

Articles

論文

アジアにおける資金仲介機能の整備 - 円資金の有効利用に向けて

主任研究員

梶山 恵司



目次

はじめに	4 . 「アジアの債券市場」としての円建て外債
・ 国際収支からみた資本還流の問題点	5 . 到来する円建て外債市場拡大のチャンス
1 . 日本の対外資本還流の特徴と問題点	おわりに
2 . 日独対外資本投資の比較	~ 資金仲介機能の整備に果たす日本の役割は大きい
3 . 対内資本投資に関するアジアとラ米との比較	1 . 香港、シンガポールはアジアの株式投資の拠点
・ アジアの証券市場の特徴と問題点	2 . 日本がアジアで強みを発揮できるのは債券
1 . アジアの株式市場	3 . 今後の課題
2 . アジアの債券市場	
3 . スイス外債市場との比較	

要旨

- 1 . 資金仲介機能が未整備なこともあって、わが国からアジアへの資本還流は規模が不十分であるのみならず、融資偏重であるなど、質の点でも問題が多い。他方で、わが国は欧米へ巨額の資本投資を行っており、それを原資に今度は、欧米が自らの市場インフラを用いてアジアの証券に投資するというパターンとなっている。アジア諸国の融資依存度が高く、かつ対外赤字・成長資金のファイナンスを域外資金に頼らざるをえないのは、日本の対外資本投資が欧米偏重なことの裏返しでもある。
- 2 . 株式投資に関しては、市場インフラが整い、アジアの資産運用の機能を担っている香港、シンガポールが、アジア投資の拠点となっている。今後、アジア諸国が国外からの株式投資資金をいかに拡大させることができるかは、資金仲介機能の問題というよりは、構造調整や市場インフラの整備など、アジア各国の努力次第といえる。
- 3 . 他方、債券投資に関しては、市場インフラに加え、通貨信認の問題もあり、アジア諸国の多くは、通貨・市場とも外部に頼らざるをえない。香港、シンガポールは、株式のみならず、債券においてもアジアの金融市場となるべく相応の努力をしているが、両市場が債券においてアジアの資金仲介機能を果たすことはきわめて困難である。
- 4 . アジアの債券市場となりうるのは円建て外債のみで、わが国がアジアの資金仲介機能の整備に果たす役割はきわめて大きい。円建て外債市場が拡大すれば、わが国からアジアへの証券投資は相当の規模に拡大するだろう。おりしも、証券決済制度の抜本的改革が行われる見通しが立ったことから、日本の債券市場発展の可能性が高まっている。また、ITによる取引システムの効率化は、市場発展の起爆剤ともなりうる。
- 5 . 円借款を円建て外債に切り替える、政府保証をつけるなど、円建て外債を政策的にサポートする余地も大きい。

Creating an Asian Bond Market

— How to promote the international use of Yen in Asia

Research Fellow **Hisashi Kajiyama**

CONTENTS

Introduction

- . Japanese Capital Export to Asia
- . Asian Financial Markets

Japanese contribution for optimal resource allocation in Asia

SUMMARY

1. Due to insufficient intermediary function of financial centers in Japan as well as in other Asian countries, Japanese capital export to Asia has been relatively small and bank loan was the major vehicle of its resource allocation in Asia. On the contrary, European and US securities were the major target of the Japanese portfolio investments, which was recycled in Asia by using the facilities of their financial markets.
2. As for investment in shares however, Hong Kong and Singapore stock markets have proved to be Asian stock markets and springboard for Asian enterprises to tap international capital.
3. On the other hand, Hong Kong and Singapore financial centers can not be “Asian debt markets” due to their very small market size.
4. Only Japanese Yen denominated foreign bond could be an “Asian debt market” which will contribute an optimal resource allocation in Asia. With development of Yen bond markets Japanese portfolio investments in Asia will be expected to increase.
5. In view of good prospects of radical reform of clearing and settlement system as well as surge in issues of the JGB, the Japanese debt market could become very efficient and international. Therefore a chance for Japan to be an Asian financial center in debt market is growing.
6. To convert ODA to Yen denominated foreign bond and to give Asian Yen bond issuers guaranty would support this development.

はじめに

アジア諸国の資金需要は今後一段と高まること
が確実とみられており、これをいかに円滑にファイ
ナンスしていくかは、アジアの21世紀を左右す
る問題といっても過言ではないだろう。

アジアは貯蓄率が高く、日本や、香港、シンガ
ポール、中国といった経常黒字国が存在している。
しかも、日本は世界最大の債権国・資本輸出国で
あることから、本来なら日本の黒字だけで、アジ
アの対外赤字・成長資金は十分に賄えるはずであ
る。

ところが、域内に資金仲介機能が整備されてい
ないこともあって、日本からアジアへの資本輸出
は規模も不十分であり、かつ、融資偏重となっ
ている。そして、日本はアジアへの黒字還流が少な
い分、欧米に巨額の資本投資を行っており、それ
を原資に今度は、欧米が自らの市場インフラを用
いてアジアの証券に投資するというパターンとな
っている。アジア諸国の融資依存度が高く、かつ、
時として強い投機性を帯びる域外資金に頼らざる
をえないのは、こうした日本の対外資本投資が抱
える問題の裏返しでもあるといえよう。

本稿では、国際収支からみた日本からアジ
アへの資本投資の問題、資金仲介機能からみ
たアジアの証券市場の問題、をそれぞれ分析した
上で、アジアの資金仲介機能整備に向けての提言
を目指すものである。

(なお、本稿で扱う資本投資は、金融仲介機能
を必要とするものを対象としており、したがって、
直接投資は含まない。また、本稿でいうアジアは、
日本、中国、香港、韓国、シンガポール・ASEAN
4のことである。台湾は、資料の制約等の関係で、
今回は検討の対象外とした)。

国際収支からみた資本還流の問題点

1. 日本の対外資本還流の特徴と問題点

(1) 地域別特徴～欧米への資本還流中心

日本は、1980年代半ば以降、現在にいたるまで
世界最大の黒字国の地位を保っているが、黒字の
還流である対外資本投資(直接投資、証券投資、
銀行融資等)のパターンは、どう変わったのだろ
うか。

まず、地域別でみたわが国対外資本投資の最大
の特徴は、80年代後半から現在にいたるまで、一
貫して欧米中心であることである。例えば、80年
代後半から97年にかけて、わが国資本投資の対欧
米比率は常に4分の3前後で推移しており、欧米
向けポートフォリオは、ほぼ自動的に決定されて
きたかのようでさえある。また、金額でも、95年
から98年にかけて、欧米への資本投資は年平均
1,600億ドル前後に達しており、同期間の日本の
経常収支黒字を大幅に上回っている(経常黒字は、
95～98年平均で980億ドル)。また、99年の地域別
対外資本投資は未発表だが、欧米向けがほとんど
である証券投資が引き続き高水準で推移している
ことから、対欧米資本投資動向には、99年にも大
きな変化はないとみて間違いない。

これに対し、日本からアジアへの資本投資は90
年代半ばまでは全体の1割にもみたく、金額も50
億ドル～130億ドルにすぎなかった。アジアが重
要な投資先として登場してくるのは90年代半ばの
ことで、95年から97年にかけて、日本のアジアへ
の資本投資額は、対米投資の8割に近い570億ド
ル(年平均)に達した。

しかし、対アジア資本投資の急増も一過性のも
のにすぎず、通貨危機にみまわれた98年になると、
今度は一転して320億ドルもの資金引き上げを行
った。しかも、99年にわが国金融機関は、全世界
から2,800億ドルにのぼる融資回収を行っており、
この時期に日本は引き続き相当規模の資金をアジ

