

「グローバル金融」から「ローカル金融」へ 現地通貨建て市場を活用した金融の新しいグローバル化

奥 雄太郎



CONTENTS

- I 金融危機後に拡大した「現地通貨建て」の金融市場
- II アジア現地通貨建て金融市場の現状
- III 本邦金融機関の「現地化」に向けて

要約

- 1 金融危機時、アジア地域においては「現地通貨建て」の資金調達が増した。その背景として、①急激な信用収縮により、ユーロ市場など従来の資金調達市場が機能しなくなったこと、②割安なスワップ（キャッシュフローの交換）コストを活用し、「現地通貨⇒ドル転換」を行う「人工的ドル調達」が活発に行われたことなどが挙げられる。加えて、③アジア地域の景気刺激策（公共投資増）に伴い、現地市場での調達ニーズが増したことも挙げられる。
- 2 現地通貨建て資金調達が可能になったのは、アジア各国において、特にアジア通貨危機後に金融・資本市場が成長してきたためで、株式市場、債券市場の整備、機関投資家の規模拡大などが背景にある。通貨スワップ協定による各国通貨の安定化も、域内債券保証機関構想によるさらなる市場拡大などが、このような動きを後押ししている。
- 3 日本企業も、上述の金融市場の整備に加えて、新興国における現地販売の強化の必要性から、資金調達の軸足を各国の国内金融市場に移行していく可能性がある。このような状況下、本邦金融機関は、①金融グループとして事業領域を定義し、現地事業体制を構築する、②グローバルなリスクテイクを最適化する、③調達手段・通貨をグローバルに最適化する、④多国籍取引のための金融インフラを形成する——といった形で事業構造を再編していくことが求められている。

I 金融危機後に拡大した「現地通貨建て」の金融市場

1 国際金融市場の収縮

金融取引の発展が、金融機関のグローバル化と国際金融市場の拡大によって牽引される時代が、1980～90年代以降しばらく続いてきた。それに伴い、ロンドンのような国際拠点で組成される金融取引が伸長するとともに、国境や業態をまたいだ巨大金融コングロマリット（複合企業体）が出現することとなった。

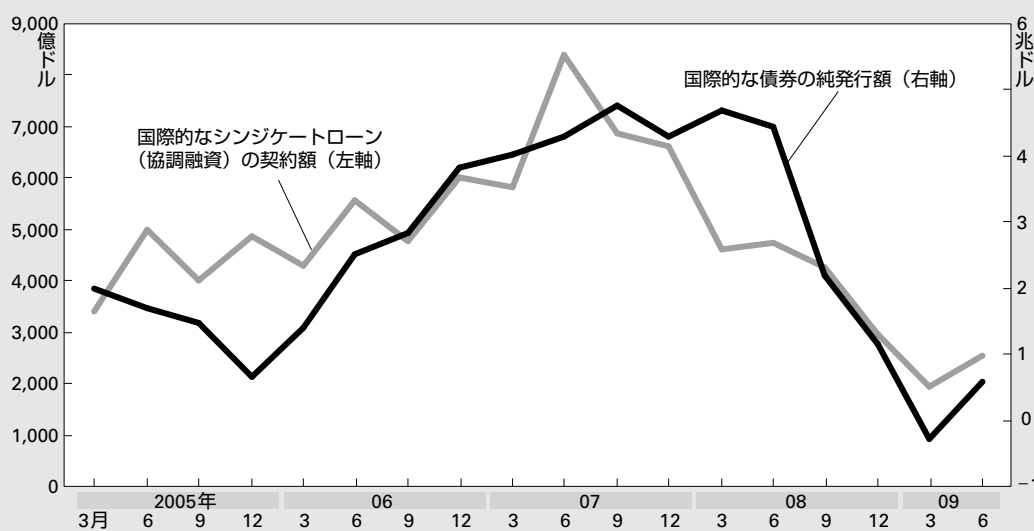
金融取引が国際化した大きな理由の一つは、ロンドンなどの金融拠点（国際金融市場）において巨額の取引が自由にできるようになったためである。とりわけ、「ユーロ市場」と呼ばれる金融の「プロ」同士の契約に基づいた自由な市場での取引が活発化し^{注1}、このような取引を可能ならしめる法規制の枠組み、金融関連の専門家を備えた市場が繁栄することとなった。

しかし、2007年8月の「サブプライムロー

ン危機」、2008年9月のいわゆる「リーマン・ショック」を契機として、国際金融市場が一時的機能停止に陥り、多くの企業の資金調達が滞る事態となった。図1は、年ごとの国際債券発行およびシンジケートローン（協調融資）契約額を示したもので、2008年の後半には急激な落ち込みを見せている。国際的な金融取引の麻痺という事態が現出したのである。

その背景として、2007年後半以降、欧米の金融機関が流動性不足に陥り、主要な調達通貨である米ドル（以下、ドル）の需給が逼迫したことが挙げられる。ドル市場における流動性枯渇のため、各資金調達主体はユーロ、円、ポンドなど他のハードカレンシーでの調達を試みたため、ドルからユーロや円へと流動性危機が伝播する結果を招いた。加えて、金融市場におけるカウンターパーティ・リスク（取引先リスク）が顕在化し、信用スプレッド（同じ年限の国債指標銘柄と当該社債の利回りの差）が拡大したことも打撃となった。

図1 国際金融市場での取引



注) 純発行額は、前年同期比の増減
出所) 国際決済銀行 (BIS)

