

東アジアの資本市場における我が国の課題

磯部 千枝
日本大学大学院総合社会情報研究科

Problems confronting Japan in the Capital Market of East Asia

ISOBE Chie
Nihon University, Graduate School of Social and Cultural Studies

East Asia achieved such high economic growth as was called Asian miracle, and was regarded as a model of rapid economic growth by Eastern Europe and U.S. Japan's economic market can be regarded as one of the financial centers throughout the world, as it stands at the top of the capital market in the East Asian Region. This region, with China and India, marked high growth rates, having a large amount of foreign currency reserves and much savings. In this article, I will consider problems East Asian countries are facing because of high economic growths. In approaching this question I will pay attention to the progress of Free Trade Agreement (FTA) and Economic Partnership Agreement (EPA) on one hand, and the global network of manufacturing, the linkage of capital markets and the close system of international trade on the other.

はじめに

中国を始め東アジア諸国・地域は世界経済の中で成長率も高く、世界の約半分の量の外貨準備高総額と高い貯蓄率を誇っている。それら豊富な資金を欧米に流出させず、アジア圏内の投資に振り向ける政策・施策が取られてきた。特に1997年のアジア通貨危機を教訓に、東アジア諸国では着実に市場構築の環境整備が進められてきているが、我が国では法的問題を含む制度改革の遅れが足枷となり、本来の意味でのアジアの市場拠点とはなりきれてはおらず、将来的な不安すら浮上する。

我が国の直接金融のミクロな要因として、我が国が今後東アジアの資本市場の中で求められる課題を概観する上で、世界経済と東アジア地域・経済の両方の側面から、その相関性に着目する必要がある。新興工業国や途上国の産業構造の高度化と資本蓄積には、海外直接投資 (FDI: Foreign Direct Investment) が大きく関与していること、FDI が生産的に行われること、そしてそれには市場の信任を獲得すること

が重要と考えられる。先ずは、東アジア諸国・地域に於いて FDI が産業構造に齎した影響について、産業内貿易を中心として変容を見せる国際分業への視点を併せ、考察することから始めることとする。

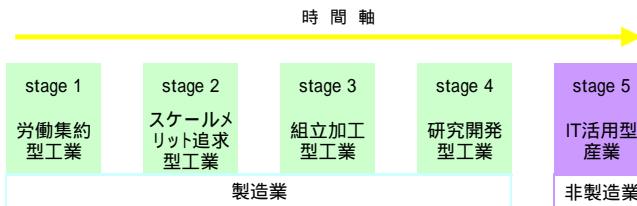
第一節 東アジアに対する FDI の遷移と産業構造への影響

東アジア諸国・地域(中国、NIES、ASEAN)におけるここ10数年間の経済は、国際的類例がないほど劇的な変化を見せている。国際経済をリードしてきた我が国の経済が長期の閉塞状態にある中で、70年代後半から NIES (Newly Industrializing Economies: 新興工業経済) と呼ばれる著しい経済成長を見せていた台湾・香港・韓国・シンガポール経済の先行きにも不透明な様相がある (text 3, p.15)。

1980年代には米国企業が日本へ依存していた部品、製造技術等の生産拠点を東アジア諸国へシフトさせていった。つまり1980年代に半導体産業を始めとした電子産業を日本に牛耳っていた米国は、IT産業

をきっかけに日本を筆頭に、シンガポール、台湾、韓国、東南アジア諸国、中国沿岸地域といった異なる発展段階が共存するアジア地域の経済的特徴の上での多様性を効率的に利用し、約10年の間に国際的なIPN (International Production Network) を確立したのである (text 3, p.22)。こうしたIT技術を媒介としたfragmentationによる機能別国際分業システムにより、これまで熟練工、職人技を擁する製造業に於いて保たれてきた我が国の優位性は、今や大容量半導体チップと通信ネットワークで送受信されることにより拡散してしまうことも予想される。日本資本の国際生産ネットワークも、韓国系及びチャイナ・サークル(華人ネットワーク)系企業により新規の生産ネットワークとの連携がなされている。(text 3)

図1-1 経済成長経路



(典拠) 「政策提言 日本の対アジア経済政策」 p.138 図6-3

この様に、50年代から60年代に高度成長を達成した我が国の産業界では、優位性を保てなくなつた産業をNIES各國へ明け渡し、そしてその後NIES各國が後続のASEAN諸国や中国へシフトさせながら、東アジア特有の域内全体の経済成長を、域内の分業構造を進化させることによって実現させてきたと見える。この間、我が国と韓国以外の国や地域では、海外の先進国からのFDI(直接投資: Foreign Direct Investment)によって齎された技術や資本による産業構造の転換が進んできた。投資収益は成長、成熟の過程を経て減少・停滞を招くため、また新たな投資先を模索することになる。東アジア諸国・地域の中ではこの様なFDIが繰り返されながら産業の成長の波形が形成され、移動してきており、各国内に於ける産業構造に変化が齎されてきた。(Text 7, p.130-131) FDIにより途上国の産業の成長波形は、図1-1の時間軸と共にstage1からstage2,3へと産業のキャッシュアップ・プロセスを踏みながら成長を続ける。そ

の成長過程は、一つの産業が、輸入 国内生産 輸出という段階を経るパターンと、一つの産業内で或いは、複数の産業間で多角化と生産性向上の動きを通じて産業構造が高度化していくパターンが、産業全般ごとstage5への移行を迫られたかたちで3次元の係わり合いを為して交錯している。この様な生産の「合理化」¹と「多角化」²を通じた経済成長は、FDIによる資本流入により、加速度を増すこととなる。(Text 7, p.132-133)