アから引き上げているとみて間違いはないだろう（次にみるように、日本の対アジア資本輸出は、直接投資と融資中心で、証券投資はほとんどない）。

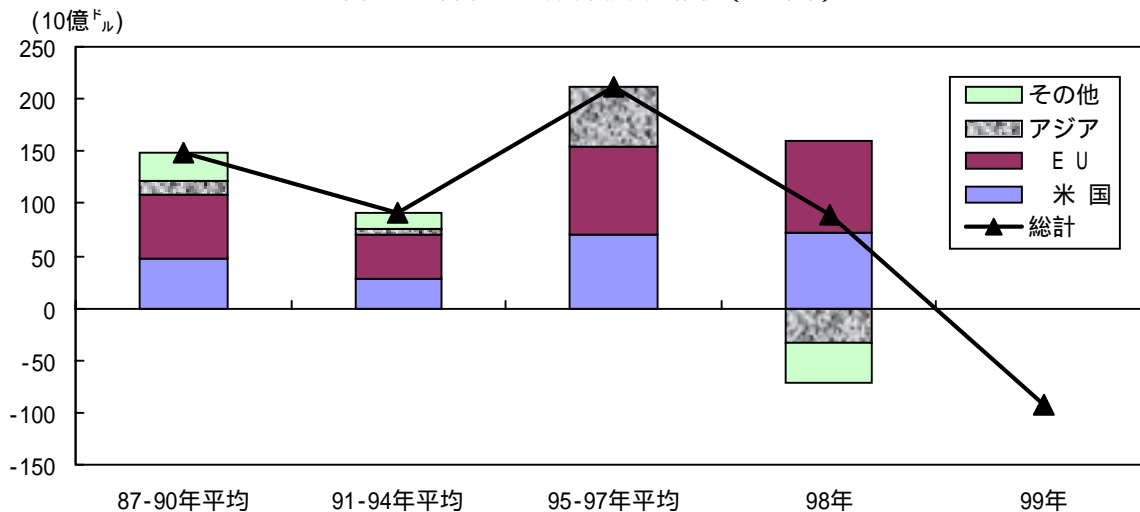
(2) 項目別特徴～アジアへは融資中心

次に、日本の対外資本投資を項目別にみると、まず目立つのが証券投資のシェアが大きく、その額も90年代前半を除き、増加傾向にあることであ

る（80年代後半の820億ドルから、90年代前半には610億ドルへと落ち込んだものの、98年には1,160億ドル、99年には1,700億ドルへと増加）。

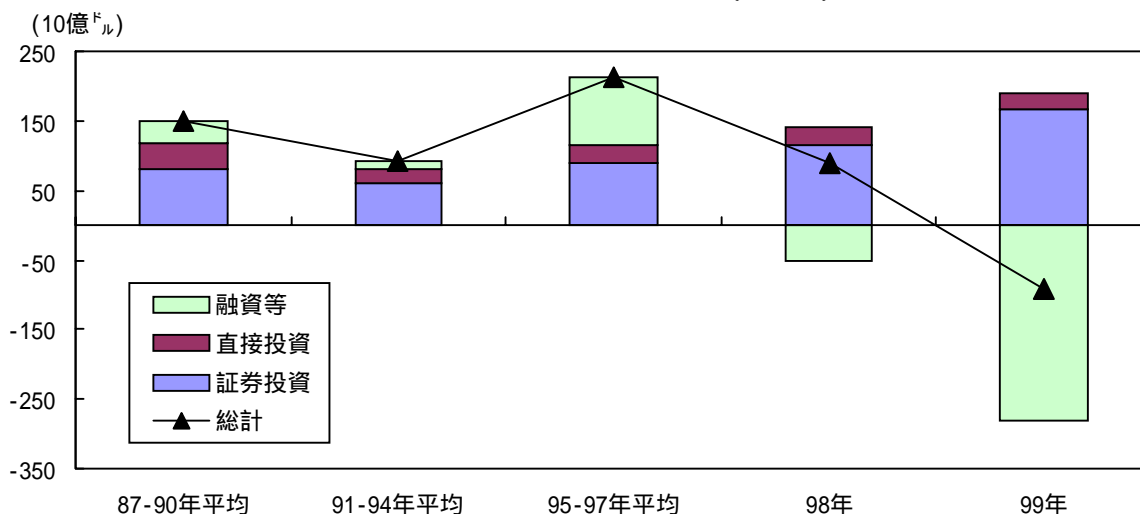
これに対し、融資による還流は、90年代半ばに年平均1,000億ドルに増加したものの、98年には一転して500億ドルの回収となっている。更に99年になると、上述のとおり融資回収額は2,800億ドルに達しており、融資による対外資本還流は相

図表1 日本の対外資本投資の推移（地域別）



(出所) 財政金融統計月報

図表2 日本の対外資本投資の推移（項目別）



(出所) 図表1に同じ。

当に変動が激しい。

このように証券投資の規模が大きく、安定している反面、融資が不安定なのは、日本の地域別投資構造を反映したものである。というのは、証券投資の相当部分は欧米向けである反面、融資のかなりの部分はアジア向けだからである¹⁾。

その理由として指摘できるのは、投資先のインフラの相違である。欧米に証券投資する場合、米国債市場やドイツ国債市場、証券取引所等の、十分に発達したインフラを利用することができるが、アジアではこうした証券インフラがそろっていない。だからこそ日本のアジアへの資本投資は、融資に偏ってしまうわけである。

もっとも、米国と日本の95年から98年にかけての対アジア証券投資を比較すると、日本の証券投資は合計で81億ドルにすぎないのに対し、米国はその6倍近い460億ドルもの投資を行っている。しかも、日本が証券投資で29億ドルの資金引き上げを行った98年にも、米国は22億ドルの証券投資を行っており、この面からみると、通貨危機後の資金面での貢献度は、日本より米国のほうが高いといえるほどである。したがって、日本からアジアへの証券投資の規模が小さいのは、単に相手先の証券インフラが問題というだけではないといえるだろう。

(3) 為替リスクを一方的に負担する対外証券投資

円高が進展した80年代後半以降、日本は、直接投資や貿易などで急速にアジアとの関係を深めていき、97年には、対アジア貿易(輸出+輸入)が、全貿易の4割を占めるまでになった。ところが、対外資本投資については直接投資を除き、80年代半ば以降現在にいたるまで一貫して欧米偏重を続けており、日本からアジアへの資本還流はきわめて不十分、かつ不安定である。日本の実態経済におけるアジアへの関与の深さと、資本取引面でのアジアとの関係の希薄さは、いかにもアンバランスである。

また、日本の欧米中心の証券投資は、ドル建て・欧州通貨建てであり、日本が為替リスクを一方的に負担する形となっている。ところが、世界最大の債権国の通貨である円は、世界最大の債務国の通貨であるドルに対し切り上げ圧力を受けることから、日本がドル建てで資産を積み上げていけばいくほど、為替リスクを高めていくことになる。

事実、80年代後半、日本では、円高圧力緩和のため対米証券投資が奨励され、経常収支黒字を大幅に上回る証券投資を行い、その後の円高で大きな為替差損をこうむった。90年代前半に証券投資が縮小しているのは、世界的な不況で資本移動が停滞したという事情に加え、80年代後半の証券投資失敗の反動のせいでもある。

また、98年に日本は700億ドル近い対欧証券投資を行ったが、その後のユーロ安の進行で、大きな打撃を受けたことは周知のとおりである。それにもかかわらず、99年には1,700億ドルにもものぼる対外証券投資を行っており、依然として為替リスクを一方的に負担する投資行動をとり続けている。

2. 日独対外資本投資の比較

(1) バランス発展型のドイツ

次に、80年代後半に、日本に次ぐ黒字大国となったドイツとの比較で、日本の対外資本投資の特異性と問題点を浮き彫りにしてみたい。

ドイツの対外資本投資の特徴としてまず指摘できるのは、80年代後半から90年代にかけて、右肩上がりで増加していることである。特に、98年以降の対外資本投資の増加は著しい。

他方で、日本の対外資本投資は右肩上がりにはならず、98、99年にはむしろ大幅な減少に転じている。特に、99年には2,800億ドルに達する融資回収を行っていることから、対外資本投資全体では、920億ドルもの資金引き上げとなった(図表2)。

90年代に入りグローバル化を背景に世界的な資本移動も活発化しているとはよくいわれることで、実際にドイツの例をみても、その増加ぶりは顕著である。ところが、日本に限っていえば、対外資本投資は80年代後半の1,500億ドルから90年代前半には900億ドルへと落ち込み、90年代半ばには2,100億ドルへと増加したものの、98年には900億ドルへと再度減少している。しかも、99年には上記のとおり920億ドルもの資金引き上げを行っており、資本移動のグローバル化・活発化のなかで、日本マネーは、きわめて特異な動きをしているといえよう。日本は90年代も世界最大の黒字国にとどまっている。それにもかかわらず、安定した黒字還流が行われていないことは、それだけ円高圧力を増幅していることに他ならない。

また、ドイツの対外資本投資を項目別にみると、直接投資、証券投資、融資と適度にバランスが取れているのが目立つ。この点でも、直接投資が80年代から90年代半ばにかけてほとんど横ばいで推移、証券投資も90年代後半にかけて漸増にすぎず、他方で融資の変動が激しい、という日本の対外資本投資とは好対照をなしている。