従来安定していると見られてきたグローバル市場が思わぬ脆弱性を示したのに対し、今回の一連の金融危機に際して存在感を高めることになったのが、各国国内のローカルな金融市場である。「ローカル市場」とは、狭義には「居住者による、居住者に対する自国通貨建ての市場」を指す（国際決済銀行〈BIS〉統計ではこの定義が用いられている）。ただし、後に触れるように、金融危機時に、「非居住者による、居住者に対する当該国通貨建て」の取引も拡大した。

図2は、BISによる債券市場に関するデータである。債券発行全体（国内・国際債券発行の合計）に占める国内債券（居住者による、居住者に対する自国通貨建ての債券）の比率は、2007年第4四半期から08年第4四半期にかけて大きく上昇した。

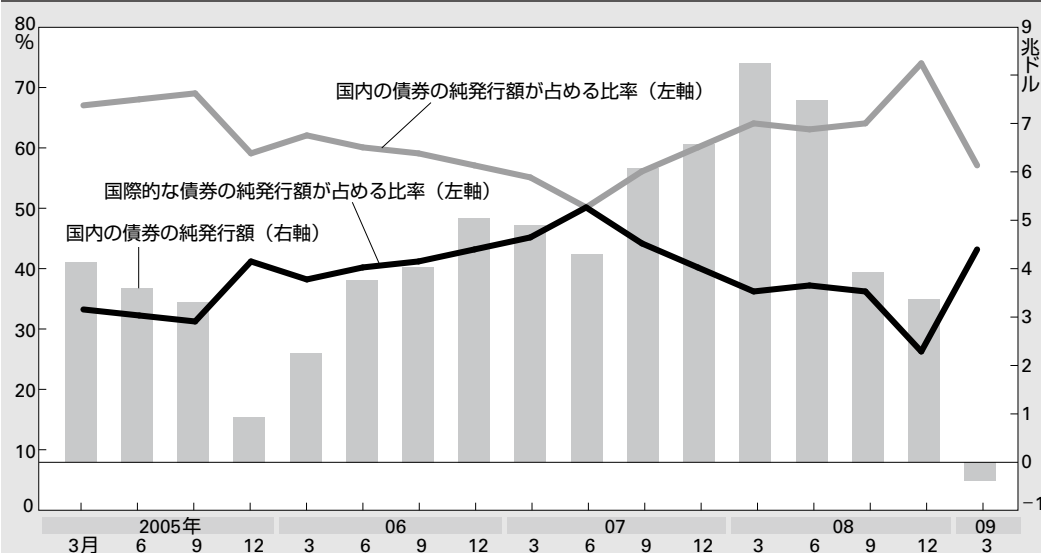
金融危機に伴い、信用収縮は多かれ少なかれどの国でも生じていたものの、資金の流動性に関してはドルほど需給が逼迫していなか

った通貨も多かったため、これまで国際金融市場を使っていた市場参加者が自国（通貨）市場に戻っていったものと考えられる。このことが、各国国内（通貨）での調達が増えた理由の一つになっている^{注2}。

2008年第4四半期の数値を見ると、各国の国内債券発行額自体は減っているにもかかわらず、全体に占めるその比率は75%に達している。つまり、リーマン・ショック後は国内金融市場での調達も減少したことになるが、ユーロなどの国際金融市場はそれ以上に機能が停止したということである。

これらの国内債券市場の国別構成比率を見ると、半分以上を日米両国が占めている（日本は国債が多い。また米国は従来から、国際市場というより世界最大のローカル市場である）。ただし、日本以外のアジアの国においても、債券の発行額が大きく伸びている点は重要である。残高の推移を見ると、国内債券市場に占めるアジア新興国（中国、インドネ

図2 国内市場での債券発行額およびその全体に占める比率の推移



注1) 「国際的な債券 (international debt securities)」とは、①非居住者によって発行された債券、②または、居住者によって発行された債券で、③自国通貨建てで非居住者向けに発行された債券、④ないしは外貨建て債券を指す。「国内の債券 (domestic debt securities)」とは、居住者によって自国通貨建てで発行された債券を指す

2) 純発行額は、対前年同期比の増減
出所) 国際決済銀行 (BIS)

シア、マレーシア、フィリピン、タイの5カ国)の比率は、2005年3月の2.2%から、09年3月の4.5%へと倍増しており、金融危機時を含めて安定して上昇ペースであった。

このような国内債券市場での調達拡大は、単純に金融のグローバル化が一時停止したというよりも、より構造的な変化である可能性が高い。国際金融市場が担っていた役割の一部を、各国通貨建ての国内金融市場（ハードカレンシー市場も含むが、新興国通貨市場の成長も著しい）が担うようになったと考えることができるのである。そうであれば、現地通貨建ての国内金融市場の拡大は、不可逆的な変化といえる。

2 現地通貨建て市場を通じたドル調達

各国の国内債券市場での調達拡大は、単純に「現地通貨」に対する需要だけが支えているわけではない。前述のように、現地通貨を調達しドルにスワップ（キャッシュフローの交換）する取引が増えた点は注目に値する。

従来、国内金融市場といえば、当該国の企業や政府・政府関連機関が、国内業務のために資金調達をする（あるいは、国外業務のための調達であっても、国外で調達しづらい場合に補完的に調達する）という位置づけであった。さらに、当該国に進出している外国系企業もその国の国内金融市場を活用するケースは多くなく、資金調達は国際金融市場や本国市場で行い、必要に応じて現地通貨にスワップすることが多かった。これは、現地通貨の為替規制などにより調達や運用が難しかったこと、他方で国際金融市場や本国市場では大規模な調達が柔軟にできたこと、特に日本

