

経済共同体の設立とASEAN諸国の金融資本市場

調査部

主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 近年、アジアなどの途上国に対する資本フローが急増している。これにはメリットとともに、官民の債務増加や資本フローのボラティリティの上昇など、デメリットも大きい。途上国には、緊急時の流動性支援体制の強化、マクロ政策の適切な運営、国内金融システム整備の加速、などの対応が求められる。資本取引規制により資本流入を抑制する方法も考えられるが、ASEAN経済共同体の設立を2015年末に控えて経済統合が進んでいるアジアでは、資本取引の自由化を進めて域内金融統合を促進し、先進国資本への依存度を減らすとともに強固な金融資本市場の構築を目指す方向性が望ましい。
2. ASEANの金融資本市場は整備が大きく進んだものの、相対的に小規模であり、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。そのため、域内金融統合の進展は、実体経済の統合に比較して遅れている。そこで、「統合され円滑に機能する地域の金融システム」の実現を目指した域内金融統合推進の努力が、金融サービスの自由化、資本取引の自由化、決済システムの整備、資本市場の整備・統合、などを柱になされている。
3. ASEAN諸国の金融システムは多様であり、相互の発展度の格差も大きい。域内統合の前提として、各国には、国内金融資本市場・金融機関の競争力の向上とともに金融規制などの制度インフラの改善が求められる。そのための具体策として、銀行に関しては、業務の効率化、新規ビジネスの開拓、人材育成、銀行間の合併促進などがあげられる。株式・債券市場に関しては、発行体や投資家の拡大、人材育成、金融商品の開発、市場インフラ・制度・規制の整備、流通市場の流動性の改善などがあげられる。国内投資家の拡大は、資本フローへの対応という観点からも非常に重要である。クロスボーダー取引を行う発行体や投資家が増加することにより、市場の拡大・発展の加速が期待される。
4. 金融システム整備においては、経済発展への貢献を重視する必要がある。生産的な目的への資金配分が課題となるが、現在のASEAN地域で特に重要と考えられるのはインフラ・ファイナンスである。また、域内金融統合を促進するためには、各国市場の強化とともに、統合を進捗させるための対策の実施（クロスボーダー投資商品の開発、規制・制度の変更・調和、資本取引の自由化など）が求められる。
5. 域内金融統合は競争の激化という側面を持っており、すべての参加者がメリットを受けることは難しい。したがって、域内諸国間の利害調整や後発国支援が重要である。また、域内金融統合の進展に伴うリスクを抑制するには、資本取引自由化の前提条件である健全なマクロ政策運営や国内金融資本市場整備を実施するとともに、危機に備える体制を構築することが必要となる。当面の最重要課題は、各国金融システムの水準の向上であろう。これにより域内金融統合が促進されるとともに、域外からの資本フローの受け入れ態勢も整う。インフラ整備を中心に旺盛な資金需要が存在するASEAN諸国にとって、域外の資金にある程度依存し続けることは不可避である。

目次

はじめに

1. 途上国に対する資本フローの拡大とアジアの対応

- (1) 資本フローの拡大とその背景
- (2) 資本の流入・流出による影響
- (3) アジア諸国に求められる対応

2. ASEAN経済共同体の設立とASEAN金融統合に向けた動き

- (1) ASEAN経済共同体の設立
- (2) ASEAN金融統合の概要

3. ASEAN諸国の金融システム

- (1) 金融システムの概要と域内統合に向かうための戦略
- (2) 銀行部門
- (3) 株式市場
- (4) 債券市場

4. 金融システム整備のあり方

- (1) 経済発展への貢献
- (2) 域内金融統合の促進策

5. 域内金融統合を進めるためのポイント

- (1) 欧州金融統合の経験
- (2) まとめ

はじめに

近年、アジアの金融システムに生じた重要な環境変化として、2点があげられる。第1に、2013年5月にアメリカの量的金融緩和政策の変更が示唆され、急速に拡大していた途上国への資本流入に変調が生じたことである。当面、世界的な金融緩和基調に大きな変化はみられないため、途上国において危機的な事態が発生することは考えにくいものの、リスクへの備えが重要であることが再認識されたといえよう。

第2に、2015年末のASEAN経済共同体(AEC: ASEAN Economic Community)設立に併せて、ASEAN金融統合の努力が進められていることである。マレーシアで地場銀行同士の合併構想が明らかとなるなど、AECの設立をにらんだ動きも活発化している。

これらを踏まえ、本稿ではASEAN諸国の金融システムの現状と課題について論じる。構成は以下の通りである。第1節では、途上国に対する資本フローの拡大と問題点、アジアに求められる対応などについて述べる。第2節では、ASEAN金融統合の内容について詳細に説明する。第3節では、域内金融統合に向かうための戦略についてみた上で、銀行部門、株式市場、債券市場それぞれの現状と統合の見通し、ならびに現在の課題について検討する。第4節では、経済発展への貢献や域内金融統合の促進をどのように行うかにつ

いて、インフラ・ファイナンスやファンド・パスポートなどの事例をあげて述べる。第5節では、欧州金融統合の経験を振り返り、その教訓を確認した上で域内金融統合の進め方についてまとめる。

ASEAN諸国の金融システムは国際的に比較すれば小規模であり、域内諸国間の格差も大きい。域内金融統合に向かうことは、域内資金循環の拡大による域外依存度の低下、規模の経済の実現による地域のプレゼンス向上、域内の金融システムの水準向上や金融サービスの改善など、多くのメリットをもたらす。しかし、ASEAN地域でこれを実現するにあたっては、各国間の利害の調整や、相対的な後発国に対する金融技術支援による域内格差の縮小に長い時間がかかるものと考えられる。

また、ASEANにおける金融統合とは、主に地場銀行の域内進出やクロスボーダー証券取引の拡大を意味するが、これを実現するには資本取引の自由化や金融規制・制度・市場インフラの整備・調和が求められ、対外開放によるリスクが伴う。資本取引の自由化には、健全なマクロ政策運営や国内金融資本市場の整備が前提となる。また、こうしたリスクを抑制するには金融規制監督体制の整備・調和を推進することが不可欠であり、これを地域的に進めることも長期的な取り組みとなる。このように、統合の推進とリスク管理のバランスをとることが一つのポイントとなる。

域内金融統合はより多くの参加者がメリットを受ける形で進めることが重要であり、その進め方に関して参加者間の議論を深めることが不可欠である。当面の最重要課題は、各国の金融システムの水準向上にあると考えられる。これに注力することにより、大きな政策目標であるASEAN金融統合の実現可能性が高まるとともに、強固な金融システムが構築され、域外からの資本フローの受け入れ態勢が整うことになる。インフラ整備を中心に旺盛な資金需要を有するASEAN諸国にとって、域外からの資金にある程度依存し続けることは不可避であろう。

1. 途上国に対する資本フローの拡大とアジアの対応

(1) 資本フローの拡大とその背景

97年の通貨危機に代表されるように、先進国からの資本フローはアジアに大きなメリットとデメリットをもたらしてきた。特にリーマン・ショック以降、アジア諸国の世界経済におけるプレゼンスは一段と高まり、資本流入が急速に拡大した。このことは、アジアの経済や金融資本市場にとって大きな環境変化を意味している。初めに、この点について考察する。

2000年以降、途上国の金融資本市場は急速に拡大し、これに投資する先進国の投資家な

らびに国内投資家の構成も大きく変化してきた。途上国の経済発展やそれに伴う格付けの上昇、先進国の低金利などを背景に、多様な投資家が途上国投資を増やしている。

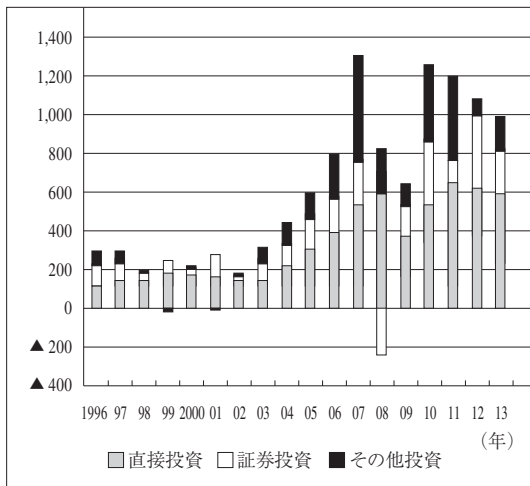
その結果、途上国に対する資本フローは、過去15年間で約5倍に拡大した（図表1）。構成要素別にみると、直接投資が安定的に推移する一方、証券投資が拡大している。また、近年、欧州の銀行がクロスボーダー融資を縮小したこともあり、その他投資の重要性は相対的に低下している。

このうち、証券投資の内訳をみると、90年代は株式投資が中心であったが、2000年代には債券投資が増加した。これにより、途上国の政府は、主要国通貨建ての対外債務を自国通貨建ての国内債務に転換することが可能と

なった。先進国の機関投資家による途上国債券投資は、2000年代半ばまでは主要国通貨建てが大半であったが、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、投資が急増した。現地通貨建て途上国債券に投資するファンドの約60%は、2008年以降に開設されたものである。また、アジア諸国の債券市場では、国債の海外投資家保有比率が大幅に上昇している（図表2）。これらの現象は、途上国の市場にとって大きな環境変化であるといえよう。

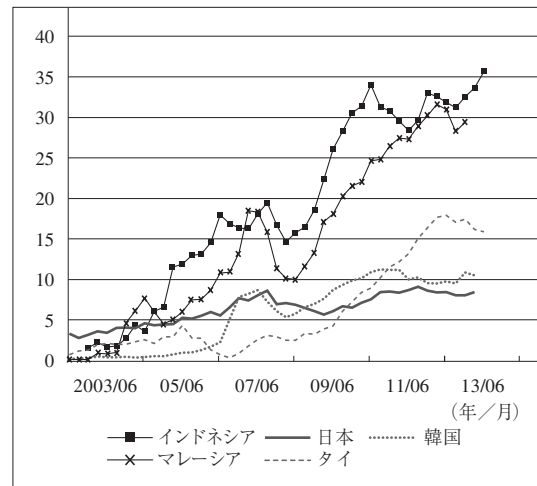
このような資本フローの拡大が生じた先進国側の要因（push factors）としては、①機関投資家が拡大していること、②金融技術が発達してリスク管理の能力が高まったこと、③金融緩和により投資資金が増加し、特に高利

図表1 途上国に対するグロス資本流入額
(10億ドル)



(資料) IMF [2014]

図表2 国債市場の海外投資家保有比率
(%)



(資料) Asian Bonds Online

回り投資を求める志向（search for yields）が強まったこと、などがあげられる（図表3）。

一方、途上国側の要因（pull factors）は、アジア債券市場を例にとれば以下のように整理することが出来よう（図表4）。

①マクロ的要因：(a) アジア債券市場が大幅に拡大したこと。(b) 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。(c) 経済の回復とともに各国のソブリン格付けが上昇し、アジア投資の

機運が盛り上がったこと。

②収益性要因：(a) アジア債券が国際分散投資の一つの手段となること。(b) 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。(c) 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。

これらの変化により、先進国の機関投資家

図表3 世界の機関投資家の運用資産伸び率

	(10億ドル)			(倍)	
	2001年	2007年	2011年	2011/2007	2011/2001
年金基金	11,484	28,228	31,500	1.12	2.74
保険会社	11,500	19,836	24,435	1.23	2.12
投資信託	11,732	26,200	23,791	0.91	2.03

(資料) IFSL Research

図表4 クロスボーダー取引を促す途上国側の（pull）要因

<p>(1) マクロ的要因：主に投資の安全性に関わる</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 <p>(2) 収益性要因</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 <p>(3) 構造的要因：主に投資の利便性に関わる</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 などに基づき作成

からみたアジア債券市場の投資対象としての重要性は、格段に増したといえよう。

(2) 資本の流入・流出による影響

資本フロー拡大のメリットについてみると、現地通貨建て途上国債券に対する投資の増加により、「途上国は現地通貨建てで資金を調達することが出来ない」といういわゆる原罪 (original sin) の問題が概ね解決に向かった。また、こうした資本流入は、途上国通貨の増価や株式・債券価格の上昇をもたらすとともに、経済成長を促進している。さらに、途上国金融資本市場の拡大をもたらす効果もある。

一方、デメリットについてみると、第1に、資金調達の容易化により、官民の債務が拡大している (図表5)。マレーシア・シンガポール・タイにおいて、2013年6月末の家計債務の対GDP比率は60%以上となっている。企業債務も増加しており、中国やマレーシアでは対GDP比率が100%を超えている。信用力が相対的に低い企業においても、債務が増加している。こうした中で経済成長の減速や資金

調達コストの上昇が発生した場合には、企業経営に問題が生じる可能性が高い。特に、ブラジル・中国・インド・ロシアでは、信用の拡大に伴う資産の質の悪化や金融資産価格のピークアウトが生じ、2013年には債券・株式市場の収益率が10年ぶりにアメリカ市場を下回った。

第2に、現地通貨建て投資の増加は為替リスクが投資家側に移転することを意味し、それが資本フローのボラティリティの上昇を招いていると考えられる。途上国の立場からみれば、国内金融資本市場が国際金融情勢や先進国投資家のリスク態度に左右される度合いが上昇し、先進国市場に連動しやすくなったといえよう。資本フローに関する先進国側の要因の影響が増し、途上国市場の安定が脅かされる程度が高まったことになる。

資本流出が発生すれば、通貨・株価・債券価格の下落が発生する。また、銀行・企業・家計のバランスシートにも影響が及ぶことになる。さらに、途上国のプレゼンスが高まったため、こうした途上国への影響は、例えば先進国の株価下落やユーロ圏への資本流入減

図表5 債務の対GDP比率の上昇幅 (2008年末以降最近時点まで)

(%)

	中国	インド	インドネシア	マレーシア	シンガポール	タイ
政府	5.4	▲ 7.8	▲ 7.1	16.9	7.4	8.0
家計	13.6	▲ 1.8	4.2	20.1	6.6	24.1
一般企業向け銀行融資	42.0	2.8	2.3	-	1.5	1.1
銀行融資	28.8	0.5	5.7	20.9	18.3	20.6

(資料) IMF [2014]

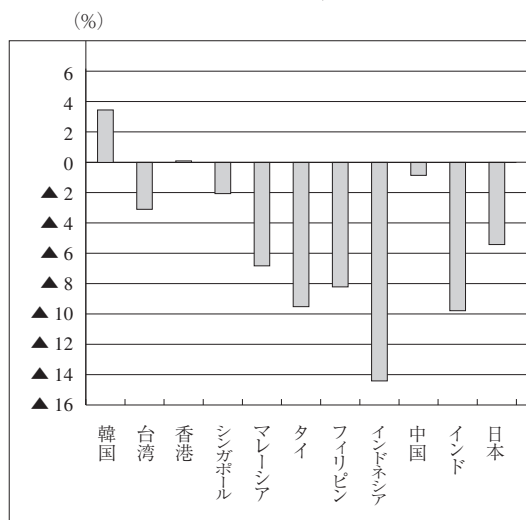
少などの形で、再び先進国市場に跳ね返っている。したがって、先進国の金融政策は、そこまで考慮した上で実施する必要性が生じているともいえる。

