

アジア金融統合の現在

—金融の安定化と域内内需の促進—

調査部

主任研究員 清水 聡

要 旨

1. アジアでは、域内経済・金融統合に向けた動きが活発化している。ASEAN諸国は、2015年までにASEAN共同体（政治・安全保障共同体、経済共同体、社会・文化共同体）を構築することで合意している。経済共同体構築の一環として、金融面では、域内株式市場の統合を主眼とする資本市場統合実施計画が進められるとともに、資本取引の漸進的な自由化が目指されている。一方、ASEAN+3においては、97年のアジア通貨危機を契機に、①域内経済の相互監視の強化、②緊急時の流動性供給体制の整備、③アジア債券市場の整備、を内容とする域内金融協力が実施されている。
2. 世界金融危機発生以降、アジア諸国には危機対応能力の強化が求められている。アジアに対する資本フローの不安定性が顕著となる中、域内金融統合を強化して域外の資本フローに対する依存度を引き下げ、対外ショックに耐えうる能力を向上させることが、ますます重要となる。また、先進国の成長率が低下し、その需要に依存することが難しくなっているため、域内内需を拡大することが不可欠となっている。域内金融統合の進捗により金融システムの機能が多様な形で強化され、実体経済に対する金融サービスの供給力が増すため、内需主導型成長への転換を促進することに資すると考えられる。
3. アジア債券市場では、近年、社債市場の拡大が顕著となっているが、市場の発展余地は依然として大きい。一方、各国の長期債券投資残高をみると、2010年にアジアの域内投資比率が上昇している。背景には実体経済統合の進展やアジアの投資家の域内志向の高まりなどがあると考えられるが、この流れを維持するためにも各国市場の整備・開放を継続することが重要である。また、アジア地域に対する欧州系銀行の融資の減少を域内の銀行が代替しており、域内金融統合の進展が危機の影響を軽減する役割を果たしているといえる。
4. 欧州債務危機の影響は、アジアにもある程度及んでいる。こうした中、域内金融統合の強化に加え、多様な危機対策を強化することが求められる。具体的には、資本流入の安定化を図るため、為替政策、財政金融政策、金融規制、資本取引規制を活用し、過剰な流入・流出の抑制やそれらが発生した際の対処を実施することが重要である。加えて、国内金融システム整備を継続することが不可欠となる。
5. 中国は、世界金融危機以降、基軸通貨である米ドルへの不信感を基本的な動機として、人民元の国際化戦略を推進している。この動きは、長期的に緩やかなドル離れをもたらすものであり、域内金融統合という観点からも重要なものである。日本政府は、日本企業・日系金融機関の活動や東京市場の活性化などに対するメリットを考慮し、この動きに協力している。また、政府は7月に『日本再生戦略』を閣議決定したが、その中で「アジアにおける我が国企業・金融機関・市場の地位確立」を目標に掲げ、日本にアジアトップの取引所を構築するとともに、国内外の資金循環の中核となることを目指すとしている。このような域内各国・地域における様々な動きにより、アジアの域内金融統合が着実に進展していくことが期待される。

目次

はじめに

I. 域内金融統合を推進する意義

1. ASEANが目指す共同体の構築
2. ASEAN+3域内金融協力における域内金融統合の意義
3. 域内内需促進の具体策

II. 域内金融統合の現状と課題

1. ASEAN+3域内金融協力の進展
2. アジア債券市場の発展状況
3. 域内金融統合の現状
4. 域内金融統合の課題

III. 不安定な国際金融情勢とアジアの金融部門

1. 欧州債務危機の影響
2. 不安定な国際金融情勢に対するアジア諸国の対応
3. 欧州債務危機の教訓

IV. 域内金融統合の展望

1. 中国の影響：人民元の国際化と日中金
融協力
2. 域内金融統合と日本

おわりに

はじめに

アジアでは、域内経済・金融統合に向けた動きが活発化している。本稿では、域内金融統合（regional financial integration）について論じる。域内統合について、定まった定義はない。今年7月にアジア開発銀行が発行を開始した『アジア経済統合モニター』（以下AEIM）によれば、域内統合とは、貿易・投資・金融などに関してより大きな相互依存に向かうプロセスである。ヒト・モノ・カネが統合していくということである。統合をもたらすのは、市場の力と政策的な努力である。AEIMにおいては、域内経済統合の姿をつかむために、①生産ネットワークと貿易、②金融統合、③マクロ経済の相互依存、④国際的・地域的な移民、⑤インフラの結合性、⑥貿易政策に関する協力、⑦マクロ経済・金融協力、について検討している。具体的なデータとしては、域内貿易、域内直接投資、域内株式・債券保有、域内の観光フロー、域内人口移動、各国の生産の相関、を確認している。

アジアの域内統合について考える場合、どのような範囲を想定するかが問題となる。AEIMでは、アジア開発銀行に加盟する48カ国を中央アジア、東アジア、南アジア、東南アジア、太平洋島嶼部、オセアニアに分け、全域を考察対象としている。もちろん、アジアにはサブリージョン単位で多様な枠組みが存在しており（例えばASEAN、東アジアサ

ミット、APEC、GMS等)、どれを主なもの
と考えるべきかについて、現時点で定まった
見方はない。また、サブリージョンごとに統
合の程度は多様であり、東アジアや東南ア
ジアにおいて相対的に進んでいる（図表1）。

域内金融統合に関しては、ASEANあるい
はASEAN+3が重要な枠組みとなっており、
本稿ではこれを中心に述べる。

アジアの統合の特徴は、主に市場の力に
よって進んでいることである。この点で、政
治的な統合として政策的に進められてきた欧
州統合と大きく異なる。アジアにおいては、
統合に向かう制度的な枠組みが整備されてい

図表1 域内統合の状況(2008～2011年の平均)

	域内直接投 資 (%)	域内貿易 (%)	域内の生産 の相関
アジア全域	50.08	55.02	0.36
中央アジア	0.02	5.33	0.35
東アジア	41.81	36.17	0.59
東南アジア	6.32	24.61	0.70
南アジア	0.03	4.61	0.04
太平洋・オセアニア	1.91	8.05	0.46

(資料) Asian Development Bank [2012b]

ない。統合の程度は緩やかであり、「域外に
開かれた形での統合」が基本的な姿となっ
ている。こうした中では、ASEAN共同体構築
の動きが、制度の整備という意味で重要と考
えられる。

市場の力によって進んでいる統合を、政策
的に加速させるべき理由は何か。本稿では、
この点について考える。AEIMにおいて強調
されているのは、世界金融危機以降、先進国
の成長が減速し、その需要にアジアの成長の
源泉を求めることが難しくなった点である。
アジアは今や世界のGDPの36.6%、人口の
56.2%を占めている（図表2）。そこには、
所得水準が非常に高い国や、ダイナミックに
成長している国が含まれる。アジア諸国が自
らの成長を確保するために域内統合を強める
ことは、合理的な選択といえよう。ただし、
世界の貧困層の3分の2がアジアに居住して
いることも事実であり、統合の利益をどのよ
うに分配するかが課題となる。

図表2 基礎経済指標

	世界人口に占 める比率 (%) 2010年	世界のGDPに 占める比率 (%、PPP) 2011年	実質GDP成長率 (%)		一人当たりGDP(PPP)	
			2000年から 2007年の平均	2008年から 2011年の平均	2011年(ドル)	2000年から 2007年の平均 成長率 (%)
アジア全域	56.2	36.6	6.2	5.8	7,376	7.0
東アジア	22.5	23.5	6.3	5.9	11,896	7.7
中央アジア	1.2	0.7	10.3	5.9	6,396	9.8
東南アジア	8.7	4.2	5.5	4.5	5,476	6.0
南アジア	23.3	6.9	6.8	7.0	3,325	7.4
太平洋・オセアニア	0.5	1.3	3.4	2.0	29,623	3.5
EU	7.2	20.1	2.6	0.0	31,607	3.6
北米	6.6	23.0	2.6	0.4	39,450	3.1
世界	100.0	100.0	4.2	2.8	10,821	4.7

(資料) Asian Development Bank [2012b]

本稿の構成は、以下の通りである。Ⅰ. では、ASEAN経済共同体の構築やASEAN+3域内金融協力の中で政策的に推進されている域内金融統合の意義について考える。Ⅱ. では、ASEAN+3域内金融協力の進展状況と債券市場の現状に触れた後、長期債券投資・株式投資・銀行融資における域内統合の進捗の有無をデータにより確認する。さらに、債券投資における域内統合推進の課題を説明する。Ⅲ. では、欧州債務危機のアジアへの影響をみた上で、不安定な国際金融情勢に対して求められるアジア諸国の対応について述べるとともに、欧州債務危機の教訓について指摘する。Ⅳ. では、域内金融統合に影響を与える2つの動き、すなわち中国の人民元国際化戦略と日中金融協力、ならびに日本における域内金融統合に向けた努力について論じる。

域内金融統合を推進する目的は、域外資金への依存度を引き下げ、金融危機などの対外ショックに耐えうる能力を向上させるとともに、金融部門の機能強化を実現し、域内の内需拡大を促進して経済成長を支援することである。アジアの域内金融統合の水準はユーロ圏に比較すれば低いものの、近年、長期債券投資や銀行融資において進展がみられる。これを加速させるために、各国市場の整備・開放の支援など、多様な政策の実施が求められる。

世界金融危機発生以降、国際金融情勢は不

安定さを増しており、先進国の危機の影響がアジアにも及んでいることを考慮すれば、危機への備えを十分に行わなければならない。また、欧州債務危機の推移をみれば、通貨統合のような強力な金融統合を拙速に進めることは望ましくない。

ASEAN経済共同体の構築、ASEAN+3域内金融協力、日中金融協力などの多様な努力により、域内金融統合が着実に進展していくことが期待される。7月に閣議決定された『日本再生戦略』では、金融戦略の一つの柱として「アジアにおける我が国企業・金融機関・市場の地位確立」が掲げられ、日本にアジアトップの取引所を構築するとともに、国内外の資金循環の中核となることを目指すとしている。日本企業、日系金融機関、機関投資家、個人投資家など、あらゆる経済主体がアジアとの経済面、金融面の関係を深めていることから、日本を含めたアジア域内金融統合の推進は極めて重要な政策目標になっているといえよう。

I. 域内金融統合を推進する意義

1. ASEANが目指す共同体の構築

(1) ASEAN経済共同体の構築

本節では、域内金融統合の意義について考える。まず、ASEAN共同体の構築について

みる。

ASEANは、67年にインドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイの5カ国によって結成された。その後、ブルネイ（84年加盟）、ベトナム（95年加盟）、ラオス（97年加盟）、ミャンマー（97年加盟）、カンボジア（99年加盟）を含む東南アジア10カ国の経済統合を目指す組織に発展している。東西冷戦の終結、中国やインドの経済的台頭といった国際環境変化の中で、積極的に共同体を形成してASEAN一体としての力を強めることが基本戦略となっている。特に経済的には、国際競争力の向上や域外からの投資対象としての魅力の向上などが、統合によって実現出来ると考えられている。

2003年10月にバリ島で開催された第9回ASEANサミットにおいて、2020年までにASEAN共同体（ASEAN Community）を構築することが合意され、政治・安全保障共同体（ASEAN Political-Security Community）、経済共同体（ASEAN Economic Community）、社会・文化共同体（ASEAN Socio-Cultural Community）が3つの柱とされた。

その後、域内外の経済相互依存が急速に強まっていること、ASEAN経済共同体の構築により域内経済格差の縮小を図る緊急性が高まっていることなどの認識から、2007年11月にシンガポールで開催された第13回ASEANサミットにおいて、ASEAN共同体の構築を2015年までに実現することになった。また、

2008年12月にはASEAN憲章（ASEAN Charter）が発効し、ASEANに法的性格（legal status）が与えられた。

ASEAN経済共同体は、①単一の市場・生産基地、②高度に競争的な経済地域、③公平な経済発展を目指す地域、④グローバル経済に完全に統合した地域、といった性格を持つとされる。ASEAN事務局は、ASEAN経済共同体を確かなものとして構築するために、民間部門の積極的な参加が不可欠であることを強調している。

単一市場の中では、商品・サービス・投資・熟練労働力が自由に移動することが出来る。また、資本については、完全ではないが自由な移動（freer flows）が行われるとされ、一定の資本取引規制を許容する余地が残されている。単一市場の形成を促進するため、12の優先統合部門（priority integration sectors）が指定されている。単一市場が形成されることにより、域内の生産ネットワークの構築が促されるとともに、ASEANのグローバルな生産センターあるいはサプライ・チェーンの一部としての能力が強化されることになる。

「高度に競争的な経済地域」に関しては、競争政策、消費者保護、知的財産権、インフラ整備、税制、電子商取引が、また、「公平な経済発展を目指す地域」に関しては、中小企業の発展と域内後発国の経済発展が論点とされている。さらに、域外に開かれた市場でなければならないとの認識から、自由貿易協

定の拡大、グローバル・サプライ・チェーンへの積極参加などにより「グローバル経済に完全に統合した地域」を目指すとしている。

(2) ASEAN域内金融統合の推進

域内経済統合の機運が高まりつつある中、金融統合の面でも、域内の株式市場の統合を主眼とする資本市場統合実施計画が進められるとともに、資本取引の漸進的な自由化が目指されている。資本市場統合実施計画は、ASEAN諸国の資本市場が単独では十分な規模を備えていないため、各国証券取引所における域内クロスボーダー取引を増やすべく、市場インフラの調和を図ることなどを具体的な内容とする。大別して、基礎環境作り（①調和と相互認証の枠組み）、市場インフラ整備（②証券取引所の連携とガバナンスの枠組み、③新商品開発、④債券市場強化）、統合プロセス強化（⑤各国の資本市場育成計画の調整、⑥ASEAN内の体制強化）、からなる（注1）。これを推進しているのは、2004年に証券規制当局の間で域内の資本市場整備について議論する場として設立されたASEAN資本市場フォーラム（ACMF：ASEAN Capital Markets Forum）である。

市場統合の具体的成果としてあげられるのが、情報開示基準の調和（ASEAN and Plus Standards Scheme）である。これは、ACMFにおいて考案された、域内クロスボーダー証券（株式・債券）発行に適用される情報開示基準の枠組みである。クロスボーダー発行を

容易にするとともに域内証券の透明性を高め、ASEANが単一の資産クラスとして認識されることを促そうとするものである。

また、ACMFと並列という位置付けで、域内証券市場連携に関するタスク・フォースならびにASEAN100タスク・フォースが存在する。ACMFが証券監督当局により構成されているのに対し、2つのタスク・フォースは証券取引所によって構成されている。域内証券市場連携に関するタスク・フォースは、域内証券取引所の取引・決済システムの相互接続を目指している。2012年6月には、ASEAN Exchangesが稼働した。これは、域内7取引所を電子ネットワークで接続し、代表的な210銘柄を取引出来るようにしたものである（注2）。

一方、ASEAN100タスク・フォースは、ASEAN株価指数やETFの開発を通じて資産クラスとしての確立を目指すものである。2005年には、英FTSEグループと共同でFTSE・ASEAN180指数およびFTSE・ASEAN40指数が開発された。

このように、ASEANにおける域内金融統合は、市場規模の拡大により「ASEANを一つの資産クラスとする」ことに力点が置かれているといえよう。

2. ASEAN+3域内金融協力における域内金融統合の意義

(1) 世界金融危機以前

前述の通り、金融統合とは、「金融に関してより大きな相互依存に向かうプロセス」を意味する。その進捗度合いを測る方法として、第1に、金融資本市場価格の連動性をみる方法がある（Price-Based Measures）。第2に、資本フローの大きさをみる方法がある（Quantity-Based Measures）。第3に、資本取引規制や外国金融機関に対する金融業の開放状況をみる方法がある（Institutional / Regulatory Measures）。第4に、その他（金利裁定の成立、貯蓄と投資の相関、各国の消費の相関などをみる方法）がある。

これらは、各国市場の存在を前提にその関係が強まるプロセスといえるが、さらに強い統合として、各国の金融規制の調和、外国銀行進出の本格化や新たなオフショア市場の創設による金融システムの変化、などが考えられる。今のところ、アジアはこれらの「強い統合」が実現している状況にはない。

以下、97年のアジア通貨危機以降に進められてきたASEAN+3域内金融協力の目的についてレビューする。

97年の通貨危機に際し、短期の銀行借入れを中心とする海外からの資金に依存していたこと（ダブル・ミスマッチ）が危機の主因であったという認識に基づき、ASEAN+3諸

国による域内金融協力が実施され、金融システムの強化が図られてきた。特に、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）などにより、国内債券市場の整備が推進されている。その目的は、過度の銀行依存ともいわれる銀行部門のウェイトが高い金融システムをよりバランスの取れたものに変え、長期資金の供給を可能として、国内の貯蓄を投資に結びつける金融仲介機能を強化することにある。バランスの取れた金融システムを形成することが国内金融システムの強化につながるとともに、内外の銀行からの借入れに対する依存度を減らすことに資すると考えられた。

加えて、域内金融統合の強化、すなわち、域内クロスボーダー債券取引を増やすことが目標とされている。現状、特に注力されているテーマとして、ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）において、調和された規制を有するプロ向け債券市場を各国に構築し、クロスボーダー発行を増やすことが目標とされている。

域内金融統合の強化が目標とされているのは、通貨危機以降、アジア諸国が全般的に大幅な貯蓄超過となる一方、潤沢な資金の多くがアメリカをはじめとする先進国の金融資本市場に向かい、域内の設備投資やインフラ整備の資金調達に充てられていないことが問題とされるようになったためである。このような「資本フローの非対称性」を改善するために、「アジアの貯蓄をアジアの投資に向かわ

せる」ことが必要であるとされた。すなわち、「通貨危機の経験から、域外の資金は信用出来ないことがわかった。通貨危機後にアジアは金余り（貯蓄超過や外貨準備の蓄積）に転じたのであるから、各国で貯蓄超過を解消するだけでなく、域内で資金を融通し合えば、域外資金への依存をより効率的に回避出来るであろう」、ということである。

地域統合の本質的な性格としてある程度は当然かもしれないが、これはかなり地域主義的な考え方である。域外の資金と域内の資金は、性格的にどれほど異なるのか。域内の資金も一枚岩ではないはずであり、この点の検証は重要な課題となろう。

以上のことから、アジアの域内金融統合について考える場合、議論の出発点というべきアジアの貯蓄超過がどのように変化しているか、アジアに対する資本フローがどうなっているか、域外資金と域内資金で違いはあるか、といった点を継続的に検証していく必要があると考えられる。

(2) 世界金融危機以後

①重要性を増した危機対策

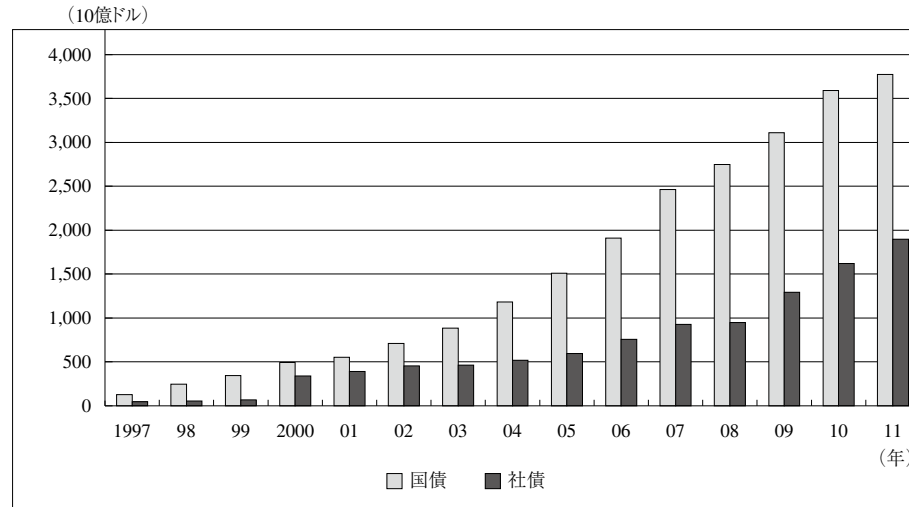
世界金融危機は、域内金融統合の目的に大きな影響を与えたと考えられる。それはまず、危機対応の強化を促したためである。世界金融危機がアジアの金融システムに与えた影響は、以下のようなものであった。①資本流入が大幅に減少し、通貨や株価の下落につながった。為替介入等により、外貨準備も減少

した。②海外でドルの調達がほぼ不可能となり、貿易金融が急速に縮小したほか、ドル建て債券のスプレッドも拡大した。国内の流動性にも影響が及び、一部の国では国内短期金利が急上昇したが、銀行間市場の機能が失われることはなかった。③内外資本市場からの資金調達が減少し、国内では、特に株式、証券化、CP、低格付けの社債発行などへの影響が大きかった。ただし、社債発行の落ち込みは短期的なものにとどまった。一方、金融システムの主要な部分を占める銀行部門に大きな影響が生じることはなかった。

この経験から、今後も、国際金融市場において生じる混乱の波及を食い止めることが重要である。そのために検討すべきことは、第1に、資本流入規制の強化などにより、資本フローへの依存度を引き下げることである。第2に、ドルを中心に流動性供給を強化することである。そのためには、海外中央銀行との通貨スワップの拡充、外貨準備の確保、域内通貨スワップ網（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralisation）の強化、などが考えられる。中期的には、ドル基軸通貨体制の見直しが検討されるべきである（注3）。

第3に、国内金融資本市場を整備することである。国際金融市場が危機に陥った際に、国内金融システムの機能を維持することが重要である。アジア債券市場は、世界金融危機に際し平時の機能を比較的維持することが出来た（図表3）。海外で資金調達が出来なく

図表3 アジア債券市場発行残高の推移



(注) 中国・香港・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・ベトナムの合計。
 (資料) Asian Bonds Online

なった金融機関や大企業の多くが、国内市場への回帰を試みることとなった。このことから、資本フローへの過度の依存には問題があり、その改善のために債券市場整備が有効な対策となることが再認識された。

第4に、金融システムの信認を維持するため、金融規制監督を強化することである。これについては、資本が急激な流出に転じた場合への備えを強化することに重点を置くことになる。例えば、銀行の外貨取引を制限し、通貨のミスマッチを抑制することである。また、国内信用が非生産的な分野に向かうことを防ぐことが重要であり、銀行による株式や不動産への投機的な投資やこれに関連した融資などについて、モニタリングを行い厳しく取り締まらなければならない。さらに、金融

商品の複雑化や金融サービスの多様化が進む中で、金融機関のリスク管理能力の向上が重要となっている。規制監督を効果的に実施するためには、当局の人材育成や制度構築にも注力する必要がある。