企業の場合は進出先の現地販売よりも親会社子会社間・企業間の取引が多く、これらの間の取り極めにより設備投資を工面するとともに、運転資金も最小化できるケースが多かったことなどが背景にある。

しかし、今回の危機において、これまで国際金融市場で調達していたグローバル企業・金融機関が、各国の国内金融市場での調達を活発化させた。それも、日本のサムライ債

表1 マレーシアおよびタイにおける非居住者の現地通貨建て起債

発行 年 月/日	満期	発行体	国	発行総額 (100万ドル)	
マレーシア					
2007 1/26	2017/02/08	アジア開発銀行	フィリピン	143.013	
08 1/24	23/02/03	ガルフ・インベストメント	クウェート	306.176	
	1/24	ガルフ・インベストメント	クウェート	306.176	
	2/29	13/03/12	韓国輸出入銀行	韓国	312.969
	2/29	18/03/12	韓国輸出入銀行	韓国	312.969
	3/10	09/04/07	GEマナー・インディア	インド	6.202
	3/10	09/04/07	GEマナー・インディア	インド	2.481
	3/18	13/03/29	インドステイト銀行	インド	156.226
	3/19	18/03/27	華僑銀行	シンガポール	314.673
	4/2	18/04/11	インダストリアル・バンク・オブ・コリア (中小企業銀行)	韓国	189.119
	4/2	13/04/11	同上	韓国	189.199
	4/4	11/04/15	同上	韓国	62.647
	4/7	11/04/15	同上	韓国	62.745
	5/8	11/05/16	現代キャピタル・サービス	韓国	202.008
	5/28	10/06/11	ウリィ銀行	韓国	163.909
	5/28	11/06/10	ウリィ銀行	韓国	163.909
	5/28	15/06/11	ウリィ銀行	韓国	163.909
	6/6	18/06/06	華僑銀行	シンガポール	184.849
	6/18	13/07/01	農協	韓国	92.353
	6/18	11/07/01	農協	韓国	92.353
タイ					
2007 4/4	14/04/05	エミレーツNDB PJSC	アラブ首長国連邦	61.932	
	11/30	17/12/11	中米経済統合銀行	ホンジュラス	77.343
08 6/24	11/07/04	シティグループ	米国	73.175	
	6/25	11/06/30	フランス開発庁	フランス	45.014
	7/30	18/08/07	韓国輸出入銀行	韓国	105.235
	7/30	11/08/07	韓国輸出入銀行	韓国	105.235
出所) トムソンロイターデータベース (トムソンロイターが把握していない債券も存在するため、上記のデータがすべてではない)					

出所) トムソンロイターデータベース (トムソンロイターが把握していない債券も存在するため、上記のデータがすべてではない)

(円建て外債)のような確立された国内(向け)市場だけでなく、先進国の大企業が新興国の市場で起債するようになったのである³³⁾。

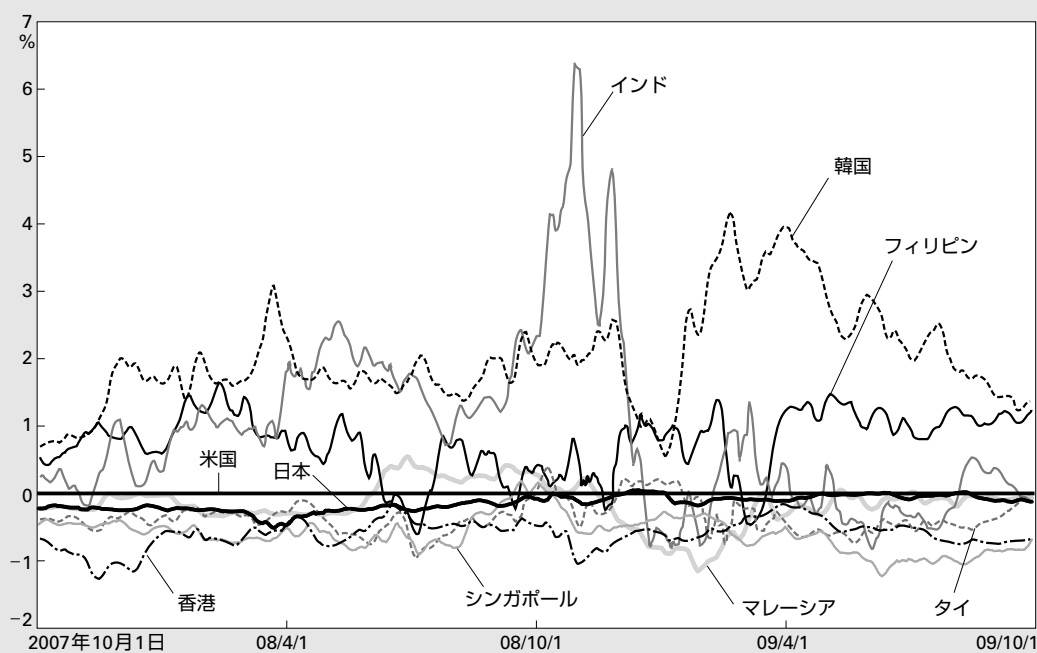
前ページの表1は、マレーシアおよびタイにおける非居住者の現地通貨建て起債実績である(2007年以降のデータだが、両国とも06年まではほとんど実績がない)。国際的な企業・金融機関、とりわけ韓国、インド、中東などの発行体が、両国市場で活発に起債していることがわかる。これらの発行体(特に韓国)は、市場への金融危機の影響が米欧以上に大きかった国で、国外市場での起債をせざるをえなかったというのが現実だが、これを機にマレーシア、タイ両国において、非居住者の起債に関する議論が本格化し、制度も整備されるという効果がもたらされた。韓国の発行体のなかでも最も活発に起債を行ったのは韓国輸出入銀行であり、アジア通貨のほか、メキシコペソ、ブラジルリアルでも起債している。

