

90年代後半におけるわが国金融構造の変化に関する考察

～ リスクマネーの源泉と市場の活性化 ～

馬場直彦・西崎健司・稲村保成・清水季子

2001年11月

Market Review

1990年代後半以降、わが国の金融構造は変化を示している。金融市場では、97～98年の金融危機を経て、“ビッグバン”の成果が徐々に顕現化しつつある。90年代を通じて家計の資金は預貯金に向かい、これを原資として政府がリスクマネー（企業向けのリスクを伴う投資資金）を提供する主体となった。政府の資金調達の間である国債市場では、ここ数年の市場整備の取り組みが奏効し、市場流動性が向上しつつある。株式市場においては、規制緩和の進展を背景に海外からリスクマネーが流入した。将来のわが国経済の成長を支えるためには、市場を経由したリスクマネー提供チャネルの拡充が不可欠であり、そうした資金の流れを支える市場活性化への取り組みを着実に進めていくことが重要である。

はじめに

1990年代を振り返ると、バブル崩壊後日本経済が低迷基調を辿る中で、わが国の金融構造は、この間の資金フローの変化や市場整備の進展を受けて、変化を遂げてきた。ここ数年、わが国金融を巡っては、銀行の不良債権問題、企業収益の低迷と株価の趨勢的下落、国債の格付低下、公的金融依存の高まりといった負の側面のみがクローズアップされてきた。しかしながら、“危機が金融構造の改革を為し遂げる¹”といわれるように、97～98年の金融危機の厳しい経験を経て、社債・CPといった市場経由の資金調達ウェイトが高まるなど、変化がみられ始めている。

金融構造の変化と金融市場の活性化は、コインの裏表である。金融構造が望ましい方向に変化するためには、それを支える市場の活性化が進むことが不可欠となる。市場の活性化は、規制緩和による制度(器)の自由化・効率化だけでなく、取引慣行や決済システムなどの市場インフラの整備を通じて、使い勝手を向上させることによって実現される。90年代半からの“金融ビッグバン”は制度(器)面の改善を促し、これと並行して市場インフラ(使い勝手)の改善も進められてきている(BOX1)。ただし、市場経由の資金調達チャネルの拡充や、国債市場の国際的な広がりなど、解決すべき課題も依然残されている。

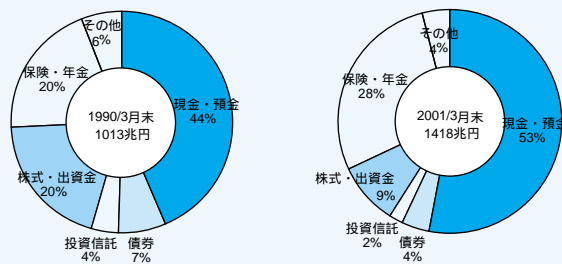
本稿では、まず、バブル崩壊直前(90年代初)から最近までの資金の流れを概観する²。とくに2つの大きな特徴、①家計資金が銀行等を経て公的部門の資金ニーズをファイナンスしたこと、②リスクマネーの主たる提供者は海外部門と公的部門であったこと、を指摘する。その後、そうした資金フローを支えた市場活性化への取り組みの成果を、とくに①の場として機能した国債市場に焦点を当てて考察する。

家計から銀行、そして国債市場へ

家計が保有する金融資産の内訳を、バブル崩壊直前の

89年度末と2000年度末で比較すると、債券や株式の比率は減少した一方、現預金、保険・年金の比率が上昇していることがわかる(図表1)³。こうした動きは、同時期における海外の家計部門保有資産構成の動向と比較すると一層特徴的である⁴。このようなわが国家計の行動は、この間の各資産のリスク対比での収益性という観点からみれば、あくまで事後的な評価に過ぎないが、それなりの合理性を有していたとみることもできる。