なお、規制の整備においては、世界金融危機の教訓を生かすという観点も重要である。特に、銀行が市場からの資金調達に過度に依存しないこと、金融技術の進歩について当局が正しく把握すること（証券化や格付けの問題など）、貿易金融を確保することなどが重要である。証券化や格付けの問題は、債券市場整備と深くかかわっている。また、店頭デリバティブ市場など債券市場に関連する多くの金融商品・インフラの整備においても、世界金融危機の経験に配慮することが望ましい

といえよう。

このような危機対策の一環として、域内金融統合を強化して域外の資本フローに対する依存度を引き下げることの重要性が再認識されることになったと考えられる。危機からの回復過程では、先進国の金融緩和やアジアの成長に対する期待などから資本流入が急増しており、資本フローの不安定性がますます顕著となっている。このことが、域内金融統合が重要であるという機運を高めている。

②不可欠となった域内内需の促進

97年の通貨危機以降、アジアは製造業を主役とする輸出主導型の経済成長を遂げてきた。しかし、「はじめに」で触れた通り、世界金融危機後に先進国の成長率が低下し、その需要に依存することは難しくなったと考えられる。したがって、各国は内需を拡大し、輸出主導型成長戦略を修正する必要性に迫られている。中国においては主に消費の促進、その他のアジア諸国においては主に投資の促進が求められている。

97年の通貨危機後にアジアが貯蓄超過となったのは主に投資の減少によるものであり、その回復が重要な課題となった。現在でも投資の回復は十分に果たされているとはいえず、特に、内需関連の投資は相対的に伸びていない。世界金融危機以降、内需拡大効果の高い投資を回復させる必要性がさらに高まったといえよう。

日本にとっても、アジアの内需拡大は重要

な意味を持っている。日本では、成長を維持するためにアジア諸国との経済関係を一段と深めるとともに、アジア諸国の内需をターゲットとしたビジネスに注力することが不可欠となっている。その過程で現地通貨調達ニーズが高まり、現地で債券を発行するケースも増えてきている（注4）。現地通貨建て社債の発行、借り入れ、為替予約など多様な方法によって現地通貨に関するリスクを管理することが多くの企業にとって重要な課題となっており、日本の企業や金融機関も確実に域内金融統合の一端を担いつつあるといえよう。

アジア諸国が内需を拡大することにより、域内の最終製品貿易が拡大することも考えられる。EUやNAFTAに比較して、アジアでは最終財輸出の域内向けの割合が相対的に低い水準にある（注5）。域内でのFTA・EPAの拡大や、各国における所得水準の上昇なども、最終製品貿易を促進する要因となる。これによりアジアは従来中国を中心とした「世界の工場」の役割を失うことはないが、同時に「世界の消費市場」としての役割を強め、世界の経済成長をけん引していくことが期待される。その結果、先進国に対する輸出依存度の低下が加速するとともに、アジアの経済緊密化（实体经济面の統合）が一層進む可能性がある。

内需主導型成長への転換を促進するためには、域内金融統合を強化することが有効と考

えられる。それは、域内金融統合の進捗によって以下のような形で金融システムの機能強化が期待され、それが実体経済に対する金融サービスの供給力を増すためである。第1に、対外開放によって競争が促進され、域内の金融資本市場や金融機関が強化される。その結果、個人や企業の金融制約が低下する。また、金融ノウハウの移転による新たな金融商品の開発、コーポレート・ガバナンスの改善、情報開示の向上、市場価格のボラティリティの低下などが期待される。第2に、域内の個人や企業が新たな金融サービスを受けられるようになる。第3に、域内の資金配分の効率性が改善する。第4に、市場統合が進めば規模の経済を得ることが出来、新たな投資を招き入れ資金調達コストを引き下げることが可能となる。市場流動性も大いに改善する。前述のASEAN経済共同体における統合の考え方は、この点を重視したものといえよう。

(3) まとめ

以上を要約すると、域内金融統合の主な目的は、域外からの資本フローに対する依存度を低下させるとともに、域内における金融サービスの強化を通じて域内内需の促進を支援することにある。後者により、アジアの貯蓄超過が改善することも期待される。

貯蓄投資バランスは、人口の年齢別構成や伸び率、所得の水準や成長率、財政収支など多くの構造的要因によって決まるが、一方で金融サービスの存在が個人や企業の消費・投

資・貯蓄行動に影響を与えることが多くの分析により実証されている。Pongsaparn and Unteröder [2011] は、105カ国のデータから、金融統合が貯蓄投資バランスの決定要因となることを示した。国際金融情勢の不安定化に伴い、アジアでは資本取引規制を強化する動きが一般化しているが、この分析によれば、金融統合を促すことで内需が促進され、経済の頑健性が向上することになる。金融統合の長期的な利益を忘れるべきではない、というのが彼らの結論である。ただしここでは、域内での統合か、あるいは域外との（グローバルな）統合か、ということは問題とされていない。

図表4は、各国の貯蓄率と投資率をみたものである。2007年と2010年を比較した場合、韓国以外で貯蓄超過が減少しており、何らかの理由により成長のリバランスが生じている可能性がある。

各国政府も、内需の拡大に注力している。例えば、中国は内需主導型経済への転換を目指しており、都市化や所得水準の上昇などによる消費の高度化（耐久消費財やサービスに対する支出の増加）、内陸部を中心としたインフラ整備による投資の増加などが生じている。また、マレーシアでは、いわゆる「中進国の罫」を脱するため、投資の促進を主な目的とした経済変革プログラム（Economic Transformation Program）が2010年より実施されている。

図表4 貯蓄率と投資率（対GDP比率）

(%)

		1995年	97年	99年	2001年	03年	05年	07年	08年	09年	10年
中国	貯蓄率	39.6	39.0	38.0	39.0	43.0	46.4	50.5	51.5	51.0	53.0
	投資率	41.9	37.9	36.7	36.3	41.2	42.1	41.7	44.0	48.3	48.2
	貯蓄超過	▲2.3	1.1	1.2	2.7	1.8	4.3	8.8	7.5	2.7	4.8
香港	貯蓄率	29.6	30.7	30.1	29.8	31.2	33.0	31.8	30.7	28.8	29.3
	投資率	34.1	34.0	24.8	25.3	21.9	20.6	20.9	20.4	21.3	23.7
	貯蓄超過	▲4.4	▲3.4	5.3	4.5	9.2	12.4	10.8	10.3	7.5	5.6
韓国	貯蓄率	36.5	35.0	35.1	31.3	32.2	32.3	30.9	30.0	29.9	32.2
	投資率	36.9	35.4	28.9	29.2	29.9	29.7	29.4	31.2	26.3	29.2
	貯蓄超過	▲0.4	▲0.4	6.2	2.1	2.3	2.7	1.5	▲1.2	3.6	3.0
台湾	貯蓄率	28.6	27.2	27.5	25.3	27.2	27.3	29.6	27.3	25.8	29.7
	投資率	26.7	25.1	25.0	19.8	19.9	22.7	22.1	22.4	17.7	22.6
	貯蓄超過	1.9	2.1	2.5	5.5	7.3	4.6	7.5	4.9	8.1	7.1
インドネシア	貯蓄率	30.6	31.5	19.5	30.0	23.7	27.5	28.1	31.0	31.7	34.2
	投資率	31.9	31.8	11.4	22.5	25.6	25.1	24.9	27.8	31.0	32.5
	貯蓄超過	▲1.3	▲0.3	8.1	7.5	▲1.9	2.4	3.2	3.2	0.7	1.7
マレーシア	貯蓄率	39.7	43.9	47.4	41.8	42.5	42.8	42.1	42.5	36.0	39.2
	投資率	43.6	43.0	22.4	24.4	22.8	20.0	21.6	19.3	14.4	21.4
	貯蓄超過	▲3.9	0.9	25.1	17.4	19.7	22.8	20.5	23.2	21.6	17.8
フィリピン	貯蓄率	14.5	14.2	15.0	15.3	15.4	15.9	17.2	16.8	15.5	18.7
	投資率	22.5	24.8	19.0	22.1	23.0	21.6	17.3	19.3	16.6	20.5
	貯蓄超過	▲7.9	▲10.6	▲4.0	▲6.8	▲7.6	▲5.7	▲0.1	▲2.5	▲1.1	▲1.8
シンガポール	貯蓄率	50.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	49.4	53.3	51.1	50.0	51.9
	投資率	33.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20.0	21.1	30.2	26.4	23.8
	貯蓄超過	16.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29.4	32.2	20.9	23.6	28.1
タイ	貯蓄率	36.9	35.3	32.5	31.4	32.0	30.9	34.4	32.6	31.3	33.4
	投資率	42.1	33.7	20.5	24.1	25.0	31.4	26.4	29.1	21.2	26.0
	貯蓄超過	▲5.2	1.6	12.0	7.3	7.1	▲0.6	8.0	3.5	10.1	7.4

(資料) Asian Development Bank, Key Indicators各号

図表5 外貨準備額の推移

(億ドル、%)

	1997年	2007年	08年	09年	10年	11年	対GDP比率
中国	1,399	15,282	19,460	23,992	28,473	31,811	43.6
香港	928	1,527	1,825	2,558	2,687	2,854	117.3
インドネシア	174	550	496	636	929	998	11.8
韓国	204	2,622	2,011	2,699	2,915	3,042	27.3
マレーシア	210	1,007	915	968	1,066	1,333	47.8
フィリピン	88	302	332	379	554	673	31.6
シンガポール	713	1,630	1,742	1,878	2,258	2,377	91.5
台湾	835	2,703	2,917	3,482	3,820	3,855	82.6
タイ	270	875	1,110	1,384	1,721	1,751	50.7
合計	4,821	26,498	30,808	37,976	44,423	48,694	44.0
(除く中国)	3,422	11,216	11,348	13,984	15,950	16,883	44.8

(注) 対GDP比率は2011年に関するもの。

(資料) 各国資料

一方、近年の外貨準備の推移は図表5の通りである。2008年末にリーマン・ショックに伴う資本流出によりインドネシア・韓国・マレーシアで対前年比減少がみられたことを除けば、各国で増加が続いている。これは、アジアへの資本流入が急増していることが主因と考えられる。この表に含まれる9カ国・地域の合計で、外貨準備は2011年末に約4.9兆ドル（GDPの44%）に達している。その65.3%に相当する3.2兆ドルは中国によるものであり、中国の重要性は増加し続けている。

先進国への輸出依存度の低下などによりアジアの実体経済統合が進めば、企業活動もクロスボーダー化し、それを支援する金融の必要性も高まるため、域内金融統合が一層進むことになる。そのようにして、域内における金融統合と実体経済統合が相互促進的に進むことが期待される。

3. 域内内需促進の具体策

(1) 内需拡大のための政策

内需を拡大するためには、包括的な政策パッケージが必要となる。具体的には、第1に、消費や投資の阻害要因の削減である。①医療・教育・年金制度などの社会的セーフティ・ネットの充実により予備的貯蓄を減らし消費を促進すること、②投資環境を整備すること、③財政支出を社会政策やインフラ整備に重点的に配分すること、などが重要となる。

第2に、生産構造を変えるための政策である。これには、産業構造をより柔軟に変化させるための競争促進、規制緩和、労働市場改革、技術革新、人的資源の蓄積などが含まれる。従来は製造業を中心とした輸出産業を優遇してきたが、今後はサービス業を重視することが求められる。

第3に、為替政策である。各国が自国通貨の増価を容認することにより、生産資源が貿易財から非貿易財にシフトする。また、消費者の購買力が上昇し、消費が促進される。さらに、柔軟な為替政策は金融政策実施の自由度を高める効果もある。これらにより、内需が拡大する効果が期待される。

また、域内貿易比率が上昇すれば、域内の為替レート安定の重要性が増すため、為替政策協調を実施する意義が高まる。

(2) 金融システムの整備

これらに加え、金融システムの整備が重要である。金融仲介機能の存在は、消費や投資の促進のために不可欠である。

例えば、整備が進められている社債市場の具体的な活用方法として、内需の拡大に重要な役割を果たす中小企業の資金調達への利用を証券化の活用などにより工夫すること、住宅ローンやカード債権の証券化など内需・サービス産業関連の債券発行を拡大すること、などが考えられる。こうした資金調達にクロスボーダーの投資を組み合わせることが出来れば、域内金融統合が内需拡大を促進す

図表6 アジアのインフラ整備必要額（2010～2020年）

（10億ドル：2008年基準）

部門	東アジアおよび 東南アジア	南アジア	中央アジア	太平洋地域	合計
電気	3,182.5	653.7	167.2	—	4,003.3
運輸	1,593.9	1,196.1	104.5	4.4	2,898.9
通信	524.8	435.6	78.6	1.1	1,040.1
水道・衛生	171.3	85.1	23.4	0.5	280.2
合計	5,472.3	2,370.5	373.7	6.0	8,222.5

（資料）Asian Development Bank [2012b]

ることになる。

また、内需を拡大し経済成長を加速するための投資の中で重要な位置を占めるのが、インフラ整備である。インフラ整備は経済成長のモメンタムを維持するとともに、高成長の利益をより多くの国民に分配し、地域間の所得格差を縮小することに役立つ。

国内だけではなくクロスボーダーでインフラが整備されることで、運輸・エネルギー・通信などに関するネットワークが改善し、統合が進むとともに、経済・金融面の統合も促進されると考えられる。

アジアにおいて、インフラ整備は経済成長に見合う速さで進んでおらず、2010～20年に必要なインフラ整備資金は約8.2兆ドル（年間7,500億ドル）と推計されている（図表6）。近年、アジアのインフラは改善しているものの、先進国に比較すれば依然かなり低水準となっている（図表7）。

インフラ整備に膨大な資金が必要となる中、財政資金にも限界があることから、民間部門の役割が増しており、官民連携（PPPs：Public-Private Partnerships）による実施を一層

図表7 インフラの質（2011年、G7平均に対する比率）

（％）

	全体	道路	鉄道	港湾	空港	電気
アジア	76	71	69	75	80	67
東アジア	90	87	98	92	89	90
東南アジア	80	79	58	83	86	73
中央アジア	71	59	64	55	71	63
南アジア	61	60	55	70	72	41

（資料）Asian Development Bank [2012b]

拡大することが不可欠である。民間参加の実績は限定的であり、PPPは通信やエネルギー分野に集中している。国別にみると、中国・インド・インドネシア・マレーシア・フィリピンなどに偏っている。

民間部門による投資を拡大するためには投資環境の整備など多くの課題があるが、金融資本市場が十分に整備されていないことも投資が伸びない原因の一つである。今後、銀行融資に加えてインフラ・ファンドや資本市場からの調達なども活用し、クロスボーダーの資金調達を拡大することが求められる。

2012年5月、インフラ・ファイナンスの拡大とクロスボーダーのプロジェクトに関する域内協力の促進を目的に、AIF（ASEAN Infrastructure Fund）がASEAN諸国とアジア

開発銀行の出資により設立された。当初は毎年3億ドル程度の融資を実施し、融資残高を2020年までに21億ドル、2026年までに40億ドルとする予定である。また、AIFがPPPに公的セクターとして参加することも可能である。

アジア開発銀行は、過去20年間にアジア地域の連結・統合を強化するためのインフラ整備等のプロジェクトに約350億ドルを投じてきており、AIFは一連の取り組みの中でファイナンスの側面を重視した枠組みといえる。

- (注1) 資本市場統合実施計画の内容の詳細に関しては、清水 [2010] を参照。
- (注2) 門前 [2012] による。また、神尾 [2012] によれば、このほかにも、域内企業の域内証券取引所への相互上場手続きを短縮する取り組みや、域内上場企業のコーポレート・ガバナンスを評価する取り組みが始まっている。
- (注3) 基軸通貨とは、国際的な経済取引において中心的に利用される国際通貨の中で特に信頼性が高く、世界的に用いられる通貨である。
- (注4) 2012年8月30日付日本経済新聞夕刊「社債、通貨の幅広がる」によると、日本企業による2012年1～8月の人民元建て社債発行額は34億元（約400億円）と、前年の年間実績を5割上回っている。また、リース会社がパーツ建てやウオン建ての債券を発行している。
- (注5) 内閣府 [2010]（第2章第1節）による。以下の議論に関しては、経済産業省 [2010] 第2章第2節も参考になる。

Ⅱ. 域内金融統合の現状と課題

1. ASEAN+3域内金融協力の進展

(1) 2012年5月以前

本節では、ASEAN+3域内金融協力の取り組みと域内金融統合の現状についてみる。まず、2003年に発足したABMIにおいては、債

券発行主体の拡大、発行通貨の多様化、市場インフラ整備を主な目的として6つのワーキング・グループが立ち上げられ、①新たな債務担保証券開発、②信用保証および投資メカニズム、③外国為替取引と決済システム、④国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行、⑤地域の格付け機関整備と情報発信、⑥技術支援、をテーマに活動が行われた。

2005年5月にはABMIロードマップが発表され、それまでの実績を踏まえてワーキング・グループが再編成された。2008年5月には、より包括的な取り組みを目指すために新たなロードマップが作られ、取り組み課題が4つ（債券の供給拡大、債券の需要拡大、規制枠組みの改善、関連する市場インフラの整備）に整理された。それぞれを担当する4つのタスク・フォースの下で、活動が続けられた（図表8）。

ABMIの主な成果は、以下の通りである。第1に、情報発信手段として、2004年5月にウェブサイト（Asian Bonds Online）が立ち上げられた。アジア債券市場に関する多様な情報やデータが提供されており、その内容は着実に向上している。さらに、出版物としてAsia Bond Monitorが定期的に発行され、各国債券市場の概況や政策動向などが把握出来るようになっている。

第2に、域内各国の格付け機関の能力向上が図られ、その活動の一環として、2008年12月に格付け機関の遵守基準（Handbook on

図表 8 ABMIの新たなロードマップ (2008年)

<p>タスク・フォース 1：現地通貨建て債券の発行促進（供給側）</p> <p>(1) 信用保証および投資メカニズム①</p> <p>(2) Asian Currency Note Programの促進①</p> <p>(3) 債券の発行促進：インフラ関連債券①、証券化商品②、通貨バスケット債券③</p> <p>(4) デリバティブおよびスワップ市場の整備②</p> <p>(5) 地域の引受業者の育成②</p> <p>タスク・フォース 2：現地通貨建て債券の需要の促進（需要側）</p> <p>(1) 機関投資家の投資環境の整備①</p> <p>(2) 個人投資家の投資環境の整備②</p> <p>(3) レボ・証券貸借市場の整備②</p> <p>(4) クロスボーダー取引の強化：資本取引規制③、非居住者関連税制③</p> <p>(5) 域内の機関投資家向けの広報活動①</p> <p>タスク・フォース 3：規制枠組みの改善</p> <p>(1) 規制監督：IOSCO原則の適用促進①、債券発行・上場・開示に関する透明な法規制の促進②、規制監督者の能力構築①</p> <p>(2) 証券業者協会・自主規制機関：域内の諸機関の相互協力①、アジア・ボンド・スタンダードの促進②</p> <p>(3) 破産手続きの改善③</p> <p>(4) 会計監査の国際基準の適用促進②</p> <p>タスク・フォース 4：債券市場のインフラ改善</p> <p>(1) 証券決済インフラ：IOSCO提言の適用促進①、民間部門の参加者による議論促進①</p> <p>(2) 市場流動性の向上：国債のプライマリー・ディーラー制度の採用強化①、ベンチマーク・イールドカーブの整備維持①、取引プラットフォームの改善②、流通市場の情報開示の整備③</p> <p>(3) クレジット文化の育成：債券市場関連のデータ整備②、信用リスクデータベースの整備②、現地格付け機関の信頼性強化②</p> <p>(4) アナリストなどの専門職の育成②</p>
--

(注) ①、②、③は設定された取り組み優先順位を示す。
 (資料) ASEAN+3 NEW ABMI Roadmap

International Best Practices in Credit Rating) が発表された。

第3に、2009年5月、信用保証・投資ファシリティ (CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility) の創設が合意された。これは、域内で発行される現地通貨建て社債に対する保証を実施する機関であり、アジア開発銀行の信託基金として当初資金規模7億ドルで設立し、需要に応じて増額することが想定された。その後、具体的な業務範囲や保証の方法、国別上限額などについて事務レベルで協議が進められ、2010年11月、設立総会が開かれた。

本部はマニラに置かれた。保証の対象は域内の投資適格企業（現地の格付け機関の格付けにより判断する）の現地通貨建て債券発行であり、7億ドルの拠出額の分担は、中国と日本（国際協力銀行）が各2億ドル、韓国が1億ドル、ASEANが0.7億ドル、アジア開発銀行が1.3億ドルとなった。

業務開始後、当初の段階において保証を実施する対象国としては、ASEAN 5カ国（インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ）を想定しており、保証対象としては①発行期間が10年以上の債券、②ク

ロスボーダー発行となる債券、③投資適格ではあるが単独では債券発行が困難な比較的格付けが低い企業が発行する債券、などが検討されている。2012年中に、第1号案件が実施される見込みである。

域内での社債発行に対して保証を実施する場合、本来は格付けに関して域内共通の物差しとなるリージョナル・スケールの存在が必要である。しかし、現時点で各国の格付け手法は多様であり、相互に比較することはほとんど不可能である。この点をどうすべきかについては、今後、ASEAN+3リサーチ・グループなどの場で議論が深められるものと期待される。

第4に、域内決済機関（RSI：Regional Settlement Intermediary）の構築方法ならびにクロスボーダー債券投資・決済の障害に関する検討が民間部門の専門家（GOE：Group of Experts）によって行われ、2010年4月に最終報告書が発表された。この活動を経て、域内の規制監督機関や自主規制機関を集めてASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）という官民連携組織を作り、域内市場の調和・統合の方法や国際債券市場（オフショア市場）としてのプロ向け私募債市場の設立について検討することが提案された。ABMFの設立は、2010年5月のASEAN+3財務大臣会議共同声明において承認された。

ABMFの活動は、GOEによる報告書の成果を引き継ぐものである。クロスボーダー取引

を拡大する重要な手段の一つとして、市場インフラ（取引プラットフォーム、清算・決済システム、ヘッジ手段等）や関連する規制・制度（法規制、格付け機関、会計監査基準、税制等）の調和あるいは相互承認を実現することが求められる。ABMFでは、各国の規制や市場インフラ等の実情を詳細に調査して調和・相互承認の枠組み導入の可能性を探る作業が進められ、2012年初めにASEAN+3 Bond Market Guideが完成した。

ABMFは、今後、第2フェーズで新たなクロスボーダー取引促進策に取り組むことになる。当面、域内各国におけるプロ向け債券市場の設立を目指し、活動することとなる。そのために、域内で標準化された債券発行プログラム（AMBIP：Asian Multi-Currency Bond Issuance Program）の導入を目指している。

