

進展するアジア金融統合と 日本の戦略

調査部

主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 日本とアジア諸国の金融面でのかかわり方については、日本の経済主体（一般企業、金融機関、機関投資家、個人投資家）がアジアの金融資本市場に何らかの形でかかわるといふ側面と、日本の金融資本市場にアジアの経済主体を呼び込むといふ側面がある。前者に関し、日本はASEAN+ 3財務大臣・中央銀行総裁会議におけるアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）などの域内金融協力を主導してきたが、これに加え、2013年5月、ASEAN諸国との間で2国間金融協力を強化することを発表した。一方、後者に関しては、社債市場の整備に向けた多様な努力や日本取引所グループによるアジア戦略の構築などが実施されている。
2. 域内金融協力においては、各国市場の強化とともにクロスボーダー取引の拡大が図られてきたが、今後も双方を追求することが重要である。域内金融統合についてみると、長期債券投資や銀行融資に関して域内資本フローが拡大するとともに、ASEAN金融統合の取り組みが行われている。これは、国内金融サービスの自由化（FSL）、資本取引の自由化（CAL）、資本市場の整備・統合などを主な内容とする。これらの実現は容易ではなく、前提として各国の金融部門を強化することが欠かせない。各国の地場銀行や債券市場の発展度は大幅に向上したものの、整備の余地が残されている。アジア通貨危機以降の企業部門の資金調達方法の変化にも留意しつつ、整備を進める必要がある。インフラ整備の資金調達への債券市場の活用も、推進すべきである。
3. クロスボーダー取引を促す要因は、マクロ的要因、収益性要因、構造的要因に分けられる。クロスボーダー債券投資を拡大するには、①流通市場の流動性の向上（ヘッジ手段の整備を含む）、②清算・決済システムの整備、③格付けシステムの整備、④規制の簡略化や一貫性の確保、⑤源泉徴収税の廃止、⑥資本取引規制の緩和、などに取り組むことが必要である。一方、クロスボーダー債券発行に関しては、多様な発行を可能とするための市場の成熟度の向上や、為替リスクヘッジ手段の整備などが求められる。日本の金融資本市場におけるアジアの経済主体による取引の増加や、日本の経済主体のアジア市場における活動の支援について考える場合、これらのインセンティブを十分に考慮する必要がある。
4. 日本は、今後も域内金融協力を継続的に取り組む必要がある。アジア諸国の金融システム強化に貢献することで、日本のアジアの一員としての認知度が高まり、日本企業・日系金融機関の活動の拡大や東京市場の活性化にもつながると考えられる。これらを実現するためには、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、産官学のコミュニケーションを活発化させ、域内金融協力に対する民間部門の積極的な参加を促すべきである。日本のアジア金融戦略が、域内金融部門の発展と日系企業・金融機関・機関投資家・個人投資家の活動の活発化につながることを期待したい。

目次

はじめに

I. 日本とアジア金融部門のかかわり

1. 多国間金融協力の動向
2. ASEAN各国との2国間金融協力の強化
3. アジア金融戦略に関する議論
4. 日本の金融資本市場整備の努力

II. アジア金融部門の現状

1. 域内金融統合の意義と進展状況
2. ASEAN金融統合の内容
3. 各国金融部門の課題

III. クロスボーダー取引を促進する要因

1. 機関投資家のクロスボーダー債券投資
2. クロスボーダー債券発行
3. 邦銀のアジアにおける活動の現状と課題

IV. アジアの金融部門整備を推進するための課題

1. 各国金融資本市場の整備
2. クロスボーダー取引の促進

はじめに

日本にとってアジア経済の重要性が増す中、日本の経済主体とアジアの金融部門のかかわりも深まっている。日本とアジア諸国の金融面でのかかわり方については、日本の経済主体（一般企業、金融機関、機関投資家、個人投資家）がアジアの金融資本市場に何らかの形でかかわるといふ側面と、日本の金融資本市場にアジアの経済主体を呼び込むといふ側面がある。

一方、アジア経済が直面する主な課題についてみると、①不安定化する資本フローへの対応と金融危機の防止、②内需の促進などによる経済成長の維持、③域内経済統合の促進、がある。これに対応して金融部門に求められることは、①資本フローに対処するためのマクロ政策運営や金融システム強化、②金融仲介機能の向上による内需・経済成長の促進、③域内金融統合の推進による経済統合の支援、であろう。

アジア経済の課題についてみてみると、5月にアメリカで量的金融緩和策の縮小が示唆されたことや中国景気に減速傾向がみられたことなどから、アジアからの資本流出が拡大し、株価の下落や為替レートの減価が顕著となった。97年のアジア通貨危機や2008年のリーマン・ショックにおいてみられたように、アジアを含む新興国では急激な資本流入・流出が繰り返されており、資本フローへの対応

はきわめて重要な課題である。グローバル化の進展に伴い資本フローの拡大や変動率の上昇が続いており、対応の困難さは増している。

これに対し、アジア諸国は、資本取引規制の強化により対処している場合が多い。しかし、長期的には資本取引の自由化に向かうことが望ましいと考えられ、そのためには、財政金融政策や為替政策などのマクロ政策の健全な運営とともに金融システムの強化（金融資本市場や金融規制の整備）が求められる。また、危機への対処のためには外貨準備の積み上げが有効な手段であるが、同時に2国間や多国間の通貨スワップ協定が補完的役割を果たす。危機にあたって通貨スワップを円滑に発動するには、平時における経済政策のモニタリングを実施する必要がある。

実体経済に目を移すと、第2次世界大戦後にアジア諸国が推進してきた輸出志向の経済発展戦略は、世界金融危機発生後に先進国の需要が縮小したために修正を迫られている。各国では、中間層の増加が内需の拡大を後押しすることが期待される一方、外資系企業に依存して輸出を伸ばしてきたために国内に競争力の高い産業が育っていないことなどからいわゆる「中所得国の罠」に陥るのではないかという懸念が高まっている。また、今後、多くの国で人口の高齢化が進み、成長が抑制されることも懸念される。

アジア諸国はこれらの問題の重要性を認識しており、各国で投資・消費の促進や産業構

造の高度化に向けた政策が実施されている。こうした経済改革を推進するには、貯蓄を投資に結びつける金融仲介機能の向上が併せて必要となる。内需の主な担い手である中小企業や消費者に対し、適切な信用供給を行うことが不可欠である。また、内需促進の観点からは、インフラ整備の支援がとりわけ重要となっている。アジアのインフラ整備は経済成長に見合う速さで進んでおらず、これを加速するには多額の資金が必要であるため、公的資金に加え、多様な資金調達手法により民間資金を活用することが欠かせない。

さらに、域内で実体経済の統合が進む中、域内諸国間の金融取引を拡大して実体経済の動きを支援することが重要である。このような域内金融統合の進展は、金融の安定化や域内内需の促進にも資することが期待される。

このように、アジア経済が抱える課題に対し、金融システムはその解決を支援する役割を果たす必要がある。こうした中、金融部門はどのように変化しているか、どのような課題があるか、日本はどのようにかかわるべきか、などを考察することが本稿の課題である。日本とアジア金融部門のかかわりについて述べるとともに、アジア金融部門の現状を把握した上で、金融部門整備の課題を整理したい。

日本とアジアの金融面でのかかわり方をまとめると、①アジアにおける金融資本市場整備を金融協力や技術支援の形で支援すること、②国内金融資本市場を整備しアジアの経

済主体を呼び込むこと、③アジア市場での日本の経済主体の活動、特に日系企業の資金調達を支援すること、に分けられる。その課題について考えるには、第1に、アジア金融部門の現状を分析すること、第2に、クロスボーダー取引のインセンティブを理解すること、第3に、日本の経済主体の動向を把握すること、が必要であろう。

本稿の構成は、そのような考え方にに基づいている。I. では、域内金融協力と日本のアジア金融戦略の現状についてみる。II. では、アジアの域内金融統合と各国金融部門の現状を概観する。III. では、クロスボーダー債券取引の現状とインセンティブ、邦銀のアジア進出動向など、多様なクロスボーダー取引について分析する。IV. では、アジアの金融部門を整備するための課題をまとめる。

日本の経済成長戦略において、アジアの成長を取り込むことは重要な位置を占めている。日本がアジアに対する金融協力を強化することは、アジアの金融システムを整備して域内内需の拡大に役立てるとともに、活発化する日本企業のアジアにおける事業活動を現地通貨資金の調達などの側面から支援する意味を持っており、きわめて重要である。

域内金融協力においては、各国市場の強化とともにクロスボーダー取引の拡大が図られてきたが、今後も双方を追求することが重要である。域内金融統合を推進することは容易ではない。そのためには金融資本市場や金融

機関の強化が不可欠であり、ASEAN金融統合の進捗にも相当の時間が必要であろう。日本としても、その進捗状況に引き続き注目していかなければならない。

アジア諸国がクロスボーダー投資の促進を継続することにより、日本の機関投資家によるアジア債券投資や、アジアの機関投資家による日本への債券投資が増加することも期待される。日本としては、アジアの経済主体の動向や取引ニーズを把握した上で、市場としての魅力の向上を図ることが求められよう。

アジア金融戦略において、日本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。アジア諸国の金融システム整備に貢献することが、最終的には日本の利益となる。アジア市場での日本の経済主体の活動、特に日系企業の資金調達を支援するためには、アジアの多様な規制の緩和を求めていくことが必要であり、その前提として金融協力や技術支援を強化することが求められる。

I. 日本とアジア金融部門のかわり

1. 多国間金融協力の動向

(1) アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)

本節では、アジアの金融部門整備に関する

動きについてみる。まず、ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議において行われているアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）についてみると、2012年5月、従来のロードマップの見直しにより新ロードマップ・プラスが採用され、以下の9つの優先項目が示された（図表1）。（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（Credit Guarantee and Investment Facility）の業務開始、②インフラ金融の枠組み整備、③機関投資家のための投資環境整備と情報提供、④ABMF（ASEAN+3 Bond Markets Forum）の活動強化、

⑤域内決済機関（RSI）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（注1）、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、多くの議論を経て選定されたものである。これらを着実に実現していくため、各タスク・フォースにおいて作業計画（work plan）が作成され

図表1 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 ーラオス・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 ー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 ー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の強化（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）

ている。

2010年11月にアジア開発銀行の信託基金として設立されたCGIFの役割は、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）の現地通貨建て債券発行を、100%の元利支払保証により支援することにある。CGIFは、スタンダード・アンド・プアーズ社からAA+の格付けを得ている。

主な保証対象としては、①クロスボーダー発行となる債券、②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、③保証により発行期間を伸長出来る債券、などが想定されている。主に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）の発行体を想定しているが、将来的には、その他のASEAN諸国（BCLMV）の発行体が日中韓や自国の市場で発行するケースなども視野に入れている。

第1号案件として、4月に香港の商社ノーブル・グループ（Noble Group Limited）が発行するタイバーツ債（期間3年、約1億ドル相当）に対する保証が実施された。ノーブル・グループにとって初のタイ市場での発行であり、発行体およびタイの債券市場にとって意義深いものといえる。投資家は、タイ国内の機関投資家が約8割、海外の機関投資家が約2割となっている。なお、CGIFの資本金は7億ドルと小さいため、今後、増資が課題となる可能性が高い。