図表1 家計部門保有資産構成の変化



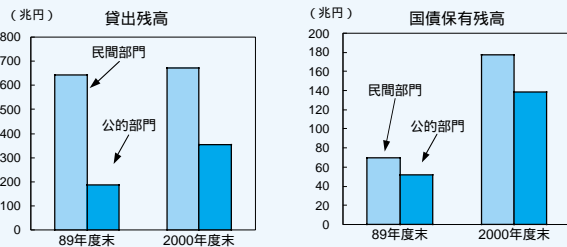
(資料)日本銀行「資金循環統計」

預貯金として金融仲介部門に吸収された資金は、最終的な投資先としては、貸出と国債に向かった。一般政府部門のグロス債務残高は、2000年度末には691兆円(名目GDP対比135%)と、G7諸国の中で最大規模に達したが、これをファイナンスしたのが、銀行チャネルを介した家計の資金であったといえる。また、家計の資金は、郵便貯金チャネルを通じて、公的金融の原資にも活用された。

金融仲介部門における民間金融と公的金融のシェア⁵をみると、公的金融機関が保有する金融資産が、24%から37%に拡大した。資産の内訳をみると、民間部門では、貸出が概ね横這いで推移し、国債が大幅に増加した一方、公的部門では、貸出・国債ともに増加している(図表2)。公的部門の貸出が増加した背景には、不良債権問題を抱

えた民間部門のリスクテイク余力が低下し、とくに中小企業へのリスクマネーの提供を公的部門が担ったこと、景気対策で財投機関が積極的に活用されたことなどが指摘できる。

図表2 金融機関の貸出・国債保有残高



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

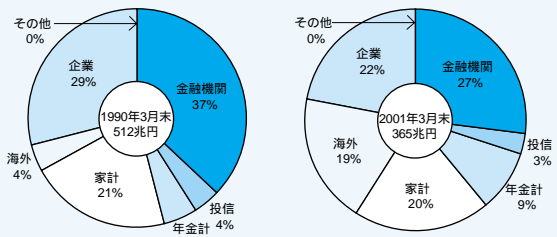
リスクマネーは海外・公的部門が提供

家計および民間金融機関が相対的に安全資産選好を強める中で、企業に対して与信や株式保有という形でリスクをテイクしながら資金を提供したのは、海外部門と公的部門であった。

企業を取り巻く資金の流れの変化をみるために、まず株式市場についてみると、株式の時価総額に占める企業の保有比率はこの10年間で顕著に低下している(図表3)。この背景としては、90年代後半以降、資本効率の低下が顕現化する下で、株式を保有するリスクがより強く意識され⁶、株式持合い解消の動きが加速したことが指摘できる⁷。89年度末から2000年度末にかけて市場全体に占める持合い比率は約7%ポイント低下している(図表4)。

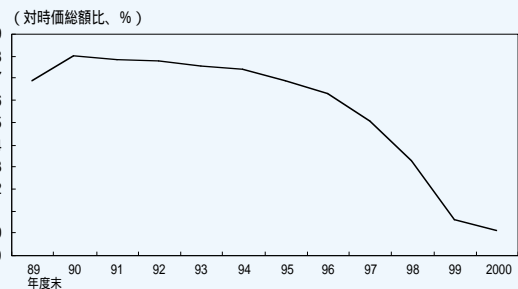
これに対し、株式の時価総額に占める海外部門の保有

図表3 株式保有者構成の変化



*「金融機関」は資金循環統計上の金融機関から投信、年金基金を除いたもの。
**出資金を除くベース。
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表4 株式持合い比率の推移



*2000年度の諸制度を基準に投続した調整値。
(資料) ニッセイ基礎研究所「株式持合い状況調査 2000年度」

比率は、大幅に上昇している(前掲図表3)。海外部門の保有資産の構成をみても、株式の割合は大幅に上昇している(図表5)。こうした海外投資家のわが国株式市場におけるプレゼンスの拡大は、フローの面からも確認できる。東証一部の売買金額(除く証券会社)に占める海外投資家の割合は、この11年間で13%から53%に拡大した。

【BOX 1】 金融市場改革の歩み

90年代半以降、いわゆる「金融ビッグバン」の旗印の下で金融機関の業務範囲・組織形態、金融業への新規参入、商品・サービス面等について規制緩和、インフラ整備が進展した。