(2) 2012年5月以降

2012年5月のASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議共同声明において、従来のロードマップの見直しによりNew Roadmap+が採用され、9つの優先項目が示された（図表9）。これらは、従来の4つのタスク・フォースを生かした上で、取り組み項目を見直したものである。

9項目は、以下の通りである。(1)具体的な成果を生み出すために取り組みを強化すべき既存の重要課題（Follow-up issue）：①CGIFの業務開始、②インフラ金融の枠組み整備、

図表9 新ロードマップ・プラス (2012年)

<p>タスク・フォース1：現地通貨建て債券の発行促進（議長国：中国、タイ）</p> <p>(1)信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の保証業務の開始(F)…第1</p> <p>(2)インフラ・ファイナンス・スキームの育成(F)…第1 —ラオス・タイのパイロット・プロジェクトを含む</p> <p>(3)デリバティブ・スワップ市場の整備…第2</p> <p>タスク・フォース2：現地通貨建て債券の需要の促進（議長国：日本、シンガポール）</p> <p>(1)国債市場のさらなる発展(A)…第1 —レボ市場および証券貸借市場の整備</p> <p>(2)機関投資家向けの投資環境の整備およびABMI情報の共有(F)…第1</p> <p>(3)クロスボーダー債券取引の促進…第2</p> <p>タスク・フォース3：規制枠組みの改善（議長国：マレーシア、日本）</p> <p>(1)ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）の活動の強化(F)…第1 —債券共通発行プログラム</p> <p>(2)消費者や中小企業（SMEs）の金融アクセスの強化(A)…第1</p> <p>(3)債券取引に係る破産手続きの改善…第2</p> <p>タスク・フォース4：債券市場のインフラ改善（議長国：韓国、フィリピン）</p> <p>(1)域内決済機関（RSI）の設立に向けた取り組みの促進(F)…第1</p> <p>(2)地域格付けシステムの基盤強化(A)…第1</p> <p>(3)金融知識教育の向上(R)…第2</p> <p>技術協力調整チーム（TACT）（議長国：ブルネイ、ラオス、ベトナム）</p> <p>(1)債券市場育成における能力強化に向けたASEANメンバー国への技術協力の促進…第1</p>

（注1）（F）はフォローアップ課題、（A）は追加的課題、（R）は関連課題。
 （注2）第1、第2は、設定された取り組み優先順位を示す。
 （資料）第15回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議共同声明（2012年5月3日）

③機関投資家のための投資環境整備と情報提供、④ABMFの活動強化、⑤域内決済機関の設立に向けた取り組み。(2)ABMIの議論に弾みをつけるために付け加えるべき重要課題（Added issue）：⑥国債市場の一層の整備、⑦消費者や中小企業の金融アクセスの強化、⑧域内の格付けシステムの基礎強化。(3)国際金融情勢の変化に鑑み取り組むべき関連課題（Relevant issue）：⑨金融知識の向上。

これらの項目は、従来以上に具体的（tangible）な成果が必要であるという認識の下、慎重な議論の結果、選択されたものであり、重要なテーマが網羅されている。また、今後は域内金融統合が重要な取り組みテーマ

になるという考え方のもとに掲げられたテーマであるといえよう。

今後、これらを着実に実現していくことが求められ、共同声明でも各タスク・フォースにおいて作業計画（work plan）を作成し、進捗を確かなものとするを求めている。

(3) CMIMの強化

2012年5月の共同声明で、緊急時の流動性供給体制であるCMIMに関しても、以下の通り、枠組みが強化された。①全体の規模を1,200億ドルから2,400億ドルに倍増する（図表10）。②IMFプログラムにリンクしない（プログラムなしでも融資を実行出来る）部分の割合を20%から30%に拡大する。さら

図表10 CMIMにおける各国の貢献額
(億ドル)

国名	貢献額	借入乗数
中国 (注)	768.00	0.5
日本	768.00	0.5
韓国	384.00	1
インドネシア	91.04	2.5
マレーシア	91.04	2.5
シンガポール	91.04	2.5
タイ	91.04	2.5
フィリピン	91.04	2.5
ベトナム	20.00	5
カンボジア	2.40	5
ミャンマー	1.20	5
ブルネイ	0.60	5
ラオス	0.60	5
合計	2,400.00	-

(注) 中国の768億ドルのうち84億ドルは香港が拠出する。香港はIMFの加盟国ではなく、IMF融資にリンクして支援を受ける部分がないため、借入乗数は2.5ながら、借入上限額は $84 \times 2.5 \times 30\%$ となる。

(資料) 第15回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議共同声明 (2012年5月3日)

に、条件が整えば、2014年に40%に拡大する。
③融資期間および最大延長可能期間を長期化する。④CMIM Precautionary Line (CMIM-PL) と呼ばれる危機予防のファシリティを導入する。

CMIMを実効性のある枠組みとするため、AMRO (ASEAN + 3 Macroeconomic Research Office) がシンガポールに設立され、サーベイランス活動が開始されている。具体的な活動として、地域および各国の経済に関する報告書の定期的提出に加え、各国へのコンサルテーションが実施されている。前述の共同声明では、AMROに対し、①アジア開発銀行・IMF・世界銀行などとの協力関係の強化、②AMROを国際機関とするための準備の加速、③ホスト国であるシンガポールの責任の明

示、の指示が出された。シンガポールは、すでに必要な支援の実施を確約している。

2. アジア債券市場の発展状況

(1) 各国市場拡大の現状

次に、アジア債券市場の現状を簡単にみる。アジア債券市場の発行残高は図表11に示した通りである。これは、図表3と同じデータに基づく。2011年末の残高をみると、2000年末との比較では社債の伸びが国債に劣後しているが、2007年末との比較では上回っている。アジア債券市場は国債市場がけん引する形で拡大してきたが、近年は社債市場の拡大が顕著になったといえる。2007年末との比較で伸びが特に著しいのは、中国 (5.4倍)、ベトナム (4.7倍)、フィリピン (2.8倍)、インドネシア (1.9倍) であり、社債市場の発展が多くの国に拡大していることが明らかである。ただし、中国以外は規模が小さいため、残高合計への影響は小さい。また、債券発行残高の対GDP比率から明らかなように、これら4カ国では社債市場の規模が相対的に小さく、拡大の余地が大きいと考えられる (図表12)。

アジア債券市場の発行残高が世界全体に占める割合は、96年の2.1%から2011年9月には8.1%に拡大した (図表13)。ただし、中国を除くと1.9%から3.3%に過ぎず、各市場の規模は極めて小さいといわざるを得ない。

過去10年間のアジア債券市場の発展は、大いに評価されるべきものである。これは主に

図表11 アジア債券市場の発行残高

(10億ドル、倍)

	2000年末(A)	07年末(B)	11年末(C)	C/A	C/B
国債	493.4	2,463.4	3,774.4	7.6	1.5
社債	342.6	929.2	1,897.0	5.5	2.0
合計	836.0	3,392.6	5,671.4	6.8	1.7

(注) 中国・香港・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・ベトナムの合計。

(資料) Asian Bonds Online

図表12 債券発行残高の対GDP比率

(%)

	2000年末			11年末		
	国債	社債	合計	国債	社債	合計
中国	16.6	0.3	16.9	33.9	11.4	45.3
香港	8.2	27.6	35.8	37.1	31.9	69.0
インドネシア	35.4	1.4	36.8	11.4	2.0	13.4
日本	84.3	25.4	109.7	175.4	17.5	192.8
韓国	25.7	48.8	74.4	47.5	67.0	114.5
マレーシア	38.0	35.2	73.3	56.6	38.0	94.6
フィリピン	31.1	0.2	31.3	30.3	4.5	34.8
シンガポール	26.6	20.9	47.5	47.0	28.2	75.1
タイ	22.8	4.5	27.4	54.5	13.0	67.5
ベトナム	0.3	0.0	0.3	12.7	1.7	14.4

(資料) Asian Bonds Online

各国当局の適切な市場整備政策の実施によるが、ABMIなどの域内金融協力が果たしてきた役割も大きい。債券市場の規模が拡大しただけでなく、成熟度が高まったという評価もある(注6)。

一方、しばしば指摘される通り、市場の発展余地は依然として大きいと考えられる。債券発行残高の対GDP比率、流通市場の流動性、投資家の発展状況など、多くの点で先進国市場の水準に及ばないのが実情であろう。

特に、社債の発行体は政府系企業、銀行、インフラ関連企業、その他の大企業などに集中しており、その数も全般に少ない。より多

図表13 世界の債券市場発行残高に占める割合

(%,10億ドル)

	1996年12月	2011年9月
東アジア	2.1	8.1
中国	0.2	4.8
韓国	1.1	1.7
インドネシア	0.03	0.2
マレーシア	0.3	0.4
フィリピン	0.1	0.1
シンガポール	0.1	0.3
タイ	0.1	0.3
ベトナム	-	0.03
オーストラリア	1.0	1.5
ブラジル	1.2	2.0
インド	0.3	1.0
ロシア	0.2	0.1
南アフリカ	0.3	0.3
アメリカ	42.9	38.7
日本	17.5	18.7
フランス	4.9	5.0
ドイツ	7.4	3.9
イギリス	2.7	2.6
残高合計	25,469	67,638

(資料) Asian Development Bank [2012a]

くの企業において、社債が重要な資金調達手段の一つとして利用されるようになることが望まれる。

また、経済発展段階の相違などを反映し、市場の発展度が国により多様である。カンボジア・ラオス・ミャンマーなどでは、債券市場がほとんど存在しない。アジア債券市場全体の規模が小さいことを考慮すれば、何らかの手段により域内に統合された市場を構築することを検討すべきとも思えるが、市場の発展度が多様であることは統合の大きな障害となる。相対的な後発国にどのようにして市場を作るか、また、市場統合をいかに進めるか

は、極めて重要な課題である。

まとめると、①後発国の市場を整備し、各国の市場発展段階の格差を縮小すること、②各国の社債市場を拡大するとともに流通市場の流動性を改善すること、③クロスボーダー取引を拡大すること、がアジア債券市場整備の主な課題である。

(2) 債券市場発展の決定要因

債券市場発展の決定要因として、以下の諸点があげられる（注7）。これらは今後、債券市場を整備していく上で参考となる。第1に、GDPで示される経済規模である。債券市場を整備するためには、最低限の市場規模が必要となる。第2に、輸出の対GDP比率で示される経済の開放度である。開放度が高いことは競争の促進につながり、債券市場を進展させる。第3に、一人当たりGDPで示される経済の発展度である。金融市場を支援する制度、例えば契約履行の確実性や投資家の権利の透明性を確保するためには、一定の経済発展が求められる。第4に、金利スプレッドである。リスクの高さなどからこれが大きい場合、社債市場の発展が妨げられることが多い。第5に、国内銀行信用の対GDP比率で示される銀行部門の規模である。債券市場においてディーラーやマーケット・メーカーの役割を果たす銀行部門の発展は、債券市場の発展と相乗効果を持つ。第6に、為替レートの安定性である。これが不安定であることは、海外投資家にとってのリスクを高め、債券市

場の発展を妨げる。

これらの条件は絶対的なものではないが、市場整備を進める際に考慮すべき点であることは間違いない。要約すれば、①債券市場の発展は経済発展と相乗的な関係にあること、②实体经济・金融部門とも開放的であることが求められること、それに関連して、為替レートの安定が望ましいこと、③債券市場と銀行部門の整備を並行して進めるべきであること、などが重要である。

3. 域内金融統合の現状

(1) 債券・株式投資：CPISによる分析

次に、IMFのCPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) により、域内投資の状況を分析する。Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011] によると、アジア諸国の証券投資資産の対GDP比率は20～30%程度であり、南米や東欧よりはるかに高いものの、120%程度に達するユーロ地域に比較すると低い。この点は、後述するBIS報告銀行に対する資産・負債に関しても同様であり、金融システムの規模が先進国と途上国で大幅に異なることを示している。

金京 [2012] は、アジア諸国の債券・株式投資残高の対GDP比率を算出し、債券に関しては資産・負債ともに、株式に関しては特に資産がG20先進国平均よりも大幅に低いことを示した。これは、アジアの債券市場および機関投資家の発展の余地が大きいことを示唆

するものである。

図表14-1は、8カ国・地域から10カ国・地域への債券投資の状況を示している（注8）。8カ国・地域の総投資残高合計が世界の証券投資残高に占める割合は、17.7%→11.8%→12.8%→14.2%と推移した。これは、日本の総投資残高の伸びが出遅れたことを反映している。この表から日本を除外した図表14-2では、この比率は約2%でほとんど変化がない。

図表14-1に戻り、域内投資比率は、3.3%→3.5%→3.7%→4.3%と推移している。特に世界金融危機以降、主にASEAN諸国、すなわちマレーシア・フィリピン・シンガポール・タイの比率が上昇しており、ASEAN域内および韓国への投資を増やしている。中国向けや日本向けの投資も増加しているが、これに貢献しているのは主に香港からの投資である。

ただし、投資額をみると、域内投資が100億ドルを超えているのは香港・シンガポール・日本のみである。香港やシンガポールによる投資の多くは、実際には欧米諸国の資産運用業者が担っている点にも注意が必要である。

日本の総投資残高が突出して大きいため、日本を除いた図表14-2で域内投資比率をみると、12.0%→15.3%→16.7%→20.4%となる。また、図表14-3のようにASEAN諸国のみで計算すると、6.5%→10.2%→9.4%→14.4%となる。

このように、日本の域内投資比率がほとんど上昇していないため、日本を含めると域内投資比率の上昇幅は小さいが、これを除外すれば趨勢的に域内統合が進んでいるといえよう。また、2009年から2010年にかけての変化が大きく、統合が加速している可能性がある。その背景に、域内各国市場の発展・拡大があるとみることも可能であろう。

各国の域内投資比率や投資対象国を詳しくみると、ASEAN諸国において域内投資志向が強いことがわかる。香港・日本・韓国においては、先進国との資本フローが重要な役割を果たしているため、域内投資志向が相対的に弱い。また、2010年に日本の域内からの受け入れ比率が上昇しているが、そのほとんどは香港と韓国からの投資であり、ASEAN諸国から日本向けの投資は少ない。

各図表の中で、域内投資比率のすぐ右側の値が、世界の投資家のアジア向け投資比率を示している。これをみれば、域内の投資家にリージョナル・バイアスがあることは明らかである。例えば図表14-3で、2010年の世界の投資家によるASEAN向け投資比率は0.7%に過ぎず、14.4%という域内投資比率は、それよりもはるかに高い。

次に、同様の分析を株式に関して行う（図表15-1～図表15-3）。それぞれの表において、域内投資比率は9.7%→24.7%→21.6%→20.9%、17.9%→33.0%→30.1%→28.1%、24.9%→10.5%→8.6%→11.0%、

図表14-1 東アジアのクロスボーダー長期債券投資残高

2001年											(百万ドル)
受け入れ国	投資国									総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
中国	1,776	--	880	118	--	--	325	--	3,099	5,504	56.3
香港	--	95	1,254	288	28	25	920	47	2,657	15,625	17.0
インドネシア	--	--	106	40	8	3	260	--	418	1,613	25.9
日本	4,980	1	--	75	15	5	3,606	--	8,682	169,196	5.1
韓国	2,680	--	5,435	--	3	7	1,670	--	9,794	22,389	43.7
マレーシア	1,766	--	2,197	295	--	9	1,392	--	5,660	9,263	61.1
フィリピン	1,152	--	1,347	89	41	--	577	--	3,207	8,843	36.3
シンガポール	1,225	35	928	141	7	59	--	9	2,404	13,227	18.2
タイ	530	--	748	159	21	--	500	--	1,958	3,613	54.2
ベトナム	--	--	30	15	--	--	--	--	45	101	44.6
合計	14,109	131	12,925	1,221	122	108	9,251	56	37,924	249,374	15.2
総投資残高	85,877	687	1,004,878	5,284	551	1,641	41,960	327	1,141,205	6,430,125	17.7
域内投資比率(%)	16.4	19.1	1.3	23.1	22.2	6.6	22.0	17.1	3.3		3.9

2007年											(百万ドル)
受け入れ国	投資国									総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
中国	5,440	--	458	202	6	--	907	15	7,028	13,313	52.8
香港	--	66	849	1,768	68	155	3,399	42	6,347	17,276	36.7
インドネシア	--	--	604	191	111	--	4,048	1	4,954	15,558	31.8
日本	2,835	--	--	540	20	12	2,421	47	5,875	232,505	2.5
韓国	13,125	9	8,117	--	295	169	10,468	278	32,462	82,963	39.1
マレーシア	3,613	3	2,031	240	--	--	4,153	39	10,080	28,632	35.2
フィリピン	592	2	1,635	14	44	--	874	2	3,163	20,593	15.4
シンガポール	2,834	177	3,872	346	89	497	--	54	7,869	35,913	21.9
タイ	442	--	289	115	9	33	1,119	--	2,008	4,044	49.7
ベトナム	724	--	64	6	--	--	638	29	1,460	2,157	67.7
合計	29,605	256	17,919	3,423	642	867	28,027	508	81,246	452,954	17.9
総投資残高	205,319	1,576	1,924,829	53,256	3,405	4,792	103,120	4,368	2,300,664	19,441,450	11.8
域内投資比率(%)	14.4	16.3	0.9	6.4	18.8	18.1	27.2	11.6	3.5		2.3

2009年											(百万ドル)
受け入れ国	投資国									総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
中国	8,271	--	521	141	--	--	1,390	--	10,324	15,962	64.7
香港	--	73	1,390	378	100	69	3,694	185	5,890	11,421	51.6
インドネシア	203	--	1,792	163	48	--	5,575	8	7,790	24,738	31.5
日本	3,742	--	--	686	--	7	1,488	90	6,013	216,051	2.8
韓国	10,671	11	8,440	--	1,296	153	14,319	8,362	43,251	98,391	44.0
マレーシア	2,987	6	2,509	130	--	56	4,528	201	10,418	27,733	37.6
フィリピン	651	4	1,477	55	196	--	1,273	29	3,685	17,398	21.2
シンガポール	2,896	214	3,595	100	605	--	--	10	7,422	27,131	27.4
タイ	173	--	684	73	104	18	1,238	--	2,291	5,551	41.3
ベトナム	96	--	33	2	2	--	120	--	253	1,363	18.6
合計	29,691	309	20,443	1,729	2,352	303	33,626	8,885	97,338	445,739	21.8
総投資残高	244,908	2,212	2,224,756	26,492	6,493	3,861	126,317	12,989	2,648,029	20,640,109	12.8
域内投資比率(%)	12.1	14.0	0.9	6.5	36.2	7.9	26.6	68.4	3.7		2.2

2010年											(百万ドル)
受け入れ国	投資国									総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
中国	12,763	13	494	146	9	--	1,721	1	15,147	22,348	67.8
香港	--	83	1,443	405	234	210	4,570	215	7,161	20,026	35.8
インドネシア	116	--	2,646	74	253	695	8,054	42	11,880	35,735	33.2
日本	11,025	--	--	1,220	65	12	1,240	63	13,624	295,049	4.6
韓国	13,528	102	11,650	--	2,427	--	13,775	7,906	49,387	131,081	37.7
マレーシア	3,173	12	2,773	186	--	18	6,468	125	12,755	39,662	32.2
フィリピン	931	--	2,908	219	512	--	1,687	46	6,303	25,113	25.1
シンガポール	3,561	622	4,664	149	1,967	96	--	23	11,081	34,831	31.8
タイ	164	--	851	83	165	--	2,280	--	3,543	10,186	34.8
ベトナム	75	--	38	21	--	--	91	--	225	2,633	8.6
合計	45,336	833	27,467	2,503	5,631	1,032	39,886	8,421	131,107	616,664	21.3
総投資残高	251,417	4,432	2,636,112	29,889	10,770	5,266	126,746	13,311	3,077,943	21,735,503	14.2
域内投資比率(%)	18.0	18.8	1.0	8.4	52.3	19.6	31.5	63.3	4.3		2.8

(注1) 投資国に中国とベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 各表の右下隅の数字は、世界の長期債券投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

図表14-2 東アジアのクロスボーダー長期債券投資残高 (除く日本)

2001年 (百万ドル)										
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	1,776	--	118	--	--	325	--	2,219	5,504	40.3
香港	--	95	288	28	25	920	47	1,403	15,625	9.0
インドネシア	--	--	40	8	3	260	--	311	1,613	19.3
韓国	2,680	--	--	3	7	1,670	--	4,360	22,389	19.5
マレーシア	1,766	--	295	--	9	1,392	--	3,462	9,263	37.4
フィリピン	1,152	--	89	41	--	577	--	1,860	8,843	21.0
シンガポール	1,225	35	141	7	59	--	9	1,476	13,227	11.2
タイ	530	--	159	21	--	500	--	1,210	3,613	33.5
ベトナム	--	--	15	--	--	--	--	15	101	15.1
合計	9,129	130	1,146	107	103	5,645	56	16,317	80,178	20.4
総投資残高	85,877	687	5,284	551	1,641	41,960	327	136,327	6,430,125	2.1
域内投資比率(%)	10.6	19.0	21.7	19.5	6.3	13.5	17.1	12.0	1.2	

2007年 (百万ドル)										
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	5,440	--	202	6	--	907	15	6,570	13,313	49.4
香港	--	66	1,768	68	155	3,399	42	5,498	17,276	31.8
インドネシア	--	--	191	111	--	4,048	1	4,350	15,558	28.0
韓国	13,125	9	--	295	169	10,468	278	24,344	82,963	29.3
マレーシア	3,613	3	240	--	--	4,153	39	8,048	28,632	28.1
フィリピン	592	2	14	44	--	874	2	1,528	20,593	7.4
シンガポール	2,834	177	346	89	497	--	54	3,997	35,913	11.1
タイ	442	--	115	9	33	1,119	--	1,719	4,044	42.5
ベトナム	724	--	6	--	--	638	29	1,397	2,157	64.8
合計	26,770	256	2,882	622	855	25,605	461	57,452	220,449	26.1
総投資残高	205,319	1,576	53,256	3,405	4,792	103,120	4,368	375,836	19,441,450	1.9
域内投資比率(%)	13.0	16.3	5.4	18.3	17.8	24.8	10.6	15.3	1.1	

