

はじめに

東アジアの伝統的な国際金融センターである香港、シンガポールは、70年代後半に、オイルマネーの還流の活発化を背景に「調達のシンガポール、運用の香港」という機能面での補完性を維持しながら発展してきた¹⁾。このような補完関係は、オフショア預金金利についてはシンガポールが、一方、オフショア業務に関わる収益については香港がそれぞれ非課税扱いであったという税制上の優遇措置の相違から、多国籍金融機関においてアジアにおける資金調達はシンガポール市場で優先的に行われる一方、シンジケート・ローンの組成やファンドマネジメントなどの運用業務については香港市場を優先的に利用するという使い分けがなされてきたことに起因するものであった。

その後、80年代入り、税制の変更を含む制度改革が実施され、香港においてシンガポールに劣後するとされてきた預金調達能力の向上が図られる一方、シンガポールでは資金運用機能の強化が目指された²⁾ ことから、相互補完的な発展パターンは崩壊したものの、東アジアをめぐる国際資本移動が大きく変化する中で新たな成長分野が開拓され、金融センターとしての地位は確固たるものとなった。

伝統的な国際金融センターの地位向上をもたらした資本移動の増加は後発市場の台頭も促し、90年代に入るとマレーシアやタイで内外分離型のオフショア市場が創設された。さらに上海などでも国際金融センター構想が打ち出され、新たな金融センターを目指す動きが活発化した。しかしながら、オフショア市場の急成長を経験したタイが、同市場を經由

した短期資金の流入急増から国内経済の不安定化を招き通貨危機に陥ったことから、後発市場の発展戦略は再検討を迫られることとなった。さらに、国際資本移動についてラテン・アメリカ米諸国や東欧諸国が競合する資本流入先として急浮上していることもあり、香港、シンガポールは国際金融センターとして域内への金融仲介機能をさらに高めることが求められている。

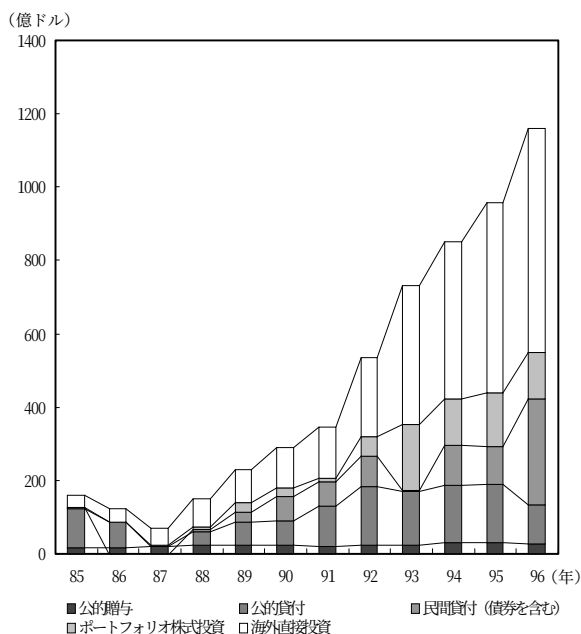
以下では、先ず、東アジアにおいて金融センターの新たな展開を促した国際資本移動の変化を整理する。次に香港、シンガポール両市場の現状とともに後発市場の動向を分析し、香港、シンガポール両センターに望まれる市場整備に向けた政策措置を検討したい。なお本稿の対象とする東アジア諸国はNIEs 4ヵ国・地域（韓国、台湾、香港、シンガポール）、ASEAN 4ヵ国（マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン）および中国の9ヵ国・地域とする。

I. 東アジアをめぐる国際資本移動の変化

1. 資本流入の順調な拡大

世界銀行によれば、東アジアへのネット資金フロー³⁾ は、高成長の持続に経済自由化や金融改革の進展が相まって88年から民間資金を中心に拡大を続け、92年には、中国向け直接投資の爆発的な増加を主因に前年比190億米ドル増の535億米ドルとなった（図表1）。次いで、翌93年には、直接投資に加え、ドル金利の低水準を背景に米国の機関投資家による国際分散投資が活発化したことを受けポートフォリオ株式投資が急増したことから、東

■図表1 東アジア・太平洋地域への
ネット資金フロー（純流入額）



(注)対象国は95年までは中国、韓国、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、ベトナム、ミャンマー、ラオス、カンボジア、太平洋諸国など合計20カ国、96年についてはそのうち韓国、ニューカレドニアを除いた18カ国。

(資料) World Bank, World Debt Tables, Global Development Finance より作成。

アジアへの資金フローは732億米ドルへとさらに拡大した。株式市場への資金流入の増大には、東アジアにおいて金融・資本市場の整備や外国人投資家に対する株式保有制限の緩和が進められた⁴⁾ことも大きく寄与した。

その後、94年には、同年2月の米ドル金利の引き上げを受け新興市場から資金流出が生じたこともあり、途上国全体への資金フローは前年並みに止まったものの、東アジアへの資金フローは順調な拡大を示した。これは、ポートフォリオ株式投資が前年に比し減少したとはいえ高水準を維持したほか、中国向けを中心に直接投資が引き続き拡大したことや、国際資本市場での起債やインフラ整備案件を中心とするプロジェクト・ファイナンス

が増加したことなどによる。さらに、95年に、メキシコ通貨危機の発生を契機に投資家の新興市場に対する選別化が進む中で相対的に経済ファンダメンタルズが良好な東アジアに対する選好度が高まり、同地域への資金フローは前年比106億米ドル増の958億米ドルを記録したのに次いで、96年には、直接投資の順調な拡大や国際市場での債券発行の回復により1,161億米ドルに達した。ただし、同年には、通貨危機後の調整過程を経て景気回復を示したメキシコなどラテン・アメリカ諸国向け流入が急増したほか、東欧諸国向け流入も順調な拡大を示したことから、93年から拡大を続けてきた東アジア向け民間資金フローの途上国向け同資金フロー全体に占めるシェアは、前年の45.7%から44.6%にやや縮小した。

2. 資本形態の変化

80年代後半から96年にかけて、東アジアへの資金フローは量的に拡大したばかりでなく、資金形態についても変化した。世界銀行の公表データによって流入資金の形態別内訳をみると、図表1からも明らかなおと、公的贈与および公的貸付に分類される公的資金から、民間貸付（債券を含む）、ポートフォリオ株式投資および海外直接投資から構成される民間資金へのシフトが急速に進んだ。民間資金の資金フロー全体に占めるシェアを算出すると、87～91年の期間に累計で64%に止まっているが、92～96年にかけての累計では80%に拡大している。民間資金の流入拡大は、海外直接投資の流入増加による部分が大いものの、93年以降は、株式市場への資金流入（図表2）に加え、変動利付債などの債券発

行による国際金融市場からの調達も高水準で推移する（図表3）など、資金形態の多様化もみられるようになった。

■図表2 東アジア・太平洋地域における
ポートフォリオ株式投資の内訳

（単位：億ドル）

	90	91	92	93	94	95	96p
	0	0	13	26	68	63	49
	17	7	8	120	33	84	80
	17	7	21	146	101	147	129

（注）p：速報値。

（資料）World Bank, *Global Development Finance* 1997.

■図表3 東アジア諸国の国際金融市場に
おける債権発行

（単位：百万ドル）

	90	91	92	93	94	95	96p
	1,105	2,012	3,208	5,864	6,348	11,037	NA
	66	100	185	7,472	6,796	2,935	NA
	—	160	60	78	1,964	541	NA
—	—	—	—	—	336	332	NA
—	—	—	—	958	2,345	2,594	2,572
	—	17	610	2,335	3,527	2,265	5,127
	80	369	494	510	2,246	2,299	4,910
	—	—	—	1,274	1,307	1,059	3,237
	—	115	1,359	2,852	3,652	1,433	3,783
	1,251	2,773	5,916	21,343	28,521	24,495	NA

（注）p：速報値。

（資料）1990～95年はIMF：*International Capital Markets*、96年は
World Bank, *Global Development Finance* より作成。

