

**証 研**

# レポート

No.1673

---

2012年8月

FMI（金融市場インフラ）の強化によるアジア債券市場の活性化  
～資金決済（PVP）と証券決済（DVP）のリンクが大事～ 宿輪 純一（1）

日本の国債相場を支えているものは何か  
中島 将隆（23）

アメリカのダークプール規制のその後  
清水 葉子（38）

インドの金融システムの構造は変化したのか？  
西尾圭一郎（47）

日本の地方債制度とその格付け  
～地方債市場の持続可能性に焦点を当てて～ 江夏あかね（64）

# FMI（金融市場インフラ）の強化によるアジア債券市場の活性化 （資金決済（PVP）と証券決済（DVP）のリンクが大事）

宿輪 純一

## 1 金融市場インフラ（FMI）とは

マネーフロー（資金移動）も、具体的には金融市場インフラ（FMI：Financial Market Infrastructure：決済システム）において「決済」という形で実行される。すなわち、この「決済」を管理・分析し、そのメカニズムを強化することが金融市場にとって、非常に重要である。しかも、最近では世界の金融市場が結び付きを強め、クロスボーダーのマネーフローも莫大な量となっていることから、海外の金融市場インフラもその対象となることが必須となる。

FMIとは、以前は、一般的には「決済システム」といつていたが、より具体的には（システムミックに重要な）資金決済システム、証券集中振替機関（CSD：Central Securities Depository）、清算機関（CCP：Central Counter Party）、取引情報蓄積機関（TR：Trade Repository）の総称である。金融市場の清算・決済・記録の機能を構成する。

最近の金融危機において、OTCデリバティブなど若干の課題は残ったもののFMIが機能したことによってリスクを遮断し、金融市場における危機の増殖を抑え、その重要性が再確認された。金融庁は「FMIは、金融

危機下において良好に機能し、我々は、その真の重要性について一段と理解を深めた。頑健なFMIは、金融市場が大きな不確実性に直面する状況においても有効に機能し続けるための助けとなり、金融システムの安定の重要な構成要素となる」と述べている。つまり、FMIは最近の金融危機におけるリスクを遮断することによって、金融市場全体を保護する、大変重要な役割を果たした。

実際、リーマン・ショックの時は、まさに証券会社ではあるがリーマンブラザーズの破たんによって、決済にかかわるトラブルが大量に発生した。リーマンは証券会社であったため、その資金は保護されてなかった点では三洋証券以来であった。このときには、金融システム全体のロスは大変少ないものであった。それは日本のFMIの機能と金融機関のリスク管理が十分に機能したということができる。

## 2 決済リスクの考え方とFMIのリスク削減効果

### (1) 決済リスクとは

今回の金融危機においては、FMIの存在によって「決済リスク (Settlement Risk)」の具現化を防いだ。しかし、金融(機関)に関係するリスクの中でも「決済リスク」ほど分かりにくく、誤解の多いリスクは無い。金融機関におけるカウンターパーティ・リスクの大部分は未入金で具現化することが多い。そのため「金融リスクのほとんどは決済リスクである」という誤解も発生することもある。

決済リスクとは「何らかの理由により金融機関間の資金決済ができなくなり、それに伴って損害を被る可能性」(日本銀行)とされている。その原因と性質から、一般に信用リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク、リーガルリスク、システムックリスクなどに大別される。

「信用リスク」とは、相手方の財務状況等が悪化、あるいは破綻し、決済不履行になった場合などに、その取引金額を現在および将来のいかなる時点においても受け取れなくなる可能性のこと。

「オペレーショナルリスク」であるが、狭義には事務ミスやシステム障害によって決済が困難化する問題を指すが、広義には不正事件の発生やコンプライアンス体制の不備、評判の低下、災害などによって生じる決済不能のリスクも指す。

「市場・流動性リスク」とは、将来時点では取引金額を受け取れるかもしれないが、予定した時刻（決済時点）には受け取れない可能性。実際には決済時点において受け取れなくなった場合には、穴埋め（カバー）再構築）資金の調達を迫られるが、それが困難になったり、仮に調達できたとしても、非常に高い調達コストを余儀なくされるといふ二次的な影響があるリスク。時間がたつにつれて、損出が大きくなる可能性が高い。

「リーガルリスク」とは、これは支払不能時の対応ルールなど、決済に伴う法的関係が不確実であることから発生する。特に発展途上国の場合には注意が必要である。

「システミックリスク」とは、一つの支払不能により他の金融機関の支払指図の決済が連鎖的にストップし、これが金融システム全体の混乱に波及するリスクのことをシステミックリスクという。決済システムの中などで、未入金が伝播していくリスクなのである。この場合のシステミック（Systemic）とは決済システムのSystem、がその所以である。

## （2）決済リスクが具現化するプロセスと決済リスクの本質

金融機関の決済リスクの相手は「金融機関」である。一般的な顧客は、銀行に口座を保有しているため、支払

(返済) をするときに行内口座振替を使用することが多い。もし残高が足りない場合は、外部からの入金になるが、それは「金融機関」経由の支払(決済)になるからである。振込のような単純型決済の場合には、決済指図(Payment Order)は、金融機関↓決済システム↓金融機関となる。当然、決済リスクが発生するのは受取サイドの金融機関だけである。

また発生期間については、決済、特に資金決済は特には当日に入力をする。つまり「当日に発生するリスク」なのである。先方の銀行が支払指図を送付した時点から発生することになる。

まず、決済リスクが具現化(未入金)するリスクの原因は、信用リスクとオペレーショナルリスクとなる。未入金の瞬間は分からないが、信用リスクとオペレーショナルリスクは原因がわかって初めて分類できる。信用リスクとオペレーショナルリスクの差は、最終的に回収できないリスクが信用リスクである。

その後、その未入金をカバーするために、二次的に市場・流動性リスクが具現化する。また、さらに裁判になった時などに、リーガルリスクが具現化する。

決済リスクについては、リスクの大事なポイントの一つに「発生期間」がある。決済リスクの発生期間は、BIS・日銀のレポートによれば(外国為替決済の場合)「決済指図を発信して取消不能になってから、そして決済が終了し、金融機関が確認できた時まで」である。つまり、銀行間決済を考えた場合、それは間にあるFMIの管理に他ならない。つまり、FMI経由、損失は発生するのか、コストは発生するのか、ガバナンスは問題ないかなどである。つまり、決済リスクとはFMIに参加していることよってリスクを被る、つまり「システムックリスク」に他ならないということができる。金融当局の方々との検討もここが議論の中心となることが多い。

金融機関の事務プロセスはシステム化されているのが一般的である。そのため、決済プロセスに入るということは、ネットワークを通じてFMIに入力される。すなわち決済プロセスに入った時間は、決済システムに入力された時間と同義となる。銀行内のシステムやネットワークにトラブルがあった場合には、オペレーショナルリスクとなる。

つまり、先方金融機関に問題発生の可能性が高まった場合、決済を止めることができれば、リスクが拡散しないのである。つまり「FMIの管理」こそ決済リスクの管理といっても過言ではない。

決済システムの機能を理解し、決済システムの信用やオペレーション面のチェックも重要となる。一般的には日本では決済システムは公的システムと認識されることが多く、問題が起こらないと理解されていることが多い。しかし、海外も含め多数の決済システムが存在し、システムトラブルも発生するし、民間による協同組合方式の場合などには破綻する可能性もゼロではない。つまり、決済リスクとは「FMI（決済システム）への参加リスク」なのである。そのチェックポイントのベースになるのが今回公表された『金融市場インフラのための原則』である。

### (3) 決済方式とリスク削減

決済リスクのエクスポージャーを考えると図1のように、 $\text{金額} \times \text{時間}$  となる。つまり、どちらの辺を減らすかということになる。

#### (4) 単純型決済と価値交換型決済

決済方式には二種類ある。振込などの「単純型決済」と、外為取引と証券取引のような金融商品を交換する「交換型決済」である。決済を考えるとときに重要なのは、金融商品が何かということも大事であるが、単純型か価値交換型などの決済方式の分類が重要となる。

単純型とは、いわゆる資金の送金（振込）のことで、一つの動線で行われる。（より深く分析すると、その資金の逆サイドには信用や契約といったものがあることが多く、決済の終了と共にそちらも交換的に消滅するということができる）

価値交換型とは、証券取引や外国為替取引のようなもので、一般的に資金と証券あるいは通貨が交換されるものである。（証券と証券の交換といった決済方法も存在する）

#### (単純型決済のリスク削減策)

各国の金融市場においても資金決済は重要で、決済の根幹をなす。

最終的な完了性をもった決済は、中央銀行口座において行われることが多い。しかも、その主流は、即時クロス決済（RTGS: Real Time Gross Settlement）であり、これは即時に一本一本決済することで、決済指図を送付したら「即時」に最終決済となる。つまり、時間がゼロであり、リスクもゼロというわけである。

図1 決済リスクのエクスポージャー



(出所) 筆者作成

一方、民間決済では、RTGSに対する時点ネット決済(DTNS: Designated Time Net Settlement)も存在する。それは、決められた時点でまとめて決済するやり方で、一時的インフラに立て替え時間が発生し、それは、リスクの原因となる。しかし、担保を取るなどしてはばりリスクのカバーがされている。

RTGSシステムが決済プロセスの時間がゼロであるため、決済リスクがゼロとされており、基本的にはネット決済システムに決済リスクが存在するとされている。ネット決済システムには、デフォルトーズ・ペイ(破綻者負担)方式・サバイバーズ・ペイ(生存者負担)方式の二つがある。デフォルトーズ・ペイの場合は担保を積むなどして、一〇〇%リスクをカバーする。すなわちリスク量はゼロとなる。サバイバーズ・ペイの場合は、担保の共有とさらにロスシェア制度によって新たな負担が発生することになる。

#### (価値交換型のリスク削減策)

証券や通貨(外国為替)の決済の場合にも時間を削減することがその方向性である。つまり時間をゼロにする発想となる。証券の場合には「DVP」、外国為替の場合には「PVP」となる。

DVPとは、Delivery Versus Paymentの略で、証券の引き渡し(Delivery)と代金の支払い(Payment)を同時に言うことをいう。これは、証券決済において、資金(または証券)を渡したにもかかわらず、取引相手からその対価となる証券(または資金)を受け取れないという「取りはぐれ」リスクを回避するための方法・仕組みである。

PVP (Payment Versus Payment)の略で、証券の代わりに通貨と通貨の同時決済を行うものである。

同時に決済(交換)するために、何かトラブルがあると実行されない。すなわち、取りはぐれは発生しない。

そのため、B I Sにおける大前提として、基本的はD V PやP V Pの決済においては、R T G Sと同様に決済リスクが存在しないとされている。

金融機関の当事者としてみると、このような分類をして検討することで、決済リスクの理解がこれで進む。さらに、決済システムのプロセスやリスク削減策を理解すること、そしてその組織体としてのリスクを検討することが大事である。さらに最近決済システムの改革が進むことになっており、業界全体の決済リスクが削減されることになる。

### 3 『金融市場インフラのための原則』

国際決済銀行・支払決済システム委員会（B I S / C P S S）と証券監督者国際機構（I O S C O）専門委員会は、報告書「金融市場インフラのための原則」（原題：Principles for financial market infrastructures）を公表した。C P S SとI O S C Oは、『金融市場インフラのための原則』と題する報告書において、資金決済システム、証券決済システム、清算機関に対する要求水準を引き上げた新たな国際基準を公表した。新たな基準は、三つの既存の国際基準、『システムミックな影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル』（C P S S 二〇〇一年）、『証券決済システムのための勧告』（C P S S—I O S C O 二〇〇一年）および『清算機関のための勧告』（C P S S—I O S C O 二〇〇四年）に置き換わるものである。C P S SとI O S C Oは、最低要件を引き上げ、より詳細な指針を提示し、新たなリスク管理の分野や新たなタイプのF M Iをカバーするために基準の範囲を広げること、これらの三つの基準の強化・調和を行った。

新原則は、グローバル金融市場を支えるインフラを頑健なものとし、金融ショックに十分耐え得るものとする

ことを意図して策定されている。同原則は、全てのFMIつまり、システムミックに重要な資金決済システム、証券集中振替機関、証券決済システム、清算機関および取引情報蓄積機関に適用されるのである。

つまり、資金・証券といった分類を一体化させ、金融市場を一つの基準で対応するもの。さらに基準を強化するものである。

#### (1) 原則の構成

尚、九つのカテゴリーに分かれ、二四の原則から成り立っており、内容項目は以下となっている。これが、金融機関サイドもFMIをチェック(管理)するときのポイントとなる。

組織一般

原則一.. 法的基盤

原則二.. ガバナンス

原則三.. 包括的リスク管理制度

信用リスク管理と資金流動性リスク管理

原則四.. 信用リスク

原則五.. 担保

原則六.. 証拠金

原則七.. 資金流動性リスク

## 決済

原則八…決済のファイナリティ

原則九…資金決済

原則一〇…現物の受渡し

## 証券集中振替機関と価値交換型決済システム

原則一一…証券集中振替機関

原則一二…価値交換型決済システム

## 破綻時処理

原則一三…参加者破綻時処理の規則・手続

原則一四…分別管理・勘定移管

## ビジネスリスク管理とオペレーショナルリスク管理

原則一五…ビジネスリスク

原則一六…保管・投資リスク

原則一七…オペレーショナルリスク

## アクセス

原則一八…アクセス・参加要件

原則一九…階層的参加形態

原則二〇…FMI間リンク

効率性

原則二一…効率性・実効性

原則二二…通信手順・標準

透明性

原則二三…規則・主要手続・市場データの開示

原則二四…取引情報蓄積機関による市場データの開示

#### 4 アジアの決済システム改革への次なる提言

一九九七～九八年のアジア危機の教訓もあり、域内の証券、特に債券市場の活性化や、貯蓄の域内活用を念頭においたクロスボーダー金融取引の促進を目指している。しかし、アジアでは証券特に債券市場の規模が小さく、資金・証券決済に関する各国の制度・慣行や業務・システム面の取扱いの差異が非常に大きく、各国の債券市場の発展度合い・対外的な開放度合いにも大きな差異がある。こうしたこともあり、クロスボーダー金融インフラのあり方について、検討している。

##### (1) モデル検討

ASEAN+3財務大臣会議のアジア債券市場育成イニシアティブ (Asian Bond Market Initiatives; ABMI) における検討 (タスクフォース四…外為・決済システム) に参加してきた。効率的なクロスボーダー決済を実現するインフラについて、シシア Link という案件として複数のモデルを検討したが、現在も比較分析作業が行わ

れている。(Asia Clear)という名称は韓国が登録していたため、使用できなかった)

結局は債券決済について考えたとCSDがその中心となる。そして、ユーロクリアのようなICSD (International CSD) の存在によることになる。それも、アジア版ICSDを設立することも念頭に置かれている。

当時、まずは、以下の五つのモデルを考えて、モデルの絞り込みを行った(図2)。

モデル1…ダイレクト・アクセス・モデル

(現地のCSDメンバーとなって、現地の金融機関と同様に決済を行う方式)

モデル2…ローカル・エージェント・モデル

(現地のカストディアンに委託して、決済を行う方式)

モデル3…グローバル・カストディアン・モデル

(グローバル・カストディアンに委託して、決済を行う方式)

モデル4…ICSDモデル

(国際的なCSDであるICSDを活用して決済を行う方式)

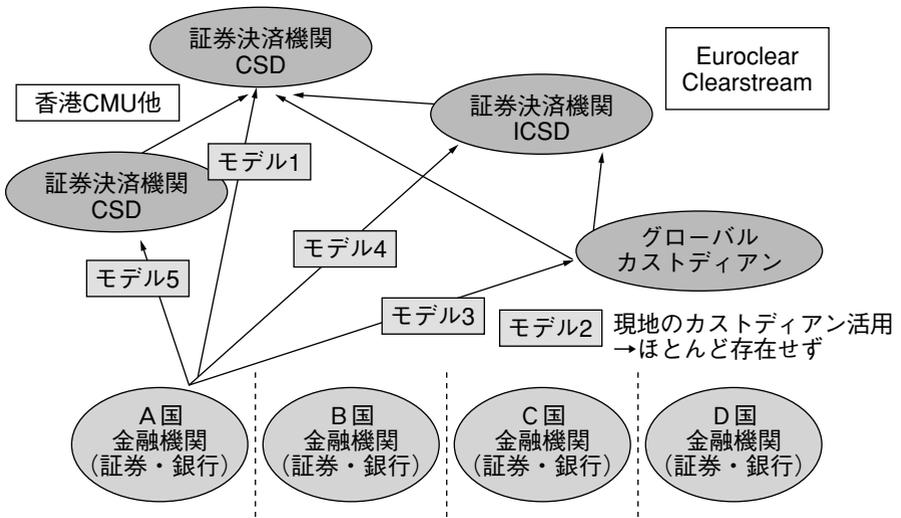
モデル5…CSDリンクモデル

(各国のCSDをバイラテラルにリンクさせて決済を行う方式)

モデル4とモデル5をシンプルにまとめると、図3のスパゲッティ・モデル(モデル5)とハブ・アンド・スポーク・モデル(モデル4)となっている。モデル4の中心となるのがICSDである。

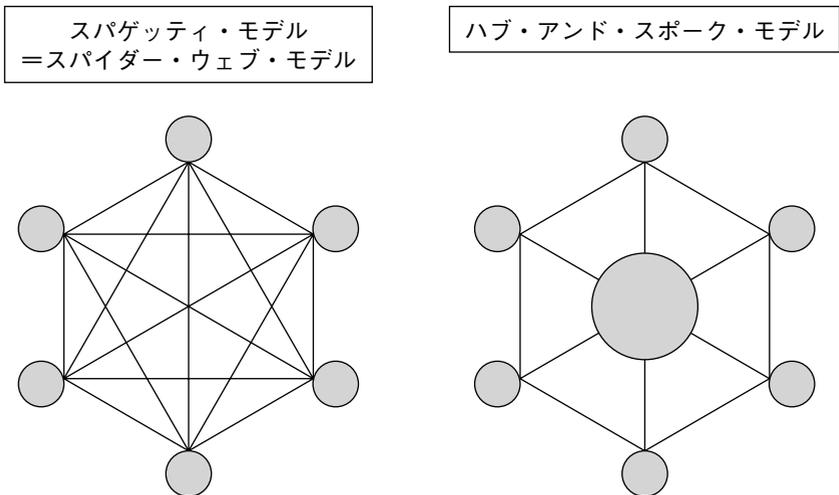
現在は日本銀行においても図4のようにシンプルな形で説明されている。要は単純に各国のCSDを接続させ