2009年 (百万ドル)										
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	8,271	--	141	--	--	1,390	--	9,802	15,962	61.4
香港	--	73	378	100	69	3,694	185	4,499	11,421	39.4
インドネシア	203	--	163	48	--	5,575	8	5,997	24,738	24.2
韓国	10,671	11	--	1,296	153	14,319	8,362	34,811	98,391	35.4
マレーシア	2,987	6	130	--	56	4,528	201	7,909	27,733	28.5
フィリピン	651	4	55	196	--	1,273	29	2,208	17,398	12.7
シンガポール	2,896	214	100	605	--	--	10	3,826	27,131	14.1
タイ	173	--	73	104	18	1,238	--	1,607	5,551	29.0
ベトナム	96	--	2	2	--	120	--	221	1,363	16.2
合計	25,949	309	1,043	2,352	296	32,138	8,795	70,881	229,688	30.9
総投資残高	244,908	2,212	26,492	6,493	3,861	126,317	12,989	423,273	20,640,109	2.1
域内投資比率(%)	10.6	14.0	3.9	36.2	7.7	25.4	67.7	16.7	1.1	

2010年 (百万ドル)										
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	12,763	13	146	9	--	1,721	1	14,653	22,348	65.6
香港	--	83	405	234	210	4,570	215	5,717	20,026	28.5
インドネシア	116	--	74	253	695	8,054	42	9,234	35,735	25.8
韓国	13,528	102	--	2,427	--	13,775	7,906	37,738	131,081	28.8
マレーシア	3,173	12	186	--	18	6,468	125	9,983	39,662	25.2
フィリピン	931	--	219	512	--	1,687	46	3,395	25,113	13.5
シンガポール	3,561	622	149	1,967	96	--	23	6,417	34,831	18.4
タイ	164	--	83	165	--	2,280	--	2,692	10,186	26.4
ベトナム	75	--	21	--	--	91	--	188	2,633	7.1
合計	34,311	833	1,283	5,566	1,019	38,646	8,358	90,016	321,614	28.0
総投資残高	251,417	4,432	29,889	10,770	5,266	126,746	13,311	441,831	21,735,503	2.0
域内投資比率(%)	13.6	18.8	4.3	51.7	19.4	30.5	62.8	20.4	1.5	

(注1) 投資国に中国とベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 各表の右下隅の数字は、世界の長期債券投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*

図表14-3 東アジアのクロスボーダー長期債券投資残高 (ASEAN域内)

2001年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	8	3	260	--	271	1,613	16.8	
マレーシア	--	--	9	1,392	--	1,401	9,263	15.1	
フィリピン	--	41	--	577	--	618	8,843	7.0	
シンガポール	35	7	59	--	9	110	13,227	0.8	
タイ	--	21	--	500	--	521	3,613	14.4	
ベトナム	--	--	--	--	--	--	101	0.0	
合計	35	77	71	2,729	9	2,921	36,660	8.0	
総投資残高	687	551	1,641	41,960	327	45,167	6,430,125	0.7	
域内投資比率(%)	5.1	13.9	4.3	6.5	2.8	6.5	0.6		

2007年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	111	--	4,048	1	4,159	15,558	26.7	
マレーシア	3	--	--	4,153	39	4,195	28,632	14.7	
フィリピン	2	44	--	874	2	922	20,593	4.5	
シンガポール	177	89	497	--	54	818	35,913	2.3	
タイ	--	9	33	1,119	--	1,161	4,044	28.7	
ベトナム	--	--	--	638	29	667	2,157	30.9	
合計	182	253	531	10,831	125	11,922	106,897	11.2	
総投資残高	1,576	3,405	4,792	103,120	4,368	117,261	19,441,450	0.6	
域内投資比率(%)	11.5	7.4	11.1	10.5	2.9	10.2	0.5		

2009年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	48	--	5,575	8	5,631	24,738	22.8	
マレーシア	6	--	56	4,528	201	4,792	27,733	17.3	
フィリピン	4	196	--	1,273	29	1,502	17,398	8.6	
シンガポール	214	605	--	--	10	830	27,131	3.1	
タイ	--	104	18	1,238	--	1,361	5,551	24.5	
ベトナム	--	2	--	120	--	122	1,363	9.0	
合計	225	956	74	12,735	248	14,238	103,914	13.7	
総投資残高	2,212	6,493	3,861	126,317	12,989	151,873	20,640,109	0.7	
域内投資比率(%)	10.2	14.7	1.9	10.1	1.9	9.4	0.5		

2010年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	253	695	8,054	42	9,043	35,735	25.3	
マレーシア	12	--	18	6,468	125	6,624	39,662	16.7	
フィリピン	--	512	--	1,687	46	2,245	25,113	8.9	
シンガポール	622	1,967	96	--	23	2,707	34,831	7.8	
タイ	--	165	--	2,280	--	2,445	10,186	24.0	
ベトナム	--	--	--	91	--	91	2,633	3.4	
合計	634	2,897	810	18,580	235	23,155	148,159	15.6	
総投資残高	4,432	10,770	5,266	126,746	13,311	160,524	21,735,503	0.7	
域内投資比率(%)	14.3	26.9	15.4	14.7	1.8	14.4	0.7		

(注1) 投資国にベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 各表の右下隅の数字は、世界の長期債券投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*

図表15-1 東アジアのクロスボーダー株式投資残高

2001年 (百万ドル)											
受け入れ国	投資国								合計	総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ			
中国	5,449	--	789	15	8	--	1,035	4	7,301	13,298	54.9
香港	--	11	4,848	100	47	--	3,125	6	8,138	79,869	10.2
インドネシア	--	--	50	13	44	--	307	15	428	3,590	11.9
日本	2,145	2	--	101	7	--	1,536	1	3,793	332,338	1.1
韓国	1,311	--	381	--	8	--	1,034	--	2,735	51,869	5.3
マレーシア	604	--	339	124	--	--	5,295	--	6,361	12,882	49.4
フィリピン	60	--	213	3	61	--	420	1	758	3,447	22.0
シンガポール	1,403	2	924	1	461	2	--	8	2,801	36,185	7.7
タイ	488	--	290	20	15	1	1,520	--	2,334	7,791	30.0
ベトナム	--	--	1	6	10	--	25	3	46	85	53.7
合計	11,460	16	7,834	385	661	4	14,298	38	34,695	541,354	6.4
総投資残高	94,615	17	227,343	1,300	1,332	111	31,319	82	356,118	5,196,431	6.9
域内投資比率(%)	12.1	95.0	3.4	29.6	49.6	3.2	45.7	46.3	9.7		10.4

2007年 (百万ドル)											
受け入れ国	投資国								合計	総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ			
中国	152,976	--	15,043	23,066	100	--	12,807	8	204,000	409,119	49.9
香港	--	351	17,501	15,302	1,832	--	16,206	104	51,296	315,692	16.2
インドネシア	468	--	800	561	212	--	3,556	18	5,615	39,684	14.2
日本	8,540	3	--	4,813	200	--	13,256	14	26,827	1,057,999	2.5
韓国	3,574	--	5,618	--	666	--	7,609	8	17,476	263,551	6.6
マレーシア	1,964	1	1,158	701	--	--	8,798	4	12,626	53,319	23.7
フィリピン	389	--	318	105	37	--	800	1	1,650	18,886	8.7
シンガポール	4,285	6	6,457	1,264	2,110	3	--	256	14,382	127,683	11.3
タイ	1,123	23	1,444	325	120	2	3,525	--	6,562	45,883	14.3
ベトナム	122	--	6	1,201	1	--	469	4	1,803	3,726	48.4
合計	173,441	385	48,346	47,338	5,279	5	67,026	417	342,235	2,335,543	14.7
総投資残高	514,511	866	573,469	104,858	9,422	186	176,803	3,300	1,383,415	17,121,471	8.1
域内投資比率(%)	33.7	44.4	8.4	45.1	56.0	2.8	37.9	12.6	24.7		13.6

2009年 (百万ドル)											
受け入れ国	投資国								合計	総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ			
中国	134,867	--	12,600	12,428	240	--	31,502	58	191,696	415,491	46.1
香港	--	9	15,055	6,721	2,246	--	7,156	121	31,308	234,169	13.4
インドネシア	193	--	663	243	482	--	2,361	19	3,959	45,195	8.8
日本	5,771	1	--	2,548	110	--	13,812	12	22,252	702,792	3.2
韓国	1,860	--	4,508	--	540	--	7,599	1	14,507	192,400	7.5
マレーシア	965	2	587	206	--	--	7,283	8	9,050	38,800	23.3
フィリピン	215	--	163	71	16	--	597	2	1,063	11,706	9.1
シンガポール	5,674	7	6,061	657	2,251	--	--	244	14,894	106,664	14.0
タイ	608	39	1,054	179	230	2	2,103	--	4,214	43,117	9.8
ベトナム	43	--	22	516	685	--	447	11	1,724	2,774	62.1
合計	150,194	57	40,713	23,568	6,800	2	72,859	476	294,669	1,793,108	16.4
総投資残高	498,708	852	594,069	75,230	20,150	26	170,432	3,299	1,362,765	13,712,846	9.9
域内投資比率(%)	30.1	6.7	6.9	31.3	33.7	6.4	42.7	14.4	21.6		13.1

2010年 (百万ドル)											
受け入れ国	投資国								合計	総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ			
中国	140,155	13	13,481	10,639	347	--	34,217	102	198,953	432,706	46.0
香港	--	3	16,554	6,134	2,599	--	8,192	206	33,687	300,919	11.2
インドネシア	1,871	--	3,341	416	766	--	2,877	21	9,292	60,971	15.2
日本	5,771	--	--	4,459	147	--	14,713	16	25,105	817,187	3.1
韓国	1,765	--	5,816	--	403	--	8,385	1	16,370	261,193	6.3
マレーシア	1,007	--	1,851	319	--	--	8,613	12	11,803	55,467	21.3
フィリピン	142	--	271	116	28	--	974	2	1,532	17,089	9.0
シンガポール	6,604	22	8,427	859	7,196	5	--	585	23,698	132,728	17.9
タイ	898	--	1,605	321	320	--	2,978	--	6,123	55,443	11.0
ベトナム	140	--	222	480	31	--	395	12	1,281	2,698	47.5
合計	158,354	37	51,568	23,742	11,837	5	81,343	956	327,843	2,136,401	15.3
総投資残高	581,704	948	678,481	86,697	25,050	19	194,121	5,035	1,572,055	15,503,684	10.1
域内投資比率(%)	27.2	4.0	7.6	27.4	47.3	26.1	41.9	19.0	20.9		13.8

(注1) 投資国に中国とベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 各表の右下隅の数字は、世界の株式投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

図表15-2 東アジアのクロスボーダー株式投資残高（除く日本）

2001年										(百万ドル)
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	5,449	--	15	8	--	1,035	4	6,512	13,298	49.0
香港	--	11	100	47	--	3,125	6	3,290	79,869	4.1
インドネシア	--	--	13	44	--	307	15	378	3,590	10.5
韓国	1,311	--	--	8	--	1,034	--	2,354	51,869	4.5
マレーシア	604	--	124	--	--	5,295	--	6,023	12,882	46.8
フィリピン	60	--	3	61	--	420	1	545	3,447	15.8
シンガポール	1,403	2	1	461	2	--	8	1,877	36,185	5.2
タイ	488	--	20	15	1	1,520	--	2,044	7,791	26.2
ベトナム	--	--	6	10	--	25	3	45	85	52.8
合計	9,315	14	283	654	3	12,761	37	23,067	209,016	11.0
総投資残高	94,615	17	1,300	1,332	111	31,319	82	128,775	5,196,431	2.5
域内投資比率(%)	9.8	81.7	21.8	49.1	2.7	40.7	45.1	17.9		4.0

2007年										(百万ドル)
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	152,976	--	23,066	100	--	12,807	8	188,957	409,119	46.2
香港	--	351	15,302	1,832	--	16,206	104	33,795	315,692	10.7
インドネシア	468	--	561	212	--	3,556	18	4,815	39,684	12.1
韓国	3,574	--	--	666	--	7,609	8	11,857	263,551	4.5
マレーシア	1,964	1	701	--	--	8,798	4	11,468	53,319	21.5
フィリピン	389	--	105	37	--	800	1	1,332	18,886	7.1
シンガポール	4,285	6	1,264	2,110	3	--	256	7,924	127,683	6.2
タイ	1,123	23	325	120	2	3,525	--	5,118	45,883	11.2
ベトナム	122	--	1,201	1	--	469	4	1,797	3,726	48.2
合計	164,901	381	42,525	5,078	5	53,769	403	267,063	1,277,543	20.9
総投資残高	514,511	866	104,858	9,422	186	176,803	3,300	809,945	17,121,471	4.7
域内投資比率(%)	32.1	44.0	40.6	53.9	2.7	30.4	12.2	33.0		7.5

2009年										(百万ドル)
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	134,867	--	12,428	240	--	31,502	58	179,096	415,491	43.1
香港	--	9	6,721	2,246	--	7,156	121	16,253	234,169	6.9
インドネシア	193	--	243	482	--	2,361	19	3,297	45,195	7.3
韓国	1,860	--	--	540	--	7,599	1	9,999	192,400	5.2
マレーシア	965	2	206	--	--	7,283	8	8,463	38,800	21.8
フィリピン	215	--	71	16	--	597	2	900	11,706	7.7
シンガポール	5,674	7	657	2,251	--	--	244	8,833	106,664	8.3
タイ	608	39	179	230	2	2,103	--	3,161	43,117	7.3
ベトナム	43	--	516	685	--	447	11	1,702	2,774	61.4
合計	144,423	57	21,020	6,690	2	59,047	465	231,704	1,090,316	21.3
総投資残高	498,708	852	75,230	20,150	26	170,432	3,299	768,696	13,712,846	5.6
域内投資比率(%)	29.0	6.7	27.9	33.2	6.4	34.6	14.1	30.1		8.0

2010年										(百万ドル)
受け入れ国	投資国								総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	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	合計		
中国	140,155	13	10,639	347	--	34,217	102	185,473	432,706	42.9
香港	--	3	6,134	2,599	--	8,192	206	17,133	300,919	5.7
インドネシア	1,871	--	416	766	--	2,877	21	5,950	60,971	9.8
韓国	1,765	--	--	403	--	8,385	1	10,554	261,193	4.0
マレーシア	1,007	--	319	--	--	8,613	12	9,951	55,467	17.9
フィリピン	142	--	116	28	--	974	2	1,262	17,089	7.4
シンガポール	6,604	22	859	7,196	5	--	585	15,271	132,728	11.5
タイ	898	--	321	320	--	2,978	--	4,517	55,443	8.1
ベトナム	140	--	480	31	--	395	12	1,059	2,698	39.2
合計	152,583	37	19,283	11,690	5	66,631	940	251,170	1,319,214	19.0
総投資残高	581,704	948	86,697	25,050	19	194,121	5,035	893,575	15,503,684	5.8
域内投資比率(%)	26.2	4.0	22.2	46.7	26.1	34.3	18.7	28.1		8.5

(注1) 投資国に中国とベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 各表の右下隅の数字は、世界の株式投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*

図表15-3 東アジアのクロスボーダー株式投資残高 (ASEAN域内)

2001年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	44	--	307	15	366	3,590	10.2	
マレーシア	--	--	--	5,295	--	5,295	12,882	41.1	
フィリピン	--	61	--	420	1	482	3,447	14.0	
シンガポール	2	461	2	--	8	473	36,185	1.3	
タイ	--	15	1	1,520	--	1,536	7,791	19.7	
ベトナム	--	10	--	25	3	38	85	45.2	
合計	2	590	3	7,567	27	8,189	63,980	12.8	
総投資残高	17	1,332	111	31,319	82	32,860	5,196,431	0.6	
域内投資比率(%)	13.3	44.3	2.7	24.2	32.9	24.9	1.2		

2007年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	212	--	3,556	18	3,786	39,684	9.5	
マレーシア	1	--	--	8,798	4	8,802	53,319	16.5	
フィリピン	--	37	--	800	1	838	18,886	4.4	
シンガポール	6	2,110	3	--	256	2,375	127,683	1.9	
タイ	23	120	2	3,525	--	3,670	45,883	8.0	
ベトナム	--	1	--	469	4	474	3,726	12.7	
合計	30	2,480	5	17,148	283	19,946	289,181	6.9	
総投資残高	866	9,422	186	176,803	3,300	190,577	17,121,471	1.1	
域内投資比率(%)	3.5	26.3	2.7	9.7	8.6	10.5	1.7		

2009年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	482	--	2,361	19	2,862	45,195	6.3	
マレーシア	2	--	--	7,283	8	7,293	38,800	18.8	
フィリピン	--	16	--	597	2	615	11,706	5.2	
シンガポール	7	2,251	--	--	244	2,503	106,664	2.3	
タイ	39	230	2	2,103	--	2,373	43,117	5.5	
ベトナム	--	685	--	447	11	1,143	2,774	41.2	
合計	47	3,664	2	12,790	285	16,788	248,256	6.8	
総投資残高	852	20,150	26	170,432	3,299	194,758	13,712,846	1.4	
域内投資比率(%)	5.5	18.2	6.4	7.5	8.6	8.6	1.8		

2010年		投資国						総受け入れ 残高	域内からの受け 入れ比率(%)
受け入れ国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計			
インドネシア	--	766	--	2,877	21	3,664	60,971	6.0	
マレーシア	--	--	--	8,613	12	8,625	55,467	15.6	
フィリピン	--	28	--	974	2	1,004	17,089	5.9	
シンガポール	22	7,196	5	--	585	7,808	132,728	5.9	
タイ	--	320	--	2,978	--	3,298	55,443	5.9	
ベトナム	--	31	--	395	12	438	2,698	16.2	
合計	22	8,341	5	15,837	631	24,836	324,395	7.7	
総投資残高	948	25,050	19	194,121	5,035	225,173	15,503,684	1.5	
域内投資比率(%)	2.3	33.3	24.6	8.2	12.5	11.0	2.1		

(注1) 投資国にベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 各表の右下隅の数字は、世界の株式投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*

となった。

債券市場において趨勢的に比率が上昇しているのとは、様子が異なる。2001年から2007年にかけて、香港・日本・韓国が域内株式投資を増やしたが、その後は香港と韓国が顕著に比率を下げ、東アジア全体でも比率が低下した。日本は域内投資比率の水準が低く、2007年以降、大きな変化がない。東アジアの域内投資比率の低下に関し、AEIMでは、リーマン・ショック後にアジアの株価下落率が全般的に先進国よりも高かったためであると述べている。

一方、ASEAN諸国の域内投資比率は2001年から2007年にかけて低下またはほぼ横ばいであったが、その後も同じような動きが続いている。ASEAN諸国の投資家にリージョナル・バイアスはみられるが、域内投資比率は上昇していない。

ASEAN諸国の中では、最近、マレーシアが域内投資比率を引き上げており、これは債券・株式に共通している。マレーシアが、域内金融統合の新たなけん引役となり始めている可能性がある。

日本を除く7カ国・地域ベースで域内への投資残高合計をみると、債券では2010年に2001年の5.5倍、2007年の1.6倍に拡大しているが、株式では2001年の10.9倍、2007年の0.9倍と頭打ちになっている。また、ASEAN域内では株式よりも債券の域内投資比率が高いことも興味深い。

最後に、世界の投資家の地域別投資動向を2005年と2010年で比較したものが図表16である。東アジアの投資家は2005年から2010年にかけて欧州向けの債券投資を減らし、域内およびその他地域に振り向けている。株式投資に関しても欧米向けを減らし、域内とその他地域を増やしているが、その傾向は債券の場合よりも顕著である。

2010年のNAFTA、欧州、東アジアの域内投資比率は、債券に関してはそれぞれ21.5%、67.3%、4.3%、株式に関してはそれぞれ14.8%、50.9%、20.9%である。東アジアは、株式に関してはNAFTAを上回っている。一方、債券に関しては、東アジアと欧州の差が大きい。もっとも、すでにみた通り、債券に関しては日本を除くと比率がかなり上昇する。今後、域内統合の加速により、この差が縮小していくことが期待される。

このように、債券に関しては趨勢的に域内統合が進んでいる一方、株式に関しては方向感がはっきりしない。ABMIの存在がこの違いを生んでいる可能性もあろう（注9）。

なお、クロスボーダーの債券発行に関しては、アジアの発行体の主要通貨（ドル・ユーロ・円）による発行データはAsian Bonds Onlineから得られるが、域内各国市場におけるクロスボーダー発行のデータを得ることは困難であり、今後のデータ整備が期待される。AEIMでは、事例として、韓国の優良企業がマレーシアでリング建て債券発行を増やして

図表16 世界のクロスボーダー証券投資残高

(長期債券) 2005年末

(10億ドル)

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU15		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	244	22.4	1,100	14.8	669	33.9	1,432	48.9	3,444	25.7
EU15	441	40.4	5,008	67.5	717	36.4	1,041	35.5	7,207	53.7
東アジア	58	5.3	151	2.0	51	2.6	73	2.5	332	2.5
その他	348	31.9	1,157	15.6	536	27.2	386	13.2	2,427	18.1
合計	1,091	100.0	7,415	100.0	1,972	100.0	2,931	100.0	13,409	100.0

(長期債券) 2010年末

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU27		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	399	21.5	1,829	16.2	1,030	33.5	2,559	46.5	5,817	26.8
EU27	731	39.4	7,600	67.3	992	32.2	2,018	36.6	11,341	52.2
東アジア	100	5.4	232	2.1	131	4.3	154	2.8	617	2.8
その他	627	33.8	1,632	14.5	925	30.1	777	14.1	3,961	18.2
合計	1,857	100.0	11,293	100.0	3,078	100.0	5,508	100.0	21,736	100.0

(株式) 2005年末

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU15		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	499	13.5	1,027	21.0	226	31.3	284	25.1	2,036	19.5
EU15	1,449	39.3	2,584	52.7	197	27.3	464	41.0	4,694	45.0
東アジア	769	20.9	510	10.4	106	14.7	73	6.4	1,458	14.0
その他	967	26.2	780	15.9	193	26.8	311	27.4	2,250	21.6
合計	3,684	100.0	4,901	100.0	721	100.0	1,133	100.0	10,439	100.0

(株式) 2010年末

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU27		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	776	14.8	1,290	19.4	380	24.2	542	26.6	2,988	19.3
EU27	1,707	32.7	3,390	50.9	287	18.3	767	37.6	6,151	39.7
東アジア	1,006	19.2	662	9.9	328	20.9	140	6.9	2,136	13.8
その他	1,738	33.3	1,323	19.8	577	36.7	591	29.0	4,229	27.3
合計	5,227	100.0	6,665	100.0	1,572	100.0	2,040	100.0	15,504	100.0

(注) 東アジアは中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの10カ国。ただし、中国とベトナムは投資国としてのデータがないため、投資国としての東アジアは8カ国。

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

いることに言及している。

(2) 銀行融資

① 域内銀行フローの状況

アジアの域内銀行フローについて、詳細に把握することは難しい。BISの銀行統計には Locational banking statistics と Consolidated

banking statisticsがあり、後者のTable 9Bから図表17を作ることが出来る。これは、ASEAN+3諸国および香港のBIS報告銀行からの借り入れに関し、貸出銀行の国籍をみたものである。