このようなリスクが典型的に表れたのが、2013年5月以降の途上国市場の動きである。アメリカで金融緩和と政策の変更が示唆されたことをきっかけに途上国から資本が流出し、アジアでも株価・債券価格・為替レートが下落した(注1)。同年6月には、金融調節の目的から中国の銀行間金利が急騰したことをきっかけに、中国景気の減速観測が強まるとともに周辺諸国への波及が懸念され、資本流出が一段と加速した。

流動性が縮小するとリスク・テイクの余力が低下するため、リスクの高い商品ほど影響を強く受ける。途上国リスクが再認識されることもこれに含まれるが、そのほか、例えばハイ・イールド債が強く影響を受け、格付けの低い企業の社債発行が困難となった。また、マクロ経済面では経常収支や財政収支が注目され、これらの赤字が大きいインドやインドネシアで為替レートが特に減価した(図表6)。

アジアでも、国により影響度が異なったという事実により、マクロ経済運営が健全であれば資本流出が小さくなるのが改めて確認されたが、危機的状況において資本流出を止めることは出来ない(図表7)。今回も、資本流出の初動は、ほぼ無差別に多くの途上国

図表6 名目為替レートの減価幅(2014年3月末 vs 2013年4月末)



(資料) Datastream

において発生している。先進国投資家の群集行動(herd behavior)は、途上国に関する情報が豊富になり、それらが投資の決定要因として重要性を増したはずであるにもかかわらず、むしろ強まっているという分析結果もある。これは、高利回りの投資に対する需要が極端に高まったことが一因であるとも指摘されている。

IMFは、投資家別の資本フローに関し、以下の点を指摘している。①近年、相対的にシェアを拡大した債券フローは、株式フローよりもグローバル要因の影響を受けやすい(特に、投資信託の債券ファンドと株式ファンドを比較した場合)。②投資信託の資金は、年金基金・保険会社などの資金に比較して国際金融情勢により敏感に動く。また、投資信託の運用ス

図表7 アジア諸国の脆弱性指標

	対外的脆弱性指標				金融的脆弱性指標			
	経常収支／GDP (%)	短期対外債務／外貨準備 (%)	輸入カバー率 (月数)	対外負債／対外資産 (%)	インフレ率	財政収支／GDP (%)	銀行の預金貸出比率 (%)	銀行融資の前年比伸び率 (%)
カンボジア	▲ 8.4	19.2	2.9	87.1	4.6	▲ 5.2	99.5	—
中国	1.8	16.7	23.6	62.4	2.0	▲ 1.9	78.4	14.3
香港	5.8	85.2	7.1	74.7	3.9	3.2	60.9	17.8
インド	▲ 1.3	53.6	7.1	2.1	8.1	▲ 6.4	78.7	14.7
インドネシア	▲ 2.0	59.8	6.2	196.8	7.7	▲ 2.3	99.4	21.6
韓国	6.3	48.2	8.0	103.7	1.0	▲ 1.8	120.7	5.0
マレーシア	6.1	26.6	7.8	115.9	3.4	▲ 3.9	95.9	11.2
フィリピン	5.0	21.4	14.8	103.2	4.1	▲ 1.4	61.1	17.1
シンガポール	18.3	81.8	8.8	117.3	1.4	1.1	103.0	13.7
台湾	13.3	19.1	18.3	54.6	0.3	▲ 1.6	63.4	3.1
タイ	▲ 1.0	12.9	7.6	142.5	2.0	▲ 2.0	103.0	7.3
ベトナム	3.5	51.1	2.7	73.1	4.7	▲ 7.1	92.9	13.4

(資料) Asian Development Bank [2014]

タイは順張り（直近の収益率が高い市場への運用を増やす）の傾向が相対的に強い。③一方、年金基金・保険会社による資金は相対的に安定しているが、極端なショックに直面した際の引き揚げ方は投資信託以上に徹底しており、再び投資するまでには時間を要する。特に、格付けが投機的水準に引き下げられた場合には、運用規制により投資出来なくなるケースが多い。

年金基金・保険会社と投資信託は、ほぼ足並みを揃えて拡大している。一方、ヘッジファンドによる投資は世界金融危機以降縮小しており、その投資スタイルは保守化する傾向にある。

(3) アジア諸国に求められる対応

こうした状況下、途上国には多角的な対応が求められる（図表8）。第1に、外貨準備の蓄積や2国間・多国間通貨スワップ契約の拡充などにより、緊急時の流動性支援体制を強化することである。日本とASEAN諸国の2国間金融協力の取り組みにおいても、2国間通貨スワップの拡充が目標の一つとされている。

第2に、マクロ経済政策を適切に運営することである。2013年5月以降の状況を見ると、資本流入拡大期に国内信用の拡大やインフレの高進が顕著にみられた国、経常収支赤字や財政赤字が深刻な国などで資本流出が大きくなっていることから、こうした事態を回避す

図表8 アジア通貨危機の原因とその後の各国および域内金融協力による対処方法

	通貨危機の原因	通貨危機後の対処	域内金融協力
流動性供給強化	こうしたシステムは存在しなかった。経常収支は赤字で、流動性不足に弱かった。	為替の増価を抑制し、経常収支が黒字に転換。また、外貨準備を積み上げるとともに対外債務を減らした。	CMIM、2国間通貨スワップの整備拡大。
マクロ経済政策	事実上のドル・ペッグ政策がとられていた。	為替政策を柔軟化。	AMRO設立により政策対話・サーベイランスのシステムを構築中。
国内金融システム	銀行部門は脆弱性を残していた。	銀行・企業改革が進められた。	ABMIなどを中心に整備を進めている。
資本取引規制	拙速な自由化を進めた。	自国通貨の非国際化政策など、資本取引規制を強めた。	資本取引規制の是非に関する検討など(ASEAN+3リサーチ・グループ)。
域内金融統合	先進国から資本が流入した(ダブル・ミスマッチ)。	域内の金融資本市場や金融機関・機関投資家が整備され、域内統合が緩やかに進展している。	ABMIやASEAN金融統合のイニシアティブで促進中。

(資料) 日本総合研究所作成

る政策運営が望まれる。具体的には、資本流入に対応して、金融・財政政策による引き締めを実施することになる。また、金融規制の強化による信用拡大の抑制(いわゆるマクロプラデシナル政策)も、このような対応に含まれる。

このような努力は、ソブリン格付けを維持し、運用ベンチマークに含まれる投資対象国としての地位を守ることにもつながる。先進国の年金基金などの大規模投資家は、運用規制によって投資対象を一定の格付け以上の債券に限定していることも多く、この点は資本フローの安定性を維持する観点から極めて重要である。

第3に、国内金融システムの整備を進めることである。IMF [2014]によると、国内資産価格がグローバルなショックの影響を和ら

げる上で、国内金融資本市場の規模の拡大(financial deepening (注2))および発展(例えば債券流通市場の流動性の向上(注3))、国内機関投資家の育成、金融インフラやガバナンス体制の整備(法の支配、会計監査基準、政府の政策決定の透明性等)、などが重要である。国内機関投資家の育成について付言すれば、資本フローの増加は途上国金融資本市場の拡大をもたらす一方で不安定化要因となるため、多様な海外投資家を招き入れると同時に国内投資家の育成に努めることが不可欠である。

以上は資本流入の増加への対策であるが、これを抑制するために資本取引規制を実施することも検討に値する。ただし、ASEAN経済共同体の設立を2015年末に控えて経済統合が進んでいるアジアでは、資本取引の自由化

を進めて域内金融統合を促進し、先進国資本への依存を減らすとともに強固な市場の構築を目指す方向性が望ましい。

その上で、多様な投資スタイルを有する海外投資家の投資動向を把握・監視する努力が重要である。前述の通り、投資信託の資金は年金基金・保険会社の資金に比較して相対的に不安定であり、こうした点に留意する必要がある。また、政府系ファンドや中央銀行の資産運用に関する情報開示は不十分であることが多く、長期的に改善を求めていく必要がある。

- (注1) 債券価格の下落に関しては、以下の原因が指摘される。第1に、インドネシアやフィリピンで長期金利が3%以上低下するなど、途上国債券が買われ過ぎていたことである。第2に、市場の変動性が高まっていたことである。その理由としては、①海外投資家比率が上昇したこと、②高利回り運用を求める先進国投資家の需要に応える形で長期債が重点的に発行され、市場のデュレーションが長くなっていたこと、③市場流動性が低下していたこと(注3参照)、などがあげられる。
- (注2) financial deepeningには、金融仲介機能の向上、金融資産価格の安定性、ヘッジの可能性などの要素も含まれる。financial deepeningはしばしばfinancial integrationと併せて起こるため、その効果を測ることは容易ではない。
- (注3) 近年、一部の途上国債券市場で流動性の低下が指摘されている。その原因は、先進国の銀行(global banks)によるマーケット・メイキング機能が、銀行規制の強化や世界金融危機以降の銀行のビジネス・モデルの変化などから低下していることにあるという。

2. ASEAN経済共同体の設立とASEAN金融統合に向けた動き

(1) ASEAN経済共同体の設立

本節では、ASEAN経済共同体の構築とASEAN金融統合に向けた政策的な動きについてみる。まず、前者について概観する。

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、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)が加わった。各国が経済成長を達成する中、加盟国間の様々な利害対立を克服し、経済統合を積極的に推進してASEAN一体としての力を強めることを目指してきた。経済統合により、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実現出来ると考えられる。

統合に向けた意欲は次第に高まり、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共同体を構築することが合意され、政治・安全保障共同体、経済共同体(AEC)、社会・文化共同体が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たこと、AEC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たことなどの認識から、2007年11月

図表9 ASEAN経済共同体ブループリント

<p>1. 単一の市場・生産基地</p> <ul style="list-style-type: none"> ①財の自由な移動 ②サービスの自由な移動 ③資本のより自由な移動 ④熟練労働者の自由な移動 ⑤投資の自由な移動 ⑥食品、農業、林業 ⑦優先統合部門 	<p>2. 高度に競争的な経済地域</p> <ul style="list-style-type: none"> ⑧競争政策 ⑨税制 ⑩電子商取引 ⑪消費者保護 ⑫知的財産権 ⑬インフラ整備
<p>3. 公平な経済発展を目指す地域</p> <ul style="list-style-type: none"> ⑭中小企業の振興 ⑮ASEAN統合のイニシアティブ 	<p>4. グローバル経済に完全に統合した地域</p> <ul style="list-style-type: none"> ⑯対外経済関係の一貫したアプローチ (FTAなど) ⑰グローバルな供給網への参加の強化

(資料) Asian Development Bank Institute [2014]

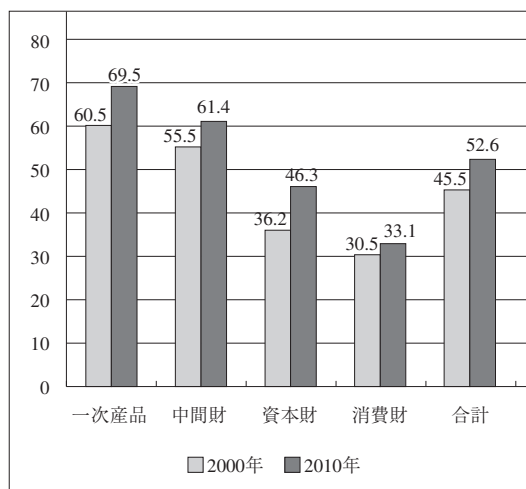
にシンガポールで開催された第13回ASEANサミットにおいて、ASEAN共同体の構築を2015年までに実現することとした。この際、統合の道筋となる計画(AECブループリント)が示された。また、2008年12月にはASEAN憲章が発効し、ASEANに法的性格 (legal status) が与えられた。

AECブループリントでは、AECの4つの柱として、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、を設定し、これを17のコア・エレメント、176のターゲットにブレイクダウンしている(図表9)。それぞれの進捗度は、2009年、2011年、2013年、2015年を区切りとして測ることとされている。

EUの単一市場とは異なり、AECは関税同盟でも完全な共通市場でもない。しかし、「単一の市場および生産基地」の創設は、規模の経済や生産ネットワークの効率化などの利益

をもたらす。AECには多様な経済発展段階の国が含まれるため、生産ネットワークにおいて異なる役割を果たすことが可能となる。市場や生産基地の統合は、域内貿易・投資を拡大させる(図表10)。ASEANの巨大な消費市場は、投資家にとって魅力的なものとなる。

図表10 アジア諸国の輸出の域内向け比率 (%)



(資料) Asian Development bank, Asian Economic Integration Monitor, Jul.2012

このように、AECの実現による利益は大きい、そのためには財・サービス貿易や投資に関する障壁の廃止、多くの規制の調和などが必要になるとともに、貿易の効率性を向上させる整備されたインフラや、競争的な金融サービスなども不可欠となる。AECブループリントに示された通り、達成すべきことは極めて多く、ASEAN諸国には多大な努力が求められる。

ブループリントの進捗はスコアカードによってモニターされており、それによれば着実な進捗がみられる。ただし、ASEANには中心となる組織がなく、スコアカードも各国の自己申告ベースで管理されている。また、ターゲットの達成に関し、強制するメカニズムも罰則も存在しない。

このような問題はあるものの、AECに向けた動きは緩やかに進んでいるとみられる。こうした中、各国の法規制体系やそれらの制定プロセスにおける違いが、AEC実現のネックとなる。現在、サービス取引の自由化や熟練労働者の自由な移動において、進捗が遅れがみられる。また、スコアカードの項目が具体的になく、その達成度のみでは実質的な進捗が十分に測れない部分もあるようである。

2015年末のAEC設立は画期的な出来事であるが、一つの通過点に過ぎないともいえよう。50年近い歴史を経たASEANの現在の目標は、マクロ経済の安定、国際競争力の強化、格差の縮小、環境保護、中心性の維持などである。

EUが単一通貨の導入に至り、最終的には政治的な結合体を目指すトップダウン的な性格を有するのに対し、ASEANはブループリントによってボトムアップ的な発展を果たそうとしている。ブループリントの内容の適否に関する議論も続けられているが、中国やインドをはじめとする途上国との競争が激しくなる中で、ASEANに統合の一層の深化が求められていることは確かであろう。

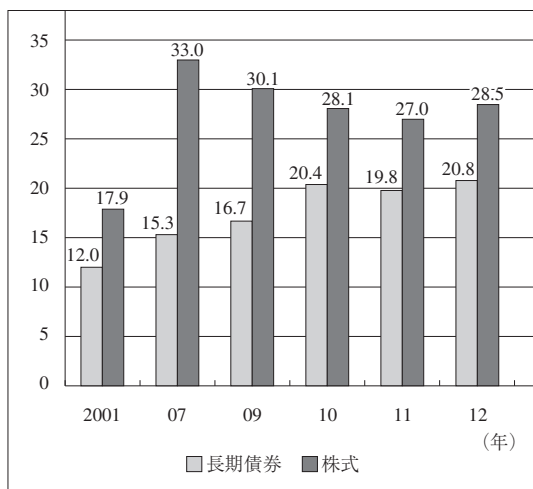
(2) ASEAN金融統合の概要(注4)

①域内金融統合の動機とAECブループリントに示された全体像

次に、AECブループリントの一部として進められているASEAN金融統合についてみる。ASEANの金融資本市場は整備が大きく進んだものの、相対的に小規模であり、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。そのため、域内金融統合の進展は、实体经济の統合に比較して遅れている(図表11)。ヒト・モノ・カネの統合という形で並列されることが多いが、「カネ」に関しては、資本フローを差別化する難しさや資本流出が生じるリスクなどの問題があり、域内金融統合を政策的に進めるには相当の努力が求められる。

