滋賀大学経済学部研究叢書第47号

内外経済経営リスクとリスク管理

有　馬　敏　則　著

滋賀大学経済学部

はしがき

グローバリゼーションの進展とともに，一国の経済経営リスクは瞬時のうちに世界各国に伝播し，世界各国の不確実性はさらに拡大する事となった。その意味で，経済経営リスク管理は自国にとっても，世界各国にとってもますます重要なテーマとなってきている。そしてヘッジファンドを始めとする世界的資金移動が，不確実性を一層増幅させている。

2008年９月15日の米国第４位の証券会社リーマン・ブラザーズの破綻に伴うリーマンショックによる世界大不況も，米国の不動産価格は右肩上がりで下落することはないという現実を無視した前提に立ち，金融工学を駆使して作り上げられた，米国の「サブプライムローン証券化商品」の大暴落に起因するものである。

また2009年10月のギリシャの政権交代により，財政赤字が現実よりも過小に粉飾されていた事が判明し，2010年，2011年とギリシャ国債の大暴落によるソブリン危機が発生した。この影響はEU（欧州連合）27カ国の中で共通通貨ユーロに参加している17カ国中GIIPS（ギリシャ，イタリア，アイルランド，ポルトガル，スペイン）諸国に止まらず，EU加盟国のベルギーやハンガリーにも及んでいる。そして欧州財政・金融危機として，2012年１月時点においても，まだ世界経済に悪影響を及ぼし，舵取りを間違えると，リーマンショック以上のマイナスの影響を与えるとの懸念が強まっている。またユーロそのものの，存在自身も揺らいでいる。

さらに米国は，リーマンショックからの経済回復に手間取り，アフガニスタンへの膨大な戦費の重圧の中で，深刻な財政危機に直面し，国際通貨ドルの信認も低下している。そして準備資産の多様化が進み，国際通貨制度は事ある毎に動揺し，世界経済をより複雑化している。

このような欧米の低迷の中で「円」は歴史的最高値を更新し続けており，輸出不振や日本経済の空洞化に拍車がかかり，雇用問題にも影響を及ぼしてい

る。他方「円高」を利用した国境を越えた「M&A（企業の吸収・合併)」も過去最高件数となり，産業構造の変化も大きい。

しかしながら，日本の国債残高はGDPの200%を超えており，ソブリンリスクが何時発生してもおかしくない状況に追い込まれている。このように日本の財政再建は待ったなしの状況にあり，特に一般会計で大きな比重を占めている社会保障費の問題は，国債増発によるソブリンリスク管理と蜜接に関連している。

このような不確実性が高まっている内外経済の中で，経済経営リスクを出来るだけ議論の中に取り込もうとしたのが本書の最大の狙いである。基本的には筆者の，ここ8年間の著作を基に，リスク管理を主要なキーワードとして，大幅に加筆修正したものである。ただ時間の制約の中で十分に現状分析に至っていない箇所があるのは，今後の課題である。

本書の構成は以下の通りである。

第1章では，金融リスクの種類と金融機関の抱えるリスクおよびリスク管理について概観したものである。

第2章では，近年拡大の一途にある対外証券投資・直接投資に伴い不可避的に付随してくるカントリーリスク概念の変遷と，カントリーリスクを把握するために開発されたBIS（国際決済銀行）統計の改善について考察している。

第3章では，リーマンショックにより引き起こされた世界大不況のプロセスと証券化リスクを考察している。

第4章では，社会保障費，特に医療費拡大に伴う財政膨張がソブリンリスクを内包・深化させる一大要因となっている事を指摘し，リスク回避のための医療費抑制の実態と，今後の対応策について検討している。

第5章では，日本国債消化の重要な担い手であった郵政事業と財政投融資改革を中心に考察したものである。かつて財政投融資勘定の主要な部分を占めてきた郵貯・簡保は「自主運用」の名のもとに市場リスクに直面せざるを得なくなった。さらに「郵政事業民営化に伴う郵便貯金，簡易保険と国民年金基金の

リスク管理を考察している。

第６章では，近年の国際的な金融市場や商品市場，そして為替市場の最大手のプレイヤーであるヘッジファンドの運用リスク管理と　近年の欧州危機の中での債権下落に伴う業績不振について検討している。

第７章では，クロスボーダーの資金移動を仲介している国際間の資金決済システムであるSWIFTのシステムの概要と問題点を考察したものである。

第８章では，1973年に変動相場制に移行した後の，世界の準備通貨の多様化と為替変動リスクについて検討している。

第９章では，リーマンショック，欧州財政・金融危機の中での国際通貨制度の動揺を，国債金融リスクの観点から考察したものである。

補章では，不確実性が増大している現在において，堅実なビジネスを進めて来たで近江商人の「三方よし」と「陰徳善事」の検討を通じて，その経営理念，経営手法，そしてそれを精神面から裏付けている宗教観ににについて考察し，現代の経営に少しでも反映できれば，経営リスクの減少と，ひいてはリスク管理に繋がるのではないかと主張したい。

なお各章の初出は以下の通りである。

第１章「金融リスクとリスクマネジメント」，『彦根論叢』第342号，2003年，pp. 55–67.

第２章「カントリーリスク管理とBIS統計」，『彦根論叢』第357号，2006年，pp. 67–85.

第３章・第４章　世界大不況と日本の高齢者医療問題」，『彦根論叢』第381号，2009年，pp. 79–102.

第５章「財政投融資資金と証券市場―リスク管理との関連で―』，『滋賀大学経済学部研究年報』Vol 11，2005年，pp. 1 –28.

第６章「ヘッジファンドの構造変化とリスク管理」，『彦根論叢』第364号，2007年，pp. 97–116.

第７章「グローバリゼーション下のSWIFTの現状と課題」，『彦根論叢』第374

号，2008年，pp. 87-104.

第８章「準備通貨の多様化と為替リスク管理」，『彦根論叢』第371号，2008年，pp. １-22.

第９章「国際通貨制度の動揺と国際金融リスク管理」，『滋賀大学経済学部研究年報』Vol 18，2011年，pp. １-18.

補　章「『三方よし』と『陰徳善事』」，『彦根論叢』第386号，2010年，pp. 118-129.

なお本書刊行に当たり，出版の機会を与えて頂いた滋賀大学経済学会の諸先生に厚く御礼を申し上げたい。またファイナンス学科の先生方には，私の39年間の滋賀大学勤務を終えるに当たり，『彦根論叢の退職記念号』に玉稿を賜り，感謝に堪えない。さらに本書刊行の審査員を務めていただいた本学の二上季代司教授，久保英也教授には，厚く御礼を申し上げたい。そして初出の PDF ファイルから，加工できるようにワード化して頂いた，経済経営研究所の江竜美子助手の協力に謝意を表するものである。また日頃から私の健康管理を行ってくれている私の家族についても御礼を述べたい。

さらに本書は，滋賀大学経済学部学術後援基金による研究成果の一部であることを付け加えておきたい。

2012年１月７日

雪をかぶった彦根城の見える研究室にて

有馬敏則

目　　次

はしがき

第１章　金融リスクとリスク管理

Ⅰ　はじめに……1
Ⅱ　金融リスクの種類……2
Ⅲ　金融機関の抱えるリスク……6
Ⅳ　金融リスク管理……9
Ⅴ　おわりに……13

第２章　カントリーリスク管理と BIS 統計

Ⅰ　はじめに……15
Ⅱ　カントリーリスク概念の推移……16
Ⅲ　信用リスク移転取引とクレジット・デリバティブ……21
Ⅳ　海外銀行の現地通貨建て現地向け与信増加……25
Ⅴ　BIS 国際与信統計の拡充・整備……26
Ⅵ　おわりに……34

第３章　世界大不況と証券化リスク管理

Ⅰ　はじめに……36
Ⅱ　1929年からの世界大恐慌の状況……37
Ⅲ　2008年９月からの世界大不況の原因（金融面からの考察）……38
Ⅳ　世界大不況の波及メカニズム……39
Ⅴ　証券化リスクの管理……48

第４章　社会保障費拡大とソブリンリスク管理

Ⅰ　はじめに……51
Ⅱ　日本の国や地方公共団体の深刻な財政赤字の状況……51
Ⅲ　日本の医療費抑制と高齢者医療問題……56
Ⅳ　後期高齢者医療制度……60
Ⅴ　高齢者医療制度を補完する介護保険制度……62
Ⅵ　今後の課題～「尊厳死・安楽死」をも視野に入れた自分なりの終末期医療への態度の決定の必要性と地域の支え合いの重要性……63

第５章　財政投融資資金と国債市場のリスク管理

Ⅰ　はじめに……66
Ⅱ　平成12年度までの財政投融資（旧財投）……67
Ⅲ　平成13年度から平成19年度の財政投融資……73
Ⅳ　平成19年までの郵貯・簡保・年金積立金と証券市場……82
Ⅴ　主体別国債保有の推移とリスク管理……99
Ⅵ　郵貯・簡保・年金積立金のリスク管理 ……105

第６章　ヘッジファンドの動向と国際資金移動のリスク管理

Ⅰ　はじめに ……115
Ⅱ　ヘッジファンドの概要と生存分析 ……117
Ⅲ　ヘッジファンドの投資戦略の変化 ……122
Ⅳ　ヘッジファンドのリスク管理 ……133

第７章　SWIFT と国際決済ネットワークのリスク管理

Ⅰ　はじめに ……136
Ⅱ　SWIFT システムの現状 ……137
Ⅲ　SWIFT システムと各国決済システム ……145
Ⅳ　SWIFT システムの課題 ……152

第 8 章　準備通貨の多様化と為替リスク管理

Ⅰ　はじめに ……156
Ⅱ　変動相場制移行から ECU 発行まで ……158
Ⅲ　プラザ合意直前から日本のバブル崩壊まで ……163
Ⅳ　アジア通貨危機からサブプライム問題直前まで ……167
Ⅴ　準備通貨の多様化と為替リスク ……172

第 9 章　国際通貨制度の動揺と国際金融リスク管理

Ⅰ　はじめに ……179
Ⅱ　SDR 評価による公的外国為替（外貨）準備中の各国通貨保有比率 …183
Ⅲ　公的外国為替（外貨）準備中の各国通貨保有比率 ……188
Ⅳ　外国為替市場の動揺 ……196
Ⅴ　国際金融リスクとリスク管理 ……205

補　章　近江商人のリスク管理―「三方よし」と「陰徳善事」―

Ⅰ　はじめに ……210
Ⅱ　近江商人の定義と出身地や活動状況・研究状況 ……212
Ⅲ　近江商人と宗教 ……220
Ⅳ　近江商人の「三方よし」 ……222
Ⅴ　近江商人の「陰徳善事」 ……225

第１章　金融リスクとリスク管理

Ⅰ　はじめに

リスク（risk）とは，ラテン語の risicare を語源としている[1]。risi は cliff（崖）というギリシヤ語から派生し，risicare は「岩山間を航行する」意味だと説明[2]されている。したがって，リスクは第一義的には「事故（ペリル，peril）発生の可能性」と言うことができる。

しかし，現在においては，このような一義的意味のみならず，リスクの対象をより広く把えるべきだとの意見が主流となってきている。そして「リスク」は現在では，「事故発生の可能性」に加えて，「社会経済活動の結果の不確実性」を含めて定義するのが一般的である。

また日本リスク研究学会では，リスクを「人間の生命や経済活動にとって，望ましくない事象の発生の不確実さの程度およびその結果の大きさの程度」と，高度技術が産業化された社会を考慮に入れて定義している[3]。

「金融リスク」も，一般的リスクの意義と対応していると言えるだろう。すなわちリスクの一義的定義である「事故発生の可能性」に対して，金融リスクではダウンサイド（損失）だけのリスクが対応していると言える。たとえば「Credit risk（信用リスク，与信リスク）」は，金融取引相手先がデフオルト（default，支払不能）となり，受け取れるはずの金額が受けとれないというように，不確実性がダウンサイドだけに作用する場合である。

また「社会経済活動の結果の不確実性」に対しては，アップサイド（利益が生ずる）もダウンサイドもある金融リスクが対応している。たとえば「Market

---

[1] 『ランダムハウス英和大辞典』小学館，1994年，p. 2333。

[2] 石井　至『リスクのしくみ』東洋経済新報社，2002年，pp. 8−14。

[3] 日本リスク研究学会編『リスク学事典』TBS ブリタニカ，2000年，p. 2 。

risk（市場リスク）」は，市場の変動により金融商品や金融取引の価値が変動し，その結果，利益が生ずることも，損失が発生することもあると言える。

「金融リスク」の定義としては，「経済主体の資産や所得の価値に影響を与える可能性のある不確実性」[4]と，する場合も多い。しかし，ここでの資産や所得には，マイナスの費用や借金も含めるべきであり，上記の定義はより包括的に「資産や所得『等』」とするのが妥当であるだろう。

本章においては，まず金融リスクの種類について概観し，つぎに金融機関の抱える金融リスクを検討する。そして，金融リスク管理の意義と，リスク計測手段について簡略に考察したい。

Ⅱ　金融リスクの種類

1．信用リスク（Credit risk）

信用リスクは，金融取引の相手先や保有する金融商品の発行体のデフォルト，もしくは信用力の変化により発生するリスクである[5]。

信用リスクの分析対象先としては，取引先と発行体に区分することが多い。このリスクは金融機関の歴史とともに存在し続けてきた伝統的リスクと言える。また金融機関の破綻は，このリスクが顕在化したときに起きる場合が多く，金融機関にとり，最も重要なリスクであり続けるだろう。

なお信用リスクには，貸付相手国での戦争・革命・累積債務等の発生で，債権回収が不能となるカントリーリスクも含まれる。

2．市場リスク（Market risk）

市場リスクは金利，有価証券等の価格，外国為替相場，株価などの市場で取引される商品の価格や相場が変動することにより，金融商品や金融取引に発生

---

[4] 野口悠紀雄・藤井員理子『金融工学』ダイヤモンド社，2000年，p. 4。

[5] 小野　覚『金融リスクマネジメント』東洋経済新報社，2002年，pp. 19–33。

するものである。市場リスクは，市場価格や相場の種類により，金利リスク，為替リスク，株式リスク，コモディティ・リスク等に分類される。金利リスクは，金利変動により利ざやが縮小したり，逆ざやになったりするリスクであり，為替リスクは為替相場変動により，外貨建て資産や負債の価格が変化し，損失を受けるリスクである。また株式リスクは，株価変動により発生し，コモディテイ・リスクは，商品相場変動に伴って発生するリスクである。

市場リスクは，信用リスクほど金融機関にとって歴史が古いものではない。日本の場合，「護送船団方式」により金利変動は厳しく管理されてきた。そこで金利リスクは，1979年のCD（譲渡性預金）発行により進展した預金金利自由化，1984年から開始された銀行の公共債ディーリングの中で，徐々に認識されていったと言える。

為替リスクは，1971年８月15日の金・ドル交換停止や，1973年２月から３月にかけての主要国の変動相場制移行に伴う為替相場の大幅な変動により，注目されてきた。

ところで国際金融リスクは，従来，為替相場の変動リスクである「為替リスク」に含まれていた。しかし，国際通貨制度の動揺によって発生する破壊的な為替相場変動，大規模な資本移動によるリスクを，「為替リスク」とは区別して，「国際金融リスク」として区別したい。

株式リスクとして，古くは1930年代のアメリカで株式を保有していた銀行が，株式相場下落の影響を受け多数破綻したことが有名である。日本では都市銀行や地方銀行を中心として，多額の株式を持ち合い，バブル崩壊後は株式相場の低迷により，含み益の枯渇や含み損が増大し，銀行経営を圧迫している。

３．流動性リスク（Funding and Liquidity risk）

流動性リスクは，通常，市場流動性リスクと資金調達リスクに分類される。

前者は保有金融商品の反対売買や取引残高がある金融取引の清算を，普段よりも不利な条件でのみ可能，または普段の条件では困難となる場合のリスクである。このように保有金融商品の反対売買の容易さや金融取引の清算の容易さ

を，流動性と呼び，反対売買や金融取引清算が容易なときは，流動性が高いといえ，困難なときは流動性が低いと言える。

後者は金融商品保有や金融取引残高維持のための資金調達が，普段よりも不利な条件でのみ可能，または普段の条件では困難になるリスクを指す。貸付実施や債券保有の資金を借入れにより調達している場合，借入期限到来後も貸付や債券保有を継続するためには，再度資金借入れが必要となる。しかしそのための資金調達が当初予想していたよりも高い金利となったり，借入れ自体が困難になるリスクである。例えば銀行の場合，貸付や債券保有の資金を預金で調達しているが，満期になった定期預金に見合う預金が集められず，預金が流出して債務を実行できないリスクのことである。

市場流動性リスクと資金調達リスクは密接に結びついている。保有金融商品の売却が困難となった場合でも，資金調達が容易であれば満期まで保有することも，市況が好転するまで待つことも可能で，市場流動性リスクを軽減することができる。また資金調達が困難な場合でも，保有金融商品の売却や金融取引清算が容易であれば，資金調達リスクを軽減することが可能である。

流動性リスクは，金融機関にとり信用リスクと並んで重要なリスクと言える。我が国の「護送船団方式」の規制金融行政の中では，あまり注目されてこなかったが，バブル崩壊後の金融機関の相次ぐ破綻続出の中で，日本の金融システムへの不安が高まり，信頼を失った金融機関からの預金の流出が促進され，流動性リスクの重要性がクローズアップされてきている。

4．決済リスク（Settlement risk）

決済リスクは有価証券売買取引や外国為替取引の決済で，取引先のデフォルトや事務処理等により，約定どおり決済が実行されなくなるリスクである。この決済リスクには，取引相手先の信用リスク，流動性リスク，事務リスク等々が含まれる。すなわち取引相手のデフォルトにより決済が約定どおり実行されなければ，信用リスク問題となる。また事務処理ミスにより決済が予定どおり実行されなければ，資金繰りを行なわなければならず，流動性リスク（資金調

達リスク）が発生する可能性がある。

５．オペレーショナル・リスク（Operational risk）

オペレーショナル・リスクには，金融取引での資金決済，証券受け渡し，担保管理等における事務ミスや不正といった事務リスクと，事務処理システムの不備や災害に対応できないシステムであったり，不正運用を可能とすることから発生する事務システム・リスクが含まれると言えるだろう。

６．法的リスク（Legal risk）

法的リスクは，金融取引で不備な契約や法律解釈問題，取引相手先の法的行為能力妥当性といった法的要因から発生するものである。すなわち法的リスクは，不十分または不適切な契約内容により，契約が実行できないことから生じる経済的リスクを指す。

また法律や規制，業界慣習，社内規律を守ることにより発生する経済的損失（罰金，業務停止によるによる損失，業務改善の費用）を意味するコンプライアンス・リスク（Compliance risk）を含めるときもある。

７．その他の金融リスク

損害賠償リスク（Liability risk）は，損害賠償請求により損失が発生するときのリスクである。

また情報管理リスク（Security risk）は，事故や犯罪による機密漏洩，虚偽情報，情報の隠蔽・喪失が発生することによるリスクである。

そして税務リスク（Tax risk）は，税務当局が金融機関の税務担当者と異なった立場をとることにより発生する損失や，当初想定していない税務上の措置により損失を受けるリスクである。たとえば，今迄課税されなかった利子源泉税，取引税，印紙税，法人税等が新たに導入される場合や，従来の税率が引き上げられたりしたときに発生するリスクである。

さらにシステム・リスク（System risk）は，ある金融機関の破綻やデフォ

ルトの影響が他の金融機関や国全体，そして外国にまで及び，内外金融システムを危機に陥らせるリスクである。

また風評リスク（Reputation risk）は，他の金融リスクとは異なり，直接的には計測が困難で，かつ他のリスクとは独立して対処が難しいリスクである。すなわち金融機関の行動が，評判を落とし，業務に支障がおきたり金融機関の存続に致命的な悪影響を及ぼすリスクである。

このように金融業務を遂行するにあたり，種々の金融リスクの発生の可能性がある。これらのリスクのうち信用リスクや市場リスクは実際に金融機関の中で計量化が行なわれている。また流動性リスクは計量化に向けての研究がなされているものの，まだ確立されてはいないと言えるだろう。

Ⅲ　金融機関の抱えるリスク

1．USB（Union Bank of Switz）の定義（狭義の金融機関のリスク）

スイスの最大手銀行であるUBSの「Hand book 2000/2001」に掲載されている，狭義の金融機関の抱えるリスクを整理したものが第1図である[6]。

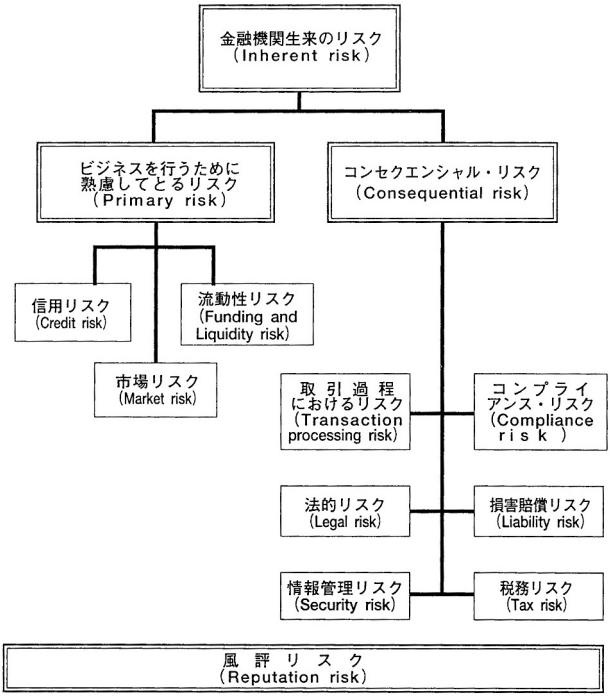
この図における「Inherent risk」は，金融機関が業務を遂行するために避けては通れないリスクを意味する。第1図ではInherent riskを「Primary risk」と「Consequential risk」分類している。前者のプライマリー・リスクは，収益獲得の金融業務を遂行するために熟慮して積極的にとるリスクと定義し，その内容が信用リスク（決済リスクも含む），市場リスク，流動性リスクにより構成されているとする。

後者のコンセクエンシャル・リスクは，オペレーショナル・リスクと呼ばれるときもあるが，金融業務を遂行した結果発生するリスクで，積極的にとったリスクではない。その内容は，金融取引の過程で発生するリスク（Transaction processing risk），法的リスク，情報管理リスク，コンプライアンス・リスク，

---

[6] 石井　至，前掲書，pp. 8−14，小野　覚，前掲書，pp. 19−33。

第１図　狭義の金融機関の抱えるリスク



（出所：UBS AG, Hand book 2000/2001，石井至『リスクのしくみ』東洋経済新報社 p. 79より作成）

損害賠償リスク，税務リスクから構成されるとしている。

第１図では，Inherent risk 全体に対し風評リスク（Reputation risk）が存在するとする。Ⅱの７で既述したようにこのリスクは，適切にリスク管理が行なわれないと，第一義的に経済的損失を被るだけではなく，その金融機関の評判を著しく低下させ，致命的な悪影響をもたらしかねないものである。

２．金融庁の定義（広義の金融機関のリスク）

広義の金融機関（銀行，証券会社，保険会社）の抱えるリスクを金融庁の検査マニュアルから作成したのが，第１表である。この表に示されている以外に

第１表　広義の金融機関等の抱えるリスク

種　　別		定　　義	銀行等(注1)	保険(注2)	証券(注3)
信用リスク		信用供与先の財務状況の悪化等により，資産（オフ・バランス資産を含む）の価値が減少ないし消失し，損失を被るリスク	○	○	—
		有価証券を保有している場合や取引先に対する債権を保有している場合に，有価証券の発行体や取引先が義務を履行しないことにより，損失を被るリスク	—	—	○
市場リスク		金利，為替，株式等のさまざまな市場のリスクファクターの変動により，資産・負債（オフ・バランスを含む）の価値が変動し損失を被るリスク，資産・負債から生み出される収益が変動し損失を被るリスク	○	○	○
流動性リスク	資金繰りリスク	運用と調達の期間ミスマッチや予期せぬ資金の流出により，必要な資金確保が困難になる，又は通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされることにより損失を被るリスク	○	—	—
		財務内容の悪化等による新契約の減少に伴う保険料収入の減少，大量ないし大口解約に伴う解約返戻金支出の増加，巨大災害での資金流出により資金繰りが悪化し，資金の確保に通常よりも著しく低い価格での資産売却を余儀なくされることにより損失を被るリスク	—	○	—
		業績の悪化等により必要な資金が確保できなくなり，資金繰りがつかなくなる場合や，資金の確保に通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされることにより損失を被るリスク	—	—	○
	市場流動性リスク	市場の混乱等により市場において取引ができなかったり，通常よりも著しく不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失を被るリスク	○	○	○
オペレーショナル・リスク		金融機関の業務の過程，役職員の活動若くしはシステムが不適切であること又は外生的な事象により損失を被るリスク（自己資本比率の算定に含まれる分）及び金融機関自らが「オペレーショナル・リスク」と定義したリスク（自己資本比率に算定に含まれない分）	○	—	—
	事務リスク	役職員が正確な事務を怠る，あるいは事故・不正等を起こすことにより金融機関が損失を被るリスク	○	○	○
	システムリスク	コンピュータシステムのダウン又は誤動作等，システムの不備等に伴い損失を被るリスク，さらにコンピュータが不正に使用されることにより損失を被るリスク	○	○	○
保険引受リスク		経済情勢や保険事故の発生率等が保険料設定時の予測に反して変動することにより，損失を被るリスク	—	○	—
資産運用リスク		主として，①保有する資産（オフバランス資産を含む）の価値が変動する，②負債特性に応じた資産管理ができず，結果として不利な条件で流動性を確保せざるを得なくなる，あるいは予定利率が確保できなくなる，といった要因により損失を被るリスク	—	○	—
不動産投資リスク		賃貸料等の変動等を要因として不動産に係る収益が減少する，又は市況の変化等を要因として不動産価格自体が減少し，損失を被るリスク	—	○	—

注１．預金等受入金融機関に係る検査マニュアル（金融庁）
　２．保険会社に係る検査マニュアルより（金融庁）
　３．金融商品取引業者等向け総合的な監督指針（金融庁）

（出所：金融情報システムセンター編『金融情報システム白書』平成23年版，p. 65）

各金融機関は，独自の観点から法務リスクや風評リスク等々をリスク管理対象に追加している例が多いようである[7]。

第１表では，銀行，証券会社はほぼ同様のリスクを保有している。これに対し，保険会社は銀行，証券会社の抱えるリスクに加え，保険引受リスクや資産運用をする場合の不動産から得られる収益が低下する不動産投資リスク等を保有している。

Ⅳ　金融リスク管理

１．リスク管理の必要性

金融機関を始めとする企業にとって，なぜリスク管理が必要かという点について検討しよう。企業の最大目的は，企業の総価値を極大化することであると言えるのではないだろうか。

まず企業ａの総価値（Va）は，この企業のｔ期における期待ネット・キャッシュフロー E（$NCFa, t$），割引率 r_a とすれば，以下の（１）式のように表せる。

$$Va = \sum_{t=0}^{T} \frac{E(NCFa,\ t)}{(1+r_a)^t} \qquad (1)$$

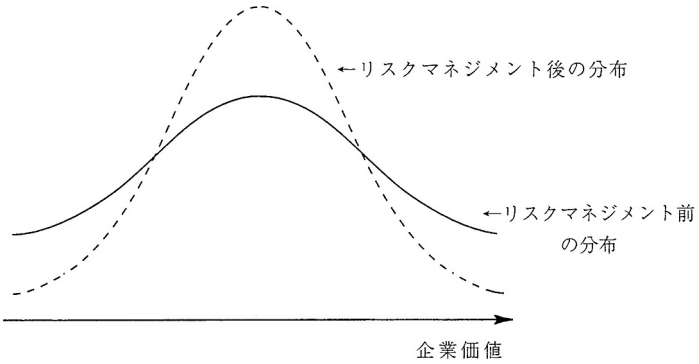
1970年代以降，金利や為替変動のボラテイリテイ増大とともに，金融機関を始めとする企業は，企業価値の変動幅拡大というリスク（価格変動リスク）に当面している。したがって，これらを回避（ヘッジ，hedge）する手法として，スワップ，オプション，金融先物などデリバテイブ（Derivatives，金融派生商品）と言われる市場性取引利用が急拡大している。そこでヘッジが適切に行われれば，第２図のように，企業価値（比）の変動幅は縮小する。

金融機関を始めとする企業が，価格変動リスクをヘッジする誘因は，リスク

---

[7] 金融情報システムセンター編『金融情報システム白書』（平成23年版）財経詳報社，pp. 64–65。

第２図　リスク管理による企業価値の変動幅の縮小



管理を実施することにより，当該企業の総価値が増大する場合である。（１）式でいえば，リスク管理実施により，①期待ネット・キャッシュフロー E（$NCFa, t$）が増大する，あるいは②割引率化 ra が低下するのいずれかが成立しなければならない。

２．リスクマネジメント体制

金融機関のリスク管理体制としては，以下のような順序で行われるのが，一般的である[8]。①金融リスクの定義と管理方針の策定（対象となる金融リスクの特定，金融リスク種類別の管理方針の策定），②守りのリスク管理（金融リスクの定量化，経営体力との比較），③攻めのリスク管理（金融リスクヘッジ後の収益指標パフォーマンスの評価）。

金融機関にとり，リスク・テイクは収益の源泉といえ，金融業務活動はリスク管理そのものともいえる。金融庁検査マニュアルでは「リスクとは，業務運営の上で不測の損失を生ぜしめ，資本を毀（き）損する可能性を有する要因」と定義している。

---

[8] 拙著『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書第36号，2002年を参照されたい。

したがって過去の事例から予測可能な損失は，デフォルト率に見合った貸出金利調整や貸倒引当金の積立等あらかじめ取引条件に組み込んでカバーし，過去の事例から予測困難な損失は，自己資本の増強等可能な限り経営体力を強化することによりカバーするという業務運営の基本方針で対応することになる[9]。

特定した金融リスクに対しては，種類ごとにマネジメント方針の策定が必要となる。守りのリスク管理とは第１表に示されている中で，事務リスク，システムリスク，法務リスク，風評リスク等で金融業務遂行上発生する可能性がある消極的リスクに対し，事故の未然防止体制の確立や事故発生時の適切な対応策の確立を図ることである。

攻めのリスク管理とは，収益獲得のため，信用リスク，市場リスク，流動性リスク等を積極的に取ることであり，リスクコントロールに主眼が置かれることになる。これらのリスク・テイクに対しては，定性的管理に加えて，数量的指標に根ざした管理が必要であると言えるだろう。

３．リスクの数量的分析の推移

1950年代以前は，証券分析ではテクニカル分析やファンダメンタル分析が主流で，金融分野でリスクを数量的に分析の対象としたのは，マコービッツ（H. Markowitz）が最初であるといえる[10]。彼は期待収益率と収益率の標準偏差という収益とリスクの組み合せで証券の特性を表し，Portfolio Selection 分析を行った。この分析で投資家のポートフォリオが，リスク回避的であれば，投資家は証券の銘柄の分散投資を行うことが明示された。その後，マコービッツの理論に種々の条件を考慮して「ポートフォリオ理論」として発展してきた。

すなわち1960年代中頃にはシャープ（W. F. Sharpe），リントナー（J. Lintner）等により CAPM（Capital Asset Pricing Model，資本資産評価モデル，資産価

---

[9] 金融情報システムセンター，前掲書，pp. 60–66。

[10] H, Markowitz, Portfolio Selection, *the Journal of Finance*, Vol. 7 No. 1 1952, pp. 77–91.

格モデル）が編み出され，1970年代後半には APT（Arbitrage Pricing Theoy，裁定価格理論）がロス（S. Ross）により導出され，機関投資家によるリスクを考慮した株式ポートフォリオ運用に幅広く利用されるようになった。

そして1973年，ブラックとシヨールズ（R. Black & N. Showles）は，オプションの価値が売買の権利の対象となる株式（原資産）価格，原資産のボラティリティ，権利行使価格，行使期限，無リスク金利に依存するモデルを導出した。このモデルから市場が原資産のリスクをどのように評価しているかを判断できるようになった。このモデルは，原資産として株式以外に為替，債権，商品にも適用できるようになり，リスク分析にも大きく寄与することとなった。

また1970年代から80年代にかけて，オプション以外にもスワップ，先物・先渡といったデリバテイブ取引が発展し，現在も拡大している。これらは，様々な形で株式，金利，為替といった市場リスクを含み，現物取引とともに，既述のようにヘッジや投機の手段として使われている。

4．Value at Risk（VaR）

現物やデリバテイブ取引高が増加するとともに，リスクを計量的に統一した尺度で測量したいという需要が高まり，それが VaR という市場リスク測定の手法開発へと発展していった。VaR は「特定の保有期間・信頼率のもと，ポートフォリオに生じうる最大の損失額（または変動額）を過去のデータに基づき，統計的手法を用いて推定した」[11]ものと定義できる。

1994年に J. P. モルガンが公表したリスク管理手法である Risk Metrics では，分散（または編準編差）と共分散（または相関係数）を使用して，ポートフォリオ・レベルでリスク測定を行う分散共分散法が採用されていた[12]。これはマコービッツの理論に根ざしたもので，VaR の普及に大きく貢献した。

---

[11] 大和証券業務開発部編著『デリバティブ・リスク管理』金融財政事情研究会，1995年，p. 197。

[12] 小野　覚，前掲書，pp. 68–72。

現在では，VaR の手法もオプション・リスクを考慮したモンテカルロ・シュミレーション法，ヒストリカル・シュミレーション法，RISKMETRICS，カルマ AAA リスク・モデル等も開発されている。したがって VaR は，市場リスクを計測する必要に迫られている金融機関における，デリバティブ・トレーダーやデリバテイブ部門以外の部署や非金融機関においても，幅広い支持を得るようになってきた。VaR は，市場リスクと信用リスクを経営と結びつけるために今後も使用されるであろうし，リスク計測，分析，マネジメントのために有効で統一的な概念になり続けると言えるだろう。

Ⅴ　おわりに

以上概観してきたように，金融機関は，従来の「有担保主義」から，積極的にリスクを取りつつ，リスク管理を適切に行うことによって，収益を増大させる経営戦略が必要となっている。とくに不良債権処理促進の最大の手法としては，いかに収益を上昇させるかにかかっている。我が国金融機関の利益率は，欧米諸国の金融機関の半分とか，３分の１といわれて久しい。その意味では，VaR をはじめとする適切なリスク計測とリスク管理が要請されているのである。

しかし，2008年９月15日のリーマンショックに起因した世界的大不況は，デリバティブ理論を最大限に駆使した「サブプライムローン（低所得者向け住宅ローン）の証券化商品」の大暴落によるものである。収益拡大と適切なリスク管理のバランスが，さらに要請されていると言える。

【参考文献】

１）R. Beckstrom & A. Campbell, “*An Introduction to VAR*”, C. ATS Software lnc. 1995.（大和証券業務開発部訳『総合リスク管理への挑戦』金融財政事情研究会，1997年）。

２）Malcolcolm, P. Sharmo & J. Tanega, “*Derivatives Optimal Risk Control*”,

Pearson Education Ltd., 1999.（橋本瑞彦訳『デリバティブリスクマネジメント』（株）ピアソン・エデュケーション，2000年）。

3）R. S. Debo & A. Freeman, “*Seeing Tomorrow Rewriting the Rules of Risk*”, John Wiley & Sons, 1988.（牟田誠一朗訳『金融リスク入門』日経 BP 社，2000年）。

4）アンダーセン／朝日監査法人『リスクマネジメント』東洋経済新報社，2001年。

5）保坂直達編著『ヘッジファンズとデリバティブズ―国際的資本と金融技術革新―』晃洋書房，2001年。

6）亀井利明『危機管理とリスクマネジメント』同文館，2001年。

7）岸本光永監修，阿部正樹・小島秀雄著『デリバティブ・マネジメント』中央経済社，1995年。

8）岸本光永・津森信也・阿部正樹『現代ファイナンス入門』中央経済社，1999年。

9）熊野英生『どうすればリスクに強くなれるか』近代セールス社，2002年。

10）酒井泰弘『リスク社会を見る目』岩波書店，2006年。

11）――，『リスクの経済思想』ミネルヴァ書房，2010年。

12）蓑谷千鳳彦『ブラック・ショールズモデル』東洋経済新報社，2000年。

13）三菱総合研究所政策工学研究部編『リスクマネジメントガイド』日本規格協会，2001年。

14）牟田誠一朗・渡辺照夫・池田潔『新スワップファイナンス』近代セールス社，1993年。

15）沼田優子『米国金融ビジネス』東洋経済新報社，2002年。

16）佐藤節也・吉野克文『金融ハイテクの経済学』東洋経済新報社，1991年。

17）大和証券業務開発部編著『デリバティブ・リスク管理』金融財政事情研究会，1995年。

18）安田隆二・大久保豊編著『信用リスク・マネジメント革命』金融財政事情研究会，1998年。

第２章　カントリーリスク管理と BIS 統計

Ⅰ　はじめに

1971年８月15日の金・ドル交換停止による第２次大戦後のブレトンウッズ体制の名実ともの崩壊，ドル本位制ともいえるスミソニアン体制を経て，1973年２月から３月にかけての主要国の変動相場制移行から約40年を経過した現在，国際経済はグローバル化・変動化・不安定化してきた。国際的な資金の流れも瞬時のうちに変化する度合が増大し，1997年８月の東南アジア危機，1998年10月のロシア危機，2008年９月のリーマンショック，2010年から2012年も継続している欧州財政・金融危機のように一国経済を急速に経済困難に陥れる事態も枚挙に暇がない。

とくに欧州の財政・金融危機の進行とともに，カントリーリスク分析は重要性を増している。そして「カントリーリスク（Country Risk）」概念も当初の議論から変化し，またその把握のための BIS による統計数値の精緻化の努力も進められている。カントリーリスクの定義や評価については，「それを論ずる者の数だけあり，それを論じる者はそれぞれ異なった定義・概念に基づいて論じている場合が多い」[1]状況は現在も同様であり，流動的でもある。

カントリーリスク論の詳しいサーベイは別稿に譲り，本章ではカントリーリスク概念の推移，カントリーリスク概念に変化をもたらす国際的な信用リスク移転取引とクレジット・デリバティブの現状，海外銀行による現地通貨建て現地向け与信増加，これらを踏まえた BIS（Bank for lnternational Settlements，国際決済銀行）の「国際与信統計（Consolidated lnternational Banking Statistics）」の抜本的見直しと精級化について検討したい。

---

[1] 井上久志「カントリーリスク評価に関する研究方法論・序説」『経済学研究』第47巻１号，1997年６月，p. 81。

BIS 国際与信統計は各国の銀行システムが抱えるカントリーリスクを包括的に把握するための基礎的な統計である。同統計は2001年２月のトルコの金融危機や2001年後半のアルゼンテンの金融危機の例に限らず，「近年発生した殆どの国際金融危機の分析に使用」[2]されている。これは同統計が，国際的活動を行う銀行の対外与信動向をタイムリーかつ包括的に表す唯一の統計と思われているからでもある。

Ⅱ　カントリーリスク概念の推移

１．1970年代以降のカントリーリスク研究

カントリー間の資金フローそのものは古くからあったものの，それに伴うリスクが顕在化し注目されるようになったのは，主要国が変動相場制に移行し，第１次石油危機が発生した1970年代前半からである。1973年10月の原油価格４倍引き上げに伴う輸入石油代金を賄うため非産油発展途上国は，国際金融市場から借り入れ，各国銀行も積極的に貸し出しに応じた。それとともに「カントリーリスク」の研究が盛んとなった。そして1982年に発生したメキシコ，ブラジル，アルゼンチン等中南米重債務国の債務不履行危機により，カントリーリスク研究は本格化し，さらに「カントリーリスク評価」の研究も推進された。

２．P. J. Nagy 氏のカントリーリスク概念

「カントリーリスク」研究の先駆者とされる元 OECD インターナショナル・エコノミストの P. J. Nagy 氏は『Country Risk』（1984年）の著書[3]中で，カントリーリスクを次のように定義している。すなわち「カントリーリスクとは，

---

[2] 中畑・幸田・菱川「BIS 国際与信統計の特徴と見直しに向けた取り組み」『マーケット・レビュー』，日本銀行金融市場局，2002年２月，p. １。

[3] 本書は　P. J. Nagy, *Country Risk-How to Assess, Quantify and Monitor* It, Euromoney Publications Ltd., London, 1979の改訂・増補版である。邦訳は，東京銀行海外情報管理室訳『途上国取引のリスクマネジメント』，東銀リサーテインターナショナル，1985年。

国境を越えて行われる貸付について，その債務国で発生した出来事のために，損失にさらされている状態」をいい，「それらの出来事は，民間企業や個人では全くコントロールできないもので，少なくとも一部はその国の政府のコントロール下にあるものと見なすべきであろう」[4]とする。

すなわち，カントリーリスクは国境を越えて行われる貸付（Cross Border Loan）に限定して適用されるべきであり，現地通貨建てで当該通貨国で行われる貸付のリスクは除外されると主張する。

３．高倉信昭氏のカントリーリスク概念

P. J. Nagy 氏の定義は対外貸付におけるカントリーリスクを対象としたものであったが，高倉信昭氏は『カントリーリスク―その実態とリスク・マネジメント』（ダイヤモンド社，1981年）で，Nagy 氏の考え方を海外（直接）投資についても援用し，第１図を提示した[5]。

すなわち高倉氏は投資リスクを，非常危険と事業危険に大別する。非常危険は海外投資保険が設定した概念で，戦争危険，収容危険，送金危険により構成されている。また事業危険はその内容から，「外部的要因に基づく事業危険」と「内部的要因に基づく事業危険」に分類されるとする。前者は受入国政府の制度・政策の変更等，企業の不可抗力に起因するリスクである。そして後者は企業自身の責任に帰するリスクである。

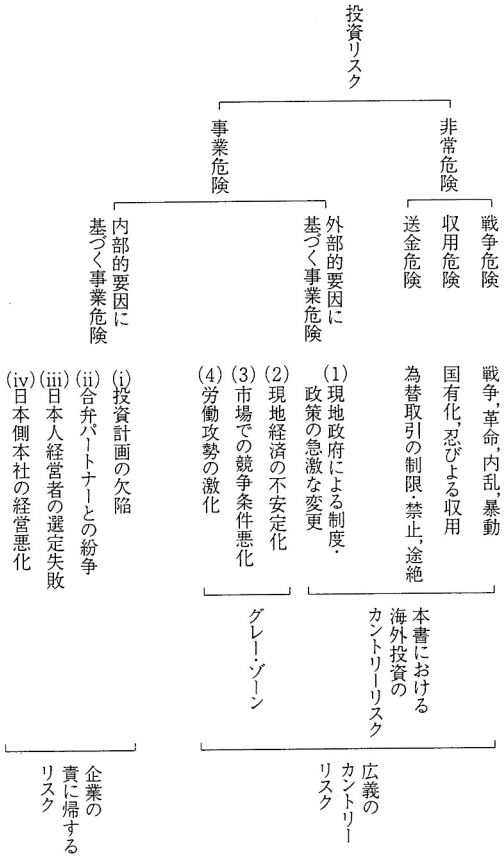
そして海外投資のカントリーリスクとして，非常危険全部と事業危険中の外部的要因に基づく事業危険中の(1)現地政府による制度・政策の急激な変更を挙げている。また外部的要因に基づく事業危険(2)(3)(4)を海外投資のカントリーリスクのグレーゾーンとしている。さらに海外投資のカントリーリスクとグレーゾーンを合わせて「広義のカントリーリスク」と定義する。

---

[4] P. J. Nagy, *ibid*., p. 13，邦訳，p. 3。

[5] 高倉信昭『カントリーリスク―その実態とリスク・マネジメント』ダイヤモンド社，1981年，pp. 12–20。

第１図　投資リスクとカントリーリスクとの関係図

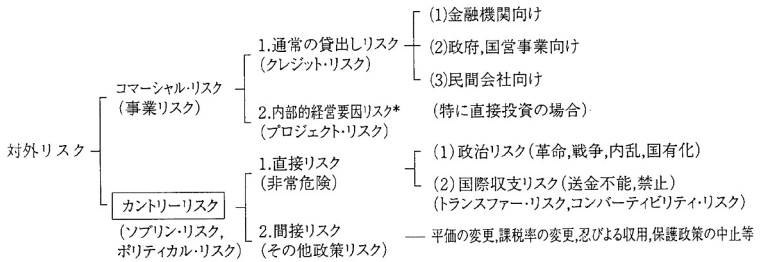


（出所：高倉信昭『カントリーリスク―その実態とリスクマネジメント』ダイヤモンド社，1981年，p. 20）

４．渡辺長雄氏のカントリーリスク概念

貸付や投融資とは区別して，国家の立場に重点をおいて考察している渡辺長雄氏は『カントリーリスク―投融資国をどう評価するか』（日本経済新聞社，1983年）で，カントリーリスクを対外リスクの一部として把えて，第２図を提示する。すなわちカントリーリスクは，通常の貸出しリスクやプロジェクトリスクを含むコマーシャル・リスク（商業リスク）とは区別され，主権国家の政

第２図　対外リスクの分類



（注）＊を厳密に言えば軽微な外部（政策）要因に対応しうる経営能力の欠如を含む。
（出所：渡辺長雄，前掲書，p. 49）

府への貸付リスクを意味するソブリン・リスク（Sovereign Risk）やポリテイカル・リスクと同義であると主張する。

一般にソブリン・リスクは「国の格付け」として認識され，民間格付け会社等が調査・公表しているもので，おもに中央銀行や公共機関の支払能力や国債の償還能力などを指数で示す場合が多い。またポリテイカル・リスクは政治的リスクを指し，戦争や改革・クーデターが起こりがちであるとか，そのような気配は無くても普段から政権が不安定であることから生ずるリスクを意味している。また大衆に迎合的政策を採りがちであるといった政治風土上の特徴や，社会情勢全般を指す場合もある。

渡辺氏は「カントリーリスクとは金融機関・商社・事業会社が海外に投融資をしたり，貿易をする場合の相手国自体の危険度（逆にいえば信用度）のことである。それは通常の商業リスクに対立する概念である。相手国の主権に基づく重大な政策の変更や状態の変化から生じるリスクをいい，政治リスクと国際収支リスクとから成るものである。もっと広義にいえば当事者の商業責任だけでは対処し難い，投融資相手国の重大な政策や状態の変化から生じるリスクだと概念するのが良い」[6]と，国の枠に固執している。

---

[6] 渡辺長雄『カントリーリスク―投融資国をどう評価するか―』日本経済新聞社，1983年，pp. 45–49。

渡辺氏はカントリーリスクにソブリン・リスクを含めているが，両者を混同すべきでないという主張もある。伊藤祐子氏は「どちらも国家の信用力を測る目安であり，投資関係者が順列を判断しやすいよう結果を符号や数年に置換えて表示する場合が多いこともその一因であろう。しかし両者は最終的に求めるゴールが異なるため，同様の調査データを用いたとしても結果は必然的に同じになるとは限らないので留意が必要である」[7]と批判する。

5．BIS. 日本銀行のカントリーリスク概念

上述のように種々議論されてきたカントリーリスク概念であるが，日本銀行の概念はより包括的なものである。すなわちカントリーリスクは，一般的に「ある国の政治・社会・経済環境の変化によって，海外投融資や貿易事業が変化を受ける危険性」[8]と定義される。

従来は，ある国が外国への送金規制導入をしたり，当該国所在の投資資産接収を受けた場合，与信先の国から資金が回収困難となるリスク（トランスファーリスク，Transfer Risk）と同じ意味合いでカントリーリスクを捉えることが多かったが，近年ではある国の政治経済情勢の変化により当該国に本拠を置いた企業の海外拠点が経営困難になるといったリスクを含めて，多角的角度からカントリーリスクを捉える場合が多くなってきていると主張する。すなわち一国の経済や金融市場が極度の混乱に陥った場合，当該国に本拠を置く全主体が大きな影響を受けることになり，与信や投資相手先国籍は，信用力判断の際に極めて重要な要素であるとする。

この定義にしたがって各国の銀行システムが抱えるカントリーリスクを把握するのに適した統計が，既述のBIS国際与信統計であると一般に評価されて

---

7 伊藤祐子「カントリーリスクの理論的考察―ポリテイカル・エコノミーの視点より―」『武蔵大学論集』第47巻第２号，2000年１月，pp. 175-177。

8 平野・早川・斎藤・重見「新たなBIS国際与信統計の概要―より多角的なカントリーリスクの把握に向けた国際的な取り組み―」『マーケット・レビュー』，日本銀行金融市場局，2003年８月21日，p. １。

いる。同統計は各国銀行が海外に対して行ったクロスボーダー与信の残高を，公的部門，銀行部門等セクター別に集計している。また同統計は海外支店や現地法人活動も報告対象となっている。したがって日本の銀行が抱えるカントリーリスクについて，ロンドン支店やニューヨーク現地法人の活動も合わせて把握しており，そのセクター別内容も明らかにできる等，P.J.Nagy 氏が定義したカントリーリスク概念よりもさらに拡大した内容となっており，グローバル化したマネーの動きに対応したものとなっている。

Ⅲ　信用リスク移転取引とクレジット・デリバティブ

１．信用リスク移転取引

信用リスク削減方法には第１表のように種々のものが考えられるが，保証や担保差入れ取引で考えてみよう。第３図のように BIS に与信状況を報告する義務のある銀行（債権者）がＡ国の債務者に与信をするとともに，Ａ国債務者の与信全額をＢ国保証者と契約して，信用リスクを移転したらどうであろうか。直接的な与信先国籍（Ａ国）と最約的債務者（または支払いを担保する資産）の国籍（Ｂ国）が異なると，第３図のように債権者からみた信用リスクの対象が，Ａ国からＢ国に変化したことになる[9]。したがって最終リスクペース

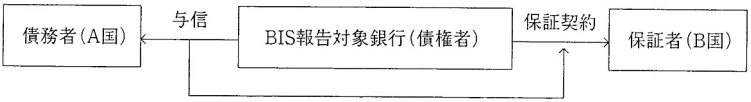
第１表　信用リスク削減方法

セカンダリー市場における売却
保証の取付け
金融保険の取付け
担保取得
クレジット・デリバティブ(プロテクションの買い)
証券化
契約形態の変更

（出所：中川貴司・河合祐子「クレジット市場の発展に関する一考察」『日銀レビューシリーズ』2005年３月，p. ３）

[9] 平野・早川・斎藤・重見，前掲論文，pp. ３−５。

第３図　信用リスクの対象移転（A 国→B 国）取引



での国別与信額も変化することになり，信用リスクに分類されるカントリーリスク計測においても，それを反映させる必要が出てくることになる。

２．クレジット・デリバテイブ取引

クレジット・デリバテイブ（Credit Derivative）とは「信用リスクを対象とする金融派生商品」を指し，オフバランス取引としては最も基本的な取引である CDS（Credit Default Swap），オンバランス取引ではクレジットリンク債を挙げることができる[10]。日本の金融機関におけるクレジット・デリバテイブ取引残高は，1998年107億ドル，2001年263億ドル，2004年784億ドル[11]に急拡大し，本邦金融機関も新たな収益源として積極的に取り組んでいることがわかる。

クレジット・デリバテイブ取引の基本となる CDS の仕組みは第４図のように示される。CDS は企業や国等の信用リスクを対象とする「プロテクション」を売買するデリバテイブ取引である[12]。プロテクションの売り手に対して買い手は「プレミアム（契約上は「固定金利」と呼ぶ）」を支払う。対象とする「参照組織（信用リスクの主体）」が倒産した時や，支払が行われなかった時に，これが契約上の「クレジット・イベント（Credit Event，CE）」と認定されれば，プロテクションの買い手に対して売り手から支払決済が実施される。クレ

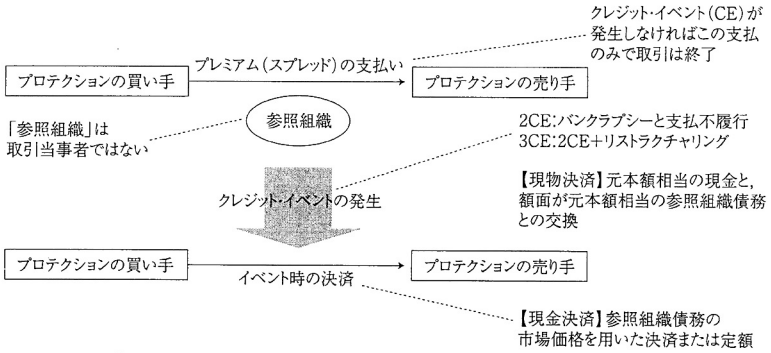
---

[10] 中山貴司・河合祐子「クレジット市場の発展に関する一考察～クレジット・デリバテイブ市場を中心に～」『日銀レビュー・シリーズ』2005年３月，pp. 1－6。

[11] 種村・末松・抑・森成「わが国の外為・デリバテイブ市場の最近の動向～BIS サーベイの特徴点～」『日銀レビュー・シリーズ』2005年１月，p. 4。

[12] 中山貴司・河合祐子，前掲論文，p. 2。

第4図　CDSの仕組み



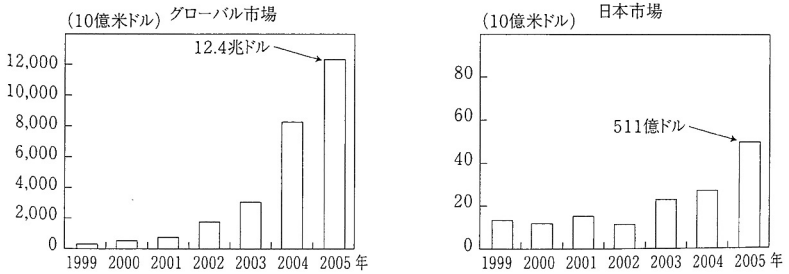
（出所：河合祐子,「クレジット・デリバティブ市場の発展可能性」2005年秋季証券経済学会報告資料）

ジット・イベントが発生しなければ，プレミアムの支払のみで取引は終了する。したがって「プロテクションの買い手」は，対象となる企業や国が支払いをした時に保証を受けられるのと引き替えに，保証料を支払う保証契約に似た経済効果を得ることが可能となる。

CDSはオフバランス取引であり，「プロテクションの売り手（リスクの取り手)」は投資元本が不要で，「プロテクションの買い手（リスクのはずし手)」は空売りが容易である。またストラクチヤリング・コストも安い。しかし2当事者間の取引であり，「参照組織」はCDS取引の存在を知らないし，現物取引からの切り離しが行われ，時価評価されるデリバティブ取引でもある。

CDS市場の全世界と日本の市場規模は，第5図に示されている。CDSは1990年代半ばに欧州でユーロボンド市場に関係した取引が行われたとされているが，1997年にCDSのトレーディングが拡大し，アジア銘柄にも広がり，1997年から98年にかけてアジア危機，ロシア危機で「クレジット・イベント」が発生した。しかし現物決済による価格決定の困難が顕在化し，CDS市場は現物決済に移行した。そして同時期，BIS自己資本比率規制対策として，邦銀や欧州銀行融資ポートフォリオをベースとするCDS等クレジット・デリバティブ取引が活発化した。ところが1999年頃，日米欧各国で，自己資本比率対策とし

第５図　CDS 市場規模



(注) 12月末時点（2005年は６月末時点。日本の当期は集計上の都合により，前期までのデータとは連続していない
(出所：グローバル：British Bankers Association（1999～2000年）を基に計算，ISDA（2001～2004年）日本：デリバテイブ取引に関する定例市場報告)

ての短期コール付きクレジット・デリバテイブ取引は，リスク削減策として認めない方向となった。

しかしながら第５図に示されているように2000年から02年にかけての米大手企業破綻を契機に，信用リスク管理が注目を集め，クレジット・デリバテイブ取引のヘッジ利用が拡大をした。日本でもマイカル破綻や株価下落等でプレミアム（スプレッド）が拡大し，トレーディング市場規模が増大した。その後紆余曲折を経てグローバル市場は2005年６月時点で12.4兆ドル，日本市場でも511億ドルにまで拡大し[13]，カントリーリスク評価でも無視できない状況になっている。

さらに2012年２月現在進行中のギリシャ危機やイタリア危機を始めとする欧州財政・金融危機の拡大は，CDS を投機的手段として売買するヘッジファンドや投機者の動きが，大きく影響している事が指摘されている。

[13] 河合祐子，前掲報告資料．中山・河合，前出論文，p. 1。

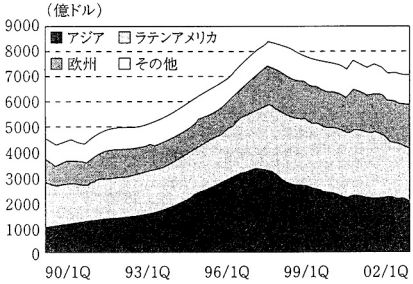
Ⅳ　海外銀行の現地通貨建て現地向け与信増加

１．BIS 報告国の地域別クロスボーダー市場

BIS 与信統計で海外拠点の現地における現地通貨建ての与信，いわゆる「地場与信」は，参考計数として扱われてきた。この理由としては各国銀行による発展途上国での地場与信が，従来は例外的で，「本店からのクロスボーダーや外貨建てでの与信によるものが中心であつたことが挙げられる」[14]。

しかし第６図，第７図に示されるように，1990年代後半以降は，発展途上国地場銀行買収等により，先進諸国銀行が発展途上国の地場市場に参入するようになった。地場与信について，従来は前述のような理由で与信総額のみを発表してきた（日本は独自に海外支店及び海外現地法人の非現地通過建て現地向け与信残高以外に，参考計数として『通貨建て現地向け債権債務残高』を公表してきている）。しかしながら，2005年からの BIS 与信統計では第７図のように地場与信の拡大を背景に，地場与信についても，クロスボーダー与信と連結し，最終リスクベースで部門（セクター）毎に与信額を公表することになった[15]。

第６図　BIS 報告国の地域別クロスボーダー与信（ストック）

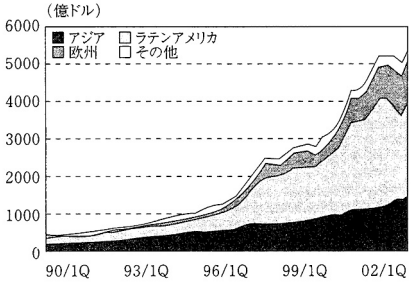


（注）外貨建て現地向け与信を含む。
（出所：BIS 国際与信統計）

---

[14] 平野・早川・斎藤・高見，前掲論文，pp. 1－6。
[15] 平野・早川・斎藤・高見，前掲論文，p. 3。

第７図　BIS 報告国の地域別現地通貨建て現地向け与信（ストック）



（出所：BIS 国際与信統計）

２．発展途上国へのクロスボーダー与信

BIS 国際与信統計によると第６表のように発展途上国へのクロスボーダー与信は東南アジア通貨危機が発生した1997年をピークに残高が減少している。これに対し地場与信は第７表のように1990年代後半以降急増し，最近ではクロスボーダー与信に匹敵するほどになっている。これは報告銀行の連結ベースの対象に発展途上国の地場銀行が含まれるようになったことが大きいものの，①アジア金融・通貨危機を経験し，アジア・太平洋諸国がドルの為替リスクを強く認識するようになったこと，②アジア・太平洋諸国の多くで危機以後，国内金利がドル金利に対し相対的に低下したこと[16]等が挙げられる。先進国銀行にとり現地通貨建与信は，アジア金融・通貨危機以前とはまったく異なる重要性を持つようになったと言えるだろう。

Ⅴ　BIS 国際与信統計の拡充・整備

１．BIS 国際資金取引統計

BIS の国際統計の中で国際与信統計と並んで重要なものとして「BIS 国際資

[16] 井上伊知郎「先進国銀行アジア支店による現地通貨建て貸付の高まりについて―最近の BIS 国際与信統計の拡充を手がかりとして―」『エコノミクス』第７巻第４号，2003年３月，pp. 87–90。

金取引統計（Locational International Banking Statistics）」が挙げられる。同統計は1970年代前半から作成され，銀行を通じた国際資金移動を分析するための基礎資料として広く利用されてきている。

同統計は BIS が世界の主要38か国・地域[17]（以下報告国）に所在する銀行の国際部門の債権・債務の動きをグローバル・ベースで取りまとめ，四半期末毎に公表している。報告国に所在する銀行（日本では信用金庫等を含む）が，どの国・地域（統計作成に参加していない国・地域を含む）に向けて資金を供給し，どの国・地域から資金を取り入れているかを明らかにすることを目的とした統計である。日本銀行はこの統計作成において，日本に所在する銀行の動向を取りまとめた「日本分集計結果」を独自に発表している。この結果を用いることにより，日本の銀行部門を通じた国際的資金移動を分析することも可能となる。

1970年代になり日本を含む主要先進国中央銀行は，欧州のオフショア市場での国際金融取引が拡大している状況下で，国際的資金移動の内容を従来以上に正確に把握する必要を認識し，BIS を中心としたグローバル・ベースでの「BIS 国際資金取引統計」作成が開始されることとなった。

日本分集計結果の対象金融機関は，日本所在の銀行中原則として「特別国際金融取引勘定（Japan Offshore Market 勘定）」保有の承認を得ている銀行となっている。したがって日本の銀行の国内本支店や外国の銀行の在日支店は対象となるものの，日本の銀行の海外支店は対象外となる。例えば日本の銀行のロンドン支店は英国所在銀行とされ，「英国分集計結果」に含まれることとなる。

対象となる計数を第２表で検討することにしよう。対象計数は対象金融機関

---

[17] オーストラリア，オーストリア，ベルギー，カナダ，デンマーク，フィンランド，フランス，ドイツ，インド，アイルランド，イタリア，日本，ルクセンブルグ，オランダ，ポルトガル，スペイン，スウェーデン，スイス，台湾，トルコ，英国，米国，ハバマ，バーレーン，ケイマン諸島，ガーンジィ，香港，マン島，ジャージイー，蘭領アンチル，シンガポール，バミューダ，ブラジル，チリ，パナマ，ギリシャおよびメキシコ（2005年12月22日時点），詳しくは日本銀行金融市場局「『BIS 国際資金取引統計の日本分集計結果』の解説」『金融経済統計』2005年12月を参照のこと。以下の著述は同書による。

第２表　BIS 国際資金取引統計における国際部門債権・債務の範囲

	外貨建て取引	円建て取引
国境を越える取引 （クロスボーダー取引）	(a)	(a)
国境を越えない取引	(b)	(c)

（出所：日本銀行金融市場局「『BIS 国際資金取引統計の日本分集計結果』の解説」『金融経済統計』2005年７月，p.4より作成）

の国際部門オンバランス債権・債務である。したがって銀行の（a）国境を越える取引，（b）国境を越えない外貨建て取引から発生するオンバランスの債権・債務が対象になる半面，（c）国境を越えない円建て取引から発生するオンバランスの債権・債務は対象とならない。なお各銀行の本支店勘定を通じた自己海外支店および海外現地法人との取引から発生する債権・債務も対象となる。

報告通貨単位は，すべて百万米ドルで統一されており，米ドル以外の通貨は各報告基準時点（３，６，９，12月末）における為替相場の月末終値により米ドル換算される。また対象金融機関は「外国為替および外国貿易法」に基づき「銀行等の非居住者等に対する国別債権債務に関する報告書」提出が義務づけられ，同報告書を集計することで，日本銀行は「日本分集計結果」を作成している。