一方、ABMFは2010年に設立された官民連携フォーラムであり、3カ月に1回程度域内各国で会合を開き、議論を続けている。7月下旬には、第13回会合が第1回以来2度目となる東京で開催された。参加者も100人規模に拡大し、域内金融統合促進を目指すユニークな議論の場を提供している。

現在、二つのサブ・フォーラムにおいて議論されているテーマは、第1に、域内共通のプロ投資家向け債券発行プログラム（AMBIF：ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework）の採用である。これは、各国のプロ向け債券市場を相互承認（mutual recognition）により一体化させようとするものである。ABMFは、発足当初はアジアにオフショア市場を作るというトップダウン的なアプローチを想定していたが、現実性の観点からボトムアップ的なアプローチに変わっており、方向性としては正しいといえよう。ただし、相互承認の実現も、容易でないことはいうまでもない。

第2に、各国の決済システムの向上・統合である。これについては、ABMIのTF4において、域内決済機関（RSI）の設立に関する事業面での実行可能性の再評価が完了するなど、関連した作業が進められている。また、クロスボーダー決済インフラ・フォーラムが設置されるなど、取り組みが強化されている。

なお、2013年5月のASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議共同ステートメントでは、

「インフラ整備債券の開発・促進イニシアティブ」設立が承認されており、インフラ整備のファイナンス手段の拡充に向けた努力も継続的に行われている。

(2) ABAC (APECビジネス諮問委員会) における取り組み

96年、APEC (アジア太平洋経済協力) の正式諮問機関として、ビジネス関係者から構成されるAPECビジネス諮問委員会 (ABAC: APEC Business Advisory Council) が設立された。そこでは、Advisory Group on APEC Financial System Capacity Building と呼ばれる会合の場で、域内の金融システム整備に関する多様な議論が行われてきた。

ABACの「APEC首脳への提言 (2012年版)」の「VI. 金融と経済」に示された提言項目は、図表2の通りである。これはきわめて広範囲なものであり、これらをいかに実現していく

かが課題となる。その意味で、冒頭に提言されているアジア太平洋金融フォーラム (APFF) の設立が待たれる。

2. ASEAN各国との2国間金融協力の強化

(1) 2国間金融協力の内容

ABMIにおいて日本は中心的な役割を果たしているが、5月にはこれに加えて日本とASEAN各国 (インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ) の間で2国間金融協力を強化することが発表された。これは、CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralisation) やABMIを含む多国間協力が一定の成果を上げたことから、新たに2国間での政策対話や協力を加えることにより、①金融協力を一段と推進すること、②経済発展段階の相違等により各国ごとに異なるニー

図表2 「2012年 APEC首脳への提言 VI. 金融と経済」の提言項目

- | |
|--|
| <p>A. 経済貿易をサポートするための金融市場の安定、および金融市場統合の強化</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. アジア太平洋金融フォーラム (APFF: Asia-Pacific Financial Forum) の設立 2. 質の高い金融インフォメーションの促進: (a) 国際信用格付けシステムの改革、(b) IFRSの実施 3. 金融安定化政策 4. APEC地域の金融規制改革 5. 新興国通貨の国際化 6. 地域ファンド・マネジメント・パスポート制度の設立 <p>B. 包摂性およびSMMEの資金調達的重要性をサポートする具体的解決策の推進</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. アジア太平洋インフラパートナーシップ官民対話 2. ベンチャー・キャピタルのサポート推進 3. ファイナンシャル・インクルージョン推進における官民協働連携の促進 4. 健康保険と年金システムの強化 <p>C. ビジネス界よりAPEC首脳および財務担当大臣への助言～金融システム改革に関するG20提言がアジア太平洋地域に与える影響について</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. G20改革への継続的な監視 |
|--|

(資料) ABAC [2012]

ズにきめ細かく応え、域内内需の促進に役立てること、③活発化する日本企業のアジアにおける事業活動を現地通貨資金調達などの側面から支援すること、などを目指したものである。

今後、各国との間に設置された合同作業部会において、多様な課題への取り組みが進められる。課題は国ごとに異なるが、全体的には以下のように整理されている（注2）。

①2国間の通貨スワップ契約の再締結・拡充：CMIMを補完するものとして、インドネシア・フィリピンとの間では2国間通貨スワップ契約が締結されており、その拡充を図る。一方、マレーシア・タイ・シンガポールとの間では契約が終了しているため、再締結を推進する。

②現地に進出した日系企業の現地通貨の利用拡大：具体的な検討事項として、(i)日本国債を担保としたクロスボーダー担保スキームによる現地通貨供給（緊急時対応が主な目的。2011年10月にタイで洪水が発生した際、日銀とタイ中銀の間で導入例がある）、(ii)円とASEAN通貨の直接交換市場創設（円と人民元の間で実績がある（注3））（図表3）、(iii)国際協力銀行（JBIC）のツー・ステップ・ローンを通じた日系企業等への資金供給、(iv)地場銀行と日系企業等との取引の邦銀による代理・媒介、(v)長期の通貨スワップ取引への国際協力銀行保証供与、などがあげられている。

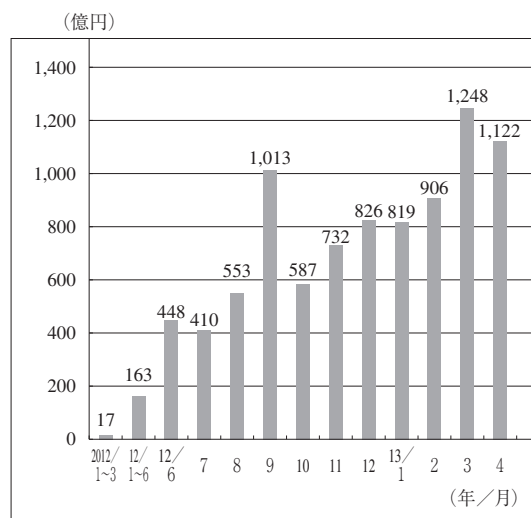
③現地通貨建て債券市場の発展支援：AMBIFの実現に向け、各国において取り組みを強化する。

④イスラム金融の利用促進：マレーシアとの間で、日本企業・銀行による利用拡大を図る。

⑤ASEAN連結性も踏まえたインフラ整備支援：PPPプロジェクト準備の支援、資金調達枠組みに関する助言などを行う。

⑥ASEAN各国の金融市場発展のための技術支援：具体的な検討事項として、(i)BCLMV諸国の当局者（中央銀行職員や保険監督者）の能力開発支援、(ii)中小企業向け信用に関する知見の共有（信用リスクデータベースシステムなど）、(iii)金融市場全般

図表3 円-元直接交換取引金額（上海市場、1営業日平均）



(資料) 財務省 [2013]
(原典) 中国外貨取引センター、中国人民銀行

(金融システム、金融インフラ、金融監督)にかかわる技術協力強化、などがあげられている。

なお、BCLMV諸国との間では、主に上記⑤および⑥の分野で協力を推進するとしている。

上記6項目の中で、②および④は日系企業・銀行の利便性を明示的に考慮したものであり、2国間協力ならではの項目といえよう。いうまでもないことであるが、2国間金融協力の強化は、日本とASEAN諸国の双方にメリットをもたらすものとしてとらえられなければならない。②や④が実現することにより、ASEAN諸国の地場銀行の強化や、現地通貨建て取引の拡大によるアジア通貨全般の地位向上にもつながる可能性がある。

邦銀がアジアで活躍の幅を広げるには、アジア諸国による規制緩和が必要である。また、日本の機関投資家がアジア債券投資を拡大するには、流通市場の流動性の向上、資本取引規制の緩和、決済システム整備、源泉徴収税の廃止など、多様な障害の軽減が不可欠である。しかし、これらを短期的に実現することは難しい。その前提として、アジア金融システムの水準向上を支援する息の長い取り組みが必要であり、金融協力の意義は大きいといえよう。

(2) 具体的な取り組み

各国との合同作業部会には、日本側から財務省、金融庁、日銀、国際協力機構(JICA)、

JBICが参加している。各機関の連携による効果的な協力の実施により、日系企業の現地事業活動の支援、インフラ整備の支援などの推進が期待される。

なお、新聞報道によれば、7月下旬に安倍首相が東南アジア諸国を訪問した際、金融協力に関しても交渉が行われた模様である。2国間通貨スワップ協定に関しては、インドネシアを現在の120億ドルから240億ドルに、フィリピンを60億ドルから100億ドル規模にするとともに、マレーシア・シンガポール・タイとの間で数十億ドル規模の協定を結ぶ方向である(注4)。また、シンガポールとの間では、日本国債を担保としたクロスボーダー担保スキームの導入で合意した(注5)。さらに、イスラム金融に関しては、JBICがイスラム債を発行し、イスラム企業に投融資するファンドを組成する計画などが報じられている(注6)。

3. アジア金融戦略に関する議論

(1) 日本政府の戦略

日本とアジア諸国の金融面でのかかわり方については、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側面と、日本の金融資本市場にアジアの経済主体を呼び込むという側面がある。

例えば、7月下旬に開催されたABMF東京会合の特別セッションにおける麻生副総理の発言では、日本のアジアへの貢献の可能性と

して、①1,500兆円を超える個人資産を活用し、アジアの投資信託、インフラ整備、自動車ローン等の証券化商品などに投資すること、②金融危機の波及に対応し、日本がアジアの金融安定に貢献すること、③金融インフラ整備支援などを中心に金融技術支援を強化すること、④日本市場でアジアの機関投資家が資産運用を行うこと、があげられている。

日本政府のアジア金融戦略も、このような考え方の下で構築されている(注7)。例えば、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いる。

また、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、「外に向かったグローバル化」(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。前者に関しては、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。また、後者に関しては、「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・清算機能が追求される必要がある」としている。

(2) 金融庁における議論

この報告書の内容を踏まえ、金融庁は、金融機関の業界団体や政府系金融機関等を集め、官民ラウンドテーブルを開くとともに、いくつかの作業部会を設けて議論を行っている。作業テーマの一つとして、「我が国企業・金融機関の国際展開の拡充」が選定され、①国際展開を促進するための海外金融規制に関する見直しの働きかけ、②金融技術協力を通じたアジア諸国等の金融・資本市場の整備支援、が議論された。5月に、作業部会報告書「我が国企業・金融機関の国際展開の拡充にむけて」が発表されている。

この中で、金融面での課題として、①企業の現地法人の資金調達やそれを支援する外国金融機関の活動に対し各種規制が存在すること、②現地通貨調達が重要性を増す中で現地金融市場・インフラの未発達が従来以上にボトルネックになる可能性があること、が指摘されている。

非金融企業の活動においては、①に関し、資本取引規制・外国為替規制・金利規制等が支障となることが指摘されている。そのため、金融子会社を各国に置く必要があり、資金調達・運用が非効率になっている場合がある。また、②に関し、長期現地通貨調達や為替リスクの回避が難しいことが指摘されている。特に中小企業の場合、地場銀行と取引を行うことが困難である。

