

2 金融・資本市場の自由化、円の国際化等

11-68 金融制度調査会 金融リスク専門委員会、外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会の合同報告書の概要 「金融リスクとその対応について」

1989（平成元）年5月12日

1. 金融の変化とリスク

- (1) 最近の金融の変化、即ち、金融の自由化、国際化、証券化、機械化等は、金融機関の経営の自主性を高める一方で、金融機関が直面するリスクを大きく変容させており、リスク管理のあり方如何が金融機関の経営にとって極めて重要になっている。

特に、市場性調達や有価証券運用の増加に伴って金利リスクや価格変動リスク等の市場関連リスクが急増していることに加え、金融機関相互及びノンバンクとの間の競争に伴う信用リスクの増大も懸念されている。

- (2) また、金融新商品・新種業務やオフ・バランス取引の増加によって、各種のリスクが相互に、かつ複雑に絡み合うようになってきており、リスクの的確な把握や管理を困難にしている。さらに、リスク・ヘッジ手段の増加はリスクの回避を可能にする反面、市場の不備やヘッジ取引の相手先の倒産等を起因とする新たなリスク発生の可能性を生ぜしめている。
- (3) このような個別金融機関が直面するリスクの高まり等に伴って金融システムそのものの安定性に係るリスクであるシステム・リスクに対しても十分な配慮が必要となっている。

2. 金融リスクとその管理

- (1) 都市銀行、長期信用銀行、信託銀行

市場性調達が全体の半分近くに及ぶ中で金利リスクや流動性リスクが急増している。このため、市場変動が金融機関に及ぼす影響を予測・分析し、資産・負債をコントロールする手法であるALM（資産負債総合管理）が定着するとともに、スワップ・

先物・オプション取引などによるリスク・ヘッジや変動金利貸出・スプレッド貸出などによるリスク回避がなされている。また国際業務の比重（資産・負債の3割以上を占める）が増大する中で、昭和50年代半ばからは累積債務国問題が発生し、最近ではLBO、プロジェクト・ファイナンスなどの新たな与信形態に係るリスクに関心が集まっている。国内業務においても、貸出を中小企業・個人分野に傾斜させてきており、これらに係る審査・管理の充実が求められている。更に、公共債や為替のディーリング、有価証券の短期売買、スワップ・先物・オプション取引など市場性取引の急速な増加に伴い、市場性のリスクへの対応が重要となっている。

- (2) 地方銀行、相互銀行

金融機関全般の中小企業向け貸出が増加する中でリスクの高い貸出や市場性取引等に向かうところも見られる。また、調達に占める市場性資金の割合は3割に及んでいいる。このため、信用リスクや金利リスク等の管理を充実させることが必要となっている。

- (3) 信用金庫

地方銀行、相互銀行と同様、金融機関全般の中小企業・個人向け貸出が増加する中で、リスクの高い貸出や市場性取引等に向かうところも見られる。また、調達に占める市場性資金の割合は、1.5割であるが、今後、小口預金自由化の進展に伴いその増加が見込まれる。このため、信用リスクや金利リスク等の管理を充実させることが必要となっている。

- (4) 生命保険会社

最近の資金量の増大や運用環境の変化の中で、貸出の割合が低下する一方、有価証券の割合が増加しており、また、外貨建て資産は全体の2割に及んでいる。このため、為替リスク、価格変動リスク等が増大しているが、この状況には、ポートフォリオの

分散によるリスクの軽減、先物等のリスク・ヘッジ手段の活用等により対応している。

(5) 一般企業

最近の金融の自由化・国際化等に伴い、企業の財務活動は急速に多様化・高度化してきている。即ち、国内外から借入、株式、社債、CP等により調達し、預金、CD、内外有価証券等で運用するほか、スワップ、先物・オプション、資金・為替ディーリング等の市場性取引を活発に行うところも増えている。このような財務活動の活発化に伴い金融リスクも増加傾向にある。

3. 金融リスク管理の課題

(1) リスク管理の基本的考え方

金融リスクの多様化、大規模化、国際化などの状況に適切に対応し、金融機関の健全性及び金融システムの安全性を確保するための基本的な考え方は、

第一に、金融機関が自助努力によりその直面する各種のリスクへの対応を図ることであり、これが全ての基本である。

第二に、金融機関の自助努力を下支えするため各種のリスクへの対応手段や市場を整備・拡充するなどの環境整備を図ることである。

第三に、金融機関の健全性、預金者保護、市場の安定性を確保するための行政のあり方を検討することである。

(2) 金融機関のリスク管理の課題

金融機関の自助努力によるリスク管理の課題は、①リスク分析手法の実態、②先物、オプション、スワップ、スプレッド貸出等のリスク対応手段の活用・開発、③人材の育成・ノウハウの蓄積、電算システムの充実、④自己資本の充実など数多い。

特に、金利リスク、流動性リスク等に対しては、まずALM（資産・負債管理）の充実を図ることである。ALMは、金融機関を取り巻くリスクの状況を予測、分析し、これを基にリスク管理を行う手法であるが、現在、都市銀行では全行、地方銀行では9割において導入されている。（注）しかしながら、信用金庫は2割程度に過ぎないなど中小金融機関において未導入のところが多い。また、大手銀行も含めて、リスク分

析手法の充実やリスク許容方針の明確化等を進めていく必要がある。

（注）ALMの分析手法としては、現在、①マチュリティー・ラダー法、②デュレーション・ギャップ法、③シミュレーション・モデル法が代表的であるが、我が国の金融機関は主としてマチュリティー・ラダー法によっている。この方法は、他の2つの手法に比べ簡便で理解が容易という長所を有するが、いくつかの短所もあり、各種の分析手法を併用する等により、リスクの適切な把握を行う必要がある。

また、ディーリング等の市場性取引においては、運用体制の整備、運用枠の設定などのリスク管理態勢の整備を図ることが必要である。

信用リスクについては、与信の業種別、企業別のポートフォリオ方針を明確に定めるとともに、LBOのような新しい与信形態や中小企業・個人に対する与信に対する審査・管理が安易に流れないように留意し、その充実を図っていく必要がある。

(3) リスク管理のための環境整備

金融機関のリスク管理のための努力を下支えするため、①貸出債権の流動化や調達手段の充実、②金融・資本市場等の整備、③オフ・バランス取引に係る会計・経理基準の見直しやディスクロージャーの充実等について検討を行っていくことが適当である。

(4) 金融リスクに係る行政上の課題

リスクの変化に対応し、金融機関や市場に関する規制・指導、検査、モニタリングなど行政全般について総合的な検討を行うことが必要である。また、中央銀行においても適切な対応を図っていく必要がある。

特に、増大が著しい金利リスク、価格変動リスク、流動性リスク等については、経営諸比率指導を始めとして、その規制・指導の充実を検討する必要がある。また、システム・リスクの高まりや市場変動が金融機関等に及ぼす影響の増大に対応して、これらに関する行政のあり方についても検討を行っていくべきである。更に、リスクの国際的な広がりに対応して、海外金融監督

当局との相互協力を進めていくことも望まれる。

金融機関に対する検査等についても、リスクに対応した検査手法の開発、金融機関の規模・経営実態等に応じた検査内容・投入人員等に濃淡をつけた運用や電算システムの拡充による検査の効率化など質量両面にわたってその充実を図っていく必要がある。(出所)『第14回大蔵省国際金融局年報 平成2年版』(平成2年11月30日)307-309ページ

11-69 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会の報告書の概要

「国際金融取引におけるリスク管理の在り方について」

1989(平成元)年6月1日

第1 総論

1. 国際金融取引とリスク

イ. 国際金融取引、特に我が国の市場参加者の行う国際金融取引は、このところ急速に拡大しており、かつ、その内容も多様化・複雑化している。

ロ. この国際金融取引及びこれを取り巻く環境には種々の特色があるが、次の諸点は、そのリスク管理をする際に十分考慮されなければならない。

①技術性及び専門性

近年、国際金融市場においては、変動利付債(FRN)、NIF(Note Issuance Facilities)・RUF(Revolving Underwriting Facilities)等の新商品、スワップ、オプション等の新種取引が次々と生まれている。これらの取引を含め国際金融取引の内容を適切に理解し、それにふさわしい管理を行うためには、金融及びその関連領域についての高度な技術的・専門的知識が要求される。

②カントリーリスクの存在

国境を越えて行う取引には、いわゆるカントリーリスクがつきものであるが、外国の政治、社会、経済情勢の的確な把握と判断、法律を始め各種制度の適切な理解、そこでのスムーズな取

引には格別の困難が伴うことが多い。

③市場の一体化

国際金融取引は、各国の市場参加者が国境を越えて横断的に行われることが多く、また、その取り扱われる商品も同一化する傾向が見られる。

このため、一国の市場参加者の異常は、直ちに諸外国の金融市場や他の市場参加者に影響を与える危険性がある。

④複数の当局の存在

国際金融取引を全体として把握、監視する一つの当局は存在しない。このため、国際金融取引全体に関する統一のルール、同一の監視方法・規制は制度的に担保されていない。

2. リスク管理の現状

イ. 我が国の市場参加者のうち国際金融取引を多く行っているものは、その国際金融取引に係るリスク管理は、かなり高度な手法により、かつ、それにふさわしい体制により行っている。

ロ. しかしながら、国際金融取引におけるリスク管理については、例えば、海外の企業等に対する与信について、与信先に関する情報を必ずしも十分に入手できないことなどもあり、比較的金額の大きい案件についても、他の金融機関の判断を安易にそのまま自己のリスク判断の拠り所とする傾向が一部にみられるなど、一層の充実が必要な面も見受けられる。

ハ. なお、当専門部会としては、自己資本比率規制にみられるように国際的ルール作りが銀行を対象として行われていることなどから、主として外国為替公認銀行を中心とした金融機関のリスク管理のあり方を中心にとりまとめることとした。

3. リスク管理と国際金融市場の安定

イ. 個々の金融機関が自己のリスクを適切に管理し、これにより健全な経営が行われれば、それは国際金融市場の安定と対外取引の正常な発展に資する。

ロ. 他方、国際金融市場が安定すれば、個々の金融機関がより少ないリスクで国際金融取引を行うことができることとなり、いわばリスク管理のためのコストと利益とのトレードオフの関係を改善させ

る。

ハ、したがって、金融機関のリスク管理にあたっては、当該金融機関の取引が国際金融市場に与える影響をもあわせて考慮してしかるべきである。

4. 国際金融取引における我が国金融機関

イ、国際金融取引に占める我が国金融機関のウエイトの増大は著しい。例えば、銀行の国際部門資産残高でみると、我が国外国為替公認銀行のシェアは世界の3割以上を占めており、その残高は引き続き拡大を続けている。

ロ、このため、最近の国際金融市場の動向は、我が国金融機関の動向に大きく影響を受けるようになってきていると言っている。

ハ、したがって、我が国金融機関のリスク管理の向上は、広く国際金融市場の安定と対外取引の正常な発展に大きくかかわっている。

二、一方、我が国金融機関は、いわゆる横並び意識が強く、ともすればリスクに対する配慮よりもシェアの拡大を優先させる場合もみられる。また、各金融機関が独自の領域の取引に特化することなく、ある取引が主流となれば一斉にその取引を行うことになる場合があることも否定できない。このような行動様式は、場合により国際金融市場に好ましくない影響を与えることがある。

ホ、また、このような行動様式が国際金融市場に及ぼすマイナス面は、ともすれば国際的に喧伝される傾向にある。

ヘ、我が国金融機関について、その国際金融取引に係るリスクを考える際には、これらの点も考える必要がある。

5. リスク管理についての当局のかかわり方
世界的な金融自由化の流れの中で、我が国においても種々の規制緩和措置がとられてきている。今後とも規制緩和と努力は続けられるべきであるが、このことは、必ずしも当局の役割が縮小するということの意味するものではない。

規制緩和の大きな流れの中で、金融機関のリスク管理についての当局のかかわり方には、大きく分けて二つの観点がある。

(1) 第一は、個々の金融機関の行うリスク管理の自助努力を踏まえ、金融機関の国際金融取引の実態に応じた必要最小限の方法により、そのリスク管理が適正に行われていることを確保することである。

イ、その際、当局としては、我が国金融機関のリスク管理が一定の水準に達していることを確保することに留意すべきであろう。これは国際金融市場の安定の観点からも要請されているところである。

ロ、また、当局の政策については透明性が高いことが必要である。

(2) 第二は、マクロ的観点から、個々の金融機関によるリスク管理では対応しえないリスクに対応したり、又は、より積極的に個々の金融機関がより低いコストによりリスク管理を行うような環境を作ることである。

イ、例えば、国際的な決済システムの整備・充実によりシステム全体としてのリスクを軽減すること、金融先物市場の整備などにより種々の取引者のリスクの適切な配分・調整の場を提供することなどは、当局が関係者と協力のうえ、それに取り組むべきことである。

ロ、また、各国当局が、金融機関の国際金融取引の監督について適切な協力体制を確立し、その情報の収集及び交換を前提として各国の金融機関のリスク管理を一定の水準に保つことは有益である。

ハ、当局の収集する情報については、それが当局の政策のために活用すべきは当然であるが、その情報を必要に応じ開示することは、個々の金融機関のリスク管理にも資する。

二、更にいえば、各国が健全な経済政策を諸外国と協調しつつ実施することにより国際金融制度の安定を図ることは、個々の金融機関がより低いコストで効率的なリスク管理を行うことを可能にし、その収益の向上に資する。

第2 各論

1. 各種リスクの現状とその管理の方向

①海外与信と信用リスク、②カントリーリスク、③為替リスク、④外貨資金の運用・調達に伴うリスク、⑤海外拠点のリス

クの管理の各項目ごとに、①リスクの現状、②金融機関のリスク管理の現状、③金融機関及び行政上の課題を記述。

2. リスク管理に関するその他の課題

①リスク管理と外国為替検査、②リスク管理に対する環境整備の各項目について記述。

(出所)『第14回大蔵省国際金融局年報 平成2年版』(平成2年11月30日)309-311ページ

11-70 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会の報告書の概要 「国際金融取引環境の一層の整備について」

1989(平成元)年6月1日

1. 国際金融取引環境の現状と課題

国際金融取引の環境整備は着実に進展しているが、なお、いくつかの分野において一層の整備が必要である。

(1) 資金調達・運用に係る分野

i) 居住者の国際金融市場へのアクセス

居住者の銀行を通じた国際金融市場へのアクセスについては、本年5月から実施された中長期ユーロ円貸付の自由化により貸付関連の規制緩和が一層進展。海外預金の面では個人について手続き等の簡素化が一つの課題。

国際資本市場での起債による資金調達については、規制緩和が着実に進展しているものの、国内市場における制約との関係でいくつかの問題(注)が指摘されている。なお、資金運用面ではユーロ円債の還流制限の見直しが一つの課題。

(注)

- (イ) 居住者外債における適債基準、商品性の制約
- (ロ) ユーロ円債の還流制限、海外現法が海外で債券発行することにより得た調達資金の国内持込み禁止
- (ハ) 居住者外債の幹事引受に関する三局指導
- (ニ) 居住者ユーロCPの発行手続の未整備

ii) 非居住者のユーロ円市場・東京国際市場へのアクセス

銀行を通じた貸付・預金等の金融取引については特に問題点の指摘がないのに対し、資本市場での資金調達については、両市場とも国内市場との関連で残存しているいくつかの規制(注)について不満が出されている。

(注) ユーロ円市場及び東京市場での債券発行による非居住者の資金調達に係る適債基準、商品性の制約等

(2) 東京外国為替市場

上記のように居住者、非居住者の国際金融市場へのアクセスが容易になり、資本取引が活発化したこと等を反映し、東京外国為替市場は順調に拡大しており、また、その参加者は幅広く競争的な市場となっている。今後とも取引の実態に応じた環境整備に努めていく必要がある。

2. 国際金融取引環境の一層の整備についての考え方

(1) 今後、国際金融取引環境の一層の整備を考えるに当たっては、次の三つの観点が重要と考える。

① 利用者のニーズ・利便性の観点

今後の規制緩和にあたっては、これまで以上に利用者の利便やニーズを重視していくことが必要である。また、内外の資本市場から資金調達を行う本邦企業を中心に、本来自由なはずのユーロ市場に国内の諸制約が持ち込まれていることの諸問題が指摘された。

他方、本邦企業のユーロ債発行による資金調達だけをさらに自由化すると国内市場が空洞化する虞れがあるとの指摘もあり、ユーロ・国内の両市場がそれぞれ特色を持って相互に競争しながら、双方とも魅力ある市場として発展していくよう、一層の規制緩和を速やかに進める必要がある。

② 円の国際化の観点

国際取引における円の使用及び保有は我が国経済の国際的地位の高まりを反映して今後さらに増加する余地があると見込まれるが、円の国際化のための環境整備を図る観点から、ユーロ円市場及び東

京国際市場に残されている障害を除去し、円の運用・調達の実便性をさらに高める必要がある。

③ 東京市場の国際化の観点

東京市場を非居住者に利用しやすいものとするためには、その取引環境を海外と斉合性のとれたものに整備する必要がある。この観点から、非居住者の東京市場における資金調達の自由化をさらに進めることが望ましい。

なお、取引環境の整備に当たっては透明性を高めることが必要である。

この他、次の点にも配慮することが求められる。即ち、近年の金融新商品の開発は目覚ましく、我が国においても資金調達・運用に係るこれら商品へのニーズは高まっている。投資家保護等に係る環境を整備し、このようなニーズへの的確な対応を行う必要がある。

(2) 居住者による国際金融市場へのアクセス

① 居住者外債の適債基準、商品性の制約

居住者外債の適債基準や商品性については、国内資本市場における諸制約とほぼ同様の制約が持ち込まれている。海外市場における自由な起債のメリットを活用しうよう、国内市場の空洞化等の問題にも配慮しつつ、適債基準について最終的には廃止する方向で検討していくことが適当である。債券の期間制限等の商品性の制約についても可能な限り自由化する方向で具体的に検討していくのが適当である。

また、居住者海外CPについても、国内CP市場との関係に配慮しつつ速やかに解禁を行うことが適当である。

② ユーロ市場と国内市場の分離を図るための規制

ユーロ円債の還流制限の是非については、廃止を含む見直しを検討することが適当である。

海外現法が海外で債券発行することにより得た調達資金の国内持ち込みの制限については、その在り方を検討していくことが適当である。

③ 居住者外債の幹事引受に関する三局指導

本邦企業による引受主幹事等の決定に際し、証券上位を義務づける現行規制については、本邦銀行系現地法人の親銀行からの独立性の問題などについての環境整備を前提に、利用者の利便も考慮しつつ、見直しを検討することが適当である。なお、これらの問題については、今後、金融制度調査会及び証券取引審議会における審議の状況も踏まえつつ検討を行う。

④ 居住者（個人）海外預金の自由化

最近における個人ベースでの国際的交流の実情に鑑み、一定の要件を満たすものについては許可不要とするなどの自由化を行うことが適当である。

(3) 非居住者のユーロ円市場及び東京国際市場へのアクセス

① ユーロ円市場へのアクセス

非居住者によるユーロ円債の発行は外—外取引であり、直ちに債券の期間制限を撤廃するとともに、格付の水準のいかんによらず発行を認めていくこととする。

② 東京国際市場へのアクセス

東京国際市場へのアクセスについては、円の国際化、東京市場の国際化という特別の観点を踏まえ、早急に適債基準を見直すとともに、金融市場への影響にも配慮しつつ、期間制限等の商品性の制約を見直す必要がある。さらに、公募債市場との調和に配慮しつつ、私募債の発行条件等に関するルールを見直すことが適当である。

(4) その他

○ 証券会社等の外国為替関連業務のあり方

金融先物取引所創設等を伴い証券会社等による通貨先物取引等の開始といった動きがみられているところである。証券会社等が固有の業務に付随して行う外国為替関連業務のあり方については、これらの業務の運営体制や取引状況をも見極めつつ、取引の健全な発展や決済機構の安全、為替市場の安定といった諸点にも十分配慮し、今後とも必要に応じ検討していくことが適当である。

(出所)『第14回大蔵省国際金融局年報 平成

2年版】(平成2年11月30日)311-313
ページ

11-71 外国為替等審議会 国際金融取引に
おける諸問題に関する専門部会中間
報告
「我が国資本輸出をめぐる諸問題につ
いて」

1990(平成2)年5月29日

はじめに(審議の背景と問題意識)

1. 近年内外で我が国からの資本輸出(ジャ
パン・マネーと俗称されることもある)が
注目されている。我が国からの長期資本輸
出(期限1年超の対外資産の取得)をみる
と、1986年以降毎年1,300億ドルを超える
流出が続いており、昨年は1,900億ドルを
上回った。また、ストック・ベースでみた
対外純資産は近年着実に増加しており、
1989年末で約3,000億ドルに達している。
もとよりその背景には1984年以降GNP比
で2%を超える規模で継続した経常収支黒
字がある。
2. このような経常収支黒字を背景に、我が
国は、資本輸出大国として内外から注目を
集めている。そのような変化は僅か数年前
に始まったばかりであり、我が国の果たす
べき役割についても未だ十分議論が行われ
ていない。また、我が国の経常収支黒字は、
1986年をピークにGNP比で着実に減少し
てきており、今後の経常収支動向につい
ては見方が大きく分かれている状況である。
3. こうした状況の下で昨年6月に開催され
た当専門部会において、複数の委員から、
過去の資本輸出大国であった英、米などの
歴史を振り返るとともに激動する内外情勢
を踏まえつつ、我が国として1990年代以降
いかなる歴史的役割を果たすべきかを真剣
に議論すべきではないかとの問題提起が行
われたところである。
4. これを受け、当専門部会は昨年10月より
「我が国資本輸出をめぐる諸問題」につい
て審議を開始し、参考人意見聴取及び委員
による討議のための会合を9回開催し、こ
こに中間報告を取りまとめたところである。

外国為替等審議会国際金融取引における諸問
題に関する専門部会委員名簿

部会長

大場 智満(国際金融情報センター理事長)

部会長代理

飯田 経夫(国際日本文化研究センター教
授)

委員

天野 順介(三菱電機専務取締役)

石原 秀夫(日本興業銀行常務取締役)

石原 仁(山一証券副社長)

岩崎 文哉(日本輸出入銀行理事)

梅本 章夫(東京銀行常務取締役)

小穴 雄康(第一勧業銀行取締役)

大山 昊人(NHK解説委員)

小川 安雄(伊藤忠商事副社長)

奥田 碩(トヨタ自動車専務取締役)

神田 秀樹(東京大学助教授)

鬼頭 誠一(三井物産顧問)

木村 浩一(大和証券副社長)

小島 明(日本経済新聞社論説委員)

児玉 晃(農林中央金庫常務理事)

小林 幹司(日本生命常務取締役)

小山敬次郎(日本経済団体連合会常務理事)

須田美矢子(学習院大学教授)

増永 嶺(日本銀行監事)

矢澤富太郎(太田昭和監査法人会長)

山田 商平(三井信託銀行副社長)

依田 直(東京電力副社長)

第1部

世界の資金フローと我が国資本輸出をめぐる
諸問題

第1章 1980年代の世界の資金フロー

1980年代において国際的な資金の流れは大
きな変貌を遂げた。一つは、主要先進国間
で経常収支不均衡が拡大した点であり、こ
れは様々な局面で摩擦を惹き起こすこと
となった。また、不均衡のファイナンス
という形で黒字国から赤字国へ資本輸出
が急増した結果、投資摩擦が新たな問
題としてクローズ・アップされてきてい
る。更に、経常収支不均衡が累積する過
程で、ストック・ベースの対外資産・負債
の格差が拡大(一方で日本・西独のよう
に対外純資産が累増、他方で米国のよう
に対外純負債が増大)することとなった。

もう一つは、先進国から開発途上国（以下「途上国」という）への資金フローが非常に細ってきていることである。

第1節 先進国間の資金フロー

1. 先進国間の経常収支不均衡の拡大

1980年代を迎えた当時、主要先進国は我が国で約110億ドル、西独で約140億ドルの経常赤字、また米国においては約15億ドルとかなり黒字を維持する状況となる等、第2次石油危機の影響から軒並み経常収支ポジションを悪化させていた。その後の主要先進国の経常収支の動向を概観すると、経常赤字が大幅拡大した米国、それとは対照的に経常黒字が拡大した日本及び西独、両者の間にあり黒字あるいは赤字が規模的にそれ程大きくなかった英国及びフランスという3極に分化していることが特徴的である。

米国においては、景気拡大の結果、輸入が大幅拡大し、1982年に経常収支が赤字化した。その後年を追う毎に赤字幅が拡大、1987年には絶対額で1,437億ドル、GNP比で3.2%と巨額なものとなった。近年、赤字幅は縮小してきているものの、1989年で1,059億ドル、GNP比で2.0%と、依然その規模は大きい。

我が国の経常収支は、1980年に第2次石油危機の影響からマイナスを計上した後、米国向けを中心とする輸出増加及び原油価格の下落等による輸入の減少から、増加傾向に転じた。特に、1983年以降、絶対額、GNP比共に規模を拡大、1986年にはGNP比で4.3%を記録し、世界的にも関心を引くに至った。しかしながら、1988、89年は2年連続して黒字縮小を記録しており、1989年は572億ドル、GNP比で2.0%の黒字となっている。

西独においては、1982年に経常収支が黒字化し、1986年以降黒字幅が拡大を続けている。西独経常黒字はGNP比で1988年には4.0%、1989年には4.4%と我が国よりかなり大きくなっている。また絶対額においても1989年で554億ドルと我が国の黒字規模に匹敵する大きさとなっている。

英国においては、80年代前半は経常収支黒字が継続していたが、87年に63億ドルの赤字を計上した後、88年268億ドル、89年342億ドルと赤字幅を拡大している。

フランスにおいては、1980年代を通じて経

常収支は赤字基調となっているが、その規模は絶対額及びGNP比いずれでみても小さく、89年では37億ドル、GNP比で0.3%となっている。

1980年代における対外不均衡の拡大については、一つには米国のマクロ経済政策によるところが大きいと指摘されている。即ち、80年代における米国の拡張的財政政策・引締め金融政策のポリシー・ミックス（いわゆるレーガノミックス）による個人消費を中心とした景気浮揚策は、結果として国内生産以上の国内需要を生み、海外からの製品輸入を大幅に拡大させることとなった。我が国の経常黒字の増大については、この米国経済の拡大に加え、ドル高、原油価格及び一次産品価格の低迷等がその直接的要因と指摘されることが一般的であるが、更に我が国輸出産業の非価格競争力の上昇が大きく寄与しているとの見方もある。

総じて見ると、1980年代の世界経済における不均衡問題は、米国の巨額の経常収支赤字とそれと対照的な動きを示した日本及び西独の経常収支黒字に集約される。さらに言えば、西独が他のEC諸国を主要な貿易相手国としており黒字を生ずる相手がECの域内でかつ一国に集中していなかったのに対して、日本の場合は米国を主要な貿易相手国としており、80年代を通じて米国の貿易赤字の約3割ないし4割強が対日赤字となっていたことから、特に日米間において自動車、半導体等、我が国の主力輸出品目をめぐり貿易摩擦の問題がクローズ・アップされることとなった。

我が国経常収支の中期展望は第2章で取り扱うこととする。

2. 投資摩擦問題の出現

1980年代において対外不均衡が拡大したにもかかわらず、経済的には大きな混乱を招くことなく黒字国から赤字国へと円滑にファイナンスが行われた。これは、主要先進国間の資本移動が基本的に自由化されていたこと、また、赤字ファイナンスを最も必要とした米国が基軸通貨国であり、国際信用力の面で特に問題がなかったことによるところが大きい。さらに、米国の場合、国内金融・資本市場が、流動性・安全性・市場の厚みといった点で最も投資魅力に富んだ国の一つであったことが

ら、赤字ファイナンスのための資金調達を黒字国の資本市場において行わずに、海外からの投資を米国市場に引きつけることにより対応できたということは注目に値する。

このように米国の大幅な経常赤字ファイナンスが米国債等への海外からの投資によって円滑に行われたことにより、米国金利の上昇圧力を緩和することが可能となった。この点で、対米証券投資に対する米国の反応は概ね好意的である。

ただ、第4章第2節で詳述するように、米国がその赤字ファイナンスを対米証券投資に大きく依存する結果、海外投資家の投資行動により市場が影響を受けやすい状況となっている。このような状況を背景として、米国の一部においては「日本の投資家は横並び意識が強く、短期間に一方向的行動を起こすため市場にとって攪乱要因となる」といった懸念も生じている。また、経常赤字ファイナンスを日本一国の投資資金に依存しすぎることは、米国経済運営の先行きについての不安感を一部に生み出す原因ともなっている。

日本から米国への資本輸出は、米国債等への投資という間接投資の形態にとどまらず、直接投資、不動産投資といった実物投資にまで広がりを見せ、1980年代半ば以降の円高を背景としてその規模を急速に拡大している。これらの実物投資が拡大するにつれ、日本の対米投資に対する米国の反応は、当初の概ね好意的なものから、時に警戒的なものも見られるようになってきている。即ち、経常収支不均衡を背景とした我が国から米国への資金フローが、投資摩擦という新しい問題を招来させることとなったと言われている。

また、日本の経常黒字を背景に、本邦銀行の国際信用力も高まってきている。この結果、本邦銀行は低いコストでの資金調達が可能となり、米国市場を中心として市場シェア等の面でそのプレゼンスを高めたといわれているが、米国内の一部には「企業金融のように米国経済の発展の鍵を握る分野で米国銀行の市場シェアが低下し続けることは問題である」として本邦銀行のプレゼンスの増大に警戒的な意見も出てきている。

投資摩擦問題は第4章で扱うこととする。

3. ストック・ベースでの対外資産・負債の累増

我が国においては経常収支黒字の継続に伴い、ストック・ベースの対外資産も急激に増えてきており、1989年末には純資産が約3,000億ドルの規模に達し、今や我が国は世界一の債権国となっている。ちなみに、西独の対外純資産は約2,000億ドル（89年6月末）、OPECは3,000億ドル強（88年末）となっている。累増した対外資産にかかる果実である利子・配当等は投資収益収支の黒字として、経常収支黒字の安定的な拡大要因となっている。

一方、経常収支赤字を続ける米国においては、統計上1981年の1,409億ドルをピークとして純資産が減少、1985年には赤字化した。つまり対外資産・負債残高統計の上では、米国は僅か4年間のうちに世界最大の債権国から債務国へと転落したことになる。それ以降、米国の純負債の額は年々累増の一途をたどっている。純資産の減少・赤字化により、米国の投資収益収支は減少を続け1989年には10億ドルと僅かな黒字を計上するにとどまっている。

このように経常黒字国の対外資産が累増する一方で、経常赤字国の対外純負債が積み上がっていく状況の下では、その投資収益収支に与える影響が大きくなることから、仮に貿易収支の不均衡が解消したとしても、経常収支の不均衡は一定期間かつ相当規模で残ることも考えられる。

(注) 米国の資産・負債の額については、原則として証券投資は評価換えを行うこととしているが、直接投資、対外貸付、海外不動産等については評価換えを行っておらず、従って資産について、現在の時価を正確に反映するものではなく過少評価されていると言われている。米国の直接投資がかなり早い段階になされていることを考慮すれば、過少評価の程度はかなり大きいと考えられる。一方、本来負債に計上されるべき中南米等から米国への資本逃避（キャピタル・フライト）はその実態が把握されていないため負債についてもやはり過少評価されていると言われている。従って、対外純資産が赤字となったことのみを捉え、米国が債権国化したと一概に説明することはできない。

い。即ち、投資収益収支が赤字化しない限り債務国ではないとの見方も成り立つ。

なお、日米二国に限らず、各国の対外資産・負債は1980年代において、国際資金取引及び証券取引の活発化に伴い両建てで大幅に積み上がってきている。こうした対外資産・負債の中には、その時々金利動向、為替見通し等に敏感に反応するものも含まれている。こうしたことから、例えば、米国債を売って欧州の債券を買ったり、実物資産を売って金融資産を買ったりという形でストック・ベースでの調整が行われる場合には、經常収支の動向にかかわらず、資金フローに大きな影響を及ぼす可能性がある。また、それが金融・資本市場及び為替相場にも影響を与える大きな力となることに注意する必要があるとの指摘がある。

第2節 先進国と開発途上国との間の資金フロー

1. 先進国から開発途上国への資金フローの停滞

世界銀行の資料（ワールド・デット・テーブル）で中長期資金の流れ（利払いを含む）をみると、1970年代の先進国から途上国へのネットの資金の流れは10年間で約1,900億ドルであり、そのうち民間資金は約1,200億ドルであった。これに対し、1980年代にはその流れが逆転し、10年間で約700億ドルの途上国から先進国へのネット資金流出となった。80年代の民間資金の流れをみると、途上国からのネットの流出額はさらに大きく、約1,700億ドルとなっている。

世界銀行の同資料で1980年代の中長期資金の流れの推移をみると、82年には途上国への純資金流入が200億ドルであったのに対し、83年にはこれが44億ドルにまで急減し、84年に途上国からの資金流出となって以降、年々流出額が増大し、89年には383億ドルの流出となることが見込まれている。また民間資金は83年に既に純流出に転じ、89年には419億ドルの流出となることが見込まれている。これは、1982年にメキシコの債務支払困難に端を発する債務問題が顕在化して以降、先進国から債務問題をかかえる途上国への資金流入が停滞する一方、それらの途上国の利払い、元本返済等が年々増大してきたためである。

中所得重債務国への中長期資金の流れをみると、1983年で既に全体及び民間資金双方とも逆転しており、88年には全体で265億ドル、民間資金で261億ドルの債務国からの資金流出となっている。最近これらの重債務国では新規資金流入のうち大部分が利払いに充てられ、なかなか元本返済が進まないという事態にたち至っている。

2. 債務問題の発生

1970年代、二度にわたる原油価格の大幅引上げによって発生した巨額の資金（オイル・マネー）は、大部分が米欧のマネー・センターにおいて預金の形態で運用された。こうして突然出現した2,000億ドルを超えるとも言われている巨額のオイル・マネーを原資として、米国銀行を中心とする国際銀行団は主としてシンジケート・ローン方式により、経済開発等のために、途上国に対する貸付けを競って行った。特に意欲的な開発計画を推進したブラジル、メキシコ、アルゼンチン、ベネズエラ等中南米諸国に対しては、積極的に民間銀行の貸付けが行われた。

ところが1979年秋になって米国連邦準備制度理事会が、国内のインフレを抑えるため、通貨供給を厳しく抑制する金融政策に転じた。これによって、ドルの短期金利が二度も20%を超えるという急騰を示し、民間銀行借入れ（大部分が変動金利ベース）の多い債務国は利払い負担が急増した。また、ほとんどの途上国にとっての主要輸出品である一次産品価格が先進国における需要減退等を反映し、低迷した。特に中南米に関しては、二度の石油危機等により成長率が鈍化した米国が近隣諸国からの輸入を急減させた。さらに自国通貨切下げを見越した資本逃避も中南米を中心に発生した。

このような状況の下で、1982年8月、メキシコは資金繰りが困難になり、民間銀行へ元利払いの一時猶予を申し入れた。これを契機に民間銀行は債務国へのニューマネー供与を削減し始め、途上国への民間資金の流れが急減した。

3. 地域別にみた途上国の概況

その結果、これまで大量に借入れを行ってきた途上国では国内の投資計画を削減し、緊縮政策を採らざるをえなくなった。このため

マイナス成長となった国もあり、特に中南米の国々にとって80年代は正に「失われた10年」となったのである。これらの重債務国の中には国内投資・消費を切り詰めつつ貿易黒字を出してきた国もあるが、利払いによる貿易外収支赤字のため経常赤字からは脱しきれなかった。

このように債務返済困難に苦しんでいる重債務国の他、途上国には様々な経済発展段階のものがあり、それぞれによって債務状況も大いに異なっている。まず、新興工業国グループである韓国、台湾等アジアNIEsは、輸出主導の工業化政策等が効を奏し、経常黒字を背景に對外債務を返済するとともに、ASEAN諸国を中心にかなりの資本輸出を行っている。

例えば韓国では債務残高(グロス)は、1985年末の468億ドル(対GNP比56%)をピークとして、89年末には294億ドル(対GNP比19%)へと減少した。他方、経常黒字を背景に對外資産(グロス)は着実に増大しており(89年末残高265億ドル)、89年末の對外純債務は29億ドルにまで縮小してきている。

また、タイ、マレーシア、インドネシア等のASEAN諸国もアジアNIEsに続いて、製造業等の技術移転を伴う直接投資の受入れを積極的に推進することにより途上国平均を大きく上回る経済成長を遂げている[1988年、1989年(1989年は見込み)の国内総生産の成長率は、それぞれ、タイ12%、11%、マレーシア9%、8%、インドネシア6%、7%]。

他方、慢性的な食糧不足と債務問題等によって極度の経済的困窮にある大部分のサハラ以南のアフリカ諸国には、従来より民間資金はほとんど流れていないが、国際機関及び各国政府の努力により、ODAを中心とした公的援助の増大を図っているところであり、年間1割程度のODA増加が見られる(世界のODAに占めるサブ・サハラのシェアは1980年の24%から87年の31%まで大幅に増大している)。

4. 東欧の債務問題

東欧諸国については、70年代、中南米諸国と同様に大量のオイル・マネーが集まった西側先進国の民間銀行によって大規模な貸付けが行われた。それは、東欧諸国において、1970

年代に成長指向型の経済政策が採られ、西側諸国との貿易、金融に依存した経済運営がなされたことと、西側銀行にとっても東欧諸国は政治的に安定しており、中央計画経済システムにより對外債務管理も堅実とみられていたことに加え、ソ連が政治・経済の両面で後ろ盾になっていると考えられていたことから、優良な貸付先と見られたからである。このようにしてポーランド、ハンガリーを中心として対西側債務が増大[ある推計によれば71年に約60億ドルであったものが80年には約660億ドルにまで増大(約10倍)]していった。しかし、第2次石油危機による西側諸国の不況、東西関係の冷却化、エネルギー価格の上昇等によって81年のポーランドの支払危機にみられるように債務問題が顕在化し、国際金融市場における東欧諸国全体の信用が低下し、西側民間銀行からの融資は大幅に減少した。

5. 今後の展望

以上要するに、1980年代の民間資金の流れは、70年代と比較して先進国間で大きくなり、特に巨額の経常赤字を背景に米国が集中的に他の先進国から資金を吸い寄せる形となった。反面、先進国から途上国及び東欧諸国への資金フローは細ってきた。ところが89年後半以降急速に東欧諸国の経済改革、両独経済統合が進もうとしており、これを契機としてこれらの地域の資金需要は、急激に増大することが見込まれる。また、今後の情勢いかんによってはソ連への相当規模の資金流入の可能性もなしとしないとも言われている。こういった状況に対し、途上国へ従来流入していた資金のかんりの量が今後、東欧諸国に回るとはなないか、との懸念も途上国サイドで出されつつある。

さらに、1992年のEC経済統合を控え、EC域内諸国においても従来にない投資資金需要が高まってきている。また、80年代において世界の資金フローの中で、最大の資金の取り手であった米国については、財政赤字削減等の努力もあり、徐々に経常収支赤字が縮小してきているものの、依然としてその赤字幅は大きく、かなりの期間にわたって海外からの資金供給に依存せざるをえないと見られている。

以上のような状況の下では、1990年代は世界的にみて投資資金需要が80年代以上に高ま

るとする見方が有力であり、インフレ及び高金利を避けつつ、いかにこれらの資金ニーズに応えるかが極めて重要な課題となってきた。こういった観点から、特に先進国において、経常赤字国はその赤字幅の縮小に努めるとともに、先進国全体としての貯蓄を高めていくことが肝要と考えられる。

第2章 我が国経常収支の動向と今後の展望

第1節 我が国経常収支の動向

前章第1節でも述べた通り、我が国の経常収支は1980年代に大きく変化した。この変化は、3つの段階に分けてとらえることができる。

まず、1980年代前半には、米国経済の回復、ドル高、一次産品価格の低迷等を背景として我が国の経常黒字は拡大傾向をたどった。

次いで、1985年から87年にかけての時期はブラザ合意以降の大幅なドル高是正を経験したものの、Jカーブ効果等の影響もあり、経常黒字は拡大をつづけた。

その後、88年以降から現在までは、海外現地生産の本格化による輸出代替効果等の顕在化、製品輸入を中心とする輸入の拡大、原油価格の上昇、海外旅行者の急増による旅行収支赤字の大幅拡大等から、2年連続で経常黒字は減少してきている。

