

東アジアにおける 国際金融センターの競争優位

伊東 和久 *Kazuhisa Ito*

県立広島大学人間文化学部 教授

(財) 国際貿易投資研究所 客員研究員

アジア通貨危機以後、東アジアにおいてチェンマイ・イニシアティブなど国際金融協力の機運が盛り上がり、その中の一つである「アジア債券市場」構想が具体化され、動き始めている。さらにこれらの協力形態を一層進化させる最終目標と言える「アジア共通通貨」構想など様々な計画が提唱され、究極的には EU のアジア版と言える「東アジア共同体」構想も議論され始めた。しかし、共通通貨を発行し、欧州中央銀行を設立し、計 25 カ国の広大な共通市場を出現させた EU は、各国の政策当局者と企業、消費者に大きな期待と同時に将来への大きな不安をももたらしめている。それは、市場が広域的になれば、企業や金融機関は立地し易い国に移動してしまい、産業構造の空洞化や雇用の縮小に大きな影響を与えるからである。したがって、手放しで共同体市場の出現を喜ぶことはできないのである。このことは、国によって経済発展段階に大きな格差のあるアジア地域ではより深刻な問題である。とくに急成長を続け巨大な経済規模を持ち始めた中国は様々な分野で強力な競争相手となりアジア諸国のみならず世界の関心の的となっている。他方、韓国、台湾は 1990 年代半ば以降、製造業のシェアが低下し始め、サービス経済部門の拡張・向上を政策的にも一層強化せざるを得ない事情がある。金融とサービス産業の先進地域である香港、シンガポールも同様である。本稿では、このような東アジアにおける香港、シンガポール、そして上海の国

際金融市場としての立地条件について比較検討を試み、それぞれの特徴とその将来の方向について展望することとする。台北、ソウルについても簡単に触れることにする。

1. 国際金融センターの規模の比較

国際金融センターでは、クロスボーダーの外国為替取引、外貨預金・貸出、オフショア株式・債券発行とその流通、その他金融派生商品とヘッジファンドなどの新しい国際金融取引がなされている。最も代表的な世界的国際金融センターとしてはロンドン、ニューヨーク、そしてアジアにおける地域金融センターと言うべき都市は香港、そしてシンガポールであり、東京は世界的金融センターと地域金融センターの中間に位置すると言っても良いである

う。この他、韓国、台湾、中国、そして東南アジアの数力国もオフショア金融市場を設けており、タイのオフショア金融市場がアジア通貨危機を誘発したことは記憶に新しい。厳格で健全な金融市場の運営が何時、金融危機に直面するかも知れず、国際的な信用を勝ち取るのは極めて難しく、長い歴史的な積み重ねと強力な経済力が背景になればならない。

次に、現在の国際金融市場の規模を比較して見る。まず、代表的な指標である外貨取引の規模を見てみよう（表1）。

表1 外貨取引規模（1日平均取引高）（単位：10億ドル）

	1992		1998		2004	
	額	シェア(%)	額	シェア(%)	額	シェア(%)
英国	291	27	637	32.5	753	31.3
米国	167	15.5	351	17.9	461	19.2
日本	120	11.2	136	6.9	199	8.3
香港	60	5.6	79	4	102	4.2
シンガポール	74	6.9	139	7.1	125	5.2
台湾	-	-	5	0.3	8	0.3
韓国	-	-	4	0.2	20	0.8
中国	-	-	0	0	1	0

（出所）BIS Triennial Central Bank Survey 2004

外貨取引高は、90年代以降急激な増加を示しており、貿易、投資、そしてグローバルなファイナンスの増加を反映している。その規模の世界に占めるシェアでは最も代表的な英国の首位は変わらず、世界全体の約30%を占めている。次いで、米国であり、スイス（3.3%）、ドイツ（4.9%）、豪州（3.4%）、カナダ（2.2%）、フランス（2.6%）などが次いでいる（本稿では、ドイツ、フランスなど、世界の順位がアジア諸国より上の場合でも表に表示しない場合もあるので、以下の表の順位がそのまま世界の順位とはならない）。これに対し、東アジアの代表的な地域金融センターである香港、シンガポールはそれぞれ、4.2%、5.2%を占めている。日本は8.3%であり世界第3位を占めている。このようにこれら3カ国・地域は世界のシェアで見ても世界有数の国際金融センターと言える。これに対し、台湾、韓国はそれぞれ0.3%、0.8%であり、世界中の標準的なレベルを超えていない。中国は0.1%にも及んでいない。アジア通貨危機以後、アジアの銀行数は日本も含めて減少し、また、世界的趨勢としても吸