この表で、BIS報告銀行は30カ国である。

図表17 ASEAN+3諸国および香港の銀行借入れの相手先（残高ベース）

(百万ドル、%)

	貸出額合計	貸出銀行の国籍						
		欧州	オーストラリア	カナダ	台湾	日本	アメリカ	その他
2001年12月	1,244,242	52.4	n.a.	1.2	n.a.	9.1	10.9	26.4
11年6月	3,549,297	46.1	1.1	0.5	1.4	8.5	18.6	23.8
12年3月	3,709,327	42.6	1.1	0.3	1.7	8.5	18.4	27.4

(資料) BIS, Table 9B: Consolidated foreign claims of reporting banks-immediate borrower basis

報告銀行には主要国が網羅されているが、これに含まれるフィンランド・香港・インド・ルクセンブルグ・ノルウェー・シンガポールに関しては、Table 9Bの合計額には当然含まれているものの、国別データが開示されていない。

2001年12月、2011年6月、2012年3月において、欧州の比率が52.4%→46.1%→42.6%と低下する一方、アメリカの比率は10.9%→18.6%→18.4%と上昇している。日本の比率は9.1%→8.5%→8.5%と、大きくは変化していない。

また、「その他」は26.4%→23.8%→27.4%となっており、これもそれほど大きな変化ではない。このうち、20%程度は香港とシンガポールを中心とするアジア諸国と推定される。アジア諸国の銀行融資規模をみるためにLocational banking statisticsのTable 2A(External assets of banks、2012年3月時点)を参照すると、日本3,049.3(単位10億ドル、以下同様)、香港955.3、シンガポール883.9、台湾225.8、韓国129.4、マレーシア54.2となっている。また、欧州・アメリカ以外の地域からアジアに大きな額を融資している銀行はないと思われ

る。さらに、香港とシンガポールの金融当局資料から、両国のASEAN+3向け融資比率は40%前後と推定される。以上のことから考えると、香港とシンガポールが域内向けの融資に占める比率は各10%程度、韓国やマレーシアは(Table 9Bの報告銀行には含まれないが)それよりかなり小さいと判断される。

以上より、銀行フローの域内比率は30%強(香港・シンガポール・日本・台湾などの合計)と考えられる。この比率は過去10年間に大きく変化しておらず、これらの国の銀行の域内におけるプレゼンスは安定的といえよう。ただし、ここまでの議論に中国の銀行は含まれない。拡大が著しい中国の銀行を含めれば、域内比率は上昇している可能性があるだろう。

以上の分析では、域内諸国への銀行融資がどの国の報告銀行によるかをみているが、報告銀行の資金調達方法は考慮に入っていない。報告銀行が域外から資金調達している部分があれば、域内比率はそれだけ低下すると考えなければならないであろう。

②最近の変化

2011年6月から2012年3月にかけての比率の変化をみると、欧州の銀行が46.1%から

42.6%に低下する一方、上昇しているのは台湾のみである(融資残高伸び率は27.8%)。「その他」が23.8%から27.4%に上昇しているが、これに貢献しているのは主に香港・シンガポールと考えられる。したがって、台湾・香港・シンガポールなど、域内の銀行が欧州系銀行の融資の縮小を穴埋めしていることになる。この間の「その他」の融資残高伸び率は、20.3%と計算される。報道によれば、シンガポール3大銀行グループ(DBS、OCBC、UOB)の6月末融資残高は前年同期比17%増の5,000億シンガポール・ドル(31.5兆円)となっている(注10)。概算ではあるが、そのほぼ一定割合がアジア域内に向かっていると考えられる。

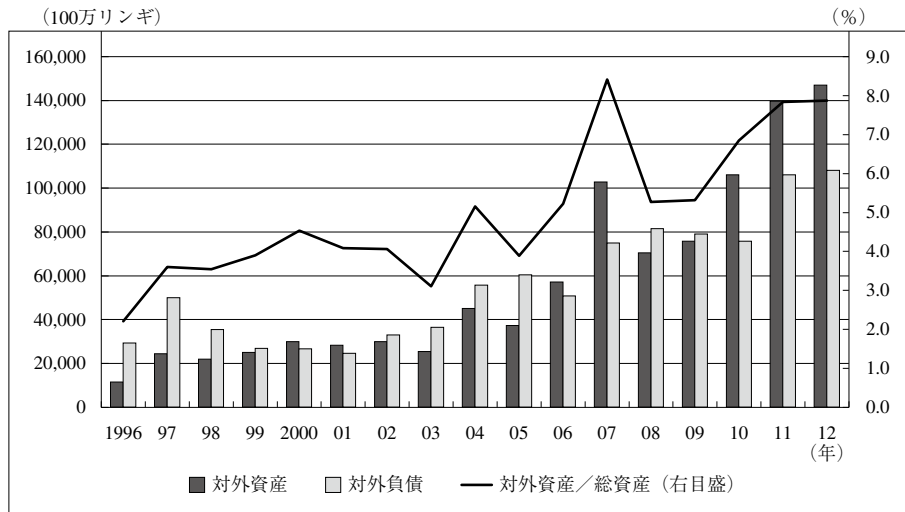
この統計には含まれないが、マレーシアの

上位銀行も域内でのビジネスを拡大している。銀行部門の対外資産の総資産に対する割合は、近年、やや上昇傾向にある(図表18)。アジア通貨危機以降、対外負債が対外資産を大きく上回る事態は生じておらず、最近是对外資産がある程度上回る状況となっている。

2011年末に銀行部門の対外資産の56.4%がアジア向けであり、銀行の対外ビジネスが近隣諸国を中心としたものであることが明らかである(図表19-1)。また、その内容は、預金や株式保有が多い(図表19-2)。一方、対外負債をみると、親会社からの借り入れ、預金、債券発行が多い(図表19-3)。対外負債の主な借り手は、外国銀行と考えられる。

マレーシアの銀行にとって、海外進出は重要な戦略の一つとなっている。ASEANのリー

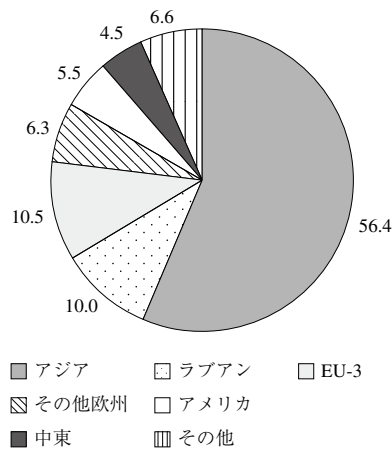
図表18 マレーシア銀行部門の対外資産・負債



(注) 2012年は6月末。

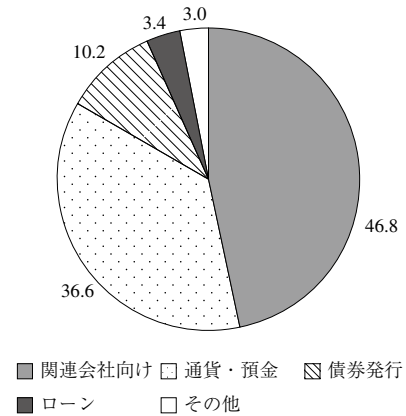
(資料) Bank Negara Malaysia, *Monthly Statistical Bulletin June 2012*

図表19-1 マレーシア銀行部門の対外資産
(地域別、%)



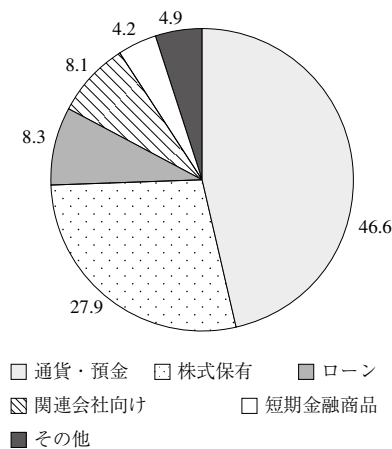
(資料) Bank Negara Malaysia, *Financial Stability and Payment Systems Report 2011*

図表19-3 マレーシア銀行部門の対外負債
(商品別、%)



(資料) Bank Negara Malaysia, *Financial Stability and Payment Systems Report 2010*

図表19-2 マレーシア銀行部門の対外資産
(商品別、%)

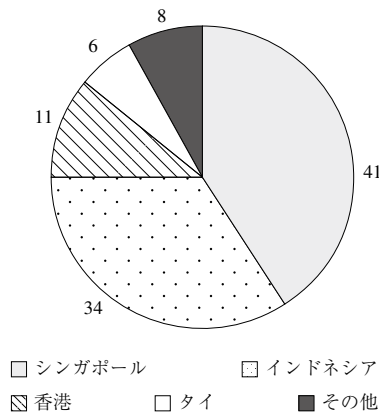


(資料) Bank Negara Malaysia, *Financial Stability and Payment Systems Report 2010*

ジョナル・バンクを自認する銀行も現れており、近隣諸国への進出が重視されている。マレーシア企業はエネルギー・建設・プランテーション・サービスなどの分野を中心に海外投資を拡大しており、銀行の海外進出はこれを支援している。また、企業向けのビジネスに加え、クレジットカード等の消費者向けビジネスに関しても、クロスボーダーでの展開が始まっている。地場銀行の海外進出は、所在国の経済発展にも貢献していると考えられる。

2011年末において、マレーシアの8つの銀行グループのうち6つが、19カ国に50を超える拠点を有している。これらの銀行の海外資産は、国内資産の約19%に相当する2,647億リングに達する(図表20)。従来は隣国の

図表20 マレーシア銀行部門の海外資産（進出地域別、%）



(資料) Bank Negara Malaysia, *Financial Stability and Payment Systems Report 2011*

シンガポールが最も重要な進出国であったが、近年はインドネシアなども重視されるようになってきている。

海外業務による営業収入は、全体の30%を占める。その収益性は高く、一部の銀行は2011年に利益の約3分の1を海外業務から得ている。信用リスクにも大きな問題はなく、主な海外子会社のグロス不良債権比率は、2011年末に融資額の2.4%にとどまっている。

なお、図表17では、オーストラリアや日本の銀行も貸し出しシェアを維持しており、アジア向けの資金供給に重要な役割を果たしている。邦銀のアジア向け与信残高は、2011年末に前年比24%増の約2,100億ドル（約17.2兆円）と、過去最高となった（注11）。インフラ整備や資源開発など、旺盛な資金需要を取

り込んでいる。欧州系銀行が得意とする貿易金融やプロジェクト・ファイナンスなどの分野で、邦銀がシェアを伸ばしている。2012年（9月途中まで）のアジア・太平洋地域の協調融資ランキングでも、3メガ銀行の順位が上昇している（注12）。アジア進出の加速により、域内の大企業を中心に邦銀の存在感が増している。

③域内銀行部門への期待

銀行部門がクロスボーダーの活動を拡大することは、企業のクロスボーダー活動を支援するとともに、域内の金融部門の発展につながる。これにより、域内の成長率の底上げや金融安定化が実現出来ると考えられる。域内で相対的に発展しているシンガポールやマレーシアの銀行は、今後、域内金融統合の推進役となることが期待される。

また、銀行部門は、各国において内需を促進し、経済成長に貢献する役割を担っている。債券を発行出来るのは信用力の高い大企業がほとんどであり、中小企業向け融資や消費者向けビジネスなど、銀行部門が適切な金融サービスを提供しなければならない分野は多い。これらの分野においては、融資を促進するために信用リスク情報データベースの整備や信用保証制度の強化などが課題となる。一方、消費者向けビジネスにおいては過剰融資の問題が発生する可能性もあり、消費者保護の強化や適切な規制の実施などが欠かせない。

さらに、経済構造が変化する中で、多様な金融サービスの提供が求められる。具体的には、年金関連の金融商品、富裕層向けビジネス、新規設立企業に対する信用供与、インフラ・プロジェクトへの融資、マイクロ・ファイナンス、イスラム金融などである。アジアでは、依然として銀行取引の普及度が低い国が多く、銀行支店網の地方展開やマイクロ・ファイナンスの拡充などにより金融包摂（financial inclusion）を促進することが、所得格差の縮小のためにも重要となっている。

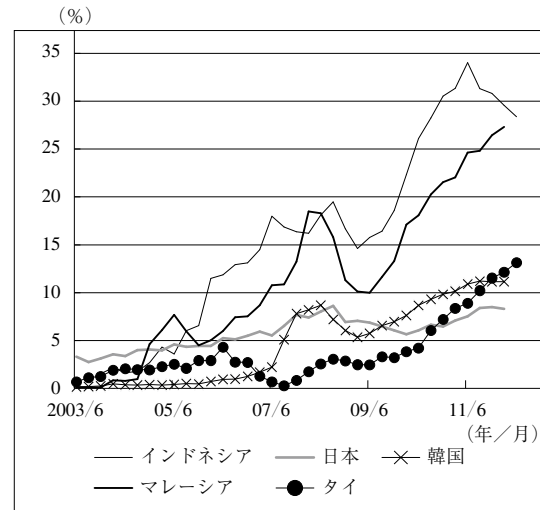
4. 域内金融統合の課題

(1) クロスボーダー取引拡大の背景

アジア債券市場に対する投資マインドは高まっているとみられ、国債市場における海外投資家比率は全般的に上昇傾向にある（図表21）。その背景には、①債券市場や国内機関投資家の拡大・発展が加速していること、個人投資家も投資信託を通じて投資の拡大が可能となっていること、②各国の市場整備の努力やABMIなどの域内金融協力の存在が投資家に安心感を与えていること、③資本取引規制の緩和など、海外投資家の導入が図られていること、④世界金融危機を経てアジア経済の回復・好調ぶりが際立ち、各国のソブリン格付けも改善方向となったため、アジア投資の機運が盛り上がったこと、などがあげられる。

加えて、投資家からみれば、アジア債券が

図表21 国債市場の海外投資家比率



(資料) Asian Bonds Online

国際分散投資の一つの手段となること、多くの先進国よりも財政状態が良好であるにもかかわらず名目金利が相対的に高いこと、経済発展に伴う長期的な金利低下や為替レートの増価が見込まれること、などが指摘出来る。2000年以降、アジア債券市場の投資収益率は、各国で良好に推移している（注13）。

まとめると、クロスボーダー取引拡大のインセンティブとして、各国における官・民ベースの市場整備や対外開放、格付けに代表される投資リスクの低減、投資収益に関するメリットが相乗的に作用しているといえよう。

さらに、域内投資比率が上昇している要因として、実体経済面の統合が加速していると考えられること、域内の投資家にとって経済が不調となっている欧米先進国の市場への投資よりも域内投資が相対的に魅力を増してい

ること、などがあるものと考えられる。

(2) クロスボーダー取引拡大の課題

ただし、市場の発展は道半ばであり、クロスボーダー取引を増やすためには多くの課題が残されている（図表22）。

ABMIの4つのタスク・フォースの課題は、発行の拡大、需要の拡大、規制、市場インフラに分かれているが、クロスボーダー取引の促進に関しても同様に考えられよう（図表22の項目1.～4.）。1. に関しては、国際機関による発行を活用することも依然として有効であろう。また、4. の中で、ABMFでは債券共通発行プログラムの構築が最優先課題となっている。加えて、クロスボーダー投資促進の観点からは、各国の格付けに関し、手法や実質的な内容などの相違に対処することが大きな課題であり、2012年度ASEAN+3リサーチ・グループにおける議論の進展が期待される。現状では、域内外の投資家が国際的な格付け機関による格付けを投資の可否の判

断基準に用いており、域内の格付け機関の強化が期待されるところである。

以上の課題に加え、クロスボーダー取引に特徴的な課題として、5. にあげた各国市場の育成や通貨に関する諸問題への対応などがあげられる。各国市場の育成に関しては、流通市場の流動性の向上、リスク・ヘッジ手段の整備、決済システムの改善などが重要となる（注14）。また、社債市場の拡大には、整備された国債市場の存在が不可欠であることも忘れてはならない。

(3) Asian Development Bank [2012a] の分析

Asian Development Bank [2012a] (“Intraregional Portfolio Debt Investment”、41～51ページ) では、クロスボーダー取引の決定要因に関して2つの分析を実施している。

第1に、域内8カ国・地域の2国間資産保有の決定要因を、重力モデルに基づいて分析

図表22 クロスボーダー取引拡大に向けての課題

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">1. 発行体の拡大：証券化や信用保証の活用により、発行体の信用力を補完する。2. 投資家の拡大：域内機関投資家の育成や投資家に対する情報提供・広報活動を実施する。3. 商品開発：クロスボーダー商品（証券化商品、アジア社債ファンド、投資信託など）を開発し、触媒とする。4. 規制・制度の変更・調和：諸制度・市場インフラ（資本取引規制、税制、市場関連法規制、格付け等の信用リスクデータ、会計監査基準、決済システムなど）の変更や調和を実現する。5. その他：<ol style="list-style-type: none">(1) 各国債券市場の育成（発行体の規模の拡大、信用力の向上、流通市場の流動性の改善、リスクヘッジ手段や決済システムの整備など）により、発展段階の格差縮小を図る。(2) 通貨に関する諸問題（為替市場の整備、資本取引の自由化、域内通貨の国際化、為替政策協調）に取り組む。(3) 域内・域外との経済・金融統合のあり方や費用・便益に関する議論を活発化させる。(4) 公的機関がクロスボーダー取引に取り組む（国債の相互保有など）。 |
|--|

（資料）日本総合研究所作成

した。説明変数は、2国間の（技術的）距離、2国間の貿易額、投資国の資本取引規制の強さ、2国間の金利差、受け入れ国通貨の期待増価率、受け入れ国金利のボラティリティ、受け入れ国市場の売買スプレッド、受け入れ国の株式市場時価総額の対GDP比率である。

分析結果は、以下の通りである。①投資収益率が重視される（2国間の金利差、受け入れ国通貨の期待増価率）。②市場の安定性・流動性が重視される（受け入れ国金利のボラティリティ、受け入れ国市場の売買スプレッド）。③投資国の金融開放度（資本取引規制の強さ）、2国間の貿易額、受け入れ国の金融システムの規模（株式市場時価総額の対GDP比率）なども資産保有に正の効果を与える。

以上の分析結果は、前述のクロスボーダー取引拡大の背景とほぼ一致するものであるといえよう。

第2に、中国・香港・インド・インドネシア・日本・韓国・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイの投資家に対するサーベイを実施した。その内容は、投資の判断材料としてマクロ条件（経済・政治の安定性、金融市場の状態）→投資要因（流動性、リスクと収益率、投資機会、市場規模、資産の相関）→構造要因（経済の開放度、取引の障害、法規制、ガバナンス）の順で考慮されるという判断のもと、それぞれの中でどれが重視されるかを順序付けている。また、それらの背景

にある基本的な要因として、リターン・リスク・分散の3つがあるとし、これらについても順序付けを行っている。

分析の結果、各要因の中での重要性は上に記述した順序通りとなっている（先に記述したものほど重要）。リターン・リスク・分散についても、この順序で重視されている。また、保守的投資家と積極的投資家の投資姿勢の違いについても、分析がなされている。

分析結果の解釈として、以下の点が指摘されている。①経済・政治の安定性が重視されていることにみられるように、アジアの投資家は基本的に保守的でホーム・バイアスが強いいため、クロスボーダー投資が拡大しにくい。②流動性や取引の障害などが重視されている点は、アジアの現状に照らせば投資の抑制原因になっている場合が多いと考えられる。ここから、市場流動性の改善や資本取引規制の緩和などが、特に重要な課題となろう。

この分析では、最後に、各国市場を整備し開放することがクロスボーダー取引の拡大につながると結んでいる。

(注6) Felman et al. [2011] は、市場の集中度や、企業の総資産に対する社債発行額の大きさを用いて市場の成熟度を分析した。結論として、アジア債券市場の成熟度は高まっているが、先進国市場と比較すれば、発行体がさらに多様化するともに、債券発行がより日常的な資金調達手段となる必要があるとしている。

(注7) Bhattacharyay [2011] による。

(注8) 投資国としての中国のデータが提供されていないことは、CPISの問題点である。

(注9) Asian Development Bank [2012a] (“Intraregional Portfolio Debt Investment”, 41～51ページ) では、アジア9カ国・地域の投資家の自国向け・アジア向け・先進国向け債券投資比率を2001年、2009年、2010年

について算出し、投資対象地域に関する志向を検証した（投資比率の算出結果は44ページのTable 13参照）。その結果、2001年に関しては、アジア向け・先進国向けの双方に比較して自国向けが明らかに大きく（ホーム・バイアス）、また、アジア向けより先進国向けが明らかに大きい（グローバル・バイアス）傾向がみられた。

一方、2009年に関しては、ホーム・バイアスはみられたものの、アジア向けと先進国向けの差は明らかでなくなった（グローバル・バイアスの消失）。2010年に関して全くと同じ結果が得られたものの、興味深いことに、先進国向けと比較した場合のホーム・バイアスは2009年よりも強まっている。

- (注10) 2012年8月14日付日本経済新聞「シンガポール・マレーシアの有力銀、東南アでの融資急増」による。
- (注11) 2012年4月6日付日本経済新聞「邦銀、アジア投融资最高」による。
- (注12) 2012年9月17日付日本経済新聞「海外向け協調融資復調、3メガ銀、アジアでシェア1割」による。
- (注13) Turner [2012] は、2000年代の債券収益率の分析から、先進国と途上国の間で金利裁定が働かず、途上国債券にヘッジ付きで投資することで超過収益が得られる場合がみられたこと、途上国の収益率の変動は大きい（シャープ・レシオ（収益率を変動率で割ったもの）は途上国の方が大きかったこと、などを指摘している。世界金融危機において途上国債券投資収益率のボラティリティは上昇したが、それは主に為替レートの変動によるものであり、現地通貨建ての収益率の変動は比較的小さかったという。
- (注14) Turner [2012] は、途上国債券市場の流動性に関する問題点として、4点をあげている。①売買スプレッドが広いことが多い。②裁定取引が少なく、アメリカ債との利回りの相関が相対的に低い。③為替デリバティブ取引に比較して、金利デリバティブ取引の利用が難しい。④債券市場の慣行（税制・市場インフラ・規制など）が国ごとに異なる。