もっとも、ドイツの対外投資の項目別構成比率

は、時代とともに大きく変わってきている。例えば、80年代後半には融資が全体の6割も占めていたが、90年代には代わって証券投資のシェアが急増している。特に、97年以降、ドイツの証券投資は飛躍的に増加しており、99年にその規模は1,740億ユーロと、日本の1,660億ドルを上回るまでになった。

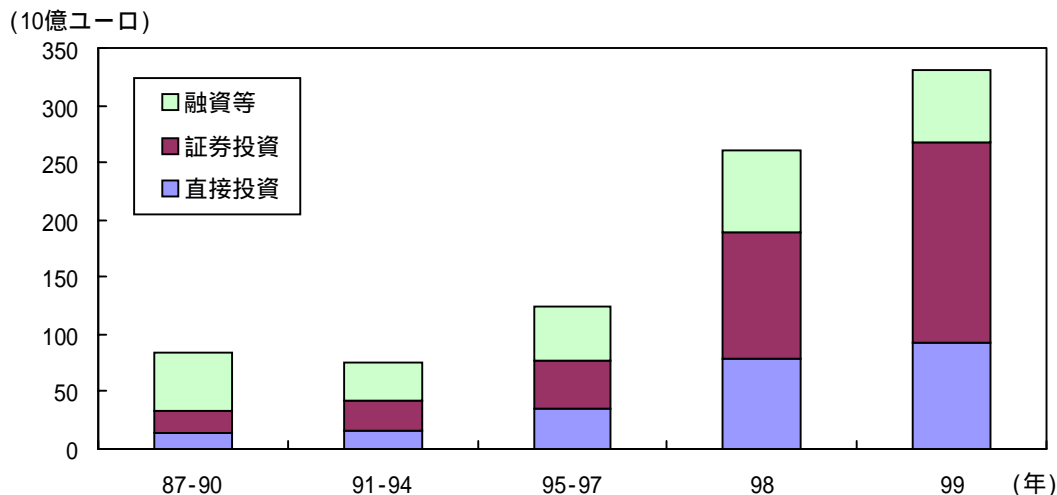
また、対外証券投資の内訳では、90年代半ばまでは証券投資といっても、もっぱら債券投資だったが、96年からは株式投資が急増してきているのも特徴である。

(2) 証券投資急増の背景

ドイツはいかにして、対外資本投資(特に証券)を活発化させていったのか。このことは、ドイツの対外資本投資の6割から7割がEU向けであることと、密接に関係している。

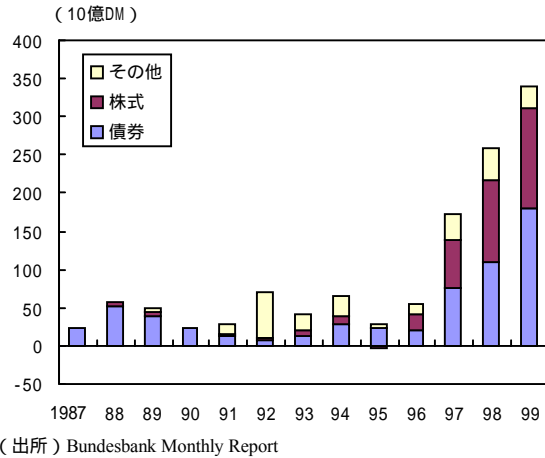
まず、80年代に融資の比率が高かったのは、当時、主要投資先である欧州は間接金融中心であり、資本市場が未発達だったためである。つまり、ドイツがたとえ証券投資の形で資本輸出をしようにも、その可能性は限られていた。また、90年代半ばまでの欧州の株式市場はきわめて未発達で、だからこそ証券投資による還流も、株式ではなく、

図表3 ドイツの対外資本投資の推移

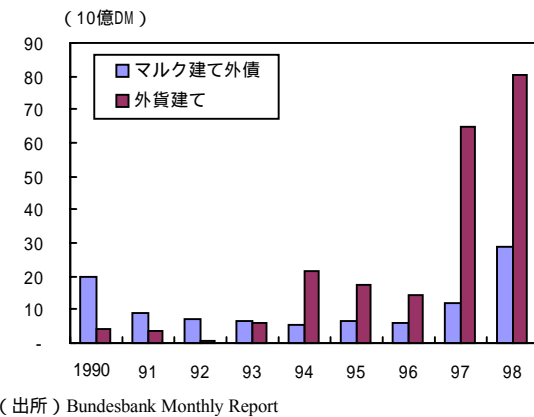


(出所) Bundesbank Monthly Report

図表4 ドイツの対外証券投資



図表5 ドイツの対外債券投資の通貨別内訳



債券（主として国債）が中心とならざるをえなかった。

ところが、97年以降、証券投資が急増するが、これは、通貨統合をにらみ、株式市場・債券市場ともに急速に発展し、欧州における証券投資の可能性が飛躍的に拡大したこと、通貨統合実現の可能性が高まるに比例して為替リスクが減少していったこと等のためである。

また、債券投資の通貨別内訳をみると、90年代前半まではマルク建て外債投資が中心で、外貨建て債券投資が急増するのは、90年代半ば以降である。ドイツのEU域内への証券投資は、欧州通貨制度（EMS）によって、もともと為替リスクが

限定されていた。それにもかかわらず、90年代半ばまでドイツがマルク建て外債を選好していたことは、ドイツが対外債券投資を行うに際していかんが為替リスクに敏感だったかを示すものにほかならない。

しかも、90年代後半以降のドイツの対欧証券投資は為替リスクがほぼゼロに近くなっていったことに加え、他の欧州諸国債券の金利が低下していったこと（＝債券価格の上昇）、株価が大幅に上昇していったことから、その投資収益率は相当に高かったとみて間違いはない。

こうしたドイツの対外証券投資の姿勢は、80年代後半以降、ほぼ自動的に欧米へ証券投資を割り振り、結果として為替リスクを一時的に負担してきた日本の投資姿勢とはきわめて対照的である。

3. 対内資本投資に関するアジアとラ米との比較

(1) アジア～高い融資依存度

次に立場を変え、資本の取り手である、アジアを、ラテンアメリカとの比較でみてみたい。

ここでは、特に激しい通貨危機に見まわれたASEAN 4（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン）と、韓国とを取り上げる。ASEAN 4と96年にOECD入りした韓国とでは、対内投資のパターンは大きく異なるので、それぞれ別個に検討してみたい。

まず、ASEAN 4では、90年代前半から半ばにかけて対内資本投資が活発化したが、そのかなりの部分は融資によるものだった。実際、90年代半ばの対内資本投資は520億ドルへと大幅に増加しているが、その5割は融資である。しかしながら、こうした短期資金はひとたび事が起こると逃げ足も速く、通貨危機が発生した97年には210億ドル、続く98年には260億ドルの流出となった。

他方、証券投資は、95、96年に年平均120億ドルの流入があったものの、それ以外の期間では、

マージナルな役割しか果たしていない。

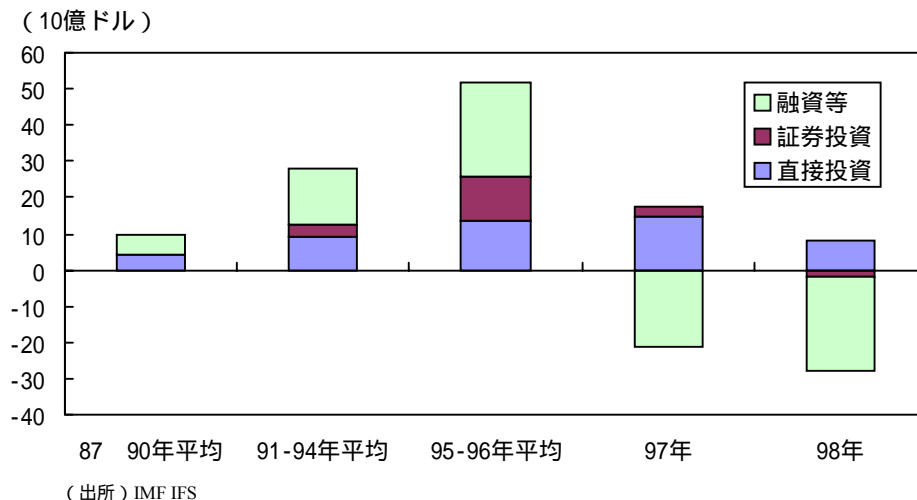
これに対し、韓国では、ASEAN 4 に比べると90年代前半から97年までは証券投資による流入が大きい。例えば、95年から96年にかけて、韓国は年平均180億ドルの証券投資を受け入れているが、これは対内資本投資全体の4割に相当する規模である。もっとも、融資はそれを50億ドル上回る230億ドルに達しており、これが通貨危機によって一気に韓国から流出、事態を深刻化させたのは、ASEAN と同じである。