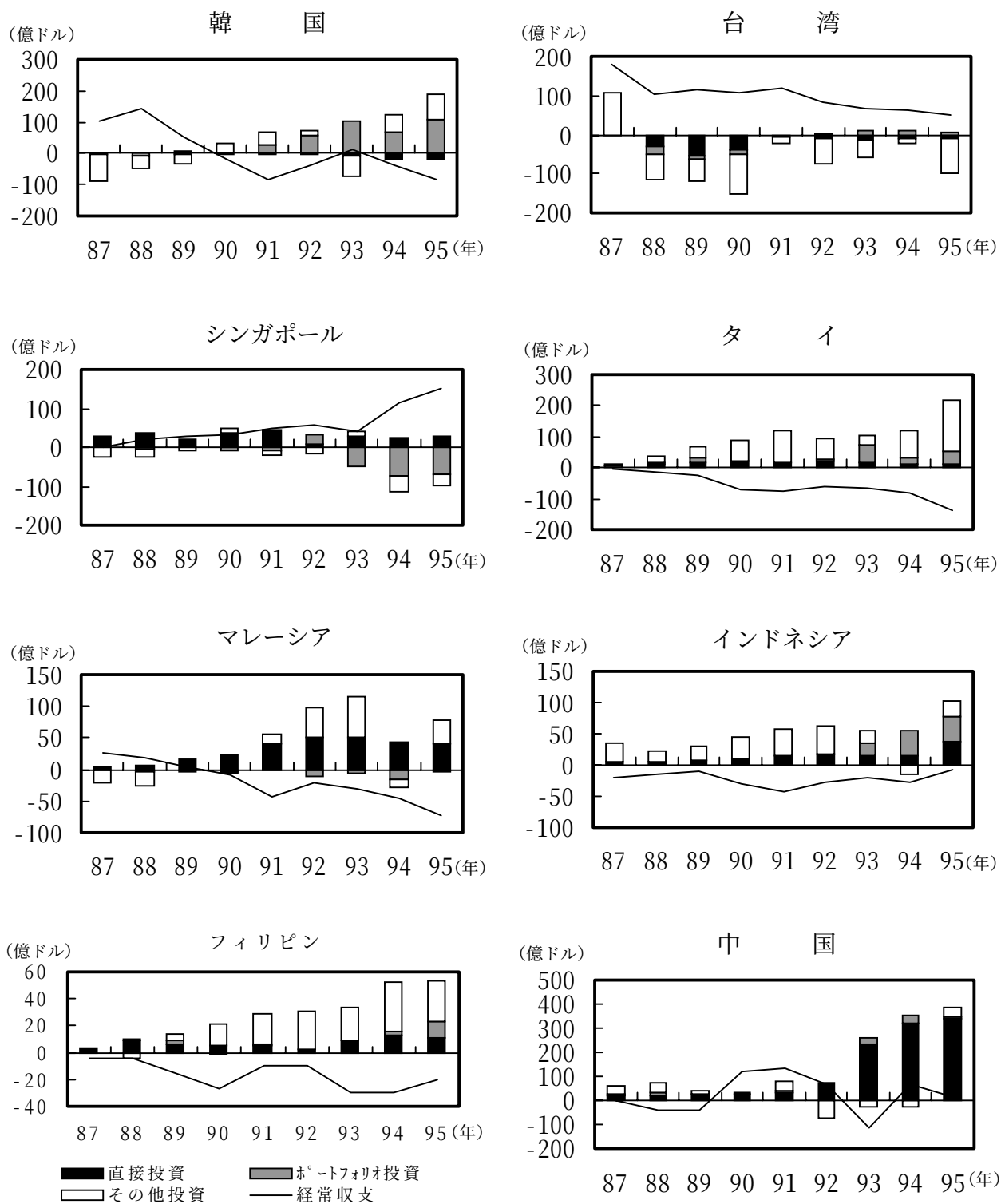
3. 域内における資本移動の増加

東アジアでは、80年代後半以降、アメリカ、日本などの域外先進国からの資本流入に加え、従来、主要な投資受け入れ先であった

NIEsが域内後発国であるASEANや中国へ向けて直接投資を拡大させるなど、域内での資本移動が著しく増加した。

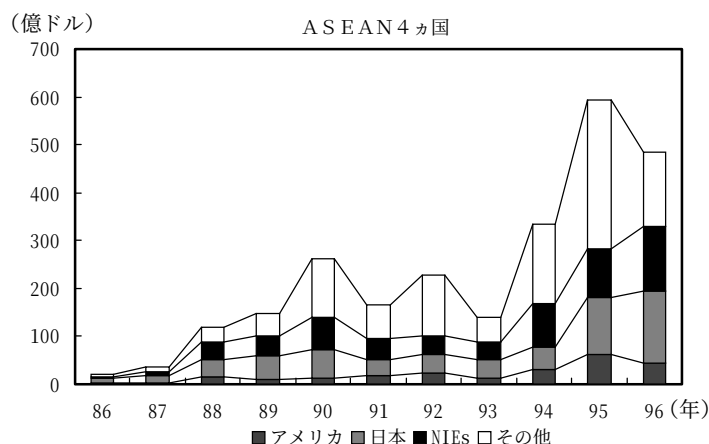
図表4によってNIEs（香港を除く）の資本取引をみると、経常収支の黒字化に伴い88年から台湾が、次いで93年からシンガポールが対外純投資国に転じているほか、韓国では90年から直接投資が流出超過で推移しており、NIEsが投資国として浮上してきたことが伺える。図表5によってNIEsの対外投資動向を直接投資についてみると、80年代終わり頃から、従来のアメリカ向けに加え、域内後発国であるASEANや中国向け投資が急増したことが注目される。ASEANにおける直接投資の投資国・地域別受入動向（認可ベース）をみると、NIEsからの投資は88年に著増し、その後も高水準での推移が継続している。また、中国では香港からの投資が圧倒的なシェアを占めており、これら諸国にとってNIEsが重要な投資国となっていることがわかる。NIEsによる域内投資の増加は、同諸国・地域が好況の持続に伴う賃金の上昇や自国通貨の対ドル相場の増価（香港を除く）からコスト面での比較優位の低下に直面したことに対応し、国内の生産を付加価値の高い技術・資本集約型産業へシフトさせる一方で、労働集約部門の生産拠点をASEANや中国に移転させる動きを活発化させたことを反映したものであった。80年代に入り、韓国、台湾において対外投資規制が段階的に緩和される一方、ASEAN、中国において工業化を進めるべく貿易自由化とともに積極的な外資誘致策が採用されたこともNIEsによる域内投資を促進した⁵⁾。

■図表 4 国際収支表にみる東アジア諸国の資本取引



(資料) IMF, Balance of Payments Statistics, IFS, Central Bank of China, Financial Statistics より作成。

■図表5 ASEAN、中国における投資国
・地域別直接投資受入動向



(注)マレーシア：製造業向け投資認可額（払い込み予定資本額）、91 年以降は再投資を含む。タイ：投資委員会(BOI)承認額。インドネシア：新規及び拡張投資認可額、金融、石油・ガスを除く。フィリピン：投資委員会(BOI)認可額、96 年はフィリピン経済区庁 (PEZA) 認可額を含む。
(資料)マレーシア：マレーシア工業開発庁(MIDA)、タイ：投資委員会(BOI)、インドネシア：インドネシア投資調整庁(BKPM)、フィリピン：投資委員会(BOI)、フィリピン経済区庁(PEZA) 各々の資料より作成。

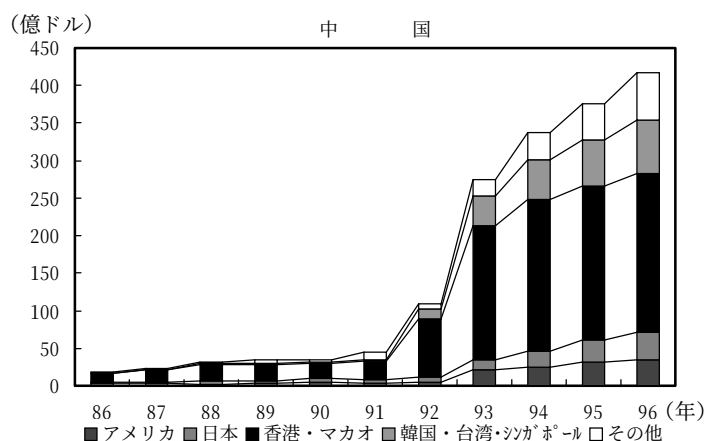
先進国から移入する一方、比較優位に見合わなくなった産業を後発国へ移転するという流出入双方方向での直接投資を介する産業構造調整が進行するようになり、そのことを反映してASEANの中でも発展段階において先行しているタイ、マレーシアを中心に域内後発国向け投資の拡大が見られるようになってきた。

また、INGベアリングズ社によれば、95年のポートフォリオ株式投資のうち国内株式市場への資金流入の約5分の1が域内市場経由の流入となっており⁶⁾、この中には、華僑資本の域内移動も含まれているとみられる。

4. 後発アジア諸国への投資拡大

これまでみてきたように、東アジアでは80年代後半以降、資本形態や移動経路の変化を伴いつつ資本流入が拡大してきたが、90年代に入ると、東アジアに次いで市場経済化や輸出指向工業化の推進を目的に積極的な外資導入政策を採用したベトナム、インドなどの後発アジア諸国への投資が拡大するようになった。

ベトナムにおける直接投資の受入動向（認可ベース）をみると、NIEsからの投資は日本、アメリカといった域外先進国に先行して拡大し、90～96年上半期までの累計で認可総額の46%を占めている（図表6）。また、96年上半期には、投資の選別化傾向の強まりや前年に大型案件の認可が相次いだことの反動から前年同期比減となるなかで、韓国からの投資拡大が際立っている。近年の注目すべき動向としては、韓国、台湾について、従来、組み立て加工を行ってきた有力企業グループ



(注)実行ベース。
(資料)JETRO 資料、中国対外貿易経済合作部『中国対外経済貿易年鑑』より作成。

東アジアでは、80年代半ば以降、日本を含む地域で比較優位の差異に従って直接投資を介した生産工程の分散化が進み、労働集約的な財の生産が域内の後発経済に順次移転されるなかで、キャッチ・アップ型の成長パターンが創出されてきた。最近では、NIEsばかりでなくASEANにおいてもハイテク産業を

■図表6 ベトナムにおける投資国・地域別直接投資受入

(単位：百万ドル、%)

投資国・地域	90	91	92	93	94	95	96.1-6月	90～96年6月の累計
アメリカ	—	—	—	0	220	531	33	784(4.1)
日本	2	13	221	76	333	1,130	310	2,085(11.0)
NIEs	182	721	734	1,427	1,775	2,306	1,586	8,731(46.1)
韓国	0	41	107	371	265	565	584	1,933(10.2)
台湾	109	484	330	404	365	1,149	397	3,238(17.1)
香港	53	181	219	402	547	104	194	1,700(9.0)
シンガポール	20	15	78	250	598	488	411	1,860(9.8)
その他	328	413	971	1,112	1,394	2,557	545	7,320(38.7)
合 計	512	1,147	1,926	2,615	3,722	6,524	2,474	18,920(100.0)

(注)国家協力投資委員会(SCCI)認可ベース。()内シェア。92年までのデータは93年9月末現在の認可取消・失効分を除外。93年以降は各年末時点で当該年に認可された分の認可取消・失効分を除外。
(資料)JETRO 資料より作成。

が部品産業への投資の認可を取得するようになってきたことや、コマツによる建設機械組み立てなど日米欧多国籍企業のシンガポール現地法人による大型投資案件が目立つようになってきたことが挙げられる。後者については、ベトナムが96年1月にASEAN自由貿易地域(AFTA; ASEAN Free Trade Area)⁷⁾、ことを受け、シンガポールを含むASEANへ進出している日米欧多国籍企業においてベトナムも含めた域内生産拠点の再編が生じつつあることを反映したものとみられる。一方、インドについては、経済改革が着手された91年以降、アメリカが最大投資国としての地位を維持しているが、96年には韓国からの投資拡大が顕著となっている(図表7)。

■図表7 インドにおける投資国・地域別直接投資受入認可額

(単位：百万ドル)

	91	92	93	94	95	96.1-8月
アメリカ	82	475	1,103	1,112	2,175	2,005
日本	23	235	82	128	467	218
NIEs	14	67	64	175	530	811
韓国	3	15	10	34	97	646
台湾	0	7	3	3	1	2
香港	10	22	29	53	126	99
シンガポール	1	23	22	85	306	64
ASEAN	0	33	128	12	1,440	102
タイ	—	1	121	3	607	12
マレーシア	0	29	3	8	736	9
インドネシア	—	1	0	—	97	9
フィリピン	—	2	4	1	-	72
中国	0	—	20	9	179	0
その他	116	690	1,426	3,086	5,099	3,139
合 計	235	1,500	2,823	4,522	9,890	6,275

