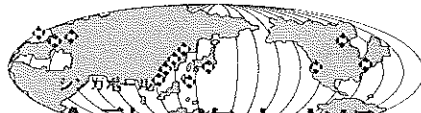


【IV】
海外だより



アジア金融・資本市場の現状
— シンガポール・香港二大市場を中心として

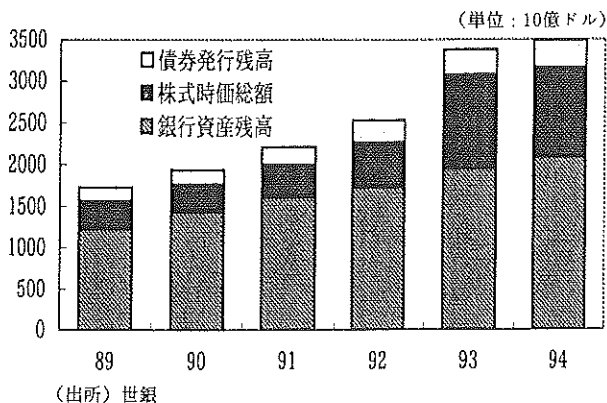
NLI インターナショナル・シンガポール 管野 友人・清水 勘

はじめに

1. アジアの経済発展と金融市場

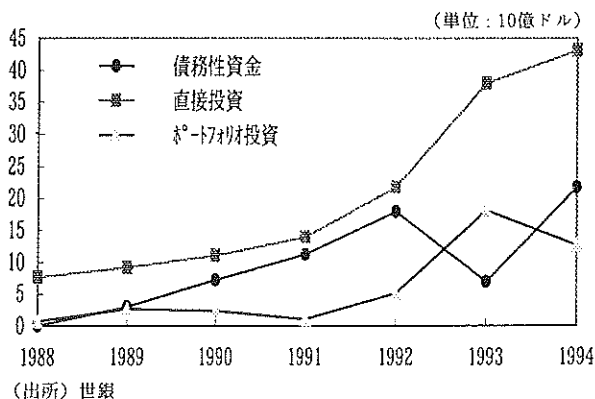
日本を除くアジア諸国の金融資産残高は94年現在で、3兆4911億米ドルと過去5年間で約2倍と格段の成長を遂げている(図1)。アジアの金融資本市場がここまでいたる背景には、過去30年間、ほぼ順調に発展してきた同地域の経済成長が一般的に挙げられる。60年代までの輸入代替工業化、それ以降の直接投資に支えられた輸出指向工業化といった成長プロセスの過程で、域内経済は確実に成長を持続した。この期間、アジア諸国は、高成長持続上必要な国内投資を賄うに足る国内貯蓄を持ち得ておらず、不足額を海外に

図-1 アジアの金融資産残高推移



依存せざるをえない構造を抱えてきた(投資・貯蓄ギャップ問題)。このギャップを埋めてきたのが、直接投資を始めとする海外からの資金流入である(図2)。

図-2 アジアへの民間資金流入経路



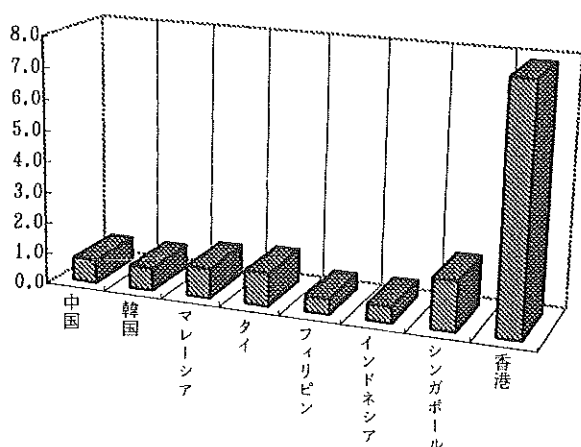
90年代に入り、アジアの高成長への関心の高まりから海外投資家のアジア投資も活発化し、債券発行、株式発行による資本の調達等、直接投資以外の調達経路が多様化しつつある。こういった資金調達手段の多様化を背景に、域内金融資本市場は著しい発展を遂げた。

2. 都市国家(シンガポール・香港)への金融資本機能の集積

アジア各国の対名目GDP比銀行資産残高をみた場合、香港とシンガポールの比率が突出してい

る(図3)。都市国家として、限られた国家資源(国土面積は、香港が東京の半分程度、シンガポールが淡路島程度。人口では、各々、6百万人、4百万人)等の物理的な制約を持つ両国は、金融立国に国家存続の活路を見出してきた。前述の金融機関総資産の対名目GDP比では、香港が7.2倍、シンガポール1.6倍と他のアジア諸国と比べ高い水準となっており、両国の金融セクター依存の度合いが伺い知れる。

図-3 銀行資産/名目GDP(94年)



(出所) 世銀

(注) シンガポールの比率が香港と比べ低いのは、貯蓄の多くが、公的年金(CPF)にまわる為と考えられる。

香港、シンガポールの2都市が、今日のような金融立国を行えた背景には、①他国に先駆けて70年代にはオフショア市場制度を導入し、自由度の高い金融市場を設立したこと、に他ならないが、更に、これら市場が軌道に乗った決定的な要素として、②資金需要が旺盛な周辺諸国に囲まれていたこと、並びに③それら諸国の金融市場が、未成熟であったり、厳しい監督規制下に置かれていた為、自由な金融資本取引が行えなかったこと、が挙げられよう。換言すれば、他国の金融自由化の遅れをにらみつつ、名実ともに自由闊達な市場環境をいち早く整備し、域内の資金調達運用需要を一気に引き受けたことにある。