本来、資本投資は、リスク分散の意味からも、直接投資、証券投資、融資である程度バランスしていることが望ましく、融資に偏ったアジアの資本取り入れ構造は、問題が多い。また、アジアの融資偏重の資本流入は、日本の対アジア融資依存度が高いことの裏返しともいえよう。

(2) ラテンアメリカ3カ国～活発な証券投資

ラテンアメリカについては、ここでは便宜上、経済ファンダメンタルズが比較的好調なアルゼンチン、ブラジル、メキシコの3カ国に代表させて

図表6 ASEAN 4 の対内資本投資



図表7 韓国の対内資本投資



検討してみたい。

ラテンアメリカは、70年代にその将来性が注目され資本流入が活発化したが、80年代に入ると一転して、債務危機に陥った。80年代のラテンアメリカは、政権の不安定化やインフレの昂進などによって、対内投資が停滞したのみならず、外銀による融資回収も加わり、対内資本投資は実質ベースで流出が続いた。「失われた80年代」といわれる所以である。

ところが、90年代に入ると、ラテンアメリカは国際金融市場の信認も獲得することとなり、急速に資金流入が活発化することになった。例えば、91年から94年にかけてのラテンアメリカへの資本流入は、これら3カ国で毎年500億ドル近くにも達しており、それ以前には資本流出が続いていたことを考えると、この復活ぶりはきわめて顕著である。

90年代に入ってからラテンアメリカへの資本投資の特徴は、直接投資が流入するようになったことに加え、それ以上の規模で証券投資の流入が活発化していったことである。反面、融資は90年代前半までは、わずかながらも流出していた。ところが、90年代後半になると、直接投資での流入が一

段と活発化する一方、融資もわずかながら流入に転じ、資本流入は一段と増加した。

このように、90年代に入り、ラテンアメリカへの資本流入が活発化した背景としては、政権の安定やインフレの沈静化などによって経済ファンダメンタルズが安定し、国外投資家の信認を獲得したことが挙げられるが、加えて、証券投資の急増に関しては、ラテンアメリカの対外債務がブレイディ・ボンドという形で証券化されていったこと、ニューヨークがドル建てラテンアメリカ債券の発行・流通市場としての機能を果たしたことが、指摘できる。

・アジアの証券市場の特徴と問題点

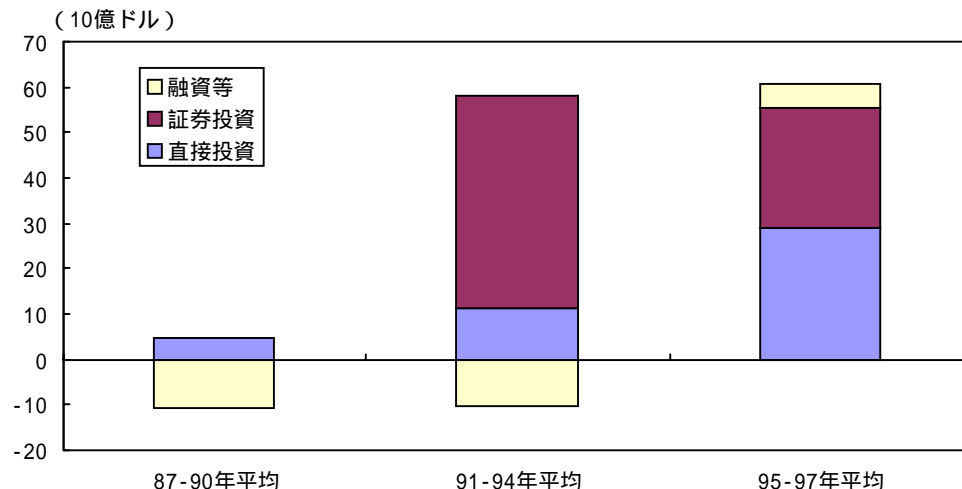
．でみたとおり、対外証券投資は、証券市場のインフラの整備状況に大きく左右される。そこで、次に証券市場のインフラから、アジアの資金環流の問題を分析してみたい。

1．アジアの株式市場

(1) 細切れ市場の集合体

まず株式による投資の場合、相手国の株式市場

図表8 中南米3カ国の対内資本投資

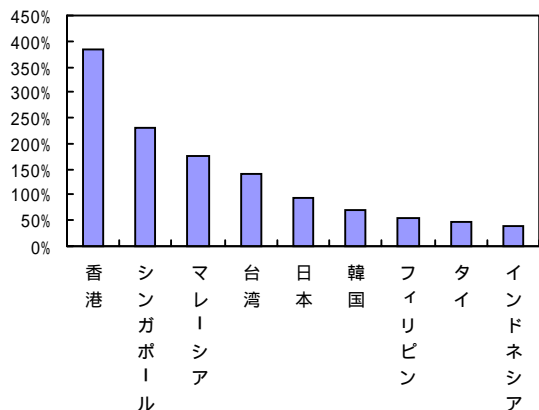
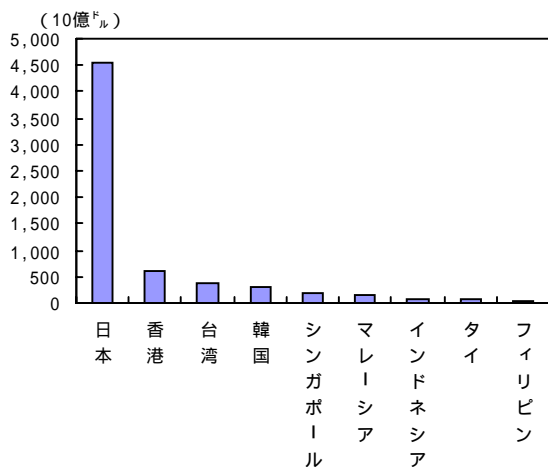


(出所) IMF IFS

のインフラ（証券取引法・インサイダー規制などの法整備、取引所、決済システム等）がある程度整備されている必要がある。また、株式市場に厚みがあることも重要である。株式市場が狭隘な場合、国外からのちょっとした資金の流入でも、株式相場は乱高下しかねない。更に、個々の企業に対する投資判断も重要で、投資する側もそれ相応の投資体制（証券会社のアナリスト等）を整える必要もある。

このような条件をアジアにあてはめた場合どうか。まず、時価総額の対 GDP 比が、香港やシンガポール、マレーシア、台湾などでは、株式市場発展の一つの目安とみられる100%を超えている。

図表9 アジア諸国の株式時価総額と対 GDP 比



(出所) FIBF
(注) 1999年末

ところが、時価総額の絶対額では、規模が最大の香港でも日本の13%にしかすぎず、シンガポールと ASEAN 4 にいたっては、5 市場合わせても、香港の 8 割の規模にすぎない。つまり、アジアの株式市場は相当に細切れで、投資しにくいのみならず、外部からの資金流入で株価は乱高下しやすい構造となっている。

また、株式市場のインフラに関しては、香港とシンガポールといった、法制面や決済システムなどの整備が進んでいる市場がある反面、それ以外の ASEAN 諸国や韓国では、銀行が株式市場に深くコミットするなどして両者は競合関係になく、健全な株価形成が妨げられるといった問題を引き起こしてきた。

(2) 香港 VS ASEAN

こうした中では、香港が時価総額6,090億ドル（対 GDP 比380%）とアジア最大で、市場のインフラも整備されており、将来性ももっとも高いと判断できる。しかも、香港の場合、その市場は巨大な潜在力を有する大陸中国へと広がっていることから、大陸の優良国営企業の上場が、今後増加することは確実である。更には、香港は成長企業のための市場である GEM（Growth Enterprise Market）を、東証のマザーズに先立つ99年秋に開設しており、香港のみならず、大陸中国の新興企業をも香港市場に取り込みつつある。

他方、ASEAN に関しては、市場インフラが優れ、規模が最大のシンガポールでさえ、株式時価総額は2,000億ドルにすぎない。しかも、市場が小さいことから、香港のような成長企業のための市場をつくっても企業が集まる可能性は低い。このため、成長企業向けの株式による資金調達を促進する手段として、シンガポールは香港と異なり、上場基準を緩和することで対応するにとどまっている。

