

# 国際金融センターの現状と展望

## ——国際金融取引の中核としての役割——

同 前 雅 弘  
(大 和 証 券)

### I. 国際金融センターの現状

1. 国際金融センターの概念
2. 国際金融センターを巡る環境

### II. 国際金融センターの展望

## I. 国際金融センターの現状

### 1. 国際金融センターの概念

#### (1) 国際金融センターの特徴

国際金融センターは、外国為替市場を中核としてバランスよく発達した短期金融市場、証券市場などのマーケットをもち、内外の投資家、資金調達者が参加する総合金融市場である。現在では、東京、ニューヨーク、ロンドンの3市場が国際金融センターになっている。

国際金融センターを構成するマーケットには、短期金融市場、貸出市場、債券市場、株式市場、外国為替市場などがある。

国際金融センターの機能としては、次の5点があげられる。

- ① 外貨調達
- ② 貿易金融
- ③ 長期資金調達
- ④ 資金運用
- ⑤ ファンド・マネージメント

#### ① 外貨調達

国際金融センターは、経済強国、貿易黒字国であり、又、基軸通貨をもつ国の金融市場に発生する。本来的な国際金融機能は、貿易黒字の国から外貨を必要とする貿易赤字の国へ資金を還流させるものであり、その際貿易取引の決済通貨である基軸通貨がその媒介となる。従って、貿易黒字による豊富な資金をもつ国の通貨が基軸通貨となり、その国に国際金融センターがうまれる。

#### ② 貿易金融

貿易取引にともない金融取引が発生する。輸出業者は輸出代金を早期回収するために、輸入業者は輸入代金を調達するために、貿易手形の売却や金融機関からの借入れによりファイナンスをする。また取得した貿易代金を短期金融市場で運用する。貿易が増えるにつれ、短期金融市場、BA市場が発達する。中でも、輸出入の貿易量の多い経済強国のマーケットは、自国業者のみならず、外国業者にも利用されるようになる。

以上の①、②は、本来的な国際金融センター

の発生形態である。マクロ的には貿易赤字のファイナンス、ミクロ的には個々の貿易業者のファイナンスの場として、国際金融センターがうまれる。いずれも、外国為替市場がその中核となる。

しかし、国際的な投資資金量が増えるにつれ、国際金融センターは新たな役割を求められるようになる。

### ③ 長期資金調達

資金交流が活発化し、国際金融市場が発達するにつれ、政府、企業等が国内における不足資金を調達するために国際金融センターを利用する段階から、より有利なファイナンス手段を求めて国際金融センターを活用する段階にはいる。

為替管理が撤廃され、ユーロ市場を舞台に金融の証券化（セキュリティゼーション）等の金融イノベーションが進み、信用力の高い資金調達者は、国内市場及び海外市場の中から、コストの低い手段を提供できるマーケットを選択できるようになっている。

従来、国際金融センターの利用者は、国内の資金蓄積に乏しい中南米等の発展途上諸国や、国内の金融資本市場が小規模で大量の財政資金や外貨を国内で調達できない西欧諸国が、ユーロ市場から債券の発行やシンジケート・ローンにより資金を調達してきた。

しかし、1980年代に入ってから金融の証券化やスワップ技術の発達により、規制が厳しい国内市場よりもユーロ市場を活用した方が有利なファイナンスができるようになった。信用力の高い日本やアメリカの企業を中心に、ユーロ市場を舞台に活発なファイナンス活動を展開している。中でも日本企業は、東京市場の株高を背景に大量のワラント債、転換社債を発行しており、1980年代に入り上

場企業の資本市場からの資金調達額のうち30～50%がロンドンを中心とした海外市場で調達している。

### ④ 資金運用

国際金融センターは、単に資金調達の場であるばかりでなく、資金運用市場でもある。流動性の高い資金運用市場があり、内外からの大量の資金が集まる場があってこそ、資金調達市場が成り立つといえる。

最近では、グローバルに資金運用をする機関投資家が増えているが、彼らがあつかう資金量が多いため、投資対象マーケットに高いパフォーマンスばかりでなく流動性をも求めている。

ただし、資金運用マーケットとしての特徴を、東京、ニューヨーク、ロンドンの3市場にみると、大きな違いがある。巨大な国内市場をバックに国際金融センターに発展した東京とニューヨークの場合は、国内のセカンダリー・マーケットが資金運用市場となっているが、国内市場と分離する形で国際金融市場を作り上げたロンドンの場合は、セカンダリー・マーケットの規模は相対的に小さく、プライマリー・マーケットが資金運用市場の中心をなしている。

### ⑤ ファンド・マネージメント

国際金融市場としての長年の経験をもとに、国際金融業務に関するノウハウが蓄積され、投資顧問業が発達する。グローバル運用を求める投資家が、世界各国から国際金融市場の投資顧問会社、金融機関に資金の運用を委託している。ロンドン、スイスなどの伝統ある国際金融市場で、ファンド・マネージメント業務が発達している。

国際金融センターの特徴を一義的に定義づけることは難しいが、それぞれの国際金融セ

ンターにより、各機能に強弱があるものの、外国為替市場を中核として以上の5つの機能が複合したものといえよう。各種金融活動がマーケット・メカニズムにもとづき展開されることにより、国際金融センターは、国際的な資金偏在の調整と効率的な資金配分の役割をになっている。国際金融センターであるかどうかのメルクマールは、国際債券発行市場、国際シンジケート・ローン市場などの市場をもっているかではなく、世界的な資金の流れの中核点として国際的な資金偏在の是正と効率的な資金配分を行っているかどうかという機能によって判断すべきであろう。

## (2) 国際金融センターのカテゴリー

国際金融センターを「国際金融市場」や単なる「金融センター」と区別するものは、(1)で述べたように、トータルなマーケットとして、資金偏在の是正と効率的な資金配分という機能を国際的規模で果たしているかにある。従って、為替管理などにより国際的な資金の流れが自由におこなわれていないマーケット、例えばイタリアのような市場は、国際金融市場の1つではあっても国際金融センターとはいえない。また、1、2のマーケットに特化している市場も、金融センターではあっても国際金融センターのカテゴリーには入らない。例えば、リスク・ヘッジ市場に特化しているシカゴ市場、長期資金調達及びファンド・マネージメントに強みを発揮しているスイスの市場も国際金融センターには分類されない。

なお、香港は、世界の中で為替管理が最も自由なマーケットであり、また国際金融センターとしての5つの市場をほぼバランスよく備えてはいるものの、その影響は極東に限ら

れた金融センターであり、国際金融センターのカテゴリーには入らない。

## (3) 3大国際金融センターの特徴

東京、ニューヨーク、ロンドンの3大国際金融センターは、それぞれが歴史、発展段階を異にしており、他の国際金融センターがもっていない特徴をもっている。しかし、3市場ともに、単独でまたは他の2市場と相互に影響を及ぼしあいながら、国際的な資金の流れの中核点となっている。

3大市場ともに、厚みのある外国為替市場をもっている点は共通しているが、その他の個別市場・機能については、きわだった違いがみられる。以下、3市場の特徴についてみていく。

### ① ニューヨーク

ニューヨークは、巨大な国内金融資本市場（短期金融市場、貸出市場、株式市場、債券市場等）に国際金融機能が付加された市場である。国内市場があまりに大きすぎるために、国際金融市場としての面が見過ごされるきらいがあるほどである。