これらの非居住者発行体のほぼすべてが、調達した現地通貨(マレーシアリングgitやタイバーツ)を即時にドルにスワップしている。つまりこれらの発行体は、ドルを調達するために現地通貨建て市場を活用しているのである。マレーシア、タイともに、金融危機時にあっても流動性が潤沢であり、国際金融市場でドル調達が難しくなった企業にとっても、比較的好条件で資金調達が可能だったためである。

さて、現地通貨建ての資金調達コストを決める条件は、「スワップコスト」「信用スプレッド」の2点である。

スワップの取引については、パーツの場合は、①パーツ固定金利(社債の場合は通常固定金利)を変動金利に変換する「金利スワップ」、②パーツ変動金利および元本を、ドル変動金利(ドルLIBOR)および元本に変換する「通貨スワップ(ベシススワップ)」——を行う(金利スワップとベシススワッ

図3 現地通貨建てで調達し米ドルに転換した場合のコストメリット(対米ドル建て調達比)



出所) ブルームバーグのデータより作成

プを合わせた取引が「クロスカレンシー・スワップ」である)。ベーススワップの値(スプレッド)は大きく変動し、現地通貨建ての債券をドル建てに転換するコストはプラスにもマイナスにもなりうる。コストがマイナスである場合、ドルで調達するよりも、現地通貨で調達し、ドルに転換したほうが有利である。

図3は、現地通貨建てで調達し、ドルに転換した場合のコストメリット(対ドル建て調達比)を示したものである。グラフ上の数値が正の値の場合、ドルで直接調達する場合に比べて、現地通貨で調達したうえでドルに転換するコストのほうが高いことを意味する。それに対し、負の値の場合、現地通貨で調達したうえでドルに転換したほうがコストが低いことを示している。日本、シンガポール、香港のほか、マレーシア、タイもおおむね低コストでの調達が可能であったことがわかる。これが、前述のように、両国での非居住者起債が急に活発化したことの背景にある^{注4}。

第2に信用スプレッドであるが、国際的な格付機関が行う格付と、各国の国内格付機関が行う格付とは目盛り(スケール)が異なるため、単純な比較はできない。ただし、両方の格付を取得している発行体について見ると、マレーシア、タイなど現地通貨の債券市場のほうが、信用スプレッドの低いケースが多いようである。

その一つの背景として、アジア発行体のデフォルト(債務不履行)確率が低いことが挙げられる。たとえば、国際格付においてBB格付の企業が、ある国の国内格付ではAA格付であるとする、国際格付のBBと国内格付のAAとはほぼ等しい信用リスクを示して

いると見ることができる。しかし、アジアの多くの格付機関について比較すると、国内格付AAのデフォルト確率は、多くの場合、国際格付BBのデフォルト確率よりもかなり低い(日本のR&I〈格付投資情報センター〉、マレーシアのRAM、タイのTRIS、インドのCRISILの国内格付についてこのことがいえる)。このようなデフォルト確率を踏まえて投資家が信用リスクを価格付けしているかどうかは不明であるが^{注5}、非居住者が起債する際に、格付の読み替えによってコストを下げる余地があるのは事実である^{注6}。

3 現地通貨建て金融取引ニーズの活発化

今後、こうしたスワップによるドル調達にかぎらず、現地通貨を調達するための国内金融市場の活用が拡大していくことは必至である。特に、金融危機に伴う経常収支の不均衡(グローバルインバランス)^{注7}の段階的縮小の影響が次第に現れてくるものと考えられる。

従来、米国の政府・企業・家計各部門の債務拡大が、いってみれば「世界経済のエンジン」として機能していたが、今後米国は債務を順次減少させていく方向と見られている。そして、米国の内需に頼らずに国内の経済成長を維持するために、公共事業などを通じた債務増大が世界各国で予測されている。家計部門についても、とりわけ新興国においては、個人向け信用(クレジットカード、消費者ローンなど)の普及が急速に進んでいる。したがって、金融取引では、次第に、世界市場に対する「現地通貨」市場の占める比重が増えていく可能性が高い。

それに合わせるかのように、アジアの新興

各国では、現地通貨建ての金融市場の整備が着々と進んでいる。国内の貯蓄を国内の投資機会に循環させるという長年の課題も、現地通貨建て市場の整備によって解決されていく可能性がある。

II アジア現地通貨建て金融市場の現状

1 対外借り入れの抑制と国内金融市場の整備

本章では、発展著しいアジア諸国の現地通貨建て金融市場の現状についてレビューする。なお、ここでアジアという場合、新興諸国である中国およびASEAN（東南アジア諸国連合）諸国を指すこととする^{注8}。