収・合併による銀行数の減少が見られ、それにともない巨大銀行によるマーケットシェアの集中が進んでいる（表2）。

表2 銀行業の集中

（銀行取引が75%を占める銀行数）

	1995	2004
英国	20a	16
米国	20	11
日本	24	11
シンガポール	25	11
ドイツ	10	4
スイス	5	5
香港	13-22b	11

（注）a：銀行取引が68%を占める銀行数

b：市場分野によって異なる

（出所）表1と同様

表3は各国への銀行貸出総額を表している。米国が最も大きく、次いで英国（次いで独、仏だが表示していない）、日本と続いている。アジア諸国では香港、シンガポール、韓国、中国、台湾の順となっている。香港、シンガポールの経済規模から見て、これらのクロスボーダーの銀行貸出規模が大きいことが示されている。

次に株式市場（時価総額）を見てみよう（表4）。

表3 報告銀行の各国への貸出
(2004年9月末)

(単位：10億米ドル)

米国	4,010
英国	2,449
日本	761
香港	282
シンガポール	152
韓国	146
中国	82
台湾	73

(出所) BIS Quarterly Review March 2005

表4 国内株式市場規模(2003年末)

(単位：10億米ドル)

	時価総額
ニューヨーク	11,328
東京	2,953
大阪	1,951
Nasdaq	2,844
ロンドン	2,460
香港	715
上海	360
深	153
台湾	379
韓国	298
シンガポール	149

(出所) World Federation of Exchange
Statistics Annual 2004

米英2カ国と東アジアの株式市場の規模を比べると、圧倒的に米国市場が大きい(ここで米国では最も大きいニューヨークとナスダックの

みを取り上げている)。東京証券取引所は世界第2位の規模となっている。株式市場の規模は、その国の経済規模を反映する。香港は、益々中国本土の企業の資金調達の間となっており、上海、深 とともに旺盛な中国企業の資金調達需要を反映している。台湾は上海よりも大きく、韓国をも越えている。一方、シンガポールの規模は最も小さい。株式種類別の取引高(表5)を見てみると、米英の証券取引所では国内のみならず外国株の取引も大きい。

表5 株式種類別取引額(2003年)

(単位：100万ドル)

	国内株	外国株	投資ファンド
ニューヨーク	8,778,301	728,360	184,674
Nasdaq	6,703,349	359,850	5,013
ロンドン	2,143,317	1,463,012	3,389
東京	2,092,141	267	16,324
大阪	106,645	0	5,877
香港	295,229	495	432
上海	251,589	0	4,375
深	136,415	0	3,872
シンガポール	N.A	N.A	N.A
台湾	591,236	418	64
韓国	458,993	0	43

(出所) 表4と同じ

とりわけロンドンの外国株取引は国内株取引の約68%にも及び、株式市場の国際化が進んでいる。表には示されていないがドイツは外国

企業の上場銘柄・時価総額が国内企業よりも大きい。東アジアでは、香港が最も活発であり、次いで台湾も国内株取引額に比して比較的大きい。日本は国内株式の取引高の大きさに比べ、外国株の取引高の比率は極めて小さい。投資ファンドの取引高は米国市場が大きく、次いで東京、大阪が大きい。投資ファンドの取引高では上海、深 が香港より大きいのが目立つ(シンガポールの数字がないが香港より小さいと考えられる)。韓国、台湾は小さい。

第3の比較指標として、90年代に入り、急速に普及してきたデリバティブ取引を見てみよう。取引は圧倒的な取引量のOTC取引(表6)と取引所取引に区分される。OTC取引は、外貨取引と金利取引に区分される(注1)。外貨、金利ともにロンドンが突出して大きい取引額を示している。次いで、米国が大きく、日本がこれに続く。外貨取引では、シンガポールは香港より大きい。ドイツ、フランス、スイスはヨーロッパ諸国の水準を代表している。韓国、台湾でも取引が行われているが、世界的な水準からすると小さい。一方、取引所取引を比較する上で世界の主

要先物取引所を示している表7を見てみよう。このランキングで最大なのはシカゴ商業取引所であり、次いで、ロンドンとパリ、アムステルダム、ブラッセル、リスボンの先物取引所を合わせたユーロネクストである。さらにシカゴ商品取引所、ドイツのユーレックスと続く。アジアでは韓国とシンガポールの取引所が1、2位を占めている。香港、台湾、中国はこのランキングに入っていない。東京証券、東京国際金融先物取引所、大阪証券取引所も名を連ねているがそれぞれ1%にも満たない。韓国、シンガポールが先進的な役割を果たしていると言えよう。