一方、我が国の中での産業構造の変遷を概観すれば、戦後50余年の間に、図1-1の成長過程を経ながら劇的に遷移している。製造業のGNPに占める割合は、80年代後半から加速した我が国発のFDIの影響と、海外進出した日本企業からの輸入を含め、アジア地域からの製品輸入の増加が影響し、90年代に入つてから低下基調が続き、2001年時点では20.5%にまで下降した。一方、サービス業は、2001年で20%を超えて、国内生産額に占めるサービス部門の割合は、95年には52.7%と初の5割台に突入し今に至る。(text 7, p.109-110) この様に通貨危機以前は、一般的に「雁行形態成長モデル(flying geese growth model)」と呼ばれる軌跡を辿つて成長してきた東アジアの経済成長も、日本が実際に辿つてきた図1-1でのstage1からstage4に至る工業経済過程の中で、各國がどのstageに達していたとしても、我が国同様、時代はstage5の知識経済へシフトしつつあり、その様な事情がこれまでの工業社会で通用した法則や理論にパラダイムシフトを突き付けているのであり、先の「キャッシュアップのメカニズムがうまく機能するためには、適切な社会政治的環境と金融システムによる下支えが不可欠」(text 7, p.144)という結論が導かれる所以がそこにあるのである。

1997年のタイに始まるアジア通貨危機、そして2000年から始まる米国発のIT不況はどちらもグローバル経済、そして東アジア圏の経済と密接に関わっていた。後者のIT不況の対象は東アジアに於いて

¹ このプロセスでは、技術進歩、規模の経済性、経験的学習効果などによって、産業の生産性が向上し、同一産業内で新たな製品サイクルが次々と生み出されていく

² このプロセスでは、物的・人的資本の蓄積が進み、より資本集約型の新しい産業へと産業構造を転換させていく

電子産業分野のグローバル生産ネットワーク (CPN: Cross-national Production Network) を形成する米国企業が対象とする「非日本アジア (NJA: Non-Japan Asia)」である。2000 年のハイテクバブルの崩壊後、景気悪化によって輸入品の需要縮小となった米国経済から、米国への IT 輸出の依存度が高い東アジア圏の経済への不況伝播が瞬く間にされた結果、アジア通貨危機と同様にグローバル伝染の恐ろしさが露呈した。(Text 3, p.39-44) 今や、一国の産業或いは一企業の衰退が、グローバルな株価下落を誘引し、不況の波をグローバル規模で伝播させる要因となり、「国際的な景気循環の共変性が総じて高まっている」と云い得る。(Text 12) 「生産のグローバル・ネットワーク化」「資本市場の連繋」「国際貿易」の三色の紐がらせん状に編み上げられていくように形容し得る傾向は、ニューエコノミー³と表現される経済状況の一つの特徴とも云えるのである。

第二節 東アジアの資本市場 - 世界におけるプレゼンス

1. 東アジアの金融市場の今

金融・資本市場の発展は、資金の運用・調達に効率化を齎すだけでなく、金融業を産業として育成させることにも寄与する。2003 年の名目 GDP に対する金融部門の割合は、国際金融センターとしての地位を保つ香港で 21.4%、シンガポールで 24.7%、そして銀行改革と資本取引の自由化で先行した韓国では 19.3% と増加傾向にある。一方、紆余曲折を交えながらも銀行債権が進展を見せているタイで 6.3%、インドネシアでは 6.9%、マレーシアで 11.3%、

³ 1990 年代に入って、急速に進展した ICT、特に、インターネットや電子メールの普及により、個人や企業が世界中の人々や企業と経済的な取引を行うことが格段に容易となり、製品開発、生産、販売等の様々な経済活動プロセスで生産性の向上を生んでいる。国や地域を越えて、様々な新しいビジネスを行う潜在的な可能性が飛躍的に増大した現象を指す。各産業のさらなる生産性・効率性の向上と共に、人々の生活水準の実質的な向上に貢献するが、反面国家間の格差の拡大と ICT を活用できる人とできない人の間の格差の拡大（「デジタル・ディバイド」）といった新たな課題も浮上させる。APEC では、「ニューエコノミー」への対応を図ることが重要な課題の一つとされており、人材養成を始め様々な取り組みが進められている。

その他、東アジア主要国の現在の金融市場を整理すると下記の様相を呈す。(Text 14)

金融資本市場全般

97 年以降の対民間部門の貸出残高は、韓国とシンガポールを除き回復ペースは鈍く、2004 年末時点で、香港、タイ、インドネシア、フィリピンが 96 年末の水準を下回る。

一方、存在感が急速に高まっている中国の 2004 年末での残高は、我が国の 48.8% に相当する 2 兆 3,182 億ドル、それに続いてインドも IT 関連業、製造業等の躍進から、アジアに於いての成長率は中国に次ぐものとなっており、海外からの巨額の資金が流入しているインドの株式市況は、過去最高値を更新している。

インド同様、株式市況で過去最高値を更新している韓国では、上場株式に占める外国人保有比率が約 4 割に上り、それ等外国人投資家も売り越しという状況から、他のアジア各国での買い越しの状況と様相を異にしており、国内勢の購入が株価上昇を牽引していることが示唆されている。韓国では 2005 年 7 月時点で 146 兆ウォンに達する国民年金基金が徐々に金融資産への運用に振り替えられ、国民年金基金のポートフォリオの中でも株式運用比率の引き上げが顕著であること、更に 2004 年 11 月に引き下げられ、以降据え置かれている政策金利（無担保コール翌日物の誘導目標）により、株式投信等の購入を加速させ、また、2005 年 8 月末に公表された不動産総合対策による、投機資金の一部株式市場への流入も国内勢の投資を誘引する原因と考えられている。

株式時価総額

ほぼ回復基調にはあるが、金融危機に陥った国々の中で、韓国の回復と拡大が顕著な他、タイ、マレーシア、インドネシアの 2003 年度末時点で、96 年の水準には到達していない。2001 年からは株式市場の諸々の構造的な問題から、東アジア全体としては下落基調にある。

一方、中国の時価総額 6,812 億ドルは、香港と韓国を凌駕する規模となっている。

債券市場

元々市場が未整備だったことも手伝い、経済危機

後の債券市場整備の成果が現れたかのように、全ての国で残高が増加。これには財政赤字と金融債権費用をファイナンスするための国債発行の増加や大企業の社債発行などが寄与している。

