

経常収支のインバランス、構造調整と金融業

奥村 洋彦
(野村総合研究所)

はじめに

I. 日本の産業調整

1. 現段階における産業調整の評価
2. 海外直接投資の動き
3. 産業調整の具体的な姿
4. 今後の生産、就業構造の変化

II. 金融業における展開

1. 産業としての金融業
2. 国際金融業務の動向
3. 円の国際通貨化と東京国際金融センターの発展
4. 当面の金融市場革新の方向
5. 日本の金融業の発展方向

はじめに

本論文は、日本の対外バランスの大幅な黒字継続と為替レートの急激な切り上げの中で、日本の産業構造がどのような変容を遂げつつあるかを検討しようとするものである。とりわけ、産業構造変化の一つの方向が、情報産業化とサービス経済化であり、このことと、日本の対外純資産の増大とが相まって、日本の金融業の国際的発展が目立ってきているので、産業としての金融業の動きに焦点をあてている。

以下、本論文の前半では、日本の産業調整の現状と将来展望に関する大枠の把握を行ない、¹⁾ 後半では、金融業の展開状況を分析する。

I. 日本の産業調整

1. 現段階における産業調整の評価

経常収支の不均衡・為替レートの変化と産業調整との関連を検討する時、われわれは、一企業における対応と一国の経済全体における対応とを分けて考える必要がある。例えば、

1) 本論文の中の産業調整の具体的な展望、とりわけ予測係数については、野村総合研究所「国際社会の中の日本経済」（総合研究開発機構編、『1990年代日本の課題』、三省堂1987年）に負っている。

第1表 マルク高によって生じた今後5年における企業経営の課題（西ドイツ）

（％）

	全 企 業		企業規模別：従業員数による				
	weighted ¹⁾	not-weighted	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
新分野への進出(合併・買収なしに)	34	37	38	40	38	44	27
新分野への進出(合併・買収による)	20	16	9	11	14	23	27
海外への直接投資	17	14	3	9	13	18	24
非採算分野の整理	50	48	48	51	43	45	52
研究開発	73	69	39	66	76	79	77

(注) 1. (1)から(5)までの従業員数ブランクに従い、従業員数を基準として規模別にウエイト付けしたもの。

ブランク	従業員数	ウエイト
規模 1	20 - 49人	7%
規模 2	50 - 199人	18%
規模 3	200 - 499人	16%
規模 4	500 - 999人	13%
規模 5	1000人以上	46%

2. 複数回答のため、合計は100%を越えている。

(出所) 野村総合研究所、IFO 経済研究所。1986年11月調査。

IFO 経済研究所の月例景気動向調査参加企業のうち、投資財関連産業（ただし、乗用車および家電を含む）を対象とした。具体的には、一般機械、電気、自動車、化学などの分野に属する企業である。回答社数は650社。

多国籍企業のウェイトが高まっていく場合、個別企業の競争力が強化されるにつれて国家としての競争力は弱まるというセッティングも経済発展段階の一局面としてあり得るという視点で、国内における産業調整問題をとらえることが必要であろう。すなわち、産業調整問題は、企業の海外における生産動向、海外直接投資の動きと不可分の関係にある。

ここで、今回の為替レートの変化に対する企業の対応状況を、西ドイツと日本について比較してみよう。比較のためのデータは、西ドイツについては、野村総合研究所とIFO経済研究所との共同サーベイ（1986年11月実施）を、また、日本については、経済団体連合会のサーベイ（1986年9月実施）および日本機械輸出組合のサーベイ（1987年10月実施）

を活用する（第1、2表参照）。これらのサーベイによれば、企業が、マルク高や円高に対し、中期的にどのように対応しようとしているかに関して、西ドイツと日本ではかなりの違いがみられる。すなわち、西ドイツ企業は、マルク高によって招来された今後5年間にわたる中期的経営課題として、「研究開発」（73%）のほか、「非採算分野の整理」（50%）をあげるものが多いのに対し、「海外への直接投資」（17%）は少ない。これに対し、日本企業の場合には、経団連調査によれば、「研究開発の強化」（69.6%）は西ドイツ企業と同様であるが、「従来の主力部門の異業種への転換」（8.4%）はわずかである。かわりに、日本企業では、「海外直接投資の拡大」（41.1%）が目立って高い。ちなみに、海外

Ⅱ. 報告論文

第2表 1ドル=150円前後のレートが続いた場合の経営上の対応策（日本）

(%)

	製造業			
		素材型	加工組立型	その他
コスト削減	86.9	85.7	93.7	79.3
合理化の促進	85.5	88.3	92.4	72.4
国内販売の強化	72.9	75.3	78.5	62.1
事業の多角化 (ソフト・サービス分野への進出)	34.1	31.2	36.7	34.5
事業の多角化 (ソフト・サービス以外の分野への進出)	34.1	41.6	34.2	24.1
新製(商)品の開発	50.9	53.2	59.5	36.2
高付加価値製(商)品の開発	73.4	81.8	79.7	53.4
従来の自社の主力部門の異業種への転換	8.4	13.0	6.3	5.2
研究開発の強化	69.6	74.0	70.9	62.1
海外直接投資の拡大	41.1	28.6	55.7	37.9
海外現地生産による部品調達	34.6	13.0	70.9	13.8
原材料の輸入拡大	48.1	50.6	53.2	37.9
中間製品の輸入拡大	31.8	20.8	46.8	25.9
OEM(相手先ブランドによる輸出)の強化	10.7	3.9	22.8	3.4
海外製品の自社ブランドによる販売	15.0	5.2	22.8	17.2
その他	3.7	5.2	2.5	3.4

(出所) 経済団体連合会。1986年9月調査。

経団連加盟企業を対象とする。

生産比率をみると、西ドイツでは、サーベイ対象産業で約20%に達しているのに対し、日本の場合には、機械輸出組合のサーベイで、現在約9%（86年11月では約4%）と低い。もっとも、同サーベイによれば、5年後の1992年には、この比率は、20%を超え現在の西ドイツや米国並みの水準に達するとされている。