第4の指標として保険市場の規模を比較して見よう(表8)。保険市場は、背景となる経済規模に影響されると言える。最大の市場は米国、日本、そして英国、ドイツ、フランス、イタリアと先進国が続き、韓国がその次のシェアを占めている。他のアジア諸国の規模は小さい。

第5の指標としてファンドマネジメントの規模を比較して見よう(図1)。ファンドマネジメントとは投資信託、ミューチャルファンド、年金基金などの資産を専門的に行う活

動である。ニューヨークが最大であり、ロンドンが続く。東京が第3位の規模を持つ。米国の他の都市が東京の後に続くが、この表では省略している。人口の規模の全く小さい香港とシンガポールがアジアでは東京以外で最も大きい。東京が国内資産の運用が中心であるのに対し、これらはオフショアの運用が中心であり、国際金融センターの役割を果たしていることを示している。

表6 OTC デリバティブ1日平均取引高
(2004年4月末)(単位:10億米ドル)

	外貨	金利
米国	281	317
英国	613	563
ドイツ	85	43
フランス	54	151
スイス	62	12
日本	154	31
香港	70	11
シンガポール	91	9
台湾	5	2
韓国	10	1

(出所) 表1と同じ

表7 世界の金融先物取引所(取引高)(2003年)

(単位:兆ドル,%)

		取引額	シェア
Chicago Mercantile Exchange	USA	333.5	38.1
Euronext.liffe	UK	283.4	32.4
Chicago Board of Trade	USA	86.4	9.9
Eurex	Germany	72.5	8.3
The Korea Stock Exchange	Korea	23.2	2.6
Singapore Exchange	Singapore	21.4	2.4
Chicago Board of Options Exch.	USA	14.2	1.6
Sydney Futures Exchange	Australia	9.8	1.1
Tokyo Stock Exchange	Japan	7.2	0.8
Montreal Exchange	Canada	5.5	0.6
Bolsa de Mercadorias & Fut	Brazil	3.7	0.4
Tokyo Int. Fin. Futures Exch.	Japan	3.7	0.4
Osaka Securities Exchange	Japan	2.3	0.3
Mercado Mexicano de Deriv.	Mexico	1.6	0.2
Other exchanges		6.0	0.7
合計		874.1	100.0

(出所) International Financial Services, London
International Financial Markets Snth UK (Nov 2004)

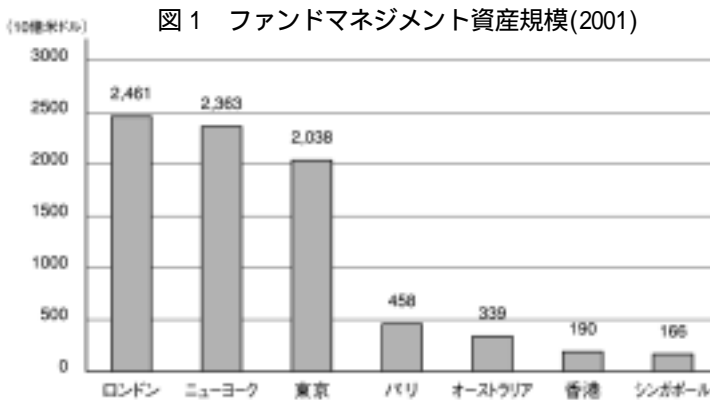
表8 保険(保険料収入)(2003年)

(単位:10億ドル,%)

	合計	生命	非生命	シェア
US	1,055	45	54	36
Japan	419	80	20	16
UK	247	63	37	8
Germany	171	45	55	6
France	164	64	36	6
Italy	112	64	36	4
South Korea	60	70	30	2
Others	653	55	45	22
World	2,941	51	43	100

(出所) 表7と同じ

以上、世界の国際金融センターを比較してきた。ロンドン、ニューヨークの優位は変わらず、また日本もその経済力を反映し、金融市場の中で規模が第3位になっているものが多い。しかし、国際化を示すクロスボーダーの指標は、香港、シンガポールの方が優位を見せている。その一方で、韓国、台湾もそのプレゼンスを少しずつ増していると言える。次の節では、香港、シンガポール、上海について金融資本市場の現状を比較検討することにする。



(出所) M.Harrison (2004)

