

証 研



レポート

No.1575

1999年10月

本格的自由化時代の証券市場と証券界

二上季代司（1）

注目されるCBO/CLO発行

松尾 順介（9）

ニューヨーク証券取引所の外国株取引

伊豆 久（21）

真のNMSの構築へ向けて
—レービットSEC委員長の提案—

吉川 真裕（32）

中国の資金循環表について

王 東明（45）

本格的自由化時代の証券市場と証券界

一上季代司

この一〇月から手数料が全面的に自由化された。銀行系証券子会社の業務制限も撤廃され株式業務への参入が解禁される。いよいよ証券界は本格的な自由化時代に入ったのである。証券市場と証券界は自由化によってどのような影響を受け、変化して行くのか。手数料自由化も銀行系証券子会社の業務制限の撤廃も始まったばかりであり、それを語るのはまだ時期尚早ではあるが、手数料自由化については、すでにこれまでそれによる影響や反応を示唆する兆候が出ている。そこで以下では二つの観点から、①投資家行動、②証券会社について、その影響と今後の変化を展望することにしよう。

(1)

1 投資家行動への影響

売買手数料の自由化の範囲は、九四年四月から一件あたり一〇億円超、その後五千万円超に拡大され、一〇月からその下限が取り払われて全面自由化したわけであるから、今回の自由化の効果は機関投資家よりも個人投資家に対する方が大きいということになろう。では個人投資家の投資行動はどのように変わる可能性があるのか。

個人投資家と言ってもその目的（老後の資産形成など長期の投資か、それとも値ザヤ稼ぎの短期回転売買か）、自己判断の有無（営業員のアドバイスを必要とするのか、否か）などによっていくつかのタイプに分かれ、それによって手数料自由化がその行動に与える影響も違ってくる。

手数料の自由化とは、証券会社が価格戦略を自由に組み立てることが出来るようになったということである。したがって単機能のサービスに絞って低価格を武器にする戦略（デイスカウンター）もあれば、サービスの豊かさ・質の高さを武器に高めの手数料を維持する戦略もあり得る。これに加えて近年、インターネットによる電子取引が普及しつつあり販売チャネルの多様化も拡大している。このことは投資家にとって自分が望むサービスメニューの選択肢が広がるというメリットを意味する。

老後の資産形成のために預貯金や生命保険と並んで株式や債券、投信も組み入れたいという投資家は、中長期的な保有層であるから手数料が低くなったからといってそう頻繁に売買するわけではない。他方、短期回転売買の値ザヤ稼ぎ目的の投資家は、他の条件が一定として手数料が低くなればそれだけ値ザヤ機会は広がるからなお一層、短期の回転売買に走るようになる。いわゆる株式売買の価格弾力性が後者の方が高いわけである。

他方、長期の資産形成であれ短期の値ザヤ目的であれ、自分の資産をどの程度の比率で、どの銘柄を、どのタイミングで組み入れればよいか、その投資判断を下すに際して、営業員のアドバイスがほしいと言う人もいれば、営業員にあれこれ言われるのは好まない、自分で相場状況をチェックし材料を調べて、好きなときに好きな場所から注文したいと言う人もいるであろう。

資産形成目的の投資家は、どちらかと言えば、自分にあつた金融資産の組み合わせを提案してくれて、状況の変化によって資産の入れ換えをした方が良いのかどうか、入れ替えをした方がよいのであればそれはどのようにしたらよいのか、親身になってコンサルタントしてくれる営業員のアドバイスを必要とする人が多いだろう。もちろん、若い人を中心にインターネットを利用して自分で情報を収集しポートフォリオを自分で設計し、好きなときに好きな場所から発注する自己判断の投資家もいるだろう。いずれにせよ、日本の証券市場には、このよう

(2)

な長期投資の個人投資家がこれまで少ない、といわれてきた。家計貯蓄一三〇兆円のうち株式、債券、投信など証券投資は一割前後、という数字がこれを証明している。手数料自由化によって、大手証券を筆頭に競争上の理由からリサーチとコンサルタントの質的向上に一段と力をいれる業者が現れてきているが、こうした業者側の努力は、長期の資産形成を目ざす投資家を掘り起こして、直接、間接（投信を経由して）に長期の貯蓄資金が株式市場に流入することを促進するであろう。手数料自由化が業者のサービス競争を介して投資家行動を誘発するケースであり、これこそが、最も期待されている手数料自由化の効果である。

他方、手数料自由化の第二の影響としては、逆に短期回転売買を促進させるという効果がある。九〇年代を通じて株式相場が全般的に低迷するとともに個人投資家の売買シェアは激減していったが、このときに株式市場から離れていったのは短期回転売買の値サヤ稼ぎ目的の投資家と言われた。今春から再び相場が活況になり、ひびきにこうした往年の投資家が戻ってきたと言われる。この活況が一時的に終わるのかどうか、未だ確定的なこととは言えないが、日本経済のリストラは着実に進行しており、おそらくは相場は長期的には上向いていくのではないかと思われる。そうになると、再び回転の速い、目先の値鞘稼ぎの注文も増えてくるだろう。

そのような客は何を望んでいるかと言えば、情報の面では、企業分析もさることながらどの銘柄を誰が買い上げているか、手口情報などの市場情報であり、執行サービスでは非常に回転の速い注文になるため手数料コスト、執行スピードと言ふことになるだろう。

とりわけ日本の手数料自由化は、インターネットによる電子商取引の普及（ネット革命）と同時並行的に進行している。したがって、「価格破壊」現象が進んで手数料が劇的に下がったり、取引システムの向上によって証券会社ディーラーが享受しているような市場情報のアクセス、迅速な執行が可能になったりすれば、短期回転売買は一層促進されることになる。アメリカでも、「デイトレーダー」（日計り商い）が証券会社ディーラーだけではなく、投資家レベルでも出現している。とりわけ日本の個人投資家は短期回転売買に偏った投資家行動をとってきたという歴史的な経緯があることから、この可能性は高いと思われる。（マーケット・マイクロストラクチュア理論は投資家のタイプを情報に基づくトレーダー Informed Traderと情報に基づかないトレーダー Uninformed Trader にわけている。前者は、企業価値に関する情報に基づいて売買するのに対し、後者は換金に迫られて売ったり——流動性トレーダーという——、他の投資家の売買動向を先読みして売買する——ノイズトレーダーという——投資家を言う。わが国にはノイズトレーダーが多かったといえるのではないか。）

2 証券会社への影響

では証券会社に与える影響はどうか。一件あたり五〇〇万円以下の取引が占める比重は大手証券会社の手数料収入ベースで八割超、準大手以下、中小証券ではそれがもっと高くなるといわれている。だとすると、その収益源に対する影響は極めて高いことになる。では証券各社のフロント営業面における直接の手数料自由化対策はどうか。

【価格戦略】

まず価格戦略では二極化の傾向が見られるのである。野村、日興、大和の大手証券では手数料の割引は小さく、値引きよりもサービスの豊富さ、質の向上に力点をおいている。①リサーチ（アナリストの企業情報の提供など）、②コンサルタント（ファイナンシャルプランナー資格を備えた営業員、携帯PCでの投資情報の分析・提示サー

ビスや投資情報分析システムによるアドバイス)、③執行力(個人向けにも機関投資家と同様の売買高加重平均価格での株式注文を受け付け)、などの面で企業努力が見られるのである。大手証券にとってオンラインサービスは時間、場所に制約されず独自のリサーチ情報、市場情報をお届けできるという利便性の高いツールではあるが、複数ある中での販売チャンネルの一つ、対面販売の補完という位置づけである。

他方、オンラインブローカーそのなかでも新規参入組(DLJディレクトSFG証券、マネックス証券など)や一部の既存の証券会社(松井証券、オリックス証券など)は現行手数料の九割引きなど劇的な低手数料で顧客を開拓しようとしており、これが火付け役となってオンラインサービスを提供している既存の中堅・中小証券の間にも価格破壊現象が浸透することになった。これらの業者にとってオンラインサービスは低コストで提供可能であることから、価格破壊の手段、対面販売に代わるチャンネルという位置づけである。

こうした二極的な価格戦略は顧客戦略と関連しあっている。一般的に言うと(証券会社に限らず銀行でもそうであるが)、収入ベースで顧客をセグメントしてみると、数%の少数の上得意客が、全体の八割前後の収入をもたらす。証券会社の場合にはこれら上得意客の手数料収入の大半が株式委託手数料からなっている。他方、八割以上を占める大多数の個人客は小口であり、全体に占める手数料収入の割合は二割程度と低く、そのうち株式手数料のしめるウェイトは低く手数料の大半は募集物から来ている。顧客層の厚い大手証券会社にしてみれば上位数%の上得意先からの収益源こそ守りたいのであり、そこでサービスの豊富さ、質の向上に注力することで割引率は低く抑えようとするわけである。他方、新規参入組みはもちろん中堅・中小証券の場合には顧客層はもともと厚くないのであり、劇的な低価格で新規顧客を囲い込もうとする誘因が当然働く。新規オンラインブローカーとしては株式の受注で収益があらなくても投信や年金型保険などの多様な商品群をオンラインにのせることで囲い込んだ顧客に対するクロスセリングによる収益獲得を狙うという戦略が考えられるからである。

【商品の品揃え、多様化】

もちろん商品の多様化は、オンラインブローカーだけではない。証券各社は老齢化社会を迎えて個人間の資産形成への意欲が高まるとみている。「資産管理型営業」はまさにこれに沿った営業スタイルであり、これからすると投信と並んで年金型保険は有力な商品になる。金融ビッグバンによって証券会社の専念義務が廃止され、保険販売が可能となり、大手証券から準大手、中小に至るまで保険会社と代理店契約を結んで保険販売に乗り出す例も出てきた。また中堅・中小証券の間では、外債や投信の共同販売に乗り出す例も出てきている。

一方、短期回転売買による値ザヤ目的の投資家向けに、商品先物業者と提携などの方法で商品先物、通貨先物などの取り次ぎ業務を始める中堅・中小証券(内藤証券など)も出てきているし、逆に商品先物業者が証券会社を買収するケースもある。

【デイトレーダー】

こういったセミプロの投資家に、手数料の大幅なディスカウントに加えて証券会社ディーラーが利用している種々のファシリテイ(市場と直接アクセスできる情報端末など)を提供し、積極的に売買注文をもらおうという営業戦略がでてきた(アーク証券)。これが「デイトレーダー」業者である。アメリカではこういった業者は全米で八〇社、約五千人の利用者がいると言われている。日本でもこれを指向する中小証券が出てきている。

一方、対顧客営業ではないが、中小証券にあいだに契約ディーラー(歩合制、年俸制ディーラー等)のような

雇用形態が現れている。ディーラーに対して最低の固定給を保証するほかは売買益に応じて報酬が支払われる制度であり、なかには売買損も負担させるケースもある。もちろん一方は顧客、他方は従業員と全く立場が違うが、実質的にはかなり類似しており、こういったデイトレダー向けのサービスも中小証券を中心に増えてくるであろう。

3 おわりに

以上は営業戦略上の対応であり、これにバックオフィス対策、コスト対策が伴うのももちろんである。日本では保管振替決済の決済シェアはまだ低く、少なからぬ量の本券が流通している状態である。これに加え統一的な決済システムも未だないのである。とくに無店舗販売のオンラインブローカーにとつて、受渡決済面の手当では極めて重要な問題であろう。個別的には、株券輸送中の損害を一〇億円まで補償するケース（松井証券）、銀行のオンラインサービスと連結させて同一画面上で即時口座振替による資金決済を可能にするケース（マネックス証券）などがみられる。

前にもみたように日本の手数料自由化はネット革命と同時並行であり、手数料自由化がオンラインサービスを促進させたという側面もある。ネット取引の利点は手数料を安くできること、利便性が高いこと（時間・場所の制約が無し、リアルタイム株価、市場ニュース、チャート表示、口座残高の把握が容易など）であるが、反面、いくつかの問題も出てきている。デイトレダーを無闇に助長することの弊害、システムダウンの危険性、ネットを悪用した不正取引の危険性などである。

さきほど証券業協会はネット取引について証券会社向けガイドライン（投機的な取引を抑制するため一日あたり取引回数、限度額の社内基準の作成、サーバーなどシステム構成の開示など）を設けた。またアメリカでは報道機関や企業に成りすまして虚偽の電子メールを配信し株価を操作する例があることから、東証はホームページでネット取引に注意を喚起している。

冒頭で述べたように、自由化は始まったばかりである。ある一定の期間を置いて、もう一度その影響、効果を点検してみる必要がある。

(1) 大村・宇野・川北・俊野「株式市場のマイクロストラクチャー」日本経済新聞社、九八年七月、二三ページ。

(2) 顧客セグメント別の手数料収入構成については、野村の例が週刊「ダイヤモンド」九九九年九月一八日号、メリルリンチの例が月刊「資本市場」九八年九月号（神戸孝「二十一世紀の証券営業におけるFPFの位置づけ」）に掲載されている。

注目されるCBO/CLO発行

松尾 順介

はじめに

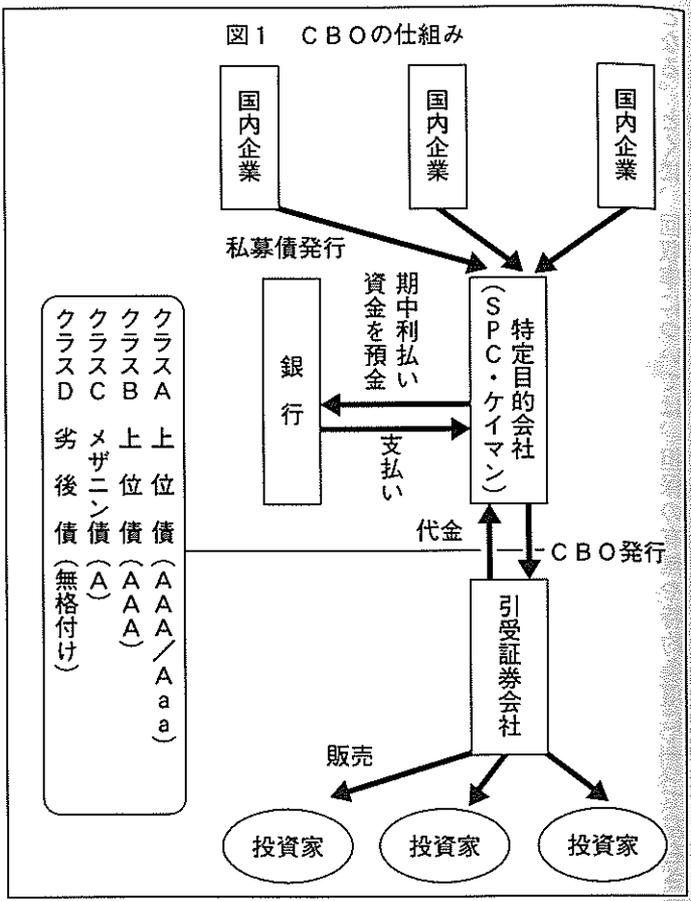
資産流動化に関する法整備が進展したことなどが契機となつて、リース・クレジット債権、売却債権、銀行貸付債権さらに不動産など、さまざまな資産流動化あるいは証券化商品が発行され、話題となっている。そのうち、金額や件数ではまだ大きくないが、社債担保証券 (CBO: Collateralized Bond Obligation) およびローン担保証券 (CLO: Collateralized Loan Obligation) の発行も注目を集めている。

