

国際債券市場に関する研究*

島野卓爾

1 国際債券市場の 概念と機能

(1) 外債市場とユーロ債市場

国際債券 (international bond) とはあまり聞きれない言葉であるが、国際的な資本移動が債券 (通例長期) 形式で行なわれるものを指す。国際的な資本移動が債券形式で行なわれるものは、かつては外債 (foreign bond) のみであった。すなわち起債地国 (外国) のシンジケートにより引き受けられ、同国内で売りさばかれる債券である。しかし最近ではこのような外債とならんで、国際的なシンジケートにより引き受けられ、国際的に売りさばかれる債券も多い。このような債券はユーロ債 (euro bond) といわれる。国際債券はこのような外債とユーロ債を包括する概念である。

モルガン・ギャランティーの資料によれば、1972年中に発行された国際債券はドル換算で8,380 (百万) ドルであるが、このうち外債は2,060 (百万) ドル、ユーロ債は6,320 (百万) ドルである。ユーロ債が現われたのは、後に示すように1963年であるが、1968年には外債の発行量を凌駕し、最近では国際債券の主流を占めるに至っている。このようなユーロ債の膨脹は何故もたらされたのであろうか。

ユーロ債市場の成立は、アメリカが国際収支改善のために1963年金利平衡税を創設し、

先進工業諸国のニューヨーク市場における起債を締め出したことに端を発するといわれている。この結果これら諸国の起債希望者は、いや応なしに欧州市場に殺到したが、欧州諸国ではこの歴大な起債需要に応えるため各国の債券市場の統合に努め、ここにユーロ債市場が成立したわけである。その後米国は1965年にはアメリカ企業の対外直接投資に規制を加え、またイギリスは1966年に先進スターリング諸国のロンドン市場でのポンド建て起債を制限したが、この結果欧州に進出したアメリカ企業や先進スターリング諸国の地方公共団体、企業は、所要資金をユーロ債起債によって調達せざるを得なくなり、ユーロ債市場の発展を促すことになった。もちろんこのような起債需要だけによって起債が膨脹するわけではなく、その間にイギリスのマーチャント・バンカーやアメリカのインベストメント・バンカーなどの金融業者が国際的な引き受け・取り次ぎ活動を強力に展開した事実があ

*) この論文は、大蔵省国際金融局企画課の委託研究を修正加筆したものである。委託研究に当り、銀行関係と証券関係の専門家から貴重な意見と草稿をいただいた。厚く感謝したい。それらを基礎に、研究責任者である筆者が個人の責任と判断でまとめた。したがってもし誤りがあるとすれば、すべて筆者のものである。ここでそれらの専門家を明記しないのは、研究の内容が証券と金融の業務分野の競合——いわゆる証取法65条問題——に関係しており、現時点で無意味な誤解を避けるためであって他意はない。

ることを忘れてはならない。

以上のように成立、発展したユーロ債市場の特質はどこに求められるであろうか。それは国境を越えた自由な市場であるということであろう。一国市場と異なり国境を越えた市場であるから、動員できる資金量は大きい。当局の規制のない自由な市場であるから、金利機能が完全に発揮される。そこには為替管理、起債調整、税制の制約はなく、またそこに成立する金利は国際的長期資金の需給を反映したもので、一国の金利体系の外にあるものである。このような市場の特質が国際資本移動を活発にすることは想像に難くない。OECDでは、国際資本移動を一段と活発にする立場から、このような市場の特質をフルに発揮させるため、各国に対しユーロ債に対する制限を極力縮小するよう呼びかけている。

このようなユーロ債の膨脹に対し、外債の発行はさほど伸びておらず、現状維持を余儀なくされている。これは起債地国の為替管理、起債調整、税制などの面で厳しい規制を受けるためである。その典型的な例はロンドン市場である。ロンドン市場は、次項でもう一度検討を加えるが、かつて国際資本取引の中枢として毎年巨額の外債の発行をみていた。しかし、戦後長らくイギリスが国際収支上の配慮から、対外資本取引に種々の規制を加え、またデフレ政策を採用して市場金利を高水準に保ったため、外債の発行は漸減を続け、今日では稀有の例になりつつある。

現在かなりの数の外債が発行されている市場としては、ニューヨーク市場、ドイツ市場およびスイス市場をあげることが出来る。このうちドイツ市場は外債市場であると同時にユーロ債市場としての性格も持っている。というのは、ドイツ市場における外国の起債については、1964年西ドイツが長期資本の流入を防止するため、内国債の非居住者取得に資本収益税を課して以来、非居住者である投資家は、同税免除の取り扱いとなる外国債に関

心を示したため、西ドイツ以外の金融業者が引受けに参加し、西ドイツ以外ではめ込みを行なうことが多くなったからである。それはともかくとして、これらの外債市場においては現在種々の規制があり、また資金量に制限があるため、起債の内容が特殊なものに偏る傾向がある。たとえば、ニューヨーク市場においては、国内債に準ずるカナダ債が外債の主流をなしていたり、スイス市場においては、発行金額の制限から小型債しか発行できない等々の事実である。したがってこれらの外債市場が現在国際債券市場に占める地位は、量的にはもちろん質的にもユーロ債市場を補充する程度にとどまっているとって過言ではなからう。

最後に今後の国際債券市場発展の方向を展望しておこう。前述した如く、外債市場における規制の存在がユーロ債市場の発展を促すことになったが、今後外債市場における規制は資本自由化の進展とともに漸次撤廃されていくものと思われる。その結果、外債市場の国際債券市場における地位は向上するものと思われるが、その場合でもユーロ債市場にとって代わることはあり得ないと考えられる。というのは、起債者である企業は、事業活動が国際化しその起債規模が大型化しているのので、起債を一国の外債市場だけで行なうことは困難となりつつあるうえ、ユーロ債市場では、国際的な金融業者が激しい競争をして起債者に有利なサービスを行なうよう努めているからである。したがって将来外債市場における規制がまったくなくなったとしても、外債市場とユーロ債市場とは相互補完しつつ共存し、国際債券市場を形成すると考えられる。

(2) 主要国国際債券市場の実態

国際債券市場の概念と機能について、以下補足的説明を加えておきたい。これは次節の成立要件との関連で参考になる点が多いと思われる。これまで世界有数の国際債券市場と

して重要な役割を果たしてきたロンドンやニューヨーク市場を検討してみると、そこにはおよそつぎの三つの特徴がある。

その第一は、多数の資金供給者と需要者にとって市場へのアクセスが自由であることである。つまり利用可能な資金供給が充分であり、外国からこれら資金に対して活発な需要があることである。第二は、投資家からこれら資金を必要とする国際機関、政府、民間企業に向けて資金を流す効率的な市場組織があることである。第三は、この市場に関する詳細なインフォメーションがあり、それにより新規発行および既発債券の動きを容易かつ迅速に知ることができることである。

これら三つの特徴は、効率的に機能している国際債券市場の必要条件であるが、極く端的にいうと教科書に示されている完全競争市場に近い。しかしながら現実には、とくに外債市場において、資本の流れ、債券利回り、リスク、政府規制の程度などの点で、国際債券市場の特色がでてくる。もっとも古典的かつ著名な国際債券市場は、第一次大戦前のロンドン市場である。当時イギリスの貯蓄の半分以上がロンドン金融市場を通じて流出していた。1907～13年の期間で、イギリスの資本輸出は年平均1億7600万ポンドであるのに対し、国内総資本形成は年平均1億3200万ポンドであった事実がこれをもっともよく示している。ロンドン市場を通ずるイギリスの資本輸出が当時のフランス、ドイツのそれと際立って異なっていた点は、量的規模もさることながら、ロンドン市場に対してイギリス政府が何ら直接規制をしなかったことである。これがロンドンに国際債券市場を発展させた一つの大きな要因であった。

余談になるが、ケインズが1923年『貨幣改革論』で物価の安定と為替相場の安定の優劣を論じ、物価の安定（デフレ政策による）では、投資家階級のみが利益を享受し、企業家階級と労働者階級は生産縮小と失業の不利益を蒙

ると論じたのは、まさにこの当時の状況を考慮してのことであったと思われる。当時のイギリスの投資家階級（ケインズの術語では金利生活者）は、外債からは平均5.2%の利廻りを確保したのに対し、コンソル公債からは3%しかえられなかった。しかも当時のイギリスの国力からすれば、外債のリスクはその後の時代とは比較にならないほど小さかったから、イギリスの投資家階級は、貯蓄の大半を国内に投資せず、外債を通じて海外に投資したのである。ケインズにとって、イギリス経済を立ち直らせる要因は、国内投資による有効需要の増大であった。したがって、彼は物価の安定よりも為替相場の切り下げによる輸出増進、輸入減退こそ、国内産業振興と投資増大の刺激になるものとしてこれを強調したものである。

ともあれ、ロンドン国際債券市場は、政府の介入がなく、しかも与件としては政治的にも経済的にも安定していた時代に、前述した三つの特徴をもっともよく備えていた市場であった（戦後の変化については、すでに前項(1)で述べた）。また金本位制による為替相場の安定も役立っていたといつてよい。多数の有力な、信用の高い金融機関は、資金の借手と貸手の間の媒介機関として有効であったし、国際債券市場で債券を発行するまでに必要な資金の面倒もみた。つまり長期資本市場のみならず、短期金融市場も十分に発達していたのである。こうした長短金融市場の存在は、借手の信用能力についても十分なインフォメーションを提供することができた。