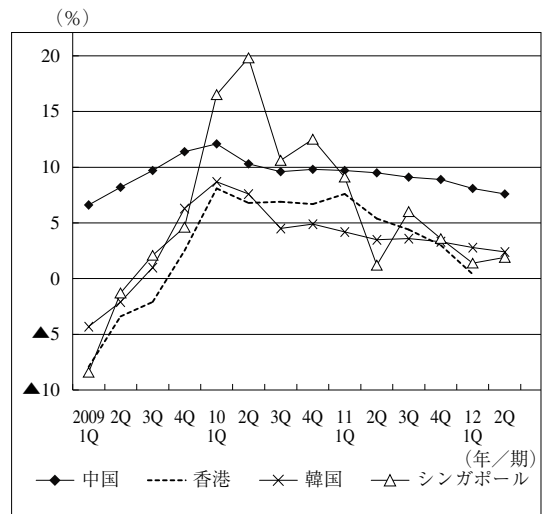
Ⅲ. 不安定な国際金融情勢とアジアの金融部門

1. 欧州債務危機の影響

次に、国際金融情勢とアジア金融部門の関係について考える。リーマン・ショック以降、アジア経済は急速に回復したが、欧州債務危

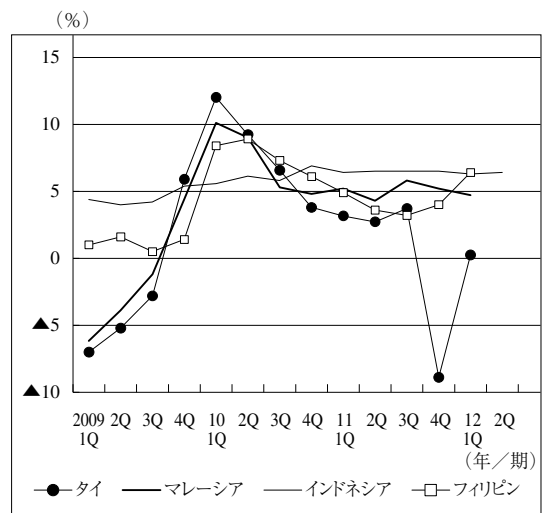
機の深刻化に伴ってアジアの輸出にも影響が出始め、多くの国で2010年前半をピークに成長率が低下しつつある（図表23-1、図表23-2）。

図表23-1 実質GDP成長率の推移



(資料) 各国資料

図表23-2 実質GDP成長率の推移



(資料) 各国資料

金融面では、2009年、2010年にアジアへの資本流入が急増したことに伴い、先進国市場との統合が強まり、影響を受けやすくなったと考えられる。アジア経済の相対的な好調や、先進国の金融緩和に伴う投資資金の増加および金利差の拡大からアジアへの資本流入が促される面がある一方、欧州情勢の変化などに影響を受けて先進国投資家のリスクに対する姿勢が目まぐるしく変わるため、資本フローのボラティリティが上昇している。

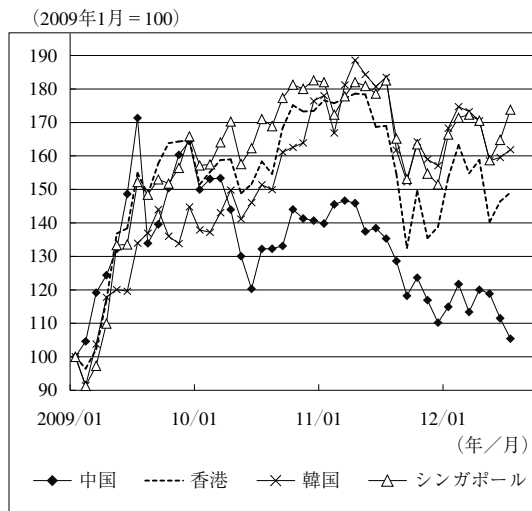
景気回復とともに上昇した株価は、中国では2009年8月に急落し、その後も振れを伴いつつ低下傾向が続いている（図表24-1）。香港・韓国・シンガポールでも、2011年半ば以降下落し、その後は上昇・低下を繰り返す展開となっている。これに対し、ASEAN諸国では、実質GDP成長率の相対的な底堅さな

どを反映し、株価は上昇基調を維持している（図表24-2）。

2009年以降、総じて増価していたアジア通貨の対ドルレートは、2011年半ば以降、多くの国で減価に転じた（図表25-1、図表25-2）。これを受けて、外貨準備の積み上げにも歯止めがかかっている（図表26-1、図表26-2）。特に、タイやインドネシアでは顕著に減少しており、為替介入により自国通貨を支えているものと考えられる。

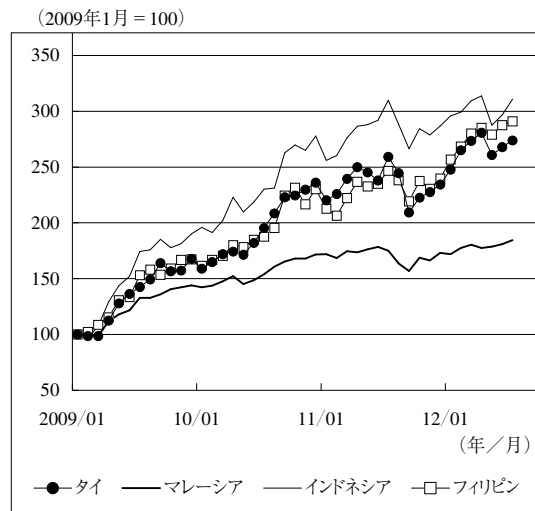
このように、深刻な状況となっていないものの、欧州債務危機の影響はアジアの経済や金融資本市場に及んでいる。2011年の国際収支をみると、証券投資の流入額（グロス）が各国において前年比で減少していることが特徴的である（図表27）。ただし、ASEAN諸

図表24-1 株価の推移



(資料) 各国資料

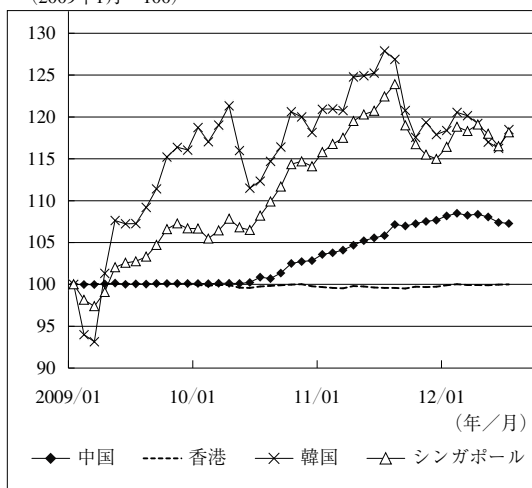
図表24-2 株価の推移



(資料) 各国資料

図表25-1 対ドル名目為替レートの推移

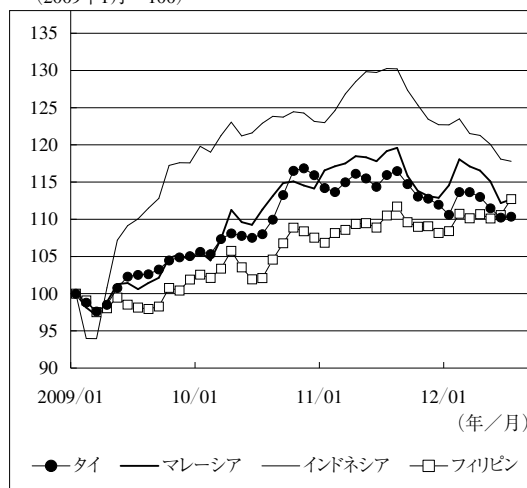
(2009年1月 = 100)



(資料) 各国資料

図表25-2 対ドル名目為替レートの推移

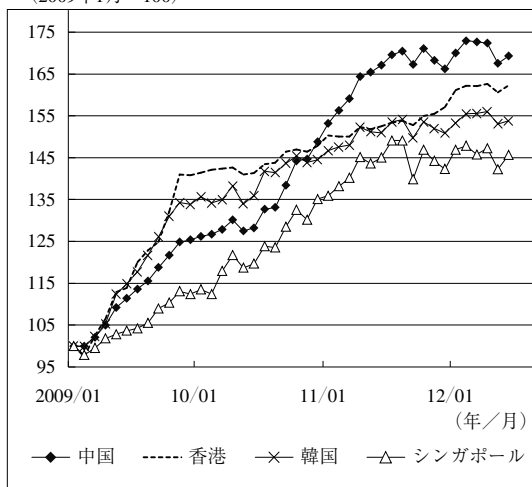
(2009年1月 = 100)



(資料) 各国資料

図表26-1 外貨準備の推移

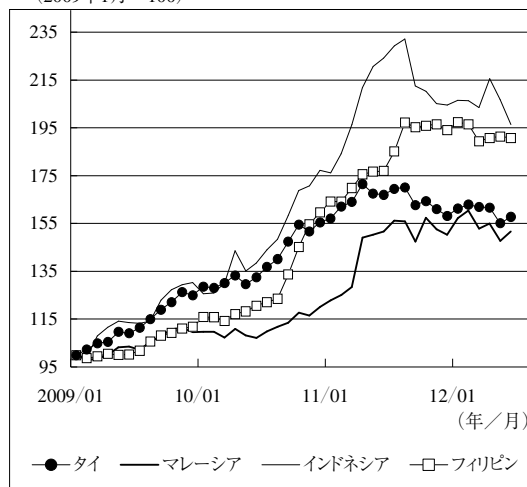
(2009年1月 = 100)



(資料) 各国資料

図表26-2 外貨準備の推移

(2009年1月 = 100)



(資料) 各国資料

図表27 国際収支の推移

中国 (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	353,996	412,364	261,120	305,374	201,700
貿易	315,381	360,682	249,509	254,180	243,500
資本収支	95,148	46,321	180,813	226,044	221,100
流入	262,854	170,066	201,502	405,470	425,800
直接投資	160,052	175,148	114,215	185,081	220,100
証券投資	20,996	9,910	28,804	31,681	13,400
その他投資	81,806	▲14,992	58,483	188,708	192,300
流出	▲170,805	▲126,795	▲24,645	▲184,056	▲210,300
直接投資	▲16,995	▲53,471	▲43,898	▲60,151	▲49,700
証券投資	▲2,324	32,750	9,888	▲7,643	6,200
その他投資	▲151,486	▲106,074	9,365	▲116,262	▲166,800

韓国 (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	21,770	3,197	32,791	28,214	26,505
貿易	37,177	5,174	37,862	41,876	31,153
資本収支	▲8,749	▲57,600	34,058	1,763	▲18,052
流入	79,185	▲32,430	50,935	36,973	32,734
直接投資	1,784	3,311	2,249	▲150	4,661
証券投資	30,378	▲25,890	48,292	42,094	15,543
その他投資	47,023	▲9,851	394	▲4,971	12,530
流出	▲90,992	▲10,509	▲14,073	▲35,030	▲49,201
直接投資	▲19,720	▲20,251	▲17,197	▲19,230	▲20,355
証券投資	▲56,436	23,484	1,436	▲3,542	▲5,231
その他投資	▲14,836	▲13,742	1,688	▲12,258	▲23,615

香港・韓国・シンガポール・タイ・インドネシア・フィリピンの合計 (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	128,984	65,000	122,769	123,278	116,924
貿易	115,146	51,145	112,967	113,346	85,906
資本収支	▲53,846	▲59,969	60,770	38,452	▲49,237
流入	514,985	▲537	118,591	425,327	388,554
直接投資	114,353	94,123	90,756	144,301	180,809
証券投資	141,695	▲57,251	73,937	99,192	38,903
その他投資	258,937	▲37,409	▲46,102	181,834	168,842
流出	▲578,497	▲56,553	▲46,544	▲384,393	▲436,282
直接投資	▲124,766	▲87,864	▲105,674	▲144,662	▲145,584
証券投資	▲182,459	24,243	▲103,112	▲118,737	▲47,896
その他投資	▲271,272	7,068	162,242	▲120,994	▲242,802

シンガポール (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	48,384	26,346	30,138	55,509	56,989
貿易	46,676	41,664	47,270	63,097	67,453
資本収支	▲32,163	▲15,451	▲22,678	▲12,928	▲40,039
流入	112,780	▲5,640	▲21,588	84,791	130,447
直接投資	37,033	11,798	24,418	48,637	64,003
証券投資	19,349	▲14,644	1,183	1,189	▲5,966
その他投資	56,398	▲2,794	▲47,189	34,965	72,410
流出	▲144,684	▲11,804	16,506	▲88,100	▲159,373
直接投資	▲32,702	▲6,812	▲17,704	▲21,215	▲25,228
証券投資	▲34,908	26,222	▲41,357	▲28,109	▲22,761
その他投資	▲77,074	▲31,214	75,567	▲38,776	▲111,384

香港 (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	25,547	29,494	17,963	12,390	12,370
貿易	▲19,701	▲23,117	▲26,862	▲42,965	▲56,114
資本収支	▲18,531	4,244	50,818	▲10,484	▲3,582
流入	276,672	23,809	62,046	219,780	173,439
直接投資	54,365	59,614	52,395	71,066	83,174
証券投資	75,166	▲12,799	9,197	22,213	14,856
その他投資	147,141	▲23,006	454	126,501	75,409
流出	▲302,102	▲29,797	▲19,068	▲237,931	▲187,379
直接投資	▲61,119	▲50,549	▲63,994	▲95,414	▲81,635
証券投資	▲77,899	▲25,353	▲52,086	▲82,390	▲18,412
その他投資	▲163,084	46,105	97,012	▲60,127	▲87,332

タイ (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	15,678	2,211	21,891	13,099	11,912
貿易	26,631	17,394	32,607	31,677	23,517
資本収支	▲1,671	12,311	▲2,644	23,822	▲6,809
流入	18,245	4,317	6,778	34,300	14,517
直接投資	11,327	8,538	4,854	9,679	9,549
証券投資	2,899	▲2,561	2,695	8,461	3,727
その他投資	4,019	▲1,660	▲771	16,160	1,241
流出	▲19,601	8,671	▲10,473	▲10,171	▲20,984
直接投資	▲3,014	▲4,093	▲4,171	▲5,523	▲10,635
証券投資	▲9,635	395	▲8,246	687	▲471
その他投資	▲6,952	12,369	1,944	▲5,335	▲9,878

インドネシア (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	10,493	125	10,628	5,144	2,070
貿易	32,754	22,915	30,932	30,627	35,347
資本収支	3,591	▲1,832	4,852	26,621	14,018
流入	16,620	15,823	19,151	33,471	30,497
直接投資	6,928	9,318	4,877	13,771	18,160
証券投資	9,981	3,059	10,480	15,713	5,614
その他投資	▲289	3,446	3,794	3,987	6,723
流出	▲13,576	▲17,949	▲14,395	▲6,900	▲16,479
直接投資	▲4,675	▲5,900	▲2,249	▲2,664	▲7,722
証券投資	▲4,415	▲1,294	▲144	▲2,511	▲1,416
その他投資	▲4,486	▲10,755	▲12,002	▲1,725	▲7,341

フィリピン (百万ドル)

	2007年	08年	09年	10年	11年
経常収支	7,112	3,627	9,358	8,922	7,078
貿易	▲8,391	▲12,885	▲8,842	▲10,966	▲15,450
資本収支	3,677	▲1,641	▲3,636	9,658	5,227
流入	11,483	▲6,416	1,269	16,012	6,920
直接投資	2,916	1,544	1,963	1,298	1,262
証券投資	3,922	▲4,416	2,090	9,522	5,129
その他投資	4,645	▲3,544	▲2,784	5,192	529
流出	▲7,542	4,835	▲5,041	▲6,261	▲2,866
直接投資	▲3,536	▲259	▲359	▲616	▲9
証券投資	834	789	▲2,715	▲2,872	395
その他投資	▲4,840	4,305	▲1,967	▲2,773	▲3,252

(資料) IMF-IFS

国においては2012年入り後も株式の買い越し基調が続いており、これが株価の堅調をもたらしている（図表28-1～図表28-4）。

図表21では、2011年半ば以降、インドネシアの国債市場における海外投資家比率の低下が顕著となっており、債券市場から資金流出が生じたことがわかる。また、図表16で、東アジア向けの債券・株式投資に占める欧州投資家の比率は、2005年から2010年にかけて債券では45.5%から37.6%に、株式では35.0%から31.0%に低下している。これも、欧州債務危機を反映したものであろう。一方、東アジアの投資家の債券・株式投資における欧州向け比率をみると、2005年から2010年にかけて債券は36.4%から32.2%に、株式は27.3%から18.3%に低下している。

さらに、図表17でみた通り、欧州で銀行危機が深刻化しているため、欧州系銀行による融資額の縮小 (deleveraging) が加速している。

これを、域内の銀行が穴埋めしているのが現状である。先進国において生じた危機により、アジアの域内金融統合が促進されているといえる。

ここまで、一定の影響を受けながらも、アジアは欧州債務危機に対応出来ている。しかし、欧州の問題は長期化が予想され、今後、資本流出が拡大するようなことがあれば、アジアの状況も深刻化する恐れがある。これに備え、危機対策の強化が求められよう。

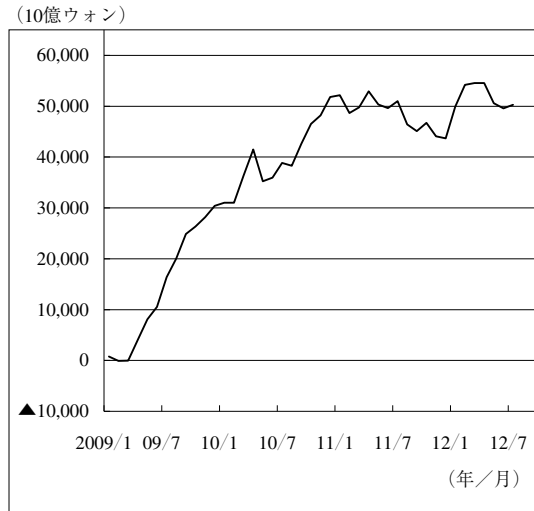
2. 不安定な国際金融情勢に対するアジア諸国の対応

現下の国際経済・金融情勢に対し、域内金融統合の推進に加え、以下の諸点に配慮することが重要と考えられる。

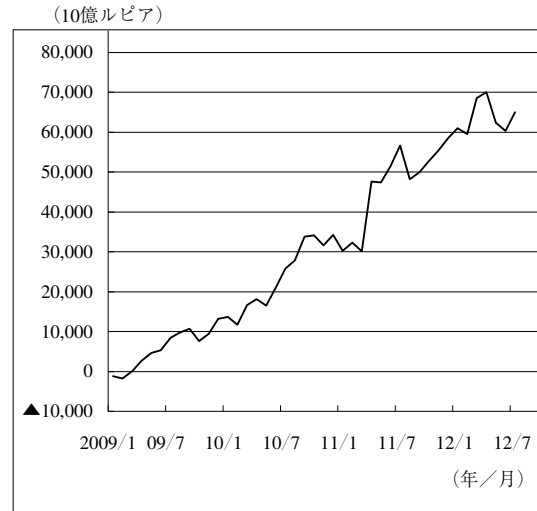
(1) 資本取引自由化の前提条件の整備

国際金融市場において生じる混乱の波及を食い止める方策の一つとして、資本流入規制

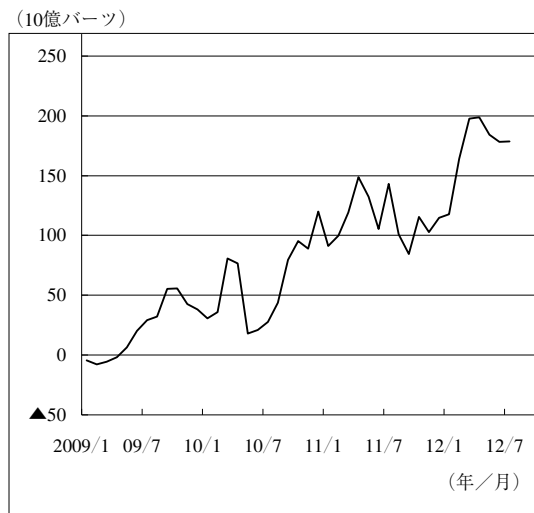
図表28-1 韓国：海外投資家の株式買い越し額（2009年1月以降の累積）



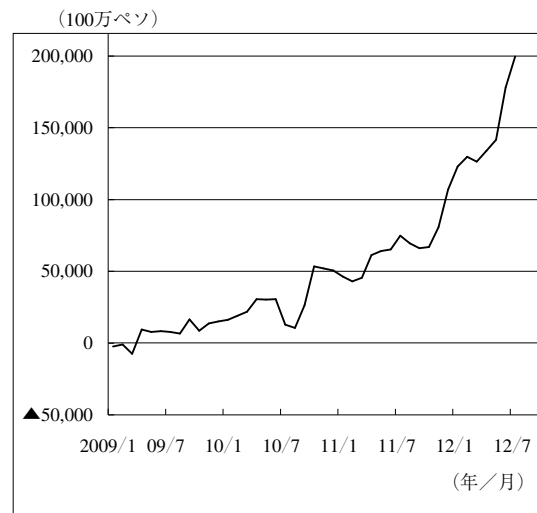
図表28-3 インドネシア：海外投資家の株式買い越し額（2009年1月以降の累積）



図表28-2 タイ：海外投資家の株式買い越し額（2009年1月以降の累積）



図表28-4 フィリピン：海外投資家の株式買い越し額（2009年1月以降の累積）



を強化し、資本フローへの依存度を引き下げる事が考えられる。

アジア諸国の現状をみると、国際金融センターである香港およびシンガポールでは資本取引の自由化が進んでいるが、それ以外では比較的厳しい資本取引規制を維持し、金融政策の自由度を確保しつつ、不胎化介入の実施により自国通貨の増価を抑制している国が多い。通貨危機の経験などから、流入よりも流出を厳しく規制する傾向がみられる（注15）。また、通貨危機後に資本取引規制や自国通貨

の非国際化措置を強化した国が多い。その後、これらの規制は次第に緩和されたが、世界金融危機の経験やアジアに対する資本流入の急増を受け、これを抑制するために資本フローに対する管理を再び強めようとする動きが出ている（図表29）。

寺井 [2012] は、ASEAN 5カ国の資本取引規制を調査し、①外貨管理規制、②自国通貨の非国際化、③資本市場取引規制、④外資参入規制（対内直接投資規制）、につき現状を説明している（注16）。また、現地進出企