例えば、CBOは今回の石原・東京都知事の「新債券市場構想」にも掲げられており、中小企業の資金調達手段として一躍脚光を浴び、またCLOも銀行の貸出債権流動化策として注目されている。そして、いずれも格付けの異なる複数の債券となるため、投資家サイドからも新たな運用手段として関心を集めている。

本稿では、このCBOおよびCLOのスキームを説明したうえで、このような債券が発行される背景、意義、さらに課題を考察する。

1 CBO/CLOとは

CBO/CLOは、一九八七年に米国で最初のCBOが発行された後、一九九七年までに一〇〇億ドルを超える発行が行われ、さらに一九九八年度にはCLOの新規発行だけでも五〇〇億ドルを超える規模に達したとい

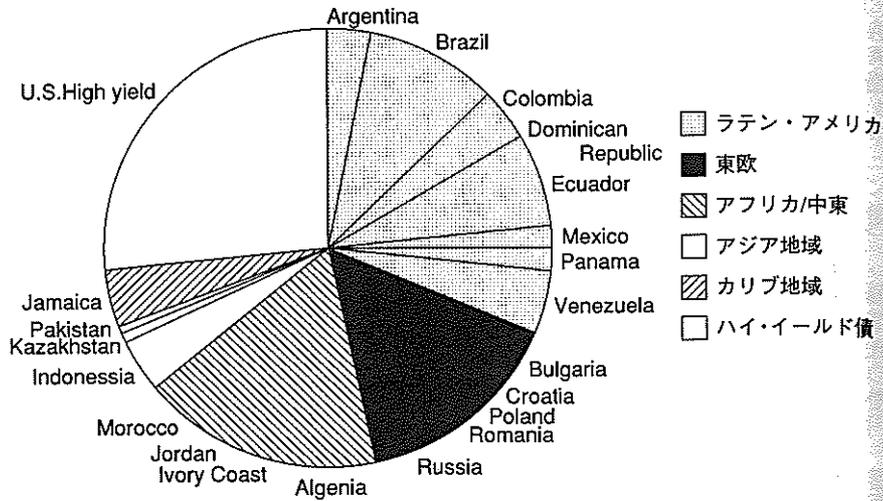


われているように、いまや種々多様な資産担保証券のなかでも、重要な位置を占めている。これらの証券の仕組みを説明する。

まずCBOは、社債担保証券といわれるように、新発ないし既発の社債を担保として組成された証券であり、通常格付けの低い多数の社債を担保として、特別目的会社 (SPC: Special Purpose Company) を通じて発行される。そして、この債券は、優先順位において差のある、上位 (Senior)、中位 (Mezzanine)、

下位 (Junior) など複数の債券として発行される。つまり、原債権となる社債から得られるキャッシュ・フローがこの優先順位に従って配分され、その上位債券は優先順位が高いために高格付けとなるが金利は低く設定され、逆に下位債券は優先順位が最も劣後するため低格付けないし無格付けとなり、高利回りが設定される。したがって、担保となる社債にデフォルトが発生した場合、この下位債券が真っ先に損失をこうむることになり、

図2 CBOのサンプル・ポートフォリオ



出所：モルガン・スタンレー

(出所) 債券市場研究会編「米国債券投資戦略のすべて」、金融財政事情研究会、1998年、116ページ。

および慣行などによっても左右される。また、回収のタイミングについては、米国ではデレストレスト証券市場があり、デフォルト社債も売買されているため、社債のほうが交渉期間を必要とするローンよりも早く回収できる可能性が高いといわれる。第四に、これ以外にも種々のリスクがあり、評価を必要とする。例えば、原債権と発行されたCBO/CLOとの間で、基準とする金利や基準日などにミスマッチが生じる場合などは、考慮すべきリスク要因であるとされている。

以上が、CBO/CLOの仕組みであるが、前述のように最近米国市場では、その発行が急増しているとともに、その内容も多岐にわたっている。例えば、急速に普及したのが、複数の国の債権を担保とするCBO/CLO発行であり、そのうちにはラテンアメリカや東欧などの国々の債権も含まれている(図2参照)。

いわばクッションの役割を果たすことになる(図1参照)。

他方、CLOの場合、ローン担保証券といわれるように、この担保となる原債権が社債ではなく、単独ないし複数の金融機関の貸出債権であり、仕組みはCBOと同様である。

一般に、米国のCBO/CLO発行では、上位債券が七〇%から九〇%、中位・下位債券が一〇%から三〇%といわれるが、この配分割合は一方では担保債権(社債またはローン)の格付けとその分散度に左右されるとともに、他方ではどの格付けの債券をどの割合で発行するのかというオリジネーターの判断によっても左右される。実際には、米国でも日本でも、CBO/CLOの上位債券は、A A格以上の格付けを取得する 경우가多く、この部分の債券比率によって、その他の劣後部分の格付けや比率が決まることになる。

また、CBO/CLOは格付けを取得するが、格付けに際しては、以下のリスク分析が行われる。第一に、個々の原債権者の信用リスク評価であり、個々の原債権者がすでに格付けを取得している場合はそれが指標となり、逆に取得していない場合は新たに信用リスクを評価することになる。後者の場合、公開情報によって格付けを実施する、他の格付け機関の格付けを利用する(ただし、一ノッチ引き下げて利用する)、企業の財務指標などを定量モデルに取り入れスコアリングする、銀行の行内格付けやヒストリカル・データを利用する、などの手法が採用されている。第二に、債権プール全体の信用リスク評価であり、その際プールに組み込まれている債務者数と債権件数、各債権者の格付け、各債権の元本残高、各債権の満期日などを、あらかじめ設計されたモデルにインプットすることでプール全体のデフォルト率が算出される。第三に、デフォルト後の回収についても分析される。ここでは、デフォルト発生後の管理、発生のタイミングおよび返済順序が主たる考察対象となる。とくに、回収率については、担保の有無や特約条項によって左右されるとともに、その国の法律、制度

2 日本におけるCBO/CLO発行の現状と具体例

このCBO/CLOが、前述のように最近日本でも相次いで発行され注目を集めている。

まず、CBOについて見てみると、一九九八年二月に富士証券が七〇〇億円のCBOを組成・販売したのが国内初といわれ、その後九九年二月に野村證券(九一五億円)、三月に三和インター(四八五億円)、四月に東京三菱証券(二五〇億円)、六月には再度野村證券(二〇六〇億円)、さくら証券(三五〇億円)が相次いで組成・販売している。したがって、約半年の間に合計三七六〇億円が発行されたことになる。

このうち二月に公募発行された野村證券のCBOである「アンサンブル・リミテッド」は、ケイマン所在のSPCを通じて発行されたもので、シニア社債、メザン社債、劣後社債の三本から成っており、発行条件は次のとおりである。

- ①シニア債：総額六四〇億円、額面一〇〇万円、満期三年、利率一・五〇%、発行価格一〇〇円、AAA格
 - ②メザン債：総額七〇億円、額面一〇〇万円、満期三年、利率二・二〇%、発行価格一〇〇円、A格
 - ③劣後債：総額二〇五億円、額面一〇〇万円、満期三年、利率六・〇〇%、発行価格一〇〇円、無格付け
- 他方、私募発行された三和インターの「シンフォニー・リミテッド」は、シニア債二本、メザン債一本、劣後債一本の四本で構成され、発行条件は以下のとおりである。
- ①A号(シニア債)：総額二八〇億円、額面一億円、満期三年六ヶ月、利率ゼロ・クーポン、発行価格九六・〇五円、AAA格
 - ②B号(シニア債)：総額四五億円、額面一億円、満期三年六ヶ月、利率一・三〇%、発行価格一〇〇円、AAA格

- ③C号(メザン債)：総額五〇億円、額面二億円、満期三年六ヶ月、利率一・九五%、発行価格一〇〇円、A格
- ④D号(ジュニア債)：総額一一〇億円、額面一億円、満期三年六ヶ月、利率および発行価格非公開、無格付け

また、前者は公募発行であるため、目論見書が発行され、そこには担保となる社債発行企業の情報(事業、営業、設備、経理など)が記載されているのに対し、後者は私募であるため、目論見書は発行されず、担保となる社債発行企業名も非公開であるが、格付けおよび業種別分布などは格付け機関の発行するニュース・レターで公表されている。⁽⁴⁾

次に、CLOについては、今年二月に住友キャピタルとメリルリンチが共同で組成した「ツイスター・ファンディング」が挙げられる。これは、すみぎん信託銀行が企業一八社に対してまず融資を行い、この貸付債権を担保にCLOを発行したもので、シニア債、メザン債、劣後債の三本、総額八八〇億円が発行され、その発行条件は次のとおりである。

- ①シニア債：総額五九〇億円、額面一億円、満期三年、利率一・三三〇%、発行価格一〇〇円、AAA格
- ②メザン債：総額七〇億円、額面一億円、満期三年、利率二・〇七五%、発行価格一〇〇円、A格
- ③劣後債：総額二二〇億円、満期三年、利率：非公開、無格付け

このように、日本でもCBO/CLO発行が増加し始めているが、いずれも新規の社債ないし融資を担保としており、欧米で見られるような既発の社債などを担保とするものではないところが特徴となっている。

3 日本におけるCBO／CLO発行の役割

このように日本のCBO／CLOが、既発社債や既存の融資債権ではなく、新規に発行された社債や新たに実行された貸出債権を担保としていることは、日本のCBO／CLOが企業の新規資金調達手段として利用されていることを意味しており、そこに第一の役割があると考えられる。とくに、現在社債市場での資金調達が低調な低格付け企業の資金調達手段としての役割が大きいものと思われる。

因みに、前出のCBO／CLOのうち富士証券、野村證券（二月発行）、住友キャピタル・メリルリンチ、三和インターの四本について、それぞれの社債あるいは債権プールに占める低格付け企業の比率をみてみよう。⁽⁵⁾まず、富士証券CBOでは、全一七銘柄七〇〇億円のうちBBB格以下および無格付け銘柄は、サッポロ（五〇億円）、THK（同）、沖電気（同）、丸紅（同）、岩谷屋（同）、東武（同）、ジョナサン（四〇億円）、昭和電工（三〇億円）、アキレス（同）、ブレーキ（同）、住江織物（二五億円）の一銘柄四五五億円であり、構成比六四・七%、金額比六五・〇%である。次に、野村證券CBOでは、全二一銘柄九一五億円のうち、アゼル（五〇億円）、昭和電工（同）、沖電気（同）、コロムビア（同）、昭和飛行機工業（同）、岡村製作所（同）、丸紅（同）、上新電機（同）、住友不動産（同）、光通信（同）、王将フード（同）、森永（四〇億円）、シンキ（四〇億円）の一三銘柄六三〇億円がこれに相当し、構成比六一・九%、金額比六八・九%である。さらに、住友キャピタル・メリルリンチCLOでは、全一八銘柄八八〇億円のうち、住友不動産（五〇億円）、住金物産（同）、ニチアス（同）、住友機械（同）、平和堂（二〇億円）、フジ（同）、鴻池運輸（同）、CKD（一〇億円）の八銘柄二七〇億円であり、構成比四四・四%、金額比三〇・七%である。最後に、三和インターCBOでは、全一八銘柄四八五億円のうち、岩谷屋（五〇億円）、南海辰村（四〇億円）、洋ゴム（三〇億円）、大王製紙（同）、マイカルファイナンス（同）、

福助（二〇億円）、タイワボウ（同）、ユニシ（五億円）の八銘柄三〇五億円であり、構成比四四・四%、金額比四二・二%である。したがって、これらの四案件合計では、七四銘柄二九八〇億円のうち、低格付けおよび無格付け銘柄は、四〇銘柄一五六〇億円であり、構成比五四・〇%、金額比五二・三%である。

現在、日本の普通社債市場では、BBB格以下の社債発行が低調であり、因みに過去最高に達した九八年度の社債発行額一〇兆八四六四億円のうちでも、BBB格銘柄の発行は、光通信、コナミ、ホンカワミクロン、住友不動産、イエローハットの五銘柄二九五億円だけで金額比〇・二七%に過ぎない。⁽⁶⁾したがって、この四案件だけで、昨年度のBBB格発行額の五倍以上の資金調達が達成されたことになり、低格付け企業の新しい資金調達手段となつていくことがわかる。

第二の役割は、投資家に対して、高利回りの投資対象を提供するという役割がある。前述のように、CBO／CLOは発行総額のうち約二〇〜三〇%が劣後債であり、この部分は五〜六%の高利回りが設定されているからである。長引く低金利のもと、これは相当な高利回り商品であり、運用難にある機関投資家のみならず個人投資家にとつても魅力的な水準であることは言うまでもない。しかし、今まで日本では、低格付けの高利回り債の発行が低調であつた理由のひとつとして、機関投資家がBBB格以下の低格付け債に投資しなかつたことが挙げられる。つまり、社内規則などによって投資対象をA格以上に定めるとしていた機関投資家も多く、いかに高利回りであっても機関投資家はこれら低格付け債を買わなかつたのである。その理由としては、単一の低格付け銘柄に投資すると、デフォルト・リスクをストレートに負担することになるため、このような投資が敬遠されたことが指摘できる。もつとも、理屈の上では分散投資すればこれは回避されるが、現実には低格付け銘柄の市場が薄いために、有効な分散投資が困難であると考えられる。いわば、機関投資家は高利回り社債投資をしようと

しても、有効な分散投資戦略が実行できず、リスク管理が難しい状況にある。そのような状況下で、CBO/CLOは機関投資家に対して、低格付け債の分散投資スキームを提供するものと位置付けられる。しかし、現実には、後述するように機関投資家が必ずしも積極的に劣後部分を購入しているとはいいがたく、この部分の販売が安定的に行われるかどうかは今後の課題といえるだろう。

第三の役割は、引受証券会社にとって新規のビジネス機会となり、新たな収益源を提供することが考えられる。CBO/CLOの発行は、相対的に手数料が高く、かつ従来は引受対象とならなかった企業が対象となることもあり、その面でも期待できる。実際、近年国内普通社債発行が急拡大したことは、本来ならば引受証券会社の収益を高めるはずであったが、必ずしも引受証券会社の収益は期待されたほどには向上しなかったと思われる。その理由としては、銀行系の参入などによって引受競争が激化したために、手数料吐き出しといわれる案件が多発したことも挙げられるが、他方では低格付け債の起債が低調であるために、収益性の低い高格付け社債の引受を主体とせざるを得なかったことも指摘できる。つまり、米国の投資銀行は、競争激化によって伝統的な高格付け社債引受の収益性が低下するにつれ、高利回り社債やメガ・デール、CBO/CLO、インターネット関連のIPO、途上国関連の案件、さらにはレバレッジド・ローンあるいはハイ・レバレッジド・ローンへと移行していった。すなわち、米国の投資銀行はリスクをとりながら、あるいはノウハウを形成しながら、より収益性の高い業務を拡大させていったといえるが、日本の引受業務はこのように展開できず、逆に従来どおりの高格付け社債引受に留まらざるを得なかったのが実情である。その意味では、CBO/CLOだけでなく、ストラクチャーもの全般についていえるが、従来の引受業務の在り方から脱皮していく契機を提供する可能性が考えられる。