金融機関の活動においては、①に関し、現地進出・拠点展開に関して規制が存在する場合がほとんどである。業務を行う際にも、多様な金融規制（例えば銀行に対する預貸比率規制や優先部門向け貸出規制など）に対応することが負担となる。また、②に関し、多様な金融インフラや関連する法制度の未整備、円滑な現地通貨調達の困難、現地の信用リスクへの対応の難しさ、などが指摘されている。金融機関は、これらの制約条件の下で、欧米銀行や地場銀行との競争に勝ち、日系企業の活動を支援することが課題となっている。

以上の状況を受け、今後の取り組み課題として、民間金融機関や政策金融機関が企業活

動を支援する体制づくりがあげられている。また、規制の問題と金融インフラの問題は併せて考える必要があり、一方的に規制改革を要求することは無理であることも指摘されている。

結論として、金融技術協力・支援が喫緊の課題である。加えて、国際金融規制改革の議論が成長資金の供給を確保する形で行われるようにしていくことも重要であるとされている。こうした認識を受け、金融庁はアジア諸国への金融市場整備支援を活発化させている（注8）。

4. 日本の金融資本市場整備の努力

(1) 債券市場

次に、日本の金融資本市場にアジアの経済主体を呼び込む側面についてみる。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MASF（Market Access Support Facility）を打ち出し、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による保証を供与することを表明した。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、日本の資本市場の国際競争力の維持・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、サムライ債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。2013年8月、国際協力銀行は、今後もGATEを活用し、東京市場での諸外国の政府・政府機関のサムライ債の発行を支援すると表明している（図表4）（注9）。

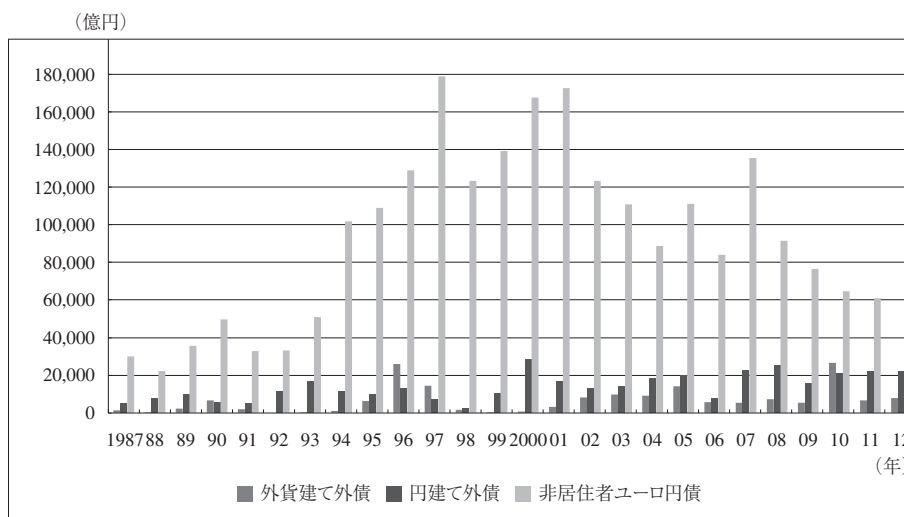
第2に、社債市場に関しては、2009年7月、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置され、2010年6月に報告書「社債市場の活性化に向けて」が発表された。さらに、2012年7月には、部会報告「社債市場の活性化に向けた取組み」が発表されている。現在、同懇談会に「社債市場の活性化に向けたインフラ整備に関するワーキング・グ

ループ」が設置され、引き続き検討が進められている（注10）。

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、プロ投資家（特定投資家等）に流通が限定されることなどから、開示審査手続きが簡略化されている。開示書類の様式・言語・会計基準等は法定されておらず、市場開設者が定める。当局（財務局）への開示書類の提出も不要である。また、プログラム上場（program listing、一定額の発行枠につき事前登録を行うこと）が認められている。

サムライ債と比較した場合、英語での情報

図表4 サムライ債等の発行額



(資料) 財務省ウェブサイト「対外及び対内証券売買契約等の状況」

開示が可能であること、発行可能期間が長いこと、発行体にかかる費用負担が低いこと、海外投資家への販売が可能であること、などがメリットとされている。

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。同年12月には、プログラムを4,000億円に増額の上、固定利付債1,645億円、変動利付債114億円を発行した。このほか、Nomura Bank InternationalおよびNomura Europe Finance、SK Telecom（韓国）、ICICI Bank（インド）がプログラムを上場しているが、発行はまだ行っていない。

(2) 証券取引所

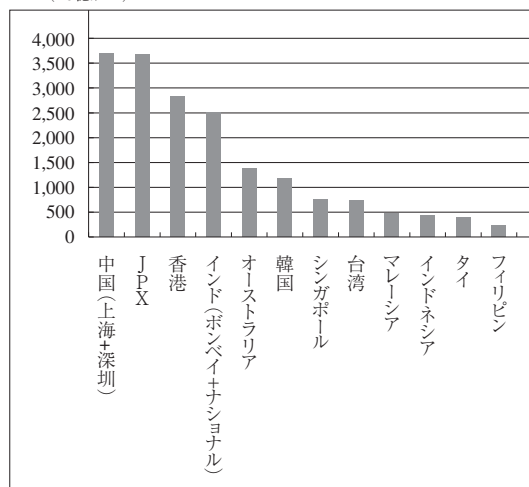
2013年1月、東京と大阪の証券取引所が経営統合して日本取引所グループ（JPX：Japan Exchange Group）が発足し、3月には中期経営計画（2013～2015年度）を発表した。この中で、「アジア地域で最も選ばれる取引所」を目指すとし、そのために、①アジア市場での総合的な優位性の確保：信頼性、流動性、IPO件数、市場時価総額、収益性などで判断（図表5）、②アジア地域の経済成長への貢献：技術支援やアジア取引所との連携によりアジアの成長を支援し、アジアでのプレゼンスを高める、を掲げている。この戦略も、「日本の金融資本市場にアジアの経済主体を呼び込む」、「日本の経済主体がアジアの金融資本市場にかかわる」、という二つの側面を反映し

た形になっている。

具体的な取り組み項目は、①アジア圏投資家への日本市場の魅力の発信強化：新指数の開発、シンガポール事務所の機能強化等、②アジア各国の取引所等との連携関係強化：ETFや指数先物・オプションの相互上場等（注11）、③取引インフラの機能強化を通じたアジア投資家への接近：arrownetへのアジアからのアクセシビリティの向上等、④JPXの成熟したインフラを通じたアジア経済発展への貢献：アジア新興国の資金ニーズに対応したプロ向け債券市場の活用・振興等、となっている。

この中でも、④の柱の一つとなる技術支援（例えばミャンマーにおける資本市場育成支援など）は、特に重要なものと考えられる。

図表5 アジアの取引所上場時価総額(2012年末)
(10億ドル)



(資料) World Federation of Exchanges

- (注1) この点に関連した取り組みとして、国際協力銀行による「タイ王国におけるクレジットカード債権の証券化支援」(2013年5月21日付報道発表)があげられる。これは、日本企業のタイ法人をオリジネータとするクレジットカード債権を裏付け資産とした8,000万ドルの資産担保証券(ABS)のうち、JBICが5,000万ドルを取得するとともに、残りの部分に対する保証、ならびに同法人が借り入れる2,000万ドルの資産担保融資(ABL)の元本部分に対する保証を提供したものである。これにより、発行体の資金調達が多様化、投資家に対する証券化市場における投資機会の提供が実現する。さらに、クレジットカード事業や販売金融事業を展開する事業者の事業安定化、現地で耐久消費財等の販売を行う日系メーカーの事業環境整備、タイ消費者の金融アクセス環境改善、などの貢献が期待される。
- (注2) 清水・川島・松谷・北野[2013]による。
- (注3) 円・人民元直接交換市場については、2012年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。
- 東京市場の取引額は、1日約100億円前後で推移しており、売買スプレッドは、米ドルを介した取引と比べてほぼ同じかやや狭い水準で安定的に推移している。取引は大手邦銀が中心であるが、一部の外資系銀行も参入している。これに対し、上海市場では取引量が大きく増加し、売買スプレッドも従来に比較して縮小している。マーケット・メーカーを中心に、中資・外資系銀行が取引に参加している。
- このように、直接交換取引は、上海市場を中心に着実に拡大している。この例は、強い取引需要があれば直接交換取引が定着することを示していると考えられる。
- (注4) 2013年7月25日付日本経済新聞。
- (注5) 2013年7月26日付日本経済新聞夕刊。
- (注6) 2013年7月25日付日本経済新聞夕刊。
- (注7) 詳細は清水[2012]参照。
- (注8) 2013年6月27日付日本経済新聞(4面)。
- (注9) 2013年8月5日付報道発表「チュニジア中央銀行発行の私募円建て外債に対する保証」。図表4に示した通り、近年、サムライ債(円建て外債)の発行額が年間2兆円前後で推移する一方、非居住者ユーロ円債が漸減しているため、前者の相対的地位は向上している。
- (注10) 日本証券業協会のウェブサイトによる。
- (注11) 例えば、中国の資産運用会社が、東京証券取引所に中国株式のETFを上場している。海外のETFを日本の有価証券として扱うため、日本預託証券(JDR)の仕組みを活用している(2013年2月7日付日本経済新聞夕刊)。これにより日本の個人投資家が円建てでアジアの株式に投資することになり、域内資金循環を促進する好ましい動きといえる。

Ⅱ. アジア金融部門の現状

1. 域内金融統合の意義と進展状況

(1) 政策面の動き

本節では、アジア金融部門の現状を概観する。その整備に関しては、各国金融資本市場の整備と域内クロスボーダー取引の促進に分けて議論されることが多い。ここではまず、ASEAN経済共同体(AEC)の構築とともに進められているASEAN金融統合の努力を中心に、域内金融統合の進展状況をみる。次に、各国市場の整備状況に関して、ABMIを中心に進められてきた債券市場育成の現状を評価する。併せて、アジアの企業部門における外部資金調達の必要性の有無に関する問題提起に言及する。

アジアでは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。加えて、清水[2012]において述べたように、域内金融統合を推進することにより、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が可能になると考えられる。近年、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た事例といえる。前節で述べた域内金融協力や日本のアジア金融戦略の様々な動きにおいて、域内金融統合の推進は重要な目的となっている。

以下、Asian Development Bank[2013a]により、域内金融協力の政策的な動きをみる。なお、ASEAN経済・金融統合に関しては、項を改めて述べる。

多くのフォーラムにおいて、アジアの金融に関する議論が行われている。具体的には、国際的な場であるG20、バーゼル委員会、IMF・世界銀行、アジアを含む議論の場であるAPEC、ASEM (The Asia -Europe Meeting)、域内のフォーラムであるEMEAP (東アジアオセアニア中央銀行役員会議)、SEACEN (The South East Asian Central Banks) などがあげられる。