(注) 合計はユーロ債発行額を含む。
(資料) JETRO 資料より作成。

II. 新たな展開を示す伝統的な国際金融センター

以上みてきたように、80年代半ばから96年にかけて、東アジアをめぐる国際資本移動は高成長の持続を背景に量的に増加したばかりでなく、資本形態や移動経路など質的にも大きく変化した。すなわち、資本形態について公的資本から民間資本へのシフトが進むとともに、アメリカや日本などの域外先進国からの資本流入のみならず、域内における資本移動も増加した。このような資本移動の変化は、域外先進国に加えて、従来、域内の主要な投資受け入れ先であったNIEsが投資国となる一方、ASEAN、次いで中国が投資受け入れ国として浮上してきたことに伴いもたらされた部分が大きかった。

こうした中で、伝統的な国際金融センターである香港、シンガポールは中国、ASEANへの金融仲介機能を高め金融センターとしての地位を向上させてきた。対外開放および市場経済化を進める中国の資金調達・運用拠点として重要な役割を担うようになった香港については、97年7月の中国への主権返還を控えて自由放任を旨とする伝統的なレッセフェールを修正する動きを強め、金融・資本市場の規制・監督体制の確立をはじめ、債券市場の育成や決済システムの高度化を積極的に進めるようになったことが、市場の信認維持に大きく貢献したとみられる。一方、シンガポールでは、トータル・ビジネス・センターとしての地位確立を目的に導入されたOHQ（Operational Headquarters）制度^{8）}などのもとで多国籍企業の地域統括本部の集積が進んだことに伴い、周辺成長地域への資金供給機

能を担うようになったほか、多様なリスクヘッジ手段を提供し得る市場として差別化も進んだ。近年は、国内へ統括本部の誘致を図る一方で、中国、インド、ベトナムでの工業団地の建設を積極的に進め^{9）}、シンガポールからの統括機能がこれらの諸国を含めたより広範な地域に及ぶことを目指しているとみられる。

以下では、各々の市場ごとにもう少し詳しくみていくことにしよう。

1. 香港

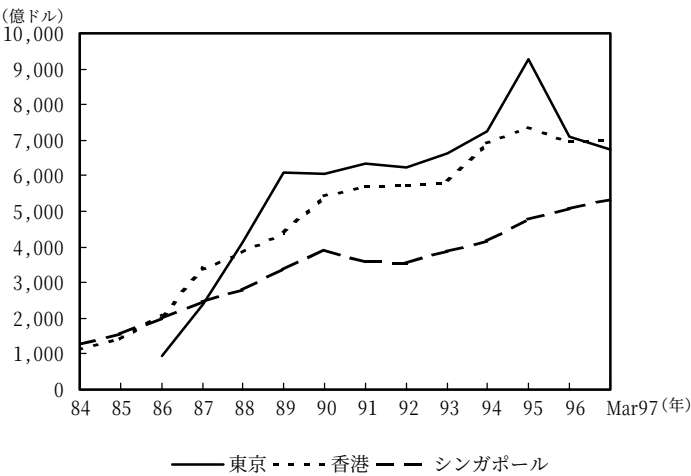
1 オフショア市場

香港は、自由貿易港としての立地条件の優位性に加え、業務の自由度が高いことや低税率であることなどを評価した金融機関の集積によって国際金融センターとして発展してきた。香港のオフショア市場は自然発生的に形成され、オフショア勘定と国内勘定の区別がない内外一体型の市場である。これと対照的にシンガポールのオフショア市場は、人為的に創出され、非居住者による国際金融取引と国内金融取引が厳格に区別された内外分離型の市場となっている。

香港のオフショア市場は、86年からシンガポールを上回るペースで概ね順調な拡大を続け（図表8）、97年5月末に市場規模は7,301億米ドルとなった^{10）}。

80年代後半からの市場規模の拡大は、主に対日取引の急増によってもたらされた（図表9）。このうち、対日非金融機関向け貸出の増加は、84年6月に日本において居住者によるユーロ円インパクトローンの取入れが解禁されたことに伴い、邦銀の香港支店で記帳さ

■図表 8 各国のオフショア市場規模の推移



(注)年末値。東京は JOM (Japan Offshore Market)、シンガポールは ACU (Asian Currency Units) の総資産 / 総負債、香港は預金受入金融機関の外貨建て負債残高。ただし、96 年の東京はドル建てのデータが公表されなくなり円建ての数値をインターバンク終値でドル換算して算出したため、それ以前のデータとの連続性に欠けることに注意。
(資料)東京は大蔵省調べ、香港は Hong Kong Monthly Digest of Statistics, Hong Kong Monetary Authority, Annual Report。シンガポールは Monetary Authority of Singapore, Annual Report より作成。

れるケースが増加したことを反映したものであった。また、インターバンク取引の拡大は、86年12月に創設された東京オフショア市場 (JOM; Japan Offshore Market) との間でユー

ロ円インターバンク取引が活発化したことによる部分が大きかった。すなわち、当時、バブル好況期にあった日本の国内企業は日銀の厳格な窓口規制を回避する形でインパクトローンの取入れを活発化させていたが、その際に、邦銀の国内支店が東京オフショア市場で調達したユーロ円を香港支店に放出し、その資金を香港支店から当該企業に直接貸出すという取引形態が多くとられていたことを反映したものであった。その後、91～93年にかけて、邦銀において銀行収益の悪化や国際決済銀行 (BIS) による自己資本比率規制の導入を受け利鞘の薄いインターバンク取引を圧縮する動きが強まったことを主因に対日取引は伸び悩んだ。94年には再び拡大したものの、95年以降は頭打ちとなっている。とはいえ、97年4月末現在、対日取引は、インターバンク調達額の58%、同運用額の40%、および非金融機関向け貸出額の76%という圧倒的なシェアを占めている。

■図表 9 香港のオフショア市場 (預金取扱金融機関の主要国別外貨建て対外資産・負債残高)

		(単位: 億ドル)												
		85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	Apr-97
日本	インターバンク調達	107	331	1,195	1,592	1,898	2,582	2,845	2,831	2,859	3,472	3,601	2,978	2,814
	インターバンク運用	126	455	1,247	1,556	1,738	2,119	1,903	1,684	1,477	1,917	1,663	1,176	1,251
	非金融機関向け貸出	5	18	212	264	466	972	1,420	1,592	1,821	2,020	2,417	2,283	2,085
中国	インターバンク調達	22	25	51	44	41	79	78	99	114	163	137	210	208
	インターバンク運用	11	14	37	55	42	62	97	104	131	167	222	286	313
	非金融機関向け貸出	7	13	27	47	59	62	59	69	69	77	81	87	89
シンガポール	インターバンク調達	200	239	229	235	266	273	268	298	324	330	351	340	377
	インターバンク運用	139	177	178	187	213	269	219	217	212	272	313	301	355
	非金融機関向け貸出	3	2	2	3	3	5	4	3	4	4	4	6	13
イギリス	インターバンク調達	185	248	296	264	264	284	285	241	236	333	362	402	427
	インターバンク運用	136	196	179	181	177	175	182	183	197	208	213	181	190
	非金融機関向け貸出	2	4	5	6	13	12	16	14	14	11	18	17	18
アメリカ	インターバンク調達	66	87	89	106	120	127	113	113	117	110	121	142	168
	インターバンク運用	63	78	89	99	102	122	130	144	122	128	177	134	140
	非金融機関向け貸出	3	4	10	16	20	23	35	32	34	56	46	50	76
その他	インターバンク調達	235	304	403	389	408	558	567	536	557	685	720	742	838
	インターバンク運用	307	369	423	405	441	479	558	578	593	702	781	826	855
	非金融機関向け貸出	169	177	206	222	238	272	331	347	363	376	432	447	450
合計	インターバンク調達	815	1,234	2,263	2,630	2,997	3,903	4,156	4,118	4,207	5,093	5,292	4,814	4,832
	インターバンク運用	782	1,289	2,153	2,483	2,713	3,226	3,089	2,910	2,732	3,394	3,369	2,904	3,104
	非金融機関向け貸出	189	218	462	558	799	1,346	1,865	2,057	2,305	2,544	2,998	2,890	2,731

(資料) Hong Kong Monthly Digest of Statistics, Hong Kong Monetary Authority, Monthly Statistical Bulletin より作成。

さらに、対日取引に比べるとはるかに小規模ながら、対中取引の増加が香港市場の安定的な拡大に寄与していることも見逃せない。対中取引については、改革・開放政策下の中国において高成長の持続を背景に膨大な資金需要が発生したことを受け、インターバンク運用や非金融機関向け貸出などが順調に拡大している。

2 株式市場

香港の株式市場は、86年に従来の4つの証券取引所が統合され香港証券取引所が設立されたことを契機に大きく発展したものの、87年10月にはブラックマンデーのニューヨーク株式市場の暴落を受け4日間の取引停止に追い込まれた。その後は、89年6月の天安門事件や90年9月の湾岸危機などによる一時的な動揺を経験したものの概ね順調に拡大し（図表10）、97年4月末現在、時価総額は4,623億米ドルと、アジアにおいて東京に次ぐ市場規模となっている。

■図表10 香港の株式市場

	株 ハンセン指数 (64.7.31=100)	時 価 総 額 (億ドル)	年 間 売 買 代 金 (億ドル)	上 場 企 業 数
86	1,960.06	538	158	253
87	2,884.88	541	476	276
88	2,556.72	744	256	304
89	2,781.04	776	383	298
90	3,027.47	833	371	299
91	3,471.50	1,220	430	357
92	5,545.97	1,722	905	413
93	7,695.99	3,851	1,581	477
94	9,453.52	2,695	1,472	529
95	9,098.47	3,037	1,069	542
96	11,646.55	4,493	1,826	583
Apr-97	12,903.30	4,623	*1,030	601