4 CBO/CLO発行の課題

最後に、CBO/CLO発行の現状をもとにその課題として、以下の点を指摘することができる。

まず、劣後部分の販売についての課題である。言うまでもなく、CBO/CLOの劣後債はハイリスク・ハイリターン商品であり、個人投資家に販売する際には、顧客適合性に照らして適切であるかどうか、商品のスキームやリスクに関して十分な説明が行われているかどうか、顧客の理解が充分であるかどうかといった点で、機関投資家に販売する以上の慎重さが求められる。現時点では、個人向け販売は好調であり、その販売方法や営業姿勢に問題があるという意見や疑念は、筆者の見聞きする限りでは報じられていない。しかし、大手証券会社が資産管理型営業への転換を果たしつつあるとき、かつてのワラントの個人販売で発生したような経験を繰り返したならば、その影響はより多大であると考えられる。その意味では、CBO/CLOに限らず、BBB格社債やノックイン型日経平均連動債など、ハイリスク商品の個人販売に関しては、より慎重な営業姿勢が求められるところであろう。

第二に、劣後部分の販売に関するもうひとつの課題としては機関投資家の購入が必ずしも積極的とは言えないという点が指摘できる。つまり、個人向け販売が順調であったといわれる反面、機関投資家向けの販売は必ずしも順調ではない場合が多かったことが報じられている⁽⁷⁾。それによると、無格付けの場合は、生保などがソルベンシー・マージンを計算する際、リスク・ウェイトが高くなるため、財務指標の悪化につながることを指摘され、また格付けを取得している場合でも、参加している銘柄のなかに敬遠したい銘柄がひとつでも含まれていると購入しない機関投資家があり、前述のような分散投資スキームが機能しない。そこで、引受証券会社はCBO/CLOを組成する際、まず劣後部分の投資家を探すことになる。新聞報道によれば、住友キャピタル・メリルリン

チのCLOの場合、当初から住友グループの企業に引受けてもらうことで劣後部分を消化したとされる⁽⁸⁾。もしそうだとすると、劣後部分の消化は、個人・グループないし系列企業、さらに場合によっては、オリジネーター自体に依存せざるを得ず、限界があるものと思われる。

第三に、CBO/CLO参加企業の金利設定に関する課題がある。とくに、BBB格銘柄は、単独起債においてもそうであるが、銀行融資金利のほうがり利である場合が多い。つまり、BBB格は社債市場では投資適格の下限に位置付けられており、機関投資家から敬遠されているが、他方銀行側から見ると優良な借り手である場合が少なくない。したがって、銀行はより信用リスクの高い企業に対しては貸し渋りを続けているが、BBB格企業に対しては逆に貸出競争が高まり、金利も低く設定される傾向が強い。そのために、BBB格企業は社債発行ではなく、銀行融資を 선호するといわれている。BBB格社債の起債が低調であるのは、機関投資家が敬遠するだけでなく、BBB格企業自体に発行ニーズが乏しいことも大きな理由である。それと同様に、CBO/CLOスキームに参加したBBB格企業もこれに参加するより、銀行借入で資金調達したほうが低コストとなる場合が多々あるとされる。もしそうだとすると、今後CBO/CLOに参加するBBB格企業は増加せず、その発行の阻害要因となる可能性もある。ただし、銀行の対BBB格企業の融資レートが、その信用リスクに比べて割安に設定されているとすると、今後は引き上げられ、社債発行のメリットが大きくなる可能性はある。

第四に、発行されたCBO/CLOの利率設定に関する課題も指摘できる。私募で発行されたCBO/CLOの劣後部分については、利率を非公開として、個別に決定する方式がとられている場合がある。したがって、劣後債の投資家間で、利率にばらつきが生じる可能性もある。しかし、担保となる社債全体から支払われる金利総額など、CBO/CLOスキームのキャッシュ・フローは確定しているために、手数料部分で調整される可能性

がある。その際、利率設定に関して投資家に不透明感を残すのではないかとという疑問が残る。

最後に、機関投資家側の課題としては、このようなハイリスク商品に対して、リスクを負担して高利回りを追求するという運用体制が整えられるかどうかという点である。運用難の中でこのような高利回り商品は魅力的であるだろうが、リスク管理面では十分な体制が確立しているとは言いがたいのが実情である。その意味でも、機関投資家の動向が注目されるが、今年になって、農林中金が米国で高利回りのBBB格CLO購入を計画していることも伝えられるように、今後の機関投資家の投資行動が変化する可能性はあるだろう。

(注)

- (1) 山崎昌義「CBO/CLO市場」(債券市場研究会編「米国債券投資戦略のすべて」、金融財政事情研究会、一九九八年、所収)、一一〇ページ、参照。
- (2) 前掲、山崎、一一〇ページ、参照。
- (3) 張毓宗「CBO/CLOの格付け手法」、『資産流動化研究』、Vol. V、一九九九年三月、一九三―二〇四ページ、参照。ただし、ここでの手法は、スタンダード&プアーズ社のものである。
- (4) 日本格付投資情報センター「NEWS RELEASE」、No. 九九―C―一四〇、一九九九年三月一五日、参照。
- (5) このデータは、「日経金融新聞」、一九九九年三月三〇日、による。
- (6) なぜBBB格銘柄の発行が低調であるのかについては、拙著「日本の社債市場」、東洋経済新報社、一九九九年、序章、参照。

(7) 「日経金融新聞」、一九九九年三月三二日、参照。

(8) 「日経金融新聞」、一九九九年三月三二日、参照。

表1 NYSE 上場日本株の売買状況⁽¹⁾

	1990		1991		1992		1993	
	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計
クボタ	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
日立製作所	2.2	8.4	3.4	17.3	7.4	36.7	4.3	21.7
松下電産	1.3	8.8	2.5	18.3	3.0	24.2	1.9	19.9
ソニー	1.4	8.1	3.7	16.6	7.6	24.4	4.8	20.7
TDK	0.5	5.2	0.4	8.4	1.2	22.0	1.3	29.9
パイオニア	0.2	6.4	0.1	6.4	0.8	10.0	0.7	15.3
京セラ	3.0	10.1	2.0	20.9	3.3	27.5	1.7	18.5
本田技研	5.1	17.9	6.6	27.5	5.5	31.9	2.8	28.5
三菱銀行	0.3	15.6	0.2	14.4	1.2	11.8	0.4	15.0
日本電信電話	—	—	—	—	—	—	—	—

(1) 東証での売買高に対する比率。
 (2) 海外合計はNYSE、ロンドン、パリの合計。
 (3) ロンドン (SEAG インターナショナル) の売買高は片道計算に修正されている。
 (出所) 「主要取引所における共通上場株売買調査」「証券」各号より抜粋。

ニューヨーク証券取引所の外国株取引

伊豆 久

(%)

	1994		1995		1996		1997	
	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計	NYSE	海外合計
0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	0.9	
3.5	22.2	0.4	21.6	0.5	23.7	5.2	23.4	
1.4	25.6	0.2	24.3	0.1	23.6	2.3	83.6	
5.9	26.3	5.4	26.9	4.9	155.4	6.7	33.9	
1.1	28.1	1.1	25.4	0.7	22.0	1.2	19.3	
0.7	18.0	0.9	17.9	0.7	19.8	0.4	10.6	
1.1	17.4	1.2	20.7	1.5	25.9	2.8	17.4	
2.6	29.4	1.1	28.3	1.0	15.1	5.3	18.9	
0.3	15.9	0.5	15.8	0.7	15.6	2.2	18.4	
—	—	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	

1 はじめに
 米国証券市場のグローバル化戦略が注目を集めている。対日関係においても、NYSEの東京事務所の設置(三月)やNASDAQのナスダック・ジャパン構想の発表(六月)が大きな話題となっている。そこで本稿では、こうした国際化政策の背景を探るべく、米国証券市場における外国株取引について紹介してみたい。

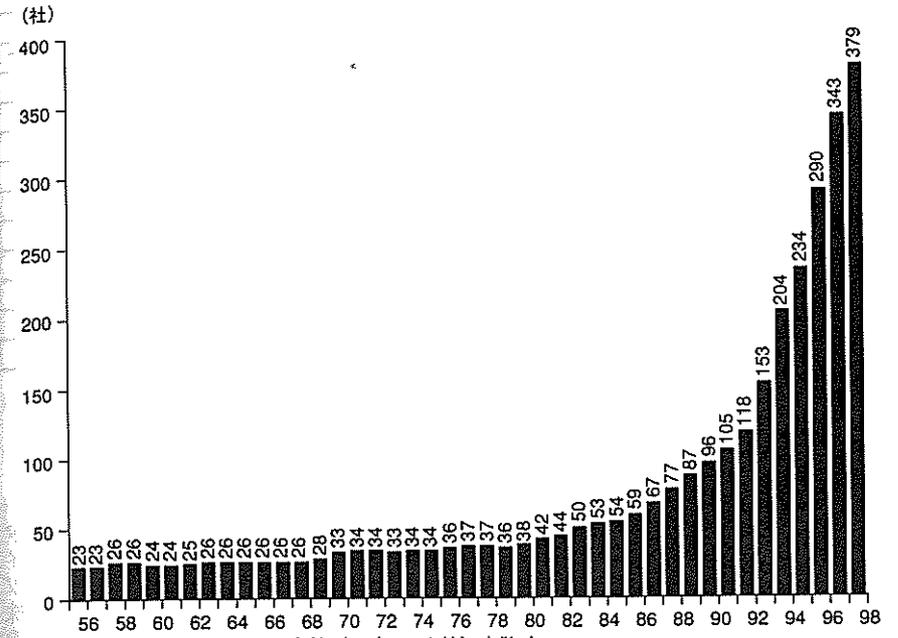
外国株取引ではロンドンのSEAGインターナショナルがよく知られているが、NYSEの外国株式取引はどのようなになっているのだろうか。日本株の場合を見てみると、東証に対するNYSEでの売買高の比率は、表1が示すように、最高でもソニーの六・七%にすぎない(九七年度)。ところが、ロンドン、パリを合わせた数字では(ただしNYSE上場株のみ)、八三・六%(松下電産)に達する銘柄もあり、日本株取引におけるNYSEのウエイトはかなり小さいことがわかる。

ドイツ株の場合も、状況はよく似ており、九六年のドイツ株(五社)のすべての売買のうち米国市場で行われたのは一〇・九%にとどまっている。

ところが対照的に、メキシコ企業(二九社)となると、売買の六八・七%が米国市場で行われており、母国メキシコ市場のシェア二八・五%をはるかに上回っている。外国である米国市場がメインマーケットになっているのである。ベネズエラ企業(一社)に至っては、九一・九%が米国市場で取引されており、母国市場が完全に空洞化している。

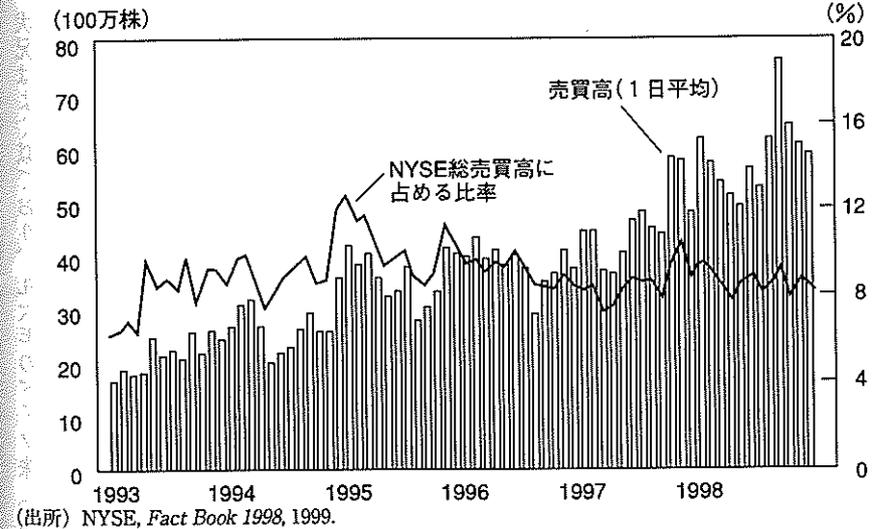
このように、NYSE上場株式の市場別取引シェアという観点から米国市場の国際化の現状を見てみると、それが決して一様でなく、大きなばらつきがあることがわかる。では、こうしたばらつきの原因はどこにあるのか、そして、こうした現状からさらに取引を拡大させるためにはどのような対策が有効だと考えられているのか。この問題に関してNYSEが最近発表した興味深い論文⁽²⁾に寄りながら、NYSE上場外国株式の取引について検討することとする。

図1 NYSE 上場外国企業の推移



(注) 優先株のみを上場している会社 (98年で13社) を除く。
 (出所) Pulatkonak, M and G. Sofianos, "The Distribution of Global Trading in NYSE-Listed Non-U. S. Stocks", NYSE Working Paper 99-03, March 1999.