ASEAN金融統合においては、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全体の金融資本市

図表11 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*

場の統合を図ることが基本方針とされている。すなわち、「自由化と調和による統合の実現」ということである。これにより、単独では小さいASEAN諸国の金融資本市場が、規模の経済を得ることが出来る。また、域内市場相互間の競争により、金融システムや金融機関の強化が促される。さらに、こうした強化によって資金配分が効率化し、域内における各国およびクロスボーダーの様々な経済活動に対し、適切な金融サービスが提供されることになる。以上により、域外の資本や金融システムに対する依存度を引き下げ、「域内の貯蓄を域内の投資に充当する」ことが域内金融統合推進の目的である。

ただし、欧州でも、金融統合を進めるにあ

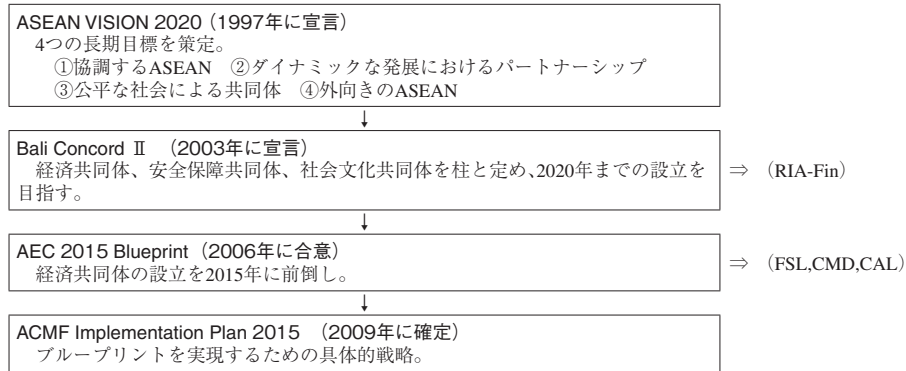
たり、50年以上の年月が費やされている。アジアがこれを拙速に進める必要はない、というのが基本的な考え方である。アジア諸国の経済・金融発展段階や経済構造は多様であることから、各国の自主性や統合に伴うリスクに対する備えを重視し、国ごとに（特に当初加盟5カ国とBCLMV諸国の間で）速度が異なっても構わないとされている。

このように、全般的に小規模であり、また域内諸国間で発展度に格差があることがASEAN諸国の金融システムの特徴であり、域内金融統合はそれを前提に進められることになる。

ASEAN金融統合を推進するイニシアティブは、2003年にASEAN財務大臣会合において承認されたRoadmap for Monetary and Financial Integration (RIA-Fin) によっている(図表12)。これに基づき、AECブループリントに以下の計画が示されている。これらは「単一の市場・生産基地」を目指すための項目の一部として位置付けられており、「統合され円滑に機能する地域の金融システム」を実現することが目標とされている。

第1に、金融サービスの自由化(FSL: Financial Services Liberalization)に関し、金融部門の発展と安定を確保した上で行う。準備が出来た国から自由化すればよく、自由化のプロセスでは各国の政策目標や経済・金融の発展度を尊重する。具体的なアクションとしては、2015年までにある程度の自由化の実

図表12 ASEAN統合のプロセス



(資料) Singh [2009] より作成

現を求めるが、最終的なゴールは2020年であり、2020年までにすべての金融サービス部門において規制を大幅に廃止するとしている。このプロセスは「事前合意された柔軟性のリスト」(list of “pre-agreed flexibilities”) と呼ばれる自由化の計画書に基づいて行われることになっており、この計画書は2015年までのリスト、2020年までのリスト、2020年以降 (from 2020) のリストと段階的に作られる。したがって、2020年においても、完全な自由化が実現しているわけではない。また、「完全な自由化」が何を意味するかも、必ずしも明らかとはいえない。

第2に、資本市場の整備・統合 (CMD : Capital Market Development and Integration) に関し、2015年までに以下の目標を達成すべきであるとされている。①債券発行・情報開示・証券販売に関するルールの調和の促進、②市場専門職の資格・教育・経験に関する相互承

認、③証券発行における言語や準拠法の柔軟化、④債券に関わる源泉徴収課税の再考、⑤クロスボーダー発行を含む証券取引所・債券市場のリンケージの確立に向けた市場の努力。これらに関しても、何を実施すれば「達成した」といえるか、必ずしも明らかではない。

第3に、資本取引の自由化 (CAL : Capital Account Liberalization) に関し、金融サービスの自由化と同様、慎重に実施する。計画では、自由化に伴うリスクを回避するとともに、自由化の利益をすべての加盟国が享受すべきことが強調されている。具体的なアクションとして、直接投資の促進や資本市場発展の促進に資する自由化を実施するとしているが、すべての項目において「適切かつ可能な部分を」自由化する (progressively liberalize, where appropriate and possible) こととなっており、非常に緩やかな計画であるといえよう。

ASEAN事務局は、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、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。ただし、2015年末に予定されているAECの設立が、金融統合の進捗を強く促す要因となっていることは確かである。

②金融サービスの自由化

2011年4月、ASEAN諸国の中央銀行総裁により、ASEAN金融統合フレームワーク（AFIF：ASEAN Financial Integration Framework）が策定された。これは、AECを目指す中の金融自由化・統合のアプローチの全体像を示したものであり、2020年までにある程度統合された（semi-integrated）金融資本市場を目指すとしている。

このうち、金融サービスの自由化は、ASEAN諸国の銀行・保険会社・投資会社が域内の他国でサービスを提供することを認めるものである。銀行に関しては、競争力等の面で一定の水準に達したQualified ASEAN Banks（QABs）を認定し、地場銀行と平等な扱いを受けさせることを目指している。QABsを認めるための枠組みとして、上記のAFIFと同時にABIF（ASEAN Banking Integration Framework）が作られている。

Asian Development Bank [2013] は、金融サー

ビスの自由化を3つの要素に分けて説明している。第1に、QABsの枠組みにより、ASEAN諸国の銀行の域内他国への進出を認めることになる。QABsの資格は、受け入れ国の懸念を払拭するために厳しい健全性基準を満たすものである必要があり、こうした基準を満たす域内の銀行はそれほど多くはない。この基準は、各国の銀行が目指すべきものであると同時に、当局が健全性規制を構築する際の目安となる。

第2に、参入した銀行は地場銀行と平等な扱いを受ける必要がある。第3に、この枠組みを機能させるために、各国の銀行規制は調和に向かう必要がある。また、各国の金融インフラ（格付け機関、信用保証ファシリティ、銀行間市場など）が整備されている必要がある。整備されていない国では能力構築が優先事項となり、そうした国ではQABsの受け入れはその後ということになる。したがって、枠組みの適用は各国同一のタイミングでは出来ない。域内の先進国から後発国への金融技術支援が不可欠である。

域内に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。一方、銀行統合の促進により、参入した外国銀行が受け入れ国の金融市場の特性を理解出来ず経営が悪化してシステミック・リスクが高まる、投機的な

クロスボーダー取引に走ることで資本フローのボラティリティが高まる、受け入れ国の市場において支配的な地位を占める、などの危険性も指摘されているため、健全性規制の調和や国際的な危機対応体制の構築が重要となる。銀行部門の強化に要する時間は国により多様であり、段階的な自由化が求められる。

各国の金融サービス自由化の内容について、作業委員会（WC-FSL：Working Committee on Financial Services Liberalization）において交渉が行われている。交渉は第6次まで終了し、第7次に入っている。金融サービスの自由化は、交渉の進捗という意味では、保険分野を含め、着実に進展しつつある。

③資本取引の自由化

ASEAN諸国の資本取引規制の現状は、以下のように総括される。第1に、シンガポール・カンボジア・インドネシアなど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。この点は、域内諸国間の資本フローを抑制する一方、域外からの資金を受け入れやすくする一因となっている可能性があり、域内統合促進の観点からは再検討が必要である。第3に、ほとんどの国がIMF 8条国となっているが、經常勘定に関す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、一部の国では証券投資に関する源泉徴収課税が残っている（図表13）。

資本取引の自由化は、域内の投資・貿易・ビジネス活動の拡大を促す上で不可欠である。現在、各国の資本取引規制の内容を確認・評価する作業が終了し、各国で自由化に向けたロードマップが作成されつつある模様である。資本取引の自由化に向けた作業委員会（WC-CAL）において、自由化に向けた各国の動向に対するモニタリングが強められるとともに、自由化のリスク面に関する政策対話が行われている。

④決済システムの整備

Asian Development Bank [2013] の提言では、貿易決済、送金、個人取引決済、資本市場決済を対象として、①決済インフラの改善、②効率的なクロスボーダー決済を実現するための決済システム（決済技術・市場慣行・規制など）の標準化、③域内における決済システムの連結（リンケージ）の検討、が目標としてあげられている。AECにおいて、調和された決済システムの果たす役割は大きいと考えられ、作業委員会（WC-PSS：Working Committee on Payment and Settlement Systems）において決済システムに関する現状評価と政

図表13 金利に対する源泉徴収課税

	国債	社債
中国	免税	非居住者に対し10%。租税条約により減免可能。
香港	免税	個人は免税。企業は利益に対し17.5%の課税。
インドネシア	居住者は債券では15%、中銀債では20%の課税。非居住者は20%の課税。条約により減免可能。当局に登録した投資信託に関しては、税率は15%。	居住者は15%の課税。非居住者は20%の課税。条約により減免可能。当局に登録した投資信託に関しては、税率は15%。
韓国	国内機関投資家は14%、個人投資家は15.4%の課税。非居住者は14%。	国内機関投資家は14%、個人投資家は15.4%の課税。非居住者は14%。
マレーシア	免税	免税
フィリピン	20%の課税。外国企業は、フィリピンで発生した所得に対し30%の課税。非居住者である個人の場合は25%。	標準税率は20%。
シンガポール	免税	個人投資家は免税。内外機関投資家は、資格を満たせば免税。
タイ	国内個人投資家は15%、機関投資家は1%、非居住者は免税。	国内個人投資家および非居住者は15%。
ベトナム	5%の課税。	10%の課税。

(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Nov.2013, p.60

策提言が行われている。

金融システムの発展度により、決済システムの水準も多様である。まずは国内決済システムの水準を向上させることが目標であり、その後に域内諸国とのリンクを図ることが求められる。

中期的な目標として、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、DVP・PVP決済の拡大、などがあげられる。

これに関連し、ASEAN+3諸国によるアジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)において、クロスボーダー債券取引を支える決済システムの構築に関する努力が行われている。現在までの動きをみると、TF(タスク・フォース)4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したほか、メンバー国の任意参加を基本とするクロスボーダー決済インフラ・フォーラムが設置され、議論が行われている。

乾[2014]は、ABMIの一部であるABMF(ASEAN+3 Bond Market Forum)での作業に基づき、域内10カ国・地域の決済システムの

現状を紹介している。それによると、債券決済を行う証券保管振替機関（CSD：Central Securities Depository）は、各国において中央銀行または証券取引所により運営されている。一方、資金決済に関しては、中央銀行が提供するRTGS（Real Time Gross Settlement）システムを利用し、DVP（債券と資金の同時決済）を実現しているケースが多い。

クロスボーダー決済も各国の決済システムを通じて行われるが、決済システム以外の問題点（資本取引規制や海外投資家の資格取得を義務付ける制度など）のほか、各国の決済システムにおける構成要素（メッセージや証券番号など）の多くが国際標準によっていないという問題がある。

繰り返しになるが、今後の課題は、各国の決済システムの標準化を図り、クロスボーダーの債券取引・決済に関してSTP化を実現することである。これにより、決済コストならびに決済リスクの低減が実現出来る。その際に重要となるのは、クロスボーダーの資金決済（各国通貨間の直接決済）をいかに可能とするか、という点である。

前述のクロスボーダー決済インフラ・フォーラム（ABMFとも相互に連携している）は、今まで検討されてきたアジアICSDやCSDリンク（注5）（資金決済は商業銀行マネーで実施）ではなく、CSD-RTGSリンク（各国のCSDと中央銀行の資金決済システム（RTGS）を相互に接続するモデル）が域内

決済インフラの有力モデルであると評価する報告書を発表している（注6）。

⑤資本市場の整備・統合

ASEAN域内の資本取引自由化を目指す中で、資本市場に関しては、域内の発行体が域内のどの国でも発行出来る、域内の投資家は域内のどの国へも投資出来る、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が目標である。

2009年、資本市場統合実施計画が策定された（図表14）。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は、以下の通り、多くの具体的成果を得ている。

(a) 域内企業による域内証券取引所への重

図表14 ASEAN資本市場統合実施計画の詳細

<p>A. 域内統合を可能とする環境作り</p> <p>(1) 調和と相互認証の枠組み</p> <p>①クロスボーダー資金調達支援</p> <ul style="list-style-type: none"> ・情報開示基準の調和、販売ルールの調整、新規発行枠組みの相互認証。 ・新規発行に関わる市場プロフェッショナルの相互認証。 <p>②クロスボーダーの商品販売支援</p> <ul style="list-style-type: none"> ・証券会社に販売を認可するとともにマーケティングを支援。 ・関係する市場プロフェッショナルの相互認証。 ・販売のフレームワークに関する相互認証。 <p>③クロスボーダー投資の支援</p> <ul style="list-style-type: none"> ・地場の仲介機関を通じたクロスボーダー投資の促進。 ・機関投資家に関する基準の調和の促進。 ・域内の取引所をホスト国のルールにより認証。 ・投資家に域内で自由に投資することを認める自由化計画の採用。 <p>④仲介業者の市場アクセスの支援</p> <ul style="list-style-type: none"> ・仲介業者の機関投資家に対する商品・サービス供与に関する相互認証の枠組み。 ・親元国の承認に基づくシングル・パスポートの促進。
<p>B. 市場インフラ、域内に焦点を当てた商品・仲介業者の育成</p> <p>(2) 証券取引所の連携とガバナンスの枠組み (取引所連携の枠組み作り)</p> <p>①域内証券取引所の中期ビジョンの作成</p> <ul style="list-style-type: none"> ・中期ビジョンの作成。 ・域内取引所の連携の実施。 <p>②インフラ整備</p> <ul style="list-style-type: none"> ・域内証券取引所の電子的リンクの実現。 ・域内のクリアリング・ハウスをクロスボーダー取引のセントラルCPに。 ・クロスボーダー決済・保管のため預託のリンクを形成。 ・銀行サービスに関する域内連携。 <p>③クロスボーダー取引の促進、域内市場の育成</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ASEANマーケティング委員会を設立。 ・包括的なマーケティング計画（投資家教育、市場情報・データ提供などを含む）を作成。 ・触媒取引を実施。クロスボーダー取引の障害排除。商品・証券会社・代表的企業を育成。 <p>(取引所と企業のガバナンス強化)</p> <p>①すべての取引所の株式会社化</p> <p>②上場ルール、コーポレート・ガバナンス基準、情報開示基準の調整を実施</p> <p>③取引所のリンク強化のため、取引所間の情報交換や協力を強化</p>
<p>(3) 新商品の開発、域内の仲介業者の育成</p> <p>①域内商品の開発</p> <ul style="list-style-type: none"> ・域内商品（ETF、証券化商品、インデックス先物などのヘッジ商品）の開発を促進。ASEANを一つの資産クラスにする。 <p>②域内で広く活動する証券会社を育成する環境作り</p>
<p>(4) 債券市場の強化および統合</p> <p>①現在進行中の債券市場イニシアティブのレビュー</p> <ul style="list-style-type: none"> ・他の域内イニシアティブと、優先順位に関する合意に向けた対話を開始。 ・域内ベースでの債券発行・投資の障害に対処するためのメカニズムを確立。 <p>②インフラ整備・リンクおよび市場流動性の改善</p> <ul style="list-style-type: none"> ・クロスボーダー取引・決済・情報リンクの促進。 ・格付けを比較可能とするための域内戦略を形成。 ・取引報告システムの統合に向け、情報開示基準を整備。 ・債券のマーケット・メーカーを域内でプール。
<p>C. 実行プロセスの強化</p> <p>(5) 各国の資本市場育成計画</p> <p>①統合を促進するため、各国の資本市場育成計画を見直すとともに加速</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融危機の教訓を生かして国内金融セクターを強化し、それにより資本市場統合を促進。 ・各国の資本市場育成計画を、相互認証と調和のイニシアティブと調整。 <p>②クロスボーダー取引の増加に伴うリスクを削減するための適切なリスク管理技術の確立</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融危機の教訓を生かしつつ、資本市場統合の進展とともに金融セクターの安定性を確保。
<p>(6) ASEAN事務局を通じた、ASEAN実施・調整プロセスの強化</p> <p>①統合に向けた専任チームの設置</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ASEAN事務局内に専門チームを設置。また、各国も専任のコンタクト・パーソンを設置。 ・専門チームの活動に関する詳細を検討。 <p>②ACMFの権限外の提言の実施を支援</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ASEAN事務局は、そのために必要な調整や作業を行う。