外国為替取引高

シンガポールの1,250億ドルが世界第4位、香港の1,020億ドルが世界第6位となり、依然グローバル取引の拠点としての存在感を強調している。その中で、韓国の98年の40億ドルから2004年の200億ドルへの目覚しい急増には、資本取引規制の自由化推進策が寄与していることが伺われる。他、タイ、マレーシア、インドネシアは増加傾向はあるが、取引高は低い。

‘80年代以降、米国を中心とした先進国によって、小さな政府と市場メカニズムによる問題解決が目されてきた。しかし東アジアの場合は政府の役割は変容しながらも、その重要度は依然として大きい。’97年に通貨危機を招くまでは、アジアの奇跡と謳われたほど、東アジアの経済成長の程は経済成長のモデルとしても世界中からの注目を集めることであった。東アジアの資本市場を更に掘り下げる目的に、東アジアに於ける国際金融センターの役割を担ってきた香港とシンガポールの金融市場について、双方各々の特質と特異性をもったバックグラウンドに広がる経緯から、国際金融センターのあり方を探ることができるだろうか。次項にて試みることとする。

2. 東アジアの国際金融センター

香港市場

1949年、毛沢東によって誕生した新中国から、難民と共に挙って香港に逃れていった上海商人達：華僑が、その卓抜したビジネス感覚により香港で一大ビジネス圏を創造した。当時商人としての卓越したセンスを保持していた上海の商人達が香港の華僑となり、第2、第3世代の華人に事業継承しながら香港を活動拠点に、他アジア各国に定住した華僑・華人等とのビジネスや資産形成に基づいて連携を深化させていった。以降、香港市場は為替や個人資産が香港政府の規制関与の対象にならなかったことも幸いに働き、華僑・華人の資金運用の拠点として機能す

ることになる。他方で、労働集約型軽工業製品の輸出基地として機能していた香港では、人件費・物件費コストの上昇と共に生産設備を中国本土へ移行し、香港には物流・情報・金融機能が集約され、広東省を「ヒンターランド（hinterland：隣接する経済・産業基地）」として制御するようになっていった。交易に自由度の高い香港ならではの経済成長は、金融・不動産セクターに現れ、香港の特長とも云える有力華人企業による巨大コングロマリットが形成されていくのである。（Text 4, p.103-107）

1973年の為替管理廃止以降、外資系金融機関のシェアが圧倒的に高いことは、香港の免許銀行の約80%強が外銀の香港支店、そしてそれ等外資系銀行のインターバンク対外債権・対外債務の其々が全体の80%以上、更に金融機関の資産残高の約75%が外貨建て資産となっていることからも明らかである。また、ユニバーサル・バンク方式⁴による銀行と証券の兼営が顕著な香港では、投資信託もファンド数、運用資産総額では日本、韓国に次ぐ規模で推移してきた。（Text 4, p.108）

1986年5月のブラック・マンデーを契機に、証券先物委員会（SFC: Securities & Future Commission）が組織され、ディスクロジヤー条例、インサイダー規制、上場基準が改正されるなどにより、株式市場も整備される一方、国際決済システムの導入として中央金融市場ユニット（CMU）の設置による債権上場手続きの簡素化や、アジア開発銀行（ADB）の援助を受けながら香港ドル建てのドラゴン債⁵市場の育成強化、国際機関債の発行、ソブリン債の起債などが債権市場の拡大に機能しており、1997年の中国への返還を機に、中国企業、中国関連企業の資金調達の場としての香港を地盤とした外国金融機関による顧客争奪戦が繰り広げられてきた。（Text 4, p.109-113）

他方で、‘86年の金融恐慌時には香港に進出していった11行中6行の外国銀行が撤退していくのを尻目に、

⁴ 香港では早くからユニバーサル・バンク方式を採用し、銀行・証券の兼営が許されていた

⁵ アジア開発銀行（ADB）の定義によると、日本を除くアジアの市場で募集、発行される債券で、香港、シンガポール、台湾のうちの少なくとも2つの市場に上場され、かつアジア地域で売買される債券

ローカル・バンクとしてのアドバンテージを強みに金融恐慌を追い風にしたのが、当時創業間もない香港上海銀行であった。一般的に外国銀行を嫌いする華僑・華人、そして中国人の支持を得たかたちで、中国・日本における主導的な外国為替銀行となっていました。この頃、恐慌による銀価格の下落が、金をベースにしたヨーロッパと、銀をベースにしたアジアに跨る取引をする銀行の明暗を分けることとなる。アジア現地の銀資金に依拠する香港上海銀行は、ポンド資金に依拠したマーカンタイル銀行やチャータード銀行を凌ぎ、アジア最大の銀行となった。その後中国革命を起因として中国から撤退し、1950年代末にはチャータード銀行とブリティッシュ・ミドル・イースト銀行を獲得して、世界進出、地域的多角化と業務多角化等により香港における準中央銀行の機能⁶も果たしていた。⁷97年の香港返還問題のリスク回避とグローバル戦略のため、'92年にイギリス4大銀行の一環であったミッドランド銀行の買収を成功させHSBCとしてロンドンを拠点とするグローバルな一大金融コングロマリットとなり、2003年アメリカでの利益がアジアやヨーロッパを次いでトップに立ち、シティグループを抜いて頂点を極める勢いを持つ。⁸(Text 8, p.40-59, 124-126)香港市場に根付き、世界に君臨するHMBCのこの様な発展の仕方は、香港市場の特異性を物語る最適なケースと云えるであろう。

シンガポール市場

リー・クアンユー首相が1963年首相に就任して以来、首相率いる人民行動党(PAP)独裁の下、シンガポール航空、シンガポール・テレコム、シンガポール開発銀行(DBS: Development Bank of Singapore)など政府企業の設立等、政府の直接介入によって開発政策が主導され、エリート官僚による経済至上主義が貫かれてきた。外国金融機関に対する税制優遇措置、国際金融取引所(SIMEX)の立ち上げ等により金融サービス業が強化されてきたシンガポールで