また、最近では、輸出主導で ASEAN 諸国の景気は回復してきているものの、外資主導による従

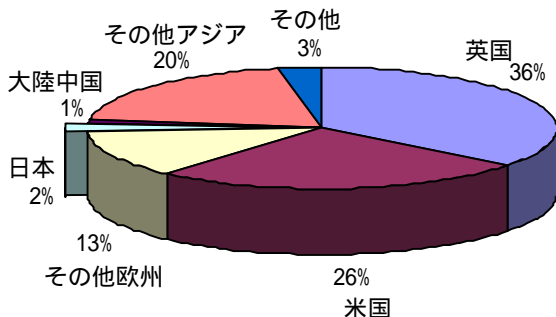
来の発展パターンが行き詰まってきていること、中国の WTO 加盟にいかに対応するかの戦略も描けないこと等、その成長性に関しては、疑問も大きい。加えて、株式銘柄は、いわゆるオールドエコノミー中心ということもあり、ASEAN 諸国への株式投資は魅力のない状況が続く可能性が高い。
 (3) 日本からアジアへの株式投資

それでは、日本からアジアへの株式投資の可能性について、アジアで最大の市場であり、将来性も高い香港の例を用いて、具体的に検討してみたい。

非居住者の香港株式市場での99年の売買高をみると、日本のシェアはわずか2%にしかすぎない。しかし、現地金融機関によれば、株式の保有比率では、日系投資家の比率が2%以上であることは確実とのことである。したがって、日系投資家の場合、欧米に比べ株式の保有期間が長いということになる。本来、エマージングマーケットの株式はリスクも高いことから機動的に売買することが大原則だが、日本の投資家のスタンスは、この原則から離れているといえる。

また、収益力が高く、将来性の高い IPO ビジネスが香港で活発化しつつあるが、これに日系金融機関が関与できる余地も相当に限られている。というのは、大陸中国も含め、IPO ビジネスの情報はいうまでもなく、地場の証券会社が有利であ

図表10 香港株式取引に占める非居住者構成比



(出所) 香港証券取引所 Fact Book 1999

る。また、米欧系の証券会社は、引き受けた株式の国際的な販売力という点で圧倒的な力を有している。しかも、IPO ビジネスのノウハウの蓄積も厚い。このため、地場系と米欧系の証券会社は相互補完的であり、協力し合う余地が大きい。他方、日系の金融機関の強みは日本国内における販売力程度にすぎず、香港での IPO ビジネスでも、相当に不利な立場にあるといわざるをえない。

2. アジアの債券市場

(1) アジア債券市場の限界

債券に関して、アジアは特に市場が未発達である。図表11からも明らかとなり、JP モルガンの新興国債券市場インデックスは、ラ米、東欧中心で、アジアの構成比率は、13%にすぎない。しかも、アジアのなかでは韓国が約5割と圧倒的な比重を占めているが、これは韓国の財閥系子会社が親会社の保証付き社債を乱発したためで、規模の大きさが必ずしも、債券市場発展の度合いを反映しているわけではない。

アジア諸国は、調達と運用の期間のミスマッチが通貨危機の影響を深刻化させる一因ともなった

図表11 新興国債券市場インデックス

総合	時価総額, 100万ドル	構成比, %
南米	121,988	64.8%
東欧	34,268	18.2%
アジア	24,620	13.1%
アフリカ	6,928	3.7%
中近東	501	0.3%
計	188,305	100%

アジア	時価総額, 100万ドル	構成比, %
韓国	12,561	51.0%
マレーシア	4,275	17.4%
フィリピン	5,215	21.2%
中国	1,966	8.0%
タイ	604	2.5%
計	24,620	100%

(出所) JP モルガン。資料提供: 日本生命

(注) インデックス=ユーロ債、プレイディー債、国内債。

として、債券市場の整備を急いでおり、例えば、タイでも99年には社債発行が98年の378億パーツから2,893億パーツへと急増している。しかしながら、格付け取得をせずに社債を乱発しているのが実状で、必ずしも健全な発展をしているわけではない。

ただし、アジア諸国の場合、国内債券市場が整備されたとしても、その通貨に対する信認の問題から、国外資金が債券投資のかたちで流入する可能性はきわめて小さい。

ちなみに、自国通貨建て国際資金調達ができる国は、世界的にみても限られている。例えば、フランスやスペイン国債でさえ、80年代末まではきわめてドメスティックなマーケットで、外国の投資家がこれら債券に投資することは稀だった。事情が変わるのは90年代に入ってからだが、これも、91年にマーストリヒト条約が締結され、通貨統合の具体的日程が示されたことを背景に、これら通貨がマルクの裏づけをもった通貨とみなされるようになったからである。

(2) 香港、シンガポールの債券市場育成の努力

つまり、アジア諸国の多くは、自国通貨建て債券で国際資金調達をすることは困難であることから、債券による資金調達は外債に頼らざるをえない。この点、市場のインフラが発達し、通貨に対する信認もある香港とシンガポールの「アジアの債券市場」となる可能性を検討してみる必要がある。実際、香港、シンガポールともに、アジアの債券市場となるべく、イールドカーブ形成のため、さまざまな期間の国債を発行するなどの試みをしてきている。財政黒字下でのこうした努力は、当局の債券市場育成にかける意気込みの強さを表わしている。

しかしながら、香港、シンガポールともに、アジアの債券市場となる可能性は限りなく小さい。

外債市場が成立するためには、その通貨に投資する資金が潤沢であることが、前提である。その

原資となるのは、通常、経常黒字と海外からの資金流入である。この点、経常黒字は、例えば、シンガポールではGDP比17%ときわめて大きい(香港の資本収支を含む国際収支の発表は98年以降であり、比較不可能)。(図表12)。

また、香港、シンガポールへは、アジア諸国富裕層の資金、及び、欧米系ファンドの資金が大量に流入している。例えば、シンガポールの対内資本投資(証券投資+融資。除く直接投資)はGDP比15%に達しており、世界の個人金融資産運用で、歴史・伝統・実績でもっとも優れるスイスの実績17%と比較しても、遜色がない。

ところが、香港、シンガポールへの流入資金は、香港ドルやシンガポールドルでの運用を目指しているものではない点に留意する必要がある。例えば、シンガポールには、民族対立・政治不安を恐れるインドネシア華僑の資産が流入してきているが、そうしたカネをインドネシアの政治経済の影響を受けやすいシンガポールドルで運用することは問題外であろう。また、政治的に微妙な中国を抱える香港も、事情は同じである。

つまり、香港やシンガポールの抱える地政学的な問題から、これら通貨での運用ニーズは極めて限定的である。このため、香港ドルやシンガポールドル建て外債市場は、ほとんど成り立たない。

実際、香港企業でさえ、社債による資金調達は、国内よりは、米国での調達のほうが圧倒的である(99年9月末の社債発行残高で、香港ドル建て53

図表12 対外資本投資原資(95~98年平均)

(単位:100万ドル)

	スイス	GDP比	シンガポール	GDP比
経常収支	23,572	8%	15,398	17%
対内資本投資	49,263	17%	12,997	15%
計	72,835	26%	28,395	32%
GDP	285,333		88,016	

(出所)IFS

(注)香港の統計は98年から。

しかし、特殊要因により対内投資のブレが大きく、比較不能。対内資本投資は、FDIを除く。

億ドルに対し、外貨建ては170億ドル)。これは、国外（特に米国）では国内とは比較にならないほど巨額の資金調達が可能になるためである（香港金融管理局季報2000年5月号）。

3. スイス外債市場との比較

次に、香港・シンガポールの外債市場の可能性を更に検討するため、スイスの例と比較してみたい。スイスは、人口が600万人と香港と同規模であること（シンガポールは300万人）、スイスフラン建て外債市場がスイス市場のもっとも重要な金融商品であることから、何かと参考になる点が多いからである。

(1) 活発な資金流入の背景

スイスの経常収支黒字のGDP比は8%とシンガポールの17%には及ばないものの、それでもGDP比で相当な規模であることにかわりない。また、絶対額では235億ドルと、シンガポールの154億ドルを上回っている。他方で対内資本投資（直接投資を除く）はGDP比で17%にも達しており、GDP比ではシンガポールとほぼ同規模である（図表12）。ところが、流入資金の多くはスイスフランでの運用を目指したものであり、この点が、香港・シンガポールと大きく異なっている。

その理由としては、以下の点を指摘できる。

第1は、物価安定や堅実な経済運営、競争力の高い製造業の存在といった良好な経済ファンダメンタルズを背景に、スイスフランが安定した通貨であることである。このため、政治・経済の不安定な国や物価上昇率の高い国の居住者にとっては、スイスフラン建てで資産を持つだけでも、資産の原価を免れることができる。

第2は、永世中立を背景にした、スイスフランの逃避通貨としての性格である。例えば、冷戦の時代には、米ソ関係が緊迫したりする局面では、前線国家であるマルクが売られ、スイスがその資本逃避先になることがしばしば起こった。また、