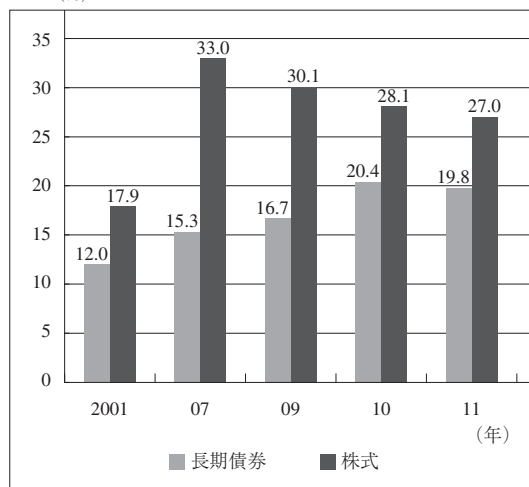
また、リーマン・ショック以降、世界の中央銀行の間で、外貨準備を補完する流動性確保の手段として2国間通貨スワップを締結・利用する頻度が増加している。アメリカの連邦準備制度理事会 (FED) は、ブラジル・韓国・メキシコ・シンガポールとの間で、新興国との間では初めてとなる各300億ドルの通貨スワップ契約を結んだ。また、アジアの主要国である中国・インド・日本・韓国の間でも、2国間通貨スワップ契約が締結されている。なお、中国は、多くの国との間で人民元と相手国通貨とのスワップ契約を締結している

が、その主な目的は、貿易決済の利便性を高めて人民元の国際化を推進することにある。

(2) 実態面の域内金融統合の進展状況 (注12)

図表6は、長期債券および株式の域内投資比率 (日本を除く) を示している。長期債券では域内比率が着実に上昇しているが、株式では低下している。Asian Development Bank[2013a]によれば、この背景には近年の国際金融情勢がある。世界的にリスク回避の動きが強まり、株式から債券へのシフトが発生した。また、世界的な金融緩和とアジアの好調な経済成長により、アジア債券の相対的な魅力が大幅に高まり、域内投資比率にもそれが反映された。安全資産とされる日本国債への需要増加、人民元の増価期待や国際化の

図表6 アジア諸国の域内投資比率の推移 (%)



(注) 投資国は香港、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。受け入れ国はこれらに中国とベトナムを加えたもの。

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

進展を背景とした中国国債への需要増加も寄与している。

域内債券投資に関するアジア開発銀行の分析によると、経済主体のクロスボーダー取引を促す要因は、図表7に示す通り、マクロ的要因、収益性要因、構造的要因に大別出来る(重要性もこの順)。これに沿って海外投資家のアジア向け投資のインセンティブをまとめると、以下ようになる。(1) マクロ的要因：アジア経済の回復とともに各国のソブリン格付けが上昇したためアジア投資の機運が盛り上がったこと、アジアの債券市場や機関投資家(投資信託など)の拡大・発展が加速したこと、各国の市場整備の努力や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。(2) 収益性要因：アジア債券が国際分散投資

図表7 クロスボーダー取引を促す要因

(1) マクロ的要因
・ 経済・政治の安定性
・ 実体経済統合との整合性
・ 金融市場の状態(受入国金融システムの規模)
・ 市場への信認
(2) 収益性要因
・ 市場の流動性
・ リスク・リターン(発行コスト、投資収益率)(信用リスク、市場の安定度)
・ 投資機会
・ 市場規模
・ 資産の収益率の相関
(3) 構造的要因
・ 市場インフラ・規制に関する使い勝手
・ 市場に関する情報入手の可能性
・ 経済の開放度
・ 取引の障害
・ 法規制
・ ガバナンス

(資料) Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, Apr. 2012

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。(3) 構造的要因：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。

さらに、域内投資比率が上昇している要因として、実体経済面の統合の進展や、欧米先進国向け投資との相対比較での域内投資の魅力向上などがあげられよう。

一方、銀行融資に関しては、欧州債務危機により縮小した欧州系銀行の対アジア融資を、邦銀を始めとする域内の銀行が代替する傾向が顕著となった。Asian Development Bank[2013a]によれば、アジア諸国の外国銀行からの借り入れに占める邦銀の割合は、2005年第1四半期の11.1%から2012年第3四半期には14.6%に上昇した。また、邦銀の資産に占めるアジア向け融資の比率は、同期間に6.3%から11.0%に上昇した。

2. ASEAN金融統合の内容(注13)

(1) ASEAN金融統合の概要

Asian Development Bank[2013b]は、ASEAN金融統合の道筋を示したものである。2015年に予定されているAEC設立までの金融統合のブルー・プリントに加え、2011～20年に行うべき政策が含まれている。

AECの構築は、2007年11月にシンガポール

で開催された第13回ASEANサミットにおいて合意され、その道筋となる計画（ブルー・プリント）が同時に示された。AECは単一の市場・生産基地となることを目指しており、その一環として、域内金融統合、すなわち国内金融サービスの自由化（FSL：Financial Services Liberalization）ならびに資本取引の自由化（CAL：Capital Account Liberalization）を進めるとしている。

ASEANの金融市場は整備が大きく進んだものの、相対的には小規模であり、外的ショックに対して脆弱である。また、そのことを反映した資本取引規制の存在が、域内金融統合の進展を阻んできた。そこで、国内金融サービスと資本取引の自由化を進め、さらに規制の調和等によってASEAN全体の金融市場の統合を図ることが基本方針とされている。

ただし、欧州でも、金融統合を進めるに当たり50年以上の年月が費やされている。アジアがこれを拙速に進める必要はない、というのが基本的な考え方である。アジア諸国の経済・金融発展段階や経済構造が多様であることから、各国の自主性や統合に伴うリスクに対する備えを重視し、国ごとに（特に当初加盟5カ国とBCLMV諸国の間で）速度が異なっても構わないとされている。

金融市場の対外開放を進めるには、国内銀行部門の強化（効率性・安定性の向上）や健全なマクロ経済政策の実施が前提条件となる。特に世界金融危機以降は、域内の金融セー

フティ・ネットの整備や、規制枠組みの各国間での調和などが一層重視されるようになってきている。

ASEAN事務局は、域内金融統合の進捗状況をスコアカードにより評価すると同時に、東アジア・ASEAN経済研究センター（ERIA）に評価を委託している。ERIAによれば、域内金融統合の主要部分は2015年以降に実施されるべきものとなっている。

(2) 国内金融サービスの自由化（FSL）

ASEAN諸国の金融システムは、銀行中心である。2009年に、金融資産の82%（BCLMV諸国では98%）が商業銀行の資産となっている（図表8）。ASEAN諸国の銀行部門は、自己資本比率や不良債権比率からみて非常に健全であるが、世界の上位500行の資産が平均140億ドルであるのに対し、ASEAN諸国の銀行は48億ドルにとどまる。ただし、マレーシアやシンガポールは約140億ドル、タイは約100億ドルとなっている（図表9）。これらの国の一部の銀行は域内数カ国に進出しているが、海外展開に関してスタンダード・チャータード、シティ、HSBCなどの大銀行には及ばないため、世界的に競争力のある銀行を作ることがASEAN諸国の課題となっている（注14）。なお、保険会社に関しては対外開放が相対的に進んでいるが、地場の保険会社は競争力が低く、海外に進出しているケースはほとんどない。

Asian Development Bank[2013b]は、域内に

図表8 ASEAN諸国の金融機関総資産の主体別構成比

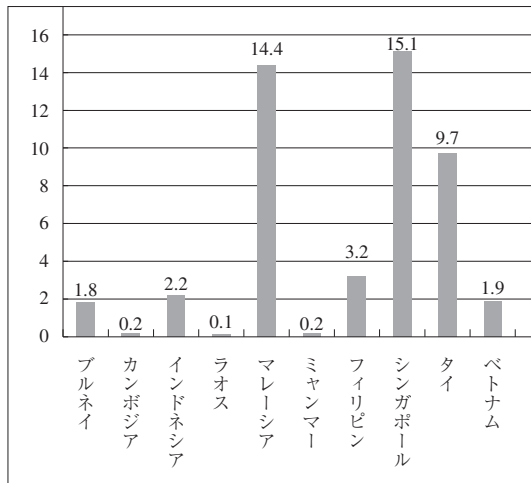
(%)

	ブルネ イ	カンボ ジア	インド ネシア	ラオス	マレー シア	ミャン マー	フィリ ピン	シンガ ポール	タイ	ベトナム	合計
銀行	84.0	98.6	88.6	98.2	91.3	98.9	91.5	63.3	90.9	96.7	81.9
商業銀行	75.1	90.6	82.7	98.1	69.6	98.9	80.0	63.1	70.7	93.0	72.0
その他の銀行	8.9	8.0	5.9	0.1	21.7	0.0	11.6	0.2	20.2	3.6	9.9
ノンバンク	16.0	1.4	11.4	1.8	8.7	1.1	8.5	18.3	9.1	3.3	11.9
保険会社	4.1	1.4	5.7	1.8	8.4	1.1	7.7	10.5	8.9	2.4	8.2
その他	11.9	0.0	5.7	0.0	0.3	0.0	0.8	7.9	0.2	0.9	3.7

(資料) Lee and Takagi [2013]

図表9 商業銀行の平均規模

(10億ドル)



(注) 商業銀行総資産を銀行数で割った値。

(資料) Lee and Takagi [2013]

おける銀行統合の進展（ここでは各国の銀行の域内諸国への進出を意味する）は資金配分の効率性を高めるとともに域内の銀行の強化および協力関係の緊密化を促し、金融部門の安定に資するとしている。

一方、銀行統合を促進すれば、新規に参入した外国銀行が投機的な取引を行う危険性も指摘されており、健全性規制の調和を図るこ

とや国際的な危機対応体制を構築することが重視されている。国内銀行部門の強化に要する時間は国により多様であることもあり、段階的な自由化が求められる。

Asian Development Bank[2013b]には域内銀行統合を促進する戦略が提示されているが、統合に伴うリスクに配慮し、競争力等の面で一定の水準に達した銀行（QABs：qualified ASEAN banks）のみを参加させるなど、慎重な内容となっている。また、個人業務の自由化にも慎重である。一部の国は未だ金融制度（例えば格付け機関、信用保証、銀行間市場など）の構築途上にあり、こうした国が銀行統合に参画するには時間がかかることとなる。

(3) 資本取引の自由化 (CAL)

資本取引の自由化は、AEC構築の一環として商品・サービス・投資・熟練労働力の自由な移動とともに達成されるべき目標となっている。各国の金融システムを発展させ、国内金融サービスの自由化を促進するためにも、資本取引の自由化が重要となる。

ASEAN諸国の資本取引規制の現状は、以下の通りである。第1に、一部の国は非常に開放的であるが、それ以外の国では一定の規制が残っている。第2に、大半の規制は資本流入ではなく流出に関するものである。第3に、ほとんどの国がIMF 8条国となっているが、經常勘定にかかわる制限を残している。第4に、ほとんどの国が海外での自国通貨の使用を制限している。第5に、対内証券投資に関する規制は少なく、対外借り入れや自国通貨の対外貸し出しに関する規制が多い。第6に、投資家の為替リスクヘッジを制限している国が多い。第7に、一部の国は証券投資に関する源泉徴収課税を残している。