アジアの多くの国は、1997、98年の通貨危機により、金融市場および経済全体にわたって壊滅的な打撃を受けた。1人当たり所得で見ても、マレーシアの所得が危機前の水準に回復したのは2004年、タイでは06年になってからのことであった。

そもそもアジア通貨危機を深刻化させた要因は、銀行ないし企業セクター（国によって異なる）が短期の対外借り入れに依存していたことであった。これは、現地通貨での調達手段および資金量が限られていたためであるが^{注9}、通貨が急に下落すると、これら短期対外債務の返済不安がただちに生じ、それがさらに通貨安を呼ぶというスパイラル（循環）に陥った。これは「満期と通貨のダブルミスマッチ」と呼ばれ、一部の国では銀行セクターにこのダブルミスマッチが集中したことで、実体経済全体は大きな打撃を被った。

このような経験からアジア諸国は対外債務

に対し警戒的になり、クロスボーダー取引（国境を越えた取引）よりも国内金融市場の深化を重視するようになった。たとえば、通貨危機の痛手が最も深刻だった国の一つであるインドネシアは、金融セクターの抜本的な改革に着手した。1990年代は、どちらかというところ危機の後処理的な施策がほとんどであったが、2000年代に入ると、イスラム金融セクターやREIT（不動産投資信託）法制的導入、預金保険制度の導入、新中央銀行法の制定など、金融セクターの安定化と深化に向けた取り組みが増えている。さらに2010年には、「金融庁（OJK）」と呼ばれる金融セクターの統一的な規制・監督の枠組みが導入される予定である。

他の目覚ましい例として、ベトナムを挙げることができる。同国には、2000年代初頭までは株式市場も債券市場も存在していなかった。ところが現在では、ベトナムの2カ所の取引所に420社（ハノイに238社、ホーチミンに181社、2009年11月現在）が上場するという一大変化を遂げている。さらにラオスや、1990年代には戦乱のさなかにあったカンボジアでも、2010年に株式市場を設立すべく準備が進められている。

マレーシアにおけるイスラム金融市場の発展も重要な展開である。イスラム金融サービスに関する国際標準を設定・検討するための国際機関であるイスラム金融サービス委員会（IFSB）の本部はクアラルンプールに置かれており、また、マレーシアの金融機関の運用資産に占めるイスラム金融資産の比率は年々上昇している（2009年9月現在で約13%）。

アジア各国ともに、自国通貨に対する信認が高まっていることも重要な変化である。通

貨危機の教訓を踏まえ、各国の中央銀行は為替政策を非常に重視しており、巨額の外貨準備も積み上げられている^{※10}。加えて、外貨の短期的な流動性を補う枠組みである「チェンマイイニシアチブ（CMI）」も為替の安定化に寄与している。CMIは、ASEAN+3（日本、中国、韓国）諸国の間での「2国間スワップ取り極め」とASEAN諸国の間の「域内（多国間）スワップ取り極め」から構成され、日本は韓国、タイ、フィリピン、マレーシア、中国、インドネシア、シンガポールとの間で取り極めを結んでいる（なお、日本がかかわらない多国間・2国間取り極めも存在し、とりわけ中国が人民元スワップに積極的である）。今後は、現行の2国間の枠組みを多国間のものに再編することも合意されており、現在検討が進められている。

アジアの多くの国では、国内市場に対する富裕層の不信、および企業・個人や金融機関にとって利用可能な金融商品・金融スキームの少なさなどから、資産の国外流出や国外での金融取引組成などが頻繁に行われ、国内のリソース（資源）を活かすことができない状況にあった（国内経済の発展に結びつかない「負のグローバル化」といえる）。現地通貨建て市場の整備は、このような（巨額の）国外流出資金を呼び戻すという点でも重要な役割を担っている。

2 現地通貨建て資産市場

以上のような各国の国内市場の整備を受け、現地通貨建て資産市場は、各国の国内投資家だけでなく外国投資家にとっても重要な投資対象となってきた。株式についてはもともと現地通貨建てであり、クロスボーダ

表2 各現地通貨インデックス（指数）のカバー対象

	iBoxx ABF	JPモルガン GBI-EM	JPモルガン ELMI+	HSBC ALBI
中国	○	—	○	○
香港	○	—	○	○
インドネシア	○	○	○	○
韓国	○	—	○	○
マレーシア	○	○	○	○
フィリピン	○	—	○	○
シンガポール	○	—	○	○
タイ	○	○	○	○

注）ALBI：Asian Local Bond Index（アジア債券指数）、ELMI+：Emerging Local Markets Index Plus（為替フォワード、預金、政府短期証券など）、GBI-EM：Government Bond Index-Emerging Markets（国債）、iBoxx ABF：表2の左列の国と地域の現地通貨建て国債・公債の指数

ーでも一定の投資残高があったが、為替および債券についても運用残高が増えていると見られる。JPモルガンが開発した「エマージング・ローカル・マーケット・インデックス・プラス（Emerging Local Markets Index Plus：ELMI+、為替フォワード〈先渡し〉、預金、政府短期証券など）」、および「ガバメント・ボンド・インデックス-エマージング・マーケット（Government Bond Index-Emerging Markets：GBI-EM、国債）」などのインデックス（指数）の普及も、現地通貨建て投資の増大に寄与している。これ以外に世界銀行グループが、運用会社のピムコおよびインデックス計算会社のマーケットと協力し、「グローバル・エマージング・マーケット・ローカル・カレンシー・ボンド（Global Emerging Markets Local Currency Bond：Gemloc）」を開発しており、現地通貨建て投資のさらなる拡大に寄与することが期待されている。