19世紀後半の南北戦争以後の活発な企業活動によりアメリカ経済が発展し、ニューヨークはアメリカの金融市場、資本市場の中心地として興隆した。第1次世界大戦後、アメリカがイギリスにかわり債権大国に、ドルがポンドにかわって基軸通貨となり、ニューヨークは、ロンドンが果たしていた貿易決済業務と資本供給基地としての役割を担うようになった。

しかし、第2次世界大戦後の冷戦の発生、アメリカの国際収支の悪化、利子平衡税の導入（1963年）を機にユーロ市場が発生、またその後の巨額の貿易不均衡の発生（1970年代

の OPEC、1980年代の日本、西ドイツの貿易黒字の拡大) にユーロ市場が機敏に対応し、ニューヨークは資金リサイクルの中心市場としての地位をロンドンに譲っている。

さらに、アメリカは1985年に債権国から債務国に転落し、現在世界最大の債務国になっている。アメリカは現在、ネットの資本輸入国になっており、事実上資金リサイクルの役割を果たせなくなっている。

ニューヨーク市場の現在の特徴は、基軸通貨国のマーケットとして貿易決済資金市場、資産運用市場が発達していることである。ドル資金決済の場として TB を中心とする短期金融市場、ドル建 BA 市場が高度に整備され、外国投資家、貿易業者によりさかんに利用されている。また、資産通貨ドルの運用市場としても、アメリカ国債を中心とする債券市場、株式市場は東京と並び世界最大規模を誇っている。

なお、最近アメリカの年金基金も国際分散投資を本格化し始めているが、伝統的に国内資本市場が巨大で国際分散投資をする必要性に乏しかったため、国際的な投資顧問業務は、ロンドン、エジンバラ、スイスと比べ見劣りする。

## ② ロンドン

ロンドンは、第1次世界大戦後のイギリスからアメリカへの覇権、基軸通貨国の移行にともない、国際金融センターとしての地位を失ったが、第2次世界大戦後、基軸通貨であるドルの取引市場(＝ユーロ市場)を作ること成功し、シティーは国際金融センターとして復活した。1970年代、1980年代の世界の大幅な国際収支の不均衡の調整役を果たし、世界最大の国際金融センターとなっている。

ロンドンの国際金融センターとしての最大

の特徴は、他国の通貨及び他国の資金で国際金融業務を展開していることである。自国通貨ポンドは既に基軸通貨ではなく、イギリスは資本輸出国でもないという、国際金融センターとしては致命的なバック・グラウンドの下で、国際金融センターとして成立しているという意味において、国際金融史上きわめて特異な地位にある。これを可能にしているものは、19世紀以来の長年の国際金融業務についてのノウハウの蓄積、情報の収集力、海外の資金調達者と資金供給者をひきつける市場の自由さ、規制の少なさである。

個別市場をみると、ユーロ市場がポンド建市場と切り離される形で発達してきたため、国内市場(株式市場、ポンド債市場)は、ニューヨーク、東京と比べ大きく見劣りするものの、ドル通貨を使っているユーロ・マネー・マーケット、国際シンジケート・ローン・マーケット、国際債券発行市場は、群を抜いている。

また、国際金融センターとしての長年の伝統とノウハウの蓄積により、グローバルな資金運用業務に長けており、ファンド・マネージメント・センターになっている。

## ③ 東京

東京は、巨大な国内金融資本市場と資本力をバックに、比較的最近、1980年代に入ってから、ニューヨーク、ロンドンと伍するまでに成長した国際金融センターである。

1980年の新外為法施行による外国為替取引の自由化、及び1984年の日米円ドル委員会報告書を起点とする国内市場の自由化措置により、内外資本交流を活発にするための制度的枠組みが作られた。そして、貿易黒字を背景とする対外証券投資が1983年以降活発化し、日本は現在、世界最大の債権国(1985年以降)、

資本供給国となり、巨額の資金力により国際金融センターの一角を占めるまでになっている。プラザ合意（1985年）以降の急速な円高が、ドル・ベースでの日本の資金力を大きくし、東京市場の地位を高めている。

東京市場の最大の特徴、及び欠点は、自国通貨・円が基軸通貨ではないということである。株式市場は1987年にニューヨークを抜き世界一となり、債券市場も先物取引を含めると年間売買高が1京円に迫るなど円資産市場は世界最大規模になっているが、基軸通貨に関わる国際金融業務（BA市場、シンジケート・ローン市場、国際債券発行市場）は他2市場と比べ未発達である。従って、巨額の資金力をもちながらも、そのリサイクルは、ニューヨーク市場におけるアメリカ国債の購入、ロンドンにおけるユーロ債投資という形態で行われている。

## 2. 国際金融センターを巡る環境

### (1) 国際金融センター発達の条件（供給サイドの要因）

国際金融センターの歴史、即ち、第1次世界大戦までのロンドン、その後のニューヨークをみると、国際金融センター発達の条件としては、次の3点が決定的に重要であると思われる。

- a－資本力
- b－基軸通貨
- c－流動性の高い資産運用マーケット（短期金融市場、株式市場、債券市場）

しかし、第2次世界大戦後のロンドンの復活は、必ずしも以上の3条件を充たさなくても国際金融センターが成立しうることを証明している。他国通貨、他国資金を使った、いわば貸し席市場のロンドンの成功は、国際金

融センターを発達させる別の条件（d－情報及びノウハウの蓄積（＝スタッフ及び金融機関の集積）、e－少ない規制（特に外国為替管理規制））があることを示しているが、ロンドンの地位は後述するように他国の規制等によって変動しやすく、国際金融センターとしては自律性に欠けている。やはり、国際金融センターとして発達するための条件としては、資本力、基軸通貨、巨大なマーケットの3点が重要である。

そのほか、国際金融センターをもつ国が、前記3点を維持していくには、次のような諸点において卓越した力をもっていることが大事であろう。

- f－経済力
- g－円滑な投資を保証するシステム
  - ・軍事力
  - ・国内政治の安定
  - ・国際政治、経済の枠組みを作りうるリーダー・シップ
- h－インフラ
  - ・資本流出、資本流入を促す税制
  - ・決済システム
  - ・通信、情報施設

国際金融センターの原資である資本力(a)をうみだすものは、基本的には経済力(f)である。製造業が輸出によって稼ぎ出す貿易黒字の累積が、長期的な資本輸出を可能にする。産業資本の国際的競争力と無関係に、金融資本が単独で長期間の繁栄を享受することはできない。

産業の国際競争力(f)と通貨価値(b)の長期的安定を保つには、投資が円滑になされるシステムを作り出す必要がある。ここでいう投資には、設備投資、研究開発投資等の直接投資のほかに、有価証券投資、融資などの間接投

資をも含み、また、一国内だけではなく国境を越えて行われる投資を含んでいる。モノ、カネの自由な流れが保証されてはじめて、活発な投資が行われるようになり、当該国や世界経済が発展する。そのためには、国内的には政治の安定と自国の安全保障の確立、国際的には平和を維持するための軍勢力と国際政治場裡におけるリーダー・シップが求められる。国際公共財を提供する国の通貨が、基軸通貨(b)として信任をうけることになる。

国際金融センターは、資本、株券・債券などの有価証券等、情報が国際的規模で流通するマーケットであるが、これらが円滑かつ効率的に流通するためのインフラ(h)が備わっていることが求められる。資本の流れがスムーズになされるには、規制が少ないこと(e)は勿論のこと、税制においても国内各マーケット間、国際マーケット間で、資金が円滑に流れることを保証するものであることが必要である。有価証券の物理的な移動が円滑になされるように決済システムが整備されている必要があり、情報の円滑な流通のためのテレポートやコンピューターセンターなどの情報・通信施設の集積が不可欠である。