Asian Development Bank[2013b]が提示した今後の戦略は、以下の通りである。①經常勘定と直接投資にかかわる規制は、出来る限り早く撤廃する。②資本流入に関する規制は撤廃する。③資本流出に関する規制は、まずASEAN諸国に対し、次に全世界に対し撤廃する。撤廃は、なるべく早急に行う。④自国通貨の使用、ヘッジ手段、源泉徴収課税、個人取引等に関する規制は、完全に撤廃する必要はない。

この戦略は、流入の後に流出を自由化すべきであるという原則に反するものの、域内統合を促進するためには並行して自由化する必要があるという考え方に基づいている。為替先物やデリバティブ、自国通貨の海外使用などに関する規制は残す。これらの安全策

(safeguard measures) は、資本取引規制とはみなさない。資本取引の自由化に伴うリスクを回避するには、資本フローのモニタリングを正しく行う必要がある。

資本取引規制の有効性に関しては多様な議論があり、IMFも規制の意義を認める方向にある。ASEANにおいても、緊急時にどのような規制が認められるかにつき、域内で議論を深めることが必要である。域内金融協力により緊急時の流動性支援体制が整備されることが、資本取引の自由化を促進するのに役立つであろう。資本フローのモニタリングの強化や、金融部門の能力構築のための技術支援も有効と考えられる。

(4) 決済システムの整備

経済・金融統合を進める上で、効率的な決済システムの存在は不可欠である。決済システムに関する提言では、貿易決済、送金、個人取引決済、資本市場決済が対象となっており、この範囲で三つの目標が示されている。

第1に、システムの標準化である。効率的なクロスボーダー決済を実現するには、決済技術・市場慣行・規制などの標準化を実現することが求められる。

第2に、インフラの改善である。域内各国における決済インフラの発展段階は多様である。各国のニーズを確認し、システムの標準化に向かう中でインフラを改善することが求められる。

第3に、域内における決済システムの連結

(リンケージ)の検討である。共通標準が導入され、各国のシステムがある程度発展した段階で、域内の決済システムの連結ならびに国際的なシステムへの連結を検討すべきである。

中期的な目標として、例えば貿易決済に関しては、クロスボーダー資金の翌営業日(T+1)決済や現地通貨建て決済の促進などがあげられる。個人取引決済に関しては、商品の拡大(ATMカード、デビットカード、クレジットカードなど)やサービスの拡大(海外送金など)などがあげられる。資本市場決済に関しては、国内・クロスボーダー決済の双方に関するSTP(straight-through processing)の国際標準の採用やDVP・PVP決済の拡大などがあげられる。

(5) 資本市場の整備・統合(注15)

ASEAN域内での資本取引の自由化を目指す中で、資本市場に関しては、域内の発行体や投資家が域内のどの国でも発行または投資出来るという意味での統合が目標とされている。また、仲介業者は、自国当局の認可により、域内のどの国でもサービスを提供出来ることになる。

2009年、資本市場統合実施計画が策定された。これは、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。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。

ACMFにおいて現在進められているイニシアティブは、①域内企業による域内証券取引所への重複上場の審査を円滑化する枠組みの確立、②域内上場企業のコーポレート・ガバナンスを評価するスコアカードの作成、③クロスボーダー発行を効率化するための標準化された情報開示基準の開発(ASEAN and Plus Standards)、④域内7取引所(インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ・ハノイ・ホーチミン)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ASEAN Exchangesに関する作業、である。いずれの項目に関しても、マレーシア・シンガポール・タイの取引所が先導する形で進捗している。これらの項目は、資本市場統合実施計画の項目でいえば「①調和と相互認証の枠組み」あるいは「②証券取引所の連携とガバナンスの枠組み」に含まれるものである。

一方、資本市場整備のための作業委員会(WCCMD)において、①域内債券市場の発

展状況を示すスコアカードの開発、②スコアカードにより明らかにされた問題点を改善するための能力構築プログラムの実施、③ACMFなどと共同して行う市場整備の問題点の研究や加盟各国への政策提言、などが行われている。

(6) まとめ

域内金融統合における政府の役割は、金融市場インフラを整備するとともに、資本取引自由化のための改革および規制緩和を実施することである。域内金融統合には、域内の資金と域外の資金を明確に区別することは難しいという問題を伴う場合もある。

また、金融統合には対外的なショックというリスクを伴うことから、域内で規制面の相互協力が行われることが不可欠である。ただし、ASEANは完璧な統合を目指しているわけではない。統合に向かうのは金融システムの先進的な部分であり、それ以外は主に国内市場へのサービスを行う部分として残ることになる。

統合は段階的に進めざるを得ないが、AECを構築するに当たっては、最終的に相当程度の統合を目指すことが不可欠となろう。

最後に、金融統合には通貨政策の側面が伴う。赤羽[2013]が指摘するように、円と人民元の直接取引やアジア地域のATMリンク（各国通貨間で直接決済する）などは、ドル離れに向かう可能性を示す動きとして重視すべきである。

3. 各国金融部門の課題

(1) アジア金融部門の課題

アジア経済が直面する主な課題として、①不安定化する資本フローへの対応と金融危機の防止、②内需の促進などによる経済成長の維持、③域内経済統合の促進、がある。これに対応して金融部門に求められることは、①資本フローに対処するためのマクロ政策や金融システム強化、②金融仲介機能の向上による内需・経済成長の促進、③域内金融統合の推進による経済統合の支援、であろう。

CMIMやABMIなどの域内金融協力は、これらの目的に沿って進められてきたといえる。ABMIに関しては、ダブル・ミスマッチの削減（＝資本フロー依存度の引き下げ、バランスの取れた国内金融システムの形成）や「アジアの貯蓄をアジアの投資へ」（＝内需の促進、域内金融統合の促進）などの目的が掲げられてきた。これらの目的のうち、域内金融統合の進捗状況については前項でみたので、以下ではそれ以外の点について述べる。

第1に、資本フローへの依存についてみると、対外債務の対GDP比率が必ずしも低下しておらず、対外銀行借り入れへの依存度が低下したとはいえない。2013年半ば以降、新興国への資本流入が減少し、金融部門が不安定化していることをみても、この問題に債券市場整備がどれほど貢献したかを評価することは難しい。

しかし、債券市場における海外投資家比率が上昇したことは、資本流入の構成が変化したことを意味するといえるであろう(図表10)。また、リーマン・ショックに際して国内債券市場は大きな影響を受けず、縮小した内外の銀行からの融資や海外資本市場における債券発行などの資金調達手段に対する「スペア・タイヤ」としての機能を果たしたと評価されている。これらの点から、国内債券市場は一定の発展を遂げたと評価することが出来る。

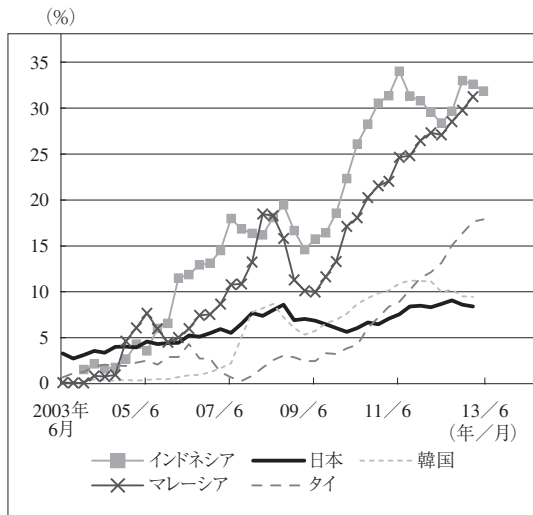
なお、資本フローに関しては、国内企業や機関投資家などが成長し、対外投資が増加していることも重要である。これにより、資本流入が縮小した場合に、資本流出を縮小させて資本収支の悪化を防ぐことがある程度可能と

なっている。このことが、対外的な脆弱性を低下させる要因の一つとなっている(注16)。

第2に、バランスの取れた金融システムの形成に関してみると、アジア通貨危機発生の時点できわめて小規模であった国内債券市場が大きく拡大した。この点は、積極的に評価すべきである。社債の発行体は主に政府系企業、金融機関、インフラ・エネルギー関連企業、その他の民間大企業などであり、内需の促進にも一定の貢献を果たした可能性がある(図表11)。

もちろん、残された問題は多い。近年、社債市場の拡大が始まったばかりのフィリピン・インドネシア・ベトナムなどでは、社債市場の対GDP比率は依然低い。発行体の業種が偏っていること、流通市場の流動性が不十分であること、機関投資家が未整備であることなどもしばしば指摘される。したがって、債券市場の発展を積極的に評価した上で、一層の発展のための努力が求められる段階に

図表10 国債市場の海外投資家比率



(注) インドネシア・タイは2013年6月まで、他は2013年3月まで。
(資料) Asian Bonds Online

図表11 社債発行残高上位企業の業種(2012年9月)

	中国	韓国	インドネシア	マレーシア
1位	鉄道	不動産	エネルギー	運輸
2位	公益事業	住宅金融	金融	金融
3位	石油	保険	通信	金融
4位	銀行	金融	金融	公益事業
5位	銀行	電力	銀行	銀行
6位	銀行	証券	金融	運輸
7位	石油	銀行	銀行	金融
8位	投資会社	証券	銀行	金融
9位	銀行	証券	運輸	銀行
10位	エネルギー	道路	銀行	銀行

(注) マレーシアは2012年6月末。
(資料) Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, Nov.2012

ているといえよう。

(2) 国内金融仲介の現状

図表12は、国内民間銀行信用残高および国債・金融債・社債発行残高の対GDP比率の推移を示している。97年から2011年にかけて、(社債発行残高÷国内民間銀行信用残高)はシンガポール以外で上昇しているが、中国とマレーシアを除けば上昇は顕著とはいえない。社債に金融債を含めても、ほぼ同様である。このように、債務性の資金調達において、

社債・金融債の重要性が高まった国は一部にとどまっている。また、韓国とマレーシアで社債・金融債発行の相対的な重要性が高いことには留意すべきである。

次に、国内民間銀行信用残高の対GDP比率に注目すると、97年から2011年にかけてインドネシア・マレーシア・フィリピン・タイにおいて低下している。すなわち、銀行による金融仲介機能が縮小していることになる。ただし、2007年から2011年にかけては各国で比

図表12 民間銀行信用および債券発行残高の対GDP比率 (%)

中国

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	103.0	5.0	4.3	0.0	0.0
2002年	132.4	14.8	8.2	0.5	0.4
2007年	117.2	31.2	12.3	2.9	2.4
2011年	136.9	20.2	15.7	8.8	6.4

マレーシア

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	158.4	26.7	31.6	17.0	10.8
2002年	121.8	33.7	15.7	20.5	16.8
2007年	105.3	47.0	26.8	37.3	35.4
2011年	115.9	56.2	24.7	35.4	30.5

香港

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	172.8	7.6	14.1	2.1	1.2
2002年	148.0	10.0	14.1	4.3	2.9
2007年	139.6	8.9	11.6	4.3	3.1
2011年	206.2	36.2	10.9	5.5	2.6