図表29 アジアにおける資本取引規制の実施状況

政策手段	近年の事例
為替エクスポージャーの規制	韓国（2010年6月）：銀行の為替先物ポジションの自己資本に対する比率に上限を設けた。また、企業の為替ヘッジの上限を、輸出代金の125%から100%に引き下げた。
対外借入れの規制強化	インド（2009年12月）：世界金融危機対策として廃止された対外商業借入れの金利上限を復活させた。
中央銀行債の最低保有期間	インドネシア（2010年6月）：国内・海外の投資家に対し、中央銀行債の保有期間を1カ月以上とした。
中央銀行債への海外からのアクセスの制限	インドネシア（2010年6月以降現在まで）：中央銀行債を1～3か月から9～12カ月にシフトするとともに、インドネシアで営業する銀行のみ利用可能な定期預金を拡大した。
一般的な海外からのアクセスの制限	台湾（2009年11月）：金融監督委員会は、海外投資家の定期預金の利用を禁止した。 台湾（2010年11月）：金融監督委員会は、非居住者の国内証券への投資に関する制限規定に、残存期間1年超の国債を含めることとした。
対外投資の促進	マレーシア（2010年10月）：EPFの対外投資上限を7%から20%に引き上げた。 フィリピン（2010年11月）：居住者の為替および海外資産購入の上限を引き上げた。民間部門の外貨融資の期前返済を認めた。 タイ（2010年2月、9月）：居住者の対外直接投資、対外融資、外貨保有の上限を引き上げた。
外貨預金・非居住者預金の準備率	台湾（2011年1月）：非居住者が保有する台湾ドル預金のうち2010年12月末の残高を超える部分につき、準備率を90%に引き上げた（超えない部分は25%）。 インドネシア（2011年3月）：外貨預金の準備率を1%から5%に引き上げた。
海外投資家の国債保有に対する源泉課税	タイ（2010年10月）：海外投資家の国債保有に関する15%の源泉課税（2005年に廃止）を再導入した。 韓国（2011年1月）：海外投資家の国債・中央銀行債保有に関する14%の源泉課税を再導入した。

（資料）IMF, Asia and Pacific Department [2011]

業のアンケート調査に基づく要望事項として、外貨送金の自由化や手続きの簡略化、為替リスク管理の容易化、外国為替・投資関係法規の透明性の向上、をあげている。為替リスク管理のためには、外国為替取引の実需原則の廃止、先物為替予約などの為替リスク・ヘッジ手段の利用の容易化、外貨建て・自国通貨建て取引規制（上記の①、②）の緩和、を求めている。

近年、アジアに対するネット資本フローのボラティリティが高まっており、また、国債市場における海外投資家比率が大きく上昇するなどリスクの影響度が拡大していることから、資本流入を抑制する動きがみられるのはやむを得ないといえよう。

しかし、域内金融統合を推進するには、資本取引を自由化することが前提となる。したがって、資本フローに伴うリスクに十分備えた上で、自由化を実施する方向に向かうことが望ましい。アジア諸国通貨の為替取引の規模が小さく、通貨が国際化していないことも、域内金融統合の進展を阻む大きな原因となっている。したがって、資本取引を自由化した上で、通貨の国際化を目指すことが求められる。

資本取引自由化の前提として、健全なマクロ経済政策運営と国内金融システム整備が求められること（資本取引自由化のintegrated approachと呼ばれる）はよく知られている。マクロ経済政策には、金融政策の自由度を確

保するための柔軟な為替政策や、資本流入・流出に適切に対応する財政金融政策が含まれる。後者のためには、財政の健全性を維持することが不可欠である。

もう一つの前提条件である国内金融システム整備に関しては、金融資本市場の育成に努めると同時に、市場や市場参加者に対する規制監督を強化することが有効である。資本フローの増加に伴って外国為替取引額が急増することから、為替レートの柔軟性の向上（為替介入の削減）や為替デリバティブ市場の整備などにより、為替市場を強化することも重要と考えられる。

ネットの資本流入を減らすためには、流入規制の強化ではなく、流出規制の緩和で対応することも考えられる。こうした対応は、近年、中国・韓国・マレーシア・タイなどでみられたものであり、対外投資に伴うリスク管理能力を高めつつ、企業や機関投資家の活動の国際化を促すことが求められる。

もちろん、域内金融統合を推進するとしても、金融危機を引き起こしてはならないことはいままでもない。資本流入の安定化を図るため、為替政策、財政金融政策、金融規制、資本取引規制を活用し、過剰な流入・流出の抑制やそれらが発生した際の対処を実施することが重要である。加えて、国内金融システム整備を継続することが不可欠となる。

資本取引規制については、多くの議論がある。アジア諸国を含む途上国においてこれを

完全に自由化することは、長期的な課題と考えざるを得ないであろう。

(2) 国内債券市場の育成

繰り返し述べたように、国内金融システムの整備は不可欠である。危機との関係で債券市場の重要性について考えると、第1に、債券市場の整備によって平時における資本流入を減らすことは難しいが、流入の内訳に影響を与えることは期待出来る。すなわち、よりリスクの高い資本流入に代替する手段として、債券市場が機能する可能性があるといえよう。

第2に、急激な資本流入の減少あるいは流出の増加が生じた際、債券市場が整備されていれば、資本フローを補完する手段として機能することが期待出来る。

これらの機能を期待するには、債券市場が強固なものとなっている必要がある。特に重要なことは、様々な性格の海外投資家を受け入れるとともに、国内投資家の育成によって投資家の多様化を図り、市場価格の安定や市場流動性の改善を実現することである。それにより、市場価格の一方向への急激な変動を抑制することが出来る。

かつてはクロスボーダーの投資家といえばヘッジ・ファンドが主体であったが、途上国債券がグローバル・インデックスに含まれるようになるとともに、年金などのリアルマネーの投資家が次第に増加している。これにより、海外資金が安定化することが期待され

る。

ただし、危機に際して海外資金が逃避することは避けられない。したがって、国内投資家の育成は不可欠である。現状では、地場銀行が国債を多く保有しているが、売買は必ずしも活発ではない。年金や投資信託などの機関投資家が拡大することにより、投資手法の多様化や流動性の向上がもたらされると考えられる。

また、流動性の改善のためには、ベンチマーク金利の確立や取引価格の透明性の向上、マーケット・メーカー機能の強化、債券・金利デリバティブ市場の整備なども不可欠である。デリバティブ市場の未整備は、アジア債券市場の弱点の一つとなっている。店頭デリバティブ市場はリスクが高いという認識に立てば、取引所ベースの債券先物市場を作ることが望ましいであろう（注17）。

なお、危機に際しては、債券を融資の担保として受け入れる条件の緩和や、債券時価評価規制の一時的緩和なども実施されている。これらは有効な対策であるが、市場メカニズムの機能を十分に見極めながら実施すべきものであろう。

(3) イスラム金融の導入および拡大

イスラム金融は、その性格上、金融部門の安定性を高めることに貢献する可能性がある。シャリア原則に従うことを求めるシャリア・ガバナンスは、金融部門におけるガバナンスの改善に役立つ。強力なシャリア・ガバ

ナンスの存在により、資金は生産的な目的に配分され、また、必ず実物資産の裏付けを有する。イスラム金融では投機が禁止されており、デリバティブによる投機的取引や外国為替ディーリングなどは行われない。これらの点は、特に世界金融危機以降拡大している、社会責任投資（SRI）などの倫理的な投資や資金調達を重視する価値観とも整合的である。

イスラム金融は、グローバルな金融安定ならびに各国金融市場の安定に貢献しようと考えられる。アジア諸国は、その拡大を前向きに検討すべきである。

(4) 金融規制の強化

世界金融危機以降、金融規制強化の議論が世界的に高まっている。リーマン・ショックに際してはアジアも影響を受けたが、輸出の減少、資本流入の減少、流動性の縮小、リスクの高い金融商品の発行の縮小など、いずれも先進国から波及した性格のものであり、国内金融システムの健全性は維持された。ただし、アジアの金融部門も国際金融システムの一部であり、国際金融規制改革の議論と無縁というわけにはいかない。現在の主な論点は、以下の通りである（注18）。

第1に、個別金融機関のモニタリング（microprudential supervision）の強化である。これは、基本的にはバーゼル規制の見直しにより実施されている。銀行の自己資本強化、流動性の改善、レバレッジの抑制などが主な

論点となっている。商業銀行ビジネスをその他のリスクの高いビジネスから切り離そうとするボルカー・ルールなども、このタイプの規制といえよう。

第2に、システミック・リスクのモニタリング（macroprudential supervision）の強化である。この点は、従来、必ずしも十分に機能していなかった。個別金融機関のリスクが明らかにならない段階で、システミックな安定性の脅威となる市場の動きに注意を喚起することが求められる。金融システムの全体的な危機を回避することがこのようなモニタリングの目的であり、重要性の高い金融機関（globally systemically important financial institutions）を厳しく規制することもそのための工夫の一つである。

第3に、プロシクリカリティの軽減である。バーゼル2の枠組みを含め、金融や会計のシステムにはプロシクリカルになりやすい要素が多く含まれている。例えば、金融規制の面では、不良債権に対する引き当てを融資額の増加に伴って累進的に増やすなど、カウンターシクリカルな工夫が可能であり、アジア諸国にはこうした規制を以前から採用していた国も多い。

第4に、特定の金融商品やビジネスを対象とした規制の強化である。アメリカのサブプライム危機の主因となった複雑な証券化の仕組みの組成やそのオフバランス化などを防止することが求められる。アジアには元来こう

した商品は存在しなかったが、今後も証券化の健全な拡大が期待される。商品を標準化することや、取引所の活用などにより取引を透明化することがポイントとなる。サブプライム問題から派生したいわゆるシャドウ・バンキング（銀行業務に関連したビジネスを銀行規制の外で行うこと）に対する規制も、特定の商品やビジネスを対象とするものである。

次に、格付け機関は、世界金融危機によりその信頼性に影響を受け、登録制などの新たな規制が導入されている。アジアでは、国際的な格付け機関の活動は活発でなく、また、地場の格付け機関は十分に発達していない。そのため格付けに関する諸問題を回避出来たともいえるが、これは同時にアジアの証券を格付けすることが難しいことを意味している。今後、国際標準の新たな規制枠組みの下で、アジアの格付け機関を強化していくことが求められる。

店頭デリバティブ取引に関しては、セントラル・カウンター・パーティにおける一括決済により取引の透明性を高めることが提案されている。また、レポ取引の透明化（コストや受け入れ証券の種類明確化）に向けた規制変更も検討されている。

第5に、危機発生時の対処の枠組みの強化である。問題銀行を早期に特定・介入することに加え、銀行処理の枠組みを確立することが重要である。「大き過ぎてつぶせない」といった例外的な処理は、極力回避しなければ

ならない。危機の解決方法は国により異なるため、関係当局間の緊密な協力により、迅速に危機を収拾して問題を解決することが求められる。

なお、以上に関して重要なことは、規制改革を着実に実施するために当局の権限および能力を確保することや、規制が経済成長の妨げとなることを回避することである。

3. 欧州債務危機の教訓

2009年11月以降のギリシャ危機に始まる欧州債務危機は、通貨統合のもたらした矛盾が世界金融危機を契機に表面化したものにとらえることが出来よう（注19）。通貨統合に伴い、ユーロ圏の国債金利が収斂したことなどから、各国で民間債務あるいは公的債務が拡大しやすい環境が形成されていた。世界金融危機の発生に伴い、景気対策を実施するとともに深刻化した銀行危機を解決することが求められ、ソブリン債務危機と銀行危機の悪循環が生じた。

欧州債務危機のアジアに対する教訓として、2点をあげることが出来よう。第1に、通貨統合を急速に進めることはリスクが大きい。これを行った場合、加盟国は自国通貨の減価によって競争力を維持することが出来なくなる。したがって、国内で経済を十分に調整することが出来なければ経常収支赤字が拡大し、危機を招くことになりやすい。

通貨統合を実施するには、加盟国が経済的、

政治的にある程度均一性を有することが必要である。通貨統合によって域内経済の一体化が促進されるというシナリオは実現しにくいことが、欧州債務危機によって証明されたといえよう。

アジアでは、欧州以上に各国間の経済発展段階の格差が大きく、通貨統合のような強力な域内金融統合を急速に進めることには無理がある。したがって、後発国の経済発展や金融システム整備を推進し、発展段階格差の縮小に努めることが統合の重要な前提となる。特に、為替政策協調に関しては、各国のマクロ経済政策の自由度を低下させる点に留意し、段階的な実施を図るなど慎重に取り組むことが求められる。域内通貨バスケットの参照など、緩やかな仕組みを模索すべきであろう。

欧州が統合に向かう背景は政治的、内部的なものであったが、アジアにおいて統合の加速が見込まれる背景は、域内分業の進展や先進国経済の停滞など、経済的、外部的なものである。したがって、域外にもある程度開放する緩やかな統合となっている。今後も、そのような現状を前提に統合が進むこととなる。

第2に、域内金融統合を推進するに当たり、金融危機への備えを十分に行うことが求められる。域内金融統合には、域内の内需拡大を促進し経済成長を支援するとともに、金融危機などの対外ショックに耐えうる能力を向上

させる効果がある（注20）。しかし、現在の国際金融情勢をみれば、危機対策の重要性は増していると考えられ、前項で述べた資本フローへの対応や長期的な資本取引自由化、国内債券市場の育成、金融規制の強化などに注力する必要がある。

これらに関し、域内金融協力の枠組みを活用することが望ましい（注21）。資本フローのモニタリングを実施することは、特に重要となろう。また、欧州債務危機における銀行危機の深刻化をみれば、マクロプルデンシャルな監督の枠組みを整備し、システムミック・リスクを防ぐことが不可欠であり、銀行救済の枠組みなども準備しておく必要がある。

さらに、危機対策として、現在実施されているCMIMの枠組みやAMROの活動を強化することが不可欠である。このように、域内金融協力においては、金融資本市場の整備、資本フローへの対処、域内金融統合、危機管理など、多くのことを議論しなければならない。そのための組織として、2008年にアジア開発銀行の黒田総裁がAFSD（Asian Financial Stability Dialogue）を提案している。また、EMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）においても、国際金融規制改革への対応等に関する域内協力が活発化している。

この問題に関する望ましい組織対応について、今後、議論すべきである。また、既存の組織には規制変更等を域内諸国に強制する力がないため、取り組むべきテーマや取り組み

に実効性を持たせる方法について、慎重に検討していく必要がある。

(注15) 金京 [2012] は、このことが証券投資において負債残高が資産残高を上回る傾向がみられることの背景にあると指摘している。

(注16) 外貨管理規制とは、国際収支危機等に備えて外貨を確保する観点から、外貨の国内送金の促進、国外への持ち出しの制限、政府・銀行等への外貨集中制度、居住者の外貨保有条件の厳格化などを実施することである。また、自国通貨の非国際化とは、自国通貨を安定させる観点から、非居住者による自国通貨保有につながる取引の制限、外貨と自国通貨の交換の制限などを実施することである。

(注17) Turner [2012] による。

(注18) Mayes and Morgan [2012] およびKodres and Narain [2012] を参考とした。

(注19) 本項は、Volz [2012] を参考とした。

(注20) Mayes and Morgan [2012] による。

(注21) ASEAN諸国の中央銀行は、ハイレベルでの協力の枠組みを立ち上げ、ASEANの銀行が域内経済・金融統合をけん引する力となるように、前提となる銀行の能力向上や規制枠組みの整備を行っている。また、域内の中央銀行は、2国間契約の形でクロスボーダー担保制度の導入を進めている。これは、自国に参入した相手国の銀行が自国で流動性調節を行う際、相手国通貨建ての国債・中央銀行債を担保にすることを認めるという契約を相互に結ぶものである。マレーシア中銀は、すでにシンガポールのMASならびにタイ中央銀行と同意書(MOU)を交わしており、2012年にはさらに相手国を増やす予定である。

IV. 域内金融統合の展望

1. 中国の影響：人民元の国際化と日中金融協力

(1) 人民元の国際化の現状

本節では、域内金融統合に関して重要な役割を果たす日本と中国の動向について述べる。まず、人民元の国際化についてみる。

中国は、世界金融危機以降、基軸通貨であ

る米ドルへの不信感を基本的な動機として、自国通貨である人民元の国際化戦略を推進している。一般的に通貨の国際化とは、他の通貨との自由な交換を前提に、貿易取引や資本取引（海外での銀行融資や債券発行など）における利用が著しく拡大することを意味する。アジアでは日本円、香港ドル、シンガポール・ドル以外の通貨は国際通貨とはいえ、人民元が国際通貨となれば、政策協調の可能性を含めたアジアの為替政策の将来像に大きな影響が生じる。

戦略の柱は、第1に、財の貿易における人民元建て決済の拡大である。2008年12月以降、特定国・地域との財貿易で人民元建て決済が試験的に導入され、2009年7月に本格的に開始された。当初、人民銀行により、国内の試行地域、輸出先となる国・地域、および対象企業に関する制限が加えられていたが、次第に緩和された。

2010年6月には、輸出先をすべての国・地域に拡大するとともに、対象となる取引を經常取引全般に拡大するなどの措置がとられた。2011年8月には、国内の試行地域を全国に拡大する措置が取られた。さらに2012年3月には、対象企業が貿易免許を持つすべての企業に拡大された。

人民元建て決済額は、2009年に35.8億元、2010年に5,063.4億元、2011年に2兆800億元となった(注22)。貿易額に占める比率は、2011年半ば以降、10%前後で推移している。

人民元建て決済は、大半が香港を相手先とするものとなっている。当初、輸出企業の為替リスクの低減が目的であるとされていたが、人民元が増価基調にあるため、8割以上が輸入決済となっているのが実情である。このことは、香港の人民元建て預金残高の急増に結びついている（図表30）。

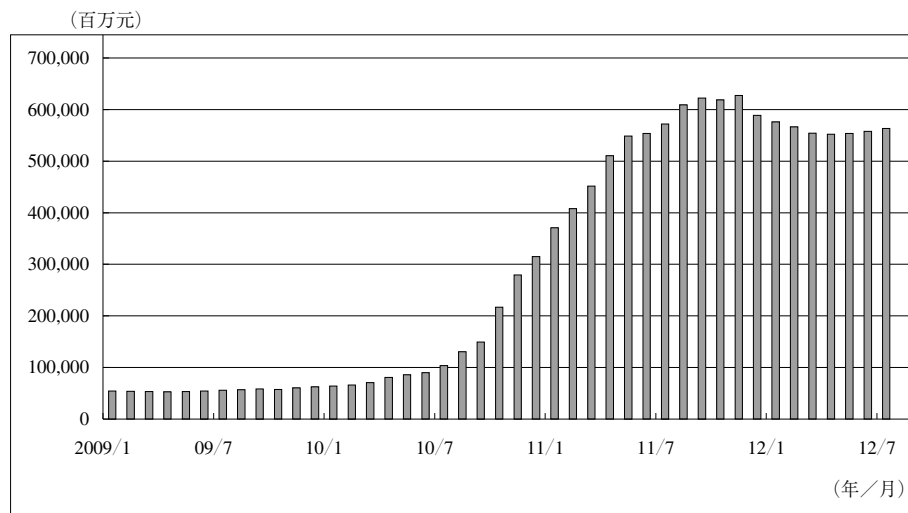
第2に、人民元建ての資本取引に関する規制緩和である。対外直接投資に関しては、2011年1月、人民元建て貿易決済の試行地域に所在する企業による投資が試験的に認められることになった。併せて、直接投資先企業に対する人民元建て貸し出しを行うことも認められた。さらに、上海市所在企業が貿易にかかわる対外債務以外の対外借入れを人民元建てで行うことが認められた。

一方、対内直接投資に関しては、2011年10月、海外投資家が合法的な手段（人民元建て起債、貿易決済、配当受け取り）によって取得した人民元で行うことが可能となった。

対内証券投資に関しては、2010年8月以降、人民元建て貿易決済を取り扱う海外の銀行に対し、本土の銀行間債券市場での資金運用が解禁された（ライセンスと運用枠の取得が必要）。また、2011年12月には、「ファンド管理会社、証券会社等の人民元適格海外機関投資家（RQFII）による国内証券投資の実験に関する弁法」が公布され、試行企業が香港で投資家から募集した人民元を国内に投資することが認められた。

この結果、経常・資本取引のうち、人民元建て決済が認められないのは対外証券投資の

図表30 香港の人民元預金残高



(資料) Hong Kong Monetary Authority

みとなった。もちろん、ここに述べた通り、それぞれの項目に関し、認可は限定的なものである。

第3に、海外中央銀行との通貨スワップ協定の締結である。2008年12月以降、短期流動性支援と同時に、相手国の企業が中国からの輸入代金の支払いに人民元を用いることを想定し、人民元と相手国通貨のスワップ協定を結んでいる。2012年3月現在、17カ国との間で約1兆6,500億元の協定枠を締結している。

第4に、人民元建て債券発行と香港オフショア市場の拡大である。まず、本土では、2005年にアジア開発銀行および国際金融公社が人民元建て外債（パンダ債）を発行した。また、2009年には外資系企業の現地法人（中国の居住者）による発行が認められ、11月に三菱東京UFJ銀行が債券発行を実施した。このような形での発行は、その後少しずつ認められるようになっていく。

次に、香港市場では、2007年に本土の銀行による人民元建て債券の発行が認められ、2009年には本土に進出している外国銀行の現地法人による発行が認可・実施された。

2009年10月には、香港において中国政府による国債発行が開始された。当初60億元が発行され、その後も2010年11月に80億元、2011年8月に200億元、2012年6月に230億元が発行されている。

香港において人民元建て金融商品を拡大する観点から、2010年7月以降、本土からみた

非居住者に人民元建て債券発行が認められた。この種の債券は、点心債（Dim Sum Bond）と呼ばれる。

これを機に、香港の人民元オフショア市場が本格的に稼働するとともに、香港の人民元相場（CNH、これに対し本土の相場はCNYと表される）が形成されるようになった。従来、海外での為替取引はNDFのみであったが、これに加えて香港に人民元の外国為替市場が成立したのである。厳しく管理されている国内為替市場（非居住者は直接には参加出来ない）に比較して香港市場は規制が少なく、非居住者間の取引に用いられるCNHは自由変動相場制でCNYと乖離しうるため、人民元は事実上、二重相場制の状態にある。

2010年7月の規制緩和により、香港では多様な人民元建て金融商品を組成販売することが可能となった。日本企業が香港で人民元建て社債を発行し、あるいは、日本から香港の人民元建て債券に投資することが出来るようになった（注23）。

2007年から2012年半ばまでに、香港で累計約2,000億元の人民元建て債券が発行されている（注24）。各年別の発行額は、2009年に4件、150億元、2010年に16件、358億元、2011年に87件、1,060億元となった。これには、2011年8月に発行体が本土の一般企業に拡大されたことも影響している。

さらに、2012年1～6月の起債額は672億元（前年同期比52%増）となった。発行体も、

本土だけでなく欧州系、中東系などに拡大している（注25）。

なお、人民元の国際化の進展を示すその他の現象として、IMFにおいてSDRバスケットへの組み入れが議論されていること、人民元を外貨準備に組み入れる動きが一部の国においてみられること、香港金融管理局（HKMA）とイギリス財務省がオフショア人民元業務に関する協力のために銀行フォーラムを設立したこと、これに伴い英財務大臣がロンドンにオフショア人民元市場の構築を目指す方針を示したこと、などがあげられる。