いいかえれば、日本企業は、現在、海外生産比率を高めて既往分野で多国籍企業化しようとしている途上にあり、既往分野自体から企業として撤退しようとする動きはまだ弱いと判断される。しかし、海外生産比率が現在の米独並みに上昇する5年から10年後には、

国内における産業調整が本格化する可能性を秘めている展開とも位置付けられる。もちろん、どの産業でも海外直接投資を指向するというわけではなく、例えば、鉄鋼が、米国で現地生産しようとするれば、高炉一貫製鉄所の最小経済単位（年産300万トンで、現在の日本からの1社あたり輸出量を上回る）がネックとなったり、また、米国国内の鋼材需要の伸び悩みから投資の期待収益も低いなど、進出を阻む要因が多い点にも留意が必要である。

2. 海外直接投資の動き

現在の企業経営を取り巻く環境変化の一つは、世界市場への商品提供を輸出だけに依存

金融研究

第3表 製造業海外直接投資残高の予測

(億ドル)

	1985年度	1990	1995	2000
ケース 1	244	664	1,147	1,697
ケース 2	244	769	1,413	2,559
過去のトレンドからの推計値	244	453	817	1,447

(注) ケース1およびケース2の区分は本文参照。

(出所) 実績値は大蔵省。予測値は野村総合研究所。

第4表 製造業海外現地生産高の予測

(億ドル・%)

	1985年度	1990	1995	2000
海外生産高 ケース 1	488	1,328	2,409	3,734
海外生産高 ケース 2	488	1,538	2,968	5,630
対輸出比 ケース 1	27%	66	84	78
対輸出比 ケース 2	27	77	103	119
対GNP比 ケース 1	3.4%	4.3	5.8	6.6
対GNP比 ケース 2	3.4	5.0	7.2	9.9

(注) ケース区分は第3表参照。

(出所) 実績値は通産省。予測値は野村総合研究所。

することが出来なくなってきたことである。すなわち、内外経済の一体化が進めば進むほど、国際協調の要請は強まり、国際分業体制も、垂直分業だけではなく水平分業も合わせて必要となってくる。実際、最近の海外直接投資と現地生産の増大は、民生用電子機械、自動車、そして、精密機械など、加工組立て産業で目立っている。

直接投資による海外生産の拡大は、紛れもなく大きな潮流となりつつあるが、そのマグニチュードを的確におさえることは重要である。すなわち、海外直接投資が伸びなければ、水平分業体制の確立が遅れる恐れがある一方、円レートが実質で大きく切り上がると、異常な直接投資ラッシュが生じ、国内生産基

盤の過度の弱体化をもたらす恐れもあるからである。

そこでいま、製造業に関して、海外直接投資動向と、国内経済への影響を大枠でつかんでみよう。

まず、今後の製造業海外直接投資残高を第3表のように予測する。ここで、ケース1は、直接投資が1980年代後半に最も活発化し、90年代に入って伸びは徐々に低下する場合、ケース2は、80年代後半に活発化したあと、90年代前半に一旦落ち着き、再度90年代後半に活発化する場合である。残高は、95年度で、85年度の244億ドルから1,147億ドル（ケース1）、または1,413億ドル（ケース2）にまで拡大する。この場合、海外生産高、および、

Ⅱ. 報告論文

第5表 製造業海外現地生産と対日貿易

(億ドル・%)

		1985年度	1990	1995	2000
日本からの輸入	ケース 1	117	319	577	895
	ケース 2	117	369	712	1,351
日本の輸出に占める割合(%)	ケース 1	5.9	14.7	18.5	17.4
	ケース 2	5.9	17.0	22.8	26.2
日本への輸出	ケース 1	58	199	433	672
	ケース 2	58	230	534	1,013
日本の輸入に占める割合(%)	ケース 1	4.9	13.0	15.4	14.3
	ケース 2	4.9	15.1	19.1	21.6

(注) ケース区分は第4表参照。

(出所) 実績値は通産省。予測値は野村総合研究所。

海外生産の対輸出比、対 GNP 比は第4表のように推移するものと見られ、例えば、海外生産対輸出比率は、95年度で84.0%～103.5%となり、近年のほぼ欧州諸国並み、また、米国の現状に対しては約半分といった水準となろう。

ところで、こうした現地生産は、日本からの部品等の輸入、および、日本への輸出で、国内経済と密接に関わってくる。いま、日本からの部品等の輸入比率は現状と大差なく、他方、日本への輸出比率は上昇する方向で、現地法人と日本との貿易関係を予測すると、第5表のような試算結果が得られる。すなわち、1995年度では、日本と現地法人との貿易取引は、日本全体の輸出と輸入に対して、各2割前後のウェイトを占めてこよう(85年度では5～6%)。

海外直接投資の国内雇用への影響は、以上の想定に加えて、日本からの海外現法への派遣人員や、内外生産性格差などを考慮すると、結局、国内製造業における雇用機会の喪失として、ケース1の場合、1995年度約50万人、

2000年度約80万人、ケース2の場合、1995年度約70万人、2000年度約140万人といったところとなる。

3. 産業調整の具体的な姿

こうした海外直接投資を伴う産業調整の具体的なケースとして、自動車と民生用電子機器の内外生産動向を予測すると、第6表のようになる。すなわち、自動車の場合、世界の生産に占める日本メーカーの割合は、1984年の30%から2000年には27%へとやや低下するが、なかでも、国内における生産は、全体の26%から19%へと急落、絶対数でも、約100万台の減少となる。他方、日本メーカーの海外での生産台数は、167万台から460万台へと増大、全生産に占める割合も4%から8%へと上昇する。この結果、自動車関係の雇用者数は、国内生産段階では数万人減少しよう。しかし、国内流通段階では、販売台数の増大を反映して30～40万人の増大が見込まれるので、自動車関係全体では雇用者数は増大することとなる。