図2 アジアにおけるCSDモデル



(出所) 筆者作成

図3 スパゲッティ・モデルとハブ・アンド・スポーク・モデル

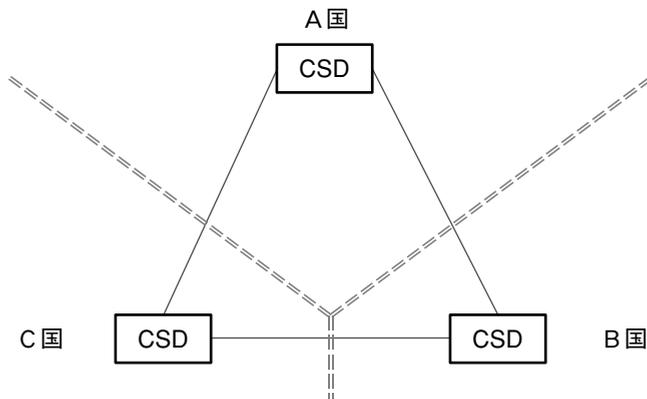


(出所) 筆者作成

るのである。しかし、この図では三か国であるのでシンプルであるが、国数が増えると、まさにスバゲッティになってくる。この辺の検討は、FTAのモデルリングと似ており、相対のリスク管理となる。

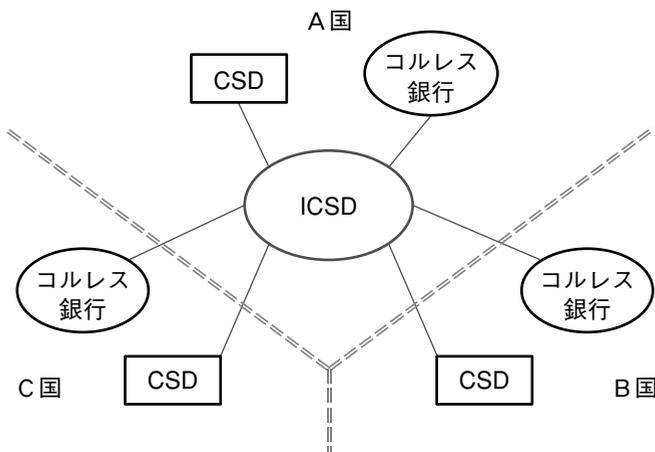
同じくモデル5は図5のように説明されている。これは、中心にEuroclearのようなアジア版ICSDを設立させようとするものである。その分、コストも膨大になる。

図4 ABMIによるCSDリンクモデル



(出所) 日本銀行

図5 ABMIによるアジア版ICSDモデル



(出所) 日本銀行

(2) 提言としてのPVPとDVPのリンク

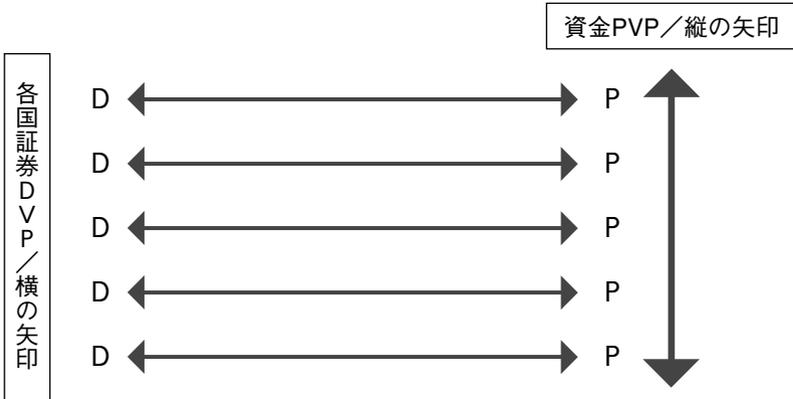
基本的には、外貨投資は基本的に外為取引で外貨を売買し、その代金で証券を売買する。すなわち「外為」と「証券」の決済が発生している。つまり二つのリスクが存在しているのである。

欧州との違いを考えると、もっとも大きな違いは、単一通貨ユーロが存在していることである。アジアには多数の通貨が存在する。その通貨にかかわる決済リスクをゼロにして、また証券決済システムにつながる、一体となって、決済リスクが削減され、また利便性も高まり、強力なFMIインフラができあがり、市場の活性化にもつながるものと考ええる。

すなわち、図6のように、証券のDVP決済システム(CSD)と資金(通貨)のPVP決済システムを接続させることが重要な一歩となる。このような観点で人民元と円の直接市場も検討すべきではないか。

そのPVPは、現在では存在している多通貨同時決済システムCLS銀行(Continuous Linked Settlement bank)がその候補となる。小職も設立企画から参加してきた。CLSは現在一七通貨を決済しているが、アジア通貨はまだ少ない。

図6 証券DVPと資金PVPのリンクイメージ



(出所) 筆者作成

### (CLSの対象通貨)

米ドル、カナダ・ドル、英ポンド、ユーロ、スイス・フラン、日本円、豪ドル、デンマーク・クローネ、ノルウェー・クローネ、スウェーデン・クローナ、シンガポール・ドル、香港ドル、ニュージーランド・ドル、韓国ウォン、南アフリカ・ランド、イスラエル・シケル、メキシコ・ペソ

### (3) 今までできなかった理由

外貨投資というものの、特に金融商品として考えた場合、債券と株に投資することも多い。そのとき海外への投資は、当然のことながら、いわゆる外国為替(両替: Exchange)と証券売買から成り立っており、本来は一本化しているはずのものであった。しかし、実際は決済の分野も含めてリンクがあまりされてなかった。

これは、業界が違っていたということが、大きい問題ではないか。資金は銀行業界、証券は証券業界が取り扱うことが多く、長年業界が接することがあまりなかった。そのため取引における用語や慣行が違っていた。

今回の『金融インフラのための勧告』についても、この勧告を一本化することは大変な意味があると考える。この方向性により、用語・慣行も含め、金融インフラも一体化がすすめられている。つまり、今回の提言は、その証券と資金の一体化をいう大きな潮流に沿ったものでもある。

### (4) 香港の戦略的構想

香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority ; HKMA) と Euroclear が中心となる構想が公表されている(図7)。この構想は、同構想に賛同する資金および証券の決済機関を個別に接続し、これら決済機関の既存サ―

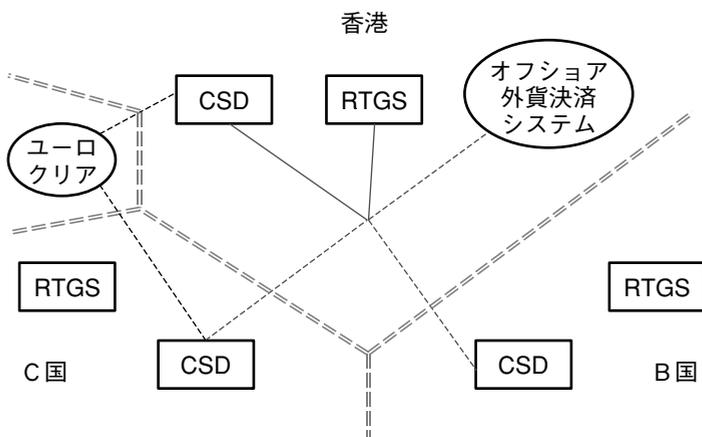
ビスを活用することにより、クロスボーダー決済の円滑化を図る漸進的な案である。

従来からHKMAとEuroclearはそれぞれの決済システムを接続していたが、二〇二二年三月には、同構想のパイロットケースとして、マレーシア中央銀行の運営するCSDとEuroclearの接続が実現している。

この点ですで行っているFMIがあるHKMAのMulti-currency Payment and Settlement Infrastructureである。方向性とすれば正しいし、少しずつリアルにしている。人民元日本円決済についても取り込まれそうな勢いである。

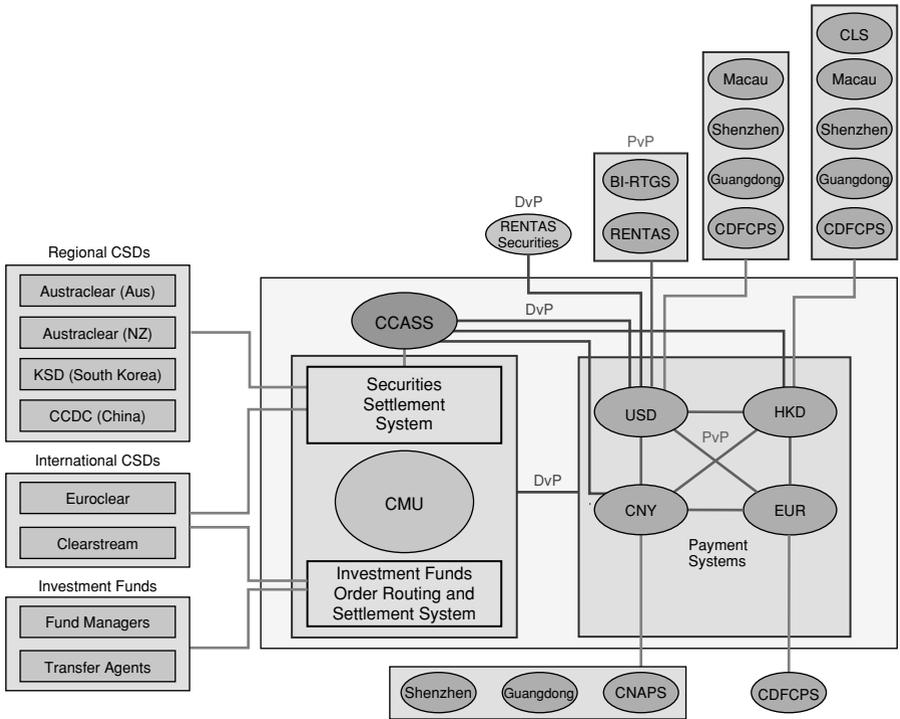
香港は図8のように証券決済システムのリンクおよび自らCLSに頼ることなくPVPの決済を進めてきている。通貨のリンクについて、米ドルは香港上海銀行(HSBC)そしてユーロについてはスタンダードチャータード銀行に委託して実施している。

図7 HKMA・Euroclear構想



(出所) 日本銀行

図8 香港のMulti-currency Payment and Settlement Infrastructure



- BI-RTGS - Bank Indonesia Real Time Gross Settlement (Indonesia's rupiah RTGS system)
- CCASS - Central Clearing and Settlement System
- CCDC - China Central Depository and Clearing
- CDFCPS - China's Domestic Foreign Currency Payment System
- CLS - Continuous Linked Settlement
- CMU - Central Moneymarkets Unit
- CNAPS - China National Advanced Payment System
- KSD - Korean Securities Depository
- RENTAS - Real Time Electronic Transfer of Funds and Securities (Malaysia's ringgit RTGS system)

- Delivery versus Payment (DvP)
- Payment versus Payment (PvP)
- System linkages

(出所) HKMA

## 5 日本における決済業務の重要性

モデルの検討も良いが、香港のように戦略的にリンク等の実績を積み上げることが市場育成では大事となる。また、アジアへのモデル貿易面、たとえばFTAなどの交渉ではアジア諸国との交渉もまともにくいが、金融面においては、アジア通貨危機というトラウマがあり、その防止の観点からすれば、気持ちも一つになりやすい。しかも、日本の金融は、まだアジア諸国よりも進歩しており、指導的立場にある。

ちなみに、リーマン・ショックののちの金融危機において、米国では投資銀行という業態が消滅し、商業銀行にはさらに投資に対するさらに厳しい規制が加わろうとしている。しかも、日本では景気低迷・低い経済成長が続いており、法人貸し出しも大きく伸びることもない。

銀行法における基本業務は、資金仲介業務（資金貸出取引）、為替業務（決済）、そして付帯業務として市場取引がある。このうち、資金仲介業務は芳しくなく、市場取引についても規制が加わりそうである。つまり、為替業務こそ必然的に重要度が増すことになる。

しかも、日本企業は一齐にアジア地域に本格的に進出し業務のベースを移している。そのアジアの金融インフラ（決済システム）が更に高度化することは、邦銀にとって大変重要な役割となる。送金に限らず証券業務も見る観点から、そして日本経済にとって非常に有意義なことである。

尚、本論文の内容は、あくまでも報告者個人に属し、所属する組織の見解ではないことを申し上げる。照会・意見等は報告者に直接願いたい。

参考文献

- ・宿輪純一『アジア金融システムの経済学』日本経済新聞社（二〇〇六年）
- ・宿輪純一『通貨経済学入門』日本経済新聞社（二〇一〇年）
- ・宿輪純一『マネークライシス・エコノミー』日本経済新聞社（一九九九年）
- ・宿輪純一・中島真志『決済システムのすべて（第二版）』（二〇〇三年）
- ・宿輪純一・中島真志『証券決済システムのすべて（第二版）』（二〇〇六年）

参考資料

- ・ Asia Development Bank "Bond Market Settlement and Emerging Linkages in Selected ASEAN+3 Countries"（二〇〇五年）
- ・ Committee on Payment and Settlement Systems "Strengthening repo clearing and settlement arrangements" Bank for International Settlements（二〇一〇年）
- ・ Committee on the Global Financial System "The functioning and resilience of cross-border funding markets" CGFS Papers No. 37（二〇一〇年）
- ・ International Monetary Fund "Global Financial Stability Report" Apr 2012
- ・ CLS Bank International, "Assessment of Compliance with the Core Principles for Systemically Important Payment Systems"（二〇一一年）
- ・ Asian Bond Markets Initiative "Group of Experts Report for Task Force 4"（二〇一〇年）
- ・ Hong Kong Monetary Authority, Bank Negara Malaysia and Euroclear "Common Platform Model For Asian Post-trade

Processing Infrastructure White Paper" Pan-Asian CSD Alliance (2010年)

- ・日銀レビュー「決済インフラを巡る国際的な潮流とわが国への含意」(2012年)
- ・国際決済銀行・支払決済システム委員会(BIS/CPS)と証券監督者国際機構(IOSCO)「金融市場インフラのための原則」(2012年)
- ・CPS「システミックな影響の大きい資金決済システムに関するコア・プリンシプル」(2011年)
- ・CPS-IOSCO「証券決済システムのための勧告」(2011年)
- ・CPS-IOSCO「清算機関のための勧告」(2014年)
- ・CPS-IOSCO「金融市場インフラのための原則」(2012年)

ホームページ

- ・BIS (Bank for International Settlement)
  - ・日本銀行
  - ・全国銀行協会
- メンバーとして参加した研究会資料
- ・ADB「ABMI: Asian Bond Market Initiative」
  - ・金融庁「決済に関する研究会」
  - ・財務省「ASEANの為替制度と域内金融市場の発展に関する研究会」

・経済産業省「グローバル財務研究会」

・全銀協「大口決済システム検討部会」「全銀システム検討部会」「SWIFT委員会」

新聞

・日本経済新聞

・Financial Times

(しゅくわ じゅんいち・慶應義塾大学非常勤講師)

# 日本の国債相場を支えているものは何か

中島 将隆

## 1 活況を呈する日本の国債相場

日本の国債相場は異常なほど活況を呈している。長期金利の指標である一〇年物国債の利回りは、七月二四日には〇・七二％と歴史的な低金利となった。五年物国債も〇・二％割れが続き、また、七月二八日には二〇年物の超長期国債は一・五七％、三〇年物は一・七七％となり、超長期国債はいずれも二％を大きく割り込み、国債の金利は歴史的な低金利の状態が続いている。

国債市場への市場参加者を見ると、国内銀行に加えて、最近では海外部門の国債投資が活発である。図表1をみると、リーマンショック後、国債は一〇〇兆円以上も増発されたが、増発された国債の行方をみると、日本銀行を別にすれば、まず国内銀行、次いで海外部門であり、保険が三番手となっている。ギリシャ危機以降は、海外部門の国債投資が増加し、前年度比では二〇一〇年が三二・六％、二〇一一年で二三％と急増し、国債発行残高に占める海外部門の比率はついに九・七％、ほぼ一割となった。もつとも、海外部門の国債投資は短期国債の売買にウエイトが置かれている点に特徴がある。

日本の国債は、今日では、ドイツやアメリカの国債と並んで、世界でもつとも信用度の高い国債となっている。少なくとも、国債相場をみる限り、信用度はもつとも高い。

しかし、日本の財政をみると、OECD諸国の間で最悪の状態である。国債は国の借金である。借金で首が回

図表 1 国債保有者の内訳 (前年度比)

	年度末											2011年度末 残高 (兆円) (構成比 (%))
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		
残高 (兆円)	596	656	738	765	775	803	797	831	877	919	919 (100.0)	
国債等計	14.9	10.1	12.6	3.6	1.3	3.6	▲ 0.8	4.3	5.5	4.9	612 (66.6)	
金融仲介機関*	19.0	12.9	11.2	2.9	4.4	5.7	3.4	9.6	3.4	5.6	612 (66.6)	
中小企業金融機関等**	35.8	15.9	24.3	15.1	9.7	7.1	▲ 2.2	3.2	▲ 3.1	0.2	179 (19.4)	
保険	19.0	4.0	15.4	4.8	7.2	4.6	6.9	7.5	5.4	7.6	174 (18.9)	
国内銀行	10.1	23.9	▲ 2.6	▲ 8.2	▲ 11.5	▲ 3.8	18.6	24.5	15.5	12.4	149 (16.2)	
年金基金	▲ 6.4	0.9	6.9	12.7	9.5	3.5	▲ 6.7	10.0	▲ 1.3	4.3	29 (3.1)	
一般政府、公的金融機関	11.9	4.2	17.1	5.0	▲ 9.8	▲ 5.9	▲ 15.8	▲ 14.0	8.4	▲ 13.4	86 (9.3)	
うち公的年金	34.8	29.2	23.0	6.7	11.0	14.4	2.6	▲ 5.2	▲ 4.8	▲ 3.3	70 (7.6)	
中央銀行	5.9	8.6	2.3	▲ 6.7	▲ 17.7	▲ 10.8	▲ 4.7	13.7	▲ 4.8	13.4	89 (9.7)	
海外	17.4	10.4	25.1	15.9	35.3	29.0	▲ 5.4	▲ 16.5	32.6	23.0	76 (8.3)	
家計	2.5	15.4	49.2	28.0	19.4	8.7	▲ 0.7	▲ 4.5	▲ 9.5	▲ 11.1	28 (3.0)	
その他	12.0	▲ 17.5	34.9	28.0	31.8	5.9	21.4	9.9	8.6	8.4	28 (3.1)	

(注) 1. 国債等は、「国庫短期証券」「国債・財債」の合計。  
 また、国債等は、一般政府 (中央政府) のほか、公的金融機関 (財政融資資金) の発行分を含む。  
 2. 金融仲介機関は、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関から構成されるが、\*ではその他金融仲介機関のうち公的金融機関を除いている。  
 3. 中小企業金融機関等は、2007年第四四半期以降、ゆうちょ銀行を含む。  
 \*\*では2007年第三四半期まで、「中小企業金融機関等」「郵便貯金」の合計。  
 4. その他は、「非金融法人企業」「対家計民間非営利団体」「非仲介型金融機関」の合計。  
 (出所) 日銀資金循環統計 2012年第一四半期

