

竹内一郎監修

荒井勇・河西宏之・原信・本田敬吉編集

国際金融・資本市場

その構造と動態

有斐閣

竹内二郎監修

荒井勇・河西宏之・原 信・本田敬吉編集

国際金融・資本市場

その構造と動態

有斐閣

監修者紹介

竹内 一郎 (たけうち・いちろう)

1917 年大阪に生まれる。1939 年神戸商科大学卒業。

現在、東京国際大学大学院国際関係学研究科教授。

編者紹介

新井 勇 (あらい・いさむ)

1920 年神奈川県に生まれる。1942 年東京大学法学部卒業。

現在、日本証券経済研究所理事長。

河西 宏之 (かさい・ひろゆき)

1934 年東京に生まれる。1958 年東京大学教養学部卒業。

現在、亜細亜大学経済学部教授。

原 信 (はら・まこと)

1924 年東京に生まれる。1947 年東京大学法学部卒業。

現在、文京女子短期大学教授、三洋経済研究所顧問。

本田 敬吉 (ほんだ・けいきち)

1936 年神戸に生まれる。1959 年東京大学法学部卒業。

現在、東京銀行取締役調査部長。



竹内一郎 監修

国際金融・資本市場

新井勇・河西宏之・原信・本田敬吉 編

1988 年 12 月 10 日 初版第 1 刷発行

定価 3,200 円

発行者・江 草 忠 敬

発行所・株式会社 有 斐 閣

〒101 東京都千代田区神田神保町 2-17 電話 (03) 264-1314 [編集] 265-6811 [営業]

京都支店 〒606 京都市左京区田中門前町 44 振替口座 東京 6-370 番

印刷・大日本法令印刷 製本・明泉堂

© 1988、竹内一郎・新井勇・河西宏之・原信・本田敬吉。

Printed in Japan 落丁・乱丁本はお取替えいたします。

ISBN 4-641-06518-7

はじめに

過去一〇年、国際金融・資本市場では構造的ともいべき変化が進行している。この変化は通常市場のグローバル化(globalization)という言葉で要約されているが、これは本書のキーワードでもある。そこで、このグローバル化というキーワードに則して本書の内容を紹介しておこう。

第一に、まず市場のグローバル化とは、この言葉自体が示しているように、地球的な規模での市場の統合(integration)を意味する。

国際金融・資本市場は、各国市場の自由化・国際化によって、場所的にはかつてないほど多くの国の市場へと拡散しているが、その一方で機能的にはニューヨーク、ロンドン、東京の三大センターを軸として一つの市場への統合が進展している。この結果、市場の参加者は世界各地の市場を同一の視野に置き、最も有利と思われる市場で資金を運用ないし調達することが可能になっている。

第二に、このような市場のグローバル化を支える柱の一つが、情報革命といわれる通信技術の発達・コンピュータ化であることは通常指摘されているとおりであるが、もう一つのより重要な柱として各国市場の自由化・国際化の進展があることに留意したい。これによって各国市場が等質化しなければ、市場の機能的

な統合は期し難いからである。

したがって、市場のグローバル化は各国市場の自由化・国際化と表裏一体の関係にあるわけで、グローバル化による市場の変化にしても、その実体は自由化に伴う「金融革新」(financial innovation)と呼ばれる動きに外ならない。

第三に、金融革新は金利の自由化を原動力として進行しており、自由金利を利用した新しい金融手段が続々と誕生している。この圧力で従来市場内部に存在していた各種の障壁は押し崩され、金利の自由化から(金融)制度の自由化へと変化が及んでいる。近年目立っている金融の証券化(securitization)という動きにしても、この制度面での自由化の反映なのである。

また、この一方で、グローバル化に伴う為替相場や金利の変動リスクに対処した新しい金融手段も開発が進んでおり、金融革新の波は国際金融・資本市場の領域で大きく増幅している。各種の金融先物やオプション取引、さらには、通貨や金利のスワップ取引などがこの例である。