主な掲載項目は，日本所在銀行が国境を越えて行う全取引から発生する債権・債務残高を，①約130か国・地域におよぶ相手先地域国別，②部門別[18]（銀行，非銀行），③通貨別（取引に使用される通貨に応じて円（国境を越える取引のみ），米ドル，英ポンド，スイス・フラン，ユーロ，その他通貨に分類）にそれぞれ分類している。また参考計数として日本所在銀行の国境を越えない取引から発生する外貨建て債権・債務残高についても，さらに通貨別に分類し

[18] 銀行の項目には，アジア開発銀行等の地域開発銀行，香港金融庁等の公的通貨当局，外国の中央銀行も含まれる。『金融経済統計』前出解説参照のこと。

ている。

BIS 国際資金取引統計は BIS 国際与信統計に比べ，①国際銀行取引における通貨別利用状況を把握できる唯一の統計であること，②銀行所在地基準の計数で，「国際収支統計」と整合的なため，国際資金取引統計と国際収支統計を組み合わせた分析を行いやすいという利点がある。

２．BIS 国際与信統計

BIS 国際与信統計は，世界の主要30か国・地域[19]（以下報告国）に本店を持つ銀行の国際的な与信状況をグローバル・ベースで四半期末毎に取りまとめた統計であり，既述のように，同統計は各国の銀行システムが抱えるカントリーリスクを包括的に把握するための唯一のものとの評価が高い。

1980年代前半の中南米諸国の債務危機を契機に，先進国中央銀行は各国の銀行による国際与信状況を，今迄以上に正確に把握する必要性を認識し，1983年からグローバル・ベースの BIS 国際与信統計が作成。公表されるようになった。その後発展途上国も報告国に加わり，先進国向け与信も集計対象に加わる等，多角的なカントリーリスク把握のため同統計の拡充・整備の努力が続けられている。

同統計の日本分集計結果の対象金融機関は，原則として特別金融取引勘定保有の承認を得ている邦銀（国内本支店に加え海外支店や海外現地法人を含む）である。したがって日本分集計結果から邦銀の海外支店や海外現地法人も含めた全体としての邦銀が，どの国に対してどれだけの与信を行っているかを把握することが可能となる。

---

[19] オーストリア，ベルギー，カナダ，デンマーク，フィンランド，フランス，ドイツ，香港，アイルランド，イタリア，日本，ルクセンブルグ，オラング，ノルウェー，ポルトガル，スペイン，スウェーデン，スイス，英国，米国，シンガポール，インド，台湾，トルコ，ブラジル，チリ，パナマ，ギリシヤ，オーストラリアおよびメキシコ。詳しくは日本銀行金融市場局「『BIS 国際与信取引統計の日本分集計結果』の解説」『金融経済統計』2005年12月を参照のこと。以下の著述は『日本銀行調査月報』1999年５月による。

統計対象計数は対象金融機関の国際部門債権であり，2004年９月公表分までは「所在地ベース」が主たるものであった。所在地ベースとは，与信対象所在地によりー律に地域・国別分類をするものである。したがって米国所在の日系企業への与信も，米国所在の米国企業への与信も，米国向けとすることになる。基本的には第３表のように①対象金融機関（連結ベース）の国内本支店，海外支店および海外現地法人の国境を越える取引から発生する債権［クロスボーダー与信，（a）の部分］，②海外における非現地通貨建て現地向け与信［（b）の部分，海外支店や海外現地法人の国境を越えない取引から発生する非現地通貨建て債権］が対象計数となる。この他に別項目として（c）部分の海外での現地通貨建て現地向け債権債務残高を日本分集計結果では公表している。これらの計数は連結ベースのため報告金融機関の本支店間，本支店と海外現地法人間，および海外現地法人間での取引から発生する債権は含まれない。

報告基準時点は1999年以前は６，12月末時点の報告であったが，統計の迅速化を考慮して現在では３，６，９，12末時点の計数が報告されている。また報告通貨単位はすべて百万米ドルで，米ドル以外の通貨は各報告時点の為替レートの月末終値で米ドル換算されている。

対象金融機関は「外国為替及び外国貿易法」に基づき「国別対外債権残高報告書」の提出義務があり，日本銀行は同報告書により「日本分集計結果」を作成・公表している。

主たる掲載項目としては，邦銀のクロスボーダー与信と非現地通貨建て現地向け与信残高を，①相手先地域・国別（約120か地域・国），②期間別（取引の

第３表　BIS 国際与信統計（所在地ベース）における対象債権の範囲

	非現地通貨建て取引	現地通貨建て取引
国境を越える取引 （クロスボーダー取引）	(a)	(a)
国境を越えない取引	(b)	(c)

（出所：日本銀行金融市場局「BIS 統計から見た国際市場―90年代における国際資金フローの変化―」『日本銀行調査月報』1999年５月，p. 54より作成）

残存期間に応じ，「１年以内」「１年超２年以内」「２年超」に分類），③部門別[20]（取引相手先により「公的部門」「民間銀行部門」「民間その他部門」に分類）に分類公表している。また邦銀の現地通貨建て債権・債務についても相手先地域・国別に分類公表している。

BIS の統計のうち銀行の国際部門の債権を対象とするものには，「BIS 国際与信統計」の他に既述の国際金融市場で銀行部門を通じた資金移動把握のための「BIS 国際資金取引統計」がある。BIS 国際与信統計は①各報告国銀行が，特定の地域・国に対する与信リスク（カントリーリスク）をどの程度抱えているかを連結ベースで把握可能である，②期間別や部門別区分について詳細なデータを獲得可能である等が，BIS 国際資金取引統計にないメリットとして挙げることができる。

３．BIS 国際与信統計の2004年12月分からの抜本的見直し

1990年代後半の東南アジア通貨危機やロシア危機等の経験から，既述のようにカントリーリスク概念が変化してきている。これらを受けて「BIS 国際与信統計」も2000年代から拡充・整備されてきた。そして本書２，３，６章で検討した国際経済の環境変化により2004年12月公表分から抜本的見直しが行われた（実際の公表2005年４月25日）。その主要な点は①報告対象銀行の対外与信額を従来の「所在地ベース」に加え「最終リスクベース」で把握する，②デリバティブ与信等を新たに集計する，③海外での現地通貨建て与信を詳細な項目毎に集計する等で，カントリーリスクや各国銀行の与信動向をより包括的にモニタリングできると期待されている。以下各ポイントについて検討していくことにしたい[21]。

---

[20] 具体的には「公的部門」として外国政府，外国中央銀行・公的通貨当局，政府系金融機関・企業，地方公共団体，同出資企業等を含む。「民間銀行部門」には金融を主な業務とする民間団体が，「民間その他部門」には公的部門，民間銀行部門以外の取引先が該当する。

[21] 平野・早川・斎藤・重見，前掲論文。

（1）所在地ベースから最終リスクベースへ

今回の見直しの最大の柱は，与信相手先の国籍分類が従来の「所在地ベース」から「最終リスクベース」を基本とするように変更されたことである。所在地ベースは，例えばある国が，資本取引規制を突然導入した場合，与信先の国から資金を受領できないリスク，いわゆる「トランスファーリスク」に焦点をあてた考え方である。

しかし東南アジア通貨危機では，本国経済の危機が当該国企業の海外支店等にも波及し，支払能力が問題となることがあったとされている。「最終リスクベース」は，この点に注目し，ある国が危機に陥った場合，影響を受ける可能性がある全与信額を把握しようとするものであり，近年のカントリーリスク概念と合致するものである。

最終リスクベースでは，与信対象の直接的所在地でなく，与信の最終的リスクがどこに所在するのかを基準として地域・国別分類を行うことになる。したがって海外支店への与信を本店所在国への与信とする他，保証やクレジット・デリバテイブ，担保等による信用リスク移転も考慮することになる。例えば米国所在の米国企業に対する与信に英国金融機関の保証がされている時は「米国向け」ではなく「英国向け」となる。また英国金融機関のニューヨーク支店への与信は，「米国向け」ではなく「英国向け」とみなされる。

第4表で最終リスクベースの対象債権の範囲を検討しよう。第3表の所在地ベースの（a）（b）の債権に（c）の債権を加えた全部のクロスボーダー与信や海外での現地向け与信が対象の対象となる。またオフバランス与信の「デリバティブ関連与信」[22]「支払承諾勘定残高」[23]「コミット済未実行残高」[24]を「日本

第4表　BIS国際与信統計（最終リスクベース）における対象債権の範囲

	非現地通貨建て取引	現地通貨建て取引
国境を越える取引 （クロスボーダー取引）	(a)	(a)
国境を越えない取引	(b)	(c)

（出所：「『BIS国際与信統計の日本分集計結果』の解説」2005年12月）

分集計結果」では集計している。

（２）デリバテイブ与信の把握

デリバテイブ与信は既述のように無視できない規模に達しており，カントリーリスク把握でも重要な意味をもっている。デリバテイブ取引で原資産価格変動により含み益が生じた場合（勝ちポジション）取引相手方への与信発生となる。

（３）地場与信の統計での正式項目化

海外拠点での現地における現地通貨建て与信（地場与信）は，今回の見直しで正式項目となった。いままでは参考計数として与信総額のみを集計していたが，地場与信もクロスボーダー与信と運結して最終リスクベースで部門別に与信額を集計している。

４．BIS 国際与信統計の新統計様式

今回の BIS 国際与信統計の見直しにより，第５表のような統計様式が新たに各国毎に作成されることになった。そして各国毎の集計をグローバルベースで合算・公表されることとなっている。なお日本分については，従来通り邦銀の集計分を独自に公表することになった。

---

[22] 取引所を介しないで相対で行っているデリバテイブ取引を時価評価した時に発生する「勝ちポジション」を取引相手方への与信とみなし，最終リスクベースで計上している。

[23] 金融機関の顧客が第３者について負担する債務支払等を，金融機関が保証しているもの。他の金融機関からの借入金に対する保証，手形の保証，外国為替取引に伴う信用状（L/C）発行，債権の発行保証等の残高を最終リスクベースで計上。

[24] コミットメントライン契約額中，融資限度額から借手の実行残高を差し引いたものを最終リスクベースで計上。

第５表　2004年12月分からの新統計様式（日本集計分）

	クロスボーダー与信および現地向け与信残高					デリバティブ関連与信	支払承諾勘定残高	コミット済未実行残高
	合計（最終リスクベース）	部門別			うち現地向け			
		公的部門	民間銀行部門	民間その他部門				
相手先地域・国合計先進国向け発展途上国向け	①		②		③	④	⑤	⑥

〈報告対象〉邦銀本支店および海外現地法人の対外与信活動
①…クロスボーダー与信および海外拠点の現地向け与信の残高を最終リスクベースで分類。
②…与信がどのセクター向けのものであるかを最終リスクベースで分類。(②＝①)。
③…その国向けの与信（①）のうち，海外拠点の現地での与信活動によるものの残高を計上。
統計では，与信元からみて，債権者が同じ国に所在している場合を「現地向け与信」，違う国に所在している場合を「クロスボーダー与信」とみなす。
④…デリバティブ取引を時価評価した際に生じる勝ちポジションを相手方への与信とみなし，国籍別に残高を計上。
⑤…債務保証やL/Cの発行などによる偶発的債務の残高を計上。
⑥…コミットメントラインの契約額のうち，未実行の残高を計上。
（出所：平野・早川・斎藤・重見，前掲論文，p. 2）

Ⅵ　おわりに

今回のBIS国際与信統計の抜本的見直しに基づいた新統計が定着すれば，銀行の最終的対外与信リスクが，どの地域・国に集中しているのか，潜在的リスク規模はどれだけか等についてより正確な情報を提供可能となり，国際的視点での金融市場の透明性向上や安定性維持にも大いに寄与し，カントリーリスク把握やリスク管理にも貢献するものとなるだろう。

また今回の見直しは，報告対象金融機関が報告する計数を，実際の業務やカントリーリスクを含めたリスク管理面での各行の内部管理計数と整合的にすることが意図されている。このことは新統計の利便性をより高め，金融機関の報告負担感を軽減することにも通じるものである。

とくに2010年から顕在化している，GIIPSを始めとする欧州諸国の財政赤字増大にともなうソブリン危機においては，BIS統計のカントリーリスク把握の重要性が益々高まっている。

【参考文献】

１）The World Bank, *Global Development Finance*, Washington, DC., 2004.
２）池永哲也「カントリー・リスクの把握をめぐって」『経済論叢』第158巻第６号，1996年12月。
３）井上久志『カントリーリスクの研究』東洋経済新報社，1985年。
４）大濱　祐「カントリーリスク評価の構造的課題を考える（１）（２）（３）」『貿易保険』1999年５月号，６月号，７月号。
５）グローバル金融システム委員会『BIS 国際銀行統計ワーキング・グループ報告書（日本銀行仮訳）』国際決済銀行，2000年９月。
６）桜井雅夫『カントリー・リスク』有斐閣，1982年。
７）横川　新「カントリー・リスク」『ジュリスト』No, 703，1979年11月１月号。
８）渡辺喜一『カントリー・リスク』金融財政事情研究会，1985年。

第３章　世界大不況と証券化リスク管理

Ⅰ　はじめに

2008年９月15日，全米第４位の証券会社リーマン・ブラザーズの破綻から始まった世界大不況は，グリーンスパン前 FRB（The Federal Reserve Board）議長の発言を引用して，よく「100年に一度の危機」と言われている。そして全世界は，経済政策の舵取りを間違えると，1929年10月24日（木曜）にニューヨークのウォール街での株価大暴落から世界に広まった1930年代前半の「大恐慌（The Great Depression）」の状況へ，再び陥りかねない瀬戸際に追い込まれるリスクに直面し，「第二の世界大恐慌」と呼ばれた。

さらにリーマンショックの傷跡が完全に払拭されていない状況下で，2011年にはギリシャの財政危機を契機に始まった欧州財政・金融危機が，共通通貨ユーロ加盟国の中の GIIPS（ギリシャ，イタリア，アイルランド，ポルトガル，スペイン）諸国や，EU 加盟国のベルギー，ハンガリー諸国にも波及し，2012年２月時点で，EU 諸国の GIIPS 諸国への金融支援策は採択されたものの，抜本的支援ではなく，まだ不確定な部分が残っている。このような状況は世界の不確実性を高め，2008年９月のリーマンショック以上の悪影響を与える可能性が，懸念されている。

本章においては，まず1929年の世界大恐慌の状況を概観する。そして「第二の世界大恐慌」と呼ばれる2008年９月からの世界大不況の引き金となった，米国のサブプライムローン（低所得者向け住宅ローン）の証券化プロセスと，そこに内在している「証券化リスク」を考察し，次いで証券化リスク管理について検討したい。

Ⅱ　1929年からの世界大恐慌の状況

１．ニューヨーク株価の推移

1929年10月から始まった大恐慌では，第１図のようにニューヨーク株価（スタンダード・スタティスティクス工業株価指数）が，1926年＝100として1929年９月「216」から1932年６月には「34」まで下落した。

２．アメリカの卸売物価

また第２図のように，アメリカの卸売物価（月別指数）は，農産物，非農産物，全商品とも急落している。さらに失業率25％，GDP（実質国内総生産）減少率は30％にも達した。

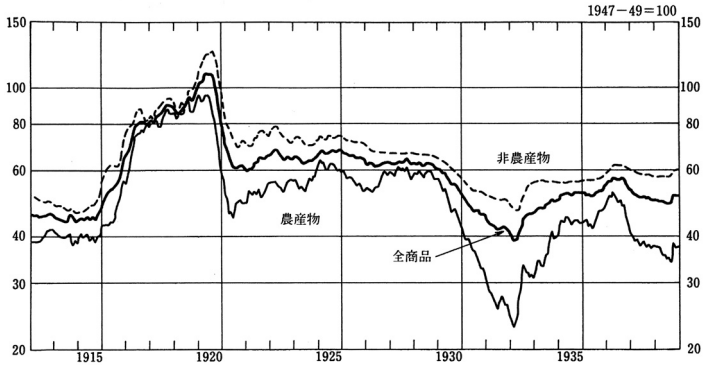
1930年代，世界各国は「大恐慌」脱出のため，自国の景気回復を最優先にした「近隣窮乏化政策」と言われる変動相場制下の為替切り下げ競争や，関税引き上げ，経済ブロック化等の保護主義を強化した。そして，ついに世界は大恐

第１図　ニューヨーク株価，1626–38年

（スタンダード・スタティスティクス工業株価指数，1926 年＝100）

（出所：1934年までは，League of Nations, *Statistical Yearbook,* variousissues；1935–38年については，Standard Statistics index，1934–36年基準を1926年基準に転換。C. P. Kindleberger, *The World in Depression* 1929 *to* 1939（石崎・木村訳『大不況下の世界1929–1939』岩波書店，2009年，p. 106より作成）

第２図　米国の卸売物価（月別指数），1913～39年



（注）Burau of Labor Statistics に基づく。
Board of Governors of the Federal Reserve System, Historical Chart Book, 1961.
（出所：侘美光彦『世界大恐慌―1929年恐慌の過程と原因―』御茶の水書房，1994年，p. 11）

慌の最終的な解決策として，再生産外の消費の象徴である「第二次世界大戦」に巻き込まれていったのである。

Ⅲ　2008年９月からの世界大不況の原因（金融面からの考察）

１．リーマンショック後の世界経済

リーマンショック後の世界経済は，1930年代の世界大恐慌の時代と状況が類似している。すなわち為替相場は，変動相場制であり，各国は「低金利政策」に名を借りた「為替切り下げ競争」を行っている。またEU（欧州連合）やNAFTA（北米自由貿易連合）等々の巨大な経済ブロックも存在する。

しかし「大恐慌」の状況に酷似したリーマンショック後の世界経済では，不況脱出のための手段として，戦争に訴えることのない「人類の英知」を結集する努力が行われた結果，Ｇ７やG20による財政支出増大を始めとする危機対応策が検討され，実施に移された。しかし株価の急落や失業率は序々に回復したものの，景気回復のための緊急諸政策を如何に縮小させていくかという「出口の議論」の段階までは至らず，今回の欧州危機で事態はさらに混迷化している。

第３図　アメリカの住宅価格の推移

（注）直近は，OFHEO が2008年１月～３月，S&P は同年４，５月の平均値
（出所：OFHEO（連邦住宅金融監督局），S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）

２．世界大不況の引き金としての米国住宅価格の急落

ところでリーマンショックによる「世界大不況」の引き金は，第３図に示されているように1992年から継続的に上昇してきた米国の住宅価格が，2005年になると下落し始め，2006年から急落したことにある。

Ⅳ　世界大不況の波及メカニズム

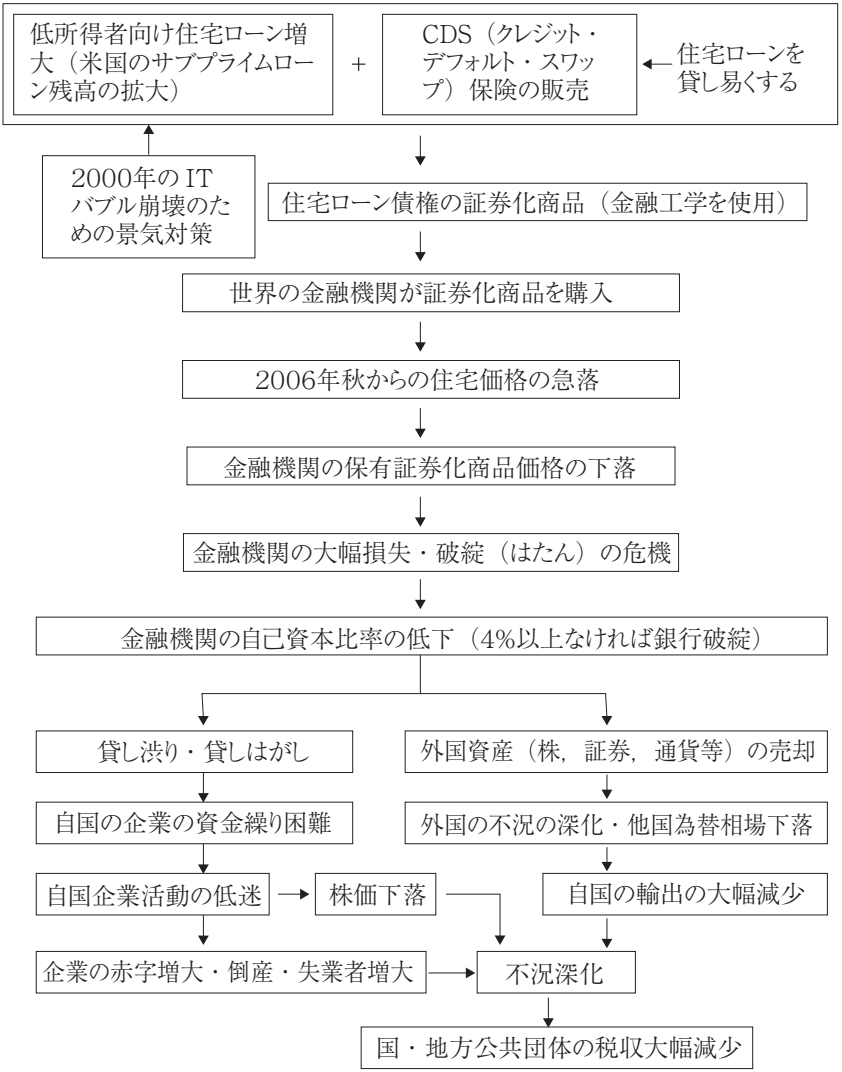
米国住宅価格の急落が，全世界へ如何に伝播して行ったかについての「大不況の波及メカニズム」は，多方面から分析しなければならないが，金融面に焦点を当てると，概ね第４図のように示すことができる。この第４図に従い，リーマンショックによる世界大不況の波及メカニズムを考察していきたい。

１．サブプライム（住宅）ローンの増大と住宅ローンの証券化リスク

（１）サブプライム（住宅）ローン

まず2000年秋から2001年にかけて顕在化した「IT バブル崩壊」による米国の景気後退を回避するため，米国では官民あげて経済波及効果の高い住宅建設

第４図　世界大不況の波及メカニズム



増大政策と，それを支える「新型住宅ローン」の開発に知恵を絞り，所得の低い信用力の低い人でも借りられる「サブプライム（住宅）ローン（低信用者向

け住宅貸付)」が導入された。

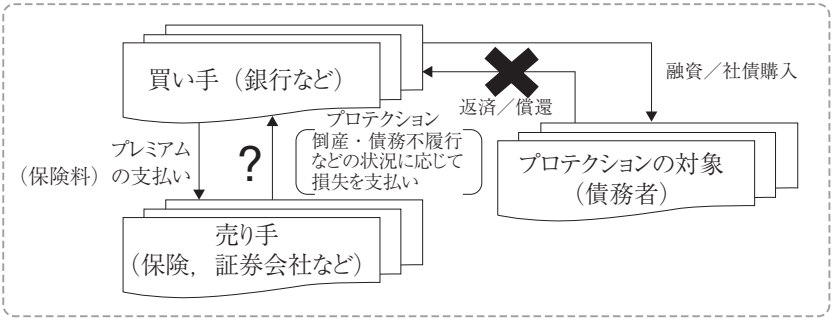
このローンは，借り入れ後数年間は，優遇された金利だけを払えば良いものの，優遇期間を過ぎると金利も高くなり，元金も分割して払わなければならないものが多かった。しかし購入した住宅の時価が上がれば，担保力が高くなり，金利の低い「プライムローン（信用の高い人への住宅貸付)」に借り替えることも可能で，毎月の返済が困難になった住宅ローン借入者は高値で住宅を売却することも可能であった。

（２）CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）

しかもこの住宅ローンの貸し手（mortgage bankers）には，貸した住宅債権を直ぐ買い取る「投資ファンド」の存在という大きな支援があった。住宅ローンを貸す専門金融機関は，返済されないリスク（信用リスク）を心配することなく，「投資ファンド」から支払われる高額のローン手数料を得るために，貸付先の収入も確認しないで，競って「サブプライム（住宅）ローン」を拡大させた。そして「投資ファンド」は，買い取った住宅ローン債権を集めて「証券化商品」にして売却するまでのリスクを回避するため，第２章で考察した金融工学を駆使して開発された「CDS（Credit Default Swap，クレジット・デフォルト・スワップ)」という一種の保険を購入した。

すなわち「CDS」とは，第５図に示されるような商品内容である。住宅ローンを購入した「投資ファンド」や銀行が，一定のプレミアム（保険料）をCDSの売り手である保険会社〔例えばAIG（アメリカン・インターナショナル・グループ)〕や証券会社に支払い，プロテクション（保険）を購入すると，プロテクションの対象である住宅ローンが返済されない場合，保険会社や証券会社からプロテクションの買い手に，住宅ローン金額の返済を受けることが出来るというものである。CDS取引は『平成21年版通商白書』によれば，プロテクション契約額を単純合計した想定元本が，2008年６月末で54.6兆ドルと2007年の世界のGDPに相当する規模まで積み上がっていた。

第５図　CDS の仕組み



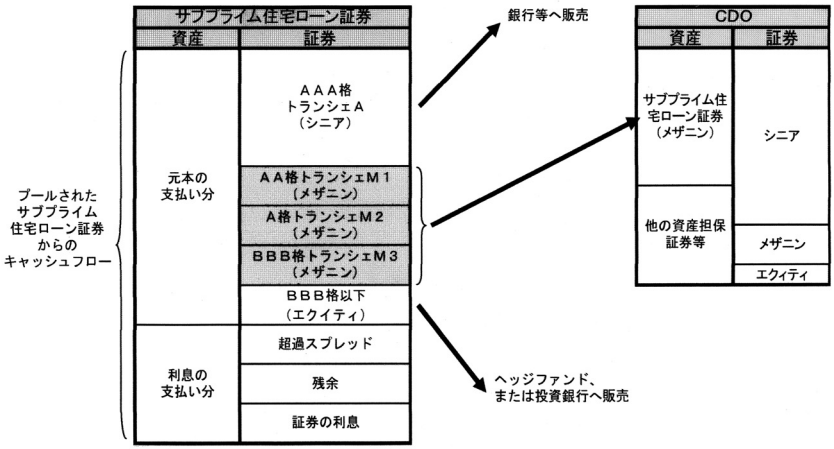
（出所：『通商白書』平成21年版，第１－１－１－19図）

（３）仕組み債

また米国政府系住宅金融公社や年金・保険等の機関投資家と共に，欧米諸国の主要商業銀行や投資銀行（証券会社）も，米国住宅金融市場への資金流入に大きな役割を果たした。これらの金融機関は「住宅ローン担保証券（Mortgage Backed Security，MBS）」等証券化商品への投資をするとともに，サブプライム（住宅）ローンを原債権とする「再証券化商品（仕組み債，Structured Bond）の組成・転売のための SPV（Special Purpose Vehicle）というペーパーカンパニーを設立し，住宅ローン債権を大量に購入して「再証券化商品」を組成し，全世界の投資家に転売する「証券化ビジネス」の中心的役割を担った。

「仕組み債」とは，第６図に示されているように，たくさんのサブプライム（住宅）ローン債権（原債権）を集めた MBS を，数段階の「階層（トランシェ）」に分割し，各階層に元本の償還順位を付与して，最上位の「シニア債」，中位の「メザニン債」，最下位の「エクイティ債」という３債券（MBS）を新たに組成するものである。そして住宅ローンの借り手から元本償還があれば，最初にシニア債購入者に支払われ，残額がある場合はメザニン債購入者にも支払われる。したがって償還順位が最上位のシニア債は，住宅ローン支払い遅延リスクの発生確率が極めて低いと評価され，スタンダード・アンド・プアーズ社等の格付け会社が「AAA」を付与した。またメザニン債には「Ｍ１～Ｍ３格」

第６図　サブプライム（住宅）ローン証券の証券化の仕組み



（注）１．IMF〔８〕，IMF〔９〕を基に作成。
　　２．複数の民間レポートを参考とした。
（出所：内閣府『世界経済の潮流2007年秋』p. 17より作成）

が付与され，投資適格ぎりぎりの「BBB」格 MBS までを集めて，同様の手法で優先償還順位設定により，「AAA 格 MBS」を新たに組成でき，これが「担保付債務支払証書（CDO，Collateralized Debt Obligation）」と呼ばれるものである。そしてエクイティ債には，格付けが付与されなかった。このような手法で「サブプライム（住宅）ローンの約75％が証券化され，その約８割が AAA 格のシニア債，残り20％の９割がメザニン債，１割がエクイティ債であったとの分析もある（IMF，“Global Financial Stability Report”，Apr. 2008）。

このようにして急激に増大した「サブプライム（住宅）ローン」債権や「クレジットカード（学生クレジットを含む）」債権，「自動車ローン」債権，「医療費」債権等々多くの種類の債権を集め，最先端の金融工学の手法でそれらの債権の組み入れ比率（企業の最高秘密）を決めて，最新の仕組み債である「証券化商品」が大量に作られた。

（４）証券化の決定的欠陥（証券化リスク）

証券化の歴史は，1970年の「住宅ローン担保証券（MBS）」の発行から始まる。初期の「証券化商品」は，住宅ローン債権（モーゲージ）を10万件ほど集めて，これを１億口に分けた「証券化商品」を作るという，シンプルなものであった。具体的には連邦抵当金庫（FNMA，ファニーメイ）や連邦住宅金融抵当公社（FHLMC，フレデーマック），政府抵当金庫（GNMA，ジニーメイ）が中心となって，民間金融機関の一定要件に当てはまる住宅ローン債権（モーゲージ）を買い取り，それを担保に，流通市場で「住宅ローン担保証券」を発行して投資家に提供した。その後前述のように「リスク」を回避するために，種々の債権を組み入れた「証券化商品」が開発されてきた。

格付けも高く，金利も高い「証券化商品」を，全世界の金融機関は「金余り」の中で競って購入した。しかし金融工学を駆使して作られた「証券化商品」には，決定的な欠陥があった。それは「住宅価格が永遠に上昇し続ける」という前提の下に作られていたからである。これは過去の事例を元に確率を設定する場合に，米国では一部の地区の住宅価格の下落はあったものの，ほとんどの地域でいっせいに住宅価格の下落の事例が無かったため，住宅価格は上昇し続けるとの前提を取ったためであろう。

２．住宅価格の急落・住宅ローン不払い（デフォルト）の増大と「証券化商品」の急落

既述のように第３図に示されているが，住宅価格は1992年からOFHEO（連邦住宅金融監督局）住宅価格指数でも，S&P（スタンダード・アンド・プアーズ）ケース・シラー住宅価格指数でも，一貫して上昇してきた。その意味でサブプライム（住宅）ローンを借りた人は，住宅を売却すれば何時でも利益を上げることが出来，問題は生じなかったといえる。

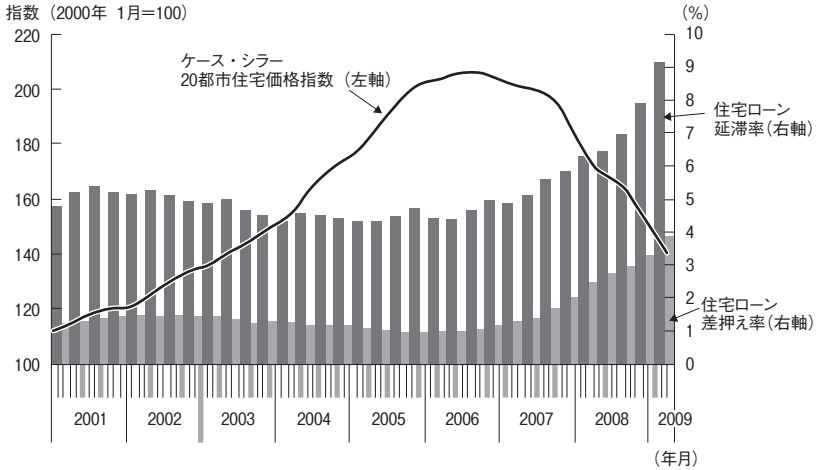
しかし2005年になると世界的な一次産品，とくに石油価格の上昇と共に米国の総需要は縮小し，住宅への需要も減少し始めることとなった。そして2005年から2006年にかけて住宅価格が下落し始めた。とくに2006年秋から住宅価格が

急落し始めると，高金利のサブプライム（住宅）ローンを低金利のプライム（住宅）ローンに借り換えることが出来なくなり，また住宅を高値で売却することが出来ない人達が急増した。そうこうしている間に，サブプライム（住宅）ローンの優遇期間が過ぎて，高い金利と元金を加えた毎月の返済額が急増することになり，第７図に示されているように，住宅ローンの延滞率や返済不能（デフォルト）による差し押え率が増大していった。

住宅ローン債権を持つ金融機関やCDSを販売した保険会社は，住宅ローン債権回収のため，差し押さえを強化して，どんどん安値で売却した。そうすれば住宅価格がさらに下落するという悪循環で，米国の住宅価格はいっそう下落し続けた。2011年にならないと，全体的な米国の住宅価格は下げ止まらないという推計もあったが，2011年に１部住宅は下げ止まった。

サブプライム（住宅）ローンの延滞やデフォルトが増大するにつれて，サブプライム（住宅）ローンの「証券化商品」の価格も下がり始め，とうとう，どの金融機関も「証券化商品」を購入しなくなり，「証券化商品」の時価は大暴

第７図　住宅価格，住宅ローン延滞率・差し押さえ率の推移



（備考）住宅ローン延滞率（30日以上），住宅ローン差押え率（差押え手続き中）。
（出所：Standard & Poor's, Mortgage Bank Assosiation から作成）

落し，最後は値段がつかない状況になり，推計するしかない状態になった。

このように購入した「証券化商品」の大損失や不良債権の増大によって，欧米を始めとする世界中の銀行や証券会社，保険会社の中には巨額の赤字に苦しみ，政府による管理を受けたり，「公的資金」注入によって，辛うじて破綻を免れているケースが多数見られることとなった。

例えば米国においては，2008年３月に全米第５位の証券会社ベアー・スターンズが救済・合併されたのを手始めに，2008年９月７日に住宅ローンの証券化商品を保証しているファニーメイやフレディマックといった住宅金融機関２社が，米国政府の管理下に入った。そして2008年９月15日に，全米第４位の証券会社リーマン・ブラザーズが破綻すると，全世界の「信用不安」が拡大し，金融機関が資金貸出を抑制したため，銀行・企業の資金確保が困難になり，金融危機の嵐が吹き荒れることとなった。

また2008年９月20日になると，CDS を大量に発行した AIG が公的管理に追い込まれ，さらにシティグループやバンク・オブ・アメリカ，JP モルガン・チェース，ウエルズ・ファーゴ，ゴールドマン・サックス，モルガン・スタンレーを始めとする米国の主要金融機関は，公的資金の数度の注入を受けた（現在は会計制度変更による利益と証券売買益でかなり返済している）。そしてヨーロッパ各国も，自国金融機関に種々の支援策を実施している。

３．金融機関の自己資本比率の低下と「貸し渋り」・「貸しはがし」

「自己資本比率」とは，自己資本（資本金，資本準備金，利益準備金，次期繰越利益金，内部留保，優先株，貸倒引当金，資産再評価準備金，劣後債，株式の含み益の45％等々）を，総資産（国・地方公共団体・企業・個人等への貸し出し，自国国債・外国国債・社債・国際開発銀行債，株式，不動産等々への投資合計で，投資されたそれぞれのリスクの度合いによって実際の金額とは異なる）で割った比率のことを指す。

国際的な取り決め（BIS 規制）によって，自己資本比率が８％以上無ければ，当該金融機関は国際金融業務を行うことが出来ない。また４％以上なければ国

内金融業務も行えず，破綻に追い込まれる。証券化商品の損失や不良債権が大きくなれば，分子の自己資本が減少し，自己資本比率が低下することになる。したがって自己資本比率を高めるためには，分子の自己資本の増強を図るか，分母の総資産を減らすことが必要となる。自己資本の増強が図れない場合は，分母の総資産を減らさなければ，自己資本比率が高まらず，破綻に追い込まれる危険が出てくることになる。そのため銀行が，貸し出しをなかなか行わない（貸し渋り），貸したお金を強制的に回収する（貸しはがし）という行動を取ることが，しばしば報道されている。

世界的に「経済の血液」である「資金」が銀行から供給されにくくなると，企業の資金繰りが困難となり，企業活動が低迷し，営業成績が悪化して株価も下落する。株価が低迷すると株式発行による資金調達も困難になり，ついには企業の赤字増大・倒産・失業者の増大につながり，世界的に不況がさらに深化していくことになる。

４．外国資産（株，証券，通貨等）の売却による資金引き上げと国・地方の税収減少

また国内の資金不足を補うため，金融機関が外国に投資していた株や証券を売却して自国に資金を持ち帰ることも，しばしば発生した。当該国では，売却された株や証券は下落し，実体経済にも悪影響を及ぼし，当該国の経済は不況に陥ることになった。

するとその国の通貨が外国為替市場で売却され，為替相場が下落する。為替相場が下落すると当該国の輸出競争力は高まるものの，当該国に輸出していた自国の為替相場は上昇して輸出競争力が低下し，自国の輸出は大幅に減少し，不況がさらに悪化することとなった。

このように「５」や「６」による世界大不況の深化によって，日本においても，企業の法人税や個人の所得税，買い控えによる消費税の減収等々で，ただでさえ赤字累積に苦しんでいる国や地方公共団体の財政がさらに悪化することとなった。

Ⅴ　証券化リスクの管理

既述のように，金融の証券化（セキュリタイゼーション）の歴史は，1970年の「住宅ローン担保証券（MBS)」の発行から始まる。初期の「証券化商品」は，住宅ローン債権（モーゲージ）を10万件ほど集めて，これを１億口に分けた「証券化商品」を作るという，シンプルなものであった。その後「リスク」を回避するために，種々の債権を組み入れた「証券化商品」が開発されてきた。

しかし米国でのサブプライムローンの証券化では，金融工学を駆使した現実離れした「証券化商品」が多数産み出され，その大暴落が世界大不況の引き金となった。すなわち，証券化の前提として，米国の不動産価格は右肩上がりで，下落はしないとされていた。またサブプライムローンはリスクが高いものの，しばらく置いておけば，澄み切った部分が出て来て，それらを集めて証券化すればリスクはなく，シニア部分はAAAの最高位の格付けになるとの前提であった。一番最初の証券化課程は妥当する場合もあるが，メザニン部分がさらに，「シニア」と「メザニン」に分解されていく過程では，リスクの高い部分まで高格付けとなり，投資家のリスクが高まる事になる。

「証券化」の原点に立ち戻って，現実に根ざした前提の下で，証券化を行う事が，究極の「証券化リスク管理」と言えるのではないだろうか。

【参考文献】

1）Benjamin, J. and Chinoly, P. and Jud, G., “Real Estate Versus Financial Wealth in Consumption,” *Journal of Real Estate Finance and Economics, vol. 29, no. 3*, 2004.

2）Bernanke, B. “Subprime Mortgage Lending and Mitigating Foreclosures,” *Testimony before the Committee on Financial Services, U. S. House of Representatives,* 20 September 2007.

3）Canner, G. and Dynan, K. and Passmore, W., “Mortgage Refinancing in 2001 and Early 2002,“ *FRB Federal Reserve Bulletin, vol. 88*, December 2002.

４）Committee on the Global Financial System, BIS, “The Role of Ratings in Structured Finance: Issues and Implications,” January 2005.
５）Gan, Y. and Mayer, C., “Agency Conflicts, Asset Substitution, and Securitization,” *National Bureau of EconomicResearch Working Paper No. 12359*, July 2006.
６）Greenspan, A. and Kennedy, J., “Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments and Debt on One-to-Four-Family Residences,” *FRB Finance and Economics Discussion Series 2005-41*, September 2005.
７）IMF, “United States: 2007 Article_Consultation,” *IMF Country Report No. 07/264*, August 2007.
８）IMF, “United States: Selected Issues,” *IMF Country Report No. 07/265*, August 2007.
９）IMF, “Global Financial Stability Report,” April 2007.
10）IMF, “Global Financial Stability Report,” September 2007.
11）IMF, “World Economic Outlook,” Dec. 2008.
12）U. S. Congress Joint Economic Committee, “The Subprime Lending Crsis,” October 2007.
13）青柳孝直『2009年世界バブル大崩壊』総合法令出版，2008年。
14）金子勝・A. デウィット『世界金融危機』岩波書店，2008年。
15）福田淳一編著『図説日本の財政　平成21年版』東洋経済新報社，2009年。
16）片岡尹「サブプライム危機とドル本位制」『経営研究』第60巻第２号，2009年７月。
17）みずほ総合研究所編『サブプライム金融危機』日本経済新聞出版社，2008年。
18）内閣府『世界経済の潮流2007年秋』2007年。
19）中井裕幸『サブプライム逆流する世界マネー』実業之日本社，2008年。
20）二上季代司「金融危機と今後の証券業」『証券レビュー』49巻５号，2009年。

21）リチャード・ビトナー（金森監訳）『サブプライムを売った男の告白』ダイヤモンド社，2008年。

第４章　社会保障費拡大とソブリンリスク管理

Ⅰ　はじめに

第３章で考察した世界大不況の拡大と共に，日本では国や地方公共団体の税収不足の増大により，厳しい抑制が行われて来た高齢者医療制度が，さらにぎりぎりの局面に立たされている。また赤字をまかなうための「特例国債（赤字国債）」の発行は急増し，国債残高は日本のGDPの200％を超える「超危険水準」に達し，ソブリンリスクが何時発生しても可笑しくない状況に追い込まれている。

そして一般会計の中で大きなウエイトを占め続けている社会保障費給付と税収の一体改革として，消費税引き上げの論議も現実味をおびている。

本章においては，国や地方公共団体の財政赤字の現状，社会保障費拡大の状況と，その中でも厳しい医療費抑制の実態を検討し，社会保障費の財政面からのリスク管理について考察したい。

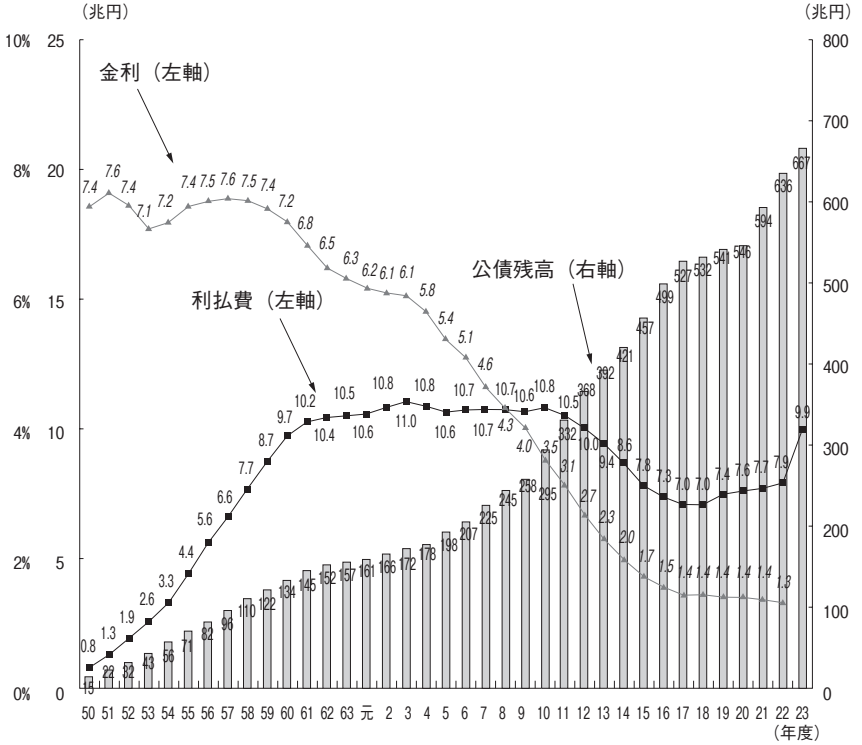
Ⅱ　日本の国や地方公共団体の深刻な財政赤字の状況

１．国の財政状況

日本の国家財政は，昭和40年（1965年）の補正予算で第二次大戦後初めて「赤字国債」が発行されて以来，第１図に示されているように，連年の借金で国債残高・国債の利払費が年々増加し，危機的状況にある。とくに1990年から発生した「バブル崩壊」後の「失われた20年」と言われる長期不況の中で税収は停滞し続けてきた。さらに2008年９月のリーマンショックに伴う世界大不況により，税収不足はさらに深刻となり，国や地方公共団体の財政状況悪化が加速し，危機的状況が続いている。

国の借金である「国債および借入金ならびに政府保証債務現在高」を財務省

第１図　利払費及び国債残高



注１．利払費は，平成22年度までは決算，23年度は補正後予算による。
　２．公債残高は各年度３月末現在高。ただし，平成22年度末は実績見込み，23年度末は補正後予算に基づく見込み。
　３．金利，利払費～左目もり，国債残高～右目もり
（出所：財務省資料）

の統計資料（平成23年11月10日発表）でみると，「内国債残高」は平成23年（2011年）９月末で773.8兆円，借入金51.7兆円，政府短期証券128.8兆円，合計954.4兆円，それに政府が保証している債務が43.8兆円に達している。内国債には普通国債，財政投融資特別会計国債，交付国債，出資・拠出国債，株式会社日本政策投資銀行危機対応業務国債，日本高速道路保有・債務返済機構債券承継国債等が含まれる。第１図中の国債残高は「普通国債残高」を示している。今回

の世界大不況から脱出するための政府の数次にわたる「総合経済対策」，東日本大震災復興のための「復興債（14.3兆円）」の発行等，国債は次々に増発され，内国債残高は，さらに増大することになる。

平成24年度（2012年度）の国債発行予定（当初）によると，新規財源債44.2兆円，復興債2.7兆円，財投債15.0兆円，借換債112.3兆円，合計174.2兆円の国債発行総額が予定されている。また平成24年度（当初）での174.2兆円の消化方式別発行額は　市中発行分154.5兆円（カレンダーベース市中発行額は149.7兆円，うち20年債14.4兆円，10年債27.6兆円），個人向け販売分3.0兆円，（うち個人向け国債2.5兆円），日銀乗換16.7兆円となっている。

第１表によると，長期債務残高である「普通国債残高」は，平成23年度末で668兆円，対 GDP 比約138％に達すると予想されている。これは国民１人当たりで約557万円に相当する。また国の長期債務としては普通国債の他に出資・

第１表　国及び地方の長期債務残高（単位兆円）

（単位：兆円）

		平成10年度末（1998年度末）〈実　績〉	平成15年度末（2003年度末）〈実　績〉	平成20年度末（2008年度末）〈実　績〉	平成22年度末（2010年度末）〈実績見込〉	平成23年度末（2011年度末）〈予　算〉
国		390程度	493程度	573程度（568程度）	668程度（648程度）	692程度（680程度）
	普通国債残高	295程度	457程度	546程度（541程度）	642程度（622程度）	668程度（656程度）
	対 GDP 比	58.7％	92.6％	111％（110％）	134％（130％）	138％（136％）
地方		163程度	198程度	197程度	201程度	200程度
	対 GDP 比	32％	40％	40％	42％	41％
国・地方合計		553程度	692程度	770程度（765程度）	869程度（849程度）	892程度（880程度）
	対 GDP 比	110％	140％	157％（156％）	181％（177％）	184％（182％）

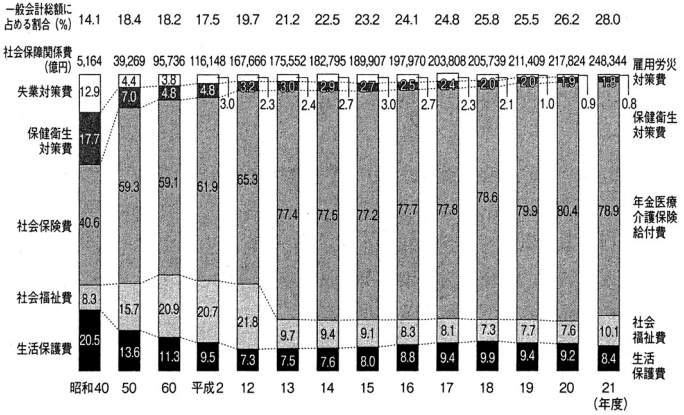
（注）１．GDP は，平成20年度までは実績値，22年度は実績見込み，23年度は政府見通しによる。
２．平成20年度末の（　）内の値は翌年度借換のための前倒債発行額を除いた計数。平成22年度末及び23年度末の（　）内の値は，翌年度借換のための前倒債限度額を除いた計数。
３．交付税及び譲与税配付金特別会計の借入金については，その償還の負担分に応じて，国と地方に分割して計上している。なお，平成19年度初をもってそれまでの国負担分借入金残高の全額を一般会計に承継したため，平成19年度末以降の同特会の借入金残高は全額地方負担分（34兆円程度）である。
４．このほか，平成23年度末の財政投融資特別会計国債残高は119兆円程度。
（出所：『財政投融資レポート』財務省，2011年）

拠出国債，交付国債に加えて，交付税及び譲渡税配付金特別会計，国有林野特別会計等々の種々の特別会計の借入金があり，これらを合計した国の長期債務残高は，平成23年度末で約693兆円に達すると見込まれている。

ところで，平成23年９月末で954.4兆円に達した「国債および借入金ならびに政府保証債務現在高」は，平成23年度一般会計税収（租税および印紙収入）概算額41兆円〔平成20年度54兆円〕の23.7年分に相当し，国民一人当たり795万円になる。また平成23年度の一般会計（当初予算）92.4兆円のうち，借金である国債（建設国債と特例国債）で穴埋めされた44.2兆円は，一般会計全体の47.9％に達している。そして平成23年度税収は40.9兆円台に減少の予測である。

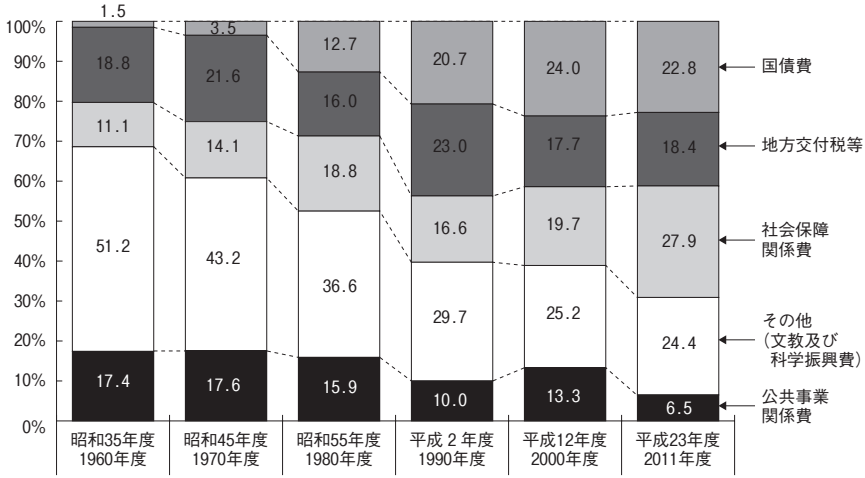
さらに第２図の社会保障関係費の推移によれば，平成21年度一般会計（当初予算）88.5兆円のうち，社会保障関係費といわれる年金医療介護保険給付費，生活保護費，社会福祉費，社会保険料，保健衛生対策費，雇用労災対策費は24.8兆円（一般会計総額に占める割合は28％）に及び，そのうち年金，医療，介護

第２図　社会保障関係費の推移



（注）１．平成12年度の介護保険制度の創設にともない，社会福祉費の一部が社会保険費に移行している。
２．平成21年度に，社会保障関係費の内訳について見直しを行っている。
（出所：福田淳一，前掲書，p.100より作成）

第３図　社会保障関係費の一般会計歳出に占める比率の推移



（注）平成12年度までは決算，23年度は補正後予算による。
（出所：『財務レポート』2011年版 P. 18）

関連の社会保障費が19. 6兆円を占め，社会保障関連費の78. 9％となっている。

そして第３図の一般会計歳出に占める比率の推移では，平成23年度補正予算成立後の社会保障関係費26. 4兆円は一般会計の27. 9％に達している。その額は高齢社会の進展とともに，強い抑制政策が取られているものの，一般会計に占める比率の増大圧力が強まっている。

２．地方公共団体の財政状況

国同様，地方公共団体の財政状況も，「三位一体改革」による国から地方への不十分な税源委譲と地方交付税交付金の削減で，厳しい状況にある。地方公共団体の借金は毎年累積し，地方の長期債務残高は，第１表によれば，政府案で平成23年度末201兆円，GDP 比41％と予想されている。また地方公共団体の平成21年度一般財源総額（地方税，地方交付税，臨時財政対策費，地方譲与税，地方特例交付金等の合計）は59. 6兆円，地方債発行額は5. 3兆円に達している。

Ⅲ　日本の医療費抑制と高齢者医療問題

1．療養病床削減問題と療養型病床群の導入

このような国や地方公共団体の財政危機の中で，医療費抑制，とくに高齢者の医療費抑制政策が強化されている。第２表は財源別国民医療費，第３表は年齢階層別国民医療費，第４表は診察種類別国民医療費を表している。第２表によると，医療費の財源は保険料が約50％，公費約37％（国庫約24％，地方約12％）その他約14％である。第３表では，医療費の約48％が０～65歳未満，65歳以上が約52％となっている。特に70歳以上が医療費の約42％，後期高齢者である75歳以上の医療費が全体の約30％を占めている。第４表では，一般診察医療費が医療費全体の約75％を占めている。そのうち入院医療費（病院，一般診察所）が，全体の医療費の約37％，一般診察医療費の約50％となっている。

さらに2011年版の『厚生労働白書』によれば，後期高齢者の診療費は9.56兆円，入院費5.3兆円，入院外3.5兆円，歯科0.3兆円に達している。

第２，３，４表からいえることは，国や地方の財政悪化の中で，高齢者医療，特に入院医療費の抑制への動きが顕著になっていることである。この具体例を入院をした時の医療費について検討してみることにしたい。

従来入院した時のベッド，すなわち病床（病棟）は，特定の疾患を対象とし

第２表　財源別国民医療費

財源	平成19年度		平成18年度		対前年度	
	推計額（億円）	構成割合（％）	推計額（億円）	構成割合（％）	増減額（億円）	増減率（％）
国民医療費	341 360	100.0	331 276	100.0	10 084	3.0
公費	125 271	36.7	121 274	36.6	3 997	3.3
国庫	84 300	24.7	81 895	24.7	2 405	2.9
地方	40 971	12.0	39 379	11.9	1 592	4.0
保険料	167 898	49.2	162 245	49.0	5 653	3.5
事業主	69 241	20.3	66 923	20.2	2 318	3.5
被保険者	98 657	28.9	95 322	28.8	3 335	3.5
その他 注）	48 190	14.1	47 757	14.4	433	0.9
患者負担（再掲）	47 996	14.1	47 555	14.4	441	0.9

（注）患者負担及び原因者負担（公害健康被害の補償等に関する法律による補償給付及び健康被害救済制度による救済給付）

（出所：『厚生労働白書，平成20年度版』p. 4より作成）

第３表　年齢階級別国民医療費

年齢階級	平成19年度 推計額（億円）	構成割合（%）	人口一人当たり国民医療費（千円）	平成18年度 推計額（億円）	構成割合（%）	人口一人当たり国民医療費（千円）
	国民医療費					
総数	341 360	100.0	267.2	331 276	100.0	259.3
65 歳未満	163 921	48.0	163.4	160 043	48.3	158.2
0 ～ 14歳	23 269	6.8	134.6	22 134	6.7	127.0
15 ～ 44歳	49 920	14.6	103.3	47 719	14.4	98.1
45 ～ 64歳	90 732	26.6	261.6	90 190	27.2	257.1
65 歳以上	177 439	52.0	646.1	171 233	51.7	643.6
70 歳以上（再掲）	141 741	41.5	722.2	136 303	41.1	718.1
75 歳以上（再掲）	100 893	29.6	794.2	96 735	29.2	795.1

（出所：『厚生労働白書』前掲書，p. 6より作成）

第４表　診療種類別国民医療費

診療種類	平成19年度 推計額（億円）	構成割合（%）	平成18年度 推計額（億円）	構成割合（%）	対前年度 増減額（億円）	増減率（%）
国民医療費	341 360	100.0	331 276	100.0	10 084	3.0
一般診療医療費	256 418	75.1	250 468	75.6	5 950	2.4
入院医療費	126 132	36.9	122 543	37.0	3 589	2.9
病院	121 349	35.5	117 885	35.6	3 464	2.9
一般診療所	4 782	1.4	4 658	1.4	124	2.7
入院外医療費	130 287	38.2	127 925	38.6	2 362	1.8
病院	51 753	15.2	51 058	15.4	695	1.4
一般診療所	78 534	23.0	76 867	23.2	1 667	2.2
歯科診療医療費	24 996	7.3	25 039	7.6	△ 43	△ 0.2
薬局調剤医療費	51 222	15.0	47 061	14.2	4 161	8.8
入院時食事・生活医療費	8 206	2.4	8 229	2.5	△ 24	△ 0.3
訪問看護医療費	518	0.2	479	0.1	39	8.1

（出所：『厚生労働白書』前掲書，p. 5より作成）

た精神病床，結核病床，感染症病床を除く大部分の病床が，「その他の病床」に区分されていた。ところが平成４年（1992年）10月，医療法の改正で「療養型病床群」という新しい病床区分が新設された。この「療養型病床群」とは，「病院または診療所の病床のうち，主として長期にわたり療養を必要とする患者を収容するための一群の病床で，人的・物的に長期療養患者にふさわしい療養環境を有する病床群」と定義されている。

２．「一般病床」と「療養病床」の区分

その後，上記の区分で入院医療は実施されてきたが，平成13年（2001年）３

月の第４次医療法改正により，病院や診療所の入院ベッドは，結核病床，精神病床，感染症病床のほかに，「療養型病床群」が，主に急性期の疾患を扱う「一般病床」と，主に慢性期の疾患を扱う「療養病床」の二つに区分された。そして全国の病院や診療所は，「一般病床」か「療養病床」かのいずれかを選択することが義務づけられることとなった。すなわち，それぞれの病院や診療所は，「一般病床＝急性期医療」で診療を行うのか，「療養病床＝長期療養」で診療を行うのかが問われているわけである。この病床区分改訂の大きな目的は，「一般病床」を削減し，医療費増大を抑制したいという意図であることは明白である。

３．「一般病床」と「療養病床」の最低認可基準

「一般病床」の「最低認可基準」は，医師が入院患者16人に１人，看護職員は入院患者３人に対し１人，薬剤師は70人に１人となっている。これに対し「療養病床」では，医師は入院患者48人に１人，看護職員は入院患者６人に対し１人，看護補助者は入院患者６人に対し１人，薬剤師は150人に１人である。このように人員配置は，「一般病床」では医師・看護職員が手厚く配置され，とくに看護師は，これまで入院患者４人に１人の基準が廃止され，３人に１人が最低基準となっている。

このように，「一般病棟」についての医者や看護職員等の人員基準や在院日数等「最低認可基準」が厳しく設定されたため，多くの病院や診療所で「一般病床」維持が困難となり，「療養病床」や介護保険の「介護療養型医療施設」への転換がすすむものと考えられる。

しかしながら，病院や診療所全体で，「一般病床」か「療養病床」のどちらかを選択するという二者択一的医療制度ではなく，「ケアミックス」といわれるように，病院内の病棟単位で「一般病床」と「療養病床」とを併設できる場合もある。また介護保険に対応した「介護療養型医療施設」への転換・併設も認められている。

４．「一般病床」と「療養病床」の医療費

「一般病床」と「療養病床」の医療費の大きな違いは，入院料の差として現れる。入院料は入院期間，一般と老人，平均在院日数，看護職員の比率・看護師（正看・准看）比率などで大きく違っている。

「一般病棟」の入院基本料は，平均在院日数によって２群に分かれる。Ⅰ群の平均在院日数28日以内の病院（病棟）では，入院基本料１から５の５ランクに分類されている。またⅡ群の平均在院日数29日以上の病院（病棟）では，入院基本料３から５の３ランクに区分される。さらに看護職員の比率・看護師（正看・准看）比率などでさらに細分化されている。また療養病床においては，入院期間の規定はない。

５．90日を超える高齢患者

しかし65歳を超える高齢患者の場合，「90日を超える一般病床」の入院継続には，大きな問題がある。一般病院・病棟では，原則「90日を超える」入院高齢患者の入院費包括化がされているからである。一般病棟に入院している高齢者（一部の特定患者を除く）は，入院90日を超えると，医療費の入院診療報酬を低減し「老人特定入院基本料」という料金体系を適用し（看護・介護の職員の配置数で少し点数が異なる），一般病院の点数とすれば驚くほど低い点数になっている。しかも，これは包括化された点数で検査・投薬・注射・処置を全て包括している。包括化とは，「どんな検査をしても，どんな高額な治療をしても１日いくらで，決まった点数」しか認められないことを意味している。

そのため一般病床で高齢患者は，一部の例外を除いて90日経ったら継続入院が出来ない仕組みといえる。このように，老人患者の90日規制と，平均在院日数による規制で，一般病棟の老人患者は病院から追い出されることになる。また関連医療機関の間で３ヶ月ごとに「たらい回し」される事態も起きている。

この制度は，年々膨張する医療費抑制が狙いで，医療の必要度は低いものの，長期入院する「社会的入院」を減らそうというものである。さらに政府は医療型療養病床の25万床，介護型医療病床13万床，合計38万床を2011年度までに，

医療型の15万床に集約し，介護型は廃止する方針を打ち出した（その後若干の変更がなされた）。

病院から追われるように退院させられ，自宅に帰りたくても介護してくれる家族がいない，行き場の無い高齢者には胸が痛むものがある。高齢者が「長生きして良かった」と感じられる医療制度，安心して療養できる医療制度をどのように確保するかは，最終的には地域の人々の責務が大きいとはいうものの，財政状況が厳しいとはいえ，国，県，市町村も全力をあげて環境整備に取り組む必要があるといえるであろう。

Ⅳ　後期高齢者医療制度

1．2008年４月からの導入と世論の批判

このような「一般病床」での高齢患者への締め付けに加えて，高齢者医療への抜本的制度変更が平成20年（2008年）から実施された。すなわち65歳～74歳を「前期高齢者」，75歳以上を「後期高齢者」と位置づけた「高齢者医療制度」が実施され，健康保険組合の財政負担（供出金）が従来より増大し，さらに被保険者・事業主，そしてかなりの比率の後期高齢者の負担金・保険料が増大することとなった。

とくに75歳以上の人々を対象とした，独立の医療制度としての「後期高齢者医療制度」については，①保険料が年金から「天引き」されることや，②「包括定額制」の導入による医療費抑制の性格が強いこと，③従来は被扶養者として保険料納付が免除されていた高齢者が新たに保険料を負担しなくてはならなくなり，弱い者いじめだという批判，④地域によって保険料が異なることや，⑤高齢社会の進展とともに後期高齢者の保険料が際限なく増加すること，⑥終末期医療の選択肢が限定的なこと等々の問題点が明らかになり，「この制度は『うばすて山』だ。我々に早く死ねというのか」という厳しい批判の世論が高まり，手直しを迫られているものの，自民党政権から民主党政権になっても，抜本的改革派実現されていない。

２．後期高齢者終末期相談支援料

そのなかでも，とくに批判が強かったもののひとつに「後期高齢者終末期相談支援料」がある。①相談の対象になるのは，医者が終末期（回復を見込めない）と判断した75歳以上の後期高齢者の患者である。②本人の同意を得て，患者本人と家族，医師が，病状や見通し，介護を含めた生活支援，人工呼吸器，病状急変時の病院搬送，蘇生術等の希望等々の「診察方針」を話し合い，その内容を書面にした場合は，医療機関に終末期相談支援料2000円が支払われるというものであった（とくに入院中の患者の場合は，連続して１時間以上時間をかけて話し合うことが条件となっていた)。