ここでは、アジアの金融センターとして称されるシンガポールと香港の金融資本市場に焦点を置

き、①これまでの発展過程、並びに②90年代に台頭してきた新興金融センターとの関係を踏まえた上での両市場の今後の方向、の2点について考察を行いたい。

I 香港・シンガポール金融センターのこれまでの成り立ち

1. 金融市場

(1) オフショア市場

①補完機能時代～70年代(シンガポールオフショア市場の創設)

アジアの国際金融センターの発展は1968年12月のシンガポールにおけるオフショア市場創設に始まると言っても過言ではない。当時のシンガポール当局はすでに存在していたインターバンク取引のための金融市場や外国為替市場をさらに国際金融センターとして発展させることを経済発展計画の中心課題としており、この一環としてユーロ市場を模倣したACU(アジア・カレンシー・ユニット)制度を創設した。

政府による外国銀行支店の誘致やACU取引に関する優遇税制(税率10%)の適用拡大(1978年2月)、為替管理の全面撤廃(1978年6月)等の手厚い市場育成策にベトナム戦争による米ドル撒布という好条件も加わり急拡大した。

(香港オフショア市場の誕生)

他方、香港市場は、シンガポールの人為的創設と対照的に70年代初頭に自然発生的に成立し、内外一体型(非居住者、居住者の勘定に厳密な区別がない)のオフショア市場であるのが特徴である。60年代まで中継貿易の決済センターないし華僑の資本取引の場としての性格から1973年1月の為替管理撤廃を契機に日欧米の有力銀行のファイナンスカンパニー設立が急増、金融情報やノウ

ハウが集積されていくとともに周辺諸国のシンジケートローンの組成基地として急速に発展した。

(両市場の補完関係)

当時 80 年代初頭までの両市場を比較すると表 1 に示すとおり「調達のシンガポール、運用の香港」と言われる補完関係にあったことが窺える。これはオフショア「預金」に対し、シンガポール非課税、香港課税であり、他方、オフショア「業務」に対しては、シンガポール課税、香港非課税とする両者間の税制の違いに起因する。シンガポールでは、預金非課税で調達コストがより安価に済み、香港では業務非課税でシンジケート・ローン取引等運用業務が低コストで行えることになり、金融機関は、シンガポールでの調達優先、香港での運用優先という使い分けを行った。この結果、1980 年をとって見てみると、調達面ではシンガポール ACU 勘定総負債 543.9 億米ドルに対し香港での海外銀行からの預かり金（銀行+預金受入会社計）残高は 326.9 億米ドルとシンガポールが勝っており、一方運用面ではシンガポール ACU 勘定の運用額 124.0 億米ドルに対して香港の海外への貸出額の合計は 155.8 億米ドルと香港が上回っていることがわかる。

更に、シンガポール政府は、ACU 取引に関する優遇税制（税率 10%）の適用拡大（1978 年 2 月）、為替管理の全面撤廃（1978 年 6 月）等の手厚い市場育成策を実施した。

これに対して香港では、オフショア業務非課税に着目した海外金融機関が、運用面、とりわけ、ローン組成を目的に、拠点・人材を続々と集約させ、シンジケート組成基地としての地位を確立させていった。レッセ・フェール政策による市場原理に基づいた自由な商取引、法律・会計からオフィススタッフまで揃う幅広い人材、金融インフラの整備等の香港固有のビジネス環境も、この動きを後押ししたことは言うまでもない。

②競合時代の幕明け（80 年代の制度改正）

80 年代に入ると両市場は、市場規模の更なる拡大のため不十分な機能を充実させて、調達・運用両面でバランスのとれた市場としての発展を目指した。

シンガポール市場では、香港に劣っていた運用機能の強化を目的に、シンジケートローンあるいはファンドマネジメントの促進強化策が採られた。1980 年 4 月のオフショアローンアグリーメントの印紙税免税や 1981 年 5 月の外国法律事務所開設自由化・金融業務のエレクトロニクス化等の金融インフラの整備、技術要請基金等を通じての金融スタッフの育成に注力した。1983 年には SIMEX (The Singapore International Money Exchange)=国際金融取引所を設立、84 年 7 月にはシカゴ・マーカントイル取引所との相互決済システムを導入し 24 時間ディーリングが可能とする等、運用市場の整備施策を続々と打ち出した。元来、得意

表 1 1970年代シンガポールと香港の市場規模推移

(資金調達) (単位: 億米ドル)

	香港 海外銀行からの預かり金			シンガポール ACU勘定総資産
	銀行	預金受入会社	計	
1974	31.4	12.0	43.4	103.6
1975	42.1	n.a.	(42.1)	126.0
1976	59.0	n.a.	(59.0)	173.5
1977	79.8	35.5	115.3	210.2
1978	106.8	57.0	163.8	270.4
1979	148.6	62.8	211.4	381.6
1980	229.7	97.2	326.9	543.9

(資金運用) (単位: 億米ドル)

	香港 海外への貸出			シンガポール ACU勘定運用額
	銀行	預金受入会社	計	
1974	15.0	n.a.	(15.0)	27.0
1975	24.5	n.a.	(24.5)	34.7
1976	36.0	n.a.	(36.0)	43.9
1977	44.1	n.a.	(44.1)	52.8
1978	34.8	49.5	84.3	63.8
1979	58.9	55.9	114.8	84.8
1980	83.6	72.2	155.8	124.0

(出所) Hongkong Monthly Digest of Statistics Economic Survey of Singapore

分野とする調達機能についても、商品の多様化が図られ、それまでのアジアダラー債・米ドル建てCDに加え、CP発行（1979年）が解禁となっている。又、外為市場を通じたシンガポールドル調達をオフショア業務に限り認可し、自国通貨の一部自由化を行う等、それまでの厳しい監督から市場の自由化、弾力化に向かった。