図2 NYSE 外国株の売買高



2 NYSE 上場外国株式

はじめに、NYSE 上場している外国株式について確認しておこう。図1は、NYSE に普通株を上場している外国企業の数である。一九五五年から八五年までの三〇年間は二倍あまりにしかならないが、その後の一三年間で六倍以上に増加している。とりわけ九〇年代の伸びには目覚ましいものがある。

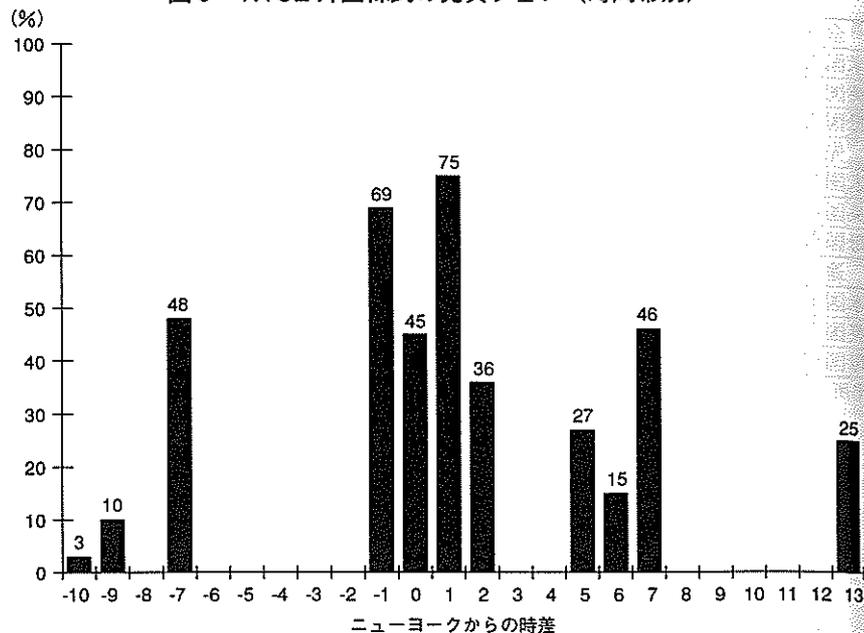
全上場企業に占める外国企業の比率を見ても同様の傾向を確認することができる。九〇年には、五・四%にすぎなかったが、九八年では二二・二%に達している(図2)。⁽⁴⁾ 売買高でもNYSEの全銘柄に対して九一年には六・三%だったが、九五年には一時二二%を越えている(図2)。最近も、米国株の活況の中で比率はやや低迷し九八年では八・七%となっているものの、絶対額では上昇している。

しかしながら、こうしたNYSEの国際化においては、地域的な片寄りが極めて大きい。NYSEに上場する外国企業は、歴史的にカナダ(と英国)が中心であった。ところが九〇年代にはエマージングマーケット・ブームのなか中南米諸国の企業が急増し、現在ではカナダを追い抜き、全体の二五・一%を占めるに至っている⁽⁵⁾ がある。

3 売買シェアの分布

NYSEに上場している外国株式のほとんどは、母国市場とロンドン市場の二つの市場で売買されている。その内、NYSEでの売買の比率はどれくらいあり、その比率を決定している要因は何なのだろうか。例えば、同じ通信会社であっても、日本のNTT社の場合は一〇〇%が母国市場で売買されているのに対して、ブラジルのTELEBRAS社の米国シェアは三五%、メキシコのTELMEX社は七三%に達する。こうした違いはど

図3 NYSE 外国株式の売買シェア（時間帯別）



を米国東部時間からの時差を横軸に並べたものであるが、これにより売買シェアと時差の関係は一目瞭然である。NYSEとの時差が小さいほど、米国でのシェアが大きく、米国東部時間から遠くなるほどシェアは低下している。表2が示した、中南米企業の場合に米国市場のシェアが高く、欧州やアジアの場合に低くなるという傾向の最大の理由は時差にあるのである。

市場シェアにおける時差の重要性は、ヨーロッパ・アフリカ地域企業のロンドン市場でのシェアからも確認することができる。サンプル企業全体ではロンドン市場のシェアは一四・八%であるのに対し、ヨーロッパ・アフリカ企業の場合には二四・四%にも達している。

しかしながら、時差だけですべてを説明できるわけではない。時差以外の理由で最大のものは、先進国と発展途上国の違いであると思われる。表3は、地域別に先進国と発展途上国に分けて、売買シェア

表2 NYSE 上場外国株式の売買シェア

地域	国	銘柄数	加重平均市場シェア (%)		
			米国	母国	英国
南北アメリカ	Venezuela	1	91.9	3.3	4.8
	Mexico	29	68.7	28.5	2.8
	Chile	18	67.4	26.7	5.9
	Colombia	2	62.1	32.3	5.5
	Peru	3	52.9	36.8	10.3
	Canada	58	44.6	54.8	0.6
	Argentina	9	36.8	61.8	1.4
	Brazil	2	35.0	63.6	1.4
欧州	Switzerland	1	51.2	41.9	6.9
	Finland	3	45.7	30.0	24.3
	Israel	1	41.5	49.9	8.5
	Netherlands	10	27.8	42.1	30.0
	U.K.	37	26.9	73.1	NA
	Norway	5	18.8	52.0	29.2
	Portugal	2	16.2	45.6	38.2
	Denmark	3	14.0	56.8	29.2
	Spain	7	11.9	61.5	26.6
	Germany	5	10.9	84.4	4.7
	France	9	9.9	48.6	41.6
	Sweden	4	6.2	58.6	35.3
	Italy	11	3.5	68.2	28.4
	アジア太平洋	Philippines	2	58.7	33.8
New Zealand		5	47.5	50.7	1.7
Hong Kong		3	20.0	72.2	7.8
Korea		3	16.6	76.0	7.4
Australia		10	10.3	89.1	0.7
Japan		11	1.5	88.8	9.7

(注) 96年時点。サンプルは外国株254銘柄。英国株式は英国市場シェアではなく母国市場シェアに含まれている。英国市場での取引は片道計算に修正されているが、ロンドン証券取引所会員の取引はすべてカウントされている。96年中に上場された53銘柄に関しては、ロンドン市場・母国市場についても同期間で比較されている。

(出所) 図1と同じ。

ここから生まれるのか、まず、前掲NYSE論文が行っている事実の確認から見てもよい。

表2は、地域・国別の売買シェアを見てもよい。これによると、米国市場での売買シェアが高いのは中南米諸国の企業であり、逆に米国での売買が小さいのは、ヨーロッパ・アフリカ地域、アジア・太平洋地域の企業である。そして図3は、表2のデータ

表3 地域別外国株式の売買シェア

(%)

全株式	合計	南北アメリカ	欧州・アフリカ	アジア太平洋
米国市場	24.1	47.0	18.9	8.5
英国市場	14.8	1.6	24.4	6.8
母国市場	63.5	51.4	63.2	84.8
先進国企業				
米国市場	20.3	44.6	18.9	7.3
英国市場	17.1	0.6	24.4	6.7
母国市場	65.8	54.8	63.2	86.0
途上国企業				
米国市場	46.6	49.1	16.2	23.8
英国市場	3.5	2.5	38.2	7.5
母国市場	49.9	48.5	45.6	68.8

(出所) 図1に同じ。

分布を見たものである。外国企業全体を見ると、母国市場の比率は先進国企業で六五・八%、発展途上国企業で四九・九%、米国市場のシェアは先進国企業が二〇・三%で途上国企業は四六・六%に達する。発展途上国のほうが母国市場のウエイトが低く、米国市場のシェアが高くなる。図3で時差ゼロの地域の企業のシェアが時差一時間の地域よりも低くなっているのもここから説明できる。時差ゼロに分類されているのはカナダ企業五八社、ペルー三社、コロンビア二社であるが、そのうちカナダ企業の米国シェアが時差一時間地域（ベネズエラ、メキシコ、チリ）企業よりも低いためであると推測できる。

つまり、米国市場での売買シェアが高い企業は、発展途上国でかつ時間帯がニューヨークと近い国の企業ということになる。この二つの条件を満たしているのが中南米である。NYSEに上場する同地域の企業が急速に伸びている背景には、流通市場でのこうした傾向が存在するのである。反対に、日本企業の場合には、時間帯が大きくずれており、かつ先進国であるという、中南米諸国とは正反対の状況にある。日本株の米国市場での売買、反対に米国株の日本市場での売買がわずかなのはむしろ当然と言えよう。

(27)

4 時差の意味

では、こうした二つの要因が売買シェアに大きく作用するのはなぜなのだろうか。

時差の小さいことがシェアを押し上げる理由としては、国際的な重複上場のもつ代替的な側面と補完的な側面を指摘することができる。証券の売買高が拡大するのは、通常、当該企業や母国のマクロ経済に関する新たな情報が発表された時である。その時間に市場が開いていることが注文を獲得する上で決定的に重要であるのは言うまでもない。そこでは、母国市場と外国株市場が代替的（競合的）な関係にあると言えるであろう。

しかし、それだけでは理解できない現象も存在する。例えば、米国市場におけるイギリス株売買を例にとると、イギリスが休日の場合には、母国市場で取引できない分、米国市場での売買高が増えてもよさそうである。が、実際は逆に外国株市場でも取引が大幅に減少するのである。より短期で見ても同じである。米国市場でのイギリス株取引の日中の変化をみると、そのほとんどが寄り付き直後の二時間に集中している。それは、米国市場とロンドン市場の取引時間が二時間だけ重なっていることに対応している。つまり、投資家は、ロンドン市場が開まっている間は代わりに米国市場で売買するのでなく、その場合には米国でも売買はせず、ロンドンが開いている時間に集中して米国でも売買するのである。こうした事実も、米国市場が母国市場に取って替わるといふよりそれを補完する関係にもあることを示している。補完的関係の最もわかりやすいのは、裁定取引であろう。原株と同時刻にそれと同内容の証券が売買されるのであるから、そこに裁定取引の余地が生まれる。取引時間が重なることよってのみ生じるその部分が、必然的に米国市場に一定のシェアを与えるのである。他にも、例えば、米国の機関投資家と証券会社の間での大口取引が米国市場で行われ、その結果生まれる自己のポジションを証券会社が母国市場で調整するといったケースも存在するであろう。こうした市場間の分業も補完的関係と見なすこ

(28)

とができる。

5 その他の要因

先進国企業に比べて途上国企業のほうが米国市場での売買シェアが高くなる理由について、前掲NYSE論文は、先進国（途上国）に様々な特徴を与えて検討している。一人当たりGDP、証券市場の規模、会計基準、為替レートのボラティリティ、ソブリン・リスク、投資家保護規制、リーガル・リスクなど。しかし、こうした要因が売買シェアに与える影響は必ずしも一様ではない。例えば、ソブリン・リスクの高さは米国市場での売買にマイナスの影響を与えるであろうが、GDPに対して証券市場の規模が小さいことは米国での売買シェアを相対的に押し上げることになるであろう。同論文は、それでも他の条件が同じであると仮定すれば、途上国企業の米国市場でのシェアは先進国企業のそれより三〇%ポイント高いとの計測結果を示している。

その他の要因として、当該外国株式の上場が資金調達を伴ったものか否かの違いがある。同論文は、ファイナンスを伴う場合には九%ポイント、米国市場でのシェアが高くなるとしている。資金調達を伴う場合には、引受証券会社による投資家へのマーケティングが積極的になされるためである。

また売買委託手数料の影響も小さくない。売買コストの高い市場から低い市場へと取引が流れるからである。同論文は、モデル分析によって、母国市場の委託手数料が一〇ベースポイント大きくなると、米国市場のシェアが九%ポイント高くなるとの結論を導いている。同じく売買コストに関する要因として、株価の大きさが上げられる。これは、米国での呼値の単位二二・五セント（データが収集された九六年時点。現在は六・二五セント）が母国市場と比較して相対的に高いためだと推測される。呼値の単位は（一ドル以上の場合）株価に関係なく一

律に決まっているため、株価水準の低い銘柄の場合、最低売買スプレッドの比率が高くなってしまい、売買コストを高めてしまうからである。その結果、株価が低い銘柄ほど米国市場のシェアが低下する傾向が確認されている。

6 おわりに

以上のように、米国市場における外国株式の売買シェアには様々な要因が影響を与えているが、その中で最も大きな要因は時間帯である。NYSEと同時帯に属する国の企業の株式の場合に米国市場でのシェアは格段に高くなるのである。これまでの市場間競争が基本的に同じ時間帯にある取引所間で展開されてきたのはこうした事情による。市場間競争が欧州では国境をまたいだ形で、米国では国内で展開されてきたが、それは同じ時間帯の中での競争と考えれば、同質のものと言える。それゆえ、逆に言えば、ニューヨーク、ロンドン、東京の三極体制は、時間帯別の棲み分けに対応したものと考えれば、一定の合理性をもっていたのである。

しかし、そうした三極体制に安住せず一極化を目指すのであれば、そのためには時間帯という最大の制約条件を突破することが必要となる。それが取引時間の延長、さらには二四時間取引体制への移行である。最近の米国における取引時間延長に向けた動きは、個人投資家のニーズへの対応策であると同時に、こうしたグローバル化に向けた戦略であることがわかる。この点に関して、他国での市場開設など空間的な拡張の論理と取引時間延長の論理は全く同じものとなるのである。

(1) SEAQインターナショナルでの外国株（日本株）取引（およびその売買高の計算方法に関する問題点）については、

二上季代司「現物株取引におけるロンドン市場と日本市場の関係」『証研レポート』一九九四年二月号、代田 純
【ロンドンの機関投資家と証券市場】法律文化社、一九九五年（第八章）参照。

- (2) Pulatkonak, M and G. Sofanos, "The Distribution of Global Trading in NYSE-Listed Non-U.S. Stocks", *NYSE Working Paper* 99-03, March 1999. 同論文は、九六年時点のNYSE上場外国株式二五四銘柄をサンプルにしている。当該時点で二九〇の外国企業が上場していたが、母国市場での売買高等の指標が入手できないなどの理由で三六銘柄が対象外とされた。また、市場シェアの計算は、全市場での売買高合計一〇〇として各国市場でのシェアを計算しており、表1が母国市場（東証）を一〇〇としているのと異なる。また、市場シェアを国別に見ているため、特に米国市場という場合、NYSE以外での売買を含むCTS報告ベースの数値となっている。

- (3) 普通株式といっても、多くはADRである。NYSEに上場されている外国株式には、ADR、普通株式（カナダ企業）、グローバル株式（タイムラークライスター社、ベンゲット社（フィリピン）、ニューヨーク株式（オランダ企業）、オフショア株式の五つのタイプがある。取引における原株との代替性に若干の違いがあるが、本稿でのテーマには直接関係しないためここでは区別しない。

- (4) 拙稿「大手投資銀行とIPO」『証研レポート』一五七三号、一九九九年八月、二六頁、図5参照。

- (5) 前掲拙稿、図6参照。

真のNMSの構築へ向けに 「ノーリミットのSEC委員長の提案」

吉川 真裕

一九九九年九月二三日、米国証券取引委員会（SEC）のアーサー・レービット委員長はコロンビア大学法律大学院で「変貌する市場と変わらぬ原則（Dynamic Markets, Timeless Principles）」と題する講演を行い、ATS規制・夜間取引・NYSEとNASDAQの株式会社への移行といった米国証券市場を取り巻く大きな転換についてSECの方針を示した。この講演の内容については九月二一日のウォール・ストリート・ジャーナル紙においてレービット委員長へのインタビューという形で事前に一部紹介されており、⁽¹⁾近年変化の著しい米国証券市場に対してSECが今後どのような態度でのぞむのかという観点から注目を集めていた。

本稿では、レービット委員長の講演内容を紹介し、SECのスタンスを整理するとともに、米国証券市場の将来について考察する。⁽²⁾

1 イントロダクション

米国証券市場は来る数年間にかつてない転換を迎えることになるはずであり、この転換は真の全米市場システム（NMS）のビジョンを実現するチャンスでもある。⁽³⁾

いかに市場環境が変わろうともSECの掲げる変わらぬ原則は、公正な市場 (markets of fairness) ・ 継続して取引のできる市場 (markets of integrity) ・ 質の高い市場 (markets of quality) を追求するにあり。

当面の課題としては、証券取引所の株式会社への移行、活発な競争が注文・流動性・執行コストにもたらすインパクト、各市場をリンクする緊急性、イノベーションを抑えずに市場の効率性を投資家に提供する方策、といった点が上げられる。

何が投資家にとっての利益となるかを考えることが重要であり、既存の利害関係にとらわれるべきではない。

2 変貌する市場の特徴

一〇〇年以上におよぶ資本市場の性格は、誰が投資家なのか、どのように取引されるのか、取引所とは何か、といった点で再考を迫られている。機関投資家は流動性と匿名性、新たな取引システムを必要としてきており、市場参加者は二十四時間取引や注文の迅速な執行、より低い取引コストをますます求めている。