① 金融機関の業務範囲・組織形態の見直し

- ・銀行・信託・証券間での相互参入開始(93/4月~)。証券子会社20社、信託銀行子会社18社が設立された(2001/10月末時点)。
- ・金融持株会社制度の整備(98/3月)。株式交換・株式移転制度の創設(99/10月)。持株会社8社が設立された(2001/10月末時点)。

② 金融業への参入障壁の緩和

- ・銀行業への参入増加。
- ・証券会社の免許制から登録制への移行(98/12月)。64社が参入(2001/10月末時点)。

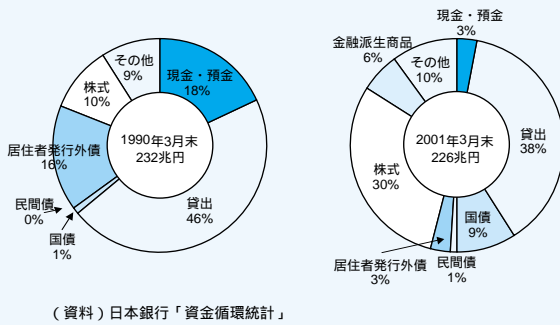
③ 商品・サービスに関する規制緩和

- ・銀行等の本体による投信販売開始(98/12月)。
- ・銀行の社債・CP発行解禁(社債99/10月、CP98/6月)。
- ・社債発行の適債基準および無担保社債の財務制限条項に関するルール撤廃(96/1月)。
- ・株式売買委託手数料の自由化(94/4月売買代金10億円超、98/4月同5,000万円超、99/10月完全自由化)。
- ・有価証券取引税・取引所税の撤廃(99/4月)。
- ・外為法改正(98/4月)。為銀主義の撤廃、内外資本取引等の自由化。

④ 市場インフラの整備

- ・F B発行の公募入札化(99/4月)。利付国債発行へのリオープン制度導入(2001/3月)。中期債の5年利付債への統合(2001/4月)。
- ・レポ市場創設(96/1月)。新現先取引導入(2001/4月)。
- ・ローン・トレーディング市場の整備(2001/1月日本ローン債権市場協会設立)。
- ・日銀ネットのRTGS化(2001/1月)。

図表5 海外部門保有資産構成の変化

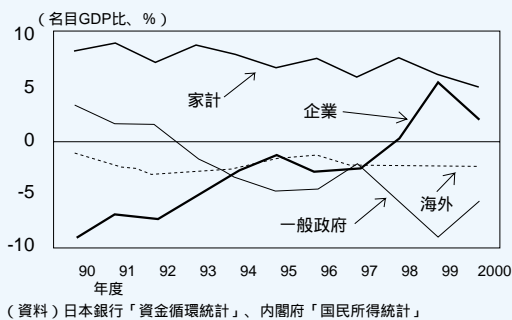


90年代中盤以降順次進められた大口株式売買委託手数料の自由化などの株式市場における規制緩和は、こうした流れを促進したと考えられる⁸。

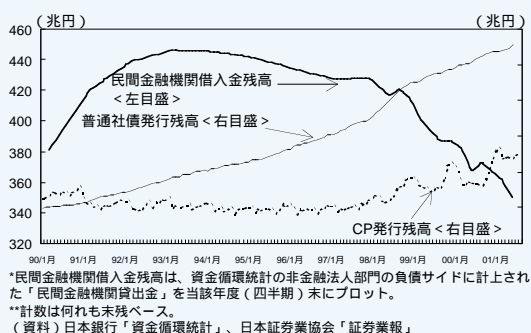
次に、クレジット・マーケット(貸出、社債、CP市場)をみると、企業向け民間金融機関貸出が減少する中で、①公的金融機関の企業向け貸出が増加したこと、②普通社債やCPなどの市場性調達が増大したことを指摘できる。