ロンドン国際債券市場の当時の状況と比較して、今日の世界の国際債券市場はいくつかの点で異なっている。両大戦間、活発な国際債券市場としての地歩を築いたニューヨーク

1) Thomas, B., *The Historical Record of International Capital Movements to 1931, Capital Movements and Economic Development*, New York 1967, P. 30 を参照

とスイスの二つの国際債券市場は、第二次大戦後比較的早期に活動を開始した。第二次大戦後その他の市場は、しばらく国際市場の名にふさわしい活動ができなかった。というのは、資金を外国に投資をするという考え方に大きな変化が見られたし、何よりも資産を失ってしまったのと、貨幣価値も不安定であったからである。とくに重要なことは、政府による規制が強化され、税制面でも不利であった。一・二の例をあげれば、ロンドン国際債券市場はスターリング地域を除いて外債発行が遅れたし、フランスは国内経済充実のために外債発行を規制した。またベルギーでは外債発行は国際機関のみに限定されたのであった。また西ドイツは法制面でもっとも自由であったが、戦後しばらくの間は、高金利と切り上げ予想とが発行コストを高め、これが当時西ドイツでの外債発行を魅力のないものにしたのである。以上のような市場未整備のほかに、資金の供給面でもいくつかの制約があった。それらのうち、国内経済の発展を優先するための税制措置がとくに大きな効果をもっていたものである。

いまOECD統計を用いて、1958～65年の実態を検討すると、ニューヨーク市場とユーロ債市場が圧倒的な優位を占めていたことが判る。すでに(1)で触れたように、ニューヨーク市場の外債規模が大きい理由の一つにカナダ債の発行があげられる。もう一つの理由としては、ヨーロッパで外債発行するより税制上優利であったことがある。したがってニューヨークで発行されるヨーロッパ諸国の外債の多くがヨーロッパ人によって購入されていたのである。しかしその後ヨーロッパ企業の長期資金調達には、ニューヨークもあるが、主としてユーロ債市場によっている。とくに1963年アメリカが金利平衡税を賦課した結果、ヨーロッパの外債発行者にとり資本供給源としてのニューヨークの魅力はそれだけ小さくなったことは否めない。1963年以降、ユ

ーロ債市場の伸びが急増した反面、ニューヨーク市場の規模が一時減少したことがこれを如実に物語っている。

ニューヨーク市場とユーロ債市場に続く第三の国際債券市場はスイスである。すでに記したように、スイスの国際債券市場の特色は、ユーロ債の発行はなく外債発行のみが活発なことである。ユーロ債市場の発展につれ、スイス市場の活動範囲は発行規模でみて相対的に縮小したとはいえ、スイス市場でユーロ債の発行がないということは、わが国国際債券市場の将来を考えると参考になる点が多い。それは、スイス当局がスイス・フランの価値維持ならびにスイス・フランの国際準備通貨への転用回避のためにユーロ・スイス・フラン債の出現を極力抑制していることである。ユーロ・スイス・フラン債という形式でスイス・フラン建債が世界各国の有力銀行シンジケートによって引き受けられ、スイス以外の国に売りさばかれるとすれば、自国通貨が国際市場に出廻り、為替市場の変化を通じてスイス経済が影響を受けやすくなる。スイスのように経済規模が小さい場合には、こうした影響を最小限に留めることが必要となるのであろう。

ロンドン外債市場はかつて世界をリードしたが、今や昔日の感がある。しかしロンドンが伝統的に保有している金融ファシリティが活用され、ユーロ債市場として今や重要な役割を演じている。さきに触れたように、1963年の金利平衡税の導入は、ユーロ債市場に活気をもたらした。もちろんこの前後、イギリス政府はロンドン国際債券市場の復活に努力したが、何といても無視できないのは、ロンドンがユーロダラー市場として確固たる地位を築いていたことである。

ユーロ債については次節でも検討するが、外債市場と大きく異なる特徴は、第一に資金の供給者、需要者にとって市場が外国であることである。したがって外債発行の場合のよ

うに政府その他の起債調整から自由である。第二に、投資家が全世界に散在していることである。かつてのロンドン、現在のニューヨークでも、発行される外債の応募者は国内居住者であるのが普通であるが、ユーロ債は多数の銀行のシンジケートにより、全世界の投資家が応募できるよう組織化されている。

後に詳しく検討するように、昨年からわが国でも私募債の引受けが極めて活況を呈し、東京国際債券市場がユーロ債市場の一部に組み込まれるようになった。そのこと自体、国際化として特筆されるに値する事実であろう。しかしユーロ債市場の中心が、伝統と信用、金融市場として整備されているロンドンであり、戦後もっとも早く自由化を確立した西ドイツであり、ルクセンブルグであることを忘れることはできない。ヨーロッパにおけるユーロ債市場の発達には、それなりの金融地盤と環境の上に成育したものである。

2 国際債券市場の資金配分機能、 危険負担配分機能および利潤配 分機能

前節までの所説から明らかなように、国際債券市場とは、内外の多数の経済全体の間で大量かつ反復的に各種通貨による長期資金の需給が行なわれる市場である。この市場において、資金需要者である企業、国際機関、政府、地方団体などは、それぞれの目標実現のために必要な所望資金量をなるべく安く獲得する。他方、資金供給者である投資家（個人、金融機関、機関投資家）は、将来期待収益を最大化する目的実現のため、なるべく有利な機会を求める。この結果国際的な資金の配分が達成される。いまこれを国際債券市場の資金配分機能とよんでおこう。

また、債券保有者にとっては、確定利付きとはいえ、デフォルトや為替変動にもとづくリスクが伴うのが通例である。したがって資金が市場を通じて配分されるということ

は、リスク負担を配分することでもある。いまこれを市場の危険負担配分機能とよんでおこう。

さらに前述したように資金の需要者も供給者も何らかの意味で利潤獲得をめざしており、また資金の需給を仲介または消化する証券業・銀行業も同様である。政府は利潤追求の主体ではないが、債券の流通に対して、利付き債券の利子に対して、また割引債の償還差益に対してそれぞれ課税し税収入を得ている。このように市場それ自身のメカニズムおよび各国固有の制度を通じて、国際的規模での利潤配分がなされることになる。いまこれを利潤配分機能とよんでおこう。

以上のように国際債券市場は三つの機能を果たすものであるが、市場の存在意義としてはつぎのように考えられる。個々の資金需要者・供給者が互に相手方を見つけるには歴大な費用と時間がかかる。したがって両者のオーガナイザー的役割を果たすものとして、仲介機関である証券業と銀行業が（そのファシリティ設立と維持にコストがかかっても）存在する意義がある。

いわゆる発行市場は、仲介者が資金需要者の内容（事業、債務弁済能力等）を知った上で、ディスクローズされた需要者の内容を吟味した資金供給者と資金需要者の間の需給を一致させるべく証券の発行条件を決定し、需要者に資金の取得を保証し、供給者に危険負担を保証する（アンダーライティング）場である。他方流通市場は、各資金供給者がポートフォリオを変更する際の債券売買の場であり、仲介者は売買需給を一致させるべく流通価格を決定する。

このように両市場において仲介者は一般的な意味での価格裁定者の役割を演ずる。もし仲介にコストがかからないとすれば、理論的には将来起りうべき種々のリスクに応じてそれぞれ先物市場が形成され、つないでおくことによりリスクをなくすることができる。しか

し、われわれの予想能力には限界があり、加えて予想のための情報収集に要する時間およびコストは膨大なものとなるから、リスクを完全になくすことは不可能である。現実の市場の形成・規模は、むしろコストによって決定されるのである。そしてコスト面でリスクを避けうる完全な市場ができないために、リスクに対処する仕事は、これを具体的な制度に負わしめるのである。各種法律の規制は、資金需要者のデフォルトを予防する目的を持っており（たとえば減債基金に関する条項、財務制限条項など）、また仮にそういうことが生じたとしても、法に定められた手続（たとえば担保先取権、ネガティブ・プレッジ・クローズなど）をもって被害を最小かつ公平にしようという意図を持っている。

証取法に謂うところのディスクロージャーは、資金需要者に関する豊富かつ正確な情報を供給者に示してやることにより、供給者がリスクの程度を判断し易いように配慮する制度である。

ともあれ、以上の考察からわが国債券市場の国際化とは、資金配分、危険負担配分、利潤配分の三機能を、内外経済主体を差別することなく働かせることを意味するといつてよい。その場合注意すべきことは、国際債券市場の育成の仕方如何によっては、国内経済の動向に対しプラスまたはマイナスの影響を与えるということである。つまり単なる制度的整備だけでなく、いかなる市場が望ましいかといった規範的考察が加えられなければならないのである。

3 国際債券市場の成立要件

ひるがえって現在わが国が国際債券市場としてどの程度の役割を果たしているか検討してみよう。一般にわが国証券市場（債券のほか株式を含む）の国際化は、昭和43年以降急ピッチで進められている。当初は外国投資家が