電子取引ネットワーク (ECN) は取引フロアと競合し、スペシャリストやマーケットメーカーはかつてない挑戦を受けており、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) や全米証券業協会自動相場報道システム (NASD A Q) はECNや外国証券取引所と競争するために株式会社化の道を模索している。そして、主要な市場参加者は自らの戦略を再検討し、証券会社は新たな電子取引プラットフォームへますます多額の投資をおこなっており、中にはリスクヘッジのために本業と直接に競合関係にある企業への投資もみられる。

しかし、こうした変化が投資家に利益をもたらしていることも明らかになってきている。気配値スプレッドは縮小し、執行コストは低下し、ますます迅速な執行がおこなわれている。二〇〇〇年に予定されている一〇分の

一刻みへの値幅の変更によって投資家はさらに大きな利益を享受するであろう。

3 我々の使命・質の高い市場

SECはこれまで市場の質を高めるために競争を促進してきたが、市場の欠点を補い、質を高めるためにはどのようにして競争を促進すればよいのかというのが常に問題であった。

一九七五年に議会はSECに全米市場システムの構築を要請したが、この枠組みは三つの命題からなっていた。まず第一に、取引所とディーラーは気配値と取引価格を公表すること、第二に、取引所間のリンクは投資家の注文が最良価格で執行されることを促進すること、第三に、ブローカーは顧客の注文を最良価格で執行する義務を負うこと、である。

SECの役割は特定の市場構造を押しつけることではなく、競争が生じる枠組みを確立し、監視することであり、その結果、各市場が投資家の利益のために発展することになると考えている。戦略的な規制と市場の力のバランスはこれまでこのいずれか一方よりも良い結果をもたらしてきたと確信している。実際、固定手数料制のよくな人為的な障害が取り除かれ、気配値や取引価格といった市場の透明性が増すにつれて、選択の余地が広がり、手数料が低下し、売買高は拡大した。そして、新たな競争的市場が誕生し、注文の執行は迅速化し、取引費用は低下した。

他方、一九七五年のメーデーから二〇年後には店頭市場で気配値スプレッドが人為的に広く設定されており、ディーラーと顧客が別扱いされることが明らかになった。そこで、SECはオーダー・ハンドリング・ルールを導入し、顧客の指値注文が公表されることになり、二重価格は除去された。また、代替的取引システム (A

(TS) 規制を通じて、店頭市場ではECNの気配値の透明化を促進し、単一の気配値表示システムを發展させるとともに、気配値表示方法・処理能力・公正なアクセスといった基本的な市場の責任を明確化し、取引所がイノベーションを通じて市場の変化に対応できるようにした。

4 更なる挑戦

(1) ECN

ECNはここ数年間における最も重要な市場における發展の一つであり、投資家により大きな選択肢を与え、執行コストを数セントにまで引き下げた。その結果、ECNは従来の市場にとっては厳しい競争を挑んでいるが、より根本的にはこれは技術と競争の結合によって生じた変化を体現している。

ECNに対するSECのアプローチは二面的であり、一方では競争を促進しているが、他方では市場の継続性(integrity)を守り、あらゆる市場を平等に扱っている。市場の継続性を守るためにECNは市場の崩壊に直面した場合に備えなければならず、ATS規制のもとで処理能力の容量確保を義務づけられている。しかし、ECNはかならずしも究極の流動性供給手段ではなく、スペシャリストやマーケットメーカー以上に市場の崩壊を回避するものと期待してはいけない。

ところで、オーダー・ハンドリング・ルールのもとでブローカーは最良価格を提示するところに注文を出さなければならぬが、ECNはアクセス・フィーを課している。マーケットメーカーの気配値には通常は手数料が含まれているのに対してECNではアクセス・フィーが別建てになっているという現実には問題があることが明らかになってきた。こうした不整合性は除去されるべきであり、店頭市場におけるこの不整合性を除去する最善

の方策をSECは検討中である。

ATS規制のもとでいくつかのECNは取引所として登録する手続きを進めており、上場銘柄と店頭登録銘柄の取引をリンクする計画は新たなECN取引所を含めなければならない。ITSはブローカー・ディーラーに止まるECNの参加をも拒んではならず、他の市場への効率的な電子的注文回送を妨げてはならない。

(2) 株式会社化

ECNの台頭を受けてNYSEとNASDAQは会員組織から株式会社への移行を検討している。SECは非営利団体から営利企業への移行に対して反対するつもりはないが、これまでうまくいった自主規制システムをいかに維持していくかということに関心を持っている。自主規制機関が営利企業に属する場合に生じうる利害対立は取り除かれなければならない。したがって、営利企業に移行する場合には自主規制機能は監督される市場から組織としては厳密に分離されることが投資家保護の観点から最低限必要であると考えられる。

すべての市場を監督する単一の自主規制機関を設立すべきだという意見や、個々の市場はそこで生じる取引の監督のみをおこない、会員規制や販売慣行・各市場間にまたがる取引に関しては単一の自主規制機関に任せるべきだといった意見がある。現時点ではどのモデルに従うべきかは決めかねているが、後者のアプローチに関心を寄せている(intriguing)。

(3) オプション市場

株式市場で生じたのと同様な競争や改革の波はオプション市場にも押し寄せているが、まだ十分とは言えない。

ほぼ一五年ぶりのオプション市場への参入者は既存のオプション取引所にイノベーションと競争を持ち込み、オプション取引所間の重複上場は急激に増加した（八月には一三〇以上の新規重複上場計画が発表された）。そして、SECが調査した五銘柄の活発に取引されている重複上場オプションのうち四銘柄では重複上場への移行後、有効スプレッドが二二%から四四%低下していた。

しかし、株式市場に比べるとオプション市場のスタンダードはまだまだ低い。そこで、顧客注文を最良価格で執行するためのオプション取引所間のリンクを提案する。オプション取引所はオプションの気配値をやり取りする容量の不足に対して迅速に対応すべきである。そして、より一層の競争に励むべきである。これらの点については一年以内に進展があることを期待する。

5 集中の功罪

(1) 競争

市場における競争の激化は論争を巻き起こした。新規参入者の増加は市場を分裂させたという意見がある一方、競争をより高めることに貢献したという意見もある。しかし、どちらの見解も現実を十分にあらわしているとは言えない。現在は市場発展の次なる段階への形成期であり、多くの要因が共存している。

複数の市場の併存は古くから存在したが、こうした市場をリンクしようとする長年の努力によって通常の取引時間内ではかつてのような市場の分断による流動性の低下はみられない。しかし、指値注文が別々にプールされているという点では市場の分裂は存在している。間違いなく言えることは、より多くの顧客ビジネスをめぐってより多くの競争相手が存在し、かつてないほど開かれた市場間競争がおこなわれているということである。とり

わけ店頭市場では執行コストはかつてないほど低下し、気配値スプレッドはかつてないほど縮小している（オード・バンドリング・ルールの実施以後、三〇%も低下している）。

したがって、競争をゆがめ、人為的なコストを生み出している制限について再考するのは今を置いてほかにない。NYSEのルール三九〇はNYSE会員が一九七九年以降にNYSEに上場された銘柄を店頭市場で取引することを禁じている。この規則を支持する根拠があるのかどうかをよく考えてみよう。NYSEが営利企業になった後もこの競争制限的ルールが維持されるのであろうか。NYSEのルール三九〇が将来廃止されるべきであることは明らかである。

(2) リンクと集中

経済学の基本によれば、より多くの需要とより多くの供給が集約されればより効率的な価格形成がおこなわれるはずであり、中央市場という考え方は魅力的である。他方で、中央市場は必然的に独占へと向かい、イノベーションや競争から生まれる利益に無関心となる。どのような形態であれ、イノベーションを阻害するような市場構造は避けなければならない。

過去においては市場の分裂への対応は市場のリンクであった。一九七五年には各取引所をリンクさせる全米市場システムというビジョンが打ち出されたが、今日では技術の進歩と新たな可能性を考慮して、より広い意味での「リンクされた市場」という概念が生まれている。

証券界のリーダー、とりわけ取引所の執行委員会には新たな技術は競争を阻害することなく、集中の利益を享受することはできないのかどうかを考えてもらいたい。その際に注意すべきことは、価格発見と最良執行を促進

すること、流動性を高めること、機関投資家と個人投資家の取引の交流を損なわないこと、市場のイノベーションを奨励すること、市場間の競争は活発であること、である。

たとえば各市場の指値注文を電子的に集約する「仮想指値注文板 (virtual limit order book)」というのは不可能であろうか。そして、電子的に注文を回送するということは不可能であろうか。さらに、気配値の競争を促すために、ディーラーは顧客の注文を相対で執行する前に仮想指値注文板の注文を消化しなければならないというルールは考えられないだろうか。また、各市場でのイノベーションを促進するために、委託のクロス取引を指値注文を消化することなく、最良価格で執行するという慣行を認め続けるべきであろうか。

これらは簡単に結論のでない、論争的になる問題である。値刻みの一〇分の一への移行はさらに問題を複雑にするかもしれない。しかし、これらは証券界の多くの人々が別々に考えついたアイデアである。思慮深く、建設的で、先を見通した思考が今ほど求められているときはない。市場も投資家も偏狭な利害にこだわってはいない。今日の変化への機会を生かせない。公的な精神が勝らねばならない。

6 将来の市場

米国の証券市場は国民の宝であり、機能して当然と考えたり、近視眼的な見地から浪費したりしてはいけな^い。各市場に対してはあらゆる側面を検討し、資源配分についても検討する余地がある。技術が将来の世界的な市場を歴史的な遺物から区別するものであるとすれば、将来の市場を建設するために利用可能なあらゆるものを投入すべきであろう。

機会が失われたり、努力が稔らなかつたり、挑戦が試みられなかつたり、フロンティアが開拓されなかつたという後悔をしないように勤めなければならない。変化を歓迎し、障害物を捨て去り、イノベーションや競争を利用することによってのみ、投資家に、経済に、そして国民に、世界で最良の資本市場を提供できるのである。

7 ポイントの整理

以上で紹介したレービットSEC委員長の講演では数多くの興味深い指摘が行われているが、SECがホームページに掲載した講演の要旨では次の六つがキーポイントとして上げられている。

- ① 政府の役割は競争を促進することであり、特定の市場構造を押しつけることではない。
- ② ECNは重要な発展であるが、アクセス・フィーが問題である。
- ③ NYSEやNASDAQの株式会社化には効果的な自主規制機能を伴わなければならない。
- ④ オプション市場は競争的になってきているが、まだ不十分である。
- ⑤ NYSEのルール三九〇は将来的には廃止されるべきである。
- ⑥ 市場参加者はテクノロジーが競争やイノベーションを抑制することなく、中央市場のメリットを生かすことができるかどうかを検討すべきである。

確かにこれらのポイントはいずれも重要な問題であるが、講演全体のもつ意味から言えば必ずしも等しく重要であるということではないだろう。講演の準備原稿や要旨、新聞報道等を総合してみると、真の全米市場システム(NMS)へのビジョンという点⁽⁵⁾が最も重要なポイントではないかと考えられる。

レービット委員長は、SECの役割は競争を促進することであり、特定の市場構造を押しつけることではない

(①)としながらも、競争の激化がもたらす市場の分裂というデメリットを考慮し、市場間のリンクをこれまで以上に強化する必要性(⑥)を明らかにし、二〇年前の技術水準に基づいた現在のNMSを改良していく方向性を明確にしたことは新鮮であった。しかも、一例とことわってはいながらも仮想指値注文板というアイデアを紹介したということは、今後の市場間のリンクの方法に少なからず影響を与えるものと考えられる。

米国での近年におけるECNの成長にはさまざまな要因が作用している⁽⁶⁾が、NYSEやNASDAQが注文の自動執行を採用していないということもその一因と考えられる。良し悪しは別にして、現在、世界の主要な株式市場の中で自動執行を採用していないのはNYSEとNASDAQだけであるといっても過言ではない。急速に進む株式市場のコンピューター化の中で、両市場はこのところ順調に推移しているだけに大幅な変化を伴う取引システムの変更は議題にのほりにくい。その隙をついて拡大したのがECNであるという解釈も成り立ちうるだろう。事実、昨今ではATSではなく、ECNが話題にのぼるのはコンピューターによる自動執行が問題になっているからだと考えられる。

とりわけマーケットメーカーとの取引がほとんどを占めるNASDAQでは投資家の注文⁽⁷⁾が自動的にマッチする指値注文板が導入されない限り、ECNへの取引流出はますます広がるものと予想されている。NASDAQは指値注文板を導入せよというSECの指導を受けて、パシフィック取引所が採用したオプティマークをこの夏に導入する計画であったが、予定よりも遅れて一〇月一日から取引を開始することになった⁽⁸⁾。NASDAQがオプティマークの導入を決定した背景にはオプティマークでは注文板が見られず、マーケットメーカーの通常業務と競合しにくいという点が重要であったと考えられる。このように会員業者の利害に反する改革はよほど窮地に追い込まれない限り、会員組織では極めて難しく、NYSEでも事情は同じであろう。したがって、

NYSEとNASDAQの株式会社化を会員組織からの開放ととらえて、株式会社化の暁にはコンピューター化が待ち受けているものと考えるのは邪推であろうか。

もちろん、NYSEのスペシャリスト制やNASDAQの競争的マーケットメーカー制には執行仲介者が流動性を供給するというメリットがあることは確かであるが、それが現在のような自動執行を伴わない制度でのみ可能であるのかどうかは疑わしい。ドイツ証券取引所のXETRAでは低流動性銘柄にマーケットメーカーへの呼値請求機能をもうけて流動性の補完を試みている。また、NYSEではフロアトレーダーが大口注文を預かり、注文板に注文をさらして市場にインパクトを与えることを回避しているという議論もあるが、イギリスのトレードポイント証券取引所では注文量全体は表示せず、注文量全体が執行されるまで指定株数のみを注文板上に表示するというタイプの注文方法が認められているし、注文を見られるのが困るというだけであれば最良気配以外は表示しないということにすればよいだけであろう。

フロア取引の有効性を主張してきた先物市場でもイギリスのLIFFEがコンピューター取引への移行過程にあり、シカゴ・マーカント取引所(CME)はすでに部分的に日中のコンピューター取引を開始しており、シカゴ商品取引所(CBOT)はEURFXの取引プラットフォームの導入を計画中であり、シカゴ・オプション取引所(CBOE)もコンピューター取引の導入を準備している。レービット委員長は講演の中でECNはかならずしも究極の流動性供給手段とは限らないと述べているが、取引量が増えれば増えるほど人手に頼った取引方法には限界があるものと考えられる。逆に低流動性銘柄ではスペシャリストやマーケットメーカーによる流動性の提供は現在のECNにない利点を発揮する余地があるだろう。

いずれにせよ、米国の証券市場が数年以内にかつてない転換を迎えることになり、この転換を真の意味での全

米市場システム (NMS) のビジョンを実現するチャンスだと位置づけるSECの舵取りによって、株式市場のリンクはどのような形で実現されるのか、目を離せないところである。