企業の民間金融機関からの借入金残高(資金循環統計ベース)は、89年度末の381兆円から2000年度末には361兆円に減少している。この一方で、企業の公的金融機関からの借入金残高(同)は、89年度末の80兆円から2000年度末には123兆円に増加しており、企業の借入に占める公的部門のプレゼンスが増大していることがわかる。公的部門による貸出の金利設定が、市場で形成される金利よりも低位に抑えられる場合には、信用リスクの価格付けが歪められる可能性がある。公的金融の拡大が市場機能に及ぼす影響を認識し、これを抑制するための方策を講ずることが今後の課題といえる。

図表6 部門別資金過不足の推移

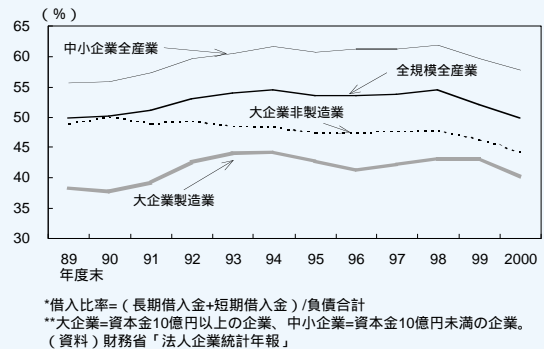


図表7 企業の資金調達の動向



また、企業が資金余剰部門に転じ(図表6⁹)、民間金融機関からの借入残高が明確に減少傾向を示した98年度入り後に、これを補うように普通社債・CP市場の拡大テンポが加速したことも特徴的である(図表7)。この背景には、90年代の前半から中盤にかけて、社債・CP市場において規制緩和¹⁰等が進展したことが挙げられる。この点については、97~98年の金融危機に伴うクレジット・クランチが、結果として直接金融化を促したとの見方も可能である。こうしたクレジット・マーケットにおける変化の結果、企業の借入比率は99年度以降、業種規模にかかわらず低下傾向を示している(図表8)。もっとも、普通社債やCP市場における資金調達主体は、大企業を中心であり、中小企業が市場から資金調達を行うためのチャネルの整備は今後の課題として残されている。

図表8 企業の借入比率の推移



国債市場の流動性向上への取り組み

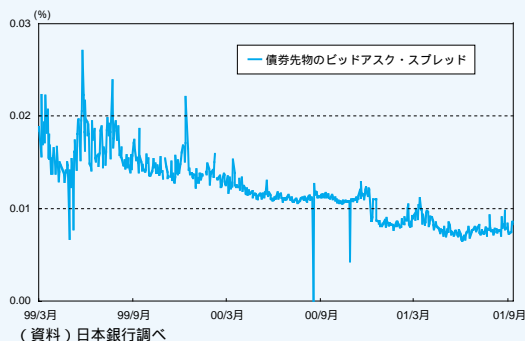
拡大した国債発行の受け皿となったのは、家計から金融機関に預けられた資金であった。受け入れた預金の運用対象として、民間金融機関がとくに国債を選好した背景には、景気低迷に伴う金利低下期待とリスクテイク余力の低下があった。すなわち、他の資産と比較して、国債のリスク対比でみた期待収益が相対的に高いという判断があったと考えられる。そうした投資判断を行う上で、とくに短期間で売買を行う可能性の高い資産については、その市場が常に高い流動性を有していることが期待される。以下で見るように、90年代後半から実施された市場整備の効果もあって、国債市場の流動性は着実に向上してきている様子が窺われる。民間金融機関をはじめとする市場参加者が、発行増を十分吸収するペースで国債保有量を拡大することができた背景には、こうした市場流動性の向上があったと考えられる。

99年にBISグローバル金融システム委員会が行った国債市場の流動性に関する調査では、わが国国債市場はG7諸国の中で流動性が最も低いことが指摘された¹¹。とりわけ、国債市場の流動性を阻害している主因として指摘されたのが、流動性を集める鍵(キーマチュリティー)となる債券が10年債のみであった点である。また、日本の国債市場における1銘柄当りの発行サイズが小さいことも指摘されていた。