2. 東アジアの国際金融センターの比較

まず、国際金融センターが成立する幾つかの要因について簡単に整

理して見よう。国際金融センターの成立について先駆的な研究をしたキンドルバーガー(1974)によると、「金融センターは、常に個々の企業家の貯蓄と投資の均衡、金融資本の貯蓄者から投資家への移転のみな

らず、隔地間の支払いや資金移動も常に求められる。(略) さらに、国際的な様々な支払いや対外貸借という専門的な機能は、だいたい一つの中心的な場所で最も効率的に行われる。その場所は、国内隔地間の支払いの専門センターでもある(注2)。そして「各地域は地域相互間で取引するのではなく、唯一のセンターと取引するのであり、 $n \times (n - 1)/2$ ではなく $n - 1$ の導管が求められる」(注3)。このようなセンターには求心力が働き、規模の経済が働く。さらに、マーシャルによって指摘された外部経済の効果は金融センターに対しても当てはまり、まず同一の場所における金融機関の集中は、金融機関にとって最も重要な生産要素である労働市場の外部経済をもたらす。高い金融スキルを持つ人材のプールは、労働コストとそのサーチコストを低める。また、金融産業にとってインプットとも言うべき会計士、弁護士などの存在と、金融人材の集中による知識のスピルオーバーも金融機関の集中をもたらす。他方、金融機関の集中は、需要の増加によるコストと混雑するコストを惹き起し地理的分散を図る、言わば遠心力が働くことに

なる。金融センターが「自然淘汰」、或いは「適者生存」によって進化していく一方、政府の政策スタンスと規制のコストが金融センターの盛衰に影響する。金融セクターは他の産業に比して相対的に規制の厳しい産業であるが、金融機関は、ゆるい規制と低い税率を課すが信用と名声のない国の政府当局を選ぶか、厳しい規制と高税率を課すが信用と名声のある当局を選ぶかの選択を迫られる。金融センターの成立には、高度の金融技術を持った人材の労働コスト、情報通信コスト、そして規制のコストが直接関わる。さらに、都市生活・交通環境、都市住民の外国語能力が密接不可分の関係を持っている。世界の主要金融センターは交通・通信のハブに存在しており、最も人的資源と社会間接資本が整備されているところに立地している。

以上述べた金融センターの成立要因が今後どのように変化しうるのかが問題であるが、以下には金融市場をめぐる状況に限って、東アジアの代表的な国際金融センターである香港、シンガポール、そして上海について検討する。

(1) 香港

香港は1. で比較した結果からも明らかなように、多くの点で東アジアの国際金融センターとしての地位を維持し続けている。アジア通貨危機の翌年には、ドルベッグしている香港ドルと株式市場を狙い(いわゆるダブルプレイ)、香港ドル安と株価下落を連携させて一層のドル安・株価下落を意図する攻撃がヘッジファンドなどによってしかけられたが、豊富な外貨準備と中国の援護射撃もあり乗り切った。97年に中国に返還され、その結果、香港の国際金融センターとしての自由度が低下すると心配されたが、香港行政区政府は植民地政府としての香港政庁よりも、独立した新興政府として法制を整備するとともに競争力を高める政策を取ってきた。アジア通貨危機で問題になった企業のコーポレートガバナンスについても、英国のキャドベリー報告にならい、上場企業の約半数が社外取締役を2名選ぶことで経営監視機能を高めるなど、言わばグローバルスタンダードをいち早く取り入れている。また、金融資本市場の市場規律と監督体制をとりいれて、国際金融市場としての国際競争力を高めてきてい

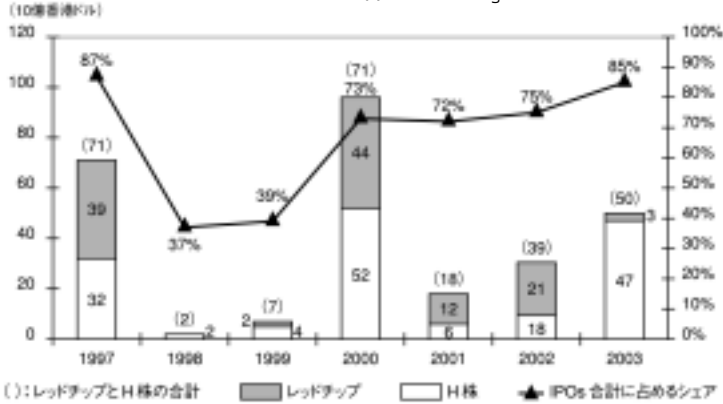
る。例えば、香港証券取引所と先物取引所を統合・民営化し、持ち株会社として上場する一方、証券・先物委員会を設け、監督機能を強化し、「証券・先物条例」を制定し包括的な流通市場の整備を行ってきた。