第 6 表 自動車と民生用電子機器の内外生産動向

	自 動 車			民生用電子機器		
世 界 需 要	1984年	4,357万台	(100%)	1985年	8.9兆円	(100%)
	2000年	5,550	(100)	2000年	19.7	(100)
日本メーカーの生産	1984年	1,313	(30)	1985年	5.8	(66)
	2000年	1,510	(27)	2000年	11.4	(58)
うち国内生産	1984年	1,146	(26)	1985年	4.8	(54)
	2000年	1,050	(19)	2000年	5.7	(29)
海外生産	1984年	167	(4)	1985年	1.1	(12)
	2000年	460	(8)	2000年	5.7	(29)

(出所) 野村総合研究所

民生用電子機器については、現在、日本メーカーが世界全体の約66%を生産しているが、2000年には、このウェイトは58%にまで低下しよう。このうち、国内生産は、現在の5割強から3割弱へと低下、かわりに、日本メーカーの海外生産割合が1割強から3割弱へと急上昇するものと思われる。すなわち、日本メーカーは先進国消費地での現地生産を拡大すると同時に、カラーテレビやラジカセなどの商品は、東南アジア諸国に生産拠点を移し、国内生産は、高品位テレビのような高付加価値商品に限定することが予想される。この結果、国内における民生用電子関係雇用者数はやや減少することとなろう。

他方、電子機器分野の中でも、情報通信機器を中心とする産業用電子やOA・事務機分野では、今後も、国内での雇用者数は増大し、民生用電子分野での減少を十分吸収するものと考えられる。なお、情報通信分野では、ハードとソフトの両面が相互に作用し合って革新を起こすとみられるが、この両者を合わせた生産額は、1984年の20兆円から2000年には80兆円にまで増大するものと予想される。

国際競争力を喪失しつつある鉄鋼や造船は

どのような対応を迫られているのであろうか。両者とも汎用品の分野では、アジアNICsの追上げを受け、シェアを喰われつつある。しかし、品質の高いものや、需要家の納期、改良要求の特殊なものについては、海外メーカーに負けるには至っていない。例えば、韓国現代自動車の鋼材調達における日韓比率にもこの点が如実にうかがわれる(第7表)。日本のメーカーは、こうした高級品、特殊品での競争力を堅持すべく、製品差別化の徹底を目指した技術革新を起こしつつあり、結局、雇用者数を大幅に減らす中で労働生産性を著しく高め、国際競争力の部分的な強化に奏功するケースが予想されよう。この場合、両業界の雇用者数は、1985年から2000年にかけて、鉄鋼は、約23万人から8万人に、また、造船は約13万人から5万5千人に減少することが見込まれる。

こうした製造業の動きの背景で雇用者数を増大させる産業はサービス業である。しかし、どのサービス業が雇用者数を増加させるかを具体的に検討していくと、既往のサービス業ではなく、むしろ、今後、新たに生まれてくる「ニュー・サービス業」が有力であると考

II. 報告論文

第7表 現代自動車における鋼材国内調達率

鋼 種	自動車1台 当り消費量	86年の購買 予 定 量	日韓調達比率 日本製 韓国製		コ メ ン ト
熱延コイル	30 kg	万トン 1	80 %	20 %	(1)シャーシ用の熱延コイルは critical 材料。日本製から POSCO（浦項綜合製鐵）製へ変える予定はない。 (2)1 ロットの注文書が POSCO 50 t、日本は 3 t で、日本の方が注文しやすい。
冷延薄板	340	13	20	80	(1)成形の良さ、でこぼこが出ないという点は、日本製の方が良いが、POSCO 製品も使える。 (2)将来は、ほぼ全量、韓国製品を使うだろう。
表面処理鋼板	240	9	100	0	(1)韓国では、自動車用鉄—亜鉛メッキ鋼板 (GA) や電気亜鉛メッキ鋼板 (EGL) を、製造していなかった。 (2)東部製鋼が86年7月から GA の生産を始めるので、サンプル・テストをする。 (3)POSCO が86年10月から EGL の生産を始めるので、サンプル・テストをする。
〈特殊鋼〉 機械用構造鋼	65	2.5	N.A.	N.A.	エンジン部品は協力会社で生産しており、内外比率はわからない。韓国では、三美綜合特殊鋼から買っている。
金 型 用 鋼	—	0.005	100	0	日立金属と愛知製鋼から買っている。

(出所) 野村総合研究所、現代自動車からのヒアリング。

平沼亮「環太平洋の鉄鋼高炉業界の現状と展望」、『財界観測』、1986年11月号

えられる。ちなみに、米国で、新規に公開される企業の業種をみると、このところサービス業のウェイトが著しく上昇しているが、中でも、医療サービス、コンピュータ・サービス、そして、既往のサービス分類に入らない「ニュー・サービス業」が目立って多くなっている。また、雇用者数の産業別動向をみると、Health Service 業の雇用者数が、1973年の373万人から86年には671万人にまで突出した増大を見せており、「ニュー・サービス業」の一端をうかがわせている。

結局、日本においても、産業調整の中で一部の製造業から吐き出される雇用者の受け皿となる産業は、新規に登場する「ニュー・サービス業」となる公算が大きい。

4. 今後の生産、就業構造の変化

以上の検討を踏まえて、今後の日本の産業構造変化の大枠を予測すると、第8表のようにとりまとめられる。

まず、生産構造の変化をみると、機械産業とサービス産業のウェイト上昇が目立ち、

金 融 研 究

第8表 生産および就業構造の変化

(計数は全産業に占める構成比・%)

	生 産 構 造				就 業 構 造			
	1980年	1990	1995	2000	1980	1990	1995	2000
輸出志向型産業 (1) (繊維、化学、一次金属)	7.3	6.7	6.5	6.5	4.0	3.1	2.6	1.7
輸出志向型産業 (2) (一般、電気、輸送、 精密の各機械)	9.9	14.8	15.4	15.9	8.3	8.9	8.4	8.4
内需志向型産業 (1) (農林水産、鉱業、食料 品、その他製造、建設)	24.5	19.8	19.2	18.6	34.8	28.1	26.8	25.5
内需志向型産業 (2)	58.3	58.6	58.9	59.0	52.8	59.9	62.1	63.7
うちサービス業	16.7	18.8	20.0	21.0	20.9	26.9	29.0	30.2
うち商業	14.4	13.1	12.0	11.2	17.8	18.3	17.8	17.6
全 産 業	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 野村総合研究所