90年代後半には欧州通貨統合に不安を抱く資金がスイスへと大量に流入した。

第3にスイスにはプライベートバンクが発達しており、銀行の守秘義務が徹底していることから、個人がその資産運用を委託しやすいシステムができあがっていることである。

これは、スイスへの資本流入の最大の理由といえる。なぜなら、強い通貨というのなら円も同等だが、世界の資本が円めがけて流入しているわけではないこと、逃避通貨というのであれば冷戦の終了でその意義も薄れたわけだが、現在でも依然として活発な資金流入が続いているからである。

(2) プライベートバンクと外債

プライベートバンクへと預けられた流入資金の受け皿となるのが、スイスフラン建て外債である。また、スイスの外債市場は、以下のとおり発行体にとってもきわめて魅力的な市場となっている。

外債発行に関わる規制は80年代以降ほとんど撤廃されており、発行体の条件に関係なく起債が容易。

外債発行手続きがきわめて簡単で、市場環境をにらみつつ機動的な資金調達ができる（例えば、販売面では公募と同じシ団を組み合わせながら、法制面では非上場、ディスクロージャーなしの私募形式が可能、無担保転換社債の発行が可能等）。

プライベートバンクを中心とした厚い投資家層の存在により、知名度の低い発行体であっても、資金調達が可能。

スイスフランは世界でもっとも金利の低い通貨の一つ。

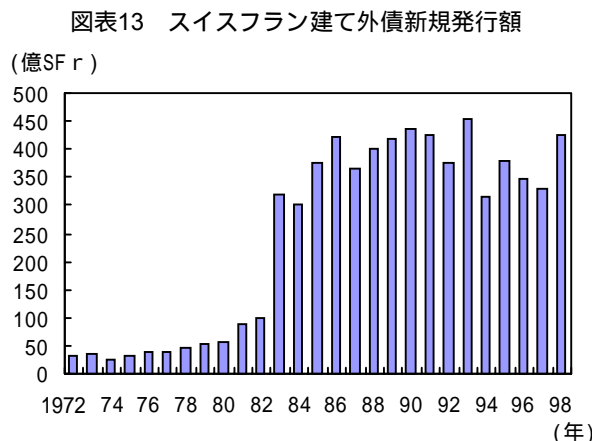
スイス当局は、国内ものへの投資意欲をそぐことによって流入資本を外債へと向かわせる税制を定めるなどにより（国内債や国内預金には35%と高率の利子源泉税が課される反面、非居住者が発行するスイスフラン建て債券には利子源泉税が免

除)外債を積極的に振興する政策をとっている。その最大の目的はスイスフラン高対策で、その背景は以下のとおりである。

スイスフランは、経常黒字と恒常的に流入する資本により、常に切り上げ圧力を受ける構造になっている。特に、フロート制に移行した70年代初頭以降、ドル安を嫌った大量の資金がスイスへと流入、スイスフランは大きな切り上げ圧力にさらされた。このため、スイス通貨当局はネガティブ・インタレストの導入等、主に資本流入を管理することでフラン高圧力を回避しようと試みたが、規制によってもスイスへの資本流入はやまず、スイスフランは70年代を通じて高騰を続けた。

こうした経験をもとにスイスは、80年代に入り、資本流入を規制するのではなく、資本輸出を促進することによって切り上げ圧力を回避する政策(=規制ではなく、自由化)に転換した。この結果、80年代に入り、外債発行の一段の促進措置がとられ、資本輸出手段としての外債の重要性が高まったのである。

図表13はスイスフラン建て外債の発行実績の推移を表したもののだが、これをみると、80年代に入り、スイスフラン建て外債発行が急増していることがわかる。



4. 「アジアの債券市場」としての円建て外債

(1) 円建て外債の重要性

アジアの中では市場がもっとも整備され、通貨に対する信認もある香港やシンガポールでさえアジアの債券市場の可能性が限定されるとすれば、残るのは日本の円建て外債(日本国内で発行される非居住者円建て債券)しかない。

事実、円建て外債の潜在的な可能性は、非常に高い。例えば、99年の円建て外債の発行実績は58億ドルと GDP 比では0.13%にすぎないが、それでも GDP 比2.7%に達する香港の発行実績44億ドルを優に上回っている。しかも、仮に、円建て外債の発行が GDP 比1%になっただけで、その発行額は440億ドルに達することになり、スイスの発行実績である290億ドルを軽く超えることになる。

ちなみに、米国やドイツでは、外債が対外資本投資の主要な手段として、非常に重要な役割を担っている。外債は、為替リスクなしに対外証券投資できる唯一の商品であることを考えれば、それも当然だろう。

また、資金調達側の立場に立っても、資金調達手段の多様化をはかれ、リスク分散にもなること、相対的に低いコストで資金調達できるなど、メリットも多い。このため、ラテンアメリカ諸国ではドル建て外債が、東欧やトルコ、南アなどはユーロ建て外債(以前はマルク建て外債)が、それぞれ資金調達通貨として定着している。また、そう

図表14 外債発行額(1999年)
(単位:100万ドル)

	発行総額	GDP	GDP比
スイス(SF)	29,369	264,450	11.1%
香港(HK\$)	4,355	159,311	2.7%
シンガポール(SIN\$)	1,578	82,773	1.9%
日本(サムライ債)	5,790	4,383,103	0.13%

(出所) 各国統計
(注) スイスの数値は1998年。

した外債の発行・流通市場として、ドルにはニューヨーク、ユーロにはロンドンという国際金融センターが存在している。

図表15は国際債（その通貨国以外の国の発行体が発行する債券＝通貨発行国以外の国で非居住者が発行するユーロ債＋その通貨発行国で非居住者が発行する外債）の通貨別発行シェアを示したもので、ドルとユーロがそれぞれ44%、37%に達している。また、GDPで日本の4分の1にすぎないイギリスのポンド建て国際債の発行規模は円建て債以上である。スイスフラン建て国際債の発行シェアは2.1%だが、外債発行額の対GDP比では10%前後であることは、既に指摘したとおりである。

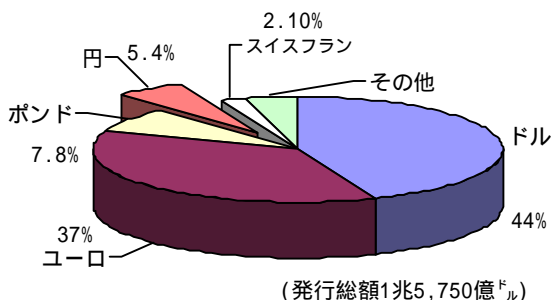
つまり、円建て国際債は日本の経済規模を考えると、きわめてマージナルな役割しか担っており、日本からアジアへの資金還流のメカニズムとしても機能していないことは明らかであろう。

そこで次に、円建て外債市場の現状と問題点等について、検討してみることにする。

(2) 2種類ある円建て外債市場

注意すべきは、円建て外債市場には、日本国外で発行されるユーロ円債と、日本国内で発行される円建て外債（通称「サムライ債」）の2とおりあることである（図表14「外債発行額」の部分、円建て外債のみ、図表15の「国際債」は、ユーロ円債と円建て外債の合計）。

図表15 国際債発行額通貨別シェア（1999年）



(出所) BIS 統計

ユーロ円債

ユーロ円債のほとんどはロンドンで発行され、その投資家は欧米の機関投資家中心で、わが国投資家の比率は高くない。つまり、ユーロ円債は、主として欧米投資家の円資金運用の手段として用いられており、投資家も非居住者主体であることから、円の外・外での還流が中心となる。このため、ユーロ円債が日本の対外資本還流に果たす役割は限定的なものとならざるをえない。しかも、ユーロ円債市場は、高格付けの発行体でなければ起債は困難で、アジアの発行体には敷居が高い市場といえる。

ドル建てやユーロ建て外債市場では、安全性を愛好する投資家やリスクを負担して高利回りを狙う投資家が存在する等、投資家の層は厚く、特に格付けが高なくても起債は可能である。これに対し、ユーロ円債の場合、高格付けのみが愛好されるのは、ユーロ円債市場が、欧米投資家の日本国債の代替市場になっているという特殊性に起因する。