(注) 日本語訳は筆者による。

(資料) ASEAN Capital Markets Forum, Implementation Plan for ASEAN Capital Markets Integration

複上場の審査を円滑化する枠組みの確立 (Expedited Review Framework for Secondary Listings)。コストの削減や効率化が目的である。

(b) 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 (ASEAN Corporate Governance Scorecard)。

(c) クロスボーダー証券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)。

(d) 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。その設立は、ビジネス・プラン、規制、市場運営、技術の4側面を担当するサブ・ワーキング・グループにより検討されている。

(e) 域内の専門職の資格認定に関する相互承認制度 (Cross-Recognition of Qualification on Education and Experience of Market Professionals)。

(f) 集団投資スキームに関するクロスボーダー販売の枠組み (ASEAN Framework for Cross-Border Offering of Collective Investment Schemes)。いわゆるファンド・パスポートと呼ばれるものである (詳細は後述)。

(g) ASEAN株価指数の開発。2005年に、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。

いずれの項目に関しても、マレーシア・シンガポール・タイの証券当局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に即していえば、「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」に含まれるものといえる。また、上記7項目のうち (a) ~ (c) は主に発行に、(d) ~ (e) は取引インフラに、(f) ~ (g) は投資に関わっている。

いうまでもなく、各国の資本市場に関する規制・制度・市場インフラには様々な相違が存在し、それを乗り越えて「相互承認」に至ることは容易ではない。特に、クロスボーダー証券発行の促進においては、情報開示基準の調和、証券の定義、格付けなどの問題が重要となる。

一方、資本市場整備のための作業委員会 (WC-CMD) においては、①域内債券市場の発展状況を示すスコアカードの開発 (Bond Market Development Scorecard)、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。

さらに、ACMF、WC-CAL、WC-CMD、WC-PSSの連携により、資本市場インフラの改善努力が続けられている。

⑥その他

ASEAN金融統合の内容は、上記の4点にとどまらない。いくつかをあげると、第1に、域内サーベイランスの強化がある。域内の経済・金融情勢をモニタリングする組織としてはASEAN+3諸国によるAMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office) があるが、ASEAN事務局には2010年5月にASEAN Integration Monitoring Office (AIMO) が設けられ、サーベイランスや能力構築プログラムを強化している。

第2に、インフラ・ファイナンスの強化がある。2012年にはASEAN Infrastructure Fund (AIF) (注7) が設立され、域内の結合性 (physical connectivity) の強化とインフラ・ギャップの縮小が図られている。2013年にはインドネシアでAIFを利用した初のプロジェクトが行われ、2014年にはインドネシア・ラオス・ベトナムでプロジェクトが行われている。

第3に、金融包摂・リテラシーに関する努力がある。金融リテラシーに関しては、ブルネイが主導して情報交換等の場を設けている。また、金融包摂に関しても、各国間の協力による努力が続けられている。

(注4) ASEAN金融統合に関しては、清水 [2013] も参照されたい。

(注5) 各選択肢に関する検討内容などについては、清水 [2010] (76ページ以降) 参照。

(注6) 日本銀行決済機構局 [2014] 参照。

(注7) AIFはASEAN諸国が3.35億ドル、ADBが1.5億ドルを出資し、マレーシアに設立された。年間6件前後のプロジェクトに、各7,500万ドルを上限に融資を行う。実施基

準は貧困削減・貿易増加・投資促進に資することである。ADBは、AIFを管理するとともに各プロジェクトに追加的な協調融資を行うことをコミットしている。

3. ASEAN諸国の金融システム

(1) 金融システムの概要と域内統合に向かうための戦略

ここまでみたように、ASEAN諸国は、拡大する海外からの投資に適切に対処することによって金融危機発生リスクを抑制しつつ、域内金融統合に向けた動きを進めることを求められている。そのためには、各国において金融資本市場や金融機関を強化することが重要である。本節では、このような観点からASEAN諸国の金融システムについて検討する。

ASEAN諸国の金融システムの発展度は多様であり、また、発展度が類似していても、市場規模・金融インフラ・金融規制などに相違がある場合もある。したがって、金融統合に対するニーズも国ごとに異なり、域内統合を望む国もあれば、域外との結びつきを重視する国もあると考えられる。

こうした中、統合は域内で閉じるのではなく、域外に開いたものとする必要がある。また、統合は競争の激化という側面を有するため、各国における金融システムの競争力強化や、各国間の発展度の格差縮小が求め

られる。

域内金融統合をどのように進めるかについては十分な議論が必要であり、2015年、2020年というデッドラインを意識しつつも、緩やかに進めざるを得ない。

ASEAN諸国の金融資産の対GDP比率をみると、マレーシア・シンガポール・タイがEU諸国と肩を並べているのに対し、ベトナム・フィリピン・インドネシアは所得水準が同程度の途上国並みである(図表15)。さらに、ブルネイ・カンボジア・ラオス・ミャンマーではこの比率は非常に低く、株式・債券市場も未発達である(図表16)。

金融包摂に関しても、域内で格差が大きい(図表17)。保険業においても格差は大きく、また、平均的にも生命保険会社の一つの営業所が担当する人数は30万人を超えるため、その改善は喫緊の課題といえる。

ASEAN諸国の金融システムは銀行中心で

あるが、マレーシアやシンガポールで株式市場が発展するなど、資本市場の整備も進みつつある。ただし、経済規模が小さいことを反映して、金融資本市場の規模は世界的にみれば小さいため、国際競争力を高め、プレゼンスを増すことは容易ではない。また、株式市場は経済発展とともに拡大してきたものの、流動性は低水準にとどまり、海外投資家の動向に左右されやすい。これらの点が、資本市場統合に向かうインセンティブとなっている。

すなわち、規模の経済の獲得が統合の重要な目的であるが、それを実現するには各国の市場が強化されることが前提となる。

さらに、何らかの形で金融統合を実現すれば、それによるメリットが生じると同時に、従来とは異なるリスクも生じる。これに対しては、地域的な対処が重要な課題となる。

多様な金融システムが統合すれば、すべて

図表15 金融資本市場の対GDP比率

(%)

	2000年				2012年			
	銀行 (国内信用)	債券市場 発行残高	株式市場 時価総額	合計	銀行 (国内信用)	債券市場 発行残高	株式市場 時価総額	合計
中国	112.3	16.9	48.5	177.7	157.1	46.3	44.9	248.4
香港	133.8	35.2	363.1	532.2	201.3	67.6	1,078.3	1,347.1
インドネシア	52.8	32.0	16.2	101.1	39.4	12.7	48.8	100.9
日本	227.8	96.2	66.7	390.8	230.5	196.3	58.6	485.4
韓国	102.5	66.6	27.8	196.9	178.5	130.2	104.4	413.2
マレーシア	138.4	73.2	120.7	332.3	135.3	107.3	153.1	395.7
フィリピン	34.9	25.9	31.2	92.0	52.4	39.6	91.7	183.7
シンガポール	87.1	47.2	164.5	298.8	99.0	81.2	269.1	449.3
タイ	110.0	25.3	23.8	159.1	131.5	76.1	106.5	314.1

(資料) Asian Bonds Online, IMF, World Economic Outlook Database

図表16 CLMV諸国の金融システムの概要

	カンボジア	ラオス	ミャンマー	ベトナム
銀行	<ul style="list-style-type: none"> 銀行の健全性は高いが、近年、不動産部門向けを中心に与信が急拡大。 財務諸表が未発達で、銀行融資は担保に依存。 情報開示不足のため、銀行間市場が存在しない。 銀行が金融仲介の大半を占める一方、マイクロ・ファイナンスが拡大しており、これに対する規制は不十分。 	<ul style="list-style-type: none"> 国有銀行が総資産残高の6割を占める。 銀行金利は自由化され、高止まりしている。一方、サービス業・不動産業に融資が集中し、与信審査能力の不足もあり、融資の質の悪化が懸念される。 銀行融資が急拡大する一方、リスク管理体制は未発達。財務諸表も作成されない。 銀行間市場も未発達。 	<ul style="list-style-type: none"> 国有銀行が4行、民間銀行が22行、外国銀行（駐在員事務所）が35行。 銀行間の信頼がなく、銀行間市場は確立していない。 銀行業務を理解する銀行員が不足。融資は担保に依存。担保価値の精査も行われていない。 中央銀行の監督体制が確立していない。 マイクロ・ファイナンスが拡大している。 	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関の不良債権が急増。2013年7月、ベトナム資産管理会社（VAMC）を設立し、不良債権の買い取りを実施。 信用リスクによる審査は未発達。融資は不動産などの担保に依存。ベトナム国家銀行は、信用情報センター（CIC）を行内に設置。 銀行監督も不十分。
株式市場	<ul style="list-style-type: none"> 2011年7月に韓国の支援を受け証券取引所を開設したが、2014年6月末現在、上場企業は2社。企業会計の整備の遅れによるところが大きいとされる。 	<ul style="list-style-type: none"> 2010年10月に韓国の支援を受け証券取引所を開設したが、2014年6月末現在、上場企業は3社。家族経営の中小企業が大部分を占め、投資家からの資金調達になじみがない。 投資家育成にも取り組んでいる。証券会社は、すべて外国（タイ・中国・ベトナム）との合弁。 	<ul style="list-style-type: none"> 1996年に大和総研の支援を受け証券取引センターを開設。取り扱いは2銘柄にとどまる。2015年10月に、日本の支援により証券取引所を設立予定。 2013年7月に証券取引法が成立し、証券取引委員会の設立、証券会社の設立などが進められている。 	<ul style="list-style-type: none"> ホーチミンとハノイに証券取引所が存在。投資家は個人が中心。機関投資家は国債や中央銀行債に投資。
国債市場	<ul style="list-style-type: none"> 財政赤字（対GDP比5～8%）は国際機関・先進国からの支援でファイナンスし、国債は発行していない。 	<ul style="list-style-type: none"> 恒常的に財政赤字。政府短期証券・中央銀行債のみが発行されている。 2013年、タイでパーツ建て国債を発行。 	<ul style="list-style-type: none"> 財政赤字を中央銀行引き受けの政府短期証券でファイナンスしている。2013年7月に中央銀行法が改正され、中央銀行によるファイナンスは制限されることになった。 1993年以降、2・3・5年国債の発行実績があるが、預金より金利が高いため、銀行が満期まで保有するのが通常。 	(略)

(資料) アジア諸国との金融協力等に関する専門部会 [2014]

の参加者がメリットを受けることは不可能であり、損失を被る者が必ず存在する。こうした統合のあり方を前提にASEAN金融統合の推進に向けた課題を整理すれば、以下のようになろう。第1に、各国間のニーズの違いを調整すべく、議論を重ねることである。第2に、ニーズの違いの一因である発展度の格差の縮小に努力することである。第3に、各国が国内金融資本市場・金融機関の競争力向上

に努めるとともに、金融規制などの制度インフラを改善することである。その際、金融発展の初期段階にあるBCLMV諸国においては、銀行部門の整備が特に重要となる。第4に、統合の具体的な内容やそれによる自国の利益について、各国が納得することである。第5に、統合の実現に向けたスケジュールを策定することである。第6に、統合に伴うリスクに対処するため、地域的な体制を築くこ

図表17 ASEANの商業銀行における金融包摂の状況（2010年）

	1,000人当たり 預金口座数	1,000人当たり 融資口座数	10万人当たり 銀行支店数	10万人当たり ATM数
カンボジア	108.0	28.9	4.0	5.1
インドネシア	504.7	274.8	8.3	13.4
ラオス	44.3	4.0	2.6	4.3
マレーシア	1,619.9	284.1	10.5	56.2
フィリピン	487.8	n.a.	7.7	14.9
シンガポール	2,134.3	967.7	10.3	58.6
タイ	1,119.9	237.0	11.2	77.7
ベトナム	n.a.	n.a.	3.3	17.6
日本	7,169.0	171.0	34.0	133.0
欧州先進国	2,022.0	701.0	32.0	94.0
アメリカ	2,021.9	n.a.	35.7	173.8

（資料）Asian Development Bank Institute [2014], p.144

とである。第7に、金融当局が主導的な役割を果たし、統合計画を着実に実施していくことである。

当面の最重要課題は、各国金融システムの水準の向上にあると考えられる。これに注力することにより、ASEAN金融統合の実現可能性が高まるとともに、強固な金融システムが構築され、域外からの資本フローの受け入れ態勢が整うことになる。

ASEAN金融統合を進めようとする背景には、実体経済の統合の進展に加えて、流入・流出を繰り返す域外資本に対するアジア通貨危機以来の不信感がある。しかし、危機を経験したアジア諸国は外貨準備の蓄積等により緊急時の流動性支援体制を格段に強化しており、2008年のリーマン・ショックに伴う流動性の急減に際しても適切に対処した実績がある。また、銀行部門の健全性が回復したこと

や、アジア債券が先進国投資家の投資対象として確立してきたことなどにみられるように、金融システム整備も着実に成果を上げている。したがって、域外からの資本フロー受け入れ態勢の強化に関しては、一定の改善がみられるといえよう。

一方、後述するように、ASEAN諸国においてはインフラ整備を中心に旺盛な資金需要が存在しており、域外からの資金にある程度依存し続けることは不可避と考えられる。こうした中、ASEAN金融統合を追求すると同時に、先述の「域外に開いた」統合を可能とするため、金融システムの強化を継続していくことが最も重要な目標となろう。