これらの問題を解決するため、①中期債市場の拡充(発行額の拡大と5年債への一本化)による中期ゾーン・キーマチュリティーの形成(BOX2)、②リオープン

ン制度（クーポンと償還日の等しい銘柄同士の統合）の導入（BOX 3）が行われた。こうした取り組みを背景に、流通市場における流動性は、徐々に改善の方向へ向かっている。主要な流動性指標である先物のビッドアスク・スプレッド（売呼び値と買呼び値の差）をみると、その値は低下基調にある（図表 9）。

図表 9 国債流動性指標の改善

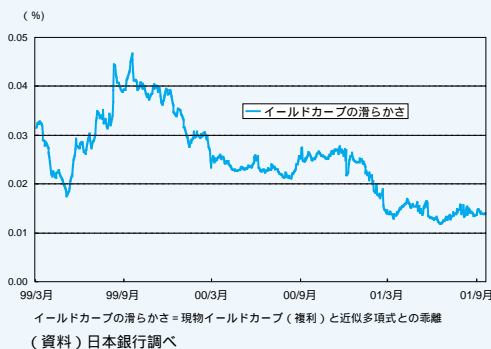


国債市場の流動性が十分に高まれば、銘柄毎の市場価格が需給によって歪む傾向が弱まり、理論的に求められる価格との乖離は縮小すると考えられる。国債市場の価格付けの効率性がどのように推移しているかを確認したところ、99年末以降、理論イールドカーブと現実のイールドカーブの乖離は縮小しており、イールドカーブ全体の滑らかさも高まっていることが確認された（図表10）。

国債市場と株式市場の国際的な広がり

もう一つの資金の流れとして、海外からわが国株式市場ヘリスクマネーが流れ込んだことを指摘した。株式市場において、90年央以降規制緩和が進展したことも、こ

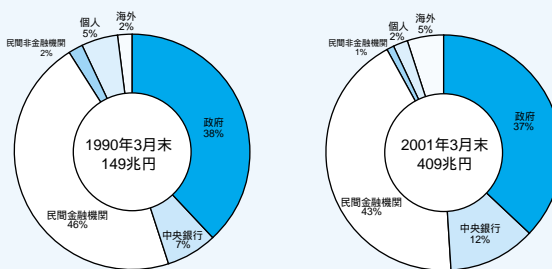
図表10 国債イールドカーブの滑らかさ改善



うした資金の流れに伴う摩擦を軽減する効果を果たしたと考えられる。

国債市場と株式市場を保有者構成の国際的な裾野の広がりという面で比較すると、株式時価総額に占める海外部門保有比率は19%、国債発行残高に占める同比率は5%となっている（ともに2000年度末時点、株式：前掲