1980年から2000年にかけて、機械産業は9.9%から15.9%へ、また、サービス産業は16.7%から21.0%へと上昇する。一方、農林水産、鉱業、食料品、繊維、一次金属の各産業は不振で、合計で、11.2%から5.0%へと低下する。

就業構造の変化はより急激に生じる。既にみたように、自動車や民生用電子機器では、海外現地生産を進めて国際分業体制を築き、一方、鉄鋼や造船では、国内生産の縮小、合理化を進める中で、労働生産性を一段と高め、国内雇用者を減少させよう。これに対し、産業用電子機器やサービス業では、新しい雇用機会を急増させよう。この結果、1980年から2000年にかけての就業者構成比は、サービス業が20.9%から30.2%へと急伸し、一方、農林水産、鉱業、食料品、繊維、一次金属の各産業合計のウェイトは、18.6%から8.3%へと低下する。なお、いわゆる製造業のウェイトは、24.0%から19.6%へと下がり、現在の

米国並みの水準となるものと予想される。

Ⅱ. 金融業における展開

日本の産業調整が目指す一つの方向は、情報関連産業とサービス業の育成である。金融業は、この情報関連産業とサービス業の接点に立つ産業の代表的なものであるので、以下日本の金融業がどのような展開を遂げつつあるかを検討しよう。

1. 産業としての金融業

まず、日本の金融業が産業としてどのような位置付けとなっているかを、金融業の全産業に占めるウェイトで測ってみると、雇用者所得ベースでは6.0%、国民総生産ベースでは5.4%、そして、従業員ベースでは4.2%となっている(1984年、第9表)。国際金融取引が活発に行なわれている英国の場合、雇用者所得ベースでは11.0%、国民総生産ベース

II. 報告論文

では13.2%、従業員ベースでは4.3%であるので、日本における金融業のウェイトは、雇用者数ではともかく、付加価値では、英国の水準を大きく下回っていることとなる。いうまでもなく、この英国の高いウェイトは、ロンドンにおける国際金融取引を映じたものであり、ちなみに、ロンドンと東京における金融業従業員数を比較すると、ロンドンは60万人、東京は31万人、各々の全産業に占める割合はロンドン17.0%、東京8.9%と、ロンドンが東京を大きく上回っている。

このことは、東京を国際金融センターとし

て発達させるにつれて、東京における金融業従業者を20～30万人増やす余地があることを示唆するものである。日本における産業構造の再編成が、失業問題や雇用問題を発生させているが、造船業の総従業員数が17万人であるとか、国鉄の余剰人員が4万人であるとかいった状況を念頭におくと、金融の国際化によって、東京を国際金融センターとして発達させれば、こうした雇用問題の解決に一部役立つ面があることは容易に考えられよう。しかし、同時に、国際金融ビジネスの発展は、付加価値を大きく高めるものの、従業員の伸

第9表 金融業の国民経済に占めるウェイト（1984年）

	英 国	日 本
雇用者所得ベース	十億ポンド	兆円
金 融 業(A)	19.8	9.9
全 産 業(B)	180.3	165.2
(A) ÷ (B)	11.0%	6.0%
国民総生産ベース	十億ポンド	兆円
金 融 業(A)	37.0	16.1
全 産 業(B)	279.9	296.6
(A) ÷ (B)	13.2%	5.4%
従 業 員 数	万人	万人
金 融 業(A)	90	174
全 産 業(B)	2,095	4,138
(A) ÷ (B)	4.3%	4.2%
(参考) 従 業 員 数	ロンドン (全従業員) 万人	東 京 (常用雇用、規模30人以上の企業) 万人
金 融 業(A)	60	31
全 産 業(B)	352	350
(A) ÷ (B)	17.0%	8.9%

(出所) 野村総合研究所

びはせいぜい20～30万人までであって、百万人も増えるものではないことにも注意を払う必要がある。

いま、このことを端的に示す1例として、野村証券、および野村証券関連会社のうち金融関連部分の従業員数推移をみると、1980年の約11,000人から1987年の約16,000人へと、最も業容拡大の目立った最近7年間でも、従業員数は約5,000人、年率約5%強の伸びしか見せていない。このうち、海外店に勤務する従業員数は、約600人から約2,100人へと増加（うち、日本からの派遣社員は約100人から約300人へと増加）しているので、結局、国内に勤務する従業員数は、約3,500人の増加に止まっている。この間、付加価値の伸びは、野村証券の経常利益ベースで約7倍にも拡大しているので、上述のマクロベースでみた、日本と英国との差と一致する展開となっていることがわかる。

金融業が、雇用者数をさほど増やさない方向で展開している背景としては、次の諸点が考えられよう。

まず、国内業務に関しては、金融自由化に伴うコスト構造の変化の過程で、エクспリシット金利のウェイトは相対的に上昇する反面、インプリシット金利のウェイトは相対的に低下するので、従業員数は増大しにくいという状況が予想される。また、EFTsの発達も、国内業務に関わる従業員数の伸びを抑える方向で作用している。

国際金融業務に関しては、マネー・マーケットや資本市場を経由する取引のウェイトが高いが、これら市場における取引はもともと大口の取引を小人数で執行するタイプのものが多いので、付加価値の伸びに比べて従業員数の伸びは低い。

さらに、これら2点と関連することがらであるが、金融取引の流れが相対取引から市場取引へとウェイトを移すにつれて、個々の最終的貸し手あるいは仲介金融機関は、資金の最終的借り手に関する情報を、別々に収集・分析するのではなく、誰にでも利用できる情報として提供される（格付機関等によって）か、あるいは、特定の関係を最終的借り手との間で持つ金融機関が保証等を行なうことによって情報の収集・分析の必要性を減少させる動きが強まる。