わが国経済の高度成長や金利水準の国際的割高に着目して、証券投資を活発化するという面に限られていたが、その後外貨準備の急増に対処して資本流出を促進する見地から、45年にわが国投資家による外国証券投資が認められるに至り、国際化の波は相互交流的となった。このようななかで45年12月に円建て外債の発行が認められ、47年5月には外貨建て債券（いわゆるユーロ債）の私募形式による国内販売が始められるに至った。

円建て外債の発行は、45年12月に第1回アジア開銀債が発行されてから現在まで、アジア開銀債3回、世銀債5回、オーストラリア債、カナダ・ケベック州債各1回と合計10銘柄1,240億円の発行をみている。なおブラジル国債、カナダ・オンタリオ州債なども発行の話題にはのぼったものの、通貨問題の発生からいまだその実現はみていない。このような円建て外債の発行に対し、大蔵省では、証券会社に対し、発行頻度、発行条件、優先度などについて細かな指導を行なっているといわれる。発行頻度は月に1銘柄100~150億円、発行条件は原則としてアンダーライターと発行者が市場の実勢によって決定するが、金融政策の方向、大口消化先の意見、発行者の海外における格付けを十分考慮すること、優先度は概ね国際機関、政府、政府機関、地方団体、企業の順とすることなどがその内容と伝えられる。このような当局の指導に沿って円建て外債は発行されたが、国内の事業債の発行と異なり証券会社を実質的にもアンダーライターとしての機能を果たしたので、その消化は銀行は三分の一に抑えられ、証券会社の販売活動によって中小金融機関、個人等へも振り向けられた（ただし第1回アジア開銀債は例外である）。

これに対し、外貨建て債券の私募形式による国内販売は、47年5月に始められてから現在まで、27銘柄5億5440万ドルに達している。私募という形式をとっているのは、公募

にすると外国の発行者がわが国の証取法に基づき財務内容の開示（ディスクロージャー）を行なう必要があるからである。私募であるため、大蔵省では投資家保護の立場から、販売は海外の事情に通じている一定の機関投資家のみとし、当該機関投資家が資産運用の目的をもって購入する場合に限るとしている。このような国内販売の実際の購入先は都長銀が圧倒的に多く、その他は地銀、信託、保険、投信等となっている。

以上が国際債券市場としてのわが国の現状であるが、このような動きがわが国の債券市場に重要な変化を与えている。以下その変化をあと付けながら、わが国に真の意味での国際債券市場が成立するための条件を探ることにしたい。

(1) 起債条件の弾力化

第一は起債条件の弾力化である。円建て外債は、国際債券市場における慣行を主張する発行者の要請もあって、国内債に比較して債券期間が長く（7年ものほかに10年もの15年ものがある）、かつ表面金利および発行価格は市場実勢を反映した形で決定され、銘柄による格差が明確に現われた。このことは当然のことながらわが国の従来の事業債の期間がすべて7年と短かく、かつ表面金利および発行価格が資本金を基準とする格付けごとに固定されていることに見直しを行なう気運を生じさせることとなった。こうした動きは、自由な起債市場において発行条件が弾力的に決定されるユーロ債の国内販売が盛行をみるに至り、一層助長されることになった。

ときあたかも金融緩和下、発行条件は市場実勢に追隨して再三にわたり改訂され（この点は後に再度立ち入った検討を加える）、債券期間も10年ものが出現し、事業債の発行格付け基準も弾力化された。今後、金融が引き締まりに転じて、わが国債券市場を国際化するには、このような起債条件弾力化の方向を堅持

することが必要である。

(2) 流通市場の整備

第二は流通市場の整備である。円建て外債の発行者は、発行条件を決定するに当っては適正な流通価格の形成を必要とする。このような見地から、世銀は大蔵省に働きかけて世銀債の店頭気配価格を発表し、さらに世銀債を東証へ上場することとした。このような動きは、当然のことながら一般事業債の流通市場を整備する問題を提起した。今後わが国投資家の外債投資が安定的に拡大していくには、一般事業債を含めたわが国債券流通市場の整備が焦眉の急とならう。

(3) アンダーライター機能の見直し

第三はアンダーライター機能の見直しである。円建て外債の引受けに際しては、証券会社が発行者との間で発行条件を決定し、その消化も証券会社の自由な販売活動に負う面が強かった。これは、従来事業債の引受けに際し、事実上受託銀行も発行条件等の決定に参画し、また消化も発行者、証券会社、銀行がそのメドを協議し計画的に行なっているのに比べ、証券会社が本来のアンダーライター機能を発揮したのとして注目される。

証券会社は、さらに国内の事業債についてもこのようなアンダーライター機能を認めるべきであるとの姿勢を強めているが、銀行の抵抗に逢って思うに任せない状況である。もっとも公募電債の発行にあたっては、部分的にこのような証券会社の姿勢が貫かれた。

それならば、わが国債券市場の国際化を進めるにあたって、証券会社を名実ともにアンダーライターとすることが必要であろうか。問題は証券界と銀行界との利害に絡むので早急に結論は出せないであろう。しかし最近の国際金融業務において、証券業務と銀行業務とを峻別することが著しく困難となっているとき、証取法第65条を純化するような形で証

券会社を名実ともにアンダーライターとして育成して行くことはいかがかと思う。すなわち最近海外では、ユーロ・ダラー、ユーロ債とも中期市場が発展し相互に融合する傾向があるため、海外に進出したわが国の銀行が証券類似の業務を行なっているのは事実である。さらにまた銀行業務と証券業務の兼営が認められている国の金融機関がわが国に進出してきた場合、形式的にはとも角実質的に両業務の一方のみに専念させるよう監督することは至難の技である。円建て外債の発行を機会にアンダーライター機能に関する議論が高まったが、結論を理論的に急ぐことよりも、このような世界の大勢を踏まえ現実的な解決を図ることが重要であろう。

わが国における受託銀行の制度が国際債券市場において十分知られていない現状では、証券会社が公募外債に限りアンダーライターとして機能するのは自然の姿であるが、このような姿を未来永劫続けることを行政の方向として打ち出すのは軽率であろう。

(4) 無担保債の問題

第四は無担保債の問題である。これまで発行された円建て外債はすべて公共債であり無担保であった。今後、外国企業債が円建てで発行されるときも、技術的制約等から無担保とされる公算が大きいと見られている。これに対しわが国ではこれまで電力債、電電債等特別の法律で一般担保を認められるものを除き、社債は担保付き社債信託法による物上担保がつけられてきた。このため内外均衡という意味からも、国内社債について無担保債を認めるべきであるとの声が高まり、関係者間で意見を調整した結果、転換社債についてのみ無担保債の発行が認められることとなった。

現在のわが国社債市場は、格付け、起債条件、日銀適格性などの点において担保主義を基礎としているので、今後一般社債について

無担保債が認められていく余地は乏しいが、わが国債券市場の国際化のためには、外国企業債については一般社債と別扱いにし、担保に代わる財務制限条項やネガティブ・プレッジ・クローズを考慮する必要がある。

(5) 税制の整備

以上、円建て外債の発行やユーロ債の国内販売がわが国債券市場に与えた変化をみながら、わが国債券市場が国際化するための諸条件を探ってきたが、以上のほかに忘れてはならないのは税制の整備である。投資家が円建て外債やユーロ債を購入した結果生ずる所得について二重課税を排除することが必要である。

現在インカム・ゲインについては国際租税条約上明文で非課税としている例もあるが、キャピタル・ゲインについてはまず明文の規定がないのが通例である。国際資本移動というものが、本来税制に憶病でいわゆる tax heaven を求めて点々とする（たとえばユーロ債市場におけるルクセンブルグの役割を想起すれば理解できるであろう）性格をもつものである以上、多くの外国と国際租税条約を締結し明文でインカム・ゲインもキャピタル・ゲインも非課税とすることが望ましいと思われる。

(6) 金融構造の変化と金利機能

わが国金利体系の正常化が叫ばれてから久しい。しかし長らく成長金融が至上命題になっていたため、債券発行金利は実勢よりも低位に維持される傾向であった。これは現象面では、金融債も事業債も公募債というより私募債といった性格をもち、それによって発行量が安定していたことに対応している。こうした発行金利の低位硬直性は、わが国企業金融の多くが間接金融方式によって満足され、短期金融市場が金融逼迫期に資本市場からの調達を要請するといったように、限界的であり、かつ協調融資の変形にすぎなかったため

である。

しかし次第に顕在化してきた金融構造の変化に注目すると、

(i) 日銀の通貨供給方式がこれまでの日銀貸出し、公開市場操作に加えて、外貨の買取りを含めて多様化する。

(ii) 民間企業の資本構成も次第に改善されつつあり、外部資金不足を借り入れ以外に、社債、時価発行で賄う。

(iii) 公共部門の資金需要が強い。

(iv) 都銀の外部負債の減少と、地銀・中小金融機関による証券投資の比重の増大。

などがあげられ、従来よりは金利機能を弾力化する必要が増大しつつある（この点に関連して、本節(1)ですでに起債条件の弾力化を示しておいた）。加えて、現在時点でみる限り、IMF体制の実質的崩壊後、新しい体制へ向けての改革を模索中であることから、一応嚴重な為替管理も是認されよう。しかし次の項目で明らかにするように、将来は短期金利はもとより長期金利が重要な政策パラメーターとなるべきであって、この点からも為替管理の緩和による金利体系の国際化が前提となる。国際収支対策の面から金利機能を重視するのは、この報告の本旨からは逸脱しているかも知れない。しかし金利を硬直化したままでは、結局は為替相場の変更にシワ寄せされる度合いが増大せざるをえない。