香港での基本政策は上述の自由放任主義でこれが最大の魅力であったが、他方で投機的性格の強い不安定な市場となっていたため、資金流入面においては一定の疎外要因となっていた。このことから1980年7月には金融機関に対する政府の監督強化による市場の安定と金融機関の信用力の向上を目指した一連の金融関連法の改正ないし制定が行われている。

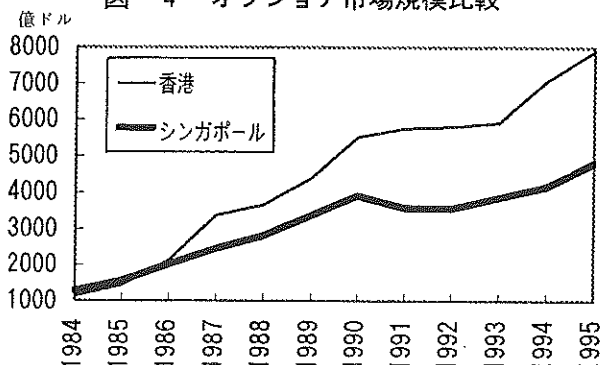
最も重要な改正としては、82年4月に外貨預金に対する利子源泉課税が撤廃され、兎角、シンガポールに後塵を拝してきた調達機能の弱さをシンガポール並みに強化したことが挙げられる。同時に、オフショア所得に対する課税の弾力運用を行い、運用機能の一層の強化にも努めた。

（対日取引とアジア金融センターの成長）

このように両市場は補完的關係から競合性を強めていったが、87年を境に香港市場の規模が急拡大しはじめた。オフショア市場残高では、86年に香港がシンガポールを上回り、依然、香港優位が続いている（図4）。この背景には、84年の居住者ユーロ円インパクトローン解禁、86年12月に開設された東京オフショア市場との裁定取引等の対日取引の急増がある。この結果、87年には香港の対日インターバンク運用が前年比2.7倍、調達額が3.6倍と爆発的に急拡大している。

取引額の国別区分が公表されていないことから、定かな確証はないものの、シンガポールでの対日取引の影響は小さくなかったと言われている。が、残高の伸びをみる限り、一連の日本の規制緩和は、香港に、より大きな恩恵をもたらしたと言えよう。

図-4 オフショア市場規模比較



以上から考察されることは、①香港・シンガポール金融センターの日本関連取引依存度が、極めて高いこと（香港を例にとれば、オフショアインターバンク取引の内、運用額の54%、調達額の70%、非居住者貸付の82%が対日取引であること）、②70年代の税制の違いから生じた香港の運用機能優位により、ローン組成には、香港に一日の長があり、結果として、香港・シンガポール間でのオフショア残高に開きが生じたこと、等である。

尚、邦銀の収益率重視によるインターバンク取引の圧縮が起こった91年以降も居住者ユーロ円インパクトローン取り入れは、中国等アジア諸国への日系企業進出資金需要を背景に、引き続き拡大している。

（シンガポール市場の為替取引拡大）

この現況下でシンガポールの優位性は通貨取引面といえる。両外為市場とも取引高は急拡大してきているが、増加率、取引高ともシンガポールが勝っており、89年から95年の増加率は香港83.7%に対しシンガポール98.1%、取引高は香港の900億米ドルに対しシンガポールが1050億米ドルとなっている。この規模は東京につき世界第4位であり、89年からの伸び率では東京を凌駕している（東京市場の89-95年の伸び率は45%）。

この様なシンガポール外為市場の拡大は、ASEAN各国の中央銀行が主要な市場参加者となっていることに加え、SIMEXとの相乗効果があると言われている。

SIMEX はユーロドル金利、ユーロ円金利、日経平均先物などが取引の中心となっているが、とりわけ日本関連取引については、①日本の外為法規制、②大証の大幅な日経平均先物取引規制強化、割高な取引コスト（日経平均先物）、等日本の規制を嫌気する資金が、日本を回避し、シンガポールへシフトしているとされる。

2. 資本市場

(1) 株式市場

①市場規模

各々の経済規模（名目 GDP）比でみた市場規模は、日欧米等先進各国市場との比較において高い水準にある。経済規模の割には大きな株式市場を抱えているという点では、冒頭で述べた金融深化の度合いに共通する点である。

但し、時価総額での絶対額比較では、96年6月末現在、香港の2兆9100億ドル（約3750億米ドル）に対し、シンガポールは2698億Sドル（約1910億米ドル）と大きく水をあけられている。この違いを生む背景には、両国の株式市場の政策的な位置付けの違いが存在すると言われている。

② シンガポールの株式市場

シンガポールは、金融センターとして調達機能中心から運用機能の拡充へと政策を展開してきたことは、前節で述べた通りだが、株式市場の運用機能については、香港との比較で、依然として見劣りすると言われてきた。96年6月末時点でのシンガポール株式取引所（Stock Exchange of Singapore）での上場企業数は、275社と香港、マレーシア等主要市場（550銘柄、565銘柄）と比べ、少ない。これらは、以降に述べるシンガポール固有の事情が少なからず作用しているものと考えられる。

a 外資依存の経済構造とマレーシア株取引への依存

この背景の1つには、地場産業基盤の裏付けを欠くシンガポールの経済構造がある。シンガポールの経済構造は典型的な外資依存構造となっており、存在している企業も、製造・金融の別を問わず外資系企業が圧倒的となっている。これら外資系企業は、シンガポールで①株式市場での資金調達需要がないこと（事業は概して本社100%出資で調達）、②現地資本に買収されるリスクがあること等の理由から株式上場のインセンティブは小さい。

