

2・7章がヴィジョンに関する部分であり、3・4・5・6章がそのヴィジョンを背景としたファクトファインディングおよび分析である。第1章は公社債市場の概説である。そこで本稿を次のようにすすめることにしたい。まず本書全体を貫いているヴィジョンの基本的な部分を要約する。さらに第3章から第6章までの4つの章を個別に要約し、若干のコメントおよび感想を述べる。これらの章は密接に関連してはいるが、かなり独立したテーマを扱っており、しかもそれぞれの章が極めて重要な指摘を含んでいるからである。そして最後にヴィジョンに立ち戻って、評者なりの感想を述べることにしたい。

本書を最後まで貫く3つの基本概念(キーワードと呼んだ方がよいかもしれない)がある。第一は「貸付経済」と「自律経済」の対比である。これはヒックス(もとの「貸越経済」を著者が「貸付経済」と呼び換えている)によって提唱されたものである。誤解を恐れずに極めて簡単に表現すれば、民間部門の流動性が借入れに支えられているか、自らの流動資産の保有に支えられているかの違いを強調したものである。著者は70年代後半を境として、わが国の金融システムを貸付経済から自律経済への移行とみなしている。第二は金融市場の「IFI市場」と「CM市場」の2分類である。前者は「金融機関がそのメンバーとなって相互に形成する金融機関間市場」である。後者は「IFI市場のメンバーである金融機関とその他の主体との間で金融取引が行なわれる顧客市場」である。著者は取引ルールや取引関係の観点からこの分類が適切であると考えている。第三は「流動性創造機能」である。これは本書の副題にもなっているもので、本書において最も中心的な概念である。これは著者によれば「投資家によるポートフォリオの組み替え、調整を容易にし、同時により効率的な支払い決済の流れを生み出す機能」である。さらに評者なりにやや大胆に要約すれば、流動性は取引コストが平均的に節約される過程であり、資産属性に依存するのではなく、取引ルールや取引慣行などによって決定される概念であると考えられている。以下でこれらの基本概念を踏まえて個々の章をみていくことにする。

第3章は、まず76年以前の国債の価格支持政策について論じてある。これ自体は目新しいものではないが、国債の流通市場の価格形成に関して、電電債と比較しながら利回り曲線などの詳細な分析が行なわれていることは高く評価されるものであろう。

高橋俊治

『日本の公社債市場と金融システム』

—流動性の創造機構—

東洋経済新報社 1991.1 ix+255 ページ

本書を始めて手にして最初の数項を読んだとき、書評を引き受けたことへの若干の後悔の念が生じた。本書が単なる公社債市場の部分的な分析ではなく、金融システム全体の変化を包括的なヴィジョンの中で捉え直そうとする野心的な書であることがわかったからである。このような力作を評する力量をとて、評者は持ち合わせていないのではないかと思われるのである。

本書は序章を含めて全部で8章より成るが、序・

後半では政府短期証券が定率公募残高日銀引受方式のまま残っているのはなぜかを論じている。著者は、こうしておくことが通貨発行利益の配分上財政当局に有利であることを指摘している。政府短期証券を日銀が低利で引受けることによって、通貨発行利益を先取りしておくことが、後で納付金として還付されるより政府にとって有利であるという議論である。この点はその通りであると思う。ただ財政当局がこの点をどの程度意識していたか、またこれが定率公募残高日銀引受方式が残存する主因なのかどうかを断定するのは難しい。しかし通貨発行利益の配分に着目した点は卓見であり、マクロ経済的に金融システムを考える上で極めて興味深い視点を提示しているといえよう。

第4章はインターディーラー市場(以下著者に従ってIDMと略す)に関する分析である。著者は旧来の取引所取引と店頭取引の区分に代わって、IDMと店頭顧客市場の区分を用いる。これは前述のIFI市場とCM市場に対応するものであるが、この章においてこの分類の実践的な意味が現れている。すなわちIDMにおいては、国債の大口取引等の取引所取引だけでなく、日本相互証券を通じた取引も重要であり、両者の終値の間に統計的に有意な差がないことが実証されているのである。さらにこの章の後半でIDM市場の近年の特徴について述べられている。主なものは、長期利付き国債への取引の集中、残存期間のより長い(新発債に近い)銘柄への集中、特定銘柄への集中が挙げられている。興味深かったのは、クーポンレートが低い(残存期間が長い)銘柄への売買の集中とともに、それらの利回りが低くなるという指摘である。これは公社債流通市場全体にみられる直利指向と正反対の現象である。この点については第6章で指標銘柄への集中とその流動性プレミアムという形で詳述されている。本章は評者には極めて新鮮な感があり教えられるところが多かった。