例えば、米国のモーゲージ金融に関わるセキュライゼーションの場合、GNMA等の政府機関が保証したセキュライズド・モーゲージに投資する投資家（住宅ローンの最終的貸し手）は、個々の住宅ローンの借り手に関する情報を収集・分析する必要はない。また、こうした保証はなくとも、例えば、GMACの自動車ローンをセキュライズドした資産（CARS）は、個々の投資家が個別の自動車ローンを審査する必要性をほとんどなくするものとなろう。

一般に、セキュライゼーションとは、①資金の最終的借り手が、銀行等金融仲介機関から借り入れて資金を調達せず、資本市場やマネー・マーケットから調達するプロセスと、②資金の最終的借り手は、借り入れて資金を調達するが、貸し出した金融仲介機関が貸し付け債権を市場へ売却するプロセスをいう。こうしたセキュライゼーションを進展させた要因としては、次の諸点があげられる。

- ① 金融技術革新により、金融仲介機関を経由しない資金の流れの効率が高まった。
- ② 投資家が金利リスクを嫌い流動性を求める度合を高めた。

Ⅱ. 報告論文

- ③ 証券の流通市場の発達、Placing Powerの強化が進んだ。
- ④ 銀行等金融機関のマネー・マーケット、および、資本市場における資金調達が活発化した。
- ⑤ 資金の最終的出し手が、年金等契約型金融機関や信託資産への運用割合を高めた。

これら諸要因は、いずれも一時的なものではなく、構造的なものと考えられるので、セキュライゼーションは今後の金融業の展開の一方向と考えられる。こうした面からも、金融業が従業員を飛躍的に増やす方向では展開しにくいことがよく理解されよう。

2. 国際金融業務の動向

わが国の金融業の今後は、国際金融業務がこれからどのように展開するかにかかるところが大きいので、以下本節では、国際金融業務自体の拡大状況と、日本における国際金融業務の動向を資本市場を中心に検討しよう。

ここ数年、わが国では、国際金融業務が国内金融業務に比して、相対的に高い伸びを続けている。このことは、例えば、わが国の対外金融資産残高の伸びが、国内クレジット・マーケット・デットの伸びに比して約2倍（1978～85年中）となっていることから容易に推察されるところである。同様に、米国においても、対外金融資産残高は、国内クレジット・マーケット・デットの残高を上回って伸び続けている（1971～85年中）ので、国際金融業務が国内金融業務を上回る伸びとなっているのは、ほぼ世界的現象と考えられよう。

国際金融業務は、資金の調達に関わるものとポートフォリオ投資に関わるものとに大別

される。このうち、国際的資金調達は、第一次石油危機以降活発化し始め、第二次石油危機まで、年を追って規模を拡大させた後、82年から84年にかけてやや伸び悩んだが、85年以降は再び以前の増大ペースに戻っている。この間、資金の流れは次のように変化している。

第1は、第一次石油危機の発生に伴うオイルマネーの増大がユーロ市場を中心に国際金融市場の規模を急拡大させたこと。

第2は、第二次石油危機以降、石油価格の下落からオイルマネーは細り、また、途上国債務問題の発生もあって、先進国や中東産油国から発展途上国に向っていた流れが、先進国間の流れに変わったこと。

第3は、81年以降、国際債券市場が著しく伸び、国際金融取引の中で、銀行経由取引のウェイトが低下、債券発行による取引のウェイトが上昇してきたことである。

このように変化はみられたものの、国際的資金調達は増大を続けているが、その要因としては、①国際的な資金偏在の激化、②国際収支尻の振れの拡大、③金融自由化の進展、そして、④金融技術革新などがあげられる。いずれも、一時的・過渡的なものではなく、変動相場制が続き、コンピュータ・通信革命が続く限り、むしろ、構造的に持続する要因と考えられるので、国際的資金調達の相対的に高い伸びは、今後とも続くものと判断されよう。

国際的資金調達自体が高い伸びを見せていることに加えて、「広義の証券化」も進んでいるため、日本の証券会社の国際債引受業務は著増している。例えば、87年1～8月の国際債主幹事実績をみると、証券大手4社の引受件数は293件、引受金額は357億ドルに達し

ており、また、世界の引受業者上位10社に占める本邦証券4社の割合は、引受件数、引受金額ともに、約5割に上っている。なお、本邦証券会社の主幹事案件の内訳をみると、本邦企業外債、ユーロ円を中心とする円建債、そして、「外-外債」と多様となっている。日本の企業の海外証券市場での起債が引き続き活発なことと、ユーロ円による起債の自由化が、国際的資金調達業務における本邦金融機関のウェイトを上げ、また、国際的資金調達自体を著しく拡大させている。こうした中で、日本の金融市場における非居住者の起債（サムライ債など）が低迷していることに注目する必要がある。

国際資金フローのもうひとつの側面である国際的ポートフォリオ投資も、このところ目立って高い伸びを示している。その最も顕著な事例は、海外から米国への有価証券投資にみられ、同投資残高は、1980年末の2,256億ドルから、86年末には5,743億ドルへとこの間年率17%の伸びとなっている。この米国へのポートフォリオ投資の主な担い手である日本と西ドイツをみると、国内金融資産残高の伸びを上回って対外ポートフォリオ投資残高が伸びており、両者の比率は86年末で日本4.7%、西ドイツ5.1%と、各80年末の0.9%、3.7%を大きく上回っている。また、年金の対外ポートフォリオ投資が積極化してきていることは世界的に共通してみられる動きとなっている（第10、11表）。

国際的ポートフォリオ投資は、このように、純増額ベースで伸びているだけでなく、売り買いを合わせた取引総額、いわゆるグロスベースでは一段と高い伸びとなっている（回転率の上昇）。例えば、非居住者の米国長期債への投資では、回転率は81年の0.9倍から

86年には5.0倍へと高まっている。純増額ベースの増大に加えて回転率が上昇しているため、非居住者の対米長期債投資におけるグロスの売却額は81年の887億ドルから86年の12,707億ドルへと5年間で実に14倍となった。