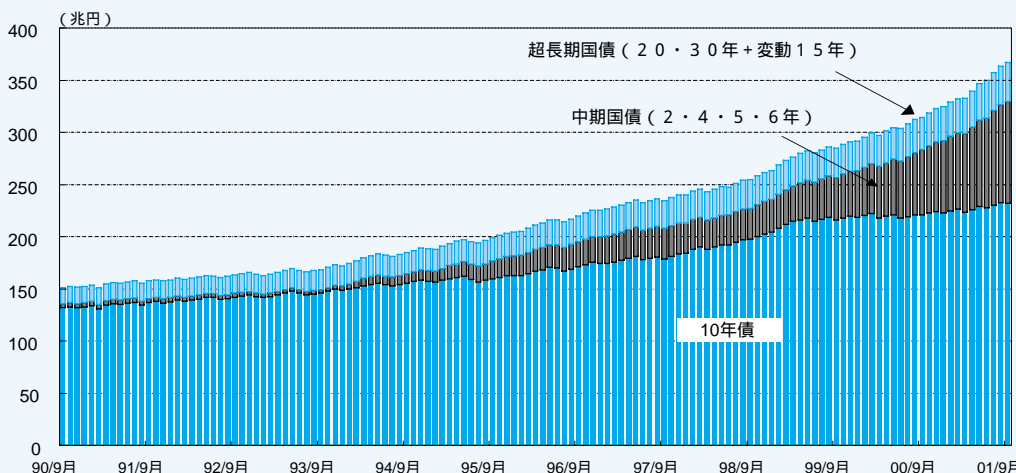
図表11 国債保有者構成の変化



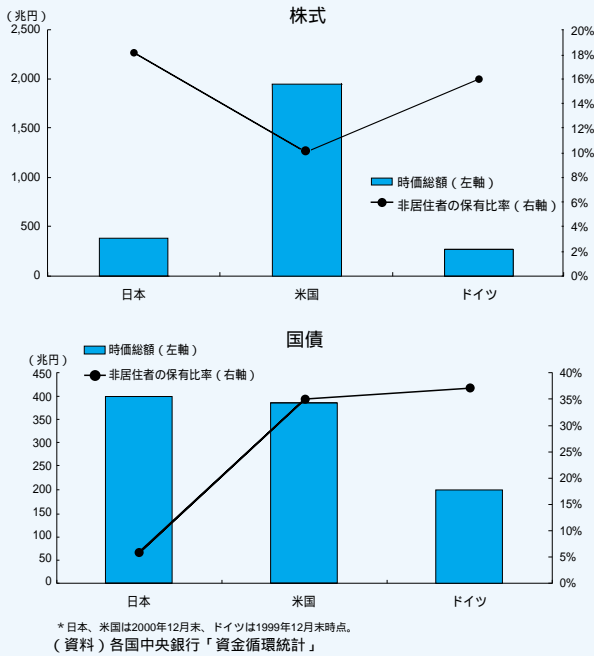
【BOX2】中期国債市場の拡大

99年以降、中期国債の発行が拡大し、全利付国債発行残高に占めるシェアは、2001年9月末時点で27%に達している（BOX図表 1）。とりわけ、2001年度からは、4・6年債が廃止され、5年債に統合されるなど、中期国債市場におけるキーマチュリティの育成が進んでいる。中期国債発行量の拡大効果を流通量の面から確認すると、2000年以降、中期国債の現物売買高が急速に増加し、5年債の発行が開始された2000年2月から2001年9月までの月間売買高は、平均24兆円と長期国債（含む超長国）売買高の約3割に達している。このような中期国債市場の順調な拡大には、発行市場の拡充だけでなく、電子取引システムの普及等の流通市場の整備も重要な役割を果たしたと考えられる（マーケット・レビュー2001-J-1参照）。

BOX図表 1 中期国債残高の拡大



図表12 市場規模と海外部門保有比率



図表13 海外部門保有株式の産業別構成比

順位	90年度末		00年度末	
	業種	保有総額中のシェア (%)	業種	保有総額中のシェア (%)
1	電気機器	21.4	電気機器	25.5
2	輸送用機器	7.5	輸送用機器	10.3
3	銀行業	7.3	通信業	8.9
4	建設業	6.5	医薬品	7.3
5	石油・石炭製品	5.0	サービス業	6.7
6	小売業	4.8	化学	5.3
7	医薬品	4.7	証券・商品先物取引業	4.0
8	化学	4.3	小売業	3.3
9	機械	4.2	銀行業	2.8
10	卸売業	3.9	その他金融業	2.8

(資料) 中川英太郎「外国人投資家と日本株取引」、東京証券取引所 全国証券取引所協議会「市場価格で見た株式保有状況調査」

図表3、国債：図表11)。米国・ドイツにおける国債・株式の発行規模と海外部門保有比率と比較してみると、わが国国債の保有構造は国際化が進展していないことがわかる(図表12)。