第5章では店頭顧客市場のビッドアンドアスクスプレッド(著者に従い以下BAスプレッドと略す)の分析がなされている。著者はBAスプレッドを、マーケットメーカーが提供している流動性に対する報酬と考え、その推移を注意深く観察している。さらにBAスプレッドの決定因についての理論モデルの提示およびOLSによる推計がなされている。最後に金融機関ディーラーと証券会社ディーラーの間のBAスプレッドの差異について論じている。

評者にはこの最後のテーマに関する議論が若干物足りない印象を受けた。両者の間のBAスプレッドの差異は、決定要因あるいは理論モデルの中で考えればどのようなことが生じていたとみるべきなのか、また流動性に対する報酬という観点からすれば、両者の差異をどのように考えればよいのか、これらの点についてより踏み込んだ議論がなされるのが本章の流れにふさわしかったのではないだろうか。

第6章はIDMにおける指標銘柄への集中という現象を取り扱っている。「IDMにおいて一定期間内にもっとも売買高の大きい国債」を指標銘柄と定義し、指標銘柄の特定、その売買高・同回転率の観察などを行なっている。そして85年8月を境に指標銘柄の性質が変化したことを示している。すべてを要約することは紙数の関係でできないので、ここでは後期の分析に問題を絞ることにする。後期は金融緩和期でありバンクディーリングが開始された後である。この時期のIDMは債券の短期売買によるキャピタルゲインの実現を目的とした債券ディーラー間の投機的取引の場であり、反対売買による利益の追求が売買の短期化および集中化を引き起したとしている。また指標銘柄の交代は迅速であり、旧銘柄の売買高の減少、利回りの上昇(流動性プレミアムの消失)が速やかに生じる。さらに指標銘柄の交代はかなり規則的にみられるとしている。しかし評者が気になるのはこの点である。著者も気付いているように指標銘柄の交代が規則的であれば、指標銘柄の交代時期に関する期待的中し、急速な利回りの変動を利用して確実に利益をあげられるはずであり、このような市場は投機場としては機能し得ない。そうでないとすれば指標銘柄の決定について優越的な地位にいる主体の存在、ないし情報の偏在を認めざるを得ないのではないかと思われる。これらの点については著者のさらなる分析を待ちたい。

本評の最後として本書全体の統一ヴィジョンに対する評者なりの考えを述べる。金融市場はある経済主体が発行する債務証券を売買する場であり、その債務証券の標準化が高度にすすんだシステムが著者のいう自律経済であろう。そしてその標準化が極めてすすみ、参加者を同質的な主体として取り扱うような取引ルールが出来上がっている市場がIFI市場であり、そこまでいかないものがCM市場であろう。これが著者のヴィジョンに対する評者の理解である。この理解を前提として次の3つの点を指摘しておく。第一は貸付経済から自律経済への移行とい

うことを問題にするならば、株式や短期金融市場をも含めた企業の資金調達行動全体を問題にすべきではないかということである。第二は著者も第7章で問題にしているように、金融仲介機関の情報生産活動をどのように捉えればよいかという点である。これは資金の効率的配分を考えるうえできわめて重要であり、第2章、第7章ともにもうすこし踏み込んだ議論が欲しいような気がする。第三に貸付経済から自律経済への移行は必然的なものなのかどうか。あるいは財政悪化に伴う国債の大量発行という偶発的な事象によるものなのか。この点に関する言及が乏しかったように思われる。この点についても一言いえば、第2章と第7章を読み比べると、規制市場から自由市場への移行という印象が強い。貸付経済は規制のない金融市場に対して抽象的に記述できるような一般性をもった概念なのであろうか。評者には疑問が残った。

著者のヴィジョンに対してより総合的に議論することは紙数の関係で不可能なので、ここでは簡単ではあるが上記の3点を指摘するにとどめ、さらなる評価は時の流れという強力な批評家に委ねることにしたい。

[北川 浩]