注

- (1) Michael Schroeder, "Levitt Studies Plan For Single Regulator", *Wall Street Journal*, 21 September 1999.
- (2) この講演の準備原稿と要旨は講演直後のSECホームページに掲載されている。Arthur Levitt, "Dynamic Markets, Timeless Principles", 23 September 1999 (<http://www.sec.gov/news/speeches/spch295.htm>), SEC, "Levitt Calls for Greater Competition and Innovation as Markets Adopt and Respond to New Technologies", 23 September 1999 (<http://www.sec.com/news/remarks.htm>).
- (3) NMSは一九七五年の証券取引法改正において議会がSECに要請した証券取引所市場の統合システムであり、現在取引情報は総合テープシステム (CTS)、気配情報は総合気配表示システム (CDS)、注文回送は市場間取引システム (ITS) によって証券取引所市場は連結されている。
- (4) SECの資料によれば、ダウ指数を構成する三〇銘柄のうち一九銘柄がNYSEのルール三九〇の対象となっており、ルール三九〇対象銘柄全体で一九九九年八月のNYSE売買高の四八%を占めている。SEC (1999), p.3.
- (5) Michael Schroeder and Greg Ip, "SEC Chairman Urges Exchanges To Join in a Central Market", *Wall Street Journal*, 24 September 1999, Jeremy J. Siegel, "The SEC Prepares For a New World Of Stock Trading", *Wall Street Journal*, 27 September 1999.
- (6) NASDAQでは小口注文自動執行システム (SOES) を通じて自動執行もおこなわれているが、売買高全体に占める比率は小さい。
- (7) ホストンにあるロンサルタント会社であるメリティアン・リサーチ社はこうした趣旨のレポートを発表している。Meridian Research Inc., *ECNs - Who Will the Winner Be?*, August 1999. なお、本文は未見であるが、要旨は同社のホームページで閲覧可能である (<http://meridian-research.com/pages/press/releases/stroper/July99/edsunmary.html>)。
- (8) 九月三〇日に、一〇月一日からNASDAQ一〇〇指数構成銘柄の三十一銘柄、二週間後はNASDAQ一〇〇指数の全構成銘柄、そして年内に最も活発に取引されている三五〇銘柄を対象にして取引をおこなうことが発表されている。NASDAQ, "Nasdaq Announces SEC Approval of the OptiMark Trading System", *Nasdaq-Amex Press Release*, 30 September 1999 (<http://www.nasdaqnews.com>).

中国の資金循環表について

王 東明

1 はじめに

経済活動において、資金循環はよく身体の血液の流れにたとえられるほど重要である。資金循環をよく表わすものとして「資金循環表」があり、それは企業、金融部門、政府、家計および海外部門といった経済部門間の資金の流れを反映し、また所得、分配、消費、貯蓄および投資における資金の配分状況を示すものでもある。一方、中国においては、今までの国民経済計算体系が西側先進諸国とかなり違い、計画経済が数十年間継続したため、実物の流れを重視した計算体系であり、資金の流れを反映する最も基本的な手段となる「資金循環表」が作成されておらず、その意味で本格的な資金循環分析はまだ行われていない。ようやく最近になって、西側先進諸国の資金循環勘定 (Flow of Funds Accounts) を参考にし、資金循環表が作成され、公表されるようになった。⁽¹⁾

小稿では、最近入手した『中国資金流量表(一九九二—一九九七年)』(一九九九年八月に国家統計局国民経済核算司と中国人民銀行統計司が編集した資料)に基づいて、中国の資金循環表を紹介し、近年の資金循環の特徴を考察することになろう。

2 資金循環表の構成

中国の資金循環表は企業部門(非金融企業)、金融部門、政府部門、家計部門および海外部門といった五つの経済部門に分けられ、各部門に資金の運用(使途)と資金の調達(源泉)を区分し、資金(通貨・信用)の流れ(フロー)と所得、消費、貯蓄および投資における資金の需給を記録することになっている。

また、現在のところ、資金循環表は「実物取引表」と「金融取引表」という二つの表が作成されている。「実物取引表」は純輸出、付加価値、勤労者報酬、貯蓄、消費および資本形成などの一五項目から構成され、国民所得の分配と貯蓄・投資の実物取引活動を示している。「金融取引表」は通貨、貯蓄、貸出金、有価証券、国際収支などの項目によって構成され、貯蓄・投資に対応する金融取引活動を反映している。資金循環表を通じて、各部門間の資金の流れる量と方向および資金の需給状況を把握することができ、また、資金循環表のデータを利用して所得、貯蓄、消費および投資との間の資金配分関係を分析することもできる。次に、近年の資金循環表を通して、中国資金循環の幾つかの特徴を整理することになろう。

3 近年の資金循環の特徴

(1) 低下する政府部門の可処分所得

可処分総所得は対外貸借を行わないという前提の下で、消費する最大の資金量であり、その源泉は各部門によって異なっている。企業部門の可処分所得は企業の営利状況によって決められ、即ち純利益と減価償却から構成される。政府部門可処分所得の源泉は主に予算内収入と予算外収入からなる。家計部門可処分所得の源泉は主に様々な勤労者報酬であり、その他には主に利息を中心とする財産収入と各種の移転収入から構成される。以上の各部門の可処分所得を合わせたものは国民可処分総所得であり、それは外国からの貸借なしに、国民が消費する限度額である。

表1が九二年から九七年まで各部門の可処分所得を表わすものである。まず、可処分総所得に占める企業部門の可処分所得の割合は九三年から増えている。それとは逆に、政府部門の割合は九四年から減少する傾向があり、九七年現在、その比率は一六%まで減り、目立っている。可処分所得における予算内収入と予算外収入の比率は近年各々七〇%と二五%前後になっている。そして、家計部門の割合は比較的安定しており、近年では六七%前後を保っている。また家計の可処分所得における様々な勤労者報酬は家計所得全体の約八五%を占め、それ以外の部分は利息などの財産収入と各種の移転収入になっている。

(2) 家計が最も重要な貯蓄部門

総貯蓄は可処分総所得から最終消費を引いたものであり、それは対外貸借が行われない前提の下で、資本形成に提供する最大の資金限度額である。企業部門は最終消費がないため、その総貯蓄は可処分所得に等しい。政府部門の総貯蓄はその可処分所得から最終消費を引いた部分である。家計の総貯蓄は政府部門と同じように、可処分所得から最終消費を引いた部分である。三部門総貯蓄の合計は国民総貯蓄であり、それは外国の純借入がゼロとい

表1 可処分総所得における各部門の構成 (%)

年	企業	政府	家計	合計
1992	13.3	19.0	67.7	100.0
1993	16.2	19.2	64.6	100.0
1994	16.0	18.0	66.0	100.0
1995	16.7	16.5	66.8	100.0
1996	13.6	17.1	69.3	100.0
1997	16.1	16.0	67.9	100.0

(出所) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司
【中国資金流量表 (1992 - 1997年)】、1999年8月、8頁。

表2 総貯蓄における各部門の構成 (%)

年	企業	政府	家計	合計
1992	33.1	14.6	52.3	100.0
1993	38.7	15.0	46.3	100.0
1994	37.5	12.2	50.3	100.0
1995	40.1	11.7	48.2	100.0
1996	33.6	13.5	52.9	100.0
1997	39.3	10.2	50.5	100.0

(出所) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司
【中国資金流量表 (1992 - 1997年)】、1999年8月、9頁。

う前提の下で、資本形成の最大の資金量になっている。

総貯蓄における各部門の構成を見ると(表2)、九二年から九七年までの国民総貯蓄に占める企業部門の比率は大抵三三%~四〇%の間で変動している。政府部門はおおよそ一〇%~一五%の間で変動している。一方、家計部門は平均で五〇%前後を占め、国民総貯蓄に占める割合が一番高い部門である。

(3) 三〇%前後の家計貯蓄率

表3が示すように、近年の家計貯蓄性向が比較的安定しており、その可処分所得の七割が最終消費であり、三割が貯蓄にまわっており、高い家計貯蓄率を保っている。それは近年先進諸国の家計貯蓄率(日本…二三%前後、ドイツ…一二%前後、イギリス…一一%前後、フランス…一〇%前後、アメリカ…五%前後)と比べ、かなり高い。また、近年の国民貯蓄率も四〇%以上を保っている。

表3 家計貯蓄率、国民貯蓄率および国民投資率 (%)

年	家計貯蓄率	国民貯蓄率	国民投資率
1992	31.1	40.3	36.1
1993	29.9	41.7	43.3
1994	32.6	42.7	41.2
1995	30.0	41.6	41.4
1996	30.8	40.3	40.1
1997	30.5	41.0	38.5

(出所) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司
【中国資金流量表 (1992 - 1997年)】、1999年8月、9頁。

表4 資本形成総額における各部門の構成 (%)

年	企業	政府	家計	合計
1992	68.6	16.4	15.0	100.0
1993	73.0	15.3	11.8	100.0
1994	72.9	14.5	12.5	100.0
1995	73.8	13.4	12.8	100.0
1996	69.5	14.7	15.7	100.0
1997	72.4	11.9	15.7	100.0

(出所) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司
【中国資金流量表 (1992 - 1997年)】、1999年8月、9頁。

(4) 企業が最も重要な資本形成部門

九二年から九七年までの企業部門が完成した資本形成は全国資本形成総額の六八・六%~七三・八%を占め、

表6 非金融企業部門の負債構成

(%)

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997
借入金	78.0	77.4	70.9	74.8	78.9(76.4)	71.2(74.5)
証券(株式を含まない)	8.1	0.9	0.4	-0.2	0.4	0.2
株式及びその他株式権利	3.6	2.2	0.4	0.2	1.6	9.7
国際収支	10.3	19.4	28.3	25.2	19.2	18.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 括弧内の数字は実際の借入金による計算であり、決算資金を含まない。
 (出所) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司「中国資金流量表(1992-1997年)」、1999年8月、10頁。

表7 家計部門における金融資産の構成

(%)

年	1992	1993	1994	1995	1996	1997
通貨	19.3	22.4	13.7	5.0	7.1	10.9
預金	60.6	66.6	79.4	87.1	77.5	67.0
証券(株式を含まない)	15.1	5.9	5.6	6.6	11.5	11.9
株式及びその他株式権利	3.9	3.9	0.5	0.3	2.8	7.7
保険準備金	1.2	1.2	0.7	1.0	1.2	2.5
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司「中国資金流量表(1992-1997年)」、1999年8月、10頁。

4 むすびにかえて
 以上、中国資金循環表の紹介を通じて、近年の資金循環の幾つかの特徴を見てきた。資金循環の効率をよくさせるため、低下している政府部門の可処分所得、高い貯蓄率および依然低い直接金融比率と高い間接金融比率の金融構造などの課題を改めて考えなければならぬ。そして、近年低迷している消費を刺激し、経済の高成長を維持するため、貯蓄を如何にうまく投資と消費部門にまわし、どのような資

表5 企業部門・政府部門の外部融資率と家計部門の資金貸出率 (%)

年	企業	政府	家計
1992	46.1	0.6	74.3
1993	48.9	5.7	73.6
1994	46.6	12.9	76.0
1995	45.4	12.0	73.4
1996	51.3	8.1	70.5
1997	42.2	8.8	70.7

注(1) 外部融資率は外部からの純借入金が本部門資本形成に占める割合を指す。
 (2) 資金貸出率は本部門の純貸出金が本部門の総貯蓄に占める割合を指す。
 (出所) 国家統計局国民経済核算司、中国人民銀行統計司「中国資金流量表(1992-1997年)」、1999年8月、10頁。

残った部分は家計と政府部門の資本形成になっている(表4)。各部門を合わせた全国資本形成総額が国民可処分所得に占める割合(即ち国民総投資比率)は四〇%前後を維持している(表3)。

(5) 企業が最も資金不足の部門、家計が最も資金豊富な部門

九二年から九七年まで企業部門の資本形成資金のうち、四五・四%、五一・三%が外部からの借入である。九四年以降、政府部門の資本形成における外部融資率は約一〇%前後を占める。逆に、家計部門の貯蓄はその一部が本部門の資本形成に用いられているが、約七〇・

五%、七六・〇%が他部門への貸出金になっている(表5)。その意味で企業部門が最も資金が足りない部門であり、家計部門が最も資金が豊富な部門である。

(6) 非金融企業のための資金調達手段が金融機関からの借入

非金融企業の負債状況を見ると(表6)、その外部融資の主な手段が金融機関からの借入であり、その借入額は本部門総融資額の七〇・九%、七八・九%にも達している。外国からの融資は総融資額の一〇・三%、二八・三%を占め、二番目に多い資金調達項目である。また、九七年の株式発行による資金調達は著しく増加し、当年度資金調達額の九・七%を占めている。しかし、直接金融による資金調達の割合はまだ低い。

(7) 家計の主な金融資産が金融機関への預金

家計金融資産の一番多い項目は金融機関への預金であり、金融資産の六〇%、八七%を占める。二番目に多いのは株式以外の証券投資であり、金融資産の一〇%前後を占める。また、九七年の株式及びその他株式権利投資の部分が増えており、金融資産の七・七%になっている。その他、保険準備金が金融資産に占める比率も増えている(表7)。

金循環の仕組みが必要であるのか、また、中国の資金循環表と資金循環分析を先進諸国のそれと比較する必要があり、それらを今後の課題にしたい。

注

- (1) 「中国人民銀行統計季報」一九九八年第一期に九五と九六年の「資金流量表」が掲載された(中兼和津次「中国経済発展論」有斐閣、一九九九年、九三頁、一一四頁を参照)。また、同「季報」一九九八年第四期に九六年と九七年の「資金流量表」が掲載された。

- (2) 郵便貯金振興会・貯蓄経済研究センター「個人金融年報」、平成二一年版、六頁。

参考文献

- (1) 中兼和津次「中国経済発展論」有斐閣、一九九九年。
 (2) 張南「資金循環分析の理論と応用—日本と中国を中心とする実証研究—」ミネルヴァ書房、一九九六年。
 (3) 「中国人民銀行統計季報」、一九九八年第四期、一九九九年第二期。
 (4) 日本銀行調査統計局「資金循環勘定」、昭和五八年〜昭和六三年版、昭和六三年〜平成四年版。
 (5) 日本銀行調査統計局「資金循環勘定について」、平成一年。
 (6) 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」の各月版。

中国資金循環表(1992年)(実物取引表)