クロスボーダーに投資されている現地通貨建て債券市場の全体規模は明らかではないが、表2が示すように、多くのインデックス

がアジアの主要国をカバーしている。

Ⅲ 本邦金融機関の「現地化」に向けて

1 本邦金融機関の国外業務と財務活動

本邦金融機関のなかで海外業務を積極的に行っているのは、銀行、証券会社、保険会社、ノンバンク（クレジットカード、信販、消費者金融）、リース会社などである。これまでの本邦金融機関の国外での活動の中心は、日本企業（日系企業）との取引（融資、保険、リース、および日本市場での運用など）であった。日系企業がかかわらない取引、たとえばリテール（個人向け）金融業務や対現地企業取引などは近年になり端緒についた段階であり、いくつかのノンバンクや保険会社がアジア地域で合弁会社を設立したり、現地企業を買収したりして市場を開拓している（なお、自動車関連の自動車ファイナンス、ディーラーファイナンス、現地サプライヤーファイナンスなどについては、従来から各国で行われており、対日系企業取引に近い位置づけといえる）。

対日系企業取引においては、銀行の場合は日系企業からの預金を預かることができ、現地でファイナンス（資金調達）を積極的に行う必要がなかった。また、日系企業の側も、設備投資資金（や設備そのもの）は日本から持ち込むケースが多く（たとえば資本金、親子貸し付けなど）、運転資金についても、業種によって売り掛けと買い掛けの期間を揃えるといった工夫によって、現地での資金調達を最小化する傾向があった。現地でローンを

組む場合も、親会社保証をつけて邦銀から借り入れるのが最も低コストであるため、現地の銀行と取引したり、資本市場を活用したりするニーズは低調であったといえる。

2 本邦金融機関の「現地化」に向けての課題

しかし、前述のような「現地通貨建て金融市場」が勃興するとともに、従来の「対日系企業（ないしは日本市場）ビジネス」だけでは、何よりも国外進出を考える日系企業のニーズに応えられないという状況になりつつある。また、今後の現地通貨建て市場の拡大（そして日本や欧米市場の縮小）を踏まえると、数少ない成長機会として、新興国の金融市場にネットワークを広げることの優先度は上がってきている。このような環境の変化を踏まえ、本邦金融機関にとって今後重要と考えられる課題を、以下に4点示したい。

（1）日系企業の「財務現地化」への対応

第1のポイントとして、日系企業自身が、財務面では資金調達のグローバル化・効率化を進め、業務面では新興国の現地市場での販売をより強化するようになっている点が挙げられる。

従来から大企業はグループ内にファイナンス会社を設立し、ユーロ市場で資金を調達するといったグローバル資金調達を行うとともに、地域ごとにキャッシュ・マネジメント・システムを導入し、グループ内で資金の効率化を図ってきた。ところが、特に2000年代に入ってからそれにとどまらず、日系企業による現地通貨建てでの社債発行など、現地市場での財務活動の実績が増えてきている。現

時点では、知名度の高い大企業の社債発行が多いとはいえるが、日系企業の業務がより現地化していくに伴い、現地市場を活用した資金調達も増えていくだろう。ひるがえって、本邦金融機関としても、資金調達や保険など日系企業の現地化志向に幅広い面に応えることができれば、事業機会を失う状況にもなるだろう。

日系企業の財務活動の選択肢が増え、その財務ニーズが多様化するなかでは、金融機関側もオペレーション（運営）を現地化していく必要がある。具体的には、日系企業に対しより幅広いサービス（現地通貨建ての各種取引）を提供していくとともに、非日系企業に対しても融資や投資銀行業務、保険を提供していくことが求められる。

（2）リテール業務への参入

第2に、とりわけ銀行においては、自身のファイナンスのためにも、リテール業務（個人預金の取り扱いや個人向け商品の販売）に参入していくことが有望な選択肢となる。また、銀行以外の金融機関（たとえば保険・資産運用・証券会社など）においても、リテール業務は一般に収益が安定しやすく、また知名度を上げるきっかけとしても有用なため、ビジネスを非日系企業に広げていく際の選択肢として検討に値する。ノンバンクや保険、資産運用などの分野では、アジア地域の間層・富裕層市場が拡大している点も重要である。一方、証券分野においては、リテール（特に富裕層）ネットワークの有無は、販売力を通じた金融商品の提案強化にも寄与するため、グローバル競争力を強化するうえで重要なステップである。

現状、本邦金融機関のなかでは、ノンバンク（信販、消費者金融）および保険会社によるリテール業務進出が先行しており、他方で銀行、証券業界はまだそれほど事例がない。そのため、今後、M&A（企業買収・合併）などを通じて現地市場を本格的に開拓するための施策が必要になってくるだろう。

（3）「金融コングロマリット」同士の競合

以上のような事業拡大は、必然的に欧米金融機関や現地金融機関との競合を増大させる。その際に重要になるのは、いわゆるユニバーサルバンク（すべての金融商品を扱う金融機関）・モデルに対しどのようなスタンスを取るかという点である。アジアをはじめ世界の多くの市場においても、銀行が一定の証券・保険関連業務を兼営できるユニバーサルバンク・モデルが導入されている。もともとユニバーサルバンク・モデルを採用していた欧州金融機関や、1999年の「グラム・リーチ・ブライリー法」により金融コングロマリットの形成が可能となった米国の金融機関が、世界各国の顧客に対して幅広い金融サービスを提供してきている。