本書では、以上のような国際金融・資本市場のグローバル化という変化に則して、市場の抱える諸問題を事典的に整理して、読者の簡便な利用に供することを意図している。

まず、第一部(国際金融・資本市場)では、グローバル化の進む世界各地の主要市場の現状を、金融、証券、為替の機能別に概観する。

次いで、第二部(金融革新の動態)では、市場の自由化・国際化、ひいてはグローバル化の流れのなかで進展している金融革新に焦点を合わせて、その申し子ともいえるべき各種の新しい金融手段について解説する。

同時に、市場参加者の役割の変化や通貨当局の新たな対応あるいは動きなども含めて金融革新の前途を展望する。

そして、第三部（金融理論の展開）では、市場のグローバル化の過程で誕生した若干の新しい理論的分析について、わかりやすい紹介を付け加えた。

一九八七年一〇月一九日、ニューヨークを震源地として発生した世界的な株価の暴落、いわゆるブラック・マンデーは市場のグローバル化という変化を如実に示す事件であった。いまや特定の市場だけが安全ということはあり得ない。世界の一角で生じた市場の失敗は、たちまち世界各地に波及して地球全体を覆うものとなる。とすれば、国際金融・資本取引は、効率性という点からはもとより、リスク対策上もグローバルな視点からの対応を必要とするわけで、このための手引きとして本書がなんらかのお役に立てば幸いである。

本書の執筆者はいずれもその道の第一線で活躍中の方々であり、それぞれ最新の情報に基づいて明快な解説を加えておられるので、読者がこれによって国際金融・資本市場に関する所要の情報を的確かつ簡便に入手できることは、疑いのないところと確信する。なお、本文中意見にわたる部分は、あくまで各執筆者の個人見解であり、所属する組織の見解ではないことを念のため記しておきたい。