なお、東京、ニューヨーク、ロンドンは、ちょうど時差を埋める地点に位置しているが、それぞれの市場の発展経緯をみる限り、金融資本取引のグローバル化、24時間体制化が3極体制をもたらしめているのではなく、偶然の結果である。今後3極間のリンクはますます強まることになろうが、24時間体制化が3市場の等分の発展を保証するものではない。経済力、通貨情勢の進展などによっては、3市場の成長力に格差が生じるのではなかろうか。

## (2) 国際金融センターに対するニーズ（需要サイドの要因）

### ① 金融のグローバル化

ここでは、金融のグローバル化の意味を、24時間取引体制化、即ち、共通金融商品が1日中世界のどこかで途切れなく取引されるようになる状況と定義する。

国際金融取引を24時間取引との関係で分類すると、次の3点に分けられる。

- aー外国為替取引、アメリカ、日本、西ドイツ等の主要国の国債や金融先物取引のように、取引商品の標準化が進んでいるものは、1日中途切れなく取引されるニーズがあり、また、現に、24時間取引の対象となっている
- bー株式市場のように、取引市場への参加者の大多数が特定地域に偏っていたり、決済システムにローカル性が強く、一部の世界的大企業の株式を除き、24時間取引になじまないもの
- cー国際的なシンジケート・ローン、債券発行のように、その性格上、取引の24時間化は不必要なもの

24時間取引化によって、国際金融市場間の緊密化、一体化がおきているが、グローバル・トレーディングの取引対象になるものはaのカテゴリーに限られ、また、グローバル・トレーディングによって増える国際的金融取引の量は相対的には多くはないと思われる。aの分類における外国為替取引、外国の国債取引、国際金融先物取引の市場規模を規定するものは、基本的には、bやcの国際金融取引、及びそのエリアにおける金融資本市場の規模、経済力である。

### ② 金融経済の統合化

現在、世界的な経済の統合化の芽が出始め

ている。EC は、92年に向けて統合プロジェクトを進めつつあり、従来から高かった EC 域内の取引量が更に増える傾向にある。アメリカ大陸においても、アメリカとカナダとの間で貿易協定が締結され、北米市場が一体化しつつある。

また、極東地域においても、1985年のプラザ合意以降の為替レート的大幅な調整と対米貿易摩擦の激化は、このエリアの域内取引を増加させている。

このように、ヨーロッパ、アメリカ、極東地区において域内取引を活発化させる傾向が出始めているが、このような傾向は、基軸通貨のブロック化を促していくものと思われる。既に、マルクは EC 域内において基軸通貨の役割を果たしつつあり、統一 EC 市場の成立は、EC で唯一の大幅貿易黒字国の通貨・マルクの地位をますます高めていくことになる。

極東地域においても、今後、日本を中心とした経済の相互交流が進み、一体化が進んでいけば、円が基軸通貨の役割を果たすようになり、円経済圏が成立するのではなかろうか。

現在、世界の貿易決済のうち約半分がドルによってなされているが、域内取引の活発化とともに、ドルのシェアが下がり、かわってマルク、円のシェアが上がっていくものと思われる。長期的視野にたって展望すると、アメリカ大陸の域内取引の決済通貨はドルが、ヨーロッパではマルクが、アジアでは円が使われるようになり、アメリカとアジア間、ヨーロッパとアメリカ間、というような3極間の取引はドルが決済通貨として使われるようになっていくと思われる。

従って、今後の3大国際金融センターの特徴を考えると、ニューヨークが従来どおりド

ルのマーケットとして、ロンドンがドルとヨーロッパのローカル・キー・カレンシーであるマルクの二つの通貨のマーケットとして、また、東京はドルとアジアのローカル・キー・カレンシーとなる円の二つの通貨のマーケットとして発展していくことになる。

3大国際金融センターの将来の成長力は、それぞれのバックにあるアメリカ、ヨーロッパ、アジアの経済成長力に依存することになる。現在は、単一の基軸通貨・ドルによって国際金融取引が行われているため、当該国、地域の経済力によって国際金融機能は大きな影響を受けないが、将来、3つのローカル・キー・カレンシーに分かれ、3大市場がローカル・キー・カレンシーの金融センターとしての色彩を強めていくと、背景にもつ域内経済力の差が国際金融市場の規模を左右していくものと思われる。

## II. 国際金融センターの展望

### (1) 3大センターの現状

ニューヨーク、ロンドン、東京の3大国際金融センターは、それぞれ他にない特徴を持っている。現在の3大センターの並立という状況は、きわめて微妙な均衡の上に成り立っており、今後、国際金融をめぐる環境が変化すれば、現在の微妙なバランスが崩れていく可能性がある。

まず、3大市場の特徴からみていこう。

#### ① ニューヨーク

ニューヨークは、経済大国アメリカの資本供給基地として、また、基軸通貨・ドルのマザー・マーケットとして、国際金融センター

の役割を果たしてきた。しかし、1980年代に入り、財政と貿易の双子の赤字により、アメリカは債権大国から世界一の債務国に転落し、資本輸出国から資本輸入国に転じている。従って、ニューヨークはドルの決済市場としての地位は保っているものの、国際的な資金配分を行うという国際金融センターの機能を果たせなくなりつつあり、ニューヨークの地位は大幅に低下している。

## ② ロンドン

アメリカの資本流出規制をきっかけに自由なマーケットであるユーロ・ドル市場が誕生し、ロンドンは第2次世界大戦後国際金融センターとして復活してきた。ユーロ市場誕生の経緯から明らかなように、ロンドンの特徴は、少ない規制、マーケットの自由度を特徴にしている。水が高いところから低いところに流れるように規制を嫌う国際資金はより自由な市場へ集まってくるが、ロンドンは、資本輸出国の市場とユーロ市場の規制の落差を武器に発達してきたマーケットである。

オイル・ショックまでは、アメリカが最大の資本輸出国であったが、アメリカの預金金利規制、ディスクロージャー等の様々な規制を嫌い、自由な調達、運用を求める資金がロンドンに集まってきた。

1970年代の2度のオイル・ショックにより中東産油国に膨大なオイル・ダラーが発生した。しかし、中東産油国の金融資本市場は小規模で、国際的な資金偏在の是正は自らは行えず、ロンドンに頼らざるをえなかった。

1980年代に入り、日本に巨額の貿易黒字が発生し、日本が最大の資本輸出国になった。しかし、国内の規制を回避するため、金融取引が東京からロンドンに流出している。日本の機関投資家は、ユーロ債市場で最大の投資

家になっている一方、ユーロ債発行額のうち約1/4は日本企業による起債になっており、ユーロ債市場最大の利用者になっている。規制の強い東京市場を避け、自由なロンドンを經由して資金が流れている。

## ③ 東 京

東京市場が、ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融センターとして登場してきたのは比較的最近、1985年以降である。急速な円高及び大幅な資金余剰により金融資本市場が急速に拡大したこと、及び、巨額の貿易黒字を原資に日本は最大の資本供給国となり、1985年以降債権大国になったためである。

しかし、1970年代の中東産油国と異なり、自前の巨大な金融資本市場及び有力な金融機関、証券会社をもっているにもかかわらず、国内市場に規制が多く、また、自国通貨・円が基軸通貨でないため、豊富なジャパン・マネーの国際還流機能はロンドン及びニューヨークに譲っている。具体的には、日本の機関投資家の資金運用は、ニューヨーク市場におけるアメリカ国債の購入、ロンドン市場でユーロ債投資という形で行われ、日本企業の資本調達も、規制の多い国内市場を避けユーロ債市場で大量のワラント債を発行している。外国政府等の長期性円資金調達も、サムライ債市場よりも自由なユーロ円債市場が盛んに使われている。