は、S&Pによりソブリン格付けにトリプルAを獲得するなど、信用力もアジアに於いて軍を抜いた位階を保ちながら、海外のハイテク企業などの高付加価値企業の誘致、自国の労働集約型企業の海外投資に優遇措置を配するなど、サービス業を意識した強い製造業の基盤重視の政策に重点が置かれながら成長を続けてきた。香港を凌ぐ国際金融センターを目指すシンガポールでは、通貨庁(MAS: Monetary Authority of Singapore)指導の下、政府銀行のDBS(シンガポール開発銀行)、そして民間のOCBC(オーバーシーズ・チャイニーズ銀行)、UOB(ユナイテッド・オーバーシーズ銀行)、OUB(オーバーシーズ・ユニオン銀行)の各行を筆頭とする地場銀行、そしてシンガポールに根付いていた外資系銀行に限りオンショア取引を許可し、他方では進出後の営業期間の浅い邦銀を含む外資系銀行にはオフショア業務のみのステータスを与えている。先のOCB、UOBには華僑の金融グループが安定株主として出資しており、当初は香港同様アジア地域に点在する潤沢な華僑資金のオフショア取引に重点を置いていたものの、金融インフラの整備と共に、 ASEAN諸国との取引増加に、ロンドン市場との営業時間帯の連動による取引増加が加わったかたちで発展している。オフショア取引が圧倒的に高いシンガポールでは、オフショア市場整備として、政府系銀行のDBSを中心とした4大銀行によるシンジケート・ローンの組成やCME(シカゴ・マーカンタイル取引所)との相互決済システムにより24時間ディーリングを可能としたSIMEXによる先物・オプション取引にも力が注がれてきている。⁹(Text 4, p. 113-118)

この様に、政府主導の経済政策により経済の活性化を計ってきたシンガポールにも、政府のオーバープレゼンスが民間企業の発展を妨げる要因となっていることに、民営化政策へシフトさせようとする意識転換が起こる。1993年民営化第一弾とした民営化政策は、上場による時価総額により大成功を収めたシンガポール・テレコムのケースが弾みとなり、国営企業の民営化とその株式上場がセットとなって証券市場を活性化させていった。それに続き、CPF(年金基金)の規制緩和策として、それまで基金の殆どが国債で運用されていたCPFの

⁶ 香港における銀行券発行の70-80%は香港上海銀行によるものであり、政府の歳入の代理業も担っていた。更に、香港の大多数の銀行が当座預金を開設しており、香港手形交換所管理銀行でもあった。

運用対象を、株式、転換社債、国債、金、そして上場の外国債券、外国株式へシフト。更に、シンガポール政府は OHQ（地域統括本部ステータス）1994 年からは BHQ（ビジネス本部ステータス）を採用して、多国籍企業がシンガポールをアジアの拠点として選好するための施策を講じながら先端的な 2 次産業を育成すると同時に、3 次産業にはそれに見合った高付加価値産業である金融サービス産業を付帯させることにより、世界のビジネスセンターを目指してきたのである。（Text 4, p.116）特に下記の様な政府を中心とした金融セクター改革が功を奏し、現在シンガポール市場はアジアのプライベート・バンкиング・センターとして注目を集め様にもなっており、中国・インドの成長とそれに伴うアジア全体の発展という中長期的環境変化を、国際金融センターとして発展するチャンスと明確に位置づけを行った上で、資産運用業や資本市場の発展を後押しする政策を積極的に展開している。（Text 15）

現在シンガポール市場を支える柱としては、次の 3 つの事項が挙げられる。

地場銀行の競争力強化

金融機関に一律に規制を課すのを止め、グローバル競争に柔軟に立ち向かうために、金融監督方法を多様なリスク環境に対応し得るスキームに変更

資本市場の整備

外国金融機関を効果的に活用するため
国債市場の整備 シンガポールドルの非国際化政策の緩和や税制優遇措置
デリバティブ市場 上場商品の多様化
株式市場 上場商品の多様化と海外取引所との提携による利便性の向上

資産運用業の育成

と の改革をベースとした資産運用業の育成政策

政府資金の民間ファンド・マネージャーへの委託 市場規模拡大
外国運用会社の誘致 資産運用業者の多様化
国内ブティック型ファンド・マネージャーの

育成

ヘッジファンドの受け入れ

本項での香港市場、シンガポール市場の発展の様相に概観できるように、東アジアでは華僑・華人による企業金融の発展が金融ビジネスの発展を牽引してきた。しかし現代という時代は、例え立ち止まっている様に感じても、早いスピードで金融環境は確実に変化している。香港のケースでは、ローカル市場を中心にアジア市場を尊重しながら、ローカル・バンクのアドバンテージを最大限に生かしたグローバル市場戦略を達成した民間金融機関：HSBC の躍進が香港市場を象徴している。またシンガポールのケースでは、市場を取り巻く早い環境の変化に対し、時宜の適った政策による効果が最大限に現れている。次項にて、東アジア市場全体を俯瞰することを試みることとする。

3. 域内連帯を前提とした東アジア市場

第一節にて考察した様に、日本を除く東アジア諸国・地域は、消費財や資本財の「世界の工場」としての役割を担うと共に、中国を中心とする「世界の大需要地」として国際経済に占めるプレゼンスを高めている。図 1-2 に見られる様に米欧日の実質 GDP 成長率が平均で 1 衍前半の成長率に留まっている一方で、東アジアは 1985～1994 年で平均 9% 超、1995 年～2004 年で平均 7% 前後⁷となっている。（Text 12）

図1-2 各国・地域の実質GDP成長率

	(年平均 %)			
	1985～1989年	1990～1994年	1995～1999年	2000～2004年
米国	3.7	2.3	3.9	2.8
欧州	3.2	1.7	2.5	1.9
日本	4.8	2.2	1.2	2.1
中国	9.9	10.7	8.8	8.5
NIEs	8.6	7.1	4.9	4.8
ASEAN	8.9	9.8	2.5	4.8

注) 2004年は第2四半期まで

出所) 日本銀行 國際局

⁷ IMF が算出した購買力平均ベース

金融・資本取引のグローバル化により、市場の許容量を越える短期的で巨額の民間の資金移動が各国の為替や株価の急落を招き、アジア域内の各国間に派生していった。この様に通貨危機によって浮上した問題は、アジア各国の金融システム強化と資金仲介機能の向上の課題となって、これ等経済的打撃への反省によってアジア域内連帯が齎されたと云えよう。以降、東アジアの通貨が米ドルだけに固定されることにより、米ドル相場の変動に大きく左右されていることに抗う方向の施策が検討されることとなった。(text 2, p.1)