さきにあげた今後の金融構造の変化だけに留意しても、発行金利など起債条件の弾力化が、わが国公社債市場整備の前提であり、同時に東京における国際債券市場の重要な成立要件である。たとえば、(iii)は国債、公共債の発行量の増大を意味するし、(ii)は公害防止等の社会的要請に応える投資資金需要が相変わらず根強いと考えられる反面、最近までの企業の資本構成の改善によって、今後金融逼迫期となっても、低金利への要請はこれまでほど強くなるとは思われない。したがって今こそ内外ともに起債条件を弾力化する環境

が生まれつつあると考えられる。加えて(iv)によりポートフォリオ投資の重要性が明らかであるから、実勢長期金利を反映した発行金利が必要となつてこよう。

(7) 為替管理の緩和

円が将来決済通貨として国際取引に用いられるための条件の一つに、為替管理の自由化によって円建て取引が自由に行なわれる環境の整備がある。円の保有者に円の為替リスクをヘッジさせる可能性がなければ、円を利用するインセンティブは湧かないであろう。事実円建て取引の輸出に占める割合は、昭和46年頃まで極く僅かであった。しかし前回円が変動相場制に移行した頃から漸増し、昨年暮頃には一割を超えたといわれる。その限りで円はまがりなりにも決済通貨としての地位を築きつつあるとあってよい。もっともこの10%という規模も、その内容を見れば、船舶、プラントなどの延べ払い輸出によるものであって、10%という数字から円建て取引の将来をそのまま判断することはできない。

現在の嚴重な為替管理は、当面の国際金融情勢から已むを得ない部分もあるが、決済通貨としての円が育成されていく環境づくりとは逆行といわざるをえない。それはまた東京における国際債券市場が成長すべきであるという政策判断とも両立しない。これについては以下、二点だけ記しておこう。

第一に、円が決済通貨として利用されるためには、外国の銀行や企業が円決済残高があれば、これを有利に運用できる金融市場が東京になければならないし、不足があれば、有利な短期信用取り入れが可能でなければならない。これら両者は、われわれがこの報告で取り扱う長期資本市場としての国際債券市場と一見無関係のように見えるかも知れない。しかし、ロンドン市場にその典型をみるように、円の国際化が漸次進展する環境がなくては、東京の国際債券市場の長期的発展は跛行

的とならざるをえないであろう。

第二に、円が決済通貨となるとき、円のリスクは取引相手にかかる。そこでこのリスクの回避方法として、短期取引については先物取引、長期取引についてはわが国の円建て債券の購入によるヘッジの可能性がなければならない。

以上のように、為替管理は当面の国際収支問題としては是認されても、今後長期的視野にたった国際収支問題、とくに資本収支からみた東京の国際債券市場の育成とは両立しないのである。とくに現時点でみて変動相場制の長期化が確実視されるとき、変動相場制の利点を充分生かすことによって、為替管理を漸次緩和していくことが望ましいと考える。

1971年8月のニクソン新経済政策以降、どの先進工業国にとってもますます明瞭になってきたことは、内外資金の頻繁な流出入である。わが国は、従来これを為替管理によって遮断し、金利政策を国内景気政策として投入するのが通例である。しかしわが国の金融・資本市場を世界の国際金融市場の一環に組み込もうとする立場からすれば、やはり為替管理は障害である。国際債券市場に対しても不安定化要因となる投機的短資の流入に関しては、別に国際的合意によって規制すべきものであって、それを口実に相変らず嚴重な為替管理を続けることは望ましくない。

(8) 円建て外債の範囲の拡大

円建て外債の発行規模が近年増大したことは、わが国債券市場の国際化を意味するし、その発展にはかならない。しかし円建て外債が、円対策の一環として推進されるかぎり、それは直ちに東京国際債券市場の成長を意味しないと考える。

円建て公募債は、今後の東京国際債券市場の成長過程で中心となるべき債券の種類である。本来ならば、円建て公募外債の機能と役割をまず論ずべきであるのに、いきなり円対

策からの危惧を述べたのは理由がある。昨年5月20日、対外経済政策推進関係閣僚懇談会で決定された「対外経済緊急対策」の第四項に、「国際機関、外国政府等、国際的に評価の確立している優良銘柄について円建て債の円滑な発行に努める」とある。ここで優良銘柄の内容はとも角、わが国国際債券市場が未整備である以上、今後一流の市場に育成するためには、こうした配慮は至極当然のことであろう。しかしよく考えてみると、これは本来円対策とは無関係でも当然考えるべきことである。別言すれば、国際債券市場の育成を円対策との関連で推進していくことは、国際収支の短期調整問題と国際債券市場の長期育成問題とを混同しているように思われる。

第二に、わが国の公社債市場は、事業債については受託銀行が事実上中心となって消化している。国債についても銀行は消化に協力的である。他方、公募外債の起債は、その都度大蔵省が認可調整しているのが実状であり、消化については証券業界の精力的な販売活動に負うところが大きい。こうした現状のもとで、わが国の公社債と公募外債を同一枠内で起債調整を行なうことは、制度的には証券法第65条問題があって不可能である。また公社債と外債の消化の実態から判断して、銀行など主要な消化先が利回りの優劣によって直ちに乗り換えるといった可能性はない。したがってこの面からも同一枠内で起債調整を行なう必要はないであろう。

ただ、将来金融超緩和の状態が変化したとき、最近までのように公社債と円建て公募債とがともに支障なく起債されてきた条件が変化することは充分予想されることである。端的に言えば、国債と円建て外債の起債に関し、大蔵省、日銀の高次元からの判断が必要となる場合がおりうるものと考えられる。

円建て外債の発行基準については、すでに大蔵省が証券業界に提示されている基準がある。報告書の所見では大体この基準が維持さ

れることが望ましい。簡単に項目別に検討すると以下の通りである。

(i) 発行量については、当面1カ月に一銘柄一定量とし、(大蔵省の認可など)一定のルールのもとで起債調整が行なわれることになっている。今後重要になると考えられるのは、この起債調整であろう。すでに記したように、現在の過剰流動性がいつまでも続くとは考えられない。社会資本の充実という要請と国際収支均衡回復の要請が今後ますます強まるものと見られるからである。

その点で、スイスの起債調整の方法(スイス三大銀行が外債引受けと消化について大筋を調整し、その他金融機関がその消化について協力する。三大銀行と中央銀行とが密接な意見交換を行なう)や、西ドイツの方法(中央資本市場委員会〔中央銀行はオブザーバーとして参加している〕で外債と国内債双方の起債調整を同一枠内で行なう)は、いずれも債券市場を総合的に判断する行き方であり、興味深い。もちろん、わが国の場合には、すでに触れた証取法第65条問題との関連で、これら二つの方法のいずれも現在直ちに採用することは不可能である。

(ii) 発行条件については、原則として発行者とアンダーライターとが市場の実勢と販売可能性を勘案して決定することになる。その場合、国際債券市場が市場の金利機能を通ずる資金調達市場であることに留意するのみならず、金融政策の方向、機関投資家の意見、長期経済政策目標などを充分考慮して決定する必要がある。

(iii) 優良銘柄を優先的に発行する方針は至当である。優良銘柄の基準としては、欧米の国際資本市場で過去5年間に3回以上、または過去20年間に10回以上公募債として起債実績をもつものとされている。わが国国際債券市場のこれまでの発行実績から考えて、当分の間国際機関債、外国政府債、

政府機関債、外国地方公共債が対象となるであろうが、こうした着実な歩みこそ今後とも尊重されるべきであると思われる。今後、円建て外債の範囲は、信用の高い外国企業債にまで拡大されることになるであろうが、その場合でも拙速は禁物である。とくに外国企業債については、担保問題とディスクロージャー問題があるので、この点についての制度的整備が急務である。またアンダーライター業務の実績向上を急ぐあまり、証券業界での過当な引受け競争も厳に慎む必要がある。極端な予想をたてれば、過当競争の結果、政治外交上の問題にまで発展してしまうかも知れないからである。

(9) 私募債をめぐる問題点

東京国際債券市場で発行された私募債の第1号は、1972年7月の欧州投資銀行(EIB)米ドル建て私募債である。私募債は、①公募外債と比較して通貨(ドル、マルクなど)を自由に選択できる、②ディスクロージャーが不要である、③金融機関対象に手ごろな資金を調達できるためコストが安い、④発行条件を弾力的に決定しうる、⑤償還期間を資金調達の目的に沿って適当な長さを選択できる、⑥一般に無担保債である、といった特徴と利点をもっており、近年ユーロ債の活況に象徴されるように、外債発行額を上回る盛況である。