香港のビジネス環境が依然、自由であることに変わりはない。繊維製品と国際協約の必要な製品を除いて認可の必要は無く、外国為替と資本移動、金融機関の外為業務と外為ポジションの規制もない。香港については、83年以来、カレンシーボード制を採用して米ドルと1対1で交換され、固定されてきている。米国財務省の報告書(注4)によれば、97年の中国返還後も香港の外国金融機関に対する扱いには公平性、透明性があり内国民待遇を最も尊重していると評価されている。香港の税制は、他のアジア諸国に比較して最も低率であり、しかも国内所得にのみ課税され、配当、利子、資本利得、付加価値、流通に対する課税もなされない。通常、オフショア預金にのみ免除される支払準備は、香港の場合、国内預金についても同様に免除される。また、預金保険制度も無い。一方、金融インフラとしての電子決済制度(RTGSS)を稼働させ、これ

はEU 諸国の Euroclear や Cedel という決済制度、また中国国債と国際債券の決済システムとも連携している。証券取引所と会員証券会社、投

資家との取引もオンライン化されており、不断に最新の情報通信技術が導入されている。

図2 香港(メインボード + GEM)における中国レッドチップとH株のIPOのシェア



(出所) M.Harrison (2004)

香港の金融資本市場の特徴は、債券市場が脆弱であって、その理由の一つとして政府の赤字補填のための政府債が存在しなかったことが債券市場の未発達の原因とされていたが、97年以降、当局は他のアジア諸国と同様、債券市場の育成に乗り出し、香港ドル建てで為替平衡基金債券、資産担保証券が発行され始めた。外国債、特にADB債などの発行もされてきた。この他、アジア債券市場育成のためのアジア・ボンド・ファンド・イニシアティブの第2

段階 (ABF2) の一つとして汎アジア債券インデックス・ファンド (Pan-Asian Bond Index Fund、PAIF) 約10億ドルが、まず、香港証券取引所に上場され (登録地はシンガポール)、もう一つの同額のファンド・オブ・ファンドは香港を含む8カ国 (中、韓、タイ、インドネシア、フィリピン、マレーシア、シンガポール) でサブファンドが登録、上場されている。

返還後、中国との関係が益々深まっていることは様々な面で見られ

るが、香港の国際金融資本市場としての役割には、中国国有企業などの香港証券取引所への上場、そして増資が挙げられる。中国の企業はニューヨーク証券取引所などにも上場されているが、その圧倒的なシェアは香港が占めている。第2図は香港証券取引所における新規株式公開発行額に占める中国株のシェアを表しているが、香港において中国株が最も重要な位置を占めていることが明らかである。今後も中国銀行などの4大銀行が、順次、香港での上場を計画しており、中国の香港依存は当面は強まる一方である。

04年に発効した香港と中国との自由貿易協定とも言うべき経済・貿易密接化協定(Closer Economic Partnership Arrangement:CEPA)で関税273品目の輸入自由化と17のサービス業への優遇措置が06年を待たずして講じられることになった。この結果、香港の銀行8行は資産額等がWTO基準を満たしていなくても中国での業務と香港での人民元の取り扱いが可能となった。人民元の扱いは将来の巨大なマーケットに進出する魅力的な業務であり、04年より、香港において人民元の預金、送金、クレジットカード業

務が行えるようになった。これは、中国の顧客が香港へのさらなる投資を行うチャンネルともなる香港にとって格好の機会となる。

香港は83年以来、1米ドル=7.8香港ドルに固定してきたために、アジア通貨危機時には激しい投機に見まわれる問題点もあった一方、米ドルにリンクしているために香港ドル建ての取引は為替リスクがないために国際金融取引も国内金融取引も同様に行えるという長所があり、米ドル先物・オプション取引などでカバーする必要がないのである。これは、香港の金融、証券、保険などの取引に全て当てはまり、香港での取引がそのまま国際取引になるという香港の国際金融センターとしての有利さを表している。

(2) シンガポール

シンガポールは香港と並ぶアジアの国際金融センターであり、歴史的にも英国の植民地であったことからしっかりした官僚制度があることが香港と共通している。シンガポールは、香港の人口(800万)の約半分であり、国内マーケットが小さく、それだけ政府の役割が大きく、香港のレッセフェールの伝統に対