以上のように、3大国際金融センターが並立している現在の状況は、ニューヨーク市場の地位低下と東京市場の急速な台頭、そして東京、ニューヨークの規制の間隙をついたロンドンの成長、という微妙なバランスのもとになりたっている過渡的現象と思われる。従って、長期的にみると、今後の各国の金融力、経済力の変化、及び東京とニューヨーク、

特に東京市場の金融自由化の動向により、現在の3市場間のバランスが崩れる可能性があり、おそらく将来的には東京市場が3大センターの中心的存在となっていくと思われる。

なお、ここで、東京資本市場の現状及び課題について付言したい。

東京資本市場は、ニューヨーク、ロンドンと比べ、量的な指標でみる限り、両市場の規模を上回る巨大なマーケットに成長しているが、質の面では様々な規制が残り、インフラの整備、充実が遅れている。国債の大量発行、大量流通、及び160兆円に達する巨額の残高の累積という巨大な量の圧迫が、国債市場の質を変化させ、マーケットメカニズムが強く働く効率的な市場へと変貌させたように、東京資本市場は量の拡大が先行し、次に質的にも洗練されたマーケットに変わっていくと思われる。しかし、今や世界最大の資本供給国となったわが国の世界経済における重要性を考えると、豊富なジャパン・マネーがより効率的に世界に還流されるように、東京市場の自由化、インフラの整備を急ぐべきであろう。

その際、重視すべきポイントは、資本市場はそもそも民間企業の資金調達のものであり、企業が自由にファイナンスできるように市場を変革すべきであるということである。つまり、第1に、地元の企業にとって使い勝手のいいマーケットでなければ、外国からの参加を期待できないからである。東京市場が国際金融センターを目ざし、内外からの多くの参加を求めるならば、まず日本企業から支持されるマーケットに変えていく必要がある。そうならば、自ずと外国の利用者も増え、現在のように日本から海外に一方的に資本が流れている現状が改まり、資金が双方向に流れるようになっていく。

また、第2に、国際金融センターになるために必要な原資である資金力は、基本的には産業、企業が稼ぎ出す貿易黒字だからである。東京市場が国際金融センターとして長期間発展していくためには、日本企業の国際競争力を高めるべく、効率的な資金運用、資金調達を提供していく必要がある。

次に、発行市場、流通市場の問題点、及び整備、充実すべきインフラについて列挙してみよう。

#### a. 発行市場

##### a-1 短期金融市場

わが国の短期金融市場は、アメリカと比べ見劣りするものとなっている。これは、短期金融市場の中核となるべきTB市場が育っていないためである。TBは、借換国債の発行を円滑にするために1986年から発行が始まったが、発行残高は常時2兆円程度にとどまっており、規模が少なく需要に応えきれていない（短期金融市場育成のため、今年度から発行残高は倍増の4兆円になる予定である）。また、後述するように、税制の関係から取引型態に制約がある。

政府短期証券（FB）は、常時20兆円前後の残高があるが、発行方式は定率公募入札制がとられ、その発行条件は財政負担を軽減するため公定歩合を下回る水準に固定されている。このため、実質上、全額日本銀行により引き受けられ、マーケットに流通するFBは、日本銀行が売りオペにより市中売却された額に限られている。短期金融市場の整備、円の国際化を推進するために、発行条件を含めた完全な入札制への移行を速め、FBの市中残高を増やすことが必要である。

##### a-2 債券市場

債券発行市場（普通社債、ワラント債、円建外債）は、株式発行市場、転換社債発行市場が活況を呈しているのと対照的に、低迷が続いている。これは、ユーロ債市場、スイス市場と比べ、起債における機動性を欠くとともに、発行コストが割高になっているためである。そのほか、変動利付債、ゼロ・クーポン債などの新商品を発行できない、社債年限の自由化が遅れ中期債を発行できない、ということも国内債市場を魅力の乏しいものになっている。

#### a-3 株式市場

株式相場の堅調を背景に、上場企業による増資が活発に行われている。しかし、発行企業の中には、煩雑な発行ルール、利益還元ルールに対する不満が強い。長期的には、配当政策は企業の自主性にまかせ、その評価はマーケットに委ねるようにすべきではなかろうか。

企業の自己資本充実手段の多様化のため、優先株を機動的、弾力的に発行できるように、商法の改正、優先株制度の改善が望まれる。

#### b. 流通市場

##### b-1 決済機構

資本取引の急増にともない、決済量も高額化、大量化しており、決済システムの重要性が見直されている。金融資本取引が複雑化、巨額化している今日、何らかの理由により決済できない事態が生じ、支払不能が連鎖的に広がっていき、金融市場、資本市場全体が麻痺、崩壊するシステム・リスクが現実化しているからである。

アメリカ市場では決済システムが整備されている。1960年代後半に発生したペーパー・クライシスに対処するため、ニュー

ヨーク証券取引所を中心に証券預託機関としてDTC（Depository Trust Company）が設立され、アメリカにおける株式取引の殆どをカバーしている。

ユーロ債市場においても、ユーロクリアとセデルの証券決済機構が存在し、ユーロ債の売買の決済の殆どがユーロクリアとセデルを通して行なわれている。その取扱対象は、ユーロ債ばかりでなく、サムライ債、ヤンキー債、ユーロ・エキィティー、ユーロCP、CDにまで及び、また、流通市場ばかりでなく、発行市場においても重要な役割を果たしている。

日本には、株式、公社債すべてを扱う決済機構はないが、現在、株券を対象にした証券保管振替機構設立の準備が進められている。証券集中保管機構の点においては、東京はニューヨーク、ロンドンに比べ遅れている。

なお、国際的な資金交流が活発化し、24時間取引、国際的証券取引が本格化するにともない、国際的な証券決済システムの整合性を求める声が強くなっている。民間非営利団体であるグループ・オブ・サーティ（The Group of Thirty）は、本年3月、各国の証券市場における決済システムの改革を提案している。一連の提案の眼目は、証券集中保管機構を設立し証券の口座振替決済を可能とすること、及び決済までの期間を3営業日に短縮すること、である。

前者は東京が早急に実現しなければならない課題であるが、後者については東京市場の決済システムを世界モデルとして国際的統一を勧告したものである。この提案の背景には、1987年10月のブラック・マンデーの際、ニューヨーク、ロンドン市場で

株式の売買処理に混乱がみられたのに対し、東京市場では整然と決済が行なわれたことがあると思われる。

## b-2 税 制

証券市場を国際金融センターとして育成する上で、税制の国際的整合性を図ることはきわめて重要である。この問題の重要性は、利子の源泉徴収課税が大量の資本流出を招き、いかに西ドイツの金融資本市場に大きな打撃を与えたかをみればわかるとおりである。

第1に、株式、債券ともわが国では有価証券取引税が課税されているが、アメリカ、イギリスでは原則非課税となっている。わが国においても、早急に取引税率の引下げ、及び撤廃が望まれる。取引税の存在は資本取引のコストを高くし、短期金融市場（特に、債券現先市場）の発展を阻害している。また、現在はまだ顕在化していないが資本取引の海外流出を促す可能性がある。例えば、株式の大口取引の場合、委託手数料（0.2%程度）を取引税（0.3%）が上回っており、ニューヨーク・ロンドン市場における日本株式の流通性が今後高まっていけば、海外の投資家ばかりでなく、日本の機関投資家も日本株の執行を海外市場で行う事態が出てこよう。東京資本市場の国際競争力を高めるために税制の国際的調和が急がれる。