らなくなっている国の国債相場が世界で一番安定しているとは、何とも不思議である。

なぜ、日本の国債相場は安定しているのだろうか。相場の安定は夢幻なのだろうか。そうでなければ、何が日

本の国債相場を支えているのだろうか。

## 2 相場安定に関する様々の見解

国債相場の安定について、従来、様々の角度から分析されてきた。ここでは、国債相場の安定に関して如何なる見解があるかを整理し、見解の要点をみていく。

### (1) 家計部門の純金融資産説

まず、家計部門の純金融資産が国債発行残高を上回っていれば、国債市場は安全だという見解である。国債発行残高が家計部門の純金融資産の範囲内であれば、国債は貯蓄資金で消化されたことになる。貯蓄資金で国債が消化されれば、インフレの心配はなく、また、相場の不安定要因となる海外資金に依存する必要もない。日本の国債保有構造の特徴は、国内保有が圧倒的だが、これは国債発行残高が家計部門の純貯蓄の範囲内に留まっているからである。日銀の資金循環統計をみると、二〇一二年三月の速報によれば、家計部門の純資産は一一四五兆円、国債残高は九一九兆円（国債・財投債が七六〇兆円、短期国債が一五九兆円）となっている。国債残高が家計部門の純金融資産の範囲内にある限り、日本国債の相場は大丈夫だ、というものである。

### (2) 企業部門の資金余剰説

家計部門と並んで、今日では、企業部門（民間非金融法人企業）が資金余剰となり、バブル崩壊後の二〇〇九年以降、家計部門の資金余剰を上回っている。企業部門は資金不足から資金余剰となり、この余剰資金が銀行を経由して国債投資に向かっている。国債金利が歴史的な低金利水準となり、国債相場が安定しているのは、企業の資金需要が無いからである。国債が遊休資金で消化されている限り国債相場は安定し、海外資金に依存する必

要もない。デフレ脱却の道筋がみえてこない限り、歴史的な低金利水準は持続し、国債相場も維持されるという説である。

### (3) 経常収支の黒字説

今や通説ともなっているが、経常収支の黒が継続する限り国債相場は安定する、という見解である。この通説は、貿易収支が赤字に転換した二〇一一年末から一般に流布されるようになった。貿易赤字が定着すると、やがては経常収支も赤字になる。経常収支は貿易収支だけでなく、所得収支・サービス収支・経常移転収支の合計だが、肝心の所得収支はパフォーマンスが悪い。従って、経常収支の赤字転落もカウントダウンに入った。しかし、経常収支の黒が続く限り、国債相場は大丈夫だ、とする説である。経常収支の黒は一国全体でみれば貯蓄超過を意味し、国内貯蓄によって政府部門の資金不足を埋めるのであるから、国債消化のため海外資金に依存する必要はなく、国債相場は安定する。これが、この見解の要点である。

### (4) 日銀の低金利政策

日本銀行は量的緩和政策として、二〇〇二年一〇月以降、長期国債の買入れを開始し、二〇〇九年一月からは年間一六・八兆円、毎月一・四兆円程度の国債を買上げている。二〇一〇年一〇月には「資産買入等基金」を創設し、この基金によって国債を買い入れる、という包括的金融緩和政策を採用した。買入基金は当初三五兆円であったが、二〇一二年四月には七〇兆円にまで拡大された。日本銀行の非伝統的金融政策、包括的な金融緩和策によって低金利政策が維持され、こうした政策によって国債相場が維持されている、という説である。

### (5) インフラ整備による流動性の高い国債市場

リーマンショック時、日本の国債市場は大混乱を避けることができた。日本の国債市場は国債即時決済や日本国債清算機構、レポ市場の整備などインフラ整備が行われてきた。その結果、決済リスクを縮小することが可能となり、レポ市場の整備によって国債市場の流動性は向上している。リーマンショック時には、残された課題が明らかになったが、その後、国債清算機構への広範な参加、フェール慣行の整備、国債やレポ取引の決済期日の短縮など課題の解決に向けて努力が続けられている。流動性の高い国債市場の存在が相場安定の装置になっている。インフラ整備によって国債相場が安定しているとする説である。

### 3 通説の前提条件を吟味する

以上にみてきた通説について、改めて吟味してみたい。まず、家計部門純金融資産説だが、国債が貯蓄資金で消化されている限り安定だという議論は、その点に関する限り、説得的である。しかし、なぜ、貯蓄資金が国債投資に向かうのか、この点に関する説明にはならない。また、貯蓄超過だから海外資金に依存する必要がないとされるが、では、ドイツ国債の現状をどのように考えるか、が問題になる。ドイツは日本よりも家計部門の貯蓄率は高いが、ドイツ国債の約半分は海外資金で保有されている。ここでは、なぜ、資金が国債投資に向かうか、この点の説明が問題の核心である。

家計部門だけでなく、今日では、企業部門も資金余剰となり、この資金が銀行を經由して国債投資に向かっている。日本の国債は、家計部門と企業部門の資金余剰で消化されている。ここでの問題は、家計部門純金融資産説と同じく、なぜ資金が国債投資に向かうのか、この点の説明が欠落している。

經常収支黒字説についてはどうか。經常収支の黒は、マクロ的には資金余剰という意味である。余剰資金が国債投資に向かうという論点は、上述した点が説明されていないので、説得的ではない。加えて、そもそも、經常収支と国債投資とは、理論的に無関係な問題であろう。經常収支は、民間部門の貯蓄と投資の差に加えて財政収支、によって左右される。民間部門の資金不足が拡大すれば、また、財政赤字が拡大すれば、經常収支は赤になる。經常収支と国債相場とは理論の次元が異なる。

經濟發展段階説によると、發展途上国の貿易収支は黒、所得収支は赤で經常収支は赤、だが、經濟が成熟してくると貿易収支は赤となり、所得収支は黒となり經常収支は黒になる。こうした段階的發展と海外資金による国債投資とは無関係であろう。ドイツの貿易収支は大幅黒字だが、ドイツ国債の過半は海外資金で消化されているではないか。貿易収支の黒と海外資金による国債投資とは無関係である。

日銀の非伝統的金融政策についてはどうか。量的金融緩和策、包括的な金融緩和策によって長期国債だけでなく、中短期の国債相場も安定している。しかし、日銀の非伝統的金融政策によって金利が安定しているのは、まず、日銀の国債買入額が銀行券発行高の範囲内に限定されていること、国債買入に限度が画されているからだ。この限度が無くなると、国債に対する信認が失われ、デフレは脱却できないのに、国債金利だけが上昇するといふ最悪の事態に直面する。この点、「資産買入等基金」による国債買入については、日銀券ルールの適用を受けない点に格段の注意を払う必要がある。二〇一〇年一〇月に創設された資産買入基金による国債買入は、臨時の一次的措置とされているため、適用外となっている。現在のところ、資産買入基金による長期国債の買入れを含めても、銀行券ルールは守られているが、日銀は政府の圧力を受けながら、難しい舵取りを余儀なくされている。この銀行券ルールから目を離すわけにはいかない。

インフラ整備についてはどうか。インフラ整備は、国債投資に誘導するための条件整備である。流動性の高い国債市場であるから資金が国債投資に向かうが、ここでの問題は投資対象として資金が国債に向かう条件とは何か、である。インフラ整備は国債相場安定の必要十分条件ではない。

国債相場に関する通説は、なぜ資金が国債投資に向かうのか、この点が検討されていない。国債投資に向かう前提条件、この点に関する分析が欠落している。資金が国債投資に向かうのは、市場が国債を信認しているからである。市場の信認がある限り、国債相場は安定する。ギリシャ国債は、二〇一〇年四月二三日、突如として暴落した。イタリア国債は二〇一一年一月九日、スペイン国債は二〇一二年四月、突如として暴落し危機ラインを突破した。いずれも、国債が市場の信認を失ったからである。市場の信認、これが国債相場安定の前提条件である。通説では、この点に関する分析が欠落している。では、国債に対する市場の信認は何に基づくのか。

#### 4 国債に対する市場の信認は何に基づくか

国債は政府の借金であり、政府債務は租税によって担保されている。従って、国債は租税収入の先取りである。

国債に対する市場の信認は、政府債務が約束通りキチンと償還されるか否か、この点に関する市場の信認に依存している。償還の確実性に対する信頼こそが、市場が国債を信認する基本条件である。償還の確実性に対する信認が失われた時、国債の市場価格は下落する。ギリシャ国債、イタリア国債が突如として暴落したのは、償還期日が迫っているにもかかわらず、償還資金の調達が不可能になったからであった。欧州債務危機の推移をみる時、国債に対する市場の信認こそが相場安定の前提条件となることが明確である。

では、償還の確実性に対する市場の信認は、何に基づくのだろうか。財政赤字の対GDP比、政府債務残高の対GDP比、この数字の各国比較をしても、説得力はない。格付け会社の格付けについても同様である。日本やアメリカの国債は格付けが引下げられたにもかかわらず、国債相場に影響はなく、市場は格付の変更を無視している。要するに、信認の定量的な指標は存在しないのである。

国債に対する市場の信認、これは国によって異なると思う。アメリカの国債相場は、財政赤字が拡大し、経常収支の赤が継続し、国債の格付けが引下げられても相場は安定している。ドルが基軸通貨である限り、国債相場は安定する。

日本の場合、国債に対する市場の信認は「担税力」にある。日本の政府債務が如何に巨額であっても、債務を償還する余力があると市場が判断すれば、国債相場は安定する。増税の余地があり、受益に対する支払能力があると市場が判断すれば、すなわち、国民の負担能力があると判断すれば、国債に対する不安は生じない。

では、日本には、本当に、十分な担税力があるのだろうか。そもそも、担税力とは測定可能なものだろうか。

## 5 担税力の推定

担税力を厳密に測定することは困難である。価値判断や思想も加わってくるから、担税力を数値化する等は不可能である。しかし、今日の財政危機の現状分析や過去の歴史の検討、また、国民負担率の国際比較によって、担税力を推定することは可能である。

(1) 国際比較すると日本の国民負担率は低い

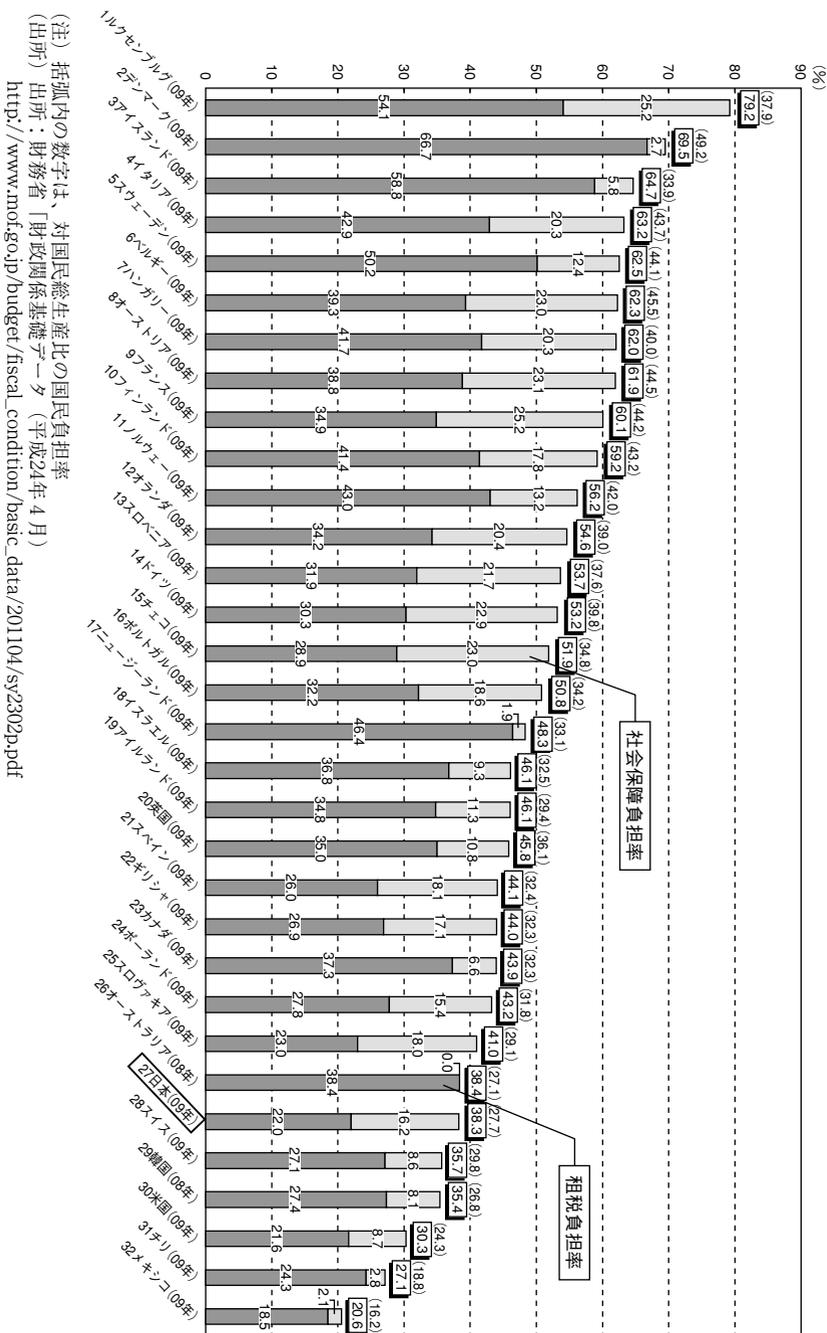
図表2は、OECD加盟国の国民負担率の国際比較である。国民負担率とは租税負担率と社会保障負担率の合計で、日本の場合、国際比較で見ると国民負担率は極めて低い。OECD三三ヶ国中、日本は下位から六番目、租税負担率・社会保障負担率・負担率の対GDP比、対GNP比、いずれの指標をみても、日本の負担率は低い。国際比較で見ると、日本の場合、社会保障負担率と租税負担率を引上げる余地があることを示唆している。そこで、次に、社会保障給付費と社会保障関係費、租税負担率の歴史、国債増発の要因をみていく。

(2) 社会保障費引上げの余地

図表3は、社会保障給付費と保険料収入、税負担の関係をみたものである。少子高齢化の進展とともに年金・医療・介護など社会保障給付費は急増し、社会保障給付費の対GDP比は平成二年の一〇・五%から二一年には二一・一%と倍増し、金額でも四七・二兆円から九九・九兆円と倍増している。他方、保険料収入は、この間、三九・五兆円から五五・四兆円しか増加していない。特に、この一〇年余の保険料収入は横ばいとなっている。これは、保険料を負担する若年人口の減少と制度に対する不信から保険料納付率が低下しているからである。社会保障給付費の増大と保険料収入の減少を埋めるため、財政資金が充当される(図表の↓部分)。税負担は、平成二四年度の予算では、地方税負担が一〇・九兆円、国税負担が二九・四兆円、社会保障関係費は二六・四兆円となっている。国が負担する社会保障関係費は毎年、実に一兆円の規模で増加を続けているのである。

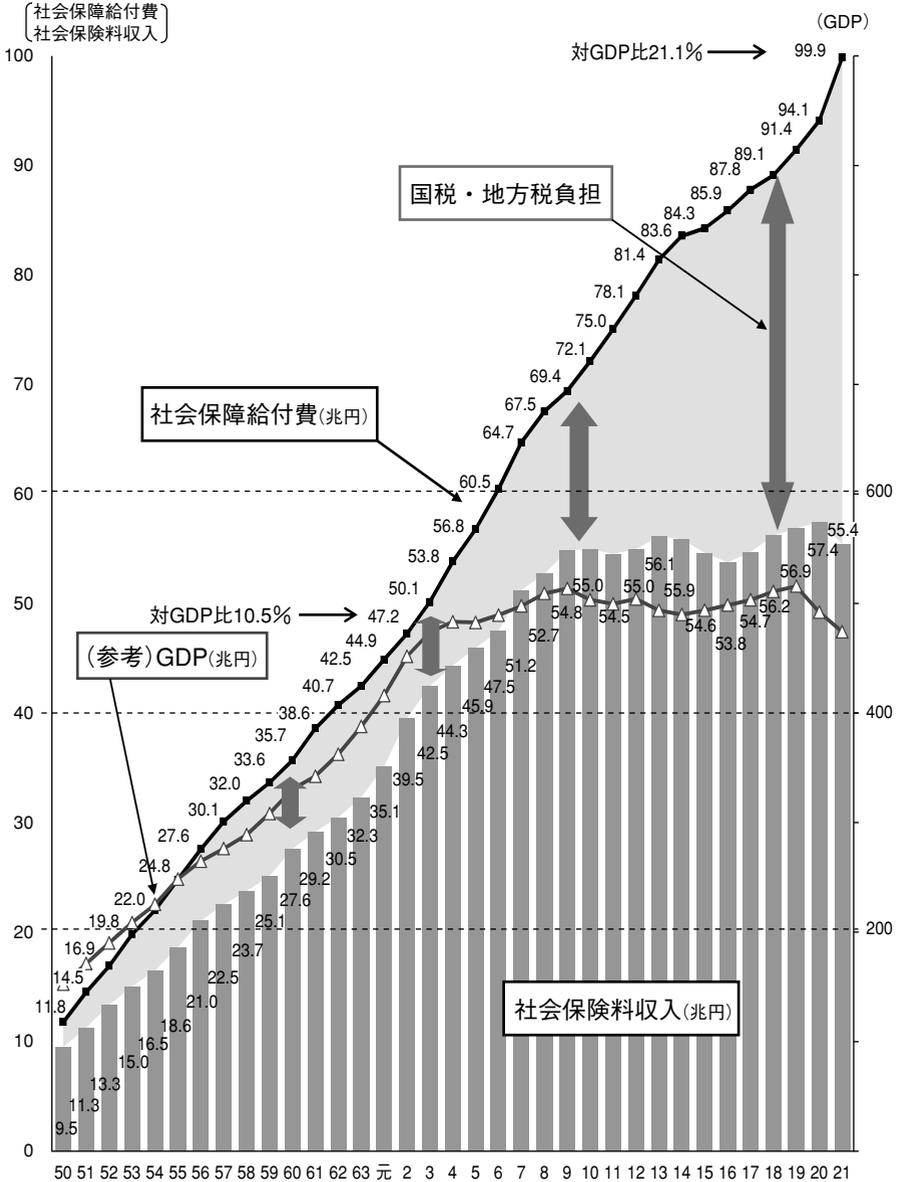
社会保障制度は多くの問題を抱えている。年金制度にみる世代間の不公平、年金一元化の問題、老人医療制度の問題など、多くの問題が先送りされてきた。先送りされてきた問題を解決した上で、社会保障費の引上げは避

図表2 国民負担率（対国民所得比）の国際比較（OECD加盟国）



(注) 括弧内の数字は、対国民総生産比の国民負担率  
 (出所) 出所：財務省「財政関係基礎データ（平成24年4月）  
[http://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/basic\\_data/201104/sy2302dp.pdf](http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/basic_data/201104/sy2302dp.pdf)

図表3 社会保障給付費と保険料収入・税負担



出所：財務省「日本の財政関係資料（平成24年6月）」

[http://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/sy014\\_24\\_06.pdf](http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/sy014_24_06.pdf)