(2) 人民元の国際化の展望

本土市場と香港市場が資本取引規制によって分離されたまま進んでいる人民元の国際化を、村瀬 [2012] は「管理された国際化」と呼んでいる（注26）。海外資金の自由な出入りが可能な香港市場は、中国の規制をくぐって国内市場に出入りしていたホットマネーの投資対象として利用されている。また、両市場では、二重金利、二重為替相場が成立しているが、例えば香港に拠点を有する中国の貿易業者は、CNH相場とCNY相場の有利な方を利用することが可能であり、両市場には一定の裁定が働くことになる。こうした市場のあり方は、資本取引規制を維持したままオフショア市場を形成していることによるものであり、自然なものとはいえないであろう。

さらに、村瀬 [2012] は、内外分離政策を維持するための取引管理コストが高いこと、

本土の金利自由化や金融資本市場改革が遅れる可能性が高いことなどを指摘している。

中国経済のプレゼンスが拡大しているため、人民元取引へのニーズは大きいであろう。したがって、中国政府が望めば、国際化はある程度着実に進展するものと思われる。実際、後述の通り、東京市場でも人民元建て取引が拡大しつつある。

しかし、国際通貨の条件としては、為替・資本取引の自由化、国内金融資本市場・外国為替市場の整備に加え、通貨価値に対する信認の確立が不可欠である。資本取引自由化の前提としては、金融資本市場の整備に加え、マクロ面で金利の自由化、柔軟な為替制度の採用、金融政策手段の整備などを実現し、資本フローに市場原理を働かせることが求められる。これらの点に関して障害が多いため、中国の資本取引自由化は緩やかなものとならざるを得ない（注27）。こうした中、人民元の国際化のみを先行させることには無理がある。余 [2012] は、人民元の国際化を急がず、資本取引自由化の前提条件の整備に注力することを主張している。実際問題としては、人民元の国際化をリスクの少ない形で進めるために、マクロ面を含めた国内の金融システム整備を加速させることが不可欠であろう（注28）。

(3) 日中金融協力の進展

中国の人民元国際化戦略に、日本は明示的に協力姿勢を示している。2011年12月25日、

日中首脳会談の中で「日中両国の金融市場の発展に向けた相互協力の強化」が合意された。主な内容は、①両国間のクロスボーダー取引における円・人民元の利用促進（円建て・人民元建て貿易決済の促進、日本から本土への人民元建て直接投資）、②円・人民元間の直接交換市場の発展支援、③円建て・人民元建て債券市場の健全な発展支援（東京市場をはじめとする海外市場での日本企業による人民元建て債券発行、本土市場における国際協力銀行による人民元建て債券発行、日本当局による中国国債への投資）、④海外市場での円建て・人民元建て金融商品・サービスの民間部門による発展促進、⑤「日中金融市場の発展のための合同作業部会」の設置、である。

この合意は、「日中両国間の拡大する経済・金融関係を支えるため」のものであるとされている。日本にとっての具体的なメリットは、第1に、対中ビジネスを展開する日本企業の取引コストや為替リスクを低減し、資金調達・運用手段を拡大出来ることである（注29）。第2に、円の利便性の向上や金融商品・サービスの多様化により、東京市場ならびに日系金融機関のプレゼンス向上が図れることである。いずれも、中国を中心としたアジアの成長を日本経済の活力として取り込むことを目指すものである。

東京市場では、個人あるいは日本企業からの人民元預金の受け入れや人民元建て貸し出しなど、人民元ベースの金融商品・サービス

を提供する金融機関が増加している。また、邦銀が日本企業による人民元建て直接投資を支援する取り組みも、本格化しつつある（注30）。

円・人民元直接交換市場については、6月1日より、東京外国為替市場における円対人民元（オフショア人民元）の直接交換取引が開始された。また、同日、上海外国為替取引センター（CFETS）において、新たなマーケット・メーカー制度が導入され、円対人民元の直接交換取引が開始された。マーケット・メーカーには、邦銀現地法人を含む10行が指定されている。

直接交換により、取引コストの低下、決済リスク（通貨ごとに決済に時差があることに伴ういわゆるヘルシュタット・リスク）の低減、両国通貨の利便性の向上、東京市場の活性化が期待される。上海市場では、6月1日以降、取引が大幅に増加し、売買スプレッドが縮小している。上海市場の直物為替取引において対円取引が占める割合は、2012年1～3月期の0.1%から4～6月期には1.4%（120億ドル相当）となった。

以上の動きは、長期的に緩やかなドル離れをもたらすものであり、域内金融統合という観点からみても重要なものである。ドル離れを目指す動きは、日中間以外でもみられる。例えば、中国と台湾の間でも、人民元と台湾ドルの直接取引を開始する合意が9月になされた。また、ASEANでは、7カ国間でATM

システムがリンクされており、これにより生ずる外国為替取引の決済に関して現地通貨間で直接決済することが取り決められている(注31)。もちろん、アジアにおいて全般的なドル離れが浸透するには長い時間がかかるであろう。当面、民間の力により、円や人民元を梃子とした域内金融統合が進展することが予想される。また、日中金融協力とASEAN+3域内金融協力の間で相乗効果が発揮されることにも期待したい。

2. 域内金融統合と日本

(1) 国内市場整備の取り組み

最後に、日本の域内金融統合へのかかわり方について考える。これには、日本の金融資本市場にアジアの経済主体（一般企業、金融機関、機関投資家、個人投資家）を呼び込むという側面と、日本の経済主体がアジアの金融資本市場に何らかの形でかかわるといった側面がある。

日本は域内金融協力を大きな役割を果たしているが、国内債券市場の整備を図り、アジアの発行体や投資家の利用を促すことも重要な課題である。

このような努力として、第1に、世界金融危機に際し、日本政府は、アジア諸国政府のサムライ債発行に対して最大5,000億円規模の国際協力銀行保証を供与することを表明した。これはMASF (Market Access Support Facility) と呼ばれる。

これを引き継ぐものとして、国際協力銀行は、サムライ債発行に対する部分保証に加え、債券の一部取得を行うことを表明した (GATE: Guarantee and Acquisition toward Tokyo market Enhancement)。これはMASFと異なり、国際競争力の維持および向上を目的に、海外発行体の増加、国内投資家の投資機会の拡大、東京市場の活性化などを前面に打ち出した枠組みとなっている。最近でも、例えば2011年および2012年に、トルコ共和国政府のサムライ債発行に対し、GATEの枠組みが用いられている。

第2に、社債市場に関しては、2009年7月に日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置され、2010年6月に報告書「社債市場の活性化に向けて」が発表された。さらに2012年7月には、部会報告「社債市場の活性化に向けた取組み」が発表されている。

第3に、2011年5月、プロ向け社債市場であるTOKYO PRO-BOND Marketが設立された。これは、2008年12月に金融商品取引法改正法が施行されたことにより可能となったものである。この市場では、開示審査手続きが簡略化されるとともに、英語による情報開示やプログラム登録 (program listing) が可能となっている。

2012年3月には、オランダのINGバンクがこの市場を利用して2,000億円のプログラムを登録し (1年以内に発行が必要)、4月に

507億円の債券を発行した。また、アジア開発銀行がパイロット発行を実施することも検討されている。

債券の発行体や投資家が市場を選択するに当たっては、発行コスト、投資収益率、市場インフラや規制に関する利便性、などが判断材料となるが、市場整備の努力により、海外の発行体や投資家にとって魅力的な市場が形成されることが期待される。アジアの市場間競争が激化する中、日本市場に関する広報活動の強化、アジア企業による債券発行や株式上場の誘致、海外投資家向けの投資優遇策実施、なども重要であろう。

欧米の金融システムが不安定となる中、日本市場に対する信頼感が相対的に高まっている。例えば、外貨調達に苦勞する韓国の企業や金融機関は、2011年にサムライ債の発行額を前年比約2倍の約3,700億円に増やした(注32)。その結果、外債発行におけるドル建て比率が前年の67%から55%に低下する一方、円建ては11%から19%に上昇した。

また、海外投資家が保有する日本国債の残高は、2012年6月末に過去最高の81.6兆円(前年比2割増)となった(注33)。海外投資家の保有比率も、8.7%と過去最高になっている。これらも、金融統合が市場の力で進んでいることを示す現象といえよう。

(2) 政府の戦略

2010年6月に閣議決定された政府の『新成長戦略』において、アジア諸国の成長を取り

込みつつ日本の成長を促進するという基本方針の下、金融戦略に関しては、アジア債券市場の構築、プロ向け社債発行・流通市場の整備、サムライ債市場の活性化、総合的な取引所の創設、アジア諸国の金融資本市場の開放、などが含まれた。2011年1月には、『新成長戦略』のフォローアップとして、『新成長戦略実現2011』が閣議決定されている。

この流れを踏まえ、金融庁において2010年12月24日付『金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン』がとりまとめられた。そこでは「アジアと日本をつなぐ金融」が柱の一つとされ、その方策として「アジアの主たる市場(メイン・マーケット)たる日本市場の実現」と「我が国金融機関のアジア域内での活動拡大」があげられている。後者を実現するための具体策に「アジア諸国の金融・資本市場に関する政策協調の推進」が含まれており、アジア債券市場整備は日本の金融機関の活動拡大と結びつけて考えられている(注34)。

2012年7月に閣議決定された『日本再生戦略』では、金融戦略の一つの柱として「アジアにおける我が国企業・金融機関・市場の地位確立」が掲げられ、具体的な戦略として、①アジア金融センターへ向けた我が国金融資本市場・金融機関の競争力向上：総合的な取引所実現へ向けた法改正等、我が国金融機関・市場の競争力向上、保険会社の成長力・競争力強化、日本のイニシアティブによるアジア

金融資本市場の整備・開放、グローバル規制改革の推進、②我が国企業の国際競争力の強化支援：海外展開向け資金供給体制強化、アジア新興国等における都市開発プロジェクトの推進方策の構築、企業の戦略的な事業再編の促進、があげられている。

これらにより、日本がアジアトップの取引所を構築すること、ならびに国内外の資金循環の中核となることを目指すとしており、まさに、日本を含めたアジア域内金融統合の推進が政策目標となっている。この戦略の推進により、成果が上がるのが期待される。

(3) 留意点等

金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ」[2012]では、「外に向かってのグローバル化」（金融業のグローバル展開）と「内なるグローバル化」（国内市場の整備）を戦略の一部としてあげている。前者では、金融機関を支援するため、日本政府が外銀進出規制などの改革を海外の当局に求めること、金融機関の自由な活動を妨げる国内の規制を緩和すること、民間金融機関と政府系金融機関が連携やリスク・シェアリングを実施すること、などを提案している。金融調査研究会[2012]でも、「わが国政府等への提言」として、ほぼ同じ提案を行っている。ただし、外銀進出規制の変更などは相手国の主権にかかわることであり、時間をかけて多様な可能性を探っていく必要がある。

また、「内なるグローバル化」（国内市場の整備）に関しては、「アジアを始めとした新興諸国のプレーヤーも参加出来、資金も自由に流出入する活力ある市場が目指されねばならない。そのためにも、引き続き、透明性が高く国際的にも整合的な市場ルール、効率的かつ安定的な取引所や決済・生産機能が追求される必要がある。」としている。具体策に関しては、今後、さらに検討していく必要がある。

いずれに関しても、目的を達するには、アジアの金融資本市場や経済主体の行動に関する理解を深めることが不可欠である。また、実体経済統合と金融統合は相乗的に進むことに留意すれば、実体経済統合を支援することが金融統合の促進につながる面もあると考えられる。

おわりに

ASEAN経済共同体の構築、ASEAN+3域内金融協力、日中金融協力、『日本再生戦略』など、様々な形で域内金融統合の進展に向けた政策的な努力が展開されている。今年8月にASEAN+6の16カ国が広域自由貿易協定の交渉開始で合意したことなどにもみられるように、実体経済面で域内統合に向けた動きが活発化しており、これを受けて域内金融統合が着実に進展することが予想される。域内の経済統合と金融統合は、相互促進的に進んでいくこととなろう。すでに、長期債券投資や

銀行融資において、域内金融統合の進展がみられる。

域内金融統合を推進する目的は、金融部門の機能強化を実現し、域内の内需拡大を促進して経済成長を支援するとともに、域外資金への依存度を引き下げ、金融危機などの対外ショックに耐えうる能力を向上させることにある。例えば、アジアに対する欧州系銀行の融資が縮小し、これを域内の銀行が代替する動きがみられるが、これはまさに域内金融統合が危機の波及を抑制している事例といえよう。

とはいえ、不安定な国際金融情勢が続く中、多様な危機対策を強化することが求められている。資本の急激な流入・流出に対処するため、為替政策、財政金融政策、金融規制、資本取引規制など、多岐にわたる対策が必要となる。加えて、国内金融システム整備を継続することが不可欠である。これらの対応においては、域内金融協力の枠組みを活用することが望ましい。金融資本市場の整備、資本フローへの対処、域内金融統合、危機管理などについて、域内金融協力の場において議論すべきである。

日本は、国内金融資本市場の整備に注力し、アジアの経済主体による利用可能性を高めるとともに、各国の金融資本市場整備を支援することにより、日本を含めたアジア域内金融統合の強化に全力を挙げて取り組む必要があらう。これは、日本企業、日系金融機関、機

関投資家、個人投資家など、あらゆる経済主体の利益に密接に関連する課題である。

(注22) 巴 [2012] による。

(注23) 2011年以降、日本企業による香港での点心債発行が、リース会社、銀行グループ、商社などによって行われている。

(注24) 巴 [2012] による。

(注25) 2012年7月17日付日本経済新聞「人民元建て債、急拡大」による。

(注26) 村瀬 [2011]、村瀬 [2012] によると、中国の通貨政策は「主体性の確保、管理可能性、漸進性」の3原則の下で行われている。一方で国内人民元市場の管理・規制の必要性、他方で人民元の国際化の必要性がある中で、オフショア市場の構築は妥協の産物である。中国の資本取引が欧米諸国と同程度に自由化されれば、オフショア市場は存在意義を失う。

中国は人民元を基軸通貨にすることを意識しつつ、2020年を目途に「管理された完全な交換可能通貨」を目指している。平時には為替取引は自由であるが、実需取引と投機的取引の区分が監視され、後者は規制される。交換可能性はすべての市場取引に関してではなく、通貨当局が正常とみなす取引に関してのみ成立することになる。

中国は、国内では人民銀行の情報管理システム、海外では中資系の人民元決済・清算銀行を通じて、全世界の人民元取引を監視・管理しようとしている。村瀬 [2011] は、完全な自由化の下でそのような体制が実効性を保てるか疑問であるとしている。管理された国際通貨（交換可能通貨）を作り出そうとする中国の試みは、「国際通貨は自由に取引されるものであるという国際金融界の常識を覆す大実験」であるといえる。

(注27) 2012年2月に、10年計画に基づき、3段階で主な資本取引を自由化すべきとする報告書が、人民銀行によりまとめられている。

(注28) 2012年4月16日、人民元の対ドルレートの日中変動幅は0.5%から1%に拡大された。また、5月に発表した四半期の金融政策執行報告において人民銀行は、今後の為替政策について「為替介入の頻度を減らす」と明記した。

(注29) 以下は、栗原 [2012] を参考とした。

(注30) 3メガ銀行の2011年度の人民元建て取引は、対前年比5倍の1,500億円規模に拡大した模様である（2012年3月8日付日本経済新聞）。

(注31) 露口 [2012] による。

(注32) 2012年3月7日付日本経済新聞「韓国、外貨調達日本シフト」による。

(注33) 2012年9月20日付日本経済新聞「海外勢の国債保有最高」による。

(注34) アクションプランの3本柱は、I. 企業等の規模・成長段階に応じた適切な資金供給、II. アジアと日本とをつなぐ金融、III. 国民が資産を安心して有効に活用出来

る環境整備、である。II. のうち「アジアの主たる市場（メイン・マーケット）たる日本市場の実現」には①総合的な取引所の創設、②英文開示の範囲拡大、③企業における会計実務の充実、④株式等のブロックトレードの円滑化、⑤公募増資に関連した不公正な取引への対応、⑥クロスボーダー取引に係る税制の見直し、⑦非居住者債券所得非課税制度の恒久化・拡充、⑧会計基準の国際的な収斂への対応、⑨国際金融規制改革への積極的な対応、⑩クロスボーダー取引の監視強化、が含まれ、「我が国金融機関のアジア域内での活動拡大」には①アジア諸国の金融・資本市場に関する政策協調の推進、②金融機関による中堅・中小企業のアジア地域等への進出支援、③保険会社による海外不動産投資や外国保険会社買収の障壁となる規制の見直し、が含まれる。

主要参考文献

1. 神尾篤史 [2012]「ASEAN資本市場統合の取組み」(大和総研金融調査部、8月31日)
2. 金京拓司 [2012]「アジアのクロスボーダー証券投資と市場統合の現状」(柏原千英編『「アジア域内金融協力」再考：進展と課題』調査研究報告書、アジア経済研究所)
3. 金融審議会「我が国金融業の中長期的な在り方に関するワーキング・グループ」[2012]「我が国金融業の中長期的な在り方について(現状と展望)」(5月28日)
4. 金融調査研究会 [2012]「アジア経済圏における金融・資本市場の発展に向けた課題とわが国金融機関が果たすべき役割」(3月)
5. 栗原毅 [2012]「日中金協力の背景と現状」(日本金融学会2012年度秋季大会国際金融パネル説明資料、9月15日)
6. 経済産業省 [2010]「通商白書2010」(6月)
7. 嶋野圭介 [2012]「進展する人民元の国際化」(外国為替貿易研究会『国際金融』2012年3月1日号)
8. 清水聡 [2004]「中国の為替制度変更と資本取引自由化の展望」(日本総研調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.4 No.15)
9. 清水聡 [2007]「東アジアの域内クロスボーダー債券取引を促進するための課題」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.7 No.25)
10. 清水聡 [2008]「東アジアにおける資本フローの動向と対策」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.8 No.29)
11. 清水聡 [2009a]「国際金融危機とアジア諸国の政策対応」(外国為替貿易研究会『国際金融』3月1日号)
12. 清水聡 [2009b]『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』(東洋経済新報社)
13. 清水聡 [2010]「世界金融危機後のアジア債券市場整備の意義と課題」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.10 No.39)
14. 清水聡 [2011]「なぜアジア債券市場を整備しなければならないのか」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.11 No.43)
15. 清水聡 [2012a]「欧州債務危機とアジアの金融システム整備」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『アジア・マンスリー』Vol.12 No.130)
16. 清水聡 [2012b]「アジア銀行部門の現状と期待される役割」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『アジア・マンスリー』Vol.12 No.133)
17. 清水聡 [2012c]「整備が進むマレーシアの銀行部門—今後の課題と期待される役割—」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.12 No.45)
18. 清水聡 [2012d]「マレーシアの金融部門ブループリント2011—2020の意味」(日本総研Business & Economic Review Vol.22 No.7)
19. 張明 [2011]「人民元の国際化：オンショア・オフショアの双方の視点から」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Autumn)
20. 露口洋介 [2012]「中国人民元の国際化と中国の対外通貨戦略」(外国為替貿易研究会『国際金融』2012年3月1日号)
21. 寺井義明 [2012]「ASEAN5の資本取引規制の現状と課題について」(外国為替貿易研究会『国際金融』1月1日号)
22. 内閣府 [2010]「世界経済の潮流」(2010年I、5月)
23. 21世紀政策研究所 [2011]「アジア債券市場整備と域内金融協力」(研究プロジェクト報告書、2月)
24. 巴曙松 [2012]「人民元の国際化：プロセス、挑戦と道のり」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Summer)
25. 村瀬哲司 [2011]「人民元市場の内外分離政策と「管理された」国際化—国際金融秩序への挑戦—」(国際通貨研究所『国際経済金融論考』、6月17日)
26. 村瀬哲司 [2012]「人民元の「管理された」国際化と通貨政策3原則」(外国為替貿易研究会『国際金融』2012年2月1日号)
27. 門前太作 [2012]「東南アジア資本市場統合への第一歩となるアセアン・トレーディング・リンクの始動」(野村資本市場研究所『野村資本市場フォータリー』、Spring)
28. 余永定 [2012]「人民元の国際化か資本自由化か」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Spring)
29. Asian Development Bank [2011]. *Asia Economic Monitor*, Dec.
30. Asian Development Bank [2012a]. *Asia Bond Monitor*, Apr.
31. Asian Development Bank [2012b]. *Asian Economic Integration Monitor*, Jul.
32. Asian Development Bank [2012c]. "How Can Asia Respond to Global Economic Crisis and Transformation?"
33. Bhattacharyay, Biswa Nath. [2011]. "Bond Market Development in Asia: An Empirical Analysis of Major Determinants," ADBI Working Paper No.300, Jul.

-
34. Capannelli, Giovanni and Carlo Filippini. [2009]. "East Asian and European Economic Integration : A Comparative Analysis," ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration, No.29, May.
 35. Felman, Joshua, Simon Gray, Mangal Goswami, Andreas Jobst, Mahmood Pradhan, Shanaka Peiris and Dulani Seneviratne [2011]. "ASEAN5 Bond Market Development : Where Does it Stand? Where is it Going?" IMF Working Paper No.137, Jun.
 36. IMF, Asia and Pacific Department [2011]. "Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets," Apr.
 37. IMF [2012a]. *Regional Economic Outlook : Asia and Pacific*, Apr.
 38. IMF [2012b]. "Sovereigns, Banks, and Emerging Markets : Detailed Analysis and Policies," in *Global Financial Stability Report*, Apr.
 39. IMF [2012c]. *Global Financial Stability Report Market Update*, Jul.
 40. Japan Research Institute [2012]. "The Roles and Functions of the Banking Sector in the Financial System of the ASEAN+3 Region," ASEAN+3 Research Group Report, Mar.
 41. Kodres, Laura and Aditya Narain [2012]. "Fixing the System," *Finance & Development*, Jun.
 42. Mayes, David G. and Peter J. Morgan. [2012]. "The global financial crisis and its implications for financial sector reform and regulation in East Asia," in Kawai, Masahiro, David G. Mayes and Peter J. Morgan ed. *Implications of the Global Financial Crisis for Financial Reform and Regulation in Asia*, Asian Development Bank Institute and Edward Elgar Publishing.
 43. Pongsaparn, Runchana and Olaf Unteroberdoerster. [2011]. "Financial Integration and Rebalancing in Asia," IMF Working Paper No.243, Oct.
 44. Turner, Philip. [2012] "Weathering financial crisis : domestic bond markets in EMEs," in *Weathering financial crises : bond markets in Asia and the Pacific*, BIS Papers No.63, Jan.
 45. Volz, Ulrich [2012]. "Lessons of the European Crisis for Regional Monetary and Financial Integration in East Asia," ADBI Working Paper Series No.347, Feb.