この兼営モデル自体は、金融危機に伴う欧米金融機関の経営危機により疑問視もされているが、規制面でもビジネスモデル面でも、経営資源としては、専門化の方向に逆戻りするというより、依然として事業範囲や事業規模の拡大が重視されている。とりわけアジアの新興国においては銀行が金融セクターの中心であり、個人・法人に対して幅広いネットワークを有し、低コストで資金調達ができる銀行が、流動性リスクなどに対するバックアップを築くこともできるといったメリットを

享受している。

日本でも金融コングロマリット化は進んでいるものの、国外進出や国外事業運営については、金融グループとしてというより、まだ各事業部門単体での活動が主流ようである。しかし、現地化を進めるに当たっては、欧米や現地金融コングロマリットとの競争を前提に、グループとしての戦略がより求められるようになる。

(4) 複数の現地市場における金融取引のアレンジ

「現地化」の方向性は、同時に、国や市場をまたいだ取引に対するニーズに応えるものである必要がある。前述のような、複数市場での現地通貨建て取引の同時遂行や、複数の市場をまたいだM&Aなど、従来の「グローバル」市場ではなく、「マルチ・ローカル」の市場が今後立ち上がっていくものと考えられる。金融機関としても、各国の現地拠点をその国内だけで最適化するのではなく、クロスボーダー取引をもアレンジしていくという視野が必要になる。

アジア地域の複数市場で複数事業を展開している代表的な金融機関としては、HSBC（英国）、スタンダード・チャータード銀行（英国）、DBS銀行（シンガポール）、CIMB銀行（マレーシア）などが挙げられる（金融危機前までは、保険会社を中核とするグループであるING〈オランダ〉やAIG〈米国〉もこのなかに含まれた）。これらの金融機関は世界中の顧客に対しアジア各国の金融資産や投資家を紹介できる立場にあり、今後のマルチ・ローカルな事業展開で強い競争力を持つだろう。

3 本邦金融機関のグローバルビジネスモデルの将来像

これまでの議論を踏まえ、本邦金融機関のグローバルビジネスモデルの将来像を、金融機関の収支面、バランスシート（貸借対照表）面、そしてこれらを支えるインフラの面から論じたい。

(1) 収支面——金融グループとして事業領域を定義し、現地事業体制を構築

本邦金融機関は、国内では銀行・証券・ノンバンク（・保険）などからなる金融コングロマリットを形成しているものの、国外に展開する際は個別の事業単位が単体で進出するケースが多い点は再考すべきである。既存顧客である日系企業のニーズを満たすという以外に、自らの経営資源によって各国市場にどのような事業機会があるかを、グループ全体で検討することが必要であろう。自社で金融グループを形成していない場合にはこのような戦略は取りづらいが、現地でM&Aを行うといった方法で、リソースの不足に対応することができる。

収支面では、全事業部門を直ちに黒字化するという前提を離れ、グループ全体としての長期的な収支を考えることが必要である。たとえば、ある事業が黒字化するまでの間、別の事業で収支をカバーするといった考え方である。前述のINGグループは、2009年現在経営危機に陥っているが、アジアではこのような考え方を採用していたと見られ、市場進出の初期段階から収益性を高めることに成功していた。INGの主力分野である生命保険事業（とりわけ変額保険や個人年金保険）は、一般的に収益化には時間がかかるが（保険金支

払いが保険料払い込みを上回る期間が長い、商品の認知・普及まで時間がかかるなど)、同社のビジネスモデルにおいては、生命保険事業が収益化する前に、それに付随する投資顧問や投資信託の分野で収益を上げることが可能であった。金融危機後、INGをはじめ欧米金融機関が拡大路線に踏み込めないなか、本邦金融機関としては、このようなビジネスモデルを取り込む好機にあるといえる。

(2) バランスシート面①——グローバルなリスクテイクの最適化

バランスシート面でもグローバル展開を踏まえた効率化が必要である。BIS規制により、銀行および銀行グループはリスクに応じた自己資本の効率的な割り当てが大きな課題となっているが、国外展開をする場合にはそれがさらに重要となる。とりわけ国外で顧客やビジネス領域を広げていく場合は、国外の出資・合併先を含めてリスクの査定を標準化し、さらにその割り当てを最適化することが必要である。

そのうえで、アジアの信用リスクをどのように取っていくかを検討することになるが、その際には情報の蓄積が必要である。アジア各国の市場が、ユーロ市場などグローバルな市場に比べて大きく劣っている点は、資金の量(流動性)というよりも、信用リスクに対する許容度である。香港やシンガポールを拠点とする投資家の間では、(北米や欧州市場と同様に)いわゆるハイイールド債(格付の低い高利回り債)市場があり、金融危機後も重要な役割を果たしている。それに対し、それ以外のアジア諸国では、他国通貨(ハードカレンシーを除く)建て投資残高は非常に小

さく、またハイイールド債市場もほとんど存在しない。リスク許容度の高い日本の投資家も、シンガポールなどの金融機関に運用を委託しているのが現状である。今後、本邦金融機関でも、日本国内において現地通貨建て市場に対する需要を掘り起こし、アジアの信用リスクに関する情報を蓄積していくことが重要になるだろう。