第2節 我が国経常収支黒字の評価

1980年以降、我が国の経常収支黒字の拡大、またその一方における米国の経常収支赤字の拡大が顕著となるに伴い、対外不均衡の問題について二国間あるいは世界的なレベルで議論がなされるようになった。最近の日米間の不均衡をめぐる議論にも見られるように、二国間あるいは多国間で大幅な経常収支不均衡が継続することは、赤字国において保護主義の動きを助長する等の問題を惹き起こすことにもなっている。こうした観点から、我が国としてはこれまでも不均衡是正のため、内需拡大、構造調整等の施策を積極的に講じてきており、そうした努力もあって最近では経常黒字は着実に減少してきている。

歴史的・経済的に見れば我が国の経常黒字あるいは米国の赤字それ自体は攪乱要因となるとは言えないとの指摘がある。即ち、

① 19世紀の英国が約100年、20世紀の米

国が約50年にわたって経常黒字を継続したのに対して、我が国の場合はここ10年弱の間で黒字を継続しているに過ぎない。また、GNP比で上昇傾向にあったのは前半の6年間だけであり、最近では絶対額においても縮小してきており、その規模は歴史的に見て巨額なものとは言えない。

② 米国の経常収支赤字についてみると、GNP比では1987年の3.2%から89年の2.0%の水準にまで縮小している。他の経常収支赤字国には、ニュージーランドやノルウェーのようにGNP比で5%を超える赤字を長期間にわたり継続した例も存在する。従って、対外信用不安が生じないかぎりは経常赤字そのものは攪乱要因とは必ずしも言えない。

③ 不均衡が存在していても、黒字国から赤字国へ円滑な資金ファイナンスが確保されている限りは経常収支不均衡の存在自体は特に問題とは言えない。

先に述べたとおり、現在、我が国は米国に対して経常黒字を計上しているが、その一方で証券投資、直接投資等の形で米国に資金供給を行っており、米国の赤字ファイナンスにも貢献している。こうしたことから、我が国は経常収支赤字国のファイナンスの円滑化を通じ世界的な金利の高騰を防ぐとともに、債務国をはじめ途上国への資金還流に積極的役割を果たすことにより、世界経済の安定的発展に貢献しているとの指摘もある。

第3節 我が国経常収支の中期展望

現在、我が国の経常黒字は1988年、89年と2年連続して対前年比で大幅に減少してきている。90年1月には、季節要因はあるものの6億ドルの経常赤字を計上した。このような現状において、今後の経常収支展望については見方が分かれている。多数説として、海外現地生産の本格化等の我が国産業構造の変化や貯蓄率の緩やかな低下により、我が国経常黒字は減少傾向をたどるとしても、我が国の輸出の国際競争力、特にハイテク分野における競争力が維持されること等から、経常黒字自体が直ちになくなることは考えられず、今後もこれまでに比べ低水準ではあるが中期的にある程度の黒字が持続するのではないかと

の見方がある。

他方、我が国の高齢化の進展、労働時間の短縮、消費行動の変化に伴い、貯蓄超過及び経常黒字が今後急速に縮小し、今世紀中にも経常収支が赤字化するという見方もある。それぞれの見方が分かれているのは、我が国経済が現在直面している諸状況のうちどの部分を重視するかによる。従って以下では、これらの諸状況について、それぞれが経常収支に及ぼす中期的影響について分析することとする。

1. 貿易収支の展望

(1) 我が国貿易・産業構造の変化

我が国の貿易収支を左右する我が国側の要因としては、産業構造の変化が指摘される。具体的には製造業の海外現地生産化と国内産業のサービス化、高度化、製品輸入の増加等である。

① 海外現地生産化

現地生産化の動きは1980年代後半に加速化し、部品・中間財等の生産にまでその裾野が広がってきている。海外現地生産は短期的には、現地生産に要する資本財・部品等の我が国から投資先国への輸出を増加させるため、貿易収支黒字の拡大要因として働く。しかし、中期的には現地調達比率の増加により部品等の我が国からの輸出は減少する一方、海外現地生産の本格化に伴い、我が国から投資先国への輸出に現地生産製品が代替すること、現地生産製品の第三国への輸出が我が国から第三国向け輸出に代替すること、更には、アジア諸国や米国等からの現地生産製品が我が国へ逆輸入され、貿易収支黒字の減少要因として働くことが予想されている。例えば、自動車産業の場合には米国市場の現地生産比率（日本車の米国売上げに占める現地生産の割合）は88年の27%から95年には49%にまで上昇することが予想されており、その分我が国からの輸出が減少するといわれている。

② 国内産業構造の変化

1980年代後半以降の円高を背景として海外現地生産が加速する一方で、国内においては輸出指向型の産業構造から、内需指向型へと産業構造が着実に転換して

きているとの指摘がある。サービス産業における設備投資、雇用吸収の活発化もその一つの証左として指摘されている。従来我が国の輸出は、その所得弾力性が極めて高く、世界経済の成長に敏感に反応してきたが、上記の理由から近年は所得弾力性が低下してきており、海外が好況であっても輸出はそれに応じて必ずしも増加しないとされている。

③ 国内産業の高度化

以上の2点は我が国の輸出の増勢を鈍化させる要因として働くが、反対に、我が国の産業が高度化していることから、我が国輸出が今後も堅調に推移するとの見方も多い。

我が国の輸出財は自動車、事務用機械、半導体等電子部品が大宗を占めており、この中でも事務用機械、電子部品等のいわゆるハイテク製品において我が国の国際競争力は圧倒的に強い。我が国においては、ハイテク製品の国際競争力を支えるための研究開発投資、製品開発投資が旺盛であり、今後もこの活発な開発投資は維持されるものと見込まれる。従って、国際競争力の観点からは我が国の輸出は相当規模で継続するとの見方が強い。

また、貿易構造については、輸出先国の生産・経済活動に組み込まれた輸出が存在するため、国内の産業構造変化の貿易収支黒字縮減効果には限界があるとの指摘もある。

④ 製品輸入の増加

一方、輸入面では製品輸入の拡大が見られる。製品輸入比率は、1985年に30%台であったものが、最近では50%を超える水準（1989年で50.3%）へと着実に上昇している。このような製品輸入の拡大の背景としては、円高による輸入品の割安感に加えて、若年層を中心とした輸入品への需要の高まりも指摘されている。また、日本企業による米国生産の自動車の逆輸入も始まっているところであるが、日本市場への輸出を前提とした東アジア地域の日系企業及び地場企業からの輸出は高まるものと予想されており、今後、製品輸入比率がさらに上昇するとともに

輸入総額が増加するとの見方も多い。

(2) 海外要因

以上の国内の構造変化に加え、先行きを見通すことは難しいものの、米国経済、原油価格の動向等の海外要因も我が国の貿易収支に大きな影響を与える。

我が国の輸出は対米依存度が高く、現在の我が国の経常収支黒字は1980年代における米国の景気拡大の継続によるところが大きいといわれている。現在、米国経済は90カ月連続の息の長い景気拡大局面にあるが、今後、財政赤字の削減などにより景気のスローダウンが生じた場合、米国の輸入需要の低下を通じ、我が国貿易収支黒字の減少をもたらすことが考えられる。

原油価格の動向も我が国の経常収支を決定する大きな要素である。1980年代前半における我が国の経常収支黒字の拡大に原油価格の下落が寄与していたことを考えれば、逆に、仮に原油価格の上昇が起これば経常収支黒字が大幅に縮減されることとなろう。我が国の原粗油等の輸入額は1989年で合計215億ドルと総輸入額の約1割を占めており、原油価格の上昇の貿易収支に与える影響は大である。大変大雑把ではあるが、一つの試算によれば、原油価格が1バレル当たり1ドル上昇する度に、我が国の輸入(石油製品輸入の増も含む)は約22億ドル増えるといわれている。

以上を要するに、原油価格のように大きな影響を与えうる不確定要因を別にすれば、最近の我が国経済の構造変化により徐々に貿易黒字は減少していくとの見方が多数を占めているが、輸出競争力の強さ、貿易相手国経済に組み込まれた輸出等を考慮すれば、一定期間ある程度の貿易黒字は維持されるのではないかとの見方が有力である。

2. 貿易外収支の展望

最近の経常収支黒字の減少については、旅行収支の大幅赤字による貿易外収支赤字の拡大の影響も指摘される。今後の経常収支動向を展望するに当たっては、この旅行収支を含め貿易外収支の動向をどのように見るのが重要となる。

1980年代後半以降の円高等を背景として、我が国の海外旅行者数は急速に拡大し、1989

年には1,000万人近くとなり、一人当たり支出額も1989年には32万円と高額になっている。その結果、旅行収支赤字幅は大幅に拡大した。旅行収支については、例えば英国が2人に1人海外旅行をするのに比して、我が国はまだその比率が12人に1人に過ぎず、今後も引き続き海外旅行者の増加が見込まれることから、さらに赤字幅が拡大するとの見方がある。他方、空港の発着処理能力の限界、航空機の大規模化の完了、日本の国際化を背景とした入国者の増加等から赤字拡大の増勢は鈍化するとの見方もある。

運輸収支については、円高により輸入数量が拡大するとともに輸送単価の高い製品類の輸入が増大していること、我が国の海運会社が円高等によりパナマ等の子会社に船籍を移したこと、我が国の海運会社が台湾等の海運会社に対して競争力を失っていること等から貨物運賃収支が悪化している。また、海外旅行ブームにより旅行運賃の支払いも増加している。運輸収支は、今後も輸入数量の拡大、本邦船の積取比率の低下、世界的な貿易量の拡大等による用船料の支払増から赤字が拡大するとの見方が多い。

投資収益収支は、経常収支黒字による純資産の積み上がりにより80年代において黒字が急速に拡大してきている。ある試算によれば、我が国対外純資産についての最近の投資収益率は約7%であり、仮に今後経常黒字による対外純資産の増加がないと仮定しても、現在の約3,000億ドル程度の純資産から毎年200億ドル強の投資収益の黒字が見込まれる。投資収益収支については、経常収支黒字を背景として対外純資産が積み上がることで、直接投資の本格化に伴い収益率自体も上昇すること等から今後も増加が見込まれる。しかし、これが19世紀の英国の事例に見られたように、経常収支黒字の増加→対外資産の積み上がり→投資収益収支黒字の増加→経常収支黒字の増加という経常収支黒字の自己増殖の過程に今後入っていくとする見方はほとんどない。

以上を要するに、貿易外収支については、投資収益の増加が見込まれるものの、旅行収支、運輸収支は今後も赤字を継続すると見込まれ、全体として見れば経常黒字を大きく押し上げる方向には働かないとの見方が有力で

ある。

3. 貯蓄・投資の展望と経常収支

我が国の貯蓄・投資動向の現状をみると、民間部門は投資の増大、貯蓄率の緩やかな低下により貯蓄超過が減少しており、政府部門は投資超過から貯蓄超過に転じている。ただ政府部門については、社会保障基金の大幅な貯蓄超過が含まれており、これを除いた政府部門の貯蓄・投資バランスは我が国経済規模に比し、わずかなもの（GNP比1%程度の投資超過）にとどまっている。したがって、今後の我が国貯蓄・投資動向を考える際には、民間部門の貯蓄・投資動向が重要である。

民間部門の貯蓄超過は、今後も減少が続けるとの見方と、中長期的には大きくは減少しないとの見方に分かれている。

前者の見方は、消費性向の高い若年層の増加による消費需要の高まり、及び急速な社会の高齢化の進展等を重視する。高齢化の貯蓄に与える影響は以下の通りである。我が国社会の高齢化は今後急速に進展するものと考えられ、65歳以上人口の総人口にしめる割合は1985年の10.3%から2020年には23.6%にまで上昇するものと予想されている。このような高齢化の進展は、一方でいわゆる団塊の世代が貯蓄取崩しの年齢層に突入することによる貯蓄の減少、他方で貯蓄世代である若年層がこれを埋め合わせる程大きくないことから社会全体の民間貯蓄を減少させることになると考えられる。

これに対して後者の見方は、現在の民間消費の好調は株式、土地といった資産の著しい価格上昇という言わば特殊要因によって支えられている面があり、必ずしも長期的に持続するとは考えられないこと、また高齢化についても、それに備え私的貯蓄を増加させる人々もいるため、貯蓄率の低下はさほど起こらないと考えられること等から貯蓄率の下げ止まりを指摘する。

さらに、人口の高齢化により民間投資も低下するとの見方もある。即ち、人口の高齢化は労働力人口を減少させるため、一定の資本／労働比率が維持されるとすれば、労働力人口の減少に伴い年々の投資も低下することとなるとの指摘である。

以上を総合すると、民間投資の動き如何で

短期的に貯蓄超過が解消される可能性もあるが、趨勢としては高齢化の進展に伴って緩やかに貯蓄超過が減少していくのではないかとの見方が有力である。

4. 総括

現地生産の本格化、我が国の産業構造の変化、社会の高齢化の進展等により、我が国の経常収支はGNP比でみてなだらかに減少していくとの見方が多数であるが、他方、急速に黒字が減少し比較的短期間の内に赤字化するとの見方もある。

黒字縮小のテンポをめぐっては見方が分かれているが、黒字縮小の方向にあることについては大方意見が一致している。従って、我が国の場合には19世紀の英国のように約1世紀近くも経常黒字を持続して世界に資本輸出を続けるという可能性は小さいとの見方が多い。

5. 今後の我が国経常収支のあるべき姿

東欧情勢等、世界経済の急激な変化により新たな資金需要が高まっている中で、我が国の経常収支黒字が大幅に低下してきていることを背景に、今後の我が国経常収支のあるべき姿についての議論が、最近、国の内外において次第に活発化しつつある。従来、世界的な保護貿易主義の高まりを防止するため経常収支不均衡是正に向けて赤字国、黒字国双方の努力が必要とされ、我が国としてもこのための政策努力を行ってきたが、現在、世界的に増大している投資資金需要に対し我が国として応分の貢献をしていくためには、ある程度の経常黒字は必要であるとする意見も国際機関等から出されている。

第3章 我が国資本輸出の現状

第1節 我が国資本輸出の歴史的概観

資本輸出は国際収支統計上は通常、長期資本収支の赤字としてとらえることができる。本節では、我が国の長期資本収支の動向を跡づけることにより資本輸出の動きを概観することとする。

資本輸出は基本的には、財・サービスの経常取引で稼得した資金を輸出するか、海外から借入れた資金を輸出するか、のどちらかにより可能となる。財・サービスの経常取引による資金の獲得は経常収支の黒字、海外から

の借入れは主に短期資本収支の黒字又は金融勘定の赤字として現れる。通常の場合、経常黒字と長期資本収支の赤字は平衡した動きを示す場合が多い。

我が国の経常収支は、「60年代末から第1次石油危機直前の1972年まで」、「第1次石油危機を克服した1976年から第2次石油危機直前に至るまで」の間黒字を継続しており、それぞれの時期において長期資本収支の赤字は拡大している。

60年代末から72年まで及び76年から78年までの期間においては、長期資本収支の赤字幅は経常収支の黒字幅の範囲内に収まっており、差額は金融勘定、特に外貨準備の積み増しによって吸収される姿となっている。これは、60年代末から70年代にかけての時期においては、為替管理が比較的厳しかったため民間部門の資本移動が小さく、大幅な経常黒字は外貨準備の積み増しによって吸収された。これに対して、80年代における資本輸出の拡大局面においては、長期資本収支の赤字幅は経常収支黒字幅を上回っており、この差額は主に外国為替公認銀行による短期資金調達によってファイナンスされている点が特徴的である。この背景としては、80年の外国為替及び外国貿易管理法改正による資本取引の原則自由化、本邦金融機関の積極的な国際業務展開等が指摘されている。

70年代と80年代を比較した場合、金融勘定の意味付けが変化してきている。即ち、為替管理が厳しく行われていた70年代においては、金融勘定における資金の動きは、経常取引及び自律的な資本取引に付随するものとしてとらえられており、いわば調整項目という位置づけがなされていた。このような状況を背景として、金融勘定は国際収支統計上もフロー・ザ・ラインとして計上されている。しかし、資本取引が自由化されている80年代においては、金融勘定といえども、例えば外国為替公認銀行が一定の金利観に基づき積極的に資金取引を行うケースも多く、かなり自律的な動きを示すようになってきていることに注意する必要がある。

第2節 80年代における我が国資本輸出の拡大

80年代において我が国の資本輸出は大幅に拡大した。以下では、フロー面での我が国資本輸出の増大及びストック面での対外純資産の拡大について概観する。

1. 我が国資本輸出の拡大

長期資本収支の本邦資本でみると、我が国資本輸出は80年108億ドル、85年818億ドル、89年1,921億ドルの流出超となっており、僅か10年足らずの間にはほぼ20倍の規模に拡大している。また国外からの資本流入も含めた長期資本収支尻でみても、80年には23億ドルの流入超過であったものが、86年には1,300億ドルの流出超過となりその後も高水準で推移している（88年も1,309億ドルの流出超。ただし、89年は892億ドルの流出超）。

（注）89年については、本邦資本では対外証券投資が活発に行われたため長期資本の流出の増加要因となったが、一方、外国資本では対日債券投資が取得超に転じたことに加え、本邦企業のワラント債を中心とした外債発行が活発化したこと及び中長期ユーロ円取入れが拡大したことから、外国資本の流入が拡大したこともあって、長期資本収支尻でみた流出超過幅は892億ドルと大幅に縮小した。

このような長期資本輸出の急増は、基本的には経常収支黒字を背景としたものであるが、特に、近年における急拡大については、国内の地価上昇、株高を背景とした含み資産を担保に金融機関・企業・個人が資金を調達し、これを利回りのよい海外の不動産・金融資産等への投資に充てているためであるとの指摘もなされている。

2. 我が国の対外資産・負債の動向

一方、我が国の対外資産・負債残高をみると、純資産規模は89年末で2,932億ドルと世界最大の規模となっている。85年末から89年末にかけての年率の増加率をみると、純資産は23%増、資産は42%増、負債は48%増となっている。我が国と同様に資本輸出国である西独についてみると、85年末から88年末にかけてそれぞれ59%増、26%増、18%増となっており、我が国の場合には資産、負債が両建てで大幅に増加していることが特徴的で

ある。

我が国の対外資産・負債が両建てで増大した背景としては、前章で見た通り80年代以降に経常収支黒字が大幅拡大したこと、円高・貿易摩擦等を契機とした企業の海外進出が加速化したこと、企業の海外進出に伴い本邦銀行の国際業務展開が活発化したこと、我が国金融機関が資金取引や証券取引に積極的に取り組んだこと、機関投資家に対する外債保有枠の緩和等、資本輸出にかかる規制が緩和されたこと、及び1986年12月本邦オフショア市場が創設され、その市場を通じた国際的な金融取引が活発化したこと等が指摘されている。

第3節 我が国資本輸出の構造

1. 我が国資本輸出の構造

我が国の資本輸出が本格化した1980年代における資本輸出の特徴としては、いわゆる短期調達・長期運用の構造が指摘されている。即ち、経常収支黒字を大幅に上回る長期資本収支の赤字（長期資本の流出）が継続し、経常収支黒字を上回る分（基礎収支の赤字）は主に外国為替公認銀行の金融勘定の赤字（短期資本の流入）によってファイナンスされるという構造である。

例えば、1985～89年の平均でみると、経常収支は約700億ドルの黒字で、長期資本収支は約1,100億ドルの赤字となっており、差額約400億ドルのうち大半は外国為替公認銀行によって短期で調達されている。一方、対外資産負債残高でみても1989年末時点では、長期純資産が5,717億ドルと、対外純資産合計2,932億ドルを大きく上回っている。この差額は短期の純債務によってファイナンスされており、ストック・ベースでも短期調達・長期運用の構造が現れている。

2. 西独資本輸出の構造

我が国と同じく経常黒字・資本輸出国である西独についてみると、フロー・ベースでは経常収支は1985～89年の平均で約800億マルクの黒字、長期資本収支が約200億マルクの赤字となっている一方、短期資本収支が約600億マルクの赤字と短期資本の流出が相当規模に達している。ストック・ベースで1988年末の対外資産負債をみると、長期、短期共にそれぞれ1,164億マルク、2,506億マルクの資産超過となっており、短期純資産のウェ

イトが高いことが特徴的である。つまり西独は長期・短期共に資本輸出する形となっている。

このような西独の資本輸出構造の背景としては、次のような点が指摘されている。

- ① 1974年のヘルシュタット事件を契機に、西独銀行監督当局による中長期運用調達規制等が強化され、西独銀行は中長期の資本輸出を海外からの短期資金調達で行うことが事実上できないこと。
- ② 西独は他のEC諸国に対して輸出超過となっているため、貿易相手国はその輸入ファイナンスのために西独から短期のマルクを調達する必要があること（通常、貿易はマルク建）。
- ③ 海外の投資家がユーロ・マルク市場あるいは西独国内マルク市場でDM債投資を行うためのマルク資金を短期で西独の銀行から調達すること。

3. 我が国資本輸出の長期資産超過・短期負債超過構造

外国為替公認銀行の対外資産負債は1989年末において、長期で2,682億ドルの資産超過、短期で2,935億ドルの負債超過となっている。一方、国全体の対外資産負債は、同年末において長期で5,717億ドルの資産超過、短期で2,785億ドルの負債超過となっている。両者を比較すると、国全体としての短期調達はほとんど外国為替公認銀行によってなされている一方で、長期運用については、例えば円投型の証券・不動産投資を行う機関投資家や直接投資を行う事業会社といった、外国為替公認銀行以外の主体のウェイトが高いと指摘されている。そして、外国為替公認銀行以外の投資家が外貨建の長期運用を行う場合、それらの投資家が海外から直接資金調達を行わない限り、その資金は外国為替公認銀行から調達することになるが、反面、外国為替公認銀行としては自己のポジションをバランスするために最終的にはそのための資金を海外から主として短期で調達していると言われている。

短期調達・長期運用の問題には二つの側面がある。一つは外国為替公認銀行の短期調達・長期運用の問題であり、もう一つは国全体としての短期調達・長期運用の問題である。

外国為替公認銀行についてみると、短期調達・長期運用はイールド・カーブが右上がり

である限り、長短金利差による利益追求という最も基本的な銀行行動である。また、それと同時に、我が国の外国為替公認銀行が行っているマチュリティ・トランスフォーメーションの機能は長期資金を必要とする国への資金供給を円滑に行う上で重要な役割を果たしているとの評価もなされている。従って、これに伴う市場リスクの管理が適切に行われる限り、当面大きな問題を惹き起こすことはないとの指摘がある。こうした観点から外国為替公認銀行の長期運用に計上されているものを見ると、長期資産超過の相当部分は証券投資であり、ディーリング目的の短期保有が多い。証券投資の大宗は米国債といった極めて流動性の高いものによって占められており、長短ミスマッチによる流動性リスクは少ないとの指摘がある。一方、金利変動リスクについても、米国債に次いで多く保有されるといわれる変動利付債については、そのままリスク・ヘッジがなされている点が指摘されている。また固定利付債についても最近はスワップ、オプション等のオフ・バランスのリスク・ヘッジ手法を多用することにより、金利変動リスクの軽減が図られている。

他方で、外国為替公認銀行の短期調達・長期運用の構造自体は否定できない事実であり、そこから生ずる外貨の流動性リスク等に関しては今後とも引き続き注意する必要があるとの指摘があった。特に、これを国全体の対外資産・負債残高でみた場合、外貨の流動性リスクの問題には注意する必要があるとの見方がある。即ち、先にも触れた通り、国全体の長期資産運用の担い手は外国為替公認銀行以外の機関投資家や事業法人のウェイトが高く、これらの投資家の長期資産は対外直接投資、不動産投資といった、必ずしも流動性の高くないものも含まれていることに注意する必要がある。

1974年のヘルシュタット銀行倒産後に一時的ではあるがユーロ市場取引が大幅に縮小した際、我が国の一部金融機関がユーロ調達に支障をきたし、大幅な割増金利（いわゆるジャパン・レート）での調達を余儀なくされたことは未だに記憶に新しいところである。将来仮に、海外の金融市場で混乱や危機が発生した場合であっても、短期の外貨建債務を

負っている外国為替公認銀行が借換（ロール・オーバー）困難といった事態に直面しないよう、適切な資産・負債管理が必要と考えられる。そのためには、外国為替公認銀行自身の資産・負債管理（ALM）とともに、国全体としての資産・負債の動向について注意を払う必要があり、この観点から国全体をみた場合に、流動性の低い長期資産の保有が増加しつつあるという点に留意する必要があるとの指摘があった。即ち、我が国の長期資産の構成をみると、1989年末で証券投資52%、借款19%、直接投資15%となっている。このうち大半を占める証券投資は米国債を中心としたものであり、流動性が高いものが多いと言われているが、近年、証券投資も多様化してきており、中には仕組み債、私募債のように流動性の低いものも出てきており、また地域的にも途上国向けが増えつつあることから、証券投資といえども流動性の有無については、今後注意して見守る必要があるとの指摘があった。

また、民間借款についても途上国向けの長期固定金利のものも多く、カントリー・リスクを負っていることを念頭に置く必要がある。さらに、直接投資は最も流動性の低いものであることに留意すべきである。

4. 今後の展望

經常収支黒字の範囲を上回って資本輸出を行うことは、我が国が国全体として国際的金融仲介機能を果たしていることにほかならない。我が国が今後もこのような国際的金融仲介機能を継続することが可能かどうかについては見方が分かれている。一つの見方は、海外からの短期資金の借入が大量かつ継続的に行われる場合には、金利の上昇をもたらすこともあり得、その借入に自ずからコスト面の歯止めがかかる可能性を指摘する。また、現在のように、經常収支黒字が急速に縮小してきている状況の下では、我が国経済のファンダメンタルズに対する信認及び我が国の金融機関の国際的な信用力が低下し、資金調達コストが上昇する可能性も指摘される。

他方の見方として、仮に今後、經常黒字の縮小が続くとしても、我が国の対外純資産の規模等からして我が国経済の対外信用力は急速には低下しないので、短期資金の調達によ

り経常黒字を上回る資本輸出を継続することは可能であるとの指摘もある。その場合であっても、今後仮に、経常黒字が縮小していくような場合には、資本輸出のうち対外借入に依存する部分が大きくなっていくことから、国全体としてのリスク管理が今後ますます重要となってくるとの指摘もなされている。

第4章 我が国先進国向け資本輸出の現状と諸問題

第1節 我が国対外貸付をめぐる現状と諸問題

1. 概説

(1) 対外貸付と資本輸出

一般に金融機関の対外貸付という場合には、本邦店からの非居住者向けの貸付に加えて、海外支店からの非居住者向け貸付を含めて考えている。このように両者を含めて考えるのは、本邦店貸付と海外支店貸付とは貸付契約締結（ブッキング）上、区別されているものの、法人格は同一であり、また貸付及びそのための資金調達も金融機関本体の信用力に依存しており、リスク管理上もこれを一体として見るのが適当と判断されるためである。なお、本邦店からの中長期対外貸付は国際収支上の長期資本の流出にカウントされている。一方、海外支店からの貸付は、基本的に海外の市場資金の調達をベースに海外で貸付けているものであり、いわゆる「外—外」取引にあたる。

1989年末の我が国金融機関の対外貸付残高（中長期）は3,369億ドルにのぼっているが、このうち本邦店からの貸付は、約4割を占めており、その大半は円建貸付となっている。国内の円資金を海外へ貸付ける訳であり、典型的な資本輸出に当たるが、貸付先は、国際機関、アジア諸国向けのウェイトが相対的に高いという特色がある。

本邦店からの外貨建対外貸付は約250億ドル程度にとどまり、本邦店からの貸付の20%を占めるにすぎない。このうち、本邦オフショア勘定からの貸付が40億ドル程度を占めており、この部分は海外からの調達資金をオフショア市場を通じ再輸出しているものである。オフショア勘定以外からの外貨建対外貸付のための調達については、

国内の外貨預金及びドル・コール市場を通ずるものや、本支店勘定を通ずる海外からの調達など様々なルートが考えられるが、いずれにせよ、国内に本源的な外貨資金は存在しておらず、突きつめれば、本邦店からの外貨建対外貸付は全て海外からの資金の再輸出とみることでもできる。

一方、海外支店からの貸付は本邦銀行の海外での業務の活性化を反映して本邦店からの対外貸付を上回っている。その大宗が外貨建となっていることは、海外での市場資金の調達を基本的な原資とする以上、当然のことである。先に記したように、海外店の貸付は「外—外」取引であり、国際収支上の資本輸出にはあたらないが、海外ではジャパン・マネーの一種とみられていることも事実である。従って、我が国の金融機関による非居住者向けの貸付けという観点から海外店の貸付も含めた対外貸付全般を概観することとする。

(2) 対外貸付の動向

我が国民間金融機関の対外貸付残高は外貨建、円建ともに毎年増加している。このうち中長期貸付の残高をみると、1989年末3,369億ドルは1982年末671億ドルに比べ5倍程度の増加であり、80年代を通じて我が国金融機関の活動の活性化が伺われる。この間外貨建の伸び4倍程度に対して、円建は4.5倍（ドル換算では8倍程度）の伸びとなっている。円建貸付の相対的に高い伸びを支えたのは、80年代前半にあつては、主要外国為替公認銀行であつたが、80年代後半においては、生損保により活発な円建対外貸付が続けられたことが大きい。

2. 本邦銀行の海外進出の推移と現状

(1) 国際業務の変化

本邦銀行の海外での活動をふりかえると、1960年代は日系企業を対象とする貿易金融が中心であつたが、70年代はソブリン・ローンの時代であつたといふことができる。特に73年の第一次石油危機以降、オイル・マネーの還流を仲介し、途上国へ貸付ける業務が活発となつたが、これをロンドン、ニューヨーク等で本邦銀行も積極的に担つた。また、この間ユーロ市場の拡大に伴い、為替・資金のディーリング業務も活発化し

た。途上国向けの融資が82年のメキシコの債務返済困難を境に縮小すると、本邦銀行の与信先は、先進国の企業や地方公共団体へと重点が移された。

1980年代の本邦銀行の活動は海外拠点における民間企業向けを中心とする貸出、保証といった伝統的な与信に加えて、様々のタイプの活動へと多様化している。特に80年代後半においては、米国等先進国における企業の買収・合併に係る融資（LBO等）や不動産開発融資、プロジェクト・ファイナンス、航空機ファイナンス等の新しいタイプの与信が主力となった。これらの融資は一般的に高いリスクを有する代わりに利幅の大きな案件となっている。

また、ディーリング業務の一層の拡大に加え、スワップ、オプション等様々の金融技術を駆使したオフバランス取引が活発化しており、これらに対応するためにいくつかの本邦銀行は、専門会社を設立し、現地の人材等の陣容を整え取り組んでいる。

(2) 海外進出の推移と現状

本邦銀行の支店、現地法人、駐在員事務所を通じた海外進出は1952年に再開されたが、日本経済の国際化、本邦企業の海外進出に伴い、70年代以降急速な増加をみせた。これを本邦銀行全体の支店進出についてみると、70年以前の出店数が52店であったのに対し、70～79年に73店、80～89年には150店と急増している。特に、ここ3年程度は毎年20店以上の進出が行われているが、これは、大手銀行の引続き意欲的な出店に加え、地方企業の海外進出を背景に地方銀行、第二地方銀行にまで海外支店（特に、ニューヨーク、香港）を開設する動きが広がっていることを反映している。この結果、89年末には本邦銀行全体として海外支店は総計275店に達しており、世界的な規模で店舗網が整備されたといえる。出店数の多いのは、日系企業の進出も多く、金融市場の世界的な中心であるニューヨークの他、北米ではロスアンゼルス、シカゴである。ユーロ市場の中核であるロンドン、アジアの先進的金融市場を抱える香港、シンガポールもそれぞれ20店以上の出店がある。

また、本邦銀行全体の現地法人の設立をみると、1970年以前には6法人にとどまったのに対し、70～79年に61法人、80～89年に205法人と支店進出以上の急増ぶりとなっている。これは、近年の本邦銀行の国際業務の範囲が、いわゆる銀行業務にとどまらず、顧客のニーズに応じて証券、信託、リース等へと多様化したことを反映しているためである。

1989年末で総計269の現地法人が設立されている。このうち、銀行業務を営みうるものは150以上にのぼるが、主たる業務をそれ以外におくケースも多い。総計269の現地法人の設立されている地域をみると、支店と同様、ニューヨーク、ロンドン、シンガポール、香港が目立つが、起債市場として重要なチューリヒ、フランクフルトや支店形態の進出の困難なカナダ、オーストラリアでの設立も多い。

現地法人の業務をみると、証券業務を主たる業務とするロンドンや欧州大陸の現地法人、米国における公共債取扱いを目的とする証券現法、顧客の資産運用の高度化に応じるための信託現法や投資顧問業、さらに米国、欧州におけるリース会社、ファクタリング会社等の設立が目立っている。このほか、在米支店・現法の資金調達や問題債権の管理を目的とするタックス・ヘイブンでの現地法人の設立（これらの多くは実体を伴わない、いわゆるバーバー・カンパニーであり、業務はニューヨーク等で行われている）や支店形態での進出が困難な諸国における現法設立がある。この場合、100%出資の法人で進出するケースに加え、途上国に対しては、少数株主出資ながら現地資本との合弁の形で進出するケースがみられる（なおインドネシア、マレーシア、タイ等にその事例があるが、50%未満の出資の場合は統計上は上記の現法数にはカウントされていない）。また、金融技術の革新に応じて、ニューヨーク、ロンドンにおけるスワップ業務のための専門会社やシカゴ、シンガポールにおける金融先物取引専門会社の設立の例も近年みられるようになっている。

最近話題を呼んだのは、米国を中心とす

る先進国における買収による現地法人の取得である。1980年代半ば以降いくつかの都市銀行による米国カリフォルニア州におけるリテール・バンクの買収や、ニューヨークの米国財務省証券を扱うプライマリー・ディーラーの買収が目立ったのに加え、リース会社やファクタリング会社の買収により中堅企業向け与信に進出するなど、業務の現地化を一層推進する例が目立っている。

3. 現地における国際銀行業務の現状と問題点

本邦銀行の海外拠点を通じた積極的な活動は、様々な面で本邦銀行のプレゼンスを高めており、近年内外の注目を集めている。BISの統計により国籍別に銀行の国際部門資産残高を見ると、84年から88年の国際部門の資産増加額の半分以上を本邦銀行が担い、この間シェアは20%強から40%弱まで急成長を遂げている（本邦銀行の国際部門資産残高は84年末、5,179億ドル、88年末1兆7,560億ドル。但し、国際部門資産残高には外貨建インパクト・ローン等の居住者向外貨建資産約2,200億ドルも含まれている）。

また、個別の銀行についても総資産ベースの比較では、世界の中の上位25行中16行を本邦銀行が占め、しかも1～7位を独占している（1988年Banker誌）。株式時価総額でも、大手米国銀行が一行あたり、100億ドル程度であるのに対し、大手本邦銀行は400～600億ドルに達している。

さらに、本邦銀行は絶対的な規模、財務体質の良好さを背景に進出先でのプレゼンスを拡大させている。特に支店ベースでみて4分の3の資産の集中する米国、英国（現地法人ベースでみると、米国のみでほぼ2分の1となっている）においてこの傾向は顕著であり、米国においては1989年末で在米国の銀行の総資産の12%、商工業貸付の16%を占めている。また、英国においては銀行の総資産ベースで24%に達している。これらの数値は、我が国における米国の銀行、英国の銀行の資産がそれぞれ0.6%、0.4%にとどまることとの対比で、海外において問題視される場合があることも事実である。

以上のような本邦銀行の海外における業務拡大の背景として、次のような点を指摘できる。

- ① 1980年代を通じて日本経済の良好なパフォーマンスが続き、本邦銀行が基本とする国内営業活動が良好な状態を維持し体力を蓄えたこと。
- ② 1985年以降の円レートの上昇は、円建資産のドル換算額を名目上拡大させた。また、逆に、外貨建資産を円換算ベースでみると縮小したこととなり、国内資産や自己資本等との比較で外貨建資産を拡大させやすい環境となったこと。
- ③ 本邦企業の財務体質の改善は、企業の資産運用・調達をグローバル化し、本邦銀行としては、こうしたニーズに応じる必要に迫られたこと。また、円レートの上昇するなかで製造業を中心に本邦企業の海外進出が急増したこと。
- ④ 以上に加えて、本邦銀行自体が国際業務へ積極的に取り組んだこと。特に、本邦銀行各行がその規模及び財務体質に対する高い評価をベースに海外の現地市場で有利かつ大量に資金調達を行い、これを日系のみならず、現地企業向け貸付へ積極的に振り向け、業容を拡大したこと。

ここ2～3年の本邦銀行の活動を見ると、先に述べたように米国においては地方公共団体向けの保証業務やLBO等の貸付、不動産関連貸付を増大させるなど、現地の企業・団体向け業務を拡大させているほか、現地法人を通じてリテール・バンキングの分野や中堅企業貸付へも注力するようになっており、一段と業務の現地化が進んでいる。また、欧州においても、EC統合後の欧州金融市場の一体化に向けて、西独を中心に現法設立が相次いでいる。

また、本邦銀行は、金融市場の世界的一体化の進展の中で、日系企業向けのサービスから一歩進んだ段階へ踏み出し、M&A関連、様々なプロジェクト・ファイナンス及び発展するオフバランス取引の分野等の広範かつ最先端の金融サービスの分野において米国の銀行、欧州の銀行と肩を並べ主要な担い手となることを目指して積極的業務展開を行っている。

これに対して、本邦銀行は量的な側面に見られるほど質的には目立った存在となっていないとの評価もある。即ち、本邦銀行の収益

性（総資産利益率＝ROA）が低いことやオフバランス取引等の最先端分野における新商品の開発力、運用技術等の面で米国の銀行が依然上回っていることがあげられる。また、LBO等の大口資金の出し手として招かれるケースを除けば、本邦銀行が海外において現地の大企業に主たる取引先として入り込むことは一般的に困難であり、外国銀行としての限界的な参入者にとどまっている。さらに、日本企業絡みの海外企業との買収・合併の仲介業務も米国系の投資銀行のリードによるケースが圧倒的に多いことなどを考慮すれば、本邦銀行のプレゼンスは量的指標で示される程ではないとみることもできる。

こうした観点から本邦銀行の英、米両国の支店活動の性格を分析すると、英国支店は資産の中で非居住者、特に自行の他店への債権の占める割合が高く、英国現地企業との取引はさほど大きくない。即ち、本邦銀行英国支店は英国居住者以外と非ポンド建取引を行い、ユーロ市場から大量の資金を調達し、本邦銀行の他の内外拠点のため資金を供給する役割を主として担っているといえる（本邦銀行英国支店の非居住者向資産残高は88年末500億ドル）。一方、米国支店は、米国居住者向けの与信の割合が高いものの、借入人の親会社の国籍を考慮に入れて分析すると、本邦銀行米国支店の債権のうち3分の2が本邦向け及び現地の日系企業向けとなり、日本関係の顧客のウェイトが高いことがわかる。調達面では、米国支店は地元金融市場において資金の取り手であるばかりでなく、英国はじめ、他店からも資金を取りいれている。

要するに、英、米における本邦銀行の資産や貸出のシェアの数字は現在までのところ、そのままで両国における現地企業向け貸付等の分野でのプレゼンスを必ずしも示すものとはいえないことがわかる。しかしながら、本邦銀行のプレゼンスの拡大に対しては米国を中心に警戒感を表明する向きがあることも事実である。例えば、米議会の上院においては、90年1月に外国政府に米国金融機関に対する「実質的」な内国民待遇を求め、かつ報復主義的色彩のある法案が提出され、同年5月には上院銀行委員会において可決されている。また、下院においては金融制度の問題とも絡

んで、下院銀行委員会の下に「金融機関の国際競争力に関する部会」が設置されるなど、我が国をも念頭において米国金融機関の競争力を問題にする議論が行われている。更に、米国の識者の中には、外国、特に一国の金融機関のプレゼンスの大きさが米国の金融システムの安定性に悪影響を及ぼす可能性を懸念する向きもある。

このような米国における批判については、資産等の規模やシェアよりも収益性等質的側面が競争力比較においては重要との意見もあるものの、同時に、従来の本邦銀行の量的経営指標重視の傾向、横並び意識に基づく競争等に対して改めて反省を迫ったものといえることができる。