けられない。

問題は、その財源である。ここでの結論を先取りすれば、消費税の引上げによる財源確保である。野田政権による消費税引上げが可能になったのは、社会保障制度に関する国民の認識が深まったからであり、担税力があることを具体的に示すものであった。

### (3) 租税負担率引上げの余地

国際比較でみる日本の租税負担率は極めて低かった。租税負担率が低いのは、平成以降の減税政策に起因する。

まず、所得税や相続税、贈与税の累進税率がフラット化された。所得税の税率の推移をみると、昭和六二年には住民税と合わせた最高税率は七八%であったが、平成元年には六五%、平成一一年には五〇%に引下げられている。税率の刻み数も一二、五、四と少なくなっている。刻み数が少ないことは高額所得者には有利であり、所得税率の改正は高所得者ほど有利な税率構造となっている。相続税は昭和六三年の改正で課税割合は七・九%から六・八%となり、平成四年度の改正、六年度の改正、一五年度の改正によって、六%から四・五%へ、更に四・二%に軽減された。贈与税についても同じで、昭和六三年には一一・六%であったが、平成五年には九・一%、一四年には五・五%になった。累進税率のフラット化による減税政策である。

次に、相次ぐ特別減税と恒久的減税である。特別減税は平成六年、七年、一〇年に実施された。平成一一年には恒久的減税が実施された。特別減税はその年度限りだが、恒久的減税は長期にわたる減税である。なお、特別減税と恒久的減税は課税所得とは無関係に一律に減税されるもので、所得税や富裕税の課税方式とは異なる。

しかし、何といつても大きな問題は消費税であろう。消費税は平成元年に導入され、九年には消費税率が引上げられ、三%から五%になった。周知のように、日本の消費税率は世界で一番低い。EU諸国では、一九九二年のEC指令により消費税率は一五%以上とすることが決められている。だが、日本では長らくの間、消費税率の引上げはタブー視されてきた。

消費税率が世界最低であること、様々の減税政策がとられてきたこと、この事實は、消費税の引上げ余地があること、行き過ぎた減税政策を以前の水準に戻す余地があること、こうした担税力があることを意味している。

平成二四年度の予算補足資料においても財務省は興味深い資料を作成している。図表4は、如何なる要因で国債残高が急増したか、を分析したものである。過去二〇年余の間に国債残高は五〇〇兆円増えたが、そのうち、社会保障関係費など歳出増加にともなう財源として国債が二三兆円増発され、減税による補填財源として一九兆円が増発されたとしている。この図のインプレーションは、相次ぐ減税政策がとられなければ、そして、消費税率の引上げで社会保障関係費に充当すれば、国債を増発する必要が無く、健全財政の道を歩むことができた、ということであろう。

## 6 税と社会保障の一体改革

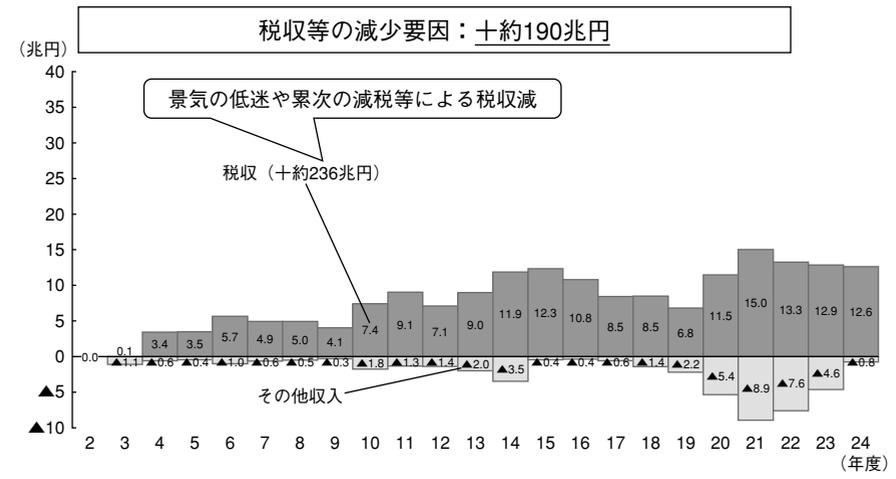
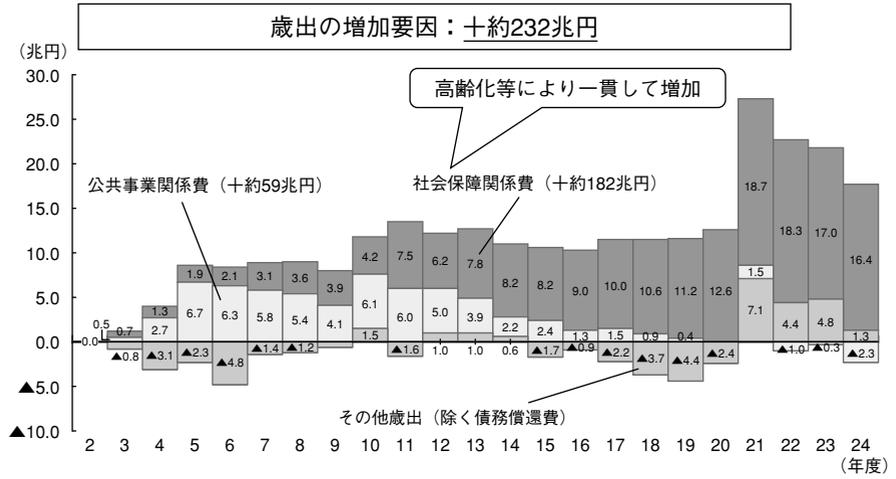
野田内閣の下で「税と社会保障の一体改革」法案が、去る六月二二日、衆議院を通過した。この法案が成立すれば消費税率は二〇一四年四月から八%となり、二〇一五年一〇月から一〇%に引上げられる。また、所得税などの税率引上げは本年一二月から具体的な検討が始まる予定で、社会保障制度の見直しについても、同時並行して行われることになった。

消費税率の引上げは、長らくの間、タブー視されてきた。小泉政権でも消費税率の引上げは封印され、民主党政権のマニフェストでも引上げはしないと明記していた。消費税率の引上げは、一九九七年四月以来、実に一七年ぶりである。歴代内閣が避けて通ってきた消費税率の引上げが可能になったのは何故だろうか。

一つには、「消費

税の引上げに政治生

図表4 国債残高の増加要因（平成2年度～24年度末）



出所：財務省「日本の財政関係資料（平成24年6月）」  
[http://www.mof.go.jp/budget/fiscal\\_condition/related\\_data/sy014\\_24\\_06.pdf](http://www.mof.go.jp/budget/fiscal_condition/related_data/sy014_24_06.pdf)

命をかける」と宣言した野田首相の決意によるだろう。更に重要なもう一つの理由は、与論の支持である。増税に対し与論の賛成は異例のことである。これまで消費税の引上げを訴えた内閣は選挙で必ず敗北してきた。選挙では減税を訴えても増税は注意深く避けてきた。にもかかわらず、消費税の引上げに世論が支持するのは、社会保障制度と財源問題に強い危機感が共有されているからである。野田政権は消費税の引上げを社会保障制度の財源に充当するとして、消費税を明確に目的税とした。この点が与論の支持を得たのである。

では、なぜ消費税の引上げなのか。まず、消費税は社会保障の財源に相応しい性質の税という点にある。社会保障給付費は景気変動の如何にかかわらず一貫して増加する。消費税は景気変動に左右されない財源だから、社会保障の財源に相応しい。次に、この財源は負担の公平性が確保される。社会保険料は現役世代の負担だが、消費税であれば現役世代だけでなく全ての世代が負担する。更に重要な点は、これまで強調してきた点だが、日本の消費税は世界最低の水準であり、国民負担率の引上げには消費税の引上げが適切だということである。税負担率の引上げは、所得税や富裕税など他の税目がある。しかし、税収入の大きさをみれば、税率引上げによる消費税収入は所得税収入を大幅に上回る。消費税は最大の税収入項目となる。

三党合意によって消費税の引上げが実現可能となった時点で、また、法案が衆議院を通過した時点で、日本の国債相場は上昇した。市場は、日本国債に対する信頼を確認したのである。消費税を一〇%に引上げても、内閣府の試算にみるように、財政赤字は解消しない。しかし、「税と社会保障の一体改革」法案によって、ひとまず、財政再建の道筋がつけられた。財政再建の明確な青写真を作成すること、これが日本の国債に対する信頼を更に強固にする処方箋である。

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)

# アメリカのダークプール規制のその後

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカでは、証券取引所の他に多くの取引所外取引システムが存在し、同じ銘柄の証券が多くの市場で分散して取引されている。各市場は、自市場に多くの取引を集めるために互いに競争を行っており、その結果として、特定のメイン市場に取引が集中せず、市場が広く分裂（分散）している状態にある。

図表1を参照すると、ニューヨーク証券取引所やナスダックのような大きな市場であっても、NMS証券に占める取引高シェアは単体では二割を切っており、日本のように圧倒的に取引高の大きい「メイン市場」を見つかることが難しいことが分かる。たとえばニューヨーク証券取引所の場合、単体でのシェアは一五％に過ぎず、買収したATTS（日本の私設取引システムPTSに相当）であるNYSE Arcaを含めても三割のシェアしかない。ナスダックも単体で一九％、グループとしてもおよそ二割に過ぎない。

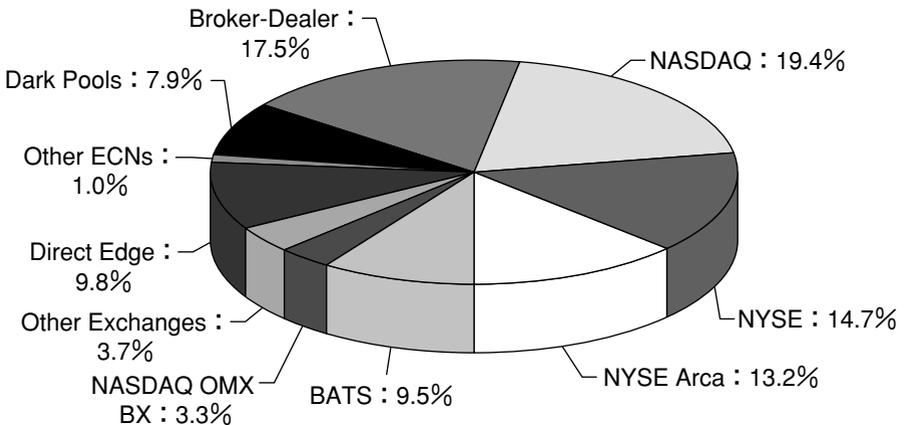
こうした既存市場の他に、以前にはATTSであったBATSやDirect Edgeが、二〇〇八年前後から証券取引所登録を行っており、証券取引所としてそれぞれおよそ一割の取引高シェアを確保している。このように、伝統的な証券取引所、BATSのような新興取引所、日本のPTSにあたるさまざまな取引所外取引システム、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせなども含めると、アメリカの証券市場はきわめて多様な取引の場を持つ。

こうした市場の分散・分裂は、市場どうしの競争を通じてイノベーションを促進するという点では優れている

が、一方で市場規制の複雑化をもたらす。たとえば、市場分裂の下では、複数市場間をまたいだ複雑な相場操縦などの不正行為が行われた場合、調査が困難になるといったことが指摘されている。

また、アメリカでは、市場分散の下で投資家に対して最良執行を保証するために、市場をまたいだトレードスルー・ルールが定められている。これは、他市場で有利な気配価格が出されている時に、それを無視して自市場の劣った価格で執行することを禁止するルールである。このルールのおかげで、投資家ほどの市場に注文を出しても、他市場で優れた気配が出ていればそちらの市場へ注文回送が行われるため、常に全米最良気配での執行が保証されることになる。ただし、これを実現するためには、全ての市場の気配価格がリアルタイムで入手でき、市場間の注文回送手段が確保されていることが必要となる。アメリカでは、一九七〇年代から国法証券取引所の間でこうしたネットワークが整備されてきたが、取引所外取引であるATSが拡大してからは、ATSも含める形でネットワーク整備が拡大されてきた。このように市場が複数に分散していても、かならず他市場も含めた最良執行が保証されている制度をNMSシステム（全米市場システム）と呼んでいる。

図表1 アメリカNMS証券の取引高シェア



(出所) SEC, "Concept Release on Equity Market Structure", Jan 2010

## 2 ダークプール

アメリカでは「ダークプール」と呼ばれる気配情報の開示が十分でない市場が、近年規制上の問題となっている。先述したように、市場分散の下で最良執行を保証するために、気配価格の開示と他市場への注文回送が確保されているが、ダークプールのように気配価格を開示しない市場があると、その市場は全米最良気配の対象とならず、トレッドスルー・ルールの及ばない「外側」におかれてしまう。ダークプールとは、このように気配情報が開示されないために、「暗い（ダークな）」市場となっているものを指す。

SECの二〇一〇年のリリースによると、<sup>(1)</sup>気配が開示されない市場は、NMS証券の取引高で二五・四%を占め、そのうち一七・五%がブローカー・ディーラーの内部付け合わせであることが示されている。ブローカー・ディーラーの内部付け合わせは、伝統的には顧客の大口取引を交渉によって執行している関係上、気配開示になじまないとされてきた。したがって、ブローカー・ディーラーの内部付け合わせをのぞいた純粋なダークプールのシェアは、残りの七・九%と推計されている。この中には、取引高が小さいことを理由に気配開示義務が課されなかった小規模ATSのほか、取引所で

図表2 NMS証券の取引高シェア（気配開示の有無）

①気配開示される市場	合計	74.6%	②気配開示されない市場	合計	25.4%
登録証券取引所	合計	63.8%	ダークプール		
NASDAQ		19.4%	およそ32市場		7.9%
NYSE		14.7%			
NYSE Arca		13.2%	内部付け合せ		
BATS		9.5%	ブローカー・ ディーラー200超		17.5%
NASDAQ OMX BX		3.3%			
その他		3.7%			
ECNs	合計	10.8%			
Direct Edge		9.8%			
Others		1.0%			

(出所) SEC, "Concept Release on Equity Market Structure", Jan 2010

決まる価格などを利用して一括付け合わせをするクロッシング・システムなどが含まれると考えられる。クロッシング・システムは自市場での価格形成機能はなく、取引所など他市場の価格を借りてきてクロス取引を行うので、そもそも開示すべき事前の気配を持たない。

一方、基本的にダークプールには分類されないブローカー・ディーラーの内部付け合わせは、気配開示になじまないとされているが、近年では、高度な執行システムを整備して一定程度組織性のある取引の場として機能するものも現れている。こうした高度なタイプの内部付け合わせシステムをどう扱うかは、判断の難しい問題である。

SECは、こうしたダークプールの規制問題に対して、二〇〇九年一月に規制案を発表し、小規模ATSの開示義務を拡大する（具体的には取引高シェアで5%未満としていた小規模ATSの範囲を〇・二五%未満に改め、かなり小さなATSにも開示義務を課す）こと、これまで気配の定義に含めずにいた短時間で取り消される価格表示なども気配の定義に含めて開示対象とすることなどを新しい規制案として提示しているが、まだ採択には至っていない。このほか、規制案には事後の取引報告の透明性向上策も盛り込まれている。一方で、クロッシング・システムやブローカー・ディーラーの内部付け合わせシステムには、開示義務は課されていない。

### 3 その後のダークプール

ダークプールの現状がどうなっているかについて、Haixiang Zhu (二〇一<sup>(2)</sup>)を参照しながら見てみよう。ここでは、ダークプールを三つに分類しており、①取引所で決まる価格などを用いて一括付け合わせをするシステム（クロッシング・システム）、②ブローカー・ディーラーの内部付け合わせ（顧客注文のみを付け合わせるシ

システムのほか、ブローカー・ディーラーの自己売買が行われるシステムもある<sup>(3)</sup>、③高速取引を行う電子マーケット・メーカーと呼ばれるタイプのシステム（ブローカー・ディーラーがマーケット・メーカーとなって気配を提示して顧客注文を執行し執行されなかった気配は即時キャンセルされるもの）、の三タイプが挙げられている。

この分類から、ダークプールの中心は、SECが規制案の対象とした小規模ATSから、規制案の対象とならなかったクロッシング・システムやブローカー・ディーラーの内部付け合わせシステムに移っている可能性が推察される。

一方で、ダークプールの取引高はどのように推移しているだろうか。ダークプールには正確な定義がなく公式統計も存在しないことから、ダークプールでの取引の全体像を把握することは難しいが、Haixiang Zhu (二〇二二)では、民間調査会社のTabb Group<sup>2)</sup>、証券会社Rosenblatt<sup>3)</sup>による独自推計を紹介しているので引用してみよう(図表3)。ダークプールには公式の定義がなく調査機関によってシエ

図表3 ダークプールの分類

ダークプールのタイプ	主なシステム名	特徴
取引所価格などを用いるクロッシング・システム	ITG Posit, Luquidnet, Instinet	証券会社や取引所が保有し、取引所気配の中値やVWAPなどで執行。顧客注文どうしの付け合わせ。
ブローカー・ディーラーの内部付け合わせ	Credit Suisse Crossfeiner, Goldman Sachs Sigma X, Citi Match, Barclays LX, Morgan Stanley MS Pool, USB PIN	ブローカー・ディーラーの内部付け合わせであり、顧客注文のみをつけ合わせるシステムのほか、ブローカー・ディーラー自己売買も行われるシステムもある。一定の価格発見機能がある。
電子マーケット・メーカー	Getco, Knight	マーケット・メーカーが高速でImmediate-or-Cancelと呼ばれるタイプの価格提示を行い、顧客取引と自己売買が付け合わせされる。(執行されなかった注文は即座に取り消されるので、気配が残らない)

(出所) 注2参照

アの推計が異なるが、近年では一〜二％程度のシェアを得ており、二〇〇九年頃と比較しておよそ二倍になっていることが分かる。

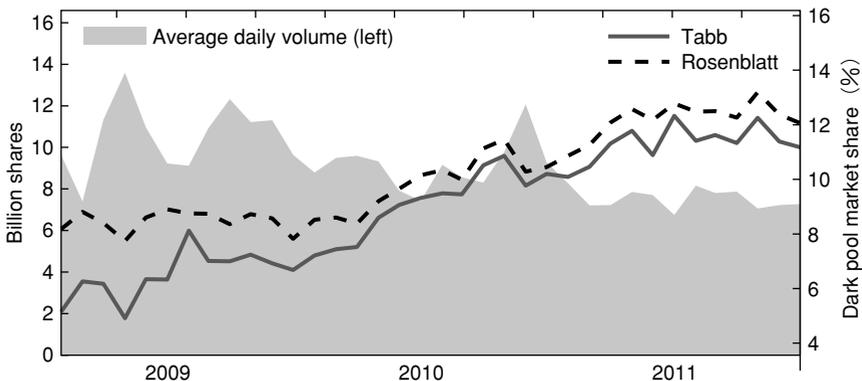
また、一昨年から欧州金融危機の影響等で全体の取引高が減少している中で、ダークプールは継続的にシェアを伸ばしている。この背景には、主要市場での高頻度取引（High Frequency Trading）が拡大し、大口取引の執行が難しくなる中で、気配開示せずに取引できるダークプールの需要が高まっているといったことが指摘されている。