第2に、債券の利子の源泉徴収課税の問題である。非居住者がわが国の債券を売買する際、政府及び中央銀行を除き、原則として源泉徴収の対象となっている。欧米先進諸国では海外投資家については源泉徴収非課税が一般的になっており、源泉課税をスタートした西ドイツも巨額の資本流出に

あい、先般課税中止を決めたばかりである。源泉課税の問題が外人投資家の東京市場参入の障壁ともなっており、税制の国際的整合性を保つために外人投資家保有債券の源泉徴収課税の早期撤廃が望まれる。

また、短期金融市場の中核商品と位置づけられるべき短期国債、政府短期証券についても源泉課税の対象になっている。短期金融市場の育成、整備、円の国際化を進めるために、これら商品に対する源泉課税の撤廃が必要である。

第3に、先物、オプション取引に対する取引所税の問題である。海外市場には取引所税が存在しないが、現在、政府は、株価指数先物取引、金融先物取引に取引所税を課税することを検討している。先物取引は、僅少なコストでリスクヘッジ手段を提供するものであり、債券、株式市場等の健全な発達に必要不可欠なものである。わが国資本市場の健全な育成、及び国際競争力維持のため、取引所税の課税は行われなことが望まれる。

以上、わが国の証券税制を国際金融センター育成の観点からみると、いずれも、短期金融市場の育成を阻害し円の国際化のネックになっているとともに、海外投資家が東京市場で資金を運用することを躊躇させる原因の一つとなっている。現行の税制は、わが国から世界へという資金の流れの一方通行を促進している。東京市場が真の国際金融センターになるためには、東京から海外へという資金の流ればかりでなく、海外から東京へという双方向の太い資金のパイプを作る必要があり、税制もそのために国際的調和を図るべく改められるべきであろう。

c. インフラの整備

東京市場は、前述したように、急速に発展し比較的最近国際金融センターになったという歴史的経緯があり、国際金融センターとして長い歴史をもつニューヨーク、ロンドンと比べ、インフラの未整備が目につく。以下、思いつくまま箇条書で列举してみよう。

○ 派生市場（先物・オプション市場）の整備

ブラック・マンデーの時に端的にみられたように、現代の資本市場は、現物取引、先物取引、オプション取引が一体となって運営されており、派生市場は国際金融センターに必要なものとなっている。すみやかに国内金融商品の開発、上場を行なうとともに、海外の主要商品についても取引の場を作ることが求められよう。

○ 金融の証券化

金融の証券化は世界的な潮流となっているが、わが国においても、投資家、資金調達者のニーズに応えるべく法制上の枠組みの変更が必要になっている。

○ テレポート

証券業は高度情報通信産業に変貌しており、国際金融センターのインフラとして国際情報通信基地であるテレポートが必要不可欠なものとなりつつある。既に、ニューヨークのスタッテン島、ロンドンのドッグランド、サンフランシスコのベイエリア、アムステルダムのスローターダイク地区などに例がみられ、いずれも衛星通信の地球局やコンピューターセンターが集中配備されている。東京においても、ウォーターフロントにテレコムセ

ンター建設が予定されている。

○人材の育成

国際金融担当の弁護士、公認会計士の育成。

(2) 3大金融センターの将来

① ニューヨーク

国際金融センターとしてのニューヨークの地位低下の現在の傾向は今後も変わらないと思われる。国際金融センターとなるための3要素、即ち、基軸通貨、巨大な国内金融資本市場、資金力、のうち、前二者についてはニューヨークは今後も失うことはないと思われるが、資金力の点については、疑問とせざるをえないからである。

中長期的にみた場合、貿易赤字の継続、巨額の対外債務に伴う投資収益収支の悪化により、アメリカの対外債務は今後も増え続け、資本輸入国としての期間が長期化するものと見込まれる。従って、ニューヨーク市場は、基軸通貨、ドルの決済機能をもつため、国際金融センターの1つとして生き残りはするものの、他国に資金を依存しているため、国際的な効率的な資金配分という役割を果たし続けていくことは難しいと思われる。

② ロンドン

ニューヨーク、東京と異なり、資金力をもたず、基軸通貨国でもなく、また、大きな金融資本市場をもたないロンドンが、ニューヨーク、東京と伍して国際金融センターの一角を占めたのは、自由なマーケットを提供してきたこと、及び、基軸通貨ドルをユーロ市場に取り込むことに成功したからである。

しかし、以上の2点が今後も継続するとは考えにくく、ロンドンの国際金融センターとしての将来像は必ずしもバラ色のものではな

い。

まず、第1の自由なマーケットの維持という点からみると、ロンドンが将来とも世界のマーケットの中で優位を維持し続けることは難しい。マーケットの自由さは相対的なものであり、1980年代に入ってから世界的な金融資本市場の規制緩和の動きは、ロンドンの国際競争力を弱めつつあるからである。市場競争力を保っていくためには、一層の市場の自由化、規制緩和を進めていかなければならないが、1986年10月に実施されたビッグ・バンと呼ばれる、自国証券市場、証券会社の体力を無視した過度の自由化措置が、1年後のブラック・マンデーの直撃もあり、かえって証券市場の規模縮小を招いているように、市場の自由化は、永遠に繰り出せるカードではない。

マーケットの自由さは相対的なものであり、他国の規制緩和の動きに大きく影響を受ける。特に、今や世界最大の資本輸出国、債権国になった日本の資本市場の自由化の行方が、ロンドン市場の将来を占うといえよう。

ユーロ債市場では、現在、発行者、投資家とも、日本が最大の勢力を占め、その結果、日本の証券会社が引受けランキングの上位を独占するまでになっている。日本勢の動向がユーロ債市場を左右するまでのパワーを握っている。

日本の企業や機関投資家が、国内市場ではなく、ロンドンまでわざわざ出かけていき、ユーロ債市場でさかんに資金調達、資金運用を行っているのは、国内資本市場の自由化が遅れているためである。国内市場で債券を発行する場合には、担保を要求される、発行条件が画一的に決定される、変動利付債を発行できない、等の硬直的な市場慣行が国内市場

の空洞化を招いている。

したがって、国内市場の自由化が進めば、ユーロ債市場に流出していた多くの資本取引が国内に戻ってくる可能性が高い。現に、転換社債市場は、国内市場の自由化の結果、国内市場が海外市場に対して優位に立っている。昭和50年代に入り、日本企業は、無担保、低金利で発行できるスイス転換社債市場に殺到し、昭和51年度から58年度まで、海外発行転換社債が国内発行分を上回った。しかし、スイス市場に対抗するため、国内起債市場の無担保化、金利の低下等の市場振興策が実施され、昭和59年度以降は再び国内発行額が海外発行分を上回っている。特に、昭和63年度の国内転換社債起債額は7兆円弱に達し、日本企業の資金調達の最大の手段になっている。

現在、ユーロ債の引受業者にとって、普通債の引受けは競争の激化により、殆どもうからない業務となっている。ユーロ債市場の競争激化、採算悪化を理由に、ブラック・マンデーが起きる直前の1987年9、10月に、既に、アメリカの証券会社、銀行が相次いでロンドンでの業務縮小、人員削減を発表している。更に、ブラック・マンデーはこの傾向に追撃をかけている。ユーロ債業務ばかりでなく、イギリス国債、株式の相場の低迷、出来高の減少により、シティーに大量に進出しているアメリカを中心とする海外業者ばかりでなく、地元イギリスの証券会社も業務縮小を行っている。