こうした産業基盤の特徴をシンガポール当局は十分承知しており、株式市場の活路を専ら他国企業の上場・取引に見出してきた。典型的な例は、シンガポール株式取引所のメインボード（一部市場）におけるマレーシア株の上場である。もともと、シンガポールという国自体が、65年に、マレーシア連邦から分離独立した歴史的背景からみても、マレーシア株が取引の中心となるのは自然の成り行きであったともいえる。

しかし、89年にマレーシア政府が自国証券市場育成の目的で、自国株のシンガポールメインボード市場とマレーシア市場の重複上場を禁止したことで、シンガポールでのマレーシア株取引の道が一時、閉ざされた。これを受けたシンガポールは、同年に、CLOB インターナショナルという外国株店頭市場を創設し、店頭取引形態でのマレーシア株取引を存続させた。（CLOB インターナショナルは、英国の SEAQ インターナショナルと同様に、外国で上場している株式は、正式な上場手続を経ずに取引が可能となる。）

これに対し、マレーシアは、94年に、株式表面のスクリップレス完全移行を打ち出し、CLOB インターナショナルでのマレーシア株店頭取引が事実上、不可能となることで対応した。以上の通り、マレーシア対シンガポールの株式市場での競合関係は日増しに激しくなっている。因みに、

CLOB インターナショナルにおける登録企業数は、96年6月末時点で、145銘柄であり、この内、実に128銘柄がマレーシア株であることから、近い将来に起こるであろうマレーシア株取引減少への対応が、シンガポール株式取引所の急務となっている。

シンガポール株式取引所は、従来のマレーシア株取引への依存からの脱却手段として①国営企業の民営化上場（93年のシンガポールテレコム株等）や②CLOB インターナショナルにおいて他のアジア近隣諸国の株式登録の推進に力点を置いている。シンガポール市場の国際化を意味する後者についてみれば、96年6月末現在のCLOB インターナショナルにおける非マレーシア企業の登録社数は17社であり94年末14社と比べ、3社の増加のみに留まっていることから、まだ、数字には、対応策の効果は現れていないようである。

b 外国人投資規制

シンガポール株式市場は、国営企業の外国人取得規制等、諸々の投資規制が設けられており、外国人が円滑に投資を行うに足る投資環境が与えられていない。シンガポール市場の主だった上場企業をみると、GDPの3%を創出しているといわれるシンガポール航空をはじめ、シンガポール開発銀行、シンガポールテレコム等、国益に直接係わる基幹企業ばかりである。これらは何れも政府系企業であり、96年6月現在26社、時価総額では1115億Sドルと実に市場全体の41.3%を占める。マレーシア連邦のマレー人優遇政策に端を発したシンガポールのマレーシアからの分離独立や、インドネシアの侵略脅威といった建国以来のシンガポールの歴史的背景を勘案すれば、これら基幹企業を守る上での外国人投資規制は必然的であったともいえる。従って、とりわけ国益が集約される株式市場に外国人投資を自在に認めることは、国策上ならメリットをもたらさないという考えが支配的な見解のようである。以上の通りシンガ

ポールは、アジア有数の金融センターとして自由度の高い市場環境を提供しているが、兎角、シンガポールドル建て資産（含む株式）については、強い統制をしいているといえよう。

③香港の株式市場

シンガポールとは対照的に、香港の株式市場は、英国支配下の“レッセ・フェール”政策という自由放任的な経済体制のもとで発展してきた。

96年6月末現在で、上場企業数550社、時価総額2兆9100億香港ドルと前述シンガポールの約2倍の規模を有する。香港もシンガポール同様、都市国家としての制約から目立った産業はなく、株式市場も、不動産、金融、公共という限定的な業種に偏重しており、特に不動産は、96年6月末時点でハンセン株価指数時価総額の約30%を占める最大業種となっている。

シンガポールと類似した立国条件を備えた香港で、株式市場が躍進した理由としては、為替管理（送金規制）や投資収益（売却益、配当）への課税が無く、外国人投資規制も事実上ないことにより、内外投資家の別なく自由に株式投資が行える環境が整備されている点にある。又、香港では、債券の利子課税に対し株式配当は非課税となっており、株式が調達・運用手段として、より魅力があったことが挙げられる。

さらに、80年代の政治不安（84年中国返還決定、89年天安門事件等）から、富裕層を中心とする香港市民の資金運用の対象が、海外市場への国際分散投資に向けられ、投資信託を始めとする投資顧問産業が発展した。95年末時点で、香港投資ファンド協会には45社の投資顧問会社が登録されており、登録ファンド数576、時価総額317億ドルの産業に発展している。特記すべき事項としては、この内の過半数が、日米欧の先進国市場を対象としたファンドであり、域内市場を対象とするファンドが必ずしもメジャーではないという点である。皮肉にも、返還問題等の政治不安とい

う香港固有の逆境が、香港の投資顧問産業の基盤作りに少なからず貢献したものと史料される。

返還の影響として今一つ特記すべき点としては、香港市場に上場する 550 社の内、59%にあたる 326 社が、会社設立地を外国に置いていることである。これは香港返還後に、中国本土企業の香港企業買収から身を護るための予防策と考えられるが、香港返還後の 50 年間の現行制度維持という表向きの保証に反して、多くの香港企業が、返還後のビジネス環境の変化に慎重姿勢を保っているものと考えられる。

3. 債券市場

債券市場については、香港・シンガポールともに、未だに未発達な状態にある。

(1) シンガポールの債券市場

シンガポールにおける債券市場は政府証券（国債、TB）市場と社債発行に分類される。債券の時価総額は香港を上回り、93年 380 億米ドル、94年 450 億米ドルとなっているが、発行債券の大部分は国債である。国債発行高は 1987 年 5 月全政府証券の金融機関の流動性比率（流動性比率の操作は現金準備率操作と並んで政府の金融政策の柱）組み入れ認可により、金融機関の流動性比率調整手段としての需要が高まった。