(注) 株価指数は月末終値の平均値。時価総額、上場企業数は期末値。*: 1-4月。

(資料) Hong Kong Annual Digest of Statistics, 香港証券取引所資料より作成。

近年は、中国企業による資金調達が活発化していることが注目される。香港株式市場では86年から中国企業による香港上場企業の買収が活発化していたが、92年に中国企業の香港子会社の上場が開始されたのに次いで、93年からは中国国有企業の株式(H株)も上場されるようになった。H株の上場は中国の引締め政策の影響から95年にはやや停滞していたものの、96年に入り再び活発化し、97年7月末現在の上場企業数は34社となっている。

また、株価についても、従来は香港ドルが米ドルへのペッグ制を採用していることから米ドル金利の動向の影響を受けやすいことで知られていたが、近年は、中国との経済相互依存関係の拡大・深化から、同国の政治・経済動向から受ける影響が高まっている。最近の株価の動向をみると、ハンセン株価指数は94年1月に12,201の高値を記録した後、米ドル金利の引上げや香港経済の減速から下落基調に転じ、95年1月には登小平氏の危機説から7,000台に急低下した。その後、回復に転じ、96年9月に、香港の景気底入れおよび中国経済のソフトランディングの見通しが高まったことに加え、米ドル金利の引上げが見送られたことから上昇が加速し、96年11月から翌97年2月にかけては13,000台で推移した。次いで、同年3月の香港ドルのプライムレート引上げ(8.5%から8.75%へ)を受け軟化したものの、5月に再び13,000台を回復し、8月7日には16,673の史上最高値をつけた。しかしながら、その後、タイ・バーツを皮切りとした通貨不安が香港にも波及し、これに対応した大規模な市場介入に伴う金利上昇から株価は軟化し、9月10日現在、ハンセン株価指数は14,805となっている。

こうした株式市場の発展は取引システムの高度化によっても後押しされ、92年の振替決済制度 CCASS (Central Clearing and Settlement System) や 93 年 11 月の AMS (Automatic Order Matching and Execution System) ¹¹⁾、の導入により、取引の効率性は大きく向上した。

また、96年6月には台湾などの近隣アジア諸国の株式の取引を目的とするリージョナルボードを創設する計画が発表された。さらに、香港証券取引所には二部市場および店頭市場が存在しないため、ベンチャー・中小企業による資金調達のための市場創設が課題となっているが、これに対して現在、二部市場創設の準備が進められている。

3 債券市場

香港の債券市場は、①均衡財政主義の堅持により政府債がほとんど発行されず、長期金利のベンチマークが設定されなかったこと、②株式配当が非課税である一方、89年3月末まで債券利子は基本的に源泉課税の対象となっていたため税制面で不利であったこと、③為替相場安定への配慮から事実上、香港ドル建債の発行が禁止されていたこと、④華人の投資パターンとしてハイリスク・ハイリターンの株式投資が選好されたこと一などから発展が遅れていたが、90年代に入り、積極的な整備・育成策のもとでようやく発展の緒についた(図表11)。

債券市場の育成措置としては、まず、為替基金証券(Exchange Fund Bills and Notes)の発行が挙げられる(図表12)。90年3月、公開市場操作を目的に91日物為替基金証券が発行された後、同年10月に182日物、91年2月には364日物、93年10月には3年物が発行

■図表11 香港市場における債権発行残高

(単位: 億ドル)

	94	95	96	Mar-97
公的部門	68.4	75.9	118.7	122.9
政府部門	0.8	0	—	—
通貨当局	67.6	75.9	118.7	122.9
民間部門	129.4	178.7	245.0	249.6
事業会社	46.5	70.1	75.6	76.8
金融機関	82.9	108.6	169.4	172.8

(注)年末値。金融機関はNCDsの発行残高。

(資料) Hong Kong Monetary Authority, *Annual Report, Monthly Statistical Bulletin* より作成。

■図表12 為替基金証券の発行残高と取引金額の推移

(単位: 百万ドル)

	Exchange Fund Bills		Exchange Fund Notes		合 計	
	取引金額	発行残高	取引金額	発行残高	取引金額	発行残高
90	187	967	—	—	187	967
91	631	1,804	—	—	631	1,804
92	974	2,628	—	—	974	2,628
93	1,841	3,399	143	233	1,984	3,632
94	2,525	5,678	362	1,086	2,887	6,764
95	1,733	5,733	489	1,862	2,222	7,595
96	1,496	9,081	614	2,792	2,110	11,873
Jun-97	1,967	9,404	354	3,253	2,320	12,657

(注)取引金額は期間中の1日平均額。発行残高は期末値。

(資料) Hong Kong Monetary Authority, *Monthly Statistical Bulletin* より作成。

された。次いで、94年7月には中国への主権返還以降に償還期限が到来する3年物が発行された。その後も長期物の発行は順調に進められ、94年5月に5年物、95年11月に7年物が導入された。今後は10年物の発行が計画されているが、こうした為替基金証券の発行により香港ドル長期金利のベンチマークが形成されるようになってきた。また、世界銀行、アジア開発銀行、国際金融公社などの国際金融機関発行の香港ドル建て外債利子に対し免税措置が導入されたこともあり、92年以降、従来の民間銀行や地下鉄公社(MTRC)に代

表される公共企業体に加えこれら諸機関による香港ドル建て債券の発行が活発化した。さらに、95年10月には初めて中国国有企業による発行が行われた。

さらに、94年3月に、従来、為替基金証券に限定されていた流動性調節ファシリティー（LAF；Liquidity Adjustment Facility）¹²⁾、の適格債券が拡大され、適格債券発行体に地下鉄公社、空港管理局、格付けA-以上の銀行、格付けA以上の非銀行等が加えられた。こうした適格性の付与により優良銘柄債券の発行や地場有力企業による格付けの取得が促進されることが期待されている。97年末までには香港政庁の全額出資によるモーゲージ・コーポレーションの設立や強制年金基金（MPF；Mandatory Provident Fund）の導入¹³⁾が計画されていることもあり、今後、モーゲージ・バックト・セキュリティーズなどの新規発行や資金運用ニーズの高まりを受け市場の厚みや広がり有一段と増すこととなろう。

このほか、決済システムの整備も急速に進められ、94年1月には、93年1月から為替基金証券を対象に運営されていたCMU（Central Moneymarket Unit）が拡充され、民間発行債券を含むすべての香港ドル建て債券の売買についてコンピューターを通じた集中的な決済体制が整えられた。次いで、同年12月にCMUは国際的な債券決済機構であるユーロクリアおよびセデルに接続された。

4 外国為替市場

外国為替市場規模はシンガポールには及ばないものの着実に拡大し、国際決済銀行（BIS）の外国為替市場調査¹⁴⁾によれば、95年4月に1日平均売買高は対92年同月（前回調査時点）比1.5倍の902億米ドルとなった。

これは、ロンドン、ニューヨーク、東京、シンガポールに次いで世界第5位の規模であった。通貨ごとの内訳では、取引通貨全体に占める香港ドルのシェアが92年4月の15%から95年4月に17%に拡大するなど、実需ベースの取引が拡大している。96年12月1日には中国がIMF 8条国へ移行したが、経常取引について人民元に交換性が付与されたことから、今後は同通貨も香港外為市場の主要取引通貨のひとつに加わることとなろう。

5 規制・監督体制の整備

香港では、80年代後半から、伝統的なレセフエールを修正する動きが強まり、金融・資本市場の安定性や透明性の維持を目的に規制・監督体制の整備が進められた。その直接的な契機となったのは、82～86年にかけ恒隆銀行をはじめとする金融機関の破産や政府による接收が続出したことである。さらに、87年10月にニューヨーク株式市場の暴落の影響を受け香港株式市場が世界で唯一4日間の取引停止に追い込まれたことも健全性政策の推進に拍車をかけた。

まず、86年9月にそれまでの銀行条例と預金受入会社（DTCs; Deposit-Taking Companies）条例を一本化した新銀行条例が制定され、①金融機関の監督機関である銀行委員会（Commissioner of Banking）の権限の強化、②融資ガイドラインや流動性比率（流動資産／適格債務）の設定を通じて銀行部門の監督・検査体制が再構築された。その後、88年9月に自己資本比率規制が導入された（当初5%、その後89年8月にBIS国際統一基準の8%に引上げられた）のに次いで、90年2月には新銀行条例の改正を受け銀行制度の改組が実施されるとともに最低資本金が引上げられ

た。これによって、公認金融機関はそれまでの免許銀行（Licensed Bank）、免許預金受入会社（LDTCs；Licensed Deposit-Taking Companies）および登録預金受入会社（RDTCs；Registered Deposit-Taking Companies）から、免許銀行（Licensed Bank）、限定免許銀行（RLBs；Restricted Licensed Banks）および預金受入会社（DTCs；Deposit-Taking Companies）の3種類の機関となった。

また、83年に米ドルへのペッグ制に移行した香港では通貨価値の安定が金融政策の主たる目標となったが、機動的な流動性調節機能が欠落していたため、80年代後半に入ると米ドル安の進行を受け為替市場への介入額は増加の一途をたどった。従来、香港では、民間銀行である香港上海銀行を含む複数の機関が中央銀行機能を担ってきたが、こうしたことから、香港政庁では自らの金融調節機能の強化が必要であるとの認識が高まった。

香港上海銀行は、香港銀行協会に加盟しているクリアリング・ハウスの管理銀行として香港に所在する銀行の決済勘定を保有しているが、同行は88年7月以降、香港ドル発行の裏付け資産となる外貨の管理および政庁資産の管理・運営を行う外国為替基金（The Exchange Fund）内に香港ドル建て決済勘定を設け、そこに他行から預かっている決済資金のネットの残高を超える金額を保有することが義務付けられた。これによりインターバンク市場の流動性調節機能は事実上、為替基金が担うこととなった。次いで、90年3月から為替基金証券を対象とする公開市場操作が開始されたほか、92年6月には流動性調節ファシリティが創設され、為替基金にラスト

・リゾートとしての機能が付与された。

さらに、93年4月には為替基金局と銀行委員会が統合され、金融政策運営と信用秩序の維持を担う香港金融管理局（HKMA；Hong Kong Monetary Authority）が設立された。同局については、発券業務を除く中央銀行機能の担い手として、すでに各国の通貨当局において自らのカウンターパートであるとの認識が定着している。また、96年12月に稼動した即時決済システム（RTGS；Real Time Gross Settlement）のもとで、すべての免許銀行は決済勘定を香港金融管理局にも開設した。