厳しい経営環境が続く中、シティーで収益性の高い業務は、日本企業の発行するワラント債の引受けである。東京株式市場の相場堅調をうけ、ワラント債の大量発行が続いており、1988年のユーロ債起債額に占める日本企

業ワラント債のシェアは15%、今年に入って30%の高いシェアを占めている。そして、大量に発行されているワラント債を大量に購入しているのは、日本の機関投資家である。

このように、日本企業の資金調達と日本の投資家の資金運用がホームグラウンドではなくロンドンで行われているのは、様々な規制、制約のため、東京市場ではワラント債の発行市場が育っていないためである。

しかし、かつての転換社債と同じように、東京市場の自由化が進めば、ワラント債の起債が東京にもどってくる可能性が高い。もしそのようなことになれば、ユーロ債市場に大きな打撃を与えることは間違いない。シティーで唯一規模の拡大を続けている日本の証券会社、銀行も、規模縮小を始めるからである。

将来もロンドンが国際金融センターの一角を占めていくには、ワラント債の例が示すように、ロンドンと東京の間の規制の差を維持していく必要がある。ロンドン市場の一層の自由化は、ビッグ・バンが示すようにかえって市場規模を縮小し国際競争力を弱めてしまうというジレンマを抱えている上に、東京市場の自由化、国際化は、1984年の日米円ドル委員会報告書発表以降、本格化し、特に最近加速されている。ロンドン、東京の二市場間の自由度の差は、今後縮まりこそすれ拡大していくことはないであろう。

国際金融センターとしてのロンドンの今後の帰趨を占うもう1つのポイントは、基軸通貨の行方である。将来的には、現在の単一基軸通貨制から、ドル、マルク、円の3通貨による複数通貨制に変わっていく。ヨーロッパでは、EC統合により域内取引が一層活発化し、マルクがローカル・キー・カレンシー

となろう。

第2次世界大戦後、ロンドンがユーロ・ドル市場の中心地として復活しえた背景には、ドルのマザー・マーケット・ニューヨークと取引時間帯が重ならないという地理的メリットがあったことも一つの要因であったと思われる。しかし、マルクの場合、フランクフルトはほぼロンドンと同一時間帯にあり、なおかつ通貨主権に過敏な反応を示す西ドイツ連銀が控えていることから、フランクフルト市場との競争は熾烈を極め、ロンドンがマルク取引において主導権を発揮できるかどうか疑問がある。

以上のように、ロンドンの国際金融センターとしての発展を支えていた要因は崩れつつあり、ロンドンの将来性には陰りが出始めていると思われる。

### ③ 東 京

現在、東京、ニューヨーク、ロンドンの3市場が並立する3極体制になっているが、将来的には、東京は3大国際金融センターの中心的存在になっていくと思われる。

国際金融センターになるためには、資金力、巨大な金融資本市場、基軸通貨、の3要素を備えていることが必要である。

第1の資金力については、日本は現在世界最大の資本輸出国であり、債権大国である。中長期的にみても、日本経済の成長力は先進諸国の中で抜きん出たものをもっており、経済大国、ハイテク大国として国際社会の中で今後ますますその地位を高めていくと思われる。現在の日本は21世紀の高齢化社会到来に備えての資本蓄積過程にあり、今後長期間貯蓄超過の状態が続く見込みである。高付加価値製品の輸出による貿易黒字に对外投资収益も加わり、日本は資本供給国としての役割を

果たし続けていこう。

第2の巨大な金融資本市場という点については、1987年以降東京はニューヨークを抜き世界一の株式市場となっているが、債券市場、短期金融市場も巨大なマーケットに成長しており、今後もますます活発な市場になっていく。

第3の点については、現在、円は基軸通貨としての役割を果たしていない。しかし、東京が国際金融センターとして今後も発達していくためには、わが国の通貨である円が海外でも盛んに使われるようになり、基軸通貨と

しての役割を果たすことが、決定的に重要である。円の国際化が進めば、円ビジネスが東京に集まり、東京は内外のプレーヤーが参加する真の意味の国際金融センターになろう。

円の国際化は、徐々に進んでいくものと思われるが、円が基軸通貨として世界中から信頼を得るには、単に日本経済が発展するだけではなく、日本がその一員である極東、東南アジア地域の経済が発展し、世界の中に占める地位、役割が高まっていくことが不可欠である。

以 上

(参考)

主要株式市場の時価総額 (1988年末)

(億ドル、%)

|              |        |        |
|--------------|--------|--------|
| 日 本          | 38,402 | (44.2) |
| ア メ リ カ      | 24,809 | (28.6) |
| イ ギ リ ス      | 7,181  | (8.3)  |
| 西 ド イ ツ      | 2,408  | (2.8)  |
| フ ラ ン ス      | 2,241  | (2.6)  |
| カ ナ ダ        | 2,207  | (2.5)  |
| ス イ ス        | 1,479  | (1.7)  |
| イ タ リ ア      | 1,351  | (1.6)  |
| オーストラリア      | 1,339  | (1.5)  |
| スウェーデン       | 891    | (1.0)  |
| ス ペ イ ン      | 869    | (1.0)  |
| オ ラ ン ダ      | 858    | (1.0)  |
| 香 港          | 740    | (0.9)  |
| ベ ル ギ ー      | 583    | (0.7)  |
| シンガポール/マレーシア | 426    | (0.5)  |
| デ ン マ ー ク    | 264    | (0.3)  |
| フィンランド       | 223    | (0.3)  |
| ノ ル ウ ェ ー    | 166    | (0.2)  |
| 南 ア フ リ カ    | 150    | (0.2)  |
| ニュージーランド     | 132    | (0.2)  |
| オーストリア       | 83     | (0.1)  |
| 合 計          | 86,802 | (100%) |

(資料) Morgan Stanley, *Capital International Perspective*

(参考)

## 日本の対外収支と対外証券投資

(百万ドル)