#### 4 ダークプールの運営

SECの規制案以降、ダークプールの中心は、クロッシング・システムや、高度にシステム化されたブローカー・ディーラーの内部付け合わせに移った可能性が推察される。こうしたダークプールは、取引を集めるために、さまざまな運営上の工夫を行っていると思われる。

たとえば、取引所の価格などを利用したクロッシング・システムの場合、取引所の何時の価格を利用してクロスに利用するかを

図表4 ダークプールの取引高シェア



(注) 左軸はアメリカ証券市場全体の一日平均取引高（単位：億ドル）、右軸はダークプールの取引シェア（単位：％）。ダークプールの正式な定義がないので、調査機関によってシェアの推計が異なるが、伝統的なタイプの内部付け合わせは含まれないと考えられる。

(出所) 注2参照

あらかじめ固定化してしまうと、その時刻にあわせて主要市場の価格を操作しようとするインセンティブが働いて公正な取引ができなくなるおそれがあるため、価格利用の時刻を一定範囲内でランダムイズして予想できなくしていると考えられる。また、終値を利用するクロッシング・システムの場合でも、終値決定後に大きなニュースがあった場合に、システム参加者が終値で執行できるオプションを無料で手に入れてしまうことになるので、重要ニュースがあればクロスを中止するといった措置がとられているようである。

ブローカー・ディーラーの内部付け合わせの場合は、流動性が十分でなく執行しきれない注文が残る可能性があるが、執行しきれなかった注文は主要市場等に回送するサービスを独自に提供するほか、複数のブローカー・ディーラーどうしが連携して別の共同システムを立ち上げ、そちらに流して執行するケースもあるとされる。

## 5 おわりに

SECの二〇〇九年の規制案では、気配開示がされないダークプールのうち、小規模ATSによるものに限定して規制対象とされたが、その後は、規制対象に挙げられなかったクロッシング・システムやシステム化されたブローカー・ディーラーの内部付け合わせがダークプールとして拡大していると推測でき、民間機関の統計では、取引高シェアが合計で一二%程度にまで拡大している。

ダークプールの拡大の背景には、主要市場の取引が高頻度取引 (High Frequency Trading) 中心になり、主要市場で執行を得るのが難しくなった取引がダークプールに流出しているといった指摘がある。また、ブローカー・ディーラーの従来の内部付け合わせが高度にシステム化され、アルゴリズムやスマート・オーダー・ルーティングなどを用いることで執行の場としての効率性を上げていることも指摘されている。ブローカー・ディーラ

ーは、元来は市場仲介者であって、取引所などの市場に注文を取り次ぐ役割を果たしながら同時に自己売買も行ってきたわけだが、テクノロジーの発達で市場仲介者と市場の境界が融合していると見ることもできる。

漸増しているダークプールの取引高シェアを大きいと見るか、規制の必要がないと見るかは判断の難しいところであるが、クロッシング・システムは先述のように自市場で価格形成を行わず主要市場の価格を借りてきてクロス取引を行う以上、開示すべき気配はそもそも存在しない。また、ブローカー・ディーラーの内部付け合わせの形をとっているシステムの場合にも、高度なシステムを用いて組織性の高い取引を行っているにせよ、規制対象にするのは定義上難しいと考えられる。

一方、ダークプールが一定以上を越えて拡大すると、トレードスルー・ルールが効力を持つ全米市場システムの外側に取引の場が拡大することになり、投資家の最良執行に問題が生じる可能性がある。気配が開示される市場と、開示されないダークプールとの間で、市場が二分されてしまうことは否めない。ダークプール規制は、高度化したブローカー・ディーラーの内部付け合わせをどう定義するかという問題を伴って、規制すべき範囲（投資家の最良執行確保などの観点から見ても）までの規制が必要か）と規制が可能な範囲（不必要なところに規制を行わず、必要なところに抜け穴のない規制が可能か）の確定が難しくなっているといるのではないだろうか。

注

(1) SEC, "Concept Release on Equity Market Structure", Jan 2010

(2) Haoxiang Zhu (2012) "Do Dark Pools Harm Price Discovery?", working paper, June 2012.

<http://ssrn.com/abstract=1712173>

- (3) ダークプールのPipelineが、顧客注文どしを付け合わせていると説明しながら、関連会社を通じて自己売買も行っていたことが明らかになりSECの処分を受けた。詳細は、吉川真裕「ダークプールの陥落」SECによるパイプライン処分」『証研レポート』一六七二号、二〇二二年六月。

(しみず ようこ・客員研究員)

# インドの金融システムの構造は変化したのか？

西尾圭一郎

## 1 はじめに

サブプライムローン危機、欧州債務危機と世界的金融危機が続く中、欧米をはじめとする先進諸国は経済停滞の感をみせている。そのような中で、中国、インド等を含むアジア諸国は、一時的な混乱や内在する問題はあるものの、危機からの急速な回復と依然と続く高成長によって、いまや世界経済を牽引する力のひとつとなっている。その中でも大きな存在感を示しているのが中国、そしてインドという一〇億人以上の人口を抱えるアジアの大国である。中国のGDP成長率は二〇一〇年では一〇・四%、二〇一一年では九・二%、インドのGDP成長率は二〇一〇年が一〇・六%、二〇一一年が七・二%であり、同じく途上国であるASEAN五か国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の二〇一〇年の平均値七・〇%、二〇一一年の平均値四・五%と比較しても際立っていることがわかる。<sup>(1)</sup>

思えば二〇〇三年にゴールドマンサックスが発表したいわゆる「BRICSレポート」以来、これからの成長センターとしての中国、インドへの期待は急激に高められ、企業の進出や投資、またBRICSを対象とする投資信託の登場などが国経済にとっても様々な形でそのプレゼンスは高まってきている。

そのような事情から近年、わが国でも中国の金融に関する調査、研究は多数みられるようになってきた。しかしその一方でインドの金融に関する調査、研究は、中国のそれと比較するとまだまだ少ないといわざるを得ない。<sup>(2)</sup>

インドは発展途上の国であり、金融システムもまた成長途上の国である。そのような国の金融システムは、短期間でその姿を変えうるため、常に情報の整理とアップデートが重要になってくる。実際、インドでは急激な経済成長が進む中で金融の自由化も進められており、証券市場はBRICSレポート以降急拡大を遂げている。そこで本稿では、今後のわが国の経済成長にとって重要なパートナーとなりうるインドの金融システムを概観しつつ、その特徴を整理したい。

## 2 中国との比較でみるインド金融システム

表1はインドのボンベイ証券取引所 (Bombay Stock Exchange : BSE) とナショナル証券取引所 (National Stock Exchange : NSE) の合計、および中国の上海証券取引所と深圳証券取引所の合計による株式市場の時価総額の比較を示している。インドの市場規模は二〇〇二年末には約二四〇〇億ドルだったが、二〇一〇年末には約三兆二三〇〇億ドルと二三倍以上の拡大をみせている。中国の市場規模は二〇〇二年末の約四六〇〇億ドルから二〇一〇年末には約四兆三〇〇億ドルであり、こちらも八倍以上の拡大をみせている。両国とも、株式市場時価総額の急拡大が生じているのはBRICSレポート以降の二〇〇〇年代中盤からであり、海外からの資金流入が株式ブームの裏にあることがみと取れる。

一方、図1で示されているのはインド、中国の株式市場時価総額およびM2の対GDP比の推移である。ここから両国の金融システムの違いをみる事ができる。図1にあるように、株式市場時価総額/GDPについて

表1 株式市場時価総額  
(10億米ドル)

	中国	インド
2002年	463.1	242.8
2003年	513.0	531.6
2004年	447.7	749.6
2005年	401.9	1,069.0
2006年	1,145.5	1,593.0
2007年	4,478.9	3,479.2
2008年	1,778.8	1,247.5
2009年	3,573.2	2,531.3
2010年	4,027.8	3,228.5

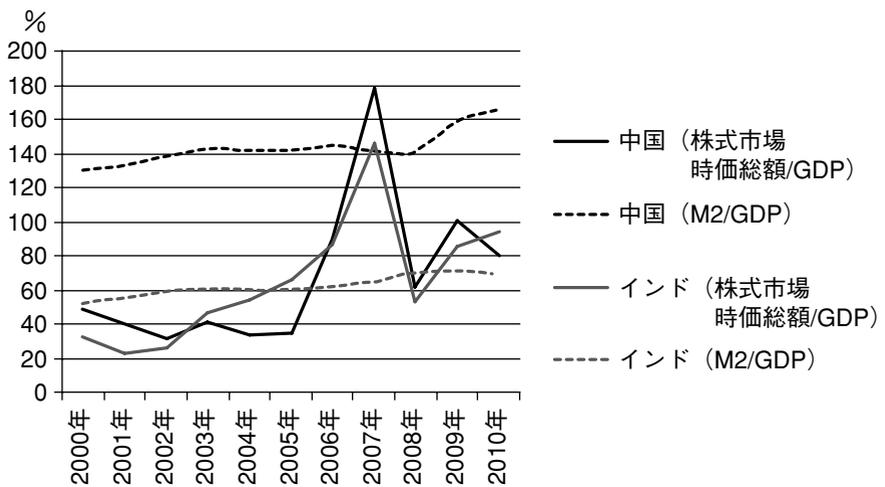
(出所) WFEウェブサイトより作成。

はインドと中国は同じような傾向、水準となっているが、M2/GDPについては、インドは中国の半分程度の水準となっている。また、中国では二〇〇九年以降にM2/GDPの比率が急上昇しているのに対して、インドでは上昇傾向に大きな変化は生じていない。結果として、中国では二〇〇七年に一時的に株式市場時価総額がM2を上回ったのみであるのに対して、インドでは二〇〇五年以降、リーマンショック後の二〇〇八年を除いて、株式市場時価総額がM2を上回ることとなった。

一般的には、発展途上国は証券市場を通じた直接金融よりも間接金融に依存した金融システムとなりがちである。それは、証券市場の発展に必要な様々な条件（法律、透明性、市場参加者や人材の育成などの市場インフラ）を満たすことが難しいためである。

しかしここまでみてきたデータからは、一見するとインドと中国とはBRICsという似たような経済発展段階に位置する国であるにもかかわらず、その金融システムの構造が間接金融の強い中国と直接金融の強いインドというように特徴づけることができるのかのように感じられる。しかし、実際にはどうなのだろう

図1 インド、中国の株式市場時価総額およびM2（対GDP比）



(出所) BISより作成。

うか。二〇〇〇年代半ば以降の海外資金の流入と株式市場の拡大はインドの金融システムの変化を示すものとしてよいのだろうか。

確かに、証券市場の規模と貨幣量はいずれも当該国の金融深化の度合いを示す指標であるが、株式市場時価総額については市場の規模を示すと同時に需給の結果としての株価×発行株式数で表されるものであり、株価の大きさにも左右されるのに対し、M2/GDPはその国の貨幣経済の浸透度を示すものであるため、同じ基準として比較できるものではない。また、表1および図1は株式市場間の重複上場についても考慮しておらず、イメージをつかむための参考程度にしかならない。そのため、一国の金融深化の状況、金融仲介構造やその成長については、各国の事情を踏まえつつ、その金融システムの構造を分析することが必要となる。そこで以下では、上述のようなインドの金融システムの変化の可能性を念頭に入れつつインドの金融システムを概観し、現在のインド金融システムの特徴について整理を試みる。

### 3 部門別にみるインド金融システムの特徴と変化

#### (1) 資金の出し手である家計部門

インドの貯蓄投資バランスをみると、一貫して企業部門、政府部門ともに赤字が継続しており、家計部門が黒字主体として資金の出し手であり続けている。そして基本的には国内部門の貯蓄投資ギャップは小さく、国内の資金需要は国内貯蓄で賄える構造になっている<sup>(4)</sup>。そこで、インド国内最大の資金の出し手である家計部門の資産増加の動向をみることで、近年のインドの資金循環構造の一端を導出してみよう。

表2は家計部門の金融資産増減の動向を示した表である。この表は各年度の金融資産増加額全体を一〇〇とし

て、それがどのような資産の増減によってたらされているかを示している。この表をみると、二〇〇〇年代前半では政府少額貯蓄や年金での資産増加が多いのに対して、二〇〇〇年代後半になると預金や現金、生命保険での資産増加が多くなっていることがわかる。ここから、二〇〇〇年代を通じてインドの家計部門が政府貯蓄や年金などを通じた公的部門への資金供給から、銀行や生命保険といった金融仲介機関を通じて資金供給へとその姿を変えていることがわかる。

このようにみると、黒字部門である家計の資産は半数が銀行経由でインド経済へと流れる構造になっており、投資信託や株式、社債などの市場性資金での運用は、株式市場の拡大傾向とは逆に低下傾向であるといえるだろう。では次に、家計の資金を受け入れている銀行部門はどのような活動をしているのかみてみよう。

## (2) インドの銀行システム

インドの銀行システムは中央銀行であるRBI (Reserve Bank of India) の下、銀行部門と非銀行金融機関によって構成されている。

銀行部門は指定商業銀行、非指定商業銀行、協同組合銀行から成り、非銀行金融機関は開発金融機関と投資信託や保険会社などの投資金融

表2 家計部門の資産運用構成

	現金	預金	生命保険	年金	政府少額貯蓄	株式、社債	投資信託
1999	8.8%	36.7%	12.1%	22.8%	12.3%	6.9%	0.8%
2000	6.3%	39.5%	13.7%	20.6%	15.8%	4.5%	-0.4%
2001	9.8%	39.4%	14.4%	15.5%	18.2%	3.4%	-0.6%
2002	8.9%	41.8%	16.1%	14.2%	17.3%	2.2%	-0.5%
2003	11.0%	40.5%	13.4%	12.6%	22.4%	2.3%	-2.2%
2004	8.3%	39.2%	15.2%	12.5%	23.8%	1.8%	-0.7%
2005	8.9%	45.6%	14.3%	10.6%	14.9%	5.8%	-0.1%
2006	8.8%	56.7%	15.0%	9.5%	2.5%	6.6%	0.0%
2007	10.5%	50.5%	22.0%	9.3%	-3.7%	9.6%	0.0%
2008	12.7%	59.5%	21.0%	10.1%	-3.8%	-0.3%	-0.4%
2009	9.8%	47.3%	22.6%	11.5%	4.3%	4.8%	-0.2%
2010	13.3%	47.4%	24.2%	9.1%	6.5%	-0.4%	0.0%

(出所) RBI, *Handbook of Statistics the Indian Economy 2010-11* より作成。

機関から構成されている。

インドの銀行システムが保有する金融資産の大半が銀行部門によって保有されており、なかでも指定商業銀行がその中核として機能している。その指定商業銀行は国有銀行、民間銀行、外国銀行そして地域農村銀行という四つのグループに分けられる。

このうち最大の規模を誇るのが国有銀行であり、預金残高は商業銀行全体の約七八%、資産残高は約七四%である。ついで国内民間銀行、外国銀行と続く。地域農村銀行は、銀行数こそ多いもののその保有する資産額は小さく、外国銀行の半分程度である。銀行部門においては国有銀行の占めるシェアがきわめて大きく、国家政策の影響を受けやすい構造にある<sup>(5)</sup>。

次に、指定商業銀行の特徴および近年の変化について、保有資産を示している表3から整理してみよう<sup>(6)</sup>。まず目に付くのが総資産の急拡大である。二〇〇〇年には約十一兆五千億ルピーであったものが、二〇一一年には約七一兆八千億ルピーへと七倍近い拡大をみせている。また、その拡大のペースは二〇〇五年以前と以後では大きく異なっており、商業銀行部門の資産の急増は二〇〇〇年代後半に生じていることがわかる。

表3 インド商業銀行部門の資産残高

(10億ルピー)

	SLR投資	社債	国内向け信用			総資産
				(うち公共部門)	(うち優先部門)	
2000	3,117	781	4,541	500	1,558	11,525
2001	3,672	920	5,293	773	1,823	13,446
2002	4,375	953	6,091	1,037	2,056	15,923
2003	5,475	1,008	7,007	1,013	2,183	16,967
2004	6,776	1,011	8,215	1,014	2,766	19,750
2005	7,392	1,010	10,914	1,144	3,706	23,555
2006	7,175	886	14,447	1,240	5,128	27,859
2007	7,915	806	18,684	1,527	6,553	34,600
2008	9,717	854	23,042	1,797	7,815	43,262
2009	11,664	862	27,526	2,322	9,089	52,413
2010	13,848	866	32,188	2,761	10,915	60,269
2011	15,016	1,090	39,354	3,561	13,159	71,835

(出所) RBI, *Statistical Tables Relating to Banks of India*各号より作成。

その資産構造をみると、中心となっているのが国内向け信用とS L R投資である。このうちS L R投資とはインドの銀行規制と関連した資産である。インドの商業銀行は、預金に対して二種類の準備を保有することが義務付けられている。一つは現金準備比率（C R R）といい、もう一つは法定流動性比率（S L R）と呼ばれる規制である。C R Rとは預金総額の一定割合を準備として中央銀行へ預け入れなければならないというもので、上限は預金総額の一五％というものである（現在は六％）。S L Rは預金総額の一定割合を政府証券等の適格資産への投資を義務付ける規制であり、その比率は上限四〇％とされている（現在は二四％）。この多くは国債への投資である。このような規制は一面では、投機的行動を抑制することになるが、インドの商業銀行の効率的な資産運用に対する厳しい制限となっている。

このような規制があるため、インドの商業銀行に占めるS L R投資の占める比率は大きい。しかし、S L R投資の動向もここ数年で大きな変化がある。二〇〇六年には預金総額に占めるS L R投資の比率は約四〇％であった。しかし二〇一一年にはその比率が約二七％にまで低下しており、保有が義務付けられている二四％に近付きつつある。S L R投資のシェアが低下する一方、拡大をしていたのは国内向け貸付である。二〇〇〇年には資産全体の約三九％、二〇〇四年でも約四二％であったのが、その後急拡大し二〇一一年には約五五％へと増加している。このように、資産残高の内訳からみると、インドの銀行部門はここ数年の間に貸し出しを通じた金融仲介機能を強化しているといえよう。

### (3) インドの証券市場

インドでは一九九〇年代初頭以降の経済自由化の中で証券市場改革も進展した。一九九二年のS E B I法の制

定により、証券市場の監督機関である証券取引委員会 (Securities and Exchange Board of India : SEBI) が誕生し、市場メカニズムが導入されるようになった。

インドでは現在、数字上では現物株を取り扱う取引所が一九登録されているが、<sup>(7)</sup>実際に取引が行われているのはそのうち半数以下であり、現実にはNSEとBSEの二か所で株式取引の九九%が行われている。上場企業数はBSEの方が多いが、時価総額に関してはNSEとBSEとはほぼ同額である。大企業の多くは重複上場しているためである。そのため表1でみた株式市場時価総額もその点を割り引いて考える必要はあろう。しかし、その拡大ペースは中国同様極めて大きく、二〇〇〇年代後半のBRICsブーム、株式市場ブームの状況がうかがえる。