一方、資本市場については、証券市場審議会の答申に基づき、89年5月に証券先物取引委員会（Securities & Futures Commission）が設置され証券業務全般に対する一元的な監督体制が確立されたほか、91年9月には投資家保護のためのルール整備としてディスクロージャー条例やインサイダー取引防止条例が発効した。

2. シンガポール

1 オフショア市場

シンガポールでは、香港とは対照的に政府主導のもと金融センターとしての育成が図られてきた。シンガポールのオフショア市場は、68年10月、バンク・オブ・アメリカのシンガポール支店に対し国内勘定と切り離れたACU（Asia Currency Unit）勘定の設置を認め、非居住者外貨預金利子に対する源泉課税を廃止したことを契機に人為的に創出された。市場規模の推移をみると、香港との間で「調達のシンガポール、運用の香港」という補完関係が機能している間は、アジアにおけ

■図表13 シンガポールのオフショア市場（ACU総資産／総負債残高）

（単位：億ドル、％）

	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	Apr-97
非金融機関向け貸出	374 24.1	387 19.3	550 22.5	666 23.7	864 25.7	1,255 32.1	1,341 37.5	1,342 37.8	1,369 35.5	1,458 35.0	1,733 36.2	1,805 35.6	1,764 32.9
インターバンク運用	1,049 67.5	1,466 73.1	1,711 69.9	1,948 69.4	2,287 67.9	2,391 61.2	1,970 55.1	1,948 54.8	2,143 55.5	2,343 56.3	2,588 54.1	2,787 55.0	3,048 56.8
その他資産	130 8.4	153 7.6	188 7.7	192 6.8	215 6.4	258 6.6	266 7.4	264 7.4	350 9.1	362 8.7	462 9.7	476 9.4	553 10.3
非金融機関の預金	280 18.0	338 16.8	416 17.0	475 16.9	550 16.3	669 17.1	635 17.8	636 17.9	627 16.2	658 15.8	806 16.9	954 18.8	1,034 19.3
インターバンク調達	1,200 77.2	1,594 79.5	1,925 78.6	2,218 79.1	2,696 80.1	3,094 79.3	2,818 78.8	2,798 78.7	3,089 80.0	3,335 80.1	3,761 78.6	3,895 76.8	4,070 75.9
その他負債	73 4.7	74 3.7	108 4.4	112 4.0	120 3.6	141 3.6	124 3.5	119 3.3	145 3.8	170 4.1	215 4.5	220 4.3	261 4.9
総資産／総負債	1,554 100.0	2,006 100.0	2,449 100.0	2,805 100.0	3,366 100.0	3,904 100.0	3,577 100.0	3,554 100.0	3,861 100.0	4,163 100.0	4,782 100.0	5,069 100.0	5,365 100.0

(注)下段：シェア

(資料)Monetary Authority of Singapore, *Annual Report, Monthly Statistical Bulletin* より作成。

るユーロカレンシーの配分を主導するシンガポールが香港をリードしていたものの、その後、86年に両者の立場は逆転し、97年4月末のACU総資産／総負債残高は5,365億米ドルと香港を大幅に下回る水準に止まっている（図表13）。80年代後半には、シンガポールにおいても香港と同様に東京オフショア市場との間の裁定取引や対日非金融機関向け貸出が活発化したといわれている。

80年代後半以降、市場規模の拡大について香港に遅れをとったとはいえ、ASEANをはじめとする周辺地域経済が高成長を続ける中であってシンガポールが担う国際金融センターとしての役割は重要度を高めている。ACU勘定残高の内訳をみると、85～97年4月にかけて、負債サイドではインターバンク調達および非金融機関の預金の総負債残高に占めるシェアは、各々、76～80%、16～20%の範囲で安定的に推移しているものの、資産サイドではインターバンク運用の総資産残高に占めるシェアが68%から57%に縮小する一

方で、非金融機関向け貸出の同シェアは24%から33%に拡大した。このような企業金融の拡大は、シンガポールにおいて、高成長を続ける周辺地域の企業に対する金融仲介機能が高まってきたことを反映したものといえよう。

2 資本市場

シンガポール証券取引所は、73年にシンガポール・ドルとマレーシア・リングの等価交換制度が廃止されたのに伴い、従来のマレーシア・シンガポール証券取引所から分離する形で設立された。株式市場では、分離独立後もシンガポール証券取引所とクアラルンプール証券取引所（分離独立時の73年にマレーシア側で設立された）との間で重複上場が継続していたが、89年12月に両取引所で重複上場の禁止が決定されたことから、シンガポール証券取引所のメインボードでは取引の減少を余儀なくされ、市場規模は伸び悩みが続いた（図表14）。93年には、シンガポール・テレコムの民営化や海外資金の流入拡大などからメ

■図表14 シンガポールの株式市場

	株価：ST指数 (64.1230 = 100)	時 価 総 額 (百万ドル)	1 日 当 たり 平均売買代金 (百万ドル)	上場企業数	
				メインボード	SESDAQ
86	898.7	16,582	14.5	317(195)	—
87	823.2	17,876	43.0	321(194)	7
88	1,038.6	53,573	25.3	326(194)	13
89	1,481.3	35,924	80.3	333(197)	14
90	1,154.5	34,268	81.4	172(22)	13
91	1,490.7	47,638	70.5	183(26)	16
92	1,524.4	48,818	72.0	188(25)	25
93	2,425.7	132,742	311.4	205(-)	30
94	2,239.6	133,832	336.9	229(-)	43
95	2,266.5	148,025	238.1	248(-)	46
96	2,216.8	150,108	247.0	266(-)	51

(注)時価総額はメインボードの内国株のみ。売買代金は 90 年までメインボードの内国株のみ、91 年以降はメインボードと CLOB インターナショナルの合計。

(資料)東京証券取引所調査およびシンガポール証券取引所資料より作成。

インボードの時価総額は対前年比2.7倍に急増したほか、シンガポール・テレコム为民営化に際し中央年金基金（CPF；Central Provident Fund）に一定額を超える残高を有する個人に株式購入資金の援助が行われたこともあり、株主数が激増した。その後も市場規模は拡大したものの、96年末現在、メインボードの時価総額は1,501億米ドルと香港を大幅に下回っている。

また、90年1月に、クアラルンプール市場とシンガポール市場との重複上場の禁止措置に対応して外国株の取引を目的に創設された国際店頭市場であるCLOBインターナショナル（Central Limit Order Book International）においても、近年、売買の中心となっているマレーシア銘柄について、振替決済制度の導入など急速に市場整備を進めているクアラルンプール証券取引所との間で競合が激化していることもあり、取引が伸び悩んでいる。さらに、87年に中小企業が株式市場から有利な調達を行うことを可能にするために創設され

たSESDAQ（Stock Exchange of Singapore Automated Quotation）についても、96年には時価総額こそ対前年比3.7%増の31億米ドルとなったが、1日当たり売買高は同57%減の5.8百万米ドルに止まった。

一方、債券市場では、94年末に発行残高は448億米ドルと香港を上回っているものの、その内訳をみると94%が国債であり¹⁵⁾、中央年金基金が大量に引受け満期まで保有していることから、流通市場での取引は不活発である。

こうした状況に対し、政府は資本市場育成の姿勢を強め、94年9月に発表された一連の資本市場新興策に基づき、95年1月から、中央年金基金の運用対象として従来の国債とシンガポール通貨庁（MAS；Monetary Authority of Singapore）への預金に加えてシンガポール証券取引所に上場された外国株式・債券および域内株式市場に上場された株式が認められることになった¹⁶⁾。次いで、同年3月には証券取引手数料が引下げられた。また、中国株の上場に向けた取組みも積極化し、95年7月に深川証券登記有限公司（深川証券取引所の決済機構）との間で振替決済制度の接続に関する覚え書きが交換されたことを受け、深川証券取引所にB株（上海、深川証券取引所に上場される外国人投資家を対象とする特殊株）を上場している港湾会社の深川蛇口招商港務がシンガポール証券取引所へ上場を果たした。さらに、96年10月には、外国企業によるシンガポール・ドル建て株式の上場を解禁することが発表されるとともに、外国企業株や周辺国への展開が活発なシンガポール企業株を組込んだシンガポール地域株価指数（Singapore Regional Index）の公表が開始さ

れた。また、新設された外国部へCMテレコム・インターナショナルが上場を果たした。

このほか、税制上の優遇措置の導入によりファンドマネージメント業務および投資信託業務の振興が図られるとともに、資金運用担当者の育成も進められている。周辺地域の株式市場の拡大にこうした措置が相まって、先進国の企業による投資会社の設立も増加し、96年末現在、ファンドマネージメント業者数は対前年比26社増の161社となった。

3 外国為替市場

シンガポールの外国為替市場は、国際決済銀行(BIS)の外国為替市場調査¹⁴⁾によれば、95年4月の1日当たり売買高は対92年同月(前回調査時点)比43%増の1,054億米ドルとなり、(ロンドン、ニューヨーク、東京に次ぐ)世界第4位を維持している。通貨ごとの内訳では、ドイツ・マルク対ドル、円対ドル取引に加え、近年は、ASEAN諸国通貨の取引も拡大しつつある。これは、周辺地域に展開している多国籍企業においてシンガポールの地域拠点で為替リスクの集中管理が行われるケースが増加していることを反映したものである¹⁵⁾。こうした外為市場の拡大には、次節に述べるSIMEX(Singapore International Monetary Exchange)を活用できることなども大きく寄与しているとみられ、香港との比較においてシンガポールの優位性が顕現した市場となっている。

4 金融先物市場

SIMEXは84年にアジア初の金融先物市場として創設され、アメリカの代表的な先物市場であるシカゴ・マーカンタイル取引所(CME; Chicago Mercantile Exchange)との間の相互決済システム(両市場の会員がそれぞれの市

場で締結した売りまたは買い契約を相手市場で清算することを認めるシステム)の導入により24時間ディーリング体制が構築されたことなどから、欧米との時差を活用しつつ急成長をとげてきた。上場銘柄は、97年7月現在、同年1月に上場された台湾株価指数先物・オプションを含め、商品および金融先物13銘柄とオプション取引6銘柄にまで増加しているが、これらはすべて他国の株価指数や外国通貨の関連銘柄である。シンガポールでは通貨当局がシンガポール・ドルの国際化に慎重であることや資本市場が小さいことなどから独自の商品の開発が遅れているものの、シンガポール証券取引所が新たに開発したシンガポール地域株価指数について先物が上場される可能性もある。