最後に、本書の編纂に当たって面倒な仕事を忍耐強く果たして下さった千葉美代子さんに感謝の意を表したい。

一九八八年一〇月

竹内 一郎

国際金融・資本市場・目次

はじめに

竹内 一郎 東京国際大学大学院教授

I 国際金融・資本市場

A 三大金融市場とその他の金融市場

1 ニューヨーク金融市場 3

打込 茂子 東京銀行調査部部長代理

2 ロンドン金融市場 15

平島 真一 東京銀行企業部産業調査室室長代理

3 東京金融市場 20

内田 昌廣 東京銀行調査部部長代理

酒井 直樹 東京銀行調査部

4 ヨーロッパ大陸の金融市場 34

岩本 俊昭 東京銀行調査部部長代理

萩原 陽子 東京銀行調査部

木原 往代 東京銀行調査部

B 世界の証券市場

5 アメリカの証券市場 41

石坂 昌美 日興リサーチセンター取締役企画調査部長

6 イギリスの証券市場 50

小林 襄治 青山学院大学経済学部助教授

7 日本の証券市場 57

梶村 悠 大和証券経済研究所常務取締役

8 ヨーロッパ大陸の証券市場 65

9 アジアの証券市場 72

石坂 昌美 日興リサーチセンター取締役企画調査部長
平松 健治 ナショナル証券経済研究所常務取締役

C ユーロ金融・資本市場

10 ユーロ金融市場 80

滝沢 健三 上智大学経済学部教授

11 シンジケート・ローン市場 87

西村 厚 日本長期信用銀行調査部研究主幹

12 ユーロ証券市場 93

石川 宏 日興リサーチセンターロンドン駐在員事務所長

13 オフショア金融市場 100

平松 健治

14 タックス・ヘイブン 108

山崎 俊雄 東京銀行調査部

D 外国為替市場

15 外国為替市場 112

原 信 文京女子短期大学教授・三洋経済研究所顧問

E 金融先物・オプション市場

16 金融先物・オプション取引 122

清水 正俊 日本長期信用銀行資金為替部副参事役

17 金利先物・オプション市場 130

清水 正俊

18 通貨先物・オプション市場 140

清水 正俊

株価先物・オプション市場	150
--------------	-----

田村 達朗 山一証券企画室第一課長

F スワップ金融市場

スワップ取引概説	158
----------	-----

利光 啓一 東京銀行資本市場第二部部長代理

通貨スワップ	165
--------	-----

利光 啓一

金利スワップ	169
--------	-----

利光 啓一

II 金融革新の動態

G 金融自由化と新金融商品

金利自由化—アメリカの経験	175
---------------	-----

打込 茂子 東京銀行調査部部長代理

アメリカの銀行・証券両業務兼営問題	186
-------------------	-----

河西 宏之 亜細亜大学経済学部教授

アメリカのノンバンク・バンク	194
----------------	-----

打込 茂子

イギリスの金融制度改革	199
-------------	-----

平島 真一 東京銀行企業部産業調査室室長代理

ヨーロッパ大陸の金融自由化	206
---------------	-----

岩本 俊昭 東京銀行調査部部長代理

萩原 陽子 東京銀行調査部

木原 往代 東京銀行調査部

複合金融商品の登場—アメリカの動向	213
-------------------	-----

中村 光毅 太陽神戸銀行東京調査部経済調査課長

H 証券化のうねり

- | | | | | |
|----|----------------|-----|--------|-----------------------|
| 29 | 金融の証券化 | 222 | 川村 雄介 | 大和証券社長室課長 |
| 30 | アメリカCP市場の発展 | 226 | 川村 雄介 | |
| 31 | アメリカのモーゲージ関連証券 | 230 | 松井 和夫 | 日本証券経済研究所主任研究員 |
| 32 | アメリカの各種資産の証券化 | 238 | 石川 宏 | 日興リサーチセンターロンドン駐在員事務所長 |
| 33 | ユーロ市場における証券化 | 243 | 篠原 興 | 東京銀行クアラ・ルンプール支店長 |
| 34 | わが国社債発行の多様化 | 250 | 太田 八十雄 | 山一証券経済研究所取締役 |

I 市場構成員の役割

- | | | | | |
|----|-------------------|-----|--------|------------------|
| 35 | 商業銀行業務の将来—アメリカの動態 | 256 | 田辺 敏憲 | 日本銀行調査統計局調査役 |
| 36 | 投資銀行の戦略 | 261 | 石川 宏 | |
| 37 | 機関投資家の動き | 267 | 太田 八十雄 | |
| 38 | 投資顧問の役割 | 272 | 原 義則 | 山一証券経済研究所経営調査部課長 |
| 39 | 格付けの実態 | 276 | 宇田川 潔 | 日本格付研究所取締役業務部長 |

J 証券市場における新動向

40	M & A	281	三笠 幸太	東京銀行財務開発室室長代理
41	ジャンク・ボンド	288	柴田 武男	日本証券経済研究所研究員
42	インサイダー取引	294	荒井 勇	日本証券経済研究所理事長
43	プログラム売買	299	高岡 康行	大和証券経済研究所
44	証券規制の新課題——複数国市場での証券発行	303	神崎 克郎	神戸大学法学部教授
K	リスクの増大と銀行システム			
45	邦銀国際部門におけるオフ・バランス取引の成長	308	佐藤 節也	日本銀行金融研究所調査役
46	多国籍銀行の監督・規制	326	関根 武彦	日本銀行検査局兼外国局参事補
47	銀行自己資本基準の統一化	332	横田 格	日本銀行検査局調査役
48	決済システムの安定性	336	白川 方明	日本銀行総務局調査役
L	累積債務問題をめぐって			
49	累積債務問題	342	佐久間 潮	東京銀行調査部次長
50	LDC債務の株式化	348	栗原 昌子	東京銀行調査部部長代理