1988年における国際的統一基準に基づく自己資本比率規制の導入は、本邦銀行に対しても、これまでのややもすれば資産拡大を重視する路線から、収益性、経営の質的側面を重視した業務展開への転換を促したものである。この自己資本比率規制の導入は、本邦銀行にとっては中長期的に質量のバランスのとれた経営へ重点を移していくための大きな梃子の役割を果たすものと見られている。また、経営の質的側面の一層の重視は、海外からの批判に応えるためにも必要なことと考えられる。

4. 本邦銀行の国際銀行業務の将来展望

金融の国際化、市場の世界的一体化の中では各国の金融機関が相互に自由に海外の市場を利用しあうことは必然的な流れであり、また、これによって、世界的な資金フローの円滑化が図られ、相互の金融市場の効率性が高まり、ひいては各国経済及び世界経済の活性化にも資することとなる。

一方、金融機関が広範かつ最先端の分野に進出し、競争することは、個々の機関にとって、市場性リスクを始めとして従来からの伝統的な与信リスクとは質的に異なる複雑かつ大規模なリスクにさらされることとなることを十分認識する必要がある。この意味で各金融機関における自主的なリスク管理の充実が何よりも重要であり、また、この点に対する監督機関の適切な対応が不可欠である。

本邦銀行の急速なプレゼンスの高まりに対する警戒感がある一方で、本邦銀行の中にグローバルな金融機関として主要金融市場にお

けるメイン・プレーヤーを目指す動きがある以上、本邦銀行には各国金融市場において特に責任ある行動が求められていると考えられる。こうした要請に応えるには、次のような諸点を特に重視していく必要がある。第一に自己資本比率規制等の国際的な枠組みに沿った銀行業務の遂行を図ることである。第二に現地化を一層進め、進出先国、進出先地域への寄与に配慮すること、具体的には現地スタッフの経営レベルへの登用や現地の産業発展、地域開発に地元企業と共同して取組むなどの現地コミュニティへの貢献といったことが求められる。第三に、資産規模等の量的側面だけでなく、質的側面での強化が求められる。即ち、顧客ニーズの多様化、複雑化に応じて高付加価値商品を開発する能力を高めていくことであり、これは、自己資本比率規制の下で求められる収益力の向上にもつながっていく。第四に、銀行、特に本邦銀行に求められる国際的責任を果たすことである。国際的決済システムの担い手として、適切なリスク管理の下で安定的な金融取引の仲介機能を果たすとともに、世界最大の債権国の銀行として国際的資金還流円滑化の一翼を担い、相応の役割を果たすことが期待されている。

第2節 我が国対外証券投資をめぐる現状と諸問題

1. 概説

(1) 対外証券投資の歴史的推移

我が国においては、1960年代後半における貿易黒字の拡大、1968年に純債権国へ移行したことを背景にして、1970年より対外証券投資の自由化が始まり、1972年までに金融機関、機関投資家のみならず一般投資家に対しても対外証券投資が認められた。こうして、1972～73年には、いわゆる第1次対外証券投資ブームを迎えた。その後、第1次石油危機により対外証券投資はしばらく低迷した。1977～79年には、円建外債発行の急増もあり再び対外証券投資が活発化し、いわゆる第2次対外証券投資ブームを迎えた。

1980年に改正された外国為替及び外国貿易管理法の下では、従来届出を要していた対外証券投資も、指定証券会社を経由する限り、届出も不要となった。また、1980年

代に入って経常収支黒字が大幅拡大する一方で国内金利は低下した。このような状況の下で機関投資家に対する外債保有枠の拡大もあり、対外証券投資は80年代後半大幅に拡大、いわゆる第3次対外証券投資ブームを迎えることとなった。

長期資本輸出が急増した1980年代後半において、対外証券投資はその大宗を占め、ピークの1986年には77%のシェアに達した。その後は、対外直接投資の急増もありシェアは若干低下しているが、1989年でも59%のシェアとなっており、依然として我が国資本輸出の中心的役割を果たしている。

我が国は1986年末以降英国を抜いて世界一の対外証券投資残高を記録しており、88年末現在では4,272億ドル（89年末は5,338億ドル）と米国（88年末で1,568億ドル）の2.7倍、英国（88年末で2,670億ドル）の1.6倍と圧倒的規模となっている。このように、資本輸出の観点からすると年々の対外証券投資及びその残高は重要な意味を有するが、各国証券市場における日本の投資家のプレゼンスをみる場合には、これに加えて市場別の証券売買高（取得+処分）に占める本邦投資家のシェアを見る必要がある。この点については下記(3)で触れる。

(2) 形態別対外証券投資の現状

まず、我が国の対外証券投資を形態別にみると、債券投資のウェイトが圧倒的に高いことが特徴的である。1989年の売買高（取得+処分）でみても3兆2,734億ドルと全体の約95%を占めている。

この対外債券投資の拡大の背景としては、1970年代末から1980年代前半にかけてはドル高及び日米金利差の拡大、80年代後半以降は経常収支黒字の拡大、国内金利水準の低下、円高不況に伴う国内資金需要の停滞に加え国際分散投資の促進等が指摘されている。

一方、株式投資については、85年から87年前半にかけて世界的な同時株高となったこと、国際分散投資が我が国でも注目されたこと等から急拡大したが、87年10月のブラック・マンデー後は海外株式市場の不調からネット取得額は87年の169億ドルから

88年の30億ドルへと急減した。しかし、売買高自体は、同時期に1,250億ドルから1,502億ドルに拡大している。

対外証券投資において債券投資が大宗を占めているのは、相対的な安全性に加えて、米国を中心とする債券市場において大量の資金を運用できることなどが大きな要因であると考えられるが、我が国の対外証券投資の歴史が未だ浅く、外国株式についての知識・情報の蓄積が不足していたため、リスク判断の容易な米国債等を中心とした債券投資が先行したことも要因の一つと考えられる。

(3) 経路別・市場別対外証券投資の現状

我が国の対外証券投資の取得額を取得経路別にみると、1989年では証券会社経由の取引が1兆2,727億ドルと最も多く、全体の71%を占めている。これは、主として機関投資家の対外証券取引の相当部分と事業法人及び個人投資家の対外証券投資が指定証券会社を経由してなされていることによる。一方、指定証券会社を経由しない海外の証券会社との直接取引をみると、外国為替公認銀行が2,827億ドルで全体の16%を占め、次いで信託銀行（銀行勘定含む）1,155億ドル（7%）、保険会社784億ドル（4%）、投資信託323億ドル（2%）となっている。なお、最近の動きをみると、事業法人の対外証券投資の縮小傾向から指定証券会社のシェアが1986年の84%をピークに年々減少している。

次に、市場別に1989年の対外証券投資状況（ネット・ベース）をみると、ルクセンブルク市場が481億ドルで全体の42%と最も多く、次いで米国市場の265億ドル（23%）、英国市場111億ドル（10%）、西独市場45億ドル（4%）となっている。

米国市場は1985年の56%をピークに年々シェアを低下させているが、1989年についてみれば、株式の取得は増加したものの、利食い売り等により債券の処分が増加したことから大きくシェアを下げている。一方、同年においては、ユーロ市場の拡大に加えて我が国企業の発行したワラント債の還流等の結果、ルクセンブルクがそのシェアを大幅に伸ばし、米国に代わって最大

のシェアを占めるに至ったことが特徴的である。さらに為替が堅調であり、かつ、比較的金利の高かったフランス、カナダのシェアが伸長した。以下、債券・株式に分けて市場別の動向を概観する。ここではデータの制約から、証券会社経由のものに限って分析することとする。

① 対外債券投資

我が国の対外債券投資を売買高（取得+処分）でみると、1984年以降米国向けが過半を占めており、89年においては米国向けが全体の約9割と圧倒的なシェアを占めている。この米国向け債券投資の大宗は財務省証券（米国債）への投資である。一方、ネット取得額（取得-処分）でみた場合、米国向けは288億ドルでそのシェアは34%と売買高に比べて小さくなっている。これは、米国向けの債券投資がディーリング目的で短期間で売買されることが多いため、売買高に比してネット取得額が小さくなっているものである。他方、ルクセンブルク向け債券投資が近年ネット取得額でみて急増しており、89年には米国向け債券投資を上回る最大のシェアとなっている。これは、86年度以降我が国企業による外債発行（特にユーロドル・ワラント債の発行）が急拡大したものの、その債券部分の大半が国内に流入しかつ国内投資家により保有されていることによるところが大きいと考えられる。但し、売買高でみると米国向けを遙かに下回っており、全体のシェアでは89年で僅か5%弱となっている。

② 対外株式投資

我が国の対外株式投資を売買高（取得+処分）でみると、1989年にはルクセンブルク市場が58%と前年までの米国市場に代わって最大のシェアを占めている。これに次いで、米国の16%、英国の14%、西独の3%となっている。また、ネット取得額（取得-処分）でみても、ルクセンブルクが43%と最大のシェアを占め、次いで西独12%、英国12%、米国10%となっている。1987年には売買高（取得+処分）で73%と大半を占めていた米国の

シェアが僅か2年の間に大きく減少し、代わってルクセンブルク市場のシェアが増加していることが特徴的である（絶対額でみてもルクセンブルクは前年に比して7倍と急拡大している）。これは、ルクセンブルク市場において上場されているユーロドル・ワラント債のワラント部分の国内への還流が増加していることによる。

また、西独、英国、フランスの欧州市場における売買高も、それぞれ前年に比して5倍、4倍、3倍と大幅に増加している。この背景としては、EC市場統合や東欧の民主化の動きを受けてこれらの地域への投資が活発化していることが指摘されている。対外株式投資については、対外債券投資に比べ国際分散化がより進展しているということが出来る。今後は本格的な対欧州証券投資が増加するものと期待されている。

2. 本邦証券会社及び本邦銀行の国際証券業務の拡大

本邦企業の海外資本市場での資金調達や我が国の対外証券投資が増加するに伴って、本邦証券会社の海外進出も着実に増加してきている。歴史的に見ると、1960年代には、大手4社による米国・英国等における現法等の設立が中心であったが、70年代後半から準大手の海外進出が活発化、さらに80年代後半以降、中規模の証券会社による進出が急速に進められた。この結果、1989年末には40社が23カ国に合計251拠点を設置するに至っている。

また、このような国内証券会社の海外進出に加え、銀行による証券業務が認められている欧州を中心に銀行系証券現法の設立も活発に行われており、1989年末で28行が17カ国に138拠点を有している。本邦証券会社の海外活動は、特に英国を中心としたユーロ市場において活発である。特に、昨年においては、本邦企業のユーロ・ワラント債発行が著しく伸び、その関連で本邦証券会社現法の引受募集手数料及び売買益が増加したことから、英国現法は大幅な黒字を計上したが、その収入構造をみると、依然として非居住者による対日株式投資や本邦企業の海外起債等、本邦関連の業務による収入が大宗を占めている。

一方、米国市場においては、米国の対日証券投資が少ないこと、また、米国市場での本邦企業の資金調達もほとんどないこと等から、英国市場における程の収益が上げられていないのが現状である。特に、1987年のブラック・マンデーの影響から、本邦証券会社の米国現法も大幅減益となった。但し、最近では米国債のプライマリー・ディーラー資格を取得し、米国債の売買に注力していること、また、我が国からの米国証券投資の活発化もあることから、黒字基調へと回復の兆しが見られる。

その他、スイスをはじめとするヨーロッパ、香港をはじめとするアジア、オセアニア等においても証券業務が行われているが、これらの拠点においては、日本株の取次ぎ業務が中心であり、一部の拠点では、本邦企業の海外起債にかかる引受・販売業務も行われているものの、いずれにせよ本邦関連の業務による収入が大宗を占めている。

但し、最近では、現地証券の取扱いの強化、M&A仲介業務等の周辺業務の強化、不動産関連商品等新商品の開発にも着手し、日本商品関連の業務への過度の依存から脱却し、業務の多角化、現地化を図りつつあるところである。

3. 海外証券市場における我が国のプレゼンスの増大

(1) 米国市場

我が国の証券投資は、1989年において米国内向けが84%と大宗を占めている。逆に米国からみた我が国からの証券投資をみてもそのシェアが高いことがわかる。例えば米国のFRBの統計に基づき1981年から89年までの米国債投資累計をみると、我が国の占めるシェアは売買高で36%、ネット取得額で23%となっている。米国債の入札においても本邦投資家は近年相当なシェアを占めていると言われている。我が国の米国債投資は米国金利の上昇を緩和させることにより、米国経済の成長の維持に貢献するとともに、途上国債務国の金利負担を軽減する方向に働いたとの評価もなされている。

一方、株式投資についても、米国市場における我が国のシェアは大きなものと

なっている。1987年には、我が国のネット対米株式投資は114億ドルと、英国を抜いてトップとなっている（1988年は20億ドル弱に減少したものの第1位、1989年には33億ドルで英国に次いで第2位となっている）。1981年から89年までの累計でも204億ドルと全体の34%と最大のシェアを占めている。米国株式の売買シェアでも1988年には日本は約30%と最大の外国投資家となっている（但し、1989年は約15%で英国に次いで第2位となっている）。

このように米国市場における本邦投資家のプレゼンスが高まった結果、本邦投資家のビヘイビアが市場に与える影響は大きくなってきている。特に、本邦投資家は横並び意識が強く短期間に同一方向の投資行動をとりやすく、市場に攪乱的な影響を与える場合があるとの指摘もなされる。また、最近ではこのように市場への強い影響力を持つ本邦投資家の投資行動を予測して、米国の投資家が行動するケースもみられるようになってきており、このために市場が一層大きく動くようになってきているとの指摘もなされている。このような指摘に対して、他方で、我が国投資家、なかんずく機関投資家は長期保有目的で継続的に投資するため、市場にとってむしろ安定的な存在ではないかとの指摘もある。

さらに、現在のように米国財政赤字のかなりの部分を本邦投資家がファイナンスしている現状において米国経済の将来の繁栄が本邦投資家の米国債購入態度に依存しているのではないかという懸念が米国民の一部に生じており、これが我が国の対米投資に対する一部の反感につながっているとの指摘もなされている。

これらの指摘に鑑みれば、本邦投資家は今や自らが予想する以上に海外市場に対して大きな影響力を持っていることを十分自覚して、それに基づいた適切な行動をとる必要があるのではないかとの意見が多かった。

(2) 欧州市場

欧州市場への我が国の対外証券投資はユーロ債の国内還流の形で近年急増している。これは、調達コストが低く、規制の少ないユーロ市場においてワラント債を中心

とした起債により資金調達を行う本邦企業が急増したことが背景となっている。1989年中、ユーロ市場で発行されたエクイティ関連債に占める本邦企業の起債ウェイトは、転換社債で36%、ワラント債で97%とどちらも大宗を占めている。これらのユーロ債は、一定期間を経過すると国内市場に還流し、結局、国内の投資家に保有されることが多く、これらは統計上、欧州地域への証券投資として計上されることになる。この点に関しては、資本輸出国である我が国が企業の巨額の資金調達を海外に依存するのは、為替相場の動向等の市場要因のほか、我が国発行市場の制度・慣行面での制約等によるところが大きいと考えられることから、資本輸出国にふさわしい国内金融資本市場の整備が急務であるとの指摘があった。

第3節 我が国対外直接投資をめぐる現状と諸問題

1. 概説

(1) 我が国対外直接投資の歴史の変遷

戦後の我が国の対外直接投資は1951年に再開された。1950、60年代における対外直接投資は、天然資源開発のための投資プロジェクト、貿易支援的な販売拠点の設置等が中心であったが、規模としては微々たるものにとどまっていた。1970年代に入ると、対外直接投資の自由化もあり、大幅な円高、日本の実質賃金の上昇、経常収支の黒字等を背景として、対外直接投資は急増した。しかし、第1次石油危機後、日本からの対外直接投資の毎年のフロー水準は低下し、80年代初まで総じて停滞的であった。

1981年以降、経常黒字の拡大及びそれに伴う貿易摩擦の激化等を背景として、我が国の対外直接投資は再び増加し始めた。85年以降は大幅な円高により製造業を中心に海外進出がさらに促進されることとなった。

(2) 我が国対外直接投資の現状

最近の我が国対外直接投資を地域別に見ると、累計ベースでも、また、フロー・ベースでも共に米国を中心とする北米向けが最大のシェアを占めており、それに欧州、アジア、中南米が続いている。欧州については、1992年の欧州統合に備え、ここ数年本邦企業の進出が顕著である。中南米

向けについては、その大半がタックス・ハイブンとして知られるカリブ海諸国の金融子会社への直接投資であり、最近では製造業向けのシェアは僅か5%程度にとどまっている。アジア向けは伝統的に製造業部門へ活発に投資されているが、近年増加している同地域向け直接投資は従来の垂直分業型から水平分業型へと移行しつつあると言われている。

業種別に我が国対外直接投資を見ると、1989年度上半期において製造業が3割、非製造業が7割となっており、依然非製造業が大宗を占めているものの、近年、製造業のウェイトが高まってきている。非製造業の内訳を見ると、金融・保険が24%と高いウェイトを占め、次いで不動産業投資が19%という構造となっている。85年以降の我が国対外直接投資は①製造業の現地生産化投資、②金融関連、③不動産関連投資が3本の柱となっている。以下では製造業の現地生産化投資と、金融関連の直接投資について概観することとし、不動産関連投資については次節で分析することとする。

① 製造業の現地生産化投資

製造業の現地生産化投資を投資動機によって見ると、コスト引下げを目指したもの、貿易摩擦の回避を狙ったもの、企業のグローバル化を狙ったものが多い。コスト引下げを目指した現地生産化投資はアジア向けが中心となっている。1985年以降の円高により、我が国の賃金水準は欧米主要国並みとなり、東南アジア諸国との格差が一層拡大した結果、これら地域における生産の優位性が大きく増加した。このようなコスト要因からの現地生産化投資は85年以降の我が国産業の構造変化と密接な関係がある。従来主として価格競争力で優位に立っていた品目が円高により輸入品に対して優位性を失い、国内メーカーは品質等の非価格競争力の高い技術集約型の高付加価値製品に国内生産を集中させる一方で、労働集約的製品等の生産を海外にシフトさせることとなった。

貿易摩擦の回避のための現地生産は欧米市場向けが中心となっている。1970年

代において対米輸出自主規制枠をクリアするためカラーテレビの現地生産が開始され、80年代において乗用車の対米輸出自主規制への対応から米国に現地生産工場が相次いで設立されている。その他の電機産業等の製造業においても、80年代に入り欧米における保護主義の動きに対応し、現地生産化が進展してきている。また、親会社が摩擦回避目的で進出したため、同様に進出を余儀なくされた部品メーカーも実質的には「摩擦回避」型の投資といえる。

直接投資の収益率を国際的に比較することは困難であるが、一つの試算として欧米向け直接投資の収益率とアジア向けを比較してみると、進出時期如何を問わず、アジア向け(0.8%~6.9%)が欧米向け(-2.7%~3.7%)を大きく上回っているとの分析もある。この点からも、欧米向けの直接投資はアジア向けに比して収益性が低く、主として貿易摩擦回避のために行われているのではないかと思われる。

企業のグローバル化を狙った直接投資も近年特に顕著になっていると指摘されている。従来、我が国企業は海外現地生産化を飛躍的に拡大してきたものの、経営戦略はほとんどの場合、日本の本社が決定していた。しかしながら、企業活動の国際化が進展するに伴い、主たる経営上の意思決定を現地に委ねる必要性が高まってきたため、例えば大手電機メーカーや自動車メーカーにおいて見られるように、世界をいくつかの地域(通常、米国、欧州、アジアの3地域に分割することが多い)に分けて地域統括会社を設立し地域的に経営上の意思決定を行うという動きも見られるところである。

② 金融関連投資

金融関連投資に関しては、以下の3つのパターンが主である。即ち、第一に、取引先企業の海外展開に伴い必要となる国際金融取引の増加を背景として、本邦銀行による総合的金融サービス提供のための現法・支店の設立やネットワーク作りを目指す外国銀行の買収。第二に、企

業活動の国際化及び金融市場の国際化に対応した企業自身による金融子会社の設立。第三に、機関投資家の投資会社の設立（これは、対外投資を行う際に自己勘定でなく海外子会社への出資金を用いて子会社が投資を行うもので統計上は直接投資に計上されるが、実質的には証券投資である）である。

企業の金融子会社は地域的には、1992年の欧州統合を控え生産・販売拠点の整備が進んでいるオランダ、イギリス等の欧州のウェイトが高く、次いでバハマ、ケイマン等の中南米地域、香港、シンガポール等のアジア地域となっている。これらの金融子会社の中には、企業の海外業務展開における企業グループ内のファイナンス・カンパニーとして、為替取引等の一元管理を行っている例もみられる。また、業務の国際化に伴い海外での資金需要は海外での調達で賄うという方針をとる企業が多くなっており、金融子会社の重要性は今後さらに増加していくものと指摘されている。

(3) 我が国対外直接投資をめぐる新たな動き

我が国の対外直接投資の近年における新たな潮流としてM&A（企業合併・買収）の急増が顕著であり、対米中心に直接投資の柱になりつつある。日本企業のM&Aの特徴は、①友好的買収がほとんどであり、②異業種を対象とした経営の多角化や川下産業買収による販路拡大等の他、同一業種を対象とした本業のグローバル化に、より関心を示す点にある。M&Aは投資する側にとっては、設備、従業員、販売網、ノウハウ等を一挙に取得できるというメリットがあり、海外における競争が激化している現在においてはこの時間節約の効果は極めて重要であると言われている。ただし、M&Aによる海外進出は、グリーンフィールド・インベストメント（新規に工場等を設立するもの）に比して設備投資需要や雇用創出等の面で投資先地域へのメリットが少ない点には注意を要するとの指摘がある。

2. 投資受入国からみたメリット・デメリット

対外直接投資は、一般には生産・雇用等の

面で投資受入国の経済に対してメリットが大きいと受け取られているが、一方では本邦企業のプレゼンスの高まりが投資受入国において感情的な批判を呼び起こしている場合がある。以下では我が国の対外直接投資が投資受入国でどのように受けとめられているかを見る。

(1) 経済的メリット

証券投資が金利・為替への期待の変化で大きく変動する一方、直接投資は短期的な期待で変動する度合いが小さいことから、安定的な投資形態として、受入国においても積極的に評価されることが多い。製造業の現地生産化直接投資については、雇用の創出や投資受入国への技術移転、競争の促進等を通ずる生産の効率化や雇用の創出等により、受入国経済に貢献するものとして一般的には好ましいとの評価を受けている。現地における日系企業による雇用については、1988年度末の105万人から2000年には900万人にまで増加するとの推計もある。また、海外進出している企業の多くは現地生産における部品等の現地調達比率の引上げに前向きに取り組んでおり、この点からも受入国経済に貢献するものと期待されている。

(2) 投資摩擦問題

我が国の対外直接投資が1985年以降急激に増加した結果、世界各地で本邦企業のプレゼンスは大きく高まっている。このようなプレゼンスの高まりに伴い、現地の同業者による進出反対運動、日本企業の現地スタッフ活用不足に対する抗議、日本流の経営方式や労使関係の導入に伴う困難といった問題が生じてきている。さらには、本邦企業により投資受入国の産業支配が進展しているとの感情的な批判・懸念が生じているとの指摘もみられる。特に、米国が巨大な純債務国となる一方で、日本などからの直接・間接投資が急増しているため、米国国内には日本に対する感情的な反発が生じ易くなっている面があると指摘されている。

なお、米国では安全保障関連の産業分野の直接投資につき「エクソン・フロリオ条項」が包括通商法案として審議され、1988年8月に成立したが、「エクソン・フロリ

オ条項」は、外国企業によるM&A等が国家の安全保障にとって脅威となると判断される場合には、大統領はそのようなM&A等を規制しようと定めている。この条項は、運用いかんによっては投資制限的なものとなりうるものと考えられる。

この他、我が国の対外直接投資について摩擦が生じている背景には、対外直接投資に比して我が国への対内直接投資が低水準（例えば米国側の統計によれば、米国向けの我が国対外直接投資と米国から我が国への対内直接投資の比率は残高ベースでみて概ね3対1）にとどまっていることも指摘されている。

直接投資は前に述べた通り基本的には受入国経済に貢献するものであるが、反面それに伴う摩擦が問題とされることもあった。以下それを歴史的に考察すると次のような点が指摘される。即ち、1960年代米国はEEC結成以後の欧州及びカナダに対外直接投資を急増させたが、その際、受入国側において米国の多国籍企業による産業支配を招くとの感情的反発の他、受入国の労働慣行を無視した一方的解雇、敵対的企業買収への反発等の摩擦が生じた。我が国においても、戦後の対内直接投資の自由化をめぐる外国資本による我が国の産業支配に対する懸念が強かったことが想起される。現在の我が国対外直接投資をめぐる摩擦についても、立場は逆転したものの状況は類似していることに鑑みれば、投資摩擦への対応策を歴史的経験から学ぶことも重要であるとの指摘もある。

3. 投資国からみたメリット・デメリット

対外直接投資の投資国に与える効果については貿易収支への影響のほか、かつての米国のように国内産業の空洞化をもたらしたといわれる例もある。我が国の対外直接投資が如何なる影響を我が国経済にもたらすかを以下では分析する。

(1) 対外直接投資の我が国貿易収支に与える影響

製造業の現地生産化直接投資については、現地生産の立ち上がり局面においては地場の供給者とのネット・ワークが確立していないため現地生産に必要な資本財・部品等

を本国からの輸入に依存することとなり、短期的には必ずしも貿易不均衡を改善しないが、中長期的には①輸出代替、②逆輸入、③投資受入国から第三国への輸出による本国から第三国への輸出の代替、④資本財・部品等の現地調達増加、⑤資本財・部品業者の現地生産化等により、貿易不均衡の是正に寄与すると評価されることが多い。現地生産化投資が貿易収支に与える影響を数量的に捉えるのは困難であるが、一つの試算として、2000年の我が国企業の現地生産額が1.2兆ドル程度、うち輸出の減少に寄与するものが3,000億ドル程度、及び逆輸入分が300億ドル程度、他方で資本財・部品輸出の増加が2,600億ドル程度となり、実際の黒字縮小効果は700億ドル程度となるとの推計もなされている。（ただしこの場合でも、現地生産の行われぬ品目において輸出が増加する等の可能性があり、経常収支が全体として、700億ドル減少するわけではない。）

以上のように、対外直接投資は中長期的に貿易不均衡の改善をもたらすことから、貿易摩擦回避策となるとの意見が多い一方、対外直接投資が貿易摩擦回避策として常に機能するとは必ずしもいえないとの指摘もある。即ち、直接投資によって投資受入国の消費者に対して直接、製品を供給することになると、「相手国の輸入制限が相手国の消費者の不利益になる」という保護貿易主義に対する抑止力を薄れさせる可能性があるとの指摘がある。また、直接投資による現地生産が受入国の雇用等にも貢献することになると、相手国政府に輸入制限のインセンティブを与えることにもなりかねない。更に、現地生産の拡大が相手国の国内生産者のマーケット・シェアを減少させることとなる場合には、輸入制限の強化、あるいは輸入と現地生産の合計に対しての数量制限につながる可能性があるとの指摘もある。

(2) 国内産業の空洞化問題

米国産業の国際競争力の低下はいくつかの要因が複合した結果と見られているが、その一つとして過去の直接投資があげられている。このような観点から、対外直接投

資が我が国経済を空洞化させることにならないかとの懸念も指摘されている。さらに、現地生産は不可逆的な面が強いとの観点から、仮に為替相場等が変動しても、機動的に現地生産を国内生産に切り換えることは難しく、いったん国内産業が空洞化するとその流れを元に戻すことは出来ないとの指摘もある。国内産業が空洞化するかどうかについては、日本経済の構造転換との関係が問題となる。円高により価格競争の分野では日本製品の比較優位が大きく後退した中で、日本企業が技術集約型の高付加価値製品に国内生産をシフトし、労働集約型の産業を主体に對外直接投資を行っている限りにおいては、国内産業の空洞化を回避しつつ、日本経済の強化という効果も期待できるとの指摘がある。

他方、欧米向けになされているような摩擦回避型の直接投資において、技術集約型の高付加価値製品までが次々に海外生産に切り換えられていく状況を想定すれば、我が国産業の空洞化の可能性は否定しきれないとの指摘もある。

4. 今後の展望

今後も我が国の對外直接投資は、現在のよう急激な増加は続かないとしても、高い水準の投資を継続するものと予想されている。日本は直接投資国としては発展のごく初期の段階にあると言われている。對外直接投資残高のGNP比、国民総貯蓄に対する對外直接投資の比率、日本の製造業企業の売上高に対する海外生産の比率といったものを検討する限り、国民経済に占める直接投資の比重は依然として低いとされている。また、資本輸出に占める比重も近年拡大しつつあるが、まだ高くはない。しかし日本の企業は對外直接投資に必要な各種の経営資源を急速に蓄積しつつあり、我が国對外直接投資の今後一層の成熟が見込まれる。

一方、直接投資をめぐる投資摩擦の問題に対しては、①部品等のより積極的な現地調達、②現地に密着した企業としての社会的責任の見地から現地スタッフの登用に取り組み、地元のコミュニティへの貢献等の「現地化」を進め、「良き企業市民」(“good corporate citizen”)として行動すること、③投資形態につ

いて受入国がより歓迎するジョイント・ベンチャーを積極的に取り入れること、④對外直接投資のメリットにつきPRすること等が重要であると指摘されている。また、対内直接投資も近年着実に増大しているが、對外直接投資の増加が極めて急激かつ大幅であったため対内・對外直接投資の比率は低下している状況に鑑み、今後の資本交流は對外直接投資と対内直接投資がバランスのとれた形で行われることが望ましいとの指摘もなされている。

第4節 我が国對外不動産投資をめぐる現状と諸問題

1. 概説

(1) 我が国の對外不動産投資の歴史の変遷

我が国の對外不動産投資は1970年頃から、商社や不動産会社がハワイや米国西海岸において宅地開発・工業団地開発・リゾート開発を始め、1972年頃に第1次ブームを迎えた。その後石油ショックで中断したが、1980年頃から不動産投資の自由化措置による増加があったものの、米国の不動産市場は供給過剰さみであり、我が国において對外不動産投資は注目を集めるに至らなかった。

我が国の不動産投資が内外の注目を集めるようになったのは、1985年秋以降の円高により、急速に海外特に米国への不動産投資が行われてからである。對外直接投資届出実績(注)によれば、不動産業向け海外直接投資は1985年度12億ドルから1988年度に86億ドルへと3年間で7倍強となっている。

(注) 海外企業(子会社)の証券投資の形をとらない直接的な對外不動産取得は外国為替及び外国貿易管理法上、届出義務がないため、例えば個人の直接取得の場合のようにその実体を完全に把握することが極めて困難なケースもあるが、對外不動産投資の大宗は海外における不動産業、サービス業(ホテル、リゾート向け投資の場合)に対する出資等の直接投資形態をとることから、對外直接投資届出実績により大体の傾向はとらえられると考えられる。ただし、海外子会社が海外において調達した資金により現地の不動産業に投資されたような場合には、この統計にも現れてこないことに注意

する必要がある。

(2) 我が国の対外不動産投資の現状

日本の不動産投資の特徴としては、①短期間に巨額の投資を行ったこと、②特定の地域へ集中していること（例えば米国のホノルル、ロス・アンジェルス、ニューヨーク、オーストラリアのゴールド・コースト等）、また、③長期保有目的の投資が多いこと、④機関投資家、建設会社・不動産会社の他一般の事業会社や個人投資家まで、投資家が幅広く多様であること、⑤比較的投資効率の低い割高な物件に対しても投資が行われていることなどを指摘する向きもある。

投資形態については、法人投資家の場合、現地法人を経由した間接取得が多く、現地有力企業とのジョイント・ベンチャー方式やパートナーシップ形式での共同投資案件が多いといわれている。間接取得の多い理由としては、投資物件の管理を行う現法が必要であること、また共同投資案件が多い理由としては、投資物件の管理の必要性のほか、より有利な投資情報の獲得のため、地場のパートナーに依存する度合いが高いこと、地域との共存密着を図ることが考えられる。

I) 米国側の資料によれば、投資対象は全体では既存物件の買収の方が若干多いが、建設会社や不動産ディベロッパーは現地のパートナーと共同で新規開発を行うケースが多い。また、生保は原則として共同で既存物件を購入する傾向にあり、長期保有による賃料収入の獲得を基本とし、転売による売却益の獲得を目的としていない。一方、個人投資家は、殆ど単独で既存物件を取得している。

II) 用途別では、対米不動産投資物件についてみるとオフィスビルが全体の50%程度を占め、ホテル・リゾートが20%強、多目的ビルが15%弱（88年）となっている。

地域別にみると我が国の届出ベースの数字によれば、1988年度の我が国から海外への不動産業向け直接投資は、北米（米国、カナダ）が56億ドル、続いて太平洋州（オーストラリア等）が13億ドル、欧州が11億ド

ルと、この3地域で全体の94%を占めている。なお、米国側の資料によれば、我が国の対米不動産投資は88年において全米市場の総取引高の13～14%のシェアを占めているとの推計もある。

我が国の不動産投資が対米集中となった理由としては、①米国との経済的・文化的結びつきの強さ、②米国の政治的・経済的安定性に対する信頼感、③効率的で流動性の高い不動産市場の存在等が指摘されている。

(3) 投資動機、投資決定要因

我が国不動産投資急増の要因としては、①円高の進展による購買力の増大、②我が国経済・金融の成熟化に伴う債券から株式、不動産といった対外投資の多様化の進展、③国内不動産の急騰とそれに伴う海外不動産価格の相対的な割安感、④海外の不動産の投資利回りが国内より相当高かったこと等が指摘されている。

2. いわゆる不動産投資摩擦

(1) 対米不動産投資摩擦

我が国の対米不動産投資については、米国側にとって以下のようなメリットがあると言われている。即ち、①不動産市場の流動性の増加、②地域開発への貢献、③雇用及び需要の創出、あるいはインフラの整備の促進、④波及効果による経済活性化、⑤施設整備による利用者への便益増大、等が指摘されている。しかしながら、我が国からの投資がもたらすようなメリットについて一般の認識が薄いこともあり、時に感情的反発となって政治的問題を呼び起こしている。

批判の論拠としては、①特定地域に対する投資の集中と高値買いによる地価等の高騰（例えば、ハワイの居住用不動産等）、②所有者が居住せず空き家となる場合、コミュニティの形成・維持を阻害する、等が挙げられているが、これらは経済合理的論拠には比較的乏しく、感情的、政治的な側面が強いとの指摘がなされている。

上記の判断に対しては、①不動産投資を米国経済への長期安定資金の供給源ととらえ、米国不動産市場の効率性等から見ても、市場の攪乱要因とはならない、②不動産投

資は単に日本だけではなく欧州諸国、カナダ等からも行われているなどの反論もなされており、米国内においても議論は様々である。

(2) その他地域での不動産投資摩擦

米国以外にも豪州のリゾート地域等において集中豪雨的な我が国の投資が注目を集めた例があるが、外国人による不動産の取得を制限している地域や事実上取得が困難な地域もまだ多く、投資摩擦が顕在化している例はまだ少ない。また、ロンドンにおけるシティ再開発に見られるように、我が国からの投資をむしろ歓迎する例もある。しかし、1992年のEC統合等を勘案すれば、今後地域的に不動産投資が分散化することが十分に予想され、不動産投資摩擦問題についても拡散の可能性はあることには注意する必要があるとの指摘もある。

3. 今後の展望

我が国の対外不動産投資は今後とも増加傾向を続けていくと予想されるが、不動産投資摩擦への対応として我が国の側で不動産投資を規制することは、基本的に望ましくなく、また必要もないとの意見が多かった。しかし不動産投資摩擦の問題は引き続き慎重に配慮していく必要があり、具体的な方策としては、①実際投資を行う時には、事前調査を充分に行い、専門スタッフを活用すること、②地元経済の進展に貢献する開発型のもの、利益を地元と分け合うジョイント・ベンチャー型のものといった投資方式をとること、③「よき市民」としての活動を行い、雇用にあたっては現地人の採用等に配慮すること、④地域の社会活動や慈善活動に積極的に参加すること、⑤日本の投資の意図、目的、経済効果等を十分地元を知ってもらうため、積極的なパブリシティ活動を行うこと、⑥ランド・マーク的あるいはモニュメンタルな物件への投資は控えること等が重要であるとの指摘がなされている。

他方、個々の不動産投資がたとえ合理的な投資行動に基づく場合であっても、総体として同一地域に集中豪雨的に行われる場合には、不当に不動産価格をつり上げるといった弊害をもたらし、現地での反発を招くという点についての配慮は今後とも必要であると考えら

れる。

また、先にも触れた通り、現在対外不動産投資は自由化されているため必ずしも現状を完全には把握できていない。我が国の対外不動産投資が増加し世界的に注目を浴びている状況においては、対外不動産投資の現状の把握に努めることが重要である。

第5章 我が国から開発途上国への資金フローの現状と諸問題

第1節 我が国から開発途上国への資金フローの現状

1. 概観

我が国から途上国への資金の流れは、我が国からの資本輸出という形で直接途上国に流入するものと、国際開発金融機関が資金調達を我が国市場で行い、その国際機関が途上国に対して融資等を行うといった間接的なものに大別される。前者については本節で述べるが、後者についても年々パイプが太くなってきており、1989年末でその調達の累計額は6兆円近くに達している。

2. 対外貸付

対外貸付全般の地域的構成をみると、途上国向け貸付残高は金額ベースで1982年末の330億ドルから89年末の982億ドルへ増加しているものの、全体に占める比率では82年末の約50%から89年末の30%未満へと大きく後退している。

一般に途上国向け融資について、民間銀行は、1982年の累積債務問題の発生以降、カントリー・リスクに極めて敏感になっており、リスクに応じた選別的貸付態度をとっている。この結果、総じて途上国向け貸付、特にソブリン向け貸付については、従前に比し一転して慎重な態度となっている。

開発途上国向け貸付残高を地域別にみると、中南米とアジアとが対照的な推移となっている。1982年末に全体の32%を占めた中南米向け貸付は、89年には14%へ低下し、一方アジア向け貸付は、11%から13%へとわずかながら比率を上昇させている。中南米向けの貸付残高のシェアが半減したのは、この地域への新規貸付が、82年のメキシコの債務返済困難以降、民間銀行団の金融支援として行われるもののほかは、タックス・ヘイブンに所在す

る資本関係、取引関係の密接な貸付先への貸付等限定的な範囲でのみ行われているためである（なお、中南米諸国への円建貸付分について円レートの上昇により名目上のドル換算額が上昇し、ドル・ベースの残高が上昇していることを勘案すると、中南米向け残高の落ち込みはより大きいものとなっている）。

一方、アジア向けをみると、まず、アジアNIEs向けは、香港等における日系企業向け貸付は多いものの、これらが經常収支黒字国へと転じ、対外借入需要はあまり発生しなくなっており、今後、貸付残高が拡大することは必ずしも見込まれない。次に、ASEAN諸国であるが、累積債務問題への警戒から政府借入を抑制し、プロジェクト・ファイナンス等の形態を通じ慎重に資金受入れを図っている。南アジアはインドを中心に商業ベースの借入需要も高まりつつあるが、基本的には援助や国際金融機関の融資を中心に国内資金の不足を補っている。なお、中国については、85～86年度から国内の経済改革推進とともに資金需要が高まり、本邦銀行の貸付残高も拡大してきたが、このところ新規融資は停滞している。

次に、東欧については1980年代初めポーランド、ユーゴスラビア、ルーマニアで債務問題が表面化したものの、これ以外の諸国については80年代半ばまで本邦銀行の貸付は増加傾向をたどった。ただ、80年代後半以降、経済成長の低迷等により、本邦銀行の新規融資は減少している。昨年来の民主化・自由化の進展の下で今後の経済改革の動向が注目されているが、本邦銀行を含め民間銀行は当面慎重な姿勢をとっている。

3. 証券投資

(1) 途上国の証券市場の現状

途上国の証券市場の現状をみると、アジアNIEsやASEAN諸国等では急速に拡大してきているが、総じて未だ市場の厚みが十分ではなく、今後の発展が期待されるという段階にある。