SIMEXにおける取引は、ユーロドル金利先物、ユーロ円金利先物および日経225株価先物に集中している。因みに、96年にこれらの3銘柄の出来高全体に占めるシェアは94%であった。このうち、ユーロドル金利先物の増加には先に述べたCMEとの間の相互決済システムの寄与するところが大きい。92年にはCMEが中心となって開発したGLOBEX(オンライン電子端末を使った自動取引システム)が稼動し24時間取引が可能となったことから、SIMEXへの悪影響を懸念する向きもあった。しかしながら、SIMEXは順調な拡大を続け、94年3月にはCMEとの間で相互決済システムの期限の延長が同意された(延長期間は5年間、ただしどちらかが中止を申し出ない限りさらに自動的に5年間延長される)。さらに、96年3月にはユーロ円金利先物についてCMEとの相互決済システムが導入された。また、日経225株価先物は92

年以降急増したが、これは、現物市場の安定を求める東京証券取引所の要請を受け大阪証券取引所において規制が強化されたことに伴い、同取引がSIMEXへシフトしてきたためであった。

このように、他国の取引所と同じ銘柄を扱いつつ時差の活用や市場の効率性の追求によって発展する中で、SIMEXは健全性や安全性の維持に自信を示していた。しかしながら、95年2月にイギリスのベアリングス社が、子会社であるベアリング・フューチャーズ・シンガポール社の日経225株価先物取引引きにからむ損失により経営破綻に陥ったことを契機に、あらためてリスク管理の徹底した市場への脱皮が求められることになった。このため、95年3月および翌年8月に先物取引法が改正され、シンガポール通貨庁（MAS）による監督が強化されたのに次いで、先物取引業者の資本規制が強化された。さらに、SIMEXにおいても自主ルールの適用によるチェック体制の見直しが行われた。

III. 転機をむかえた後発オフショア市場

東アジアでは、これまでみてきたように伝統的な国際金融センターが新たな展開を示す一方で、90年代に入ると、金融センターを目指す新しい動きが活発化し、マレーシアやタイではオフショア市場が創設された。成長資金の流入促進や周辺地域における金融センターとしての発展を目指したこれらの市場は急成長したものの、同市場を経由した短期資金の流入拡大から国内経済に不安定要因が持ち込まれる結果となった。もとより、地域金融センターとしての発展については先行する

香港、シンガポールを上回る魅力を打ち出すことは困難な状況にあり、後発市場では、金融システムにおけるオフショア市場の役割を再検討する必要に迫られているといえよう。以下では、マレーシアおよびタイを中心に東アジアの後発オフショア市場の現状や課題をみてみよう。

1. 市場創設の背景とオフショア制度の概要

90年代に入り、東アジアでは、90年10月にマレーシアのラブアン島に内外分離型のオフショア市場が開設されたのに次いで、93年3月、タイにおいても地場商業銀行15行を含む47行にBIBF（Bangkok International Banking Facilities）免許が供与され、オフショア市場が創設された。

国際金融センターとしてすでに金融機関の集積が進み、情報の集中度や市場の流動性の高さについてもはるかに先行している香港、シンガポールとの競合が予想されたにもかかわらず、このように相次いでオフショア市場が新設された背景には、自国への成長資金の流入を促すとともに国際的な金融業務を取り込むという目的があった。このほか、マレーシアでは、国際金融センターとしての育成を通じてラブアンが立地する相対的に経済発展の遅れた東マレーシアの地域開発を促進するという目的もあったといわれている。一方、タイでは、80年代後半にインドシナ諸国においてベトナムのドイモイ（刷新）に代表される経済自由化政策が導入されたことを背景に、同地域の将来的な資金需要の増大も睨んで、バンコクの金融センター機能の強化が目指された。

両市場では、非居住者から調達した資金を非居住者に運用するいわゆる「外—外取引」に加え、対居住者取引である「外—内取引」が認められている。ラブアン島に設立・登記されたオフショア銀行は、対居住者取引について中央銀行の事前許可のもと外貨建て預金の受入を行うことができる。また、外貨建て貸付については、現在、借入総額（積数）が5百万リング相当を超える場合は中銀の許可を必要とするが、それ以下は事前報告のみで行うことが認められている。

一方、BIBF支店では外貨建て預金の受入、居住者および非居住に対する外貨建て貸付および外国為替取引（ただし、クロス取引に限定）が認められている。税制上の優遇措置についてみると、ラブアン市場では、オフショア金融業務に対する所得税は香港、シンガポールに比べ低率である3%の軽減税率（または2万リング）となっているほか、印紙税や利子・配当に対する源泉課税が免除されている。一方、BIBFでは、法人税について10%の軽減税率が適用されるほか、利子所得（外—外取引）に対する源泉課税、印紙税および特別事業税（3%）が免除されている。

2. 市場規模の拡大と短期対外債務の増加

金融機関のラブアンへの進出は92年前半までは地場銀行5行を含む7行に止まっていたものの、92年9月以降、マレーシア中央銀行が自国市場の育成を図るべく同国内の企業によるシンガポール・オフショア市場からの資金調達に対する認可を見合わせるようになったことを契機に活発化し、96年5月現在、邦銀12行を含む48行を数えるに至った。これに

は、マレーシアにおいて1974年以降、外銀の新規支店開設が認められていない中で、ラブアン島に設立・登記されたオフショア銀行に対し、先述のとおり外貨建てに限定されているとはいえ対居住者取引が認められたことから、国内市場への参入を目指す外銀が実績づくりを急いだという面があった。

進出銀行の増加に伴い、国内の旺盛な資金需要を背景に居住者向け外貨建てローンが急増し、92年末に6億米ドルにすぎなかった貸出残高は96年2月末に約90億米ドルに拡大した。進出外資系企業においては、リング建て資金調達に課されている60：40ルール（外資系企業がマレーシア国内で借入れを行う際にはその60%以上を地場銀行から調達しなければならない）やギアリング・レーシオ規制（外資系企業は自己資本の3倍を限度としてマレーシア国内で借入れを行うことができる）の対象外となることも、オフショア・ローンの借入れを促す要因となった。しかしながら、立地がビジネスの中心地である首都クアラルンプールから遠く離れていることや、急速に整備が進められているとはいえインフラが未だ低水準にとどまっていることもあり、市場規模の拡大は後から設置されたBIBFに大きく遅れをとっている。

一方、BIBFでは、当初の同免許取得外国銀行に、当時、タイに支店を開設していなかった20行が含まれている。タイでは、外銀について62年の商業銀行法改正により相互乗り入れによる一国一行および一行一店舗の原則が導入され、事実上、新規参入が不可能となっていたことから、オフショア業務への参入に強い意欲が示された。

94年に入ると、地方向け融資の拡大を目的

にBIBF免許取得銀行に対し地方支店（ PIBF支店； Provincial International Banking Facilities office、総額10億バーツを上限とする首都圏を除く居住者向けバーツ建て貸出業務も可）の開設を認めることや、97年までに5行のBIBF支店をフルバンキング支店（BIBF支店認められていない居住者向けバーツ建て貸出業務を含む）に昇格させる方針が発表された¹⁸⁾。これらがインセンティブとなって居住者向け外貨建てを中心に貸出が急増し、95年末の貸出残高は対前年比2.1倍の475億米ドルとなった（図表15）。その後、96年に入り、国内の景気減速から貸出残高は伸びが鈍化したものの、同年10月末現在、501億米ドルに達した。因みに、居住者向け貸出残高は308億米ドルとオフショア・ローン全体の61.5%を占めている。

居住者向け貸出を軸とした市場規模の拡大は、これら諸国において短期対外債務の増加をもたらした。マレーシアでは、96年末にBIS報告銀行の同国に対する資産残高は222億米ドルとなった。このうち期間1年以内の短期資産の総資産残高に占めるシェアは42.2%と、90年6月の26.1%から大幅に拡大した。ラブアン市場ではオフショア・ローンの内訳

は公表されていないものの、貸出残高全体の90%前後は居住者向け外貨建て貸出であるといわれており、96年2月の同貸出残高の規模は80億米ドル前後と推計される。95年末に168億米ドルであったBIS報告銀行のマレーシアに対する資産残高は96年6月末に201億米ドルとなっているが、ラブアン市場での居住者向け貸出は、BIS報告銀行のマレーシアに対する資産残高の40～50%程度に相当すると推計され、同報告銀行の短期資産の増加は、ラブアン市場を経由した居住者向けローンの拡大による部分も大きいとみられる。

一方、タイでは、中央銀行によれば民間部門の対外債務残高は92年の243億米ドルから95年に518億米ドルに増加した。このうち短期債務は同期間に128億米ドルから308億米ドルに拡大し、95年に短期債務の対外債務残高全体に占めるシェアは59.5%に達した。こうした短期債務の増加はオフショア・ローンの拡大による部分が大きかった。短期債務に占めるBIBFのシェアをみると、94年に67.0%となったのに次いで、95年には76.9%とさらに拡大している。因みに、BIBFでの居住者向け外貨建て貸出残高の商業銀行の非金融機関に対する資産残高に占めるシェアは、93年の7.8%から95年には16.6%に拡大しており、オフショア市場の創設が民間部門の資金調達に与えた影響の大きさが伺える。

こうした状況に対し、タイでは、居住者向け外貨建てローンについて95年10月から最低実行額が50万米ドルから2百万米ドルに引上げられたのに次いで、96年6月には新規ローンの実行に伴う短期資金の調達額の7%を中央銀行に積立てることが義務付けられるなど、短期資金の流入抑制を目的に居住者向け

■図表15 BIBF貸出残高の推移

(単位：億ドル、%)

	1993	1994	1995	Oct-96
居住者向け外貨建て貸出	77	182	270	308
非居住者向け外貨建て貸出	2	40	205	193
合 計	79	222	475	501