ドルであれ、ユーロであれ、非居住者のその通貨での運用手段となるのは、まず、米連邦債やドイツ連邦債などの国債である。例えば、ドイツ連邦債の場合、発行残高に占める非居住者の保有比率は40%にも達しているほどである。ところが、日本の国債の場合、流通市場が未整備で、しかも源泉課税の問題があることから、使い勝手がきわめて悪く、円資産を運用したい欧米の投資家は、日本国債ではなく、ユーロ円債を用いざるをえない（ユーロ債の流通市場は、決済も効率的で、源泉課税もないなど、使い勝手はきわめてよい）。だからこそ、ユーロ円債に求められるのは、高い流動性と安全性であり、国債に匹敵する格付けの発行体が愛好されるのである。

円建て外債

他方、円建て外債の投資家は日本国内であり、対外資本還流に100%貢献する。しかも、わが国

投資家にとっても、相対的に高い利回りをえられるメリットがある。また、より高い利回りが選好されるから、ユーロ債市場ほど高い格付けでなくとも発行が可能である。

(3) 円建て外債の重要性

円高圧力の緩和

以上に加え、円建て外債には、海外への資本輸出を通じて、円高圧力を緩和する効果が期待できる。

特に、今後は、度重なる為替差損の発生で投資家が対外証券投資に慎重となる一方、国債増発を背景とした対日証券投資が増加すると見込まれること、反面、ルノーの日産買収に象徴されるとおり対内直接投資の増大が見込まれることなどから、日本のネットベースでの資本輸出は減少していく可能性が高い。これは円高要因となることから、その圧力を緩和するためには、対外資本還流の新たなチャンネルが必要となる。円建て外債は、そのための有力な手段となるだろう。

「円の国際化」と外債市場

円建て外債はまた、本来なら、円の国際使用拡大のための最重要手段でもある。「円の国際化」とはいうまでもなく、アジアにおいて円を広く使用してもらうことだが、アジアで円へのニーズがあるとすれば、運用よりは、調達であろう。その主要手段となるのは、いうまでもなく円建て外債である。

ところが、日本での円国際化の議論では、円の利便性を高めるとして、使い勝手向上が強調されるばかりで、円建て外債については、円国際化の手段の一つ程度の扱いでしかなく、「円建て外債市場の振興」は、その他事項の中で単に列挙されるにとどまっているのが実情である。しかし、国債の使い勝手向上は元来、円運用のニーズに応えるためのものであり、そのニーズがあるのは、アジアというよりは欧米である。円の国際使用拡大を考える場合、その対象とする地域とそのニーズ

が運用にあるのか、調達にあるのかを十分に認識する必要がある。

(4) 円建て外債不振の理由

このように円建て外債市場は、アジアの資金調達手段の多様化に貢献するのみならず、日本にとっても多大なメリットをもたらすものであり、本来なら、円建て外債市場は、日本からの資本還流促進のメカニズムとして、大いに利用されるべきものである。

ところが実際には、円建て外債の98年の新規発行額は2,600億円と、ユーロ円債の2%にすぎないまでに低迷している。図表15のとおり、国際債の中で、円建て債の占める比率は円建て外債とユーロ円債合わせても、5.4%ときわめてマージナルな機能しか果たしていないが、その中でも、円建て外債の低迷振りはあまりにも極端すぎる。

その理由としては、以下の点が指摘できる。

高い発行コスト・流通市場未整備

円建て外債を発行する場合には、発行にかかわる事務手続きを代行する社債管理会社の設置が義務付けられている。問題なのは、その手数料がユーロ市場に比べ高いということのみならず（ユーロ市場では、社債管理会社は不要）、煩雑な名義書換えの手間がかかるため、効率的な決済が困難なことである。

そもそも、社債登録の根拠となっているのは、昭和17年に制定された社債登録法で、立法の目的は戦災による社債券面の焼失と紙不足対策だった。つまり、戦時立法で、社債を流動化させることなどまったく念頭においていない法律が現在にいたるまで存続しているわけである。

加えて、翻訳、弁護士、会計事務所などにかかわる経費など、ユーロ債市場ではそもそも不要であったり、ユーロ債市場に比べ割高であるなどの問題がある。

機関投資家の問題

日本の機関投資家は従来、為替リスクよりはク

レジット・リスク（発行体の格付け）を重視する傾向にあったといえる。だからこそ、為替リスクには目をつぶって、円建て外債よりは、米国債やドイツ国債を選好する傾向が強かった。

これは、生保の配当原資として用いることができるのはフローである金利収入のみであること、元本に相当する部分の為替差損益は繰越でき、しかも株式の売却益などと合算できることから、仮に株式で益出しすれば、外債の為替差損を帳消しにできるといった会計制度上の問題もからんでいる。

通貨の問題

また、アジアの発行体の立場からすると、ドルと円の相場変動が激しいという問題も無視できない。このため、円で資金調達する場合、どうしても為替リスクの負担が大きくなってしまふ。

加えて、アジア諸国は、対米輸出比率が大きく、しかも対米黒字も計上していることから、資産はドル建てが中心で、円資産の比率は低い。したがって、資産・負債をある程度バランスさせるポートフォリオマネジメントからすると、やはり、ドルによる資金調達に傾きがちである。

したがって、アジア諸国が円建て外債による資金調達を本格的に活発化させようとするなら、円とアジア通貨との安定が最終的には望ましいとい

うことになる。

もっとも、例えば、95年の国際債発行に占める円建て外債をみると、中国を除き、アジアの円建て外債の発行実績がゼロに近いのに対し、ラ米や東欧、南アなどドル圏やマルク圏の円建て外債の発行が活発となっている。95年は超円高の年であり、南米などは円高をピークとみて、積極的にリスクを取って、円建てで資金調達をしたことが読み取れる。これに対し、アジア諸国の円建て外債の発行実績が少ないのは、デット・マネジメントのノウハウがまだ少ないためであろう。

(5) 証券インフラ整備の重要性

以上みてきたとおり、日本の証券決済や税制度などの証券インフラは、先進国に比べ相当に遅れてしまった。日本からアジアへの資金還流に問題が多いのも、世界最大の黒字をドルやユーロで還流せざるをえず、膨大な為替差損をこうむり続けなければならないのも、証券インフラの不備が大きな原因となっているのである。ビッグバンで金融制度改革が進展したとしても、証券インフラが未整備なままでは、ビッグバンとは名ばかりで、日本の資本市場は片肺飛行を余儀なくされるだけだろう。

そもそも、ユーロ円債市場が拡大していった発端は、銀行業務優先・銀行の利権保護のため、国内での社債発行の可能性を抑制してきたことにあった。この結果、日本の投資家を相手にユーロ円債を発行することによって資金調達する方が、国内で社債を発行するよりもコスト的にはるかに有利な状況が生まれた。だからこそ、国内社債市場と同じインフラを使う円建て外債の使い勝手もきわめて悪く、円資金調達のニーズは、ユーロ円債市場へとシフトしていった。

5. 到来する円建て外債市場拡大のチャンス

(1) 急速に進展するインフラ整備

しかしながら、いまや、円建て外債市場が発展

図表16 国際債発行に占める円建て外債（1995年）

発行体国籍	国際債発行件数	うち円建て外債
アルゼンチン	28	4
メキシコ	18	4
ハンガリー	13	10
南ア	5	3
ギリシャ	11	6
中国	10	6
タイ	24	1
フィリピン	9	1
インドネシア	24	0
マレーシア	12	0

（出所）World Bank, World Debt Tables 1996

する可能性は急速に拡大してきている。

第1に、効率的な決済制度構築の最大の障害だった社債登録法の廃止が、2000年6月の金融審議会で決まったことである。それと同時に、証券決済制度の電子化に向けての動きも急ピッチで進展し始めた。

おりしも、先進国で財政赤字削減の進展により国債発行額が急減するなか、日本は未曾有の財政赤字を背景に国債発行が急増している唯一の国であり、証券インフラが整備されてくれば、非居住者の国債購入は急増していく可能性がある。

そうなると、国債投資の代替として機能していたユーロ円債市場は、投資家を奪われることになり、ユーロ円債市場での起債も従来ほど容易ではなくなる。このため、高格付けの発行体も、円で資金調達しようとするれば、円建て外債を使わざるをえなくなるだろう。このようにして円建て外債市場の厚みが増せば、市場全体が拡大し、アジアからの起債を惹きつけることにもなるだろう。

(2) 円建て外債振興の具体策

また、円建て外債市場が、わが国およびアジアにもたらすメリットの大きさを認識し、円建て外債を政策的にも振興すべきである。そのために、工夫をこらす余地は十分ある。

第1に、アジア諸国が円建て外債を発行する場合、日本がアジア支援の一環として、保証をつけることである。保証のつけ方にも、発行体、償還期間、目的、発行時の環境などによって、変化をもたせることも考えられる。例えば、市場環境がよいときには、元本の保証部分を一定程度に抑えろとか、元本のみ保証で、その場合、クーポンレートを高めに設定する等である。