M 金融システムのあり方

51 金融のグローバル化 357 片木 進 日本銀行金融研究所研究第三課長

52 金融革新と金融政策 362 島 謹 三 日本銀行青森支店長

53 金融システムの将来 371 河西 宏之 亜細亜大学経済学部教授

III 金融理論の展開

54 金利決定理論 379 工藤 和久 筑波大学社会科学系助教授

55 証券価格決定理論 390 丸 淳子 日本証券経済研究所主任研究員

56 ポートフォリオ・セレクション理論 397 佐藤 周 和歌山大学経済学部産業工学科助教授

57 為替レート決定理論 404 翁 邦雄 日本銀行総務局調査役

58 先物・オプション価格理論 413 三上 哲治 モルガン・スタンレー証券会社債券部長

● コラム―河西 宏之

参考相場圏 121 暗黒の月曜日とプログラム・トレーディング 271

米銀の証券デスカウント、

ブローカー業務への進出 193

アメリカの不動産投資信託 237

銀行資産証券化の限界 242

アメリカの商業銀行数 260

証券取引委員会 298

国際決済銀行 325

メキシコ債務の債券化 356

連邦準備制度理事会 370

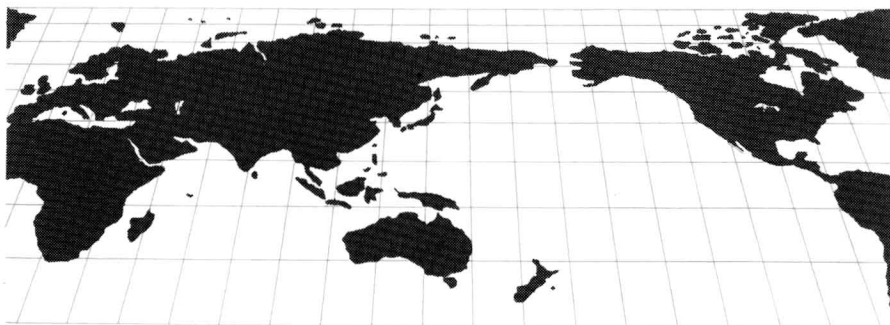
商品先物取引委員会 418

〔写真提供〕

東京銀行・日本証券経済研究所・
C・M・E東京事務所・河西宏之

I

国際金融・資本市場



東京銀行デューリングルーム



A

三大金融市場とその他の金融市場

1

ニューヨーク金融市場

打込茂子 東京銀行

ニューヨーク金融市場 (money markets) は、その規模において発展が著しいだけでなく、多彩な取引商品と多様な市場参加者を擁し、機能的な面においても高度に発達した市場となっている。さらに、オープン市場の発達が顕著であること、国内だけでなく非居住者に対しても同様に開かれた国際金融市場として機能していることも、その特徴として挙げられる。

こうしたニューヨーク金融市場を構成するのは、フェデラル・ファンズ市場、R P 市場、T B 市場、短期連邦関係機関債市場、短期州・地方政府債市場、C P 市場、B A 市場、C D 市場などである。以下では、主要市場について、個々にみていくことにする。

フェデラル・ファンズ市場

フェデラル・ファンズ (Federal funds) 市場は、

金融機関相互間の即日利用可能資金^(主)のごく短期 (大半は翌日物) の貸借市場である。同市場は、一九二〇年代に発達して以来長い間、連邦準備制度加盟銀行が相互に所要準備の一时的な過不足を調整する場でしかなかったが、六〇年代半ば以降の金利の趨勢的上昇と規制の緩和を背景に、支払準備規制も金利上限規制も適用されずにごく短期の資金を恒常的に調達・運用する市場に発展した (表 1 参照)。市場参加者も、銀行だけでなく、広範な金融機関に拡大された。

(注) 取引実行と同一営業日内に実際に移転され利用できる資金。

この発展を促した規制緩和とは、①一九六三年に通貨監督官 (国法銀行の監督機関) がフェデラル・ファンズ取引を貸借でなく売買と位置づけたため、大口貸出規制 (一債務者に対する無担保貸出は資本金および

剰余金の一〇%以内とする)の適用除外となり、中小銀行がその市場放出資金を増大させることが可能になったこと、②六四年に連邦準備制度理事会(Board of Governors of the Federal Reserve System, 以下 Fed)は、加盟銀行がコルレス銀行(加盟でも非加盟でも可)からの預り金を単に帳簿上付け替えるだけでフェデラル・ファンズとして購入できるとしたこと、および③七〇年に Fed がレギュレーション D を改定し、従来のように銀行だけでなく、貯蓄貸付組合、貯蓄銀行、連邦政府機関、および外国銀行の在米ブランチとエージェンシーからのフェデラル・ファンズ取入れも支払準備規制の適用除外としたこと、である。

市場参加者のうち、大手銀行、特にマネー・センタ―銀行がほぼ恒常的に資金の取り手であり、中小銀行、銀行以外の金融機関が資金の出し手となっている。

取引は原則として無担保であるが、貸し手の要請により担保付き(通常は連邦政府債を使用)で行われることもある。また、取引の大宗は翌日物であるが、貸し手、借り手のいずれから取引更新停止の通告がない限り自動的に毎日、ロール・オーバーされる継続契約や、満期のやや長いターム物(多くは九〇日以下)もある。