(注)期末値。
(資料)Bangkok Bank, Commercial Banks in Thailand, Monthly Reviewより作成。

オフショア・ローンの抑制措置がとられた。マレーシアにおいても、居住者への外貨建て貸出について審査基準が厳格化された模様である。

3. タイ通貨危機の発生と周辺諸国への波及

短期対外債務の急増は過剰流動性を発生させ、インフレの高進や対外バランスの悪化を招きがちである。とりわけ、タイでは、BIBFにおける居住者向け貸出の急増を反映し短期資金の流入が著増したことから、マクロ経済の不安定化や金融市場の混乱が顕著となった。95年にタイの実質GDP成長率は8.6%と前年に比べやや鈍化する一方、インフレ率は前年の5.1%から5.8%に加速した。また、経常収支赤字の対GDP比率は94年の5.6%から95年には8.1%に急拡大した。さらに、翌96年には、輸出の不振に引締め策の浸透が相まって景気は急速に減速し、中央銀行の推計では実質GDP成長率は6.7%に大幅に鈍化したものの、インフレ率は5.9%と高止りを示す一方、経常収支赤字の対GDP比率は、8.2%にさらに拡大した模様である。一方、金融システムでは、景気減速を背景に深刻な不良債権問題が顕在化し、97年3月には最大手のファイナンス・カンパニー（限定的な銀行業務と証券業務の兼営が認められているタイ特有の金融機関、預金の受入は不可）であるファイナンス・ワンが経営破綻に陥った。

こうした景気不振や金融市場の混乱を受け、96年9月、97年2月、同年5月に外為市場ではパーツ売り圧力が急速に高まった。これに対して、同年5月にはシンガポールとの協調介入が実施されたほか、実需に基づかな

いパーツの国外への持出しを制限する措置が導入されるなど通貨防衛が図られたものの、従来のバスケット・ペッグ制の維持は困難となり、7月2日にタイ・パーツは管理フロート制に移行した。これに伴い、パーツの対米ドル相場は、1米ドル当たり前日の24.7パーツから29.1パーツへ17.8%の急落を示した。

タイの通貨危機は、程度の差はあれ経常収支赤字の拡大や対外債務の短期化、不動産融資の拡大といったタイと共通の問題を抱えるフィリピン、インドネシア、マレーシアなどの周辺諸国へ波及し、東アジア一帯で通貨売り圧力が高まった。このため、フィリピンでは、7月11日に、フィリピン・ペソの対米ドル相場について変動許容幅（前日終値の上下1.5%）の拡大が発表された。しかしながら、これを受けてペソの対米ドル相場は1米ドル当たり29.75ペソと、前日終値から12.7%下落したことから、同日の外為市場では銀行間取引が停止された。次いで、8月14日には、インドネシアにおいて、中央銀行による相場公表を中止し自由変動相場制に移行することが発表されるとともに、ルピアの対米ドル相場は1米ドル当たり2,820ルピアと対前日比6.2%下落した。さらに、通貨売り圧力の高まりは、米ドルへのペッグ制を維持している香港や金融不安が顕在化した韓国にも波及した。

引き金となった短期資金の流入急増は、国内金利の高水準や米ドルとの連動性の高い為替相場が原因となって生じ、これがタイ国内にバブルを発生させた。今回の東アジアにおける一連の通貨不安の発生は、オフショア市場を通じて安定的な資金導入を図る上で、適切な金融政策や為替政策の運営が不可欠であることを強く認識させることとなった。

4. 今後の展望

タイでは、先に述べたとおり、BIBFの拡大は主に国内の旺盛な資金需要に基づく居住者向け外貨建て貸出の増加によるものであったが、そのかげで、非居住者向け貸出も順調な増加を示していた。しかしながら、これは、フルバンキング支店への昇格を目指しオフショア業務の実績作りを急いだ外銀による香港、シンガポールからのブッキングの移管の活発化を反映した部分が少なからずあったといわれており、周辺地域に対する金融仲介機能の進展は実質的にはあまりみられなかった。96年後半には、そうしたブッキングの移管の終了に伴い、非居住者向け貸出残高には伸び悩みがみられるようになった。インドシナにおける民間資金需要の立上がりかと思いのほか遅れていることも、こうした「外—外取引」が伸びない理由のひとつであった。今後、タイの不良債権の処理や地場金融機関の経営建て直しといった金融システムの再建には時間を要するとみられることから、当面、バンコクの地域金融センターとしての発展は遠のいたといえよう。

一方、ラブアンでは、94年3月にフィリピン、インドネシアおよびブルネイとの間で合意した「東ASEAN成長地域（EAGA）」構想のもと、これらの新興地域への資金調達拠点として機能することが目指されているほか、国際イスラミック・バンキング¹⁹⁾センター化構想も発表されている。しかしながら、これらの構想はスタートしたばかりであり、当面は、隣接するシンガポールがファンディング・センターとして機能していることもあり、近隣地域に対する金融仲介機能が急速に高ま

ることは考えにくい。このため、地域金融センターとしてのラブアンの発展は、当面、ブッキング・センターとしての機能を中心とした限定的なものに止まろう。

IV. 香港、シンガポール両センターのさらなる機能向上に向けて

先にみてきたとおり、東アジアへの民間資金の流入は80年代後半以降、順調な拡大を続けてきたものの、97年には前述したようなタイ通貨危機が起こり、ここにきてそのトレンドは大きく変化することが予想される。

今回のタイ通貨危機の背景には、輸出の低迷、金融システムの脆弱性、経常収支赤字のファイナンス構造の不安定化といった問題があった。これらの問題は、持続的な高成長の過程で生じた経済構造の変化に対して、制度や政策面での対応が遅れたことが原因となって顕在化した部分が大い。すなわち、輸出低迷については、労働コストの面で比較優位のある中国などから競争圧力が高まる中で、輸出構造の高度化が遅れたことや、日本との間で貿易・投資の相互依存関係が深まってきたにもかかわらず米ドルとの連動性の高い為替相場が維持されたため、95年後半からの円安の進行などにより実体経済からみて自国通貨が割高となったことも大きな原因であった。また、金融システムが多額の不良債権を抱えるに至った背景として、金融自由化が進む一方で、金融システムの安定性を確保するための健全性規制やセーフティ・ネットの整備が遅れていたことも看過できない。さらに、経常収支赤字のファイナンス構造にみられた短期資本への依存度の高まりとそれに伴う資

本調達構造の不安定化については、国内金利の高水準や米ドルに対する固定的な為替相場が短期の投機資金の流入を助長させたという面があった。

これらは、程度の差はあれASEAN諸国に共通した問題であったため、タイ通貨危機は直ちにASEAN諸国に波及し、各国通貨は大幅に下落した。当面、ASEAN諸国では、通貨不安に伴う混乱の收拾に追われることとなるが、中長期的な対応として産業・輸出構造の高度化や金融システムの整備に向けた取り組みが進めば、通貨減価に伴う輸出競争力の回復と相まって、再び力強い成長軌道へ復帰することが見込まれる。とはいえ、タイの調整過程はいくぶん長期化することが予想されるほか、その他の諸国においても当面の成長鈍化は回避し難いとみられる。さらに、先に見たとおり途上国の中で競合する資金流入先としてラテン・アメリカ諸国や東欧諸国が浮上していることもあり、当面、東アジアへの民間資金の流入については、従来の一本調子での増加は考えにくい。また、東アジアの中でも国による格差が顕在化することとなる。

こうした資金フローの変化のなかで、80年代後半から中国、ASEANへの成長資金の供給に大きな役割を果たしてきた香港、シンガポールは、金融センターとしての洗練度をさらに高め、域内への金融仲介機能を一段と充実させる必要に迫られている。

香港、シンガポール比しはるかに大きな資本供給力を有する東京市場では、96年11月から、フリー、フェア、グローバルを改革の3原則に掲げる「日本版ビッグバン」構想のもとで規制緩和が進められている。97年5月

に同構想のフロントランナーとして為銀主義の撤廃や非居住者による海外での預金開設およびネットィングの自由化などを盛り込んだ新外為法（外国為替および外国貿易法）が成立した（98年4月実施）のに続き、翌6月には、金融制度調査会や証券取引審議会等の報告書が提出され、①商品・業務・組織形態の自由化・多様化、②市場・取引のインフラおよびルールの整備、③金融システム健全性の確保—の3分野にわたる各項目の改革スケジュールが提示された。このような規制緩和により、東京市場は東アジアの資金調達市場として機能を高めていくとみられる。しかしながら、域内全体で潜在的な資金需要は膨大なものがあることを考えると、香港、シンガポールが果たすべき金融仲介機能については従来にも増して大きな役割が期待されることとなる。

香港については、90年4月に制定された中華人民共和国「香港特别行政区基本法」で、①独立した租税制度の維持、②国際金融センターとしての地位の維持、③独立した金融政策の保証、④香港ドルの流通、⑤為替管理政策を実行しないこと、⑥自由貿易政策の維持、⑦自由貿易港・非関税の維持などが明記され、中国への主権返還後は「一国両制度」および「港人治港」の原則の下、現行の資本主義経済体制を50年間存続させることが保証された。このような枠組みは、中国にとって、香港が対外開放度や自由度の高いビジネス環境を維持し、国際金融センターとしての機能をさらに高めることが望ましいとの経済合理的な認識を反映したものと見える。また、中国では、90年4月に始動した上海浦東新区開発プロジェクトのもと、かつてアジアの国際

金融センターであった上海を国際的な貿易、金融ならびにハイテクセンターとして発展させていくことが目指されている。すでに、市場経済化に適合した金融システムの構築が上海を中心に進められてきたこともあり、相当規模の証券市場、外為市場、短期金融市場が形成されている。しかしながら、中国は96年12月にIMF 8 条国へ移行したばかりでもあり、上海の発展については、当面、人民元取引を主体とする国内金融センターとしての機能に限定されるとみられることから、香港の国際金融センターとして機能は、中国経済にとって不可欠といえよう。また、香港の国際金融センターとしての順調な発展は、中国政府にとって香港返還（香港回帰）の成功を世界にアピールするためにも必要である。さらに、長期的にみて上海が国際金融センターとして機能するようになった場合にも、膨大な資金需要の発生が見込まれることから、香港は主に中国南部への金融仲介機能を担う国際金融センターとして引続き役割を果たすことが期待されることになる。

具体的な措置としては、香港ではシンガポールに比べ大きく立ち遅れている金融先物市場の育成を急ぐ必要がある。また、香港ドルについては、当面、米ドルとのペッグ制の堅持が表明されている。これは中国への主権返還に伴う混乱を最小限に食い止め香港ドルの安定を維持する上で合理的な判断といえる。しかしながら、同制度のもとで金融政策は米ドルに追随せざるを得ず、中国との経済相互依存関係が拡大・深化²⁰⁾するなかで、そうした政策運営の維持が困難となる局面が発