こうした特徴と利点は、東京の国際債券市場の活動にも当然反映され、昨年来急速な伸びを示している。しかし問題点がないわけではない。以下では、そのうち主要な問題として2点だけ検討しておきたい。

第一は、私募債の特徴がやはり証取法第65条をめぐる問題の解決を要請してくると思われることである。たしかに、私募債の斡旋ないし取りまとめは、証取法上の引受け業務に該当せず、証券業にとっても銀行業にとっても付随業務であるため、証券・銀行いずれ

もこれを行なうことができる。その限りでは問題がないように見える。とくに最近までの状況では、証券も銀行もともに精力的に私募債の開拓を行なってきている。しかしそれも表面的のことで、やはり私募債の活況を機会にアンダーライター業務の行方に関する議論が強まったことは否定できないのではないだろうか。

現在、周知のように、証取法第65条によってアンダーライター業務は証券業の機能とされているが、その法的規制力は国内だけであり、海外には及ばない。つまりわが国銀行、証券会社の海外での協調的活動（たとえば、国際投資銀行など海外で設立された投資銀行）を規制できない。加えてこれらの投資銀行が証券発行を引き受ければ、国内で証券活動を行なう場合が与えられている以上、実際的には証取法第65条の規制を厳密に適用することが難しくなっている。

他方、外国証券業者のわが国市場での活動範囲に関する規制は、上述したわが国の海外投資銀行の活動と比較して差別化されており、この点でも問題がある。たとえば、私募債について、わが国の銀行・証券業はいずれも取りまとめが可能であるのに対し、免許を取得していないという理由で、外国証券業者や銀行がわが国における営業活動に該当する取りまとめが出来ないのは、差別化といわざるをえない。

私募債をめぐる問題点の第二は、国内公社債市場の発行条件の弾力化に与えたインパクトの大きさから考えてその貢献を否定するわけではないが、私募債をユーロ・ダラーの取り入れによって賄っているかぎり、わが国外貨の吐き出しには役立たないことである。円建て公募債の場合には問題がないが、伸びの大きい私募債がこうした資金源に頼っているのであれば、昨年1年の発行額などの実績を額面通り受けとって喜ぶわけにはいかないことになる。とくに昨年的一件当り私募債の発

行規模は着実に大型化し、アジア開銀債、オーストラリア債、ケベック州債を僅かながら上廻るばかりでなく、国内事業債（たとえば電電公社債、東電債、関電債など）とも比肩する規模であることに注意したい。

私募債の大型化が同時に期間の長期化を伴ったことは（たとえば15～20年）私募債のもつ特徴が遺憾なく発揮されたことを意味するし、自由な資金調達市場としての発展はそれ自体歓迎すべきことであろう。しかし、たとえ私募債の急速な発展が公募債と比較して世界的趨勢にあるとはいえ、証券と銀行の全体的位置づけが未整理であること、円の国際化がまだまだ充分でない現状では、多少のアンバランスな感じを拭い去ることができない。

4 国際債券市場の利害得失

(1) 公社債市場の整備

わが国公社債市場は、これまで協調融資の変形といわれてきた。起債市場はあっても流通市場がないという状態は、何といても変則的であり、公社債市場の未整備を象徴していた。事実、起債に関しては、都市銀行と長期信用銀行の起債会がその規模や条件を決定するだけでなく、消化計画もこれら銀行間の話し合いで決まっていたのである。したがってそこでは流通市場が生成する余地はまったくなかったといってよい。別言すれば、流通市場が実質的にないのであるから、発行時点での応募者利回りは変化せず、金利は固定されたまま維持されたのである。

ところが黒字累積に伴う金融緩和は、こうした起債市場の強力化を通じて公社債市場を本来あるべき姿——債券の市場実勢利回りが応募者利廻りを下廻って、引受業務が有利な状態——に転換させただけでなく、黒字累積に伴う円対策が公社債市場の整備に拍車をかけることになった。例えば「応募者利回りは

五次にわたって弾力的に改訂された（昭和46年9月、47年1・4・7・9月）。この間経団連資本対策委員会は、昭和46年6月29日に事業債発行市場の弾力化を推進する趣旨から、『発行条件については、当面は現行の応募者利廻りを踏襲するが、今後金融情勢、募集環境等に応じ、現行応募者利回りの上下0.25%の範囲内において利率、発行価格等を適時変更するものとする』と決議し、さらに47年2月1日には、『発行条件については、金融情勢、募集環境等に応じ、その時の応募者利回りの上下0.5%の範囲内において利率、発行価格等を適時変更する』と決議したのである。

このような発行条件の弾力化は、直接には金融緩和に基因しているというべきであろうが、同時に昭和46～47年にかけて俄かに活潑化した円建て公募外債、私募外債の発行条件にも強く影響されていると思われる。その意味からすれば、東京の国際債券市場の利害得失の第一に掲げた「公社債市場の整備」は、正しくは国際債券市場が活潑化してきた過程での利点というべきであろう。しかし今後長期資本市場として東京に国際債券市場が整備されれば、わが国公社債市場もこれと無縁にとどまりえないわけであるから、今後公社債市場がふたたび変則化する可能性をなくした点で重要な利点であると考えられる。

発行条件の弾力化で留意すべきことは、それによる発行コストの軽減である。起債は、企業の平均資金コストを勘案して行なわれるが、今後起債を通じて企業資本の充実、安定化を図るためには、発行コストを軽減する必要がある。発行コストの軽減としては、一般に応募者利回りの引下げによるが、それとともに引受手数料、受託手数料など中間経費の引下げを含めた発行者利回りの段階でも検討される必要があろう。そしてこれら両面でのコスト軽減の可能性が、東京における国際債券市場の整備による内外債の競争を通じて拡

大することは、大きな利点といってよい。

(2) 企業の国際的活動への寄与

東京に国際債券市場が活動することは、流通市場が国際化することを意味する。流通市場の国際化は、実体的に言えば海外投資家による対内証券投資とわが国投資家による対外証券投資とが相互に円滑に行なわれ、その取引が増大することを意味する。それに伴う利点は、何といたっても当該市場に多数の内外情報が集積され、それに伴い内外企業の国際活動に寄与できるところにある。単独の世界企業はもちろん、多国籍企業の活動範囲が拡大している現在、市場を通ずる資本の相互交流は、商品取引と並んで企業のイメージをもっとも鮮明に伝達する。

(3) 国際収支調整機能の増大

国際債券市場の成立は、短期的判断（たとえば外貨減らし政策）だけでその利害得失を判断すべきではない。国際債券市場、就中われわれの報告で主として取り扱っている長期債券市場は、将来わが国の国際収支がおおよそ均衡した場合でも、国際収支の調整機能を増大化させるものとして大きな利点がある。現在では、一方で海外投資家の対日証券投資を事実上禁止する措置をとり、他方で外貨流出促進を図るため対外証券投資を奨励している。その結果、対外証券投資による外貨収支尻は、44年度778(百万)ドルの大幅入超以後漸減し、47年1～3月には遂に128(百万)ドルの流出超を記録している。これは、貿易収支面での巨額の黒字を減らした意味で、国際収支対策としては可成り成功したと見てよい。

しかし、その背後には、わが国都銀、長銀が外貨建私募債を取得する場合、しばしばユーロ資金を取り入れ充当した事実がある。これは当面の外貨対策として不整合であるばかりでなく、国際債券市場からみて納得的ではない。何となれば、海外投資家が望ましいと

考えるわが国証券への投資を厳重に禁止するのは、黒字対策に目を奪われている以外の何物でもなく、健全な市場の発展にとっては阻害要因であるからである。別項で述べたように、為替相場の調整によって過大な投機資金の流入を回避するのが本筋であって、証券投資から生ずる外貨収支況は、もし流入超ならばわが国からの対外証券投資を拡大するような刺激策をとるべきであろう。そうでなければ、国際債券市場がその時どきの国際収支状況に振り回されることになって望ましくない。

国際債券市場の活動は、以上みてきたように、資本輸出（入）を円滑に行なうことができ、対外資本取引および經常取引とともに能率よく処理しうるところに利点がある。しかしその前提には、円の為替相場がつねに大体実勢を反映している必要がある。そうでなければ、この利点は欠点に転化してしまう。たとえば円建て外債において、円の切上げ思惑が強ければ、その発行代り金が国内に滞留してしまう。この点大蔵省は一定の許容限度を設けてこれに対処しているが、今後は外債発行の許可条件に国外持ち出しを銘記するなど制度上の措置が必要となろう。それとて、公募外債が国際機関債、外国政府債の場合には、国外持ち出しをそれほど性急に強制することができないであろうから、為替相場の適正水準の維持、国際収支の均衡実現が国際債券市場の発展に不可欠である。

(4) 金融センターとしての機能

脱工業化社会といえば大ゲサになるが、今後わが国経済が国際的に発展する方向は、競争力のある重化学工業品の輸出とならんで、各種サービスの輸出であろう。東京国際債券市場は、わが国経済の規模、東京という国際的位置、資本輸出力などから考えて、この種のサービス輸出に重要な役割を演ずることになろう。