(2) 銀行部門

① 銀行部門の現状

以下、ASEAN諸国の金融システムについて

て、銀行部門、株式市場、債券市場の順に検討する。

ASEAN諸国の銀行部門の特徴として、以下の点があげられる（注8）。第1に、アジア通貨危機後の銀行改革によって健全性・収益性が大幅に改善し、先進国の銀行と比較しても遜色のない状況となっている（図表18）。第2に、健全な経営方針を維持してきたため、世界金融危機の影響をほとんど受けておらず、むしろその後、経営状態の改善傾向が持続している。第3に、国内金融システムの中での銀行部門の相対的な規模・重要性には大きな変化がみられない。アジア通貨危機の重要な原因とみなされた銀行中心の金融システムは、現在も維持されている。第4に、国際比較した場合、銀行規模が小さい（図表19）。例えば日本のメガバンクと比較すれば、ASEAN諸国の銀行は50分の1から100分の1程度の規模に過ぎない。第5に、金融包摂の

状況をみると、一人当たりの銀行支店数や銀行預金口座数などの水準が低く、先進国とは大きな差がある。第6に、域内諸国の銀行部門の発展度をみると、銀行規模や金融包摂など多くの点で相互の格差が大きい。この点が、域内金融統合を進める上で大きな障害となる（注9）。

こうした中、域内銀行統合の進展状況をみると、シンガポール・マレーシア・タイの一部の銀行（上位1～3行程度）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などの欧米の大銀行には及ばない（図表20）。また、大半の銀行は、域内諸国への進出に消極的である。これは、一般的に銀行規模が小さく、国際競争力が低いことが大きな原因である。また、国内金融市場が十分に開拓されておらず、成長余地があると考えられることが原因となっている場合もある。

図表18 アジア銀行部門の健全性・収益性

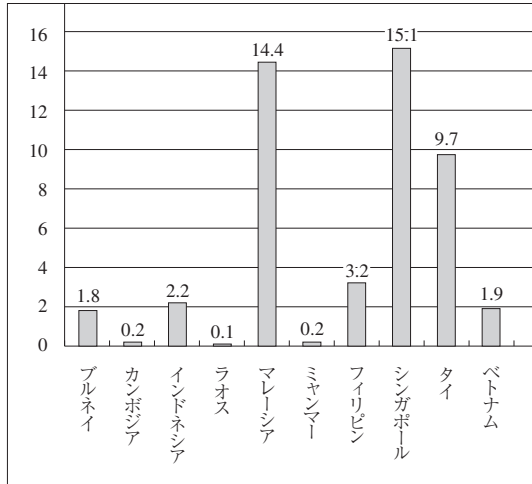
(%)

	リスクウェイトによる自己資本比率		不良債権比率		自己資本利益率	
中国	11.8	Mar.2011	1.0	Jun.2011	17.5	Dec.2010
香港	15.9	Jun.2011	0.6	Jun.2011	14.2	Dec.2010
インドネシア	16.6	Sep.2011	2.7	Sep.2011	25.9	Mar.2011
韓国	14.5	Jun.2011	1.6	Jun.2011	7.7	Dec.2010
マレーシア	14.2	Sep.2011	2.0	Sep.2011	18.9	Mar.2011
フィリピン	17.4	Mar.2011	2.5	Aug.2011	13.3	Jun.2011
シンガポール	17.0	Sep.2010	1.8	Sep.2010	12.3	Sep.2010
台湾	11.7	Jun.2011	0.5	Jun.2011	9.8	Jun.2011
タイ	15.7	Sep.2011	3.2	Sep.2011	13.6	Sep.2011

(資料) Asian Development Bank, *Asia Economic Monitor* Dec.2011

図表19 商業銀行の平均規模

(10億ドル)



(注) ブルネイは2010年末、他は2009年末のデータ。ちなみに、三井住友銀行の2014年3月末の総資産規模は135兆9,664億円 (10億ドル単位で示せば約1,359.7)。

(資料) Lee and Takagi [2013]

一方、地場銀行の保護を目的とした外国銀行の参入に対する規制や、各国内における差別的待遇も存在する。この種の規制は、アジア通貨危機後の銀行再編・再建過程で外国資本の力を活用するために大幅に緩和されたところであるが、2012年にインドネシアが外資出資比率上限を99%から40%に引き下げるなど、外国銀行の進出を抑制して地場銀行の保護・強化を図ろうとする動きが再び出ている。これに対し、フィリピンでは、2014年7月に60%の外資出資比率上限を撤廃する方針が明らかにされた。また、ミャンマーは、外国銀行に対する営業免許の付与をようやく開始したところである。10月1日に、邦銀3行を含

図表20 ASEAN諸国に対する銀行の進出状況 (2011年末現在)

		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
グローバル	HSBC	○		○		○		○	○	○	○
	Standard Chartered	○	Rep	○	Rep	○	Rep	○	○	○	○
	Citibank	○		○		○		○	○	○	○
日本	SMBC		Rep	○		○	Rep	Rep	○	○	○
	Mizuho FG		○	○		○		○	○	○	○
	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ			○		○		○	○	○	○
インドネシア	Mandiri			○					○		
	BCA			○							
	BNI			○					○		
マレーシア	Maybank	○	○	○		○	Rep	○	○	○	○
	Public Bank		○		○	○	Rep				○
	CIMB	○	○	○		○	Rep		○	○	○
フィリピン	Metrobank							○	Rep		
	BDO							○			
	BPI							○			
シンガポール	DBS			○		○	Rep	Rep	○	Rep	Rep
	UOB	○		○		○	Rep	○	○	○	○
	OCBC	オフショア		○		○	Rep		○	○	○
タイ	SCB		○		○				○	○	JV
	Bangkok Bank			○	○	○	Rep	○	○	○	○
	B. Ayudhya				○				○	○	

(注) Repは駐在員事務所。

(資料) Asian Development Bank Institute [2014], pp.148-149

む6カ国9銀行への免許交付が発表された。このように、外国銀行の参入規制にも、各国の発展段階の格差や金融資本市場整備におけるニーズあるいはスタンスの違いが反映されている。

さらに、域内統合の進展という環境変化をにらんだ銀行再編の動きも出始めている。例えば、マレーシアのCIMB（業界2位）が、RHBキャピタル（同4位）および大手ノンバンクのマレーシア・ビルディング・ソサエティ（MBSB）との経営統合で基本合意したことが報じられている（注10）。これは、十分に大きいとはいえない国内市場における競争を有利にするとともに、海外進出を図るために規模の拡大を図ったものであると説明されている。

なお、保険会社の対外開放は相対的に進んでいるが、地場の保険会社の競争力は低く、海外に進出しているケースはほとんどない（図表21）。域内の市場に食い込んでいるのは大半が先進国の保険会社であり、域内統合が進んでいるとはいえない状況である。

②銀行統合の見通しと銀行部門の課題

ASEAN諸国への外国銀行の進出は、主に域外の銀行によって行われてきた。その状況は変化しつつあるが、域内の銀行の規模は小さく、QABsとなるのは当面、少数の銀行にとどまると考えられ、統合の進展は緩やかなものとなろう。EUにおいてみられたような、

図表21 保険会社の所有形態（2010年現在）

	保険会社数				外資シェア (%)
	国内	外資過半	100%外資	合計	
ブルネイ	12	1	5	18	33.3
カンボジア	3	4	0	7	57.1
インドネシア	88	38	0	126	30.2
ラオス	0	10	0	10	100.0
マレーシア	26	0	17	43	39.5
フィリピン	123	13	4	140	12.1
シンガポール	24	76	50	150	84.0
タイ	88	0	6	94	6.4
ベトナム	20	4	19	43	53.5
ASEAN	384	146	101	631	39.1

（資料）Asian Development Bank Institute [2014], p.150

網羅的な銀行統合が短期的に実現する可能性は低い。

ただし、アジアの金融システムは銀行中心であり、金融統合においても銀行統合が核となろう。金融統合を計画・モニタリングするためのハイレベルの組織として、SLC（ASEAN Senior Level Committee on Financial Integration）が作られている。

ABIFの柱は、①健全性規制の原則の調和、②金融安定のために必要なインフラ（マクロプルデンシャル政策、危機管理政策、預金保険等）の構築、③BCLMV諸国への能力構築プログラムの供与、④QABsの基準の決定、の4つとされ、それぞれを担当する作業グループ（WG）が組成されている。これ以外にも、統合に伴うリスクを最小化するため、地域的な監視・監督機能が不可欠となる。この点では、域内当局間の協力関係の緊密化に

加え、ASEAN+3の枠組みの中で進められているAMROやCMIM（Chiang Mai Initiative Multilateralization）が一定の役割を果たすことが期待される。

4つのWGでは多くの議論が行われているが、各国の立場は一様ではない。自国市場が相対的に狭隘である一方、金融システムの発展水準が高いマレーシアでは統合の利益が大きく、ABIFの推進に対して積極的である。これに対し、自国市場が大きく、金融機関の競争力が相対的に弱いと考えられるインドネシアでは、統合に伴うメリットとコストの比較に関して議論が続いている状況である。

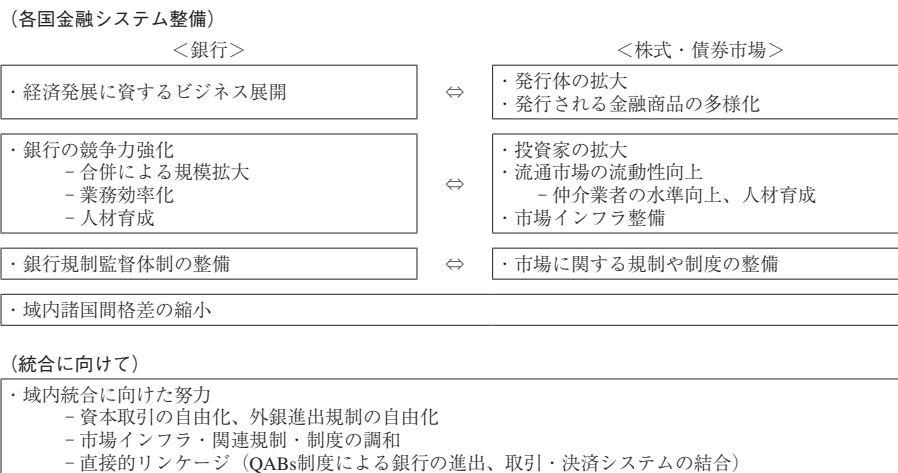
また、各国金融市場の規模や発展度に格差があることを反映し、健全性規制や金融安定のためのインフラの水準に関してもギャップ

は大きい。ASEAN当初加盟国とBCLMV諸国の間では、後者において能力構築を優先させるダブル・トラック方式とせざるを得ないが、こうした方法で最終的に域内全体の統合に至る道筋を描くことは容易ではない。統合の途上において、特定の国に資金が集中するような状況が生じる可能性も大きいと考えられる。

このように、銀行統合に関し、今後の課題は多い。域内でも相対的に競争力のある銀行は対応を先行させることが可能であるが、真に有意義な金融統合を達成するには、競争から取り残される部分に配慮する努力を怠らないことが重要であろう。

改めて銀行部門の課題をまとめると、以下の通りである（図表22）。第1に、金融包摂

図表22 アジア金融システム整備の課題



（資料）日本総合研究所作成

の推進や内需関連ビジネスへの取り組みなど、経済発展に資するために銀行業務の改善を図ることである（詳細は後述）。第2に、銀行の競争力強化を図ることである。そのためには、銀行間の合併促進、業務の効率化、人材育成、新規ビジネスの開拓など多くの戦略が考えられるが、現在の健全性を維持し、過度の業容拡大に走らないことが重要と思われる。第3に、統合が進む中でも健全性を維

持するために、銀行規制監督体制の整備・調和を図ることである。第4に、域内諸国間の格差を縮小するために、BCLMV諸国への金融技術支援を強化することである。

(3) 株式市場

① 株式市場の現状（注11）

ASEANの株式市場は、過去10年間に急速な成長を遂げた（図表23）。これらは、大き

図表23 各国株式市場の推移

(10億ドル)

	株式時価総額				上場企業数			
	2002年末	2007年末	2008年末	2013年末	2002年末	2007年末	2008年末	2013年末
中国	463	4,479	1,779	3,949	1,223	1,530	1,604	2,489
香港	463	2,654	1,329	3,101	978(10)	1,241(9)	1,261	1,643(90)
インド	243	3,479	1,247	2,252	6,566	6,217	6,327	6,973(1)
インドネシア	30	212	99	347	331	383	396	483
韓国	216	1,123	471	1,235	683	1,757(2)	1,793	1,813(15)
マレーシア	123	325	189	500	861(3)	986(3)	976	910(10)
フィリピン	18	103	52	217	234(2)	244(2)	246	257(3)
シンガポール	101	539	265	744	501(67)	762(290)	767	776(297)
台湾	261	664	357	823	641(3)	703(5)	722	866(64)
タイ	45	197	103	354	398	523	525	584

	年間取引額/時価総額 (%)				株式発行額			
	2002年	2007年	2008年	2013年	2002年	2007年	2008年	2013年
中国	83.9	228.3	216.4	193.3	8	101	50	70
香港	39.7	75.5	122.6	46.7	14	70	55	49
インド	63.2	45.7	82.4	25.1	6	45	63	14
インドネシア	41.6	54.8	110.8	42.3	1	5	8	5
韓国	254.4	170.5	304.3	106.1	6	7	4	2
マレーシア	24.9	51.6	49.4	32.9	3	2	2	7
フィリピン	13.6	28.6	32.8	27.6	1	2	1	4
シンガポール	53.8	67.9	98.1	37.8	1	10	3	7
台湾	217.4	142.7	232.7	77.0	2	2	0	4
タイ	90.4	65.3	112.5	109.4	2	3	3	5

(注1) 中国は上海と深センの2取引所、インドはボンベイとナショナルの2取引所の合計。

(注2) 上場企業数のカッコ内は外国企業。株式発行額はIPOと追加発行の合計。

(資料) World Federation of Exchanges

く4つのグループに分けられる。①金融ハブ(シンガポール)：シンガポールはASEANを含むアジア全体の金融ハブであり、多様な金融商品と市場参加者に加え、大規模なオフショア市場を有している。②確立した国内市場(マレーシア・タイ)：国内の発行体・投資家が十分に存在する。マレーシアは、イスラム金融商品が特徴的である。両市場とも、店頭デリバティブ取引はまだ少ない。海外からの投資には、資本取引規制など一定の制約が伴う。③発展途上の国内市場(インドネシア・フィリピン)：急速に拡大しているものの、国内の発行体・投資家は限定的である。機関投資家は、発展途上にある。④未発達の市場(BCLMV諸国)：発展の初期段階にあり、金融インフラや規制枠組みの構築途上にある。国内投資家は小規模であり、ブルネイ・カンボジア以外では資本取引規制が厳しい。

ASEAN各国では、多様な資本市場改革が行われてきた。シンガポール取引所は、99年に設立された。フィリピン証券取引所は2001年に株式会社となり、2003年に上場された。インドネシアでは、2007年にジャカルタとスラバヤの証券取引所が合併した。マレーシアでは資本取引規制が緩やかに緩和され、非居住者の対内証券投資が拡大してきた。タイでは、2002年と2006年に資本市場整備計画が発表されている。