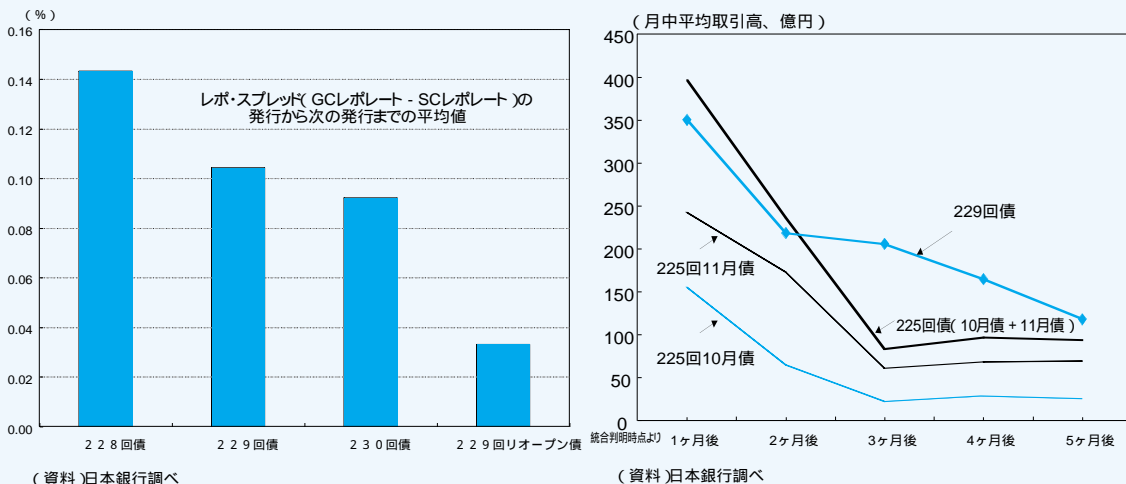
海外部門が保有するわが国株式の産業別構成比をみると、2極化が進んでいる様子が窺われる(図表13)。IT関連を始め、製造業を中心に相対的にグローバルな企業活動を行っている産業の割合が上昇する一方で、非製造業の割合は低下する傾向が観察される。海外の投資家は、

【BOX3】 リオープン制度の導入が市場流動性に及ぼした影響

従来から2つの銘柄を統合する制度として「銘柄統合制度」が存在した。同制度では、銘柄が統合されるのは初期利払い日(発行時点から4~11ヶ月後)以降であり、それ以前は形式上異なる債券として扱われた。2001年3月債から、同制度を改良し、より早いタイミング(発行時点)で2つの銘柄が統合される「リオープン制度」が導入された。リオープン制度は、とくに市場参加者が最も活発に取引する発行直後の銘柄の市場流動性を向上させる効果大きい。

リオープン制度が発行直後の銘柄の流動性に与えた影響をみるために、銘柄統合されたケースとリオープンが初めて行われた229回債のケースを、プライス面およびボリューム面から比較した。流動性を示す指標として、取引量と個別債券の需給の逼迫度合いを示すレポ・スプレッドを用いた。レポ・スプレッドとは、任意の銘柄を担保に資金を借入れるレート(GCレポレート)と、特定の銘柄を担保として資金を借入れるレート(SCレポレート)との乖離であり、担保に指定される銘柄の需給状態を反映する。レポ・スプレッドが大きければ、その銘柄の需給は逼迫しているとみることができる。リオープンされた債券については、レポ・スプレッドが大きく減少し、需給が緩和されていることがわかる(BOX図表2左)。統合判明時点からの取引量の推移について、銘柄統合された債券(225回債)とリオープン統合された債券(229回債)を比較した。その結果、リオープンされた債券の方が銘柄統合された債券よりも、長期にわたり高水準の取引量が維持されていることがわかる(BOX図表2右)。限定的なサンプルながら、両指標ともに、リオープン制度の導入によって発行直後の銘柄の流動性が向上したことを示している。

BOX図表2 リオープン制度導入の影響



日本全体の生産性を反映する国債よりも、グローバルな企業活動を重視して投資する側面が強いように見受けられる。このように、グローバルな資産のアロケーションは、市場インフラの整備状況のみならず、マクロ的金融経済環境・構造改革の進展などにも大きく影響される。

結びにかえて

90年代半以降、市場参加者と公的当局が一体となって進めてきた規制緩和や市場整備に向けた努力が、90年代後半に起こった資金の流れの変化を支えたことは、上述の通りである。この経験を踏まえ、金融経済面で難しい局面が続くこの時期にこそ、リスクマネーの流入を促すためにも、規制緩和や市場整備への取り組みを一層強化することが重要といえる。