しかし、これら政府証券の相当額が CPF ないし郵便貯蓄銀行で満期まで所有されることから、流通市場の自体は非常に底が浅いものとなっている。社債市場は国内社債市場とアジアダラー債市場がある。国内社債はさほど活発では無く、1990 年 1 月には、マレーシアの重複上場廃止による影響で取引が減少した。又、株式市場と比較すると流通は活性化していないのが現状である。一方、アジア・ダラー債（オフショアでの外貨建て債券）は 1971 年にシンガポール開発銀行が発行して以

来の歴史があり、1993 年 19 件 35 億米ドル、1994 年は 12 件 13 億米ドルの発行がおこなわれた。オフショア市場で触れたように運用機能の充実策として政府が育成している分野でもあるが、その流通市場は低調で課題を残している。

(2) 香港の債券市場

香港では、近年まで債券の発行・流通市場が未整備で ADB、IFC 等の国際金融機関の社債発行が見られる程度であった。これは、①香港政庁は黒字で債券発行の必要性がなかったこと、②為替相場安定の為、香港ドル建ての債券発行が禁止されていたこと、③香港ドル建て債券投資収入が課税対象であったこと、④債券決済機構がなく流通市場の育成が遅れたことなどが要因である。

90 年初頭から漸くこれら問題への取り組みが始まる。まず、89 年 3、4 月に、②・③が廃止された。更に、債券の上場手続の簡素化、上場基準緩和を相次いで打ち出し、90 年には、香港政庁による為替基金債（3ヶ月物）の発行が開始され、95 年までに、最長 7 年物の発行までが行われる等、政府債が本格的に制度化し、徐々に、指標銘柄化しつつある。

94 年には、流通市場に不可欠な債券の中央決済機構：CMU (Central Money Market Unit) が設立され、同年に、ユーロ・クリア、セデル等欧米の決済機構との連携が決まった。

これら諸策の結果、ドラゴン債（香港、シンガポール、台湾の内、何れか 2 市場で上場される債券を呼ぶ）等の国際債上場が増え、92 年末には、僅か 15 銘柄しかなかった香港上場債が、95 年末現在で 184 銘柄と一定の結果を収めつつある。とはいえ、発行残高でみた場合、為替基金債は 94 年末時で約 67 億米ドル、上場社債については、365 億ドルと、同時期の香港株式市場時価総額 2700 億米ドルと比べ小規模であり、香港での債券市場確立は、これからと言えよう。

II 90年代の潮流

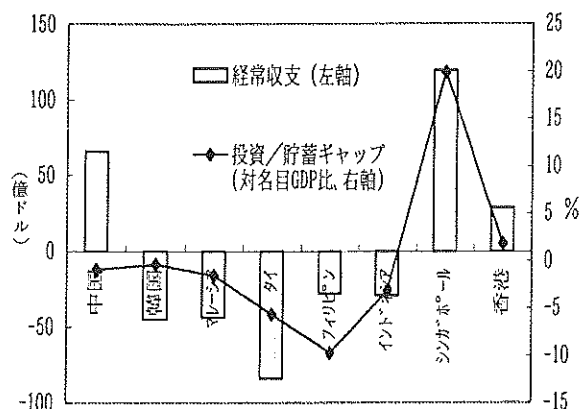
1. 新興市場の台頭

前節でみたきたような香港・シンガポールの2大金融センターの寡占化に対して、90年代に入り、タイ・マレーシア等の周辺諸国での新興金融市場設立の動きがみられる。

(1) 自国金融市場の育成政策の出現

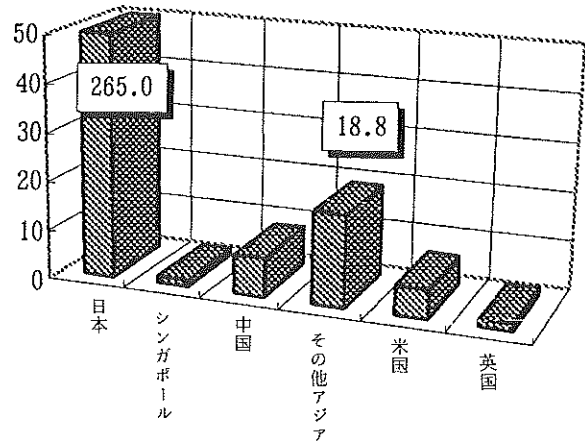
資本輸入国であるタイ・マレーシア等のアジア諸国は、経済成長を維持する上で必要となる国内投資を国内の貯蓄だけでは賄いきれていない(図5)。こうした国々は、資金需要の大きさに比して、自国内金融市場が未成熟なため、その調達・運用の場をより自由度の高い香港・シンガポールの金融センターに依存せざるをえない状況であった。香港の地域別オフショア融資残高にしめる、当該諸国向け残高の比率の高さが、この事実を如実に語っている(図6)。80年代の高度成長を経て、徐々にではあるが、自国金融セクターが成長し、自国内での金融資本市場の確立を試みるまでの段階に到達しつつある。

図-5 投資/貯蓄ギャップ(対名目GDP%)と経常収支(億ドル)



(出所) ADB、各国統計資料

図-6 香港オフショア貸出残高(非居住者向、10億ドル)



これらの諸国にとり、金融センター構想は、文字どおり近隣地域の金融センターとしての地位を確立することを目的とする他に、①香港・シンガポール等域内金融市場からの金融独立②外国金融機関を招聘することで、自国の金融ビジネス向上を図れること等のメリットをもたらす手段と位置付けられているようである。