その際、ASEAN+3の枠組みにおいて、アジア開発銀行の信託基金として設立される「信用保証・投資メカニズム (CGIM: Credit Guarantee and Investment Mechanism)」は重要な契機となる。これは、アジアの多くの企業が、国内格付では投資適格であるのに国際格付では投資不適格になってしまう点に鑑み、アジア各国の優良企業の社債に公的な保証を与えるという制度である。このような公的な取り組みも踏まえて、アジアの現地通貨建て市場がより身近になり、日本の金融機関や投資家、その他の金融関係者の間でもさまざまな取り組みが促進されることを期待したい。

(3) バランスシート面②——調達手段・通貨をグローバルに最適化

資金調達の手段および通貨の組み合わせを最適化することも、今後の戦略として重要である。最適通貨をグローバルに確保し、流動性リスクを低減するという考え方から、各ローカル市場に資金調達源を持つておくことが必要となる。前述のように、韓国の金融機関は、国際金融市場で資金調達が難しかった時期に、アジアや中南米で資金調達を成功させている。

従来、資金調達の手段についてはその「高

度化」が課題ないし目標とされることが多かった。しかし、各国の現地通貨建て市場で金融事業を展開する際は、金融手法の高度化というよりも、未成熟な市場で必要な金融機能をいかに満たしつつ、リスクを低減するかという別種の課題に直面することになる。

たとえばアジアの新興国では、長期の資金を調達することはまだ難しい。また、長期の資産を有する場合に、金利リスクなどをヘッジすることも簡単にはできない。したがって、資産と負債をできるかぎり初歩的にマッチングさせる必要がある。そのためには、たとえばさまざまなタイプの顧客層を確保し、目標としているALM（Asset Liability Management：資産負債の総合管理）を実現するといった施策を検討することが必要である。

（４）多国籍取引のための金融インフラの形成

これまでの国際金融市場のインフラは、多くの場合、欧米先進国のプレーヤーがユーザーとして想定されていた。たとえば国際的な格付機関で投資適格以上の格付を得られる企業は先進国の企業で占められ、日本を除くアジアの多くの企業は投資不適格のハイイールド債に分類されてしまう。また別の例としては、証券の国際的な決済機関（クリアリングハウス）として、ユーロ市場では欧州に本拠を置くユーロクリア、クリアストリームの２社が独占的な役割を担っており、アジアの取引をアジア時間に決済できないという課題があった。

しかしながら、こういった点についても少しずつ改善が見られている。たとえば格付会社のスタンダード・アンド・プアーズは、2009年５月に「ASEAN地域格付スケール」

を公表し、これまでよりも細かいスケールでASEAN企業の信用リスクを把握することが可能となった。投資家の間で一般化するかどうかは未知数だが、ASEANの複数国の企業の信用リスクを同一のスケールで比較することができる点、またASEAN各国の有力企業が「投資適格」としての格付を得られる点は、従来の国内格付や国際格付の課題を解消するものである。

また、上述のクリアストリームは、シンガポールに拠点を設けることを2009年10月に発表した。これによりアジアの取引を、同じアジア時間内で決済することが可能になる。

これらのイニシアチブは、現在のところ欧米の国際金融市場のプレーヤーが「現地化」することで開始されてきている。しかし今後のアジア現地市場の拡大に向けては、本邦金融機関に期待される役割も大きいと考えられ、インフラの整備を手始めにさまざまな取り組みが求められる^{注1）}。

注

- 1 ユーロとは、(本国外の) 資金市場を指す用語
- 2 ただし、リーマン・ショック後の数カ月間は、どの通貨市場においてもターム（期日）物の取引はほとんど機能しなくなった
- 3 現在、ASEAN+3地域で非居住者企業による起債が認められている国としては、韓国（アリアン債）、香港、インドネシア、シンガポール、タイ、フィリピンが挙げられる（ただし、インドネシアとフィリピンの実績はない）。中国においては、非居住者起債の枠組みである「パンダ債」制度を、将来的に民間企業にも適用すべく検討が行われている
- 4 ただし、日本、米国、香港、シンガポールを除くと、スワップ市場の流動性は高くなく、データは参考値を示したものである
- 5 実際には、アジアの多くの国では資本勘定が自

由化されておらず、信用リスクのプライシング（価格付け）について裁定が働きにくいことも、理由の一つと考えられる

- 6 ただし、同格付の国内の発行体に比べると、スプレッドが大きくなるケースも観測されている。これは、国外の発行体に対する情報の入手可能性、デフォルト時の手続きの煩雑などを踏まえて、投資家側がコストを織り込んだと考えることができる
- 7 アジア、中東などの各国が米国に対する経常（貿易）黒字を拡大する一方、米国側の経常（貿易）赤字が拡大する現象
- 8 韓国、台湾は新興国に含めない。なお、アジア新興国のなかではインドも重要な市場であるが、市場の発展経緯や特徴が他の諸国と異なるため、ここには含めていない

- 9 アジア通貨危機前、多くのアジア諸国は経常赤字であり、現在のように国内の流動性が豊富な状態ではなかった

- 10 日本では、為替介入や外貨準備の管理は財務省の管轄だが、アジアの多くの国では中央銀行がその役割を担っている
- 11 インフラ関連のアジェンダ（取り組むべき課題）としては、他に地域通貨の資金決済ネットワーク、中央銀行におけるクロスボーダー担保の導入などがあり、さまざまに議論されている

著者

奥 雄太郎（おくゆうたろう）

金融戦略コンサルティング二部主任コンサルタント
専門は新興国金融