すなわち，患者の病状が急変して危篤状態に陥った場合，救急車等により病院に搬送するのか，人工呼吸器装着のような「延命治療」をするのか，心臓マッサージや人工呼吸のような蘇生術を施すのか，等々を医師と本人を含めた家族で，あらかじめ相談しておき，それを書面にしておくというものであった。

ところが厚生労働省後期高齢者医療制度担当者が書いた「後期高齢者医療制度」解説書に，「家族が１時間でも，１分でも生かしてほしいと要望して治療がなされ，500万円とか１千万円の金額になってしまう」との記述があったため，「高齢者に終末期の治療を差し控えさせて医療費を抑制させるのが目的だ」との批判が続出した（詳しくは『朝日新聞』2008年８月７日朝刊「ニュースがわからん！」欄等を参照されたい)。

そのため，2008年６月25日に開催された「中央社会保険医療審議会（中医協)」に，「後期高齢者終末期相談支援料」の取り扱いについて，厚生労働大臣が諮問し，中医協は「別に厚生労働大臣が定める日までは，無期限凍結」との結論になった。その答申を受けた厚生労働大臣は，中医協に「平成20年度中に終末期相談支援の実態調査を行い，その結果をとりまとめるよう」要請した。

中医協では，75歳以上といった年齢にかかわらず，ガン等で終末期を迎えた人々にも調査対象を広げ，75歳未満の取り扱いを含め，終末期相談支援料の再実施が可能か否かの議論をすることになった。

しかし2009年３月に開かれた中医協では，「後期高齢者医療制度や終末期相

談支援料の名称を変更すべきである」との見解を示しただけで，結論は先送りとなっている。

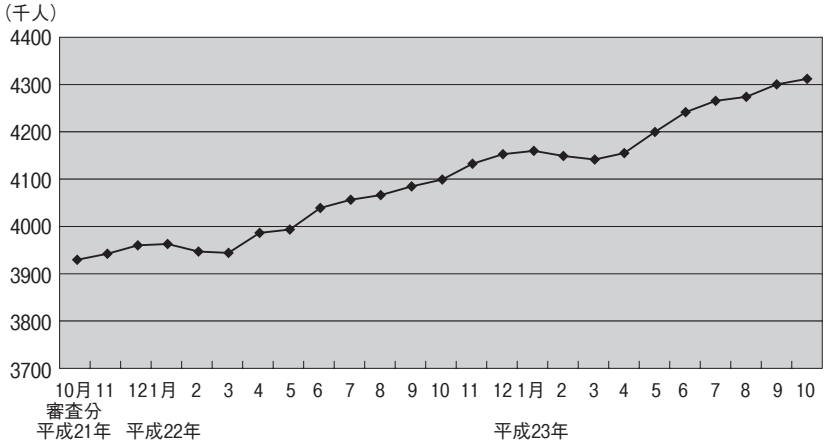
Ⅴ　高齢者医療制度を補完する介護保険制度

高齢者医療制度を補完するものとして，ドイツの介護保険制度をモデルに，平成12年（2000年）４月から導入された介護保険制度がある。要介護状態または要支援状態の人が，介護サービスを利用する場合（１割を利用者負担），その給付費を40歳以上の被保険者から徴収した保険料のみならず，国や地方公共団体も負担することが特徴である。

施行当初は「社会的入院」を減らし，在宅介護・居宅介護を促すという政府の強い意思により推進された。しかし，低賃金のため介護職員が十分に確保出来なかったり，資金不足のため，利用者が求める十分な「介護サービス」の提供が困難な場合もあり，自宅介護が難しいことも多々みられた。したがって「さしあたり預ける介護施設」の需要が多く，介護施設不足は解消されず，大きな問題となっている。また平成21年４月に介護報酬の改定があったものの，これが介護職員の待遇改善に繋がるかどうかはまだ不明である。そして介護保険制度の財政悪化とともに，「要介護認定」も厳しくなり，必要な「介護サービス」を受けられないケースも数多くみられ，「何のための介護保険制度か」との批判も出ている。

とはいえ高齢社会の進行と共に，厚生労働省の『介護給付費実態調査』によると，第４図に示されているように，介護保険の利用者（介護保険受給者）は着実に増大している。『介護給付費実態調査』は，介護サービスに係る給付費の状況を把握し，介護報酬の改定など，介護保険制度の円滑な運営及び政策の立案に必要な基礎資料を得ることを目的とし，平成13年５月審査分より調査を実施しているものである。平成21年10月～平成23年10月の間に，全国の介護受給者総数は，複数サービスを受けた人の名寄せを行った結果，介護予防サービスでは916.5千人，介護サービスでは3,399.7千人となっている（厚生労働省『介

第４図　介護保険受給者数の月次推移
（平成21年10月審査分～平成23年10月審査分）



（出所：厚生労働省『介護給付費実態調査月報』平成23年10月号）

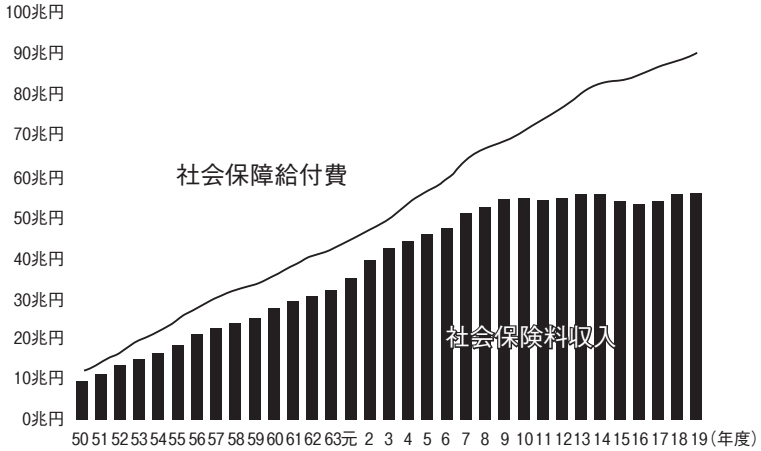
護給付費実態調査月報』平成23年10月号）。

Ⅵ　今後の課題～「尊厳死・安楽死」をも視野に入れた自分なりの終末期医療への態度の決定の必要性と地域の支え合いの重要性

本章で考察してきたように，日本の国・地方公共団体の財政赤字状況は，「100年に一度といわれる世界大不況」と今回の欧州危機による税収の急減ともあいまって，今後ますます厳しさを増してくる。それとともに第５図に示されているように，社会保障費と保険料収入の乖離も拡大し，絶対的な赤字体質となっている。このような状況下で財政リスク管理の観点からも，高齢者医療制度は，その存続の厳しさが増すだけでなく，患者自身の負担金も上昇する可能性が大きくなることが予測される。

したがって医療の受給についても，私たち自身，如何に受診・治療を受けるかを真剣に考えておく必要がある時代になったといえるであろう。とくに，従来タブー視されがちだった「尊厳死・安楽死」をも視野に入れた，自分なりの

第５図　社会保障給付費の推移



（出所：財務省『日本の財政関係資料』2011年９月）

終末期医療への態度の決定の必要性が高まっているといえる。

後期高齢者医療制度で打ち出された「後期高齢者終末期相談支援料」については，平成24年２月時点で結論は先送りされている。しかし終末期の医療について「患者自身の意思を尊重する」こと自体が否定されたわけではない。中医協が2009年３月18日に公表した成人男女の意識調査では，医師との終末期の医療方針を「話し合いたい」と希望する人が，85％に上ったとのことである。そのうち84.7％は，「相談内容の文書提供」を希望しているとのことであった。

今後ますます医療費抑制が強く叫ばれる状況下，外部から強制されるのではなく，家族や自分自身が主体性を持って，「どのようにしたら尊厳を持って終末期を迎えることが出来るか否か」を，「尊厳死・安楽死」をも考慮に入れて，予め検討すべき時であると言えるのではないだろうか。それとともに「地域の支え合い」の重要性も増しているといえるであろう。

【参考文献】

１）厚生労働省『厚生労働白書，平成20年度版』2008年。

２）厚生労働省『介護給付費実態調査月報』2011年10月号，2011年12月10日
３）厚生労働省保険局『後期高齢者医療事業年報』2011年。
４）松尾元信「平成23年度地方財政対策について」『ファイナンス』2011年。
５）財務省『日本の財政関係資料』2011年９月。
６）財務省「国債および借入金ならびに政府保証債務現在高」2011年11月10日。

第５章　財政投融資資金と国債市場のリスク管理

Ⅰ　はじめに

財政投融資は昭和28年度にその編成が開始されて以来現在に至るまで，国の財政活動の重要な部分を担当し，国民生活と密接な関連を持つ制度である。財政投融資は「国の制度・信用を通じて集められる各種の公的資金を財源にして，国の政策目標実現のために行われる政府の投融資活動[1]」であり，戦後復興期や高度経済成長期には，基幹産業復興・近代化，産業基盤整備に大きく貢献し，昭和40年代以降は中小企業や住宅等への重点的資金配分により国民生活安定にも寄与してきた。

しかし国債の大量発行，金融の自由化・国際化，金融ビッグバンの進展とともに日本の金融資本市場も大きく変容し，公的金融と位置づけられる財政投融資の役割や機能にも種々の変化が発生し，財政投融資の原資もその内容が大きく変容している。

本章においては平成12年度までの財政投融資の概要と平成13年度からの財政投融資制度改革の要因と概要，経過期間等，現在の状況について考察したい。とくに平成13年以降の財政投融資資金とその原資，とくに郵便貯金，簡易保険，公的年金資金（厚生年金・国民年金の積立金）の資金運用の変化と証券市場（国債，地方債等）への影響，平成19年10月の郵政事業民営化以後の状況について検討し，これら諸機関の資金運用先としての日本国債市場のリスク管理について考察したい。

---

[1] 斎藤・白石・森田編『図説・財政投融資』東洋経済新報社，平成４年版，p. ２。

＊本章は第62回証券経済学会全国大会（桃山学院大学）で報告した「財投資金と証券市場」に加筆修正したものである。津田和夫氏（桃山学院大学）はじめ貴重なコメントを頂いた諸氏に心より御礼申し上げたい。

Ⅱ　平成12年度までの財政投融資（旧財投）

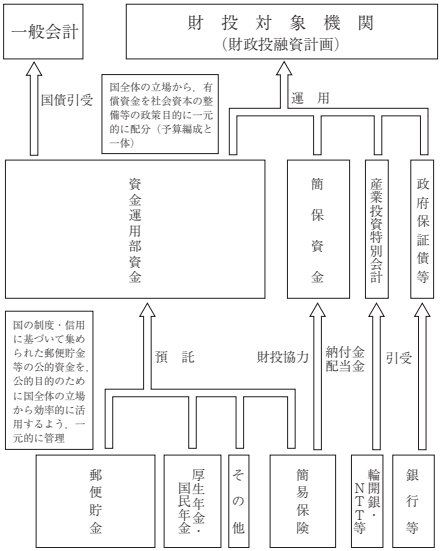
１．財政投融資の基本的仕組みと原資

平成12年度末（2001年３月）迄の財政投融資の基本的仕組みは第１図に示されている。また第１表のように財政投融資の原資となる公的資金（フロー）は資金運用部資金，簡保資金，産業投資特別会計からの資金，政府保証債・政府保証借入金の４種類であった。その中でも資金運用部資金が80％を占め，その内訳（フロー）は第２表に示されている。簡保資金もおおよそ10％～15％台で推移していた。

２．資金運用部資金

資金運用部資金は，郵便貯金，厚生年金・国民年金資金（公的年金資金），回収金，簡易保険余裕金等から構成されていた。郵便貯金は日常の払出しや預

第１図　財政投融資の基本的仕組み（2001年３月まで）



（出所：尾原榮夫『図説・日本の財政』平成６年版，p. 86より作成）

第１表　財政投融資原資の推移（フロー）

（単位：億円，％）

年度	財投原資	産投会計		簡保資金		政府保証債 政府保証借入金		資金運用部資金	
S28	3,374	1,042	30.9	201	6.0	385	11.4	1,746	51.7
29	2,858	375	13.1	454	15.9	344	12.0	1,685	59.0
30	2,978	451	15.2	482	16.2	516	17.3	1,529	51.3
31	3,268	249	7.6	564	17.3	858	26.2	1,597	48.9
32	3,968	378	9.5	780	19.7	452	11.4	2,358	59.4
33	4,252	277	6.5	891	21.0	536	12.6	2,548	59.9
34	5,621	382	6.8	1,098	19.5	959	17.1	3,182	56.6
35	6,251	398	6.4	1,199	19.2	1,183	18.9	3,471	55.5
36	8,303	478	5.8	1,430	17.2	1,641	19.8	4,754	57.2
37	9,513	532	5.6	1,496	15.7	1,922	20.2	5,563	58.5
38	12,068	694	5.7	1,580	13.1	2,592	21.5	7,202	59.7
39	14,305	810	5.7	1,495	10.4	3,020	21.1	8,980	62.8
40	17,764	430	2.4	1,095	6.2	4,367	24.6	11,872	66.8
41	20,854	485	2.3	1,689	8.1	6,138	29.4	12,542	60.2
42	24,968	662	2.7	2,185	8.7	6,094	24.4	16,027	64.2
43	27,833	689	2.5	2,652	9.5	5,452	19.6	19,040	68.4
44	31,805	885	2.8	3,354	10.5	5,150	16.2	22,416	70.5
45	37,950	1,035	2.7	4,069	10.7	4,973	13.1	27,913	73.5
46	50,087	853	1.7	5,048	10.1	6,706	13.4	37,480	74.8
47	60,378	763	1.3	6,026	10.0	6,292	10.4	47,297	78.3
48	74,134	802	1.1	7,548	10.2	4,300	5.8	61,484	82.9
49	94,578	669	0.7	9,793	10.4	3,998	4.2	80,118	84.7
50	113,437	655	0.6	10,141	8.9	4,639	4.1	98,002	86.4
51	122,317	705	0.6	11,515	9.4	8,043	6.6	102,054	83.4
52	144,142	571	0.4	13,529	9.4	10,360	7.2	119,682	83.0
53	140,207	297	0.2	14,620	10.4	13,732	9.8	111,558	79.6
54	176,746	289	0.2	15,505	8.8	15,223	8.6	145,729	82.4
55	232,109	167	0.1	16,887	7.3	15,666	6.7	199,389	85.9
56	235,402	185	0.1	18,866	8.0	16,004	6.8	200,347	85.1
57	242,236	189	0.1	19,764	8.1	11,199	9.2	200,084	82.6
58	249,381	48	0.0	23,479	9.4	29,059	11.7	196,795	78.9
59	272,831	40	0.0	25,765	9.4	30,325	11.1	216,701	79.4
60	294,321	310	0.1	25,774	8.8	31,814	10.8	236,423	80.3
61	295,792	611	0.2	30,986	10.5	29,958	10.1	234,237	79.2
62	326,361	1,438	0.4	38,994	11.9	22,121	6.8	263,808	80.8
63	322,239	824	0.3	42,211	13.1	22,460	7.0	256,744	79.7
H元	352,050	843	0.2	55,815	15.9	18,047	5.1	277,345	78.8
2	378,139	638	0.2	60,333	16.0	18,993	5.0	298,175	78.9
3	495,284	629	0.1	62,879	12.7	18,998	3.8	412,778	83.3
4	480,862	716	0.1	60,236	12.5	17,990	3.7	401,920	80.5
5	554,037	990	0.2	69,769	12.6	23,462	4.2	459,818	83.0
6	503,237	832	0.2	84,569	16.8	26,115	5.2	391,721	77.8
7	529,392	773	0.1	72,276	13.7	32,292	6.1	424,051	80.1
8	508,770	575	0.1	81,332	16.0	29,806	5.9	397,057	78.0
9	572,001	550	0.1	70,155	12.3	28,581	5.0	472,715	82.6
10	656,202	4,472	0.7	67,532	10.3	25,993	4.0	558,205	85.1
11	458,264	2,020	0.4	64,157	14.0	27,185	5.9	364,902	79.6
12	436,760	1,100	0.3	63,800	14.6	38,811	8.9	333,049	76.3

（注）１．平成12年度は当初計画。
　　２．産業投資特別会計には，一般会計，見返資金，余剰農産物資金を含む。
　　３．政府保証，政府保証借入金の47年度以前は公募借入金等である。

（出所：『財政金融統計月報』（大蔵省）より作成）

第２表　資金運用部資金内訳（フロー）

（単位：億円，％）

年度	財投原資	資金運用部資金		郵便貯金		厚生年金 国民年金		回収金等	
S28	3,374	1,746	51.7	811	24.0	162	4.8	773	22.9
29	2,858	1,685	59.0	1,012	35.4	290	10.2	383	13.4
30	2,978	1,529	51.3	817	27.4	314	10.5	398	13.4
31	3,268	1,597	48.9	1,120	34.3	400	12.2	77	2.4
32	3,968	2,358	59.4	1,025	25.8	574	14.5	759	19.1
33	4,252	2,548	59.9	852	20.0	572	13.5	1,124	26.4
34	5,621	3,182	56.6	1,327	23.6	620	11.0	1,235	22.0
35	6,251	3,471	55.5	1,493	23.9	918	14.7	1,060	16.9
36	8,303	4,754	57.2	1,766	21.2	1,460	17.6	1,528	18.4
37	9,513	5,563	58.5	2,280	24.0	1,826	19.2	1,457	15.3
38	12,068	7,202	59.7	2,920	24.2	1,999	16.6	2,283	18.9
39	14,305	8,980	62.8	3,890	27.2	2,462	17.2	2,628	18.4
40	17,764	11,872	66.8	4,575	25.8	3,697	20.8	3,600	20.2
41	20,854	12,542	60.2	5,930	28.5	4,652	22.3	1,960	9.4
42	24,968	16,027	64.2	7,953	31.9	5,566	22.3	2,508	10.0
43	27,833	19,040	68.4	9,838	35.3	6,420	23.1	2,782	10.0
44	31,805	22,416	70.5	12,029	37.8	7,780	24.5	2,607	8.2
45	37,990	27,913	73.5	14,211	37.4	10,243	27.0	3,459	9.1
46	50,087	37,480	74.8	18,847	37.6	12,022	24.0	6,611	13.2
47	60,378	47,297	78.3	25,932	42.9	14,124	23.4	7,241	12.0
48	74,134	61,484	82.9	30,610	41.3	15,946	21.5	14,928	20.1
49	95,578	80,118	84.7	39,099	41.3	20,069	21.2	20,950	22.2
50	113,437	98,002	86.4	50,401	44.4	21,321	18.8	26,280	23.2
51	122,317	102,054	83.4	58,197	47.5	24,203	19.8	19,654	16.1
52	144,142	119,682	83.0	71,662	49.7	29,580	20.5	18,440	12.8
53	140,207	111,558	79.6	72,517	51.7	29,919	21.3	9,122	6.6
54	176,746	145,729	82.4	65,490	37.1	26,319	14.9	53,920	30.4
55	232,109	199,389	85.9	94,734	40.8	46,604	20.1	58,051	25.0
56	235,402	200,347	85.1	75,883	32.2	45,513	19.3	78,951	33.6
57	242,236	200,084	82.6	83,138	34.4	42,437	17.5	72,242	30.7
58	249,381	196,795	78.9	83,138	33.3	40,262	16.2	73,395	29.4
59	272,831	216,701	79.4	77,970	28.6	51,988	19.1	86,743	31.8
60	294,321	236,423	80.3	84,394	29.7	53,254	18.1	95,775	32.5
61	295,792	234,237	79.2	75,472	25.5	44,916	15.2	113,849	38.5
62	326,361	263,808	80.8	79,572	24.4	43,335	13.3	140,901	43.2
63	322,239	256,744	79.7	84,633	26.3	58,699	18.2	113,442	35.2
H元	352,050	277,345	78.8	60,444	17.2	47,925	13.6	168,976	48.0
2	378,139	298,175	78.9	45,947	12.2	68,026	18.0	184,202	48.7
3	495,284	412,778	83.3	187,067	37.8	77,895	15.7	147,816	29.8
4	480,862	401,920	80.5	140,116	29.1	78,526	16.3	183,278	38.1
5	554,037	459,818	83.0	128,253	23.1	74,131	13.4	257,434	46.5
6	503,237	391,721	77.8	137,596	27.3	69,205	13.8	184,920	36.7
7	529,392	424,051	80.1	163,925	31.0	77,297	14.6	182,829	34.5
8	508,770	397,057	78.0	115,220	22.6	73,192	14.4	208,645	41.0
9	572,001	472,715	82.6	155,970	27.3	76,966	13.5	239,779	41.9
10	656,202	558,205	85.1	122,220	18.6	56,665	8.6	379,320	57.8
11	458,264	364,902	79.6	41,400	9.0	45,472	9.9	278,030	60.7
12	436,760	333,049	76.3	0	0	27,200	6.2	305,849	70.0

（注）比率は財投原資に対するものを示す。

（出所：第１表に同じ）

金者への貸付に必要な資金以外は，昭和62年６月まで全額資金運用部資金に預託されてきた。

そして昭和62年７月からは「金融自由化対策資金」として，郵便貯金の資金運用部預託金の一部を原資に資金運用部資金から融資を受け，郵政大臣が市場原理で自主運用することとなった。運用対象は昭和63年度末まで国債，地方債，公庫公団債，金融債，譲渡性預金・大口定期預金等の金融機関への預金，特定の社債，外国債，元本保証のある金銭信託，郵便局で窓口販売した国債等を担保とした預金者への貸付を行う国債等担保貸付に限定されていた。

さらに平成元年度からは上記に加えて簡保事業団を通じた「単独運用指定金銭信託（指定単）[2]」への運用開始，平成２年度からは債券貸付や大型私募事業債への運用開始，平成３年度からは社債の運用範囲の拡大，平成５年度からは外国社債の運用範囲の拡大，コマーシャル・ペーパー（商業手形，CP）への運用開始等，運用対象を多様化してきた。

金融自由化対策資金名目の郵便貯金の自主運用額は，当初昭和62年度２兆円から毎年増大し，平成12年度末には57.35兆円まで運用残高が拡大した（詳しくは第７図を参照）。また各年度の新規自主運用額の２分の１以上を，新規国債の引受けに充当することとされていた。

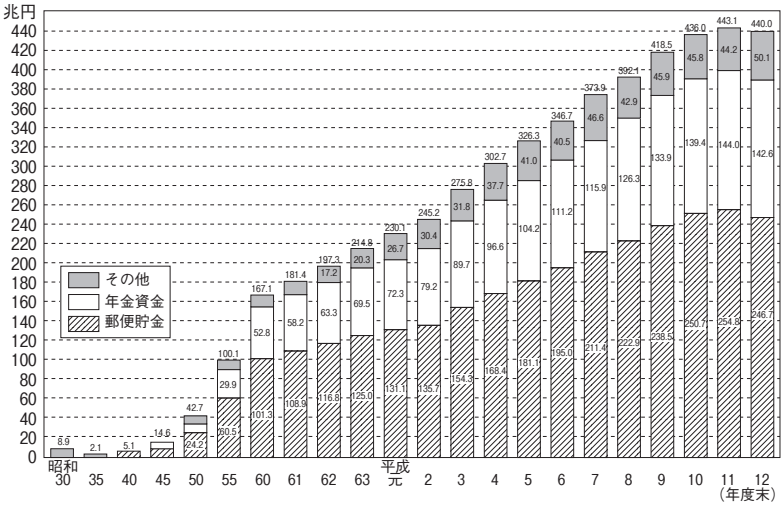
次に厚生年金や国民年金資金（公的年金資金）は，厚生年金特別会計の年金勘定と，国民年金特別会計の国民年金勘定の保険料収入等の歳入と保険給付費や国民年金給付費等の歳出との差額が，資金運用部資金に預託されていた。また年金資金も，郵便貯金資金同様，一部自主運用されてきた。

そして「回収金等」には，資金運用部資金から財投対象機関へ貸し付けられた資金簡易保険余裕金とは日々収納される歳入金（保険料等）から日々支出される歳出金（保険金等）を差し引いた余裕現金で，全額資金運用部への預託が義務付けられていた。なお余裕金は毎年度決算後，取り崩されて簡保資金の「積立金」に組み入れられた。

---

[2] 株式への運用のために使用される。

第２図　資金運用部資金残高の推移（ストック）



（出所：郵貯資金研究協会編『郵便貯金資金運用の概説』平成14年版，p. 7）

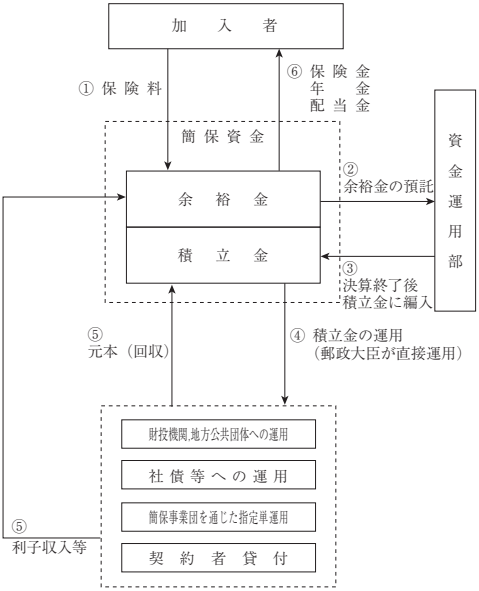
このように大蔵省の資金運用部に預託された資金は，一元的に管理運用され，第１図のように財投対象機関への貸付や国債引受けに振り向けられて，「国営の金融機関」として機能していたといえる。なお第２図に示されているように資金運用部資金の平成12年度末（2001年３月）の残高（ストック）は，総額440.0兆円，郵便貯金246.7兆円，公的年金資金（厚生年金，国民年金）142.6兆円，その他（回収金等）が50.1兆円になっている[3]。

３．簡易保険資金（簡保資金）

簡保資金とは，加入者の保険料のうち当年度の保険金等支払い以外大部分を将来の保険金や年金，配当金のために積み立てた資金のことを指している。第３図に2001年３月までの簡保資金の流れが示されているが，簡保資金は会計区分上，既述の「余裕金」と「積立金」に分類される。「積立金」は「簡易生命

[3] 参考文献12）pp. 84–85。

第３図　簡保資金の流れ



（出所：郵政省簡易保険局資料）

保険の積立金の運用に関する法律」により，郵政大臣（後に総務大臣）が資金運用審議会の答申に基づいて自主運用することとなっていた。簡保資金は第１表のように2001年３月までの財政投融資（旧財投）の４原資の中で，資金運用部資金に次ぐ重要な位置を占めていた。簡保資金は郵便貯金や公的年金資金（厚生年金・国民年金積立金）と異なり，資金運用部への預託義務は「余裕金」以外課されていなかったものの，財投協力の形で財政投融資の枠組の中で，直接財投対象機関（地方公共団体を含む）への投融資を行ってきた。

４．産投会計・政府保証債・政府保証借入金

産投会計（産業投資特別会計）は，昭和28年８月の「米国対日援助見返資金特別会計」廃止に伴ってその資産等を承継したものである。そして昭和60年度には日本たばこ産業や日本通信電話（NTT）の株式の一部や国際協力銀行の

国庫納付金等をこの会計に帰属させ，原資の充実を図ってきたが，平成12年度末残高3.4兆円，13年度末残高3.5兆円，14年度末残高3.6兆円，15年度末残高3.3兆円[4]財政投融資残高の約１％を占めるにすぎない。

政府保証債・政府保証借入金は，公庫・公団等の財投対象機関が発行する債券や借入金に対し，政府(一般会計)がそれらの元利支払いを保証したもので，資金運用部資金（2001年４月からは財投融資資金）等の補完的役割を担っている。

政府保証債・政府保証借入金は，資金運用部資金（2001年４月からは財政融資資金）や簡保資金のように政府資金そのものではない。しかし財投対象機関が政策目標達成のため，民間から政府保証により資金調達を行うもので，財政に裏付けられた資金であり，現在まで財投原資として取り扱われている。平成12年度末残高24.6兆円，13年度末残高29.0兆円，14年度末残高29.7兆円，15年度末残高30.1兆円と財政投融資残高の９～10％を占めている[5]。

Ⅲ　平成13年度から平成19年度の財政投融資

１．財政投融資制度改革の要因

財政投融資制度改革の動きは，昭和50年代の財政投融資資金の多額の未消化・不用額の顕在化とともに強まってきた。第３表は財政投融資資金の消化状況（フロー）を示しているが，平成12年度には繰越額と不用額の合計が財政投融資計画額の30.6％にも達している。

「繰越額」は次年度への財政投融資計画額の繰越で制度上認められている。また「不用額」は不必要として予算執行を見合わせた金額であり，昭和53年度，59年度，平成５年度以降の不用額は著しいものがあった。

昭和52年度から昭和54年度までの多額の繰越額・不用額は，世間の強い批判

---

[4] 財務省『財政投融資リポート』2004年版。

[5] 財務省『財政投融資リポート』2004年版。

第３表　財政投融資資金の消化状況

（単位：億円，％）

年度	計画額（A）	繰越額（B）	不用額（C）	（B＋C）/A	C/A
S50	122,561	17,080	1,027	14.8	0.8
51	130,952	18,865	1,651	15.7	1.3
52	158,152	26,493	5,313	20.1	3.4
53	181,905	32,418	15,465	26.3	8.5
54	201,271	29,456	7,284	18.3	3.6
55	212,023	31,190	1,529	15.4	0.7
56	196,234	32,190	2,058	17.5	1.0
57	24,553	33,547	2,297	14.9	1.0
58	242,790	33,942	2,217	14.9	0.9
59	243,461	35,700	13,464	20.2	5.5
60	244,413	38,366	3,786	17.2	1.5
61	260,639	41,433	6,550	18.4	2.5
62	323,968	49,895	6,896	17.5	2.1
63	351,748	39,997	6,758	13.3	1.9
H元	374,777	37,906	4,490	11.3	1.2
2	398,313	38,519	2,456	10.3	0.6
3	428,672	39,656	8,577	11.3	2.0
4	506,930	55,545	5,958	12.1	1.2
5	601,037	72,907	20,736	15.6	3.5
6	594,223	71,121	15,661	14.6	2.6
7	592,369	96,617	101,289	17.1	17.1
8	587,774	89,188	32,546	20.7	5.5
9	618,541	80,938	60,851	22.9	9.8
10	684,884	94,746	62,693	23.0	9.2
11	637,874	84,766	85,050	26.6	13.3
12	527,613	68,529	93,060	30.6	17.6
13	397,731	70,983	—	17.8	—
14	340,047	65,294	—	19.2	—
15	299,409	54,513	—	18.2	—

（注）「計画額」は追加後計画額に前年度繰越額を加えたもの。
（出所：大蔵省『財政金融統計月報』財務省『財政金融統計月報』各号より作成）

を受け昭和55年度までに通常水準へ是正されてしまった。これは財政投融資計画が慎重に策定されたことの他に，第４表に示されているように資金運用部資金の財政投融資計画外運用によるところが大きいといえる。すなわち資金運用部資金による国債引受けにより，繰越額や不用額の発生を抑制しようとしたのである。

しかし税収不足の下で国債発行額は増大を続けた。さらに金融の国際化要因も加わって（二つのコクサイ化），金利自由化の大きな流れの中で財政投融資原資の約80％を占める資金運用部資金への預託金利も低水準に抑制されていたものが，従来より引き上げられ，財投対象機関への貸出金利が市中金利よりも

第４表　資金運用部国債保有状況の推移

（単位：億円，％）

区分 年度末	資金残高 （A）	国債保有残高 （B）	（B／A）
S51	519,014	53,839	10.4
52	628,524	86,720	13.8
53	743,876	112,425	15.1
54	847,180	103,313	12.2
55	1,000,953	153,208	15.3
56	1,131,615	182,173	16.1
57	1,269,311	209,479	16.5
58	1,389,924	233,655	16.8
59	1,519,510	299,836	19.7
60	1,670,681	396,129	23.7
61	1,813,505	480,224	26.5
62	1,973,039	537,342	27.2
63	2,148,116	587,512	27.4
H元	2,301,262	575,729	25.0
2	2,452,006	568,900	23.2
3	2,758,180	636,147	23.1
4	3,026,652	647,889	21.4
5	3,262,856	624,614	19.1
6	3,467,240	568,323	16.4
7	3,739,348	666,667	17.8
8	3,921,127	658,847	16.8
9	4,182,869	844,843	20.2
10	4,360,367	946,353	21.7
11	4,430,658	765,975	17.3
12	4,396,635	674,370	15.3

（注）資金運用部貸借対照表ベース。
（出所：財務省『『財政金融統計月報』各号より作成）

割高となり，財投対象機関は民間金融機関に対する競争力を急速に低下させていった[6]。

このような状況下で資金運用部資金による国債引受けは増大し，財政投融資計画での繰越額や不用額も平成７年度から比率が上昇し，前述のように平成12年度には30.6％に達した。さらに「豊富な財政投融資資金の活用により経済対

[6] 預託金利と同水準で財投対象機関に貸し付けられる。

策などを実施した結果，財投対象機関等が肥大化し，民業を圧迫しているのではないか[7]」等の指摘がなされ，市場原理との調和を図りながら，財投対象機関等の改革・効率化にも寄与するよう財政投融資制度を抜本的に改革することとなった。

2．財政投融資制度改革の概要

平成13年度（2001年度）の財政投融資制度改革の概要は以下の通りである。

①郵便貯金や厚生年金・国民年金積立金の全額の資金運用部資金への預託義務廃止と，それら資金の金融市場を通じての自主運用の容認をする。

②従来の資金運用部資金に代わって「財政融資資金」が設置され，旧財政投融資の４原資が第５表のように「財政融資」「産業投資」「政府保証」の３原資に組み替えられた。

③新設された財政融資資金の原資は，新たに発行する財投債（財政融資資金特別会計債[8]）により，必要額だけ金融市場から調達する。

第５表　財政投融資原資の状況（フロー）　（単位：億円）

区　分	平成13年度		平成14年度		平成15年度		平成16年度
	当初計画	実　績	当初計画	実　績	当初計画	実　績	当初計画
財政融資	287, 448	212, 126	235, 721	172, 642	194, 612	156, 467	160, 263
財政融資資金	261, 148	187, 003	210, 021	147, 693	168, 412	132, 664	141, 263
郵便貯金資金	10, 000	9, 496	9, 800	9, 500	10, 000	8, 989	7, 000
簡易生命保険資金	16, 300	15, 627	15, 900	15, 449	16, 200	14, 815	12, 000
産業投資	790	1, 249	367	911	447	414	805
産業投資特別会計	790	1, 249	367	911	447	414	805
政府保証	37, 234	28, 738	31, 832	22, 915	39, 056	33, 205	43, 826
政府保証国内債	29, 613	25, 097	24, 902	19, 199	31, 862	28, 799	36, 996
政府保証外債	7, 621	3, 641	6, 930	3, 716	7, 194	4, 406	6, 830
合　計	325, 472	242, 112	267, 920	196, 467	234, 115	190, 087	204, 894

（注）財政投融資制度の改革に伴い，平成13年度から財政投融資計画に政府保証外債を加える等，原資区分の変更を行っている。

（出所：財務省『財務投融資リポート』2004年版）

---

[7] 財務省『財政投融資リポート』2004年　第１部３-(1)。

[8] 発行形態は通常の国債と相異はない。

④財投債発行に伴って前述の郵便貯金や公的年金資金（厚生年金・国民年金積立金）の資金運用部資金への預託義務廃止と，簡保資金積立金からの財投協力も廃止された。しかし財政融資資金に引き継がれた既往貸付けを維持するのに必要な財投債引受けや，財政融資資金の新規貸付けに必要な財投債についても，金融市場の激変緩和を図るために当初概ね２分の１程度の額の財投債の金融市場外引受けを郵便貯金資金・年金資金に大蔵大臣（現財務大臣）から７年間の経過措置として要請があり，各資金はその要請に対応した。

また簡保資金積立金についても，これまで財政投融資で果たしてきた役割を踏まえ，相応の財投債引受けを７年間の経過措置として対応した。

⑤財政投融資計画の中の財政力の弱い地方公共団体への融資は，財政融資資金に加え郵便貯金資金・簡保資金積立金が，引き続き財政投融資の枠組内で直接貸付けを行うこととなった。

⑥財投対象機関は財政融資資金からの借入れ以外に，財投機関債（財投対象機関が金融市場で個別に発行する政府保証のない公募債券）を財政投融資計画外で発行して資金調達することとなった。

３．財政投融資制度改革と経過措置期間

（１）郵便貯金資金・公的年金資金

平成13年度（2001年度）の財政投融資制度改革により，郵便貯金資金・公的年金資金の資金運用部資金への預託義務が廃止され，これまで資金運用部資金に預託されていたこれらの資金は財政融資資金から返還されることとなった。これら資金は期間７年で預託されていた[9]ため，返還は平成13年度から７年間かけて実施され，平成19年度（2007年度）までの７年間が経過措置期間と呼ばれた。経過措置期間終了後は，郵便貯金資金，公的年金資金は全額自主運用されることになった。財政融資資金への預託金の残存期間別残高は第６表に示され，預託者別内訳は第７表のとおりであるが，郵便貯金資金，年金資金（厚生

[9] 年金積立金は８年満期で預託される場合もある。

第６表　預託金の残存期間別残高

（単位：億円）

残存期間区分	１年未満	１年以上２年未満	２年以上３年未満	３年以上４年未満	４年以上５年未満	５年以上６年未満	６年以上７年未満	７年以上	合計
平成11年度末	754,700	491,450	507,605	468,061	574,942	587,053	510,522	485,918	4,380,250
平成12年度末	707,769	524,826	468,273	576,129	584,150	511,854	504,992	400,512	4,278,506
平成13年度末	615,155	470,432	576,779	583,768	513,073	510,996	343,522	96,580	3,710,304
平成14年度末	520,466	591,693	589,706	513,073	526,577	343,537	81,854	38,312	3,205,217
平成15年度末	651,878	589,467	512,303	528,158	343,841	83,944	28,435	26,361	2,764,386

（出所：財務省『財務投融資リポート』2004年版）

第７表　預託者別期末残高

（単位：億円［構成比：％］）

区　　分	平成11年度末	平成12年度末	平成13年度末	平成14年度末	平成15年度末
郵便貯金及び郵便振替	2,551,079［ 58.2］	2,470,079［ 57.7］	2,067,109［ 55.7］	1,775,633［ 55.4］	1,560,954［ 56.5］
厚生保険特別会計	1,330,948［ 30.4］	1,315,206［ 30.7］	1,177,916［ 31.7］	1,012,974［ 31.6］	819,791［ 29.7］
外国為替資金特別会計	102,873［ 2.3］	116,181［ 2.7］	123,363［ 3.3］	124,406［ 3,9］	111,760［ 4.0］
労働保険特別会計	83,483［ 1.9］	79,138［ 1.8］	76,042［ 2.0］	76,238［ 2.4］	82,938［ 3.0］
国民年金特別会計	108,910［ 2.5］	110,720［ 2.6］	94,462［ 2.5］	91,327［ 2.8］	78,481［ 2.8］
共済組合	58,928［ 1.3］	61,900［ 1.4］	62,320［ 1.7］	63,805［ 2.0］	58,291［ 2.1］
特別保健福祉事業資金	15,152［ 0.3］	15,041［ 0.4］	14,848［ 0.4］	15,009［ 0.5］	15,011［ 0.5］
自賠保障事業特別会計	20,872［ 0.5］	21,874［ 0.5］	22,449［ 0.6］	17,549［ 0.5］	11,089［ 0.4］
地震再保険特別会計	6,745［ 0.2］	7,199［ 0.2］	7,764［ 0.2］	8,335［ 0.3］	8,832［ 0.3］
中小企業総合事業団	12,662［ 0.3］	14,280［ 0.3］	10,206［ 0.3］	8,248［ 0.3］	5,091［ 0.2］
郵便貯金特別会計	37,601［ 0.9］	6,305［ 0,1］	8,912［ 0.2］	1,700［ 0.1］	―［ ―］
簡易生命保険特別会計	29,488［ 0.7］	41,329［ 1.0］	29.384［ 0,8］	―［ ―］	―［ ―］
その他	21,509［ 0.5］	19,255［ 0.5］	15,530［ 0.4］	9,992［ 0.3］	12,149［ 0.4］
合　　計	4,380,250［100.0］	4,278,506［100.0］	3,710,304［100.0］	3,205,217［100.0］	2,764,386［100.0］

（出所：財務省『財務投融資リポート』2004年版）

年金，国民年金）の預託残高は平成13年度（2001年度）から着実に減少している。

しかし第８表のように財政融資資金の貸付金の残存期間別残高で郵便貯金資金や公的年金資金の平均預託期間７年を超えているもの（最長30年）が，平成13年度で195兆6066億円，平成14年度で180兆4041億円，平成15年度で165兆0004億円にも達している。

（２）財政融資資金原資としての財投債

したがって預託金返済後もこれらの預託金をもとに行っている貸付を継続で

第８表　財政融資資金の貸付金残存期間別残高

（単位：億円）

区　分	１年以下	１年超 ２年以下	２年超 ３年以下	３年超 ４年以下	４年超 ５年以下	５年超 ６年以下	６年超 ７年以下	７年超 ８年以下	８年超 ９年以下
平成11年度末	400, 033	90, 464	137, 713	147, 271	184, 418	149, 172	148, 842	205, 926	238, 793
平成12年度末	398, 840	117, 868	127, 882	166, 510	162, 163	140, 577	197, 585	258, 319	179, 361
平成13年度末	383, 562	108, 341	146, 677	144, 230	168, 134	186, 366	248, 878	172, 340	132, 283
平成14年度末	406, 003	126, 934	126, 807	150, 413	206, 707	237, 402	163, 578	124, 040	139, 956
平成15年度末	423, 468	109, 427	132, 666	188, 345	255, 153	154, 159	116, 271	131, 101	100, 370

区　分	９年超 10年以下	10年超 11年以下	11年超 12年以下	12年超 13年以下	13年超 14年以下	14年超 15年以下	15年超	合　計
平成11年度末	179, 422	81, 593	126, 740	92, 842	109, 962	104, 895	1, 058, 829	3, 456, 916
平成12年度末	130, 310	120, 314	89, 265	105, 024	106, 662	104, 165	1, 055, 004	3, 459, 849
平成13年度末	144, 343	83, 260	100, 026	102, 371	106, 169	133, 795	981, 479	3, 342, 253
平成14年度末	99, 046	93, 225	97, 621	101, 256	130, 524	145, 317	873, 056	3, 221, 886
平成15年度末	93, 321	85, 857	91, 986	124, 198	137, 704	91, 142	794, 325	3, 029, 491

（出所：財務省『財務投融資リポート』2004年版より作成）

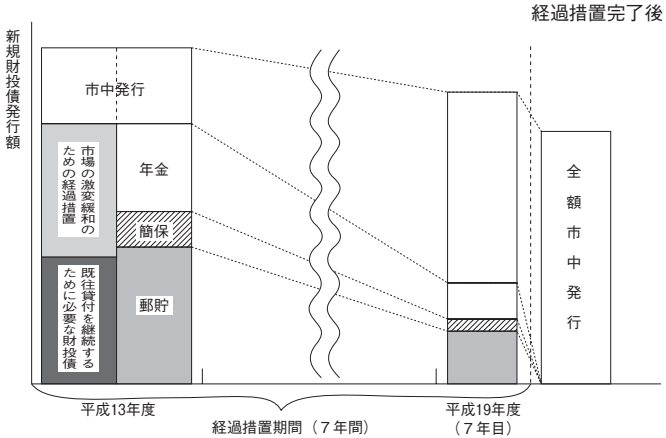
きるよう財政融資資金の資金繰りを確保する必要が出てきた。そのため既述のように財政融資資金は，財投債の発行を通じて金融資本市場から資金調達を行うこととなった。

財投債は国が発行する債券であり，国債の一種である。また商品性も通常の国債と同一で，発行も通常の国債と合算して行われ，金融商品としては通常の国債と差異がない。発行限度額も通常の国債同様国会の議決を受け，各年度の国債発行計画の中に位置づけられている。しかし財投債は償還・利払いが財政融資資金の貸付回収金で賄われ，租税等を償還財源とする通常の国債とは区別されている。

財投債が新規に発行される分，国債発行額が増加するものの，自主運用される郵便貯金資金や公的年金資金が証券市場に流入することにより，市場の需給が著しく変動することはなかった。

証券市場の激変緩和を図るため，既述のように財政融資資金の新規貸付けに必要な財投債の１部を，第４図に示されるイメージで平成13年度から７年間の経過措置として，郵便貯金資金や公的年金資金が証券市場外で直接引き受ける

第４図　経過措置のイメージ図



（注）１．既発行の財投債の償還資金に充てるため発行される財投債（借換債）を除く。
２．各年度の引受額は，市場の情勢，郵貯・簡保資金や財政投融資の事情を踏まえ，毎年度調整。

（出所：日本郵政公社資料）

第９表　財投債の消化方法（当初計画）

	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度
郵　便　貯　金	15兆8,000億円	13兆6,000億円	9兆9,600億円	19兆7,000億円
簡　易　保　険	3兆6,000億円	3兆1,000億円	2兆9,400億円	2兆4,000億円
年　金　資　金	11兆9,000億円	6兆7,000億円	5兆6,500億円	7兆5.000億円
市　中　発　行	12兆5,000億円	10兆9,527億円	11兆4,600億円	11兆7,000億円
合　　計	43兆8,000億円	34兆3,527億円	30兆　100億円	41兆3,000億円

（注）当初計画ベース。

（出所：郵政公社『郵便貯金』『簡易保険』各号資料より作成）

こととなった。すなわち当初は郵便貯金資金や公的年金資金で財政融資資金の新規貸付けに必要な財投債の概ね２分の１程度を引き受け，漸次その割合を低下させていくというものである。また簡易保険積立金（簡保資金）も，これまで果たしてきた役割を踏まえ，相応の財投債引き受けを行うこととなり，第９表のように消化方法が当初計画ベースで決定・実行された。

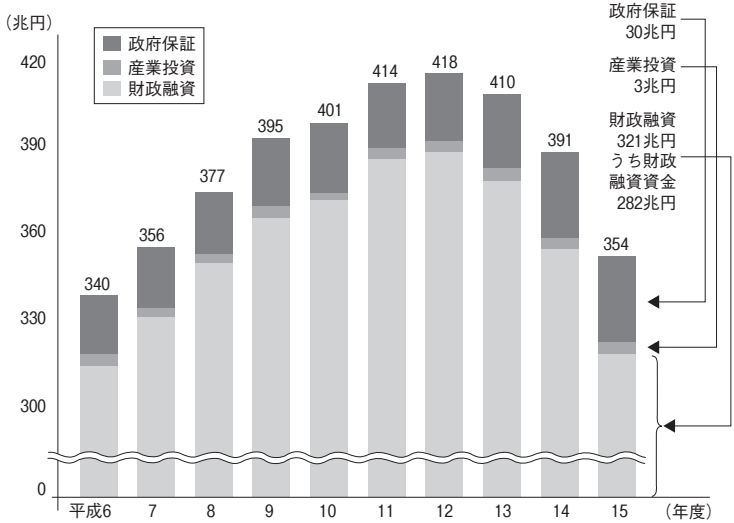
（３）財政投融資残高と財政融資資金

平成13年度からの財政投融資改革により，財政投融資のスリム化・重点化が

進展することとなった。すなわち改革前の平成12年度財政投融資計画（フロー）は37.5兆円であったものが，平成13年度32.5兆円，平成14年度26.8兆円，平成15年度23.4兆円，平成16年度20.5兆円と急速に減少している[10]。

それに伴って第５図のように財政投融資計画残高も，平成12年度をピークに減少している。平成15年度末で財政融資321兆円，うち財政融資資金282兆円，産業投資３兆円，政府保証30兆円となった（財政投融資原資は第５表を参照のこと）。

第５図　財政投融資計画残高の推移



（出所：財務省『財政投融資リポート』2002年版，2004年版）

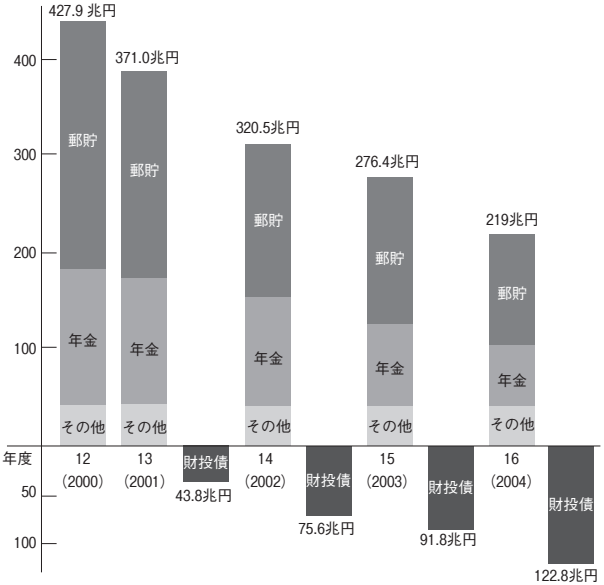
第10表　財政融資資金の預託金・財投債残高　（単位：兆円）

	12年度末	13年度末		14年度末		15年度末		16年度末		増減累計
	実績	実績	増減額	実績	増減額	実績	増減額	実績	増減額	（16・12）
預　託	427, 9	371, 0	△56, 8	320, 5	△50, 5	276, 4	△44, 1	219, 0	△57, 4	208, 9
財投資	—	43, 8	43, 8	75, 6	31, 8	91, 8	16, 3	122, 8	30, 9	122, 8
計	427, 9	414, 8	△13, 1	396, 1	△18, 7	368, 3	△27, 8	341, 8	△26, 5	△86, 1

（出所：財務省『財務投融資リポート』各号）

[10] 財務省『財政投融資リポート』2004年版。

第６図　財政融資資金預託金残高の推移



（出所：財務省『財政投融資リポート』2002年版，2004年版）

財政投融資の中で最大のシェアの財政融資資金の預託金残高と財投債残高は，第６図と第10表に示されている。これらの図表から郵便貯金資金と公的年金資金が財政融資資金において，預託金から財投債へ着実に切替られていると言えるであろう。

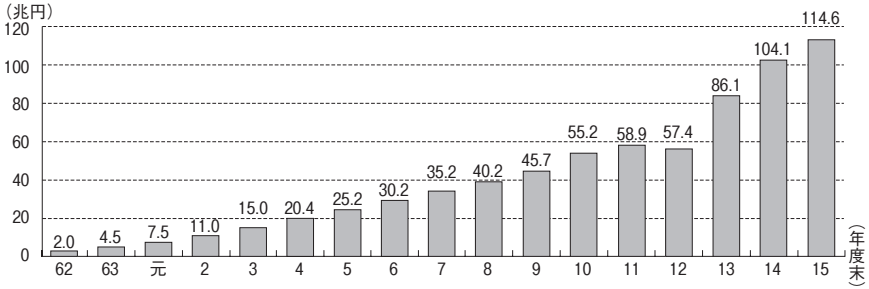
Ⅳ　平成19年までの郵貯・簡保・年金積立金と証券市場

１．郵便貯金資金と証券市場

（１）郵便貯金資金の自主運用残高の推移

郵便貯金資金の自主運用残高の推移は第７図に示されている。すなわち昭和61年度（1986年度）までは，郵便貯金資金は全額資金運用部に預託され自主運用は許されなかった。郵便貯金の受入れ（入口）の議論はあっても，自主運用

第７図　郵便貯金資金の自主運用残高の推移



（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』2004年 p. 44）

（出口）の議論はなかったのである。しかし既述のように昭和62年７月からは「金融自由化対策資金」による自主運用が認められ，出口の議論が可能となった。具体的手法として金融自由化対策資金は，いったん郵便貯金資金として資金運用部に全額預託したものの中から，預託条件と同じ借入れ条件（利率・期間）で改めて資金運用部から借り入れる形となった。そして金融自由化対策資金のその後の運用対象拡大については，本章Ⅱ−（２）で既述した通りである。第７図から明らかなように，財政投融資改革で資金運用部（平成13年度からは財政融資資金）への預託義務が廃止された平成13年度から自主運用額が急増している。そして平成15年度末には郵便貯金が5.8兆円減少したものの，財政融資資金預託金の償還金16.6兆円を市場運用したこと等で，自主運用額は10.5兆円増加し，114.6兆円に達した[11]。

（２）郵便貯金資金運用の基本方針と基本的ポートフォリオ

「平成13年度における郵便貯金資金運用計画」では，運用の基本方針として下記の７項目を挙げ，同時に第11表のような基本的ポートフォリオを示されていた[12]。

---

[11] 日本郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版　pp. 43-44。

[12] 郵貯資金研究協会編〔12〕pp. 34-35。

第11表　基本ポートフォリオ

運用資産	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期運用
構成割合	80%	5％	5％	5％	5％

（注１）地方公共団体貸付は，国内債券に含める。
（注２）国内株式，外国株式については，全額，委託運用（簡易保険福祉事業団を通じた単独運用指定金銭信託）により運用する。

〈かい離許容幅とリバランス〉
かい離許容幅は，国内債券　＋15％～－10％，外国債券及び国内株式　＋３％～－４％，外国株式　＋３％～－５％，短期運用±４％とする。
なお，資産価値の変動等により，各資産の構成割合がかい離許容幅を超えた場合には，かい離許容幅の範囲内まで回復するよう新規の流入資金等により随時リバランスを実施する。

（出所：郵便資金研究会編『郵便貯金資金運用の概要』平成14年版，p.35）

第12表　郵便貯金資金運用計画（フロー）

（単位：兆円，％）

種目	15年度（実績額）	16年度（予定額）
国債	27.9（ 86.3）	37.2（ 92.3）
市場購入	17.5（ 92.3）	17.2（ 42.6）
財投債引受	10.0（ 30.9）	19.7（ 48.8）
窓口販売（募残引受）	0.5（ 1.5）	0.4（ 1.0）
地方債	0.9（ 2.7）	0.5（ 1.2）
社債	2.2（ 6.8）	1.2（ 2.9）
地方公共団体貸付	0.9（ 2.7）	0.4（ 2.2）
その他	0.2（ 0.6）	0.4（ 1.0）
合　　計	32.3(100.0)	40.3(100.0)

（注）１．国債・外国債の入替額を除く。「社債」には公庫公団債等を含む。
２．「地方公共団体貸付」は，翌年度への繰越しがあるために計画額と見込額・予定額に差がある。
３．四捨五入のため，一部合計と一致しない。
（出所：郵政公社資料より作成）

（ア）安全・確実性を重視した運用
（イ）ALM（資産・負債総合管理）の実施
（ウ）効率的なポートフォリオ管理
（エ）運用方法（国内債券中心の満期まで保有するなど長期・安定的運用，分散投資の観点から株式等の運用を補完的に実施）
（オ）委託運用（郵便貯金資金では直接運用できない株式を，信託銀行への金銭の信託を通じて運用対象として組み込むことにより，長期的に安定的収益を確保）
（カ）市場への影響に配慮（市場を攪乱することのないよう，各資産の市場規模に配慮し，長期・安定的な運用手法を基本）
（キ）財政投融資改革に伴う経過措置（平成13年度から７年間，郵便貯金資金の状況等を踏まえ財投債を引き受ける）さらに平成15年４月からの郵政公社発足に伴う「中期経営計画・年度経営計画」における郵便貯金資金運用の基本方針は以下の７項目であった。
（ａ）安全・確実性を重視した運用

（ｂ）ALM およびポートフォリオ管理の実施

（ｃ）安全確実な運用方法として，国内債券を中心とした長期・安定的な運用手法を基本とする

（ｄ）「満期保有目的の債券」に区分することを基本

（ｅ）市場への影響に配慮

（ｆ）財政融資資金債（財投債）の引受け

（ｇ）地方公共団体に対する貸付け

また中期経営計画期間中の資産構成割合は，国内株式概ね２％以下，外国債券概ね３％以下，外国株式概ね１％以下，これらを合算し概ね４％以下にするというものであった。

（３）平成15・16年度運用計画（フロー）

平成15年４月の郵政公社移行後の郵便貯金資金運用は上記の基本方針の下に実施され，第12表のように平成15年度の実績額と平成16年度の予定額が示されていた。すなわち平成15年度実績値で新規運用額の86.3％を占める国債のうち，市場購入が国債全体の62.7％，財政融資資金確保のための財投債引受（市場外引受）が35.8％，窓口販売（募集残引受）が1.8％となっていた。また公庫公団債を含む社債は全運用額の6.8％，地方債，地方公共団体貸付はともに全運用額の2.7％を占めていた。

そして平成16年度予定額では，全運用額の92.3％が国債となっており，平成15年度よりも運用比率をさらに高まった。国債運用のうち46.2％が市場購入，52.9％が財投債引受，1.0％が窓口販売となっていた。社債，地方債，地方公共団体貸付が前年よりも比率を減少させる中で，財投債引受けの増加が顕著であった。

（４）郵便貯金資金の種目別運用残高

①　国債・地方債への資金運用

財政投融資改革後の郵便貯金資金の種目別運用残高のうち第13表は平成13年

度・平成14年度末を示し，第14表は平成15年４月の郵政公社成立時と平成15年度末残高を示している。また第15表は平成15年度末の郵便貯金資金運用残高のうち有価証券の残存期間別残高である。

それぞれの表では会計基準の評価方法の差異で数字が必ずしも同一にはならないが，財政融資資金に過去預託されまだ償還期限がきていない預託金を除いた自主運用額のうち，第13表では平成13年度末で有価証券にその83.8％が振り向けられている。また，有価証券の73.0％が国債，13.7％が地方債の購入となっている。

そして平成14年度末では自主運用額の86.6％が有価証券に振り向けられ，その79.7％が国債，10.5％が地方債の購入と，国債への資金運用比率が高まり，地方債比率が低下してきていた。

第13表　郵便貯金資金種目別運用残高

（単位：億円，％）

区分		13年度末		14年度末	
有価証券		721,676	(30.2)	901,100	(38.6)
	国債	526,878	(22.0)	718,463	(30.8)
	地方債	98,513	(4.1)	94,288	(4.0)
	公庫公団債等	25,204	(1.1)	28,761	(1.2)
	社債等	32,675	(1.4)	28,841	(1.2)
	外国債	38,406	(1.6)	30,746	(1.3)
貸付金		7,238	(0.3)	17,743	(0.8)
	地方公共団体	225	(0.0)	11,362	(0.5)
	預金者等	7,014	(0.3)	105,401	(4.5)
寄託金（指定単）		105,401	(4.4)	105,401	(4.5)
預金等		26,969	(1.1)	16,669	(0.7)
自主運用計		861,284	(36.0)	1,040,913	(44.6)
財政融資資金預託金		1,530,930	(64.0)	1,293,700	(55.4)
合計		2,392,214	(100.0)	2,334,613	(100.0)

（注）1．（　）内は構成比。
2．外国債は海外の発行体が発行した債券であり，円貨建債券を含んでいる。（以下同じ）
3．財政融資資金預託金は，旧金融自由化対策資金の借入金見合いの預託金（平成13年度末53兆3,500億円，平成14年度末47兆9,500億円）を除いている。
4．預金等には，日本銀行預託金を含んでいる。
（出所：郵政公社『郵便貯金2002』『郵便貯金2003』より作成）

国債への運用比率増大は第14表でも明らかである。郵政公社成立時の平成15年４月１日で，自主運用額の88.9％が有価証券で保有され，有価証券の79.7％が国債，10.3％が地方債となっていたものが，平成15年度末で自主運用額の92.3％が有価証券で，有価証券の81.2％が国債，8.9％が地方債となっていた。

② 指定単（単独運用指定金銭信託）

第13表の郵便貯金資金自主運用額のうち，平成13年度末で12.2％，平成14年度末で10.1％を占めていた寄託金（指定単）とは，投資家（委託者）が信託銀行に金銭の信託を行い，これを信託銀行が他の投資家の資金と区分して，株式や債券等へ自らの投資判断で運用し，その成果を配当として，投資家（委託者）に還元する金融商品のことであった[13]。

第14表　郵便貯金資金の種目別資産残高（郵政公社発足後）

（単位：億円，％）

区分			公社成立時		平成15年度末	
			資産残高	構成割合	資産残高	構成割合
有価証券			918,131	39.5	1,058,964	46.6
	国債		731,235	31.4	860,091	37.8
	地方債		94,386	4.1	94,834	4.2
	社債		58,544	2.5	69,026	3.，
		うち公庫公団債等	28,661	1.2	38,370	1.7
	外国債		33,966	1.5	35,011	1.5
金銭の信託			79,913	3.4	37,760	1.7
貸付金			17,743	0.8	27,861	1.2
		地方公共団体貸付	11,362	0.5	20,411	0.9
		預金者貸付等	6,381	0.3	5,760	0.3
		郵便業務への融通	—	—	1,690	0.1
預金等			16,609	0.7	22,195	1.0
自主運用計			1,032,396	44.4	1,146,782	50.4
預託金			1,293,700	55.6	1,127,200	49.6
合計			2,326,096	100.0	2,273,982	100.0

（注）１．資産残高は，金融商品に係る会計基準に準じた評価額である。
２．外国債は，外国政府等が発行する債券であり，円貨建債券を含んでいる。
３．預託金は，旧金融自由化対策資金の借入金見合いの預託金を除いたものである。

（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』p.44）

[13] 日本郵政公社『郵便貯金　2003』2003年版　pp.48-49

郵便貯金資金の指定単は，郵便貯金では直接運用できない株式等の資産を一部組み込むことにより，郵便貯金資金の運用資産全体として，より多様な金融商品に分散して運用し，長期的・安定的な収益を確保するため，平成元年度から実施されてきた。指定単の仕組みは，郵便貯金資金の一部を簡易保険福祉事業団（簡保事業団）に「寄託」し，簡保事業団が寄託された資金の運用を「指定単」として信託銀行12行に委託するというものであった。しかし平成14年度末で簡保事業団が解散し，それらの資産は日本郵政公社に時価で評価され承継され[14]，平成15年度からは日本郵政公社が信託銀行12行に直接委託して運用することとなった。第14表の「金銭の信託」がそれである。

③　郵便貯金資金保有の有価証券残存期間別残高

第15表は郵便貯金資金で購入された有価証券の残存期間別残高を示している。有価証券残高111兆円のうち80.4％を占める国債は，国債全体の9.0％が短期国債，42.9％が中期国債，47.0％が長期国債，1.0％が超長期国債で運用さ

第15表　有価証券の残存期間別残高（平成15年度末）

（単位：百万円）

区　　分	1年以内	1年超 3年以内	3年超 5年以内	5年超 7年以内	7年超 10年以内	10年超	合　計
国　　債	20,196,005	25,736,773	18,774,695	4,292,119	20,273,623	—	89,273,216
短期国債	8,094,265	—	—	—	—	—	8,094,265
中期国債	9,9385,406	19,571,097	8,812,033	—	—	—	38,321,537
長期国債	2,163,332	6,129,073	9,480,563	4,027,813	20,150,210	—	41,950,993
超長期国債	−	36,603	482,098	264,305	123,412	—	906,419
地　方　債	643,040	2,515,250	3,235,680	2,143,465	943,948	2,112	9,483,497
社　　債	908,778	2,477,508	1,927,749	1,155,043	348,507	85,042	6,902,630
うち 公庫公団債等	422,955	1,719,157	1,041,686	584,049	68,139	1,053	3,837,041
外　国　債	500,217	799,926	977,948	738,249	470,526	14,293	3,501,162
その他の証券	1,869,700	—	—	—	—	—	1,869,700
合　　計	24,117,741	31,529,459	24,916,074	8,328,877	22,036,605	101,448	111,030,207