取引単位は、特に規定はないが、通常は五〇〇万ドル以上である。取引の大宗はブローカーを通じて行わ

れるが、銀行間の直接取引も一部ある。通常用いられる資金移転の方法は二つあり、その一つは連銀預け金勘定を通じて貸し手から借り手に資金を振替えるものである。もう一つの方法は、単にコルレス預り金をフェデラル・ファンズ購入と付け替えるだけでよい。

前述のようにフェデラル・ファンズ取引は金融機関のごく短期の資金取引であるので、フェデラル・ファンズ・レート(以下 F F レート)は銀行準備の需給関係に敏感に反応する。また、銀行は準備調整に際し連銀借入れも利用できるように、完全に裁定が働けば F F レートは公定歩合とほぼ等しくなるはずであるが、アメリカの場合連銀借入れの条件が厳しく、種々の制約も伴うため、F F レートの方が公定歩合よりも高い(表 2 参照)。

F ed は同市場に直接参加するわけではないが、公開市場操作、連銀貸出政策などを通じて準備需給を調整し、F F レートに影響を及ぼす。このように Fed の金融政策スタンスが反映されるため、F F レートは他のマネー・マーケット金利決定の基準金利となっている。また、F ed の金融調節方式の変化も F F レートの変動(幅)に影響を及ぼす。F ed は一九七九年までは、マネー・サプライをコントロールするための操作目標として F F レートを採用し、それを狭い幅の目標値域に誘導していたが、七九年には操作目標を非

借入準備に変更し、それに伴いFFレートの変動許容幅を大幅に拡大した。さらに、八二年には連銀借入れ（借入準備）を操作目標とし、間接的にFFレートを誘導することにしたため、FFレートはそれまでより安定的な動きを示すようになっていた。

RP（レポ）市場

RP (repurchase agreement) は買戻し条件付証券売却のことで、後日買戻すという合意のもとで手持ち証券を売却して一定期間資金を調達するという形態の取引である。これは形式的には証券売買であるが、機能的には証券を担保とする超短期の資金取引（即日利用可能資金で決済される）である。

（注）このRPを取引の反対側、つまり資金の供給者側からみたものが、逆RP (reverse RP) 証券の売戻し条件付購入）である。一般に資金の調達者、供給者のいずれが取引を開始したかによって、RPあるいは逆RPと呼び分けているが、ディーラーと小口顧客の間の取引は通常ディーラーの立場からみたものをいう。

RP取引は、一九二〇年代ごろ政府証券ディーラーや大手銀行の在庫債券ファイナンス手段として自然的に誕生した。その後長い間こうした限定的機能のみ果たしてきたが、一九六〇年代末以降は超短期資金

の調達・運用手段として積極的に活用されるようになり、市場参加者も多様化した。この背景としては、①六〇年代半ば以降の金利上昇により企業等が短期余裕資金を高利回りで運用しようとする姿勢を強めたこと、②六九年にFedがレギュレーションDを改定し、連邦政府証券および連邦機関証券を用いたRPによって調達された資金を支払準備規制の適用除外としたこと、などが挙げられよう。

市場参加者は政府証券ディーラー、銀行、企業、州・地方政府、機関投資家、Fed（実務的にはNY連銀が代行）などである。このうち、政府証券ディーラー、大手銀行が主たる資金調達者であり、企業、州・地方政府が主たる資金供給者である。ディーラーは、RP取引と逆RP取引を当事者として同時に行うことによって、資金の調達者と運用者を媒介する役割も果たす。またFedは、公開市場操作の一環として、あるいは外国公的当局の運用代理人としてRP取引を行う。

取引の期間は翌日物が半分近くを占めており、大宗は三日以下である。また、Fedが公開市場操作として行うRP取引の期間は一日以内と定められているが、実際には七日以内の物がほとんどである。

取引の単位は、翌日物あるいは一週間以内の物で二、五〇〇万ドルかそれ以上、より長期の物で一、〇〇〇万ドル単位が一般的であり、最小の取引で一〇〇万ド