フィリピン

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	56.5	27.3	0.0	0.2	0.4
2002年	34.9	34.5	0.0	0.4	1.3
2007年	28.9	31.6	0.0	0.9	3.3
2011年	31.8	29.4	0.0	0.9	2.7

インドネシア

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	60.8	0.7	1.1	1.4	2.3
2002年	21.3	27.3	0.5	0.7	3.5
2007年	25.5	18.2	1.0	1.2	4.6
2011年	28.4	10.8	0.7	0.8	2.7

シンガポール

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	102.2	15.6	9.5	3.3	3.2
2002年	104.2	35.8	17.6	4.4	4.2
2007年	87.0	36.7	13.7	2.0	2.3
2011年	112.6	42.4	7.7	0.6	0.6

韓国

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	68.2	12.1	19.7	25.5	37.4
2002年	88.3	26.6	19.6	41.7	47.3
2007年	99.5	44.7	36.4	22.2	22.3
2011年	100.5	46.4	22.6	38.0	37.8

タイ

	銀行信用	国債	金融債	社債	社/民
1997年	121.1	1.0	0.0	9.0	7.4
2002年	102.5	23.7	0.1	12.1	11.8
2007年	91.8	38.4	0.9	10.8	11.8
2011年	108.6	49.9	0.9	12.0	11.1

(資料) IMF-IFS, BIS

率が上昇しており、リーマン・ショック以降、銀行融資が順調に伸びていることがわかる。

このように、アジア通貨危機以降、銀行借り入れや社債発行による企業の資金調達は概して低調に推移してきたといえる。その要因としてあげられるのは、第1に、アジア諸国の投資率が低下したことである。第2に、アジア諸国の成長を支えてきた外資系を中心とする企業は、直接投資を含めた株式や内部資本市場（親子ローンなど）からの資金調達への依存度が高かったことである。

三重野[2013]は、アジア企業の資金調達において株式発行を含めた外部金融全般が低調であることを指摘し、これを促進する方策を探ることが重要であると述べている。また、そうした中で資金調達源としての銀行と証券市場は代替的ではなく、補完的な関係にある可能性が高いとした上で、外部金融全般を促進すべきであるとしている。

さらに、アジア通貨危機以降の銀行融資の低調に関し、不動産・金融・消費部門向けが伸びる一方で製造業向けが伸び悩んだことを指摘している。総じて、外部金融を拡大するには経済構造の変化が必要であると結論付けている。

高阪[2012]も、国内金融部門が拡大していないことに注目している。その一方で公共債の発行が増加し、民間部門の信用がクラウドアウトされたと指摘している。また、企業の貯蓄率が上昇しており、内部金融のために留

保利潤を蓄積していると述べている。

さらに、今後の課題として、金融政策の運営において資産価格の変動を重視すべきであること、対外的なリスク管理の手段としては外貨準備の蓄積のみでは不十分であり、対外債務（資本流入）管理が重要であることなどをあげている。これらは、資本フローの変動に対するリスク管理が不十分であるという問題意識に基づくものである。また、三重野[2013]と同様、証券市場は銀行部門を補完するものであり、代替するものと考えべきではないとしている。経済発展とともに金融システムの中心が銀行部門から証券市場に移行するという図式的な考え方に、疑問を示しているといえる。企業の貯蓄率が上昇して外部金融が伸びていない点に関しても、それが企業金融の新しい姿である可能性があると述べている。

以上のような議論は、ABMIの今後の進め方について、多様な疑問を投げかける。しかし、域内金融協力の場で、企業金融の側面に関する議論が十分に行われているとはいえない。この点は、今後、検討を要する点であろう。

(注12) 清水[2012]で詳細な分析を実施しているので、参照されたい。

(注13) 本項は、主にAsian Development Bank[2013b]の内容を参考にしている。

(注14) 2009年に、マレーシア・フィリピン・タイの商業銀行資産に占める外国銀行の割合は18%であったが、そのうちASEANの銀行の割合はマレーシアで8.5%、フィリピンで0.4%、タイで3.7%にとどまっていた。

(注15) その内容・進展状況等に関しては、清水[2010]、清水

- [2012]も参照。
 (注16) 三重野[2013]も、この点を強調している。対外的な脆弱性が低下したその他の要因としては、①金融規制監督や資本取引規制の強化、②為替政策の柔軟化、③経常収支の黒字転換や外貨準備の蓄積、④流動性確保のための2国間通貨スワップやCMIMの強化、などがあげられる。

Ⅲ. クロスボーダー取引を促進する要因

1. 機関投資家のクロスボーダー債券投資

(1) 現状

本節では、債券市場の動向を中心に、クロスボーダー取引の実態について考察する。日本の金融資本市場におけるアジアの経済主体による取引の増加や、日本の経済主体のアジア市場における活動の支援について考える場合、クロスボーダー取引のインセンティブや障害を分析することが重要となる。併せて、日本の経済主体の動向を中心にクロスボーダー取引の詳細を把握することも不可欠である。本節の記述は、そのような問題意識に基づくものである。第1に、機関投資家のクロスボーダー債券投資の動向、第2に、クロスボーダー債券発行のインセンティブ、第3に、邦銀のアジアにおける活動の現状と課題についてみる。

まず、Asian Development Bank[2013c]の記述に基づき、機関投資家のクロスボーダー債券投資について考える。2009年末時点で、世界の機関投資家の運用残高は60.3兆ドル、政

府系ファンド（SWF）は4.3兆ドル、外貨預金は10.0兆ドルと推定される。これらを国別にみると、アメリカが45%、日本が14%、イギリスが8%、フランス・ドイツが各7%、などとなっている。

2010年の年金ファンドの資産配分をみると、債券は37.1%となっているが、その多くは自国・欧州・北アメリカ向けである（図表13、図表14）。ただし、近年、高利回りを求めてハイ・イールド債、社債、新興国債券などへの投資を増やす動きがみられる。

クロスボーダー取引を促す要因については図表7にまとめたが、機関投資家のクロスボーダー投資においては、これらに加え運用のベンチマーク・インデックスに含まれることが重要なインセンティブとなる。したがって、各国の当局者は、自国がこれに含まれるか否かにつき強い関心を持つ必要がある。

新興国債券（EMD：Emerging Market Debt）は、主要国通貨建てと現地通貨建てに分けられる。2000年以前は、きわめて大規模な機関投資家以外、ほとんどこれに投資していなかった。2000年以降、状況は緩やかに変化した。2000年代半ばまでは主要国通貨建て債券への投資がほとんどであった。一方、現地通貨建て債券に対する関心も次第に高まり、特にリーマン・ショック以降、投資が急速に拡大した（注17）。現地通貨建て新興国債券に投資するファンドの約60%は、2008年以降に開設されている。

図表13 年金基金の資産配分

	(%)		
	2006年	2008年	2010年
(伝統的資産)			
預金	1.7	2.1	2.4
株式	51.4	40.3	44.9
債券	36.0	41.9	37.1
(代替的資産)			
不動産	5.2	6.7	5.6
ヘッジファンド	1.5	2.2	2.2
プライベート・エクイティ	2.7	4.5	4.6
商品	0.4	0.6	1.0
その他	1.0	1.7	2.1

(資料) Asian Development Bank [2013c]

新興国債券の中で、アジア債券を独立した資産クラスとして認識することはまだ一般的ではない。アジア債券に投資するファンドの運用額は、2011年末に150～250億ドルと推定される。欧州債券のリスクが高まっていることから、これを減らしてアジアに移そうとする傾向が強まっている。アジア債券に関しては、EMEAPの努力により開設されたAsian Bond Funds (PAIFおよび8カ国のカントリー・ファンド)が存在することから、その投資対象としての使い勝手を改善することがアジア債券投資を促進する一つの方法になると考えられる。

アジア債券に投資する海外投資家は、主に銀行と、年金基金・保険会社・政府系ファンドから資金を受託した資産運用会社である。海外投資家は流動性を重視するため、社債への投資は少ない。

域内の資金循環という観点からみると、資

図表14 年金基金の債券ポートフォリオの地域配分

	(%)	
	2006年	2010年
自国	78.1	75.7
東アジア・太平洋	1.8	2.4
欧州	11.7	11.4
南アメリカ	0.3	0.9
中東・北アフリカ	0.0	0.3
北アメリカ	7.9	8.9
南・中央アジア	0.1	0.4
サブサハラ・アフリカ	0.0	0.1

(資料) Asian Development Bank [2013c]

金の出所は大半がシンガポールまたは香港である。また、アジアへの投資家としてアメリカおよび欧州(特にロンドン、ルクセンブルグ)の投資家が重要な役割を果たしているが、日本の投資家は相対的に活発ではない。日本からの長期債券投資に占めるアジア向けの割合は、近年も1%程度と横這いで推移している。

(2) クロスボーダー投資の障害

Asian Development Bank[2013c]の整理によれば、海外投資家のみには当てはまる障害としてあげられるのは、資本取引規制、投資家の登録義務、外国為替取引に関する制限、為替ヘッジ手段の利用可能性、源泉徴収課税、清算・決済システムなどである。一方、国内投資家にも当てはまる障害としてあげられるのは、市場流動性、運用収入に対する課税、取引コスト、レポ取引や金利リスクヘッジ手段の利用可能性などである。

ASEAN当初加盟5カ国および韓国に関し、海外投資家は大きな障害があるとみていない。一方、中国については、投資出来るのが

適格海外機関投資家（QFII）に限られ、かつその申請手続きが煩雑であること、人民元が交換可能でなく外国為替取引の制約が大きいこと、などが大きな問題とみなされている。中国以外の国でも、源泉徴収課税の存在と外国為替取引に伴う手続きが大きな障害と受け止められている（図表15）。これらは直接的な障害とならなくても、投資コストを引き上げることになる。

また、オムニバス勘定の利用可能性も、取引の効率性を高める要因として重視されている。さらに、以前よりは改善したものの、規制の裁量的な変更のリスクが投資の障害となっている。

資本流入規制は、近年、もっぱら債券投資に対して実施されている。2010年には、イン

ドネシア・韓国・タイで実施された。こうした規制は取引コストの上昇につながるため、海外投資家による投資に対して重要な障害となる。

これらの障害を撤廃あるいは軽減する方法につき、十分な検討が求められる。クロスボーダー投資の障害に関しては、ABMI発足当初より、多くの分析が行われてきた。これらについては、清水[2010]（74ページ以降）にまとめている。障害は多岐にわたり、何が最も重要であるかの判断は難しいが、海外投資家が安全かつ低コストで取引出来ることが不可欠であることを考慮すれば、特にポイントとなるのは、①流通市場の流動性の向上（ヘッジ手段の利用可能性を含む）、②清算・決済システムの整備、③格付けの整備、④規制の