（注）「その他の証券」には譲渡性預金を計上している。

（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版，p. 107）

[14] 日本郵政公社『簡易保険　2003』2003年版　pp. 48−49。

れていた。

また国債は１年以内の残存期間のものが全体の22.6％，１年超３年以内が28.8％，３年超５年以内が21.0％，５年超７年以内が4.8％，７年超10年以内が22.7％，10年超はゼロとなっていた。

そして残存期間１年以内の国債では中期国債，１年超３年以内では中期国債，３年超５年以内では長期国債，５年超10年以内では長期国債の保有が多かった。

さらに地方債は有価証券の8.5％を占め，地方債全体のうち残存期間１年以内が6.8％，１年超３年以内が26.5％，３年超５年以内が34.1％，５年超７年以内が22.6％，７年超10年以内が10.0％，10年超が0.02％となっていた。

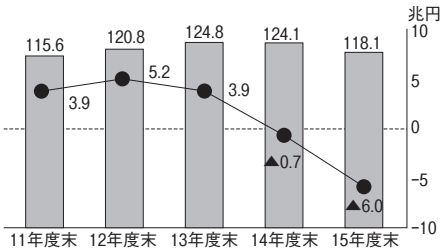
２．簡易保険資金と証券市場

（１）簡易保険資金（簡保資金）の運用残高の推移

簡保資金の資金量は第８図に示され，日本郵政公社成立時も含めた資金量の明細とその増減の推移は第16表に示されている。第８図から簡保資金量が平成13年度末をピークに減少し，平成14年度末からはマイナスに転じていることが明らかである。これは低金利の継続や簡易保険の集中満期・新契約の伸び悩み等によるもので，平成15年度末には前年度に比べ６兆169億円減少し，118兆742億円となっている。

なお平成14年度末（平成15年３月末）と日本郵政公社公立時（平成15年４月

第８図　最近５カ年の簡保資金量と増減の推移



（出所：郵政公社『簡易保険　2004』2004年版，p. 13）

表16表　簡保資金の推移と増減

①簡保資金量の推移

（単位：億円）

年度末	資金量
11	1, 155, 930
12	1, 208, 189
13	1, 247, 618
14	1, 240, 912
公社成立時	1, 210, 446
15	1, 180, 742

②資金量の増減の推移

（単位：億円）

年度末	資金量
11	38, 561
12	52, 260
13	39, 428
14	▲6, 706
公社成立時	▲30, 466
15	▲29, 703

（注）1．平成15年４月の公社成立時に，平成14年度末の資産を，「金融商品に係る会計基準」に基づき評価する等して公社に承継した。
2．単位未満の処理は，公社成立時まで四捨五入，平成15年度から切捨てで計上している。

（出所：郵政公社『簡易保険　2004』2004年版，p. 120）

１日）に資金量の差異があるのは，公社成立時に平成14年度末の資産を「金融商品に係る会計基準」に基づき時価評価等を行い，公社に承継したためである。

（２）簡保資金運用の基本方針と基本的ポートフォリオ

簡保資金運用の基本方針は大筋で郵便貯金資金運用の基本方針と同一であった。ただ基本的ポートフォリオは，日本郵政公社承継時点での資産額をベースに，次のような一定幅の範囲内で運用するよう第一期中期経営計画で策定されていた。

すなわち国内債券75～95％，外国債券２～６％，国内株式２～６％，外国株式０～３％，短期運用１～10％の範囲内で運用することとなっていた。なお国内株式および外国株式については，委託運用で行うこととされていた。

（３）平成16年度運用計画（フロー）

平成16年度の簡保資金運用計画は第17表のとおりであった。簡保資金の自家運用分については，確定利回りの国内債券を中心にして，長期的・安定的な運用を目指していた。なお第17表に「委託運用」の項目がないのは，平成15年度に引き続き新規の資金追加を行わず，国内株式，外国株式および外国債券につ

第17表　簡易生命保険資金運用計画（平成16年度）　（単位：億円）

運用の部		原資の部	
項目	金額	項目	金額
債券	91,000	簡易生命保険資金増減	▲6,130
国内債券	90,200	回収金	170,479
国債	77,400		
（うち財投債引受額）	(24,0000)		
地方債	3,600		
社値	9,200		
外国債券	800		
地方公共団体貸付	15,486		
契約者貸付	22,179		
短期運用	35,684		
合計	164,349	合計	164,349

(注) 1．「国債」には，経過措置による財投債引受額（２兆4,000億円）を含む。
2．「社債」には，公庫公団債等を含む。
3．「地方公共団体貸付」は，平成15年度債（１兆6,200億円）の繰越見込額及び平成16年度債（１兆2,000億円）の合計額を計上している。
4．「契約者貸付」及び「短期運用」は，運用期間に応じて運用額が増減することから，平成16年度末における運用予定額を計上している。
5．「回収金」には，平成15年度末の契約者貸付見込額２兆2,179億円及び短期運用見込額３兆8,008億円を含み，委託運用の委託先変更に伴う回収金は含まない。
6．委託運用については，新規資金の追加は行わず，国内株式，外国株式及び外国債券については，公社成立時の時価ベースの残高程度の運用を行新規資金の追加している。
7．実際の新規運用額については，簡易生命保険資金の増減，各債券の発行・流通市場の状況等により，運用計画に比べて増減することがある。
（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版，p. 121）

いては，日本郵政公社成立時に保有している時価ベースの残高程度の運用を行うこととしていたためである。また平成16年度の委託運用より，委託先多様化による競争促進の観点から，委託先に信託銀行に加えて投資顧問会社と投資一任契約を締結し，運用利回りの向上を図ろうとした。

（４）簡保資金の種目別運用残高

①　国債・地方債・貸付金への資金運用

第18表は日本郵政公社成立前の平成12年度から平成14年度末までの簡保資金の運用残高，第19表は日本郵政公社成立後から平成15年度末までの簡保資金運用残高，第20表は平成15年度末における簡保資金保有の有価証券残存期間別残高を示している。

第18表，第19表から簡保資金の主要な運用種目として，有価証券，貸付金，

第18表　簡保資金運用残高（公社成立前）

（単位：億円，％）

運用種目＼年度末	平成12年度 運用額	平成12年度 構成比	平成13年度 運用額	平成13年度 構成比	平成14年度 運用額	平成14年度 構成比
有価証券	660,596	54.7	720,675	57.8	779,664	62.8
国　債	273,521	22.6	367,488	29.5	458,278	36.9
地方債	74,608	6.2	71,747	5.8	69,955	5.6
公庫公団債等	236,434	19.6	216,464	17.4	203,578	16.4
社債等	37,654	3.1	39,939	3.2	34,089	2.7
外国債	38,379	3.2	25,037	2.0	13,765	1.1
貸付金	313,402	25.9	304,074	24.4	280,803	22.6
国・公庫公団等	77,231	6.4	61,032	4.9	46,647	3.8
地方公共団体	176,521	14.6	184,403	14.8	190,057	15.3
簡保事業団	32,700	2.7	32,700	2.6	20,000	1.6
保険契約者	26,950	2.2	25,939	2.1	24,099	1.9
運用寄託金	130,311	10.8	130,311	10.4	143,000	11.5
預金等	51,621	4.3	53,129	4.3	28,451	2.3
財政融資資金預託金	46,260	3.8	30,428	2.4	—	—
国　庫	6,000	0.5	9,000	0.7	—	—
日本銀行預託金	—	—	—	—	8,994	0.7
合　計	1,208,189	100.00	1,247,618	100.0	1,240,912	100.0

（注）上記金額のうち，財政投融資等を通じた運用状況は次のとおりである。

▼

（単位：億円，％）

運用種目＼年度末	平成12年度 運用額	平成12年度 構成比	平成13年度 運用額	平成13年度 構成比	平成14年度 運用額	平成14年度 構成比
財投等運用	508,140	42.1	460,235	36.9	399,308	32.2
財政投融資（一般財投）	461,880	38.2	429,807	34.5	399,308	32.2
国・公庫公団等	285,359	23.6	245,438	19.7	209,397	16.9
地方公共団体	176,521	14.6	184,368	14.8	189,911	15.3
財政融資資金預託金	46,260	3.8	30,428	2.4	—	—

（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版，p. 124. より作成）

運用寄託金を挙げることができる。有価証券への運用比率とくに国債への運用比率は年々増加しているが，この傾向は平成12年度から平成15年度末まで一貫していた。平成15年度末の有価証券のうち62.7％が国債，8.8％が地方債，26.3％が社債（公庫公団債は22.5％），1.9％が外国債で運用されていた。

これに対し貸付金は，平成12年度から平成15年度末まで一貫して運用比率を低下させたものの，地方公共団体貸付は全簡保資金運用額の14～15％を継持しているのが，注目される。

② 指定単（金銭の信託）

簡保資金における運用寄託金（平成15年４月からは「金銭の信託」）制度は

第19表　簡保資金運用残高（公社成立後）

（単位：百万円，％）

運用種目	公社成立時（平成15年４月） 運用額	構成比	平成15年度末 運用額	構成比
有価証券	81,386,044	67.2	81,670,671	67.9
国　債	47,992,020	39.6	51,402,553	42.8
地方債	7,540,596	6.2	7,188,055	6.0
社債等	24,169,322	20.0	21,485,052	17.9
うち公庫公団債等	20,533,041	17.0	18,370,393	15.3
外国債	1,684,104	1.4	1,595,008	1.3
金銭の信託	9,939,017	8.2	11,718,855	9.7
貸付金	25,534,787	21.1	24,755,338	20.6
地方公共団体貸付	18,464,097	15.3	19,116,552	15.9
国・公庫公団等貸付	4,446,761	3.7	3,253,551	2.7
保険契約者貸付	2,405,994	2.0	2,192,621	1.8
郵便業務への融通	217,934	0.2	192,614	0.2
預金等	4,184,706	3.5	2,052,035	1.7
合　計	121,044,556	100.0	120,196,900	100.0

（注）上記金額のうち，財政投融資等を通じた運用状況は次のとおりである。

▼

（単位：百万円，％）

運用種目	公社成立時 運用額	構成比	平成15年度末 運用額	構成比
財政投融資（一般財投）	39,403,763	100.0	36,525,297	100.0
地方公共団体	18,464,097	46.9	19,116,552	52.3
国・公庫公団等	20,939,666	53.1	17,408,745	47.7

（注）資産運用に関する指標の資料については，次のとおり処理している。
1．単位未満の数字について，平成15年４月の公社成立時以前は四捨五入，平成15年度末以降は切捨てで計上している。
2．計数は，特に注記のない限り，貸借対照表価額を計上している。

（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版，p. 100）

昭和62年度から開始され，平成14年度まで簡保事業団を通じ信託銀行に運用委託していた。しかし日本郵政公社が成立した平成15年度からは，公社が直接，信託銀行に運用を委託した。第21表は平成15年度末の金銭の信託11兆7188億円（第19表）の各信託財産の取得原価と時価評価額，評価差額を示しているが，時価評価額の多い順に国内株式，外国債券，外国株式，国内債券となっていた。

なお郵便貯金資金の金銭の信託同様，平成16年度からは信託銀行に加え，投資顧問会社との投資一任契約による運用の開始が行われた。

③　財政投融資（一般財投）協力

簡保資金のうち「余裕金」は，既述のように日々収納される歳入金（保険料等）から日々支出される歳出金（保険金等）を差し引いた余裕現金であった。

第20表　簡保資金保有の有価証券残存期間別残高内訳（平成15年度末）

（単位：百万円）

残存期間別／運用種目	1年以下	1年超 3年以下	3年超 5年以下	5年超 7年以下	7年超 10年以下	10年超(注)	合　計
国債	4, 918, 984	7, 552, 448	8, 263, 448	8, 980, 095	18, 597, 387	3, 090, 060	51, 402, 553
短期国債	1, 299, 870						1, 299, 870
中期国債	2, 882, 232	6, 278, 549	3, 324, 011	—			12, 484, 793
長期国債	736, 881	1, 194, 802	4, 382, 035	8, 743, 993	18, 078, 274		33, 135, 927
超長期国債	—	79, 097	557, 530	236, 161	519, 112	3, 090, 060	4, 481, 962
（再掲：貸付有価証券）	21, 015	313, 575	287	976	1, 284, 027	703, 424	3, 136, 806
地方債	946, 513	3, 641, 062	1, 164, 271	863, 700	561, 755	10, 752	7, 188, 055
社債	3, 365, 448	7, 620, 612	5, 543, 684	3, 304, 784	1, 201, 901	446, 754	21, 483, 185
うち公庫公団債等	3, 125, 217	6, 810, 560	4, 853, 979	2, 778, 138	802, 497	—	18, 370, 393
株式						1, 866	1, 866
外国債	139, 165	319, 163	162, 689	532, 150	258, 985	182, 854	1, 595, 008
その他の証券	—	—	—	—	—	—	—
合計	9, 370, 111	19, 133, 287	15, 134, 222	13, 680, 731	20, 620, 030	3, 732, 288	81, 670, 671

（注）1．「国債」には，有価証券信託を含む。
　　2．「10年超」には，期間の定めないものを含む（以下同じ）。
（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版，p. 129）

第21表　金銭の信託の取得原価・時価（平成15年度末）

（単位：百万円）

区分	取得原価	貸借対照表価額（時価）	評価差額		
				うち益	うち損
国内債券	1, 287, 851	1, 259, 869	▲27, 981	87	▲28, 068
国内株式	3, 840, 112	5, 346, 849	1, 506, 736	1, 513, 603	▲6, 867
外国債券	2, 564, 070	2, 483, 683	▲80, 387	9, 595	▲89, 982
外国株式	1, 200, 650	1, 361, 795	161, 144	181, 264	▲20, 119
不動産	40, 083	40, 083	0	0	0
その他	1, 226, 617	1, 226, 573	▲44	3	▲47
合計	10, 159, 386	11, 718, 855	1, 559, 468	1, 704, 554	▲145, 086

（注）その他はコールローン等である。
（出所：郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版，p. 88）

財政投融資改革前は資金運用部への預託が義務づけられていたが，第18表のように資金運用部資金を引き継いだ財政融資資金では，平成14年度から残高ゼロとなっている。

また簡保資金は郵貯・年金とは異なり資金運用部への預託義務はなかったものの財投協力の形で，直接財投対象機関へ長期の投融資を行ってきた。第18表・第19表から簡保資金による財政投融資等を通じた資金運用は，国・公庫公団等

と地方公共団体に分類される。国・公庫公団等への運用額は減少傾向にあるのに対し，地方公共団体への運用額は18兆円前後で安定的に推移していた。

④　簡保資金保有の有価証券残存期間別残高

第20表は平成15年度末の簡保資金保有の有価証券の残存期間別残高である。全有価証券の62.9％が国債で運用され，国債の2.5％が短期国債，24.3％が中期国債，64.5％が長期国債，8.7％が超長期国債で保有されていた。

また地方債は有価証券の8.8％，社債は有価証券の26.3％，外国債は有価証券の1.9％となっている。

有価証券残存期間別残高は，１年以下が11.5％，１年超３年以下が23.4％，３年超５年以下が18.5％，５年超７年以下が16.8％，７年超10年以下が25.2％，10年超が4.6％となっており，中・長期の運用に重点が置かれていた。

３．公的年金資金（年金積立金）と証券市場

（１）公的年金資金（年金積立金）の運用の推移

公的年金（厚生年金と国民年金）は，現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養を基本に運営されている。そして保険料のうち年金給付に充てられなかったものを年金積立金として管理・運用し，その収益を年金財政の安定化に活用することとされている。

①年金積立金の平成12年度末までの運用

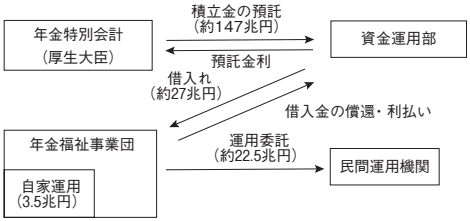
年金積立金は第１図のように郵便貯金と同様，全額，資金運用部に預託義務を課されていた。しかし第９図のように昭和61年（1986年）から平成12年度（2000年度）までは年金福祉事業団が資金運用部から預託金利と同一水準で借入れ，資金確保事業と年金財源強化事業を通じて自主運用を行ってきた。

また運用手段は投資顧問４社の助言を得る自家運用を除いて，信託銀行13行，生命保険５社，投資顧問26社の民間運用機関に委託されていた。

②年金積立金の平成13年度以降の運用

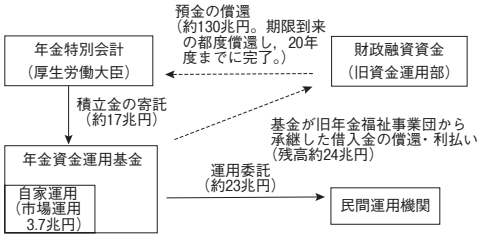
平成13年度からは財政投融資改革により，年金積立金の財政融資資金（旧資金運用部）への預託義務が廃止され，第10図のように「年金福祉事業団」の資

第９図　年金積立金の運用（平成12年度末まで）



（注）図の数値は平成12年度末を示す。
（出所：年金資金運用基金『平成14年度資金運用業務概況書』平成15年７月，p.2より作成）

第10図　年金積立金の運用（平成13年度以降）



（注）図の数値は平成13年度末を示す。
（出所：第９図と同じ）

金運用業務は「年金資金運用基金」に承継されることとなった。

したがって年金積立金は厚生労働大臣による自主運用となり，厚生労働大臣が資金運用部への預託金の償還金（平成20年度までに完了）と合わせて年金資金運用基金に資金を寄託して運用することとなった。

さらに「年金資金運用基金」は，市場での自家運用を除いて既述の民間運用機関に運用委託するとともに，旧年金事業団が旧資金運用部から借り入れて自主運用していた借入金の償還・利払いを承継した（平成15年度末の民間運用機関は信託銀行11行，投資顧問30社である）。

そして平成18年４月からは，厚生労働大臣から寄託された年金資金の運用を行ってきた「年金資金運用基金」から，年金積立金の管理・運用業務を担う機関として，「年金積立金管理運用独立行政法人」が設立され，現在に至っている。運用方針は「年金資金運用基金」を踏襲している。

第22表　パッシブ運用とアクティブ運用の比率の推移　（単位：％）

年度	平成８年度	平成９年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度	平成13年度	平成14年度	平成15年度
パッシブ運用	6.44	8.37	9.14	17.93	28.73	50.07	65.54	74.89
アクティブ運用	93.56	91.63	90.86	82.07	71.27	49.93	34.46	25.11

（出所：年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成12年版，13年版，14年版，15年版より作成）

（２）年金積立金の運用方針

年金積立金の運用方針を平成７年（1995年）には，①運用資産管理を従来の簿価から時価に変更し，総合収益を目標とする，②長期目標に基づいたリスクと収益率を考慮した基本ポートフォリオを策定し，ポートフォリオ管理を厳密に行う，③従来のバランス型運用に特化型運用を加えることとした。

バランス型運用とは複数資産を運用することであり，資産構成割合は運用機関が一定範囲内で変更し，資産配分効果を得るとともに超過収益を追求するものである。また特化型運用は国内債券や外国債券・外国株式等，特定の資産に特化して行うものである。

さらに平成８年度には第22表のようにパッシブ運用とアクティブ運用を明確に区別し，従来のアクティブ単独運用からパッシブ運用の比率を拡大させ，平成13年度からはパッシブ運用重視となってきた。ここでアクティブ運用とは，運用銘柄を厳選して市場平均以上の収益率を追求するものをいい，パッシブ運用とは，市場平均の基準指標（ベンチマーク）に追随し市場平均並みの収益率を確保する手法である。

（３）年金積立金の運用資産構成

①　平成12年度末の資産構成

資金運用部への預託義務を課されていた最後の年度となった平成12年度末の年金積立金の自主運用資産構成は第23表に示されている。運用総額25兆9530億円は，年金財源強化事業18兆9296億円と資金確保事業７兆236億円の合計で，年金福祉事業団による資金運用の基本ポートフォリオに従ったものである。基本ポートフォリオは国内債券58％，転換社債４％，国内株式22％，外国株式

第23表　資産構成（平成13年３月末時価総額）

（単位：億円，％）

		資産額	構成比
債券		154,099	59.38
	うち外国債券	10,599	4.08
転換社債		3,427	1.32
国内株式		62,755	24.18
外国株式		33,252	12.81
短期資産		5,998	2.31
合計		259,530	100.0

（出所：年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成12年版，p.7）

11％，短期運用５％で，外国債券は国内債券の代替資産として10％を限度に投資することが可能で，許容乖離は各資産とも±５％となっている[15]。

②　平成13年度からの資産構成

財政融資資金に預託義務が廃止された平成13年度からの資金運用の基本ポートフォリオは，第24表に示されている。この基本ポートフォリオは，財政融資資金から償還される預託金の配分を通じて，償還が終了する平成20年度に実現することとされ，それまでの期間は年度末に達成すべき資産構成割合（移行ポートフォリオ）を厚生労働大臣が社会保障審議会に諮問し，毎年度策定し公表されている。

第25表は毎年度の移行ポートフォリオに沿って運用された資産構成を示している。なお移行ポートフォリオは，①財政融資資金への預託金残高や財投債も含めた総運用資産額と，②年金資金運用基金による市場運用分の２種類が策定される。策定は総運用資産額を前提として資産構成割合を決定することになる

第24表　基本ポートフォリオ

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	68％	12％	７％	８％	５％
乖離許容幅	±８％	±６％	±５％	±５％	—

（注）この基本ポートフォリオは，平成11年の財政再計算結果に基づき，平成13年３月に策定されたものである。
（出所：年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成15年版，p.３）

[15] 年金資金運用基金『年金資金運用概説書』平成12年版　pp.13-14。

第25表　財投債を含む運用資産全体の構成状況

年　末		平成13年度末		平成14年度末		平成15年度末	
運用種目＼時価総額		時価総額（億円）（但し，財投債は償却原価法による薄価）	構成比	時価総額（億円）（但し，財投債は償却原価法による薄価）	構成比	時価総額（億円）	構成比
国内債券		262,811	68.08%	348,424	69.39%	474,814	67.50%
	市場運用	143,673	37.22%	162,269	32.32%	252,012	35.83%
	財投債	199,138	30.86%	186,155	37.07%	222,801	31.67%
国内株式		68,251	17.68%	73,818	14.70%	120,019	17.06%
外国債券		13,459	3.49%	25,458	5.07%	39,520	5.62%
外国株式		38,203	9.90%	44,676	8.90%	59,255	8.42%
短期資産		3,291	0.85%	9,766	1.94%	9,804	1.39%
合　計		386,014	100.00%	502,143	100.00%	703,411	100.00%

（注）財投債の時価総額欄は未収益を含んだ償却原価法による薄価
（出所：年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成13年版，14年版，15年版より作成）

ので，市場運用分だけでなく運用資産全体で分散投資が行われることとなる。

Ⅴ　主体別国債保有の推移とリスク管理

日本銀行の「資金循環統計」を基に，主体別国債保有残高の推移を示したものが第26表，主体別国債保有残高の構成比の推移を示したのが第27表である。

１．第26表，第27表の前提条件（平成16年度まで）

国債には，政府短期証券（Financing Bills，FB）を含めていない。また「銀行等」には国内銀行，在日外銀，農林水産金融機関，中小企業金融機関等が含まれる。なお平成13年４月からの財政投融資制度改革に伴い，「資金運用部」から「財政融資資金」に名称変更されたため，平成12年以前も財政融資資金で資金運用部を表している。そして平成13年度以降の数値には従来の国債（普通国債）に加え財投債も含まれている。

「その他」には，証券投資信託，ノンバンク，公的金融機関（財政融資資金を除く）等の金融仲介機関および非仲介型金融機関が含まれている。そして簡易保険は「生命保険」から「うち民間生命保険会社」を除いたもので表している。なお四捨五入のため，計数は必ずしも一致しない。また（P）は速報値を

第26表　主体別国債保有残高の推移

（単位：兆円）

年度末	金融機関	日本銀行	郵便貯金	簡易保険	財政融資資金	銀行等	民間生保	その他年金基金投資信託証券会社損保等	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	合計
H元	133.9	14.5	4.0	0.4	42.6	49.3	3.1	20.0	0.3	4.2	6.1	1.8	1.9	148.2
2	136.2	11.1	5.5	0.7	49.0	47.5	2.1	20.3	0.4	5.2	7.6	2.1	4.7	156.3
3	147.4	9.3	7.2	1.1	56.3	46.6	2.2	24.6	0.3	4.4	7.6	2.1	8.3	170.1
4	164.1	11.4	9.0	1.6	60.9	47.1	4.3	29.8	0.2	5.2	6.9	2.1	7.0	185.6
5	180.1	14.6	11.4	4.2	58.5	54.2	5.7	31.5	0.2	6.3	6.3	2.7	7.9	203.5
6	190.2	17.6	13.1	5.9	53.6	54.3	10.1	35.7	0.3	8.7	7.3	3.0	9.3	218.9
7	211.6	27.2	16.8	9.0	52.7	53.2	15.4	37.3	0.3	9.1	7.3	3.8	9.4	241.5
8	236.1	32.5	19.8	11.9	57.9	55.1	17.7	41.2	0.5	8.9	7.8	5.1	12.3	270.7
9	256.9	34.7	23.2	13.7	69.5	57.1	17.8	40.9	0.4	10.1	8.1	5.8	18.4	299.7
10	287.1	38.6	27.1	18.5	82.7	61.9	18.4	40.0	0.3	11.1	7.3	5.8	27.5	339.1
11	321.9	43.5	28.5	26.5	79.9	73.2	20.6	49.8	0.4	11.9	6.6	7.2	18.7	366.7
12	357.8	47.5	26.2	29.5	77.3	96.0	21.6	59.7	1.2	11.6	10.1	3.7	24.5	409.0
13	406.0	70.0	54.1	39.7	70.9	89.1	24.1	58.0	1.3	27.2	12.4	5.6	16.7	469.2
14	468.2	81.1	75.7	50.6	65.7	101.3	27.7	66.1	1.3	33.1	12.7	5.1	18.3	38.7
15	485.4	85.5	84.5	52.3	53.5	122.9	28.4	58.2	0.7	43.3	14.5	6.1	20.0	569.9
16.06(P)	487.6	84.7	86.9	49.1	49.5	127.0	30.4	59.9	0.5	46.8	15.7	6.4	18.9	576.0

（注）1．「銀行等」には，国内銀行，在日外銀，農林水産金融機関，中小企業金融機関等が含まれる。
2．平成13年４月の財政等融資制度改革に伴って，「資金運用部」から「財政融資資金」に変更された。また，H13年度以降の計数には，従来の国債に加え財投債を含む。
3．「その他」には，証券投資信託，ノンバンク，公的金融機関（財政融資資金を除く）などの金融仲介期間および非仲介型金融機関が含まれる。
4．四捨五入のために計数に不一致がある。
5．（P）は速報値。

（出所：日本銀行「資金循環統計」より作成）

示している。

２．国債発行残高の前年度比増加率

第26表の国債発行残高合計から明らかなように，平成元年（1989年）にバブルのピークを迎え，平成２年からバブル崩壊が始まるとともに日本経済も平成大不況へ突入し，政府の租税収入が減少するとともに，国債発行額も増大を続けている。

平成２年度から４年度までは前年度比３％台の国債発行残高の増加率が，５年度から６年度には７％台，７年度９％台，８年度８％台，９年度５％台，10

第27表　主体的国債保有残高の構成比の推移

（単位：％）

年度末	金融機関	日本銀行	郵便貯金	簡易保険	財政融資資金	銀行等	民間生保	その他 年金基金 投資信託 証券会社 損保等	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	合計
H元	90.4	9.8	2.7	0.3	28.8	33.3	2.1	13.5	0.2	2.9	4.1	1.2	1.3	100.0
2	87.2	7.1	3.5	0.5	31.3	30.4	1.4	13.0	0.3	3.3	4.9	1.3	3.0	100.0
3	86.6	5.5	4.3	0.6	33.1	27.4	1.3	14.5	0.2	2.6	4.5	1.2	4.9	100.0
4	88.4	6.1	4.9	0.9	32.8	25.4	2.3	16.0	0.1	2.8	3.7	1.1	3.8	100.0
5	88.5	7.2	5.6	2.1	28.8	26.6	2.8	15.5	0.1	3.1	3.1	1.3	3.9	100.0
6	86.9	8.0	6.0	2.7	24.5	24.8	4.6	16.3	0.1	4.0	3.3	1.4	4.3	100.0
7	87.6	11.3	7.0	3.7	21.6	22.0	6.4	15.4	0.1	3.7	3.0	1.6	3.9	100.0
8	87.2	12.0	7.3	4.4	21.4	20.4	6.5	15.2	0.2	3.3	2.9	1.9	4.6	100.0
9	85.7	11.6	7.7	4.6	23.2	19.1	5.9	13.7	0.1	3.4	2.7	1.9	6.1	100.0
10	84.7	11.4	8.0	5.4	24.4	18.2	5.4	11.8	0.1	3.3	2.1	1.7	8.1	100.0
11	87.8	11.9	7.8	7.2	21.8	20.0	5.6	13.6	0.1	3.2	1.8	2.0	5.1	100.0
12	87.5	11.6	6.4	7.2	18.9	23.5	5.3	14.6	0.3	2.8	2.5	0.9	6.0	100.0
13	86.5	14.9	11.5	8.5	15.1	19.0	5.1	12.4	0.3	5.8	2.6	1.2	3.6	100.0
14	86.9	15.0	14.1	9.4	12.2	18.8	5.1	12.3	0.2	6.1	2.4	1.0	3.4	100.0
15	85.2	15.0	14.8	9.2	9.4	21.6	5.0	10.2	0.1	7.6	2.6	1.1	3.5	100.0
16.06(P)	84.6	14.7	15.1	8.5	8.6	22.1	5.3	10.4	0.1	8.1	2.7	1.1	3.3	100.0

（出所：第27表に同じ）

年度14％台，11年度12％台，12年度10％台，13年度18％台，14年度13％，15年度10％台と急増を続けている。

３．主体別国債保有残高と保有比率

平成16年３月末時点で国債保有残高（構成比）の多い主体順に列挙すると，以下の通りである。

①銀行21.8％，②日本銀行15.0％，③郵便貯金14.8％，④その他（年金基金・投資信託・証券会社・損保等）10.2％，⑤財政融資資金9.4％，⑥簡易保険9.2％，⑦一般政府7.6％，⑧民間生保5.0％，⑨海外3.6％，⑩家計2.6％，⑪対家計民間非営利団体1.1％，⑫非金融法人企業。

４．郵貯・簡保・年金積立金の国債保有と国債保有リスク管理

本章では戦後復興に貢献してきた財政投融資制度が，国債の大量発行・金融

の国際化・自由化の中で多額の繰越額・不用額の発生とともに大きく変容を迫られてきたことを概観してきた。

そして財政投融資資金の大量の繰越額・不用額を減少させるため，財政投融資資金の最大の供給源である資金運用部資金の財政投融資計画外運用，とくに国債引受けが増大してきたことも指摘した。しかし一時点に繰越額・不用額は減少したものの，再び増大し，財政投融資制度改革が平成13年度から実施された。

すなわち財政投融資資金の主要な原資である郵便貯金資金・年金積立金の資金運用部（平成13年度からは財政融資資金）への預託義務の廃止・簡保資金の財投協力への廃止とともに，資金運用部に預託されていた郵便貯金資金・年金積立金の償還が完了する平成20年３月までの７年間の過渡的期間は，郵便貯金資金・年金積立金・簡保資金に財投債の引受けを要請するというものであった。

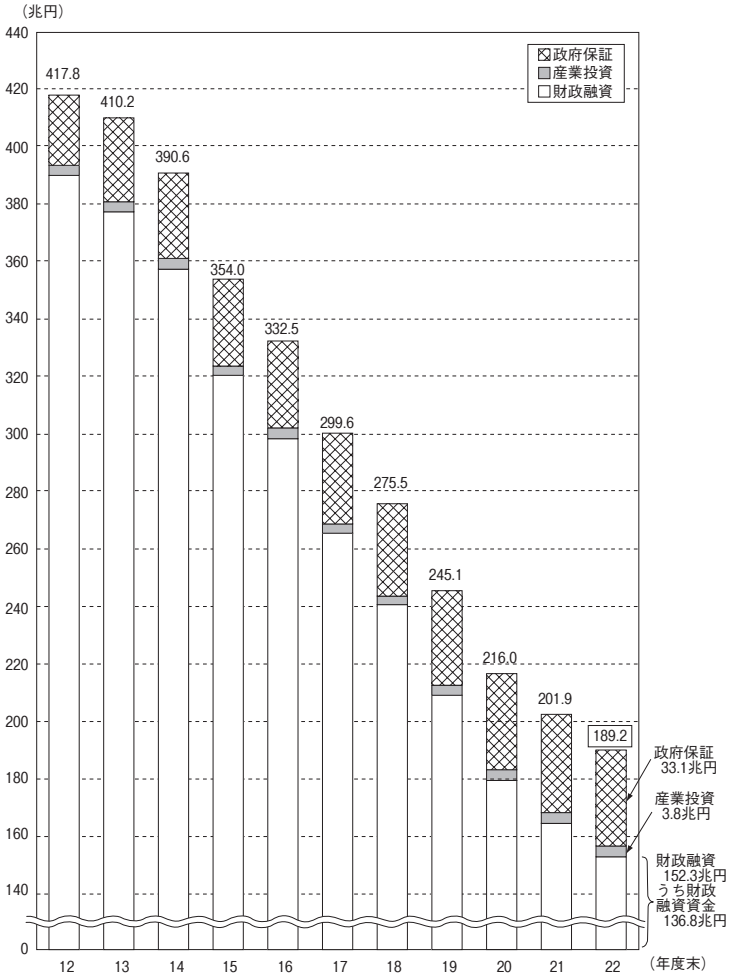
長期的・安定的な資金運用を迫られている郵便貯金資金・簡保資金・年金積立金の国債保有残高と保有残高構成比も第26表・第27表から明らかなように増大を続け，平成16年３月末では郵便貯金と簡易保険で国債発行残高の24％を占めるまでに拡大を続けて来た。

５．平成17年以降の財政投融資

一方で，平成15年以降，郵便貯金資金・簡保資金・年金積立金の運用の担い手は，その主体が大きく変化した。平成13年１月に郵政省の郵政事業部門は「郵政事業庁」に再編されたが，平成15年４月からは特殊法人である「日本郵政公社」となった。そして平成19年10月からは「日本郵政公社」が「民営化」され，傘下に「ゆうちょ銀行」，「かんぽ生命保険」，「日本郵便」，「郵便局」の４株式会社を持つ「日本郵政株式会社」が発足した。

また既述のように，平成18年４月からは，厚生労働大臣から寄託された年金資金の運用を行ってきた「年金資金運用基金」から，年金積立金の管理・運用業務を担う機関として，「年金積立金管理運用独立行政法人」が設立され，現

第11図　財政投融資計画残高の推移

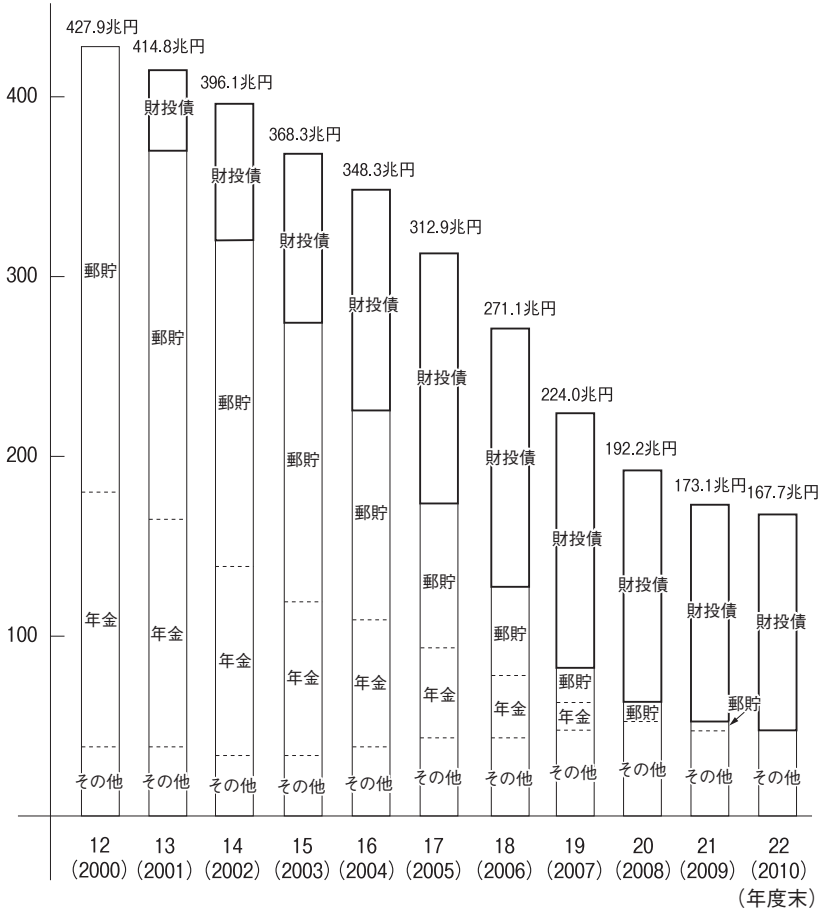


（出所：『財政投融資レポート』2011年，p. 13）

在に至っている。

そして第11図に示されているように財政投融資計画残高は急激に縮小しているものの，第12図のように財投債発行残高は，高水準である。預託金残高は解消されているものの，郵便貯金資金・年金積立金・簡保資金の運用中の国債保

第12図　預託金残高及び財投債発行残高の推移　（単位　兆円）



（出所：『財政投融資レポート』2011年，p. 14）

有比率は依然として高水準である。第４章で考察したように，国債発行額は平成17年度以降も増大を続け，平成23年度では，800兆円にも達している。これに政府短期証券（Financing Bill，FB）や政府保証債，短期借入金を加えれば平成24年３月には，1,024兆円に達すると，財務省から公表されている。

このように現在，日本の国債残高は，世界最大でGDP比200％を超えてい

る。しかし第９章で考察するように，欧州ではGIIPS（ギリシャ，イタリア，アイルランド，ポルトガル，スペイン）諸国の国債が大量に売られ，欧州財政・金融危機が発生し，世界経済に悪影響を及ぼしている。とくにGDP比100％台のギリシャやイタリアの国債が市場で大量に売られている。

ではなぜ日本国債がまだ大量に売られていないのであろうか。それは国債保有主体の違いに求められる。日本国債保有主体は90％以上が国内であるのに対して，GIIPS諸国の国債保有主体は50％前後に過ぎない。

日本国債は，第27表に示されているように，銀行，日本銀行，郵便貯金，その他（年金基金・投資信託・証券会社・損保等），財政融資資金，簡易保険，一般政府，民間生保，海外，家計，対家計民間非営利団体，非金融法人企業等々により保有されている。しかし国債財高が，家計の金融資産（現在約1300兆円）近くまで増大すると，国債保有は，金利を高くしなければ困難になると言われている。

そのような事態になれば，国債は大量に売られ，国債価格が暴落し，利回りは上昇し郵便貯金・年金積立金・簡保資金の運用損失が拡大するリスクが発生する。今後とも国債保有主体のリスク管理は，最重要の不可欠な問題である。

次節では従来あまり検討されなかった巨額の運用資産を保有する郵便貯金，簡易保険，年金積立金のリスク管理の状況について概観することにしたい。

Ⅵ　郵貯・簡保・年金積立金のリスク管理

１．郵便貯金のリスク管理

（１）郵便貯金に係るリスク

①企業価値変動リスク

郵便貯金の資産は資金運用部資金預託金（預託期間７年，固定金利）が大半であったものが，全額自主運用が開始された平成13年度以降，新規運用分から国債等の有価証券中心に移行している。これに対し負債は，定額貯金（最長預入期間10年，固定金利，６カ月経過後払戻自由）が大部分を占める。

このような郵便貯金の特性から，金利上昇時は定額貯金の預け替えが生じ，定額貯金と運用資産の金利期間のミスマッチが発生し，将来の損益が変動するリスクと，金利変動による国債等有価証券の価値が変動するリスクがあり，これらを合わせて「企業価値変動リスク」と呼ぶことが多い。

②オペレーショナルリスク

郵便貯金への信頼性維持を目的としたオペレーショナルリスクには，市場関連リスク，流動性リスク，システムリスク，事務リスク等がある。

市場関連リスクとは，資金調達・運用・運用委託等の市場取引，ALM（Asset and Liability Management，資産負債管理）の管理基準が不適切，または管理が適切に行われないことにより損失を被るリスクである。

流動性リスクとは，資金配置・資金繰りの管理基準が不適切であったり，適切な管理が行われないことにより，郵便貯金の払い戻しに応じられなかったり，資金決済に必要な資金確保が困難になることから生じるリスクである。

システムリスクとは，システムの企画・開発・運行，システム委託，セキュリティに係る管理基準や管理が不適切であることからシステム障害，不正使用等が発生するリスクである。

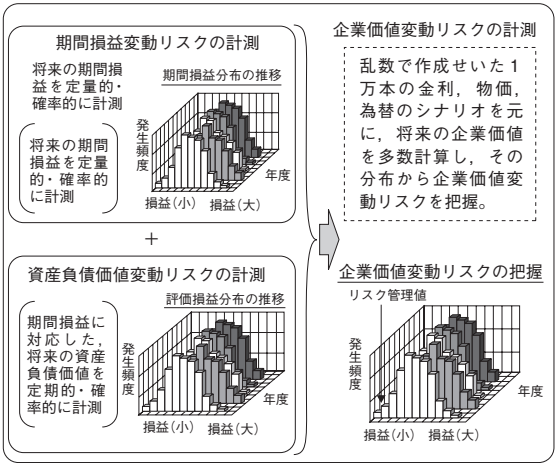
事務リスクとは，事務処理・事務委託等に係る管理基準や管理が不適切であることから損失を被るリスクである。

（2）企業価値変動リスクの計測とリスク管理

ゆうちょ銀行では，企業価値変動リスクを計測し管理する手法として，CEVaR（Company Earnings and Value at Risk）を具体化した郵便貯金のリスク管理モデルである「RaVEC（登録商標）」を用いたシミュレーションを実施している。

CEVaR は，EaR（Earning at Risk）が長期的な期間損益の変動が計測可能なものの，資産負債の時価評価に対応していない弱点を克服するものである。すなわち第13図に示されているように「企業価値変動＝期間損益変動＋資産負債価値変動」として把え，将来の金利，株価等の変動に対する現在の郵貯ビジ

第13図　企業価値変動リスクの把握・分析

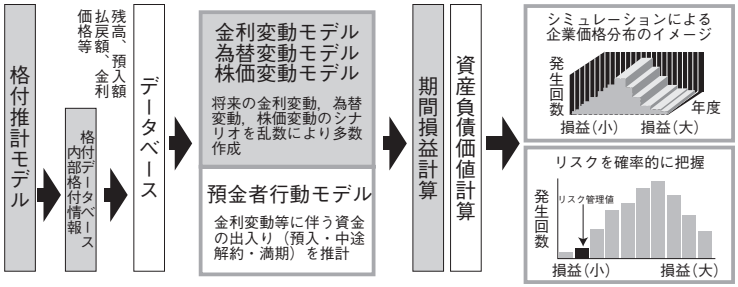


（出所：日本郵政公社『日本郵政公社　2004』2004年版，p. 48）

ネス（ストックビジネス）の「抵抗力」を計量的・確率的に確認しようとするものである。

CEVaR を具体化した第14図の郵便貯金のリスク管理モデル（RaVEC）は，乱数により作成した１万本の金利・為替・株価のシナリオを基礎に将来の資産・負債を推計し，それぞれの時点での期間損益と資産価値変動のシミュレーションで得られる損益分布から企業価値変動リスクを定量的・確率的に把握

第14図　郵便貯金のリスク管理モデル（RaVEC ラベック：登録商標）



（出所：日本郵政公社『日本郵政公社　2004』2004年版，p. 27）

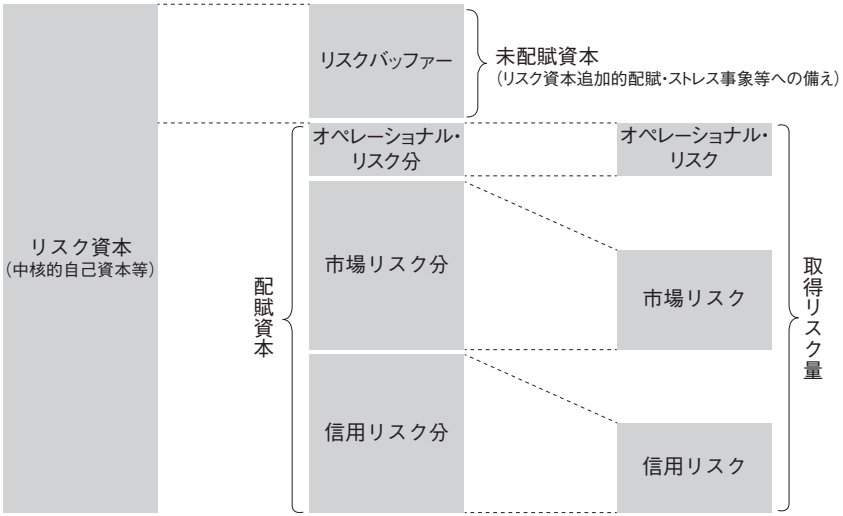
し，１万通りの計測結果から最悪95％値（良い方から数えて9,500番目の数値）が赤字とならないような管理を目指している。

（３）オペレーショナルリスク対応

郵便貯金事業運営上発生するのがオペレーショナルリスクであり，業務フローやリスク評価シートを使用してリスクを発見し，その原因や管理体制を含めて再認識し，リスクマップによるリスクの発生頻度・影響度を評価して「管理リスク」の低減に務める必要がある。また市場関連リスク，流動性リスク管理には増減額や上限値の設定，内部格付による取引先の制限等適切な ALM も不可欠である。

そして平成23年時点での「統合リスク管理」は，第13図に示されている。リスク資本の配分については，ALM 委員会委員会・経営会議の協議を経て，代表執行役が決定している[16]。

第15図　ゆうちょ銀行の統合リスク管理（リスク資本の配分）



（出所：ゆうちょ銀行『ゆうちょ銀行　ディスクロージャー誌　2011』2011年３月，p. 44）

[16] ゆうちょ銀行『ゆうちょ銀行　ディスクロージャー誌　2011』2011年３月，p. 44。

２．簡易保険のリスク管理

（１）簡易保険に係るリスク

まず第１に保険引受リスクが挙げられ，保険事故の発生率，運用利回り，事業費が保険料設定時の予測に反して変動することにより損益が悪化するリスクである。

第２に資産運用リスクとしては，市場リスク，信用リスク，市場流動性リスク等に分類できる。市場リスクは金利・株価・為替等の変動により，運用利回りや資産評価が変動するリスクである。また信用リスクは信用供与先の財務状況悪化で，運用利回りや資産評価額が変動するリスクである。そして市場流動性リスクは市場の混乱等で市場で取引不能になったり，通常より著しく不利な価格での取引をせざるをえないことにより，運用利回りや資産評価額が変動するリスクである。

第３に資金繰りリスクは，保険解約の増加により資金繰りが急速に悪化し，資金ショートするリスクである。

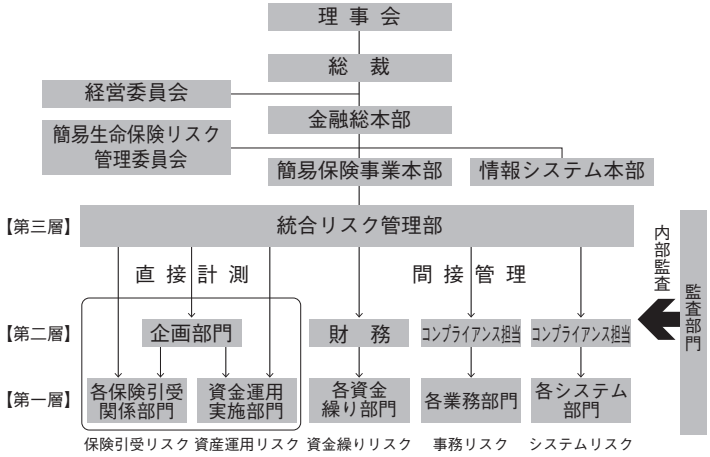
第４に事務リスクは，役員または職員が正確な事務を怠る，あるいは事故，不正等を起こすことにより損失を被るリスクである。

第５にシステムリスクは，情報システムの障害や不正使用等により損失を被るリスクである。

（２）各種リスクへの対応

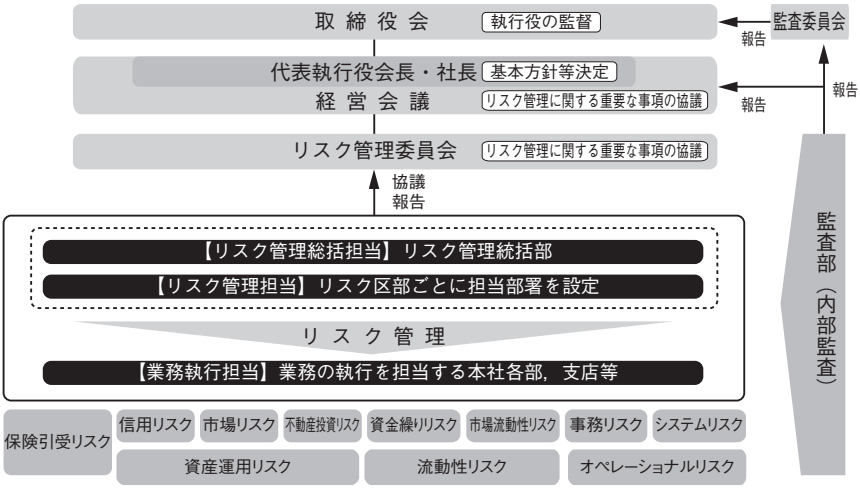
上記の各種リスクを総合的に管理するため平成16年時点での郵政公社の簡易保険事業本部では，第16図のようなリスク管理体制を構築していた。たとえば保険引受リスクについては，第一層の事務部門で引受基準の遵守状況，保険事故発生状況等の自己管理を行い，第二層である企画部門では第一層からの報告に基づいて中長期の計画や責任準備金の積立可能性の面から必要に応じ保険料や経営計画見直しを検討する体制を確保していた。そして第三層のリスク管理部門では保険事故の発生率，市場動向，事業費等の状況を考慮し，自らリスク計測を行ったり，第一層，第二層のリスク管理状況を検証するとともにリスク

第16図　簡易保険事業本部のリスク管理体制（平成16年時点）



（出所：日本郵政公社『簡易保険　2004』2004年度，p. 24）

第17図　かんぽ生命のリスク管理体制図（平成23年時点）



（出所：かんぽ生命『ディスクロージャー誌　かんぽ生命の現状　2011』平成23年７月，p. 51）

管理委員会への報告を行う等重層的リスク管理体制を整備していた。

なお平成23年時点での「かんぽ生命」の「リスク管理体制図」は，第17図に示されている。

（３）資産運用リスクへの対応

資産運用リスクの中で市場リスクに対しては，簡易保険事業での生命保険契約が長期にわたる契約であることから債券や貸付等を中心に長期的・安定的な運用を行っており，価格変動が債券等と異なる株式等へも一部運用する等の分散投資で市場リスク軽減を図っている。

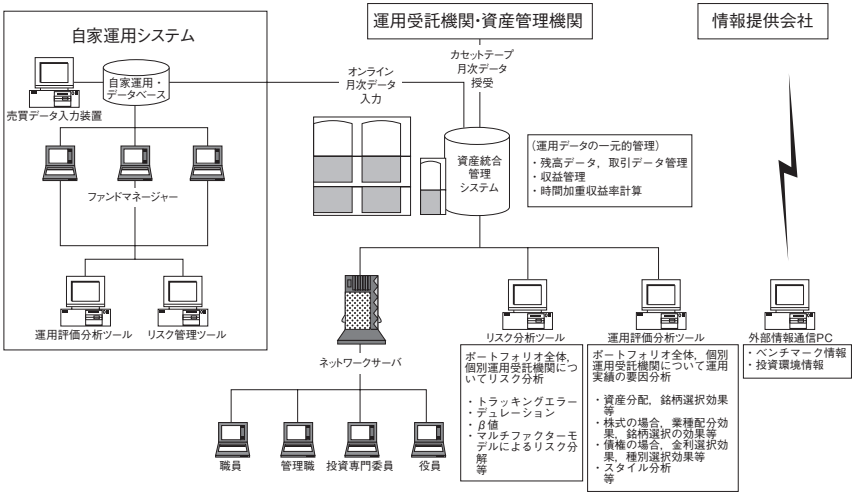
また市場リスク管理では株式，債券等異なる資用資産の市場リスクを統一的指標で管理するため VaR（Value at Risk）を利用して，市場リスク量が一定範囲内に収まるように工夫している。しかし VaR は通常の市場環境下でのリスク量を示すものでしかないため，予想を超える相場下落等のケースを策定し，損失額をシミュレーションする（ストレステストの実施）等により VaR で把握できないリスクについても対応する必要があるといえる。

３．年金積立金のリスク管理

（１）年金資金運用基金のリスク管理体制

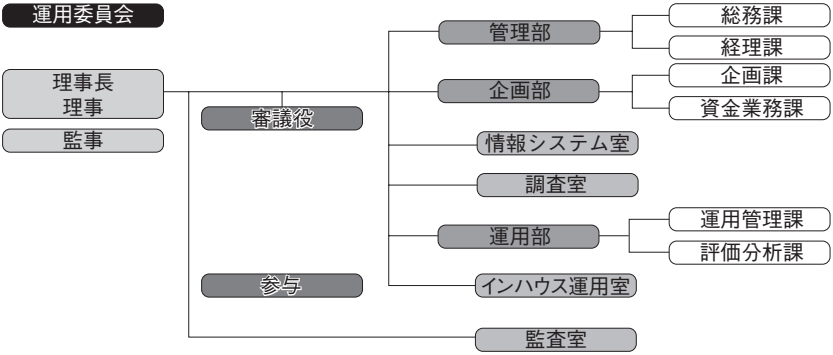
年金資金運用基金第18図のような資産統合管理システムを構築するととも

第18図　年金資金運用基金の資産統合管理システム（平成15年時点）



（出所：年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成15年版，p. 26）

第19図　年金積立金管理運用独立行政法人の組織図（平成23年時点）



（出所：年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ，2011年）

に，ポートフォリオ全体，個別運用受託機関について，トラッキングエラー，デュレーション，β値，マルチファクターモデルによるリスク分解等種々の分析ツールを活用してリスク管理を行っていた。また第19図は，年金積立金管理運用独立行政法人の組織図を示している。

（2）運用受託機関ごとのリスク管理

また各運用受託機関に対しては第28表のようなリスク管理に関する事項をガイドラインに規定し，年金資金運用基金の基本方針や管理運用方針の徹底を図っていた。

（3）分散投資による資金運用

年金積立金の資金運用の基本的方針は分散投資である。すなわち長期にわたり資産を安全かつ効率的に運用するためには，リスク・リターンの特性が異なる複数の資産（国内債券，国内株式，外国債券，外国株式など）に分散して，投資することがリスク低減には不可欠であると考えている。

また分散投資では，各資産の構成割合を長期間維持するとされている。これにより長期的には資産構成割合を短期的に変更するよりも，効果的に安定した収益を上げることが出来るとともにリスク回避にも有効であると主張してい

第28表　ガイドラインに規定しているリスク管理項目の例

・国内債権及び外国債券については，信用リスク管理の観点から，一定以上の格付（BBB 格以上。なお，平成15年度までは，外国債券については AA 格以上。）のある資産を投資対象とすること。
・流動性（必要に応じて短期間に妥当な価格で現金化できるかどうか）の観点から，株式について証券取引所，店頭市場において公開された株式の銘柄とすること。
・分散投資による運用リスクの管理，市場における価格形成への影響の排除等の観点から，原則として各ファンドにおける１銘柄当たりの構成割合を５％以下とすること。
・金融派生商品（デリバティブ）の利用については，投資する有価証券の価格や為替の変動リスクを回避（ヘッジ）する目的などに限定し，投機目的の利用は行わないこと。また，その利用額は，現在保有する（又は保有することが確定している）有価証券や余裕資金の額の範囲内にとどめること。

（出所：年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成15年版，p. 13）

る。

いずれにしても，国民の資金を長期的・安定的に運用するためには，国債のリスク管理を始め，より一層の運用資金のリスク管理の深化が望まれているといえるだろう。

【参考文献】

１）跡田直澄編『財政投融資制度の改革と公債市場』税務経理協会，2003年。
２）有馬敏則『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書第36号，2002年。
３）かんぽ生命『ディスクロージャー誌　かんぽ生命の現状　2011』平成23年７月。
４）尾原栄天編『図説日本の財政』東洋経済新報社，2004年。
５）年金資金運用基金『資金運用業務概況書』各号。
６）日本郵政公社『簡易保険　2002』2002年版。
７）日本郵政公社『簡易保険　2003』2003年版。
８）日本郵政公社『簡易保険　2004』2004年版。
９）日本郵政公社『日本郵政公社　2004』2004年版。
10）日本郵政公社『郵便貯金　2002』2002年版。
11）日本郵政公社『郵便貯金　2003』2003年版。
12）日本郵政公社『郵便貯金　2004』2004年版。

13) ゆうちょ銀行『ゆうちょ銀行　ディスクロージャー誌　2011』2011年 3 月。
14）郵貯資金研究協会編『郵便貯金資金運用の概説』平成14年版，2002年。
15）財務省『財政投融資リポート』各号。

第６章　ヘッジファンドの動向と国際資金移動のリスク管理

Ⅰ　はじめに

ヘッジファンド（Hedge Funds）といわれる投資形態が国際金融資本市場において，重要性を増大させている。しかし「ヘッジファンドとは何かを一言で定義することは困難で，いずれの国の法律においても明確な定義はない[1]」。しかし近年比較的よく使われる定義として，米国大統領金融市場ワーキンググループ[2]の「私的に組成され，プロフェッショナルな投資マネージャー（Fund Manager）により運営される，一般投資家に広く購入されることがない，共同投資のための法的ビークル（器）がヘッジファンドである」というものがある。

同ワーキンググループは，米国系ヘッジファンドで，ノーベル賞受賞者２人や米国連邦準備銀行の元副委員長，ソロモン・ブラザーズの元副会長等々を含む「ドリームチーム」と呼ばれた「Long Term Capital Management，LTCM」が，1998年８月のロシア危機でルーブルの大暴落により40億ドル以上の大幅な損失を被り，破綻寸前まで追い込まれ，証券・金融市場が大きく動揺した後に組成された（ニューヨーク連銀指示によるLTCMへの民間銀行の救済資金は36億ドル）。メンバーは米国国務省，連邦準備制度理事会（FRB），証券取引委員会（SEC），商品先物取引委員会（CFTC）等である。同ワーキンググループは報告書（脚注２）公表により，ヘッジファンドに対する様々な議論の提起を行った。

その後LTCM破綻を教訓にして，ヘッジファンドの運用面ではリスク管理の重要性が指摘され，実際面でもリスク管理の強化が図られてきた。しかし近

---

[1] 拙稿「ヘッジファンドと国際資本移動規制」『彦根論叢』第322号，1999年12月，p. ３。

[2] The President's Working Group on Financial Markets, "Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-term Capital Management", April 1999.