(2) タイ BIBF (Bangkok International Banking Facility) オフショア市場

①制度概要

1992年9月の閣議承認、93年3月認可銀行発表で稼働開始した。構想の当初達成目標は、インドシナ地域における「タイ・バーツ経済圏」樹立構想下の金融センターとなることにある。金融市場形態としては、「内外分離型」を採用する。BIBF市場では、営業ライセンスの対象を、①タイ国内の商業銀行、②タイに支店を持つ外国銀行等の既存の金融機関に加え、③タイに支店を持たない外国銀行にまで広げた。外銀のタイ国内支店開設が、依然として非常に困難な(78年のドイツ銀支店開設以降、実績なし)状況の中で、BIBF市場は、制度面で、外銀の市場アクセスを大いに高めたと言えよう。業務形態は、①「外-外取引」(海外からの資金取入と海外居住者、他の BIBF

業者、タイ大蔵省、タイ中央銀行、タイ為替管理基金への貸付)、②「外-内」取引(海外、他のBIBF業者からの外貨建資金取入とタイ国内への外貨建貸付)の2種類に大別される。これ以外に、投資銀行業務、外債引受等の証券業務等も認められている。又、「外-外」取引については、タイ・パーツ建融資も認められている。「外-外」取引は、BIBF市場経由のインドシナ諸国向け金融機能の確立を主眼に置くことはいうまでもない。主な税制優遇措置は、表2の通り「外-内」取引より「外-外」取引に手厚い措置を施している。

表-2 タイ BIBF オフショア課税

法人所得税	一般	優遇措置
純利益への課税	30%	10%
源泉税	10~15%	「外-外」非課税
利益送金への課税	10%	-
特別事業税・地方税	3.30%	免除
印紙税	-	免除

②実情

BIBF開設により、国内15行、国内支店を有する外銀12行(内、邦銀2行)、国内支店を持たない外銀20行(内、邦銀5行)の計47行に業務認可が与えられた。参加金融機関数としては、香港・シンガポールの約450行、310行と比べ、遥かに少なく、金融機関の集積度(市場参加者層の厚み)という面では、遥かに見劣りするのが現状である。

従って、香港・シンガポールで容易に資金調達が可能でインドシナ域内企業は、依然として、BIBF市場での資金調達に優位性を見出していないようである。94年末時点での、BIBF貸付残高5575億パーツ(約223億米ドル)の内、実に82%が「外-内」取引で、残りの18%が「外-外」取引に過ぎない。以上から、BIBF市場は、税制優遇措置面で最も手厚いはずの「外-外」取引では既存の金融センターと真っ向から競争するほどの段階に至っておらず、むしろ税制メリットの少ない「外-内」取引に取引の中心が傾倒している。

これも、邦銀の将来的な国内支店開設ライセンス取得に向けた「実績作り」との性格が色濃く出ていると言われている。この結果、「外-内」取引で国内への貸付競争が激化するに従い、短期資金流入が急増し、国内インフレ誘発や短期資金依存体質といった国内金融政策の不安定要素を生み出す結果となり、タイ金融当局は、一層の市場監視強化の姿勢を打ち出している。

(3) マレーシア・ラブアン国際オフショア市場

①制度概要

ラブアン国際オフショア市場は、①域内金融センターとしての独立(シンガポールとの競争)、②首都クアラルンプールから約1552kmの遠方にある離れ小島ラブアン島の開発等を背景に、90年10月の「オフショア銀行法」制定により設立された。43行(内、邦銀13行)の参加金融機関を擁し、95年7月末のオフショア融資残高は、66億米ドルとなっている。タイと同様、「外-外」取引、「外-内」取引が主な取引形態であるが、マレーシア・リングgit建貸付は認められておらず(タイは「外-外」取引に限り認可)、従来通りの自国通貨規制が維持され、「リングgitの国際化」は制度に盛り込まれていない。

税制上のメリットとしては、①法人所得税率が3%とシンガポール・タイの10%水準と比して低税率、②資金運用・調達ともに源泉徴収が免除(「外-外」取引、「外-内」取引とも)等があり、制度上のメリットでは、①60:40規制(マレーシア在住外資企業は、借入の6割を地場銀行からの調達することを義務付け)の対象外、②ギアリング・レシオ規制(外資系企業の借入は自己資本の3倍までとする規制)の対象外、③5年を越えるオフショアローンは自己資本とみなす(=ギアリング枠の拡大)等があり、国内外資系企業の資金調達上の利便性が計られている。

②実情

ラブアン国際オフショア市場の融資残高は、66億米ドルとタイ BIBF 市場の1/3にも満たない。タイと同様、「外-外」取引では、規制がないにもかかわらず、香港・シンガポール等の既存の金融センターに遠く及ばず、結果的に「外-内」取引が主流となっている。

同市場の難点としては、

- ①劣悪な立地条件、インフラ設備・事務処理能力が改善途上（首都から1552km）
- ②業務上の自由度が少ないこと（オフショアローンは、マレーシア中銀の申請が必要。又、資金使途について中銀の審査基準が強化される傾向）
- ③度々の制度変更（92年：シンガポールからのオフショアローンの禁止、93年シンガポールからの融資保証の全面禁止、95年：オフショアローンの元金返済用為替予約認可の一時凍結）

等が挙げられ、特に、②、③の示すとおり、規制強化の色彩がますます濃くなっている。

これは、タイ BIBF 市場と同じく、オフショア市場取引の主流が「外-内」取引となった結果、国内への短期資金流入が予想以上に増加し、国内金融政策の安定度を損ね兼ねないという中銀の苛立ちを反映しているものと考えられる。