それでは、東京国際債券市場の存在によって、わが国経済が蒙るマイナスの面としていかなるものが考えられるであろうか。以下簡単にこれを記したい。

(5) 為替管理の実効性の低下

現代は国際協調の時代といわれる。国際協調の基盤は、通貨・通商両面にわたって国際的に同一の条件をつくりだしていくことと同時に、経済的相互依存関係を増大していくことである。国際的にみて同一の条件をつくりだすためには、相互の接触を通ずる話し合いと国際的諸制度の公正化が必要である。しかし与件の差異が相互に満足する結果をもたらすとは限らない。そこで重要になるのが経済的相互依存関係の増大である。経済的相互依存関係は、R・クーパーの定義にしたがえば、「二国ないし多国間の経済取引が相互の経済発展に与える感応度」である。つまりどちらかの国の政策志向がもう一方の国に影響を与え、何らかの反応を示す程度である。それは貿易依存度といった量的なものとは直接には関係がない。

東京国際債券市場の成立は、わが国経済の開放化・国際化を意味するから、わが国経済自体ならびに経済政策の世界各国との経済的相互依存関係を増大させる。すでに見てきたように、東京国際債券市場はわが国経済に大きな利益をもたらすが、それと同時に経済政策の完全な独立性の維持を困難にする。別項でも触れたが、為替管理を維持しては、望ましい国際金融市場の育成は不可能である。東京に信用ある国際債券市場が育成することは、わが国経済がその他の世界の国際金融市場の一環に組み込まれることを意味するのであるから、わが国独自の政策目標から、差別化を続ける為替管理を維持し続けることが次第に困難となるのみならず、かりに投機対策として適度と考えられたとしても為替管理の有効性は低下せざるをえないであろう。

（6） 経済政策の自主性

前述した論理から、経済政策の完全な自主性も多かれ少なかれ制約されざるをえないことが明らかである。国際化は、もともと経済政策上の主権の制限を意味する。しかし、そのことは、たとえばわが国が他国の経済政策に依存したままで経済政策をうちだすことを意味しない。逆に、いまこそ対外経済政策が必要なのである。対外経済政策を平たくいえば、それは一国の世界政治・経済秩序に関するグランド・デザインであり、他国との関係における意志決定の指針でありフレームワークであるから、国際化のもとでの経済政策、国際債券市場を育成するもとでの経済政策を策定することが今こそ必要なのである。

とくに1971年8月のニクソン新経済政策からスミソニアン合意に至るまで、わが国経済政策の世界経済への対応は、拙劣以外の何ものでもなかった。為替管理を過信して、十分な対策と解答が用意されていなかったことは確実であり、過信が政策を硬直化させ、流動化する国際金融情勢に対する判断を誤らせたといつてよい。経済政策を他国と無関係に自国本位に策定できなくなったという意味では、自主性が制約されている。しかし繰り返すが、そのことは適宜適切な経済政策を策定できないということを意味するわけではない。

5 東京国際債券市場が

わが国経済に及ぼす影響

わが国経済は、OECDの正式メンバーとなって以来加速度的に貿易の自由化のみならず、資本の自由化の実現に努力してきた。その成果はまことに見るべきものがある。たしかに部分的には、まだ満足できないところもないわけではない。しかし、戦後強大な経済力を誇ったアメリカのような優位性があったわけではなく、また西ドイツのような経済統合

という恵まれた環境にもなかったわが国にしてみれば、国内産業構造の改編という困難な課題を解決しながら自由化を進展させてきたのである。

東京国際債券市場の発展は、これまでの貿易、つまり「もの」の自由化と資本、つまり「かね」の自由化に加えて、わが国の債券市場の国際化であり、わが国経済が諸外国と本格的な相互依存関係に入ることを意味する。その意義はきわめて大きい。もっとも銀行、証券の単なる国際化は、すでにかなり以前から進んでいた。その内容は、既存のニューヨーク、ロンドンといった国際債券市場への進出と、これによる外資の調達にあった。現時点における国際化の意義が大きいというのは、その意味内容が明らかに変化しており、東京市場自体を国際的な債券市場に育成しようというところにある。

ただこの国際化の意味内容の変化は、必ずしも政策目標として明瞭に意図されてきたものではなかったように思われる。国際通貨不安の予想外の深刻化と、ここに来て定着したかの感ある貿易収支の大幅黒字によって急増した外貨準備対策の一つとして浮かび上がってきたのが、東京国際債券市場構想のように思われる。

したがって、銀行界、証券界ともに、同じ国際化の名のもとではあっても、外資の取り入れ業務から、対外投資業務への重点移行は、必ずしも国際金融情勢にマッチしなかった面があるように見える。たとえば、今回の円の変動相場制移行直前の昨年11月、12月に国内での外債発行が237(百万)ドル、175(百万)ドルという多額に上った如きである。国際化という名目が先行し、実質的にはわが国投資家が為替リスクを負担したわけであって、同じようなことは、本年初頭の外国投信売り出しの場合にも見られる。

これらは、外貨準備対策という一政策目標のために、他の不利益を無視したことを意味

している。こうした欠陥は、さきに指摘したような、東京市場国際化の意味内容の変化と、政策目標との不整合によって生じたものに他ならない。

東京国際債券市場の健全な発展を指向するための政策は、まずこうした政策目標の乖離を避けなければならない。

端的に言えば、国内証券市場政策の重要目標の一つである投資家保護の立場が、東京国際債券市場の育成の場合にも、まったく同じ意味で貫かれなければならないということである。以上指摘したような例は、過渡的な段階におけるやむを得ないものであったとして、今後の政策は、いかなるものが要請されるであろうか。わが国経済に与える影響を考慮しながら、以下項目別に述べることにしよう。

(1) 長期的視野の必要性

今後の政策は、段階を追って長期的視野に立つものでなければならない。ロンドン、ニューヨークの例のように、国際収支黒字、外貨急増期に国際債券市場が形成され、一国経済の競争力が低下した後でも、政策よろしきを得て国際債券市場として機能している例と、スイスのように貿易赤字にもかかわらず、信用と技術により、国際債券市場として機能している例がある。

さて資本輸出型の経済は、高成長に適していることは明らかであり、貿易均衡型はより安定指向型といえよう。わが国の場合、現時点で判断する限り、かつてのイギリスやアメリカのように、資本輸出均衡型を当分辿るもののように考えられている。すなわち、資本輸出盛行のうちに国際債券市場を育成する方向をとるもののように思われるし、事実当面はその形をとるであろう。

しかし、国民経済の安定という見地からすれば、基本的経済政策はむしろ貿易収支均衡型を指向すべきかも知れないし、今後あるい

は実体経済がそれに近づいて行くかも知れない。この点については、別に仔細な検討が必要であろうが、今後の可能性として充分考慮に入れておく必要がある。

もしも東京国際債券市場を育成強化する基本政策を確定したとすれば、こうした国際収支均衡に関するパターンの変化にも対応して、一貫した国際債券市場育成策をとることが必要である。国際収支の状況によって、政策がゆれ動くようでは、国際債券市場は育成されないし、信用を失うことになる。最終的には、スイス、イギリスに見られるように、いずれも貿易収支赤字が定着してもなお、よく国際債券市場として機能し、貿易外収支面で貢献しうるような市場育成を目標とした政策をとるべきである。

(2) 国内金融市場の整備

国際化は、それ自体国内金融市場の効率化を促進するものでもあるが、それとならんで自主的に、国内金融、証券市場が自由に機能しうるような政策がすすめられなくてはならない。そうでないと、資金の流出入は、必ずしも国民経済に利益をもたらすとは言えない。資金の配分が不利益、非効率になるおそれがある。国内金融市場が充分効率よく機能しておれば、不必要な外資の取り入れ、あるいは対外投資が行なわれる無駄を避けられる。この点で前述したケインズの所説をもう一度想起することが望まれる。

国民経済的にみて無駄な、あるいは攪乱的な外資の流出入が、これまで無かったとはいえない。単なる国際債券市場の量的拡大で、こうした現象をさらに激化させないために、国内金融市場内の障壁をなくし、充分効率的な国内金融市場を育成することが、むしろ健全な国際債券市場成立の前提条件とも言えるのではないであろうか。

(3) 国際金融市場と国際債券市場

広義の金融市場には両方が含まれるが、両方ともとくに区別することなく育成すべきものかどうかについては、はっきりした認識をもつ必要がある。この点とはとくにわが国経済に与える効果を勘案するとき、政策面で考慮されるべき問題点である。

現在は、証券法第65条をめぐって、証券引受け業務を中心に、銀行の証券引受け業務進出が国際化とからんで問題となっている。この点についての報告者の意見はすでに前述した通りである。

国際金融市場の一つの大きな特色は、この長期債券市場にあるが、経過的に見れば、たとえばヨーロッパ国際金融市場では、まず短期資金面で国際取引が行なわれるようになり、長期市場が急速に拡大したのは、アメリカの金利平衡税実施以後のことである。そして最後に中期的金融市場が形成された。金額からみても、短期ユーロ市場は71年末で700億ドル、長期市場は年間30～40億ドル、2～3年前から活潑化しはじめた中期市場は100億ドルの規模である。ヨーロッパ国際金融市場の主体が、短期資金取引および中期市場にあることは明らかである。