して政府主導の経済運営と金融システムの構築が特徴的である。68年のアジアダラー市場（ACUs）創設は、アジアにおけるオフショア金融センターとしてのシンガポールの地位を確固たるものにし、既に見たように外貨取引高は日本に次いで依然世界第4位である。60年代に始まり70～80年代を通じて続いた、資源が豊富な東南アジア諸国からの石油とその他の一次産品輸出による米ドルの供給と、日本、米国などからの直接投資による電子産業をはじめとする広範囲の工業化は、米ドルと円の需給の市場をシンガポールに求め、アジアダラー市場はその役割を果たしてきた。一方、シンガポール政府は、香港と異なり、国内金融市場とオフショア市場とを隔離する形で運営してきた。すなわち、98年まで非居住者によるシンガポールドル建て債券の発行を規制し、また国内金融市場への外銀の参入を一部に限定してきた。このような外銀に対する国内銀行業務への制限は前述の米国政府の報告書で内国民待遇が不十分であると批判されていて（注4参照）シンガポールの国際金融市場の性格が香港とは異なることを示している。

シンガポールは、84年にアジアで初めて金融先物取引所（SIMEX）を設立し、金融先物とオプション取引を始めた。SIMEXは99年にシンガポール証券取引所（SES）と電子取引の拡大に対応するなどの目的から統合され、シンガポール取引所（SGX）となった。シンガポールの取引所デリバティブ取引は種類も豊富であるが、アジアダラー市場と関連して、為替レートと金利の変動のリスクヘッジが目的のものが多いという特徴を持つ。例えば、金利先物、金利オプション（日本国債、ユーロダラー、ユーロ円）、株価指数先物（日経225株価指数、モルガン香港株価指数）、エネルギー先物（石油）などが上場されており、非常に多彩である。一方で、国内株式市場の相対的な未発達と同様なファンドマネジメント業務の状態からシンガポールの株式を原資産とする株価指数先物は少ない。

シンガポールの地理的位置からインドネシア、マレーシアなどの東南アジアと近年発展の著しいインドに対する金融ハブとしての役割は、今後も一層重要になるであろう。しかしながら、マレーシア、インドネシア、タイなどアジア通貨危機で

一頓挫したとは言え、夫々シンガポールに依存しない国際金融センター機能を整備してきており、シンガポールも中国との取引機会を一層強化する必要に迫られている。シンガポールは金融機関の誘致のために様々な税制上の優遇措置を講じ、さらに新しい金融商品の開拓を奨励し、特に中央厚生年金基金を活用してシンガポールドルの国際化を図る債券市場の育成とファンドマネジメントの強化など国際金融センターとしての機能の一層の向上を図っている。

(3) 上海

戦前、ロンドン、ニューヨークに次いでいた上海は78年の改革開放ではそれ程目覚ましい変化が無かったが、90年の甬東開発による経済開発区の建設が始まると、急速な発展を見せ、今や中国の経済・金融の中心地となっている。中国では90年に上海と深に証券取引所が設立され、その後90年代に設立された14の商品先物取引所などの統合を経て、現在は、上海商品先物取引所（SHFE：穀物・石油・アルミ・ゴムなど）、大連商品取引所（大豆）、鄭州商品取引所（小麦・綿花）そ

して上海金取引所がある。上海には、外国為替市場、短期金融（銀行間）市場、証券市場、商品先物市場が集中しており、中国と外国の金融機関が本支店合わせて2,988の店舗を構え、預金・貸出のシェアは全国の約6分の1を占める（注5）。しかし、上海の株式市場規模は、深取引所と合わせても香港の株式取引所規模に及ばず（既出第1表）、上海証券取引所の国内株（A株）の取引残高は、香港証券取引所（GEMも含む）に上場しているH株（中国国有企業）の時価総額に及ばない。1.で比較した世界の上位のOTCデリバティブ取引残高、金融先物取引所取引高、保険会社所得には上海が未だ入っていないのが現状である。株式市場の問題点としては国有企業株式が上場企業1287社の約3分の2を占め、「非流通株」となっており、株価の価格形成機能を歪めている。さらに国内証券会社の規模が小さく、フルレインジの証券業務を提供できない。03年末の国内133の証券会社の資産合計が米国のゴールドマン・サックスの約20%に過ぎないという数字がある（注6）が、基本的な問題は上場企業の企業業績が悪いことにある。さらに、株式

