の国際化、銀行の国際業務の展開、ディレギュレーションのもとでの公的金融の意義など個別領域のグローバル化に光をあてる。つぎにこれをうけた2つの章で、短期金融市場と公社債流通市場の変貌を浮き彫りにする。こうした金融市場の変貌は、当然これまでの金利体系を揺さぶらざるをえない。この問題を最後の2つの章で取り上げる。はじめに多変量解析の手法によって各種金利の連動関係を明らかにし、つづいて因果検定の方法により、政策効果の波及経路を追う。

しかし、金融のディレギュレーションもグローバリゼーションもいまだ進行途上である。いまをときめく金融変革の波も一瞬にして泡沫に帰する可能性もある。その意味で、本プロジェクトは中間的な性格を免れない。日本の金融がどこにむかいつつあるか、いまわれわれがどこに立っているか、その現実認識をうる一助となれればと思う。

本プロジェクトの運営については、当初霧見と大村敬一があたったが、86年夏、大村がMIT留学のため渡米し、そのあと林直嗣がひきついだ。

本書をまとめるにあたって、研究会、ヒヤリングなどをおしてさまざまな人々のたすけをえた。そうした助力に充分応ええたか、はなはだ心もとないが、その好意に心から謝意を表したい。またわれわれが2冊同時に刊行することという難事をとにかくも成就しえたのは、法政大学出版局メンバーの協力のおかげである。

1987年12月

霧見 誠 良
林 直 嗣

目 次

プロローグ——国際金融センター日本	雲見誠良／林 直嗣	iii
第1章 金融サービス業の国際化と競争	首藤 恵	1
I はじめに	1	
II 国際金融業務の変遷	1	
III 金融技術革新と金融機関のリスク構造	10	
IV 日本の金融国際化	14	
V 金融国際化と競争構造	27	
VI おわりに	33	
第2章 企業金融の国際化	井上 裕	38
I はじめに	38	
II 企業金融変化の総括的フレーム	40	
III 企業金融国際化の諸様相	45	
IV ケース・スタディと海外金融子会社の展開	56	
V 企業金融の国際化を促進する諸要因	65	
VI おわりに——評価と問題点	69	
第3章 金融の国際化と銀行経営	岡 正生	73
I はじめに	73	
II わが国銀行の国際業務の展開	73	
III 資本取引の自由化と円の国際化	77	
IV 東京オフショア市場と国際業務	81	
V 金融の証券化と銀行の対応	86	
VI 国際分野の新商品開発	92	

VII	発展途上国の累積債務問題と銀行融資	97
VIII	経営諸比率指導と自己資本の充実	106
IX	おわりに	109
第4章	国際化・自由化の流れと公的金融	黒川和美 115
I	はじめに——変わる政府の役割	115
II	所得の絶対水準の高まり	118
III	財政投融资（公的金融仲介システム）の性格の変化	119
IV	財政投融资の意義も変わるか	124
V	第2国債論は金融市場に対して中立的でありえるか	127
VI	おわりに	131
第5章	短期金融市場の変貌	島 謹三 134
I	はじめに	134
II	短期金融市場の拡大と多様化	135
III	短期金融市場における自由化措置	143
IV	短期金融市場拡大の影響	152
V	金融調節をめぐる問題	160
第6章	公社債流通市場の展開と国際化	丸 淳子 178
I	はじめに	178
II	公社債流通市場の展開	180
III	公社債市場の国際化の実態	184
IV	国際化の展開——規制緩和の推移	192
V	国際化の意義	200
VI	おわりに——国際化の問題点	205
第7章	日本の金利体系——連動関係と裁定関係	藤野次雄 209
I	はじめに	209
II	各種金利と金利体系	210

III 短期金融市場金利 223

IV 公社債市場金利 229

V 貸出金利 235

VI 預金金利 243

第8章 金融自由化・国際化に伴う政策効果波及経路の変化

……………林 直嗣 249

I はじめに 249

II 政策効果波及経路の因果検定 250

III 金融自由化・国際化時代の金融政策 258

[補論] 因果検定の方法 261

●金融のグローバル化 I / 目次・執筆者

プロローグ——国際金融ネットワークの形成	霧見誠良
第1章 各国金融市場のグローバルな統合	乃能正男
第2章 グローバル・バンキング・ネットワークの形成	霧見誠良
第3章 ユーロ市場の生成・発展	棟近みどり
第4章 ユーロ・セキュライゼーションと国際銀行業	入江恭平
第5章 国際金融における新技術の展開	清水正俊
第6章 アメリカ——ディレギュレーションの第2段階	馬淵紀壽
第7章 イギリス——シティーの大変革ビッグ・バン	田尻嗣夫
第8章 フランス——借金経済からの脱却	長部重康
第9章 西ドイツ——堅実路線におよぶ変化のきざし	植嶋平治／清田 匡
第10章 システム・リスクと監督規制	黒田 巖／太田 勉

第1章 金融サービス業の国際化と競争

I はじめに

この章の目的は、1970年代以降の金融サービス業における国際化とグローバルな国際金融取引の構造変化が、その競争関係にどのような変化をもたらしたか、銀行と証券会社の関係を中心に検討することである。