ASEAN全体の上場企業数は、過去10年間に30%増加した。特に、インドネシアや

マレーシアでは、企業の民営化の流れが増加を促進している。株式市場の仲介業者は、従来、先進国のグローバル銀行が大半を占めていたが、最近ではマレーシアやシンガポールの銀行系証券会社が域内市場統合を推進する戦略を明確に打ち出し、その担い手として重要性を増している。また、各国で貯蓄の蓄積が顕著であること、ヘルスケアや年金の制度が強化されていることなどを背景に、年金基金・保険会社などの機関投資家が拡大するとともに運用規制も緩やかに緩和されつつある。さらに、株式や国債に対して、海外からの投資が急増している。

②株式市場統合の見通しと株式市場の課題

すでにみた通り、ASEAN経済・金融統合の主な動機は、各国の経済や金融資本市場の規模が単独では小さい点にある。株式市場に関しても、2000年代に中国やインドの経済成長が高まる中、流通市場の流動性、取引コスト、商品の品揃え、金融技術革新などの面で一段の改善を実現しなければ他の市場に勝てないという危機感が、不十分な状況にとどまっている域内統合を促進する大きな動機となった。このことが、2009年の資本市場統合実施計画の発表につながっている。

域内統合により、投資家ベースや商品が拡大し、国内市場の強化や流動性の向上が実現して国際競争力の向上が達成される。ASEANが一つの資産クラスとして認識され、

海外投資家の関心が高まることも期待されている。これらのことが、経済成長の促進や資金調達・運用チャネルの多様化をもたらす。

また、各市場参加者において期待されるメリットは、以下の通りである。①投資家にとっては、金融商品・サービス開発の強化、仲介業者間の競争による取引コストの低下、投資対象の一層の多様化などである。②仲介業者にとっては、規模・範囲の経済性によるサービス提供コストの低下、投資家の拡大などである。③発行体にとっては、規制等の調和による証券発行コストの低下である。④規制当局にとっては、統合の進捗に伴うクロスボーダー取引関連規制の適正化である。

株式市場統合を強化する方法として想定されているのは、調和・相互承認の枠組みと、統合を支える市場インフラとして期待されるASEAN Exchangesである。また、クロスボーダー取引を促進する商品開発（例えば集団投資スキームに関するクロスボーダー販売の枠組みなど）も重要と考えられている。

統合の進展により、相対的な後発国の市場発展が加速することも期待される。一方、域内統合の努力が各国における市場整備の努力の障害となることがないように、配慮が求められる。そのためにも、政策調整の努力と短・中・長期の明確な目標設定が不可欠である。

株式市場統合においても、各国のニーズは個別の事情に応じて異なっており、発展度の格差の問題もある。法規制のあり方なども多

様である。したがって、目指すべき目標は緩やかな統合（単一市場を作り上げるのではなく、クロスボーダー取引を拡大すること）となる。また、可能な国から参加するopt-inアプローチをとらざるを得ない。各国が、自国も統合による利益を享受出来ることを確信出来なければ、統合を進捗させることは難しいであろう。

株式市場の今後の課題についてみると、第1に、投資家ベースの拡大が不可欠である。株式投資が一般的となっていないために個人投資家が少なく、香港では35%、オーストラリアでは17%の国民が株式投資を行っているのに対し、シンガポールでは9%にとどまっている。また、韓国取引所では取引の60%が個人投資家によるものとなっているが、マレーシアの取引所では20%に過ぎない。さらに、シンガポール・マレーシア以外のASEAN諸国の機関投資家は規模が小さく、運用戦略も保守的なものにとどまっている。

第2に、ASEAN諸国の株式市場は、市場時価総額の対GDP比率などをみれば一定の発展を遂げたといえるが、全般的に流動性が低いという問題を抱えており、それが市場の不安定性の原因となっている。個人投資家の増加が一つの解決方法と考えられるが、より広範な対策の検討が求められる。

第3に、ASEAN地域では域内クロスボーダー投資が低位にとどまっている（図表24）。クロスボーダー投資が多いのは、インドネシ

図表24 ASEANのクロスボーダー株式投資残高 (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 (%)
	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) 表内右下隅の数字は、世界の証券投資残高の合計を示す。

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*

アとマレーシアなど特定の国の間に限定される。したがって、クロスボーダー投資を拡大するための多様な政策（市場インフラの調和等）の実施が求められる。加えて、域内企業が魅力的な投資対象であることを示すための個人投資家向けの投資家教育なども、有効と考えられる。

すでに述べた通り、株式市場統合は、マレーシア・シンガポール・タイの3カ国の間で先行して進められている。これらの国の間で統合が円滑に進むことは、成功例を作る意味で他の域内諸国からみても重要であるが、これらの諸国が実際に参加出来ることがさらに重要であり、その市場整備が一段と進むことが不可欠である。具体的には、資本取引規制、税制、資本市場規制、商品の品揃え、コーポレート・ガバナンスなどにおける改善・自由

化・調和が求められる。

第4に、人材育成が不可欠である。市場インフラや規制枠組みの整備に加え、各国において不足する資本市場の専門家を確保・育成することが極めて重要である。

(4) 債券市場

①債券市場の現状

97年の通貨危機に際し、域内の債券市場が未整備であったことが内外の銀行からの借り入れへの過剰な依存につながり、危機の一因になったとされた。こうした認識が、債券市場の整備に向けた各国当局の努力やABMIなどの域内金融協力の動きに結びついている。ASEAN諸国の債券市場の特徴を簡単にまとめると、以下の通りである（注12）。

第1に、通貨危機以降、アジア全体で市場

規模が目覚ましく拡大し、世界の債券市場に占める割合も上昇した（図表25）。ただし、中国の市場が著しく拡大した影響が大きいいため、これを除いて考える必要があること、スタート時点で市場が極めて小さかったこと、などに注意する必要がある。

第2に、銀行や株式市場の場合と同様に、国による発展度の格差が大きい。これは、市場発行残高の対GDP比率などから明らかである。また、平均的にもその水準が高いとはいえない。ASEAN諸国において銀行部門は金融システムの中心であり、株式市場も一定の発展を遂げていることに比較すれば、債券市場の発展余地は最も大きいと考えられる。

第3に、国債市場と社債市場の発展はある程度バランスがとれているが、社債市場の発展はより難しい。国債市場の整備が、社債市場の発展の前提となる。社債の発行体は、金

融機関、インフラ関連企業、政府系企業、一部の大企業などに偏っている。従来、社債発行がなかなか伸びなかった原因としては、企業の実物投資が低迷したことや、資金調達手段として内部留保や株式発行が選択されがちであったことなどがあげられる。また、カンボジア・ラオス・ミャンマーは、今後、国債市場を整備すべき段階にある。

域内の機関投資家の多くが発展途上にあることや、その投資スタイルが持ち切り（バイ・アンド・ホールド）中心であることなどから、流通市場の流動性は低い。ヘッジ手段であるデリバティブやレポの市場が全般的に未発達であることも、その原因としてあげられる。

第4に、債券市場の整備は、政策課題として進められてきた。各国で多様な政策が実施され、市場の発展が実現したといえるが、一方で、ABMI発足当初からの「内外の銀行か

図表25 アジア債券市場発行残高の拡大状況

	1997年末		2013年末		拡大率（倍）		対GDP比率（%）	
	国債	社債	国債	社債	国債	社債	国債	社債
中国	45.1	42.7	3,073	1,652	68.1	38.7	32.7	17.6
香港	13.1	28.0	108	86	8.2	3.1	39.6	31.5
インドネシア	0.9	3.3	90	18	100.0	5.5	12.0	2.4
韓国	32.5	120.8	626	1,015	19.3	8.4	47.9	77.6
マレーシア	19.4	37.7	182	130	9.4	3.4	60.7	43.1
フィリピン	16.6	0.0	87	13	5.2	—	33.6	5.1
シンガポール	13.1	10.6	150	92	11.5	8.7	51.1	31.4
タイ	1.4	9.0	214	62	152.9	6.9	58.7	16.9
合計	142.1	252.1	4,530	3,068	31.9	12.2	—	—
合計（中国以外）	97.0	209.4	1,457	1,416	15.0	6.8	—	—

（注）対GDP比率は2013年末。

（資料）1997年末はBIS、2013年末はAsian Bonds Onlineのデータによる

らの借り入れを減らし、バランスのとれた金融システムを構築する」という目的は、必ずしも実現されたとはいえない。

第5に、債券市場は、規模の拡大に加えて、強固な市場を作り上げてきたという意味で質的にも発展を遂げたといえる。リーマン・ショックに際しては、国際資本市場や国内銀行部門に対する「スベア・タイヤ」（代替的な資金調達手段）として機能したことが指摘されている。また、これに世界的な金融緩和やアジア経済の高成長などの要因が加わり、先進国の投資対象としての重要性が格段に増した。ただしこれは、市場の不安定性の増大という負の影響ももたらしている。

第6に、域内統合には緩やかな進展がみられるものの、その水準は依然低い（図表26）。ただし、域内の投資家は先進国の投資家に比

較して全般的に域内投資比率が高く、地域バイアスを有していることや、最近、日本の投資家の間でアジア債券投資の機運が高まっている模様であることなどから、今後、日本を含めたアジアで債券取引における域内統合が進展することが期待される（注13）。

なお、最近、先進国の金利が低いことを一因として、アジアの発行体によるドル建て債の発行が増加している（図表27）（注14）。ドル建て債市場では多様な構造の債券が発行出来ることも、発行の増加につながっている。アジアの発行体・投資家は急速に洗練度を増しており、多様な債券発行がみられるようになってきている。シンガポールでカバード・ボンドの発行が増え始めていることなども、その一例といえよう。

図表26 ASEANのクロスボーダー債券投資残高（2010年）

（百万ドル）

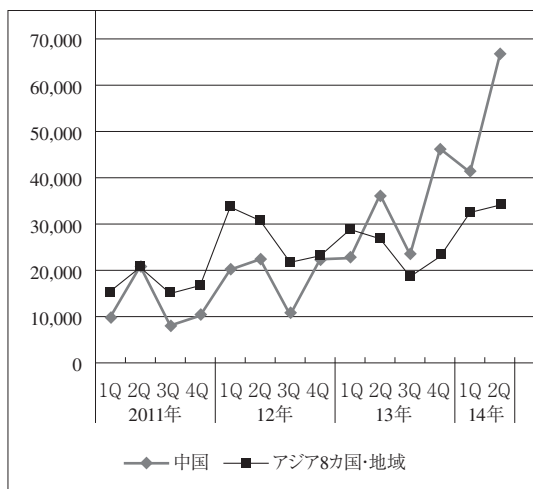
受け入れ国	投資国						総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率 (%)
	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
インドネシア	...	253	695	8,054	42	9,043	35,735	25.3
マレーシア	12	...	18	6,468	125	6,624	39,662	16.7
フィリピン	...	512	...	1,687	46	2,245	25,113	8.9
シンガポール	622	1,967	96	...	23	2,707	34,831	7.8
タイ	...	165	...	2,280	...	2,445	10,186	24.0
ベトナム	...	...	...	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）表内の右下隅の数字は、世界の証券投資残高の合計を示す。

（資料）IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*

図表27 ドル・ユーロ・円建て債券発行額
(100万ドル)



(注) アジア8カ国・地域は、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・ベトナム。
(資料) Asian Bonds Online

②債券市場統合の見通しと債券市場の課題

ASEAN金融統合の取り組みにおいて、債券市場を積極的に統合しようとする動きは今のところみられないようである。一方、ABMIにおいては、クロスボーダー取引の促進という問題意識に基づく取り組みがイニシアティブの発足当初から行われてきた。現在の主な取り組みは、CGIF（域内の社債発行に対する保証機関）の設立によるクロスボーダーを含めた発行の促進、Asian Bonds Online（アジア債券市場に関する情報を提供するウェブサイト）のアジア開発銀行による運営、ABMFにおける債券発行ルールの標準化と域内決済システムの整備・統合に関する努力、などである。

債券発行ルールの標準化については、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）の採用が目標とされている。これは、各国のプロ向け債券市場を相互承認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はない。2014年5月のASEAN+3財務大臣中央銀行総裁会合の共同ステートメントでは、「債券発行書類・手続きに関する各国の共通部分と相違部分を明確化する作業が進捗している」としているが、今のところ、具体的な発行には結び付いていない模様である。

債券市場の課題は、第1に、発行体の増加である（図表28）。投資家の場合と同様に、海外の発行体を招き入れることが一つの方法となる。中小企業による債券発行を可能とするため、信用力の低い債券の市場を構築することも求められる。

第2に、投資家ベースの拡大である。投資家ベースはある程度多様化しているが、流通市場の流動性の向上は不十分である（図表29）。投資家に関しては、海外投資家、国内投資家の双方を重視すべきである。投資技術水準が高く、多様な投資スタイルを有す

図表28 ASEAN 5 諸国の社債市場の現状と課題に関する概要

	シンガポール	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア
市場概況、発行体、発行商品	<ul style="list-style-type: none"> 2008年以降、社債市場は急成長。海外発行体もシンガポールで発行拡大。 スラックや人民元建て債券など、発行商品が多様化。 	<ul style="list-style-type: none"> 国債市場の拡大には限界が来ている一方、社債市場には拡大余地あり。 インドネシアやタイの発行体がマレーシアで発行。 証券化の拡大に期待。 	<ul style="list-style-type: none"> 国債に発行余地あり。社債は供給不足。政府系企業の発行がみられない。 低格付け債発行が比較的多いことが特徴的。 海外発行体の発行には規制あり。 スラックの発行増加に期待。 	<ul style="list-style-type: none"> 発行認可に要する期間が長い。 信用スプレッドが効率的なものとなっておらず、不正確。 発行体の数が限られる。1件当たりの発行規模が小さい。 	<ul style="list-style-type: none"> 市場の発展度はマレーシアの1990年代末頃に該当。 発行体の多様化が課題。 イスラム国家としてスラックの発展が期待されるが、市場はまだ小さい。
投資家	<ul style="list-style-type: none"> 民間銀行が中心。 国内投資家による対外債券投資は少ない。 	<ul style="list-style-type: none"> 「格付けの崖」が存在し、シングルA以下の債券への投資が稀少。 社債市場では個人投資家、海外投資家が少ない。 	<ul style="list-style-type: none"> 国債における海外投資家比率はある程度高いが、社債に対する投資は少ない。 	<ul style="list-style-type: none"> 個人投資家はほとんど存在しない。機関投資家も未整備である。 	<ul style="list-style-type: none"> 社債に対する個人投資家はほとんど存在しない。
流動性	<ul style="list-style-type: none"> 過剰貯蓄の環境下、社債投資のスタイルは基本的に持ち切り。 	<ul style="list-style-type: none"> 低格付け債の流動性は低い。 	<ul style="list-style-type: none"> 社債市場で過半の比率を占める個人投資家がキャピタル・ゲイン課税を受けるため、市場流動性が低い。 マーケット・メーカー機能が果たされていない。 	<ul style="list-style-type: none"> 取引額が小さく、流動性が低い。 	<ul style="list-style-type: none"> 社債市場の流動性は低く、リスク・プレミアムが大きい。

(資料) Asiamoney 記事より作成

図表29 国債市場の投資家構成

	中国	韓国	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア
銀行	77.0	18.0	31.9	13.0	31.6	33.7
年金基金	—	27.0	32.2	27.0	24.4	4.0
保険会社	5.4		5.8	23.0	—	13.0
投資信託等	4.8	21.0	—	—	—	4.3
海外投資家	—	10.0	28.2	17.0	—	32.5
その他	12.8	24.0	1.9	20.0	44.0	12.5