図表15 海外投資家の主な懸念

中国	<ul style="list-style-type: none"> ・適格海外機関投資家の割り当てと権利 ・外国為替取引の制限と事務手続き ・オムニバス勘定の利用が不可能であること
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ・外国為替取引の制限と事務手続き ・源泉徴収課税 ・複雑・曖昧な規制枠組み、突然の規制変更の可能性
韓国	<ul style="list-style-type: none"> ・源泉徴収課税 ・オムニバス勘定の利用が不可能であること
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> ・特になし
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> ・外国為替取引の事務手続き ・源泉徴収課税 ・突然の規制変更の可能性（特定の証券に関する源泉徴収課税に関するもの）
シンガポール	<ul style="list-style-type: none"> ・特になし
タイ	<ul style="list-style-type: none"> ・外国為替取引の事務手続き ・源泉徴収課税 ・複雑・曖昧な規制枠組み、突然の規制変更の可能性

（資料）Asian Development Bank [2013c]

簡略化や一貫性の確保、⑤源泉徴収税の廃止、⑥資本取引規制の緩和、などであると考えられる。日本の機関投資家にとっても、これらの点が障害になっている模様である（注18）。

2. クロスボーダー債券発行（注19）

債券の発行体は、基本的には発達した市場における発行を選択する。従来、アジアの発行体は、発行規模が大きい、格付けが低い、発行期間が長いなどの特徴を有する債券であっても、オフショア市場であれば発行出来るという理由で、オフショア発行を行ってきた。オフショア市場は大規模である一方、アジア企業に関しては情報の非対称性が大きいため、相対的に大規模で長期資金調達比率が高く、知名度も高い企業の発行に適している。こうした企業にとって、オフショア市場は、市場規模や流動性、参加する投資家の多様性などから魅力が高いことになる。こうした市場では発行コストが低くなることも、魅力の一つである。さらに、会計基準・法規制・税制などの制度が整備されていることも、市場の魅力に含まれる。

もちろん、オンショア（国内）市場が十分に発達すれば、そちらを利用する方が便利である。アジアでも、近年、債券市場が急速に発展し、国内発行比率が高まってきた。このように、自国の債券市場が成熟した国の発行体がオフショア発行を行う確率は、一般的には低いと考えられる。

発行コストについてみると、一般的には各国間の金利差がコストの違いとみなされることが多い。また、為替リスクをヘッジしても、調達コストに若干の差が生じる場合もある。ただし、ヘッジを行うためには、通貨スワップなどのデリバティブ市場の発達が前提となる。すなわち、市場の成熟度を増すことが、クロスボーダー債券発行を呼び込むためには重要である。為替デリバティブ市場が存在することは、クロスボーダー取引を促進する非常に大きな要素である。

発行市場を選ぶことは、発行通貨や投資家を選ぶことを意味する。海外投資家を含め多様な投資家が参加していることは、市場の魅力を増す重要な要因の一つである。したがって、前項で述べたクロスボーダー投資を増やす努力は、クロスボーダー発行を増やすことにもつながると考えられる。

さらに、実体経済との関係を考えて、発行通貨による収入があれば返済原資が確保されるため、その通貨による債券発行がしやすくなる。こうした点も、クロスボーダー発行について考える場合の留意点といえる。

以上をまとめると、自国市場の成熟度を向上させることが、クロスボーダー債券発行を呼び込むためには重要である。それは、クロスボーダー投資を呼び込むこととも関連する。社債市場を中心に、流通市場の流動性を高めることも重要である。また、クロスボーダー取引の性質上、為替の問題（なぜその通

貨による発行を選択するのか、自国通貨建て債務に転換することは可能かなど）がクリアされなければならない。

以上のことは、日本の当局にとっては、キャッチアップしてくるアジア市場との競争を意識し、独自の魅力を真剣に検討することの重要性を示唆する。一方、アジア諸国にとっては、域内クロスボーダー発行が拡大する可能性が高まっていることを示すものであるといえよう。

3. 邦銀のアジアにおける活動の現状と課題

(1) 現状

日本の機関投資家のアジア債券投資動向について簡単に触れたので、ここで邦銀のアジアにおける活動について述べる。近年の円高傾向や世界金融危機による先進国の需要減少などに伴い、日本企業のアジア進出が本格化する中、邦銀もアジア・ビジネスを拡大している。メガバンクの貸し出しは、アジア向けおよび北米向けを中心に増加している。北米向けが増加しているのは、欧州の銀行が業務を縮小させていることが大きな要因である。メガバンクの海外収益は、2012年3月期に収益全体の2～3割を占めている。

一方、地方銀行も、顧客の海外進出への対応を主因に、海外向け与信残高を伸ばしている。ただし、支店数は少なく、取引先のサポートや情報収集を目的に駐在員事務所を開設す

るケースが多くなっている。また、中国・インド・インドネシア・タイ・ベトナムなどでは、地場銀行との業務提携を拡大することにより参入を図っている。

従来、邦銀の業務は日系企業の支援が中心であったが、メガバンクのアジア向け貸し出しをみると、非日系企業向けの割合が2007年の5割弱から2011年度には7割を超えるなど、急拡大している。大企業のみならず、中小企業との取引も増加している。また、インフラ整備資金の需要増加によるプロジェクト・ファイナンスの拡大がみられるほか、所得水準の向上に伴う中間層の増加によるリテール業務の伸びも期待される。アジアでは金融包摂 (financial inclusion) が進んでおらず、銀行取引を行っていない個人が多いこともリテール業務の成長性を高めている。

こうした中、欧米の銀行に加え、地場銀行との競争も重要性を増している。邦銀は規模の大きさが重要な武器であるが、中国・香港・マレーシア・シンガポールなどの銀行は国際的にみても競争力が上昇しており、アジアのシンジケートローン主幹事ランキングに顔を出すなど、邦銀の強敵となりつつある。

欧州の銀行がアジア向け融資を縮小したものの、融資残高に占める欧州系銀行の比率は高い(図表16)。HSBCやスタンダード・チャータードなど、アジアでの地位を確立している銀行がアジア向け融資を縮小させることは考えにくい。世界経済におけるアジアの相対的

な重要性や成長力を考えれば、欧米の銀行、アジアの銀行ともアジア向けビジネスを強化させていくと考えられ、競争がさらに激化することが予想される。

(2) 課題

邦銀は、アジア向け与信における外貨建て与信の割合（クロスボーダー取引と現地拠点が行う外貨建て取引を含む）が欧米の銀行よりも高いという特徴を有している。主要国通貨の場合、調達容易である一方、利鞘が薄くなることは不可避と考えられる。

したがって、現地通貨建て預金の吸収など、ビジネスの多様化を図り、現地通貨建て与信を拡大することが望ましい。こうした多様化の過程では、現地拠点の拡充に加え、現地の情報に通じ、現地通貨の調達能力にも優れた地場銀行との合弁や地場銀行の買収が有効な手段になると考えられる。金融技術面では邦銀に一定の比較優位があるものの、アジア諸国は多様であり、各国に独自のビジネス・スタイルがあるため、地場銀行との競争は厳しい。こうした中、問題は、現地拠点の開設や

地場銀行への出資などに対する規制が、各国に様々な形で存在することである。また、現地拠点は地場銀行よりも規模が小さく、地場企業とのネットワークの構築にも時間がかかるなど、多様な問題を抱えており、ビジネス展開に関する多様な規制への対応（例えば、融資金額の自己資本金額に対する規制や融資集中規制など）がかなりの負担となる場合がある。

こうした規制を短期間で変更させることは困難である。邦銀には、長期的な視野に立ち、地場銀行との間に双方にとって有益な関係を築いていくことが求められよう。

(注17) JPモルガンによれば、2008年6月から2011年9月にかけて、現地通貨建ての新興国債券への投資残高は359億ドルから1,333億ドルに増加した。

(注18) 2013年7月のABMF東京会合において、日本の機関投資家がアジア債券投資についての意見を述べる特別セッションが持たれたが、そこでもこれらの点があげられていた。

(注19) 以下の記述は、Mizen et al. [2012]を参考とした。

図表16 ASEAN+ 3 諸国及び香港の銀行借り入れの相手先（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
2011年6月	3,549,297	46.1	1.1	0.5	1.4	8.5	18.6	23.8
2012年3月	3,709,327	42.6	1.1	0.3	1.7	8.5	18.4	27.4
2013年3月	3,977,410	38.7	2.7	0.2	2.0	8.3	17.4	30.7

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

IV. アジアの金融部門整備を推進するための課題

1. 各国金融資本市場の整備

最後に、日本とアジアの金融面でのかかわり方についてまとめる。すでに述べた通り、これは、①アジアにおける金融資本市場整備を金融協力や技術支援の形で支援すること、②国内金融資本市場を整備しアジアの経済主体を呼び込むこと、③アジアの市場での日本の経済主体の活動、特に日系企業の資金調達を支援すること、に分けられる。①に関しては、97年の通貨危機以来、日本はASEAN+3における枠組みを中心に域内金融協力を積極的に推進してきた。これは大いに評価されるべきことであるが、CMIMやABMIには多くの課題が残されている。また、②や③に関しても、一定の成果はみられるものの、一層の注力が必要であろう。以下、今後の課題につき考察したい。ここでは、各国金融資本市場の整備とクロスボーダー取引の促進に分けて、課題をまとめる。上記の②や③は、主に後者にかかわるものといえよう。

第1に、域内金融協力の強化が不可欠である。財務省は新たにASEAN諸国に対する2国間協力の強化を打ち出したが、各国の多様なニーズに応える意味で好ましい動きといえる。今後は、多国間協力と2国間協力の連携を取りながら双方に注力することや、他省庁

との連携を重視することなどが求められよう。2国間協力においては、相手国の利益を重視する姿勢が不可欠である。アジア諸国の金融システム強化に貢献することで、日本のアジアの一員としての認知度が高まり、日本企業・日系金融機関の活動の拡大や東京市場の活性化にもつながると考えられる。

域内金融協力においては、各国市場の強化とともにクロスボーダー取引の拡大が図られてきたが、今後も双方を追求することが重要である。その目的は、金融危機の回避、内需を中心とした成長の促進、経済統合の支援などにある。したがって、財政政策、金融政策、通貨・為替政策などのマクロ政策も視野に入れ、総合的な取り組みを図ることが望ましいと考えられる。この点では、AMRO(ASEAN+3 Macroeconomic Research Office)の政策モニタリング機能を活用することが重要であろう。

金融危機の回避については、資本取引自由化の前提となる健全なマクロ政策運営や金融システム強化への取り組みが求められる。銀行部門に関しては、ASEAN金融統合において金融規制の調和を図るとしているが、日本としては、国際金融規制改革に関する議論において影響力を発揮し、アジアの規制体系への貢献を図ることが望ましい。それによる各国の地場銀行の強化は、邦銀を含めた外国銀行の参入を拡大することにもつながると考えられる。

一方、債券市場に関しては、ABMIにおけ

る活動を中心に各国市場整備の努力を続けるべきである（図表17）。危機対策の面からは、投資家の育成を今まで以上に重視する必要がある。これは、アジア債券市場に対する先進国からの投資が拡大しており、海外と国内の投資家のバランスをとることが重要性を増