では、そのように株式市場が急拡大を続ける中、証券市場全体の構造はどのようなものであったのだろうか。まず取引参加者のデータから活動状況を見てみよう。表4はSEBIに登録されている各業者数の一覧である。全体的に二〇〇〇年代後半から登録業者数の数が急増していることがわかる。特に顕著なのが現物市場のサブローカー、デリバティブ市場のブローカー、海外機関投資家、ベンチャーキャピタル、ポートフォリオマネージャーなどである。業種によっては二〇〇〇年から比較して一〇倍以上の数に増えるものや、二〇〇〇年時点では存在していなかった業者の登場と急増などが見受けられる。二〇〇〇年代に入り新しく登場したものとしてはやはりデリバティブに注目が集まるが、それ以外にも幅広く業者は増加しており、裾野の広い発展をしているように思われる。

しかし企業の資金調達という視点、新規発行による資金調達をみた場合はどうだろうか。表5は債券および株式の新規発行等による資金調達額を表している表である。この表をみると、確かに二〇〇〇年代後半では、二〇

表 4 SEBI 登錄業者數一覽

Brokers (Cash Segment)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Corporate Brokers (Cash Segment)	3,316	3,808	3,862	3,835	3,787	3,764	3,952	4,101	3,955	4,079	4,197
Sub-brokers (Cash Segment)	5,675	9,957	12,208	13,291	12,815	13,683	23,478	27,540	43,874	62,471	75,378
Brokers (Derivative)	—	519	705	795	829	994	1,120	1,258	1,442	1,587	1,705
Brokers (Currency Derivatives)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,154	1,459
Foreign Institutional Investors	506	527	490	502	540	685	882	997	1,319	1,635	1,713
Sub-accounts	—	—	—	—	—	—	—	—	—	4,967	5,378
Custodians	15	14	12	11	11	11	11	11	15	16	17
Depositories	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Depository Participants	191	335	380	438	431	477	526	593	654	714	758
Merchant Bankers	186	233	145	124	123	128	130	152	155	134	164
Bankers to an Issue	68	69	68	67	55	59	60	47	50	51	48
Underwriters	42	57	54	43	47	59	57	45	35	19	5
Debenture Trustees	38	37	40	35	34	35	32	30	28	30	30
Credit Rating Agencies	4	4	4	4	4	4	4	4	5	5	5
Venture Capital Funds	—	35	34	43	45	50	80	90	106	132	158
Foreign Venture Capital Investors	—	1	2	6	9	14	39	78	97	129	143
Registrars to an Issue & Share Transfer Agents	242	186	161	143	78	83	83	82	76	71	74
Portfolio Managers	23	39	47	54	60	84	132	158	205	232	243
Mutual Funds	38	39	38	38	37	39	38	40	40	44	47
Approved Intermediaries (Stock Lending Schemes)	6	8	10	4	3	3	3	3	2	2	2
STP (Centralised Hub)	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
STP Service Providers	0	0	0	0	0	0	0	4	2	2	2

(出所) SEBI, Handbook of Statistics Indian Securities Market 2010 年 作成。

〇〇年代初頭と比較して株式の新規発行による資金調達額は増加している。しかし、社債の新規発行額や銀行貸出の堅調な伸びと比較すると、リーマンショック以降に落ち込みをみせていることから、企業の資金調達チャネルとしてはまだまだ成長の余地があるといえよう。

むしろ表5からは、社債市場の成長の様子がうかがえる。二〇〇〇年代前半は毎年六千億から七千億ルピー程度の新規社債発行であったのが、二〇〇〇年代後半に入り増加をみせ、二〇一一年度には約三兆ルピーの新規発行がなされるようになっていた。その大半は私募債であるため、市場を通じた新規資金調達というよりは、借入等の代替手段である可能性は高いが、その規模拡大は注目すべきであろう。

では、そのように社債の新規発行が順調に拡大しているインドの債券市場の現状はどうなっているのだろうか。まずは債券発行残高から、市場の現状を整理しよう。図2はBISデータによるインドの国債、社債、金融債の残高を示したグラフである。

図2をみると、この一〇年、とりわけ二〇〇六年以降にインドの債券市場の規模が急拡大していることがわかる。二〇一二年には一旦、債券残高が減少したものの、二〇〇〇年時点と比較すると五倍以上の規模となっている。

表5 株式、社債等による新規資金調達

(10億ルピー)

	社債		株式発行 (QIP除く)	国内向け 信用増加額
	公募	私募		
1999	32	497	46	999
2000	27	613	32	752
2001	56	678	13	798
2002	26	649	15	916
2003	43	669	189	1,208
2004	39	639	243	2,699
2005	0	838	274	3,532
2006	4	1,104	329	4,237
2007	16	1,185	870	4,359
2008	15	1,733	147	4,484
2009	25	2,126	551	4,662
2010	95	2,188	582	7,166
2011	356	2,613	129	n.a.

(出所) SEBI, *SEBI Bulletin*, RBI, *Statistical Tables Relating to Banks of India*各号より作成。

また、インドの債券市場に占める国債のシェアがきわめて大きいこともわかる。しかし、そのシェアの大きさは二〇〇〇年代後半に入り低下傾向にある。二〇〇〇年から二〇〇四年までは債券市場全体に占めるシェアは九八%を超えていた。その後、債券残高全体に占める国債残高のシェアは徐々に低下しはじめ、二〇〇九年には九〇%を下回り、二〇一一年には八六%にまで低下している。

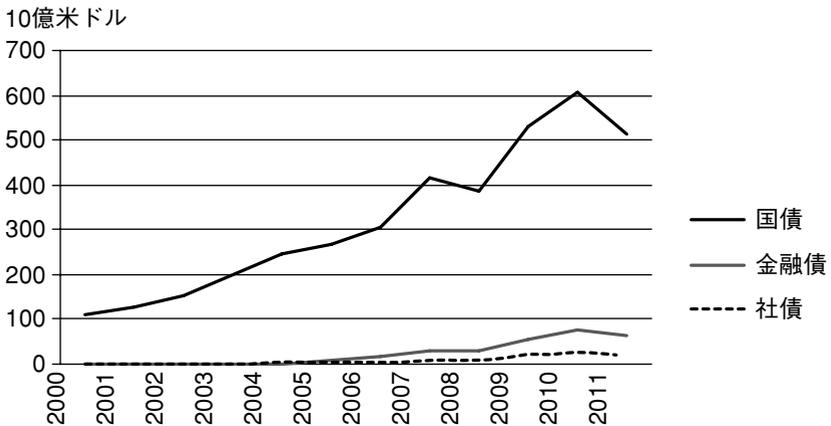
そのシェアの低下をもたらしたものは金融債であった。二〇〇二年時点では金融債の残高は社債残高の約一〇%程度であったが、二〇〇五年に金融債残高が社債残高を上回ると、その後はその差が拡大し続け二〇一〇年になると金融債残高は社債残高の約三倍となるに至った。

なお、債券の流通市場に関しては、取引のほとんどが政府債である。NSEにおける二〇一〇年度の流通市場での債券取引は、約九八%が国債であった。社債の流通市場は極めて小さい。

#### 4 特徴と課題

ここまで近年のインドの金融システムを概観したことから、いくつかの論点を整理することができよう。

図2 債券残高の推移



(出所) BIS, *Securities statistics and syndicated loans*より作成。

## (1) 金融システムの全体的成長

近年のインドの経済成長、株式市場の拡大の背後で、銀行部門も成長していることである。同じような経済発展段階の中国とのマクロデータ比較からは、拡大する株式市場に比較して信用創造を行う銀行部門が停滞しているかのように受け取れた。しかし銀行部門を分析すると、資産規模は着実に拡大しており、加えてその内訳をみると、従来の政府への資金偏在の状況から民間への成長資金供給のチャネルとして成長している様子が垣間みえる。

さらにインドの銀行部門は規模や資源配分の適正化以外にも、変化している。変化の一つは預貸率の向上である。インドでは二〇〇〇年時点で預貸率が五六%であり、二〇〇〇年代前半は五〇%台にとどまり続いていた。それが二〇〇六年以降は七〇%を上回るようになり、二〇一一年時点では七五%にまで上昇している。この間、表3でみてきたように資産全体に占めるS L R投資の減少、すなわち政府部門への債券を通じた資金供給の占める割合の低下が起こっており、結果として民間への貸出を通じた資金供給が増加したのである。また、不良債権比率の低下も挙げられる。二〇〇〇年時点では一三%近い比率であったのが、二〇〇〇年代半ばから急激に改善しはじめ、二〇〇七年以降は二%台で推移するようになった。

このような状況はインド銀行部門の経営にも影響している。表6はASEAN四か国とBRICsの銀行部門のROAを示した表である。この表を一見するとインドの銀行部門のROAは、中国とは同程度であるものの、他のアジア諸国、BRICs諸国と比較して低くみえる。しかし二〇〇八年以降、多くの国の銀行部門がリーマンショック以降の金融危機の影響によって、そのROAを低下させる中、改善したROAが低下せず維持されている。<sup>(8)</sup>

しかし、現時点でもまだ十分に効率的な資金配分が行われているわけではない。低下したとはいえS L R投資

を筆頭に、政府部門による資金吸収はまだ大きなシェアを占めている上に、インドでは優先部門貸付という、農業部門や零細企業、社会的弱小部門などへの貸付義務（貸付全体の一定率）も課せられているためである。このような規制や政府部門の資金吸収がなければ、より多くの資金を民間に流すことができたかもしれない。その意味では、インドの銀行部門はさらなる発展の余地が残されているといえよう。

## （2）証券市場のさらなる発展の余地

インドではこの一〇年を通じて、株式市場だけではなく債券市場も拡大した。インド経済の問題の一つである財政赤字を通じた国債残高の増加だけにとどまらず、民間による債券発行の拡大もまた生じていた。表4で確認した海外の機関投資家の増加や、表2で確認した家計の生命保険への投資の増加もその要因の一つであるかもしれない。しかし、図2で確認した通り、民間の債券発行の増加の要因の多くが金融債によるものであった。このことから2つのことがいえる。

一つは、債券市場拡大の要因は国債残高の増加や金融債の増加であり、民間企業の債券発行ではなかったこと、つまり債券市場拡大のベースほどには企業の資金調達において債券発行が浸透していったわけではないということである。また、株式の新規発行についても、債券発行や銀行信用のように順調な拡大ではなく、増減の激しい状況であったことから、証券市場全体がこれからまだまだ整備される必要があるといえるだろう。

表6 アジア諸国とBRICsの銀行部門ROA比較

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
インドネシア	3.4	2.5	2.6	2.8	2.3	2.6
マレーシア	1.4	1.4	1.3	1.5	1.5	1.2
フィリピン	0.9	1.1	1.3	1.3	0.8	1.2
タイ	1.2	1.4	0.8	0.1	1	1
インド	0.8	0.9	0.7	0.9	1	1
中国	0.5	0.6	0.9	0.9	1	0.8
ブラジル	2.2	2.9	2.7	2.9	1.5	1.9
ロシア	2.9	3.2	3.3	3	1.8	0.7

（出所）IMF, *GFSR*, 2010 oct.より。

もう一つはやはり銀行部門の重要性がわかることである。近年の債券市場の拡大の中、債券残高に占める国債の比率を低下させるほどに金融債が発行されている。銀行部門が債券市場からも資金を取り入れていているということは、結果的に債券市場へ流入する資金もまた、銀行部門を通じた資金分配によってインド経済へと供給されることを意味する。すなわち債券市場の拡大が銀行部門のプレゼンス拡大へとつながっていることを示すのである。

このようにみるとインドの金融システムはいまだに銀行に強く依存しているようにみえる。しかし、必ずしもそうとばかりはいえない事例もある。インドの代表的上場企業三四五社の資金調達をみると、社債の比率、銀行資金の比率に比べて、株式発行による比率が高いことがわかる。RBIのデータ<sup>(9)</sup>によると、二〇〇九年度のインドの上場企業の資金調達に占める内部資金は五一%、外部資金のうち借入が一五%（うち社債四%）、株式が二〇%であり、二〇一〇年度には内部資金は三六%、外部資金のうち借入が二五%（うち社債は二%）、株式が一五%となっていた。つまり、マーケットにアクセスできる企業は銀行借入と同じ程度の額を証券市場から資金を調達することができるという状況になっているということである。

このことは、規模的には銀行貸出や社債の発行市場よりも小さい株式の新規発行市場からの資金調達が、大企業などにとっては有効な資金調達経路となっている可能性があることを示している。株式市場の拡大と、株式の新規発行を増加の結果といえるだろう。

## 5 おわりに

近年のインド株式市場の急拡大からは、一見するとインドの金融システムが銀行部門に依存した構造から転化

しているようにみえる。しかし株式市場拡大と歩調を合わせて、銀行部門も着実に規模を拡大させていた。銀行部門では、資金調達においては家計資金の吸収、債券市場における金融債のシェア拡大、資金配分においては政府への偏在も徐々に調整され、経営効率の改善といった変化がみられた。この点が、近年のインドの金融市場の特徴的变化であり、金融システムの根幹をなしている部分であろう。

むしろ、株式市場の拡大は証券市場でのプレーヤーの増加をもたらし、株式市場のみならず債券市場の規模の拡大にも影響を与え、ひいては銀行部門に対しても金融債による資金調達の拡大を通じて間接的な影響を与えているという意味で、インド金融システムの成長を牽引する一つの要因として機能しているといえよう。

しかし、株式市場を通じた資金調達が一部の企業にのみ開かれた資金調達経路となっていること、証券市場拡大の裏で銀行部門の成長があるが、銀行信用の拡大が中国ほどのペースでは生じていないことなど、中国経済以上に格差拡大をもたらしているのではないかという意味で、中国とは若干の違いのある金融システムとなっている可能性が考えられるだろう。しかし、ここ数年で非常に速いスピードでの成長がみられることは、その成長の中で今後のインド金融システムがより効率的かつ多面的なものへと成長する期待を抱かせてくれるものである。

注

(1) International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2012. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/>)

(2) 近年のわが国におけるインド金融市場に関する調査、研究は清水(二〇一〇)、(二〇一一)、井上(二〇〇九)等を挙げることができる。また、わが国におけるインドの金融システム研究の先駆的業績としては絵所(一九九七)などが挙げられよう。本稿におけるインド金融システムの描写等も先行研究を多数参考としている。ただ、金融市場の全体

的な概観と整理という点からは、さらなる研究が求められよう。

- (3) 金融深化と経済成長、その中の銀行信用と資本市場の機能についての議論は Goldsmith (1969)・Levine (1997) など参照されたい。なお Levine (1997) では、金融システムを間接金融優位型、直接金融優位型という形で分けて考えることの難しさが指摘されている。

- (4) RBI, *Handbook of Statistics on the Indian Economy* 等。

- (5) 近年では国有銀行のシェアが若干低下し、国内民間企業のシェアが拡大しているという変化はあるが、いまだに国内民間銀行のシェアは二割を下回っている。

- (6) なお、表3ではその他項目（その他投資、固定資産、中央銀行預金等）は紙面の関係上捨象している。そのため、表中の資産全てを合計しても総資産にはならない表となっている。詳細は出展を参照されたい。

- (7) なおインドには現物取引を取り扱う一九の取引所以外にも、NSEとBSEが株式デリバティブを取り扱っており、通貨デリバティブについてはNSE、BSEに加えUSX、MCXの四つの取引所が取り扱っている。

- (8) IMFのGlobal Financial Stability Reportからは二〇一〇年以降の数値が取れないが、RBIのデータによると、二〇一〇年のROAは一・〇五、二〇一一年は一・一〇と、その後も改善していることがわかる。

- (9) "Finances of Non-Government Non-Financial Public Limited Companies: 2010-11," *RBI Bulletin*, 2012 June, pp. 1029-1270.

#### 参考文献

- ・井上武（二〇〇九）「インドにおける銀行部門の発展と経済成長―現状分析と今後の課題―」小田尚也編『インド…成長の条件』第四章、アジア経済研究所、一一一ページ―一四九ページ。

- ・ 絵所秀紀 (一九九七) 「インド型金融システムの形成と構造」アジア長期経済統計ディスカッションペーパー (一橋大学経済研究所) D 97-14 ([http://www.ier.hit-u.ac.jp/COE/Japanese/discussionpapers/DP97.14/97\\_14.html](http://www.ier.hit-u.ac.jp/COE/Japanese/discussionpapers/DP97.14/97_14.html))
- ・ 清水聡 (二〇一〇) 「高成長を支えるインド銀行部門の現状と課題」『環太平洋ビジネス情報 R I M』第一〇巻第三七号、一ページ～四五ページ。
- ・ ——— (二〇一一) 「高成長の維持に不可欠なインド債券市場の整備」『環太平洋ビジネス情報 R I M』第一一巻第四一、八三ページ～二二二ページ。
- ・ Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
- ・ Levine, (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pp. 688-726.