もっとも、この点に関しては、最近、新宮沢構想の一環として、フィリピンが日本政府保証付きで円建て外債の発行に踏み出しており、実績が出てきている。

第2は、第1の振興策とも関連するが、円借款

を、今後は徐々に円建て外債に切り替えていくこと、そして日本は、円借款にかわって、利子の一部を補給するとか、保証を付けることにするのである。ラ米の債務危機の時、債務の証券化によって、危機の打開をはかったブレイディ・ボンド構想があったが、円借款の円建て外債への切り替えは、債務の証券化であり、ブレイディ・ボンドの発想に通じるものがある。

第3は、ITを軸にしたアジアワイドの債券取引システムの構築である。債券は株式とは異なり、同じ発行体でも銘柄は多様であることから、株式のような全銘柄をカバーする取引システムの構築はできない。しかしながら、標準化しやすい国債先物取引でドイツスイス連合のユーレックスのような取引システムを導入できれば、非居住者の国債の取引は飛躍的に増加するだろう。これは、外債市場を直接的に振興するものではないが、国債の国際的取引の拡大は、必然的に外債市場の発展につながるものであり、間接的な効果は大きい。

おわりに

～資金仲介機能の整備に果たす日本の役割は大きい

1. 香港、シンガポールはアジアの株式投資の拠点

アジアの株式市場は細切れとはいえ、香港、シンガポールがアジアの株式投資の中心的役割を果たしている。日本がアジアの株式投資に関して何の貢献も果たせないとしても、アジア諸国企業の株式による資金調達に支障がでるわけではない。

図表17はアジアの証券投資のフローを示したもののだが、95年から98年にかけてのシンガポールの対外株式投資は391億ドルに達しており、資本の取り手であるアジア5ヵ国（ここでは統計がとれる中国、韓国、インドネシア、タイ、フィリピン）の対内株式投資は264億ドルを大幅に上回ってい

る。つまり、シンガポールの対外株式投資だけで、アジア5カ国の対内投資の金額を優にカバーしているわけである（これに対し、日本の対アジア株式投資は、同期間82億ドルの資金引き上げ）。シンガポールの対外株式投資のすべてがアジア向けというわけではないが、例えば、98年から99年にかけてタイへの証券投資（実質的には、株式投資）のほとんどが、香港・シンガポールからの投資で占められていることから明らかとなり、アジアの株式投資に占める両市場の役割の大きさがわかる（なお、香港の対外証券投資の統計が発表されるようになったのは98年からだが、このタイの統計からも、香港がシンガポール同様、株式投資に関するアジアの金融センターとしての機能を担っていることは明らかである）。

図表17 アジアのポートフォリオ投資のフロー分析
(95～98年の合計) 億ドル

株式投資	アジア5カ国の対内投資	264
	シンガポールの対外投資	391
日本の対外投資(アジア)	-82	
(日本の対外投資-全世界)	(350)	

債券投資	アジア5カ国の対内投資	568
	シンガポールの対外投資	16
日本の対外投資(アジア)	134	
(日本の対外投資-全世界)	(3,500)	

(出所) IFS、財政金融統計月報。

(注) アジア5カ国=中国、韓国、インドネシア、タイ、フィリピン。
香港の統計は98年以降のみ。

図表18 タイへのポートフォリオ投資

(単位: 億バーツ)

	98	99
香港	214	409
シンガポール	295	170
オランダ	-7	21
フランス	-4	11
ルクセンブルク	1	2

(出所) タイ中銀、NNA。

2. 日本がアジアで強みを発揮できるのは債券

ところが、債券は、株式とは事情がまったく異なる。95年から98年にかけてアジア5カ国の対内債券投資は568億ドルだったが、日本の対アジア債券投資は134億ドルにすぎず、シンガポールにいたっては、16億ドルにすぎなかった。香港の統計はないものの、香港の対外投資も株式中心で、債券投資の規模はシンガポール同様相当に小さいとみてよい。つまり、アジア5カ国の債券による資金調達、域外依存が相当に高く、しかもその通貨はドル建てがほとんどである。

これは既に指摘したとおり、債券による外部資金調達の場合、アジアでは自国内のインフラが未整備であること、通貨の信認の問題から、域外のインフラ・通貨に頼らざるをえないためである。株式の場合と異なり、香港もシンガポールもアジアの債券市場とはなりえない。

しかし、円建て外債市場がアジアの債券市場となれば、アジアの債券による資金調達も域内で、ある程度完結することが可能となる。そうなれば、アジアの株式市場は香港・シンガポール、債券市場は日本といった相互補完的な形でアジア全体をカバーできる金融センターが形成され、より効率的な資金配分が可能となるだろう。

アジアの資金仲介機能でもっとも欠けている部分は債券市場であり、アジアの債券市場となれるのが円建て外債だけだとすれば、日本がアジアの安定した資金仲介機能の整備に果たすべき責任はきわめて大きいといえるだろう。

3. 今後の課題

もっとも、既に指摘したとおり、円も含めてアジア通貨間の安定が達成されない限り、円建て外債市場が真の意味でアジアの外債市場となることは困難だろう。円とアジア通貨との安定は、本来、貿易面や経済面での緊密な関係が前提となるが、

現状では、アジアの最大の輸出相手国は米国であり、しかも、最終需要財が多い。反面、対日輸出は原材料や中間財が中心である。こうした状況で、アジア諸国が必要とするのは、対円よりは対ドルでの安定であることは明らかである。

円建て外債はアジアにおける「円国際化」のための主要手段である。しかし、円建て外債がアジアの外債市場となるには、円とアジア通貨との安定が必要との現実、使い勝手の向上によって円の国際化をはかるという現下の「円国際化」議論の限界を示すものに他ならない。

本来なら、円の国際化のためには、まずわが国が市場を開放して、アジアからモノ、ヒトを大量に入れることによって、アジアの成長のエンジンとなる必要がある。仮にそれが実現しない限り、円とアジア通貨との安定もなく、円建て外債が真の意味でアジアの外債市場として機能することも困難だろう。また、わが国の対外資本環流も、対米・対欧投資中心とならざるをえず、為替差損を蒙りつづけることになる。

このような状況は、わが国のみならず、アジアにとっても大きな損失であることはいうまでもない。

【注】

1) 日本の対アジア融資には、いわゆるユーロ円インパクトローンが含まれている。これは、日本の銀行が香港経由で、日本の企業に融資するもので、本来なら対外融資ではない。ユーロ円インパクトローンは80年代に国内の貸出し規制を逃れるために始まったといわれているが、90年代に入り、規制が順次撤廃されたにもかかわらず、引き続き香港経由で実施されていた。

その規模について統計は存在しないが、現地日系金融機関の話を総合すると、わが国金融機関の香港向け融資の3分の1から半分近くはユーロ円インパクトローンだったようである。95年から97年にかけて、日本

の対アジア融資のうち香港向けは約45%であり、仮にその3分の1がユーロ円インパクトローンだったとすると、対アジア融資の15%が実は日本向けの迂回融資だったことになる。したがって、日本の対アジア融資の規模はその分、差し引いて考えなければならない。

【参考文献】

梶山恵司 (1996) 『プライベートバンクからみたスイスの資本輸出の特徴』日興リサーチセンター、投資月報5月号

梶山恵司 (1999) 『マルクのユーロ戦略と円の無策』ダイヤモンド社

中西孝雄 (1995) 『ジ・アンダーライター』金融ファクシミリ新聞社

中西孝雄 (1997) 『ディレギュレーション』金融ファクシミリ新聞社

日本総研 (1995) 『シンポジウム：急成長するアジア・太平洋金融市場と日本の役割』
<http://www.jri.co.jp/JRR/199601/AsiaSym.html>

きんざい (1995) 『新版 外債投資の実務』金融財政事情研究会

世界銀行編 (1997) 『アジアの公社債市場』日本証券経済研究所

EICHENGREEN, Barry (1998) “DOES MERCOSUR NEED A SINGLE CURRENCY?”

P. ESTANISLAO, Jesus (1998) “THE NEED FOR STRONGER REGIONAL INSTITUTIONS IN East Asia”

【取材協力】

日興アセットマネジメント、日興ソロモン・スミス・バーニー、ソロモン・スミス・バーニー香港、IBJ International、東京三菱証券、Swiss National Bank、Deutsche Bank Research、European Central Bank、Hong Kong Monetary Authority、大和総研香港・シンガポール、東京三菱インターナショナル・シンガポール