例えば、株式時価総額の対GNP比率を証券市場の発展度合いの尺度としてみると、比率が100%以上の国、つまり時価総額がGNPの額を上回っている国は、台湾、香港、シンガポール、マレーシア等で、これに続

き韓国が70%、タイが40%となっている。その他の途上国についてみれば、先進国の平均値である65%を大きく下回っている。また上場会社数でみると、大半の途上国で増加傾向にあり、例えば韓国では626社、インドでは2,344社となっている（89年末）。しかしながら、ある調査結果によれば比較的上場会社数が多い韓国やさらにはインドでさえ、ある程度の流動性及び情報の開示があり、投資にふさわしいと見られる銘柄は、韓国で250から300銘柄、インドの場合は、300から500銘柄であると指摘されている。インドネシアやフィリピン、タイではせいぜい10から40銘柄とされている。ASEAN諸国の上場株式銘柄が少ないのは、同族会社が比較的多いことや華僑系の会社は公開を望まないことが多いからであるともいわれている。

なお債券市場については、途上国において資金調達主流を占めている間接金融との代替性が強いこともあり、株式市場以上に未発達で、市場の存在すら認め難い国もあるのが現状である。

(2) 我が国からの途上国への証券投資

前述述べたように我が国対外証券投資は先進国向けが圧倒的に多く、途上国向けの割合はごく限られたものとなっているが、最近、途上国の潜在的成長性等を反映して途上国向け証券投資は機関投資家を中心に増加傾向にある。

我が国の対途上国証券投資の大宗はアジア諸国向けである。特に香港、シンガポール等への投資は良好なファンダメンタルズに支えられ活発であるが、インドネシア、タイ、マレーシア等への投資が急増しているのも注目される。タイ、マレーシアにおいては高度経済成長もさることながら、証券事務のコンピュータ化に代表される取引の合理化の進展が好影響を及ぼしていると言われている。

しかし途上国への証券投資に対する制約要因はまだ多い。上に述べたような投資対象銘柄の不足の他、ほとんどの途上国において外国からの投資に対し何らかの規制が課されており、これが我が国からの証券投資の制約要因となっている。たとえば、

- ① 外国人による株式保有の原則禁止（韓国、台湾等）、
- ② 外国人による株式保有は認めるが持株比率を制限（マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア等）、
- ③ 外国人の証券投資の果実の国外送金につき、中央銀行等の認可が必要（タイ、フィリピン等）

等である。しかしながら、アジア資本市場においても経済のグローバリゼーション及び国内経済の進展等に伴い、次第に規制緩和が進行し、市場が活性化してきている。たとえば韓国については1992年に一般外国人による証券投資を制限つきで認可することが予定されており、また台湾でも時期は明らかにされていないが自由化を計画していると言われている。

なお、途上国の我が国市場での起債状況をみると、韓国、マレーシア、タイ、フィリピン等の円建外債（サムライ債）の発行が我が国における円建外債の発行条件の緩和等もあって特に1980年代に入ってから増えており、今後とも途上国への民間資金の重要なチャネルの一つになるものと見込まれる。

(3) カントリー・ファンド

以上、アジアを中心に途上国の資本市場を概観したが、一般的に途上国の株式市場にはまだ規制が多く、また個々の株式の投資適格性についても十分なものとは言えないのが実状である。また、途上国にとっても外国人の株式取得が進むと外国人による経営支配の恐れがあり、必ずしも無条件に歓迎するとは言えない事情がある。このような事情を背景に、先進国からのエクイティ資金を継続的に途上国に流入させる手段として期待されているのが、いわゆるカントリー・ファンド（又はリージョナル・ファンド）といわれるものである。

カントリー・ファンドとは、特定の1カ国、あるいはせいぜい数カ国（この場合、リージョナル・ファンドと呼ばれる）に投資する国際投資信託のことである。このカントリー・ファンドには、法律上の性格や仕組みによっていくつかのタイプがあるが、その中でも主流をなすのは会社型クローズ

ド・エンド・ファンドである。

途上国を対象としたカントリー・ファンドないしリージョナル・ファンドは会社型ファンドとして、ニューヨーク証券取引所をはじめとしてロンドン、シンガポール、香港、ルクセンブルク等の証券取引所に上場されている。これらは、対象国の高い潜在経済成長力を見込んで長期のキャピタル・ゲインを得ることを目標としたものである。

これらのファンドの中でも先駆的な役割を果たしたのが、1984年に設定されたコリア・ファンドである。このファンドは国際金融公社（IFC）の主導の下に従来、外国投信の設定を認めてこなかった韓国政府の了承を得た上で設定された、発行額1億5千万ドルという途上国ファンドとしては大規模なものである。その後の韓国株式市場の好調に支えられ、良好なパフォーマンスを記録し、投資家の注目を引いたことにより、その後のカントリー・ファンド・ブームの先駆的役割を果たしたものである。その後アジアNIEs、ASEAN諸国のみならず、南欧や南西アジア、ラテン・アメリカ地域を対象としたファンドが追随しており、最近では、ハンガリーの企業の株式を組み込むことも可能なカントリー・ファンドも設定されている。

我が国機関投資家や個人投資家は、積極的にこれらのカントリー・ファンドを購入してきており、途上国への民間資金流入の有効なルートの一つとなっている。なお、これらのファンドは上記のとおり会社型となっており、我が国国際収支統計上、外国株式として計上されるため、これだけ特定して我が国からの投資金額として把握することはできない。このようにカントリー・ファンドの設定は増加してきており、これまでのところ総じて良好なパフォーマンスにより需要は高まってきているものの、その組入れ対象となる株式の供給量はまだまだ十分とは言えないため、増大する需要に対して供給面でのネックが生じている。

なお、我が国においては、現在のところ契約型投資信託しか存在していないが、1989年秋以降契約型のカントリー・ファン

下が相次いで設定されている。

4. 直接投資

1970年代末までの我が国の海外直接投資はアジア諸国等途上国向けの直接投資もかなりの部分を占めていた。1960～1970年代には、アジア、中南米を中心として製造業、資源関連の直接投資が活発に行われた。1970年代後半以降はやや低迷したが、1985年9月のプラザ合意以降の円高、アジアNIEsやASEAN諸国の経済成長を受け再びアジア向け直接投資が活発化し、一方中南米向け直接投資は累積債務問題の顕在化によりタックス・ヘイブン向けを除くと伸び悩んでいる。

海外直接投資、特に製造業投資は累積債務問題解決の有力な方策となることが期待されているが、アジアと中南米では状況が全く異なってきている。1986年度以降、アジア向けの製造業投資が急増、アジア向け直接投資総額に占める製造業投資の割合も38%と従来の割合の延長線上にあるのに対し、中南米向けの製造業投資は極めて低調であり、投資総額に占める製造業投資の割合は5.5%にまで落ち込んでいる。

この結果、アジア諸国に対する直接投資の中に占める我が国のシェアは高くなっており、タイ、韓国、マレーシア、インドネシア等においては我が国は最大の直接投資国となっており、その他シンガポール等においても我が国の直接投資は急増している。その結果、たとえばタイへの我が国直接投資は、同国の民間設備投資の2割強にも達している（1988年、承認額ベース）。

アジア向けの海外直接投資が急増しているのは、総じていえば、順調な経済成長、積極的な外資導入政策等がその理由であると考えられる。一方、中南米諸国は依然として投資環境が改善されておらず、民間企業が積極的に直接投資を行にくい環境にある。

我が国からの海外直接投資促進を目的として、既にいくつかの施策が採られている。日本アセアン投資(株) (JAIC) や日本国際協力機構(株) (JAIDO) の設立、貿易保険制度の拡充、日本輸出入銀行の出資機能の創設などがそれであり、また国際機関においても多数国間投資保証機関 (MIGA) の設立に代表される直接投資促進の動きがある。直接投資は

債務性を伴わない資金フローであると同時に、雇用の創出や経営資源の移転を可能とし、製品の輸出を通じた外貨獲得に貢献するなどの効果を有するが、投資の決定は民間企業自身の判断によりなされるものである。中南米諸国をはじめとする累積債務問題を抱えた途上国が我が国からの直接投資を誘致するためには、まず自らの投資環境の改善がなければならない。中南米諸国の中でも新債務戦略の適用国第1号となったメキシコや順調な経済成長を続けるチリにおいて、徐々に先進国からの直接投資が行われ始めたとも伝えられており、今後他の中南米諸国をはじめとする累積債務問題を抱える途上国が早急に投資環境の改善を図ることが望まれる。

5. 公的資金

途上国に対する資金の流れは、OECDの開発援助委員会 (DAC) において、①政府開発援助 (ODA)、②その他政府資金 (OOF) 及び③民間資金 (PF) に分類されている。以上述べてきたものは言うまでもなく、民間資金に位置づけられるものであるが、最後に公的資金 (ODA及びOOF) について触れることとする。

(1) 政府開発援助 (ODA : Official Development Assistance)

ODAは、国際的にも、ODAの対GNP比率が援助量の指標の一つとして示されており、先進国は、ODAの対GNP比0.7%を達成するよう努力することとされている。

我が国は途上国への経済開発及び福祉の向上等のために果たすODAの役割の重要性に鑑み、他の主要先進国のODAが厳しい財政事情等から伸び悩む中で、その拡充に努めてきており、援助量においては米国と並ぶ援助大国となった。我が国ODAのDAC諸国全体に占める割合も1970年の7%から88年には19%へと増大した。また、対GNP比率も88年に0.32%となっている。

(注) ODAは、公的資金による途上国への経済開発及び福祉の促進のための経済協力のうち、供与の条件が途上国にとって一定基準よりも緩やかなもの (グラント・エレメント25%以上) である。一般に公的部門による援助という場合にはODAを指すと考えてよい。

ODAには二国間で行うものと、国際機関（特に国際開発金融機関）を通じて行うものがあるが、我が国二国間ODAの地域的配分をみると、我が国との地理的、歴史的、経済的関係等からASEAN諸国及びその近隣諸国を中心とするアジア地域への援助量が多く、全体の概ね60～70%程度の水準で推移している。我が国としてはアジア以外の地域についても援助の拡充を図ってきており、特に現在経済的困難に直面しているアフリカ地域に対しては、ODAの配分を増やしている（1988年には全体の18%強を配分）。中南米諸国については、他の途上国地域に比べて所得水準が高く円借款供与適格国が少ないこと、累積債務問題によって国際金融機関との間で合意した経済調整プログラムの実施に問題が生じている、等の理由により資金協力を行う条件が整っていないことから、そのシェアは83年以降低下し続けており、88年には6%となっている。

我が国としては、途上国の健全な経済発展を支援していくことにより、今後ともその国力にふさわしい国際的責務を果たしていくべきものと考えられるが、このような観点からODAの実施にあたっては、それぞれの援助受入国の経済状況を勘案しつつ、援助受入国との対話等を通じて経済発展に真に役立つ、また、海外からの民間資金流入が容易になるように配慮することが望ましいと考えられる。この点については第2部 第2章 第3節で詳しく述べることにする。

(2) その他公的資金（OOF：Other Official Flows）

公的資金であってもODA以外のその他公的資金（日本輸出入銀行等が行う1年超の輸出信用、直接投資金融等及び国際金融機関が発行する証券の公的機関による取得）の流れを見ると、1985年以降はネットベースでマイナス（我が国への資金回収超過）となっており、85年に約3億ドル、86年に約7億ドル、87年に約18億ドルと年を追って回収超過が拡大してきた。88年は回収超過額が減少し、約6億ドルの回収超過となっている。

このように1985年以降回収超過が続いている主たる理由は、途上国における累積債務問題を背景とした資金繰りの悪化、経済調整政策実施による財政金融の引締め等の事情により、途上国向けプラント輸出が低迷し新規の輸出信用が伸び悩んだ一方で、既存プロジェクトに対する回収が依然として高水準にあるためである。特に87年については、円高の進展や低金利により期限前弁済が進んだことも回収超過額を増加させる原因となった。

このように1980年以前、OOFの中心的地位を占めていた輸出信用は減少しており、近年はこれに代わって日本輸出入銀行等が行う直接投資金融等（日本輸出入銀行が行うアンタイド・ローンや海外投資金融を含む）が増加の傾向を示している。即ち、直接投資金融等は後述の資金還流措置による日本輸出入銀行のアンタイド・ローンの供与が拡大したこともあり、86年、87年には約3億ドル、88年には約14億ドルの流出となっている。

なお、日本輸出入銀行では1990年4月から製品輸入金融の制度を拡充し、融資先を我が国に製品を輸出する外国の企業にまで拡大し、対象となる資金の範囲を我が国への製品輸入にかかる延払資金及びその製品の生産設備資金にまで拡大したところである。これにより、他の市場開放措置と相まって、我が国の途上国からの輸入が促進され、途上国経済の発展、債務問題の解決の一助となることが期待される。

6. 我が国の資金還流措置

(1) 650億ドル資金還流措置

我が国は1989年7月のアルシュ・サミットに際し、それまで行ってきた3年間300億ドル以上の資金還流措置を従前の3年間を含む5年間（1988年～92年）で650億ドル以上に拡充することを表明した。

このような資金還流措置を採るに至った背景には次のような考え方があつた。即ち、我が国の1980年代後半に顕著となった経常収支黒字から生じた資金は、主として国内の民間部門に帰属しており、何らかの政策的措置が採られない場合には、安全性を求めて米国を始めとする先進国に流れやすく、

債務問題に苦しむ途上国には還流しにくいものと考えられる。このため、我が国としては、限られた財政資金を活用するとともに、国際機関を介在させることにより、民間資金の参加を確保しつつ、我が国の民間資金と公的資金の途上国への流れを従来よりさらに拡大するための政策的努力を行うことが必要と判断された。この視点から87年5月、300億ドル以上の民間・公的資金の途上国への資金還流を図る措置がとられた。なお、この資金還流措置は、すべてアンタイドの条件で実施することとされている。

89年7月に拡充された650億ドル資金還流措置は、同様の考え方にに基づき新たに350億ドル程度を追加したものである。650億ドルのうち日本輸出入銀行による資金供与は235億ドル程度を、海外経済協力基金による資金供与は125億ドル程度を目途としている。650億ドル資金還流措置の特徴は、先進国間で合意された新債務戦略の円滑な実施のため、追加分のうち100億ドル以上を目途とする資金を日本輸出入銀行及び海外経済協力基金を通じて新債務戦略適用国に供与することとしたことである。

(2) 今後の資金還流政策

上記のとおり、我が国は、近年の経常収支黒字状況を踏まえ、経常黒字を国際機関の活用、公的部門による呼び水の資金供与等の政策的インセンティブを用いながら、途上国への資金還流に政策的努力を行ってきた。

しかし、最近の経常収支黒字は着実に縮小しており、今後の我が国の経常収支黒字の動向については見通し難い状況にある。仮に経常黒字が少なくなった場合、資金還流政策の在り方が問題となる。まず、途上国への援助（ODA）については、富める国から貧しい国への支援という観点から、経済力及び国際的な責任に応じた貢献を行うことが国際的にも一般的な考え方（例えば先進各国のODAの対GNP比0.7%目標というのはその一つの表れ）であり、経常収支いかにかわらず我が国として適切な規模のODAを確保していくことは必要であるとの考え方が多数である。

また、OOFの中にも経済協力的色彩を

有するものがあり、それについては、我が国としても応分の協力を継続することが適当であるとの指摘がある。

一般に、途上国への資金還流をはかる場合に、そのリスク負担の仕方として、民間部門がリスクを負う場合と公的部門がリスクを負う場合とが考えられる。民間部門がリスクを負う場合としては、オイル・ダラーの途上国への還流に際して果たした本邦銀行の役割がその例として挙げられよう。この場合、民間銀行はあくまでも自らの経営判断として、その役割を果たしたのであって、当然のことながらそのリスクも民間銀行自らが負っていたものである。

しかしながら、現在の債務問題の深刻な状況や過去の民間銀行の途上国への融資の経験等から判断すれば、受入国たる途上国側が民間資金フローを促進するために必要な環境整備を十分に行わない限り、我が国の民間銀行が、自らのリスク負担において、資金供給の役割を果たすことを期待することは困難であるとの意見が多い。公的部門が、直接的（我が国の公的部門が何らかの方法で資金調達し、直接途上国への資金供給で行う形）であれ、間接的（公的部門が民間部門のリスクを補完する形）であれ、途上国への資金供給リスクを負担すべきかどうかは、結局は、途上国における経済調整政策を前提として、公的負担で資金供給を行うべきかどうかという政策的判断の問題に帰結すると考えられる。

(注) 我が国において、公的部門が民間部門の途上国への資金供給についてのリスクを補完する制度としては、日本輸出入銀行による保証、貿易保険による海外投資保険、民間銀行の海外投資等損失準備金制度等がある。この場合の政策的判断の基準としては、次のようなものが考えられる。即ち、

- ① 途上国におけるどのような内容の資金需要がどの程度存在し、これに対する公的資金協力がどの程度必要とされるか、またどの程度可能か。
- ② 我が国の国際的立場に照らし、どのような政策を選択することが国際的に期待されているか。

これらを総合的に勘案して政策決定をす

る必要があると考えられる。

第2節 新債務戦略

1. 新債務戦略以前の累積債務問題への対応

1982年のメキシコの支払い困難に端を発する途上国累積債務問題への対応は、IMFの課するコンディショナリティ（短期的な総需要管理政策、財政収支改善、為替レート切下げ等のマクロ緊縮政策）の適切な実施とそれを前提とした民間銀行のニュー・マネーの供与であった。即ち、途上国がIMFの要求する緊縮政策を適切に実施すれば、経済状況は改善し、やがてはその途上国は資本市場に復帰できると期待されていた。実際、IMFを中心とした関係者の支援の下での債務国の経済調整努力、個別の債務救済交渉の進展及び先進国の景気回復等の外部環境の好転から1983、84年にかけて債務問題は鎮静化に向かうように思われた。

しかし、1985年以降、先進国の経済成長の鈍化、1986年初以降の原油価格等一次産品価格の低下等の外的要因に加え、債務国自身の構造調整の遅れなどから、メキシコ、ブラジル、アルゼンチン、フィリピン等の国において再び債務問題が顕在化した。

このような事態に対し、1985年9月のソウルでのIMF・世界銀行総会で、ベーカー米財務長官は、IMFのコンディショナリティのような緊縮的な経済調整だけでは債務問題は中長期的に解決できないとの認識に基づき、債務国自身の成長指向型の経済調整努力を前提として、債権国、民間銀行及びIMF・世界銀行等国際金融機関が協調してケース・バイ・ケースに債務国へのニュー・マネーの供与を増加するよう提案した（いわゆる「ベーカー提案」）。これは、債務国の経済政策について、これまでの短期的な国際収支改善を目指した経済引締め政策よりも長期的観点からの構造調整による経済成長促進に重点を置くべきであるとするものである。その背後には、累積債務の返済は、その国の経済成長率が、年々累増する債務残高の増加率よりも大きい場合に初めて可能になるとの考え方があった。更に1987年9月のIMF・世界銀行総会では、ベーカー米財務長官より、この提案を補完するものとして途上国への民間資金フローを促進するために債務の株式化等を含む、いわゆ

る「メニュー・アプローチ」の提唱があった。

このような動きにもかかわらず、民間銀行による新規融資はその後次第に先細り、一方で元本・利子の対外支払いが債務国にとって大きな負担となり、成長指向型の経済調整努力も思うように実効を上げないという状況となってきた。

2. 新債務戦略

こうした状況に対して、1988年9月の日本提案（いわゆる「宮澤構想」）、89年3月のレイディ米財務長官の提案等を踏まえて、89年4月のG7（7カ国蔵相・中央銀行総裁会議）において、いわゆる「新債務戦略」の大枠が合意され、7月のアルシュ・サミットでも首脳レベルで支持表明が行われた。

債務戦略の基本的考え方は、債務国の経済再建を図るべく国際機関、先進国政府及び民間銀行がそれぞれの立場から協力し、最終的には債務国経済の信認が回復され、以前と同様に民間から融資が受けられるようにすることにある。「新債務戦略」は、IMF・世界銀行により支援された中期経済調整プログラムを債務国が実施することを前提として、民間銀行に対する債務の削減、利払い軽減を行うことに重点を置いたものである。即ち、新債務戦略によれば、まず、①IMFと債務国との間で原則として中期の経済プログラムにつき合意する（重債務国の中では現在までのところ、メキシコ、ベネズエラ、フィリピン、コスタ・リカについて合意が成立）、②IMF及び世界銀行は債務国による経済再建プログラム実施を支援するため新規融資を特別に増枠する、③民間銀行の代表団は、この支援体制を前提にして債務国政府との間で債務削減、利払い軽減及びニューマネーのメニューを作成し、その後、各銀行はそれぞれ自己判断でメニューの中から具体的措置を選択する、④先進国政府の役割は、以上のような債務国と民間銀行との交渉、債務国に対するIMF・世界銀行の支援を前提にして、必要に応じて債務国への資金供与を行い、あるいは、IMF・世界銀行の融資方針決定に際してこれら機関への出資国としてその意思決定に参加すること、また、民間銀行の債務削減に際して、会計・租税上障害になることがあればこれを除去することとされている。

現在までのところ、新債務戦略に対する民間銀行の反応は一様ではない。一方では銀行業務の健全性の観点から、累積債務国へのニュー・マネーの供与に極めて慎重な立場をとり、当面は債務削減と途上国による自助努力及び公的機関による支援によって、再び債務国が民間資金へのアクセスを回復することを期待すべきだとする民間銀行の意見がある。他方、新債務戦略においてニュー・マネーを軽視する傾向があるが、ニュー・マネーを供給することによって初めて債務危機を脱することができるという事情は以前から変わっていない、とする意見もある。いずれにしても、新債務戦略適用国においては、関係者の支援を得ながら自助努力によって構造調整を達成し、可及的速やかに国際的信認を回復することが期待される。

第3節 開発途上国における新潮流

1. アジアNIEsの発展

第1章 第2節で述べたように、1980年代は中南米を中心とする重債務国にとっては「失われた10年」であった。これに対し、アジアNIEs及びASEAN諸国にとって、国によって差はあるものの80年代は「飛躍の10年」であった。

アジアNIEsは1960年代以降輸出志向型工業化政策を推進し、70年代後半には重化学工業化、また最近ではハイ・テク化を進めるなど輸出市場の需要に合わせて産業構造の高度化を図ってきた。このような積極的な工業化政策は、外国からの直接投資と相まって、高い経済成長を可能とし、経常収支黒字を生み出した。

例えば韓国においては、70年代には積極的な外資導入を行っていたが、80年代半ば以降経常収支の黒字転換に伴い、債務返済も着実にやってきており、対外純負債は89年末で29億ドルとなった。さらに近年は、経常黒字を背景に直接投資を中心とした資本輸出も積極的に行ってきた。韓国の資本輸出は現在のところ、ASEAN諸国向けの直接投資が中心となっている。これは、ウォンの切上げ、国内賃金の上昇等をきっかけに低コスト国の労働集約型産業への直接投資が増えているためである。このように、韓国は今や着実に資本輸出国としての地位を築きつつあるところ

である。

また台湾にあっては、1970年代後半には経常収支が黒字基調となり、80年代半ば以降大幅な経常黒字を続けている。このような経常黒字を基礎に、台湾もASEAN諸国を中心に直接投資を進めてきており、最近では、電気・電子産業においても組立て等労働集約的の工程をASEAN諸国等に移転する動きが見られる。このように、アジアNIEsは着実に経済発展を続けており、今や途上国を卒業しつつある段階を迎えている。

2. ASEAN諸国の発展

他方、ASEAN諸国もアジアNIEsに続く形で、輸入代替産業から輸出志向型産業育成へと転換を図っており、1970年代、80年代を通じ高い成長率を維持してきた。ASEAN諸国の特色は日本を中心とする外国からの直接投資を積極的に受入れ、工業化を図ってきたことである。特に最近では、アジアNIEsの労働コストの上昇や米国の一般特惠関税(GSP)の適用停止、対米ドルレートの上昇による輸出採算の悪化等から、我が国を中心に先進国からの直接投資が対アジアNIEsから対ASEAN諸国向けにシフトしてきている。特に最近の動きで注目されるのはタイである。86年以降、タイに対する直接投資はブームの様相を呈し、特に急激な円高に伴うタイへの生産シフトを進めてきた日系企業の比率が高まっている。さらに最近ではタイへの直接投資も労働力、インフラ不足等から一巡し、インドネシア等へと直接投資の重点が移りつつある、と指摘されている。

これらASEAN諸国では、フィリピンを除き、外国からの直接投資の受入れを梃子に工業化が急速に進展してきており、近い将来、アジアNIEsに仲間入りするとの見方もある。

3. 民営化等の動き

このように、アジアNIEs及びASEAN諸国の経済は、石油ショック等のいくつかの試練を乗り越え、着実な成長を続けており、今後一層の発展が期待されている。これらの国々の特徴として、国によって差はあるものの経済全体の中で民間部門の役割が増大していることが挙げられる。その代表的な動きが1980年代に入って顕著となっている公営企業の民営化である。民営化は、主として政府の

財政支出の削減（公営の赤字企業への財政補填の削減・廃止）及び民間部門の活性化を通じた経済の効率化（市場メカニズムの活用）を目的としている。既に韓国、シンガポールでは銀行業等において民営化が進展しており、また、マレーシア、タイ、台湾、フィリピンでも電力業、運輸業等において具体的検討を開始している。

明治以来の我が国の経済発展の歴史を振り返っても、当初公営企業として発足した基幹産業が、その後徐々に民間企業に払い下げられることによって民営化が進み、民間部門の拡大が図られ、それによる経済の効率化を通じて今日の我が国経済が形成されてきた。このような我が国の経験に鑑みれば、途上国としては今後、一層民営化を推進することによって、より効率的で開放的な市場経済に移行していくことが望ましいと考えられる。

また、本章第1節で述べたように、アジアNIEs、ASEAN諸国では徐々にではあるが金融・資本市場も整備されつつあり、今後とも規制緩和の方向に進むものと考えられる。

以上のようにアジアNIEs、ASEAN諸国がとってきた、あるいは現在行いつつある輸出振興型工業政策、民間部門の活性化や規制緩和による市場型経済システムの進展は、他の途上国にとっても発展の一つのモデルとなるものである。

第2部

我が国資本輸出の今後の在り方

第1章 我が国資本輸出の特徴

第1節 我が国資本輸出の通貨建の特徴

1. 我が国資本輸出の通貨建の現状

19世紀の英国も20世紀の米国も共に、資本輸出国としての地位を維持した時期には、自国通貨が基軸通貨として国際取引において広く使用されていたことが知られている。これに対して、現在は米国は資本受入れ国となり、日本及び西独が資本輸出国としての地位を固めているが、ドルは依然として基軸通貨として機能している。

現在の我が国及び西独の資本輸出の通貨建の特徴を比較してみると、日本は資産の3割強、負債の5割弱が円建となっている。一方、西独は資産の5割弱、負債の8割強がマルク

建となっており自国通貨建の比率が高くなっている。これはEC域内においてマルク建の取引の比率が高いことを反映していると考えられる。

2. 我が国資本輸出の通貨建の問題点

以上概観したように、我が国の資本輸出は、過去の英、米及び現在の西独と比較した場合、自国通貨建の比率が相対的に低く、為替リスクを資本輸出する側が負う割合が高い。

この問題については、貿易及びその他經常取引においてもドル建の比率が高い現状においては、經常収支黒字を背景とした資本輸出がドル建の資産に向かうことは自然の流れであり、また、外国為替公認銀行のようにドル調達・ドル運用の場合も為替リスクの問題はないとの指摘がある。一方、円投型の投資を行っている生保等については、確かに為替リスクは伴うが、リスク・ヘッジ手法の多様化によりリスクの軽減を図ることが可能であるとの指摘もある。

3. 今後の展望

リスク・ヘッジ手法の多様化により為替リスクはかなりの程度軽減できるとしても、為替リスク回避のためには、やはり基本的には資本輸出の円建比率の上昇を妨げている要因をとり除くことが重要であると考えられる。

借款については公的借款は勿論のこと、民間借款もある程度は円建となっている。他方、直接投資については進出先国の通貨建で行われることが自然であり円建比率の上昇は見込みにくい。

証券投資については、現状は円建比率が2割以下であるが、今後、円建比率を引き上げるためには海外市場におけるユーロ円債等の円資産の供給を増加させること及び東京市場においてサムライ債の発行を増加させることが重要と考えられ、そのための我が国資本市場の一層の整備が必要と考えられる。

なお、為替リスクを避けるためには、資産面のみならず負債面においても円建化を進めることが必要であり、このためには短期金融市場の整備が重要である。

また、資本輸出の円建化を促進するためには經常取引の側面も含め総合的に円の国際化のための環境を整備していく必要があるとの指摘がなされている。

第2節 我が国資本輸出の形態別の特徴

1. 我が国資本輸出の形態別の現状

我が国資本輸出を形態別にみると、大宗は依然として証券投資であるが、最近では対外直接投資の伸びが顕著となっている。資本輸出が本格化した1985年には長期資本収支の本邦資本に占める比率は、証券投資73%、借款13%、直接投資8%であったが、1989年には証券投資59%、借款12%、直接投資23%となっており、近年では直接投資のウェイトが高まっている。この背景としては、直接投資に関するノウハウの蓄積等が指摘されている。

歴史的比較でみると、証券投資中心の我が国の資本輸出は形態上は19世紀の英国型に近いものであるが、当時の英国の資本輸出が受入国の鉄道・運河等のインフラストラクチャーの整備等を通じ、その国の経済発展及び生産性向上に貢献したと言われているのに対し、現在の我が国の資本輸出は受入国の財政赤字ファイナンスといった経済の効率化・生産性向上に必ずしも直結しないものとなっているのではないかと指摘がある。

2. 証券投資中心の我が国資本輸出の評価

金利リスク、為替リスクの観点からすると、証券等の金融資産に対外投資が集中することは国全体の資産運用として望ましくないとの指摘がある。しかし、証券投資の流動性の高さ、リスク・ヘッジ手法の多様化等を考慮すると問題は必ずしも大きくないとも考えられる。

また、証券投資は短期間に大量のシフトが生じやすく、投資先国の金利変動を激化させる等、国際金融市場の不安定化を助長するおそれがあるとの指摘がある。しかし、短期間に大量のシフトが生じやすいということは、世界各国間の金利水準の違いを国際的な資金移動により短期間のうちに縮小させることができるということであり、却って国際金融市場の安定化に資するとも評価できる。米国向けの証券投資については、前述の通り、米国金利水準の高騰を防ぎ、米国経済成長の持続及び途上国債務問題の深刻化回避等の点において重要な役割を担ったとも評価されている。

3. 今後の展望

我が国経済の国際化に伴い、本邦企業の国際的業務活動は今後さらに進展し、そのため

の海外拠点の展開がさらに活発化すると考えられることから、対外直接投資の増加は今後も継続すると考えられる。即ち、企業のグローバル化は一旦動き出すと、それが一巡するまでは、我が国経常収支動向如何にかかわらず増加し続けるのではないかとの見方が有力である。また、投資形態の分散化の観点から不動産投資も引き続き増加するとの指摘がある。

他方で、投資摩擦の激化といった状況の変化がある場合には、これらの投資の進展が阻害され、投資の分散化に歯止めがかかる可能性も指摘されている。直接投資を行う企業側としても、投資摩擦を未然に防止するための一層の工夫が必要であると考えられる。

第3節 我が国資本輸出の地域別の特徴

1. 我が国資本輸出の地域別の特徴

我が国の資本輸出を地域別にみると1980年においては長期資本収支の本邦資本の50%弱に過ぎなかったOECD諸国向けの比率が、1985年から1988年までの4年間ににおいては80%以上、中でも米国向けが40%に上昇しており、途上国向けの比率は停滞している。

1989年の上半期についてみると米国向け28%、EC向け48%とEC向けのシェアが米国向けをはるかに上回っている。これは、ユーロ市場における我が国企業発行のワラント債の国内還流という特殊要因が働いていたことにもよるが、EC統合に備えたEC向けの直接投資の拡大や我が国投資家の国際分散化投資が高まってきている点も背景にあると指摘されている。

2. 今後の展望

今後については、我が国投資家の国際分散化投資意欲が高いこと、EC統合による経済活性化、東欧諸国の経済の自由化・民主化の動きに伴いこれらの地域向けの投資が活発化すること等から米国偏重の地域配分が変化するとも考えられる一方で、米国市場はその規模、投資対象の多様性・流動性の高さ等から依然として投資家にとって魅力ある市場であることから、米国向けのウェイトは今後も高い水準を維持するとの見方も強い。

また、現在のように基本的に我が国の対外投資を市場メカニズムに委ねていると、結局は安全性を求めて資金が先進国に集中し、最

も資金を必要としている開発途上国に十分な対外投資が行われにくくなる。しかしながら、長い目で見れば十分魅力的な投資機会が開発途上国に存在しており、途上国に民間資金が流れやすい環境の整備が重要であるとの指摘があった。

第2章 開発途上国への民間資金フロー円滑化の方策

第1節 受入国側における環境整備

途上国への円滑な投資を促進するためには、何よりもまず途上国の自助努力によって、自国への投資の魅力を高めることが不可欠である。そのための前提となるのが、その国の政治・社会の安定性である。途上国におけるクーデターや内戦、政治的混乱等政治的・社会的不安が海外からの民間投資の引上げ、停滞をもたらした例は枚挙にいとまがない。途上国におけるこれらの政治・社会不安は、人種・宗教的対立といった歴史的問題や所得分配の不平等等の社会システムや制度の問題から生じていることが多い。政治的・社会的安定を確保するためには、これらのいわば「負の遺産」を解決していくための改革（自由化、民主化、平等化等）が不可欠である。

適切なマクロ経済政策も重要である。一部の途上国に見られるように、年間のインフレ率が100%を超えるような場合には海外からの投資を期待することは困難であろう。インフレ抑制のためには財政赤字の縮減が極めて重要であり、また、安定的な財政・金融政策、現実的な為替相場の維持に努めることも肝要である。

さらに途上国において、経済活動の効率化を図っていくことが必要である。途上国においては1960～70年代、基幹産業を早急に育成するという政策をとったが、民間部門にはそれに対応できるだけの経営資源や資本が存在していなかった。このため、それらは公営企業として設立されたが、その後企業の非効率性が問題となり、輸出競争力のある効率的な企業経営を行うためには民営化による競争原理の導入が望ましいという見方が有力となってきた。そのような観点から、アジアNIEsを中心として公営企業の民営化を促進するとともに規制緩和を図り、競争促進的な経済シ

ステムに変えていく動きが一般的となってきたが、今後ともその流れをさらに促進していく必要がある。

途上国自身による資本蓄積も外資導入のための重要な条件である。途上国への直接投資の場合は、当初資金は外資で持ち込まれるが、その後の運転資金等については外資だけでは不十分であり、現地通貨に頼らざるをえない。このような現地での運転資金ニーズに応えるために現地資本の蓄積が必要であるが、そのためには国内貯蓄を増強する必要があり、貯蓄制度の整備や優遇策の採用等についても途上国において考慮されるべきであろう。

さらにそのような現地の資金調達を効率的に行うための金融・資本市場の発達も重要な前提となろう。また、途上国での金融・資本市場の整備・発展は、海外からのポートフォリオ証券投資等を活発化させ、資金流入の促進に資するものである。

途上国における通信、道路、港湾、工業団地等の産業インフラストラクチャーの整備・拡充が外資導入にとって重要な要素となることは言うまでもない。

また、こういった物的要素のみならず、質的にすぐれた労働力、技術の吸引力、マネジメント能力等人的要素も極めて重要である。特にハイテク産業では労働力の質が決定的要素となっている。このような広い意味での教育による人的資源の質的向上を図ることは、途上国にとって大きな課題である。

このほか、外資導入に関する直接的な規制、外資比率の段階的な引下げ要求、部品輸入制限（過度のローカル・コンテンツ要求）等の規制政策は、海外からの投資を阻害する。また、外資に対する内国民待遇が必要最低限の条件であることは言うまでもないが、さらに国際的な企業会計慣行の尊重、知的所有権の尊重、行政手続きの簡素化等も重要である。

このように途上国側において種々の投資受入れのための環境整備を行うことが重要であるが、これらを実施することは必ずしも容易なことではなく、その意味でも政治的安定と強いリーダーシップが必要とされよう。

我が国としても、国際金融機関とも連携し、途上国との政策対話等を通じて、途上国におけるこれらの環境整備の実現に向けて協力を

行っていくことが望まれる。

第2節 民間資金還流と公的資金の役割

我が国は従来から、途上国への資金協力の在り方として、公的資金協力については、原則として、途上国の所得水準に応じて、無償資金協力、円借款（貸付条件で譲許性の高いものから低いものに及ぶ）、日本輸出入銀行（輸銀）融資の順に段階的な対応を行っている。これにより、途上国は援助受入国の段階から卒業に至るまでの様々な各段階において、適切な資金協力を受けることが可能になってきたものと考えられる。

制度的にも、民間融資で対応困難なものについて輸銀融資、輸銀融資困難なものについて円借款で対応するという枠組みを維持するとともに、輸銀融資にあたってはできるだけ民間銀行との協調融資を行うこととしており、途上国の自立化に役立つよう配慮しているところである。

また、我が国から公的資金を供与するに当たっても、できる限り民間資金の円滑な流れを確保することにより、民間部門主体の途上国経済の発展に資するよう実施していくことが重要であり、次のような視点に配慮すべきとの指摘がなされている。

① 公的資金による民間投資の環境整備

人道的配慮によるODAの供与が重要であることは論をまたないが、途上国経済の全体的向上に資する為の公的資金の供与も一つの重要な視点である。もとより、我が国からの公的資金を途上国のどのセクターに重点的に配分するかということ、第一義的には、当該途上国政府自体の判断の問題である。しかしながら、途上国への直接投資を主体とする民間投資をさらに促進するためには、途上国における基礎的インフラ（教育、医療等）のみならず、経済インフラ（企業進出を容易にするための工業団地、運輸、通信等の経済インフラ）の整備に公的資金が向けられ、公的資金が民間投資と有機的な関連を持つことが望ましい。このような観点から、公的資金の活用についても途上国との政策対話を図っていくことが有益であると考えられる。

なお、上記のような公的資金の活用に

あたっては、それによって促進される民間投資が我が国からのものだけに限定されず、広く世界各国からの民間投資の促進に役立つよう考慮されるべきであるとの意見があった。

② 公的資金を呼び水とする民間資金の拡大

公的資金を触媒的に利用することにより、今後、より幅広い分野からの民間資金を吸収し、それを途上国に流していく仕組みを検討・活用することが有益と考えられる。

具体的には、これまでも日本国際協力機構株式会社（JAIDO）のように、民間投資の促進を図るためにODAの呼び水の出資が行われてきたが、このような仕組みは、途上国における民間投資のリスクの軽減を図りつつ、途上国の民間セクターの育成を支援することを狙いとしている。これらは特定企業に対する支援、我が国からの輸出促進等の問題を生じさせない限り、有益なものであると考えられる。特に、このような我が国の仕組みと途上国、とりわけ累積債務国における債務の株式化スキームとが上手く組み合わせられ、直接投資が促進される場合には、より大きな効果が期待されるものと考えられる。

第3節 国際金融機関の役割等

1. 国際金融機関の触媒機能

民間資金を途上国に円滑に流入させるには、IMF、世界銀行、アジア開発銀行、米州開発銀行（IDB）等の国際金融機関の果たすべき役割は大きい。

国際金融機関は、種々の機能を果たしているが、ここではそのうち、まず、触媒機能に焦点を当てる。

(1) 触媒機能を考えるに当たり、IMF・世界銀行の政策助言の役割に注目する必要がある。IMFは経済政策の健全性を確保するため、定期的に各国の経済状況をモニターする。また、途上国の調整計画を支援するため融資を行う場合には、経済政策上の目標を提示し、改善策の実施を担保する。世界銀行においても政策対話や、構造調整融資の機会に構造政策等の取り進め方につき助

言を行う。これらのIMF・世界銀行の政策助言が当該国の経済運営の信頼性を確保する上で大きな役割を果たし、民間金融機関からの融資を誘引する一つの基盤となっている。

- (2) 次に、世界銀行、アジア開発銀行、米州開発銀行等が直接に関与する触媒機能としては、以下の2つがある。即ち、一つは民間銀行の行うシンジケート・ローンに協調融資者として直接参加する直接協調融資である（世界銀行の民間銀行・二国間公的援助機関等との協調融資の最近5年間の平均は54億ドルに及び、1989世界銀行年度（1988年7月～1989年6月）には92億ドルに達した。これに応じた民間協調融資者の供与は最近5年間の平均で8億ドル、1989世界銀行年度では11億ドルとなっている）。もう一つは民間銀行の行うシンジケート・ローンに対する世界銀行の保証であるが、これは従来はかなり限定的なものに過ぎなかった。