先物、オプションなど金融先物が上場されていないなど、株式市場については歴史が浅い上に市場としてのパフォーマンスには多くの問題がある。同様な問題として債券市場の未発達も挙げられる。上場債券の多くが国債、金融債、国有企業債であり、しかも公的な機関の保証つきで自由なマーケットでの価格形成がなされている訳ではない。今年になって、債券市場活性化のために人民元建ての債券発行ルールを公表し、世銀など多国籍機関などが要望していた外国債の発行が始まることになったのは、巨額の外貨準備を持つ中国にとって国際金融センターとしての役割を担う方向への第1歩とも言える。

中国では間接金融依存が大きく、銀行のシェアが総資産の約62%を占めている。その中で4大国有銀行のシェアが圧倒的に大きい。その不良資産比率が21.4%と高かった（中国農業銀行（30%）、工商銀行（25.7%）、中国銀行（18.1%）、建設銀行（11.8%）（03年9月）（注7）が、04年6月には15.6%と下がった。この4大国有銀行の不良資産問題は、これらの従業員だけで約136万人に達することからも、金融改革の最大

課題である。98年に約300億米ドルに達する公的資金の注入をこれら4大銀行に行い、夫々の資産管理公社に不良資産を移し、さらなる公的資金注入（建設銀行）、株式銀行化して上場する計画が実施されてきた。中国銀行は04年8月に株式銀行化され、建設銀行とともに今年に入って海外に上場（香港・ニューヨークなど）して資本金を高めるとされてきたが、株式市場の不振で延期となっている。スタンダード&プアによると銀行部門救済額は昨年GDPの約43%と推定されている。

また、WTO加盟の条件として、06年までに地域制限を完全撤廃して、人民元業務を企業、個人を問わずできるという業務自由化を外銀へ約束しており、自由化計画を実施してきた。

先物市場が限られているアジア諸国では、ノンデリバラブルフォワード（Non-deliverable Forwards:NDF）がアジア通貨危機前から利用され、アジア通貨危機時には投機目的に利用された。人民元NDFは、他の通貨と同様、人民元と米ドルの先物交換レートを事前に取り決め、契約終了時にドルの人民元直物レートとの差額をドルで決済するヘッジ

手段であるが、最初、香港で取引が始まり、シンガポールでも取引がなされ始め、韓国、台湾、その他東南アジア諸国でも自国通貨と米ドルの NDF 市場が存在している。人民元 NDF は 00 年以降、継続して人民元高の先行指標となっており、益々、その傾向を強めている。米国等の切り上げ圧力と貿易収支黒字、そして人民元切り上げ予想によるホットマネー流入の結果である。今年に入り、人民元はドルペッグから 8 種類の通貨バスケットに連動して、変動幅を 0.3% から 0.6~1.0% に拡大されたが、一層の変動幅の拡大が米日等から要求されており、何時どのような改革がとられるかに関心が集まっている。

3 .結論:東アジア国際金融センターの評価と展望

東アジアの国際金融センターの規模を比較し、金融資本市場の現状を概観してきた。この結果、東京、香港、シンガポールが世界で有数の国際金融センターであることは確認された。しかしながら、これら国際金融センターは、夫々の短所もあり、オーバーオールな機能を発揮し

ているのはやはりロンドン、次いでニューヨークであろう。勿論、ドイツ、フランスなども日本と同様その国内経済規模に見合う国際金融取引規模を誇る。香港、シンガポールは国際金融センターの中核的な業務であるクロスボーダーの貸出・預金取引、証券発行・流通取引、保険、ファンドマネジメント(資産管理・運用)の中で、競争優位がない市場に対して積極的な育成・誘致政策を取り、さらにその地理的特性を活かして国際金融市場としての役割を維持しよう懸命な努力をしている。香港とシンガポールはスイスのビジネス教育・研究機関 IMD による 05 年度「競争力ランキング」で首位米国に続き、夫々 2 位と 3 位を占めている(日本は 21 位、中国 30 位)。さらに国連貿易開発会議(UNCTAD)の「国際投資報告」(04 年版)によれば、直接投資受入国として、ルクセンブルグに次いで、中国が 2 位で、香港、シンガポールは夫々 11 位、14 位を占め、外国企業にとって世界でも魅力的な国となっている。香港、シンガポールが外資企業の進出と金融機関の活動の場として競争力を持ち続けていると言える。これに対し、台湾、韓国