一方、アジアの通貨危機以来、社債と株式の発行主体は政府から、経済成長を背景に急激な成長を遂げたタイの CP グループ、インドネシアのサリムグループ、韓国の三星、現代、大宇グループ等、国際企業にまで成長した民間企業へ移っていった。しかし、それ等企業グループには家族経営という経営支配形態上の特徴があり、これがコーポレートガバナンスの上では悪要因となり、アジア通貨危機以来の脆弱な経済基盤を更に悪化させる要因となった。(text 1, p.21) その経済基盤強化のための課題を整理すると次の 3 点が浮上する。

金融危機以降も、アジア各企業の資金調達の構造は依然として間接金融に依存している
この 20 年の間にアジア各国の IS バランスは急速に改善し貯蓄超過となっているものの、その潤沢な個人資産は国内投資に生かされておらず、短期・外資への依存度が依然として高い
社債市場は各共概ね未発達であり、市場機能が十分に生かされていない

特に の債券市場が未発達であるといった課題を克服するため、アジア各國では国債の安定供給によるイールドカーブ（ベンチマーク）の作成、各種規制の見直し、債券発行・流通市場のインフラ整備、格付け会社の強化・育成が為されてきた。東アジア域内での債券市場の活性化に向けてどの様な対策を考え得るであろうか。通貨危機を背景に、各國による積極的な財政政策が効果を表わし始め、国債発行残高は確かに急増した。1995～2002 年の東アジア 8 国の発行残高は、自国通貨建てで 80.5%、外貨建

てで 2.3 倍の高い伸び率となっている。また政策と同様、民間債残高も、各国内の金融機関の経営悪化に伴う貸出抑制と民間企業の資金調達先の多様化を表す如くの伸びが見られるが、総じてアジア諸国における企業の資金調達は依然銀行借り入れに依存している。(text 6, p.188-189)

先に述べたように、国際金融センターとなっている香港市場、シンガポール市場、また経済規模に比べ債券市場が比較的発達していると云える韓国市場、マレーシア市場を除く市場、特に ASEAN の市場に発達の遅れが目立つ。その理由としては、流動性が低く、市場参加者が低い点、発行規模が小さく、ベンチマークが欠如している点、情報面や法律面でのインフラが根付いていない点が挙げられるが、主に通貨危機を契機にやっと整備され始めたばかりの市場の未成熟によるもので、将来的には漸増の傾向にあると云えよう。

第三節 日本の資本市場 - 東アジアにおけるそのプレゼンス

我が国の戦後 50 余年の経済成長を支えてきたメカニズムは次の 4 つに総括できる。

大蔵省と日銀による護送船団方式
株式持合いによる企業系列
政府による特定産業の保護・育成
終身雇用を初めとする労使関係

そして、世界経済が工業経済から知識経済へ移行するとき、我が国ではこれ等従来のメカニズムが悪要因となって作用し、今度は構造の抜本的改革が迫られることになった。即ち前節にて言及した、我が国の経済が長期の閉塞状態に陥っている状態の期間 = バブル経済崩壊以降の「失われた 10 余年」と言われる時期がそれに当たる。この間、60 兆円もの不良債権処理に追われ、日本市場に於いては債権を除く資産運用パフォーマンスは低金利の据え置き、株価の低迷と長期の停滞に没し、その状況は'99 年に始まった大恐慌にも匹敵するものであった。(Text 5, p.32) 我が国でも金融のグローバル化に伴う競争力を醸成するため、経営統合が繰り返されてきた。2005 年 10

月に発足した三菱 UFJ フィナンシャル・グループの連結最終利益は、トヨタ自動車を上回り国内最高となるなど、図 1-3 でも判るように不良債権処理の峠を越えた日本の 3 メガバンクは時価総額では世界の中での地位を戻しつつある。しかし、それ等 3 メガバンクの ROE (総資産利益率) が概ね 0.5% 前後と、世界のトップクラスの金融機関の収益パフォーマンスの 50% にも満たないなど、世界に伍して戦うためには、今後の収益構造が要となる。

図 1-4 の様に FTA (自由貿易協定 : Free Trade Agreement) 、 EPA (経済連携協定 : Economic Partnership Agreement) を通じ、 アジアを舞台とする経済活動が日本経済にもたらすメリットをよりいっそう増大させるためには、進出先諸国に事業・投資環境の改善を働きかけると共に、知的財産権の保護を始め様々なルール作りに日本がイニシアティブを発揮しつつ、海外から日本への投資環境の改善を含めた戦略的なスタンダード作りを行っていくことが求められる。まず FTA により、関税撤廃など企業の参入障壁を無くす方向の取り組みをしながら、更に EPA により、知的財産権保護の範囲の共通化、貿易・投資の相手国も自国と同様の保護を受けられるよう各公的制度をできる限り統一しながら、国境を超えた取引活性化に繋げるというものである。 FTA による「内外無差別」化が進展し、 EPA による「制度統一」化が為されると、「主権の移譲」が行われなければならない。その実現には、EU 同様、東アジア内の通貨統合により、金融政策の紛争処理の仲裁機関や、最終受け皿となるアジア中央銀行の存在が必要となってくる。2005 年 12 月には、将来の「東アジア共同体」実現に向けて ASEAN + 日・中・韓が共同体形成に向け主導的な役割を担う方針を謳い、2007 年に新たな宣言を示すことで合意した。また、ほぼ同時期に開催された ASEAN + 日・中・韓の 13 力国にインド、オーストリア、ニュージーランドを加えた東アジア首脳会議 (サミット) でも、「共同体構築に重要な役割を担う」とする共同宣言に調印が行われるなど、共同体形成の実現に向けて補完し合う構図が見え始めた。(図 1-5) 他方では、この様な国家同士間の取り組みにはある程度の期間を考慮に