(参考文献)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
1.純輸出		15189.24		981.86		2444.00		7720.00		26638.10		-275.50		26638.10
2.付加価値	7128.40		222.00		1572.00		7037.20		15959.60		15959.60			15959.60
3.地方公債														
(1)資金及び貸付性収入		2804.93		188.40		107.80		3495.32		3495.32				3495.32
(2)社会保険														
4.生産税														
(1)生産税														
(2)生産補助														
5.財政収入	2029.06	936.65	2331.17	2373.85	201.33	79.56	6.15	1191.37	4567.71	4561.45	308.56	294.83	4876.27	4876.27
(1)利息	2024.84	936.29	2327.51	2373.25	201.33	79.56	6.15	1186.66	4564.78	4574.78	308.56	293.61	4868.39	4868.39
(2)配当		4.22	0.00	0.60	0.00	0.00	0.00	2.40	4.22	3.01	0.00	1.21	4.22	4.22
(3)上乗税														
(4)その他		1.36	3.66	617.14	4138.27	1743.93	2.31		3.66	3.66			3.66	3.66
6.初分配所得		4463.50												
7.証券移転	1265.72	89.72	488.65	144.35	743.38	1670.04	662.08	1319.42	3169.83	3223.53	66.51	2.81	3226.34	3226.34
(1)所得税	673.10		313.60		25.60	1047.01	4.71		1047.01	1047.01			1047.01	1047.01
(2)社会保険					321.91	365.80	365.80	321.91	687.71	687.71			687.71	687.71
(3)社会補助		54.90	0.70		394.00		449.60		449.60	449.60			449.60	449.60
(4)その他		537.72	89.72	144.35	144.35	1.87	287.23	547.91	975.51	1039.21	66.51	2.81	1042.02	1042.02
8.可処分所得		3287.50			3492.30		5084.93	18090.27	16962.10	26715.33			15952.10	26715.33
9.最終消費														
(1)家計消費					3492.30		12459.80		12459.80				12459.80	12459.80
(2)政府消費		3287.50							3492.30				3492.30	3492.30
10.総貯蓄		965.80			272.84		1572.63		5630.47	10763.43		-352.93	965.80	965.80
11.資本移転					0.80				966.60	966.60			966.60	966.60
(1)投資性補助														
(2)その他														
12.資本形成総額	7549.46		42.57		595.98		1447.99		9636.00				9636.00	9636.00
(1)固定資本形成総額	6456.46		42.57		595.98		1221.99		8317.00				8317.00	8317.00
(2)在庫増加	1093.00						226.00		1319.00				1319.00	1319.00
13.金融純投資	-3276.16		231.07		-9.95		4182.48		1127.43		-352.93		774.50	774.50
14.純資産差	-66.34		-171.87		-64.75		106.62		-774.33		-0.17		-774.50	-774.50
15.金融純投資	-3342.50		89.20		-654.70		4291.10		353.10		-353.10		0.00	0.00

(参考文献)
中国資金循環表(1992年)(金融取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
金融純投資	-3342.50		59.20		-654.70		4291.10		353.10		-353.10		0.00	
資金運用合計	3583.70		6193.40		23.99		4448.90		14199.90		1210.50		15410.40	
資金源泉合計		6576.20		6134.20		678.60		857.10		13845.80		1563.60		15410.40
通貨		222.80		34.20		1162.10		48.00		1162.10		1162.10		1162.10
本国貨幣		222.80		34.20		1162.10		48.00		1162.10		1162.10		1162.10
外国貨幣														
預金		3348.90		5964.70		-78.10		2693.90		5964.70		5964.70		5964.70
普通預金		2724.70		2843.70		80.40		38.60		2843.70		2843.70		2843.70
定期預金		193.30		289.90		96.60		289.90		289.90		289.90		289.90
委託投資預金				2516.40				2516.40		2516.40		2516.40		2516.40
財政預金				-255.10		-255.10		-255.10		-255.10		-255.10		-255.10
外貨預金		430.90		569.80				138.90		569.80		569.80		569.80
その他預金														
貸出		3363.90		3695.00		173.30		157.80		5695.00		5695.00		5695.00
中期貸出		3143.10		3300.90				157.80		3300.90		3300.90		3300.90
財政貸出		1744.40		1744.40				1744.40		1744.40		1744.40		1744.40
外貨貸出				476.40				476.40		476.40		476.40		476.40
その他貸出														
有価証券		107.80		807.20		10.90		845.40		1152.90		1152.90		1152.90
債券		33.00		557.60		10.90		670.60		903.30		903.30		903.30
国債		33.00		63.10				238.70		334.80		334.80		334.80
金融債								10.90		10.90		10.90		10.90
中央銀行債														
企業債				557.60				421.00		557.60		557.60		557.60
株式		74.80		249.60				174.80		249.60		249.60		249.60
保険準備金		19.30						52.50		71.80		71.80		71.80
法算資金		-146.20								-146.20		-146.20		-146.20
金融機関取引準備金														
在連現金残高														
中央銀行貸付														
その他(純)		-1264.00		-1264.00		54.00		170.50		-1264.00		-1264.00		-1264.00
国際資本収支		1245.10		1161.30		381.50		334.90		1680.60		1680.60		3347.30
長期資本		1052.80		1153.60		200.30		54.00		1488.30		1488.30		3012.70
短期資本		192.30		7.70		134.60				192.30		192.30		334.60
国際準備資産														
国際収支差及び補償				-456.20		-177.00				-456.20		-117.00		-456.20

(参考文献)
中国資金循環表(1993年)(実物取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
1.輸輸出														
2.付加価値		21092.00		1254.50		2037.10		3173.00		8365.90		9114.90		34634.40
3.貿易差損益		8920.70		309.50						19633.60		19633.60		19633.60
(1)貿易及び貸金性収入														
(2)社会保険		4118.55		184.40		127.90		4979.50		548.65		4979.50		4979.50
4.生産税														
(1)生産補助														
5.財政収入		3038.50		1370.09		3384.71		3363.24		296.74		124.23		6657.81
(1)利息		3015.72		1368.46		3379.72		3381.34		296.74		124.23		6643.29
(2)配当		22.78		0.00		0.00		0.00		7.62		22.78		9.53
(3)土地税				1.63		4.99		738.73		296.74		124.23		252.55
(4)その他				6384.34		114.97		5814.99		1800.25		6731.73		326.87
6.初分配所得		1304.37		599.57		259.37		875.34		1705.71		3733.20		3807.53
7.経常移転		530.00		339.20		20.60		917.05		27.25		917.05		917.05
(1)所得移転														
(2)社会保険		66.40		1.00		472.88		508.22		472.88		981.10		981.10
(3)社会補助										443.50		443.50		443.50
(4)その他		707.97		114.97		259.37		5.76		789.33		1391.55		1465.85
8.可処分所得				5194.94		398.53		6650.32		418.45		74.33		1465.85
9.最終消費								4499.70		22374.21		34628.00		34628.00
(1)家計消費								15682.40		20182.10		20182.10		20182.10
(2)政府消費								15682.40		15682.40		15682.40		15682.40
10.貯蓄				5194.94		398.53		4499.70		4499.70		685.90		4499.70
(1)投資性補助				1344.59		1.00		6691.81		1345.59		1345.59		1345.59
(2)その他										14445.90		685.90		15131.80
12.資本形成総額		12199.40		801.50		954.80		1763.30		14998.00		14998.00		14998.00
(1)固定資本形成総額		10465.40		801.50		954.80		1476.30		12890.00		12890.00		12890.00
(2)在庫増加		1733.00				287.00		287.00		2018.00		2018.00		2018.00
13.金融純投資		-5658.87		319.03		-139.77		4928.51		-36.46		685.90		133.80
14.純貸出		-12.54		30.55		-87.53		-36.46		-105.98		-27.82		-133.80
15.金融純投資		-5672.41		349.58		-227.30		4892.05		-658.08		685.90		0.00

中国資金循環表 (1993年) (金融取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
金融機関投資	-5672.41		349.58		-227.30		4892.05		-658.08		658.08		0.00	
資金運用合計	3447.30		12800.89		688.27		5061.56		21978.02		2363.85		21941.87	
資金調達合計		9119.71		12461.31		895.57		1133.02		22656.10		1705.77		24941.87
通貨		324.02		30.15		1528.70		41.51		1528.70		1528.70		1528.70
外国貨幣		324.02		30.15		1528.70		41.51		1528.70		1528.70		1528.70
外国貨幣								1133.02						
現金		2558.99		6178.43		550.33		3366.11		6178.43		6178.43		6178.43
普通預金		2265.88		2584.42		282.38		36.16		2584.42		2584.42		2584.42
定期預金		-105.09		-93.76		11.33				-93.76		-93.76		-93.76
家計貯蓄預金				3071.24				3071.24		3071.24		3071.24		3071.24
財政預金				255.62		255.62				255.62		255.62		255.62
外貨預金		398.20		659.91				261.71		659.91		659.91		659.91
その他預金														
貸出		7063.06		7573.55		340.98		169.51		7573.55		7573.55		7573.55
短期貸出		4632.10		4801.61				169.51		4801.61		4801.61		4801.61
中期貸出		1531.97		1531.97						1531.97		1531.97		1531.97
財政貸出				340.98						340.98		340.98		340.98
外貨貸出		898.99		898.99						898.99		898.99		898.99
その他貸出														
右価証券		283.10		140.75		78.00		-0.80		637.82		637.82		637.82
債券		85.06		140.75		78.00		-0.80		439.78		439.78		439.78
国債				61.62		-0.80		216.90		276.72		276.72		276.72
金融債														
中央銀行債				78.00		78.00				78.00		78.00		78.00
企業債		85.06		2.13						85.06		85.06		85.06
株式		198.04						198.04		198.04		198.04		198.04
保険準備金		26.37				87.83		61.56		87.83		87.83		87.83
法算資金		-232.86		52.60		-232.86				-232.86		-232.86		-232.86
金融機関取引				52.60		52.60		52.60		52.60		52.60		52.60
準備金				1574.52		1574.52		1574.52		1574.52		1574.52		1574.52
在外国金融機関				221.76		194.10				221.76		221.76		221.76
中央銀行貸付				2917.12		2917.12				2917.12		2917.12		2917.12
その他(特)		-539.66		-539.66						-539.66		-539.66		-539.66
国際資本収支		1310.44		2338.46		188.61		312.43		277.87		2928.76		4305.04
長期資本		1087.59		2311.09		197.15		312.43		77.23		1321.97		2901.39
短期資本		222.85		27.37		31.46				254.31		27.37		281.68
国際債権資産				101.83						101.83		101.83		101.83
国際債権負債及び補償		-564.91								-564.91		-564.91		-564.91

中国資金循環表 (1994年) (実物取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
1.輸輸出														
2.付加価値		27724.50		15273.30		4442.20		13065.40		46759.40		-634.10		46759.40
3.補助生産設備		11527.10		433.90		2794.60		11889.50		26615.10		26615.10		26615.10
(1)資金及び資産性移入														
(2)社会保険														
4.生産者純額		5145.78		388.74		172.40		661.70		6378.62		6378.62		6378.62
(1)生産者税														
(2)生産者補助														
5.財産収入		4514.27		1941.87		5099.46		454.89		189.47		20.15		9999.50
(1)利息		4448.95		1939.48		5087.93		454.89		189.47		20.15		9964.47
(2)配当		65.32		0.09		0.00		0.00		0.00		0.00		34.47
(3)土地税														65.40
(4)その他				2.31		4.11		1.80		4.11		4.11		4.11
6.処分利益所得		8479.23		689.28		7588.40		29913.22		46670.12				46670.12
7.証券利益		1606.84		197.39		1097.35		1189.33		4409.87		152.55		4562.42
(1)所有権		506.45		260.55		842.01		75.00		842.01		842.01		842.01
(2)社会保険						665.75		716.61		1382.36		1382.36		1382.36
(3)社会補助		84.00		3.00		416.60		503.60		503.60		503.60		503.60
(4)その他		1016.39		197.39		252.79		15.00		1797.13		152.55		1854.45
8.可処分総所得				7069.78		425.72		8427.85		1681.90		37.32		1834.45
9.最終消費						5986.20		20809.77		26795.97				26795.97
(1)家庭消費						5896.20		20809.77		20809.77				20809.77
(2)政府消費										5986.20				5986.20
10.貯蓄		7069.78		425.72		1473.46		10052.24		1473.46		-660.05		1473.46
11.資本移転		1462.36												
(1)投資性補助														
(2)その他														
12.資本形成総額		15361.57		148.66		1339.71		2410.46		19260.60				19260.60
(1)固定資本形成総額		13397.17		148.66		1339.71		1970.56		16856.30				16856.30
(2)在庫増加		1964.40					439.90		2404.30					2404.30
13.金融純投資		-6829.43		287.96		-371.52		7641.78		728.78		-660.05		68.73
14.純直接投資		146.46		393.19		322.25		-142.27		-66.74		-1.99		-68.73
15.金融純投資		-6862.97		-105.23		-49.27		7499.51		662.04		-662.04		0.00

(参考文献)
中国資金循環表(1994年)(金融取引表)

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
金融機関投資	-6692.97													0.00
資金運用合計	5727.14	16541.22	-105.23		-49.27		7499.51		692.04		-662.04		3592.85	
資金源泉合計		12410.11		1664.45		1384.95		1434.12		266.82		39757.50		35902.85
通貨	305.34		37.95	1424.00	13.96		1066.75		1424.00		1424.00		1424.00	1424.00
日本貨幣	305.34		37.95	1424.00	13.96		1066.75		1424.00		1424.00		1424.00	1424.00
外国貨幣														
預金	4424.18			11776.92	1182.88		6169.86		11776.92		11776.92		11776.92	11776.92
普通預金	3899.42			4684.15	689.36		95.37		4684.15		4684.15		4684.15	4684.15
定期預金	599.13			722.91	123.78		722.91		722.91		722.91		722.91	722.91
家計貯蓄預金				5683.55			5683.55		5683.55		5683.55		5683.55	5683.55
財政預金				369.74	369.74		369.74		369.74		369.74		369.74	369.74
外貨預金	-74.37			316.57			390.94		316.57		316.57		316.57	316.57
その他預金														
貸出	8802.85	9174.66				104.99		266.82	9174.66	9174.66			9174.66	9174.66
短期貸出	5488.75	5735.57						266.82	5735.57	5735.57			5735.57	5735.57
中長期貸出	2485.76	2485.76							2485.76	2485.76			2485.76	2485.76
財政貸出		104.99				104.99			104.99	104.99			104.99	104.99
外貨貸出	828.34	828.34							828.34	828.34			828.34	828.34
その他貸出														
有価証券	94.63	1123.68	776.00	776.00	19.36	745.66	473.25		1616.29	1616.29			1616.29	1616.29
債券	45.00	1115.74	776.00	776.00	19.36	745.66	431.56		1565.66	1565.66			1565.66	1565.66
国債		339.74			19.36	745.66	386.56		745.66	745.66			745.66	745.66
金融債		776.00		776.00					776.00	776.00			776.00	776.00
中央銀行債														
企業債	45.00						45.00		45.00	45.00			45.00	45.00
株式	49.63	7.94					41.69		49.63	49.63			49.63	49.63
保険準備金	68.75			125.22			56.47		125.22	125.22			125.22	125.22
決算資金	-646.59			-646.59			-646.59		-646.59	-646.59			-646.59	-646.59
金融機関取引		26.15	2062.28	2062.28			26.15		2062.28	2062.28			2062.28	2062.28
準備金				26.15			26.15		26.15	26.15			26.15	26.15
在庫現金残高		29.03		26.96			859.29		29.03	26.96			859.29	29.03
中央銀行貸付		859.29							859.29	859.29			859.29	859.29
その他(株)	-170.99	4355.04	597.17	-170.99	168.65	583.47			-170.99	5325.72	2812.27		7837.99	7837.99
長期資本取支	1746.45	4258.51	561.47	387.21	168.65	583.47			2157.49	5229.19	2157.49		7396.68	7396.68
長期資本		86.53	35.70						354.78	86.53			441.31	441.31
短期資本	319.08		2631.01						2631.01	2631.01			2631.01	2631.01
国際債権資産														
国際収支調整及び補正		-842.41							-842.41	-842.41			-842.41	-842.41