はその政治的、地政学的環境が不安定であり、経済活動、行政活動分野など国際金融センターとしての条件としては香港、シンガポールに及ばない。最初に述べたように台湾、韓国ともに製造業、とくにエレクトロニクス産業などで競争力を持っており、より一層高レベルの付加価値産業にシフトしてゆく戦略であるが、金融サービス業に関しては国際金融センターとしての機能を果たすまでに至っていない。しかし、韓国は債券市場、そして金融先物市場規模では世界の上位にランクされるなど今後の政策如何によっては国際金融センターとしての可能性を十分持っていることを示していると思われる。

台湾も兩岸の政治的緊張が改善されれば、その経済実力は韓国同様、国際金融センターとしての制度構築の可能性が無いわけではない。

中国の急速な経済発展は目覚しいが、上海が国際金融センターとしての役割を十分に果たすようになるまでは、香港が国際金融センターとして、膨大な中国の資金需要を満たす窓口、高度な金融人材の供給とその技術移転の役割を果たしていくであろう。上海は急速な経済成長

に対応して金融資本市場の整備も進めているが、人民元の変動相場制への移行とその国際化、資本移動の自由化、そして金融機関の質的改善、金融規律の国際レベルへの向上など多くの課題を抱えている。また、中国の一層の経済発展は、北京、その他の主要都市の地域金融センター化をもたらすであろうし、そのような段階になれば指摘されているように香港は汎珠江デルタ経済圏の金融センターとしての色彩を強め、競争優位を確保することは可能であろう。

これら諸国は、空港、港湾を東アジアのハブとして機能するよう膨大な投資をし、情報通信コストの低減と高級な金融人材の育成、そして税制の簡素化、低率化をはかり、規制コストの低減を図って、国際競争力を維持してきた。香港、シンガポールは言うに及ばず、韓国、台湾の釜山、仁川、高雄、中国の上海なども同様である。

アジア NIES と中国は国際競争力を持つ競争優位を持つ国際金融センターの機能を不断にグレードアップし、あるいはそれを志向する政策を取っていると評価できよう。

(注 1) ここでの統計には株式・商品関連デリバティブは含まれていない。外貨取引には為替スワップ、通貨スワップ、通貨オプション、金利取引には、金利先渡 (FRAs)、金利スワップ、金利オプションなどが含まれる。保坂編 (2001) 参照。

(注 2) Kindleberger, C.P.(1974)

(注 3) 同上

(注 4) US Department of Treasury (1998)

(注 5) 相馬勝「二都物語 経済的対手」(「フジサンケイビジネスアイ」2005年 5月2日~15日号)

(注 6) Peter G. Zhang (2004)

(注 7) (注 6)と同様

[参考文献]

1. Kinleberger, C.P.(1974) 『金融センターの形成 比較経済史研究』(飛騨紀男訳 1995年 巖松堂)
2. 保坂直達編 (2001) 『ヘッジファンドとデリバティブズ』 晃洋出版
3. アン・ヒュンド他 (2003) 『東北亜国際金融センターの与件と課題』 対外経済政策研究院 (韓国語)
4. イー・ジョンウク (2003) 『国際金融センターの発展、決定要因とその示唆点』 対外経済政策研究院 (韓国語)
5. Binderman, Kirsten (1999), *The Future of European Financial Centers* Routledge
6. Davies, Howard (2005), 'Financial Reform in the Middle Kingdom' mimeo
7. Harrison, Matthew (2003), 'Fund Management in Hong Kong and Singapore' in *CSU-Research & Policy* 6 January
8. Harrison, Matthew (2004), 'The Implications of CEPA for the Hong Kong Securities Industry' in the SFC Quarterly Bulletin Spring 2004
9. International Financial Services (2004) 'International Financial Markets in the UK' (www.ifsl.org.uk)
10. Jao, Y.C.(2003), 'Shanghai and Hong Kong as International Financial Centres' (Chatham House Research Project) (www.chathamhouse.org.uk)
11. Kui, Ng Beoy (1998), 'Hon Kong and Singapore as International Financial Centres: A Comparative Functional Perspective' mimeo
12. Laurenceson, James et al (2003), 'Shanghai as an International financial Centre' in *Proceedings of the 15th Annual Conference of the Association for Chinese Economic Studies Australia* (ACESA)
13. Roberts, Richard (2004), *The City The Economist*
14. Singapore Government(2002), *Positioning Singapore as a Pre- eminent Financial Centre in Asia Main Report* by Economic Review Committee,
15. US Department of Treasury (1998) *National Treatment Study*
16. Zhang, Peter G.(2004) *Chinese Yuan Derivative Products* World Scientific