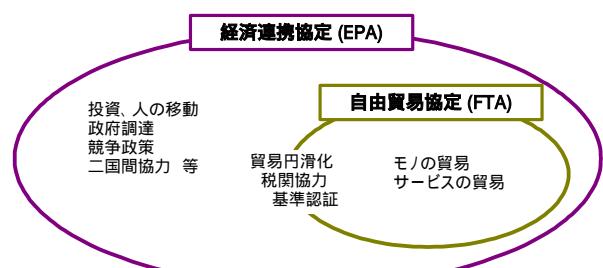
図1-3 世界の金融機関の時価総額ランキング

順位	金融機関名	(兆円) 時価総額
1	米シティグループ	29.5
2	米バンク・オブ・アメリカ	22.0
3	英HSBC	21.8
4	米AIG	21.1
5	米JPモルガン・チェース	15.9
6	三菱UFJ	14.9
7	米パークシャー・ハザウェイ	13.1
8	米ウェルズ・ファーゴ	12.8
9	スイスUBS	12.0
10	英ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド	11.0
11	米ワコピア	10.0
12	みずほ	9.8
13	スペイン・サンタンデール	9.4
14	中国・中国建設銀行	8.7
15	オランダING	8.4
16	仏BNPパリバ	8.2
17	三井住友	8.0
18	英バークレイズ	8.0
19	スペイン・ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア	7.0
20	英HBOS	6.9

注) トムソン・データストリームのデータを基に作成、海外金融機関は2005.11月23日時点、日本は24日時点、優先株含まず

出所) 日本経済新聞 2005.11.25

図1-4 EPA と FTA のイメージ図



出所) Text 10

入れなければならない。共同体の参加国を限定したい中国と、インドなども交えて中国の影響力を薄めたい我が国の立場との相関にある摩擦を軽減していくこと等、東アジア共同体の具体案立案を含め、日中間の対立をどの様に調整していくかが一つの鍵になることは間違いないであろう。

図表1-5 「東アジア共同体」実現への流れ



出所) 日経新聞 2005.12.13

民間では1960年代から行われてきた日本の製造業界による東アジアでの分業構造に於ける裾野分野の産業育成、熟練技術者の養成、取引慣行の形成等が民間による自助努力で自生的に発展してきた。東アジアの域内貿易は、既に50%を超え、中国やインドの経済成長と共に一層高まっていく。自動車産業を中心とした日系企業の東アジア諸国、特にASEANでの域内分業の関係性の遷移にEPAが伴えば、製造業の域内分業を更に進化させていくことになろう。民間ではタイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア等ASEAN諸国内で品質管理を始めとする中小企業診断制度や、会計基準での日本型の企業慣行が浸透している。一人当たりのGDPの日本との比率は、タイで7%弱、中国で3.2%、フィリピン、インドネシアで3%弱、ベトナム・ラオス・カンボジアで1%前後となっており、GDPから所得水準を想定しても日本とASEAN諸国・地域との格差は依然大きい。しかしながら、一人当たりのGDPが僅か日本の7%弱に過ぎないタイでは、携帯電話の普及率は日本の7割弱もあることや、同じく一人当たりのGDPがシンガポールの僅か2割に過ぎないマレーシアのインターネット普及率が、シンガポールの51%にも迫っているといった様な一義的には捉えられないニューエコノミーを象徴すると云い得る現象は、今後益々増えてくることが予想される。

図表1-6 アジア域内の金融協力・債券市場構築に向けた歩み

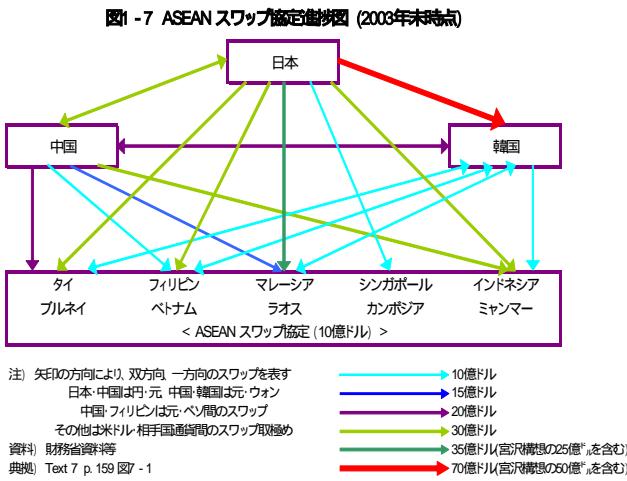
構想・協定	内容
1997~ アジア通貨危機 アジア通貨基金(AMF)構想	アジア諸国が協力して為替市場への介入や一時的な外貨不足を補う基金を設置する(資金規模1,000億ドル)。
1997年11月 マニラ・フレームワーク合意	問題の早期発見のため、アジア地域経済の監視を強化し、貿易・金融活動に関する情報交換を緊密化し、IMFを中心とした、新たな短期融資の枠組みを構築する。
1998年10月 'アジア通貨危機支援に関する新構想'(新宮沢構想)	アジア諸国が実体経済回復や経済改革推進のための総額300億ドル規模の資金支援スキーム。
1999年5月 'アジアの民間資金活用構想'(新宮沢構想の第2ステップ)	公的資金支援に加え、民間資金活用のための支援などを、市場との関係をより重視した支援強化の方向性を明示。保証機能の強化、アジアの民間企業向けエクワイファンドなどへの支援、アジア域内の債券市場の育成、金融システム構築への技術・人材支援など。
2000年5月 '通貨スワップ協定'基本合意(チェンマイ・イニシアティブ)	'ASEAN+3'蔵相会議(タイのチェンマイ)で、対外的な資金繰りが苦しくなった場合に外貨を融通し合う「通貨スワップ協定」を締結方針を決定。ASEAN5カ国が締結している通貨スワップ協定をASEAN10カ国に拡大し、更に日・中・韓が加わる。
2000年11月	'ASEAN+3'首脳会議で通貨スワップ協定(チェンマイ・イニシアティブ)の基本的な枠組みを合意。
2002年7月 '外貨準備プール機関'設立構想	'ASEM'財務相会合で日本は、「アジア通貨単位(ACU)の導入や各国外債をもつて通貨危機の際の介入原資とする外貨準備プール機関」の設立等の構想を盛り込んだ共同研究「神戸リサーチプロジェクト」を提出。
2002年10月 'アジア債券市場'構想	タイのチエンマイで開催されたASEAN+3(日・中・韓)蔵相会議で、ASEAN+3国間での2国間スワップ取極め及びレボ ⁸ 取極めのネットワーク構築をすることが合意されている。
2002年12月 'アジア債券市場育成イニシアティブ'	'ASEAN+3'非公式会合で日本などが「アジア債券市場育成イニシアティブ」を提案。
2003年6月 'アジア債券基金'創設	東アジア・オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP)が「アジア債券基金」を創設。