世界銀行は触媒機能の強化のために、1989年、ECO（Expanded Co-financing Operations＝拡大協調融資）と呼ばれる新しいプログラムを導入した。従来の世界銀行保証は、世界銀行が民間銀行の肩代わりを行うこととならないよう、途上国に対する民間銀行融資の融資期間の長期化に資する場合に限り、民間銀行のこれらの国に対するシンジケート・ローンの後年度の償還部分について世界銀行が元本総額の一定限度の保証を行うというように、かなり限定的な運営が行われてきた。これに対し、新しく導入されたECOは、累積債務問題の発生以降、民間銀行が途上国向け融資全般に慎重になってきたという事情に鑑み、世界銀行の保証機能をより弾力的に発揮することにより、途上国による民間ローンへのアクセスを可能にすることを狙いとしている。すなわち、ECOにおいては、民間ローンへのアクセスがもう少しで可能となるような途上国に対して従来のようにローンの後年度の償還部分に限定されることなく、また、世界銀行の保証割合も拡大することによって、弾力的な保証を行おうとするものである。更に、民間ローンへのアクセス

が可能となった国に対しては、次のステップとして資本市場へのアクセスのための新たなファイナンス手法の開発を支援するというものである。その実施形態としては、民間銀行に対する保証や中長期の債券発行に対する保証等が挙げられる。現在、世界銀行当局においてECOの具体的適用のための案件選定が行われている。

このような世界銀行をはじめとする国際開発金融機関の触媒機能の拡充により、途上国への民間資金の流入の一層の拡大が期待される。

- (3) 国際金融機関の触媒機能には民間資金に対するものだけでなく、公的資金に対する触媒機能もあり、二国間公的援助機関との協調融資や国際開発金融機関相互間の協調融資が活発に行われている。例えば、公的資金の世界銀行との協調融資は最近5年間の平均で34億ドル、1989世界銀行年度では57億ドルにのぼっている。この中で国際開発銀行と日本輸出入銀行、海外経済協力基金との間の協調融資の拡大は意義深いものがあると考えられる。

2. 国際開発金融機関による途上国の民間部門に対する支援

世界銀行やアジア開発銀行、米州開発銀行が主として途上国政府又は政府機関に資金を供給するのに対して、途上国の民間企業に直接投資融資して市場メカニズムに基づく途上国経済の活性化を支援するのが、世界銀行グループの国際金融公社（IFC）、米州開発銀行グループの米州投資公社（IIC）である。アジア開発銀行では内部組織として民間部門局がある（民間部門課を89年に格上げして業務の強化を図ったもの）。

これらの機関は、途上国の民間部門に対する直接の投融資を行うだけでなく、途上国の現地企業・事業者等と海外からの投資者・資金供給者をつなぐいわば仲介役を担うことも多い。特に、これらの機関のなかでも設立の一番古いIFCは、第1部第5章第1節で述べたように、1984年のコリア・ファンド以来、数多くの途上国向けカントリー・ファンドの設立、引受けの実績を挙げているほか、途上国における資本市場の育成のための助言を行うなど広範囲の業務を展開している。

我が国は、こうした活動を通じて途上国の経済発展に貢献しているIFCの役割の重要性に鑑み、IFCに対する資金協力を拡充するとともに、我が国の出資シェアを我が国の経済力を反映して、これまでの第5位から第2位に引き上げるための追加出資について、国会の承認を条件にこれに応ずることとしている。

IICは、米州開発銀行（IDB）の姉妹機関として、ラ米諸国の民間中小企業への投融資による域内経済の開発を促進するため、1986年3月に設立された機関であるが、我が国は域外国として第1位の出資（シェア3.1%）を行うなど、その活動に積極的に貢献している。

また、アジアでの民間部門に対する投融資の拡充を図るために、1989年には、アジア開発銀行、先進国・アジア諸国の民間金融機関の出資によりアジア金融投資会社（AFIC）という投融資会社が設立されたところであるが、アジア開発銀行民間部門局による業務展開と相互に補完し合うことにより、設立の目的が達成されていくことが期待される。

3. 投資保証（MIGA、海外投資保険等）

途上国に対する民間直接投資については、戦争や収用といった非商業的リスクがネックになることもある。そのため1988年、世界銀行グループのなかに多数国間投資保証機関（MIGA）という、非商業的リスクの保証を行うことにより、途上国への直接投資を促進することを目的とする機関が設立された。MIGAが保証の対象としている非商業的リスクは、投資受入国政府による外貨送金制限、投資受入国政府による収用等による権利剥奪、投資受入国政府による契約違反で司法救済を受けられないもの、並びに戦争・国内争乱に係わるものである。MIGAは、業種および対象となるリスクによって、保証額の0.3%から1.5%の保険料率を課し、保証期間は原則15年である。

MIGAは上記の保証業務と並び、もう一つの重要な業務として、政策助言業務を行っている。これは、途上国への直接投資を促進するため、これらの国の投資環境を整備するための技術援助（投資阻害要因の分析、法規制の在り方の助言等）である。保証業務と政策助言業務とは、途上国に対する直接投資の促進を目的としているMIGAのいわば車の両輪

といえるものである。なお、MIGAの加盟国は57カ国にとどまっている（1990年4月末現在）。

一方、海外投資保険は、対外直接投資を公的に支援する制度の一つとして設けられ、アジア・中近東を中心として主に途上国向け投資に利用されている。この保険は任意加入の国営保険であり、この対象となる投資は企業が海外での事業に出資した場合だけでなく、融資、社債取得等も含まれる。こうした投資について、投資先が戦争、内乱等により破産した場合、その損失額の90%まで、また経営上の失敗で破産した場合には40%までが補填される。

海外投資保険は貿易保険法に基づく貿易保険の一種であるが、貿易保険は累積債務問題発生以来、保険金支払いの増加によって財政基盤が悪化しているため、先般、一般会計からの大幅な繰入れが行われたところである。なお、我が国からの民間資金フローの拡大を通じて、途上国の経済成長に資するため、経済構造調整を実施している債務国の経済開発に寄与する案件については、その引受を弾力化するための措置をとったところである。

また、日本輸出入銀行の保証制度も民間貸付を支援するための制度の一つであり、民間銀行との協働の場合に活用されている。

4. カントリー・ファンドの活用

前述の通り、カントリー・ファンドは途上国への民間資金フローを促進する有力な手段の一つとして期待されている。今後、途上国において組入れ対象となりうる上場優良株式が増大し、カントリー・ファンドが一層有効に活用されることによって、途上国への民間資金フローが促進されることが期待される。そのような観点からも途上国における公営企業の民営化が進展し、株式の新規供給が増大することが期待される。

なお、現在のカントリー・ファンドの組入れ対象は途上国企業の株式を中心としているが、途上国への直接投資の促進の観点から組入れ対象を多様化した新しいタイプのファンド設定の可能性も今後の検討課題の一つではないかとの意見があった。

第4節 その他開発途上国への民間資金フロー円滑化の方策

我が国からの民間資金フロー、特に直接投資を促進するための環境整備として、投資保護協定、租税条約等の締結は重要な意味を持っている。

投資保護協定は、投資先国、特に途上国における進出企業に対する国有化等の不安を取り除き、投資先国との間で経済的安全保障を確保することによって対外直接投資を保護・促進するために締結されるものである。我が国は、既にエジプト、スリランカ及び中国との間で投資保護協定を締結しており、現在ASEAN 4カ国（マレーシア、タイ、フィリピン、シンガポール）、パキスタン及びトルコとの間で交渉が進められているところである。なお、東欧民主化の動きの中で、ポーランド、ハンガリー等から投資保護協定締結の要請があり、我が国としても東欧支援の一環として積極的に対応することが望まれる。

租税条約は、国際的な二重課税を排除することにより、締結国間の経済・文化交流の安定と円滑化を図ることを目的とするものである。国際的な課税関係を明確化することは、途上国への直接投資を促進するための環境整備に大いに資するものと考えられる。我が国としては現在36カ国との間に租税条約を締結しているが、その中にはアジア10カ国（中国、韓国、タイ、マレーシア、インドネシア等）、アフリカ2カ国（エジプト、ザンビア）及び東欧4カ国（ハンガリー、ポーランド等）が含まれている。今後とも、我が国としては租税条約の締結及び必要に応じた改定を引続き推進していくことが望まれる。

顧みると、我が国は明治以来近代化に向けて経済開発を進め、今日の姿に発展してきた。今や我が国は一人当たりGNP、対外純資産額等において世界の最前列に位置するに至っている。ここに至るまでには我が国固有の事情があったことも事実であるが、他方、我が国経済発展の原動力となった経営ノウハウ、人材育成等の経験の中には、現在の途上国にとってもその問題解決の一助となりうるものが少なからずあるように思われる。こうした経験が途上国のイニシアティブによりその経済発展に生かされるような方策がとられるこ

とが望ましい。その意味からも我が国からの直接投資が大きな役割を果たすことが期待される。

結び

1980年代、我が国は、大幅な経常収支黒字を背景として対外投資を活発に行い、今や対外総資産、純資産いずれでも世界最大の債権国となっている。しかしながら、近年我が国経常収支黒字は絶対額、対GNP比とも漸減してきており、それに伴って、長期資本輸出もグロス・ベースでは依然として活発であるものの、ネット・ベースでは減少しつつあり、一つの転機を迎えているとの見方も出ている。

こうした中で、海外に目を転ずると、近年東欧の経済改革、東西両独経済の統合、1992年に向けてのEC統合等の動きが活発化しており、それぞれの地域では旺盛な投資需要を背景に徐々に資金不足が顕在化しつつある。他方、米国の貯蓄不足は少しずつ改善してきているものの、現在のところ米国内の投資・貯蓄ギャップが急速に解消される徴候はみられない。

このような状況の下で世界経済は今後、貯蓄不足の時代を迎えるとの意見が有力となってきており、資金供給国としての我が国の役割に対する期待が高まりつつある。

我が国としては、貴重な貯蓄資金を内外においてどのように有効に活用していくのが今後の重要な課題である。

（出所）『我が国資本輸出をめぐる諸問題について 外国為替等審議会一国際金融取引における諸問題に関する専門部会中間報告一』（平成2年、社団法人金融財政事情研究会）1-79ページ

11-72 外国為替等審議会答申

「対内直接投資等及び技術導入契約の締結等において、事前届出に係る取扱いの基準の明確化及び事後報告制の導入を図ること」

1991（平成3）年1月25日

内閣総理大臣 海部 俊樹 殿
大蔵大臣 橋本龍太郎 殿
文部大臣 井上 裕 殿

厚生大臣 下条進一郎 殿
 農林水産大臣 近藤 元次 殿
 通商産業大臣 中尾 栄一 殿
 運輸大臣 村岡 兼造 殿
 郵政大臣 関谷 勝嗣 殿
 労働大臣 小里 貞利 殿
 建設大臣 大塚 雄司 殿

外国為替等審議会
 会長 平岩 外四

答申書

平成3年1月25日付蔵国第183号をもって諮問のあった「対内直接投資等及び技術導入契約の締結等において、事前届出に係る取扱いの基準の明確化及び事後報告制の導入を図ること」に関する当審議会の意見を下記のとおり答申します。

記

対内直接投資等及び技術導入契約の締結等において、事前届出に係る取扱いの基準の明確化及び事後報告制の導入を図ることについて

外国為替及び外国貿易管理法第26条及び第27条に規定する対内直接投資等並びに同法第29条及び第30条に規定する技術導入契約の締結等については、内外の資本交流の一層の円滑化を図る必要性が高まっていること等からみて、制度をより開放的かつ透明なものとするため、事前届出に係る取扱いの基準についてOECD（経済協力開発機構）の「資本移動の自由化に関する規約」及び「経常的貿易外取引の自由化に関する規約」を踏まえて明確化するとともに、現行の事前届出制を原則として事後報告制とすることが望ましい。

（出所）『第15回大蔵省国際金融局年報 平成3年版』（平成3年9月30日）325ページ

11-73 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会
 「途上国等への民間資金フロー円滑化のための諸方策について」
 一「我が国資本輸出をめぐる諸問題について」第2回報告一

1991（平成3）年5月24日

外国為替等審議会「国際金融取引における諸問題に関する専門部会」委員名簿

部会長 大場 智満 （国際金融情報センター理事長）
 部会長 飯田 経夫 （国際日本文化研究センター教授）
 代理 天野 順介 （三菱電機専務取締役）
 委員 石原 秀夫 （日本興業銀行副頭取）
 岩崎 文哉 （日本輸出入銀行理事）
 梅本 章夫 （東京銀行専務取締役）
 大島 昭壽 （住友商事副社長）
 大山 昊人 （東京国際大学教授）
 奥田 碩 （トヨタ自動車専務取締役）
 笠井 和彦 （富士銀行常務取締役）
 神崎 泰雄 （日興証券副社長）
 神田 秀樹 （東京大学助教授）
 鬼頭 誠一 （三井物産顧問）
 小島 明 （日本経済新聞社論説委員）
 児玉 晃 （農林中央金庫常務理事）
 小林 幹司 （日本生命専務取締役）
 小山 敬次郎 （日本経済団体連合会常務理事）
 須田 美矢子 （学習院大学教授）
 外村 仁 （野村證券専務取締役）
 永島 旭 （日本銀行国際局長）
 西村 吉正 （中央信託銀行常務取締役）
 矢澤 富太郎 （太田昭和監査法人会長）
 依田 直 （東京電力副社長）

はじめに

1. 当専門部会においては、一昨年10月より「我が国資本輸出をめぐる諸問題」について審議を開始し、我が国が経常収支黒字を背景に資本輸出国として内外から注目を集めている状況の下で、我が国として1990年以降いかなる歴史的役割を果たすべきかについて議論を行い、昨年5月に中間報告を取りまとめたところである。
2. 中間報告においても明らかにしたところであるが、1980年代における国際的な資金の流れは、先進国間の資金フローが大幅に増大したこと、西側先進国からそれ以外の地域への資金の流れが減少したことを特徴

としている。しかも、東欧諸国の経済改革の進展、両独統合等により、これらの地域の資金ニーズが高まっているとの指摘がある。更に中間報告後に起こった湾岸危機により非産油途上国や東欧の資金不足が一層深刻化するとの見方が強まるとともに、同戦争終結に伴う湾岸地域復興のための資金ニーズが加わっている。しかしながら、西側先進国以外の途上国等においても、長期的に見れば十分に魅力的な投資機会が存在しているとの指摘もあり、我が国としても途上国等への民間資金フロー円滑化のための環境を整備することが重要であると考えられる。また、このことは、世界経済全体のバランスのとれた発展のためにも貢献するものであると考えられる。

3. このような背景から、当専門部会は、昨年10月より我が国から途上国等への民間資金フロー円滑化のための諸方策を中心に審議を開始し、委員、参考人からの意見聴取及び委員による討議のための会合を11回開催し、ここに第2回報告を取りまとめたところである。

(注) 本報告において、途上国等とは、南アフリカを除く全てのアフリカ、アメリカ合衆国及びカナダを除く全てのアメリカ、日本を除く全てのアジア、オーストラリア及びニュージーランドを除く全てのオセアニア、並びにヨーロッパのうちアルバニア、キプロス、ジブラルタル、ギリシャ、マルタ、ポルトガル、トルコ、ユーゴスラビアといった途上国(OECD開発委員会統計基準による)にソ連及び上記以外の東欧諸国を含めた国及び地域をいう。

第1部 最近における世界の資金フロー

第1章 最近における我が国の国際収支

我が国の経常収支黒字は、1986年度に941億ドル(対GNP比4.5%)とピークに達した後、87年度以降縮小に転じ、89年度の黒字幅は534億ドル(同比1.9%)、90年度は338億ドル(同比1.1%)と大幅に縮小した。経常収支黒字縮小の背景としては、堅調な内需や海外現地生産化等による貿易収支黒字の縮小及び海外旅行者数の大幅な増加を主因とする旅行収支の赤字拡大等による貿易外収支の赤字の拡

大などが挙げられる。

また、長期資本収支の流出超幅については、1986年度に1,447億ドルとピークに達し、その後も大幅な流出超を計上していたが、90年度には、内外金利差の縮小、国内資金需要の増加、内外証券市況の低迷等から、対外証券投資の流出超幅が大幅に縮小したこと等により、前年度の997億ドルから169億ドルへと急減した。

(注) これまで、経常収支黒字を大幅に上回る長期資本の流出超が継続し、これを主に金融勘定の外国為替公認銀行部門の赤字(資金の流入)によってファイナンスするという構造がみられたが、1990年度においては、これが逆転し、経常収支の黒字より長期資本の流出幅が小さくなり、これに対応して、金融勘定の外国為替公認銀行部門も、140億ドルの黒字(資金の流出)に転換している。

今後の我が国の経常収支については、中間報告でも指摘したところであるが、我が国企業の海外現地生産化が一層進展していくこと、内需指向型への産業構造の転換が進んでいること、人口の高齢化や労働時間短縮により家計貯蓄率が今後緩やかに低下していくこと等、黒字幅を縮小させる要因がある。しかしながら、我が国企業の国際競争力、特にハイテク分野における競争力の強さ等、黒字幅を拡大させる要因がある。為替レートの状況にもよるが、総じてみれば、仮に今後、黒字幅が増加するとしても、GNP比でみればさしたる増加とはならず、また、赤字基調になることもないのではないかとの見方が多数であった。なお、一部には、人件費の高騰、合理化投資によるコスト・アップ等のため、産業部門によっては国際競争力を急速に失い、経常収支黒字が短期間に減少し、赤字状態になるおそれがあるとの見方もあった。

また、今後の長期資本収支については、現在の円の水準を前提とすると、国内の労働需給の逼迫、市場に近接した拠点展開の必要性等の要因を考慮すれば、高水準の直接投資が引き続き見込まれ、また、海外での資金需要の強さや、我が国投資家のポートフォリオ多様化の傾向等を踏まえれば、証券投資についても流出基調が続くことが見込まれるところ

であり、これらを中心に資本純流出の傾向が続いていくのではないかと意見が多かった。

第2章 最近における世界の資金フローの変化

アメリカでは、財政赤字は依然として大幅(1990年度、2,200億ドル)であるものの、赤字削減努力が行われており、また、1985年以降のドル安基調により輸出が伸長し、経常収支赤字は着実に減少しており、90年には1,000億ドルを割り込んだ。ドイツでは、旧東ドイツ地域における需要の増大及び生産減により、経常収支黒字は大幅に縮小し、91年1～3月は赤字となっている。このように日本を含め、先進国間の対外不均衡は縮小の方向にある。

また、先進国から途上国等への資金のネットトランスファーは、途上国等への新規の資金フローの減少、途上国等の元利返済増のため、1984年来マイナスとなっていたが、90年には新債務戦略に伴う公的借款の増加やメキシコなど一部の債権国に対する新規の民間融資等により、久しぶりに若干のプラスとなっている。

しかしながら、今後の世界経済においては、従来からの途上国の開発需要等に加えて、東西ドイツの統合、ソ連・東欧諸国の経済改革等により、旺盛な投資需要が予想されていたところに、さらに湾岸戦争後の復興需要も加わることとなった。ただし、これらの需要の規模については、例えば旧東ドイツ地域のインフラ整備、産業設備再建等のための投資需要や、湾岸戦争後のクウェートにおけるインフラ再建や石油関連施設の修復等の復興需要等について、金額的にかなり幅のある見通しが存在する状況である。また、これらは、いわば潜在的な需要であり、このうちの程度の金額がどの位の期間にわたって具体的な資金需要として現われてくるかについては、世界経済の情勢、当該国における信用力の改善や市場経済への移行状況等によるところが大きい。例えば、少なくとも当面は、ソ連・東欧諸国については、海外から受け入れた資金を有効に活用する体制が整っておらず、投資需要が直ちに顕在化するとは考えられな

いし、湾岸地域についても経済再建には相当の時間がかかるとの意見が多かった。しかしながら、これらの需要は、現在は潜在的な需要であってもいずれ顕在化していくと考えられ、今後、世界的に資金需要が拡大していくことは確かであると考えられる。こうした中で、途上国等の開発需要については、累積債務問題等を背景とするリスクの高さ等により、先進国地域等他の投資需要に比べて一層先送りされるおそれがあるとの見方がある。

第3章 世界的な対応策と我が国の役割

今後、世界の投資需要が現実の資金需要となって現われてくる際に、これに適切に対応するためには、世界的な貯蓄の増強が必要であり、このためには、特に主要先進国が、財政赤字の削減に引き続き努め、また民間貯蓄の増強のための構造政策を推進していくことが重要である。また、経済成長は安定的な貯蓄増強に資するとの観点から、我が国をはじめ主要国が、今後とも、インフレなき持続的成長を目指すことが重要である。

一方、世界的な資金需給のバランスの変化の中で、国際金融資本市場の信用創造機能の低下により、経済調整努力を重ねている途上国等に必要な資金が流れていくかどうか、更には、アメリカの経常収支改善に伴い、国際的な流動性の供給が確保されるかどうかといった国際流動性の供給面の問題が最近とみに指摘されている。このような状況の下で、途上国等に対しては、これらの国の経済調整の努力を促進するような形で国際流動性を供給していくことが現下の課題となっている。このためには、経済調整プログラムの実施を前提としたIMFによる資金供給の役割が従前にも増して重要となっており、IMFの第9次増資の早期発効を実現するとともに、一時的な措置として、新規に配分されたSDRをIMFによる支援の拡充のために活用することや、例外的な事態への対応策としてのGAB(一般借入取極)を発動することなど幅広い対応策につき柔軟に検討しておく必要がある。

これまで、我が国は、経常収支黒字状況をも踏まえ、途上国等への資金還流に政策的努力を行ってきた。今後、仮に、従来のような大幅な経常収支の黒字が見込まれないとして

も、我が国の対外純資産の規模等からして我が国経済の対外信用力が維持される場合には、我が国は引き続き、国際的な資本や資金の流れを仲介する機能を発揮することができるのではないかと考えられる。そのためには、途上国等や国際機関が東京市場でより円滑に資金調達を行えるような措置を含め、我が国の金融・資本市場の一層の自由化・国際化、円の魅力向上による円の国際化、国際金融業務ノウハウの蓄積や外貨流動性のリスクの把握等、我が国としても環境整備に努力することが必要と考えられる。

第2部 途上国問題と民間資金フローの役割

第1章 途上国等の資金ニーズ

途上国等の経済社会を開発し、貧富の格差を減少させることは、世界の平和と繁栄にとり不可欠である。途上国等の健全な経済発展なくして世界の発展はあり得ず、また、途上国等の開発投資、経済発展が停滞し、他の地域との格差が拡大すれば、政治的不安定、地域紛争の激化を招き、世界経済の攪乱要因となる可能性もある。このような観点から、先進国は、途上国等への支援に関し、その国力にふさわしい国際的責務を果たす努力を行う必要がある。途上国等の資金ニーズは、その経済社会の開発段階に応じて様々であるが、目的に応じて大きく分けてみると、経済発展や民生向上の基礎となるインフラストラクチャーの整備のための資金ニーズと、民間部門を中心とする産業設備等への投資のための資金ニーズに分類しうると考えられる。インフラストラクチャーについては、安定した社会状態を維持するための社会インフラと、産業設備等への投資に直接関連する経済インフラに大別しうる。産業設備等への投資については、製造業部門のみならず、金融・貿易関連等非製造業部門への投資ニーズも考えられる。もちろん、この他にも累積債務国の債務返済や経常収支ファイナンス、財政赤字ファイナンスのための資金ニーズ等もあるが、途上国等の経済発展のためには、インフラストラクチャーと産業設備等への投資資金をいかに確保していくかが重要である。

また、途上国等の資金ニーズは、経済の発展段階、政治・社会状況等により様々であり、

それぞれの国、地域の状況に応じ、最も必要とされる資金が適切に供給される必要がある。途上国等を地域グループ別にとらえ、資金ニーズの傾向を例示的に示すと以下の通りである。

(1) ANIEsとアセアン諸国

歴史的にみると、産業化は、イギリスから他のヨーロッパ諸国、アメリカと波及し、日本に到達した後、さらに日本からANIEs、続いてアセアン諸国へと波及し、東南アジアは、現在、ダイナミックに発展しつつある地域と言える。特に、最近のアセアン諸国においては、直接投資の増大等外国民間資金の流入が活発化し、輸出産業を中心に経済成長が続いている。文化的、社会的側面に着目すると、東南アジアの多くの国では、貧富の差が相対的に小さく、競争原理が比較的円滑に機能したと見ることもできるであろう。

これらの地域は、対外借入れについては、債務の累積を避けるため慎重な姿勢をとっており、今後とも、一般的な商業ベースの借入ニーズよりも、輸出産業を中心として、技術移転や雇用創出に効果のある直接投資へのニーズが大きいものと見込まれる。また、証券市場育成のため、カントリーファンドを活用して証券市場への資金導入を図っている国もある。

他方、アセアン諸国では、直接投資の活発化を背景とした投資ブームにより、道路・通信等のインフラのボトルネックが顕在化しており、インフラ整備のための資金ニーズも増大しつつあると考えられる。

(2) 中南米諸国

中南米諸国は、累積債務問題を抱え、インフレ、失業等経済情勢が悪化し、政治的不安定が激化するなど、1980年代は失われた10年間と言われている。殊に、輸出産業育成よりは、国内産業保護の観点から輸入代替路線を維持した国では、規制緩和を徹底できず独占・寡占化が進行し、為替レートにも過大評価の傾向が見られる。

また、貯蓄率の差が投資資金調達の差をもたらし、経済成長に影響を及ぼしたことも考えられる。インフレ率の高い国では、インフレが昂進する過程で実質預金金利が低下し、実物資産への貯蓄や資本逃避（キャピタル・

フライト)が助長されたのである。

現在、中南米諸国においては、IMF・世界銀行等との協議を踏まえ、財政・金融改革、貿易自由化・外資導入政策、民営化等は各般に及び、経済構造調整政策が進められている。特に、最近では、メキシコ、チリ、ベネズエラなどについては、経済構造調整政策が成果をあげつつあるという、積極的な市場の評価もみられる。しかしながら、一般的には、累積債務問題のため海外からの新規融資は引き続き期待できない状況にあり、新債務戦略等による支援を通じ経済構造調整策を進め、再び国際金融・資本市場へのアクセスを回復する努力を行うことが重要と考えられる。また、直接投資拡大に取り組む動きや、民営化に伴う株式公開に関し、外資導入を積極的に図る動きも見られる。

(3) 中国

中国では、計画経済と市場経済を統合した経済体制が目標とされており、市場の役割の拡大、財政赤字の削減が重要課題となっている。

対外経済面では、ANIEs、アセアン諸国を念頭に置いて輸出志向型工業化政策を進めており、経済特区を中心に外資誘致に積極的である。香港、台湾、韓国との経済関係強化を図り、中国の隣接地域との間で経済圏が形成されている。今後とも、輸出産業を中心に直接投資へのニーズは大きいものと予想される。また、インフラ整備のための資金ニーズは依然として大きいと考えられる。

(4) 中近東

湾岸戦争後のクウェートの復興需要は、道路、港湾等インフラの整備、石油関連施設の修復、市街地の復興に大別できる。クウェートは、相当額の金融資産を有していることもあり、信用能力に問題はないといわれているものの、当面は数百にのぼる油井の消火作業に全力をあげる必要があること、また、湾岸等のインフラやマネジメント能力には自ら制約があることから、復興需要が一気に有効需要となることは考えられない。また、イラクについても、現在の政治・経済情勢からみて、米国を始め西側各国からの支援が行われる状況にはないとされている。

(5) その他の途上国地域

アフリカ、東南アジアの多くの国では、産業基盤が十分に整備されておらず、教育、医療等の社会インフラも含めて拡充する必要がある、一般の民間の投資が活発化するためには、このような投資環境整備が不可欠である。

(6) 東欧諸国・ソ連

東欧諸国では、市場経済への移行に当たり、市場原理、民営化のスローガンと現実のギャップが大きい。一般的に、財産、特に不動産の所有権の法的地位が不明確であり、投資家は国家による接収に懸念を有している。西側先進国との産業設備、インフラ、技術、経営、マーケティングの格差も大きく、その格差を縮めるための資金ニーズ及び、技術、ノウハウへのニーズは大きいと考えられる。東欧諸国は、市場経済への移行の過程で、直接投資の導入を推進しており、また、民営化に伴う株式公開に際し、外資導入を期待しているが、多くの西側企業は、当面、政治・経済改革の推移を見守る必要があるとの姿勢をとっている。

東欧諸国については、当面、IMF・世界銀行等の経済改革への知的・資金的支援の他、新たに設立された欧州復興開発銀行 (EBRD) を中心として支援が行われることが期待される。我が国についてみると、東欧諸国は、これまで地理的・歴史的、あるいは、人的・経済的な関係が他地域と比べ相対的に希薄な地域であるので、EBRDを我が国の支援の中核としていくことが、効率的かつ有意義であると考えられる。東欧諸国において、市場経済への移行が円滑に進むためには、民間部門の育成・強化が不可欠であり、この観点から直接投資や技術移転が重要な役割を果たすと考えられる。例えば、欧米との協力による我が国からの直接投資が、EBRDの情報提供等を通じて行われることも期待される。

ソ連については、市場経済への移行に当たって東欧諸国と同様の問題があるほか、民族問題等政治的不安定や混迷する経済改革と経済情勢の悪化から、西側企業の対ソ投融資には、当面、東欧諸国以上に厳しいものと見受けられる。

第2章 途上国等への資金フローの現状

途上国等への資金フローは、二国間政府開発援助・国際機関の融資等の公的資金フローと、直接投資、民間融資、証券投資からなる民間資金フローに大別される。世界銀行のワールド・デット・テーブルによれば、途上国等への資金のネットフローは、債務問題が顕在化する以前の1980年に828億ドルであったのに対し、民間融資等の減少に伴い総額も減少し、1990年には710億ドルと見込まれている。また、その構成についても、1980年には民間融資等のシェアが50%、直接投資のシェアが11%であったのに対し、1990年には、公的資金フローが66%、直接投資のシェアが31%と見込まれており、民間融資等のシェアはごくわずかとなっていることが特徴的である。

途上国等の資金ニーズのうち、経済発展や民生向上の基盤をなすインフラの整備は、直接的な収益を生まないため、一般的には公的資金に依存する度合いが大きく、これにより、民間資金フローのための投資環境が整備されることが期待される。これに対し、民間部門を中心とする産業設備等への投資については、商業的な採算が取れ、企業経営者のノウハウが生かせる分野であり、民間資金フローが重要な役割を果たすものと考えられる。民間資金フローの中でも、とりわけ直接投資は、対外債務を増加させることのない新規資金の流入であるばかりでなく、途上国等の民間経済活動の活性化や技術・ノウハウの移転に貢献し、高い開発効果が期待されることから、今後一層その重要性が増すものと考えられる。ただし、国際金融市場で調達された資金によりインフラを整備するケースがあるほか、最近では、BOT方式のように、インフラ整備に外国民間資金の導入を図る例が見られる。また、日本輸出入銀行・海外経済協力基金のツーステップ・ローンのように、二国間の公的融資の中には、民間部門の開発を目的とするものもある。国際機関の中でも、IFCのように民間部門への投融資機能や民間部門への投資を促進する機能を積極的に果たしているものもある。

いずれにせよ、途上国等の資金ニーズの内容に応じ、公的資金と民間資金がどのような

役割分担を行うかについては、途上国等の発展段階や市場からの資金調達能力に応じて決まってくることでもあり、今後一層、途上国等の実情に適したアプローチをとることが重要と考えられる。

第3章 民間資金フロー促進及び有効活用のための環境整備

第1節 途上国等の自助努力

民間資金フローは、商業的判断に基づいて決定されるものであり、その流入のためには、収益性を確保するための前提として、政治的安定性、民族・宗教問題を含めた社会的安定性が必要である。更に、私有財産や契約の不可侵、法的安定性の保障、節度ある財政・金融政策及び資本移動の自由等が重要であることは言うまでもない。

ところで、途上国等は、いずれは、国内貯蓄を中心に成長を高める過程に移行することが必要であり、そのためには、しっかりとした開発成長政策の策定と遂行が必要である。このような適切な経済政策の実施は、国際機関や先進国からの支援を受けるための前提条件であるばかりでなく、それが民間資金フローを促し、産業の輸出力が向上すること等によって中長期的な経済発展に結びついていくのであり、この面での途上国等の自助努力は極めて重要である。

内外からの投資を促進するための具体的な投資環境整備という面で、規制緩和、外資優遇策、インフラ整備、人材育成、金融・資本市場の整備等をあげることができる。金融・資本市場の整備・発展は、貯蓄を促進するとともに、貯蓄を生産的なプロジェクトに振り向けることを可能とし、経済成長を促すという観点からも重要である。また、国内の貯蓄を高めるためには、一般大衆への貯蓄の奨励、税収の確保等が重要である。

多くの途上国においては、基幹産業を早急に育成するとの政策をとり、それらは、公営企業として設立されたが、その後こうした公営企業の非効率性が問題となっている。このため、開発政策の一環として、公営企業の民営化を含め、途上国等の民間部門の開発・発展を図り、経済活動の効率化を図っていくことが、開発政策の一環として基本的に重要で

あると考えられる。現在、途上国等においては、このような民営化・民間活力活用の努力が行われており、外国民間資金の導入を容易にするためにも、今後ともその流れが一層促進されることが望まれる。

(注) 例えば、アセアン諸国の中では、電話会社の民営化を90年11月に実施したマレーシアをはじめ、各国で通信、電力、航空等基本インフラに係わるような国営企業の民営化が作業中である。また、メキシコ、ブラジル、アルゼンチンにおいても民営化の動きが本格化しつつある。

なお、現在の経済理論は先進国経済を念頭において発展してきたものであり、途上国等の経済を分析するには必ずしも適当ではなく、途上国等の経済開発政策の策定に当たっては、それぞれの国の発展状況に応じた柔軟な対応が必要であるとの意見があった。

第2節 先進国側の支援

先進国側は、途上国等の自助努力を前提とした上で、民間資金を流れやすくする環境整備のための支援を行うことが重要と考えられる。まず、先進国側の公的資金により、途上国等の道路、港湾、通信その他のインフラが整備されれば、外国からの直接投資も促進されることになる。また、途上国等における法律・会計制度、財政・金融制度などの投資環境整備や経営ノウハウなど民間部門育成に関する知的・技術的支援等、アドバイスやコンサルティングが今後一層重要性を増すと考えられる。

先進国からの公的支援の形態としては、いわゆる政府開発援助（ODA）、日本輸出入銀行その他の各国公的金融機関からの投融資のほか、民間資金フローを促進するため、公的金融機関との協調融資や公的部門による保証・保険等の信用補完、制度金融によるインセンティブ等様々なものがある。これらの公的支援が触媒となって、民間資金が途上国等へ流れることになれば、その総合的な経済開発効果は極めて大きなものとなるといえる。

更に、先進国が市場開放努力を続け、途上国等の製品の輸入を促進することが重要である。

第3節 国際機関の役割

世界銀行等の国際機関は、借入れ及び起債

により市場から調達した民間資金を原資として途上国等への投融資を行っており、国際機関は、その信用力により有利な条件で民間資金を調達し、これを途上国等へ流すという金融仲介の機能を果たしているといえることができる。そして、途上国等へ世界銀行等の国際機関が投融資する際に行っている政策対話は、途上国等のマクロ経済運営や構造調整政策に対するガイダンスとして極めて重要である。このような政策対話により、途上国等の自助努力が確保され、経済開発が軌道に乗ることが、民間資金フローを促進するための前提条件を整えることになる。

国際機関はこの他にも、協調融資・保証等によって途上国等の信用力及び途上国等に対する民間金融機関の審査能力を補完し、間接的に民間資金の流れを促進する触媒的な役割も果たしている。

更に、国際機関のアドバイス機能も、途上国等の投資環境整備や民間部門開発にとって重要である。例えば、世界銀行は、伝統的なプロジェクト融資に加えて、例えば、金融制度の整備に関する技術的援助を積極的に行っており、また、IFCも、途上国における資本市場育成、民間部門の活性化の分野でアドバイス機能を発揮している。

第4章 我が国からの民間資金フローのあり方

途上国等における様々な資金ニーズにこたえる上で、政府開発援助等の公的資金フローとともに、我が国民間資金フローは、今後とも重要な役割を担うものと考えられる。とりわけ、民間資金は、経済的効率性を求めて流れるものであるため、途上国等の民間部門の効率的な開発・発展に貢献するところが大きい。

我が国民間資金フローのうちでも、直接投資は、資金のみならず、技術、マーケティング等の経営ノウハウを一体として途上国等に移転しうる非債務性の資金フローであり、今後とも我が国からの直接投資を一層促進することが重要ではないかと考えられる。東南アジアでは、我が国からの直接投資も一つの契機となって、ANIEs、アセアン諸国と順次経済成長が波及、地域全体として高い経済発

展を示しているところである。

また、我が国としては、官民が連携し、国際機関とも協力して、途上国等との政策対話等を通じて、途上国等への技術・ノウハウの移転や人材の育成等ソフト面での支援を行っていくことが重要と考えられる。

我が国民間資金フローが果たすべき役割との関連で、今後の我が国の民間資金フローについて、地域的に重点を置くべきかどうかという議論があった。これについては、民間企業の自由な判断により、結果として、途上国等の中では、文化的、歴史的、経済的に密接な関係にあるアジア地域に重点が置かれるのは自然であるとの意見が多かった。

第3部 途上国等への民間資金フロー円滑化のための諸方策

第1章 直接投資の動向と諸方策

第1節 直接投資の動向

前述のように、直接投資は、雇用創出、輸出・外貨獲得能力の拡大、技術やマーケティング等の経営ノウハウの移転等、途上国等にとって極めて重要な意義を有しており、直接投資が途上国等への民間資金フローの中心になることが望ましいと考えられる。

我が国企業の直接投資は、1980年代に入り、円高、貿易摩擦回避、企業活動のグローバル化により、先進国向けを中心に活発化してきているが、途上国等向けについても、85年以降の急速な円高の進展や労働力不足に対応して、労働集約型の企業や事業部門が、アジアの中でもアセアンを中心として海外に生産拠点を移転させる動きが顕著となっている。大企業のみならず、中小企業についても、円高、労働力不足の要因による他、大企業に部品等を供給する関連企業が大企業の海外進出に伴って進出する場合もあり、アジア向け直接投資が増加している。

近年における我が国の直接投資の動向を届出ベースでみると、1984年度に初めて100億ドル台に到達して以来、顕著な伸びを示しており、最近3年間は、87年度334億ドル、88年度470億ドル、89年度675億ドルとなっている。

1989年度の直接投資の地域別内訳をみると、全体で675億ドルのうち、途上国等向けは145億ドル（全体に占めるシェアは約21%）、ア

ジア向けは、82億ドル（全体に占めるシェアは約12%）となっており、近年アジア向けの伸びが著しい（ANIEs向けは49億ドル、アセアン諸国向けは28億ドル）。現地側統計によれば、89年のタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンへの外国直接投資の中で我が国が第一位となっている。なお、中南米向けは、52億ドル（全体に占めるシェアは約8%）となっている。

第2節 直接投資にかかる諸方策

1. 投資環境整備

(1) 直接投資促進のためには、何よりも、投資環境整備に向けた途上国等の前向きの方策対応が不可欠である。第2部第3章第1節で述べたように、民間企業が直接投資を決定するに当たり、進出先における政治的・社会的安定性、しっかりとした開発成長政策が策定・遂行されていること、国有化の不安がないこと、外資規制等諸規制の緩和、外資優遇策、インフラ整備、人材育成、金融・資本市場整備等が極めて重要である。例えば、アセアン諸国では、合弁企業設立の際の外資比率規制の緩和や税制優遇措置等の外資導入策が直接投資増加の一つの要因となっている。また、金融・資本市場の整備の一環として、外国の金融機関や証券会社の進出に係る規制が緩和されれば、進出企業の現地資金調達源が増加するほか、資金やノウハウ等の面で金融・資本市場の厚みが増し、直接投資の受入れ環境が向上することとなる。更に、より基本的な問題として、治安が確保され、現地駐在員等在留邦人の生命の安全が脅かされないことが重要であることは言うまでもない。