単位：億元

(参考文献)
中国資金循環表(1995年)(実物取引表)

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
1.総輸出		36235.00		1574.67		5089.34		15789.09		58478.10		-998.50		58478.10
2.付加価値		15002.60		585.95		3824.47		14446.98		33660.00				33660.00
3.貿易者報酬														
(1)資金及び資金性収入														
(2)社会保険		6706.85		174.81		164.36		7777.82		731.80		7777.82		7777.82
4.生産税														
(1)生産税		5312.89		1866.35		5091.72		4973.91		532.01		159.03		16.94
5.財産税		4443.20		1863.34		5096.77		4956.20		532.01		159.03		16.94
(2)配当		889.09		0.06		0.00		0.00		0.00		0.00		0.00
(3)土地税														
(4)その他		2.83		4.95				2.02		4.95				4.95
6.初歩所得		10869.02		696.10		8703.35		37224.41		57494.88				57494.88
7.經常所得		1874.67		521.55		2169.40		1468.02		5234.37		152.48		5386.85
(1)所得税		478.26		261.12		870.88		131.50		870.88		32.72		5386.85
(2)社会保険		126.80		4.10		858.37		858.37		1829.11				1829.11
(3)社会補助		1268.61		256.33		599.10		640.00		640.00				640.00
(4)その他		193.61		256.33		327.78		1236.42		1894.38		152.48		2046.86
8.可処分所得		9187.96		430.88		9504.62		3891.19		57614.64				57614.64
9.最終消費						6690.50		26944.45		33634.95				33634.95
(1)家計消費						6690.50		26944.45		26944.45				26944.45
(2)政府消費														
10.貯蓄		9187.96		430.88		2814.12		11564.74		23979.69		-135.04		23844.65
11.資本移動		1601.18		10.23				1611.41		1611.41				1611.41
(1)投資性補助														
(2)その他														
12.資本形成総額		18036.05		177.33		1596.62		3066.94		23877.00				23877.00
(1)固定資本形成総額		15966.05		177.33		1596.62		25604.24		20300.50				20300.50
(2)在庫増加		3069.80		263.72		-993.91		8479.50		3576.50				3576.50
13.金融機関投資		-8246.91		-472.06		306.28		33.44		102.69				-135.04
14.統計調整		167.44		-208.34		-88.63		8513.24		34.11				-135.04
15.金融的投資		-8079.47								136.80				-136.80

単位：億元

(参考文献)
中国資金循環表 (1995年) (金融取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
金融機関投資	-8079.47		-208.24		-88.63		8313.24		136.80		-136.80		0.00	
資金運用合計	4888.97		17193.53		1283.78		8868.32		3224.60		4167.12		36401.72	
資金源泉合計		12968.44		17401.87		1372.41		355.08		32097.90		4303.92		596.74
通貨	127.94		15.83		5.85		447.02		596.74		596.74		596.74	
本国貨幣	127.94		15.83		5.85		447.02		596.74		596.74		596.74	
外国貨幣														
預金	4318.38		13414.00		1172.96		7222.66		13414.00		13414.00		13414.00	
普通預金	3323.95		4270.79		738.71		99.13		4270.79		4270.79		4270.79	
定期預金	1065.60		1301.53		294.93		7312.71		1301.53		1301.53		1301.53	
養老積蓄預金														
財政債														
外貨預金														
その他預金														
貸出		9696.32		9946.40		-105.00		353.08		9946.40		9946.40		9946.40
短期貸出		6461.62		6816.70			355.08		6816.70		6816.70		6816.70	
中期貸出		2470.26		2470.26			2470.26		2470.26		2470.26		2470.26	
財政貸出														
外貨貸出														
その他貸出		764.44		764.44			764.44		764.44		764.44		764.44	
有価証券														
債券														
国債														
金融債														
中央銀行債														
企業債														
株式														
優待債														
投資資金														
金融機関取引														
在埠現金残高														
中央銀行貸付														
その他(純)														
国際資本収支														
長期資本														
短期資本														
国際貿易差額														
国際収支調整及び補遺														
		-1487.34		-1487.34		-1487.34		-1487.34		-1487.34		-1487.34		-1487.34

(参考文献)
中国資金循環表 (1996年) (実物取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
1.純輸出		40885.40		1900.20		513.80		19576.20		67884.60		-1459.30		67884.60
2.付加価値														
3.勤労者報酬		17336.50		688.00		4684.00		16591.00		39279.50				39279.50
(1)賃金及び賞金性収入														
(2)社会保障														
4.生産者純額		8654.47		397.80		60.08		10095.63		883.28				10095.63
(1)生産補助														
5.財産収入		6355.56		2202.55		6115.70		6053.34		658.95				12120.30
(1)利息		3339.50		2196.06		6062.07		6044.33		658.95				6078.55
(2)配当		1016.06		0.58		0.00		0.00		0.00				0.58
(3)土地税														
(4)その他														
6.初級経産材料		10741.42		33.63		781.05		10381.47		27.72				33.63
7.経常移転		2461.12		214.01		500.81		1653.99		318.07				6682.41
(1)所得税		830.51		182.00				1205.70		193.19				1205.70
(2)社会保障								1055.10		1207.00				2262.10
(3)社会補助		78.60		0.74		0.74		992.38		671.72				671.72
(4)その他		1592.01		214.01		318.07		6.51		671.72				671.72
8.可処分総所得								1608.16		2315.10				2312.85
9.最終消費								7831.60		46142.91				67028.35
(1)家庭消費								32152.25		40003.85				40003.85
(2)政府消費								7851.60		32152.25				32152.25
10.総貯蓄								7851.60		7851.60				7851.60
11.資本形成								3614.23		14290.66				26921.45
(1)投資性補助										2112.19				2112.19
(2)その他														
12.資本形成総額		20613.59		181.12		181.12		4220.97		26867.17				26867.17
(1)固定資本形成総額		18922.20		181.12		181.12		3211.17		23336.07				23336.07
(2)在庫増加		2521.30		420.17		420.17		1009.80		3531.10				3531.10
13.金融機関投資		-10010.07		1660.98		-322.45		10069.69		157.33				-445.72
14.金融証券投資		-1987.69		2691.98		-81.39		832.71		454.60				-8.88
15.金融純投資		-1987.76		2081.14		-403.94		10902.39		611.93				-611.93

(参考文獻)
中国資金循環表 (1996年) (金融取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
取引項目	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
金融純投資	-11967.76		2081.14		-403.84		10902.39		611.93		-511.93		0.00	
資金運用合計	7730.71		27207.97		1578.00		10991.72		47508.00		4697.47		52115.47	
資金源泉合計		19698.47		25126.43		1981.84		83.33		46896.07		5219.40		52115.47
通貨	89.48		34.78		916.67		783.13		916.67		916.67		916.67	
本国貨幣		89.48		34.78		916.67		783.13		916.67		916.67		916.67
外国貨幣														
預金	6745.74			16720.53		1459.55		8315.24		16720.53		16720.53		16720.53
普通預金	4513.13			5315.13		715.07		86.93		5315.13		5315.13		5315.13
定期預金	1513.42			2009.08		495.66		8190.77		2009.08		2009.08		2009.08
金融貯蓄預金				8190.77		8190.77		8190.77		8190.77		8190.77		8190.77
財政預金				275.83		275.83		237.51		275.83		275.83		275.83
外貨預金	196.05			433.59				237.51		433.59		433.59		433.59
その他預金	523.14			495.13		-27.01				495.13		495.13		495.13
貸出	15041.26		15130.59				89.33		15130.59		15130.59		15130.59	
短期貸出	10491.12		10580.45				89.33		10580.45		10580.45		10580.45	
中期貸出	7730.71		3355.61						3355.61		3355.61		3355.61	
財政貸出														
外貨貸出														
その他貸出														
右面証券	4.48		380.80		1143.62		603.97		1564.30		1564.30		1564.30	
国債	4.48		74.63		1143.13		603.97		1564.30		1564.30		1564.30	
金融債														
中央銀行債														
企業債	4.48		74.63		-32.03		801.10		105.30		105.30		105.30	
株式			306.17		0.49		70.15		306.68		306.17		306.17	
保険債権金	69.75		498.36		197.03		127.28		306.17		306.17		306.17	
法貨資金	995.14		498.36		595.14				197.03		197.03		197.03	
金融機関取引									1093.50		1093.50		1093.50	
在銀現金残高									-506.27		-506.27		-506.27	
準備金									3670.19		3670.19		3670.19	
中央銀行貸付									-38.87		-38.87		-38.87	
その他(株)	-1416.35		5071.65		826.99		411.88		3817.06		3817.06		3817.06	
長期資本	1566.48		4967.22		666.21		411.88		2578.23		2578.23		2578.23	
短期資本	75.99		104.43		160.38		104.43		234.86		234.86		234.86	
国際準備資産									2631.52		2631.52		2631.52	
国際収支調整及び補填									-1293.60		-1293.60		-1293.60	

(参考文獻)
中国資金循環表 (1997年) (実物取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
取引項目	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉	運用	源泉
1.輸出			44897.82		1705.77		5493.01		6557.81		6557.81		21570.30	
2.付加価値			17384.76		773.50		5493.01		19605.23		43730.30		43730.30	
3.物及びサービスの輸入									19605.23		43730.30		43730.30	
(1)資金及び資金性収入									19605.23		43730.30		43730.30	
(2)社会保険									19605.23		43730.30		43730.30	
4.生産物残高			8664.75		480.20		54.47		10185.18		10185.18		10185.18	
(1)生産物									10185.18		10185.18		10185.18	
(2)生産補助														
5.財政収入			6517.83		2282.72		575.82		146.32		25.00		3376.75	
(1)所得			4866.86		2025.18		575.82		146.32		25.00		10422.03	
(2)配当			1650.97		246.74		0.00		0.00		0.00		54.28	
(3)土地税														
(4)その他					8.80				10766.01		41.26		30.06	
6.処分資産所得			14153.20		430.55				10766.01		41.26		30.06	
7.経常経費			2861.33		321.80		493.51		3294.35		2278.93		4338.89	
(1)所得税			890.03		142.00		1291.95		2593.93		1291.95		1291.95	
(2)社会保険									1311.76		2765.16		2765.16	
(3)社会補助			86.50		0.81		705.58		1453.40		1311.76		2765.16	
(4)その他			1894.80		321.80		228.64		519.00		3029.74		3455.74	
8.可処分総所得					11613.67		287.74		11814.39		73837.12		3483.34	
9.最終消費							8724.87		34854.57		43579.44		43579.44	
(1)家計消費							8724.87		34854.57		43579.44		43579.44	
(2)政府消費														
10.貯蓄			11613.67		287.74		1065.28		30893.52		15266.75		30257.68	
11.資本技術			1064.28		1.00				1.72		1067.00		1065.28	
(1)投資性補助														
(2)その他														
12.資本形成総額			21458.47		195.51		2324.56		4479.09		29457.63		28457.63	
(1)固定資本形成総額			19294.71		195.51		2324.56		3429.42		25154.20		25154.20	
(2)在庫増加			2253.76						1049.67		3303.43		3303.43	
13.金融純投資			-8780.52		93.23		-300.32		10785.93		-1960.89		-1960.89	
14.統計調整			143.14		733.00		-444.55		241.15		672.74		-510.17	
15.金融純投資			-8637.38		826.23		-744.87		11027.08		2471.05		2471.05	

(参考文献)
中国資金循環表 (1997年) (金融取引表)

単位：億元

取引項目	非金融企業部門		金融機関		政府部門		家計部門		国内合計		海外部門		合計	
	運用	源泉												
金融機関投資	-6837.38		836.23		744.87		11027.08		2471.06		-2471.06		0.00	
資金運用合計	6523.71		49166.80		1168.02		11177.41		64355.94		3599.24		67955.18	
資金循環合計		15161.09		44660.56		1912.90		150.33		61884.88		6070.30		67955.18
通貨	139.55		139.55		1375.60		1375.60		1375.61		1375.60		1375.61	
本国貨幣	139.55				14.44		1221.62		1375.61				1375.61	
外国貨幣					14.44		1221.62		1375.60				1375.60	
預金	4667.62		173.96		13139.02		7496.04		13312.98		173.96		13312.98	
普通預金	3241.80				3617.53		140.88		3617.54				3617.54	
定期貯蓄	902.33				1265.98		7011.10		1265.98				1265.98	
財政預金					7011.10		7011.10		7011.10				7011.10	
財政預金					189.07		189.07		189.07				189.07	
外貨預金	204.43		173.96		548.54		344.11		722.50		548.54		722.50	
その他預金	319.07				506.80		197.73		506.80		506.80		506.80	
貸出		11297.71		11510.04		0.40		150.33		11510.04		11448.44		11627.07
短期貸出		7497.65		7562.75		0.40		64.71		7562.75		7562.76		7562.75
中長期貸出		2921.28		3009.90				85.62		3009.90		3009.90		3009.90
財政貸出														
外貨貸出		683.72		745.33					745.33		683.72		862.36	
その他貸出		192.06		192.06					192.06		192.06		192.06	
有価証券		1508.41		1877.47		1865.00		2188.63		4661.10		468.95		4535.05
債券				1731.66		1240.50		1330.40		3062.06		3140.92		3062.06
国債				51.12		1855.00		1813.85		1865.00		1865.00		1865.00
金融債				1640.50		1121.60		-518.90		1121.60		1121.60		1121.60
中央銀行債				40.04		118.50			40.04		118.50		40.04	
企業債		35.42							35.42				35.42	
株式		1472.99		145.81				858.23		1004.01		1472.99		1472.99
信託債		34.51						278.20		312.71		668.95		312.71
決算資金		739.17		-509.23		739.17		229.94		312.71		-0.22		312.71
金融機関取引				27669.35		27844.68		27844.68		27669.35		27844.68		27669.35
準備金				1620.05		1633.56		1620.05		1620.05		1620.05		1620.05
在埠現金残高				138.48		129.20		138.48		138.48		9.28		138.48
中央銀行貸付				-177.85		-270.83		-177.85		-177.85		-177.85		-177.85
その他(物)		-517.50				-1594.83		178.22		-346.36				-346.36
外国直接投資		212.43		3667.09		47.50		47.50		212.43		3667.09		212.43
その他対外債権債務		1217.92		602.41		101.78				1671.03		751.69		1671.03
国際債権資産				423.11						1671.03		2961.42		2961.42
国際収支調整及び補填		-1405.30		2961.42						-1405.30		-1405.30		-1405.30