資料) 政府資料、新聞等
典拠) Text 7 p. 157

図表1-6に見られるように、特に通貨危機以降、東アジアの金融安定のためには域内諸国の強調が重要であるとの認識の下で、ASEM蔵相会合、G7、IMF・世界総会に向けて、東アジア諸国との間に通貨危機を未然に防ぎ、危機発生時のIMF支援を補完するAMF構想(アジア通貨基金)の設立が検討されたが、実現には至らなかった。その後'97年11月に合意された「マニラ・フレームワーク」⁸では、IMFのサーベイランスを補完するため二国間支援の枠組みが検討された。2000年5月には、図表1-7にある様に、タイのチエンマイで開催されたASEAN+3(日・中・韓)蔵相会議で、ASEAN+3国間での2国間スワップ取極め及びレボ⁹取極めのネットワーク構築をすることが合意されている。

⁸ 「金融・通貨の安定に向けたアジア地域協力の強化のための新フレームワーク」を作成することを目的として、マニラで開催された。米国等の域外国も含めた14カ国蔵相・中央銀行総裁代理による会合。

⁹ 現金担保付債権貸借取引



また、「ASEAN + 3」の枠組みが主体となり、2002年12月に「アジア債権市場育成イニシアティブ(ABMI)」が提案され、域内債券市場育成のための環境整備について、具体的には債券発行の拡充、通貨の多様化、証券化のスキームを利用した債券発行、信用保証メカニズムの創設などについて、各ワーキンググループに分かれての検討が重ねられている。また、2003年6月に発足した「アジア債権基金(ABF: Asian Bond Fund)」は、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議¹⁰(EMEAP: Executives' Meeting of East Asia and Pacific)が主体となり、各国中央銀行が総額10億ドル(内日本銀行からは1億円)の外貨準備金による基金(ABF1)を創設した。EMEAPが運用状況の監視に当たり、BIS(Bank of International Settlement: 国際決済銀行)香港事務所が運用の委託先となって日本、オーストリア、ニュージーランドを除く¹¹アジア8力国の債権市場に投資を行うシングル・ファンドの形態を取っている。将来的な投資対象目標が社債等を含むアジア通貨建ての債権とされ、2004年の12月にはABF1の経験を踏まえな

¹⁰ The Reserve Bank of Australia, People's Bank of China, Hong Kong Monetary Authority, Bank Indonesia, Bank of Japan, Bank of Koria, Bank Negara Malaysia, Reserve Bank of New Zealand, Bangko Sentral ng Philipinas, Monetary Authority of Singapore and Bank of Thailand
以上11力国の中央銀行総裁会議

¹¹ 日本、オーストラリア、NZは既に発達した国債市場を有するため、除外されている

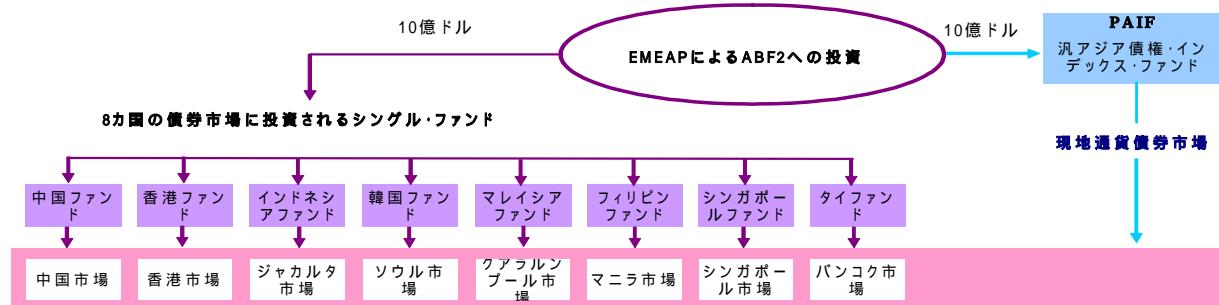
れ、同じく8力国の債券市場に10億円(内日本銀行は1億円)そしてPAIFに10億円が投資されている。両者は共に、予め定められたインデックスに沿って運用(トラック)するパッシブ運用型の投資信託であり、投資対象はEMEAP加盟11力国・地域の内、アジア・エマージング8力国の国債(ソブリン債)及び政府系機関債(準ソブリン債)となる。ABF1では米ドル建て債権を対象として、投資家をEMEAPの中央銀行に限定、そして運用会社にはBISを指定していたが、ABF2では現地通貨建てとし、第2フェーズでは一般投資家も購入可能としている。

また、入札による審査の上ではあるが、民間ファンドマネージャを運用会社として選定している点にも改善が見られる。(但し、為替ヘッジは行われない)ABF2の各ファンドは、第1フェーズではEMEAP中央銀行のみが行い、現状香港ファンドが2005年6月、PAIF¹²(図1-9)及びマレーシアファンドが同年7月、シンガポールファンドが翌月と、第2フェーズへの移行が完了している。またABF2では、ファンドがトラックするインデックスをABF1の様に非公開にはせず、iBoxx ABFインデックス¹³を提供することによりアジアの債券市場へ投資を行うまでのベンチマーク(指針)を付与している。(Text 13)