(2) 直接投資促進のためには、インフラ整備への支援が重要である。政府開発援助（ODA）、その他政府資金（OOF）、国際機関の投融資などの公的資金により、上下水道・医療・教育等安定した社会状態維持のための各種インフラのみならず、直接投資に不可欠な電力・電話・道路・港湾・工業団地等の経済インフラの整備への支援が行われている。また、投資が持続的に行われるためには、途上国等のマクロ経済状況が安定していることが不可欠であることから、安定したマクロ経済運営の支援を目的とす

る公的借款の役割も重要である。我が国のODA等公的資金は、インフラ整備への支援等を通じ、途上国等の経済開発を軌道にのせる上で、大きな役割を果たしてきたところであり、引き続き、そのような支援が期待される。

- (3) 公的部門は、研修員受入れ、専門家派遣、開発調査等様々な手段により、税制、工業標準化等制度面の改善、輸出産業育成・輸出促進、国営企業の効率化・民営化、金融セクター改革等、投資環境整備や民間部門育成のための知的支援、技術協力を行ってきている。また、民間部門においても、金融機関が金融・資本市場整備へのアドバイスを行う等の例がみられ、今後一層このようなソフト面での公的・私的支援の強化を図ることが考えられる。また、コンサルタント企業が商業ベースで民間開発事業についてのコンサルティングを行う例も出てきている。

直接投資促進のためには、現地での運転資金の調達を容易にすることが有益であり、途上国等にある程度の資本蓄積が認められる場合には、金融・資本市場の整備に関し、国際的商慣習の普及等実務的側面も含む技術的支援を強化することが大きな効果をもたらすものと考えられる。この結果、例えば貸付審査を通じて効率的な資金配分が行われ、また、途上国等の中小企業の記帳能力が向上する等の効果も期待できる。

更に、途上国の金融システムを利用した日本輸出入銀行・海外経済協力基金のツー・ステップ・ローンの果たす機能は、進出企業が提携する地場民間企業に対する資金支援の観点からも重要であるほか、当該国の金融セクター自体にもノウハウ・経験を積ませることにより、その整備に寄与するものである。

以上のような観点から、金融・資本市場の整備や民間部門育成のため、公的部門が民間部門とも連携して、各種セミナーの開催等、様々な形態で、途上国等における諸制度の改善・普及等についての知的・技術的支援を強化することが重要である。

- (4) 前述のように、国際機関による途上国等政府への助言、技術的支援も重要な役割を

果たしている。例えば、インドネシアでは、世界銀行の勧告を踏まえ、預金金利自由化、民間銀行の設立や支店開設の自由化、合併銀行設立や外国銀行の支店開設の承認等の規制緩和策が実施された。この結果、民間銀行、合併銀行が相次いで新設され、外国からの直接投資急増の一因となっておりとされている。我が国としても、国際機関に対する拠出金（世界銀行については、1990年7月より開発政策人材育成ファンドと改称）を通じて、こうした助言、技術援助活動を積極的に支援し、途上国等の投資環境整備に貢献しているところである。

- (5) 既存債務を当該国への投資に転換するデット・エクイティ・スワップは、途上国等の債務を額面を下回る価格により、外貨の流出を伴わない形で償却することができるほか、債務残高の減少に伴うキャッシュ・フローの改善が図られる上に、外国からの投資が促進されるとのメリットがある。しかし、他方で、投資資金が当該国の中央銀行の通貨創造によって賄われる場合、インフレ圧力が増大するという問題があるほか、外国企業に現地通貨への交換の際優遇レートを認める等のメリットを与えることに対して外国企業優遇との不満が出るおそれがあるとされている。

2. 投資のための資金確保

- (1) 直接投資の促進にあたり、我が国企業が豊富な手元流動性を背景に海外進出したケースも多いとみられるが、制度面での支援として、政府機関の出融資も重要な役割を果たしている。

日本輸出入銀行の投資金融は、海外投資を行おうとする日本企業や日系合併企業、及びこれに出資・貸付を行おうとする外国政府等に対して必要な資金を貸付ける制度である。なお、平成元年度には、民間の海外投資を補完・奨励するため出資機能が創設された。更に、中小企業向けには、日本輸出入銀行の投資金融の他、中小企業金融公庫において、中小企業が国内での事業の延長と認められる程度の規模、事業内容の直接投資を行う場合に利用しうる海外投資円滑化資金貸付が存在する。

また、海外経済協力基金は、その供与す

るいわゆる円借款により、途上国等の経済的、社会的な各種インフラの整備を行っているが、これらは、前述のように途上国等に対する民間資金フロー促進の効果を持つ。この他、海外経済協力基金は、民間企業が実施する開発事業について出融資する機能を有している。国際協力事業団においても、試験的事業等を自ら行うか、これを行う現地企業に出資する日本企業に対し融資を行うという開発協力事業が実施されている。

途上国等への民間資金フロー円滑化の見地からも、これら政府機関の出融資機能を引き続き活用することが期待される。

- (2) 日本国際協力機構 (JAICO) や日本アセアン投資 (JAIC) のような経済界が共同して設立した海外投資会社、その他民間で自主的に設立された海外投資会社は、民間資金を集め、海外投資に振り向けることを通じて、直接投資を促進する機能を有しており、途上国等への民間資金フローの促進において大切な役割を果たしている。今後とも、これらの民間イニシアティブが活用されることが望ましい。
- (3) 途上国等の民間部門を対象に投融資を行うことにより、それらの国の経済開発を促進することを目的として、世界銀行の姉妹機関である国際金融公社 (IFC) が1956年に設立されている。IFCの投融資は、近年大幅な伸びを見せている。承認額は、1985年度には、937百万ドルであったのが、1990年度には、2,201百万ドルであり、5年間で2倍以上となっている。地域配分についてみると、例えば1989年度承認額の49%は中南米向け、アジア向けは19%となっており、中南米の割合が過大ではないかとの指摘もあるが、直近の1990年度では、中南米向けが33%、アジア向けが32%であり、改善が見られている。今後とも、バランスのとれた地域配分となることが期待される。
- (4) アジア・太平洋地域内の途上国の民間企業に対する投融資を目的として、アジア開発銀行と日本、アジア、欧米の民間金融機関の共同出資によりアジア金融投資会社 (AFIC) が1989年に設立されている。

AFICは、アジア開発銀行が出資してい

るとはいえ、IFCのような国際機関ではなく、民間企業として設立されているため、投融資先国の税制上の優遇措置が受けられない点やカントリー・リスクの問題に敏感にならざるを得ないといった側面がある。しかしながら、最大の株主であるアジア開発銀行の強力な支援と、特に日本の民間金融機関の進んだ金融技術を楽しむことができるというメリットがあるほか、民間企業としての性格上、効率的・弾力的な業務運営が可能であるとの側面もある。

こうした点から、AFICは、株主であるアジア開発銀行・民間金融機関と相互に補完し合い、アジアの民間部門開発を支援する重要な役割を果たしていくことが期待される。

- (5) 東欧諸国の市場経済への移行を支援することを目的として、欧州復興開発銀行 (EBRD) が1991年4月に設立された。設立協定に署名したメンバーは、EC諸国、日米等その他諸国にソ連・東欧諸国等を加え、42にのぼる。EBRDは、民間部門への投融資を業務の主体とするが、投融資のほか、民間部門開発における技術的支援の果たす役割が重視されており、こうした技術援助も、東欧諸国の投資環境整備に資することになると考えられる。我が国は、EBRDの技術援助活動を支援することを目的として、8億5千万円の「日本・欧州協力基金」を創設したところである。

我が国と東欧諸国との関係は、これまで必ずしも緊密とは言えなかったところ、EBRDの設立により、前述のように、我が国と欧米との協力が促進されるとともに、東欧諸国の経済の現状についての情報が蓄積され、我が国からの投資のための環境が整うことが期待される。

- (6) 1988年に設立された多数国間投資保証機関 (MIGA) は、非商業的リスクの保証、直接投資にかかる情報提供、政策立案過程に対するアドバイスや技術援助等、広範な直接投資促進活動を行っている。MIGAの加盟国数は現在64カ国であり、今後、特に途上国の加盟国の増加とともに案件の増加が期待される。

また、昨年バングラディッシュでの肥料プ

ラント建設案件についてMIGAの保証が得られたところであり、今後このような幅広く各国企業が参加する案件の増加が期待されるところである。

- (7) 海外投資保険は、民間資金に対する信用補完として重要であり、今後とも一層の活用を図ることが望ましいとの意見があった。

3. 投資側への支援等

- (1) 直接投資を行おうとする企業及びこれらを取引先とする民間金融機関にとっては、直接投資に関する情報を総合的かつ有機的に把握し、活用しうることが重要である。国際金融情報センター（JCIF）による直接投資に関するカントリーリスク・レーティングは、このような有益な情報提供の一例である。
- また、国際機関や公的金融機関は、途上国等に対する投融资や政策対話等を通じ、直接投資に関する幅広い情報やノウハウを保有・蓄積しており、これらを企業や民間金融機関がより効果的に活用し得るような仕組みも必要と考えられる。
- (2) 投資摩擦回避の観点からは、進出企業側において、外資導入歓迎の背後にある現地感情への配慮や地域社会に貢献するという姿勢が必要である。そのためには、研修生受入れやマニュアルの整備等による技術移転、部品等の現地調達率向上、株式公開による資本の現地化、現地の人材のマネジメント層への受入れ等、現地化への途上国等の要請に配慮する必要がある。また、当然のことではあるが、進出企業側が厳しいモラル意識を持つように努め、汚職問題に配慮すること、環境保護設備の設置や環境保護基準の遵守等環境問題に配慮すること、更には、民間による経済協力活動等を通じ、地域社会との調和を図ることも重要である。民間レベルでこのような活動を推進することが望ましいとの意見が多かった。

- (3) 途上国等における進出企業に対する国有化等の不安を取り除くことによって直接投資を保護・促進するため、今後とも投資保護協定の締結に積極的に取組む必要がある。

現在、我が国はエジプト、スリランカ及び中国との間で投資保護協定を締結している。また、アセアン4カ国（マレーシア、

タイ、フィリピン、シンガポール）、トルコ、パキスタンとの間で交渉が進められている。

なお、東欧支援の一環として、ポーランドとは昨年9月、ハンガリーとは昨年12月、それぞれ第1回交渉が行われ、また、チェコ・スロバキア及びユーゴスラビアから投資保護協定の要請があり、交渉開始について先般、合意したところである。

- (4) 租税条約は、国際的な二重課税を排除し、課税関係を明確にすることを通じて、直接投資等民間資金フローを促進するための環境整備に資するものである。我が国としては、現在36カ国との間に租税条約を締結しているが、その中にはアジア10カ国（中国、韓国、タイ、マレーシア、インドネシア等）、アフリカ2カ国（エジプト、ザンビア）、及び東欧4カ国（ハンガリー、ポーランド等）が含まれている。今後、直接投資、人的交流が増大し、課税関係の国際化も進展する中で、租税条約の重要性は一層増すものと考えられる。国際的な二重課税の排除については、現在、我が国企業が海外子会社から配当を受け取った際、既に外国で納付した当該配当に係る税額を一定の範囲内で国内納付分から控除することが認められており、我が国企業の直接投資促進の上からも重要な役割を果たしている。国際的な二重課税排除の現状については、課税の公平の観点、直接投資の現状、諸外国の制度も踏まえ、状況に応じた検討を行うことが望ましいとの意見があった。

第2章 民間融資の動向と諸方策

第1節 民間融資の動向

1980年代における債務問題の深刻化等により、途上国等向けの新規の民間融資は低迷している。新債務戦略による元本・金利の削減は、既存債権に損失を計上することとなることもあって、民間銀行のニューマネー供与につながっていない。

我が国の民間対外融資の1990年末残高は、3,605億ドル（前年末3,369億ドル）である。このうち、途上国等向けが982億ドルであり、これは全世界の27.2%を占めているほか、国際機関向けが4.6%となっている。途上国等の主な内訳は、アジア向けが13.5%、中南米

向けが8.7%、東欧向けが3.0%となっている。

第2節 民間融資にかかる諸方策

途上国等の中でも、経済発展が順調で、カントリーリスクが当面は問題がないと考えられる国に対しては、純粹に借入主体の与信リスクあるいは商業ベースの採算性等を勘案して民間融資が行われているが、カントリーリスクの高い国については、返済の確実性を高めるための仕組みや公的部門による信用補完がなければ民間資金は流れにくくなっている。そのための方策が次のようにいくつか考えられるが、さらに様々な工夫が必要と考えられる。また、企業の直接投資による現地への進出をバックアップするかたちでの融資はニーズもあり、安全性も高いと考えられている。

1. プロジェクトファイナンス

プロジェクトファイナンスは、プロジェクトの資産及び契約上の諸権利を担保にとり、プロジェクトの収入を返済財源として、プロジェクトの開発に必要な資金を貸し出す融資形態であり、資源開発、パイプライン建設、石油精製、金属精錬などの大型プロジェクトに最近よく用いられている。第三国にエスクロウ勘定（別段勘定）を開設し、プロジェクトの収入をここに払い込むことにより、返済元利金の外貨送金リスクを回避する方法もとられているが、この場合、カントリーリスクが軽減され、主なリスクは、プロジェクトのリスクとなるとのメリットがある。ただし、特定の収入の用途が限定され、融資先国の他の債務の返済原資に回らないため、その国全体のファイナンスという点からは問題があるのではないかと指摘もある。また、プロジェクトファイナンスの具体的なスキームとして、当該国政府の出費、各国の制度金融の活用、貿易保険、国際機関の参加等の組み合わせにより、リスクの軽減を図ることも可能である。

2. BOT方式

外国企業が自らの責任で調達した資金を投下してインフラ施設等を建設し（Build）、これを自ら操業し（Operate）、事業収入により投下資金の回収を図り、一定の期間経過後、設備を当該国に引き渡す（Transfer）方式である。

途上国等にとっては、政府債務を増加させ

ずに外資によるインフラ等の整備を行うことが可能となる。対象分野は、発電所、有料道路、工業団地、港湾、空港、鉄道、通信、その他プラント等様々である。

外国企業側からみた問題点としては、対象がインフラである場合には、採算性がそれほど高くなく、資本回収に時間がかかること、収入が現地通貨建の場合、為替リスクが大きいこと、事前調査と契約交渉に時間と費用がかかること等があげられている。

3. 国際機関による信用補完

(1) 民間資金フローに対する国際機関との協調融資やその保証等、国際機関による信用補完を今後とも十分に活用していくことが重要である。

世界銀行においては、1983年1月には、新たに「Bローン」と呼ばれる協調融資方式が導入された。その背景は、それまでの世界銀行と民間銀行との協調融資の方式は、それぞれ独立の貸付契約が締結されるだけであり、法的には民間銀行の債権者としての地位が強化されることはなかったところ、1980年代に入り、民間銀行が途上国等への融資に慎重な姿勢を見せ、新たなスキームの必要性が認識されるに至ったことである。

Bローンの基本的仕組みは、世界銀行が、民間銀行のシンジケート・ローンに25%以内のシェアで直接参加するか、その代替として保証を行うものであり、民間銀行債権の安全性を高めるとともに、途上国等にとっても、通常の商業ベースの借入れよりも、利率や期間において有利となることを目指したものである。Bローンは、1983年から88年まで、24件の実績があり、民間資金フローの拡大に一定の役割を果たした。

しかし、債務問題の深刻化等により、途上国等向け民間融資が減少する一方、資金調達手段が多様化し、直接金融の役割が大きくなってきたという状況のもと、Bローンのように、対象を銀行ローンに限定し、世界銀行の融資・保証比率を限定した方式では、十分な効果をあげ得ないとの認識が高まってきた。

こうして、1989年6月には、Bローンの手法を拡大した「拡大協融オペレーション（ECO）」と呼ばれるプログラムが導入さ

れた。これは、対象を銀行ローンだけではなく、債券発行、プロジェクトファイナンスにも拡大するとともに、世界銀行の融資・保証割合についても、弾力化するものである。

これまでに、2件のECO案件が理事会で承認されているが、いずれも資本市場における債券発行に際し、世界銀行が部分保証したものである。このうちハンガリーは、ECOプログラムによる債券発行の後、世界銀行保証なしでの自力での債権発行にも成功しており、世界銀行の関与により、市場へのアクセスを獲得し、民間資金フローをもたらすことに成功した一例と言えよう。

今後、さらにこのECOプログラムが積極的に活用されることが期待されるが、具体的には、

- (イ) 従来から認められてきた民間銀行のシンジケート・ローンへの直接参加や、民間資金ローンへの保証を活性化させること、
 - (ロ) プロジェクトファイナンスの非商業リスクの保証を行うなど、民間の金融ニーズに柔軟に対応していくこと、
 - (ハ) 一定期間後、世界銀行にローンを売却できるオプションを民間銀行に付与する等の新たな金融スキームに対しても、柔軟に対応していくこと、
- 等が重要であると考えられる。
- (2) 国際機関の触媒機能の活用という面では、アジア開発銀行のCFS (Complementary Financing Scheme) も、民間資金フローの促進に資することが期待される。CFSは、アジア開発銀行が本来の融資を行う際に、これとは別建てで借入国に対する補完融資を行い、その補完融資部分の債権全額を民間金融機関に譲渡するというものであるが、アジア開発銀行と参加民間金融機関との間での貸付債権譲渡契約の成立が、借入国とアジア開発銀行との間における補完融資契約の発効要件となっており、実質的には、参加民間金融機関による直接貸付と極めて類似している点が一つの特徴である。

CFSにおいては、かつて世界銀行が行っていたサブ・パーティシペーションと同様、参加金融機関が譲り受けた債権は、借入国

からの元利返済が行われる範囲において返済を受けるものであり、アジア開発銀行に対し請求権をもたないノン・リコース・ベースの契約となっているが、借入国にとっての貸出人は依然としてアジア開発銀行であり、それゆえ、その債務返済を優先させることが期待されることから、途上国等への民間金融機関の単独貸付に比べればリスクが低くなるものと評価できる。更に、CFSについては、アジア開発銀行を介することによって、借入国と民間金融機関との信頼関係を築き上げ、借入国による国際金融・資本市場へのアクセスを容易にするとともに、アジア開発銀行にとっても、その貸出能力を最大限に発揮することができるといったメリットがある。

- (3) アジア開発銀行においては、協調融資に加え、1988年から保証業務も行われている。アジア開発銀行による保証は、アジア開発銀行自身もその貸付に参加していることを前提として、民間金融機関が行う途上国政府への貸付、あるいは途上国政府保証のある貸付に係るソブリン・リスクに対して行われるが、途上国の資本市場への新規アクセスや長期資金の獲得が可能になる等、途上国の利益につながる事が明らかな場合に限定して提供される。これは、安易な保証の提供によって、かえって、途上国の債務返済負担を不適当に増加させることのないよう、また、アジア開発銀行自身の信用維持に悪影響を及ぼさないよう、慎重な対応が必要との判断に基づくものである。民間資金フロー促進の観点からは、アジア開発銀行の保証機能の活用は重要と考えられ、上記のような問題点に配慮しつつ、より利用しやすいスキーム作りの工夫が行われることが望まれる。
- (4) 第1章第2節において述べたMIGAの機能は、直接投資のみならず、中長期融資もその対象としており、直接投資の場合と同様の機能を果たすことが期待される。

4. 輸出入銀行等による信用補完

- (1) 輸出入銀行については、民間融資を補完・奨励するとの観点から、従来より民間金融機関との協調融資が行われてきており、今後ともその機能を一層活用することが重

要である。

(2) 民間金融機関との協調融資の際の民間金融機関の融資債権については、必要に応じ輸出入銀行の保証が付されているが、民間金融機関が単独で融資を行う場合にも、償還の確実性に留意するとともに、公的金融機関への安易な依存とならないよう配慮を加えつつ、例えば、ECO等、国際機関との協調案件等を含め、真に必要なものについて輸出入銀行の保証機能の活用を検討することが適当であると考えられる。

(3) また、貿易保険も輸出信用に係る信用補完の面で重要な役割を果たしており、今後とも一層の活用を図ることが望ましいとの意見があった。

更に、民間企業においては、米国輸出入銀行等、状況に応じ海外の制度金融を積極的に活用していくことも推奨される。

5. また、商社による対外的な信用供与については、輸出に係る延べ払い信用の形をとることが一般的であるが、プラント設置、関連工事等において、必ずしも延べ払いの形にならない貸付を求められる場合もみられる。また、継続的な貿易関係の維持等に関連して商社に資金を求められる場合もみられる。こうした場合の信用供与の方法については、途上国等への民間資金フローの促進の観点から検討する必要がある。

6. 民間金融機関が経営の健全性を維持しつつ、国際協調の枠組みの下で途上国等に対する融資について柔軟に対応するためには、経理面の配慮も必要であるとの議論があった。特に、新債務戦略の実行に伴い、累積債務国向けの債権の元本削減、金利軽減に応ずることにより、銀行は現に損失を被るようになっており、その対策が重要である。

我が国の銀行の累積債務国向けの貸付に係る無税引当金については、海外投資等損失準備金の制度が定められているが、その繰入率は対象債権の1%となっている。また、累積債務国のうちでも、元利金の支払いが行われない等、特に状況の悪化している国について償却を認める制度（間接償却）があり、その無税償却率は50%となっている。これらの制度については、金融機関全体としての引当金の中で、今後とも適

切に対応していく必要があると考えられる。更に、特定海外債権引当金の対象債権の弾力的適用等について、検討することが適当であると考えられる。

7. 最近の金融の自由化及び国際化に伴って、金融機関の直面するリスクは大きく変容しており、リスク管理の如何が金融機関の経営にとって極めて重要になっている。1988年7月に主要国の銀行監督当局で構成するバーゼル銀行監督委員会で合意された銀行の自己資本比率規制の国際統一基準（BIS基準）については、当面は1992年度末の全面的実施に向けて、その定着を図ることが肝要であるのはいうまでもないが、現在のリスク・アセットの算出方式がOECD諸国とそれ以外の国というような大きな項目区分によっていることに鑑み、途上国等の信用力、及びその改善等を反映した国別のリスク・ウェイト等のあり方も将来の検討課題であるとの意見が多かった。

第3章 証券投資の動向と諸方策

第1節 証券投資の動向

1. 我が国証券市場を通ずる途上国等への資金の流れ

途上国等や国際機関による東京市場での外債発行状況をみると、円建外債については、1988年は33件6,800億円、89年は30件6,800億円、90年は13件3,300億円と、90年に入り減少している。一方、外貨建外債については、90年は4件4億ドル強（約600億円）の発行があったが、途上国等の発行実績はない。

このように、東京市場における途上国等や国際機関の起債が減少しているのは市況の悪化のほか、途上国等の起債については、我が国投資家の途上国等の発行体に対するリスクの判断が高まったこと、国際機関の起債については、東京市場に比較して調達コストの低いユーロ円債へシフトする傾向がみられたことなどが指摘されている。

円建外債とユーロ円債を比較すると、非居住者ユーロ円債の発行額が順調に増加しているのに対し、円建外債の発行は低迷しており、その差は一段と拡大してきている。例えば、1990年においては、非居住者ユー

口円債の発行が4兆9,800億円であったのに対して、東京市場における円建外債及び外貨建外債の発行額は1兆2,100億円となっている。その理由としては、非居住者ユーロ円債についてはこれまでとられてきた自由化措置の結果、発行の機動性・簡便性等の面で東京市場よりもユーロ市場が非居住者に選好されたことが指摘されている。

2. 途上国等における証券市場への投資

途上国等の証券市場の動向についてみると、アセアン諸国では、経済成長や政府の積極的な育成策により、上場企業数の増加等、証券市場の整備が進みつつあり、外国投資家の投資を限定的ながら認める動きになっている。中南米においては、特に、経済の再建が進み、逃避資本の還流もみられるメキシコの証券市場の活況が目されている。東欧については、ハンガリーが1990年6月に株式取引所を開設しているが、国営企業の民営化が先決であり、現在の上場企業数はまだごくわずかである。

今後これらの市場への投資が増えていくためには、外国人による投資の自由化、ディスクロージャー制度の充実、取引・決済制度の確実性・効率性の向上、外国証券会社の進出規制の緩和等が重要である。

第2節 証券投資にかかるとる諸方策

1. 途上国等への民間資金フローの円滑化の方策として、東京外債市場、ユーロ円債市場へのアクセスを改善することも重要である。

1989年6月の当部会の報告によれば、「東京市場へのアクセスについては、円の国際化、東京市場の国際化という特別の観点を踏まえ、早急に適債基準を見直す…(略)…ことが適当である」とされており、これまでの格付制度の定着の状況を踏まえるとともに、投資家の自己責任原則の徹底を図りつつ、適債基準について見直しの検討をする必要があると考えられる。また、当面は、途上国等への民間資金フロー円滑化の見地から、国内の起債市場への影響や投資家保護等の問題にも配慮しつつ、非居住者による東京市場での債券発行にかかる適債基準の適用について、その弾力化を図ることが適当である。

また、発行市場へのアクセスの改善とと

もに、発行ロット拡大、価格公示機能の拡充、社債等登録制度の改善等流通市場の整備も重要である。このうち社債等登録制度は、社債権者が本券の保有に代え、登録機関に備え付けの登録簿に債券の内容等を登録することにより、第三者に対抗できる権利を法的に認める制度であり、円建外債においても利用されている。しかし、現行の社債等登録制度は、必ずしも迅速な取引に対応できるものとなっていないので、迅速な移転登録を可能にするため、社債等登録法の改正を含めた制度の改善が望まれるところである。

一方、ユーロ円債市場については、1989年6月に、当専門部会の報告を踏まえ、国際金融取引の自由化、円の国際化を一層促進するという観点から、償還期間の制限の撤廃や適債基準の緩和が行われたところであり、途上国等が債券発行を行うにあっても、そのアクセスは大幅に改善された。今後とも、ユーロ円債市場の一層の発展のための環境整備に努めることが望まれる。

なお、途上国等への民間資金フローを促進するためには、投資家に対して、円建公募債、円建私募債、ユーロ円債の商品性等の魅力を一層向上させることが重要であるが、これらについては、金融・資本市場にかかる制度の見直しと関係する点もあり、今後、引き続き検討されることと期待される。

2. 途上国等の企業の株式への投資は、証券市場の未整備、投資制限に加えて、上場企業が投資家にとってなじみの薄いものであること等から、我が国の投資家にとってはリスクの大きなものといえよう。しかしながら、これら株式は成長性の魅力も大きいこと等から、近年、ニューヨーク証券取引所等に上場されているカントリーファンドを通じての投資が活発になっている。カントリーファンドは、このように投資先の情報が十分ではない場合、投資リスクの分散が望まれる場合、また、外国人に対し持ち株規制等の投資制限のある場合等に、当該国への投資を容易にするという点で投資家にとってメリットが大きいと考えられる。

ニューヨーク証券取引所等に上場されているカントリーファンドの多くはクローズ

ド・エンド型の会社型投資信託の形態をとっており、投資会社の株式として取引されている。このクローズド・エンド型投資信託の特徴は、オープン・エンド型の投資信託と異なり買い戻し条項がないため、資金の長期にわたる安定的な運用が可能となるので、投資先国にも歓迎されており、韓国、台湾、インドなど、外国人投資家に対し証券投資を制限している国もこの形態による投資は認めている。

現在、大阪証券取引所においては、カントリーファンドについて、投資家保護に十分配慮しつつ、投資家の多様なニーズに応える観点から、その上場に向けての作業が行われており、早期の実現が期待されている。上場基準が策定され、取引所に上場されることとなれば、カントリーファンドが我が国の投資家により一層受け入れ易いものとなると考えられる。

また、途上国等への民間資金フローを促進するとの観点からは、海外におけるカントリーファンドの設定もしくは増資の際にその募集が国内において行われることが重要である。しかしながら、これまでのところ、クローズド・エンド型の会社型投資信託の国内での募集は私募によるものしかみられない。投資主体には個人投資家も含まれることを考えると、投資家保護の観点を踏まえつつ、国内での公募に資するような基準を策定することが望まれている。今後、大阪証券取引所におけるカントリーファンドの上場の動きとともに公募基準を策定することにより、カントリーファンドの上場を促進し、あわせて、途上国等への民間資金フローが一層活発に行われることが期待される。

また、将来の問題として、我が国においても、こうした会社型投資信託の導入が検討に値するのではないかと考えられる。

3. 途上国等の企業の株式については、現地資本市場の未整備に伴う受渡しの問題等があることもあって、最近まで国内での募集は行われていなかったが、本年4月、途上国等の企業の株式（預託証券（DR）の形態）について、我が国において初めて証券取引法に基づく開示を行い、売出しが行わ

れた。今後とも、こうした形での途上国等の企業による我が国資本市場での資金調達が進められることが期待される。

更に、途上国等への証券投資を促進するとの観点からは、我が国の投資家が途上国の証券市場において、株式を直接購入・売却することが容易になることが望ましい。このためには途上国等の証券市場が整備されるとともに、投資家に対する情報提供等サービスの充実が必要であろう。

結語

世界経済においては、今後旺盛な投資需要が予想される中で、途上国等への資金の流れがこれまで以上に細なおそれがあるとの見方がある。しかしながら、途上国等の健全な経済発展なくして世界の発展はありえない。途上国等の経済開発において、公的援助の役割も引き続き重要であるが、同時に民間部門の活力を生かすために果たすべき民間資金の役割の重要性が改めて強調されていることに留意すべきである。我が国としても、このような観点から途上国等の資金ニーズにこたえるため、途上国等への民間資金フローを円滑化するための諸方策を講じていくことが、世界経済への重要な貢献をなすものと考えられる。本報告が民間資金フロー円滑化の目的に向けての一助となることが期待される。

(出所) 社団法人信託協会『信託』通巻167号、1991年季刊第三号、平成3年8月25日
(国立国会図書館、ISSN0386-1386)
112-135ページ

11-74 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会 「世界の金融市場の相互連関と取引の円滑化のための諸方策」

1992（平成4）年6月16日

委員名簿

部会長	大場 智満	(国際金融情報センター理事長)
部会長 代理	飯田 経夫	(国際日本文化研究センター教授)
委員	青木 祐	(三菱信託銀行副社長)
	天野 順介	(三菱電機副社長)

石原 秀夫	(興銀リース社長)
梅本 章夫	(東京銀行専務取締役)
大島 昭壽	(住友商事副社長)
奥田 碩	(トヨタ自動車専務取締役)
神崎 泰雄	(日興証券副社長)
神田 秀樹	(東京大学助教授)
鬼頭 誠一	(三井物産顧問)
小島 明	(日本経済新聞社編集局次長)
児玉 晃	(前農林中央金庫常務理事)
小山 敬次郎	(経団連専務理事)
須田 美矢子	(学習院大学教授)
外村 仁	(野村證券専務取締役)
外門 一直	(東京電力常務取締役)
永島 旭	(日本銀行国際局長)
羽賀 博之	(明治生命専務取締役)
水城 武彦	(NHK解説委員)
矢澤 富太郎	(太田昭和監査法人会長)
山崎 高司	(日本輸出入銀行理事)
吉江 誠	(さくら銀行専務取締役)

はじめに

1. 近年の世界の金融市場(注)においては、規制緩和や技術革新を背景として、国際金融取引の規模の拡大と取引の複雑化・高度化が進むとともに市場の世界的な一体化(いわゆるグローバル化)が進展している。これに伴い、これまでになかった新しいタイプのリスクの発生等の問題も生じてきている。他方、ヨーロッパ、アメリカ、アジアの各地域において地域的な結びつきを強化する動きもみられ、域内各市場の相互連関が重要性を増してきている。このような状況の変化を踏まえつつ、国際金融取引が円滑に行われることを確保するための諸方策について検討を行っていくことが必要であると考えられる。
2. このような観点から、当専門部会は昨年11月より、「世界の金融市場の相互連関と取引の円滑化のための諸方策」をテーマに審議を開始し、委員、参考人からの意見聴取及び委員による討議のための会合を11回

開催し、ここに報告をとりまとめたところである。この間、アジア・太平洋地域の金融市場とそれらの間の相互連関につき意見交換を行うために、香港、シンガポール及びオーストラリアより当局者を当専門部会に招聘するとともに、香港、シンガポール及びシドニーの各市場の調査のために専門委員による出張を行った。また、当専門部会の下に「東京外国為替市場に関する検討小委員会」を設置し、外国為替取引に関して専門的な立場から議論を行った。

(注) 本報告書においては、金融市場とは資本市場も含む広い概念であり、かつ、その国際的な側面に焦点を当てていくこととする。

第1部 世界の金融市場の相互連関

世界の金融市場においては、世界経済の拡大、通信・情報技術の発展、規制緩和等を背景に国際金融取引が拡大し、グローバル化が進展してきている。一方、ヨーロッパ、アメリカ、アジアの三つの地域それぞれにおいて、世界の三大金融市場と言われるロンドン、ニューヨーク、東京と地域内の他の市場との結びつきが重要になってきている。第1部においては、相互連関の強まる世界の金融市場の現状について概観した後、そこで発生してきた問題について検討することとする。

第1章 国際金融取引の動向

第1節 国際金融取引の拡大とグローバル化の進展

(1) 国際金融取引の拡大

国際金融取引の規模は、1970年代以降、拡大のスピードにはかなりの変動があるものの、概ね順調に拡大してきている。例えば、国際金融取引に関する最も包括的な統計とされているBIS(国際決済銀行)の統計で非銀行部門に対する国際銀行債権残高(注)をみると、73年末には1,800億ドルであったが、91年末には3兆6,000億ドルと20倍に拡大している。これは同期間における先進国の名目GNPの伸びをかなり上回っている。

(注) BISの統計において、国際銀行債権残高とは、BIS報告銀行(G10諸国の他に、ル

クセンブルク、オーストリア、デンマーク、フィンランド、アイルランド、ノルウェー、スペイン、パハマ、バーレーン、ケイマン諸島、香港、オランダ領アンティル諸島、シンガポール所在の銀行及びパナマ所在の米国銀行支店)の海外向け(クロス・ボーダー)債権残高及び外貨建ての国内向け債権残高の合計と定義されている。

国際金融取引の規模は、80年代後半以降においても順調に拡大し、国際金融市場の一層の発展がみられた(90年以降については、国際金融取引がやや停滞しているが、この点については第3節を参照)。BISの統計によると、国際銀行債権残高(インターバンク債権残高も含む)及び国際債(ユーロ債及び外債)の発行残高の合計でみた国際金融市場の規模は、85年末の3兆7,000億ドルから91年末の9兆3,000億ドルに拡大し、2.5倍となった。なお、この間に、非銀行部門に対する国際銀行債権残高は1兆5,000億ドルから3兆6,000億ドルと2.4倍になり、また国際債の発行残高は6,000億ドルから1兆7,000億ドルと2.8倍になっている。

このような国際金融取引の拡大の背景には、貿易に関連した取引や国際的な資本移動に伴う取引に加え、為替管理の自由化や金利の自由化等を背景に各市場間における金利裁定取引等が活発化したことがある。

(2) グローバリゼーションの進展

また、今日の世界の金融市場の著しい特徴として、そのグローバリゼーションの進展があげられる。すなわち、各市場間の結びつきが緊密化して、世界中から場所と時間を問わず市場に参加することが可能となり、かつ市場間の裁定取引によって同一時間には場所のいかにかわらず同一相場が成立するという、いわば世界の金融市場の単一市場化が進展している。

例えば、外国為替市場をみると、ロンドン、ニューヨーク、東京の各市場は、ちょうど時差を埋める位置関係にあって、24時間ディーリングの体制が確立されている。また、三大金融市場間にわたる国際銀行業務の拡大を反映して、クロス・ボーダーのインターバンク取引も最近まで急速に増大

してきた。BISの統計によると90年末において、日本所在の銀行と他のBIS報告地域内の銀行との間のクロス・ボーダーのインターバンク債権残高は1兆6,000億ドルに達したが、これは85年末の残高の約4倍である。また、アメリカ所在の銀行と日本を除くBIS報告地域内の銀行との間における残高も85年末から90年末までに約2倍に増大し、8,000億ドルとなっている。

このように世界の金融市場におけるグローバリゼーションが進展した背景としては、企業の経済活動の国際化と取引の拡大という要因に加え、通信・情報技術革新と金融自由化があると考えられる。

まず、通信・情報技術が発達し、コンピュータが広範に利用されるようになって、電子取引が導入され金融イノベーションが進展した。特に、規制の比較的緩やかなユーロ市場においては、後述するように新しい金融手法が次々と生み出された。また、近年、様々な金融派生商品(デリバティブ)が開発され、その取引も急速に拡大してきているが、他国の市場で取引されている金融資産を基礎とする金融派生商品(例えば株価指数先物)の登場は、各市場間の相互連関を強めてきている。

また、金利の自由化、金融機関等の業務範囲に関する規制の緩和等の金融自由化が、各国経済の相互依存の強まり、金融ニーズの多様化、金融イノベーションの進展等を背景に、80年代以来世界的に進展してきた。金融自由化はまた、クロス・ボーダー取引の自由化や金融機関等の相互進出の活発化をもたらし、金融市場のグローバリゼーションの進展を促進してきている。

第2節 最近の国際金融取引の動向

90年以降国際金融取引は停滞気味であると言われている。BIS統計で国際銀行債権増加額(期間中における債権残高の増加額)をみると、89年には8,100億ドルであったものが、90年には7,100億ドルに減少しており、91年には残高が1,000億ドル減少している。これは、主として非銀行向け信用には直接結びつかないインターバンク取引の減少によるものである。すなわちインターバンクの債権増加額は、89年の4,000億ドルから90年には2,500億ドル

に減少し、91年には残高が1,900億ドル減少している。これに対し、非銀行向け債権の増加額の推移をみると、89年の4,100億ドルから90年は4,700億ドルとむしろ大きくなっており、91年においても残高は前年に比べ900億ドル増加している。

このように、90年以降の国際金融取引の停滞は、インターバンク取引の縮小によるところが大きく、貯蓄主体から投資対象への資金の流れを円滑にするという本来の金融仲介機能という意味での非銀行部門に対する債権は引き続き増加している。

また、国際債の発行実績をBIS統計でみると、90年には日本の株価低迷を背景に日系企業によるユーロ市場でのエクイティー関連の起債が大きく減少したことが主な要因となっており、起債額が89年の2,600億ドルから2,400億ドルに減少した。しかし、91年に入ると、金利の低下等を背景にユーロ市場における普通社債の発行が大幅に増加して、国際債の発行は全体で3,200億ドルとなっており、資本市場における資金調達はむしろ盛んになっていると言える。

以上のようなオンバランス取引の動向に対し、最近、先物、オプション、スワップ等のオフバランス取引が増大していることが注目される。オフバランス取引については、その規模全体の統計はないが、可能な限りの範囲をカバーしたものとしてはBISの四季報（91年第4四半期）の統計がある。これによると、取引所における先物、オプション取引の91年末の建玉は3兆5,000億ドルと86年末の建玉の約6倍に上っており、店頭における金利、通貨スワップ等の取引は、91年6月末の想定元本残高が4兆1,000億ドルと86年末の約8倍になっている。オフバランス取引は、BIS規制上オンバランス取引よりもリスク・アセットが小さく算定されることもあって、リスクをヘッジする、あるいは積極的にリスクをとって収益機会を拡大するという観点からの利用が盛んになってきている。

最近の国際金融取引の動向の特徴として、本邦銀行の取引の縮小が指摘されることがある。前述のインターバンク債権の動向についてみれば、90年における増加額の縮小及び91年における残高の減少の大きな要因は本邦銀

行の取引の縮小であったと考えられる。日本所在銀行と他のBIS報告地域内の所在銀行との間のインターバンク債権は、80年代後半に著しく拡大し、89年にも2,400億ドル増加したのに対し、90年には700億ドルの増加にとどまっている。更に、91年には1,500億ドルの純減となっているが、これは91年におけるBIS報告地域内のクロス・ボーダーのインターバンク債権の減少額とほぼ同額となっている。しかし、日本所在銀行の海外向けの非銀行部門に対する債権残高についてみると90年には13%増加し、91年にも6%増加しており、本邦銀行が国際金融市場から資金を引き上げているという状況ではない。