(本稿は二〇一一年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。なお本稿の作成に際し、神戸大学経済経営研究所の佐藤隆広教授からは貴重なアドバイスを賜った。記して謝意を表したい。当然ながら、本稿でありうべき過誤は全て筆者の責に帰すものである。)

(にしお けいいちろう・客員研究員)

# 日本の地方債制度とその格付け

〈地方債市場の持続可能性に焦点を当てて〉

江夏あかね

はじめに

日本の地方債市場は、右肩上がりの経済成長の終焉とバブル崩壊後に講じられた経済政策の影響に加えて、地方分権や財政投融资改革といった公的セクター改革などを背景に、二〇一一年度末の地方債発行残高（民間等資金）は約九一兆円となっており、二〇〇一年度末の規模と比べると約一・六倍に拡大している。また、日本の地方債市場（民間等資金のうち、証券形式）の規模は約六八兆円<sup>①</sup>と、国内一般債市場の約三割を占めている。

日本の地方債市場はこれまで、地方財政制度の向上、格付けを始めとした金融インフラの拡充や投資家層の拡大などに下支えされ、順調に拡大・発展してきた。とりわけ、地方債格付けに関しても、一九九〇年代後半からその概念が日本の地方債市場にも浸透し始め、二〇〇八年度頃まで市場公募地方債発行団体を中心に依頼格付けの取得が進んできた。

一方で、近年においては、低金利環境、民間セクターへの貸出需要の低迷などを背景に、地方公共団体の資金調達は良好かつ安定的に推移している。このような環境下、二〇〇九年度頃からは、地方公共団体による依頼格付けの取得は限定的にとどまっている。

地方債市場の拡大傾向は今後も続くと思込まれる。そのよう  
 な中、地方財政を大きく下支えしている国の財政状況の悪化が  
 進んでいる上、本格的な社会インフラの更新需要が到来する見  
 込みであることに鑑みて、今後も地方財政や地方債市場の持続  
 可能性を確保できるのかは注目されるところである。

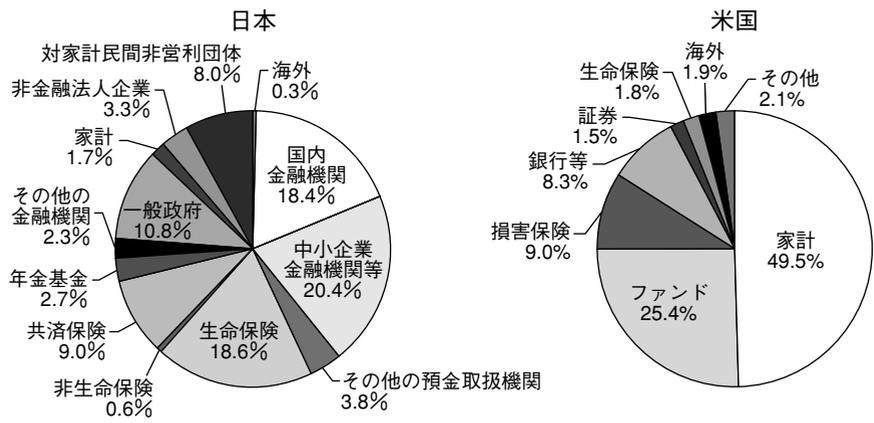
そこで、本稿では、日本の地方債制度とその実態、地方債格  
 付けの発展の経緯を地方財政・地方債制度の変遷とともにまと  
 めたのち、地方債市場の持続可能性を考察する。

### 1 日本の地方債制度等の現状

日本における地方債は、「地方公共団体が財政上必要とする  
 資金を将来その資金を償還する等の債務を負うことにより外部  
 から調達する」仕組みで、その「履行が一会計年度を超えて行  
 われるもの」と定義付けられている。<sup>(2)</sup> 日本国内の地方債の保有  
 者は、大部分を金融機関が占めており、米国の地方債の保有者  
 に関して個人が多くを占めている構図とは対照的な構図となっ  
 ている。<sup>(3)</sup> (図1)。

地方債の債務履行に関する仕組みに焦点を当てると、日本の

図1 日本と米国の地方債保有者構成の比較 (2012年3月末)



(注) 日本のデータは、速報ベース。  
 (出所) Board of Governors of the Federal Reserve System 「Flow of Funds Accounts of the United States - Flows and Outstandings (First Quarter 2012)」2012年6月7日、日本銀行「資金循環統計」2012年6月19日

地方財政史において、地方債が債務不履行（デフォルト）となった事例は、一九二五年の北海道留萌町債の事例のみである。<sup>(4)</sup> 一方、総務省は、現行制度に関して地方債のデフォルトの仕組みは存在しないと見て、地方債の債務履行の確実性を下支えする三つの仕組み（地方債の元利償還に要する財源の確保、早期是正措置としての起債許可制度、「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」（地方公共団体財政健全化法）の施行）を挙げている。<sup>(5)</sup> また、日本の地方債は一部の外貨建て債を除き、中央政府が明示的に保証しているわけではないが、大山・杉本・塚本（二〇〇六）は、国による三つの信用補完を通じて「市場参加者は、地方債にはいわゆる「国による『暗黙の保証』がある」と受け止めている」と指摘している。<sup>(7)</sup>

## 2 地方債格付けの発展の経緯、その意義

地方債格付けとは、「地方公共団体が負う当該債務に関する支払確実性についての定性的指標」<sup>(8)</sup>と定義付けられる。日本の地方公共団体において格付けを取得しているのは、二〇一二年七月末現在、二〇一二年度の全国型市場公募地方債発行団体（五二団体）のうち五割弱に当たる二五団体となっている（図2）。二〇一二年度の全国型市場公募地方債発行団体以外では二〇一二年七月末現在、宮崎市が格付けを取得している。これらの格付けは、発行体格付け及び（もしくは）債務格付けである。

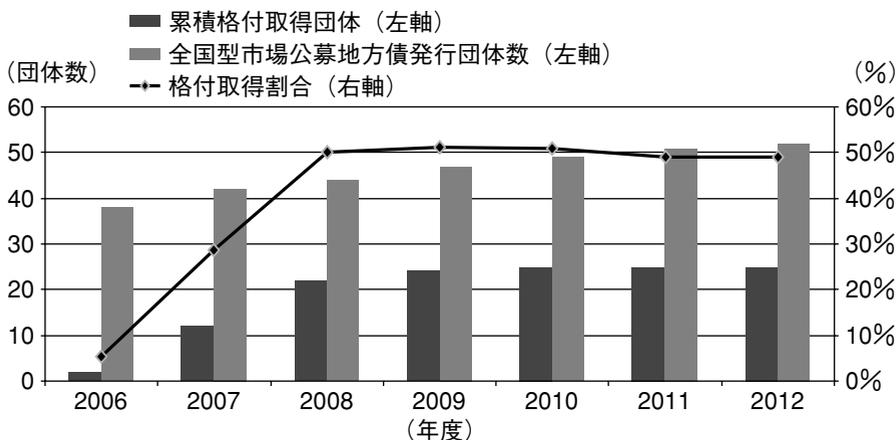
以下で、一九九〇年代後半から日本の地方債市場において発展の歴史を遂げている地方債格付けに関して、地方債市場における動きや地方財政制度等に照らしながら、四つの時期に分けて整理する。

(1) 一九九〇年代後半～財政投融资改革前

一九九〇年代後半の地方公共団体の財政状況の悪化や金融危機等を背景に、地方債の信用リスクに投資家が注目するようになった。東京都、神奈川県、愛知県、大阪府といった複数の地方公共団体が財政危機宣言を行ったことに加えて、一部の地方債登録機関や指定金融機関である金融機関が厳しい経営状況を抱えていた。地方債市場においては、これらの固有の要因を抱え、クレジット・スプレッドが乱高下した。

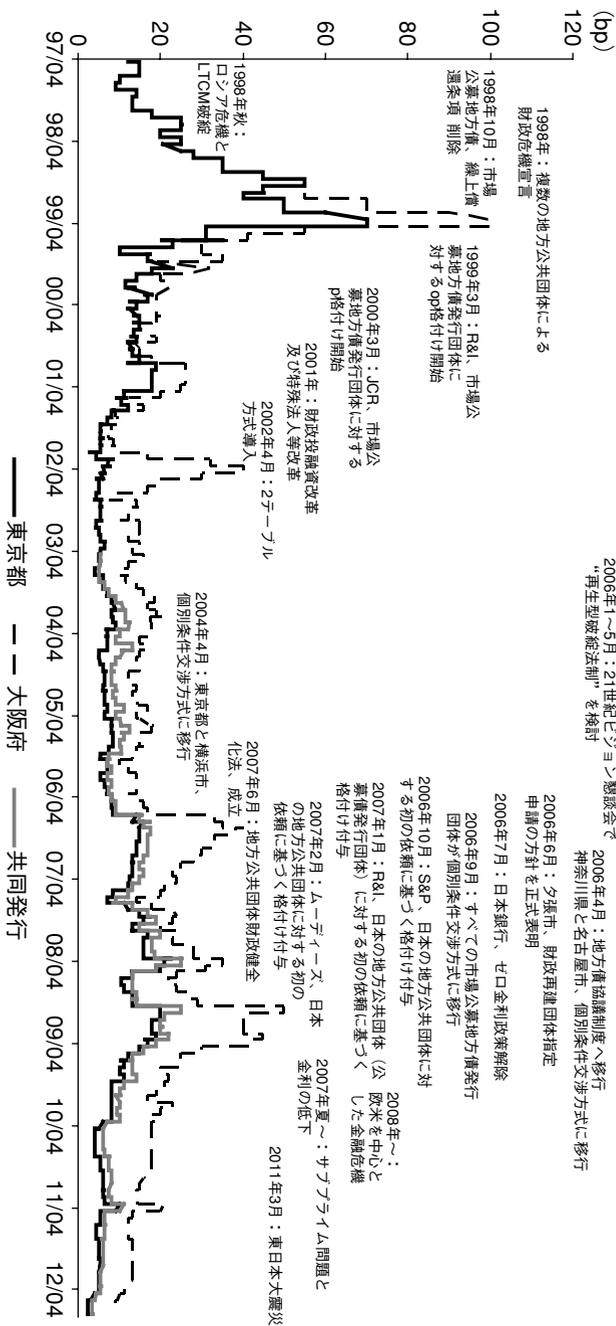
加えて、「地方分権の推進を図るための関係法律の整備等に関する法律」(地方分権一括法)の二〇〇〇年四月の本格施行を通じた地方分権の流れ、二〇〇一年四月からの財政投融资改革を通じて、地方公共団体ができる限り民間等資金、とりわけ市場公募により資金調達をすることが促された。そのような中、一九九〇～二〇〇〇年にかけて、R&I及びJCRが相次いで市場公募地方債発行団体に公開情報に基づく格付けを付与した。

図2 日本における依頼に基づく地方債格付けの取得団体数の推移



(注) 1. 累積格付取得団体は、各年度において、いずれかもしくは複数の格付会社から依頼に基づく格付けを取得している全国型市場公募地方債発行団体の数。2012年度は、2012年7月31日現在。  
 2. 右軸は、各年度末時点の全国型市場公募地方債発行団体のうち、いずれかもしくは複数の格付会社から依頼に基づく格付けを取得している全国型市場公募地方債発行団体数の割合。  
 (出所) 総務省「平成24年度全国型市場公募地方債発行予定額」2012年4月9日、ムーディーズ、S&P、R&I、JCR、より作成

図3 地方債流通市場 クレジット・スプレッド推移



(注) 残存10年程度、対国債スプレッド、ミッドプレンジス(出所) 日本証券業協会「売買参考統計値」より、作成

(2) 財政投融资改革～二〇〇五年まで

二〇〇一年春の財政投融资改革から二〇〇五年までの地方債市場は、財政投融资改革・特殊法人等改革を背景

とした特殊債・財投機関債市場の不安定な動きを一時期受けた以外は、近年の中ではクレジット・スプレッドが比較的安定して推移していった。

しかし、財政投融资改革を始めとして地方債市場の方向性を決定付ける複数の制度面での動きがあり、これらを通じて二〇〇六年から本格化する依頼に基づく地方債格付けの付与開始の素地が形成されていく。制度面では、二〇〇一年度の臨時財政対策債発行開始、二〇〇四～二〇〇六年度の三位一体改革、二〇〇二年度の二テーブル方式の導入及びその後の個別条件交渉方式移行団体の増加が注目される場所である。特に、二〇〇四～二〇〇六年度の三位一体改革においては、地方分権の流れの中、国庫補助負担金改革、税源移譲、地方交付税の見直しが一体として行われ、国から地方公共団体への財政移転が二〇〇四～二〇〇六年度合計で約六・八兆円削減された。大山・杉本・塚本<sup>(9)</sup>は、当時の地方公共団体の財政状況に関して、「総じて厳しく、国から地方への分権化の動きとも相俟って、ばらつきが拡大している」と指摘している。

このような状況の下、格付けに関しても少しずつ動きが顕在化する。S & Pは、二〇〇四年三月より契約者向けに信用力調査レポートを提供するサービスの一環として、市場公募地方債を発行している主要地方公共団体に信用力評価を実施していることを公表した。<sup>(10)</sup>一方、R & Iは二〇〇四年一二月、近江八幡市に対して日本の地方公共団体で初となる依頼に基づく格付けを付与した。<sup>(11)</sup>近江八幡市による格付け取得は、市民病院の改築事業をPFI方式で実施する際に民間金融機関から協調融資を受けることなどが契機となっている。

### (3) 二〇〇六年～金融危機前まで

二〇〇六年に入って、地方債市場の様相は、大きく変わった。江夏<sup>(12)</sup>は、「地方債市場にとって、二

〇〇六年度はここ数年の中で、最も様々な出来事を経験した変革の一年であった」と述べている。二〇〇六年前半に開催された「地方分権二一世紀ビジョン懇談会」における再生型破綻法制の検討、二〇〇六年六月の夕張市による財政再建団体指定申請の方針の正式表明、などを通じて、クレジット・スプレッドが大きく拡大し、投資家は地方公共団体の信用力を意識することとなった。また、二〇〇六年九月債の発行以降、全ての市場公募地方債発行団体が個別条件交渉方式に移行した。

このような変革の流れの中、横浜市が二〇〇六年一〇月、日本の全国型市場公募地方債を発行する地方公共団体に初となる依頼に基づく格付けをS&Pより取得した。<sup>(13)</sup> S&Pに続いて、R&I、ムーディーズ及びJCRも全国型市場公募地方債発行団体に対して依頼に基づく格付けの付与を開始した。地方公共団体による依頼格付けの取得が相次ぐ中、地方債に関して非居住者等に対する非課税措置が二〇〇八年一月に導入されたこともあり、投資家層が徐々に拡大する兆しも観察された。

地方債市場においては、二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズの破綻を中心とした金融危機頃まで、日本の市場公募地方債発行団体による依頼に基づく格付け取得が散見された。そして、二〇〇八年末には全国型市場公募地方債発行団体のうち、半数が依頼に基づく格付けを取得したこともあり、JCRが二〇〇八年二月、R&Iが二〇〇八年一二月に相次いで公開情報に基づく格付けを取り下げることとなった。

一方、地方債市場においても、二〇〇七年三月に成立した「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」(地方公共団体財政健全化法)の内容が、再生型破綻法制は導入されず、地方債償還に係るセーフティ・ネットが強化される方向性となったことを背景に、クレジット・スプレッドは落ち着きを取り戻していった。さらに、総務省が二〇〇六年八月に地方公共団体に通知した「地方公共団体における行政改革の更なる推進のための指針」(行革<sup>(14)</sup>)

指針)を通じて、地方公共団体が財務書類四表(貸借対照表、行政コスト計算書、資金収支計算書、純資産変動計算書)を基準モデルもしくは総務省方式改訂モデルで三〜五年後までに整備することとされるなど、地方公共団体の財務情報の開示の観点からも進展があった。

#### (4) 金融危機〜現在まで

世界の金融市場においては、米国金融セクターにおけるサブプライム・ローンに関する問題、二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズの破綻、二〇〇九年後半頃からのギリシャなどの欧州周辺国のソブリン財政危機等を背景に、市場の大部分においてボラティリティが高まったほか、流動性が大きく低下した。

経済状況に着目すると、日本も含めて先進国を中心に景気が大幅に後退する中、日本においては、二〇一一年三月に東日本大震災が発生し、数次に渡って補正予算が組まれた。そのような中、地方公共団体に対しては、地方債の公的資金による引受の拡大や震災復興特別交付税の交付等を含めて重層的に財政措置が講じられた。

一方、地方債市場においては、国債金利が低下し、安定して推移する中、クレジット・スプレッドも、リーマン・ブラザーズの破綻後や東日本大震災発生直後の一時期を除き、大幅にタイト化した。これは、①銀行の預貸率の低下を背景とした債券市場への資金流入、②金融危機等を背景とした質への逃避、③日本銀行による資産買入等の基金の創設とその後の基金の規模の拡大、④東日本大震災発生後の電力債の発行抑制等、を通じて、需給環境が極めて良好となったことが背景である。このような良好な起債環境下、依頼に基づく格付けを取得する地方公共団体は、二〇〇九年度以降限定的となった。

### 3 日本の地方債市場の持続可能性をめぐる論点

地方債市場は近年、全般的に順調に発展してきた。また、地方債市場は、金融市場においては比較的安定性を享受している。地方公共団体の財政状況に着目すると、地方財政の借入金残高は二〇一二年度末に、約二二七兆円<sup>(15)</sup>に達する見込みであるが、足元では、財政健全化努力や税源移譲等を背景に、全般的に緩やかな改善傾向にある。ただし、今後も税収の大幅な伸びを期待するのは困難な状況下、さらに財政運営手腕が問われる状況になると考えらえる。

一方、中長期の地方債市場の安定性の継続可能性を考慮するに当たり、三つの論点（財政の脆弱化が進む国の財政状況、予算制約のソフト化の問題、インフラ更新需要の本格的な増加の兆しと現在の地方公会計制度ではとらえられない「将来負担」の存在）を踏まえると、必ずしも近未来の地方債市場の安定性が確保されるとは言い切れない可能性が浮き彫りになる。以下で、三つの論点を考察する。

#### （1）財政の脆弱化が進む国の財政状況

日本の国の財政状況は、右肩上がりの経済成長の終焉とその後の景気対策に加えて、近年では、金融危機、欧州ソブリンの財政危機、東日本大震災を通じて、財政悪化が加速している。日本の国及び地方の長期債務残高は、二〇一二年度には約九四〇億円（対GDP比で一九六％）とかつてない水準に膨らむ見通しとなっている<sup>(16)</sup>。

このような状況を踏まえて、石井（二〇〇一）は、「今日のように地方債発行残高が天文学的な数字となっている現在では、国がその能力を超える負担を負うこともありうるし、また何らかの事情で地方自治体に対する支援ができない状態になることも考えられる」と述べた上で、「昭和三〇年代の地方財政危機発生時には、国家財

政には現在よりも余力があった」と指摘している<sup>(17)</sup>。一方、関口(二〇一二)は、日本国債に関して「特異な安定性を見せる資金調達環境」に触れ、「リファイナンスの安定性が状況の鍵を握るということは、逆に言えば、一度信認が失われた時には、一挙に債務負担リスクが顕在化する恐れをはらんでいる」と述べている<sup>(18)</sup>。

## (2) 予算制約のソフト化の問題

予算制約のソフト化とは、ハンガリーの経済学者のコルナイ・ヤーノツシユが社会主義国における国有企業の場合には、企業が政府による救済を予め期待することから、経済的自立に向けたインセンティブをもたなくなるため、社会的に見て経済の効率性が損なわれるというものである<sup>(19)</sup>。

日本の地方財政に関する先行研究では、予算制約のソフト化をめぐり、財政規律が十分に機能せず、債務拡大等の財政悪化につながっていることなどが複数の観点から指摘されている。例えば、土居(二〇〇四)は、交付税措置等に触れ、「そもそも、利払いや償還は将来の自地域の税收で行うべきである。それが調達できない見通しならば、現時点での起債、ひいては当該事業を中止するという財政規律を働かせるべきである。しかし、その公債費について自地域で租税負担をほとんど負わずに起債できるため、財政力が弱い自治体は、地方債を発行して事業を実施しようとする。こうして、財政規律が働かず、必要以上に将来あるいは他地域の負担に転嫁するインセンティブが生じている」と指摘している<sup>(20)</sup>。

一方、持田(二〇〇八)は、「地方債に対する交付税措置及び交付税特別会計借入れのために、個別地方自治体は「地方借入残高」の半分以下しか債務として認識していない可能性」があり、「債務の保有と最終的な償還

主体の不一致が「地方公共団体に財政錯覚」を発生させ、地方債の累積を招いた原因であることは間違いないだろう」と述べている。<sup>(21)</sup>

(3) インフラ更新需要の本格的な増加の兆しと現在の地方公会計制度ではとらえられない「将来負担」の存在

日本の社会資本は、第二次世界大戦後の高度経済成長とともに着実に整備が進められてきたものの、税収低迷や社会保障関係費の増加等を背景に、国や地方公共団体による公共投資が削減されてきた経緯がある。今後に関しては、社会資本の高齢化が急速に進行し、維持管理費や更新費が急速に増加していく見通しとなっている。このような中、国土交通省(二〇一二)は、二〇一一年度から二〇六〇年度までの五〇年間に必要な更新費は約一九〇兆円と推計され、そのうち更新できないストック量が約三〇兆円(全体必要額の約一六%)との試算結果を公表している。<sup>(22)</sup>一方、根本(二〇一一)は、「今後五〇年間の更新投資総額は、三三〇兆円にのぼる巨額な金額になる」との試算を示している。<sup>(23)</sup>