2. 既存金融センター香港・シンガポールの90年代の取り組み

タイ、マレーシア等新興金融センターの台頭に対し、シンガポール・香港の2金融市場も90年代に入り、市場機能の一層の向上を計っている。

(1) シンガポールの取り組み

前述のとおりシンガポールは建国僅か30年にして世界有数の外国為替取引機能を中心としてニューヨーク、ロンドン、東京と並ぶ国際金融センター

として成長したといえる。

しかし、同時に運用・調達とも香港に水を開けられており一層の市場機能の整備、自由化に力を入れている。

①金融市場の整備

オフショア市場では居住者に対するSドル建て融資制限の緩和、またシンジケートローンのこれまでの中心地香港に対抗するため手数料収入の課税免除を実施し、シンジケートローンの組成も増加しつつある。またこのシンジケートの中心幹事は国内4大銀行であり、これまでのアセアン地域に加え中国向けローンが増加しているのが特徴である。

金融先物市場であるSIMEXでも上場商品の増加、取引手数料の引下げ、取引時間の延長、休日取引の開始など市場整備の努力がおこなわれている。1992年シカゴ・マーカントイル取引所のGLOBEXが稼働し24時間取引が可能となったためSIMEXへの悪影響が懸念されたが、1994年6月にはSIMEX自身がGLOBEXに参加、取引は順調に増加した。92年以降の取引急増は主に日経先物取引であり、大阪証券取引所での度重なる先物取引規制強化のため、急速にSIMEXに取引が移ったものである。なお、1995年のベアリングズ社事件後、市場の健全性・安全性に対する信認を回復するため、当局の監督強化と自主ルールによるきめ細かいチェックが行われるようになった。

②資本市場の整備

1994年9月には中央厚生年金基金(CPF)などの公的資金を利用した資本市場の振興策を発表した。これはCPFによる証券投資の規制緩和、優遇税制の拡大等が柱となっており、アジア株式や先進国株式の取引を通じて運用機会を拡大し同国市場をさらに活性化させることを狙いとしており、シンガポール・ビッグ・バンともよばれ香港に対抗する国際的資本市場を目指している。

③ファンドマネジメントセンター構想の推進

金融当局は軽減税率の適用を始めとして、一貫してファンドマネジメント業務の育成・推進を行っている。94年には、免税の基準となるオフショアファンドの外国人投資家の保有率の95%から80%への引下げ、国内ユニットトラストの免税化をなど新たな奨励税制を導入した。これは香港に対して遅れているファンドマネジメント分野を育成し、キャッチアップしたいとの政策的意図の現れと言える。

この様にシンガポールは香港に対抗する諸政策でその機能を強化しようとしている。

一方、前章で述べたタイ・マレーシアといったこれまで牙城としてきたアセアン諸国の金融センター化構想に直面している。現在のところタイのBIBF、マレーシアのラブアンとも市場規模、インフラ整備ではシンガポールに及ぶべくもないが、シンガポールが現在のアセアンの金融センターという地位を確固たるものにし、また香港に伍して拡大していくためには例えば、未成熟な債権流通市場の整備、先物市場における独自商品の開発を始めとした市場の整備、自由化の進展が必要であり、現在金融当局が厳しく管理しているシンガポールドル自体の国際化の議論も視野に入れる必要性が出てこよう。

(2) 香港の取り組み

97年7月1日に迫った香港の中国返還に伴い、その将来像が見えにくくなっていることは事実であるが、香港の経済自体は、80年中盤より米国連動から中国連動へ転換しつつある。香港の再輸出額に占める中国の比率は、3～4割台で推移しており、経済的には、すでに中国、とりわけ隣接する華南経済圏に組み込まれている。

返還問題についても、90年に中国が制定した「香港特別行政区基本法」によって、建前上、香

港ドルの米ドル連動為替制度も含め、現行の経済体制が保証されていることも事実である。

いずれにせよ、香港の主権が中国に戻る以上、「香港の中国化」は避けらざる方向性であり、香港の金融資本市場も同様の傾向を示すものと考えられる。

香港当局（証券先物管理委員会等）としては、①返還を控えて市場が混乱することを避ける為の施策展開や、②中国政府機関・企業の資金ニーズ取り込み、に視点を定め、具体策を打ち出している。

①返還に向けた市場整備

従来、香港経済は“レッセ・フェール”政策のもと自由放任主義の活動が行われてきたが、82年9月の英サッチャー首相訪中で返還交渉が開始されたことを契機に、不動産、株式、及び為替市場が暴落し、市場不安が台頭した。それ以降、香港は、各種の制度対策を導入し、市場の混乱を避ける努力を払っている。これらには、①香港ドルの米ドルベッグ制の導入（83年10月）、②香港政庁の外為基金債の発行開始（90年3月）、③LAF（Liquidity Adjustment Facility）導入による、政庁の市中資金管理・市場オペレーションの開始、④香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority）の設立（93年4月）、等がある。

特に、従前の香港政庁為替基金部と銀行監督部が統合により設立された④の香港金融管理局は、香港では初めて独立性を持った監督機関であり、今後も香港市場の安定を維持する中核機関としての活躍が期待されている。

②中国政府機関・企業の資金ニーズ取り込み、

93年6月の中国監督管理委員会と香港証券先物管理委員会との合意により、中国国営企業の香港株式市場上場が認められた。香港に上場したこれら中国企業の株式は、通称H株と呼ばれているが、96年6月末現在で、20社がH株を発行し、