国際的ポートフォリオ投資がこのように著伸している要因としては、①投資主体（資金余剰主体）の構成で、ポートフォリオ投資を指向するもの（契約型貯蓄機関や産油国など）のウェイトが上昇していること、②対外ポートフォリオ投資の自由化が進んでいること、③金融イノベーションにより、金融取引の国際化が促進されていること、などがあげられる。これらの要因は、資金調達面でみられた要因と同様、構造的・持続的なものと考えられるので、国際的ポートフォリオ投資もまた、今後とも相対的に高い伸びを見せよう。

国際的ポートフォリオ投資が激増する中で、金融機関による有価証券の国際的ブローカー業務やディーリング業務も著しい伸びとなっている。例えば、ユーロ債の売買高は、87年前半には1日平均約200億ドルとなり、85年後半に比して、1年半で2倍となっている。当然のことながら、外国証券会社の日本進出も激増し、87年末には、証券会社数で46社（84年年末10社）、役職員数で5千名を超える（86年6月末2千名）ことが予想されている。これら在日外国証券会社の日本の債券や株式の売買高は、86年後半で115兆円で1年前の85年後半の42兆円に比し、1年で3倍となっている。日本の証券会社の海外における有価証券売買業務も急増している。本邦証券大手4社の海外勤務従業員数は、87年10月時点で約5,200名とこの2年間で2倍強に増大しており、また、最近、非居住者間の取引

Ⅱ. 報告論文

第10表 米国民間年金基金の対外投資の推移

(10億ドル)

	対 外 投 資	対外投資・総資産比率
1975年	0	0%
1980	3	1
1985	27	3
1986	45	4
1990(E)	130	8

(E) 予測値

(出所) InterSec Research Corp.

第11表 世界の民間年金基金の対外投資状況

(10億ドル・%)

	対 外 投 資		対外投資・総資産比率	
	1980年	1986	1980	1986
United States	3.3	45.0	1	4
United Kingdom	9.7	56.6	9	20
Japan	0.4	14.5	1	10
Canada	2.0	5.6	7	9
Netherlands	1.5	8.5	4	10
Switzerland	1.3	3.3	4	5
Germany	0.5	1.9	2	4
Australia	0	1.8	0	15
France	0.7	0.2	1	2
その他	1.6	7.6	2	4
合計	21.0	145.0		

(出所) InterSec Research Corp.

を仲介する「外-外」取引がウェイトを高めてきている。証券会社の本格的多国籍金融機関化がよいよ緒につき始めたものとして評価されよう。

3. 円の国際通貨化と東京国際金融センターの発展

日本の金融業が、今後、産業としてどのように発展するかは、個別金融機関ベースの発

展と、日本の市場における発展とに分けて考える必要があろう。例えば、既に検討したように、円の国際通貨化の一環として、ユーロ円債を解禁すると、円を自国通貨とする日本の金融機関のビジネス・チャンスは飛躍的に拡大する(第12表)。しかし、このことは、日本の国内金融市場におけるビジネス・チャンスの拡大につながるとは必ずしもいえず、実際、サムライ債市場は、ユーロ円債市場に

第12表 国際債引受（主幹事分）における自国通貨建債のウエイト（1986年）

（構成比・％）

	自 国 通 貨	米 ド ル	その他通貨	合 計
野村證券	57.7	41.5	0.8	100.0
Morgan Guaranty	84.7	-	15.3	100.0
Deutsche Bank	62.8	34.8	2.4	100.0

（出所） *International Financial Review*

喰われる形で伸び悩んでいる。国際化が進むにつれて、企業としての発展と国の発展とは乖離する機会が増大するが、とりわけ、金融業においては、帳簿上の記入だけでカネは国際的に移動するだけに、他の産業に比してそうした動きが目立つといえよう。また、金融サービスを生み出す企業で金融機関以外の関連企業をも考えると、金融取引を行なう場所が国内か海外かは軽視出来ないところである。そこで以下では、円の国際化についてまず検討し、次いで、東京国際金融センターの発展について分析しよう。

円の国際的な使用は、まずポートフォリオ投資面から始まったが、最近では、次第に、一般の金融取引にも及んできている。現時点では、円は、ポートフォリオ投資面でドルに次ぐ国際通貨であり、その他の民間金融取引面でも、西ドイツ・マルクやスイス・フラン並みか、あるいは、その水準を上回っている。とりわけ、国際的なインターバンク取引で円のウエイト急伸が目立ち、85～86年の2年間の増加額ベースでは、円は19.5％と、ドルの57.0％には及ばないものの、マルクの7.6％やスイス・フランの5.3％を大きく上回っている。

国際的資金調達面における円のウエイトでも、債券発行では、1986年10.4％、87年1～6月18.6％、対外銀行借入では、86年16.9％

と、ほぼ全体の15％前後、米ドルに対して約2割を占めている。81～82年では、国際的資金調達に占める円のウエイトは全体の3～4％、米ドルの5％程度にすぎなかったもので、80年代前半で円の国際的使用割合が著しく上昇したことは確かである。しかし、円は、第三国間取引では活発に使用されているとはいいがたいなど、米ドルと比べた場合には、国際通貨としての地位はまだ比肩し得る水準に達しているとは思われない。ちなみに、米国の民間企業が国際債を発行する場合の通貨別分布をみると、米ドルのウエイトは低下して、87年1～8月では54.3％にすぎなくなっているが、他方、円のウエイトも、85年、86年が1割弱、87年1～8月が3.8％と目立った上昇とはなっていない（第13表）。

円が国際通貨としてさらにウエイトを高めるためには、民間の貿易取引における使用が活発化する必要があろう。

ところが、貿易関連企業にとっては、円建て金融取引の魅力が大きくなければ、円建て貿易を進める誘因はない。つまり、円建て金融資産の市場が効率的市場であることが不可欠の条件となる。例えば、J. Tobin の分類に従えば、①information-arbitrage efficiency、②fundamental-valuation efficiency、③full insurance efficiency、および④functional efficiency の高まりが必要となる。これらの諸条

Ⅱ. 報告論文

第13表 米国民間企業国際債の通貨別発行状況

(構成比・%)