年リスクを無視した暴走が再度起き始めており，2006年９月には米国系ヘッジファンド「アマランス・アドバイザーズ（Amaranth Advisors，総資産95億ドル）」が天然ガス価格の急落で約60億ドルの巨額の損失を出し，事実上破綻した[3]。

2006年に損失が発生するまでは，アマランスはヘッジファンド業界で尊敬されるファンドのひとつであった。2002年１月の設立以来年平均約20％以上の収益を上げて，大手の年金基金やファンド・オブ・ファンズ等も多額の投資を行っており，リスクマネジメントにも力を入れ，少なくとも10人以上の人員がフルタイムでリスクマネジメント業務に従事していたと言われている[4]。

このケースでは，アマランスによるリスクの大きな天然ガス取引への過度の依存と，それを防ぐはずのチェック機能が働いていなかったことが指摘されているが，LTCM 以来の巨額損失であるにもかかわらず，証券・金融市場には大きなショックとはならなかった。

アマランスの破綻に関しては，「特異な運用を行っていたファンド固有の問題」というのが市場の大方の受け止め方であった。しかし「商品→米財務省証券」というマネフローの質の変化は顕著になっていた。株式市場も「資源・エネルギー価格の低下→インフレの抑制→金利低下→株式買い」で好感している面も見られた[5]。

ヘッジファンドの歴史は1949年まで遡るといわれるが，1992年の欧州通貨危機でジョージ・ソロス（George Soros）氏が率いる「クォンタム・ファンド（Quantum Fund）」というヘッジファンドが，通貨投機により英国ポンドを欧州為替相場メカニズム（ERM）からの離脱に追い込み，巨額の利益を上げた

---

[3] 『日本経済新聞』2006年９月21日，朝刊。

[4] 山地博樹「大手ファンド破綻からの教訓」『丸紅レポート』2006年10月６日，p. １。

[5] 藤戸則弘「ヘッジファンドの巨額損失で『質への逃避』が加速」『Investment Research & Information（三菱 UFJ 証券）』2006年９月25日，pp. １－３，竹中正治「金融・資本市場のブラインド・スポット～ヘッジファンド規制を求める動き～」『Washington D.C. Political and Economic Report（三菱東京 UFJ 銀行）』2006年10月27日，pp. １－２。

時から存在が広く知られるようになった。

一般にヘッジファンドには，サッカーのワールドカップが開催される４年毎に運用成績が悪化するというジンクスがある[6]。例えば1994年は米国の短期金利であるフェデラル・ファンドレート（Federal Fund Rate，FF 金利）の上昇により，1998年は前述の LTCM ヘッジファンドの経営破綻により，2002年は米国エネルギー大手のエンロンの粉飾決算による経営破綻により，ヘッジファンドの運用成績悪化の引き金となった。2006年は３月の日本銀行の量的緩和政策解除と７月のゼロ金利政策解除という超金融緩和政策の転換を契機に，ヘッジファンド・バブルが崩壊し，世界的な市場の混乱を招いた。また前述のアマランスの巨額損失による経営破綻も発生した。

そして2011年の平均的な運用成績は，リーマンショックに見舞われた2008年以来３年ぶりのマイナスとなる見込みである。欧州危機の中で，株価下落や為替・商品市場の混乱で損失を計上したヘッジファンドが相次ぎ，投資家の解約も加速している。

本章では，ギリシャやイタリアを危機に陥れているヘッジファンドの性格と生存分析，ヘッジファンドの投資戦略の変化，ヘッジファンドのリスク管理を，資料が数多く公表されている2006年時点について考案し，今後のヘッジファンド分析に活かしたい。

Ⅱ　ヘッジファンドの概要と生存分析

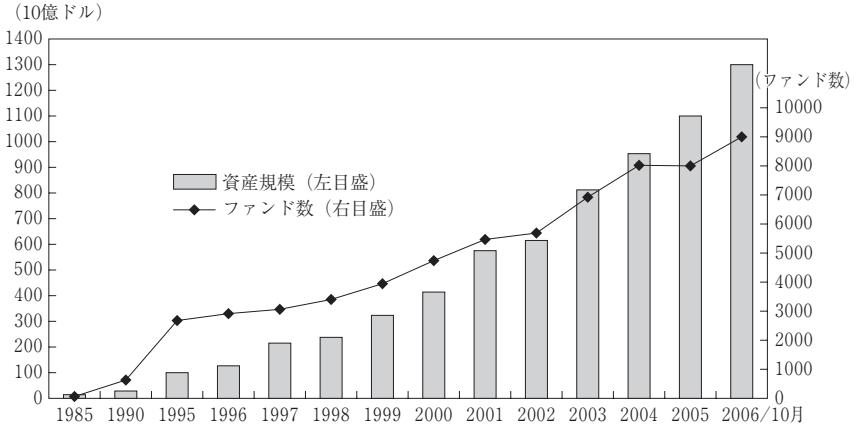
１．ヘッジファンドの資産規模とファンド数

世界的にみるとヘッジファンドへの資金流入は，第１図に示されるように1998年の LTCM の経営破綻後いったん沈静化したものの，主要国で低金利政策が採用される中で，利回りやリスク分散指向の高まりにより，機関投資家や個人富裕層の積極的ヘッジファンドへの投資も増大し，近年急激に拡大してい

---

[6] 草野豊己「金融 W 杯は『次の４年』へ」『エコノミスト』2007年１月２・９日合併号，p. 34。

第１図　世界のヘッジファンドの資産規模とファンド数の推移（推定値）



（出所：Hennessee Group LLC, Hedge Fund Research, International Financial Services, London.）

る。

米国調査会社 Hedge Fund Reserch（HFR）によると2011年６月時点で，投資規模は２兆446億ドルと過去最高になったものの，９月には１兆9678億ドルと減少している（『日本経済新聞』2011年12月13日朝刊１面）。またファンド数は，9,000本までに拡大したものの，その後減少している。Van Hedge Fund Advisors 社によれば，2008年までの資産規模は１兆7000億ドル，ファンド数で11,700本まで増加したとの推計もある。

２．ヘッジファンドの生存状況

つぎに Lipper TASS Database に登録されている個別ヘッジファンド・データを使用して第１表により，ヘッジファンドの生存状況を概観することにしよう。

第１表は「本年の登録されているヘッジファンド数＝昨年の登録されているヘッジファンド数＋（新規参入ファンド数－新規退出ファンド数）」により作成されている。ヘッジファンドの登録抹消率は，「退出率＝新規退出ファンド数÷現存ファンド数」で示され，「解散による退出率＝解散ファンド数÷現存

ファンド数」で計算されている。

第１表によれば，1990年から新規参入ヘッジファンド数が100本台に増加し，1993年には200本台，1995年からは300本台，1999年からは400本台，2001年は500本台で，2002年からは600本台，2004年は700本台まで右肩上がりで急増している。

また新規退出（登録抹消）ヘッジファンド数も，1996年からは100本台，2000年からは200本台，2004年からは300本台と増加し，生存競争が激しいことを示している。さらに現存ヘッジファンドに対する退出率（登録抹消率）は，1994

第１表　Lipper TASS Database への参入と退出

年	現存ファンド	新規参入	新規退出		登録抹消率（%）	
			合計	解散	退出	解散
1985	54	54	NA	NA	NA	NA
1986	77	23	NA	NA	NA	NA
1987	111	34	NA	NA	NA	NA
1988	144	34	NA	NA	NA	NA
1989	190	45	NA	NA	NA	NA
1990	307	117	NA	NA	NA	NA
1991	414	107	NA	NA	NA	NA
1992	573	159	NA	NA	NA	NA
1993	830	257	NA	NA	NA	NA
1994	1, 102	272	32	17	2. 90	1. 54
1995	1, 386	316	73	44	5. 27	3. 17
1996	1, 668	355	138	66	8. 27	3. 96
1997	1, 912	382	113	74	5. 91	3. 87
1998	2, 179	380	179	122	8. 21	5. 60
1999	2, 456	456	199	107	8. 10	4. 36
2000	2, 723	466	247	98	9. 07	3. 60
2001	3, 074	598	272	106	8. 85	3. 45
2002	3, 434	632	261	135	7. 60	3. 93
2003	3, 876	686	287	156	7. 41	4. 02
2004	4, 337	703	348	183	8. 02	4. 22
2005	4, 354	365	338	178	7. 76	4. 09

（出所：Naohiko Baba and Hiromichi Gok, “Survival Analysis of Hedge Funds”, Bank of Japan Working Paper Series, No06-E-05, March 2006, p. 30より筆者作成）

年に2.90％であったものが，1995年には5.27％に急増し，1996年からは平均して７％から９％の高水準にある。そのうち解散による退出率（登録抹消率）は，1994年は1.54％であったものの，1995年からは３％から５％で推移し生存の厳しさを示している。

各年で現存する登録ヘッジファンド数は，1994年で1,000本台になり，1998年に2,000本台，2001年に3,000本台，2004年に4,000本台になり，2006年８月時点で4,310本となっている[7]。

そして2011年７～９月で市場から退出したヘッジファンドは，213本と2010年１～３月の240本に次いで高水準となっている（『日本経済新聞』2011年12月13日朝刊１面）。

３．日銀によるヘッジファンドの生存分析

第１表に示されているような Lipper TASS Database に登録されている個別ヘッジファンド・データを使用して，ヘッジファンドの生存分析を行っている日本銀行金融研究所兼金融市場局の馬場直彦氏と郷古浩道氏の論文[8]は興味深い分析結果を示しており，ヘッジファンド分析に大きく寄与している。

具体的には，ノンパラメトリカルな手法で投資戦略ごとに固有の脆弱性（shared frailty）を制御したコックス比例ハザート・モデル，ロジット・モデル等の手法を用い，個々のファンドの属性やパフォーマンス指標の動態的推移が，ヘッジファンドの生存確率に与える影響について分析されている。

分析結果は以下のとおりである。①収益率，運用資産規模に関しては，（イ）収益率が高い，（ロ）運用資産が大きい，（ハ）直近の資金流入が大きい，（ニ）収益率・運用資産の分散や歪度[9]が負等の性質を持つヘッジファンドは，生存

---

[7] 東尾直人・寺田泰・清水季子「ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響～ポジションの集中および投資対象拡大と市場流動性リスク～」『日銀レビュー』2006年11月，p. 6。

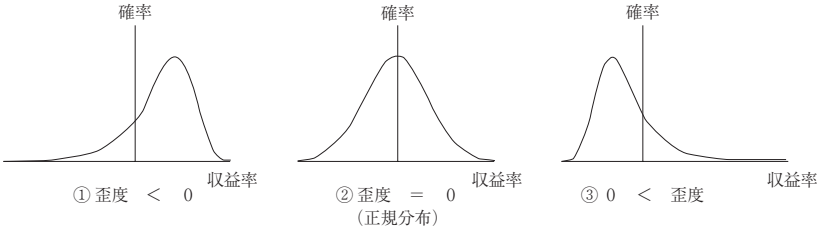
[8] Naohiko Baba and Hiromichi Goko, “Survival Analysis of Hedge Fund”, Bank of Japan Working Paper Series, No 06-E-05, March 2006.

[9] 歪度（Skewness）とは，リターン分布の左右対称（歪み）を表す指標であり，尖度（Kurtosis）とはリターン分布の尖り具合を表す。ある確率変数 xj の歪度は●式のように定義される。なお σj は資産 j の標準偏差を示す。

$$\text{Skewness} = \frac{E[x_j - E(x_j)]^3}{\sigma_j^3}$$

歪度は標本分布の歪みを表わす指標であり正規分布のように左右対称の場合はゼロである。歪度が正負の場合は，第２図に示されている。すなわち歪度が正の場合は③のように右に，負の場合は①のように左にテールが長い分布になっている。したがって歪度が正の分布は，高い確率で小さな損失と低い確率で大きな利益が生じる場合を示している。また歪度が負の場合は，高い確率で小さな利益と低い確率で大きな損失が生じる場合を示している。

第２図　歪度の形状と確率分布

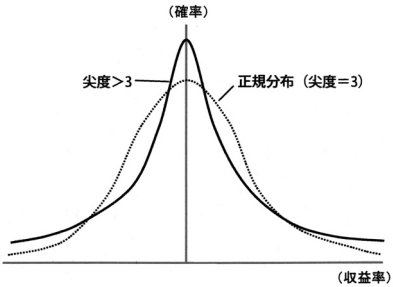


次にある確率変数 xj の尖度は●式のように定義される。

$$\text{Kurtosis} = \frac{E[x_j - E(x_j)]^4}{\sigma_j^4}$$

尖度は分布の尖りを表す指標であり，第３図のように正規分布の場合は３となる。尖度が大きくなるほど分布の裾が厚くなり，平均値から乖離した損益が発生する可能性が大きくなる。おおよその判断基準としては，歪度が小さく，尖度が大きいほど，裾の分野が厚い（ファットテール）形状となる。詳しくは，西岡慎一・馬場直彦「わが国投資家のクレジット・リスクテイク：社債リターンの歪度と債券ポートフォリオ選択問題」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』2004-J-9，2004年６月を参照されたい。

第３図　尖度と確率分布



確率が有意に高い。②報酬体系（インセンティブ構造）は，ヘッジファンドの生存確率に有為な影響を及ぼす。ただ個々のスキームにより及ぼす影響は異なる。例えば業績連動報酬比率が高いヘッジファンドは生存確率が低いのに対して，一定の正の収益を上げた場合に報酬を支払うハイ・ウォーターマーク方式採用のヘッジファンドは，生存確率が高い。③解約通知期間や解約サイクルが長い等，投資家に強い流動性制約を課しているヘッジファンドは生存確率が高い。④ヘッジファンド総数が増大すると，ヘッジファンドの生存確率は低下する。⑤レバレッジの大きさは，ヘッジファンドの生存確率に有為な影響を与えない等々である。

Ⅲ　ヘッジファンドの投資戦略の変化

1．ヘッジファンドの主な投資戦略

ヘッジファンドの投資戦略としては，CSFB/Tremont Capital Management 社の区分によれば第 4 図のように示される。また各戦略内容は第 2 表に示される。

第 4 図によればヘッジファンドの投資戦略は，単独ファンドによる投資戦略とファンド・オブ・(ヘッジ）ファンズに大別される。単独ファンドはシングルファンドとも呼ばれ，債券市場や株式市場等の商品に投資して直接ポジションを取るファンドのことである。これに対しファンド・オブ・(ヘッジ）ファンズは，ヘッジファンドそのものの持分に投資を行うものである。

ファンド・オブ・(ヘッジ）ファンズ投資の利点としては，①優秀なマネージャーへのアクセスが可能である，②投資家に代わって投資先ヘッジファンドの精査をしてもらえる，③単独ファンドに投資する場合と比較してリスク分散効果が図り易い，④最低投資金額が単独ファンドに比較して低い等々が挙げられる。近年ヘッジファンド投資を活発化してきた機関投資家が，ファンド・オブ・(ヘッジ）ファンズ投資を増大させている。

しかしながらファンド・オブ・ファンズ投資には以下のようなマイナス面も

第２表　ヘッジファンドの投資戦略概要

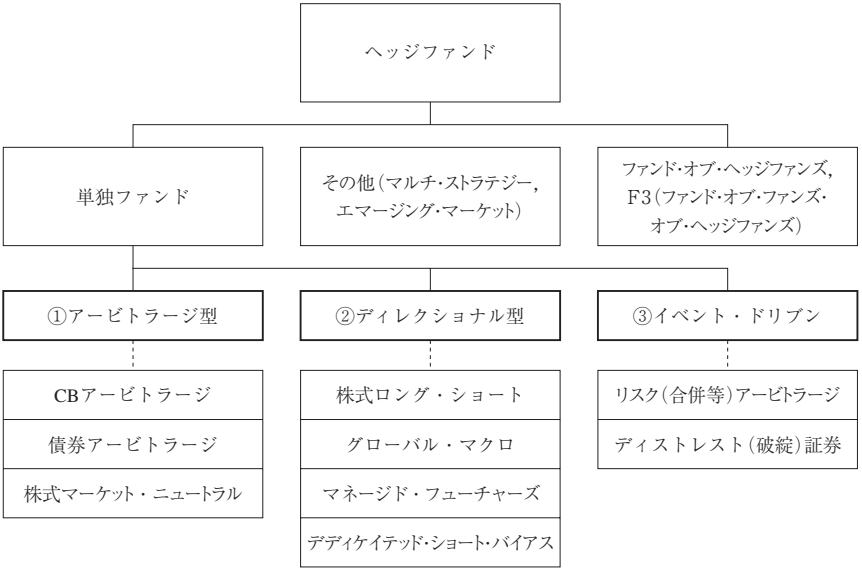
戦　　略	概　　要
CB(転換社債)アービトラージ	CB と他の証券との価格関係を収益機会とする。同一企業の CB をロング（買い持ち），普通株式をショート（売り持ち）とする投資手法が典型的。
債券アービトラージ	債券等の商品間で価格形成の歪みに着目し，価格が合理的水準に収斂する過程で収益を追求。公社債，資産担保証券，スワップ等デリバティブが主な投資対象。
株式マーケット・ニュートラル	通常は，同規模のロング，ショートポジションを持ち，価格形成の歪みを捉えて収益を追求する。ベータ（個別株価の価格動向と株式市場全体との連動性を示す指標）を中立化させることで，市場動向によらずに一定の収益率の実現を目指す。
株式ロング・ショート	値上がり期待銘柄群のロングと値下がり期待銘柄群のショートとを組み合わせ，市場全体のボラティリティによる影響を抑制しながら，収益を追求。ロング／ショート・バイアス，市場中立型が存在。主にロング部分から収益を上げてきたファンドが大勢とされ，ネットでロング・バイアス戦略とみられることが多い。
グローバル・マクロ	各国の株式や債券，為替，商品，デリバティブ等の広範囲の市場で価格形成の歪みやトレンドに投資機会を見出し，収益を追求する。
マネージド・フューチャーズ	各国の先物（株式・金融・商品・通貨）市場で投資を行う。商品取引顧問業者（Commodity Trading Advisor）は通常，この戦略に類型化される。価格のほかテクニカル指標等を基に取引を行うファンドが存在する点が特徴とされる。
デディケイテッド・ショート・バイアス	現物株式とデリバティブを主な投資対象に，ネットでショートポジションを維持する。
イベント・ドリブン	企業の合併や組織・事業再編，清算，破産等（イベント）によって生じる価格変動を捉えて収益を追求する。
エマージング市場	新興国市場の株式・債券等を主たる投資対象とする。

（出所：CSFB/ Tremont Capital Management 社資料，日銀信用機構局・金融市場局『ヘッジファンドを巡る最近の動向』2005年７月，p. 11より筆者加筆作成）

ある。

①手数料が２階建てになる。通常単独ファンド手数料は，管理手数料２％，成功報酬20％が一般的である。ファンド・オブ・ファンズはこの手数料に加え

第４図　ヘッジファンドの投資戦略



（出所：CSFB/ Tremont Capital Management 社資料）

て，さらに管理手数料１％，成功報酬10％を徴収することになる。したがってファンズ・オブ・ファンド投資から10％以上の収益を上げようとすれば，単独ファンドレベルで相当程度高い収益要求圧力が発生する。そのため「ハイリスク・ハイリターン投資」に向かいやすい面がある。

②透明性の問題がある。ヘッジファンドは通常透明性が低いとされるが，ファンド・オブ・ファンズは自分自身の投資先ファンドのポジションだけでなく，ファンド名さえ開示しないことが多い。したがってファンド・オブ・ファンズの投資家にとり，ファンド全体でどのようなポジションを取っているのか把握困難となりがちである[10]。

単独ファンドは，①各市場での歪みを利用して裁定収益を狙う「アービトラージ（Arbitrage）型」，②各市場動向の方向性から収益を追求する「ディレクショ

[10] 山地博樹「ファンド・オブ・ファンズ投資について」『丸紅レポート』2006年11月６日。

ナル（Directional）型」，③企業の合併や組織再編，清算，破産等（イベント）によって生じる価格変動を捉えて収益を狙う「イベント・ドリブン（Event Driven）型」，④その他（総合的戦略によるマルチ・ストラテジー，地域特化型のエマージング・マーケット等）に大別される。しかしヘッジファンドの投資戦略は多様であり，どの区分にも属さないファンドもあるという限界がある。

２．ヘッジファンドの投資戦略の変化

1990年代前半にはヘッジファンドの投資戦略として，世界各国の経済・金利・為替等のマクロ指標に基づいて機動的にグローバルな投資をする「グローバル・マクロ戦略」が約７割を占めていた[11]。しかし1998年のLTCM経営危機以来「グローバル・マクロ」から資金が流出し，近年では運用資産総額に占める比率は急速に低下した。そして第２表に示されているように，主な投資戦略だけでも９種類に分散してきている。

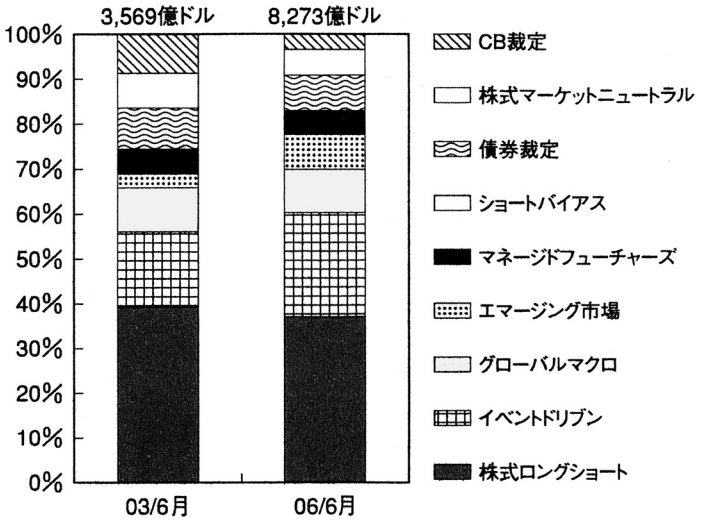
また2006年６月時点でのヘッジファンドは，大量の資金流入と世界的株価上昇下で，その投資戦略を変化させてきた。第５図は2003年６月と2006年６月のヘッジファンドの投資戦略別・運用資産残高比率の推移をTremont Capital Management社の資料により示している（マルチ戦略を除く）。

第５図によると2003年６月の運用資産残高は3,569億ドル，2006年６月の運用資産残高8,273億ドルで３年間で2.3倍に増大している。資産運用残高は両年とも「株式ロング・ショート」が約40％とトップである。これは値上がりが期待できる銘柄を買い持ち（ロング・ポジション），値下がりが期待できる銘柄を売り持ち（ショート・ポジション）にする投資戦略である。2003年半ば以降における世界的株価上昇局面で，ヘッジファンドの多くが株式市場を中心にロング・ポジション拡大により，収益を追求する動きを強めた。この動きは直接

---

[11] 1980年代から1990年代のヘッジファンドの投資戦略別運用資産残高については，拙著『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書第36号，2002年，pp. 226-238を参照されたい。

第５図　ヘッジファンドの戦略別運用資産残高比率推移



（出所：Tremont Capital Management，日本銀行）

的には株価上昇が契機となっているが，間接的にはヘッジファンドへの大量の資金流入とヘッジファンドの裁定行動（アービトラージ型投資）により市場の効率性が高まり，裁定行動による収益機会が減少し，「株式ロング・ショート」に向かったとも考えられる[12]。

また「イベント・ドリブン」が2003年６月の15％から2006年６月には20％超と比率も運用資産残高も増大させている。これはM&A（Merger & Acquisition，企業の合併・買収），再編，破綻などの企業のイベントを捉えて収益を追求するものである。「イベント・ドリブン」と「株式ロング・ショート」の２投資戦略だけで全体の半分以上を占めている。

これに対しCB（Convertible Bond，転換社債）と他の証券との価格関係を収益機会とし，同一企業のCBをロング・ポジション，普通株式をショート・

[12] 東尾直人・寺田泰・清水季子，前掲論文，pp. 1－6。

ポジションとする投資手法が典型的な「CB裁定」，通常は同規模のロング・ポジションとショート・ポジションを持ち，価格形成の歪みを捉えて収益を追求する戦略で，β（個別株価の価格動向と株式市場全体との連動性を示す指標）を中立化させることで，市場動向によらず一定の収益率の実現を目指す「株式マーケット・ニュートラル」，債券等の商品間で価格形成の歪みに着目し，価格が合理的水準に収斂する過程で収益を追求するもので，公社債，資産担保証券，スワップ等デリバティブ（金融派生商品，Derivatives）が主な投資対象である「債券裁定」等の裁定型ヘッジファンドの比率は低下している。

また新興国市場に対するヘッジファンドを経由する「エマージング市場」戦略も増大してきた。2003年6月末の運用資産残高113億ドルから2006年6月末の運用資産残高644億ドルと5.7倍に拡大している。この背景としては，新興国諸国のファンダメンタルズの改善により，カントリーリスク[13]が低下し，先進国よりも相対的に高い成長性を期待して，投資する動きが増大しているようである。

そして「マネージド・フューチャーズ」は比率としては余り変化がないが，運用資産残高としては2003年6月末の175億ドルから2006年6月末には417億ドルと2.4倍に増大している。「マネージド・フューチャーズ」は，各国の先物（株式・金融・商品・通貨）市場で投資を行うもので，商品取引顧問業者（Commodity Trading Advisor）も通常この投資戦略に類型される。価格の他，テクニカル指標等を基に取引を行うヘッジファンドが存在する点が特徴でもある。

2006年8月末時点でLipper TASS Databaseに登録されている4,310本のファンド（ファンド・オブ・ファンズを含む）中，投資対象に商品先物（Commodity）を含んでいるファンドは792本で，全ファンドの18.4%となっている。その内訳はファンド・オブ・ファンズ319本，マネージド・フェーチャーズ195本，グローバル・マクロ100本となっている[14]。　この中でCommodityのみを

[13] カントリーリスクについては，拙稿「カントリーリスク概念とBIS統計」『彦根論叢』357号，2006年1月，を参照されたい。

投資対象としているファンドは23本と少数で，他のファンドは株式・債券等複数の資産を投資対象としている。

原油，天然ガス，銅，金等 Commodity へのヘッジファンド投資は徐々に拡大している。Commodity 市場は一般に先物市場への投資であるため，レバレッジが高いことや市場流動性が低い場合があることが，特徴として指摘されている。2006年９月の大手ヘッジファンド・アマランスの経営破綻も，天然ガスの先物取引によるものであった。

また「グローバル・マクロ」は既述のように，1990年代の70％から急激に運用資産残高も運用比率も減少させているが，2003年６月と2006年６月時点での運用資産残高比率は約10％で変化は少ない。しかしグローバル・マクロ戦略も変化しつつあり，リスクを制御して投資効率を上げることを目標とした「スマート・マクロ」とった手法も現れ始めている[15]。

３．ヘッジファンドの投資戦略・収益の同調性

2006年時点では，大量の資金がヘッジファンドに流入してきた中で，ヘッジファンドの投資戦略・行動が均質化しているとの認識が市場関係者の間で拡大しつつあった[16]。　第６図は株式ロング・ショート，イベント・ドリブン，グローバル・マクロ，エマージング市場の残高比率四戦略（マルチ戦略を除く）の月次収益率を，12ヶ月後方移動平均で試算したものである。四戦略の月次収益率の平均値は0.８まで上昇している[17]。

なお第７図はヘッジファンド・インデックスの収益率推移であるが，2000年以前と比較すれば収益率水準は低下しているものの，年平均10％に近い収益を

---

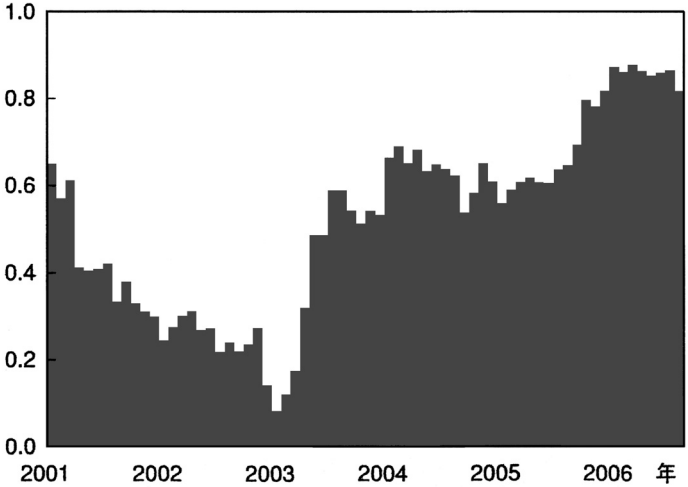
[14] 東尾直人・寺田泰・清水季子，前掲論文，p. ３。

[15] 菅野泰夫「加速するヘッジファンド投資～原油高を促進させる投機筋（マネージドフューチャーズ）の末路～」『大和総研レポート』2004年11月。

[16] 竹中正治「投資リターンの同調性が高まるヘッジファンドとそのリスク」『Washington, D. C. Political and Economic Report』三菱東京 UFJ 銀行，2006年11月14日，東尾直人・寺田泰・清水季子，前掲論文，pp. １－６。

[17] 相関１は完全に一致していることを意味する。

第６図　ヘッジファンド戦略間の相関の推移



（注）12ヶ月後方移動平均。株式ロングショート，イベントドリブン，グローバルマクロ，エマージング市場戦略の４戦略間の６ペアの月次収益率相関の平均値。
（出所：Credit Suisse/Tremont, Bloomberg，日本銀行）

第７図　ヘッジファンド・インデックスの収益率推移

（注）月次収益率の60ヶ月後方移動平均（年率換算）。直近は06／８月。
（出所：Credit Suisse/Tremont）

第３表　各ヘッジファンド戦略の株式に対する月次収益率の連動性

	2002～03	2003～04	2004～05	2005～06
エマージング市場	0.28	0.40	0.36	1.05
株式ロングショート	0.11	0.39	0.55	0.80
マネージドフューチャーズ	▲0.33	0.72	0.83	0.79
イベントドリブン	0.07	0.14	0.35	0.38
グローバルマクロ	0.04	0.04	0.17	0.38
マルチ戦略	0.04	0.18	0.27	0.35
CB 裁定	▲0.03	0.10	0.36	0.12
株式マーケットニュートラル	0.02	0.07	0.04	0.06
債券裁定	▲0.01	0.01	0.15	0.03
ショートバイアス	▲0.58	▲1.12	▲1.37	▲0.86
インデックス全体	0.05	0.22	0.36	0.51

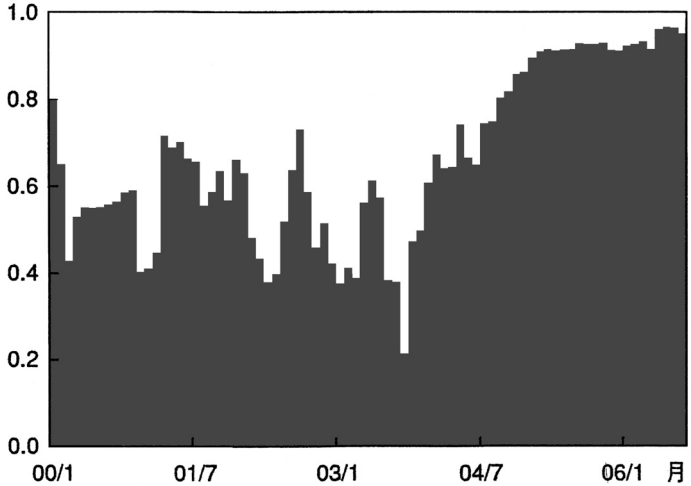
（注）９月から翌年８月まで（12ヶ月間）の月次データを元に算出。
（出所：Credit Suisse/ Tremont, Bloomberg，日本銀行）

確保している。しかし日本銀行による各ヘッジファンド戦略の株式に対す月次収益率の連動性を計算した第３表によると[18]，各ヘッジファンドの投資戦略のインデックスと株式インデックスとしては，代表的な MSCI 世界株式インデックスの月次収益率の連動性（β３）の推移は，株式ロング・ショートやエマージング市場戦略で特に高まっている。これは株式市場が上昇すると多くのヘッジファンドが，いっせいにネットでロングポジションを拡大するという市場参加者との見方と整合的でもある。なお株式マーケット・ニュートラルのように株式市場へのネットポジションを中立化する戦略や，債券裁定のように，株式市場へのエクスポージャーをほとんど保有していないと思える戦略との連動性は，ゼロに近い値になっている。

なお，第８図はヘッジファンド・インデックスと株式インデックスの月次収益率の相関を示したものであるが，両者の相関は世界的株価上昇が発生した

[18] 東尾直人・寺田泰・清水季子，前掲論文，p. ２。

第８図　ヘッジファンド・インデックスと株式インデックスの月次収益率の相関



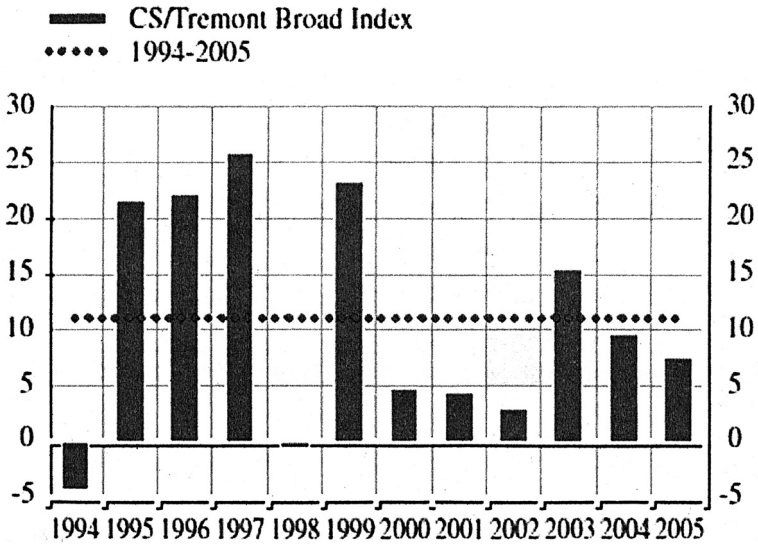
（注）12ヶ月後方移動平均。直近は06／８月。
（出所：Credit Suisse/ Tremont, Bloomberg，日本銀行）

2003年央以降，上昇トレンドにあり。2005年２月以降は，0.9を超過する高水準にあった。

同様の分析は，2006年６月に欧州中央銀行が公表した『金融安定性概観報告書[19]』でも行われている。同報告書では各種ヘッジファンドの投資戦略の収益性と資金フローの推移について詳細な分析が行われている。同報告書によると第９図はヘッジファンド収益全般の推移，第10図は2005年４月および10月のヘッジファンドの投資戦略別収益を示している。第９図によると2005年のヘッジファンドの収益は前年からさらに低下し，1994年以降2005年までの長期平均を下回る水準となっている。また第10図ではヘッジファンドの収益が特に悪かったのが，GMの格付けが下げられた2005年４月と10月であるが，10月の収益性低下要因は特定が難しいとしている。しかし特に懸念されるのが，各種ヘッジファンドの投資戦略間の損失の相関性の高さで，2005年10月にはヘッジファ

[19] European Central Bank, “June 2006 Financial Stability Review”, pp. 133–142.

第９図　ヘッジファンド収益全般の推移

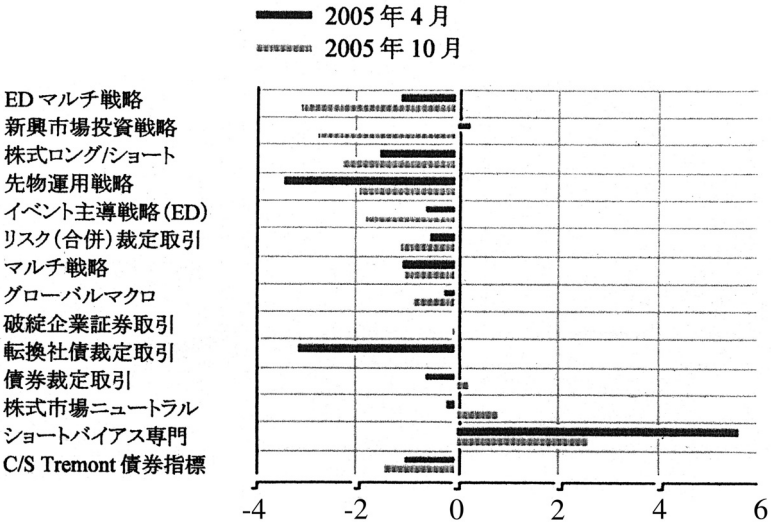


（出所：欧州中央銀行『金融安定性概観報告書』図表５−10）

ンド戦略の大半が損失を計上している。

以上の分析は，ヘッジファンド各社の投資運用手法に固有な独自性が，全体的に薄れてきていることを示唆している。このような状況下では，金融市場の価格変動を増幅させる可能性が高まる。すなわちヘッジファンドの多くが類似の投資戦略をとる場合，運用資産残高増加やレバレッジ利用により，投資対象市場価格が上下する速度や下落幅が増大する可能性が高まるといえる。とくに流動性の低い市場や，市場規模の小さい場合は，多くのヘッジファンドがいっせいに取り崩す場合，一時点に市場価格が大きく変動すると考えられる。第10図の2005年や2006年５月から６月にかけてのヘッジファンドの損失発生は，株式市場や商品市場の価格下落が関係し，これはヘッジファンドの投資行動変化が関連している可能性が指摘されている。

第10図　2005年４月および10月のヘッジファンドの投資戦略別収益



（出所：第９図に同じ。図表５-12）

Ⅳ　ヘッジファンドのリスク管理

１．ヘッジファンドが抱えるリスク

ヘッジファンド投資には第４表のような様々のリスクが伴うことになる[20]。すなわちヘッジファンドの時価が変動する「市場リスク」，パニック的解約が殺到することにより，現金化が必要となり，そのためヘッジファンドの時価が大幅に劣化する「流動性リスク」も存在する。これらのリスクはヘッジファンドのディスクロージャーが十分で透明性が高ければ，投資家は報告書数値や記載内容から，ある程度の把握は可能といえる。

またヘッジファンドの「信用リスク」は，ヘッジファンドが破綻するリスク

[20] 中窪文男「オルタナティブ投資（代替投資）の基礎知識―ヘッジファンド・ブームのかげにリスクあり―」『ニッセイ基礎研究所 REPORT』2002年８月，p. 12。

第４表　ヘッジファンドの抱えるリスク

(1)　市場リスク（時価変動リスク）
(2)　流動性リスク
(3)　信用リスク
(4)　詐欺・重過失リスク
(5)　法務リスク
(6)　制度リスク
(7)　オペレーショナルリスク

であり，「詐欺リスク」はファンドマネージャーの善管注意義務など人的信頼性に関するリスク，「法務リスク」は運用に関する契約書チェック不足で投資家に不利な内容になるリスク，「制度リスク」は，税制や運用規制，会計制度の不充な理解による投資家のリスク，「オペレーショナル・リスク」はシステム障害等事務的リスクである。

２．ヘッジファンドのリスク管理

ヘッジファンドの収益機会の減少と競争激化に伴い，ヘッジファンドの中には未公開株式やエキゾチックなOTCデリバティブ等，より流動性が低い金融資産取引の比重を増やしているものも増加していると言われている。前述の欧州中央銀行報告書によると，流動性の低い金融資産への運用残高の積み上がりは，①ヘッジファンド・マネージャーの主観的判断が，運用資産評価により大きく影響する，②ファンド・マネージャーがこれら資産を運用対象に加えることによって，その収益変動性を人為的に操作する余地を高める，③プライベート・エクィティ・ファンドに比較してヘッジファンドから投資資金を引き出すことは，かなり容易であり，資金引出しが集中した場合，投資対象市場で取引の麻痺が発生する等々といったリスクがあると警告している[21]。

今後，このようなファンドマネージャーの人的管理の強化と，リスク管理手

[21] 竹中正治，前掲論文，pp. 1－3。

法のさらなる発展が必要とされるところである。

【参考文献】

１）Chan, Nicholas, Mila Getmansky, Shane M. Haas and Andrew W. Lo, “Systemic Risk and Hedge Funds”, *National Bureau of Economic Research Working Paper,* No11200, March 2005.

２）Edwards, Franklin R., “The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection”, *Hedge Funds: Risks and Regulation,* Theodor Baums and Andreas Cahn, ed., Sonder Sonderdruck, 2004. pp. 30–51.

３）Eichengreen, Barry and Donald Mthieson, “Hedge Fund and Financial Markets: Implicationsfor Policy”, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics, International Monetary Fund Occasional Paper,* 166, May 1998, pp. 2–26.

４）Fung, William and David A. Hsieh, “Measuring the Market lmpact of Hedge Funds”, *Journal of Empirical Finance,* 7, 2000, pp. 1–36.

５）Haigh, Michael S., Jana Hranaivora and James A. Overdahl, “Price Dynamics, Price Discovery and Large Futures Trader Interactions in the Energy Complex”, *Commodity Futures Trading Commission Working Paper,* April 2005.

６）International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, September 2004 International Organization of Securities Commissions, “Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions”, November 1999.

７）New York Mercantile Exchange, “A Review of Recent Hedge Fund Participation in NYMEX Natural Gas and Crude Oil Futures Markets”, March 2005.

第７章　SWIFT と国際決済ネットワークのリスク管理

Ⅰ　はじめに

グローバリゼーションの進展とともに，国境を越えた資本の移動も高まり，国際経済や国内経済にも大きな影響を与えている。とくに2007年８月から世界的規模で金融不安をもたらしている米国のサブプライム住宅ローン（低所得者向け住宅ローン）を組み込んだ証券化商品問題の顕在化と，2008年９月15日のリーマン・ブラザーズの破綻に端を発した世界大不況，2010年から顕在化し，2011年に世界を大きく揺さぶっている欧州財政・金融危機のたびに，米国から流出した資金の米国債券市場への環流や，米国株式市場の低迷による米国株式市場から原油，金，小麦，トウモロコシ，米，砂糖，鉄，非鉄金属，希少金属等々商品市場への投機資金の移動が大きな問題となっている。

このようなクロスボーダーの資金移動の増大とともに，世界の決済ネットワークを保有しているSWIFT（Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication）への注目も高まっている。SWIFT は，国際銀行間金融電気通信協会とそのネットワークを指しており，「スイフト」と略して呼ばれることも多い。SWIFT は1973年５月，ベルギーの La Hulpe に本部を置いて欧米15カ国の239の銀行により設立された非営利の協同組合法（co-operative society act）に基づく法人で，世界の金融機関を結ぶ唯一のネットワークである。

スイフト設立の背景としては，1960年代初頭欧州諸国の為替管理緩和とともにユーロダラー取引が急激に増加したにもかかわらず，当時の銀行間通信が電報やテレックスを主としており，各銀行の使用書式も様々で，事務処理上，大きな負担となっていたことがある[1]。　そこで欧米主要銀行間において，国際

---

[1] 西村締司「電子商取引の発展とスイフトの役割」『金融』2001年６月，pp. 2–14。

金融業務の抜本的合理化策を討議し，「１日24時間年中無休かつ世界中で利用可能であること」，「処理が迅速であること」，「安全であること」，「銀行間の共通のネットワークを構築すること」，「事務処理のコンピューター化のため，国際的通信フォーマットを統一すること」等が合意された。その後，法的・技術的検討，ハード・ソフト開発，オペレーション体制整備等に４年をかけ，1977年５月からシステム稼働に至り，現在も進化し続けている。

日本は1976年２月，スイフト理事会から加盟国として認められ，同年10月邦銀42行がメンバーとなった。しかし当時の「公衆電気通信法」の厳しい制約下で，スイフトのサービスを実現するために時間を要し，1981年３月９日にオペレーションを開始した。

本章においては，急拡大する SWIFT システムの現状について，SWIFT システムへの参加資格，2010年３月末時点の SWIFT システム参加機関，SWIFT システムの提供サービス，SWIFT システム利用状況，SWIFT システムの国別・地域別利用状況比率について考察する。次に日本，欧州連合，米国の決済システムと SWIFT システムの位置づけについて検討する。そして SWIFT システムの今後の課題について考察し，SWIFT システムで進行している高規格の技術革新については，別稿に譲ることにしたい。

Ⅱ　SWIFT システムの現状

１．参加金融機関（2010年３月時点）

（１）SWIFT への参加資格

SWIFT への参加資格としては，「メンバー（members）」，「サブメンバー（sub-members）」，「パーティシパント（participants）」に大別できる。メンバーは，スイフトへの出資金の拠出者である銀行（本店）を指している。サブメンバーは，スイフト加盟国にあるメンバーの支店（通常外銀の支店），あるいはメンバーが50％以上直接投資もしくは間接的に100％出資し，完全にコントロールしている銀行を意味している。「パーティシパント」は，スイフトの特定サー

ビスの利用を許されている機関であり，そのカテゴリーはSWIFTの年次総会で決定される。具体的には，①証券およびこれに関連する金融証券のブローカーやディーラー（証券会社），②証券およびこれに関連する金融証券の公認取引所（証券取引所），③証券中央預託機関および証券決済機関（証券保管振替機構等），④トラベラーズ・チェック発行機関，⑤マネー・ブローカー，⑥信託または受託者業務会社（投信委託会社），⑦登録官および名義書換代理人，⑧銀行の駐在員事務所，⑨投資顧問会社等々である[2]。

（２）2008年３月末時点の参加金融機関

2008年５月７日付のSWIFTホームページによれば，2010年３月末時点での参加国は209，メンバーは2,265，サブメンバーは3,230，パーティシパントは2,905，総参加金融機関8,400である。

日本では，（ナショナル）メンバーとして都銀，信託，地銀，第二地銀，信金，日銀，商中，農中，サブメンバーとして在日外国銀行，メンバーの信託銀行子会社，パーティシパントとして証券会社等や外国証券会社等々である。2010年３月時点で，参加金融機関は251となっている[3]。

２．SWIFTの提供サービス

SWIFTは決済データの交換等の通信部分を担当し，資金決済機能は有していない。決済は別に個別金融機関同士や各国決済システム等を通じて行われることになる。SWIFTが取り扱うメッセージは国際金融業務に関連したものであるが，以下の９カテゴリーとそれぞれのカテゴリーに関連して発生する取消し照会，回答などの一般群（Common Group）が準備され，それぞれのカテゴ

---

[2] 佐方裕「スイフトの歩みと今後の課題」『金融』1996年４月，pp. 4–9，西村締司「SWIFT（スイフト）とは何か―世界の金融ネットワーク」『経済情報』1998年10月，pp. 13–15，ヤーブ・カンプ「スイフトの2010年までの中長期計画および業務戦略」『金融』2006年６月，pp. 10–16。

[3] 『金融』2008年５月，p. 22。

リー中で使用すべきメッセージ・フォーマットが決められている[4]。

第１カテゴリーは，顧客から依頼された送金をコルレス先に通知して，支払指図を行うものである。

第２カテゴリーは，銀行間資金付替をコルレス先へ指図するものである。

第３カテゴリーは，銀行間外貨資金取引(売買，貸出，預金)の成約，変更，解約の確認を行うものである。

第４カテゴリーは，荷為替手形の支払い，引受等の通知を行うものである。

第５カテゴリーは，株式や債券等の有価証券売買の発注，受注，約定，受渡指図や確認，ステートメントの通知等を行うものである。

第６カテゴリーは，シンジケート・ローンの更新，解約等に関する通知を行うものである。

第７カテゴリーは，信用状の開設や条件変更，保証の引受，変更等の通知を行うものである。

第８カテゴリーは，旅行者小切手の売却，決済等に関する通知を行うものである。

第９カテゴリーは，ステートメントやデビット，クレジット・アドバイスの通知を行うものである。

このようにメッセージ本文の標準化により，これらのメッセージがコンピューターで自動処理可能となり，SWIFT システムにおいて正確で迅速な事務処理が行えるようになった。SWIFT での作業部会では，種々の分野や各段階での標準化の検討が日々行われている。

３．SWIFT システム利用状況

（１）1981年３月～1997年３月

日本がSWIFT への接続を実現させた1981年３月から1997年３月までの，

---

[4] メッセージ・フォーマットの具体例については，拙著『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書第36号，2002年，pp. 38–42を参照されたい。

SWIFT システムの利用状況は第１表に示されている。総送信件数の内訳は「顧客送金」「銀行間付替」「その他」である。その他は「外貨資金売買」「貸出／預金取引」「荷為替手形取引」「信用状」「ステートメントおよびシステムと銀行間の連絡メッセージ等」であるが，「その他」の中で1989年９月から証券会社の利用が開始され，証券決済の増大にともなって，1997年４月からは「証券」が独立の項目となっている。

接続後の日本の SWIFT システムの利用状況は，邦銀の国際化の進展とも相まって，参加銀行，送信件数とも急増している。すなわち1981年度は64の参加

第１表　SWIFT システム利用状況　（単位：件）

年度・月	日本							スイフト全体		
	参加銀行	総送信件数				１日平均送信量	総受信件数	参加国数	総送信件数	うち日本の占める比率（%）
			顧客送金	銀行間付替	その他					
1981年３月	45	45, 995	2, 706	29, 568	10, 487	5, 940	58, 195	22	5, 055, 948	0. 9
４月	45	49, 804	2, 264	22, 853	18, 498	8, 453	72, 717	22	4, 775, 213	1. 0
５月	45	54, 209	2, 464	24, 144	19, 221	10, 844	77, 270	22	4, 882, 076	1. 1
1981年度	64	991, 353	402, 826	363, 801	224, 726	3, 755	1, 266, 917	27	67, 087, 414	1. 5
1982年度	86	1, 773, 435	650, 163	635, 042	488, 230	6, 718	2, 179, 824	33	85, 933, 940	2. 1
1983年度	91	2, 686, 083	…	…	…	10, 175	3, 265, 008	37	111, 474, 336	2. 4
1984年度	102	3, 576, 081	…	…	…	13, 546	4, 324, 735	39	135, 672, 169	2. 6
1985年度	116	5, 019, 279	1, 171, 113	1, 816, 546	2, 031, 621	19, 012	5, 632, 480	47	164, 992, 149	3. 0
1986年度	132	6, 989, 128	1, 451, 027	2, 614, 204	2, 923, 897	26, 474	7, 611, 249	52	200, 088, 965	3. 5
1987年度	140	8, 971, 021	1, 769, 494	3, 259, 386	3, 942, 141	33, 981	9, 690, 065	56	230, 393, 279	3. 9
1988年度	146	10, 801, 128	2, 218, 403	3, 732, 460	4, 850, 265	40, 913	11, 121, 031	63	264, 693, 098	4. 1
1989年度	168	13, 261, 000	2, 775, 000	4, 170, 000	6, 315, 000	52, 000	13, 612, 000	71	306, 794, 000	4. 3
1990年度	178	15, 376, 000	3, 212, 000	4, 708, 000	7, 455, 000	61, 000	16, 011, 000	72	340, 551, 000	4. 5
1991年度	186	16, 393, 000	3, 816, 000	4, 910, 000	7, 654, 000	65, 000	16, 282, 000	78	374, 492, 000	4. 4
1992年度	192	18, 191, 000	4, 297, 000	4, 919, 000	8, 965, 000	72, 000	16, 949, 000	89	414, 867, 000	4. 4
1993年度	200	20, 184, 000	4, 484, 000	4, 993, 000	10, 695, 000	80, 000	19, 487, 000	105	475, 130, 000	4. 2
1994年度	217	22, 477, 000	4, 866, 000	5, 052, 000	12, 553, 000	89, 000	20, 898, 000	115	538, 047, 000	4. 2
1995年度	235	25, 173, 000	5, 286, 000	5, 385, 000	14, 501, 000	100, 000	24, 117, 000	137	622, 405, 000	4. 0
1996年度	239	27, 487, 000	5, 522, 000	5, 365, 000	16, 599, 000	109, 000	26, 420, 000	150	711, 946, 000	3. 9

（注）１．１日平均送信量は１か月を21営業日とみなし算出した。
２．顧客送金，銀行間付替には，取消依頼，照会，回答等の関連メッセージの件数を含む。
３．「その他」は外貨資金売買，貸出／預金取引，荷為替手形取引，信用状，ステートメントおよびシステムと銀行間の連絡メッセージ等の合計件数である。

（出所：全国銀行協会『金融』各号より作成）

銀行であったのに対し，1996年度は239と3.7倍，送信件数も20.9倍，総受信件数も20.8倍となっている。また，この期間の世界のSWIFTシステムへの参加国数は5.6倍，送信件数は10.6倍である。送信件数の伸びは日本が世界の伸びの約２倍となっている。そしてSWIFTシステム全体での総送信件数に占める日本の比率も1.5％から約４％と2.7倍に拡大している。

（２）1997年４月～2008年３月

総送信件数の内訳で「その他」の中から「証券」が独立項目として公表され始めたのが，1997年４月である。第２表は新分類による1997年度から2007年度までのSWIFTシステムの利用状況である。また第３表はSWIFTの“*Annual*

第２－１表　SWIFTシステム利用状況　（単位：千件）

年度・月	日本								スイフト全体		
	金融機関	総送信件数					1日平均送信量	総受信件数	参加国数	総送信件数	
			顧客送金	銀行間付替	証券	その他					うち日本の占める比率（%）
1997年度	257	30,442	5,547	5,581	5,915	13,398	123	30,869	174	844,880	3.6
1998年度	264	33,281	5,741	6,073	6,583	14,882	132	35,574	181	970,641	3.4
1999年度	265	38,488	6,163	6,278	10,517	15,528	152	39,881	189	1,124,311	3.4
2000年度	267	40,920	6,398	6,337	12,297	15,887	162	41,362	192	1,322,240	3.1
2001年度	259	45,170	6,578	6,197	15,506	16,887	179	44,148	197	1,595,581	2.8
2002年度	258	51,163	6,824	6,261	20,907	17,170	203	46,397	199	1,873,044	2.7
2003年度	257	60,697	7,381	6,756	27,580	18,979	240	52,023	200	2,127,291	2.8
2004年度	255	73,700	8,248	7,006	38,239	20,206	292	56,865	203	2,340,640	3.2
2005年度	255	77,493	8,191	7,273	40,189	21,839	307	60,653	204	2,610,757	3.0
2006年度	259	88,077	8,726	8,575	45,954	24,821	349	69,373	207	2,979,594	3.0
2007年度	257	114,291	11,535	12,820	59,429	30,505	453	88,134	208	3,626,873	3.1
2008年度１月	258	8,940	711	913	4,709	2,606	425	7,178	208	325,894	2.7
２月	258	8,871	670	822	4,965	2,413	422	6,691	208	296,886	3.0
３月	257	9,793	768	996	5,252	2,777	466	7,678	208	306,105	3.2

（注）１．SWIFT=Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication SCRL．1977年５月に稼動し，日本は1981年３月９日に接続した。
２．参加金融機関には，銀行（在日外銀支店を含む），信用金庫，証券会社，その他の金融機関等を含む。
３．１日平均送信量は１か月を21営業日とみなし算出した。
４．「その他」は外国為替，マネー・マーケット，デリバティブ，取立，シンジケーション，荷為替，信用状，ステートメントおよびシステムと銀行間の連絡メッセージ等の合計件数である。
（出所：全国銀行協会『金融』各号より作成）

第２－２表　SWIFT システムの利用状況

年度	日本				SWIFT 全体		
	参加銀行数（行）	総送信件数（千件）	１日平均送信量（千件）	総受信件数（千件）	参加国数（国）	総送信件数（千件）	日本の占める比率（％）
17	255	77,493	307	60,653	204	2,610,757	3.0
18	259	88,077	349	69,373	207	2,979,594	3.0
19	257	114,291	453	88,134	208	3,626,873	3.1
20	259	119,163	472	91,245	209	3,815,631	3.1
21	251	111,595	442	80,849	209	3,842,763	2.9

（注）１日平均送信量は，１ヵ月を21営業日とみなして算出。
（資料）全国銀行協会
（出所：『金融情報システム白書』平成23年版，p. 297）

第３表　決済項目別の SWIFT システム総利用状況

（単位：100万件）

年	1997		2006		2007		2006／1997	2007／1997
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	倍率	倍率
資金決済	540	66.5%	1,577	55.0%	1,830	52.3%	2.9	3.4
証券決済	108	13.3%	1,048	36.6%	1,386	39.6%	9.7	12.9
その他	164	20.2%	240	8.4%	285	8.1%	1.4	1.7
合計	812	100.0%	2,865	100.0%	3,501	100.0%	3.5	4.3

（出所：SWIFT, Annual Report，1997，2006，2007年より作成）

Report”から作成した決済項目別 SWIFT システム利用状況である。

1997年はアジア通貨危機が勃発した年であり，年間の総送信件数は８億1,200万件，このうち資金決済が全体の66.5%，５億4,000万件，証券決済が13.3%，１億800万件，その他が20.2%，１億6,400万件であった。これが2006年には，総送信件数が1997年の3.5倍の28億6,500万件，2007年は4.3倍の35億100万件と増大している。

この増加に寄与しているのが，証券決済（国債を除く）である。2006年には10億4,800万件と1997年の9.7倍，2007年は1997年の12.9倍と急増している。他方資金決済は，2006年には1997年の2.9倍，15億7,700万件，2007年には3.4倍，18億3,000万件に留まっている。

この傾向は第２表の年度別利用状況からも読み取れる。参加金融機関は1997

年257，2007年度257と総数では変化がないが，バブル崩壊，1997年度からの日本版金融ビッグバンの中で破錠した金融機関や合併した金融機関も多数あり，構成メンバーは大幅に変動している。総送信件数は1997年度に比べ2007年度は3.8倍となっている。その内訳は顧客送金と銀行間付替を合計した資金決済では，1997年度の610万5,000件に比べ2007年度は2,435万5,000件と4.0倍，証券決済は1997年度の591万5,000件に対し2007年度5,942万9,000件と10.0倍，その他は，1997年度1,339万8,000件から，2007年度は3,050万5,000件と2.3倍にすぎない。

日本における証券決済の総送信件数に占める比率は，1997年度で19.4％であったものが，1999年度には27.3％，2002年度40.9％，2003年度には45.4％，2004年度51.9％，2005年度51.9％，2006年度52.2％，2007年度52.0％と過半数を超えている。これは第３表での SWIFT システム全体に占める証券決済の比率の2006年36.6％，2007年39.6％を大幅に上回っている。

４．SWIFT システムの国別・地域別利用状況比率

SWIFT の”Annual Report”の2002年から2007年まで６年間について，国別・地域別に利用状況比率を示したのが第４表である。2002年までは，英国が米国を上回り SWIFT システムで世界一の利用件数であった[5]。　英国では送信数より受信数が上回っており，国際金融市場としての特徴を表している。これは国際金融市場である米国においても妥当し，受信数が送信数を上回っている。また2003年からは，米国が送信・受信とも英国を超え，利用比率格差は拡大している。米国の国際収支赤字により海外へ流出したドルが，黒字国による米国証券の購入により，米国へ還流する際の証券指図が活発に行われていることと密接に関連しているといえる。

---

[5] 2001年では，米国15.4％，英国17.7％，ドイツ7.5％，香港＋中国2.9％，日本3.1％，香港3.1％，中国2.4％，南アフリカ0.5％，シンガポール1.5％，ロシア1.4％，韓国0.6％，インド1.0％，ブラジル0.3％であった。

第４表　SWIFT システムの利用状況の国・地域別構成比

	2002年	2003年	2004年		2005年		2006年		2007年	
			送信	受信	送信	受信	送信	受信	送信	受信
米国	15.7%	16.9%	17.2%	20.1%	18.8%	20.7%	16.8%	21.6%	17.0%	19.3%
英国	17.4%	16.8%	16.7%	18.6%	16.1%	18.1%	16.4%	18.4%	16.8%	22.3%
ドイツ	8.4%	9.9%	9.6%	9.3%	9.7%	9.1%	9.4%	8.6%	9.1%	8.2%
香港＋中国	2.8%	2.5%	2.5%	3.2%	2.3%	3.2%	2.3%	3.2%	2.2%	3.1%
日本	3.1%	2.9%	3.2%	2.5%	3.0%	2.4%	2.9%	2.3%	3.2%	2.5%
香港	2.3%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
中国	0.5%	0.6%	0.6%	1.4%	0.6%	1.5%	0.5%	1.5%	0.5%	1.4%
南アフリカ	2.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%
シンガポール	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
ロシア	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
韓国	1.0%	0.9%	0.8%	0.6%	0.8%	0.6%	0.8%	0.5%	0.7%	0.5%
インド	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%
ブラジル	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

（出所：SWIFT，*Annual Report*，各号より作成）

国際金融市場の一角に上げられている日本の場合は，受信数よりも送信数が上回っており，世界最大の債権国として対外証券投資や対外直接投資が活発であることの反映といえるだろう。送信数では日本が辛うじてアジアのトップを保ち，比率３％前後を維持している。日本では後述するように，日銀ネットや全国銀行協会ネットシステムがあるため，利用状況比率は欧州に比べると見劣りしている。欧州においては後述するように，国内決済においても SWIFT システムが利用され，利用比率は高い水準にある。

ところでアジアにおいて，「中国と香港」を合計すれば，送信数では依然として日本の比率が高いものの，受信数では日本を上回っている。中国では海外からの直接投資や，製造業における親会社と子会社間の送金ニーズが高いといわれている[6]。これは「世界の工場」としての中国の特徴を示している。急速な外貨準備の蓄積が進むなかで，今後は送信数の増大が見込まれている。

[6] 小原篤次「国際間取引を支える国際標準 SWIFT」『投資信託事情』2007年 Sep., pp. 11-13。

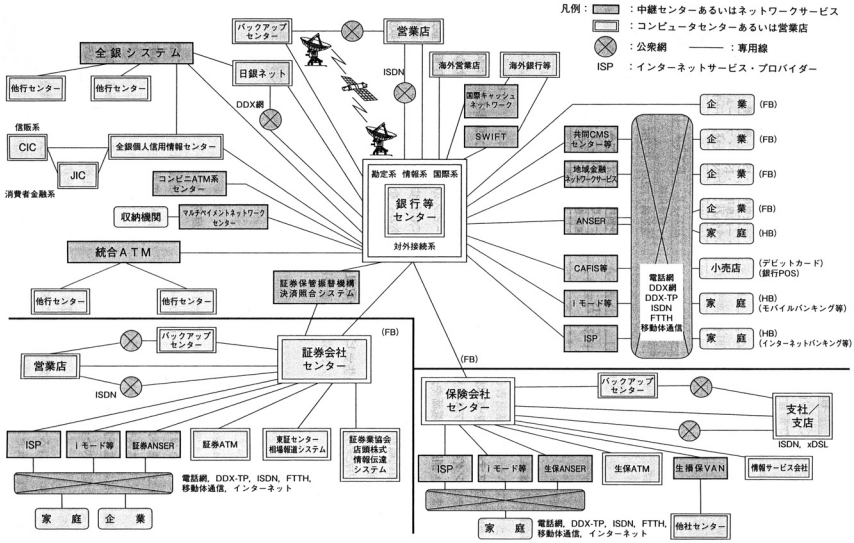
Ⅲ　SWIFT システムと各国決済システム

１．日本の決済システムと SWIFT システム

日本における金融情報システムとネットワークの関連を示したのが，第１図である。日本における金融機関等のコンピューター・システムでのネットワークの発展形態は，第１次から第３次オンラインへの発展段階に沿って，自行内での閉じたネットワークから，全銀システム，日銀ネット，SWIFT，CD 提携等々の金融機関相互ネットワーク（インターバンク・ネットワーク），そして公衆回線等を経由した企業や家庭に結びつく対顧客ネットワークへと拡大してきた[7]。

国際系システムでは，国際専用回線等が外国為替ディーリングのリアルタイ

第１図　日本の金融情報システムとネットワーク



（出所：『金融情報システム白書』平成20年版，p, 279）

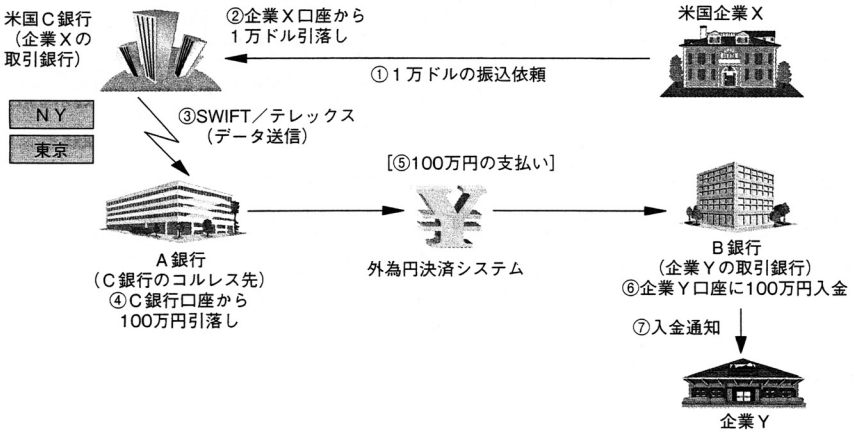
---

[7] 第１次，第２次，第３次オンラインについては，前掲拙著 pp. 14–15を参照されたい。

ム処理に利用されたり，国際内線電話やオープンボイス（ディーリングルームの雰囲気をリアルタイムで伝える拡声電話）にも国際専用回線が使用されている。また国際専用回線を使った企業の国内・海外拠点間資金移動のための国際CMS（Cash Management Service）サービスの検討や，国際パケット交換，国際フレームリレーや国際ISDNの利用等々，国際通信サービス多様化と通信コスト圧縮のため，用途に応じた通信業者やサービスの選択が進んでいる[8]。

そして金融機関同士の国際金融取引には，SWIFTのネットワーク等といった国際ネットワークが使用されている。日銀ネット内で「外国為替円決済制度」に参加し，日銀のコンピューター端末（CPU）を設置している銀行は，SWIFTを通じ海外と支払指図の送受信が行えるようになった。第2図は，海外からの円送金の決済を「外国為替円決済制度（外為円決済システム）」を用いて行う手続を示している。「外国為替円決済制度」は，金融機関同士が外国為替売買を行った場合や海外在住の個人や企業が，日本国内へ円資金の送金依頼をした場合等に，これらの取引にともなう円資金受払いを，国内金融機関同士が行う

第2図　海外からの円送金の決済



（出所：『金融情報システム白書』平成15年版，p. 248）

[8] 『金融情報システム白書』平成20年版，pp. 278–280。

ためのシステムである。

具体的には，外国為替関係の円資金決済（コルレス先円勘定の振替，円建送金，輸出入取引代金，為替売買に伴う円代金の決済等）にかかる参加銀行の支払指図の交換を行い，その支払額，受取額を集中計算し，その差額を日銀当座預金を通じて決済する制度であり，東京銀行協会がこれを運営している。従来は紙ベースで支払指図交換を行っていたが，1989年３月以降，日銀ネットを利用したエレクトロニックベースの支払指図の送受信が可能となった。

第２図では，米国所在の企業（X）が１万ドルを取引銀行（C）に振り込み，日本所在の企業（Y）に100万円の送金をする場合を示している。米国のＣ銀行は，同行のコルレス先である日本のＡ銀行に，SWIFT システムを通じて日本のＢ銀行の企業（Y）の口座に100万円支払うことを依頼する。SWIFT メッセージを受信したＡ銀行は自行で保有するＣ銀行の円口座から，100万円を引き落し，外為円決済システムを通じて，Ｂ銀行に支払うことになる。