東京が国際金融市場として発展していく場合、上記の例をみても判るように、たんに長期債券市場だけで機能を充分果たしうるとは考えられない。短期、中期市場が並行して形成されてこそ、はじめて国際債券市場として充分な機能が発揮されるのである。

この点で、東京国際債券市場は奇型的である。しかもそれをバランスさせ、調和のとれた国際金融市場を形成するには短時日ではできそうもない。東京ドル・コール市場も発足して順調に拡大しているが、その規模は極めて小さい（72年12月で月間出来高は1,065〔百万〕ドル、1日4,100万ドルであった）。中期市場にいたっては存在しないのである。

長期市場がロンドンを中心として発展したのは、前述したようにアメリカの金利平衡税実施を契機にしたものである。同税が今後（一応74年6月末まで）撤廃された後は、ヨーロッパ国際金融市場にとっては、その成長にブレーキがかかるという見方もある（たとえば *Neue Zürcher Zeitung* 1月7・9日掲載の Dr. H. J. Mast の論文を参照）。

今後、東京を国際債券市場として育成していく場合、国内の証券引受け業務の帰趨をめぐるジャーナリスティックな取扱いに惑わされることなく、バランスのとれた市場とするために、短期、中・長期の各市場にわたる国際化政策を考える必要がある。

(4) 国際債券市場育成策

証券業界にとって東京国際債券市場育成策に直接関連があるのは、前述したアンダーライター業務の帰趨であるが、その他にもこれまで次第に整備されてきた諸法規である。この面については、すでに45年12月のアジア開銀債以来、逐次法規が具備されてきている。最近では本年2月5日の証券審の「証券市場の国際化に伴う証券関係法制の整備について」および「内外の経済、金融情勢の変化に伴う公社債市場のあり方について」の答申がでており、大綱は示されているが、なおつけ加えるとすればつぎのようなものがある。

(i) 投資顧問業務の育成強化

従来、証券会社が実質的に無料サービスの形でこれを行ってきた。しかし、今後はアメリカや西ドイツのように有料で、経験豊富で能力ある者がこれに当たるようにすべきである。その場合、対象としては株式が多くなるであろうが、今後は当然債券の比重も高まるであろう。この業務拡大のメリットは、これによって内外の大口投資資金を導入し、これを内外の株式、債券等を対象として運用できるため、東京市場の国際化の間接に役立つことである。専門家

の運用という点では、投資信託に類似するが個別資産の管理という点で大きく異なる（因みに西ドイツのようなユニバーサル・バンク形態では、類似のサービスを当然のことながら銀行が行っている。したがって、こうしたサービスの普及は、わが国で証券と銀行との間のサービス過当競争に発展しかねない）。ともあれ、これを積極的に育成強化することにより、最近の投資機関化現象による価格形成上のデメリットを少なくしうるし、従来とかく批判のあった証券セールスの欠陥を補うことができる。こうしたことが国際債券市場としての機能を高める間接的な方法の一つとなろう。

(ii) 国内株式売買に対する適正措置の重要性

従来、わが国における債券市場の発展が不十分であった一因に、個人投資家層が投資対象として株式を選好する度合いが強く、業者の姿勢にもそれが強かったことがあげられよう。わが国経済の高度成長という実質的要因が株式投資に有利な環境をつくったこともあるが、業界、投資家、証券政策ともに、株式市場に偏っていた感がある。ごく最近の株価大幅下落後の回転率でもなお年率0.3回転といわれ、これはニューヨーク市場の最盛期かまたはそれを上回る状態といわれている。

過去20年にわたり、わが国の株式市場があまりに高速回転を続け、それを怪しむ気配すらなかったことは、大いに反省しなければならない。これは国際的標準から見て異常なことであり、証券市場政策もこの点の是正に向けられるべきである。東京を国際金融市場または国際債券市場として健全かつ信頼される姿に持っていくためには、こうした異常状態を脱却させる必要がある。この点で、大蔵省当局の指導による業界の株式売買の自主規制は、その第一歩を踏みだしたのものとして業界自身がこれを堅

持していく必要がある。これによって株式売買の過度の回転を抑えれば、当然株価形成の行き過ぎも是正されていくことになる。こうすることによって、東京証券市場に対する信頼を高めることが、東京国際債券市場への信頼を高める途につながるのである。

証券業が株式売買益、評価損益依存から脱却し、手数料中心になったことは進歩であるが、その手数料収入が前述のような世界に例を見ない上場株式回転率に依存している限り、まだ真の健全化とはいえない。この面で実質的な改善が実現してはじめて、国際的な証券会社として信頼されることになろう。こうした地道な努力なしに、証取法第65条論議も、東京国際債券市場の将来も語るができない。したがって、迂遠なようであるが、株式売買を中心とした証券会社の経営姿勢のより一層の健全化が、国際債券市場拡大につながるのである。

(iii) 証券会社の信頼性

オフショア・ファンド式の投信の国内販売についてはもちろん、海外販売を目的とするものであっても、国内証券業者が参加するものについては、厳重なチェックを行わない、信頼を失わないようにすべきである。かつてのIOSの例をまっまでもなく、不良業者に国内投資家がまき込まれないようにする必要がある。それと同時に、私募外債のとりまとめをめぐって、銀行と証券との間にかなり激しい競争が見られるが、それに証券会社相互の競争が巻き込まれることこそ厳に慎しむべきことである。

さて以上のような政策的要望を前提に、今後東京国際債券市場が形成されていった場合、わが国経済および証券・金融業界に及ぼす影響を考察することにしよう。

(i) わが国経済に及ぼす影響

本節の最初にも述べたように、東京国際債券市場の形成は、「かね」の面でわ

が国経済が世界諸国と相互依存関係を強めることを意味している。それはアジアにおける国際金融センターの成立であり、わが国経済のみならず、世界全体にとっても望ましいことである。「経済的相互依存関係」についてはすでに触れておいたが、そのことは市場の国際化だけでなく、何よりも経済政策の国際化を意味することを忘れてはならない。この報告で、報告者は東京国際債券市場の育成を円対策と関連させながら推進することに疑問を呈したが、そのことは、国際債券市場を通じてわが国の国際収支均衡化を推進すべきでないということの意味するわけではない。むしろ諸外国は日本経済に信頼し、その国際収支の早期均衡化を期待するであろう。それは諸外国の希望だけでなく、インフレ問題を考慮するとき、わが国経済にとっても大きなプラス要因なのである。

ところで国際競争力の強い国が、たとえ一時的にもせよ、資本輸出国になることは、アメリカの第一次大戦後の例を見ても明らかである。いまそのため簡単な統計数字を引用してみよう。

第一次大戦後のブームの期間、直接、間接の区分は明らかでない。しかし長期資本流出額の累計は22～30年の9年間で171億ドルに達し、典型的な資本輸出型になったことが明らかである。短資流入は累計約18億ドルの黒字で、この期間流入が続いていた。

現在のわが国は、規模こそ比較にならないが、このアメリカの当時の状況と同じく資本輸出国に転化しつつある。ただ長期資本輸出が続くような時期には、反面においてあまり好ましくない影響を与えるといわれる短期資本流入が続いていたことが注目される。当時の文献にも明らかかなように、西欧諸国からの投機的短

年	長期資本流入	長期資本流出	差 引	短 資 流 出 入
1922	294	1,011	△717	375
23	435	434	1	3
24	364	966	△602	216
25	551	1,038	△487	△61
26	1,326	1,928	△602	350
27	1,609	2,322	△723	900
28	2,591	3,253	△662	△188
29	2,328	2,464	△137	△80
30	2,161	2,428	△267	△485
31	1,520	1,301	219	△709
32	862	645	217	△409
33	1,505	1,456	49	△385
34	1,160	958	202	184
35	1,991	1,529	462	970

（資料）米商務省統計 △流出 単位百万ドル
期資本がコール資金としてウォール街に大量に流入したのである。

一国の国際競争力が強く、成長力にも富んでいる場合、資本輸出（直接、間接をとわず）に努めるのは歴史的なパターンといってよいが、丁度その一部を相殺するかのごとく短期外資の流入が続くやすい。最近でいえば西ドイツがその好例である。それがその国の経済に安定破壊的な作用（インフレ促進、投機ブーム、急激な引き揚げ）を及ぼす例がこれまた歴史的な教訓として読みとれる。

わが国が今後東京国際債券市場の育成拡大を図る場合、自由な市場機能発揮のメリットを期待するのは当然であるが、歴史の先例に鑑みて、とくに投機的短期外資の流入は適当な規制によってチェックすることが重要である。この点については、現在のところ変動相場制の利点を生かすこと、国際短資の投機的移動については国際的規制を各国間に呼びかける必要があることについてすでに前述した。国際短資の投機的攪乱に対する規制が、国際債券市場の拡大に多少の障害となることは已むを得ないが、そうだから

といては為替管理等の直接統制に頼りすぎるのは逆行である。その点で、形式的には長期資本取引である株式取引も、実質的には短期外資的性格をもつことがありうるので、株式取引についても、危険がある場合には、チェックを時に応じて行なうことが必要となるであろう。