	1985年	1986年	1987年1～8月
米 ド ル	74.9	63.2	54.3
豪 ド ル	1.1	2.2	8.8
スイス・フラン	6.5	14.8	8.5
英 ポ ン ド	2.0	2.1	7.2
独 マ ル ク	2.7	2.8	4.7
円	8.4	9.2	3.8
加 ド ル	1.1	2.7	3.4
フランス・フラン	0.3	0.2	0.5
そ の 他	3.0	2.8	8.8
計	100.0	100.0	100.0

(出所) *International Financial Review*

件を充たすためには、結局のところ、円建て金融取引に関する自由化が完全に行なわれ、円建て金融取引の市場が内外で十分発達することが必要となる。円の置かれている位置を考えれば、このことは、日本の金融市場が、国際金融センターとして発達し、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ三大国際金融市場の一つとして機能することに他ならない。

そこで次に、日本の金融市場は、国際通貨円を持つ国際金融センターとして十分発達し得るか否かを検討しよう。一般に、国際的な金融取引を円滑に行なうために必要な機能は次の諸点である。

- ① 取引のためのファシリティが完備していること。すなわち、まず、銀行、保険等各種の金融機関が存在し、また、マーケットでは資本市場からマネー・マーケットに至るまで各種の市場が発達していること。これらの条件は、金融取引をfluidにするために必須の要件である。
- ② 取引に不可欠の効率的通信・運輸組織や弁護士、会計士等の国際的サービス体

制が確立されていること。

- ③ 世界の金融情報、経済情報を収集し、分析し、再び、世界に伝達する能力があること。
- ④ 金融取引で付けられる価格は、世界の出来ごとに関する利用可能なあらゆる情報を、即座に、正しく反映するものであること。
- ⑤ 税制やその他金融取引の形態が国際的に標準化されたものであること。
- ⑥ 国際金融界の共通言語である英語で取引が出来ること。

現時点の日本の金融市場は、これらの機能の多くにおいて、ニューヨークやロンドンに劣ってる。しかし、日本は、金利自由化を進めつつあり、マネー・マーケットもBAやCPに見られるごとく創設に踏み切った。民間金融機関における新商品開発能力も、シェアード・ネットワークを海外の経済主体と有効に組むことによって、海外有力金融機関と見劣りしないものとなりつつある。民間金融機関にあっては、世界の情報を収集・分析す

る能力を強化することが依然として課題であるが、この点でも日本が世界に対し資金を供給する基地となって以降、情報は次第に収集しやすくなってきたので今後の進展を期待できる。

以上の検討結果からみて、日本の金融市場が国際金融市場として飛躍する日はそう遠くなく、従って、円の国際化が、近い将来、日本の経済力に比例した水準にまで到達することが予想される。しかし、ここでも、円が、ドルに代わる国際通貨として世界的に使用される状況になるとは考えにくい。例えば、ドルは、現在、世界経済に占める米国のウェイト以上に、世界的に使用されている。第3国間での貿易取引や金融取引ではドルの使用が圧倒的であり、また、石油等国際商品の取引はドル建てが一般的である。円がこうした意味で国際的な交換手段および計算単位として機能することは、近い将来の姿としては考えにくいのである。

つまり、円が、ドルに代わる真の意味での国際通貨となるためには、強い経済力と発達した金融市場が必要であるが、それだけでは十分ではなく、例えば、日本の経済取引のルールが、国際的に馴染みやすい、スポット・エクスプリシット契約型となるとか、国際政治における日本のプレゼンスが高まるとか、さらには、諸外国の各界のリーダーが日本人との間により強いヒトのネットワークを持つ状況が欠かせないのである。こうした条件が整うまでには長い年月を要しようが、その間は、円はドルを支える二次的国際通貨としての役割を果たすに止まるものと判断される。

4. 当面の金融市場革新の方向

日本の金融業発展のために、金融市場では、

当面、どのような革新を遂げるべきであろうか。この点を、資本市場およびマネー・マーケットに関し、発行市場と流通市場とに分けて検討しよう。

まず発行市場に関しては、次の4点があげられる。第1は、マネー・マーケットの育成である。マネー・マーケットの発達、今や国際的に共通した持続的な動きであるが、これは、マネー・マーケットの発達をもたらしている要因の多くが構造的要因であることによっている。例えば、通信技術等を中心とする技術革新が進み、企業のキャッシュ・マネージメントを活発化させたり、資金の最終的出し手とマネー・マーケットを結ぶチャンネル上に新しい金融資産を生み出したりして、マネー・マーケットの拡大に大きく寄与している。また、銀行等金融機関のマネー・マーケットからの資金調達活発化も市場の拡大に好影響を与えている。

このような要因にもとづくマネー・マーケットの発達に加えて、国際的な資金の運用・調達にあたり、為替リスクの回避が一つの課題となるが、為替リスクの回避は短期の金融取引ほど容易であるため、金融の国際化につれてマネー・マーケットが拡大するという面もみられる。例えば、米国多国籍企業が資金の運用を図る場合、その運用基準は、第1に安全性 (Safety)、第2に流動性 (Liquidity) そして、第3に、安全性および流動性が確保される範囲内での利回りの極大化であることが多いが、この基準に従って国際的に資金を運用すれば、運用対象は必然的にマネー・マーケットにならざるを得ない。日本の現状からみれば、BA 市場や CP 市場の育成をはじめ、政府短期証券 (FB) の完全入札や短期国債 (TB) の量的拡大が必要

II. 報告論文

であろう。

第2は、発行市場の国際化、つまり、円滑な国際的資金調達を阻害する要因の除去、改善である。1986年12月の証取審特別部会の報告書に取りまとめられている事項もあるものの、真に競争的な環境条件の整備のために早急に自由化措置を進めることが必要なものが多い。

例えば①受託制度の抜本的見直し（募集受託の設置の自由選択制の導入とか、実務上のニーズに応じて第三者機関を設けるとか、その利用は法制上任意とするといった点）、②商品の多様化、③機動的な発行を確保するための発行登録制度（シェルフ・レジストレーション）の導入、④有担原則の見直しと格付の本格的利用、などがあげられる。