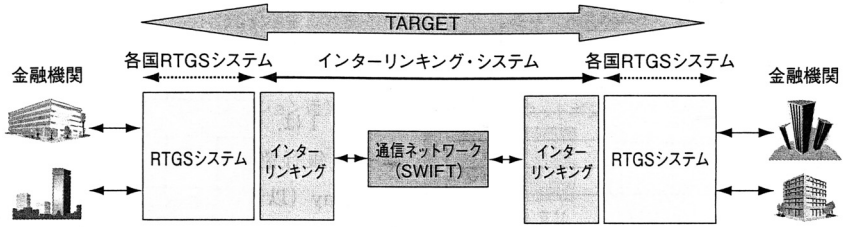
２．欧州連合の決済システムと SWIFT

（１）TARGET システム

欧州連合（EU，European Union）加盟国は2011年12月現在で27カ国となり，1999年１月に欧州通貨統合（European Monetary Union）が発足し，単一通貨「ユーロ」が導入された。ベルギー，ドイツ，ギリシャ，スペイン，フランス，アイルランド，イタリア，キプロス，ルクセンブルグ，マルタ，オランダ，オーストリア，ポルトガル，スロヴェニア，フィンランドの15カ国が「ユーロ」導入国であり，「ユーロ圏」を形成している。

このユーロ圏の大口決済システムは，当初グロス決済システムが各国毎に15，ネット決済システムが５並存していた。そしてグロス決済システムは，ECB（European Central Bank，欧州中央銀行）が運営する「TARGET」（Trans-European Automated Realtime Gross Settlement Express Transfer System）」により，それぞれがリンクされて，実質的には１つの決済システムとして機能している。したがって TARGET は，中央で全処理を行う中央集権型の決済シ

第３図　TARGET の構成



（出所：『金融情報システム白書』平成15年版，p, 300）

ステムではなく，各国の RTGS システムをつないだ「分散型の決済システム」といえる。

また TARGET は1999年１月４日から稼働しているシステムで，欧州連合域内の各国 RTGS（Real-time Gross Settlement，即時グロス決済）システムをリンクし，単一通貨ユーロのクロスボーダー RTGS 決済を可能にしている。

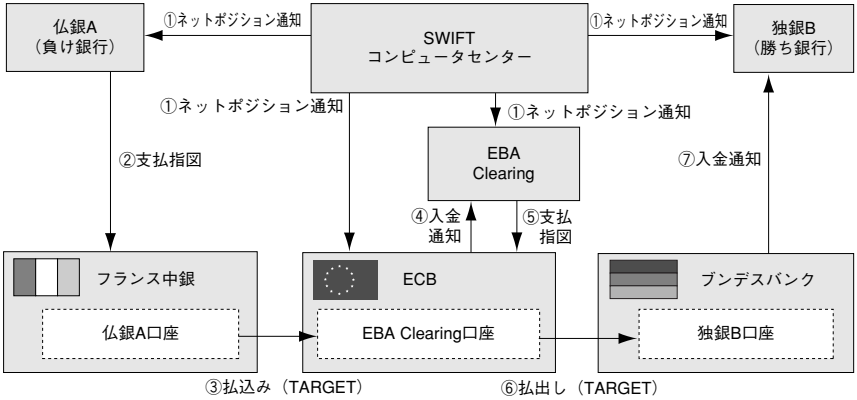
第３図は TARGET の構成を示しているが，欧州連合加盟国のうち19カ国（ユーロ圏15カ国，デンマーク，ポーランド，エストニア，イギリス）の RTGS システム，それらを結ぶインターリンキング・システム，全体のアプリケーションの EPM（ECB Payment Mechanism）から成り立っている。そして各国 RTGS システムを結ぶ通信ネットワークには，SWIFT が使用されている。このシステムには，１万を超える金融機関が参加しており，支店・子会社を入れると５万2, 000以上のユーザーが利用しているとされる[9]。　また次期 TARGET システム（「TARGET ２」）の開発が進められている。

（２）「ユーロ」のネット決済システム（Euro １）

「Euro １」は EBA（Euro Banking Association，ユーロ銀行協会）傘下の EBA Clearing Company が，従来「ECU（European Currency Unit，欧州通貨単位）クリアリング」の名称でネット決済システムとして運営してきたものを，「ユー

[9] 『金融情報システム白書』平成20年版，pp. 262–263。

第４図　Euro１における最終決済



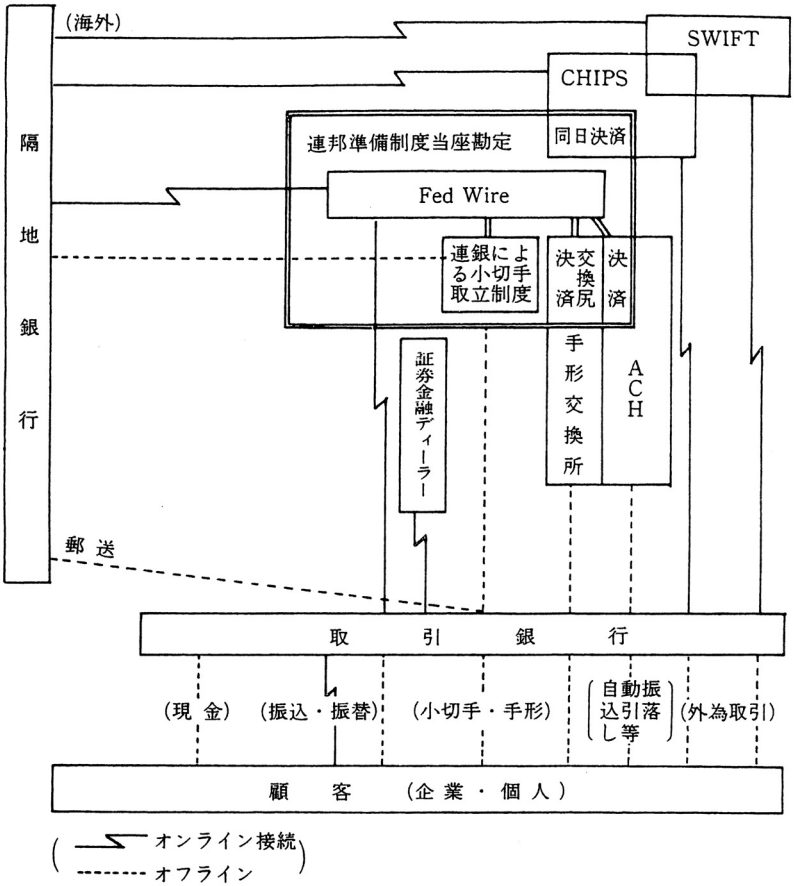
（出所：『金融情報システム白書』平成20年版，p. 265）

ロ」の導入に伴って「Euro１」と名称変更し，ユーロの決済システムに転換したものである。Euro１は欧州連合域内をカバーし，主としてクロスボーダーのユーロ大口決済を行っている。

Euro１の決済は，①日中の支払指図交換と債権・債務のマルチラテラル・ネッティング（多者間で，債権から債務を差し引いた差額を決済すること），②１日の最後の最終決済（Settlement）の２段階で行われる。第１段階で，各仕向行はEuro１に支払指図を送信し，条件を満たしているものはそのデータが被仕向行に送信され，支払により発生した債権・債務額が連続的にマルチラテラル・ネッティングされながら累積されていく。これらの事務処理はEBAにより事務委託されたSWIFTのコンピュータにより行われる。

第２段階のEuro１による最終決済（Settlement）は，第４図のように行われる。支払指図の受付締引時間になると，参加各行の最終的勝ち負けの受払差額が確定し，SWIFTがEBA Clearing Company，ECBと参加各行に通知する（第５図の①）。負け銀行（ネット支払銀行）は，自行のネット支払額（負けポジション）を，自国中央銀行口座からTARGETを使用して，ECBに設置されているEBA Clearing Company口座（受皿口座）に払込む（②，③）。EBA

第5図　米国の金融決済システム



(出所：『金融情報システム白書』平成14年版，pp. 427–434より作成)

Clearing Company では全負け銀行の払込完了を確認し，ECB に勝ち銀行(ネット受取銀行)への支払指図を行う(④，⑤)。ECB は TARGET を使って，EBA Clearing Company 口座から勝ち銀行が自国中央銀行に保有している口座への振出しを行い，勝ち銀行はネット受取額を受領し，全決済が完了することになる(⑥，⑦)。

Euro 1 の他に，フランスのネット決済システム「PNS（Paris Net Settlement）を運営する CRI（Centrale des Reglements Interbancaires，銀行間決済システム）の通信ネットワークには SWIFT が使用されている。

３．米国の決済システムと SWIFT

米国の決済システムの全容と SWIFT の位置づけは，第５図に示されている。Fed Wire（Federal Reserve's Wire Transfer System），CHIPS（Clearing House Interbank Payments System），ACH（Automated Clearing House）が主柱である。

Fed Wire は連邦準備制度（Federal Reserve System，Fed）が運営する銀行間の大口決済用システムである。このシステムは，各金融機関が連邦準備銀行（全米12連邦準備銀行）に開設している当座勘定（Fed 講座）間の資金振替で，フェデラルファンド取引，米国債取引に伴った資金決済を行うものである。Fed Wire は既述の RTGS システムで，支払指図毎に Fed 口座で資金振替が実施され，資金振替された時点で支払完了性を有することになる。また資金決済サービス以外に，財務省証券等を対象とした証券決済サービスを行っている。証券決済サービスが対象とするのは，財務省証券，連邦機関債，モーゲージ担保証券，国際機関債等である。

CHIPS は，ニューヨーク手形交換所を運営主体として1970年に稼働を始めた超大口の国際金融取引決済用システムである。貿易取引，外為取引，証券取引等を中心に大口ドル決済が取り扱われ，クロスボーダー取引のドル決済の95％以上が，CHIPS を経由して決済されているとみられている。しかし最近では国内取引決済にも使用されてきており，Fed Wire との競合・同質化が進んでいる。

CHIPS は，ユーロダラー取引決済をニューヨーク所在銀行で行うものである。円決済とドル決済の差異はあるものの，既述の日本の「外国為替円決済制度」に相当するもので，CHIPS 決済の80％以上は，SWIFT を通しての支払指図によるものとされている。

ACH は，米国の小口決済システムで，給与振込，年金支払い，公共料金支払等に利用されている。全米の各地域に設けられ，それらがネットワークで結ばれ，ACH という 1 つの決済システムとなっている。取引量の約 7 割が第 5 図の Fed の ACH が占めているといわれている[10]。

Ⅳ　SWIFT システムの課題

急速に拡大する SWIFT システムではあるが，以下の諸点が今後の課題として挙げられるであろう。

1．リスク管理体制の強化

国際的なサイバー攻撃の増大に備えて，システム自身のセキュリティ対策の強化は，何にもまして最優先で取り組むべき課題でもある。強固なリスク管理体制は，国際的なネットワークシステムの質を維持するためにも必要である。

2．バックオフィス体制の整備

フロントオフィス（顧客との接点となる部門）では，SWIFT Net Phase 2 への移行スケジュール実施，金融商品取引法への対応，アルゴリズム取引や DMA（Direct Market Access）への対応等々，取引技術や規制見直し等の変化に対応すべく，関連システムの改善や見直しが進んできた。

しかしバックオフィス（後方で事務処理を行う部門）は，直接的に利益を生み出さない部門でもあり，フロントオフィスに対する投資に比べ，システム投資が抑制され，関係システムの見直し・改善が行われていない。現在の SWIFT システムの拡大を考えれば，新しい発想で根本から見直しを行うべきであろう。

---

[10]『金融情報システム白書』平成20年版，pp. 258–262。

３．参加国・地域の拡大

SWIFT は協同組合形式の組織であり，収益拡大を目指すものではない。しかし SWIFT システム参加金融機関の利便性向上のため，市場規模の拡大をさらに推進すべきである。欧州，オーストラリア，カナダ，香港，シンガポール等では，海外金融機関との資金決済，証券決済だけでなく，域内・国内の資金決済，証券決済に関するメッセージ・サービスとしても使用されている。

今後も SWIFT システムへの参加を，さらに開発途上国や地域に拡大していく必要がある。このためには，料金体系の引き下げや，データセンター設備増強のためのシステム投資も不可欠である。

４．参加者の拡大

銀行や証券会社といった広義の金融機関のみならず，グローバルに活動している「国際企業」の参加も，多様性を増す意味で推進すべきである。

５．市場の統合と効率化

世界的に進行している証券取引所の統合・再編や種々の決済システムの効率化に対応した SWIFT の将来計画を策定すべきである。

【参考文献】

１）有馬敏則『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書第36号，2002年。
２）檀上博史「SWIFT と証券業務」『金融情報システム』金融情報システムセンター，2003年夏号。
３）藤村和久・越智優子「アメリカ・欧州・アジアの国内決済インフラでも SWIFT の採用が広がる」『金融財政事情』，2004年６月14日号。
４）福重良文「クロスボーダー取引を支える BOLERO（ボレロ）」『経理情報』1998年10月１日号。
５）深瀬鋭一郎・中村博人・高津岳志「SWIFT 等の新サービスへの挑戦―Si-

bos 2006出張報告」『金融情報システム』金融情報システムセンター，2007年冬号。

6）名取至・網代泰子・高津岳志「SWIFT の新しい挑戦―新 CEO のもとでの SWIFT の今後の方向性（Sibos 2007）―」『金融情報システム』金融情報システムセンター，2008年冬号。

7）日本銀行決済機構局『決済システムレポート2006』日本銀行，2007年 7 月18日。

8）西村博司「電子商取引の発展とスイフトの役割」『金融』全国銀行協会，2001年 6 月号。

9）小原篤次「国際間取引を支える国際基準 SWIFT」『投資信託事情』2007年 Sep..

10）大海正雄・大田英明・光安史枝「活性段階に入った SWIFT Net-Sibos 2003（SWIFT 年次会合）参加報告」『金融情報システム』金融情報システムセンター，2003年冬号。

11）大島真理「SWIFT Net の概要」『金融情報システム』金融情報システムセンター，2003年夏号。

12）佐方裕「スイフトの歩みと今後の課題」『金融』全国銀行協会，1996年 4 月号。

13）佐原寛二「変革する金融情報システムの電子化―世界に追いつけないニッポンの問題点」『経理情報』1998年10月 1 日号。

14）外昌弘・中村達哉・光安史枝「SWIFT の成長戦略―Sibos2004出張報告―」『金融情報システム』金融情報システムセンター，2005年冬号。

15）外昌弘・矢野恵造・高津岳志「変革期における SWIFT の役割―Sibos2005出張報告―」『金融情報システム』金融情報システムセンター，2006年冬号。

16）宿輪純一「次世代 SWIFT を活用した高機能決済サービス・プロジェクトの概要」『金融財政事情』，2001年11月19日号。

17）宿輪純一「グローバル決済の最新の潮流と金融機関の戦略の方向性」『資

本市場』2002年11月号。
18）宿輪純一「次世代 SWIFT を活用した“LBI（e）X”でインタラクティブ決済が始まる」『資本市場』2002年５月号。
19）ヤーブ・カンプ「スイフトの2010年までの中長期計画および業務戦略」『金融』全国銀行協会，2006年６月号。

第８章　準備通貨の多様化と為替リスク管理

Ⅰ　はじめに

第２次大戦後に構築されたブレトン・ウッズ体制（IMF 体制）は，金とドルを中心とする国際金為替本位制であった。すなわち金１オンス＝35ドルで相互に交換可能で，各国は金為替であるドルに一定比率でリンクしていた。

1946年のブレトン・ウッズ体制発足後しばらくは，世界各国でドル不足が続き，過少流動性が問題であった。世界経済を拡大させるためには，金の増産では限界があり，世界で流通する基軸通貨としてのドル総額を増大する必要があった。国際流動性たる国民通貨であるドルを供給するためには，米国が世界から財・サービスを積極的に輸入し，常に経常赤字を出し続けなければならなかった。そして世界各国は，進んでドルを受け入れた。その意味で米国は「国際通貨発行特権（International Seigniorage）」[1]を保有していたといえる。

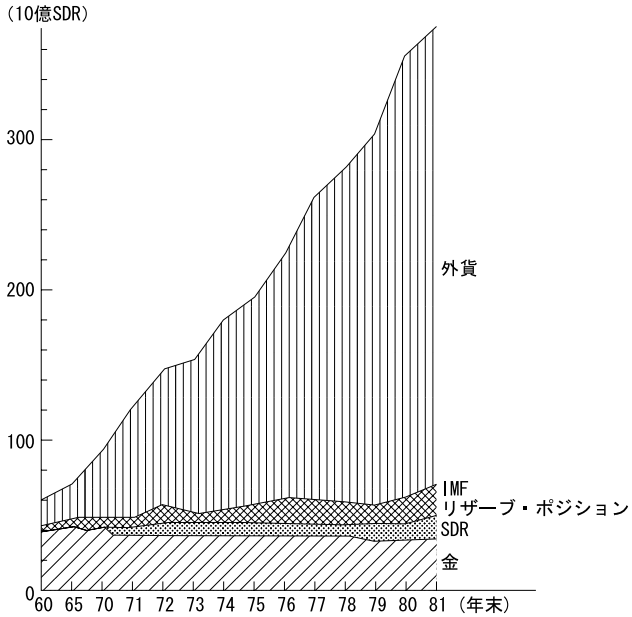
しかし米国の国際収支大幅赤字は続き，対外短期ドル債務が米国保有金を超過した1960年からはドルの信認が低下し，たびたび「ドル危機」が発生した。第１図は世界の公的準備の資産別（SDR 表示）推移である。1960年時点では金の比率が一番大きく，ついでドルを中心とする外貨，そして IMF からの借り入れ枠（リザーブ・ポジション）の順であった。

ところが戦後復興を済ませ，急速に拡大する国際貿易に対し，引き続き金は生産面の制約から対応できず，もっぱら米国国際収支赤字により国際流動性が供給されてきた。その意味で，ドルに対する信認は低下していたものの，「計算単位通貨」「決済通貨」「準備通貨」として，ドルは世界各国に受け入れられた。

---

[1] 国際通貨発行特権についての費用・便益分析については，拙著『国際通貨発行特権の史的研究』日本学術振興会，1984年を参照されたい。

第１図　公的準備の資産別推移



（注）金は１オンス＝35SDR で評価
（出所：IMF，*International Financial Statistics* 各号）

さらに1965年から米国が本格的にベトナム戦争に参戦してからは，米国国際収支赤字は大幅に拡大し，ドル供給も急増した。

そして1971年８月15日，米国金保有量100億ドルのうち30億ドルを金と交換しようとしたスイスの動きに対し，ニクソン大統領は金とドルの交換を停止し，戦後のブレトン・ウッズ体制は名実ともに崩壊した。その後同年12月，スミソニアン合意による通貨の多角的調整が行われ，金に交換されないドルを中心とした「ドル本位制」的状況が続いたものの，金準備に制約されなくなった米国は，ますます金融節度を守らず，米国国際収支赤字は依然として改善されなかった。これは第１図で1965年からドルを中心とした外貨準備が急増していることにも明示されている。そして，ついに1973年２月から３月にかけて主要国は変動相場制移行を余儀なくされ，現在まで継続している。

本章においては，①1973年の変動相場制移行から1979年の欧州のECU（European Currency Unit，欧州通貨単位）発行開始までの期間と，②プラザ合意2年前の1983年から日本のバブル崩壊が本格化した1992年までの期間，③アジア通貨危機が発生した1997年からサブプライム問題が顕在化した前年の2006年までの期間，④2007年以降の4期間について，IMF加盟国の公的外国為替準備の通貨別構成について検討し，準備通貨の多様化の動きを概観していきたい。

そしてドルの実効為替相場が低下し，サブプライムローンによる世界的信用不安下での「ドル離れ現象」と為替リスクについて考察を行いたい。

Ⅱ　変動相場制移行からECU発行まで

1．1973年から1979年までの公的外国為替（外貨）準備の通貨別構成比率

（1）公的外国為替準備（外貨）の計算方法

第1表はIMFの『1980年年報』に掲載された，変動相場制移行後の「IMF加盟国の公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率」である。第1表は従来ドル表示であった各国通貨建の公的短期債務残高が，SDR（Special Drawing Rights，特別引出権）表示で行われている。この理由は第2表の「公的外国為

第1表　公的外国為替準備の通貨別保有比率　（SDR評価，%）

年・四半期	1973 Ⅰ	1974 Ⅱ	1975 Ⅳ	1976 Ⅳ	1977 Ⅳ	1978 Ⅳ	1979 Ⅳ	1979Ⅳ ECUを除外した時
米ドル	84.6	84.3	85.1	86.6	85.1	82.1	(65.1)	77.8
ポンド	7.0	6.1	4.1	2.1	1.8	1.6	(1.9)	2.1
ドイツ・マルク	5.8	6.6	6.6	7.4	8.5	10.3	(10.7)	11.7
フランス・フラン	1.0	1.0	1.3	1.0	0.8	1.0	(0.9)	1.0
スイス・フラン	1.2	1.6	1.7	1.6	2.2	2.0	(2.8)	3.1
オランダ・ギルダー	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.5	(0.7)	0.7
円			0.6	0.8	1.2	2.5	(3.3)	3.6
ECU	—	—	—	—	—	—	(14.7)	—

（出所：IMF, *Annual Report* 1980, p. 64）

第２表　公的外国為替準備の SDR 第評価による変化

（単位100万 SDR）

年・四半期	1973：Ⅰ－1974：Ⅱ	1974：Ⅱ－1975：Ⅳ	1975：Ⅳ－1976：Ⅳ	1976：Ⅳ－1977Ⅳ	1977：Ⅳ－1978：Ⅳ	1978：Ⅳ－1979：Ⅳ	1973：Ⅰ－1979：Ⅳ
ドル							
当初価値額	75, 151	86, 007	105, 144	122, 145	151, 885	161, 437	75, 151
量の変化	10, 856	15, 976	16, 323	36, 328	20, 137	－16, 034	83, 586
価格の変化	0	3, 161	678	－6, 588	－10, 585	－1, 325	－14, 659
変化総量	10, 856	19, 137	17, 001	29, 740	9, 552	－17, 359	68, 927
ポンド							
当初価値額	6, 236	6, 233	5, 052	3, 011	3, 267	3, 174	6, 236
量の変化	199	－243	－1, 296	41	－69	675	－693
価格の変化	－202	－938	－745	216	－24	294	－1, 399
変化総量	－3	－1, 181	－2, 041	257	－93	969	－2, 092
ドイツ・マルク							
当初価値額	5, 192	6, 748	8, 208	10, 391	15, 185	20, 203	5, 192
量の変化	1, 054	1, 472	1, 162	3, 806	3, 790	2, 453	13, 737
価格の変化	502	－11	1, 021	988	1, 228	944	4, 672
変化総量	1, 556	1, 461	2, 183	4, 794	5, 018	3, 397	18, 409
フランス・フラン							
当初価値額	909	1, 052	1, 626	1, 421	1, 484	1, 073	909
量の変化	232	479	－66	48	401	75	1, 169
価格の変化	－89	95	－139	15	88	52	22
変化総量	143	574	－205	63	489	127	1, 191
スイス・フラン							
当初価値額	1, 075	1, 625	2, 067	2, 229	3, 862	4, 041	1, 075
量の変化	457	147	1	1, 093	－363	2, 035	3, 370
価格の変化	93	295	161	540	542	79	1, 710
変化総量	550	442	162	1, 633	179	2, 114	5, 080
オランダ･ギルダー							
当初価値額	287	413	743	758	809	988	287
量の変化	94	336	－58	27	107	483	989
価格の変化	32	－6	73	24	72	30	225
変化総量	126	330	15	51	179	513	1, 214
円							
当初価値額			715	1, 114	2, 062	4, 903	
量の変化		709	363	722	2, 532	3, 650	7, 976
価格の変化		6	36	226	309	－1, 255	－678
変化総量	—	715	399	948	2, 841	2, 395	7, 298
ECU							
当初価値額	—	—	—	—	—	0	0
量の変化	—	—	—	—	—	27, 691	27, 691
価格の変化	—	—	—	—	—	4, 818	4, 818
変化総量	—	—	—	—	—	32, 509	32, 509
小計							
当初価値額	88, 850	102, 078	123, 555	141, 069	178, 554	196, 719	88, 850
量の変化	12, 892	18, 876	16, 429	42, 065	26, 535	21, 028	137, 825
価格の変化	336	2, 602	1, 085	－4, 579	－8, 370	3, 637	－5, 289
変化総量	13, 228	21, 478	17, 514	37, 486	18, 165	24, 665	132, 536
公的保有総額							
当初価値額	98, 285	114, 400	137, 347	160, 330	200, 294	221, 134	98, 285
変化総量	16, 115	22, 947	22, 983	39, 964	20, 840	24, 891	147, 740
期末の価値額	114, 400	137, 347	160, 330	200, 294	221, 134	246, 025	246, 025

（出所：IMF, *Annual Report* 1980, p. 62）

替（外貨）準備のSDR評価による変化」で示されているように，為替取引による各国通貨別保有額の変化のみならず，各国通貨のSDR価格の変化も反映させようという企みである。すなわち第2表では，7通貨建ごとに公的外国為替（外貨）準備の変化要因を「（取引）量の変化」と「（評価）価格の変化」に区別し，変化総量として表示している[2]。

（2）SDRと通貨バスケットのウエイト

SDRは，国民通貨ドルが同時に基軸通貨としての役割を果たすために生じる「流動性ジレンマ」[3]を克服するために，1969年外貨準備資産として創設された。当初SDRの価値は純金0.888671グラムと等価とされ，ブレトン・ウッズ体制下のドルの金分量と同一（金1オンス＝35ドルという金価格下におけるドルと等価）で，1SDRは1ドルに相当した。しかし1973年の変動相場制移行に伴い，SDRを金価値で表すことの意味が低下し，1974年7月1日に新SDRの価値は通貨バスケットとして定義された。

通貨バスケットに組み入れられる通貨は，国際貿易で1968年～1972年の5年間の平均輸出額が世界の1％以上を占めている16ヵ国通貨であった。当初SDRバスケットのウエイトは米ドル33.0％，ポンド9.0％，ドイツ・マルク12.5％，フランス・フラン7.5％，円7.5％，カナダドル6.0％，リラ6.0％，オランダ・ギルダー4.5％，ベルギー・フラン3.5％，スウェーデン・クローネ2.5％，オーストラリア・ドル1.5％，デンマーク・クローネ1.5％，ノルウエェー・クローネ1.5％，スペイン・ペセタ1.5％，オーストリア・シリング1.0％，そして南

---

[2] さらに各年末におけるSDR建の公的為替準備に占める各国通貨構成比を，以下の式により1973年基準の実質値に変換して求めることが出来る。
1973年基準の各年末各国通貨構成比＝R･ⒸR×100（％）
ここで　R＝当該年末の当該国通貨の邦貨建SDR相場/1973年末当該国通貨の邦貨建SDR相場×各年末各国通貨構成比

[3] 国際流動性を供給するためには，米国の国際収支赤字が必要であるが，あまりにも赤字を出し過ぎるとドルの信認が低下するというジレンマで，トリフィン（R. Triffin）が1961年『金とドルの危機』で指摘し，「トリフィン・ジレンマ」とも呼ばれる。

アフリカ・ランド1.0％であった。

また１SDRに含まれる各国通貨額（各国通貨建）は，1974年６月27日に終る３ヵ月間の各国通貨の対米ドル平均相場(ニューヨーク市場の正午現在)や，新SDR発足前日の取引日である６月28日（金曜日）の対米ドル相場を用いて決定された。

1974年７月１日に新SDRの価値基準が適用された時，１SDR＝1.20601ドル，１SDR＝248.77円であったが，その後のSDRの価値は16通貨の為替相場変動により，各国通貨ウエイトに応じ影響を受けることになるので，毎日変動することとなった。

その後1978年７月に16通貨のうち，デンマーク・クローネと南アフリカ・ランドが除外され，サウジアラビア・リアルとイラン・リアルが通貨バスケットの中に加えられ，ウエイトも若干変更された[4]。 第１表の通貨でSDRバスケットのウエイトは，米ドル33.0％，ポンド7.5％，ドイツ・マルク12.5％，フランス・フランク7.5％，オランダ・ギルダー5.0％，円7.5％（以上合計ウエイト73.0％）に変更された。

２．公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率の推移

（１）米ドルの保有比率の推移

第１表によると主要国が変動相場制に移行した1973年第１四半期末から1976年第４四半期末まで米ドルの保有比率は上昇している。そして1977年第４四半期末から若干の低下傾向がみられるものの，1978年10月のカーター大統領のドル防衛策実施もあり1978年までは80％台を維持した。また1979年第４四半期に65.1％と急減しているのは，EMS（European Monetary System，欧州通貨制度）のもとで，EC（European Community，欧州共同体）加盟の各国中央銀行が保有する外貨準備のうち金およびドルの20％をFECOM（欧州通貨協力基

---

[4] 詳しくは則武保夫「SDR―その価値と性格」『国際金融教室（安東盛人・土屋六郎編）』有斐閣，1981年，pp.205-208，加瀬正一『SDRの知識』日本経済新聞社，1979年，荒木信義『変貌する国際通貨制度』教育社，1979年を参照されたい。

金）に預託することを見合いとしてECU[5]が発行されたという技術的措置のためである。FECOMに払い込まれたドルは，公的外国為替（外貨）準備から除かれるためで，このドルを公的外国為替（外貨）準備に算入すれば，ドルの通貨別保有比率は77.8％となる。

ドルの保有比率が1976年をピークに減少しているのは，第2表のドルの項目の価格の変化がマイナスになっていることから判るように，1977年秋からのドル相場の下落によるSDR評価下落が反映されたためである。

しかし1973年の主要国通貨の変動相場制移行にともない，準備通貨の多様化が声高に主張されたにもかかわらず，1977年まで米ドルが7ヵ国通貨合計の85％前後の保有比率を維持したことは，注目に値する。1973年から77年は米国内の景気刺激のため積極的な金融・財政政策が採られ，金融緩和の時期でもあった。経常収支赤字拡大の他に証券投資，短期資本等資本流出も増大し，海外で保有される国際通貨ドルの急増をもたらした。

大量のドル供給に対し，ドル下落にともなうドル売りの対象としては，ドイツ・マルクやスイス・フラン等強い通貨が選ばれた。そして西ドイツ通貨当局はマルク相場の急激な上昇を回避するために為替市場に介入し，「ドル買い・マルク売り」を通じて，ドル保有を増加させた。このように西ドイツ以外の通貨当局は，「ドル売り・マルク買い」によりドル債権をマルク債権に転換し，準備通貨の多様化を図った。

したがって，この時期に西ドイツ以外の通貨当局が売却したドルは，西ドイツ通貨当局に購入され，結果的に西ドイツ以外の通貨当局のマルク保有増大とともに，西ドイツ通貨当局の公的ドル準備増大となった。よって公的外国為替準備においてマルク保有は増加するが，ドルも保有国は変わるもののドルの総量は減少しないことになる[6]。

---

[5] EMSではIMFのSDRをまねて，その中心にECUを置いている。ECUは為替相場の表示単位，介入等の操作の基礎，介入，信用供与制度の表示単位，通貨当局間の決済手段等としてフルに利用されることとになっていた。詳しくは，拙稿「欧州通貨統合とEMS」『彦根論叢』第201号，1980年3月を参照されたい。

（２）ドル以外の通貨の保有比率の推移

第１表からポンドの保有比率の1975年からの急激な低下と，ドイツ・マルクの右肩上りの保有比率の上昇が注目される。これは英国とドイツの経済の差によるところが大きく，1974年には両国の比率は逆転している。そして1979年には，ドイツ・マルクが11.7％に達している。

また1973年，74年のデータは不明なものの，円は1975年に計上されて以来，ドイツ・マルクと同様に右肩上りで比率を拡大し，1979年には3.6％と，スイス・フランを追い抜いて，保有比率が米ドル，ドイツ・マルクについで第３位と躍進している。

Ⅲ　プラザ合意直前から日本のバブル崩壊まで

１．公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率（1983年～1992年）

第３表はIMFの『1993年報』に掲載された1983年から1992年までの「公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率」であり，第４表は同年報で公表された1986年から1992年までの「公的外国為替（外貨）準備のSDR評価による変化」である。第４表は，基本的に第２表と同じ手法で作成されている。

第３表は公的外国為替（外貨）準備の通貨別構成を「All countries（全地域）＝Industrial countries（先進諸国）＋Developing countries（発展途上諸国）」に分類して示している。また第４表はSDR表示であるが，SDR自身の通貨価値の標準バスケット方式も変更された。既述のように1978年７月，通貨バスケットの構成通貨16ヵ国の入れ替えと，その通貨のウエイトの一部が調整されたが，さらに1981年１月から構成通貨を米ドル，ドイツ・マルク，円，ポンド，フランス・フランの主要５ヵ国通貨に簡素化され，ウエイトも変更された。さらに1986年にウエイト調整が行われ，米ドル42.0％，ドイツ・マルク19.0％，円15.0％，フランス・フラン12.0％，ポンド12.0％となった。

---

[6] 深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店，1981年，pp. 305–318。

第３表　公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率　（%）

年　末	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	Memorandum ECUs Treated Separately 1992
All countries											
U.S. dollar	71.1	69.9	64.8	67.0	67.8	64.6	60.2	57.5	58.4	64.4	55.3
Pound sterling	2.5	2.9	3.0	2.5	2.4	2.7	2.7	3.4	3.6	3.2	3.1
Deutsche mark	11.7	12.6	15.1	14.6	14.4	15.6	19.0	18.6	16.5	13.0	12.5
French franc	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0	1.4	2.3	2.8	2.5	2.4
Swiss franc	2.3	2.0	2.3	2.0	1.9	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
Netherlands guilder	0.8	0.7	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	0.7	0.7
Japanese yen	4.9	5.8	8.0	7.8	7.5	7.7	7.7	8.8	9.4	8.1	7.8
Unspecified currencies	6.0	5.4	4.9	4.1	3.9	5.4	6.5	6.9	6.9	6.8	16.9
Industrial countries											
U.S. dollar	77.2	73.5	65.2	69.4	71.4	67.7	59.6	56.0	55.8	64.9	49.9
Pound sterling	0.7	1.4	1.8	1.3	1.1	1.5	1.4	1.9	2.0	2.3	2.2
Deutsche mark	13.0	15.1	19.5	16.7	15.9	17.3	22.5	21.9	20.0	14.4	13.5
French franc	0.0	0.1	0.1	0.1	0.4	0.7	1.2	2.5	3.2	3.0	2.8
Swiss franc	1.5	1.5	2.1	1.7	1.6	1.7	1.1	1.1	0.8	0.6	0.5
Netherlands guilder	0.5	0.6	1.0	1.1	1.3	1.1	1.2	1.3	1.2	0.5	0.5
Japanese yen	5.1	6.3	8.9	8.3	7.1	7.0	8.1	9.6	10.4	7.4	7.0
Unspecified currencies	2.0	1.4	1.4	1.4	1.3	3.0	4.8	5.9	6.5	6.9	23.5
Developing countries											
U.S. dollar	64.6	66.2	64.5	63.2	59.8	57.4	61.3	60.7	62.7	63.6	64.6
Pound sterling	4.4	4.4	4.3	4.6	5.2	5.6	5.6	6.4	6.0	4.6	4.6
Deutsche mark	10.3	9.0	10.0	11.0	11.1	11.6	11.3	11.6	10.8	10.9	10.9
French franc	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8	1.7	1.8	2.0	2.1	1.9	1.9
Swiss franc	3.2	2.5	2.6	2.5	2.7	2.5	2.3	2.2	2.2	2.5	2.5
Netherlands guilder	1.0	0.8	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
Japanese yen	4.7	5.2	6.9	7.1	8.5	9.2	6.9	7.3	7.7	9.0	9.0
Unspecified currencies	10.3	9.6	9.0	8.5	9.7	11.1	10.0	9.0	7.7	6.7	6.7

（出所：IMF, *Annual Report* 1993, p. 107）

２．通貨別保有比率の推移

（１）米ドルの保有比率の推移

第１表より米ドルの公的外国為替（外貨）準備に占める保有比率が，1979年より70％台に低下したことは既述したが，その後も米国の高金利の影響もあり，第３表の全地域で1984年までは70％前後を維持していた。しかし1985年９月22日のプラザ合意後の急激なドル相場下落の中で，1985年から1989年までは60％台に低下し，1990年と91年には50％台に一段と低下している。米国景気が回復した1992年には60％台を回復している。しかし，備考にあるようにECU

第４表　公的外国為替（外貨）準備の SDR 評価による変化

（単位100万 SDR）

年　末	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
U.S dollar							
Change in holdings	3, 054	38, 700	17, 227	11, 125	16, 891	15, 029	37, 965
Quantity change	22, 126	70, 963	4, 709	5, 400	37, 470	17, 240	25, 857
Price change	−19, 072	−32, 263	12, 518	5, 726	−20, 580	−2, 211	12, 108
Year-end value	187, 168	225, 867	243, 094	254, 220	271, 110	286, 140	324, 104
Pound sterling							
Change in holdings	−1, 376	1, 220	2, 351	1, 198	5, 021	2, 010	−1, 069
Quantity change	−667	489	2, 164	2, 348	3, 522	2, 561	2, 610
Price change	−708	732	187	−1, 150	1, 499	−551	−3, 679
Year-end value	7, 572	8, 792	11, 144	12, 341	17, 363	19, 372	18, 304
Deutsche mark							
Change in holdings	−1, 904	9, 830	10, 585	23, 484	8, 633	−6, 608	−16, 043
Quantity change	−7, 758	6, 956	14, 283	17, 068	3, 955	−4, 638	−14, 626
Price change	5, 854	2, 874	−3, 698	6, 416	4, 678	−1, 970	−1, 417
Year-end value	43, 466	53, 296	63, 880	87, 364	95, 997	89, 389	73, 346
French franc							
Change in holdings	−296	589	1, 217	2, 366	5, 446	3, 156	−818
Quantity change	−424	482	1, 481	1, 927	5, 091	3, 155	−608
Price change	129	107	−264	438	354	1	−210
Year-end value	2, 398	2, 987	4, 204	6, 570	12, 016	15, 172	14, 354
Swiss franc							
Change in holdings	−859	1, 141	745	−1, 007	444	57	209
Quantity change	−1, 825	498	1, 490	−958	−235	412	434
Price change	965	644	−745	−49	680	−356	−225
Year-end value	6, 031	7, 173	7, 918	6, 911	7, 355	7, 412	7, 621
Netherlands guilder							
Change in holdings	425	1, 273	−249	778	523	192	−1, 918
Quantity change	31	1, 020	53	439	289	267	−1, 916
Price change	393	253	−302	339	234	−76	−1
Year-end value	3, 282	4, 554	4, 305	5, 083	5, 606	5, 798	3, 881
Japanese yen							
Change in holdings	−620	4, 352	3, 756	4, 039	10, 050	5, 276	−5, 257
Quantity change	−3, 733	1, 734	2, 724	7, 701	10, 221	2, 038	−7, 388
Price change	3, 113	2, 618	1, 032	−3, 662	−170	3, 238	2, 131
Year-end value	23, 418	27, 769	31, 525	35, 564	45, 615	50, 891	45, 634
European currency unit							
Change in holdings	2, 677	16, 521	−5, 985	364	492	4, 046	4, 455
Quantity change	−372	14, 049	−3, 296	−1, 878	−2, 107	4, 950	8, 713
Price change	3, 049	2, 472	−2, 689	2, 242	2, 600	−905	−4, 258
Year-end value	40, 720	57, 241	51, 257	51, 621	52, 113	56, 159	60, 614
Sum of the above							
Change in holdings	1, 102	73, 626	29, 647	42, 347	47, 501	23, 158	17, 525
Quantity change	7, 379	96, 191	23, 608	32, 048	58, 206	25, 986	13, 076
Price change	−6, 277	−22, 565	6, 038	10, 299	−10, 705	−2, 829	4, 449
Year-end value	314, 055	387, 681	417, 327	459, 674	507, 175	530, 332	547, 858
Total official holdings							
Change in holdings	15, 863	91, 988	38, 375	50, 675	48, 531	31, 926	20, 720
Year-end value	364, 135	456, 124	494, 498	545, 173	593, 704	625, 630	646, 350

（出所：IMF, *Annual Report* 1993, p. 108）

発行のためにFECOM（欧州通貨協力基金）に預託されたドルは，公的外国為替準備から除外されるために，ECUを考慮するとドル保有比率は55.3％まで低下してしまう。

先進諸国におけるドル保有比率は，1985年を除いて1987年までは70％台前後を維持し，1988年に60％台に低下し，1989年から1991年までは50％台に下落している。

発展途上諸国におけるドル保有比率は，1983年から1987年まで60％台前後と先進諸国より低水準で推移している。しかし1989年から1991年までは60％台と，先進諸国よりもドル保有比率が高く，1989年の天安門事件やイラクのフセン大統領のクウェート侵攻等により，「有事のドル選好」が働いたものと考えられる。

また第４表の米ドルの年末のドル価値は，1986年の1871億SDRから1992年の3241億SDRまで一貫して増加している。これは最下段の公的総保有準備高の年末の価値が継続して増加しているのと同一の動きである。

（２）ドル以外の通貨の保有比率の推移

ポンドは全地域では，1983年から1989年まで（1985年を除いて）保有比率が２％台であったものが，1990年から1992年まで３％台となり，北海油田等産油国としての立場の強化や英国内経済の回復が反映されているといえるだろう。しかしポンド保有比率は先進諸国では，1983年から1990年まで２％以下と低水準であるのに対し，発展途上諸国では４％台から６％台と高水準にある。これは大英帝国時代の旧植民地諸国のポンド保有が，現在も続いていることを示しているといえるだろう。

ドイツ・マルクは全地域で，1983年から1989年まで11.7％から19.0％まで一貫して保有比率を高めている。しかし東西ドイツ統合による経済状況の悪化により，1990年から1992年までは保有比率を減少させている。ドイツ・マルクは発展途上諸国では，1983年から1992年まで９％から11％台で推移しているのに対し，先進諸国では1983年から1988年まで（1985年を除く）13％台から17％台，

1989年から1991年までは20％台と，より保有比率を高めている。これは先進諸国の，この期間のドル保有比率の低下とは対照的で，「ドル売り・マルク買い」による準備通貨のシフトが発生した時期といえる。

フランス・フランも全地域で1988年から保有比率を増加させており，1989年までは先進諸国よりも発展途上諸国で保有比率が高い。しかし1990年からは逆に先進諸国での保有比率を増大させている。

スイス・フランは全地域で保有比率を傾向的に低下させ，先進諸国で1989年から1992年まで落ち込みが激しい。しかし発展途上諸国では1983年から1992年まで，保有比率を２％台で維持しており，一定の信頼を獲得している。

オランダ・ギルダーは全地域で1985年から1991年まで１％台を維持してきたが，全般的に発展途上諸国より先進諸国で保有比率が高いといえる。

円は全地域で1983年から1991年まで保有比率を増大させ，1991年には9.4％にまで達している。この時期は1985年９月のプラザ合意による円相場の50％におよぶ上昇期間と合致しており，日本国内での株・土地・書画骨董のバブル発生とバブル崩壊の本格的時期でもある。この円保有比率上昇の過程で，円の国際通貨化を展望した「円の国際化問題」の議論が大きく高まった。円は時々発展途上諸国でより多く保有される年があるものの，全般には先進諸国での保有比率が高いといえる。また第４表から年末の円の価値は，1980年から1991年まで一貫して増加している。

Ⅳ　アジア通貨危機からサブプライム問題直前まで

１．公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率（1997年～2006年）

第５表はIMFの『2007年報』に掲載された1997年から2006年までの「公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率」であり，第６表は1998年から2006年までの「公的外国為替（外貨）準備のSDR評価による変化」である。第６表は基本的に第２表と同じ手法で作成されている。第６表はSDR表示であるが，標準バスケット方式で作成されるSDRの価値は，1996年１月１日に改定さ

第５表　公的外国為替準備の通貨別保有比率

（%）

年　末	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
All countries										
U.S. dollar	65.2	69.4	71.0	71.1	71.5	67.0	65.9	65.8	66.7	64.7
Japanese yen	5.8	6.2	6.4	6.1	5.1	4.4	3.9	3.9	3.6	3.2
Pound sterling	2.6	2.7	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8	3.4	3.6	4.4
Swiss franc	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2
Euro[2]	—	—	17.9	18.3	19.2	23.8	25.2	24.9	24.2	25.8
Deutsche mark	14.5	13.8	—	—	—	—	—	—	—	—
French franc	1.4	1.6	—	—	—	—	—	—	—	—
Netherlands guilder	0.4	0.3	—	—	—	—	—	—	—	—
ECUs[3]	6.0	1.2	—	—	—	—	—	—	—	—
Other currencies[4]	3.8	4.5	1.6	1.5	1.3	1.6	2.0	1.9	1.7	1.7
Industrial countries										
U.S. dollar	59.1	67.6	73.5	72.7	72.7	68.9	70.5	71.5	73.6	71.9
Japanese yen	5.9	6.9	6.7	6.3	5.5	4.3	3.8	3.6	3.4	3.5
Pound sterling	2.0	2.1	2.2	2.0	1.9	2.1	1.5	1.9	2.1	2.5
Swiss franc	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2
Euro[2]	—	—	16.1	17.0	17.9	22.3	21.9	20.8	19.0	20.4
Deutsche mark	16.2	13.4	—	—	—	—	—	—	—	—
French franc	0.9	1.2	—	—	—	—	—	—	—	—
Netherlands guilder	0.2	0.2	—	—	—	—	—	—	—	—
ECUs[3]	11.2	2.3	—	—	—	—	—	—	—	—
Other currencies[4]	4.4	6.2	1.5	1.7	1.6	1.8	2.0	2.1	1.6	1.4
Developing countries										
U.S. dollar	72.4	71.2	68.3	69.4	70.2	65.2	61.3	60.2	61.0	59.7
Japanese yen	5.7	5.6	6.1	5.8	4.6	4.4	4.0	4.1	3.7	2.9
Pound sterling	3.3	3.3	3.7	3.5	3.5	3.5	4.0	4.9	4.9	5.8
Swiss franc	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
Euro	—	—	19.9	19.7	20.5	25.3	28.5	29.0	28.5	29.6
Deutsche mark	12.5	14.3	—	—	—	—	—	—	—	—
French franc	2.1	2.1	—	—	—	—	—	—	—	—
Netherlands guilder	0.5	0.4	—	—	—	—	—	—	—	—
ECUs[3]	0.0	0.0	—	—	—	—	—	—	—	—
Other currencies[4]	3.0	2.7	1.7	1.3	1.0	1.3	2.0	1.6	1.7	1.9
Memorandum items:										
Unallocated reserves[5]										
All countries	21.3	22.1	22.6	21.7	23.6	25.5	26.6	29.5	32.4	33.9
Industrial countries	2.1	1.1	0.7	0.4	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Developing countries	36.2	36.5	37.6	36.1	38.1	40.6	41.9	45.3	46.7	46.6

（出所：IMF, *Annual Report* 2007, p. 3）

れ，さらに2001年１月１日に改定された。

1996年の改定では，米ドル，ドイツ・マルク，フランス・フラン，円，ポンドの主要５通貨で構成されるものの，ウエイトが米ドル39.0%，ドイツ・マルク21.0%，円18.0%，フランス・フラン11.0%，ポンド11.0%に変更された。そして2001年の改定は，EU（European Union，欧州連合）における共通通貨ユーロ（Euro）の流通開始にともなう変更である。すなわち共通通貨ユーロ

第６表　公的外国為替（外貨）準備の SDR 評価による変化

（単位100万 SDR）

年　末	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
U.S. dollar									
Change in holdings	16, 854	81, 786	114, 437	63, 779	−6, 614	100, 191	134, 565	198, 696	115, 348
Quantity change	43, 129	65, 927	74, 684	33, 108	63, 318	184, 717	184, 681	99, 524	185, 608
Price change	−26, 275	15, 859	39, 753	30, 671	−69, 932	−84, 525	−50, 115	99, 173	−70, 260
Year-end value	631, 185	712, 971	827, 407	891, 186	884, 573	984, 764	1, 119, 329	1, 318, 025	1, 433, 373
Japanese yen									
Change in holdings	2, 373	7, 233	6, 598	−7, 658	−5, 534	1, 476	6, 585	5, 663	−529
Quantity change	−1, 947	−1, 453	11, 247	−963	−6, 411	205	7, 637	8, 656	3, 494
Price change	4, 319	8, 686	−4, 649	−6, 694	877	1, 271	−1, 052	−2, 993	−4, 023
Year-end value	56, 838	64, 072	70, 670	63, 012	57, 478	58, 954	65, 539	71, 202	70, 673
Pound sterling									
Change in holdings	−103	4, 769	3, 060	1, 659	3, 432	4, 289	16, 108	13, 960	26, 606
Quantity change	851	4, 867	3, 886	1, 409	2, 464	3, 775	14, 487	16, 098	19, 487
Price change	−954	−97	−826	249	968	513	1, 620	−2, 137	7, 119
Year-end value	24, 248	29, 018	32, 078	33, 737	37, 169	41, 458	57, 565	71, 526	98, 132
Swiss franc									
Change in holdings	−278	−698	825	342	1, 901	−2, 005	−530	54	1, 015
Quantity change	−313	−385	732	308	1, 400	−2, 106	−661	243	938
Price change	35	−313	94	34	502	102	131	−189	77
Year-end value	3, 009	2, 311	3, 136	3, 479	5, 380	3, 375	2, 845	2, 899	3, 914
Euro									
Change in holdings	—	44, 3042	33, 139	26, 423	74, 819	62, 014	47, 411	54, 327	93, 079
Quantity change	—	64, 818	36, 903	30, 133	48, 525	28, 355	33, 956	81, 628	62, 561
Price change	—	−20, 514	−3, 764	−3, 710	26, 294	33, 659	13, 456	−27, 300	30, 517
Year-end value	—	179, 926	213, 064	239, 487	314, 306	376, 320	423, 731	478, 058	571, 137
Deutsche mark									
Change in holdings	−10, 958	—	—	—	—	—	—	—	—
Quantity change	−14, 619	—	—	—	—	—	—	—	—
Price change	3, 661	—	—	—	—	—	—	—	—
Year-end value	125, 673	—	—	—	—	—	—	—	—
French franc									
Change in holdings	1, 209	—	—	—	—	—	—	—	—
Quantity change	881	—	—	—	—	—	—	—	—
Price change	327	—	—	—	—	—	—	—	—
Year-end value	14, 782	—	—	—	—	—	—	—	—
Netherlands guilder									
Change in holdings	−828		—	—	—	—	—	—	—
Quantity change	−944	—	—	—	—	—	—	—	—
Price change	115	—	—	—	—	—	—	—	—
Year-end value	2, 478	—	—	—	—	—	—	—	—
European currency unit									
Change in holdings	−46, 128	—	—	—	—	—	—	—	—
Quantity change	−47, 599	—	—	—	—	—	—	—	—
Price change	1, 472	—	—	—	—	—	—	—	—
Year-end value	10, 890								
Sum of the above									
Change in holdings	−37, 859	137, 395	158, 060	84, 545	68, 005	165, 965	204, 139	272, 701	235, 518
Quantity change	−20, 560	133, 774	127, 451	63, 995	109, 296	214, 945	240, 099	206, 147	272, 088
Price change	−17, 300	3, 621	30, 608	20, 550	−41, 292	−48, 980	−35, 960	66, 553	−36, 570
Year-end value	869, 104	988, 297	1, 146, 356	1, 230, 901	1, 298, 906	1, 464, 871	1, 669, 010	1, 941, 711	2, 177, 228
Other currencies									
Change in holdings	5, 275	−24, 602	1, 287	−1, 489	4, 570	8, 964	2, 472	1, 025	3, 611
Year-end value	40, 754	16, 152	17, 438	15, 949	20, 519	29, 483	31, 955	32, 980	36, 591
Total official holdings									
Change in holdings	−30, 328	130, 540	188, 244	144, 926	140, 400	264, 501	377, 670	507, 111	427, 063
Year-end value	1, 167, 558	1, 298, 098	1, 486, 342	1, 631, 268	1, 771, 669	2, 036, 169	2, 413, 839	2, 920, 950	3, 348, 013

（出所：IMF, *Annual Report* 2007, p. 4）

に参加したドイツ・マルク，フランス・フラン，オランダ・ギルダー，ECUはEuroに統合されて発表されることになった。

2001年1月1日の改定により，SDRの価値を決定するのは米ドル，ユーロ，円，ポンドの4通貨となり，ウエイトは米ドル45.0%，ユーロ29.0%，円15.0%，ポンド11.0%と変更された。

2．通貨別保有比率の推移

（1）米ドルの保有比率の推移

第3表より米ドルは全地域で，1990年，1991年に50%台へ保有比率が低下したものの，米国の高金利政策により1992年には60%台を回復し，第5表でもアジア通貨危機の1997年，ロシア危機の1998年とも60%台を維持し，1999年から2001年にかけては「強いドル政策」の影響もあり70%台に達した。しかし第2図の1970年を100とした主要通貨に対するドル指数である「ドル実効為替相場」の低下とともに，2002年からは65%前後で推移している。

第2図　ドル名目実効為替相場の推移（対主要国バスケット）（1970年＝100）

（出所：Federal Reserve Board 資料）

米ドルは1997年のアジア通貨危機と1998年のロシア危機では，発展途上諸国で70％台の保有比率になったものの，1999年以降2006年まで（2002年を除く）は先進諸国で70％の保有比率を維持している。これに対し，発展途上諸国では1999年から2005年まで（2001年を除く）60％台で推移し，先進諸国での保有比率とはきわだった違いをみせている。

先進諸国（とくにEUと日本）では，獲得した米ドルで米国債や米企業の株や社債を購入することにより，経常赤字で米国から流出した米ドルが，資本収支（とくに金融面）の黒字として米国に還流させている。これに対し，発展途上諸国とくに巨額のオイルマネー保有国は，目減りする米ドルから通貨価値を高めているユーロにシフトし，準備通貨の多様化を図ることにより，為替リスク回避を図っているものと推測されている。

（２）ドル以外の通貨の保有比率の推移

円は全地域でバブル崩壊後の1991年に保有比率9.4％まで上昇したものの，その後急速に比率を下げ，2006年には保有比率3.2％と低迷している。これはバブル崩壊後の日本経済の低迷と超低金利政策が大きく影響しているものと考えられる。円は1997年から2001年まで先進諸国で発展途上諸国より保有比率が高いのに対し，2002年から2005年までは発展途上国での保有比率が先進諸国よりも上回っている。これは発展途上諸国への円借款がそのまま保有されていることも一因である。

ポンドは，全地域で傾向的に保有比率を高めている。これは英国経済の景気好調さや拡大EUの一員としての地位の上昇も反映されていると考えられ，2006年には保有比率で円を上回っている。しかし先進諸国でポンドは，２％前後の保有比率で推移しているのに対し，発展途上諸国では1997年から2002年まで３％台，2003年から2005年までは４％台，2006年は5.8％と保有比率が高まっている。これは英国の旧植民地諸国や拡大EU内の発展途上諸国のポンド保有に加え，オイルマネー保有国の分散投資も考えられる。また第６表からポンドの年末の価値は，1998年から2006年まで一貫して増加し続けている。

スイス・フランは，全地域，先進諸国，発展途上諸国とも１％未満で，1973年に変動相場制へ移行したとき，各国通貨当局から選好された輝きはなくなりつつある。

拡大EUの共通通貨ユーロは，実際に紙幣や硬貨が流通し始めたのは2002年１月からであったものの，計算単位として使用され始めたのは1999年１月からであった。したがって1999年からは，共通通貨ユーロに参加したドイツ・マルク，フランス・フラン，オランダ・ギルダー，ECUの通貨別構成比率は公表されなくなった。

ユーロは，全地域で1999年から2003年まで急速に保有比率を拡大させた。景気後退期の2004年，2005年は若干低下させたものの，2006年には保有比率を25.8％と史上最高としている。ユーロは発足以来，先進諸国では16％台から22％台の保有比率であったのに対し，発展途上諸国では約20％から29％台の保有比率を維持している。しかも1999年から2006年までの全期間，発展途上諸国のユーロ保有比率が先進諸国のユーロ保有比率を上回っている。

ユーロが発展途上諸国でより多く保有されている理由としては，米ドルの減価による為替リスクを回避するための，オイルマネーの米ドルからユーロへのシフトの高まりが考えられる。また拡大EU加盟国27ヵ国のうち，共通通貨ユーロに参加を許されているのは2006年で12ヵ国，2007年で13ヵ国，2008年で15ヵ国にすぎず，参加していない拡大EU加盟国とくに発展途上諸国に区分される諸国が公的外国為替準備としてユーロを保有していることも看過できない。

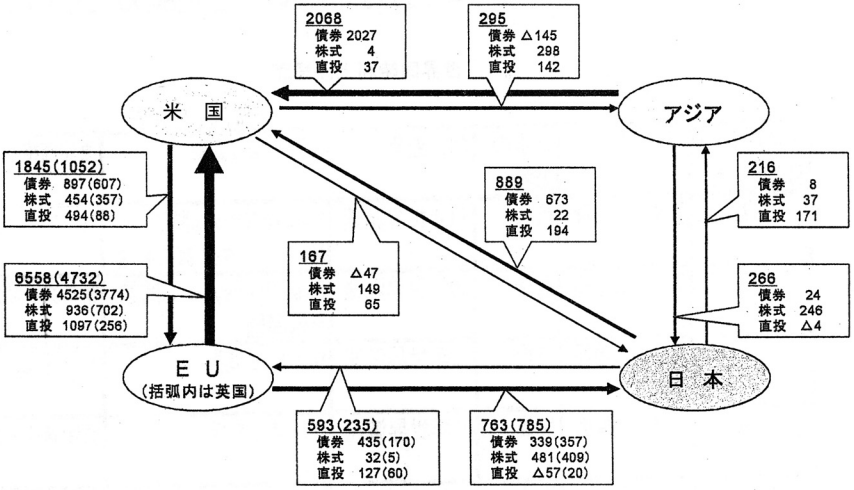
2006年末時点で，ユーロの保有比率は25.8％であるが，ユーロに参加していないポンドの4.4％を加えれば30.2％となり，米ドルの64.7％の約半分まで保有比率を高めていることになる。

Ⅴ　準備通貨の多様化と為替リスク

１．国際的資金循環

第３図は，2006年の国際的資金の流れ（フロー）を示している。EUの米国

第３図　国際的資金循環



(単位) 億ドル，△はマイナス。
(注) 1．アジアの内訳は，中国(香港を含む)，台湾，インド，インドネシア，韓国，マレーシア，フィリピン，シンガポール，タイの10地域。
2．EU は2006年末時点の加盟国25ヵ国（2007年１月１日に加盟したブルガリア，ルーマニアは含まず)。
(資料) 財務省「国際収支統計」，米国財務省「Capital Movements」，米国商務省「International Transactions」，金融庁「第１回我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ資料」
(出所：みずほ証券資料を一部修正)

への投資は債券4,525億ドル，株式936億ドル，直接投資1,097億ドル，合計6,558億ドルで，そのうちの72%が英国からの投資である。英国の投資には，オイルマネーの迂回投資も含まれている。

アジアからの投資には，中国(香港を含む)，台湾，インド，インドネシア，韓国，マレーシア，フィリピン，シンガポール，タイの10地域が含まれ，いわゆる「アジア新興国」からの投資が中核となっている。

日本から米国への投資は，債券673億ドル，株式22億ドル，直接投資194億ドルの合計889億ドルである。日本の外貨準備増加分は，ほとんど米国債の購入にあてられている。

このように米国から流出したドルは，通信技術やパソコンの向上等により，米国の生産性が上昇するという「IT バブル」や不況をもたらさない「ニュー

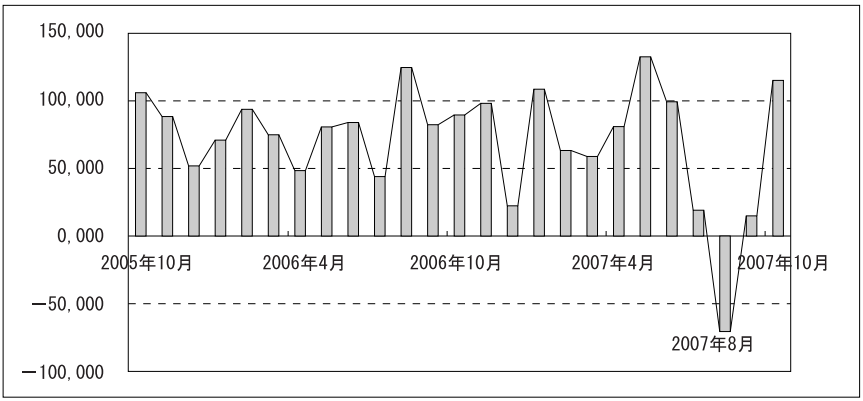
エコノミー」の時代になったとか,「住宅バブル」と，次々に資産価格の上昇により,外国保有のドルを米国に還流させ,米国経済は高成長を達成してきた。

しかし2006年秋からの米国住宅価格の下落とともに，2007年８月には，サブプライムローン(低所得者向け住宅ローン)の焦げつき問題として大きくクローズアップされ，全世界的信用不安に拡大している。金融工学を利用した証券化商品にサブプライムローンが組み込まれ，正確な不良債権の把握が困難で，世界的信用収縮が発生している。

その結果，第４図のように，2007年８月，世界から米国への証券投資がマイナスとなり，米国から資金が流出するという異変が発生した。政府関係債券保有残高の増加幅は243億ドルと月間平均増加額だったのに対し，財務省証券(TB)は７月の１兆2,533億ドルから１兆2,054億ドルと479億ドルの減少となった[7]。

その後，対米証券投資はプラスに転換したものの，中国や中東諸国が「外貨準備高に占める米ドル建て資産のウェートを,引き下げる方向で検討している」

第４図　対米証券投資



（単位：％）

（出所：Federal Reserve Board 資料）

[7] 浪川攻「米国債の海外保有残が減少に高まる―『ドル危うし』の懸念」『金融ビジネス』Autumn 2007，pp. 28−30。

という報道がしばしばなされ，米国から流出したドルが証券投資等を通じ米国に還流するメカニズムには，ほころびが生じはじめている。

２．世界的資金の流れの変化

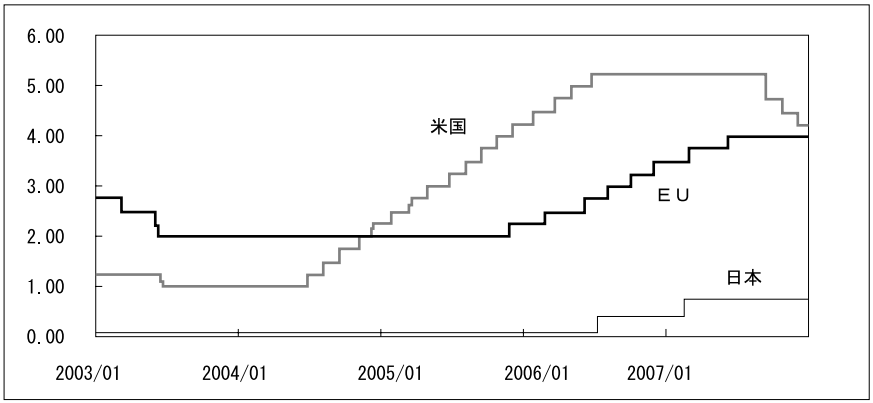
米国のサブプライムローンに起因した世界的信用不安の中で，第５図のよう米国のフェデラル・ファンド（FF）レートは，数次にわたって引き下げられ(2008年２月21日時点で3.5%)，EU の政策金利もインフレ圧力の中で引き上げられないでいる。

また「円キャリートレード」により，世界に過剰流動性を供給していると批判されてきた日本のコールレート（無担保，オーバーナイト物）金利も，0.5%で引き上げられないでいる。

このような米国と EU の金利差の逆転により，EU への資金のシフトが発生するとともに，サブプライムローン証券化商品を購入した金融機関の大幅損失や，消費低迷による企業業績不振で株式市場の急落が発生し，株式市場から商品市場への世界的資金のシフトが大量に生じている。