第II節では、国際金融取引と国際金融サービスを大ざっぱに定義し、ユーロ市場を中心とした最近の国際金融業務の変遷について整理しよう。国際金融業務のこれまでの変化の過程をたどった上で、第III節では、最近、著しい進展をみせている金融技術革新が、金融サービスの需給にどのような影響を与えてきたのか、金融機関のリスク分担機能の変質に焦点を当てて論じよう。第IV節では、わが国金融機関の国際化の過程をサーベイし、国際金融市場の変化の中で、それがどのような特徴をもって進められてきたかを明らかにする。次いで第V節で、金融国際化がわが国金融機関の競争構造に与えた影響とその対応行動について論じ、第VI節では今後の展開について若干の私見を述べよう。

II 国際金融業務の変遷

1 国際金融サービス業とは

金融サービスは、決済手段の提供にかかわるものと、資本移転にかかわるものに大きく分けられる。国際金融においては、前者は財・サービスの輸出入決済のための外国為替の取り扱いと、それに付随した輸出手形の買取り・輸入ユーザンス供与などの貿易金融がその典型である。後者には、居住者而非居住者との取引（内一外）と非居住者間の取引（外一外）が含まれ、通常、

特定の通貨建て資金の移転がなされるが、為替スワップなど通貨の交換をとまなう場合も多い。

国際的な資金の移転は、国内金融市場と同じく、資金あるいは金融手段の出し手と取り手との間の「リスクの移転」をとまなう。直接金融・間接金融いずれの場合も、債権・債務の移転、あるいは信用の授受が異なる通貨の交換をとまなっていたり、異なる金融制度のもとにある取引者間で行なわれるという点で、国際金融取引は国内取引と異なる。

それゆえ、国際金融取引においては、取引者は固有の市場リスクすなわち「外国為替リスク」や特殊な信用リスクである「カントリー・リスク」など、国内金融市場では生じないタイプのリスクを考慮せねばならない。また、ここでは、各国の取引慣行・金融規制そして取引者の選好（期間選好やリスク選好）に違いが存在するかぎり、その差を利用した裁定取引や規制回避手段の追求のインセンティブが発生する。

国際金融機関の基本的機能は、「対外決済手段の提供」と証券引受や信用保証を含む「国際的な資金移転の仲介」であるが、それに加えて、最終的な取引者の資金の運用・調達両面における「リスク管理」や、国際的な資金とリスクの移転に必要な「情報の供給」などのサービスが含まれる。

国際金融サービスの形態と供給の規模は、①国際的な資金の需給構造と決済手段の需給構造、②国際的な金融リスク構造、③取引者の行動に差別的な影響を与える国別の金融制度・慣行の違い、④国際金融機関の情報能力とリスク管理能力、⑤国際金融機関の競争構造など、に依存するといえよう。以下では、これらの点を考慮して最近における国際金融取引と国際金融サービスの需給構造の変化を明らかにしよう。

2 国際金融サービスの変遷

1) **国際金融仲介業としてのユーロ・バンキングの成長** 戦後の国際金融市場の発展を、1950—60年代、1970年代、1980年代の、3つの局面に大きく分けてみよう。第1の局面は、固定為替相場のもとで先進諸国の経済復興が進み、国際貿易が急成長して国際決済手段としてドル需要が急増し、国際銀行業務は為替関連業務がその中心的な役割をになっていた時期である。

貿易の拡大による国際決済手段としてのドルの需要拡大は、周知のごとく、国際市場での慢性的な流動性不足とアメリカの国際収支赤字をもたらした。1960年代にドル流出の防衛策として導入された一連の規制強化措置——利子平衡税、米国銀行に対する対外投融資規制および米国企業の対外直接投資規制——は、預金金利規制のもとで国際資本取引がアメリカの金融制度から自由な外部市場であるユーロ市場へシフトする契機となった。

国際金融市場におけるホールセール（卸売）銀行業務や引受業務は、当初、主としてロンドンのマーチャント・バンクによって供給された。国際金融仲介業としてのユーロ・バンキングの台頭である。だが、ユーロ・ダラー市場の成長とともに、アメリカの商業銀行や投資銀行のユーロ市場への参入が活発となり、マーチャント・バンクにシフトした国際金融仲介サービスは、ユーロ市場での活動をつうじて、ふたたびアメリカの銀行へ還流する傾向が生じてきた。

2) ユーロ・シンジケート・ローンの成長と国際金融取引構造の変化 第2の局面である1970年代は、主としてシンジケート・ローンの成長により、ユーロ・クレジット市場が急速にその規模を拡大した時期である。1970年代に国際金融市場としてユーロ・クレジット市場が成長した基本的理由として、「自由為替管理制度への移行」、「国際資金需給構造の変化」そして「国際金融機関の競争化」をあげることができよう。

1960年代から先進諸国間で国際資本移転のニーズが高まったが、そうした流れの中で、円滑な資金の流れをばむ制約となってきた各国の為替管理規制が撤廃された。また、アメリカではドル流出防衛のための一連の規制が撤廃され、金利自由化が進められた。このような状況のもとで、先進諸国によるユーロ市場の利用は抑制気味となった⁽¹⁾。他方、それまで、対発展途上国融資は、政府援助や国際機関からの借款の形で賄われていたが、発展途上国の資金調達ニーズの増大によって、その大きな部分を民間市場に依存せざるを得なくなったのである。国際金融市場における資金の需給構造は、それまでの先進国間の資金移転を中心とするものから大きく変化した。

この傾向は、1970年代後半により顕著となった。第1次石油危機を契機に、産油国マネーが急膨張して国際銀行への短期貸付の供給が増加し、他方で非