第3は、国債の入札方式への移行である。もし、国債が、シ団引受方式を中心とする現在の引受方式から、完全な入札方式に全面移行すれば、国債の発行条件は、市場実勢、市場の判断に全て委ねることとなり、国債以外の金利も体系的金利を脱して、需給関係をより反映したものとなり、金利自由化を加速させることが出来よう。

第4に、税制の国際的標準化が重要である。2、3例をあげると、国債の全面入札移行の場合、実は債券の発行日取引の導入が前提になるが、これには決済時の受渡しのために債券を借りる市場が必要である。この場合アメリカで Repo で決済用の債券調達が日常的に行なわれるのに対し、日本では売買の形をとると有取税の対象となりコスト的に合わなくなるために事実上こうした取引が成立しない、従って発行日取引も導入出来ないであろうと言われる。CPについても、現状のような印紙税では発行条件が割高にならざるを得

ない、また、源泉徴収税のため TB などでは流通性が著しく阻害され、非居住者による取得を困難にしている。

次に、流通市場に関しても改善を要する点が多い。例えば、国債以外の債券についてみると、市場における流通は著しく不活発でこれら債券の発行を阻害する一因となっている。この流通を不活発ならしめている要因を考えると、名義移転の場合合同登録債でも国債とその他債で違いがあり、国債が日銀の国債登録原簿で即日移転が出来るのに対し、その他の債券ではそうした仕組みがなく、登録済証の交付に数日もかかることが指摘される。また、非居住者との取引において、非居住者は本券を求める傾向があるが国債は登録債から本券へ又本券から登録債への切り換えを即日かつ無料で行なえるのに対し、その他債券の場合には、一定の日数と例えば額面100億円に対し2,500万円ものコストを要する。このため、事実上、非居住者との取引は出来ない状態となっている。この問題の解決のためには基本的には国債以外の債券についても振替決済制度への移行が必要といえよう。

5. 日本の金融業の発展方向

前節で検討した諸課題を解決すれば、日本の金融市場は一段と発達することとなるだろうが、そうした場合、今後の日本の金融業の発展方向をどのように考えるべきであろうか。

まず第1に、日本の市場における国際金融業務がさらに活発化することがあげられる。これにつれて、在日外国金融機関を含めて国際金融業務に関わるスタッフ数のかなりの増加が予想される。現在の日本の金融市場の大きさが米国の6割前後に達していることを考

金 融 研 究

えれば、東京市場に近い将来ロンドンと並ぶ規模の国際金融業務を行なうとしても不自然ではないものと判断されよう（第14表）。

第2に、日本の金融機関の海外における業

務も増大しよう。その大きな促進要因は、本邦企業の海外進出の加速である。現在、本邦企業（金融機関を除く）の欧米における現地法人数は既に2,300社を超えている。また、

第14表 日米金融市場の規模の比較
(1986年12月末)

	日 本	米 国	日本／米国
クレジット・マーケット・デット*	755兆円	7.2兆 ^{ドル} (=1,152兆円)	0.65倍
クレジット・マーケット・デットと株式の合計	918	9.5 (=1,528兆円)	0.60
個人金融資産残高 株式を除く	572兆円	6.3兆 ^{ドル} (=1,003兆円)	0.57
株式を含む	642	8.6 (=1,380兆円)	0.47
対外金融資産残高 グロス	116兆円 (=7,273億 ^{ドル})	10,679億 ^{ドル} (=171兆円)	0.68
ネット	29 (=1,803億 ^{ドル})	-2,636億 ^{ドル} (=-42兆円)	(N.A.)

(注) *：株式を除く全金融資産で二重計算を排除したもの。

ただし、非居住者保有分は除く。

(出所) 野村総合研究所

第15表 本邦企業の現地生産比率の予測
(1987年6月)

	現 在	5 年後		現 在	5 年後
日立製作所	6%	12%	パイオニア	4%	10%
日本電気	13	25	日産自動車	9	15
松下電気産業	12	25	本田技研工業	36(4輪)	40
東芝	8	15	トヨタ自動車	7	15
富士通	4	10	ヤマハ	21(2輪)	25
三菱電機	5	10	川崎製鐵	10	15
ソニー	23	35	新日本製鐵	0	2
T D K	10	20	日本鋼管	22	20~40
			東レ	20	25~30

(出所) 野村総合研究所

Ⅱ. 報告論文

現地生産比率を大きく高める動きを見せる企業も多い（第15表）。これにつれて、現地法人の財務活動の現地化も進みつつある。米国の商業銀行が1965年から75年にかけて急速に海外活動を拡大（例えば海外支店を持つ商業銀行数はこの間13行から126行に増大）した背景には、米国多国籍企業の海外業務（財務取引需要を含む）の拡大があったといわれているが、²⁾日本の金融機関についても今後同様のパターンが予想されよう。

第3に、いくつかの個別金融機関では、「現地化」路線も追求され、多国籍金融機関への脱皮が図られるものと思われる。証券会社では、現時点においても、株式や公社債の売買で、「外-外」比率がかなり上昇してきた。日本の金融機関が世界の各金融センターでトップクラスの地場金融機関となれば、世界の情報に関する収集・分析力は格段に高まることとなる。一部の本邦金融機関はそうした状況をターゲットにして展開を始めている。

第4に、金融自由化の下で、同質サービスの収益性は低下しつつあるため、金融機関は異質サービスの提供に注力してきている。例えば、家計との取引では、プライベート・バンキング業務が活況を呈している。こうした異質サービスの提供によって、金融業は高付加価値産業の座を堅持することが予想されるが、このことは、今後の金融業は、不断の技術革新を必要とする産業に変わることを意味している。これにつれて、金融機関経営における、組織、雇用形態、意思決定等のあり方が変容を迫られるものと判断される。

以 上

2) Spindler, J.A., "The Politics of International Credit", The Brookings Institution, 1984, p.p.186-188.