していると考えられるためである。投資家の多様化を促進し、流通市場の流動性を改善することが不可欠である。

また、金融発展段階が相対的に低い諸国に対する金融技術支援が非常に重要である。域内金融統合を促進する機運が高まっているが、

図表17 社債市場育成と金融統合に関する課題

<p>①前提</p> <ul style="list-style-type: none"> ・発行体の業種は金融機関、インフラ、エネルギーに偏っている。 ・社債発行が拡大するかは、他の資金調達手段との関係もある。（銀行融資との関係、株式発行や内部資本調達との関係） ・投資についても、リスク・リターンの観点から、市場としての魅力が不足しているという面もある。 <p>②発行体→拡大が望まれる（「投資家を呼び込む品揃え」という観点が必要）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・信用保証メカニズム→発行体を中小企業に拡大すること ・新商品開発 <ul style="list-style-type: none"> →投資信託、個人向け債券、イスラム金融商品、MTN →証券化の活用（例：海外送金の証券化） →インフラ整備への債券市場利用を円滑化する商品 →その他（通貨バスケット建て債券） <p>③投資家→多様化が望まれる</p> <ul style="list-style-type: none"> ・機関投資家の育成（機関投資家向けの広報活動を含む） ・個人投資家に対する投資家教育 <p>④その他の市場参加者：証券会社、証券取引所、規制当局</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券会社の育成 ・証券会社や取引所間の情報交換 ・市場監視の強化、規制当局者の能力構築 <p>⑤直接インフラ→流動性の改善</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ベンチマーク・イールドの確立（国債市場の問題） ・社債市場におけるマーケット・メーカーの確立 ・デリバティブやレポ市場の整備 ・決済システムの整備 ・市場情報システム（債券価格付け機関）の整備 <p>⑥間接インフラ→投資家保護の観点</p> <ul style="list-style-type: none"> ・法律や規制の強化、域内での標準化、国際基準の採用 <ul style="list-style-type: none"> →規制の透明性、参加者の平等および法律的な保護が保証されること ・破産法（債権者保護） ・企業情報開示・会計監査基準、ガバナンス、格付け機関、信用リスクデータベース構築 ・税制（源泉徴収） ・アナリストなどの整備 <p>⑦域内クロスボーダー取引の促進</p> <ul style="list-style-type: none"> ・資本取引規制（非居住者による発行・投資） ・為替政策（固定か変動か、通貨の国際化をどうするか） <p>⑧その他：基礎研究（特に企業の資金調達構造）、基礎データ整備、日本の金融市場整備</p>

（資料）日本総合研究所作成

そこでは金融発展段階の違いが大きな障害となる。相対的な後発国に対する支援は、域内統合を間接的に促す意味を持つといえよう。

なお、本稿で触れたように、97年の通貨危機以降、アジア企業の資金調達において外部金融は総じて低調に推移してきた。金融資本市場の整備を推進する域内金融協力の場合この点を議論することは難しいかもしれないが、どこに資金需要があるのか、経済構造の変化とともに資金需要が変化するのではないかなどに関し、市場整備の前提として継続的に検討していくことが必要である。

最近、インフラ・ファイナンスの手段の一つとして、債券市場の活用が改めて注目されている。社債発行のかなりの部分がインフラ関連企業によるものであることを考慮すれば、これは非常に合理的な方向性であるといえよう。

2. クロスボーダー取引の促進

域内金融統合の内容には、①金融資本市場価格の連動性の上昇、②域内資本フローの拡大、③資本取引規制の緩和や外国金融機関に対する金融業の開放、④ボトムアップまたはトップダウンによる域内金融資本市場の形成、⑤金融インフラ・金融規制・法制度等の調和または相互承認、⑥為替政策協調、など、多様なものがある。

域内金融統合をどのように考えるかは、難しい問題である。香港やシンガポールには先

進国からの資金が多く流入しており、これが域内諸国に投資された場合に域内資本フローといえるかは、考え次第である。また、域内資金と域外資金を区別して自由化することも、難しいであろう。

さらに、強力な域内統合は各国当局の権限にかかわる政治的な側面を持っており、これを進めるためには十分な合意形成が必要である。このような統合を推進することは、容易ではない。そのためには金融資本市場や金融機関の強化が不可欠であり、ASEAN金融統合の進捗にも相当の時間が必要であろう。日本としても、その進捗状況に引き続き注目していかなければならない。

域内金融統合の促進に関し、ABMFに対する期待は大きいといえよう。ただし、現状では議論のテーマが限られていることから、その機能を拡充し、より幅広く民間部門の参加を促すことが期待される。民間部門は、多くの機能を有している（図表18）。そのインセンティブは基本的には短期的な利益にあり、市場整備という長期的な活動への参画を促すことは容易ではない。しかし、アジア経済へのコミットが不可欠となる中、産官学のコミュニケーションを活発化させることで、アジアへの金融協力に対する民間部門の積極性が高まることが期待される（注20）。

クロスボーダー取引を促す要因は図表7の通りであるが、金融部門政策の対象となるのは、主に構造的要因である（図表19）。クロ

スボーダー債券投資を促すための主な対策を列挙すれば、①域内機関投資家の育成、②投資家に対する情報提供、③クロスボーダー投資商品の開発、④投資の障害となる諸要因への取り組み（資本取引規制、税制、法規制、格付け、決済システム、リスクヘッジ手段など）、⑤ベンチマーク・インデックスに組み込まれるための努力、となる。

これらの努力をアジア諸国が継続すること

により、域内金融統合の進展とともに、日本の機関投資家によるアジア債券投資や、アジアの機関投資家による日本への債券投資が増加することが期待される。もちろん、これらにはマクロ的要因や収益性要因が伴うことが不可欠である。日本としては、これらの要因を分析し、アジアの経済主体の動向や取引ニーズを把握した上で、市場としての魅力の向上を図ることが求められよう。

図表18 アジア債券市場育成における民間部門の役割

<p>1. 市場育成の取り組み主体</p> <p>(1) 各国政府、国際機関、国際的なフォーラム</p> <p>(2) 市場参加者</p> <p>①一般民間企業</p> <p>②市場関係者（金融機関、証券取引所、格付け機関、会計士、アナリストなど）</p> <p>(3) コンサルタント、学者、研究者（シンクタンク、大学）</p> <p>2. 民間部門の役割</p> <p>(1) 市場拡大・・・プレーヤー（発行体、投資家、仲介業者、取引所等）としての参加、意見提供・交換など</p> <p>(2) 技術支援・・・制度構築や金融技術の提供</p> <p>①金融機関、証券アナリスト、格付け機関、信用保証機関、会計士、税理士、弁護士などによる技術支援</p> <p>②触媒案件や新種取引の組成</p> <p>③教育・・・市場人材の育成や投資家教育</p> <p>(3) 金融協力の長期目標についての議論、アジア金融・資本市場に関する広報活動、ABMIやABACなど官民による多様なイニシアティブとの連携（例えば日本経団連など）</p> <p>(4) 債券基礎データの充実、基礎研究（シンクタンク、大学等）</p> <p>(5) 日本国内債券市場の整備（金融機関等）</p>

（資料）日本総合研究所作成

図表19 クロスボーダー取引拡大に向けての課題

<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>5. その他：</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p> <p>(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。</p> <p>(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）。</p>
--

（資料）日本総合研究所作成

一方、クロスボーダー債券発行を促すためには、市場の成熟が前提条件となる。また、クロスボーダー投資を呼び込むことが、クロスボーダー発行を呼び込むことにもつながる。こうした市場整備を踏まえ、実体経済面における統合が裏付けとなって、クロスボーダー発行が増加することが期待される。もちろん、資金調達においては発行通貨が特に重要であり、通貨スワップ等のヘッジ手段が整備されることが大きなポイントとなる。日本においても、こうした諸条件を踏まえてアジアの投資家や発行体の呼び込みを図ることが求められよう。

最後に、以上すべての戦略において、相手側のメリットを十分に検討することが重要である。そのためには、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。アジア諸国の金融システム整備に貢献することが、最終的には日本の利益となる。アジア市場での日本の経済主体の活動、特に日系企業の資金調達を支援するためには、アジアの多様な規制の緩和を求めていくことが必要であり、その前提として、金融協力や技術支援を強化していくことが求められる。

日本には、「競争と協調」あるいは「競争と協力」の戦略が求められるといえよう。日本のアジア金融戦略が、域内金融部門の発展と日系企業・金融機関・機関投資家・個人投資家の活動の拡大を適切に支援していくこと

を期待したい。

(注20) 藪田・大竹[2012]は、債券市場整備に金融機関が積極的な役割を果たすことを提案しており、民間部門からの動きとして注目される。

主要参考文献

1. ABAC[2012]「2012年 APEC首脳への提言」
2. 赤羽裕[2013]「ASEAN経済共同体における金融サービス・資本市場の連携・統合」(フラッシュ163、国際貿易投資研究所)
3. 石堂由高・遠藤裕基・菊地麻紀[2012]「邦銀、海外進出は収益性に課題」(金融研究レポート2012-5、日本経済研究センター)
4. 神尾篤史[2012]「ASEAN資本市場統合の取組み」(大和総研、8月)
5. 神尾篤史[2013]「ASEAN銀行セクターの自由化・統合の取組み」(大和総研、8月)
6. 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)
7. 高阪章[2012]「東アジア新興市場のマクロ金融リネージュと金融深化」(アジア政経学会2012年度全国大会パネル発表論文、10月14日)
8. 財務省[2013]「最近の国際金融情勢について(アジア諸国との金融協力等)」(関税・外国為替等審議会外国為替等分科会配布資料、6月13日)
9. 椎名隆一[2013]「アジア債券市場の標準化・調和化の試み—ASEAM+3債券市場フォーラム(ABMF)の議論の経緯と今後の展望—」(『証券経済研究』第81号、3月)
10. 清水聡[2009]『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)
11. 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)
12. 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)
13. 清水聡[2012]「アジア金融統合の現在—金融の安定化と域内内需の促進—」(日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.12 No.47)
14. 清水聡[2013]「アジアの機関投資家—現状と育成の必要性—」(日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.13 No.49)
15. 清水茂夫・川島浩二・松谷真人・北野陽平[2013]「アジア開発銀行年次総会等」(『ファイナンス』7月号)
16. 三重野文晴[2013]「東南アジア4カ国の金融システムをどうとらえるか—アジア金融統合への基本視角—」(日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.13 No.49)
17. 藪田尚志・大竹立洋[2012]「アジア債券市場の発展に向けて金融機関が担うべき役割」(『金融』11月号)

-
18. Asian Development Bank[2013a]. *Asian Economic Integration Monitor*, Mar.
 19. Asian Development Bank[2013b]. "The Road to ASEAN Financial Integration."
 20. Asian Development Bank[2013c]. "Broadening the Investor Base for Local Currency Bonds in ASEAN+2 Countries."
 21. Lee, Choong Lyol and Shinji Takagi[2013] "Deepening Association of Southeast Asian Nation's Financial Markets," ADBI Working Paper Series No.414, Mar.
 22. Mizen, Paul, Frank Packer, Eli Remolona and Serafeim Tsoukas[2012] "Why do firms issue abroad? Lessons from onshore and offshore corporate bond finance in Asian emerging markets," BIS Working Papers No.401, Dec.