生することも予想される。このため、返還に伴う政治的社会的変化が落ち着いた段落で、見直しが検討されるべきであろう。

一方、シンガポールについてみると、今回、ASEANに加盟したラオス、ミャンマー、および未加盟のカンボジアを含め、アジア地域全体の潜在的な資金需要はまだまだ大きく、インフラ整備に関するプロジェクト・ファイナンスといった金融手法の利用に必要なインフラストラクチャーや機能を持ち合わせたシンガポールの金融仲介機能に期待が高まっている。また、とくに進出日系企業については、先に述べた為替管理の自由化を受けて、シンガポール統括拠点をアジア地域のネットィング・センターとして活用する動きが広がるとも予想され、シンガポールでは国際金融センターとしての洗練度を一段と高めこうしたニーズに応えていくことが必要であろう。

そのためには、例えば、即時決済システムRTGSを早期に導入する必要がある。また、同国では、香港と対照的に通貨当局による秩序だった規制・監督が行われてきたが、今後は、こうした政策について、健全性・安定性の維持に配慮しつつもより自由度を高める方向で修正する必要があるだろう。とりわけ、貿易額のGDPに対する比率が極めて高い（96年に同比率は273%）経済構造に鑑み、自国通貨の急激な為替相場変動を回避すべく慎重なスタンスが堅持されてきたシンガポール・ドルの国際化について、国内市場の安定を確保しつつ推進していくことが不可欠であると考えられる。

【注】

- 1) 当時、マレーシア、インドネシアといったシンガポールの近隣諸国では、シンガポールのオフショア市場で調達した資金を吸収しきれなかったため、香港市場経由で韓国、台湾、中国等に供給されていた (Richard Yan-Ki Ho, *The Hong Kong Financial System*, 1991, p402)。
- 2) 香港では、1981年に外国金融機関に対するフルバンキング・ライセンスの発給が再開されたのに次いで、82年に非居住者外貨預金利子に対する源泉課税が廃止された。一方、シンガポールでは、すでに1973年に金融機関のオフショア業務に関わる吸う液に対する法人税が40%から10%に引き下げられていたが、83年にシンジケート・ローン組成手数料が非課税扱いとなったほか、投資顧問業に対し10%の軽減法人税率が適用されることとなった。さらに、84年にはアジア初の金融先物市場 (SIMEX) が創設された。
- 3) World Bank; *World Debt Tables*, *Global Development Finance*に定義された東アジアおよび太平洋地域へのネット長期資金フロー。ただし、対象国は95年までは中国、韓国、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンの東アジア諸国、ベトナム、ミャンマー、ラオス、カンボジアのインドシナ諸国および太平洋諸国の20ヵ国、96年についてはそのうち韓国、ニューカレドニアを除いた18ヵ国となっている。
- 4) 韓国では、92年に外国人による株式投資が外国人全体で上場株について1銘柄当たり発行済み株式数の10%、外国人1人当たり同3%を上限に認められた。その後、外国人全体の保有上限について94年12月に12%に、95年7月にはさらに15%に拡大された。台湾では、90年12月に証券管理委員会が認めた機関投資家に限り外国人投資家による対内投資が25億ドルを上限に認められた。その後、95年1月に限度額規制は撤廃され、1上場企業に対する保有上限は1外国投資家につき6%、外国投資家全体では12%と定められたのに次いで、同年9月にはそれぞれ、7.5%、15%に拡大された。また、インドネシアでは、87年12月、上場株式の49%を上限に外国人による対内株式投資が認められた。
- 5) 詳しくは、村上「NIEsの対外直接投資の拡大と東アジアの貿易構造の変化」『東京銀行月報』1993年11月号参照。
- 6) World Bank, *Global Development Finance*, 1997.
- 7) 93年1月に発足し、2003年までに工業製品の域内関税の5%以下への引下げを通じて自由貿易圏の形成を目指すもの。ベトナムについては、他の参加国との経済格差を考慮し、関税引下げの達成期限は2006年となっている。
- 8) アジア太平洋地域を中心として海外に相当な規模のネットワークをもち、かつ、シンガポールに経営管理、物品調達、研究開発、マーケティング、財務などの機能を有する地域統括本部を置く企業に対し、税制上の優遇措置を与える制度。94年には、さらに、ビジネス・技術サービスを提供する企業に優遇を与えるBHQ (Business Headquarters) 制度が導入され、様々な統括機能の誘致を促す枠組みが強化された。
- 9) 94年に中国の蘇州、無錫およびインドのバンガロール、96年にはベトナムのソン・ベ省において、それぞれ、工業団地の開発が着工された。
- 10) 香港オフショア市場の市場規模は、預金受入金金融機関の外貨建て負債残高で代用。シンガポールの同規模はACU (Asian Currency Units) 総資産／総負債。
- 11) 従来の相対取引にかわり、コンピュータを通じ自動的に売買を成立させるシステム。
- 12) 一時的に流動性不足に陥った銀行に対する資金

- 供給。92年6月に為替基金に導入され、ラスト・リポートとしての機能が付与された。
- 13) 現地ヒヤリングによると、これに伴い年間38～50数億米ドルの運用ニーズの創出が見込まれている。
- 14) BIS、*Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, 1995.
- 15) World Bank, *The Emerging Asian Bond Market*, 1995.
- 16) 94年9月に発表された資本市場新興策では、CPFの運用対象を95年1月、97年1月および99年1月と段階的に緩和し、最終段階では資金の50%を上限にアジアのみならず、アメリカ、ドイツ、日本を含む株式市場への投資を認めることが盛り込まれた。
- 17) シンガポールの調達拠点において域内での物品調達に関するASEAN諸国通貨建てのインボイスと域外への製品輸出に関する米ドルや円建てなどのインボイスが集中するのに伴って、シンガポール外為市場では、こうした通貨間の為替取り引きが生じている。
- 18) PIBF支店については95年に37支店が開設された。BIBF支店のフルバンキング支店への昇格については後に7行とすることが発表され、96年10月に邦銀3行を含むBIBF免許取得7行に対し、新たにフルバンキング支店の開設が認められた。さらに、同年12月には、第2次BIBF免許の認可が、フルバンキング支店への昇格分を埋める形で邦銀2行を含む7行に対して行われた。
- 19) 金利収入が宗教上の禁忌となっていることを背景にイスラム圏で発達した、ファンドを金融を除く一般事業に投資し得られた収入を投資家と銀行で分配するという形態の業務。
- 20) 詳しくは、村上「華南経済圏の形成とサービス・センター化を進める香港」『東京銀行月報』1992年3月号参照。

【参考文献】

- (財) 国際金融情報センター編 (1995) 『世界の金融・資本市場 [第2巻] アジア大洋州編』。
- (財) 日本証券経済研究所 (1996) 『中国・香港の証券市場』。
- 日本貿易振興会、ジェトロ白書『世界と日本の海外直接投資』各号。
- 濱田博男編 (1993) 『アジアの証券市場』東京大学出版会。
- 平島真一、中川洋一、萩原陽子 (1996) 「東京金融市場とアジア主要金融市場の相互補完的発展」(『東銀経済四季報』1996年I)。
- 村上美智子 (1992) 「華南経済圏の形成とサービス・センター化を進める香港」(『東京銀行月報』1992年3月号)。
- 村上美智子 (1993) 「アジアの二大ビジネス・サービス・センターとしての香港とシンガポール」(『東京銀行月報』1993年4月号)。
- 村上美智子 (1993) 「NIEsの対外直接投資の拡大と東アジアの貿易構造の変化」(『東京銀行月報』1993年11月号)。
- 村上友佳子 (1996) 「香港返還まで1年：自立的為替・金融政策で経済の安定を」(『日経センター会報』755号)。
- Bangkok Bank, *Commercial Banks in Thailand* 各号。
- Bangkok Bank, *Monthly Review* 各号。
- Bank for International Settlements (1996), *Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity 1995*。
- Bank for International Settlements, *International Banking and Financial Market Developments* 各号。
- Bank for International Settlements, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending* 各号。
- Bank Negara Malaysia (1994), *Money and Banking in Malaysia*。

- Bank of Thailand , *Annual Report* 各号。
- Banks, Erik (1996), *Asia Pacific Derivative Markets*, Macmillan.
- Cao, Ky (1995), *The Changing Capital Markets of East Asia*, Routledge.
- Emery, Robert F. (1996), *Bond Markets of Developing East Asia*, Westview Press.
- Ho, Y. K. & R. H. Scott (1991), *The Hong Kong Financial System*, Oxford University Press.
- Hong Kong Monetary Authority, *Annual Report* 各号。
- Hong Kong Monetary Authority, *Quarterly Bulletin* 各号。
- IMF, *International Capital Markets; Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, 1995、1996.
- Jin, Ngiam Kee (1996), "Singapore as a Financial Center: New Development, Challenges, and Prospects", *Financial Deregulation and Intergration in East Asia*, The University of Chicago Press.
- Luk, Y. F. (1995), *Hong Kong's Economic and Financial Future*, CSIS.
- MIDA, *Malaysia Labuan IOFC*, Quarterly Newsletter 各号。
- Monetary Authority of Singapore, *Annual Report* 各号。
- Scott, Hal S., and Wellons, Philip A. (1996), *Financing Capital Market Intermediaries in East and Southeast Asia*, Kluwer Law International.
- SIMEX, *Annual Report* 各号。
- Stock Exchange of Hong Kong, *Annual Report* 各号。
- Stock Exchange of Hong Kong, *Fact Book* 各号。
- Stock Exchange of Singapore, *Annual Report* 各号。
- Stock Exchange of Singapore, *Fact Book* 各号。
- Tang, Min and Villafuerte, James (1995), "Capital Flows to Asian and Pacific Developing Countries: Recent Trends and Future Prospects", *Asian Development Bank, Statistical Series No. 18*.
- The World Bank, *Financial Flows and The Developing Countries*, A World Bank Quarterly 各号。
- The World Bank (1997), *Global Development Finance*, The World Bank.
- The World Bank (1996), *World Debt Tables 1996*, vol. 1, The World Bank.
- The World Bank (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*, World Bank.
- Vision 2047 Foundation (1996), "The Hong Kong Advantage".
- Zahid, Shahid N. (1995), *Financial Sector Development in Asia*, Oxford University Press.