本邦銀行の国際金融市場における最近の活動の縮小の背景には本邦銀行の国際業務に対する姿勢がより慎重になったことがあると考えられる。すなわち、本邦銀行は従来、国際業務の量的拡大を通じて、各市場でのプレゼンスの確立を目指し、その中でLBOや不動産等の大規模案件にも積極的に取り組んできた。しかし、我が国を含めた世界的ないわゆるバブルの崩壊により、資産（特に日本では株式、アメリカでは不動産）の価格が下落したことや、世界的な景気減速による資金需要の低迷を反映して、本邦銀行の戦略が、資産の伸びを抑制しつつ収益拡大を目指す路線へ変更してきていると言われている。この点については、BISの四季報（91年第2四半期）でも「本邦銀行は、近年最も活発に活動してきた国際インターバンク市場における活動を縮小しているが、この縮小は本邦銀行が資産の質をより重視する方向に基本戦略を変更したことの反映であると考えられる。この新しい戦略は自己資本比率のガイドラインを守らなければならないという必要性と密接に関係している」と述べられている。また、リスク管理の強化、収益性重視の観点から与信対象企業の選別もより厳しくなっていると言われている。なお、最近の本邦銀行の行動の変化については、これまでやや過大になっていたインターバンク取引を縮小し、質的な面を重視した経営にもどってきたことの表れであり、経営の健全性の観点からむしろ評価できるのではないかという意見もあった。

第3節 我が国をめぐる国際資金移動の変化

最近の我が国をめぐる国際資金移動については、それが国際収支統計上、どのように表れているか、また、我が国から途上国等への民間資金フローがどのようになっているのか、という二点につき留意する必要がある。

(1) 最近の我が国の資本収支の動向

日本の長期資本収支の動きをみると、80年代後半は、経常黒字を上回る長期資本の流出超となっていたものが90年度に大きく流出幅が減少し、91年度には404億ドルの流入超となった。91年度の長期資本収支の内訳をみると、まず外国資本の流入が90年度の1,056億ドルから1,404億ドルへと大幅に増えたことが特徴である。これは、主として、我が国の株価低迷に伴う値頃感等から外人投資家が本邦株式・債券を大幅に買い越したこと、ユーロ市場における本邦企業の債券発行（主に普通社債）が前年度に比して回復したことによるものである。他方、本邦資本の流出は、90年度の1,224億ドルから1,000億ドルへとやや減少している。この主な要因としては、対外直接投資が90年度の449億ドルから91年度の236億ドルへと4割以上減ったこと、借款が90年度の211億ドルから91年度の124億ドルへと4割程度減ったこと等がある。前者については、サービス業・金融保険業等非製造業向けの投資が大幅に減少したことが主な原因である。後者については、民間銀行がリスク管理の強化や世界的な借入需要の減退等を背景として資産の伸びを抑制していること等によるものであると考えられる。

他方、長期資本収支のなかで大宗を占めている証券投資については実際にはかなり短期的に売買される場合も多く、また、短期の借入れも借換えの継続により実質的には長期ローンとなっている例が見られること等から、資本を長期と短期に区別することの意義が薄れてきている。また、従来、総合収支の赤字が金融勘定においてファイナンスされる（海外からの資金の受取）というパターンが多かったが、91年度には逆に金融勘定（外国為替公認銀行部門）において大幅な流出超となった。

このような状況下で、我が国を巡る資本

の動きを正確に把握するためには、長期資本収支だけでなく、短期資本収支及び金融勘定も合わせてみるのが適切となってきている。

そこで、短期資本収支の動きをみると、91年度には146億ドルの流出に転じているが、これは主に、本邦銀行の全世界ベースでの短期の債権・債務の整理の動きと、需要の変化を受けて、本邦企業の本邦銀行海外店からの短期の円建借入れ（いわゆる短期ユーロ円インパクトローン）が返済超になったためである。

更に、金融勘定の外国為替公認銀行部門からの資金流出もネットで90年度の140億ドルから91年度の1,213億ドルへと大幅に増加している。この中には、本支店勘定を通じた中長期の円資金流出（ネットベース、91年度で216億ドル）が含まれており、これは本邦企業の本邦銀行海外店からの中長期の円建借入れ（いわゆる中長期ユーロ円インパクトローン、91年度で336億ドル）の原資となっていると考えられる。また、非居住者の本邦銀行への円預金の減少も相当な額に上る（91年度349億ドル）が、この一部は外人投資家の大量の本邦証券取得に振り替えられた可能性がある。これらの取引については、実質的には資金の内外移動は行われていないものと考えられ、資金の流れを厳密に把握した上で相殺することには技術的な困難があるものの、長期資本収支と短期資本収支及び金融勘定を合わせて見ることの必要性を裏付けている。

このように、国際金融取引の複雑化に伴い、現行の国際収支統計が経済実態を必ずしも的確に反映しなくなってきている面があると思われる。IMFにおいても、国際収支統計のあり方についての検討が行われているが、我が国でも、各国の例やIMFにおける検討状況を十分に考慮に入れつつ、例えば長期と短期の資本収支の区分や金融勘定の取扱い等、資本取引の表示方法を中心に、国際収支統計全般につき検討を進めることが適切である。

(2) 途上国等に対する民間資金の流れ

経済発展のための資金を必要としている途上国等に先進国から円滑に民間資金を流

すことは国際金融市場の重要な役割のひとつであるが、最近になって途上国等に資金が戻る傾向がみられるものの、資金の流れは依然として途上国等から先進国に向かっている。

我が国から途上国等への資金の流れについては依然として相当額を維持しているが、最近その伸びは下がってきている。これを我が国の地域別の長期資本収支統計からみると、我が国から途上国等への直接投資については、90年には相当額を保っているものの、91年には減少気味である。また、借款についてもここ数年ほぼ同額で推移している。

国際金融市場におけるリスクの顕在化やBIS規制への対応を背景に金融機関の与信行動はより慎重になってきていると考えられる。この結果、現下の世界的な資金不足傾向と相まって、与信リスクの高い途上国等の借入主体へ民間資金を供給することはより困難になっていくおそれがある。このような状況の下で、我が国の経常黒字によって、主として民間部門に流入している資金を途上国等に向けて還流させていくためには、昨年の当専門部会の報告でも強調されたとおり、途上国等に対する民間資金の流れの円滑化のための環境整備を図っていくことが今後一層重要であると考えられる。

この点に関して、今後先進各国が努力する方向としては、①途上国側の民間資金の受け入れ態勢の整備を支援していくこと、②80年代の債務危機以降リスクに敏感になっている投資側のリスク軽減策を講ずること、③途上国等の先進国資本市場へのアクセス改善を図ること、等が重要であると考えられる。

我が国としても、例えば、次のような方策をとっていくことが適当と考えられる。

第一に、直接投資の促進の観点から、①公的資金によるインフラの整備への支援、②途上国側における金融・資本市場や法制の整備のための知的・技術的支援、③途上国等への投資に関し情報提供を行う民間団体や、途上国の民間セクターに対し出資を行う民間の海外投資会社の積極的活用等を推進していくことが適当である。

第二に、民間融資の促進の観点から、国際金融機関との協調融資や公的部門による信用補完制度の活用等をさらに図っていく必要がある。

第三に、途上国等への証券投資の促進を図る見地から、途上国等の東京外債市場へのアクセスの改善を図ること及びカントリーフンドの発展を促すこと等が重要である。

なお、途上国等に対する民間資金の流れの円滑化のためには、途上国側においても、外資規制等諸規制の緩和、インフラ整備、金融・資本市場の整備、ディスクロージャーの充実等の、投資環境の整備のための努力が必要と考えられる。

第2章 三大金融市場の現状

世界の三大金融市場間の結びつきが強まる一方で、三大市場それぞれが、その地域内の他の金融市場との結びつきを強め、相互補完的に発展している。本章では、三大市場とそれぞれの地域における他の市場との関係について概観する。

第1節 ヨーロッパ・ロンドン市場と他のヨーロッパの市場との関係一

(1) ロンドン市場の特徴

ヨーロッパにおいてはいくつかの金融市場が発達してきているが、これまでその中心的な役割を果たしてきている金融市場はロンドン市場である。金融取引に関するインフラ整備が進んでいること、監督当局の金融市場育成に対する積極的な姿勢がみられること等から、ロンドン市場は、イギリス国内の経済規模をはるかに上回る国際金融仲介機能を果たしており、ユーロ市場の中心としての役割を担っている。例えば、ロンドンに所在する銀行の国内向け債権残高は、ニューヨークあるいは東京の4分の1程度であるが、海外向け債権残高では、ニューヨーク、東京を上回る。また、外国為替取引の取扱い規模も三大市場の中で一番大きい。ロンドン証券取引所の株式時価総額及び取引高はニューヨーク、東京よりはるかに小さいが、外国企業の上場会社数は最も多く、ロンドン証券取引所における取引高の半分は外国株式の取引である。ま

た、ユーロ債発行額全体の約3分の2の起債がロンドンで行われている。

(2) ロンドン市場と他のヨーロッパの市場との関係

ロンドン市場と他のヨーロッパの市場との関係は、一層緊密化しつつあると考えられる。その背景には資本移動の自由化とEC単一免許制度の導入を柱とするECの金融市場統合への動き、さらには欧州中央銀行の設立と単一通貨制度への移行を目指す経済通貨同盟への動きがある。ヨーロッパ各国市場間の関係の緊密化の進展を取引規模の拡大という観点からみると、例えば、本邦銀行の国際インターバンク債権増加額の縮小した90年においても、ヨーロッパの国々の間におけるインターバンク債権の増加額は、89年の1,200億ドルから90年の1,800億ドルへとむしろ増大している。また世界的に国際インターバンク債権残高の減少した91年についても、300億ドルであるがわずかに増加している。

一方、ヨーロッパ各国経済の一体化に伴って、金融取引を自国市場へ誘致するという動きが生じるなど、市場間の競合関係も強まってきていると考えられる。更に今後は、ECの金融統合及び通貨統合の進展により、ローカルな市場が自国通貨取引で有していた比較優位がなくなるとともに、各国が独自の規制を維持することが困難になり、インフラの整備されたロンドン等の金融センターにある程度取引が集中していくのではないかという見方がある。

競合関係の具体例としては、第一に、パリ、フランクフルト等ヨーロッパ大陸の市場における自国株式の取引が、ロンドン市場に流れる傾向が生じており、パリ、フランクフルト等ではロンドン市場で行われている自国株式の取引を取り戻すべく、各般の措置がとられている。なお、このようなロンドン市場での株式取引の拡大の要因の一つに、いわゆるビッグバンがある。これは、80年代に入りロンドン市場の株式取引が沈滞し、英国株式の取引がニューヨーク等海外に流出する傾向が生じたことを契機として、86年に実施された証券市場の改革であり、その内容は、ジョバーとプロ

カーの単一資格制度の廃止、電子取引システムの導入、マーケット・メーカー制の導入等であった。

第二に、金融先物取引についてもロンドン市場とパリ市場が競合していると言われている。MATIF（フランス国際先物取引所）は、86年に設立され、順調に業績を拡大し、取扱件数でLIFFE（ロンドン国際金融先物取引所）と拮抗するようになった。これに対し、LIFFEは、金融先物のヨーロッパにおける中心的地位を維持すべく、最近LTOM（ロンドンオプション取引所）と合併した。今後とも、LIFFEとMATIFは競合しながらも、ともに発展していくものと思われる。

その他、ヨーロッパでロンドン市場を補完する市場としては、チューリッヒ及びルクセンブルク市場がある。すなわち、チューリッヒ市場は、銀行の守秘義務が厳格なこと、スイス・フランの決済地として債券発行市場、外国為替市場が発展していること等の特色を有する。一方、ルクセンブルク市場は、税制上のメリットに加えて、当局の監督・規制が緩く、かつ銀行の守秘義務が厳格であるため、言わばヨーロッパのオフショア市場として発展しているという特色を有する。しかし、今後のEC通貨統合の動向等によってはスイス・フランの地位がどうなるか必ずしも明確でないこと、ECの統合に際し規制や税制の統一化の動きが見られること、マネーロンダリングの問題等を背景に銀行の守秘義務が聖域でなくなってきたこと等、新たな状況も生じてきており、今後とも従来のノウハウを生かしつつ、特色ある市場としての位置づけを確保できるかどうかは必ずしも定かではない。

(3) 北欧における金融情勢の悪化

80年代後半、北欧3国（ノルウェー、スウェーデン、フィンランド）においては、資産価格が上昇し、銀行は貸出しを増大させた。その後、80年代末以降、景気の後退と資産価格の下落により銀行の資産内容が悪化した。この背景には、北欧の銀行が、国際市場からの資金調達により経済実態に比べ過度の資金供給を行った上、規制緩和

のなかで業務拡大のスピードが速すぎたことがあると言われている。

(4) ユーロ市場の発展

ユーロ市場は、元来規制のない自由な市場であるというメリットを生かして各種の金融取引が活発に行われ、その規模が拡大しており、ロンドン等ヨーロッパの市場を中心に発展してきた。ユーロ預金市場は、最も早くから発展したものであり、その規模は、91年末のBIS報告国所在銀行の外貨建負債残高でみると4兆5,000億ドルに上っている。また、ユーロ貸付市場では、シンジケート・ローンが60年代後半に定着し、70年代には、オイルマネーの還流の手段として重要な役割を果たし、急拡大した。更にユーロ債市場が、60年代のアメリカの金利平衡税の導入及び対外投資規制の強化等を契機として発展した。

ユーロ市場では、規模の拡大に加え、各種の金融イノベーションも従来より活発に行われてきた。すなわち、80年代に入り、変動利付債（FRN）の発行が拡大するとともに、金利、通貨スワップ等の導入が行われた。また、借り手が長期資金をコストの安い短期証券で簡単に調達できるNIF（Note Issuance Facility）等のバックアップ・ファシリティが登場するとともに、80年代後半にはより低利の調達手法であるユーロCPの取引が活発化した。

更にユーロ市場では、ユーロクリア、セデルといった国際証券決済システムの整備が進んでおり、決済の円滑化への努力が払われている。すなわち、ユーロクリア、セデルの利用者は、決済機関に預金口座と証券口座を設け、債券を決済機関に預託し、元利払いを受けるとともに、売買に際しては口座振替で決済することにより、決済を行うことができるようになっている。

他方、ユーロ市場は元来規制のない自由な市場であるため、その発展過程において、74年のヘルシュタット銀行による為替投機の大失敗の際や80年代に入ってから累積債務問題の発生時に、市場が不安定化し、各国監督当局者間の監督体制の問題を生じさせている。これに対し、市場秩序の維持のため、従来から、各国銀行監督当局間の監督責任

の分担に関するガイドライン（いわゆるバーゼル・コンコルダート）の制定等の試みがなされている。

第2節 アメリカーニューヨーク市場と他の北米の市場との関係一

(1) ニューヨーク市場の特徴

ニューヨーク市場は三大金融市場の一つであるが、ロンドン市場と比較すると、第一に、ロンドン市場が多数の通貨建てで様々な形態の金融取引が行われている典型的な「国際市場」であるのに対し、ニューヨーク市場はドル建ての取引がほとんどであり、いわば巨大な「国内市場」に外国人も参加しているという形になっているとも言える。第二に、ロンドン市場は非居住者による資金の調達・運用が活発に行われている市場であるのに対し、ニューヨーク市場は、非居住者にとっては運用の市場となっており、非居住者による長期資金の調達は限られている。

北米における金融市場としては、以下で述べるようにニューヨーク市場の重要性が圧倒的である。その他の市場（シカゴ、西海岸、トロントの市場及びカリブ海のオフショア市場等）については、シカゴ市場が金融先物取引等の中心地として独自の地位を占めている他は、基本的にはニューヨーク市場と一体となっていると考えられる。

(イ) 国際金融・資本市場

ニューヨークには、国際銀行取引を活発に行っているマネーセンターバンクが集中しており、アメリカにおける国際銀行活動の中心となっている。また、大手のインベストメントバンクのほとんどが集中しており、外国株式、外債等に関する業務や外国の業者、顧客との取引を活発に行っている。また、多数の外国銀行、外国証券会社がニューヨークに支店や現地法人を設けている。

(ロ) 外国為替市場

外国為替市場に関するニューヨーク市場の特徴としては、ロンドン市場では自国通貨であるポンド以外の通貨間の取引のシェアが比較的高いものに対し、自国通貨である米ドルを対価とした取引がほとんどであることがあげられる。取引開始

時間及び終了時間の定めはないが、ロンドンをはじめとする欧州市場の午後と重なる午前中は最も取引の活発な時間帯となる。

北米の外国為替市場に関しては、ニューヨークの役割が圧倒的に大きく、他の市場は、一言で言えばニューヨークの衛星市場、すなわち、地場の投資家や実需業者の為替取引の需要を満たす市場であると言える。

(ハ) 株式市場・債券市場

ニューヨークにはNYSE（ニューヨーク証券取引所）及びAMEX（アメリカン証券取引所）があり、両者で全米の取引所における株式の取引の9割を占めている。その他の地方の取引所は、全米に5か所あるが、NYSEの上場基準を満たすに至らない企業に資金調達のための門戸を開くとともに、各地方の投資家に資金運用の場を提供している。なお、債券の発行、流通においてもニューヨーク市場のシェアが格段に大きく、例えば、最大の発行規模をもつ連邦政府証券についてもその大半がニューヨーク連銀を通じて落札されている。

(2) ニューヨーク以外の市場について

(イ) シカゴ市場

アメリカにおいて先物商品は11の先物取引所のいずれかに上場されているが、二大先物取引所であるCME（シカゴ・マーカンタイル取引所）及びCBOT（シカゴ商品取引所）で全米の先物取引の総量の約4分の3を占め、シカゴは先物市場の中心として独自の地位を有し、ニューヨーク等の現物市場を補完している。なお、CME等により開発された、世界規模での立会時間後の電子取引システムによる先物、オプション取引が近々開始されようとしている。このようなシステムが開発されたのは、各国における先物市場の成長やシステム取引が進むなかで、シカゴが世界の先物市場の主導権を維持したいという意図が契機の一つになっているとも言われている。

(ロ) 西海岸の市場

サンフランシスコ、ロスアンゼルス等

の西海岸の市場は、外国為替市場、債券市場、株式市場いずれについても、基本的には地場の企業等に資金の調達・運用の場を提供する地方市場である。外国為替市場については、ニューヨーク市場の終了後、日付の変わるシドニーさらには東京市場へのつなぎ市場としての役割を担うことも期待されるが、実際には、ニューヨーク市場の取引時間にあわせて取引がなされており、ニューヨーク市場と一体化しているとの見方が強い。

(ハ) カナダの市場

トロント、モントリオール、バンクーバー等のカナダの市場は、ニューヨークのマネーセンターと比較した場合、西海岸の市場と同様に基本的には地方市場であると言えよう。トロント市場はカナダ最大の金融市場であって、外国為替市場についてはカナダ・ドルの取引の中心地であり、株式市場についてはカナダにおける取引の4分の3を占めているが、その規模はニューヨーク市場に比べはるかに小さく、金融取引全般についてニューヨーク市場の影響が非常に大きいといわれている。

(ニ) カリブ海のオフショア市場

カリブ海のオフショア市場としては、ケイマン諸島、バハマ、オランダ領アンティル諸島等がある。これらの市場はいわゆるブックイング・センターとしての地位に留まっており、実質的な業務はニューヨークで行われている。さらに最近、米国所在の銀行にとって、税制上あるいは資金調達上ケイマン支店等を有するメリットが薄れており、ケイマン支店等の活動を縮小する傾向がみられる。

(3) 米国銀行の州際業務について

アメリカにおいては、従来、銀行の州際業務は原則禁止されていたが、80年代から多くの州で州法が改正され、州外の銀行持株会社が子会社方式により相互主義的に参入することを認める州が増加してきており、州際業務の禁止は事実上崩れつつある。また、89年のS&L救済法により銀行持株会社による他州のS&Lの買収も自由化された。このような状況下、経営環境が厳しいこと

も加わって銀行の再編成が進み、この過程で従来のニューヨークを中心とするマネーセンターバンクに対して、スーパーリージョナルバンクとよばれる大規模な地方銀行が出現してきている。

第3節 アジア—東京市場と他のアジアの市場との関係—

アジアにおいては、世界の三大市場の一つである東京市場の規模が圧倒的に大きく、東京市場の動向は、アジア・太平洋地域の他の市場に大きな影響を及ぼしている。アジア・太平洋地域の香港、シンガポール等の市場は、アジア各国における世界の他の地域にはみられない急速な経済成長を背景にそれぞれ順調に発達してきており、今後ともますます発展していくことが期待される。特に、香港にとっては広東省を中心とする中国南部（華南）シンガポールにとってはASEAN諸国の経済成長が市場の発展に大きく影響を及ぼすものと考えられる。また、これらの市場における動向が東京市場に影響を及ぼす側面も生じてきている。今後ともこれらの市場は、それぞれの特徴を生かしながら相互補完的に発展するとともに、市場間の相互連関を一層強めていくものと考えられる。

また、欧米の主要な金融機関等はこれらの地域のいずれかに中心拠点を設け、各国の状況をみながらアジア・太平洋地域を一体的に捉えた活動を展開している。なお、最近、日本からアジア諸国への輸出取引において円建てで決済される比率が5割を超えるなど、円の使用が進んできており、今後とも円の国際化は進展していくものと考えられる。一方、香港ドルが香港に隣接する広東省で流通したり、タイ・パーツがタイと近隣諸国との間の貿易に使用されるなど、アジアの各国通貨の国際的な利用が一部に見られるようになってきている。

近年における東京市場とアジア・太平洋地域の各市場の関係の強まりにかんがみ、当専門部会においては、アジア・太平洋地域における国際金融市場の現状とそれらの間の相互連関に関して、当局者及び金融関係者との意見交換を行うため、92年2月に専門委員による、シンガポール、香港及びオーストラリアへの出張が行われた。また、シンガポール、

香港及びオーストラリアからそれぞれ当局者を当専門部会に招聘し、意見交換を行った。

(1) シンガポール、香港、シドニー等の市場の特徴

シンガポール市場は、政府の積極的な市場育成策等により発展してきたが、ことに近年のASEAN諸国の経済の急成長を背景に、その金融の中心として発展しており、今後とも更に発展が見込まれる。金融市場は、従来インターバンク取引を中心に発展してきたが、近年ASEAN諸国に対する非銀行向け貸出も増加してきていると言われている。外国為替市場についてはアジアでは東京に次ぐ規模であり、SIMEX（シンガポール国際金融取引所）における先物、オプション等の金融派生商品の取引も盛んである。

香港市場は、規制が緩やかであること、税率が低いこと等から、従来から国際金融取引が活発に行われてきた。金融市場の特色は、インターバンク取引が活発なことであり、特に海外の銀行との取引及び外貨建ての取引の割合が高い。外国為替市場の規模はアジアでは東京、シンガポールに次ぐと言われている。また、最近、政府短期証券等の発行が行われ、さらに、アジア開発銀行によって香港ドル建債が発行された。

香港については、97年の中国への返還を控え、最近までその前途を懸念する声も出ていたが、ここ数年の華南の目ざましい経済成長に伴い、同地域との貿易及び投資の窓口としての役割が急速に高まり、経済は活況を呈している。更に、昨年には新空港の建設につき英・中間で合意が成立し、すでに一部工事が始まっており、97年以降を含め今後の香港の先行きは明るいとの見方が強い。香港の金融市場にとって中国との関係が重要であることは、中国向けのシンジケート・ローンの約8割が香港で組成されていることにも示されている。

シドニー市場は、外国為替市場としては、世界で8番目の規模であり、24時間デーリング体制の中でニューヨーク市場の終了時から東京市場の開始時までをつなぐ市場としての役割についての期待もあるが、実際には、ドル・円やドル・マルクについて

大きな取引が行われることはあまりないと言われている。なお、大半の取引が他国通貨同士である香港、シンガポールに比し、自国通貨である豪ドルの取引が多いという特徴がある。また、金融制度改革、外国銀行の参入の緩和等により市場の活性化が図られており、州政府も市場の育成に熱心である。今後のオーストラリア経済の発展にとってアジア地域との関係強化が重要であることについて当局者の認識はほぼ一致しており、今後アジア地域の金融市場との関係が強まっていくものと考えられる。

香港、シンガポール以外のアジアNIEs、ASEAN諸国等の市場においては、近年、金融の自由化、為替・資本取引の自由化、資本市場の育成等が進められており、経済規模の拡大を上回る市場の規模の急速な拡大が顕著であるが、国際金融市場としての十分な機能を有するには至っていない。なお、84年に台湾、90年にマレーシア（ラブアン島）でオフショア市場が創設されている。

(2) アジア・太平洋地域における市場間の関係

当専門部会の委員による出張先での当局者等との議論においては、シンガポール、香港、シドニーのいずれの市場に対しても東京市場が強い影響力をもつと指摘する声が多かった。しかし、アジア各国の経済の順調な成長、更に中国経済の今後の発展等を考慮すると、アジア・太平洋地域の市場間でそのシェアをめぐる競争関係にあるとしても、すべての市場が規模を拡大できるだけでなく、それぞれの市場の特色を生かしながら相互補完的に発展していきけるのではないかという見方が一般的であった。現在においても、例えば外国為替市場については、シンガポール市場及び香港市場では、ドルと欧州通貨との間の取引も活発であり、ドル・円中心の東京市場と補完的な関係にあるといわれている。

また、シンガポール、香港及びシドニーの各市場のいずれについても歴史的な経緯及びグローバルな国際金融市場としての性格から、ロンドン市場、ニューヨーク市場との結びつきも強いという指摘もあった。

なお、当専門部会に香港より招聘した当局者は、東京市場と他の市場との関係等に関連して次のような意見を述べている。

①同一地域における金融市場間の競合がしばしば問題にされる。例えば、東京オフショア市場（JOM）が86年12月に設立された際、香港、シンガポール等他のアジアの金融市場での国際金融取引が阻害されるのではないかと当初は懸念された。しかし、実際には逆の結果がもたらされた。

②このことは、カリブ海地域の金融市場の場合と異なる点で注目に値する。すなわち、ニューヨークでのオフショア市場（IBF）の設立により、カリブ海地域の国際金融取引は縮小した。アジア地域の金融市場とカリブ海地域の金融市場の差異は、後者が単なるブックイング・センターである一方、前者では実質的な金融活動が行われていることである。

③このことから、ある時間帯には一つの巨大な金融市場しか存在しえないという考え方は、明らかに誤りであろう。もちろん、金融市場間での競争は存在するが、これは健全なものであり、各国市場の活性化に資するものである。

④なお、香港とシンガポール市場には、それぞれ他方にはない特徴があり、相互補完関係にある（注）。実際にいずれの市場を使うかは、個々の企業が、みずからの判断で決めることである。

（注）当専門部会の委員による出張での議論においても、シンガポールがASEANの中心であるのに対し、香港は、中国、台湾、更には韓国と関係が深く、地域的な棲み分けができるという理由等からシンガポール市場と香港市場には補完性があるとの意見が多かった。

第3章 対応すべき問題

ここでは、第1章、第2章で述べてきたような国際金融市場における状況の下でどのような問題が生じているかを整理する。これらの問題に対する当面の対応については第2部で検討する。

第1節 グローバリゼーションに関連する問題

世界の金融市場の結びつきが強まりグローバリゼーションが進展するにつれて、国際金融取引が量的に拡大し質的にも複雑化・高度化しつつあるが、こうしたなかで国際金融取引の円滑化を図っていくに際しては、次のような問題に留意する必要がある。

第一に、膨大なクロス・ボーダー取引を正確かつ迅速に処理していくとともに取引を今後一層発展させていくためには、各市場における取引慣行・ルールの調和及び標準化が図られていくことが適当と考えられる。このような観点から、近年外国為替市場や証券市場において、市場ルールの調和を図ろうとする動きが顕著になっているが、東京市場においても、取引慣行・ルールの整備、決済の円滑化、ディスクロージャーの国際的な調和等を進めていく必要があるのではないかと。

第二に、世界の金融市場のグローバリゼーションは、一方で国際金融取引の効率化をもたらしたが、他方、特定の市場において顕在化したリスクの影響が瞬時にして他の市場に波及し、世界の金融市場が全体としてリスクにさらされるという問題（いわゆるシステムミック・リスク）が生まれてきている。また、金融派生商品の登場と取引の拡大に伴い、このようなオフバランス取引に関するリスク管理の問題が発生している。これらの問題に対しては、国際的な場で対応策を検討することが必要となっている。

第三に、世界の金融市場のグローバリゼーションの進展は、金融市場における監督・規制のあり方に新たな課題を投げかけている。例えば、クロス・ボーダーの電子取引については、その監督・規制の方法が必ずしも明確になっていないという問題や、金融機関等の国際的な相互進出により本国と進出先の国の当局者間で監督責任をどのように分担するのかという問題が生じている。また、同時に複数の国で公衆を行う場合のディスクロージャーをどうするのかという問題もある。更に、金融取引が規制のより緩やかな市場に流れるという動き（いわゆる“regulatory arbitrage”）に対応して、急激な規制緩和が行われた場合もあり、適切にリスク管理に関

する国際的な規制のあり方もクローズアップされてきている。

第四に、近年ますます複雑化・高度化している国際金融取引において、リスクが現実のものとなった場合の法的対応について、事前に十分検討しておくことの重要性が先のBCCIの倒産等により明らかになった。このような国際金融取引に係る法的諸問題に関しては、その基礎をなす法制についての検討が必要であるが、実務的にどのように対応すべきかも問題となろう。

第2節 地域的な結びつき等に関連する問題

第2章で述べたように、世界の三大市場はそれぞれの地域内で金融市場間の相互連関性を深めている。このような各地域内における市場間の結びつきの強化は、国際金融取引の円滑化に資するものと考えられるが、それが排他的なリージョナリズムに結びつくようなことがあってはならない。例えば、ECの金融市場統合に当たっては、それが排他的な性格をもつものでないことが強調されており、その動向を見守っていく必要がある。また、アメリカ、カナダ、メキシコの三カ国間におけるNAFTA（北米自由貿易協定）とよばれる経済統合の動きについても、こうした観点から注視していく必要がある。なお、現在、米国議会においては、特定国の金融機関の米市場に対するアクセスを一方的に制限することを可能とする法案が提出、審議されており、このような動きが現実に金融機関のアクセスを阻害するものであれば懸念を抱かざるをえない。

金融市場の監督当局者間の連携についてみると、ヨーロッパにおいては、ECの金融市場統合に伴い監督当局者間の接触は緊密になってきている。北米については、主要な市場はほとんどがアメリカ国内にあり監督当局者間の連携が進んでいる。これに対して、アジアにおいては、各国経済の急速な成長に伴い、金融市場が発展するとともに相互連関が強まってきており、金融市場の監督当局者間における情報交換・意見交換を従来にも増して緊密なものにする必要性が高まっている。

第2部 国際金融取引の円滑化のための諸方策

第1章 取引慣行・ルールの調和及び標準化

第1部でみたように、世界の金融市場においては、グローバル化が進展するなかで、国際金融取引が拡大するとともに、その複雑化・高度化が進展しており、今後ともこのような傾向は継続していくものと考えられる。このような状況のもとで、市場の自由な利用を促進する観点から、我が国の金融・資本市場における慣行やルールについて見直しを行っていくことは引き続き重要であるが、本章では、国際金融取引の円滑化に資する観点から、その取引慣行やルールについて国際的な調和及び標準化を進めていくための方策について検討する。具体的には、当面以下のような事項が考えられる。

(1) 東京外国為替市場における取引慣行・ルールの整備

国際金融市場における取引ルールの調和及び標準化を推進していく観点から、まず外国為替市場について見てみることにし、当専門部会の下に「東京外国為替市場に関する検討小委員会」を設置し、東京市場及びその他の主要市場の取引慣行・ルール等について実態を調査するとともに検討を行ったところである。

外国為替市場については、きわめて大量かつ頻繁なクロス・ボーダー取引を正確かつ迅速に処理することが求められているため、各市場の相互連関が強まり、24時間ディーリング、クロス・ボーダー取引の拡大等取引が増大していくなかで、市場関係者の努力により、国際的に統一的な取引慣行・ルールが形づくられてきている。

具体的には、主要な市場において、市場慣行委員会あるいは銀行協会が組織され、ほぼ同一趣旨の取引慣行・ルールが整備されてきており、またこれを受けて、各国の外国為替市場にそれぞれ存在していた為替ディーラー及びブローカーの任意団体（フォレックス・クラブ）の国際的組織である世界フォレックス・クラブが91年12月に外国為替取引に関する基本的な規定の改定を行った。

これらの規定には、日常の取引における

紛争発生を回避するためにディーラー等が守るべき技術的、手続的項目のほか、通常と異なった取引または状況における事故防止のための項目や市場参加者の守るべき規範、倫理に関する項目といった、経営管理的立場から職場環境の整備、顧客との取引関係、不測の事故の防止・解決に対し考慮を払うよう注意を喚起する規定も含まれている。

こうしたなかで、東京市場においては、ディーラー等のインターバンク関係者の代表による任意団体である東京市場慣行委員会が、従来からインターバンクの慣行のとりまとめを行うとともに、主として新しい国際的な取引ルールを、その都度東京市場へ導入し、周知してきたところである。東京市場慣行委員会により、これまで明文化されてきたルールは、取引の技術的、手続的な側面に関するものが多く、経営管理的な側面は少ないという特徴がみられる。

最近の動向として、ディーラー等に占める外国人の比率が高まってきていることや、ディーラーの職務が高度に専門的になってきたこともあり、ディーリング業務に伴い銀行が負担するリスクについて、銀行の経営管理者が把握しにくくなるおそれも指摘されてきている。

市場の一体化が進むにつれて、仮に国際的な取引慣行・ルールからみて異なった取引実態となっていたり、対外的に取引慣行・ルールが不透明であったりした場合には、これまで以上に海外の市場参加者から指摘や批判を招くとともに、その市場での取引が敬遠され、ひいては外国為替市場全体の取引に悪影響を及ぼす危険性も大きくなっていくと考えられる。

こうした観点から東京市場における取引慣行・ルールについてみると、特に規定の明文化という点に関して、世界フォレックス・クラブの規定やロンドン、ニューヨーク等の各市場の規定に比べ、全般的な整備が遅れている面がある。また、各銀行ごとに定められてきた規則についても、顧客との関係や経営に関することあるいは倫理規定等も考慮に入れた外国為替取引のための一覧性ある規則として整備されていないの

が現状である。したがって、東京市場の取引慣行・ルールを国際的にみて統一のとれたものとし、かつ透明性のあるものとする観点から、国際的な取引慣行・ルールを踏まえ、「東京外国為替市場に関する検討小委員会報告書」に沿って、外国為替市場に関する規則をより一覧性のある規則として整備し、運営していくことが東京市場における健全な外国為替取引の発展にとって重要であると思われる。

(2) 決済の円滑化

国際証券取引における決済システムについては、かつて世界の有識者からなる30人委員会（G30）において提案が行われ、株式を中心に改善のための努力が始まっているが、クロス・ボーダーの証券取引全般についての決済の円滑化を図るために、さらに多くの努力が必要と考えられる。

また、国際金融取引におけるネットティング（注）については、BISでも検討が行われてきており、また、ロンドン市場、ニューヨーク市場においては、先物外国為替予約についての相対ネットティングが一部銀行間で既に導入されているところであるが、今後とも、ネットティングの形態や法的有効性について、関係者間で十分検討を行い、決済リスク及び信用リスク等の削減を通じ、取引の円滑化に資するシステムが導入されていくことが望ましい。（ネットティングについては次章でも検討する。）

（注）ネットティングとは、当事者間で複数の債権・債務がある場合にこれらを集約して一本の債権又は債務とすることであり、集約前の債権・債務がネットティングによって法的に履行されたものとみなされて消滅するものをオブリゲーション・ネットティングとよび、消滅しないものをペイメント・ネットティングとよぶ。ペイメント・ネットティングについては、当事者が倒産等によって債務不履行を起こした場合には、その当事者に関するネットティングの計算がネットティングの前の状態に巻き戻されるので、信用リスク削減の効果はないと言われている。

(3) 新商品の導入に当たっての検討

金融におけるイノベーションが急速に進んでいくなかで、ユーロ市場等において金

融派生商品をはじめとする様々な金融新商品が登場しており、今後、これらの新商品が我が国市場でも導入あるいは開発されることが予想される。この際、海外市場においていかなるニーズの下にこれらの新商品が生まれ、各々の市場でどのような役割を果たしているのか、その取引ルールや規制のあり方についてどのような議論が行われているのか、税務、会計上いかなる取扱いがなされているのか、等につき実態把握を行っていき、それを踏まえてディスクロージャー等のあり方についての問題や、金融新商品の取引が国際金融市場や取引全般に果たす役割等について検討されることが期待される。

(4) ディスクロージャーの国際的な調和

国際金融取引の円滑化のための方策の一つとして、ディスクロージャーの国際的な調和を推進していくことが適当であると考えられる。この問題については、IOSCO（証券監督者国際機構）等の場において、多国間公募の効率性を高め国際的な資金移動の円滑化を図る見地から議論が行われている。今後、各国間で十分に議論することを通じて、各国にとって受入れ可能な開示内容及び会計基準の国際的な調和が図られていくことが期待される。

第2章 国際金融取引に伴うリスクへの適切な対応

(1) リスクへの対応に係る各国間の協力

第1部で検討したように、金融市場においてグローバルイゼーションが進展するにつれて、特定の市場で発生したリスクが他の市場にも容易に波及し、国際金融システム全体がリスクにさらされるようになってきており、次章で述べるように各国当局者間の情報交換・意見交換の重要性が一層高まっている。

この意味で、BISやIOSCO等の場で行われている国際的なリスク管理のあり方についての議論は重要であり、我が国としても積極的に対応していくことが適当である。

なお、リスク管理の具体的方法については、国際金融市場をめぐる環境の変化等も踏まえて常に検討を行っていくことが必要

である。BISの自己資本比率規制における国別リスク・ウェイトのあり方については、その決め方がOECD諸国とそれ以外の国というような大きな項目区分となっているため、途上国等へ資金が流れる場合の制約となっているという議論もある。BIS基準については、92年度末の本格的実施の状況を見きわめることが必要であり、また仮に項目区分を見直すとしても、何を基準にリスクを判断するのか等の問題があり、現段階では慎重な取扱いを要するが、途上国等への資金フロー促進の観点からは、途上国等の信用力及びその改善、並びに融資の方法等を反映したリスク・ウェイトのあり方につき、将来の検討課題として取組むことが期待される。

(2) オフバランス取引の一層の発展

金融取引におけるコンピュータライゼーションの進展の結果、複雑、高度な取引が可能となり、また、BIS規制への対応も含め、オフバランス取引の規模が近年急増している。例えば、取引当事者間で行われる金利や為替の相対の先物取引であるFRA（注1）やFXA（注2）は、様々なニーズに応じたヘッジ取引ができるというメリットを有しており、海外市場、特にロンドン市場では取引が急拡大している。東京市場ではFRAやFXAは基本的には行われていないが、東京市場における今後のオフバランス取引を含めた国際金融取引の発展の観点から、我が国における導入の検討が進められることが適当である。

(注1) FRA (Forward Rate Agreement) とは、相対の金利先物取引で、両当事者で決めた実行日において、両当事者で決めた金利（実行日から想定最終決済日までの期間の金利）と実行日の実際の金利との差額を決済する取引である。金融先物取引所の取引が最終決済期日や取引単位が定まっている規格商品であるのに対し、FRAはいわば、テイラーメイドの金利先物取引であるといえる。

(注2) FXA (Forward Exchange Agreement) とは、相対の通貨先物取引で、両当事者で決めた実行日において、両当事者で決めた通貨スワップ・マージン（直

物レートと先物予約レートとの差額）と実行日の実際の通貨スワップ・マージンとの差額を決済する取引である。

(3) オフバランス取引に係るリスクへの対応

オフバランス取引については、BIS規制上は、その信用リスク相当額を対象として自己資本比率規制を課すこととなっている。具体的な信用リスク相当額の算出に当たっては、カレント・エクスポージャー方式（注1）とオリジナル・エクスポージャー方式（注2）とがあるが、現在、主要国においては、国際的な活動をしている銀行の中では、時価評価に基づくカレント・エクスポージャー方式が主流となっており、当初の元本に基づいたオリジナル・エクスポージャー方式を主要銀行が採用している国は我が国とドイツだけと言われている。オリジナル・エクスポージャー方式のままでは、オフバランス取引のリスク管理手法が海外の主要銀行と異なるというだけでなく、後述するネットティングの導入等に関する議論でも、オフバランス取引に係るリスク及びネットティングの効果を正確に把握することは困難であると指摘されており、カレント・エクスポージャー方式への移行は、今後の東京市場の一層の発展にとって一つの課題と言えよう。