(注1) 中国・フィリピン・インドネシアは2013年12月、他は9月。

(注2) 国により分類の表現が異なることもあり、一部は推定による。

(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Mar.2014

る海外投資家の増加は、市場不安定化のリスクも伴うものの、メリットも大きいと考えられる。社債に対しても、海外からの投資が増加することが期待される。

一方、国内投資家に関しては、投資スタイルの多様化が望まれる。機関投資家の拡充という意味でも、年金制度の改善を推進すべきである。社債市場において不足しているのは

投資家ではなく発行体であるという見方もあるが、投資家の需要が多様化することにより発行が増加することも考えられる。また、年金基金・保険会社の運用規制や銀行の国債保有義務を緩和することも、社債への投資を増やす一つの方法である。

第3に、調和・標準化を視野に入れた市場インフラや制度の整備である。証券・資金決済システムの整備が特に重要であることは前述したが、そのほか、各国の格付け手法に関しても、何らかの標準化が望ましい。デリバティブ市場の整備や源泉徴収課税の撤廃なども不可欠である。

第4に、市場統合の推進である。ただし、銀行や株式市場と同様、債券市場も多様性に富んでいるため、有意義な統合のあり方について議論が続いている状況である。

(注8) マレーシア・タイ・インドネシア・ベトナムの銀行部門の詳細に関しては、Japan Research Institute Limited [2012]を参照。

(注9) この点に関連し、2014年2月、フィリピン中央銀行の高官は以下のように述べている。「フィリピンの銀行規模はASEAN諸国の中で相対的に小さく、現状で統合の利益を享受することは難しい。銀行は自国市場における地位を固め、リスク管理等を改善することで、統合に向けた準備を推進する必要がある。」

(注10) 日本経済新聞2014年10月10日付による。

(注11) 株式市場の分析に関しては、Oliver Wyman and CIMB ASEAN Research Institute [2013]ならびにKorea Institute of Finance [2014]を参考とした。

(注12) アジア債券市場の詳細に関しては、例えばShimizu [2014]を参照。

(注13) 日本経済新聞2014年7月27日付「アジア債投資急増」によれば、2014年1～5月に日本の投資家はアジア諸国（特にシンガポールやマレーシア）の中長期債を4,115億円買い越した（前年同期比約7割増）。また、同紙2014年8月12日付「国債→外債・インフラ、生保、低金利下の資産運用」によれば、大手生命保険会社が、専門部署の設置なども行って、アジアを含む新興国の

社債等への投資を増やし始めている。

(注14) 神尾 [2014] は、ドル建て債には低格付けのものが多く、債務返済のリスクが高まる可能性があると指摘している。

4. 金融システム整備のあり方

(1) 経済発展への貢献

①多様な金融サービスの提供

国内金融システムの強化は域内金融統合を推進するための前提となるが、もう一つ重要なことは、それが国内経済の成長と相互促進的な関係にあることである。

ASEAN諸国において金融システムが果たすべき役割について確認するため、例えば銀行部門を中心とする金融部門の今後の課題を示したマレーシアの金融部門ブループリント（2011年12月発表）をみると、2020年までの目標として、①マレーシアの経済成長に資する金融部門、②地域的・国際的な金融リネージュの強化、③金融システムの安定性の維持、④その他（金融システム発展の重要項目）、があげられている（図表30）。

このうち、まず、域内金融統合を目指す②の部分についてみると、「域内・国際金融統合の強化」においては、国内市場の外国銀行への漸進的開放、当局間の国際協力、対外取引促進のための金融インフラ整備、ラブアンIBFC（Labuan International Business and Financial Center）の役割強化などが提言されている。また、「イスラム金融の国際化」に

図表30 金融部門ブループリントの内容

マレーシアの経済成長に資する金融部門
1. 高付加価値・高所得経済のための効果的な仲介
2. 深くダイナミックな金融市場の整備
3. より平等な繁栄のための金融包摂
地域的・国際的な金融リネージュの強化
1. 域内・国際金融統合の強化
2. イスラム金融の国際化
金融システムの安定性の維持
1. 規制監督レジーム
2. ガバナンスとリスク管理の水準向上
3. 規制と域内・国際統合の拡大
金融システム発展の重要項目
1. 経済の一段の効率化のための電子決済
2. 消費者の強化
3. よりダイナミックな金融部門を支援するための人材開発

(資料) Bank Negara Malaysia, Financial Sector Blueprint 2011-2020

においては、市場参加者の拡大、ドキュメンテーションの標準化、規制・税制面の配慮の強化などが内容となっている（図表31）。

次に、国内経済成長の促進を図る①の部分についてみると、「高付加価値・高所得経済のための効果的な仲介」においては、経済成長に資する新たな金融手段（インフラ・ファイナンス、新規設立企業に対する資金供給な

ど）の整備が主な内容となっている。また、経済構造の変化に伴い、年金業務や富裕層向けビジネスなどが重要となること、銀行の競争力強化が求められることなどが指摘されている。

そのほか、「深くダイナミックな金融市場の整備」では、債券市場・為替市場・決済システムなどの整備により、バランスのとれた

図表31 イスラム金融資産の地域別残高（2013年6月末現在）

(10億ドル)

	銀行資産	スクーク残高	イスラム・ファンド資産	タカフル保険料
アジア	192.3	166.0	24.2	3.5
GCC	490.3	74.9	30.6	7.6
中東・北アフリカ (GCC以外)	518.3	1.2	0.4	7.1
サブサハラ・アフリカ	20.6	2.2	1.6	0.2
その他	62.2	1.0	12.1	0.01
合計	1283.7	245.3	68.9	18.3

(資料) Islamic Financial Services Board, Islamic Financial Services Industry Stability Report 2014

金融システムを整備することの重要性が強調されている。さらに、「より平等な繁栄のための金融包摂」では、マレーシアにおいても経済成長の促進や所得格差の縮小のために金融包摂が重要な課題となることが指摘されている。

以上はあくまでもマレーシアの事例であるが、金融部門が国内経済成長に資することは域内諸国に共通の大きな課題である。銀行部門に関して付言すれば、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。どのサービスが求められるかは、経済発展のあり方に依存することになる。なお、金融包摂の推進も、各国に共通の重要な課題である。

②実体経済の動向と金融システム

Walsh [2014] は、域内諸国の経済成長・発展の観点から、アジアの金融システムの課題を以下のようにまとめている。第1に、高成長の持続を支えることである。アジアは当面、世界平均を上回る成長を続けることが見込まれ、金融システムに求められる役割も大きい。第2に、インフラ整備に関連する膨大な資金需要を満たすことである。現時点で、ASEAN諸国のインフラの整備状況は十分とはいえない(図表32)。一方、都市化の進展、域内貿易の増加、通信・旅行への需要増加などに伴い、多様なインフラへの需要が急速に高まることが予想されている。こうした中、インフラ整備の資金需要を満たすことは容易ではない。第3に、人口構成の変化に伴って生じる資金運用・調達需要に応えることである。日本・中国・韓国など、高齢化が急速に

図表32 ASEAN諸国のインフラ指数

	ランク	スコア
シンガポール	2	6.41
マレーシア	29	5.19
タイ	47	4.53
ブルネイ	58	4.29
インドネシア	61	4.17
ベトナム	82	3.69
ラオス	84	3.66
フィリピン	96	3.40
カンボジア	101	3.26
ミャンマー	141	2.01

(注) 世界競争力報告2013-2014による。サンプル国は148カ国、スコアは1-7(高いほど良好)。

(資料) Asian Development Bank Institute [2014], p.167

進展している国では、貯蓄率の低下が見込まれることもあり、長期の資金運用手段の充実が求められている。一方、インド・インドネシアなど、労働力人口が拡大している国では、インフラ整備に加え、新たなビジネスや住宅などの多様な分野で企業・個人の資金調達需要が発生している。双方の国々の需要を満たすためには、クロスボーダーの金融仲介を拡充することが不可欠である。

そもそも、経済が成長すれば必要な資金調達額は増加するため、金融システムの規模は必然的に拡大する。また、経済の成熟化が進めば単純な収益機会は減少することから、金融機関はより複雑なビジネスに携わり、サービスを高度化させるとともに収益機会を海外に求める必要も生じる。

このように、経済発展とともに、金融システムは大規模化、複雑化、海外との統合深化の方向に向かう。本稿では、現状において域内金融統合の推進が容易ではないことを強調しているが、経済発展が着実に進むことにより、統合が深化する可能性も高まると考えることが出来よう。すなわち、経済と金融システムの相互促進的な発展を図ることが、域内金融統合の推進にも結び付くということである。これに伴い、統合の障害となる資本取引規制等の自由化や、金融規制等のリスクを抑制する仕組みの構築などの重要性も高まることになる。

③インフラ・ファイナンスと金融システムの課題

インフラ整備は、ASEAN経済共同体の構築においても重要なテーマと考えられている。インフラ整備は公共サービスの提供拡大を意味するとともに、人や物の移動に要するコストを低下させ、国内外における連結性（domestic and regional connectivity）を高めることにつながる。このことは、生産ネットワークの形成や各国の経済成長に多大な影響を及ぼす。2010年に採択されたマスタープラン（The Master Plan on ASEAN Connectivity）では、物理的なインフラ整備に加えて、物流面の制度的障害の除去や人々の社会的・文化的交流の促進が目標とされている。

インフラ整備を財政資金のみで賄うことは困難であり、PPP（Public-Private Partnership）の枠組みにより民間資金を導入することがポイントとなる。しかし、インフラ・プロジェクトは建設等の初期コストが高い一方、収入は使用料などの形で長期間にわたって発生する。このため、長期資金の調達が求められるとともに、複雑なプロジェクトに対する適切なリスク評価を伴うことが不可欠となる。インフラ・プロジェクトの実施には、ガバナンス・リスクや政治リスクを含め、多様なリスクが伴う。PPPにおいて官の側に十分な能力があるかも問題となる。アジアの貯蓄が豊富であるといっても、これをいかにインフラ整備に充てるかは大きな課題である。

従来は、銀行がインフラ・プロジェクトに対する主な資金供給者であった。しかし、バーゼル3において長期融資に対する必要資本が高まるなど、短期中心の預金を主な原資とする銀行による長期資金供給の拡大には限界が生じている。ここに、長期資金を原資とする機関投資家の投資が求められる理由がある。

機関投資家がインフラ・プロジェクトに投資する方法としては、第1に、未上場のインフラ・ファンドに投資する方法がある。こうしたファンドの残高は、最近では220億ドル程度に達しているという。第2に、エクイティではなく、プロジェクト・ボンドに投資するファンドやプロジェクトの証券化などを通じて債券に投資する方法がある。債券発行は一般的に長期・大規模の資金調達に適するが、債券市場を通じた資金供給を拡大するには、社債市場の整備や機関投資家の育成を一段と進めることが求められる。また、受容可能なリスクと利回りの組み合わせの実現を超えるべきハードルとなる。リスクに見合った利回りが得られる投資適格債券でなければ、機関投資家の投資対象とはなりにくい。したがって、政府による補助金拠出や信用補完が有効な手段となる。

また、プロジェクトのコストやリターンに関するデータの蓄積・透明化が、投資を促す手段として重要である。前例のない分野に投資することは容易ではなく、少なくとも今後発生するプロジェクトに関して、データを蓄

積していくことが不可欠である。

さらに、インフラ整備は複数国に関連する場合も多く、この点でも域内金融統合の進捗が求められることになる。このようなインフラ整備は、ASEANの国際競争力の向上とともに、域内格差の是正につながることを期待されている。

なお、資金調達面では、前述のASEAN Infrastructure Fundに対する日中韓の支援や、PPPにおける政府のスキルを高めるための能力構築なども課題として指摘される。

(2) 域内金融統合の促進策

域内金融統合を促進するためには、各国市場の強化に加えて、統合を進捗させるための対策の実施(クロスボーダー投資商品の開発、規制・制度の変更・調和、資本取引の自由化など)が求められる(図表33)。

ここでは、最近動きがみられるアジア・ファンド・パスポート構想について触れたい(注15)。これは、図表33に示した枠組みでいえば、規制・制度の変更・調和であると同時に、クロスボーダー投資商品の開発に該当する。

アジア・ファンド・パスポート構想は、2009年に投資信託業が活発なオーストラリアがシンガポール・香港に働きかける形で提唱し、その後、主にAPECにおいて議論されているものである。アジアの各国で認可された投資信託などの集団投資スキーム(CIS)が

図表33 クロスボーダー取引を促進するための必要事項

1. 域内・域外との経済・金融統合のあり方に関する議論の進展（金融統合のコスト・ベネフィットの議論）、各国の立場・意見の違いの克服
2. 各国債券市場の整備による市場発展段階格差の縮小（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、決済システムなど）
3. 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。
4. 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。
5. 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。
6. 諸制度ならびに市場インフラの変更・調和の実現（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）
7. 通貨に関する諸問題の解決（資本取引の自由化、域内通貨の国際化）

（資料）日本総合研究所作成

他のアジア諸国においても煩雑な登録手続き等を経ることなく承認され、販売可能となる制度である。そのためには当該CISが一定の基準を満たすことが必要であり、いわばCISの「安全基準」であると理解出来る。欧州では、UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）と呼ばれる同様のスキームが広く普及している。

投資信託の販売者にとっては、各国ごとに異なる認可手続きを省略することが出来、かつ、複数国の投資家に販売することで規模の利益を得ることが出来る。一方、投資家からみると、投資信託関連手数料の低下や購入商品の多様化などが期待出来る。投資信託の販売者がアジア域内に属していれば、全体として域内資金循環を促進することが期待される仕組みである。

2013年9月にオーストラリア・韓国・ニュージーランド・シンガポールの間で趣意書が合

意され、4カ国によるファンド・パスポートのパイロット・プログラムが開始された。その対象は、個人投資家向けに販売が可能な集団投資スキームと定められている。さらに、2014年4月には市中協議文書が公表され、タイ・フィリピンがプログラムに加わった。実際には各国の法改正等が必要となるため、運営が開始されるのは2016年となる見込みである。今回明らかにされた内容では、アジアの資産運用業界の競争力強化や投資家保護の確保を図るために、ファンドの基準は相当に厳格なものとなっている。

また、2013年10月には、ASEAN金融統合の取り組みの中でシンガポール・マレーシア・タイが同様のプログラムの設立で合意した（前述）。これは、主にシンガポールがイニシアティブをとって推進しているものである。将来的には、複数のプログラムの間で調整が必要となる可能性もあろう。なお、中国と香

港の間でも、ファンドの相互承認制度の実施が検討されている。

一方、UCITSは、欧州域外にも拡大している。その中心はアジア、特にシンガポールと香港である。UCITSは欧州の制度であり、その内容に対してアジア諸国が影響力を行使することは出来ない。域内金融統合を促進する観点からは、「アジア基準」が整備されることは望ましいといえよう。ただし、ファンド・パスポート制度は、域内諸国の制度の調和・相互承認を要するものであり、各国の思惑が制度構築の成り行きに反映されている。域内統合に伴う各国間の利害調整や後発国支援などの必要性は、この制度においても存在することに留意すべきであろう。

(注15) 伊達[2011]、岡田[2014a][2014b]を主に参考とした。

5. 域内金融統合を進めるためのポイント

(1) 欧州金融統合の経験

① 欧州金融統合進展の経緯

本節では、欧州金融統合の経験を振り返り、ASEAN金融統合に対するインプリケーションについて考えたい(注16)。欧州では、財・サービス・資本・労働の域内自由移動を定めた85～92年EC市場統合計画を実現する中で、金融統合への取り組みが実施された。その内容は、①資本取引の完全自由化、②金融