第６図の原油価格の急騰をはじめ金価格，鉄，鉛，アルミ等の一次産品価格，

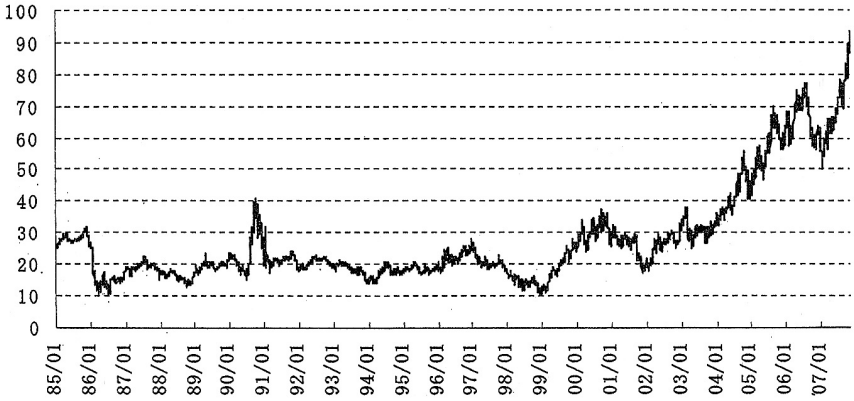
第５図　各国政策金利



（単位：%）

（出所：日本銀行『金融経済統計月報』各号）

第６図　原油価格（WTI）の推移



（出所：Datastream）

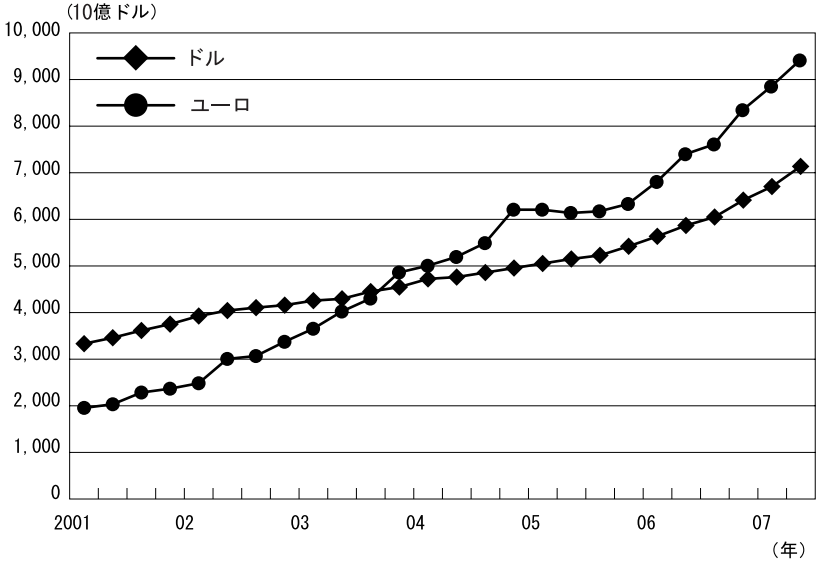
穀物価格，海上運賃先物価格等々は，需給とかけ離れた投機資金の集中により大幅な価格上昇となった。このように米国での米国債や財務省証券，株式市場への資金の流入が減少し，商品市場への巨額の資金集中は，世界経済を大きく混乱させている。

３．ドル暴落と為替リスク

国際的資金の流れに変化が生じ，第５表にみられるように，準備通貨の多様化も進展している。とくに公的外国為替準備の保有比率では共通通貨ユーロの比率の高まりが注目される。また第７図のように，ドル建てとユーロ建ての国際債の発行残高では，すでに2003年にユーロがドルを上回っている。

民間資金のドル離れに加えて，米国貯蓄率がゼロかマイナスに近いなかで，米国政府が莫大な赤字をファイナンスするためには，巨額のオイルマネーを保有する産油国に頼らざるを得ない。オイルマネーの英国を通じての米国への証券投資もその現れである。しかし産油国においては，自国通貨のドルペッグの見直しや，長年ドル体制を側面から支えてきた「石油価格のドル建てからユーロ建てへの見直し」等も検討されている。米国国際収支赤字のファイナンスが

第７図　ドルとユーロの国際債の発行残高の推移



（出所：BIS“*Quarterly Review*”）

不可能になったとき，ドル暴落は発生し，ドルを保有をしている投資家や国家は大幅な為替リスクを蒙ることになる。ドル暴落に備えた官民の為替リスク管理が，今ほど急がれているときはない。

【参考文献】

１）有馬敏則『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書，第36号，2002年。

２）伊東光晴「ドルは静かなる崩壊に向かう」『エコノミスト』，2007年12月18日号。

３）岩井克人「意外にもろいドル基軸通貨体制」『エコノミスト』2007年10月９日号。

４）勝悦子『円・ドル・マルクの経済学』東洋経済新報社，1994年。

５）斎藤満「過剰流動性は資源を目指す」『エコノミスト』2007年11月13日号。

6）佐々木融「ユーロシフトする世界の投資家」『エコノミスト』2007年11月27日号。
7）寿崎雅夫『円・ドル・マルクの時代』東洋経済新報社，1995年。
8）田中宇「世界がドルを見限る日」『エコノミスト』2007年11月27日号。
9）田中素香『EMS：欧州通貨制度―欧州通貨統合の焦点』有斐閣，1996年。
10）野神隆之「『需給は度外視』のマネーゲーム」『エコノミスト』2007年11月13日号。
11）深町郁彌『現代資本主義と国際通貨』岩波書店，1981年。
12）深町郁彌編『ドル本位制の研究』日本経済評論社，1993年。
13）藤田正寛編『国際金融論』有斐閣，1990年。
14）山本栄治『「ドル本位制」下のマルクと円』日本経済評論社，1994年。
15）吉川雅幸『ドルリスク』日本経済新聞社，2004年。
16）吉田健一郎「第２の基軸通貨として高まる存在感」『エコノミスト』2007年10月９日号。
17）吉野昌甫・藤田正寛編『国際金融論』有斐閣，1982年。
18）ロナルド・マッキノン，大野健一『ドルと円』日本経済新聞社，1998年。

第９章　国際通貨制度の動揺と国際金融リスク管理

Ⅰ　はじめに

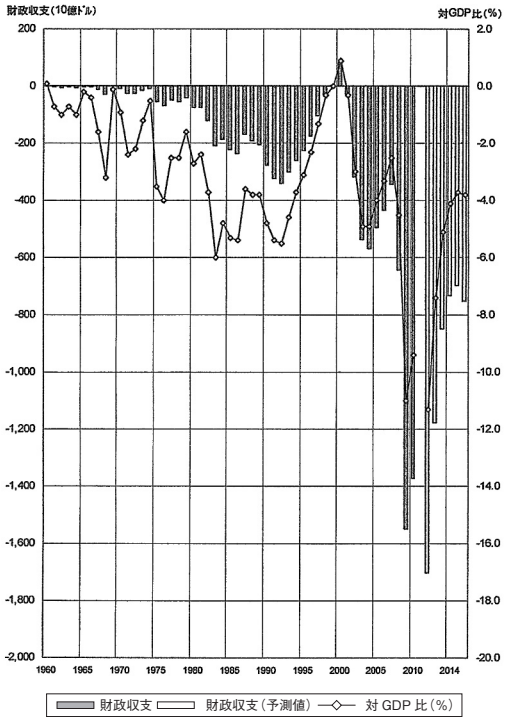
1971年８月15日の「金とドルの交換性停止」，いわゆる「ニクソン・ショック」により，第二次大戦後に創設された「ブレトン・ウッズ体制（旧 IMF 体制）」は，名実ともに崩壊した。本年2011年は，それから丁度40年になるが，依然として国際通貨体制は，確固たる新たなる枠組を作り上げることが出来ないままである。現在でもドルに代わる国際通貨は現れず，国際通貨体制は，グローバリゼーションの進展下で，ヘッジファンドを始めとする巨大投機資金である「リスクマネー」の攻撃に遭い，日米欧主要国の弱体化とも相まって，大きく動揺している。

とくに基軸通貨国アメリカのドルは，景気低迷や政府資金調達の困難化により経済的にも追い詰められ，国際通貨制度動揺の元凶となっている。第１図は，OMB（Office of Management and Budget，ホワイトハウス行政管理予算局）発表の「アメリカ連邦政府の財政収支（オンバジェット）と対 GDP 比の推移）」，第２図は「アメリカの連邦債務残高と連邦債務上限」を示している。アメリカでは，政府が無制限に連邦債務を膨らませないように，連邦債務残高の上限が法律で決められている。

第１図に示されているように，連邦政府財政収支赤字は，2000年以外毎年赤字で，連邦政府の債務残高は増大を続け，しばしば債務上限に近づいた。したがって連邦債務上限を変更するためには，政府が法案を提出して，議会での承認が必要で，連邦債務上限は第２図に見られるように，2000年以降でも10回引き上げられている。

しかし2010年２月に議会が決定した連邦債務上限の14兆2,940億ドルは，2011年７月時点で事実上この上限に達していた。したがって連邦債務残高の上

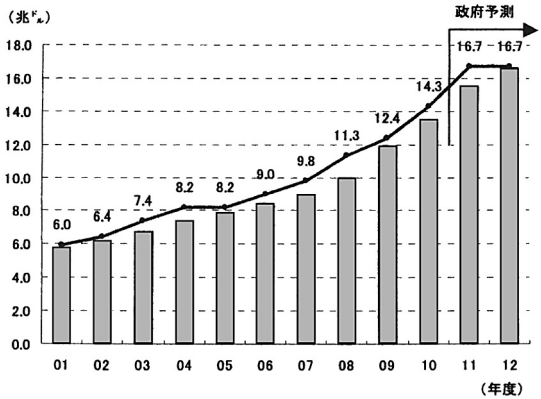
第１図　アメリカ連邦政府の財政収支（オンバジェット）と対 GDP 比の推移



（注）１．2011～2016年は予測値
２．オンバジェットは，社会保障基金と郵便会計を除く
３．合計は社会保障会計と郵便会計を含む
（出所：Office of Management and Budget, Budget Message（The President's Budget））

限が８月２日までに引き上げられなければ，法的に予算執行が不可能となってしまい，国債の償還資金不足や各種給付金等の政府サービスの停止等に追い込まれる事になっていた。そのような事態を避けるために，2011年７月から８月にかけて，与野党で連邦債務上限引き上げ交渉が行われたものの難航し，８月１日やっと大幅な財政赤字削減策と引き換えに，連邦債務上限引き上げ法案が下院を通過し，さらに８月２日に上院でも承認された。そしてオバマ大統領が連邦債務上限を合計2.1～2.4兆ドル引き上げる「財政コントロール法（Budget

第２図　アメリカの連邦債務残高と連邦債務上限



（出所：Office of Management and Budget 発表資料より作成）

Control Act of 2011）」に署名し，アメリカ国債のデフォルトという最悪の事態を免れる事ができた。しかし，一連のドタバタ劇によるドルへの信認の低下や，今後の財政赤字削減について引き続き課題を残している。とくに今後の追加景気対策や予算審議も難航を極める可能性が高まり，ドルの信認低下となっている。

さらに，2011年８月７日に大手格付け会社「スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）」は，アメリカ国債の格付けを，史上初めて最上級の「AAA」から「AA＋」に一段階引き下げ，ドル動揺に拍車をかけた。これは，アメリカの債務支払い能力の信頼性が下がったとの印象を，全世界に与えたといえる。しかし，アメリカ国債格下げの影響の予測は容易ではない。サブプライムローン（アメリカの低所得者向け住宅ローン）を担保にした「「MBS（Mortgage Backed Security，住宅ローン担保証券）」や「CDO（Collateralized Debt Obligation，債務担保証券）」等々証券化商品に最上級の格付けを付し，2008年９月15日のリーマン・ブラザーズの破綻による世界金融恐慌に導いた責任の一端を持つ格付け会社が，果たして国債格付けの正確な能力があるかどうかは，疑問のあるところである。しかも格付けを下げるに当たっての計算で，２兆ドルも過大に

連邦債務を計上するという計算ミスをしていたとの指摘[1]もある。

しかしながら現実には，サブプライムローンによる証券化商品の大暴落により巨額の損失が発生し，アメリカの金融機関や住宅金融機関が経営危機に陥るなど，アメリカ経済の弱体化は紛れもない事実である。そのような状況下で，格付け会社にアメリカ国債格付けを引き下げる口実を与えたといえる。

また，ドルに替わる基軸通貨として期待され，近年，IMF 加盟国の公的外国為替（外貨）準備での保有比率を高めてきた「共通通貨・ユーロ」も動揺している。すなわち，EU27カ国のなかで17カ国が参加「している「共通通貨・ユーロ」のうち，GIIPS 諸国（ギリシャ，イタリア，アイルランド，ポルトガル，スペイン）が，財政危機により，しばしば投機資金の標的とされ，「共通通貨・ユーロ」の崩壊も囁かれるほど，迷走が続いている。

これに対し，巨額の財政赤字や2011年３月11日の東日本大震災に苦しんでいる「日本・円」も，2011年３月17日に海外市場で「＄１＝￥76.25」を付け，戦後最高値であった1995年４月19日の「＄１＝￥79.75」をあっさり更新した。円は，さらに2011年８月19日の「＄１＝￥75.95」，10月31日の「＄１＝￥75.32」という歴史的円高に次々に見舞われ，日本経済は大きな困難に直面している。また「スイス・フラン」も投機資金により，歴史的スイス・フラン高となり，「€１＝1.2スイス・フラン」以上になると，無制限介入をすると宣言して，スイス・フラン防衛に追われている。

このような状況下，本章においては日米欧の為替相場の乱高下の原因を探り，国際金融リスク管理のための諸方策を考察したい。そのため，まず IMF 加盟国の公的外国為替（外貨）準備に占めるドル，ユーロ，円，ポンド，スイス・フランの保有状況を SDR とのかかわりで概観し，準備通貨の現状について考察する。そして外国為替市場での，ドル，ユーロ，円の動向について検討する。最後に当面の国際通貨制度安定のためには，準備資産としての地位は低下しているものの，決済通貨としては依然として圧倒的地位を占めているドル

---

[1] 『読売新聞』　2011年８月10日　朝刊

の安定が不可欠であるとの認識のもと，あるべき国際通貨制度と，国際金融リスク管理策について考察したい。

Ⅱ　SDR 評価による公的外国為替（外貨）準備中の各国通貨保有比率

１．SDR 評価の公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率（2000年～2010年12月）

第１表は，IMF〔International Monetary Fund（国際通貨基金）〕の，“Annual Report 2011（2011年報）”に掲載された2002年から2010年までの IMF に自国の外貨準備構成を報告した国全体の「SDR 評価による公的外国為替（外貨）

第１表　公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率

（%）

年　　末	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
All countries											
U. S. doller	71. 1	71. 5	67. 1	65. 9	65. 9	66. 9	65. 5	64. 1	64. 1	62. 1	61. 5
Japanese yen	6. 1	5. 0	4. 4	3. 9	3. 8	3. 6	3. 1	2. 9	3. 1	2. 9	3. 8
Pound sterling	2. 8	2. 7	2. 8	2. 8	3. 4	3. 6	4. 4	4. 7	4. 0	4. 3	4. 0
Swiss franc	0. 3	0. 3	0. 4	0. 2	0. 2	0. 1	0. 2	0. 2	0. 1	0. 1	0. 1
Euro	18. 3	19. 2	23. 8	25. 2	24. 8	24. 1	25. 1	26. 3	26. 4	27. 6	26. 2
Other currencies	1. 5	1. 3	1. 6	2. 0	1. 9	1. 7	1. 8	1. 8	2. 2	3. 1	4. 4
Advanced economies											
U. S. doller	69. 7	70. 5	66. 4	67. 1	67. 3	69. 2	68. 1	66. 0	67. 1	65. 1	64. 4
Japanese yen	7. 3	6. 1	5. 4	5. 2	5. 0	4. 7	4. 2	4. 0	4. 3	3. 9	4. 7
Pound sterling	2. 8	2. 7	2. 8	2. 3	2. 7	2. 7	3. 3	3. 5	2. 7	2. 8	2. 6
Swiss franc	0. 3	0. 3	0. 5	0. 3	0. 2	0. 2	0. 2	0. 2	0. 2	0. 2	0. 1
Euro	18. 4	19. 0	23. 3	23. 1	22. 9	21. 2	22. 2	24. 2	23. 3	25. 4	24. 3
Other currencies	1. 5	1. 4	1. 6	2. 1	2. 1	1. 9	1. 9	2. 1	2. 5	2. 6	3. 9
Emerging and Developing economies											
U. S. doller	74. 9	73. 9	68. 7	63. 2	63. 1	62. 8	61. 6	62. 1	60. 8	58. 6	58. 3
Japanese yen	2. 8	2. 4	1. 7	1. 1	1. 3	1. 5	1. 3	1. 8	1. 9	1. 8	2. 8
Pound sterling	2. 6	2. 8	2. 8	3. 8	4. 9	5. 1	6. 0	5. 9	5. 5	5. 9	5. 5
Swiss franc	0. 2	0. 2	0. 1	0. 1	0. 1	0. 1	0. 1	0. 1	0. 1	0. 0	0. 1
Euro	18. 0	19. 6	25. 1	30. 1	29. 1	29. 0	29. 4	28. 5	29. 9	30. 1	28. 2
Other currencies	1. 5	1. 0	1. 5	1. 8	1. 4	1. 5	1. 6	1. 5	1. 9	3. 6	5. 1
Memorandum itemes:											
Unallocated Reserves											
All countries	21. 6	23. 4	25. 4	26. 5	29. 2	34. 2	36. 9	38. 5	42. 6	44. 1	44. 7
Advanced economies	9. 0	9. 9	11. 4	11. 9	11. 8	12. 4	12. 0	11. 3	11. 8	12. 6	12. 4
Emerging and Developing economies	42. 9	44. 4	46. 4	47. 1	50. 6	54. 4	55. 5	54. 0	58. 5	60. 4	60. 8

（出所：IMF, *Annual Report 2011*, Appendix p. 4）

第２表　公的外国為替（外貨）準備の SDR 評価による変化

（単位　100万 SDR）

年　　末	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
U.S. doller										
Change in holdings	64.3	−7.0	100.3	141.1	203.6	112.0	228.5	80.2	55.0	240.2
Quantity change	33.6	63.0	184.7	191.5	103.7	182.7	307.3	32.4	84.8	211.0
Price Change	30.7	−70.1	−84.4	−50.4	99.9	−70.7	−78.8	47.9	−29.8	29.3
Year-end value	893.1	886.1	986.4	1,127.5	1,331.1	1,443.2	1,671.7	1,751.9	1,806.9	2,047.1
Japanese yen										
Change in holdings	−7.7	−5.5	1.5	6.6	5.7	−3.4	8.4	9.4	−0.8	41.2
Quantity change	−1.0	−6.4	0.2	7.6	8.7	0.5	8.9	−12.3	1.6	26.8
Price Change	−6.7	0.9	1.3	−1.1	−3.0	−3.9	−0.5	21.7	−2.4	14.4
Year-end value	63.0	57.5	59.0	65.5	71.2	67.8	76.2	85.6	84.8	126.0
Pound sterling										
Change in holdings	1.7	3.4	4.3	16.1	13.9	25.0	25.4	−12.3	14.4	8.1
Quantity change	1.4	2.5	3.8	14.5	16.1	18.0	28.9	22.9	4.8	10.1
Price Change	0.2	1.0	0.5	1.6	−2.1	7.0	−3.5	−35.2	9.6	−2.0
Year-end value	33.7	37.2	41.5	57.6	71.5	96.5	121.9	109.6	124.0	132.1
Swiss franc										
Change in holdings	0.3	1.9	−2.0	−0.5	0.1	0.9	0.3	−0.3	−0.4	0.2
Quantity change	0.3	1.4	−2.1	−0.7	0.2	0.8	0.1	−0.6	−0.5	−0.2
Price Change	0.0	0.5	0.1	0.1	−0.2	0.1	0.1	0.3	0.0	0.4
Year-end value	3.5	5.4	3.4	2.8	2.9	3.8	4.0	3.8	3.3	3.5
Euro										
Change in holdings	26.5	74.8	62.0	47.7	54.4	74.6	131.9	37.2	79.9	68.3
Quantity change	30.2	48.5	28.4	34.2	81.7	44.5	92.4	59.9	67.2	155.0
Price Change	−3.7	26.3	33.6	13.5	−27.3	30.0	39.5	−22.7	12.8	−46.7
Year-end value	239.6	314.4	376.4	424.1	478.5	553.1	685.0	722.2	802.1	870.4
Sum of the above										
Change in holdings	85.1	67.6	166.1	211.0	277.7	209.1	394.5	114.2	148.1	358.0
Quantity change	64.5	109.0	215.0	247.2	210.4	246.5	437.6	102.2	157.9	362.5
Price Change	20.6	−41.4	−48.9	−36.3	67.3	−37.4	−43.1	12.0	−9.8	−4.6
Year-end value	1,233.0	1,300.5	1,466.6	1,677.6	1,955.3	2,164.4	2,558.8	2,673.1	2,821.2	3,179.2
Other Currencies										
Change in holdings	−1.4	4.6	9.0	2.6	2.2	5.3	8.4	12.3	28.7	58.7
Year-end value	16.0	20.5	29.5	32.1	34.3	39.6	48.0	60.3	89.0	147.7
Unallocated Reserves										
Change in holdings	61.2	68.1	89.5	164.3	329.1	253.9	346.1	397.9	266.0	388.1
Year-end value	382.0	450.2	539.6	703.9	1,033.1	1,287.0	1,633.0	2,031.0	2,297.0	2,685.1
Total official holdings										
Change in holdings	144.8	140.3	264.6	377.9	609.0	468.3	748.9	524.5	422.8	804.8
Year-end value	1,631.0	1,771.2	2,035.8	2,413.6	3,022.6	3,490.9	4,239.8	4,764.3	5,207.1	6,012.0

（出所：IMF, *Annual Report 2011*, Appendix p. 5）

準備の通貨別保有比率」であり，第２表は，「2001年から2010年までの公的外国為替（外貨）準備の SDR（Special Drawing Rights，特別引出権）評価によ

る変化」である。これは為替取引による各国通貨別保有額の変化だけでなく，各国通貨のSDR価格の変化も反映させようとするものである。

２．「流動性ジレンマ」とSDRの創設

SDRは1969年に，固定為替相場制度であったブレトン・ウッズ体制を支持するために，IMFにより創設された国際準備資産である。第二次大戦後のブレトン・ウッズ体制は，金とドルを中心とする「国際金為替本位制度」であった。すなわち，金１オンス（oz）＝＄35で相互に交換可能で，各国は金為替である「ドル」に一定比率でリンクしていた。しかし急速に拡大する国際貿易に対し，「金」は生産面の制約から対応できず，もっぱら，国際流動性は圧倒的金準備を保有するアメリカの国民通貨であるドルにより供給されてきた[2]。つまりアメリカの国際収支赤字により，国際流動性が供給されてきたのである。しかしアメリカの国際収支赤字が拡大し過ぎると，ドルに対する「信認」が低下するジレンマ，いわゆる「(国際) 流動性ジレンマ (トリフィン・ジレンマ)」を抱えていた。

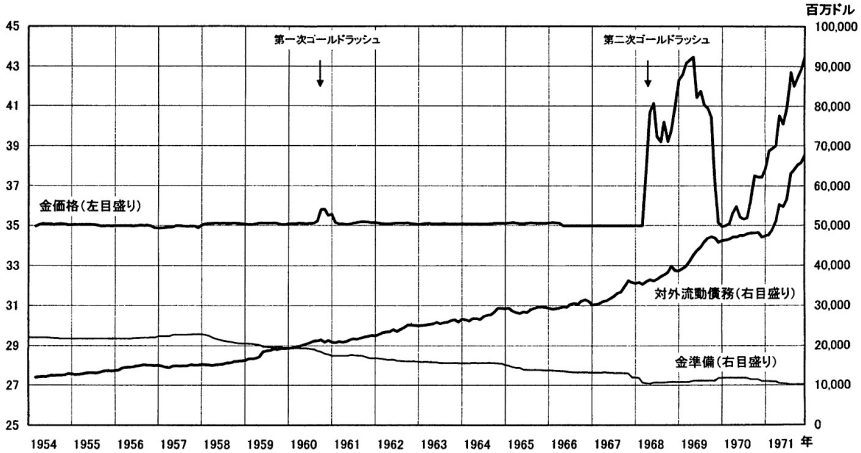
歴史的には第３図に示されているように，アメリカの対外流動債務がアメリカ保有金準備を超過した1960年や，1967年11月18日のポンドの14.3％の切り下げに触発された３回の金投機の高まり等々により，しばしば「ドル危機」が発生し，金価格が急騰する「ゴールドラッシュ」となり，「ドル防衛策」がいく度となく講じられてきた。しかしついに1968年３月16日から，政府間では金１オンス＝＄35の交換を維持するものの，民間はロンドン自由金市場価格で交換するという，いわゆる「金の二重価格制」への移行を余儀なくされ，ブレトン・ウッズ体制の実質的崩壊となった。

このようなドル危機の継続的発生のもとで，将来の国際流動性需要に対する新準備資産の検討が1963年10月から始まり，1967年９月のIMFリオデジャネイロ総会で，ついにSDR創出の大綱が決定された。そして金の二重価格制に

---

[2] 拙稿「国際通貨発行にともなう諸問題」『彦根論叢』第222・223号を参照されたい。

第３図　金価格・アメリカの対外流動債務と金準備



（注）左目盛の単位は１オンス＝○ドル
（出所：FRB, *Federal Reserve Bulletin*.（金準備，対外短期流動債務），IMF, *Annual Report, 1966*, *International Financial Statistics*.（金価格））

移行した直後の，1968年３月29～30日にストックホルムで開催された10カ国蔵相会議で，SDR 創出に関する最終的な調整を行い，同年５月，IMF 総務会は SDR 創設の決議を採択し，SDR 制度導入が確定した。その後 IMF 加盟国の割当額（Quota）の85％以上の賛成等，必要な手続きを経て1969年に発効し，1970年から加盟国の割当額に応じて SDR が配分されたのである。

３．SDR の価値表示の変遷

SDR は1970年35億ドル，1971年30億ドル，1972年30億ドル，合計95億ドルが創出された。１SDR の価値は，当時の１ドルの価値に等しい0.888671g の純金と等価とされた。しかし SDR の創設は，ブレトン・ウッズ体制の強化には繋がらなかった。なぜなら当時のニクソン大統領は，スイスが30億ドルを金と交換しようとしているとの情報を基に，1971年８月15日，金とドルの交換を停止したからである。その後，同年12月のスミソニアン会議と1973年２月の２回，ドルは金１オンス＝＄35から＄38，＄42.22に切り下げられ，１SDR＝＄１

から１SDR＝＄1.0857，１SDR＝＄1.2に切り上がった。しかしドルの金交換が再開されることはなく，1973年２月から３月にかけて世界各国は，相次いで変動相場制に移行した。

したがって日々変動する為替相場のもとで，SDRを金価値で表示する事の正当性が低下し，1974年７月１日から新SDRの価値を，1968年から1972年の５年間の世界の財・サービス輸出額の平均１％を超える16カ国通貨にウエイトを付けた加重平均による「標準バスケット方式」により決定されることになった。その後1978年７月に，16通貨のうち２通貨が入れ替えられた[3]。そして1981年１月から構成通貨をアメリカ・ドル，西ドイツ・マルク，円，ポンド，フランス・フランの主要５カ国通貨に簡素化され，ウエイトも変更された。さらに1986年と1996年に５カ国のウエイト調整が行われた。

そしてSDRの価値は，EU（European Union，欧州連合）の共通通貨「ユーロ（Euro）」の2002年１月からの紙幣や硬貨の流通開始に伴って，2001年１月から，アメリカ・ドル，ユーロ，円，ポンドの４通貨となり，ウエイトはアメリカ・ドル45.0%，ユーロ29.0%，円15.0%，ポンド11.0%となった。さらに2006年１月から，ウエイトがアメリカ・ドル44.0%，ユーロ34.0%，円11.0%，ポンド11.0%に変更された。さらに2011年１月からはウエイトが，アメリカ・ドル41.9%，ユーロ37.4%，ポンド11.3%，円9.4%に変更され，現在に至っている。

このようにSDRのウエイトは，通貨発行国（あるいは加盟国が参加している通貨同盟）の財・サービス輸出額と，これらの通貨が他の加盟国により外貨準備として保有されている額を基に決定されている。したがって円は，前回までのウエイトでは４カ国中３位であったものが，今回のウエイト改正では４カ国中最下位となり，他の主要国に比べ存在感が薄くなっている事を示し，日本経済の地盤低下を反映しているとも言える。とくに次節で概観するように，IMF

---

[3] 則武保夫「SDR制度」，土屋・安藤編『国際金融教室（新版）』，有斐閣，1977年，pp.107–208。

加盟国の公的外国為替（外貨）準備中の円の保有比率が低下していることが大きく影響していると言えるだろう。

Ⅲ　公的外国為替（外貨）準備中の各国通貨保有比率

1．『IMF 2009年報』からの公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率の変更点

第１表はIMF加盟国が保有する公的外国為替（外貨）準備に占める各国通貨保有比率の2000年から2010年12月までの推移を示している。変動為替相場制に移行した1973年から2001年までの公的外国為替（外貨）準備に占める通貨別保有比率は，拙稿「準備通貨の多様化と為替リスク」『彦根論叢』第371号（2008年３月）で検討しているので，本章では通貨保有比率が過去のデータと若干異なる，2000年からの各国通貨保有比率の変化を考察したい。

まず“IMF Annual Report（『IMF年報』）”の2008年版までは，IMF加盟国をIndustrial countries（先進諸国）とDeveloping countries（発展途上諸国）に分類し，両者を合計したものをAll countries（全諸国）として分析していた。ところが2009年報からは，IMF加盟国をAdvanced economies先進経済諸地域）とEmerging and developing economies（新興経済地域と発展途上経済地域）に分類し，両者を合計したものがAll countries（全諸国）と変更して，公表されている。１国単位にとどまらず，経済地域の著しい発展を考慮して，このような変更がなされたものである。

2．公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率

（１）アメリカ・ドル

『IMF 2007年報』では，全諸国でのアメリカ・ドルの保有比率は，2001年71.5％，2002年67.0％，2003年65.9％，2004年65.8％，2005年66.7％，2006年64.7％，先進諸国のドル保有比率は，2001年72.7％，2002年68.9％，2003年70.5％，2004年71.5％，2005年73.6％，2006年71.9％，発展途上諸国のドル保

有比率は，2001年70.2％，2002年65.2％，2003年61.3％，2004年60.2％，2005年61.0％。2006年59.7％となっている。これに対し『IMF 2011年報』によると，第１表のように，全諸国では若干ドルの保有比率が高くなっており，先進経済諸地域ではドル保有比率が下回っている。また新興経済地域と発展途上経済地域は，2007年版に比べドル保有比率が高くなっている。これはSDR価値の変更が影響しているためである。

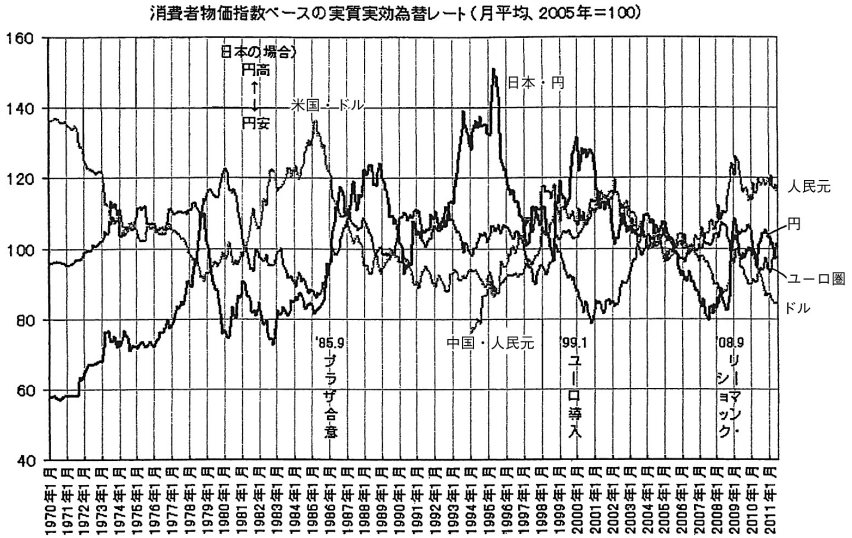
『IMF 2011年報』によれば，「全諸国」では1999年から2001年までは，「強いドル政策」の影響により，70％で推移していたものが，2002年から2011年４月までは60％台に急落している。これは2001年９月11日の「同時多発テロ」によるアメリカの威信の低下により，従来，「有事のドル選好」と言われるように，天変地異や戦争等々になればドルが優先的に保有されてきたものが，逆に「ドル離れ」が進んだことを意味している。また2006年からのアメリカの住宅価格の急落により，2007年～2008年にかけての「サブプライムローン（低所得者向住宅ローン）を証券化した商品」の大暴落による世界金融恐慌も，「ドル離れ」に大きく影響している。

地域別では，2002年まで「先進経済諸地域」よりも「新興経済地域と発展途上経済地域」の方が，ドル保有比率が高い。2002年までは，1997年のアジア危機や1998年のロシア危機という「有事」の中で，「新興経済地域と発展途上経済地域」がドル保有を優先したものと思われる。また後述するEUの共通通貨「ユーロ」は，計算単位として1999年１月から使用され始め，2002年１月から紙幣や硬貨による本格的流通を開始したのに伴って，「先進経済諸地域」はユーロへの分散投資を行ったものと考えられる。

しかし2003年からは，傾向としては減少傾向であるものの，「先進経済諸地域」のドル保有比率が，「新興経済地域と発展途上経済地域」を上回っている。第４図は消費者物価指数ベースの円，ドル，ユーロ圏，人民元の実質実効為替相場（月平均，2005年＝100），第３表は世界各国の実質実効為替相場を数字で表したものである。

ドルの実質実効為替相場は，1985年をピークにしてその後下落し，1997年頃

第４図　実質実効為替相場の推移（円，ドル，ユーロ圏，人民元）



（注）対象バスケットはブロードベース（58カ国）。ただし1993年以前はナローベース（27カ国，中国を含まず）に接続（2011年６月まで）。

（出所：Bank for International Settlement HP より作成）

から再び上昇し始め，2001年１月をピークとして低下した。そして，一時2009年に上昇し，その後低下している。ユーロ圏の実質実効為替相場は，ユーロ紙幣や硬貨が流通し始めた2002年１月より上昇している。このような状況から，「新興経済地域と発展途上経済地域」，とくに産油国を中心とした巨額のオイルマネー保有国は，減価するドルから増価するユーロにシフトして，公的外国為替（外貨）準備を多様化することにより，為替リスク軽減を図ってきたと見られる。

「先進経済諸地域」は，第５図の各国の主要政策金利の推移によれば，2004年～2008年１月迄の，ドル金利がユーロ金利よりも高かった期間はとくにそうであったが，第６図のアメリカの経常収支赤字の推移にも示されているが，アメリカの経常収支赤字やアメリカ企業の海外への投資等によってアメリカ国外に流出したドルを獲得した諸国は，ドルをアメリカ国債や財務省証券，アメリ

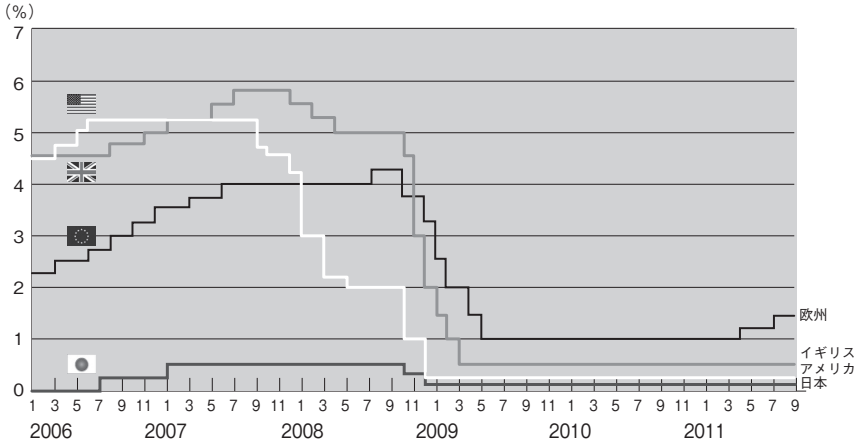
第３表　世界各国の実質実効為替相場〔2005年基準〕

国名＼年	1985	1990	1995	2000	2005	2009	2010	2008－09年伸び率（％）	2009－10年伸び率（％）
ADVANCED ECONOMIES									
U. S. A.	134. 2	94. 2	91. 2	107. 8	100. 0	95. 3	91. 6	4. 6	▲3. 8
Canada	110. 6	111. 8	88. 0	82. 3	100. 0	96. 9	105. 3	▲3. 8	8. 8
Australia	96. 9	97. 2	84. 0	80. 3	100. 0	100. 8	115. 3	▲2. 5	14. 4
Japan	82. 4	96. 2	136. 3	126. 2	100. 0	101. 5	102. 7	12. 7	1. 2
NewZealand	76. 2	87. 4	88. 5	73. 0	100. 0	86. 4	94. 2	▲6. 1	9. 0
Austria	87. 6	93. 7	107. 3	95. 0	100. 0	101. 5	98. 7	0. 8	▲2. 7
Belgium	90. 9	97. 6	106. 8	91. 8	100. 0	104. 3	101. 0	0. 4	▲3. 1
Denmark	84. 0	95. 1	99. 9	92. 5	100. 0	105. 6	102. 0	2. 9	▲3. 4
Finland	116. 9	132. 1	111. 0	95. 7	100. 0	103. 9	98. 2	1. 0	▲5. 4
France	97. 6	101. 3	106. 6	92. 7	100. 0	101. 9	98. 7	0. 2	▲3. 1
Germany	112. 4	120. 3	115. 4	94. 3	100. 0	102. 3	97. 3	0. 7	▲4. 9
Greece	78. 6	82. 5	93. 9	88. 1	100. 0	106. 9	106. 7	1. 4	▲0. 1
Iceland	86. 4	88. 0	79. 9	87. 3	100. 0	62. 3	65. 4	▲19. 2	5. 0
Ireland	90. 2	94. 2	89. 8	81. 1	100. 0	107. 4	100. 2	▲4. 8	▲6. 7
Italy	94. 9	110. 8	86. 9	90. 2	100. 0	103. 2	99. 4	1. 2	▲3. 7
Luxembourg	95. 7	97. 0	105. 2	94. 0	100. 0	104. 5	101. 8	1. 0	▲2. 6
Netherlands	89. 0	91. 6	101. 5	88. 8	100. 0	102. 8	99. 0	2. 0	▲3. 7
Norway	97. 9	99. 2	95. 3	90. 1	100. 0	97. 8	102. 7	▲2. 6	5. 0
Portugal	73. 5	80. 2	93. 9	90. 3	100. 0	102. 1	99. 9	▲0. 5	▲2. 2
Spain	79. 8	104. 4	93. 5	88. 8	100. 0	106. 2	103. 7	0. 1	▲2. 4
Sweden	117. 2	126. 9	110. 4	103. 3	100. 0	89. 5	95. 8	▲9. 5	7. 1
Switzerland	87. 1	95. 4	111. 5	96. 1	100. 0	101. 6	107. 5	3. 8	5. 8
U. K.	83. 5	87. 0	76. 3	98. 7	100. 0	80. 9	83. 8	▲12. 2	3. 6
EMER. & DEVELOP. ECO. DEVELOPING ASIA									
China	199. 0	116. 0	92. 1	108. 5	100. 0	119. 4	119. 0	3. 5	▲0. 4
Malaysia	184. 6	126. 3	129. 2	105. 6	100. 0	103. 3	108. 9	▲2. 7	5. 4
Pakistan	196. 3	122. 9	117. 5	106. 7	100. 0	98. 6	103. 7	0. 9	5. 1
Philippines	154. 4	108. 8	130. 7	108. 6	100. 0	121. 3	126. 8	▲2. 5	4. 5
Singapore	117. 4	101. 7	115. 3	109. 0	100. 0	108. 0	111. 7	0. 3	3. 4

（出所：IMF, *International Financial Statistics*, 2011年４月号より作成）

カの支赤字の推移にも示されているとおり，アメリカの経常収支赤字やアメリカ企業の海外への投資等によってアメリカ国外に流出したドルを獲得した諸国は，ドルをアメリカ国債や財務省証券，アメリカの金融機関等への預金としてアメリカに還流させた。このように，アメリカの対外流動債務が諸外国に受け取られ続ける限り，ドルの国際通貨としての地位は維持され続けているのである。

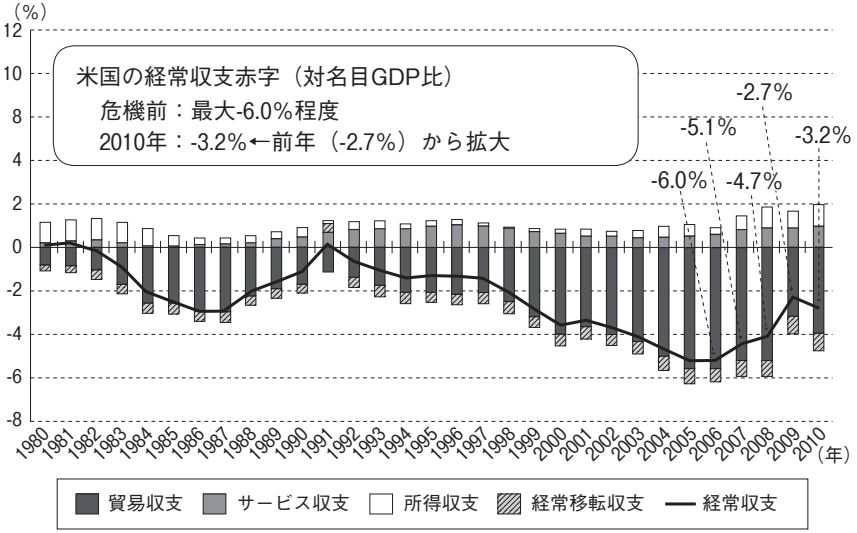
第５図　主要４カ国政策金利の推移



（注）2011年９月８日時点

（出所：野村証券ホームページ，外為どっとコムホームページ）

第６図　アメリカの経常収支赤字の推移



（資料）アメリカ商務省資料より作成。

（出所：通産省『通商白書 2011年版』p. 18）

（２）EU の共通通貨・ユーロ（Euro）

①ユーロ参加国の推移

EU 加盟国中11カ国（ベルギー，ドイツ，スペイン，フランス，アイルランド，イタリア，ルクセンブルグ，オランダ，オーストリア，ポルトガル，フィンランド）が，1999年１月から計算単位としての共通通貨・ユーロを使用し始めたため，第１表では，ユーロに参加したドイツ・マルク，フランス・フラン，オランダ・ギルダー，ECU（European Currency Unit，欧州通貨単位）は，1999年から公表されなくなり，その合計がユーロとして一括して計上されている。

その後2001年１月にギリシャがユーロに参加し，ユーロ参加国は12カ国となった。そして2002年１月から紙幣・硬貨が市中に流通し始め，2003年３月からユーロ圏12カ国の唯一の法定通貨となった。2007年から2011年にかけて，スロヴェニア，キプロス，マルタ，スロヴァキア，エストニアが次々にユーロに参加し，2011年12月時点で，ユーロ参加国は17カ国となっている。

② EU への歴史と EU 加盟国の推移

EU の歴史は，第二次大戦後の1946年９月19日にウインストン・チャーチルが，チューリッヒで「ヨーロッパ合衆国構想」を提唱したのに始まる。その後，欧州石炭鉄鋼共同体の創設，EEC（European Economic Community，欧州経済共同体），欧州原子力共同体，EC（European Community，欧州共同体），「トンネルの中のスネーク」制度，EMS（European Monetary System，欧州通貨制度（1973年３月13日），EMU（Economic and Monetary Union，経済通貨同盟），マーストリヒト条約発効による EU（The European Union，欧州連合）創設（1993年11月１日），オーストリア，フィンランド，スウェーデンの EU 加盟（1995年１月），旧共産圏10カ国の EU 加盟（2004年５月１日，拡大 EU），2007年１月のブルガリア，ルーマニアの EU 加盟を経て，EU 加盟国は2011年12月時点で，27カ国（オーストリア，ベルギー，ブルガリア，キプロス，チェコ，ドイツ，デンマーク，スペイン，エストニア，フィンランド，フランス，ギリシャ，ハンガリー，アイルランド，イタリア，リトアニア，ラトビア，ルクセンブルグ，マルタ，オランダ，ポーランド，ポルトガル，ルーマニア，ス

ロヴァキア，スロヴェニア，スウェーデン，イギリス）となっている。

そして既述のように2011年12月時点で，EU 加盟27ヶ国中17カ国が，「共通通貨・ユーロ」に参加しているものの，英国はユーロに参加していない。

③ユーロの公的外国為替（外貨）準備中の保有比率

第１表によれば，IMF 加盟国のユーロ保有比率は，1999年に「全諸国」の17.8％から，景気停滞期の2004年，2005年を除いて傾向的に上昇し，2009年で27.3％に達している。これにユーロに参加していないイギリス・ポンドの4.3％を加えれば，ユーロ圏で IMF 加盟国の公的外国為替（外貨）準備の31.6％となり，ドルの62.2％の約半分となっている。

④ユーロの地域別保有比率

ユーロの地域別保有比率について検討すると，ユーロが計算単位として使用された1999年～2001年までは，「先進経済諸地域」では18～19％であったものが，実際に紙幣や硬貨が流通し始めた2002年からは，21％～24％台へと保有比率が高まっている。これに対して，「新興経済地域と発展途上経済地域」では，1999年～2001年までは17％～19％と，「先進経済諸地域」とほぼ同水準である。

しかし2002年からは25％～30％台と，「先進経済諸地域」よりも２ポイント～９ポイント，保有比率が高い。2010年ではギリシャ危機で低下しているが，「先進経済諸地域」24.3％に対して，「新興経済地域と発展途上経済地域」は28.2％と，「新興経済地域と発展途上地域」が3.9ポイントも高い。これは前述したように，「新興経済地域と発展途上地域」に属する産油国を中心とした巨額のオイルマネー保有国が，減価するドルから増価するユーロにシフトして，公的外国為替（外貨）準備を多様化することにより，為替リスク軽減を図ってきたことが大きいと言えるだろう。

また EU 加盟27ヶ国のうち，17カ国が共通通貨ユーロに参加しているに過ぎず，残りの発展途上経済地域に属するユーロ非参加 EU 諸国は，公的外国為替（外貨）準備としてユーロを保有している。また１部の EU 加盟国外の諸国でも，従来からの通貨同盟により，相手国がユーロ導入したため自国もユーロを法定通貨にした場合もある。たとえばフランスとアンドラ公国・モナコ公国，

イタリアとサンマリノ共和国・バチカン市国，スペインとアンドラ公国等である。またコソボ，モンテネグロ，サン・マルタン等々のEUと正式な合意をしていない非公式使用国・地域もあり，補助通貨としてユーロを使用している国もある。

（３）その他の諸国

「円」の保有比率は，第７章の公的外国為替（外貨）準備の通貨別保有比率に示されているように，1991年に9.4％（「先進経済諸地域」では，10.4％）まで高まったものの，第１表によれば，日本経済の長期低迷と低金利政策で傾向的に低下し，「全諸国」では2003年から３％台になり2009年で2.9％になった。しかし欧米通貨危機で2010年には3.8％に上昇している。円は1987年において，「新興経済地域と発展途上経済地域」が，「先進経済諸地域」よりも保有比率が高かったが，それ以外の期間では，「先進経済諸地域」が「新興経済地域と発展途上経済地域」よりも保有比率が高い。

「ポンド」は，「全諸国」について傾向的に保有比率が高まっている。2003年までは保有比率が２％台だったのに対し，2004年～2005年は３％台，2006年からは４％台に上昇し，2006年からは円の保有比率を上回っている。地域別で検討すれば，IMF加盟国の公的外国為替（外貨）準備中のポンドの保有比率は，「新興経済地域と発展途上経済地域」のほうが３％～６％台なのに対して，「先進経済諸地域」は２％～３％台で，「新興経済地域と発展途上経済地域」が「先進経済諸地域」の２倍以上になっており，2006年には6.0％に達している。これは，かつてポンドが国際通貨であったときの「ポンド残高」や，大英帝国時代の旧植民地諸国でのポンド保有，EU加盟非ユーロ参加国内の「新興経済地域と発展途上経済地域」のポンド保有，さらに産油国のオイルマネーの分散投資も考えられる。

「スイス・フラン」は，「全諸国」，「先進経済諸地域」，「新興経済地域と発展途上経済地域」とも，１％未満であるが，外国為替市場では，円とともに投機資金の受け皿となって，スイス・フラン高となっている。そこで，2011年９月

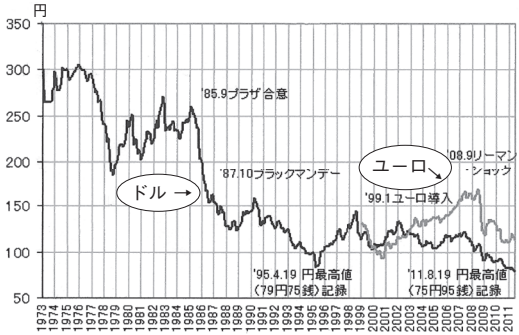
６日にスイス国立銀行は，「€１＝1.2スイス・フラン」に，スイス・フランの上限を決め，「無制限介入政策」を採用して，投機資金に対抗している。

Ⅳ　外国為替市場の動揺

１．円・ドル，円・ユーロの外国為替市場での変動

第７図は，変動相場制に移行した1973年から，2011年９月までの「円・ドル相場」と，計算単位としてユーロが導入された1999年から2011年９月までの「円・ユーロ相場」である。既述したように，巨額の財政赤字や2011年３月11日の東日本大震災に苦しんでいる「日本・円」は，大方の予想に反して，2011年３月17日に東京外国為替市場で＄１＝￥79.21，海外市場で「＄１＝￥76.25」を付け，戦後最高値であった1995年４月19日の「＄１＝￥79.75」をあっさり更新した。しかし翌３月18日のＧ７（先進７カ国財務相中央銀行総裁会議）の円売り協調介入により，一転円安になった。しかしながら既述のように，2011年８月19日には，さらに「＄１＝￥75.95」，10月31日には「＄１＝￥75.32」という歴史的超円高に見舞われ，日本経済は大きな困難に当面している。

第７図　円／ドル・ユーロの推移



（注）月間平均値。ドルはインターバンク相場（東京市場）スポット・レート，ユーロは対ドルの円レートとユーロ・レートから算出。
（出所：IMF, *Principal Global Indicators*（PGI）より作成）

（１）2011年３月17日の円高の要因

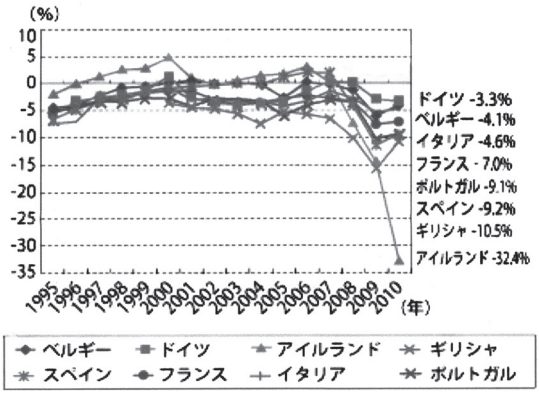
2011年３月17日に急激な円高となった理由としては，東日本大震災直後，日本の生命保険会社や損害保険会社が保険金支払いの資金繰りのため，外貨建て資産を大量に売却し円に交換するとの思惑から，投機資金が大量の円買いを仕掛けたためである。しかし協調介入後，市場の関心が低金利政策を採っている日本と欧米との金利差に移り，４月８日には一時，＄１＝￥85台まで円安となった。

（２）2011年８月19日の円高の要因

また８月19日の＄１＝￥75.95の円高は，アメリカの景気低迷やEU諸国，とくにギリシャを頂点とするPIIGS諸国の財政危機によるユーロの低迷のなかで，日本への投機資金が集中したことが上げられる。第８図と第９図は，ユーロ圏各国の財政収支（GDP比）と，ユーロ圏各国の政府債務残高（GDP比）であるが，GIIPS５カ国とドイツ，ベルギー諸国は，ほとんどが財政収支赤字である。また政府債務残高も，ギリシャを筆頭にイタリア，ベルギー，アイルランド，ポルトガルと高水準に達している国が多い。

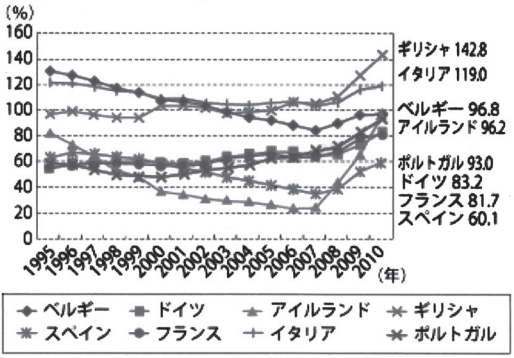
なぜEU諸国以上に財政収支が赤字であり，政府債務残高もEU諸国を大幅

第８図　ユーロ圏各国の財政収支



（出所：通産省『2011年通商白書』p. 62）

第９図　ユーロ圏各国の政府債務残高



（出所：通産省『2011年通商白書』p. 62）

第４表　主要国の対外資産負債残高

		資産	負債	純資産	GDP 比
日　本	10年末	563. 5	312. 0	251. 5	52. 5%
	09年末	554. 8	288. 6	266. 2	56. 5%
中　国	10年末	333. 0	187. 0	146. 0	44. 9%
ドイツ	10年末	696. 4	582. 2	114. 2	42. 1%
スイス	10年末	267. 6	203. 1	64. 5	136. 1%
香　港	10年末	235. 0	178. 5	56. 5	308. 6%
ロシア	09年末	102. 1	91. 2	10. 9	9. 1%
カナダ	10年末	115. 8	137. 2	△21. 4	△16. 2%
英　国	10年末	1, 184. 2	1, 208. 8	△24. 5	△13. 2%
イタリア	10年末	224. 4	253. 2	△28. 9	△17. 1%
フランス	09年末	627. 5	656. 6	△29. 1	△11. 5%
オーストラリア	10年末	100. 8	165. 6	△64. 7	△58. 2%
スペイン	10年末	148. 1	248. 9	△100. 7	△87. 1%
米　国	09年末	1, 692. 0	1, 944. 0	△252. 0	△19. 4%

（注）１．円建による各国計数の算出にあたっては，IMF *International Financial Statistics* に掲載の各年末におけるレートを用いて換算。
２．10年末計数が公表されていない国・地域に関しては，09年度末残高を掲載。

（資料）ドイツ，スイス，イタリア，スペインは各国中銀公表の，香港，英国，オーストラリアは各国統計作成当局公表の“*International Financial Statistics*”に掲載の該当計数を用いて算出。中国は筆者作成。

（出所：日本銀行国際局，BOJ *Reports & Research Papers*，2011年５月，p. ９）

に上回っている日本の円に，国際的な投機資金が集中するのかを解く鍵は，第４表の主要国の対外資産負債残高にある。2010年末の日本の対外純資産は，中国，ドイツを押さえて世界第１位である。世界の主要通貨に万が一の事が起きた場合，対外純資産が多い日本・円に投資しておけば，一番安全だとの思惑が働いているものと思われる。

（３）2011年10月31日の円高の要因

10月31日の＄１＝￥75.32の円高要因は，基本的には８月19日の円高の要因と同じである。日本時間で午前３時頃，ウエリントン・シドニー市場でこの円高・ドル安相場となった。投機筋が取引高が手薄な時間を狙って，通貨当局が想定している円相場の高値水準を見極めるために仕掛けた動きだと言われている。日本の財務大臣は，このまま円高水準を放置しておくと，60円台，50円台に雪崩をうって移行しかねないとの判断から，日本銀行に「為替市場介入」を指示した。

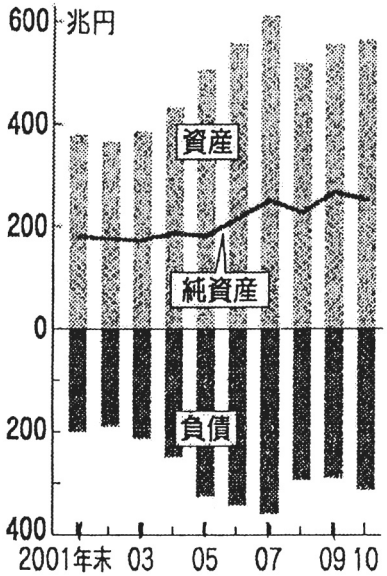
その結果，＄１＝￥79台まで円安になったものの，この円安水準は長くは持続せず，77円台まで相場が戻ってしまった。財務省の発表では，11月の為替市場介入金額は９兆円に達したとの事であった。10月31日の為替市場介入金額は，７兆５千億円と言われており，10月31日以降も継続的に「覆面介入」を行い，75円台への円高を回避しようとしたものと考えられる。

（４）日本の対外純資産の推移と中国との比較

財務省が2011年５月24日に発表した2010年末の「対外資産・負債残高」によれば，日本の政府や企業，個人が海外に保有する資産から負債を差し引いた対外純資産は前年末比5.5％減の251兆4950億円で，２年ぶりに減少している[4]。これは対ドル・対ユーロ等の円高の進行により，外貨建て資産の円換算での評

[4] 日本銀行国際局『2010年末の本邦対外資産負債残高』，BOJ Reports & Research Papers, p. 9，2011年５月。

第10図　日本の対外資産・負債残高の推移



（出所：『日本経済新聞』2011年５月24日夕刊）

価額が減少したためである。しかし純資産残高水準は，2009年に次いで過去２番目の高水準を維持した。第10図は2001年から2010年までの日本の対外資産・負債残高の推移であるが，IMF 資料（International Financial Statistics）によれば，日本の純資産残高は，1991年以来2010年まで，20年連続で世界最大の債権国となっている。

また中国国家外貨管理局によると，2010年末の対外（金融）資産が，前年末比19.3％増の４兆1260億ドル（約333兆円）に上り，対外（金融）負債を差し引いた対外純資産は１兆7907億ドル（約146兆円）となり，日本に次いで世界第２位の純債権国となっている。中国の対外金融資産増加は，第５表の世界各国の外貨準備高に示されているように，「人民元」相場上昇を抑えるための為替介入で，2010年の外貨準備が2009年より18.6％増の２兆8660億ドルと急拡大したのが大きな要因である。さらに中国の外貨準備は2011年３月末で３兆ドル

第５表　世界各国の外貨準備高（金を除く）　（単位：100万ドル）

2010順位	2009順位	国名	1985年	1990年	1995年	2000年	2005年	2009年	2010年	2008–09年増減額	2009–10年増減額
		WORLD	406, 154	840, 212	1, 365, 530	1, 975, 857	4, 353, 563	8, 491, 924	9, 461, 548	1, 129, 873	1, 099, 284
		(国数)	*141*	*146*	*175*	*181*	*184*	*177*	*142*	*177*	*142*
1	1	China	12, 728	29, 586	75, 377	168, 278	821, 514	2, 416, 040	2, 866, 080	466, 780	450, 040
2	2	Japan	26, 719	78, 501	183, 250	354, 902	834, 275	1, 022, 240	1, 061, 490	12, 880	39, 250
3	4	Saudi Arabia	25, 004	11, 668	8, 622	19, 586	155, 029	409, 694	444, 722	▲32, 555	35, 028
4	3	Russia	n.a.	n.a.	14, 383	24, 264	175, 891	416, 649	443, 586	4, 899	26, 937
5	5	Taiwan	n.a.	n.a.	n.a.	106, 742	253, 290	348, 198	382, 005	56, 491	33, 807
6	6	Korea	2, 869	14, 793	32, 678	96, 131	210, 317	269, 933	291, 491	68, 789	21, 558
7	9	Brazill	10, 605	7, 441	49, 708	32, 434	53, 245	237, 364	287, 056	44, 520	49, 692
8	7	India	6, 420	1, 521	17, 922	37, 902	131, 924	265, 182	275, 277	17, 763	10, 095
9	8	Hong Kong	n.a.	24, 568	55, 398	107, 542	124, 244	255, 768	268, 637	73, 299	12, 869
10	10	Singapore	12, 847	27, 790	68, 816	80, 170	116, 172	187, 803	225, 715	13, 610	37, 912
11	16	Switzerland	18, 016	29, 223	36, 413	32, 272	36, 297	98, 199	223, 481	53, 139	125, 282
12	12	Thailand	2, 190	13, 305	35, 982	32, 016	50, 691	135, 483	167, 530	26, 822	32, 047
13	11	Algeria	2, 819	725	2, 005	12, 024	56, 303	149, 041	162, 614	5, 798	13, 573
14	13	U.S.A.	32, 096	72, 258	74, 782	56, 600	54, 084	119, 719	121, 392	53, 112	1, 673
15	14	Mexico	4, 906	9, 863	16, 847	35, 509	74, 054	99, 589	120, 264	4, 463	20, 675
16	17	Malaysia	4, 912	9, 754	23, 774	28, 330	69, 858	95, 432	104, 857	4, 283	9, 425
17	15	Libya	5, 904	5, 839	n.a.	12, 461	39, 508	98, 725	99, 645	6, 412	920
18	21	Indonesia	4, 974	7, 459	13, 708	28, 502	33, 141	63, 563	92, 908	13, 967	29, 345
19	18	Poland	870	4, 492	14, 774	26, 562	40, 864	75, 923	88, 822	16, 618	12, 899
20	20	Turkey	1, 056	6, 050	12, 442	22, 488	50, 579	70, 874	80, 713	446	9, 839
21	19	Denmark	5, 429	10, 591	11, 016	15, 108	32, 930	74, 291	73, 503	33, 825	▲788
22	22	Israel	3, 680	6, 275	8, 119	23, 281	28, 059	60, 611	70, 907	18, 098	10, 296
23	24	U.K.	12, 859	35, 854	42, 016	38, 774	38, 467	55, 702	68, 345	11, 354	12, 642
24	23	Germany	44, 380	67, 902	85, 005	56, 891	45, 140	59, 925	62, 295	16, 788	2, 370
25	25	Canada	2, 503	17, 845	15, 049	32, 102	32, 962	54, 238	56, 998	10, 460	2, 760
26	27	France	26, 589	36, 778	26, 853	37, 039	27, 753	46, 634	55, 800	13, 016	9, 167
27	37	Philippines	615	924	6, 396	13, 090	15, 926	38, 783	55, 363	5, 590	16, 580
28	26	Norway	13, 917	15, 332	22, 518	27, 597	46, 986	48, 859	52, 860	▲2, 091	4, 000
29	31	Iraq	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12, 104	44, 128	50, 377	▲5, 810	6, 250
30	28	Argertina	3, 273	4, 592	14, 288	25, 147	27, 179	46, 093	49, 734	1, 238	3, 641

（出所：IMF, *International Financial Statistics*，1995年 Sept，2000年 Sept，2001年 Sept.より作成）

を突破している[5]。

なお対外純資産の発生は本源的には経常収支尻の累積による。これに既存の対外資産・負債の評価増減（キャピタルゲイン・ロス）が加わる。すなわち「経常収支＝－資本収支」であり，資本収支の長年に亘る累積額の時価評価であるといえる。したがって単純化すれば，日本や中国のように経常収支黒字国は対外的には純資産国，第６図に示されているアメリカのような経常収支赤字国は

[5] 『MSN　産経ニュース』，2011年５月30日。

純債務国（2009年末マイナス252兆円）であると言える。

対外資産の内容に付いては，日本が証券投資や貸付といった民間資産中心であるのに対して，外貨準備が世界最大である中国では，国外への資本流出の中心は民間ではなく国家であると言えるだろう。また対外負債は日本の場合，国内への証券投資と借入が中心であるのに対し，中国では直接投資が大きな比重を占めている。中国が人民元の外国為替市場での自由な変動を阻止している状況では，まだ国際的な投資通貨として国際的に使用するのは困難で，日本円やスイス・フランが集中的に投機資金の標的とされているのである。

２．繰り返される円高・ドル安の歴史とその原因

第４図の実質実効為替相場の推移（2005年基準）と，第３表の世界各国の実質実効為替相場（2005年基準）の数値によれば，短期間に50～60％の上昇率となった超円高局面が，1970年代，1980年代，1990年代と３回指摘できる。

第１の超円高は1970年代後半である。当時，カーター大統領の下でアメリカ経済が過熱し，国際収支赤字も拡大した。当時のブルメンソール財務長官による円高・マルク高への誘導を目的とした口先介入が何度も繰り返され，結果として超円高相場となった。しかし，為替相場による収支調整が十分でないと判断すると，国際収支黒字国の日本と西ドイツは国際経済牽引の役割を担うべきだと，黒字国責任論に基づく「日独機関車論」により，日本と西ドイツの内需拡大を要求した。

第２の超円高は，1980年代後半，とくに1985年９月22日のプラザ合意以降に50％も切り上がった急激な円高と，レーガン大統領のもとでのベーカー財務長官の円高誘導発言により，もたらされた。すなわち，プラザ合意以前は＄１＝￥240台だった円・ドル相場が，ベーカー財務長官の円高発言で，1988年初めには＄１＝￥120台まで急上昇したのである。急激な円高で輸出産業が大打撃を受け，日本銀行は円高不況対策のため，1987年２月23日，当時としては史上最低の2.5％への公定歩合の引き下げが行われ，この水準が27ヶ月間維持された。これが日本のバブル経済を引き起こす事となった。

第３の超円高は，1990年代前半にクリントン大統領下で発生した。1993年１月に＄１＝￥125前後の円相場は，２月から急上昇し，４月19日には＄１＝￥110台，６月15日には＄１＝￥104.80となった。この背景には日本の大幅な貿易収支黒字があり，円高による貿易収支黒字削減要求を，欧米が鮮明にし始めたからである。クリントン大統領は1993年４月17日（土曜），日米首脳会談の直後，円高を歓迎する発言をし，ベンツェン財務長官も幾度となく円高誘導発言を行った。その結果，急激な円高は進み，ついに1995年４月19日には＄１＝￥79.75と当時としては史上最高の円高水準となったのである。

このような過去３回の超円高は，「日本がアメリカ経済の調整のコストを，円高や各種経済摩擦における対米譲歩という形を通じて，ほとんど一手に引き受けてきた[6]」と言えるのである。アメリカは変動相場制移行後も，国内の失業率上昇に繋がるデフレ政策採用を嫌い，国際収支節度を守らず，国際収支の赤字を出し続けてきた。過去３回の超円高の時期は，アメリカの経済成長率が高水準で，経常収支赤字が拡大した時期と一致するのである。すなわち，アメリカは自国の経常収支不均衡是正策として，為替相場による調整を積極的に推進してきたのである。世界経済の混乱の最も大きな要因は，ここにあると言えるだろう。しかし今迄の超円高も欧州財政・金融危機の沈静化傾向と米国景気回復基調で，反転する可能性が出て来ている。

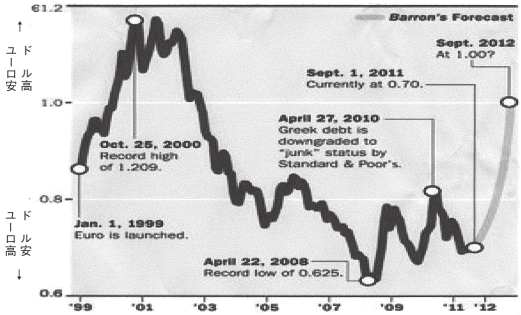
３．ドル・ユーロ相場の推移

1999年から2011年９月までのドル・ユーロ相場は，第11図に示されている。実際にユーロ紙幣や硬貨を流通させる前に，1999年から計算単位としてユーロが導入される事になったのは既述のとおりである。ユーロ導入前の1998年，ノーベル経済学賞受賞者のミルトン・フリードマン（Milton. Friedman）はユーロの今後の見通しについて，「事態が悪い方向へと進展し，そのときイタリアが

---

[6] 山下英次「日本が一手に引き受ける米国のマクロ経済調整コスト」『エコノミスト』，2011年８月９日号，p. 38。

第11図　ドル／ユーロ相場の推移



（注）対ユーロでのドルの月平均推移（単位：ユーロ）
2012年９月は予測値。
（出所：*THE WALL STREET JOURNAL*, Sept. 6, 2011.）

苦境にあった場合を想定すると，楽観的になれない」と，未来に対する不気味な予見を示したそうである[7]。

フリードマンは，イタリア・リラが単独で取引される場合，リラの為替相場を下落させる事で問題はおおむね解決できると考えた。そして為替相場の下方修正により，イタリアの物価と賃金は近隣諸国よりも大きく切り下げられ，相対的な国際競争力は大幅に向上するとした。しかし近隣諸国が単一通貨を採用している場合，このメカニズムは働かず，実際に諸物価と賃金を引き下げなければならない。その実施は至難の業であり，ユーロの将来は不透明だと述べたのである。

このフリードマンの懸念は，現在ユーロ参加国の中のGIIPS５カ国，とりわけギリシャとイタリアのソブリン危機として現実のものとなっている。2010年５月のギリシャ危機（債務不履行危機）以来，欧州中央銀行（European Central Bank，ECB）やIMF，ユーロ参加国政府，欧州金融安定ファシリテー（European Financial Stability Facility，ESSF）や欧州金融安定メカニズム（European Financial Stabilisation Mechanism，EFSM）を総動員して，ギリシャを始めと

[7] THE WALL STREEY JOURNAL, Sept. 6, 2011.