この点で、債券は為替投機のかくれみのとなる場合を除けば、株式のようなおそれは少ない。したがって公社債中心の国際債券市場の拡大は、より安定的要因と考えられる。ただ前にも述べたように、国際金融市場として大きな力をもっているロンドン、ニューヨーク市場には、いずれも短期、中期および長期市場が発達している。これが金利格差で資本の流出入が激化する背景である。その点で東京市場はまだ短・中期市場が未発達である。そのことは現状ではプラスとマイナスの効果を日本経済に与えているが、市場機能という面からすればやはり変則的というべきであろう。

(ii) わが国証券業に及ぼす影響

影響は、ブローカー業務、アンダーライター業務、ディーラー業務その他付随業務の各面に現われよう。

○ ブローカー業務

海外証券知識の向上から、ある程度の専門化まで要請されることになろう。このため、海外証券ブローカーないし調査機関との提携が今後増加するものと思われる。

○ アンダーライター業務

アンダーライターの業務の帰趨についてはすでに別の箇所で見解を述べておいた。したがって、ここでは証券業からみたアンダーライター業務の将来を考察しておきたい。現在証取法による限り、アンダーライター業務の帰趨は明らかであるが、問題を複雑にして

いるのは、すでに海外の現地法人として設立された国際投資銀行については引受け業務が認可されていることである。こうした事実が、国内における引受け活動を銀行にも認めよという要望につながっていることは否定できない。

この問題が将来どのように落ち着くかは、結局内外を通ずる証券引受け業務の今後の成長性に依存すると考えられる。現にヨーロッパ国際金融市場では、この10年間にもっとも急速な成長と変化がみられたが、こうした革新の波が私募外債を通じて今後も続くものかどうか注目される所である。一説によると、すでにピークを過ぎたとはいえないまでも、少なくともピークに達したともいわれている。その判定の是非は、アメリカ経済とニューヨーク国際市場の動向によって決まるであろう。その過程で、各国の国際投資銀行もその一部は生き残って浮上し、一部は沈下していくことが予想される。こうした整理過程を経てから、引受け業務の成長性が妥当に判断されるようになるだろう。ともあれ、わが国におけるアンダーライター業務は、それがどこに帰属すべきかというより、どうしてさらに充実させるかといった段階であることを強調したい。

イギリスやアメリカにおいては、引受け業務は、それぞれマーチャント・バンク、インベストメント・バンクとして商業銀行と区別され、預金業務にはタッチしていない。将来、わが国においても、投資銀行法あるいは引受銀行法といった特別法を制定し、預金業務にはタッチさせないということが考えられるが、その場合には銀行と証券の共同出資形態が出現するものと思わ

れる。

○ ディーラー業務

国際債券市場においては、債券の流通市場を育成強化することが必要となるから、証券会社は債券売買の専門家を益々充実する必要に迫られるであろう。また前述したように、短期証券、中期証券（CD、CP）市場も形成されていくに依りて、この売買業務（証券と銀行の役割と分担がここでも問題になろう）が新たに生じてくるものと予想される。

○ その他の付随業務

この点では、投資顧問業務が成長することになる。内外の証券を対象とするポートフォリオの管理、運用は今後益々複雑多岐をきわめることになる。他方、すでにアメリカや西ヨーロッパ諸国でみられるように、公的、私的年金の資産増加に伴う管理、運用が専門の投資顧問会社に委託されるケースが漸増する可能性がある。海外のこれらの会社が資産の一部を日本の債券で運用するという場合も考えられる。遠い将来には逆のケースも考えられる。

第3節東京国際債券市場の成立要件のところ述べておいたが、現在のところ国内金融媒介機関（証券・銀行）と外国金融媒介機関・証券会社との間には差別化が存在している。しかし資本の自由化政策により、証券業が100%自由化業種となれば、これによって外国の金融媒介機関が直接わが国の証券市場に進出することになる。取引所会員権の問題が残されているが、外国では地方取引所のなかに外国証券会社の会員を認めているところもあり、これも世界の趨勢に従うこととなるものと思われる。

6 円の国際化

1958年末、西欧主要国は非居住者勘定に対する通貨の交換性を回復したが、わが国もそれから約一年半遅れて円の部分的交換性を回復した（昭和35年7月）。これが「非居住者自由円預金勘定」の創設である。これにより、対外取引の結果非居住者が保有する円の外貨への自由交換が認められることになった。同時に円による対外決済、つまり円為替の使用が認められることになった。これらの措置は、海外銀行の自由円勘定を通じて円建て輸出入取引を可能とするものであり、ここに円の国際化にとっての必要条件が成立したことになる。

しからばその後最近まで円建て輸出入取引の実態はどうであったか。結論を先取りすれば、円の国際化または円の国際的地位の指標ともなる円建て輸出入取引は、総輸出入に占める比率でみて、ここ最近著増してはいるもののまだ10%を多少上廻る程度にすぎない。すでに記したように、それも船舶輸出、プラント輸出などに限定されている。輸入面についてはまことに微々たるものである。

円建て貿易取引がそれほど活潑でないのに対し、短期資本の流出入に関しては円建て取引がかなり広汎に行なわれている。自由円制度が創設された後、自由円預金の形でわが国において運用することを目的とした外資の流入が激増したこともあって、最近までの推移は以下の通りである。統計資料によってみても、この傾向はとくに昭和45～46年に著しい。

以上の円建て貿易取引と自由円勘定の推移だけから円の国際化の程度を判断すれば、円は形式的にはともかく、実質的には国際的に利用されている通貨であるとはとてもいえない。加えて円建て貿易取引は、東南アジア諸国など地域的にも限定されている。前節まで

	41年	45年	46年	47年1~3月	4~6月	7~9月(%)
ドル 輸出	74.5	90.5	90.5	84.8	83.5	83.5
ドル 輸入	75.1	86.0	87.9	86.1	84.9	85.1
ポンド 輸出	22.3	7.2	6.3	7.2	6.3	5.4
ポンド 輸入	20.5	8.8	7.1	7.6	8.3	8.4
マルク 輸出	0.9	0.5	0.6	0.9	1.1	1.2
マルク 輸入	2.2	2.8	2.3	2.6	2.3	2.5
仏・フラン 輸出	0.1	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4
仏・フラン 輸入	0.3	0.4	0.5	0.7	1.0	0.8
スイス・フラン 輸出	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
スイス・フラン 輸入	0.6	1.0	1.0	0.9	1.1	1.1
円 輸出	1.2	0.9	2.0	6.1	8.2	8.6
円 輸入	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6

〔資料出所〕 大蔵省

自由円勘定残高の推移

(百万ドル)

昭35年末	36年	37年	38年	39年	40年	41年	42年	43年	44年	45年	46年	47年4月末
191.4	284.8	378.1	451.3	625.3	544.7	328.4	379.7	379.9	373.3	541.3	934.8	1,031.0

〔資料出所〕 大蔵省

の所論で、東京国際債券市場がここ最近円建て公募外債、外貨建て私募外債ともに大へんな活況を呈したことを明らかにした。それと比較して、円という通貨の国際的地位はまだアンバランスといえるほど低い。

円は開発途上国に対する長期開発金融にも使用されている。1966年に設立されたアジア開発銀行に対する出資応募額の半分に当たる1億ドルが円貨で払い込まれたのはその一例であるし、1970年2月、日銀が世銀に対し同じく360億円の円建て貸付けを行なったのもその一例である。円は今後開発途上国に対する経済協力を推進するうえで、円建て長期借款の形でますます利用されることになるであろう。しかしその多くが二国間の長期借款という特殊な形での円の利用であって国際的ではない。国際決済における円の一般的利用にまで進むには、自由円勘定を通ずる円取引が拡大しなければならないのである。

円の国際的地位を向上させる努力は、現在のような国際通貨体制の混乱期にはとくに重

要な意味をもっている。前表でも明らかなように、わが国の貿易決済の大部分はドル建てであり、その結果貿易収支の黒字は、直ちにドルの累積となる。これがわが国とアメリカの間の緊張を過大にしていることは否めない。その意味で決済通貨の多様化が必要であり、円はその関連で国際的地位を向上させる必要があるのである。

最近までの国際金融情勢を要約すれば、(1)ドル不信の定着化、(2)変動相場制の長期化といった二点にまとめられよう。ECの共同フロートは、第一にドル本位制から将来の安定した国際通貨体制の確立まで、これ以上の過剰ドルの流入を回避し、EC域内の政策手段をインフレ対策に全力投入する気構えを見せたこと、第二に、EC統合の本旨から一つの通貨ブロックの建設への試金石であり、脱ドル体制から安定した経済圏の確立をめざしたものと解釈してよい。

金ドル交換性の回復を当のアメリカが望んでいないし、また理論的に考えても、交換性

回復によってドルの安定、信認の回復が期待されない以上、基軸通貨不在期は長期化、つまり変動相場制が長期化するのは当然であろう。円もまた長期変動相場制のなかで、その国際的地位が与えられることになるのである。今後の国際通貨体制がどのようなものかに関する検討は、この報告の範囲を超える。

しかし円がドル、マルク、ポンドなどと並んで取引通貨として使用されるようになることは確実である。円の国際的地位向上の道程はまだかなり長い。それはわが国経済の規模から考えて経済の健全性を高めるものである。