¹² 市場の平均以上の運用パフォーマンスを目指す投資戦略

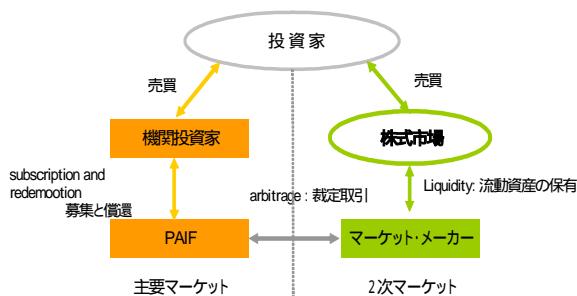
¹³ IIC (International Index Company)、ドイツ証券取引所と複数の投資銀行が共同で設立したインデックス算出の専門会社。

図1-8 EMEAP投資によるABF2の構成



出所) BIS Quarterly Review, June 2005

図1-9 PAIFによる2つの取引



出所) BIS Quarterly Review, June 2005

東アジアの債券市場は、リスク管理の高度化と、銀行部門を含めた金融システム全体の強化に繋がる。国債市場の発展は、企業ファイナンスの増強のための社債市場の発展を促す礎石ともなり得、その他の金融資産を含めた価格形成のベンチマークとしての役割をも果たすという観点から、今後の東アジア市場の成長に非常に重要な役目を担うであろう。我が国は、東アジアでのイニシアチブを保ち続けながら、東アジア域内の資本市場の育成に努めていかなければならぬという重要な使命を全うした先に、我が国は東アジア、またグローバルな資本市場に於けるポジショニングが想定し得るのである。

2002年小泉純一郎首相のASEAN歴訪の際に、シンガポールで調印した「日本・シンガポール経済連携協定」(JSEPA)は日本初のFTAであり、これまで自由・無差別・多角化を目指してきた我が国も、先にも述べた2国間FTAのメリットを受け入れ始めたということは政策転換とも云える出来事である。

(Text 7 p.8-9) 國際的な経済活動に於いて競争優位に

働き、FTA相手国の資本、人的資源、技術やノウハウの流入による国内企業との競争促進、そして何より、相手国の先進的制度を学ぶことにより、自国内に経済の活性化と制度改革促進の効果が見込めることが期待される。日本が先ず、FTAの相手国にシンガポールを選んだのも、先に触れたシンガポール市場を中心とする国際的先進性に学ぶことのメリットが多大に関与していることは疑う余地も無い。我が国の市場のスケールメリットを今後最大限に活用し続けてゆく為には、国際資本市場との連携、グローバル市場としての我が国の投資環境の改善、そして戦略的な国際関係強化策にシナジーが求められるところである。

東アジア共同体の実現は、特に日本、中国、韓国のナショナリズム、経済の構造格差、統治体制の異質性、そして米国との関係等々、EUとは異なる次元の問題性を孕みながら、各國間の協力体制はより強化され、いざれば共同体の実現を通じてそれ等の問題が解決されていくことが望まれる。

我が国には激しい環境変化の中でも、国内外の摩擦

係数を政策を交え減じる努力を嵩じながら、市場の優位性をどのように養成し、維持していくかというフレキシビリティーが求められている。

参考文献・資料

- Text 1) 『アジア通貨・金融危機後の株式市場の動向と展望に関する調査研究』(財)国際貿易投資研究所 客員研究員 伊東和久著 ITI 季報 Summer 2001/ No. 44
- Text 2) 『アジア共通通貨(圏)を構想する』理事長 行天豊 雄著 財)国際通貨研究所 Newsletter 2003.3.24
- Text 3) 『韓国電子・IT 産業のダイナミズム - グローバルな産業連携とサムスンの世界戦略』 Chang Byeong-Whan 著 2005.8.30 そうよう
- Text 4) 『アジアの金融市場 - 成長と競争の中のダイナミズム』 五十嵐雅郎著 ダイヤモンド社
- Text 5) 『日本の資本市場』 氏家純一著 東洋経済新報社 2002.6.10
- Text 6) 『よくわかる格付けの実際知識』 山澤洸太郎著 東洋経済新報社 2003.6.26
- Text 7) 『政策提言 日本の対アジア経済政策』 青木健、馬田啓一編著 日本評論社 2004.3.10
- Text 8) 『金融サービス企業のグローバル戦略 - M&A で成長する HSBC』 青野正道、北林雅志、赤石篤紀著 中央経済社 2005.10.25
- Text 9) 財務省リポート『東アジアにおける地域金融協力』 財務省財務官/黒田東彦著 於)第 11 回国際通貨シンポジウム 2002.11.14 <http://www.mof.go.jp/>
- Text 10) 関税局・税関特集『関税・税関を巡る国際的な動きについて - 経済連携の強化を巡る動き』 国税局調査課課長 補佐 米山徹明著 2005.4
- Text 11) 『金融サービス業のグループ化 - 主要国における金融コングロマリット化の動向 -』 日本銀行調査季報 信用機構局 2005.4 <http://www.boj.or.jp/>
- Text 12) 『東アジアのプレゼンスの高まりと国際的な景気循環』 日本銀行国際局 2005.1 <http://www.boj.or.jp/>
- Text 13) 『アジア債権市場の育成とアジアボンドファンド』 日本銀行国際局 2005.10 <http://www.boj.or.jp/>
- Text 14) 『東アジア金融・資本市場の動向』 日本総研 アジア・マンスリー 2005.5 <http://www.jri.or.jp/>
- Text 15) 『シンガポールの金融セクター改革』 日本総研調査部 2005.4 <http://www.jri.or.jp/>
- Text 16) 『証券ビッグバン』 淵田康之著 日本経済新聞社
- Text 17) 『アジア経済マンスリー』 三菱 UFJ 証券 経済調査部 2005.10
- Text 18) 『BIS Quarterly Review-International banking and financial market developments』 BIS June, 2005
- Text 19) 『ゼミナール - 日本の東アジア戦略』 東アジア経済研究会 日経新聞 2005.10/25, 10/26, 10/31, 11/2, 11/7
- Text 20) 『日経新聞』 2005.12.13

(Received : May 31,2006)

(Issued in internet Edition : July 1,2006)