するGIIPS諸国に財政危機を乗り切る支援を行っているもの，2011年12月になっても依然として沈静化していない。そし通貨同盟であるユーロ圏解体の懸念も燻ぶっている。

第11図によれば，ユーロは2000年10月25日に＄１＝€1.209（€１＝＄0.827）の最安値になって以降ユーロ高・ドル安になり，2008年４月22日には＄１＝€0.625（€１＝＄1.6）に達した。その後2010年４月27日には，S&Pがギリシャ国債の格付けを「投資不適格」の水準に格下げして，若干ユーロ安・ドルになったものの，2011年９月１日には＄１＝€0.70（€１＝＄1.428）まで上昇している。

ユーロ圏内でのPIIGS諸国の通貨調整が，ユーロという単一通貨採用で不可能であれば，圏外で調整したらよいのではないかという事になる。現在のドルは対ユーロで，2008年４月22日に次いで過去最低水準である。THE WALL STREET JOURNALのG.エプステイン（Gene Epstein）記者は各方面の取材から，ユーロの相場下落要因に対し，ドルが今後１年で上昇し，＄１＝€１になる可能性があるとしている。ギリシャ救済策の効果の不透明さや，ドイツのメルケル首相率いるドイツの連立政権さえもが，経済が弱体化しているユーロ圏諸国の現在および将来的な救済妥当性を疑問視している事を上げている。またイタリアとスペインの救済申し出の可能性も高まっているとする。

このように弱体化しているユーロであるにも係わらず，対ドルで今まで下落しなかったのはなぜであろうか。それはユーロとともにドルも，サブプライムローンによるリーマンショックからまだ十分に回復しておらず，両通貨は底値を競い合っており，そのためにユーロ・ドル相場も比較的安定を保っていたといえる。しかし今後は，両通貨は大きく変動する可能性が出て来ている。

Ⅴ　国際金融リスクとリスク管理

１．国際金融リスクの発生

以上考察してきたように，国際通貨発行国アメリカの弱体化と，アメリカを

補完すると見られてきたEUの通貨危機による近年の「リスクマネー」の攻撃は，円やスイス・フランといった特定国に集中しており，外国為替相場の変動幅も，それら諸国を中心に拡大しており，歴史的円高やスイス・フラン高が発生している。従来為替相場の変動によるリスクは，「為替リスク」と呼ばれてきた。しかし国際通貨制度の動揺による特定国の「為替リスク」は，従来の用語とは区別して，「国際金融リスク」と呼ぶことにしたい。

近年の「国際金融リスク」発生は，リーマン・ショックやユーロ圏内のソブリン危機という大変動の中でも，マクロ経済政策を対外調整に振り向けず，あくまでも受動的立場を採り続けるアメリカのドルと，ユーロ圏内の経済格差への対応の遅れが目立つEU，とくにユーロの動揺によるところが大きい。

アメリカは，2008年9月15日のリーマン・ショックにより引き起こされた世界金融危機の中で，自国の経済回復のために量的緩和政策QE 1やQE 2（Quantitative Easing）を矢継ぎ早に実施した。短期政策金利も0～0.25％の超低金利に誘導し，自国国債5000億ドルを連邦準備銀行が買い入れ，量的緩和政策で供給されたドルは，世界の商品市場や新興国に集中することになった。

その結果，金価格は史上最高を更新し，金1 oz.＝＄2000に迫る高値となっている。またトウモロコシ価格も史上最高値を更新した。このように市場規模が小さい商品市場に投機的資金が集中し，商品価格の異常な高位水準をもたらしている。さらに新興国に集中豪雨的に資金が流入し，インフレを助長させてきた。しかしギリシャ危機やイタリア危機の中で，ドルを決済通貨として手元に確保しておこうとする動きが高まり，一転，ドル調達が困難な状況になっている。

2．国際金融リスク管理

世界銀行は2011年5月17日に“Multipolarity: The New Global Economy”（多極化―新世界経済）のタイトルの報告書を発表した。それによれば，韓国・ブラジル・中国・インド・インドネシア・ロシア等新興6カ国の経済成長が，年平均4.7％を記録し，2025年にはこの6カ国で世界の経済成長の過半数を占め

ると分析している。一方日本，アメリカ，イギリス等の先進国の経済成長率は，平均2.3%に留まるものの，引き続き世界経済の中で重要な役割を果たし，世界経済の成長を加速させる存在であるとしている。

そして報告書は，「新興国の急速な成長は世界の経済成長の中心を従来の先進国から，先進国と発展途上国全体に分散させる」と多極化を予想している。またドルを基軸通貨としている現行の国際通貨制度にも変化が生じ，ユーロと人民元も主軸通貨の一つになると予想している。

本章において，準備通貨としてのドルがIMF加盟国の公的外国為替（外貨）準備の中での保有割合を減らしてきている状況を概観した。この事だけを取ると，ドルは国際通貨としての役割が，大きく揺らいでいるようにも見える。しかし国際決済銀行（Bank for International Settlement，BIS）の調査によれば，2010年4月の平均日次取引高ベースによれば，国際的な取引に使われる取引通貨としてドルは，依然として84.9%のシェアを維持している[8]。リーマン・ショック後や現在のギリシャ危機の中でも，国際的な決済通貨として需要されるのは，圧倒的にドルである。

今後世界銀行が予想するように，基軸通貨の多様化が進むにしても，当面の間，国際通貨制度の中心になるのは依然として「ドル」である。アメリカが自国の経済成長にマクロ経済政策を使うだけでなく，国際通貨制度安定のためにアメリカのマクロ経済政策を使うような環境整備を世界各国が行うのが，まさに『国際金融リスク管理』であるとも言えるだろう。

また2025年まで，ユーロが世界の主軸通貨として存在しているためには，EU諸国の政策の統一的運用が不可欠である。すなわち，金融政策は統一されているものの，財政政策（税制）は各国ばらばらである。統一的な財政政策の実施によって，厳格な財政赤字の管理を行わなければ，ユーロ自身の存在基盤を揺るがし，ひいては国際通貨制度の動揺が度々発生する事になる。

---

[8] 『週刊東洋経済』2011年9月17日，p.18。

【参考文献】

1）Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey, “International Financial Adjustment Journal of Political Economy”, 2007 vol. 115, no. 4.

2）Zhou Xiaochuan. “Reform the International Monetary System” The People’s Bank of China, March 2009.

3）United Nations. “Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nationsof General Assembly on Reforms of the International Monetary System” Sept. 21 2009.

4）United Nations “Report of the Commission of Experts of the Presidents of the United Nations of General Assembly on Reforms of International Monetary System” Sept. 21 2009.

5）C. Fred Bergsten, “The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis” Foreign Affairs, Volume 88 No. 6, November/December 2009, “The Global Crisis and the International Economic Position of the United States” in Special Report 20 “The Long-Term International Economic Position of the United States” May 2009.

6）一般社団法人全国銀行協会「アジア経済圏にとって望ましい金融・資本市場のあり方」『金融』2011年４月，pp. 49–82。

7）草野豊己『リスクマネーの威力』廣済堂あかつき株式会社出版事業部，2011年。

8）浜　矩子『ユーロが世界経済を消滅させる日』フォレスト出版，2010年。

9）伊藤さゆり「二兎を追うユーロの金融政策に勝算はあるのか」『週刊東洋経済』2011年６月４日号。

10）前田直哉・西尾敬一郎「国際通貨ドルに対する信認と政策問題」『世界経済評論』2010年，11／12，pp. 74–82。

11）みずほ総合研究所編『ソブリン・クライシス』日本経済新聞出版社，2010年。

12）野村資本市場研究所『中国の人民元国際化に向けた動きに関する調査』財

務省委託調査，2009年12月。
13）小川英治「欧州ソブリンリスクとユーロ暴落」『世界経済評論』2010年９／10，pp. 28–35。
14）荻原新次郎監訳，大統領経済諮問委員会年次報告『米国経済白書　2011』『エコノミスト』臨時増刊，2011年５月23日号。
15）荻原陽子「G20直前に中国が提起した国際通貨システム改革論」『三菱東京 UFJ 銀行　経済情報』2009年４月６日，pp. １－５。
16）小野　亮「国際準備通貨としてのドルの地位～鍵を握る中国と格付け機関の動き」『みずほマーケットインサイト』2011年７月６日，pp. １－７。
17）大井・大谷・代田「貿易におけるインボイス通貨の決定について：『円の国際化』へのインプリケーション」『金融研究』2003年９月，pp. 91–130。
18）猿渡英明「デフォルトを回避するも，課題を残す財政再建問題」『米国経済ウォッチ』みずほ証券リサーチ＆コンサルティング，2011年８月５日，pp. １－８。
19）竹中正治「グローバル・インバランスとドル基軸通貨体制の行方」Business & Economic Review，2010年２号，pp. 56–78。
20）田代秀俊「南京会議で SDR 構成通貨に浮上した人民元」『エコノミスト』2011年５月17日号，pp. 30–31。
21）通商産業省『通商白書』2009年版，2010年版，2011年版。
22）山下英次「日本が一手に引き受ける米国のマクロ経済調整コスト」『エコノミスト』2011年８月９日号，pp. 36–38。
23）山田晴信「日本と中国が支えるドルの信認が失われるとき」『エコノミスト』2011年５月17日号，pp. 26–27。
24）『読売新聞』2011年４月９日朝刊。

補　章　近江商人のリスク管理
―「三方よし」と「陰徳善事」―

Ⅰ　はじめに

近年の世界経済はグローバリゼーションが進展し，瞬時のうちに大量の資金が移動すると共に，一国で起きた財政赤字や経済停滞が，全世界に影響を及すというように，相互関連性が更に強まっている。そのような状況下で，サブプライムローンの証券化商品の大暴落に起因する米国の経済停滞や欧州諸国の財政・金融危機の影響を受け，2011年10月31日には「＄１＝￥75.32」の歴史的円高・ドル安を記録した。日本経済は1995年４月19日の「＄１＝￥79.75」を遥かに超える急激な「円高」に直面し，この円高傾向は当面持続すると予想されている。

しかし，為替相場は常に変動し，「円高」，「円安」の循環的な動きが繰り返されてきたが，永遠に「円高」が続くわけではない。そこで，「円安」になるのをひたすら待つということではなく，また「円高」のデメリットのみを極端に強調して縮小経営に陥ることなく，「円高」を生かした積極経営や，「円高」でも経済成長が達成できる「内需主導型」への日本経済の構造変化を早急に進める経済政策が必要である。

先行き不透明な世界経済状況下で，信念を持って難局に立ち向かうためには，今ほど先人の確固とした知恵や倫理の再評価が必要とされていると言えるのではないだろうか。十分な市場調査に基づいて未開の地に積極果敢に挑戦し，飢饉や不況のときも，「お助け普請」と言われる独自の不況対策を行った，「近江商人の経営哲学と経営倫理」は再検討する価値があると言えるだろう。

その手始めとして，日本が急速な円高に巻き込まれると共に，「世界的大債権国」に大転換した1985年から現在までの経済の変動と人々の行動について概観することにしたい。1985年９月22日のニューヨーク・プラザホテルでの「G

5（先進5カ国蔵相中央銀行総裁会議）」の「ドル高是正」合意（円高・ドル安に誘導）により，当時の「$1＝¥240」の為替相場が，短時間に「$1＝¥120」へと約50％の急速な円高になった。そのため，日本からの輸出価格が上昇し，日本の輸出企業の国際競争力は低下して日本の輸出が激減し，いわゆる「円高不況」となって，国内経済は急速に収縮した。

この景気悪化を打開するため，1987年2月23日，当時としては史上最低の2.5％へ公定歩合の引き下げが行われ，この水準が27か月間維持された。このため割安に調達された投機資金が，土地や株式，書画骨董等へ流入し，地価，株価，書画骨董等の価格が急上昇した。いわゆる「バブル（泡）」の発生であった。バブルの発生と共に，「一億総不動産屋」とヤユされるように，企業のみならず個人までも国内の土地を買い漁った。さらには「ジャパンマネー」と言われるように，世界中の目ぼしい不動産を買い集めた（現在の中国も「チャイナマネー」と言われるように，世界中の資産や企業・知的財産・資源を大量に購入している）。そしてニューヨーク・ロックフェラーセンタービルを買収するに至り，「我々の心のオアシスを札束で買い占める日本の成り上がり者」と全米の大きな反感を買ったのは，記憶に新しいところである。

また銀行や証券会社，不動産会社社員等々の中には数百万円，数千万円のボーナスをもらう人も現れ，にわか成金が街に溢れ，世の中はバブル景気に沸き，ディスコ「ジュリアナ東京」で踊り明かすような，刹那的快楽に身を委ねる人も多数見られた。

しかし，1990年になると大きく膨らんだバブルが崩壊し始め，いわゆる「失われた10年」や「失われた20年」と言われる出口の見えない長期不況に突入した。このような長引く不況の中で，自分さえよければ良いという商法が公然とまかり通るようになった。すなわち，有名ブランド牛の偽装や「うなぎ」・「たけのこ」・「アサリ」等々の外国産食品の国産品への偽装，「事故米」の食用米への偽装，賞味期限切れの食品のラベル張替え，食べ残し料理の「使い回し」等々の「当然守らなければならない商人のモラル」の低下や，リスクマネジメントを無視した結果の企業破綻といった「経営者の倫理破綻」などの社会問題

が，従来以上に次々と多発している。

また近年の日本のみならず世界中の経済社会は，基本となる生産活動すなわち実体経済を無視し，金融取引（マネー取引）に集中して，「浮利」の追求を行い，「カジノ資本主義」や「マネー資本主義」といわれるほど，目先の利益のみを追求する「利益至上主義」の傾向がある。

このような状況下，2008年９月15日のリーマンブラザーズの経営破綻により，全世界は，「百年に一度」と言われる程の，行き過ぎたマネー取引破綻や金融派生商品（Derivatives）暴落に起因する，世界大不況に直面した。その後やっと回復し始めた世界景気は，2010年５月の「共通通貨ユーロ加盟国のギリシャ危機」に見られるような，「放漫国家財政の顕在化」や世界各国の「通貨安競争」により，先の見えない経済停滞に再び逆戻りしている。

現在，進行している世界不況は，個人，企業，国家，そして世界全体に対して，「短期的な利益が長期的利益よりも優先される現代の価値観と行動様式」を，厳しく考え直すことを求めていると言えるのではないだろうか。いつの間にか，近年の経済活動から人間の尊厳が消えてしまったと言えそうである。

このように，先行きが不透明で混沌としている今こそ，「山事，際物（きわもの）等，投機的な取引を厳しく戒め，高利を取らず，正直な商いを行う堅実な経営を推進した」近江商人の経営理念や経営手法が持つ普遍性と先見性を明らかにすることは，極めて現代的課題と言えよう。長期的視野に立った「近江商人の経営理念である『三方よし』や『陰徳善事』」に代表される企業経営，またその精神面を支えた近江商人の篤い信仰心についても検討することは意義のあることと言えるだろう。

Ⅱ　近江商人の定義と出身地や活動状況・研究状況

１．近江商人の定義

「近江商人」とは我が国の近世商人類型の代表的な一つであり，また近江国・滋賀県の歴史を語る上でも欠かすことのできない商人達である。そして近江国

は，北国街道や中山道，東海道の集まる交通要衝の地であるという，地理的条件や歴史上重要な土地であったことから近江商人と呼ばれる商人を輩出した。

近江商人は，「近江に本宅を据え，近江国外で行商や出店経営に従事した広域志向の他国出稼ぎ商人である」（末永國紀『近江商人学入門―CSR の源流「三方よし」―』サンライズ出版，2004年，p. 24）と言えるだろう。その商業活動の特徴としては，近江本国から全国各地に出向く往路で生活必需品を中心とする「持ち下り荷」を販売し，復路で地方特産物を仕入れるという方法や，〔資金調達方法として〕乗合い商い（組合商い）による多店舗展開などが挙げられ，合理的な会計帳簿を作成する商家も現れたのである〔滋賀大学経済学部附属史料館ホームページより〕。

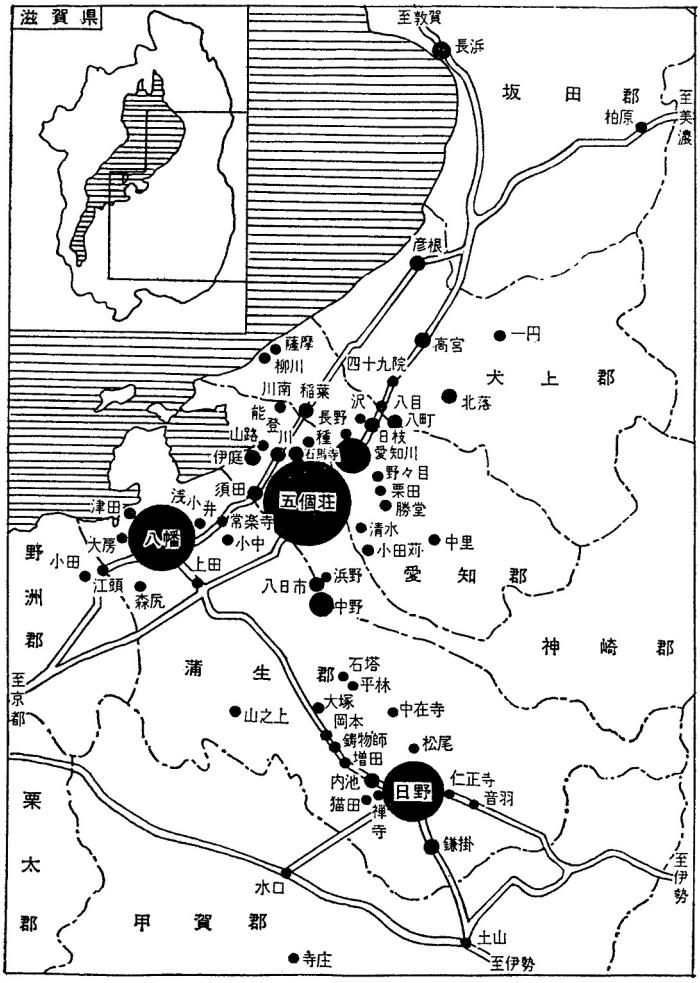
また，近江商人は，他国進出前に十分な「マーケットリサーチ」を行ってリスクを低下させるとともに，「乗合い商い」により少ない自己資本を補いつつ，投資のリスク分散を図り，今日の「ベンチャー企業育成」を目指す投資事業組合の原型を形成したり，「北前船（江戸中期に発生し，明治30年代まで大坂と蝦夷地を結ぶ日本海航路に就航した廻船）」の運行にあたっては，現在の海上保険に類似する「海上積金」制度を作って，リスク分散を図るなど，「リスクマネジメント」にも優れていたと言える。

２．近江商人の出身地と出店の分布状態

江戸期から明治期にかけて，近江商人と言われる多くの大商人が出現したが，それぞれ第１図に示されているように，「八幡商人」，「日野商人」，「湖東商人」，そして「高島商人」と呼ばれる場合が多い。江戸時代における近江商人の出店の分布は，第図のように，西は長崎・薩摩，東は南部・津軽はいうに及ばず松前・函館・蝦夷地までも進出し海外にも及んでいた。近江商人は，特に関東・近畿・東北に重点を置いて産業開発に貢献した。近江商人の進出形態は，行商により資産を蓄積し，重要拠点に出店を開き，「出店はさらに枝店を生み，これらを基地として全国各地の物資が転々と流通され，網の目のような商域が繰り拡げられ，それによってさらに莫大な商業利潤が上げられる」（江

第1図　近江商人の出身地図

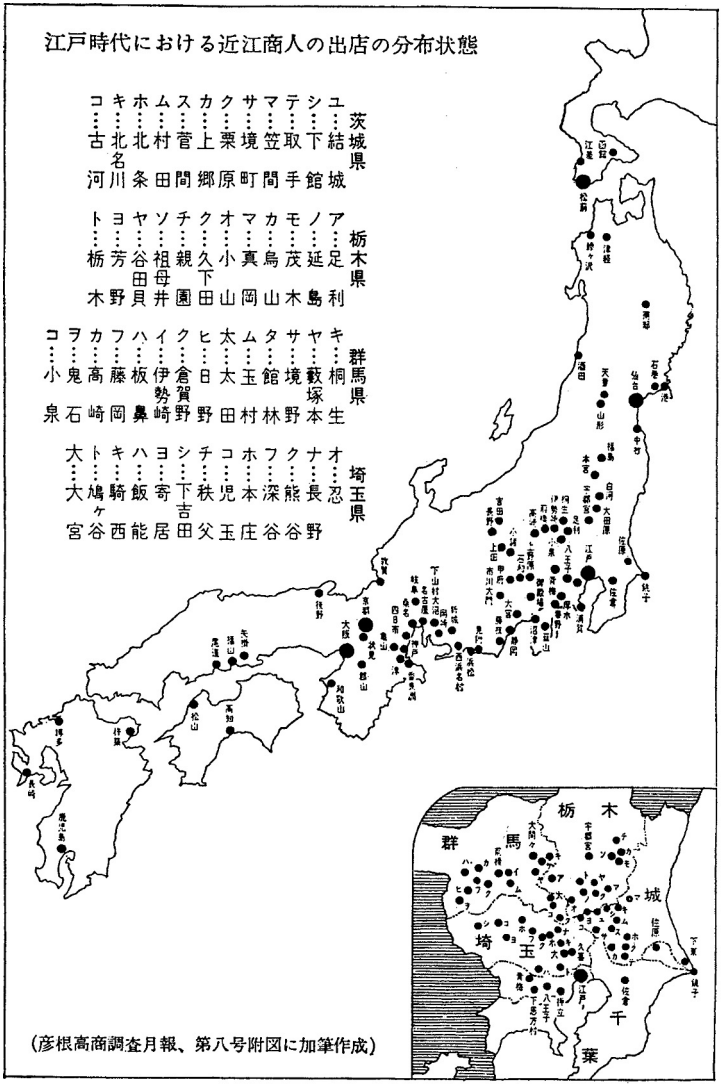
●印の大小は出身者数とほぼ比例する



（この図は，和田俊二教授の考案を基礎とし，高橋久一氏の協力を得て作成したものである）

（出所：江頭恒治『近江商人中井家の研究』p. 15，江頭恒治『江州商人』p. 23）

第２図　江戸時代における近江商人の出店の分布状況



（出所：江頭恒治『近江商人中井家の研究』，p. 14，江頭恒治『江州商人』p. 2）

頭恒治『近江商人中井家の研究』雄山閣，1965年，pp. 12–13）ことになる。

言い換えれば，近江商人の商法は，街道の重要な宿場に，「八幡定宿」や「日野定宿」と言われる情報の発信・受信基地を設け，それを全国的な規模で拡大していった。

さらに行商先で成功すると，「三里四方釜の飯を食う所に店を出せ」のコトワザのように，小さくとも「出店」を形成し，その出店を中心にして「枝店」を出して行商の前線基地とし，巧妙な流通機構を構築していった。このような独創的商法は，現在の商社機能の原型と言われている。

3．近江商人の取扱品目

滋賀県の各地には，現在でも，編み笠をかぶり，合羽（かっぱ）を着て天秤棒を担いだ近江商人像が，多数残っており，「近江商人の商いの基本は行商」であると言える。後に豪商と言われた大商人も天秤棒一本から始めた人がほとんどであった。しかし天秤棒で担ぐ商品には限りがあり，得意先が多くなると，販売用よりも商品見本を持ち歩くことが多かったようである。商談が成立すると，飛脚や牛馬，船等あらゆる輸送手段を使って，商品をより速く確実に得意先に届けたのである。

近江商人の取り扱い品目は，生活必需品を中心に多様である。例えば，日野商人は日野椀（おわん）や売薬（萬病感応丸），八幡商人は萌黄蚊帳（もえぎ色のかや），灯芯，畳表，扇子，数珠，湖東商人は麻布（かすり，さらし），高島商人は綿縮（ちぢみ）等々を全国に行商して回り，帰りには各地の産物を持ち帰り，道中の無駄を省いた「のこぎり商法」や「諸国産物回し」を行った。特に山形地方から持ち下った「紅花」は有名である。

そして近江商人全体としては，一般商品の他に，流通業，製造業，金融・保険業や，酒，醤油，味噌等の醸造業経営（とくに関東地方では多かった）にも力を注ぎ，近畿には，北前船を利用した北海道からの数の子，新巻サケ，棒ダラ，昆布，身欠きニシン，等の「おせち料理」の材料を，もたらしたのである。

4．近江商人の利益分配方法

近江商人が活躍した江戸時代は，まだ資本市場が未発達であったため，「乗合商内（のりあいあきない）」と言われる株式会社に似た共同事業を行っていた。参加者は本家と縁続きの者，各地で「出店」を開いた支配人達や同業者であった。

そして利益が発生すると「三つ割銀」の手法で分配された。これは，まず資本金への一定比率の利益（10%前後）を「配当」するものの，払い戻ししないで資本金に組み入れ，さらに利益が有れば，「徳用」と呼びその一定比率（10%前後）が支配人（世話人）に，「出精金（しゅつせいきん）」や「出世金」と言われる役員賞与金で分配し，なお利益が有れば，資本金に組み入れ（積立金）て資本の増殖を図ると言う成果配分制度を採用していたのである。

すなわち，利益の一定比率を配当金，残りから役員賞与，そして積立金に振り向けていたのである。「出精金」は現代のストックオプションとも言えるものである。「出精金」や「出世金」は現金で支給されず内部留保され，資本として運用し，それに利息をつけて積み立て，「暖簾分けで独立の時に退職金とともに現金で手渡されたのである。

このように，企業経営の安定や事業拡大のためには，資本市場未発達のもとで，低利の他人資本の導入が困難なため，自己資本の増殖が必要であった。そのため「三つ割銀」の手法で，貪欲な資本増強を図ったが，それを支えたのは，中井源左衛門家の「日野帳合（ちょうあい）法」に代表される複式簿記を利用した先進的会計システムであった。

5．現代に生きる近江商人

江戸時代以来の商人資本が，それまでの産業の育成に大きな影響を持ち，それらの産業を支え，さらに明治時代になると近代的産業の形成に貢献したのが近世商人であり，近江商人はその典型であったと言えるのではないだろうか。

現存の近江商人系企業の中で最古の歴史があるのは，「布団の西川」で有名な八幡商人の西川甚五郎家（西川産業）であろう（末永國紀行，前掲書，p. 40）。

江戸に店を構え，400年を超える社歴があり，現在に至っている。

また日本最初の百貨店は，1662年に近江長浜の大村彦次郎を創始者とする，江戸時代からの老舗「白木屋」（後の東急百貨店日本橋店）だと言われている（平成11年１月に廃業，渕上清二『近江商人ものしり帖』NPO 法人三方よし研究所，2006年，pp. 71-72）。現在でも近江商人の流れを汲む百貨店として，「高島屋」や「白木屋を源流とする西武」等を挙げることが出来る。

さらに現在でも世界有数の商社である伊藤忠商事や丸紅の始祖として著名な初代伊藤忠兵衛は，1842年に滋賀県豊郷村で代々呉服太物商の５代長兵衛の次男として生まれた。2008年12月に創業150年を迎えた伊藤忠商事は，「清く，正しく，美しく」を企業倫理として掲げ，社会貢献活動も活発である。伊藤忠商事の業績を急回復させた丹羽宇一郎社長は，その後会長，相談役を経て，2010年６月から，中華人民共和国駐箚特命全権大使を務めている。

そして1889年日本生命保険を創設した弘世（ひろせ）助三郎は，1843年彦根町に生まれた。保険会社を構想した背景は，延命長寿の神と崇敬されてきた「多賀大社」の信仰者の団体「多賀協会」会員の相互扶助を目的としていたが，後に関西全体に広がった構想となった。また1890年に，現在の滋賀銀行の前身の第133国立銀行を設立するなど，滋賀・大阪での金融機関設立にも多数携わった。日本生命保険は，現在生命保険業界のトップとなっている。

また生産台数世界第一位となったトヨタ自動車の，初代社長豊田利三郎は，1884年彦根町に生まれ，当初伊藤忠商店〔現在の丸紅〕に勤務した。兄の東洋綿花社長の児玉一造は，トヨタグループの創祖豊田佐吉の理解者として，佐吉の紡織機開発資金を援助し，さらに豊田紡織の上海進出を支援した。このような状況下で利三郎は，1915年に豊田佐吉に請われて婿養子となり，伊藤忠商店での実務経験を生かし，豊田紡織の海外事業を発展させる等，理想を追い過ぎるキライがあった佐吉や本家を，地道な経営実務を確実に行うことにより支え続けた。

この他にも，ヤンマーディーゼルの山岡孫吉を始め，数多くのの近江商人の流れを汲む企業や個人が，現在でも，近江商人の理念を守りながら，日々活躍

しているのである。

6．滋賀大学での近江商人研究の歴史

本学での近江商人研究は，大正12年，滋賀大学経済学部の前身彦根高等商業学校内に設置された「調査課」を母体に，80年以上にわたって行われている。特に1928年に教官会議が近江商人研究を本校の１つの特色にしようと決議してからは菅野和太郎教授を中心に　体系的近江商人の調査研究が行われた（陵水会『陵水六十年史』1984年，p. 51）。日本の商業史研究の開始は，彦根高等商業学校における近江商人研究であると位置づけられており，滋賀大学は商業史研究のパイオニアであると言える。

これまで，80年以上にわたる本学での近江商人研究史の中で，田中秀作，菅野和太郎，江頭恒治，宮本又次，小倉栄一郎をはじめとする近江商人研究を代表する研究者を輩出してきた。特に，江頭恒治教授は『近江商人　中井家の研究』で1965年に日本学士院賞・恩賜賞を受賞し，小倉栄一郎教授は『江州中井家帳合の法』の研究により，日本会計研究学会賞を受賞している。

ところで，これまでの近江商人研究は，近世の近江商人を取り上げた研究を中心に行われてきた。近年，本学では従来の近江商人研究に加え，宇佐美英樹教授を中心に，最後の近江商人と位置づけられる伊藤長兵衛，伊藤忠兵衛（史料館で保管中の伊藤長兵衛家文書，伊藤忠兵衛家文書を用いて）の研究も始められ，近江商人商家が総合商社へ発展する過程を明らかにしようとしている。そのことは，わが国特有の形態である総合商社研究に一石を投じることにも繋がる。このように，本学での近江商人研究は，近世から近代へと研究時期を拡大させながら，近江商人を総合的に，網羅的に研究しようと取り組みが行われている。

そして近江商人研究を支える滋賀大学経済学部附属史料館（以下，史料館と略記）は，その前身の昭和10年に彦根高等商業学校に設置された近江商人研究室以来，70年以上の歴史を持ち，近江商人に関する史資料の調査・収集と研究を行ってきた。「陰徳善事」の項で後述する，世間に良く知られている「金持

商人一枚起請文」の縦書きと横書きの原本も，本館に所蔵されている。

Ⅲ　近江商人と宗教

1．近江国の神社・寺院の状況

近江では，古くから神社信仰が強く，神仏習合時代には，日吉大社が延暦寺や三井寺と並び称せられていた。また仏教文化の歴史的背景としては，「天台宗の山門，寺門派の二大本山と，それに所属する多くの末寺を擁し，野洲郡の錦織寺は真宗本部派の本山となり，宗派拡大の拠点であった。また十五世紀より十六世紀にわたる蓮如や実如などの活躍の場の一中心地が湖東地方以北であった。湖東には時宗の名跡蓮華寺（坂田郡息郷村）があり，神崎郡には臨済宗永源寺派の総本山永源寺」（芹川博通『宗教的経済倫理の研究』1987年，多賀出版株式会社，p. 567）があったのである。

大正13年の『滋賀県史』によると，明治８年（1875年）末での，滋賀県下の神社・寺院数は以下のようになっている。まず神社は3412のうち，官幣大社１，県社２，郷社20，村社951，無格社2438であった。寺院は3640のうち，天台宗430，真言宗108，浄土宗492，臨済宗158，曹洞宗212，真宗1592，黄檗宗50，日蓮宗34，時宗26となっている。

したがって，仏教の中心寺院としては，「真宗と浄土宗を合せた浄土教2084」，「天台宗430」，そして「臨済宗，曹洞宗，黄檗派等の禅宗420」であったと言えるだろう。しかしながら，近江商人形成と宗教との関係は必ずしも明白ではない。なぜなら，近江商人の宗派所属は，大部分が浄土教とは必ずしも言えないからである。たしかに真宗の篤信者も多いものの，真宗とともに他の仏教を同時に信仰する人や，晩年，出家して禅宗に入った近江商人もいたからである。

2．近江商人の宗教観と「御先祖様」

近江商人は信仰心が強かったと一般的に言われているが，彼らにとっては，信仰の対象は仏教であると，神道であると，儒教であるとの区別はそれほど重

要でなかったようである。たとえば，近江国五箇荘出身の高田善右衛門家の大福帳の１ページには「神儒佛　謹而禮拝」と書き始めている。また1846年の外村（とのむら）与左衛門家の家訓では，「神社仏閣を尊敬いたすべきこと，常々仏法をよく聴聞し，忠孝を存じ，身を堅固にもつべし，朝夕内仏へ参詣怠るべからず」（小倉栄一郎『近江商人の金言名句』中央経済社，p. 112）と説いている。

また近江商人の場合，仏教の教義にもとづく信仰，すなわち絶対者「仏」に対する信仰もあったものの，かなりの割合で，信仰の実態は先祖崇拝であったと言うことが出来る（小倉，前掲書，pp. 115–117）。すなわち宗教とは言えないが，店の創設者や中興の祖と仰がれる人々等の絶対者を心に立て，身近な対象に絶対者を具象して崇敬する傾向も強かったようである。とくに「御先祖様崇拝の象徴」である「仏壇」は，多くの近江商人の本宅には必ず設置されていたし，現代でも近江商人宅には見ごたえのある大きくて立派な仏壇が残っている。

近江商人が考える「御先祖様」は，突き詰めると，永続を期待する「家業」のことである。近江商人の家訓に類するものの中には，御先祖様を守るという思想がほとんど例外無しに盛り込まれている。すなわち店（企業体）＝資本は，御先祖様からの預かりもの，店の繁栄は御先祖のお陰，子孫は勤勉で御先祖様の恵に報いると言った，「経営体維持の理念」が成立することになる。したがって主人が家業に励むことは，「御先祖様」の手代に等しいとし，「御先祖様」に奉公していると思うべきであるとしている。

そして近江商人には，「御先祖様」と並んで「世間様」があり，二律背反しないところに実践規範である「近江商人倫理」の特色がある。

３．近江商人の宗教意識と「家訓や店則」

近江商人の宗教意識を，彼らの家訓や店則から見ると，概ね次の５点に集約できるであろう（芹川博通『宗教的経済倫理の研究』前掲書，pp. 579–580）。

（１）信心や慈悲の心を忘れてはならない。

（2）神仏儒を礼拝しなければならない。

（3）仏法を尊重しなければならない。

（4）仏事を大切に勤めなければならない。

（5）先祖の祭礼を怠ってはならない。

したがって，これらにまとめられる家訓や店則からみえてくるのは，「仏法を信じ，慈悲を持って日常生活を過ごし，先祖の祭礼を欠かさないことによって，家の伝統を守る」という精神である。

近江商人は他国を行き来する「旅人」であり，村を治める代官が発行する「往来手形」と，其の村の住人であることを証明する「宗門改め」を持参しなければならなかった。「宗門改め」は，その人が切支丹信者ではなく，自分の寺の門徒であることを明記する檀那寺の証明書で，戸籍抄本に相当するものである。したがって，この「宗門改め」を毎年更新するため，村に帰り檀那寺を訪問しなければならなかったのである。帰村の折，檀那寺で執行される御先祖様の法要がまともに出来なければ，まともな取引は出来ないと判断されて信用を落とし，商取引も立ち行かなくなってしまう。その意味で先祖法要は欠かすことの出来ないものであった。

近江商人の家訓や店則は，信仰心に由来している場合が多いことは言うまでもないが，それが何宗であると限定することは出来ない。それよりも上述のように，当時の「宗門改め」等の制度により仏教が普及し，近江商人に定着し，「三方よし」や「陰徳善事」等に代表される精神的支柱になったと言えるのではないだろうか。

Ⅳ　近江商人の「三方よし」

1．「三方よし」と「陰徳善事」とは

近江商人の経営理念として，「三方よし（売り手よし，買い手よし，世間よし）」という言葉がよく知られている。他国での商業活動を行う近江商人は，行商先での信用を築く必要があり，それゆえ，自己の利益よりも，売り手や買

い手，その行商地のためを思う精神を重視したことから発生したと言えるだろう。しかし商売が順調にいくというだけの理由で，地域のため，社会のために活動しただけでなく，古くからの歴史・文化に育まれた近江独特の生活規範や信仰心に裏付けられた理念であったと言えるのではないだろうか。

全国に出かけて商売を行った独特の経営手法から「三方よし」の精神が誕生し，しかも密かに善い行動をおこなう「陰徳善事」が，近江商人の信条であり，この両者は渾然一体の関係となって近江商人の行動規範となったと言えるだろう。

したがって近江商人は，商品が不足するところに商品を届けることにこそ，商人たる本分を求め，利益のために商売をするのではなく，売り手や買い手，その行商地のためを思う精神を重視していたと言える。すなわち，社会貢献活動を視野においた商いを，何よりも大切にしていたと言えるだろう。そして近江商人の経営活動は「三方よし」の精神に代表される「ためになる商売」を行っていたと言えるだろう。

2．「三方よし」の原典

「三方よし」の原典は，江戸時代中期の近江商人である中村家六代目で，中村治兵衛家二代目宗岸が，宝暦四年（1754年）孫の宗次郎〔四代目治兵衛〕に残した，主文11か条と追記13か条の全文24か条よりなる「書置（家訓）」の中の，主文８条目の以下の様な文章であると言われている（末永國紀「『三方よし』の原典」『現代に生きる三方よし』AKINDO 委員会，2003年，p. 32–47）。

「たとへ他国へ商内ニ参候而茂，此商内物此国之人一切之人々皆々心よく着被申候様ニ図，自分の事ニ不思，皆人よく様ニとおもい高利望ミ不申，とかく天道之めぐみ次第と，只」其ゆくさきの人を大切におもうべく候，夫ニ而者心安堵ニ而身も息災，仏心之事常々信心ニ被致候而，其国々へ入ル時ニ，右之通二心さしをおこし可被申候事，第一ニ候」

これに対し，明治23年〔1980年〕刊行の井上政共編述『近江商人』では，この原文を簡潔にして，以下のように説明している。

「他国へ行商するも総て我事のみと思わず，其の国一切の人を大切にして，私利を貪ること勿れ。神仏のことは常に忘れざるように致すべし」（小倉栄一郎『近江商人の開発力』中央経済社，1988年，pp. 10–11）

しかし，この二つの書置のなかには「三方よし」の言葉は無い。何故なら，この言葉は近江商人の活動や精神を研究していた小倉栄一郎滋賀大学教授が『近江商人の経営』（サンブライト出版，1988年，p. 54）の中で，以下のように述べ，造語したものだからである。

「有無相通じる職分観，利は余沢という理念は近江商人の間で広く通用しているが，やや難しい。もっと平易で『三方よし』というのがある。売手よし，買手よし，世間よしという商売でなければ商人は成り立たないという考え方である。時代は下るが湖東商人の間で多く聞く。

初代伊藤忠兵衛は熱心な仏教信者で『商売は菩薩の業』と説いたが，その心は『商売道の尊さは，売り買い何れをも益し，世の不足をうずめ，御仏の心にかなうもの』という共存共栄の精神である。同じく湖東商人外村与左衛門家，また，五個荘の中村治兵衛家，山中利右衛門家の家訓にも同じ精神がある。」

また末永國紀同志社大学教授は，『近江商人学入門—CSR の源流「三方よし」—』（前掲書，p. 10）で，以下のようにシンボルとしての「三方よし」について述べている。

「現在，売り手よし，買い手よし，世間よしという，商取引においては当事者の売り手と買い手だけでなく，その取引が社会全体の幸福につながるものでなければならないという意味での『三方よし』という言葉は，近江商人の到達した普遍的な経営理念をごく簡略に示すためのシンボル的標語として用いられている。」

「三方よし」の精神については，明治の大実業家であった渋沢栄一氏も『論語と算盤』の中で「倫理と利益の両立」をあげ，国全体を豊かにするため，富は全体で共有するものとして社会に還元すべきと説き，自ら実践した。また松下幸之助氏も種々の講演や著作の中で「三方よし」について述べ，経営で実践している。そして，京都のハカリメーカーの「イシダ」を初めとして，「三方

よし」の用語が世界的にも使われ始めている。

3．「三方よし」と CSR（企業の社会的責任）

よく「三方よし」の精神は，CSR（Corporate Social Responsibility，企業の社会的責任）の先駆けと言われている。近江商人は見知らぬ土地の人に信用されるため，橋を架けたり道路を補修したりして，地域に溶け込む努力をした。三方よしの「世間」は進出先の利害関係のある「地域社会」であり，CSR でいう「社会」よりも狭い概念であったと思われる。しかし「商取引」が売買の当事者だけでなく社会全体に役に立つもので無ければならないことを，「三方よし」の精神として強調することは，近江商人の理念をシンボル化したものとして是認でき，CSR の先駆けと言って良いだろう。

Ⅴ　近江商人の「陰徳善事」

1．「金持商人一枚起請文」と「陰徳善事」

近江商人の中で，とくに豪商として知られる中井源左衛門家の初代良祐が，近江商人の真髄を書き残したものとして有名なのが，「金持商人一枚起請文」である。これは，浄土宗の法然上人の「一枚起請文」に習って書き残したものである。良祐は，浄土宗の信者ながら，深く国恩を感謝し，神仏を崇敬し，神社仏閣への多額の寄付を行い，道路や橋梁を補修する等，多くの陰徳を行った。

「金持商人一枚起請文」は，推敲を重ね完成するまでに，五通りのものがあると言われており，「陰徳善事」をなす善人となることを訓戒したものである。第３図は滋賀大学経済学部附属史料館に所蔵されているもので，「文化元年（1804年）甲子夏応写，中井光昌敬書」と書かれており，良祐89歳の時，手が震えて書けず，次男の光昌が代筆したものであり，第４番目のものである。最終の第５番目のものは，1805年（文化二年）正月に書かれたものとされる。そこで，第５番目の良祐90歳時に書かれた「金持商人一枚起請文」の原文を，以下に掲載することにしたい（小倉栄一郎『近江商人の理念―近江商人家訓撰集』

第３図　金持商人一枚起請文

（Web 上では公開していません）

（出所：滋賀大学経済学部附属史料館）

あきんどフォーラム実行委員会，1991年，pp. 36-37)。

2．金持商人一枚起請文（1805年）の原文

「もろもろの人々沙汰しもうさるるハ，金溜る人を運のある，我は運なき抔（など）と申ハ，愚にして大なる誤なり。運と申事は候はず。金持にならんと思はば，酒宴遊興，奢（おご）りを禁じ，長寿を心掛，始末第一に，商売を励むより外に仔細は候はず。

此外に貪欲を思はば先祖の憐みにはづれ，天理にもれ候べし。始末と吝（しわ）きの違いあり無智の輩は同事とも思ふべきか。吝（りん）光りは消えうせぬ。始末の光明満ぬれば，十万億土を照すべし。かく心得て行ひなせる身には，五万十万の金の出来るハ疑いなし。

但運と申事の候て，国の長者と呼るる事ハ，一代にては成かたし。二代三代もつづいて善人の生れ出る也。それを祈候には，陰徳善事をなさんより全(まったく)別儀候はず。後の子孫の奢を防んため，愚老の所存を書記畢(おわんぬ)」。

文化二丑正月　九十翁中井良祐識　男・光昌敬書

3．金持商人一枚起請文（1805年）の意味

多くの人々が噂して言うことには，金が溜まる人は運があり，私には運がないなどというのは，愚かであり，大きな誤りである。運と言うことはない。金持になろうと思えば，酒宴遊興や贅沢を禁じて，長生きを心がけ，始末を第一にして，商売に励むことだけだ。

このほかに貪欲をこころざすと先祖の加護を得られず，天の道理にも外れる。始末とケチは違っており，無知な人は同じ事と思うかもしれないが，まったく別のものである。ケチには光が無くなる。始末をしていれば光明に溢れ，10万億土を照らすだろう。このように心得て実行することが出来る人には，5万両，10万両の金が出来ることは疑い無い。

ただ運ということもあるので，国の大金持ちと呼ばれるようになるためには，自分一代では難しい。二代，三代も続いて善人が生まれなければならない。

それを祈ろうとすれば，陰徳を積み，善事をする以外に無い。後々の子孫の奢りを防ぐために，老いた私の思う所を書き記す次第である。

文化二年正月　中井良祐九十歳に代わり次男・光昌が敬って書す

4．二種類の金持と「陰徳善事」

良祐は，「金持」には二種類があるとする。それは「普通の金持」と「一国を代表する長者と言われるような金持」である。５万両や10万両の財をなす「普通の金持」になれるかどうかは，「運」ではないとする。人は自分の思い通りにならないと，金持になった人の努力を考えず，自分自身の反省無しに，運が無かったと片付けてしまう。しかし，そうではない。酒宴，遊興，贅沢を慎み，長寿を心がけ，「始末」を第一に，勤勉に励んで努力すれば，誰でも「普通の金持」にはなれるとする。

ところが，「一国を代表する長者と言われるような金持」には，自分一代では困難で，二代，三代と「普通の金持」を目指す善人が生まれなければ不可能である。連続して善人が生まれるかどうかは，人間の能力の限界を超えており，「運」である。そのような「運」を祈るためには，座して待つのではなく，社会に「陰徳善事」を行う以外には無いとする。

ここで言う「陰徳善事」とは，先祖や親の代に世間へ善い事をしておけば，子孫の代にそれ以上の善い事として戻ってくるという，対価を求める「功利主義的思考」によって行われるものではないとされる。すなわち，自分の能力限界を意識し，神仏の決定に依存するという心境であり，仏心のように無心で良いことを行うことを意味している。

近江商人が実践した「陰徳善事」は豪商などの「義務」ではなく，奉仕することそのものを喜びとする，仏教の「喜捨」や「施与」の精神であり，社会奉仕という勝れて宗教的経済精神である。したがって，仏教での「布施波羅蜜多（ふせはらみった）」であり，仏の心に近づく行為として徳を積もうとしたのである。また，近江商人が多大の社会事業に寄付をしたのは，「自分が大を成しえたのは，世間のお陰である。この世間の恩に報いるため」に行った報恩の気

持ちであったとも言えるだろう。　「陰徳善事」は近江商人の真髄とされる場合が多いが，近江商人は信仰心の篤い人が多かったことを考え合わせれば，合点できることではないだろうか。「無心の行為」の例としては，飢饉によって困窮した地域住民の雇用創出のための「住宅・寺院仏堂の修築を行うお助け普請」や不作時の年貢の肩代わり，米数千俵の安値販売，治水のための植林事業や桜並木整備，社寺建立，文化振興，滋賀県内外の道路・橋・常夜灯の普請などの公共事業への投資等々数多く挙げることが出来る。

5．「始末」と「吝（しわ）い＝ケチ」の違い

近江商人が良く使う「始末」とは，無駄をせず，ものを大切にする倹約・節約を意味している。しかし無知な人は，必要以上に金品を出し惜しみする「吝（しわ）い」＝ケチ」と同じと考えがちであるが，両者はまったく別物であると，良祐は強調する。そして欲深く，山事，際物（きわもの）を追い続けると，先祖の加護も無くなり，いずれは貧乏すると戒めており，あまりに計算高いと，人にうとまれると警告している。さらに中井源右衛門二代目光昌は，「書置きの事，相場の事，やしの儀は，子孫門葉に至る迄堅禁制たるべき也・・・相場・買置のコ術は所謂貧コの所為，人の不自由を〆くくり，他の難儀を喜ぶものなれば，利を得ても真の利にあらず，何ぞ久しからんや（『中氏制要』）と，欲に目の眩んだ不道徳な商行為を厳しく禁止している。

これに対して「始末」して財産を貯めれば，世界中を照らす勢いになるだろうと，良祐は諭している。「始末」は貧しいため，やむを得ず節約するのではなく，金はあるのに意識して使い道を考えることである。すなわち，ものを消費し尽くすことにより，ものを活かして使う精神でもある。近江商人は，日常良く使う着物や建材等は，高価ではあっても丈夫なものを選べば，永く使うことが可能で，真の利益となることを良く理解していたのである。

「始末」と「吝（しわ）い」の違いを説明するのに，お茶を入れる時の例がよく使われる（小倉栄一郎『金持商人一代記』，言叢社，1984年，pp. 387–389）。すなわち，ケチな人は茶の葉を一摘み少なく入れる。色濃く出すために，一煎

目から熱湯を注ぐ。そのため茶の色はまともでも，一煎目から苦味が走り，茶の良さは無い。二煎目は更に苦く，三煎目には色が落ちて使いものにならない。これに対して「始末」する人は，茶の葉を一摘み多く入れる。一煎目から，湯は湯冷ましで適温まで冷ましてから注ぐ。そうすれば一煎目は，お茶本来の甘みと香りも色も良い。二煎目，三煎目もお客に出しても恥かしくなく，その後は土瓶に入れて家族に下げ渡し，お茶を最後まで使い尽くすことが出来るとされる。一摘みをケチって良さを失ってしまうのと，一摘み余分に使って茶本来の良さを満喫するのとの差が，「吝（しわ）い」と「始末」の違いと言える。

したがって，「三方よし」と「陰徳善事」，「始末」の関係は以下のように位置付けられる。すなわち，商売を行う時は，その地域・世間の事を思う「三方よし」を第一とし，「始末」して正当に稼いだ利益の中から，慈善や寄付等，社会のために「陰徳善事」を行う。このように世のために，生きた金を使うという事は，損失ではなく「始末」に通じることになり，矛盾しないのである。

今日の経済政策の遂行においても，単に数字や目先の事象から判断して「仕分け」を行うのではなく，長期的観点から，「始末」に？がる効果のある政策決定が今ほど望まれているときは無い。

このように，近江商人の「三方よし」と「陰徳善事」，「進取の気性やチャレンジ精神」「リスク管理に長け，国際的にも通用する豊かな経営センス」は，現在のような社会・経済の大きなうねりの中で，種々の問題を抱える現代企業のみならず，私達にも大きな示唆を与えるものである。

【参考文献】

1）AKINDO 会議編（2003）『現代に生きる三方よし』AKINDO 委員会。
2）上村雅洋（200）『近江商人の経営史』清文堂。
3）江頭恒治（1959）『近江商人』弘文堂。
4）――（1965）『近江商人中井家の研究』雄山閣。
5）――（1965）『江州商人』至文堂。
6）近江商人郷土館丁吟史研究会編（1984）『変革期の商人資本―近江商人丁

吟の研究』吉川弘文館。
7）小倉栄一郎（1962）『江州中井家帖合の法』ミネルヴァ書房。
8）――（1989）『近江商人の開発力』中央経済社。
9）――（1990）『近江商人の金言名句』中央経済社。
10）――（1991）『近江商人の経営管理』中央経済社。
11）――（1991）『近江商人の理念―近江商人家訓撰集』AKINDO 委員会。
12）菅野和太郎（1925）『近江商人の研究』有斐閣。
13）サンライズ出版編（2001）『近江商人と北前船』サンライズ出版。
14）滋賀大学史編集委員会編（1989）『滋賀大学史』滋賀大学創立40周年記念事業実行委員会。
15）――（1999）『滋賀大学史―50周年を迎えて』滋賀大学創立50周年記念事業実行委員会。
16）末永國紀（2004）『近江商人学入門―CSR の源流「三方よし」―』サンライズ出版。
17）――『近江商人　三方よし経営に学ぶ』ミネルヴァ書房，2011年。
18）芹川博通（1987）『宗教的経済倫理の研究』多賀出版株式会社。
19）渕上清二（2006）『近江商人ものしり帖』三方よし研究所。
20）宮本又次（1941）『近江商人意識の研究』有斐閣。
21）安岡重明・天野雅敏編（1995）『日本経営史 1 近世的経営の展開』岩波書店。
22）安岡重明・藤田貞一郎・石川健次郎編（1992）『近江商人の経営遺産―その再評価』同文館。
22）陵水35年編纂会（1958）『陵水三十五年』陵水会。
23）陵水60年編纂会（1984）『陵水六十年史』陵水会。
24）渡辺守順（1980）『近江商人』教育社。

内外経済経営リスクとリスク管理

平成24年３月30日発行

非 売 品

著 者　有 馬 敏 則

発行者　滋 賀 大 学 経 済 学 部

印 刷　西 濃 印 刷 株 式 会 社

岐阜市七軒町15番地

ＴＥＬ（058）263―4101

滋賀大学経済学部研究叢書既刊目録

第１号	中国官僚資本主義研究序説 ―帝国主義下の半植民地的後進資本制の構造―	中　嶌　太　一	昭和45年３月
第２号	物権的返還請求権論序論 ―実体権的理解への疑問として―	伊　藤　高　義	昭和46年３月
第３号	経済理論の基礎をなす仮説について	梶　田　　公	昭和52年３月
第４号	情報会計の基礎	清　水　哲　雄	昭和54年２月
第５号	国際通貨発行特権と国際通貨制度	有　馬　敏　則	昭和54年３月
第６号	現代西ドイツ直接原価計算論序説 ―相対的直接原価計算論を中心として―	両　頭　正　明	昭和56年３月
第７号	THE TALE OF THE SOGA BROTHERS	北　川　　弘	昭和56年３月
第８号	北欧初期社会の構成	熊　野　　聰	昭和59年３月
第９号	欠損下における税効果会計の理論	西　村　幹　仁	昭和59年３月
第10号	THE TALE OF THE SOGA BROTHERS PART Ⅱ	北　川　　弘	昭和60年３月
第11号	ワーズワスの初期の神秘思想	原　田　俊　孝	昭和60年３月
第12号	〈基礎的組織〉と政治統合 ―M.P.　フォレットの研究―	岡　本　仁　宏	昭和61年３月
第13号	世界市場と国際資本主義の連節構造	中　嶌　太　一	昭和61年３月
第14号	内外金融システムの変化と対外不均衡	有　馬　敏　則	昭和62年３月
第15号	市場と体制 ―経済体制論研究序説―	経済体制論研究会	昭和63年３月
第16号	プロトコルの形式的記述と検証	森　　將　豪	平成元年３月
第17号	生産計画問題の同値変形による解法 ―凸目的関数の場合―	吉　田　　稔	平成元年３月
第18号	唐代中期の文学と思想 ―柳宗元とその周辺―	戸　崎　哲　彦	平成２年３月
第19号	デューイ政治哲学研究序説 ―思想形成過程試論―	小　西　中　和	平成３年３月
第20号	経済時系列の統計的研究 ―岡部の理論とその応用―	中　野　裕　治	平成４年２月
第21号	IN-HOUSE R&D VERSUS EXTERNAL TECHNOLOGY ACQUISITIONS: Small Technology-Based Firms in the U.S. and Japan	黒　川　　晋	平成４年３月
第22号	ネットワークシステムにおける基本方式	葛　山　善　基	平成５年１月
第23号	連結会計論	蜷　木　　實	平成５年３月

第24号	ユーゴ労働者自主管理の挑戦と崩壊	藤村博之	平成6年3月
第25号	柳宗元在永州 —永州流謫期における柳宗元の活動に関する一研究—	戸崎哲彦	平成7年3月
第26号	市場経済の展開と発生主義会計の変容	久保田秀樹	平成8年1月
第27号	日本企業の人事管理改革	藤村博之	平成9年3月
第28号	移行経済の研究 —理論と戦略—	福田敏浩	平成9年12月
第29号	退職後所得保護の法理 —ERISA 研究—	小櫻純	平成10年2月
第30号	現代日本のセントラル・バンキング —金融経済環境の変化と日本銀行—	小栗誠治	平成10年12月
第31号	独占，蓄積と環境	近藤学	平成11年1月
第32号	地方企業集団の財務破綻と投機的経営者 —大正期「播州長者」分家の暴走と金融構造の病弊—	小川功	平成12年2月
第33号	ラオス経済の移行過程と国際化	堂本健二	平成12年3月
第34号	破綻銀行経営者の行動と責任 —岩手金融恐慌を中心に—	小川功	平成13年3月
第35号	不安定性原理とハロッド＝ドーマー型経済変動成長理論	鈴木康夫	平成13年3月
第36号	グローバル経済下の内外金融のリスク管理	有馬敏則	平成14年3月
第37号	業績管理のための共通費の配分 —公平性と動機づけをめぐって—	頼誠	平成15年3月
第38号	Sapid によるソフトウェア解析技法	斉藤邦彦	平成15年3月
第39号	平均＝分散平面と資産評価理論の検証	堀本三郎	平成16年2月
第40号	性の消費行動 —現代社会における性の商品化と商品価値—	神山進	平成16年8月
第41号	欧米制度の移植と日本型会計制度	久保田秀樹	平成17年2月
第42号	「虚業家」による泡沫会社乱造・自己破綻と株主リスク —大正期“会社魔”松島肇の事例を中心に—	小川功	平成18年2月
第43号	財務業績報告の基礎概念	山田康裕	平成19年2月
第44号	会計の経済理論分析 —会計とゲーム理論・ファイナンスの学際的研究—	篠田朝也	平成19年3月
第45号	企業家の社会的構成 —起業を介した組織／集団の再生産と企業家精神—	高橋勅徳	平成20年3月
第46号	環境負債会計論	赤塚尚之	平成22年3月