| 年    | 経常収支     |        | 長期<br>資本収支 |        | 対外証券投資(ネット取得額) |         |        |        |        |        | 直接投資      |           |        |
|------|----------|--------|------------|--------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|-----------|--------|
|      | 貿易収支     | 貿易外収支  | 投資収益       | 株式     |                |         | 債券     |        |        |        |           |           |        |
|      |          |        |            | 取得     | 処 分            | 取得      | 処 分    |        |        |        |           |           |        |
|      |          |        |            |        |                |         |        | 取得     | 処 分    |        |           |           |        |
| 1975 | ▲ 682    | 5,028  | ▲ 5,354    | ▲ 273  | ▲ 272          | 24      | ▲ 7    | 455    | 462    | ▲ 41   | 229       | 270       | 1,763  |
| 76   | 3,680    | 9,887  | ▲ 5,867    | ▲ 204  | ▲ 984          | 146     | 0      | 537    | 537    | ▲ 64   | 216       | 280       | 1,991  |
| 77   | 10,918   | 17,311 | ▲ 6,004    | 115    | ▲ 3,184        | 1,718   | 7      | 283    | 278    | 735    | 1,061     | 326       | 1,645  |
| 78   | 16,534   | 24,596 | ▲ 7,387    | 900    | ▲ 12,389       | 5,300   | 124    | 431    | 307    | 1,897  | 3,551     | 1,654     | 2,371  |
| 79   | ▲ 8,754  | 1,845  | ▲ 9,472    | 2,011  | ▲ 12,976       | 5,865   | 575    | 1,255  | 680    | 3,385  | 7,970     | 4,585     | 2,898  |
| 80   | ▲ 10,746 | 2,125  | ▲ 11,343   | 854    | 2,324          | 3,753   | ▲ 213  | 1,222  | 1,435  | 2,996  | 14,391    | 11,395    | 2,385  |
| 81   | 4,770    | 19,967 | ▲ 13,573   | ▲ 763  | ▲ 9,672        | 8,777   | 240    | 937    | 697    | 5,810  | 9,401     | 3,591     | 4,894  |
| 82   | 6,850    | 18,079 | ▲ 9,848    | 1,718  | ▲ 14,969       | 9,743   | 151    | 1,126  | 975    | 6,076  | 16,980    | 10,904    | 4,540  |
| 83   | 20,799   | 31,454 | ▲ 9,106    | 3,082  | ▲ 17,700       | 16,024  | 661    | 2,106  | 1,445  | 12,505 | 22,905    | 10,400    | 3,612  |
| 84   | 35,003   | 44,257 | ▲ 7,747    | 4,231  | ▲ 49,651       | 30,795  | 51     | 1,570  | 1,519  | 26,773 | 56,348    | 29,575    | 5,965  |
| 85   | 49,169   | 55,986 | ▲ 5,165    | 6,840  | ▲ 64,542       | 59,773  | 995    | 5,484  | 4,489  | 53,479 | 291,338   | 237,859   | 6,452  |
| 86   | 85,845   | 92,827 | ▲ 4,932    | 9,473  | ▲ 141,461      | 101,977 | 7,048  | 20,917 | 13,869 | 93,024 | 1,346,989 | 1,253,965 | 14,480 |
| 87   | 87,015   | 96,386 | ▲ 5,702    | 16,670 | ▲ 136,532      | 87,757  | 16,874 | 70,936 | 54,062 | 72,885 | 1,273,829 | 1,200,944 | 19,519 |
| 88   | 79,631   | 95,012 | ▲ 11,263   | 21,032 | ▲ 130,930      | 86,949  | 2,993  | 76,560 | 73,567 | 85,812 | 1,364,661 | 1,278,249 | 34,210 |

(出所) 日本銀行「国際収支統計月報」

(参考)

## 上場企業の国内・海外資金調達状況比較

(億円)

| 年度   | 事業債計   |        |        |       | 転換社債  |        | 新株引受権付社債 |        | 有償増資  |        | 国内     |        | 海外      |        | 合計     |        |         |
|------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|----------|--------|-------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|
|      | 電力債    |        | 一般事業債  |       | 国内    | 海外     | 国内       | 海外     | 国内    | 海外     | 金額     | シェア(%) | 金額      | シェア(%) |        |        |         |
|      | 国内     | 海外     | 国内     | 海外    |       |        |          |        |       |        |        |        |         |        |        |        |         |
| 1975 | 15,042 | 2,930  | 5,995  | —     | 9,047 | 2,930  | 3,310    | 1,820  | —     | 9,024  | 211    | 27,376 | 84.7    | 4,961  | 15.3   | 32,337 |         |
| 76   | 11,664 | 2,135  | 8,430  | 108   | 3,234 | 2,027  | 555      | 1,538  | —     | 8,234  | 906    | 20,453 | 81.7    | 4,579  | 18.3   | 25,032 |         |
| 77   | 12,408 | 1,465  | 8,200  | —     | 4,208 | 1,465  | 1,625    | 2,211  | —     | 7,094  | 587    | 21,127 | 83.2    | 4,263  | 16.8   | 25,390 |         |
| 78   | 13,133 | 1,271  | 8,765  | —     | 4,368 | 1,271  | 2,770    | 4,281  | —     | 10,329 | 134    | 26,232 | 82.2    | 5,686  | 17.8   | 31,918 |         |
| 79   | 12,981 | 1,786  | 10,740 | 366   | 2,241 | 1,420  | 3,535    | 5,561  | —     | 6,605  | 148    | 23,121 | 75.5    | 7,495  | 24.5   | 30,616 |         |
| 80   | 9,935  | 1,680  | 7,880  | —     | 2,055 | 1,680  | 965      | 5,149  | —     | 11,601 | 1,077  | 22,501 | 74.0    | 7,906  | 26.0   | 30,407 |         |
| 81   | 12,690 | 491    | 9,310  | —     | 3,380 | 491    | 5,260    | 10,248 | 200   | 443    | 17,932 | 36,082 | 72.0    | 14,055 | 28.0   | 50,137 |         |
| 82   | 10,475 | 6,812  | 6,980  | 1,495 | 3,495 | 5,323  | 4,175    | 6,275  | 470   | 658    | 10,154 | 626    | 25,274  | 63.8   | 14,370 | 36.2   | 39,644  |
| 83   | 6,830  | 4,039  | 5,360  | 1,208 | 1,470 | 2,831  | 8,610    | 11,914 | 170   | 3,231  | 8,494  | 778    | 24,104  | 54.7   | 19,962 | 45.3   | 44,066  |
| 84   | 7,200  | 11,345 | 6,190  | 2,944 | 1,010 | 8,403  | 16,115   | 12,272 | 30    | 4,336  | 8,146  | 495    | 31,491  | 52.5   | 28,448 | 47.5   | 59,939  |
| 85   | 9,435  | 14,393 | 5,580  | 3,051 | 3,855 | 11,342 | 15,855   | 9,480  | 550   | 8,662  | 6,513  | 107    | 32,353  | 49.8   | 32,642 | 40.2   | 64,995  |
| 86   | 9,800  | 16,392 | 4,850  | 2,941 | 4,950 | 13,452 | 34,680   | 4,853  | 1,040 | 19,932 | 6,315  | 6      | 51,835  | 55.7   | 41,182 | 44.3   | 93,017  |
| 87   | 9,150  | 8,240  | 6,880  | 3,526 | 2,270 | 4,714  | 50,550   | 10,766 | —     | 34,390 | 20,839 | 305    | 80,539  | 60.0   | 53,701 | 40.0   | 134,240 |
| 88   | 7,490  | 8,426  | 5,050  | 2,517 | 2,440 | 5,909  | 69,945   | 10,665 | —     | 49,821 | 45,625 | 165    | 123,060 | 64.0   | 69,077 | 36.0   | 192,137 |

(資料) 公社債引受協会「公社債月報」

金 融 研 究

(参考)