時価総額は、312.5億香港ドルに達している。これは香港時価総額の約1%にしかすぎないが、制度発足3年と日が浅いこともあり、今後の動向が注目される。

おわりに

1. 2大金融市場“シンガポール”“香港”のレゾナードール

時代の潮流に乗って成長してきた両市場には共通の特徴が窺える。両市場は、70年代の補完時代から80年代の競争時代に至り、そのインフラ整備に注力し世界的に見ても有数の条件を整えてきた。一方、お互いの競争を通じアプローチは違うものの税制を始めとする各種のインセンティブや金融先物等の新たな市場の整備してきた結果、自由でオープンな市場を確立した。

この自由でオープンな市場には多くの投資家や金融機関が集中するようになり、周辺諸国との差別化が一層強まる結果となり、すでに述べた旺盛な資金需要に対する投資をつなぐいわば“他国間のパイプ役”としてそのレゾナードールを確立してきたのである。そしてその市場の主な担い手である日本やアセアン各国、中国には各種の規制が存在するため自由な調達・運用が難しく、シンガポール・香港の金融・資本市場のレゾナードールを高めてきたともいえよう。

2. アジア金融・資本市場を巡る潮流

ここまで述べて来たアジア金融・資本市場を巡る潮流は、3つのキーワードとしてまとめることが出来よう。

一つは、今後も高い経済成長を持続すると思われる東アジアにおける“旺盛な資金需要”である。この資金需要は、アジア金融・資本市場の一層の

整備を促し、そのビジネス機会を拡大させることになる。

さらに、“域内市場の自由化”である。即ち、“自由化”の対極にある“市場規制”が域内金融市場に存在する限り、香港・シンガポールの金融センターは、ますます隆盛を極めるであろうし、逆に、“域内市場の自由化”が進展した場合には、これらセンターの存在意義は、低下することとなる。現在、その自由化の先頭を走っているのがシンガポール・香港の両市場であり、日本、アセアン各国、中国がこれを追いかけて自由化が緒に付いたばかりである。今後、周辺市場でどの程度の自由化が進展するかが、シンガポール・香港の両市場の将来性の鍵を握ろう。

3つめは、“香港返還”であろう。巨大市場中国と金融先進国香港の一体化は、衆人の注目を集めるどころであり、この巨大市場を如何にビジネスに取り込むかが、今後のアジア金融市場の成功と発展のポイントの一つとなろう。

香港・シンガポールが、これらの3つの潮流を自らのビジネス機会として、如何に、機敏に対応していくか、が将来像を呈する重要なファクターとなろう。

3. 今後の方向性

最後にシンガポール・香港というアジアの2大金融市場の方向性について上述の3つのキーワードに則して考えてみたい。

まず第一の“旺盛な資金需要”についてであるが、これは両市場が今後とも持続的発展を遂げる上でなくてはならない存在である。旺盛な資金需要と同時に、国家財政の均衡を図らなければならない開発途上国は、民間資本の導入に益々積極的になることが予想される。因みに、世銀が、1995～2004年の向こう5年間に、アジア地域民間部門（除く、日本）だけでも、1兆5090億米ドル（同地域GDPの約7%相当）インフラ投資が必

要となることを予想していることから、アジア地域の資金需要は今後も旺盛を極めるものと考えられ、その際の金融センターとしての両市場の役割は大きくなっていくものと思われる。

さらに第二のキーワードである“域内市場の自由化”についてはどうか。

市場の自由化が各国で完全に達成された場合、両市場は前述のレゾンデートルを失うことにも成りかねない。しかし、アジア各国では、急ピッチでインフラ整備を行っている一方で自国の貯蓄が追いついておらず、経常収支の赤字と累積債務に悩まされている状況であり、なおかつ、この経常収支の赤字、累積債務の解消はまだまだ先の話となる。タイのIBFやマレーシアのラブアンに見るように、国際金融市場創設の動きがみられるものの、完全な自国金融市場の自由化、自国通貨の自由化は、すぐには困難と考えるほうが適当ではないか。一方、日本の金融市場は徐々に自由化の方向に向かってはいるものの、各種規制の完全撤廃といった金融ビッグバンは当面起こりそうにはないとの意見が聞かれる。従って、シンガポール・香港市場のレゾンデートルが失われるとは考えにくく、むしろシンガポール、香港両市場の整備で益々差別化が進み、そのレゾンデートルを高めるのではないか。

それでは、第三のキーワード“香港返還”は両市場にどのような変化をもたらすであろうか。これまで補完時代から競合時代を経て発展してきた両市場であるが、この返還を契機としてテリトリーの棲み分けが進む可能性がある。香港市場は中国への資金窓口機能の拡大させていくことが予想され、中国市場のシェアが増加しよう。但し、返還に伴う市場の混乱を避けソフトランディングさせる必要があり、返還を一年後に控え将来性に不透明感が残るものの、今のところ香港市場が根底から変わるという意見は少数派である。

一方、シンガポール市場はファンドマネジメントセンター化構想の推進中であり、一層の市場整

備と金融機関の誘致に努めている。この結果として一層の差別化が予想され、ASEANを中心に東南アジアの開発途上国の金融センターとしてのプレゼンスを高めていくことになる。

以上から、シンガポール・香港の両金融市場は、機能面での競合の色彩をますます強める一方で、テリトリーの棲み分けを進めつつ、アジア金融センターとしての地位を維持しつづけるものと考えられる。

(参考文献)

- 平島真一／中川洋一／萩原陽子「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、東京銀行調査部、1996年第1四半期
- 淵田康之／大崎貞和「アジア証券市場の将来像」、財界観測、野村総合研究所、1996年6月号
- 日興リサーチセンター編「アジア金融・証券市場の見方」、東洋経済新報社、1990年
- 大蔵省財政金融研究所内金融・資本市場研究会編「アジアの金融・資本市場」、金融財政事情研究会、1991年
- 松岡潔編「東南アジアの金融政策と商業金融機関」、アジア経済研究所、1984年