このように試算の数値が乖離しているのは、現在の地方公会計制度では捕えられない将来負担の存在があることが主因と考えられる。地方公共団体は現在、新地方公会計制度の下、「基準モデル」と「総務省方式改訂モデル」を活用し、財務書類を作成しているが、大部分の団体が総務省方式改定モデルを選択している。総務省方式改定モデルでは、固定資産台帳の整備は段階的に行われることになっている。発生主義を適用している民間企業とは異なり、一部の例外を除いて現金主義を適用している地方公共団体の場合、固定資産台帳が必ずしも整備されているわけではないこともあり、将来のインフラ更新需要の把握が必ずしも簡単ではない状況となっている。

確かに、「公共施設マネジメント白書」<sup>(24)</sup>を発表した神奈川県藤沢市のように、インフラ資産の将来の更新投資額を推計し、将来の財政制約を少しでも緩和するための提案制度を検討する団体も出現しつつあるものの、地方財政全体において、将来負担としてインフラ資産の更新需要を正確に把握するまでには時間を要する可能性が否めない状況となっている。

仮に、必要なインフラ更新が資金不足に伴い実施できない場合、米国で一九六七年に起きたウェストバージニア州とオハイオ州を連絡するシルバー橋の落橋をはじめとして、一九六〇年代後半頃から散見されたような事故につながりかねない。例えば、米国の場合、二〇〇〇年一月発効のGASB31を通じて、インフラ資産に関する財務報告が義務付けられているほか、将来を見据えたインフラ資産管理の仕組みを会計と別の枠組みで構築している。

#### 4 むすびに代えて

日本の地方債市場は、地方財政制度の進化や金融インフラ等の整備が寄与し、これまで順調に発展してきた。しかし、本稿では、近未来の地方債市場における良好な起債環境の継続可能性をめぐり、三つの論点を踏まえること、必ずしも近未来の地方債市場の安定性が確保されるとは言い切れない可能性が浮き彫りとなった。言い換えると、将来の地方債市場の持続可能性に鑑みると、地方財政の自立化・自律化は現在から見据えるべきと考えられる。

今後に関して、国家財政の悪化、来たる本格的なインフラ更新需要の到来などを踏まえると、地方公共団体によるさらなる財政健全化努力に加えて、地方公共団体の資金調達の安定性の確保策（ディスクロージャーの拡充、

資金調達が多様化、民間資金の適切な導入、インフラ更新需要及び資金調達需要の時期の管理等）を引き続き講じる必要性があると考えられる。加えて、格付けに関しては、地方債市場の現状や格付け取得コスト等に鑑みると、さらに多くの団体が依頼に基づく格付けをすぐに取得する必要があるとは必ずしも言えない。しかし、発行体にとって資本市場へのパスポートとしての機能を担う格付けを必要に応じて将来取得することを可能とすべく、財政状況の実態把握及びその開示、金融市場と向き合うスタンスといった、地方公共団体の財政運営に係る不断の努力が不可欠と考えられる。

注

- (1) 都道府県及び政令指定都市による発行分。地方債協会『地方債』二〇二二年六月号の統計に基づく。
- (2) 平嶋彰英、植田浩『地方自治総合講座九 地方債』ぎょうせい、二〇〇一年 一～四頁
- (3) 江夏(二〇一二)は、日米において地方債の保有者構成が対照的な背景として、「米国の地方債は、原則として免税債とされ、その利子について連邦所得税を課税されない」ことに加えて、「①直接金融が発展している米国に比して、日本では間接金融が資金調達手段の中核である傾向があるため、家計の預金を通じて、金融機関が地方債などの金融商品で運用する傾向にあること、②日本は、公的年金制度が比較的整備されていることもあり、米国に比して確定拠出型年金を保有するケースが少ないこと」を挙げている。(江夏あかね「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」『地方債の一〇年と沖縄、震災復興「日本地方財政学会研究叢書」勁草書房 二〇二二年 二〇〇頁
- (4) 石井恵美子「地方債の危機管理制度の必要性」『自治研究』第七七巻第八号 良書普及会 二〇〇一年 一二八～一二九頁

- (5) 総務省「地方債の安全性」([http://www.soumu.go.jp/main\\_sosiki/c-zaisei/chihosai/chihosai\\_ch.htm](http://www.soumu.go.jp/main_sosiki/c-zaisei/chihosai/chihosai_ch.htm))
- (6) 政府の法人に対する債務保証に関しては、法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律（昭和二十一年九月二五日法律第二四号）第三条において、原則として禁じられている。ただし、地方公共団体が発行する政府保証付の外貨建て地方債については、国際復興開発銀行等からの外資の受入に関する特別措置に関する法律に基づき政府が保証契約をすることができる地方債証券を定める政令（昭和四〇年六月一四日政令第二〇三号）により充当できる事業が定められている。
- (7) 大山慎介、杉本卓哉、塚本満「地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 06-123 二〇〇六年 別紙二―一
- (8) Anthony L. Loviscek and Frederic D. Crowley "Municipal Bond Ratings and Municipal Debt Management" New York: Marcel Dekker Inc, 1996, pp 475.
- (9) 大山慎介、杉本卓哉、塚本満「地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 06-123 二〇〇六年 四頁
- (10) S & P 「地方自治体信用力分析サービス」を開始」二〇〇四年三月八日
- (11) R & I 「新規格付け…近江八幡市」二〇〇四年二月二七日。ただし、当該格付けは二〇〇七年八月に発行者が取り下げを申し出たため、取り下げられている。（R & I 「近江八幡市更新中止」二〇〇七年八月二〇日）
- (12) 江夏あかね「地方債投資ハンドブック」財経詳報社 二〇〇七年 一四九頁
- (13) S & P 「日本で初の依頼に基づく自治体格付けを付与、横浜市を「AA-」に」二〇〇六年一〇月四日
- (14) 総務省総務事務次官「地方公共団体における行政改革の更なる推進のための指針の策定について」二〇〇六年八月三

一日

- (15) 公営企業債（企業会計負担分）を含めた数値。（総務省自治財政局公営企業課「地方財政・地方公営企業の現状と課題」二〇一二年七月 一〇頁）
- (16) 数値は、政府見通しによる。（財務省「我が国の一九七〇年度以降の長期債務残高の推移」二〇一二年四月）
- (17) 石井恵美子「地方債の危機管理制度の必要性」『自治研究』第七七巻第八号 良書普及会 二〇〇一年 一二五、一三三 一頁
- (18) 関口健爾「経済・産業分析シリーズ「ソブリン格付け」の視点：格付会社が見る日本経済」『証券アナリストジャーナル』二〇一二年五月号 二〇一二年 日本証券アナリスト協会 六二頁
- (19) コルナイ・ヤーノシュ『「不足」の政治経済学』岩波現代選書へ九〇～岩波書店 一九八四年 二七～四九頁
- (20) 土居丈朗「国と地方：政府間財政関係の再設計」RIETI Discussion Paper Series 04-J-016 独立行政法人 経済産業研究所 二〇〇四年 一五頁
- (21) 持田信樹「地方債制度改革の基本的争点」貝塚啓明・財務省財務総合政策研究所編『分権化時代の地方財政』中央経済社 二〇〇八年 二〇五～二〇七頁
- (22) 国土交通省「平成二三年版国土交通白書」二〇一二年 (<http://www.mlit.go.jp/hakusyov/mlit/h23/hakusho/h24/html/n1216000.html>)
- (23) 根本祐二『朽ちるインフラ』日本経済新聞社 二〇一二年 七二頁
- (24) 藤沢市「公共施設マネジメント白書―施設を通じた行政サービスの現状と分析―」二〇〇八年十一月

（えなつ あかね・駒澤大学非常勤講師）

# 証研レポート既刊目録

<b>No.1657 (2009.12)</b>	執筆者	<b>No.1665 (2011.4)</b>	執筆者
リーマン・ブラザーズ証券の破綻とフェイル慣行の整備に向けて	中島	なぜ財政規律が失われたか	中島
私的整理の拡充と課題	松尾	—赤字国債償還ルールの変更と選挙制度—	
アメリカのダークプール規制について	清水	S E C調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題について	坂下
ノミニの自由裁量議決権行使を制限するNYSE規則452の改正	福本	庶民金融とマイクロファイナンス	松尾
独立取締役導入義務化を巡って	深見	格付会社の競争構造について	清水
<b>No.1658 (2010.2)</b>		アメリカのsay on payの導入	福本
最近における金融経済教育の動向について	坂下	逆風下の準大手、中堅、中小証券経営	深見
最近の証券業界の動向	二上		
I M Fをめぐる最近の動き	伊豆	<b>No.1666 (2011.6)</b>	
S E Cの株式市場構造コンセプト・リリース	吉川	個人投資家の動向について	二上
—レギュレーションNMSの修復—		欧州中央銀行における「資金偏在」問題	伊豆
規制強化迫られる証券化商品市場	横山	国境を越えた取引所の合併・買収	吉川
<b>No.1659 (2010.4)</b>		クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引におけるクレジット・イベントの認定	志馬
歴史の教訓——グラス・スティーガル法——	奥村		
リーマンショックとレボ市場の整備	中島	<b>No.1667 (2011.8)</b>	
—二つのワーキング・グループ—		復興債発行の政治経済学	中島
新しい信託と事業再生	松尾	再生可能エネルギーファンドの現状	松尾
ダイレクト・マーケット・アクセスに関する新規制	清水	証券市場のテクノロジーと規制に関するIOSCOの報告について	清水
議決権行使結果の開示	福本	信用取引の議決権行使	福本
機関投資家の議決権行使結果の開示について	深見		
<b>No.1660 (2010.6)</b>		<b>No.1668 (2011.10)</b>	
地方銀行の証券ビジネス	二上	日米証券界の収益状況比較	二上
F R Bの出口戦略	伊豆	米国における「受託者責任(Fiduciary Duty)」の展開について	坂下
フラッシュ・クラッシュ	吉川	—S E Cの調査報告書を中心に—	
—米国株価急変動の実態—		欧州中央銀行とE L A (緊急流動性支援)	伊豆
米国資産担保証券の開示規制強化にかかるS E C規則改正案	横山	L S E GによるT M X買収合意の撤回	吉川
シンガポール取引所のデリバティブ市場	志馬	わが国C D S市場の価格形成	志馬
—市場の分裂者か?パイの共同メーカーか?—		—株式市場との比較を中心に—	
<b>No.1661 (2010.8)</b>		<b>No.1669 (2011.12)</b>	
ギリシャの財政危機から何を学ぶか	中島	なぜ欧州の国債相場は急落し日米相場は安定しているか	中島
風力・太陽光発電ファンドの展開	松尾	市場機能のパフォーマンス評価	二上
—市民出資型ファンドを中心に—		ドイツ版フラッシュ・クラッシュ	吉川
統合監査追跡システムに関するS E C提案について	清水	—フラッシュ・クラッシュとは何か—	
アメリカのコポレート・ガバナンス改革	福本	証券市場の新しいテクノロジーをどう考えるか	清水
我が国のP T Sの現状と課題について	深見		
<b>No.1662 (2010.10)</b>		<b>No.1670 (2012.2)</b>	
S E C、登録外務員(R R)に受託者責任(fiduciary duty)を適用	坂下	ソーシャル・ビジネスと証券市場	松尾
利回り「反」革命は定着するか	二上	欧州中央銀行の危機対策	伊豆
金融危機下の米国ネット証券会社	伊豆	ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回	吉川
フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書	吉川	レバレッジE T Fを巡る議論	志馬
—謎は解けたか—		—デリバティブを組みこんだE T Fの紹介とS E Cの動き—	
国庫短期証券は国債—公社債市場関連統計に関する一考察—	横山		
J-REIT市場の投資家構造	志馬	<b>No.1671 (2012.4)</b>	
<b>No.1663 (2010.12)</b>		国債取引の決済期間の短縮化とレボ市場の整備	中島
なぜ日本の政府債務は世界最悪になったか	中島	—二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表—	
—平成元年以降の財政構造分析—		外務員資格試験制度の改革と課題について	坂下
S E C、登録外務員(R R)に受託者責任(fiduciary duty)を適用(2)	坂下	米国のダブル・ボトムライン投資ファンド	松尾
農林業再生と金融機関・投資ファンド	松尾	高頻度取引をめぐる規制動向	清水
フラッシュ・クラッシュ後の対応策	清水	株式マーケット・ニュートラル戦略のリスク・リターン比較	坂本
個別株主通知とは何か	福本		
大手ネット証券を巡る最近の動向	深見	<b>No.1672 (2012.6)</b>	
<b>No.1664 (2011.2)</b>		投資勧誘規制の在り方をめぐる論点	二上
証券会社のR O E概観	二上	ユーロ危機とE C B	伊豆
Eトレードとサブプライムローン	伊豆	ダーク・プールの陥落	吉川
S G XによるA S X買収合意	吉川	—S E Cによるパイプライン処分—	
—アジアの取引所再編?—		香港取引所のグローバルIPO市場	志馬
J-REIT市場の価格形成	志馬	新たな注目を集めるカバード・ボンドの特徴と市場急拡大の背景	築田

# 当研究所 新刊案内

金融商品取引法研究会研究記録第37号

## 金商法第6章の 不公正取引規制の体系

日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会編

B5判 57頁 定価525円（本体500円＋税）〒210円

今回の研究記録は、平成24年5月23日開催の研究会における松尾直彦委員（東京大学大学院法学政治学研究科客員教授・西村あさひ法律事務所弁護士）による「金商法第6章の不公正取引規制の体系」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

松尾先生からは、現行の不公正取引規制の体系に関して、その沿革と松尾先生の体系整理、主な学説上の体系整理などについて、詳細なご報告をいただいた。

また、不公正取引規制の体系のあり方に関して、体系上の課題や主要国の現状、体系上の整理の原則についてのご報告の後、不公正取引規制の体系上の整理の試案をご提示いただいた。

### 目 次

- I. はじめに
  - II. 現行の不公正取引規制の体系
    - 1. 不公正取引規制の沿革
    - 2. 筆者の整理
    - 3. 主な学説上の整理
    - 4. 学説上の整理まとめ
  - III. 不公正取引規制の体系のあり方
    - 1. 不公正取引規定の体系上の課題
    - 2. 主要国・地域の不公正取引規制の体系
    - 3. 不公正取引規制の体系上の整理の原則
    - 4. 不公正取引規制の体系上の整理の試案
  - IV. おわりに
- 討 議  
報告者レジュメ  
資 料

# 公益財団法人 日本証券経済研究所

## ホームページのご案内

<http://www.jsri.or.jp/>

(YAHOO、Googleなどの検索サイトで、「証券経済研究所」、「jsri」ですぐ検索できます。)

### I. 研究所の紹介等

- |             |   |
|-------------|---|
| J S R Iについて | 当研究所の概要や事業活動を紹介しています。   |
| 出版物案内       | 『証券レビュー』『証研レポート』『金融商品取引法研究会研究記録』の全文、『証券経済研究』の各論文要旨を掲載しています。また、定期刊行物のバックナンバー一覧、単行本の内容紹介と目次もご覧いただけます。 |
| 証券図書館       | 証券図書館の概要や利用の手引きを紹介しています。  |
| 講演会録        | 「資本市場を考える会」「証券セミナー」の講演会録（全文）をお読みいただけます。   |
| 研究会         | 当研究所が主催する研究会の概要と活動状況を紹介しています。また、金融商品取引法研究会研究記録（全文）をご覧いただけます。  |
| 株式投資収益率     | 株式投資収益率（東証第一部、第二部）の年別・月別のデータ（概要）や産業別・銘柄によるランキングを掲載しています。  |
| トピックス       | 海外の論文の翻訳・紹介や証券経済関係の小論文を掲載しています。   |

### II. データベース検索

- |            |  |
|------------|--|
| 研究所出版物     | 出版物案内に掲載している出版物を書名・論文名または著者名等により検索できます。  |
| 証券図書館の蔵書   | 証券図書館（東京）所蔵の蔵書を書名、著者名等により検索できます。また、新規受け入れ図書を紹介する新着資料案内もあります。                         |
| 証券関係の論文・記事 | 証券図書館（東京）が受け入れている国内雑誌に掲載された証券関係の論文・記事を論文名、著者名及びキーワードにより検索できます。                       |
| 証券年表       | 新聞、雑誌等の記事を「証券」「金融」「一般」に3分類し、月単位で更新しています。日付ごとに記事を一覧することができますとともに、探したい用語を含む記事の検索もできます。 |

# 証券図書館

証券・金融・経済関係の資料をご覧になりたい方はどなたでも、ご利用いただけます。

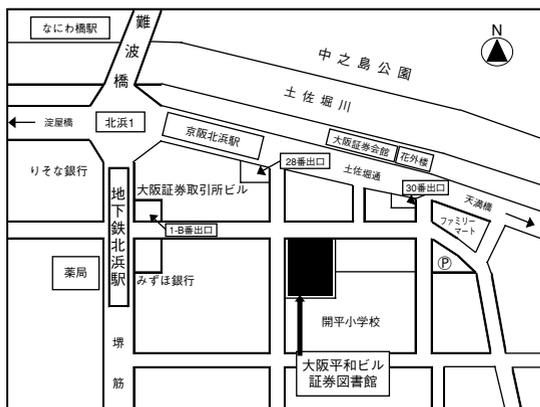
**所在地** 大阪市中央区北浜1-5-5 大阪平和ビル地下1階  
TEL (06) 6201-0062

**開館時間** 午前9:30 ~ 午後4:30  
土曜、日曜、祝日、年末、年始および館内整理の日は休館します。

**図書** 証券(経済、制度、取引法)関係の専門書をはじめ、金融、財政、経済、経営、会計関係の図書および、年報、年鑑、上場会社の社史等を集めております。

**雑誌** 取引所、協会、証券会社、銀行、官庁、大学等の刊行物、一般雑誌、産業関係資料ほか、海外の新聞、雑誌等を集めております。

(みなさんのご利用をお待ちしております。)



**道順**  
地下鉄堺筋線・京阪本線  
北浜駅1-B番出口又は  
28番出口より徒歩2分

日本証券経済研究所のホームページ (<http://www.jsri.or.jp>) から図書の検索ができます。ご利用ください。

証研レポート第一六七三号  
二〇一二年八月十三日発行  
(偶数月第二月曜日発行)

2012年8月号

発行所

公益財団法人 **日本証券経済研究所**  
大阪研究所

〒541-0041 大阪市中央区北浜 1-5-5 大阪平和ビル  
電話 (06) 6201 0061 (代表) Fax (06) 6204 1048  
<http://www.jsri.or.jp>

定価400円(本体381円)