90年代に拡大した家計から公的金融を経由するリスクマネー提供チャンネルを、どのように市場メカニズムを活用する形に変えていくか、という点は課題の一つである。中小企業や新興企業の資本市場へのアクセス・チャンネルを整備することも重要である。これら市場経由の資金の流れを拡大するためには、信用リスクの市場での評価が適正かどうかといった定量的な検証作業と、それを踏まえた資金調達市場のインフラ整備を両輪で進めていくことが重要である。

国債市場や株式市場整備の方向性を考える上では、国際的なアセット・アロケーションの動向も視野に入れることが有用と考えられる。株式市場において90年代後半に進んだ海外部門保有比率の上昇が、どのような要因によってもたらされ、また現在の株式市場の機能にどのような影響を与えているのか。国債市場の流動性向上が、保有構造の国際的な広がりにも必ずしも繋がらないのはなぜか。国際的な視点から見た場合、国内投資家や国内金融機関の資産選択に特性があるといえるか。これらの課題について、資金フローの動向と市場整備のあり方という両面から、分析を進め、具体的な課題の実現に役立てていきたい。

1 Franklin Allen and Douglas Gale, 2000, *Comparing Financial System*. The MIT Press.

2 本稿では、資金の流れを主に「資金循環統計」を用いて捉えている。同統計の概要については、日本銀行調査統計局経済統計課「入門 資金循環」(東洋経済新報社)を参照。

3 各資産の相場変動の影響を考慮するため、仮に89年度末から2000年度末までポートフォリオ入替を一切行わなかった場合に家計の保有資産比率がどのように変化するか試算してみた。すると、89年度末のままポートフォリオを維持した場合、現預金は2000年度末時点で41%となるはずであったが、実際には53%まで上昇し、家計が現預金を10%以上積み増したことがわかる。次に、債券についてみると、何もしない場合の試算値(11%)が実績値(4%)を上回っていることから、家計は債券保有を減少させたことがわかる。さらに、株式・出資金については、試算値(11%)が実績値(9%)をやや上回っており、家計はわずかながら株式保有比率を低下させたことがわかる。試算には、株価指数としてMSCI(Morgan Stanley Capital International)、債券指数としてソロモン・スミス・バーニー国債インデックスを用いた。現預金については、IMF IFS(International Financial Statistics)のdeposit rateを用い複利計算を行った。

4 例えば、この間米国では、株式保有比率は一貫して30%以上の高水準で推移した。また、ドイツでは、同比率は10%程度から

15%以上に上昇している。

5 公的金融機関 = 郵便貯金 + 簡易保険等 + 資金運用部 + 政府系金融機関、民間金融機関 = 金融機関 - (中央銀行 + 公的金融機関)と定義して算出した。なお、貸出残高は、民間・公的金融機関貸出金から同一部門内取引を控除した後のネットベースのデータである。

6 公正取引委員会「大規模事業会社とグループ経営に関する実態調査報告書」(2001年5月)によれば、持合いを解消・減少させる理由として61.5%の企業が「株式保有のリスクを考慮」を挙げている。

7 企業保有株式の89年度末から2000年度末にかけての、時価総額の変化 70兆円のうち、16兆円が企業の売却によるもの、54兆円が保有株式の価格低下等によるものである(資金循環統計の金融取引表、調整表の各年の計数から算出)。

8 例えば、対内株式取得・処分合計額(財務省「対内・対外証券投資」ベース)は、99年第2四半期(99年第1四半期20兆円弱 99年第2四半期約25兆円)から急激に増加しており、その背景として98~99年中の規制緩和等(外為法改正、有価証券取引税の撤廃、株式売買委託手数料の完全自由化)の影響が指摘されている。なお、株価が下落に向かった2000年第2四半期以降も、同計数は40兆円前後で推移している。

9 本図表では、日本国鉄清算事業団・国有林野事業特別会計の国の一般会計による債務承継要因(98年度:中央政府の資金不足要因および非金融法人企業の資金余剰要因 約27兆円)の調整を行っている。

10 社債市場では適債基準が撤廃され、基準気配制度が整備された。CP市場でも発行額面や期間について規制緩和が実施された。

11 BIS国際金融システム委員会, 1999, "Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications."

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水(E-mail: tokiko.shimizu@boj.or.jp)までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。