機関の域内単一免許(ライセンスの相互承認)および域内証券取引所への会員証券会社の自由なアクセス、③各国金融規制の最低限の調和、などである。

資本取引の自由化は60年代初頭以降停滞していたが、86年以降、ECの指令(Directives)に基づく段階的な自由化が実施され、90年7月に完全に達成することが定められた(スペインなどは92年まで)。通貨統合の実現による金利低下を期待して、イギリスやスペインなどの周辺諸国に資本が流入したが、通貨統合への疑念が生じると資本が流出し、92年に欧州通貨危機が発生した。その解決策として為替変動幅が15%に拡大されたが、このことは、金融政策の自律性が残る中での自由な資本移動が為替変動を伴わざるを得ないことを示していた。

次に、規制の調和についてみると、加盟国の法律の調和は容易でないことから、85年の欧州委員会の『域内市場の完成』(Completing the Internal Market)という白書の中で、最低限の調和と相互承認を組み合わせる戦略が打ち出された。しかし、相互承認といえども実現は容易ではなく、クロスボーダー取引はなかなか増加しなかった。欧州にはユーロ債市場という低コストで債券を発行出来る効率的なオフショア市場がすでに存在していたことも、各国市場の統合が進捗しない要因となった。

99年の通貨統合の実現に伴い、域内で共通

の金融政策が実施されることになったことから、短期金融市場や国債市場を中心に金融統合を実現する重要性が高まった。同年5月、欧州委員会は「金融サービス行動計画」を発表した。その中で、4つの戦略目標（単一EUホールセール市場、開放的で安全なリテール市場、最新の健全性規制監督、その他（税制など））が設定された。

さらに、証券市場に限定したものとして、2001年、「欧州証券市場規制に関する賢人委員会最終報告書」（ラムファルシー報告）がまとめられた。これは、欧州金融統合を進めるにあたり、既存の複雑な証券関連立法プロセスに問題があると指摘し、改善提案を行ったものである。この提案により、欧州証券委員会（ESC）、欧州証券監督者委員会（ESRC）の2つの規制監督組織が新たに設立された。このような規制監督体制の見直しは2002年に銀行・保険分野にも拡大され、ラムファルシー・プロセスと呼ばれる。

しかし、これに基づく規制監督の調和の実績は、十分なものではない。規制監督に関しては適切なモデルに関する合意が存在しないため、調和は極めて難しい。ルクセンブルクやイギリスなどの金融センターは、他国と規制が異なることを競争力の源泉にしているという問題もあった。

一方、市場インフラなどの実態面で金融統合を促進する努力として、①金融政策の効果波及を図るためのプログラム、②株式・債券

市場を強化・統合するためのプログラム、③企業・個人向け金融を統合するためのプログラム、が実施されている。これらは、TARGETと呼ばれる資金決済システムの導入、短期金融市場や短期証券市場の統合の促進、証券決済の一元化、銀行口座決済の一元化、などを内容とするものである。

こうした努力の結果、金融資本市場の統合（市場間の利回り格差の縮小、業種別収益率の相関の上昇、クロスボーダー取引の増加など）は着実に進展した。クロスボーダー取引の増加には、法規制の調和が緩やかながら進んだことも貢献しているが、最大の要因は通貨統合による為替リスクの消滅であろう。ただし、銀行の個人向け業務など、相対的に統合が遅れている部分もある。

以上の欧州の経験から、金融規制監督の調和が困難な課題であることが示唆されよう。一方、決済システムなどの市場インフラに関しては、比較的統合が進みやすい部分があると思われる。このような部分に一層注力することが、全体的な統合推進のためには重要であろう。

②欧州危機の発生

通貨統合により、域内の周辺諸国に資本が流入した。その結果、それらの国では、資産価格バブルや、通貨の増価による国際競争力の低下などが発生した。その後、世界金融危機が起こると、欧州の銀行の経営が悪化し、

その救済負担などから国家財政も悪化した。域内金融統合がある程度進んでいたため、各国の銀行は域内諸国の国債を保有しており、銀行経営と財政収支の悪化が悪循環的に進行した。

欧州危機の一つの原因として、金融規制監督の甘さを指摘することが出来る。金融規制の調和はある程度進みつつあったが、銀行監督は各国の所管事項となっていた。そのため、危機への備えとしての健全性規制、預金保険制度、銀行処理制度、流動性支援体制などが、クロスボーダー取引が拡大した現状に対応出来ていなかった。

こうした経験から、Volz [2013] は、域内金融統合の進展に伴って地域的な金融監視・監督組織を作ることが不可欠であると強調している。

(2) まとめ

①域内諸国間の利害調整や後発国支援が重要

最後に、域内金融統合を推進するためのポイントについてまとめる。域内金融統合とは、金融資本市場においてクロスボーダー取引が増加すること、そして、そのために各国の市場が相互に利用しやすくなることを意味する。そのために必要なこととして、資本取引の自由化、規制・制度・市場インフラの調和・相互承認などが含まれる。

ASEAN金融統合には、多様なメリットがある。これは、規模の経済が得られること、

域内の金融システムの競争力が高まり提供されるサービスの質や量が向上すること、それにより各国の経済発展や実体経済統合が支援されること、域内諸国の経済・金融システムの格差が縮小すること、域内資金循環が拡大して域外資金への依存度が低下すること、などである。域内の相対的な後発国にとっても、利益は大きいはずである。

ただし、ASEAN諸国の金融システムは一般的に小規模であり、域内諸国間の格差も大きいことが特徴的である。域内統合の担い手は民間部門の経済主体であり、統合は競争の激化も意味する。そこでは、全員が勝者となることはありえない。ヒトやモノの統合では、相対的な後発国にも低賃金や豊富な天然資源などの有利な要素を見出せる場合があるが、金融に関してはそうした要素はほとんどない。金融取引のこのような性質が、域内金融統合を進める難しさをもたらしている。このように考えると、域内諸国間の利害調整や格差の縮小が重要である。格差の縮小のためには、相対的な後発国への金融技術支援体制を強化することが不可欠であるが、そのプロセスには長い時間がかかると思われる。

競争を促進すべきか、あるいは抑制すべきかの判断は、多くの配慮のもとにケース・バイ・ケースでなされる必要があり、バランスが要求される。

②経済発展への貢献を統合推進の基準に

統合推進の過程では、金融システム本来の目的である経済発展への貢献が目標として重視されるべきである。Volz [2013] は、「銀行部門の域内統合は貿易金融やインフラ・ファイナンスを重視することで域内の経済発展への貢献を目標とすべきであり、アジアの銀行が国際的なリーディング・バンクになることを目指す必要はない」と述べている。域内の経済発展と金融統合の進展が相互促進的な関係にあると考えられることにも、留意が必要である。実体経済活動の支援に貢献しない過度の利益追求を抑制し、健全かつ強固な金融システムの形成を目指すことが最も重要であろう。

具体的には、銀行の場合、どのような企業・個人に融資を行うか、どのようなビジネスに注力するかが重要となる。また、株式・債券市場の場合、どのような発行体を呼び込むか、どのような商品を発行するかがポイントとなる。

全体として、生産的な目的への資金配分が求められる。現状において特に重要なのは、インフラ・ファイナンスであろう。また、高齢化、中間層の拡大、自然環境の悪化、災害の増加などに対処するかも、金融システムの課題といえる。

③リスクへの対処が不可欠

域内金融統合には、対外開放によるリスク

の増加が伴う。資本取引の自由化には、健全なマクロ政策運営や国内金融システム整備が前提となる。経済・金融の発展段階が低いほど、前提の満足度は不十分である。統合は相対的な後発国にも大きな利益をもたらすが、これらの国が直面するリスクは域内で最も大きいといえる。自由化の前提条件が満たされていないければ、統合による利益を十分に享受することは出来ない。したがって、「準備が出来た国から統合に参加する」アプローチは、必然的な選択といえる。資本取引の完全自由化の実現は、どの国にとっても簡単な目標ではない。

リスクを抑制するには、危機に備える体制の構築も重要となる。その内容は、資本フローのモニタリング、緊急時の流動性支援体制の強化、金融規制の強化、金融監督体制の整備、などである。こうした備えは地域的なものとして構築することが不可欠であり、規制監督体制の調和を図ることが求められる。ASEANにおいては、地域統合を推進する中心的な機関が存在せず、各国の自主性が尊重される形で統合が進んでいる。こうした中、金融規制の調和や地域的な金融監督組織の設立は、長期的な課題となる。そのような制約の下で、統合の推進とリスク管理のバランスをとっていかなければならない。

97年の通貨危機以降、アジアの金融システムが甚大な金融危機の震源となったことはない。ASEAN諸国には、金融システムの健全

性を維持しつつ、域内金融統合の進展を実現していくことが求められる。

④各国金融システムの強化が最大のポイント

各国金融システムの強化は、域内統合を推進する上で前提となる。そのために必要となる具体的な課題として、銀行に関しては、業務の効率化、新規ビジネスの開拓、人材育成、銀行間の合併促進などがあげられる。また、株式・債券市場に関しては、発行体や投資家の拡大、人材育成、金融商品の開発、市場インフラ・制度・規制の整備と調和、流通市場の流動性の改善などがあげられる。国内投資家の拡大は、資本フローへの対応という観点からも非常に重要である。クロスボーダー取引を行う発行体や投資家が増加することにより、市場の拡大・発展の加速が期待される。

ASEAN金融統合の進展とともに各国金融システムの強化が実現すれば、経済発展への貢献やリスクへの対処にもつながる。さらに、域外からの資金を受け入れる態勢も整うことになる。このように、域外に開いた統合を可能とする強固な金融システムを構築することが、長期的な観点からも最も重要な目標と考えられる。

(注16) 清水 [2010]、Volz [2013] を参考とした。

参考文献

1. アジア諸国との金融協力等に関する専門部会 [2014]「報告書」(関税・外国為替等審議会 外国為替等分科会、財務省、6月24日)
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. 乾泰司 [2014]「アジアにおけるクロスボーダー決済インフラの整備と今後の展望」(「日立総研」、3月号)
4. 岡田功太 [2014a]「進展するアジア地域ファンド・パスポート構想」(野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、Winter)
5. 岡田功太 [2014b]「アジアで複数の制度整備が進展するファンド・パスポート構想」(野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』、Summer)
6. 加賀隆一 [2013]『実践 アジアのインフラ・ビジネス』(日本評論社)
7. 神尾篤史 [2012]「ASEAN資本市場統合の取組み」(大和総研、8月)
8. 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)
9. 神尾篤史 [2014]「アジア新興国の低格付け債券等に流入するマネー」(大和総研、7月)
10. 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)
11. 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)
12. 清水聡 [2012a]「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)
13. 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『アジア・マンスリー』Vol.12 No.133、4月)
14. 清水聡 [2012c]「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)
15. 清水聡 [2013a]「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)
16. 清水聡 [2013b]「進展するアジア金融統合と日本の戦略」(日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.13 No.51)
17. 清水聡 [2014]「アジアにおける証券化取引の現状と期待される役割」(日本総研調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.14 No.53)
18. 伊達信夫 [2011]「アジア・ファンド・パスポート構想への期待」(国際通貨研究所『国際金融トピックス』No.193、4月25日)
19. 豊巻雄規 [2014]「ファンドパスポートの進展」(三菱UFJ信託銀行『三菱UFJ信託資産運用情報』、8月号)
20. 日本銀行決済機構局 [2014]「ASEAN+3のクロスボーダー証券決済インフラに関する報告書」(5月16日)
21. 林宏美 [2013]「アセアンの域内金融統合に向けて—公表されたブループリント「アセアン金融統合への道筋」—」(野村資本市場クォーターリー、Summer)
22. 林宏美 [2014]「アセアンにおける銀行への外資出資規制と最近の動き」(野村資本市場クォーターリー、Spring)
23. 山中崇 [2013]「ASEANの銀行セクター統合について」(国際通貨研究所Newsletter、12月)
24. ASEAN [2008]“ASEAN Economic Community Blueprint.”
25. ASEAN Finance Ministers’ Meeting [2014]“Joint Ministerial Statement of the 18th AFMM,” Apr. 5.
26. Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, various issues.
27. Asian Development Bank [2013]“The Road to ASEAN Financial Integration.”
28. Asian Development Bank [2014] *Asian Development Outlook*, Apr.
29. Asian Development Bank Institute [2014]“ASEAN 2030 : Toward a Borderless Economic Community.”
30. BIS [2014] *Annual Report*, 2013/2014, Jun.
31. DAI-Nathan Group [2013]“Impact of ASEAN Capital Market Integration on Indonesia’s Capital Market and Economy,” Jan.
32. Ding, Ding, W. Raphael Lam and Shanaka J. Peiris [2014]“Future of Asia’s Finance : How Can It Meet Challenges of Demographic Change and Infrastructure Needs?” IMF Working Paper No.126, Jul.
33. IMF [2013] *Global Financial Stability Report*, Oct.
34. IMF [2014] *Global Financial Stability Report*, Apr.
35. Japan Research Institute Limited [2012]“The Roles and Functions of the Banking Sector in the Financial System of the ASEAN+3 Region”, ASEAN+3 Research Group Final Report, Mar.
36. Korea Institute of Finance [2014]“SWOT Analysis on the Capital Market Infrastructures in the ASEAN+3 Member Countries and Its Implications”, ASEAN+3 Research Group Final Report, Feb.
37. Lee, Choong Lyol and Shinji Takagi [2013]“Deepening Association of Southeast Asian Nation’s Financial Markets,” ADBI Working Paper Series No.414, Mar.
38. Oliver Wyman and CIMB ASEAN Research Institute [2013]“Lifting-the-Barriers Roundtable : Capital Markets,” Network ASEAN Forum.
39. Penelitian dan Pelatihan Ekonomika dan Bisnis [2014]“SWOT Analysis on the Capital Market Infrastructures in the ASEAN+3 Member Countries and Its Implications”, ASEAN+3 Research Group Final Report, Feb.
40. Shimizu, Satoshi [2014]“Asian Bond Markets Initiative : The way forward,” in Kinkyō, Takuji, Yoichi Matsubayashi and Shigeyuki Hamori ed. *Financial Globalization and Regionalism in East Asia*, Routledge.
41. Simmons, Catherine, Nick Wright and Hon Cheung [2011]

-
- "The Prospects and Challenges of Southeast Asian Financial Integration," *VISION FOCUS*, State Street, Oct.
42. Singh, Datuk Rangit Ajit [2009] "ASEAN Capital Market Integration Issues and Challenges," in *ASEAN: Perspectives on Economic Integration*, SR002, LSE IDEAS, Jun.
43. Thomas, Matthew [2014] "How to cultivate Asia's flagging bond growth," *Asiamoney*, May.
44. Volz, Ulrich [2013] "ASEAN Financial Integration in the Light of Recent European Experiences," Paper prepared for a special issue of the *Journal of Southeast Asian Economies*, May.
45. Walsh, James P. [2014] "The Future of Asian Finance," *Finance & Development*, Jun.
46. Wihardja, Maria Monica [2013] "Financial Integration Challenges in ASEAN beyond 2015," ERIA Discussion Paper Series, Nov.