通貨別ユーロ債発行額の推移

(百万ドル、%)

|           | 1979               | 1980               | 1981               | 1982               | 1983               | 1984               | 1985               | 1986                | 1987               | 1988               |
|-----------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| U.S \$    | 10,214.5<br>(58.9) | 13,298.8<br>(66.3) | 21,251.8<br>(80.2) | 42,228.2<br>(83.9) | 39,205.4<br>(78.3) | 65,333.6<br>(80.0) | 96,821.5<br>(70.9) | 118,096.2<br>(62.9) | 58,069.5<br>(41.3) | 75,362.4<br>(42.5) |
| 円         | 115.1<br>(0.7)     | 300.9<br>(1.5)     | 407.9<br>(1.5)     | 598.0<br>(1.2)     | 232.7<br>(0.5)     | 1,190.1<br>(1.5)   | 6,614.6<br>(4.8)   | 18,516.2<br>(9.9)   | 22,562.5<br>(16.1) | 15,849.8<br>(8.9)  |
| D M       | 4,769.9<br>(27.5)  | 3,457.2<br>(17.2)  | 1,377.3<br>(5.2)   | 3,252.7<br>(6.5)   | 4,042.1<br>(8.1)   | 4,324.3<br>(5.3)   | 9,611.9<br>(7.0)   | 17,126.6<br>(9.1)   | 15,023.9<br>(10.7) | 23,672.6<br>(13.4) |
| £         | 291.3<br>(1.7)     | 975.9<br>(4.9)     | 538.7<br>(2.0)     | 845.6<br>(1.7)     | 2,152.5<br>(4.3)   | 3,964.5<br>(4.9)   | 6,130.4<br>(4.5)   | 10,585.4<br>(5.6)   | 15,050.6<br>(10.7) | 21,655.1<br>(12.2) |
| ECU       | —                  | —                  | 236.1<br>(0.9)     | 823.4<br>(1.6)     | 2,191.4<br>(4.4)   | 2,937.5<br>(3.6)   | 6,903.3<br>(5.1)   | 7,056.8<br>(3.8)    | 7,396.7<br>(5.3)   | 11,332.1<br>(6.4)  |
| Canada \$ | 467.9<br>(2.7)     | 270.3<br>(1.3)     | 686.8<br>(2.6)     | 1,200.1<br>(2.4)   | 1,067.0<br>(2.1)   | 2,147.4<br>(2.6)   | 2,912.0<br>(2.1)   | 5,066.6<br>(2.7)    | 6,002.7<br>(4.3)   | 12,866.6<br>(7.3)  |
| F Fr      | 373.5<br>(2.2)     | 882.8<br>(4.4)     | 533.1<br>(2.0)     | —                  | —                  | —                  | 1,122.6<br>(0.8)   | 3,523.2<br>(1.9)    | 1,816.7<br>(1.3)   | 2,398.7<br>(1.4)   |
| その他       | 1,120.7<br>(6.5)   | 862.8<br>(4.3)     | 1,454.9<br>(5.5)   | 1,380.6<br>(2.7)   | 1,207.1<br>(2.4)   | 1,819.8<br>(2.2)   | 6,427.0<br>(4.7)   | 7,775.7<br>(4.1)    | 14,612.0<br>(10.4) | 14,057.2<br>(7.9)  |
| 合 計       | 17,352.9           | 20,048.7           | 26,486.6           | 50,328.6           | 50,098.2           | 81,717.2           | 136,543.3          | 187,746.7           | 140,534.6          | 177,194.5          |

(資料) OECD, *Financial Statistics*

(参考)

ユーロ債地域別起債状況

(百万ドル、%)

|                      | 1985                | 1986                | 1987                | 1988                |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 国 際 機 関              | 9,589<br>(7.2)      | 12,080<br>(6.6)     | 13,180<br>(9.2)     | 13,187<br>(7.6)     |
| アメリカ・カナダ             | 43,344<br>(32.6)    | 50,873<br>(27.7)    | 25,681<br>(18.0)    | 25,927<br>(14.9)    |
| 内 アメリカ               | 36,273<br>(27.2)    | 37,235<br>(20.3)    | 20,190<br>(14.1)    | 17,077<br>(9.8)     |
| ヨーロッパ                | 54,515<br>(40.9)    | 84,239<br>(45.8)    | 57,152<br>(40.0)    | 85,897<br>(49.4)    |
| オーストラリア・<br>ニュージーランド | 5,032<br>(3.8)      | 11,091<br>(6.0)     | 7,768<br>(5.4)      | 7,747<br>(4.5)      |
| ア ジ ア                | 19,167<br>(14.4)    | 25,481<br>(13.9)    | 38,634<br>(27.1)    | 40,122<br>(23.1)    |
| 内 日 本                | 13,978<br>(10.5)    | 22,785<br>(12.4)    | 36,902<br>(25.8)    | 38,487<br>(22.1)    |
| 南 米                  | 20<br>(0.0)         | —                   | 245<br>(0.2)        | 756<br>(0.4)        |
| アフリカ・中近東             | 1,467<br>(1.1)      | 89<br>(0.0)         | 120<br>(0.0)        | 251<br>(0.1)        |
| 合 計                  | 133,133<br>(100.00) | 183,853<br>(100.00) | 142,779<br>(100.00) | 173,887<br>(100.00) |

(資料) I. F. R. Publication, *International Financing Review*

(参考)

## ユーロ債主幹事ランキング

| 1985        |        | 1986           |        | 1987           |        | 1988       |        |
|-------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|------------|--------|
| CSFB        | 14.00% | CSFB           | 10.68% | 野村             | 13.20% | 野村         | 10.15% |
| メルリンチ       | 6.16   | 野村             | 7.97   | CSFB           | 6.69   | CSFB       | 8.06   |
| モルガンギャランティー | 5.89   | ドイチェバンク        | 6.75   | ドイチェバンク        | 5.79   | ドイチェバンク    | 7.09   |
| ソロモンブラザーズ   | 5.88   | モンガンギャランティー    | 5.35   | 日興             | 5.62   | 大和         | 5.47   |
| モンガスタンレー    | 5.13   | モンガスタンレー       | 4.86   | 山一             | 5.11   | 山一         | 4.22   |
| ドイチェバンク     | 4.43   | 大和             | 4.81   | 大和             | 4.86   | 日興         | 3.98   |
| ゴールドマンサックス  | 4.06   | ソロモンブラザーズ      | 4.59   | モンガンギャランティー    | 3.57   | バンカーズトラスト  | 3.49   |
| 野村          | 3.81   | パリバ            | 3.94   | モンガスタンレー       | 3.56   | メルリンチ      | 3.45   |
| UBS         | 2.80   | メルリンチ          | 3.18   | パリバ            | 3.16   | JPモルガン     | 3.25   |
| パリバ         | 2.53   | 日興             | 2.78   | ソロモンブラザーズ      | 3.11   | 興銀         | 3.24   |
| オリオンロイヤルバンク | 2.35   | UBS            | 2.62   | 興銀             | 3.00   | パリバ        | 3.20   |
| 大和          | 2.22   | 山一             | 2.40   | ウォーバークセキュリティーズ | 2.79   | UBS        | 3.16   |
| SGウォーバーク    | 1.92   | シェアソンリーマン      | 2.21   | UBS            | 2.25   | ソロモンブラザーズ  | 2.85   |
| SBCI        | 1.91   | ゴールドマンサックス     | 2.07   | コメルツバンク        | 1.93   | ウォーバーク     | 2.63   |
| バンカーズトラスト   | 1.85   | 長銀             | 1.65   | ドレスナーバンク       | 1.71   | ゴールドマンサックス | 2.25   |
| カウンティバンク    | 1.76   | ソシエテジェネラル      | 1.60   | SBCI           | 1.71   | ドレスナー      | 2.20   |
| ロイズ         | 1.74   | SBCI           | 1.57   | 長銀             | 1.54   | モンガスタンレー   | 2.10   |
| コメルツバンク     | 1.68   | 興銀             | 1.57   | ゴールドマンサックス     | 1.48   | コメルツバンク    | 2.00   |
| 山一          | 1.67   | ウォーバークセキュリティーズ | 1.49   | ベアリングブラザーズ     | 1.45   | SBCI       | 1.63   |
| シェアソンリーマン   | 1.61   | コメルツバンク        | 1.47   | メルリンチ          | 1.17   | ハンプロス      | 1.56   |

(資料) I. F. R. Publication, International Financing Review