(注1) カレント・エクスポージャー方式とは、現行BIS規制上、オフバランス取引に係る信用リスクの相当額を算出する方法の一つで、オフバランス取引では契約の元本全体に信用リスクがある訳ではないとの考え方に立ち、契約の時価評価額と持ち高との差額（再構築コスト）が相手方の倒産に伴うリスクであるとして、これに契約残存期間中の価格変動に伴って被り得るポテンシャル・リスクを加えたものを信用リスク相当額とする方式である。

(注2) オリジナル・エクスポージャー方式とは、契約の時価評価をせず、契約元本に対し、契約期間に従って一定の掛け目を乗ずる簡便法をいう。

また、現在BIS銀行規制監督委員会（コリガン委員会）において、BIS規制に市場リスク規制を加える方向で検討が進められているところであり、外国為替取引に係る

市場リスクの把握方法及びそのリスクに対する必要自己資本について検討が行われているが、我が国においてもその対応を検討していく必要がある。

オフバランス取引の拡大に応じて、オフバランス取引に係るリスクを圧縮する必要性が高まってきているが、この一つの手法が前述のネットティングである。BIS規制上ネットティング契約が有効であるとするためには、ネットティング契約の相手方が倒産した場合には、ネットティングの対象となる債権・債務がネットティングの前の状態に巻き戻されず、ネットティングによってグロスの債権・債務が一本のネット債権又は債務に置き換えられたことを第三者に対抗できる必要がある。現行のBIS規制上は「更改によるネットティング (netting by novation)」(注3)とよばれる形態の相対ネットティングだけが、有効と認められているが、その後更に検討が行われ、「更改によるネットティング」以外の方式であっても信用リスク削減に有効な場合がありうるとの議論がなされている。さらにBIS内部では、複数の銀行間の債権・債務を清算機関と各行との単一の債権又は債務とする、多角的ネットティングについての検討も行われているが、我が国においてもネットティングの導入についての検討が進められることが適当である。

(注3)「更改によるネットティング」とは、現行BIS規制上認められている二当事者間のオブリゲーション・ネットティング(第2部第1章(2)注を参照)であり、同一通貨、統一期日の債権・債務を全て自動的に集約し、これにより集約前の債権・債務は法的に履行されて消滅したものとされ、集約後の1本の債権又は債務が法的に有効なものとして残るような契約をいう。

(4) 国際金融取引における法的諸問題

国際金融取引に伴うリスクの多くは倒産時に法的な諸問題として顕在化する場合が多いと考えられ、例えば、為替取引の決済に伴う時差リスク(いわゆるヘルシュタットリスク)の問題、為替取引やスワップ取引における各種のネットティングの有効性、国際電子資金移動に係る問題等、今日の複雑な国際金融取引に関連する様々な法的諸

問題を整理・検討する必要がある。

国際金融取引に係る法的諸問題の検討に当たっては、それらの法律関係についての問題の整理そのものがいまだ十分に行われていない状況にあるため、まず、国際金融取引に関連する各種の法的問題をどのような角度から整理することが可能か、また、どのような整理が問題の所在を明らかにし、必要な検討を行っていくうえで有益かを検討する必要がある。その上で、各種の法的諸問題について具体的に法的な観点から、問題の本質はどこにあるか、どのような視点に立った分析が望ましいか、判例・学説における伝統的な議論に取引の実態に則して再検討すべき点があるとするとその際の視点は何かなどについて、基本的な検討が必要と考えられる。

論点整理の仕方としては、まず、国際金融取引に関連する各種のリスクは国際倒産という事態において一挙に顕在化する場合が多いと考えられることにかんがみ、国際倒産手続に関する諸問題を一つのグループとして取り上げて整理できよう。

次に、実体法上の諸問題がもう一つのグループとして取り上げられよう。ここでは、国際金融取引に係わる当事者の実体法上の権利義務関係を、各種の取引の実体、契約条項の法的意味等に即して理解した上で、重要と考えられるいくつかの問題を重点的に検討することが基本となる。

これらの二つのグループについて、考えられる重要な問題点をあげると、まず、国際倒産手続については、

- (イ) 総論的な問題として、
 - (i) 国際倒産手続の理念はいかにあるべきか、
 - (ii) 外国での倒産手続に対して属地主義(倒産の手続きは一国内においてのみ効力を有する)に立つ我が国法制は、その普及効(外国における倒産の効果が日本国内にも及ぶ)を認めないが、基本的に普及主義に立ちながら、国内債権者保護の必要性から、所要の調整を図っていくことが適当ではないか、
- (ロ) 各論的な問題として、
 - (i) 外国倒産手続の承認方法、その要件、

及び承認の効果をどのように認めるべきか、

- (ii) 我が国における倒産手続の対外的効力をどのように考えるか、
- (v) 更に、銀行倒産は一般的な倒産手続と比べて特殊な問題を含むので、銀行監督当局の関与を認めるなど、特殊な配慮が必要ではないか、等があげられよう。

次に、国際金融取引に関する実体法上の諸問題についての研究は、重要性と必要性が高いにもかかわらず、一部の分野を除いて、必ずしも日々発展する取引の実態に追いついていないと言いがたい面がある。

これらの問題の中で重要なものとしては、

- (i) 基本的な問題として、通貨取引を完全な金銭債権として取り扱う場合に生じる問題点として、取引対象としての通貨の法的性格をどのように考えるか、
- (ii) 本来は同時履行の関係にある双務契約について、一方の当事者が先履行した場合、先履行した者をどのように保護するか、
- (iii) 為替取引等の双務契約における債務が双方とも未履行の場合において、一方当事者が倒産したような場合の法的効果をどのように考えるか、等があげられよう。

これらの法的諸問題の検討は、実際に発展しつつある国際金融取引の効率性や安定性を確保するためにも、きわめて重要な要請となっている。これらの法的諸問題は、一国における法制を検討するだけではなかなか解決が難しく、各国法制の下での取扱いについて、一步一步着実な検討を積み重ねていくことが期待される。他方、国際間の法的整備には相当の時間を要するものと思われ、実務面で現実的な対応策をとることも必要と思われる。

第3章 当局者間の情報交換・意見交換の促進

従来、二国間の金融協議等の金融市場に関する当局者間の話し合いの場においては、自由化やアクセス改善が中心的なテーマであった。これは、これまで各国の金融市場におい

て自由化やアクセス改善が重要な課題であったことを反映していると考えられる。しかしながら、クロス・ボーダーの取引が飛躍的に拡大した今日、グローバルライゼーションの進展や機械化の進展に伴って生じてきたリスク管理の問題をはじめ市場の安定性を確保するための諸問題について、当局者間で情報交換・意見交換を行うことがより重要になってきている。

また、国際金融取引の活発化、複雑化により、国際的に活動をしている金融仲介機関の倒産等、有事の際の当局者間の連携についても話し合う必要性が一層高まっている。日頃から当局者間の会合等で緊密な情報交換を行うとともに、緊急時における対応についても意見交換を行っておくことが重要である。

アジア・太平洋地域における金融市場の監督当局者間の情報交換・意見交換に関しては、前述したように当専門部会でも主要市場の監督当局者を招き意見交換を行ったところであるが、先般香港で開催された四市場（東京、香港、シンガポール及びシドニー）の監督当局者による会合も注目に値しよう。同会合においては、外国為替市場や金融・資本市場の現状等について非公式かつ自由な意見交換が行われ、クロス・ボーダー取引が増加の一途を辿っている現在、四市場間の情報交換を行っていくことは極めて有益であるとの共通の認識が得られた。アジア・太平洋地域における金融市場の相互連関の強まりにかんがみ、今後とも、監督当局者間で外国為替市場や金融・資本市場に関する情報交換・意見交換を進めていくことが重要である。

なお、アジア・太平洋地域の市場の近年における発達に比べ、それらの市場に関する情報は、海外の市場においては必ずしも豊富ではない。市場の相互発展を図っていくためには、各国において、正確な情報を伝える努力を行っていくことが望まれる。我が国としても、東京市場に関する情報を幅広く透明な形で伝達するように努め、とりわけ海外市場の関係者の理解を深めていくことが期待される。

おわりに

世界の金融市場におけるグローバルライゼーションの進展はもはや後戻りのできない道で

あり、国際金融取引の一層の発展と効率化を図る上で、金融市場間の地域的なつながりを深めていくことも必要であると思われる。このような状況の下で新たなリスクも発生してきており、その対応に向けて関係者の努力が必要となってきている。当報告書においては、国際金融取引の円滑化のための当面の諸方策として、取引慣行・ルールの調和及び標準化、国際金融取引に伴うリスクへの適切な対応、及び当局者間の情報交換・意見交換の促進について論じてきたが、今後とも国際金融取引を進展させていくために更にどのような具体的方策をとりうるのかという点について、各国の関係者間で着実に検討を重ねていくことが必要である。

(出所) 国立国会図書館蔵書 (DE147-E20、平成5年1月6日)「世界の金融市場の相互連関と取引の円滑化のための諸方策」外国為替等審議会国際金融取引における諸問題に関する専門部会、平成4年6月16日

11-75 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会 「国際金融・資本市場の変化と国際金融上の諸問題—国際金融取引の新たな展開とそのリスクへの対応—」

1993 (平成5) 年6月11日

委員名簿

部会長	大場 智満	(国際金融情報センター理事長)
部会長代理	飯田 経夫	(国際日本文化研究センター教授)
委員	天野 順介	(三菱電機副社長)
	上島 重二	(三井物産専務取締役)
	梅本 章夫	(東京銀行専務取締役)
	江澤 雄一	(日本輸出入銀行理事)
	大島 昭壽	(住友商事副社長)
	大瀧 太市	(朝日生命常務取締役)
	奥田 碩	(トヨタ自動車取締役副社長)
	神田 秀樹	(東京大学教授)
	木村 浩一	(大和証券取締役副社長)
	小島 明	(日本経済新聞社編集

		局次長)
小山	敬次郎	(日本経済団体連合会専務理事)
佐藤	博亮	(農林中央金庫常務理事)
須田	美矢子	(学習院大学教授)
外村	仁	(野村證券専務取締役)
外門	一直	(東京電力常務取締役)
永島	旭	(日本銀行理事)
波多	野恭彦	(住友信託銀行専務取締役)
平野	敦雄	(三菱銀行専務取締役)
水城	武彦	(NHK解説委員)
矢澤	富太郎	(太田昭和監査法人会長)
吉田	達夫	(日本興業銀行副頭取)

(要旨)

序 国際金融・資本市場の最近の変化

80年代、国際金融市場において、取引量の拡大とグローバル化の進展、規制緩和、セキュリティ化の進展、資産価格の高騰、途上国の累積債務問題の顕在化、ECの市場統合等の動きが見られた。90年代に入り、このような動きを受けて、国際金融市場において、次のような顕著な変化が起こっている。すなわち、BISの自己資本比率規制の実施や金融技術の一層の発展等を背景に、金融機関の銀行間取引等オンバランス取引の縮小とオフバランス取引の拡大が起こっている。とりわけ、いわゆる金融派生商品取引の発展は最近の国際金融市場における最も顕著な特徴の一つとなっている。またこれに加え、セキュリティ化の進展は、金融技術の一層の進展や投資家ニーズの多様化と相まって、証券化関連商品の発展等金融商品の多様化を促進している。国際金融取引において機関投資家の重要性が高まっていることが、このような傾向を助長している。このような国際金融・資本市場の活発化に伴い、経済取引のグローバル化が進む一方、80年代におけるECの経済統合の動きを受け、欧州・北米等において地域経済統合の動きも一層進展している。

本報告書はこういった特に近年の国際金融市場における変化とそこから生じる諸問題に

ついて審議した結果をとりまとめたものである。

第1章 国際金融取引における金融派生商品の発展

第1節 国際金融取引における金融派生商品取引の拡大とその背景

為替、債券等の現物取引から派生した先物、オプション、スワップといったいわゆる金融派生商品取引は、1970年代初めに米国で生まれ、その後80年代に入ると世界的な規模で拡大を遂げ、その市場残高は、世界の主要な銀行の保有する国際部門資産残高に匹敵するまでになっている。

このような金融派生商品取引の著しい拡大には、次のような背景があることが指摘されている。第一に、為替相場の変動や世界的な金融・資本市場の自由化に伴う金融資産の価格変動の拡大により、国際金融市場の参加者のこれらに対するヘッジニーズが高まる一方、積極的に価格変動を収益機会ととらえる市場参加者が増大したこと、第二に、BIS規制等を背景として、金融機関がオフバランス取引を積極的に活用するようになってきていること、第三に、コンピューターを使った通信・情報処理技術が発達し、より高度なオフバランス取引を技術的に可能にしたことである。

第2節 我が国金融派生商品市場の特徴

我が国金融派生商品市場の特徴をみると、第一に、その規模は近年急拡大しているものの、世界の金融派生商品市場全体に占めるシェアは、世界のオンバランス取引において我が国市場の占めるシェアに比べてかなり低い。第二の特徴は、銀行・証券会社・生保等機関投資家等それぞれの金融派生商品市場への参加の態様である。例えば、銀行は金利・通貨関連市場等において活発にディーリングを行っている。第三に、欧米で開発された比較的定型化された商品の取引が中心となっていることである。

第3節 国際金融・資本市場における金融派生商品の機能

第4節 金融派生商品のリスクと国際金融市場への影響

第5節 金融機関のリスク管理の現状

金融派生商品は、国際金融市場における

様々なニーズに応えるという機能を発揮している一方、その内在するリスクについて注意深い対応が必要である。このことから、金融派生商品を扱う金融機関におけるリスク管理は高度の技術を駆使して行われるようになってきている。

金融派生商品の発達は、国際金融市場に大きな影響を与えており、いわゆるシステムミックリスク（金融システム全体に危機を招くリスク）を増大させているかどうかについて様々な意見が出されている。

第6節 今後の課題

国際金融市場における金融派生商品取引については、その有用性とそこに内在するリスクとを正しく認識した上で、金融派生商品市場の整備や個々の市場参加者の適切なリスク管理が重要な課題である。

1. ディスクローチャーの拡充の検討

金融派生商品取引は、それがバランスシート上に表れないことから、財務の透明性及び国際金融市場における信頼性の確保の観点から、金融派生商品のリスクにかかる情報のディスクローチャーを適切に行うことが国際的に共通の課題となっている。

2. 金融派生商品に係る会計上の問題

現在、金融派生商品の会計処理については、原則として実現したキャッシュフローについてのみ財務諸表上認識されることとされている（実現主義）。このような状況の下で、国際金融業務の円滑化の観点から、ディーリング目的の金融派生商品について値洗い基準を、また金融派生商品取引に係るヘッジ目的の取引にはヘッジ会計を導入するのが適当である旨の意見が出された。

金融機関のディーリング目的の金融派生商品については、それが短期間の頻繁な取引を前提としており、常にその現在価値に着目して管理されていることから、財務諸表上も時価をベースに処理する必要性が高いと考えられるが、我が国においてこれを導入することについては、商法、企業会計慣行等さらに検討を要する問題があり、これらの問題を十分踏まえ、検討が進められることが期待される。

3. ネットティングの議論の深化

金融派生商品を中心とするオフバランス

取引の拡大に応じて、オフバランス取引にかかる信用リスクを圧縮する必要性が高まってきているが、取引当事者間で複数の債権・債務がある場合にこれらを集約して一本の債権又は債務とすることにより信用リスクを削減する手法がネットティングである。そのBIS規制上の取扱いについて、バーゼル銀行監督委員会の提案が最近市中協議に付されているところである。我が国においても、ネットティング契約の法的位置づけ、その効果及びオフバランス取引に係る信用リスク相当額の算出方法等に関し、国際金融取引の円滑化にも配慮しつつ議論が一層深められることが期待される。

4. 金融機関のリスク管理体制の整備

リスク管理の基礎は、時価によるリスク額の正確な把握である。最近市中協議を開始した市場リスク等に関するバーゼル銀行監督委員会の案においても、ポジションについては原則時価ベースで報告を求めているように、国際金融市場においては時価ベースでのリスク管理という考え方が一般化しつつある。

信用リスクの管理については、内部の審査部門を拡充するとともに、取引相手方の信用力評価の手法の一層の改善が重要である。

5. 顧客へのリスク情報等の適切な開示

金融機関は十分な知識を有しない顧客に対し、①金融派生商品取引の契約前には、当該取引に含まれるリスクの開示をできるだけわかりやすく行い、②契約後は相場変動に応じたタイムリーなアドバイス等のアフターケアの充実に十分留意すべきである。なお、金融派生商品取引が今後一層拡大し、リスクが複雑化することを考慮すれば、顧客への開示のあり方については今後、さらに検討していく必要がある。

6. 国際金融業務に係る監督・検査の充実と各国金融当局間の連携、金融派生商品に関する統計の整備

国際金融市場において金融派生商品取引が活発化している状況の下で、金融機関の経営の健全性確保及びシステミックリスク（金融システム全体に危機を招くリスク）の顕現化の回避を最終的に担保するものとして、金融監督当局が国際的に調和のとれ

た形で、監督・検査機能の一層の充実を図ることが重要である。

また、各国金融市場間の比較が可能となるような統計の整備が、各国金融当局及び市場参加者との連携をとりつつ進められることが望ましい。

第2章 我が国の市場参加者のビヘイビアの変化

第1節 本邦銀行の最近の国際業務の変化

本邦銀行はオンバランスの国際取引の資産・負債を縮小している一方で、オフバランス取引を拡大している。国際業務についても、ROA重視等の観点から業務運営の効率化・合理化に取り組んでおり、その中で、国際融資業務のウェイトが徐々に成長性の高いアジア地域に移っている結果となっている。

第2節 本邦企業の国際資本市場における資金調達状況の変化と証券会社の国際業務

本邦企業は資金調達面でも現地化を進めており、海外の資本市場ではMTN等多様な資金調達手段を活用している。また、本邦企業本体による海外での資金調達も活発化しており、近年はユーロ円普通社債が顕著に増加している。本邦証券会社は80年代国際業務を拡大させてきたが、ここ数年海外拠点についてグローバルな観点から見直しを行うようになってきており、この中で今後の発展が期待できるアジアを重視する動きが出てきている。

第3節 本邦機関投資家等の国際資本市場における資金運用状況の変化

本邦機関投資家等の対外証券投資は80年代の急増の後、90年以降減少している。本邦機関投資家等の最近の特徴的な動きとしては、全体として投資に慎重な中で、国内資金需要の低迷等からユーロ円債や為替リスクをヘッジした短期運用の外貨建証券投資が増加している。

第4節 今後の課題

1. 国際金融業務の効率化の推進

今後国際金融市場において各銀行とも自己資本の構成内容に考慮しつつ、一層その充実に努めるべきである。また、資産内容

の健全化とともにその適切なディスクロージャーが期待されているが、これは、ひいては格付け向上にも資するものと考えられる。本邦銀行及び本邦証券会社は国際業務部門においても中長期的に効率的な業務運営を目指すことが望まれる。

2. 国際金融業務の国際的配慮

金融機関の海外業務の展開は、基本的に各行の自主的判断により行われるものであるが、拠点の整理統廃合、新規進出が、進出先国との関係で無用の摩擦を招かぬよう十分な配慮が望まれる。

3. 国際資本市場における資金調達の一層の円滑化

国際資本市場における資金調達の一層の円滑化のため、企業としては今後とも投資家への情報提供の充実に努めるとともに、格付け制度の積極的活用を図ることが重要である。また、国際財務担当者としての知識・経験を有する人材の育成も急務となっている。

一方、本邦企業が資金調達において、国内と海外の市場をニーズに応じて効率的に活用できるよう、内外の市場の状況等を踏まえつつ、海外市場へのアクセスを一層容易にする努力が払われることが適当である。

4. 国際金融・資本取引の実態に即した国際収支統計への改善

我が国の国際収支統計については、近く公表される予定の新しいIMFマニュアルに沿い、国際金融・資本取引の実態に即した形で、全般的に見直しを行う必要がある。その際には、統計的的確さ及び国際的な斉合性に最大限に配慮しつつ、我が国の実情に応じた国際収支統計作成の体制が整うよう、関係各方面の意見を聴取しつつ、検討を行うことが適当である。

第3章 地域経済と国際金融・資本市場

第1節 欧州金融・資本市場統合及び経済通貨統合の現状と、それが国際金融・資本市場及び市場参加者に与える影響

欧州では、EC金融市場統合の進展の中で、①欧州資本市場の取引規模の拡大、②域内金融機関の営業展開の容易化及び業務範囲の拡大、③主要市場間の競争の激化、④

ユーロ債市場の活発化等が生じている。

第2節 北米自由貿易協定の成立とその将来展望及びそれが我が国金融機関等に与える影響

最近の米国市場においては、本邦銀行を中心に外国銀行のプレゼンスがやや縮小きみとなっており、むしろ業務運営の効率化・合理化により融資対応能力が出てきた米国銀行が貸出しに積極的になり始めている。カナダにおいては、80年銀行法以来、外国銀行の進出は現法形態でしか認められていないが、この制度がNAFTAでも維持された。メキシコにおいてはNAFTAにより、域内国金融機関（域外国の現法を含む）は現法形態によるメキシコ進出が可能となった。

第3節 東アジア地域の経済発展とそれが国際金融・資本市場に与える影響

東アジア地域においては急速な成長が続いている。今後についても、①中国経済の急速な成長が地域全体に大きな影響を及ぼしてきていること、②アジア諸国において大衆消費型の国内需要に基づく成長が続くと考えられること等を背景に、高成長を続けるものと予想される。

このような最近の変化の中で、我が国をはじめとして主要国の金融機関は概ねアジア地域を経営上の最重点地域の一つであると位置づけている。

第4節 中南米諸国の最近の経済状況とマネー・フローの変化

中南米地域では財政の健全化、民営化、貿易自由化等经济社会構造の変革を背景に、90年代に入り経済が回復しており、これに伴い資本の流入に転じている。

第5節 今後の課題

1. 開放的な市場の維持

EC、NAFTAのような地域経済統合は、域内においては様々な経済的利益をもたらすが、域外に対しても開かれたものになるよう留意していく必要がある。

日本を含むアジア・太平洋地域が今後も発展を維持していくためには、国際金融取引や貿易の円滑化を促進し、多角的自由貿易体制の維持、強化に努めることが重要である。

2. 途上国に対する資金フローの確保

民間資金フローの十分な流入を図ることが困難な多くの開発途上国にとって、国際開発金融機関がその資金基盤を強化することが重要であり、アジア開発銀行等国際開発金融機関における増資ができる限り早期に合意されることが望まれる。また、途上国の自助努力を支援するための公的資金フローを確保する努力を継続することが、民間資金フローを促す観点からも重要であろう。

途上国に対する民間資金フローを確保するためには途上国におけるインフラ整備も重要であり、特にアジア地域においては各国において現在進行しつつある金融・資本市場の発展を支援するために、そのインフラ整備に対する積極的な支援が重要である。

3. 金融監督当局間の情報交換・意見交換の重要性

当局者間でリスク管理や市場の安定性に関する情報交換・意見交換等、連携を密にすることがより一層重要になってきている。この観点から、例えば二国間金融協議やアジア・太平洋の四市場の監督当局者による会合等は有益であり、今後ともこれらの場を活用して、金融監督当局が連携を密にしていくことが望まれる。

[本文]

序 国際金融・資本市場の最近の変化

最近、国際金融取引及びそれをとり巻く環境に様々な変化が生じてきている。ここではまず、1980年代以降の国際金融・資本市場において生じた様々な動きをあとづけるとともに、それらの動向が特にここ数年どのように進展し、国際金融・資本市場にどのような変化をもたらしているかについて、概観しておくこととする。

1. 1980年代以降の国際金融・資本市場の変化

(1) 国際金融取引の量的拡大とグローバル化の進展

80年代の国際金融取引の特徴としてはまず第一に、その著しい量的な拡大とグローバル化の進展があげられる。国際金融取引は80年代に、先進諸国間を中心に拡大し続けるとともに、為替や金利の取

引に見られるように国際金融・資本市場で取引される商品はグローバル化し、文字通り24時間世界中で取引される体制となった。その背景には、世界的な貯蓄資金の増大、各国の銀行の積極的な資産拡大戦略のほか、次に述べるような各国金融市場の規制緩和や技術進歩等により、それらの資金が内外の金利差等に敏感に反応してクロスボーダーで移動するようになったこと等があげられる。

(2) 規制緩和とそれによる市場参加者の活動の活発化

80年代の第二の特徴としては世界的な規制緩和の動きがあげられる。即ち、日本、米国、欧州において金利規制、金融に係る業務規制及び外国為替管理につき、見直しが行われた。金利規制の緩和により為替管理の自由化と相まって市場間での金利裁定取引が活発化した。一方、マクロ経済の変動が金利変動に直接つながることとなって金利変動率が高まり、それに対するヘッジ手段が市場参加者の大きな関心事となった。また、金融に係る業務規制の見直しにより競争が促進され、新しい金融取引の開発、活発化が促進されたという面が指摘されている。他方、このような一連の規制緩和は、他面で金融機関のリスク管理の重要性を高めることとなったが、リスク管理が十分行われなかった金融機関の問題も一部で表面化した。

(3) 国際金融取引におけるセキュリティゼーションの進展

80年代の特徴の第三は、国際金融取引におけるセキュリティゼーション（注1）の進展である。具体的には、企業が銀行を通じないで直接証券市場から資金を調達するいわゆるディスインターミディエーションが進展した。これは、いわば資金調達面でのセキュリティゼーションといえることができる。例えば長期資金の調達としては社債のほか、株価の好調もあり転換社債やワラント付社債といったいわゆるエクイティ関連債の発行が活況を呈した。また比較的短期のものとしては、CPや中期ノート（MTN）の発行も活発となった。このようなディスインターミディエーションの背景

には、発行体及び投資家双方にとって魅力ある証券やそれを組み込んだ金融商品を開発する金融技術の発展のほか、銀行の格付けが相対的に低下したことにより、一部の企業にとっては自らの信用力によって市場から直接調達する方が銀行借入に比べて相対的に有利になってきたこともあげられよう。

また、金融機関の長期貸出債権を証券形態等で流動化するという形でのセキュリタイゼーションの動きも活発化した。これはいわば資産のセキュリタイゼーションといえることができ、例えば、金融機関の住宅ローン債権や抵当権付債権あるいは開発途上国に対する債権が証券化され、資産の流動性の確保等の手段として活用された。

(4) 資産価格の高騰

80年代後半、かなりの先進国では資産価格が高騰し、市場参加者の資産価値が上昇した。その結果、市場参加者の金融活動が活発化し、国際金融取引の拡大につながった面もある。他方、この資産価格の高騰を背景に、その後の資産価格の急激な変化に対応するリスク管理や市場参加者のリスクチャリングが、最近の国際金融市場における重要な課題となってきている。

(5) 途上国の累積債務問題の顕在化とその対応

70年代、二度にわたる原油価格の大幅引上げによって発生した巨額の資金（オイル・マネー）を原資として、米国銀行を中心とする国際銀行団は主としてシンジケート・ローン方式により積極的に中南米諸国等に貸付けたが、そこにはいわゆるソブリン・ローンは信用リスクが極めて小さいという前提があった。しかし82年のメキシコの返済猶予要請を契機として途上国の累積債務問題が顕在化し、国際金融界に大きな衝撃を与え、銀行の信用リスクに対する認識は大きく高まった。

その後、米国及び一部の欧州諸国のLBO、不動産融資等の先進国の国内市場への貸出しが活発化した。この背景には、こういったいわばハイリスク・ハイリターン案件に積極的に取組む銀行の収益性指向のほか、累積債務問題の顕在化によって途上国向け

貸出しが頭打ちとなった銀行がこれにかわる貸出対象を求めた面が指摘されている。

(6) EC市場統合の進展

ECの市場統合に向けての動きも80年代の国際金融市場の特徴の一つとしてあげられる。EC統合は欧州の統合という政治的な意志の下に推進されているが、金融の面では、相互に経済的結びつきの強いEC諸国がより自由な国際金融取引を指向したものととらえることができよう。EC域内の資本移動の自由化や単一の金融市場を目指しての動きは各国の規制緩和をも促進し、市場参加者に大きな影響を与えている。

2. 90年代の変化

以上のような80年代の動きを受けて、90年代に入り、これに対する当局や市場参加者の対応として新しい動きが現れてきている。他方、80年代の動きがさらに進展してきている面もある。また、この両者の動きが相互作用を起こしている面もある。これらが、ここ数年の国際金融・資本市場における次のような顕著な変化となって現れてきている。

(1) BISの自己資本比率規制の実施

93年4月よりいわゆるBISの自己資本規制が実施に移された。この背景としては金融監督当局及び国際金融業務を行う銀行の80年代から高まりつつあったリスク認識及び資本コストの認識があげられる。また、国際金融業務の活発化、広域化により、国際金融業務を行う銀行の間での自己資本に関する共通の基準が必要との意見の高まりもその背景の一つである。このような動きは、80年代の規制緩和・自由化に対する一つの対応であると見ることもできる。

また、BIS規制の導入は、次に述べるような資本コストの相対的に小さいオフバランス取引の拡大の背景にもなっている。

(2) 金融派生商品取引の活発化

為替、金利等を原資産とするスワップ、オプション等の金融派生商品は、80年代初めからシカゴ、ニューヨーク等の取引所を中心に取引が行われ、金利や資産価格の変動等に対するニーズの高まり等を背景に活発化しつつあったが、近年リスク認識や資本コスト意識の高まりとコンピューターの発展等技術の進歩とともに急速に取引が増

大している。当初は、取引所における先物取引が中心であったが、ここ数年スワップを中心とした店頭取引の活発化が顕著である。このような店頭取引は、個々の市場参加者の異なるニーズにきめ細かく対応できるのが特徴であり、市場参加者のニーズの多様化とこれに対応し得る金融技術の発展を背景に取引が活発化している。

(3) 銀行の国際金融資産・負債の縮小

銀行のオンバランスの国際金融資産・負債残高は、80年代を通じて拡大してきたが、91年には縮小し、92年にも同年9月の欧州

通貨の混乱に伴う大量の資金移動という特殊要因を除けば依然として減少基調にある(図表1)。他方、資産負債残高に現れない金融派生商品等オフバランス取引が急拡大している。その背景としては、信用リスクがオンバランス取引より少なく、また市場リスクをより少ない資本コストで効率的にヘッジする手段として従来のオンバランス取引によるヘッジに代えて、金融派生商品を用いる傾向が一段と強まったことがあげられている。

図表1 BIS 報告銀行の対外債権の状況
(各四半期末の為替相場で換算したフロー)

(単位：億ドル)

	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年	1992年末残高
対外債権	6,018	4,361	6,849	6,083	▲547	1,770	61,963
インターバンク債権	4,912	3,295	5,249	3,492	▲1,443	▲223	39,863
非銀行部門に対する債権	867	920	1,468	2,257	891	1,326	12,808
その他の債権	240	146	133	335	5	667	9,291
外貨建て対居住者債権	1,630	748	1,222	1,059	▲487	▲248	11,540
非銀行部門に対する債権	1,001	679	829	587	117	▲434	5,975

(注) BISに報告されている対象銀行は、先進10カ国グループ諸国、ルクセンブルク、オーストリア、デンマーク、フィンランド、アイルランド、ノルウェー及びスペイン所在銀行、パナマ、ケイマン諸島、香港及びシンガポール所在の国際業務に従事する銀行、バーレーン及びオランダ領アンティルのオフショア銀行、パナマ所在の米国銀行支店。

(資料) BIS四季報

(4) 地域経済統合の進展

これまで述べたように、金融取引のグローバル化が進展する一方、地域統合の動きが顕著になってきている。具体的には、80年代のEC市場統合の動きを受け、近年、ECでは経済通貨統合等地域統合の一層の進展が、北米ではNAFTA協定(北米自由貿易協定)の合意が、また東アジアでも近隣諸国の間で地域経済圏の形成の動きが見られるようになってきている。これらの動きは、近隣諸国間での経済の相互依存の高まりがその背景にあるが、東アジアにおいては、ECやNAFTAが政治的イニシアティブにより制度面での統合を図っているのと対照的に、経済活動の緊密化に伴う自然発生的なものである点にその特徴がある。このような地域経済の動きが国際金融・資

本市場にも影響を与えている。

(5) 市場における商品の多様化

80年代におけるセキュリティゼーションの進展に引き続き、国際金融・資本市場における商品は多様化するとともに、その仕組みが一層高度化してきている。前述の金融派生商品の発展のほか、モーゲージ・ローン(担保付住宅貸付債権)を裏付けに発行されるMBS(モーゲージ・バックト・セキュリティーズ)(注2)やアセット・バックトCP(注3)等いわゆる証券化関連商品の発達、前述のMTNの一層の活発化等がその例としてあげられる。その背景には金融技術の一層の発達や投資家のニーズの一層の多様化等がある。

(6) 市場参加者に係る変化

その他市場参加者に関し近年、次のよう

な変化が顕著である。

(イ) 投資家の機関化現象

保険、投資信託、年金基金等の主要な機関投資家の金融資産は1980年代から高い伸びを示しており、資本市場においてこうした機関投資家の占める割合が極めて大きくなってきている。機関投資家の資金運用は資金運用の専門家によって行われることから、新たな資金運用技術の導入や新たな投資先を求めてクロスボーダー取引に積極的になる傾向があり、金融技術の発達や国際金融市場の発展に寄与している。

こうした中で最近注目されているのは米国のいわゆる「ヘッジファンド」(注4)の活発かつグローバルな展開である。世界的な株式市場の不安定化や欧州通貨の混乱を背景にヘッジファンドはさらに急拡大してきており、92年9月の欧州の通貨の混乱の際にも市場に大きな影響を与えたとされる(注5)。

(ロ) 銀行等の業務運営の合理化

80年代の銀行業務の量的な拡大に伴って生じた累積債務問題の顕在化や資産内容の悪化等に対応するとともに、新たな国際金融・資本市場の環境に適切に対処するため、銀行の中には従来の経営戦略の見直しをせまられているものがあり、本邦銀行を含めそれらの銀行においては現在業務運営の合理化が進められている。これが、銀行のビヘイビアの変化を通じて国際金融・資本市場に影響を与えている。

3. 以上、国際金融市場における80年代及び90年代に入ってからの変化について概観した。当専門部会は昨年10月より、国際金融・資本市場の変化と国際金融上の諸問題をテーマに、近年の特に顕著な変化として、①国際金融取引に大きな構造変化をもたらしている金融派生商品取引、②上に述べたような国際金融市場の世界的な変化を背景とした国際金融市場への我が国参加者のビヘイビアの変化、及び③各地域で生じている変化をとりあげ、そこから生ずる諸問題について審議を行った。本報告書はその審議した結果をとりまとめたものである。

なお、今回の審議については、委員、参考人からの意見聴取及び委員による討議のための会合を12回開催し、また、この間本年3月には、ニューヨーク、ロンドン、ブラッセルに専門委員による出張を行ない、金融監督当局及び市場関係者から金融派生商品取引を中心とする市場の動向及びEC統合の現状等の調査を実施したところである。

(注) 本報告書においては、金融機関は証券会社も含むものとし、また金融市場とは特に資本市場との対比で言及されない限り資本市場も含む広い概念であり、かつその国際的な側面に焦点を当てていくこととする。

第1章 国際金融取引における金融派生商品の発展

序章で述べたように、80年代から高まりつつあったリスク認識や資本コスト意識、金融技術の発展を背景に、近年、預金・為替・債券・株式等の現物取引から派生した金融商品、すなわち、金融派生商品(フィナンシャル・デリバティブズ)の取引が活発化している。金融派生商品の発展は、近年の国際金融市場における変化で最も顕著なものであるとの見方もあり、BISをはじめとする国際的な場において検討が活発に行われてきている。本報告書では主に国際金融取引の観点から、通貨関連のもの及び金利関連のうち、クロスボーダー取引を中心として取り扱う。また、ここでは主として、最近急増しており、市場参加者のニーズにきめ細かく対応できる「店頭取引」について述べることにする。

第1節 国際金融取引における金融派生商品取引の拡大とその背景

1. 多様な金融派生商品の開発

我が国では、固定金利と変動金利を交換し、金利リスクをお互いにヘッジする金利スワップが発達してきているが、このような金融派生商品はヘッジニーズとともに次々と新たなものが生まれてきており、現在多くの取引手法が存在している。その種類は①取引の形態、②取引の手法、及び③原資産の内容によって様々なものになっている。まず取引形態については取引所において売買される「取引所取引」と個別の市場参加者が取引所外で相対で取引する「店頭取引」(OTC; over-the-

counter) とがある。取引手法については、代表的なものとして「先物」(futures)、「先渡」(forward)、「オプション」, 「スワップ」等が挙げられる(注6)。さらに最近では、これらの代表的な商品を組み合わせた「スワップション」(スワップとオプションの組み合わせ)等のハイブリッド商品の開発も活発に行われている。

また、原資産の内容により、金融派生商品は、異種通貨間の取引である「外国為替関連(通貨関連)」、預金や債券等の金利に着目した「金利関連」、株価指数等に着眼した「エクイティ関連」のほか、広義の金融派生商品として原油等の商品(コモディティ) 価格に着目した「商品関連」等のものが開発されている。

2. 最近の金融派生商品取引の拡大

金融派生商品取引は、1970年代初めに米国で生まれ、その後80年代に入ると、次々と創設された各国の取引所において広範な商品が上場されるなど、世界的な規模で拡大を遂げた。この結果、91年末時点の金融派生商品市場残高(想定元本ベース(注7))は、8兆ドルと世界主要銀行保有の国際部門資産残高

に匹敵する規模に拡大しており、この5年間の伸びをみても7.4倍と高水準に達している。この伸びは年率で約50%に相当し、この間の世界主要銀行保有の国際部門資産残高の伸びが年率13%程度であったことと比較すると、その急増ぶりが際立っている(図表2)。なお、主要米国銀行4行では先物外国為替を含む金融派生商品のオンバランス資産に対する比率は、8倍に達するまでに至っている。

金融派生商品取引は投資家、資金調達者及び金融仲介者それぞれのニーズを背景に発達してきた。即ち、投資家にとっては金融資産の価格変動リスクをヘッジし、例えば価格が下落した場合でも一定の収益を確保したいというニーズがある。資金調達者にとっては金利変動リスクをヘッジし、金利が上昇した場合にはそれによるコスト増を和らげ、逆に金利が低下した場合もある程度そのメリットを受けられるようにするというニーズがある。あるいは、ポートフォリオ上最も望ましい通貨を最も低いコストの市場で調達したいというニーズがある。仲介者にとっては投資家と調達者のニーズを仲介することができれば、そこに一定の手数料を得る機会が生じる。こ

図表2 主要金融派生商品市場の現状

(単位: 10億ドル)

派生商品	想定元本金額(注1)						対1986年末比(倍)
	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	
取引所取引の商品	583	725	1,300	1,762	2,284	3,518	6.0
金利オプションと同先物	516	610	1,174	1,588	2,054	3,231	6.3
通過オプションと同先物	49	74	60	66	72	77	1.6
株価指数オプションと同先物	18	41	66	108	158	209	11.6
店頭市場商品	500*	867	1,330	2,402	3,451	4,449	8.9
金利スワップ	400*	683	1,010	1,503	2,312	3,065	7.7
通貨スワップと金利/通貨スワップ	100*	184	320	449	578	807	8.1
その他(注2)	—	—	—	450	561	577	—
合計	1,083	1,592	2,630	4,164	5,735	7,967	7.4
BIS報告銀行の国際部門資産残高(注3)に対する上記合計の比率	0.27	0.31	0.47	0.64	0.76	1.06	—

(注) 1. 年末残高 2. キャップ、カラー、フロアー及びスワップション 3. 対外債権と外債建対内債権 * : 推計値

(資料) 金融先物業協会(FIA)、各国先物・オプション関連取引所及び国際スワップ・ディーラー協会(ISDA)、BIS

これらのニーズに応えたのが金融派生商品市場である。

取引される商品についてみると、当初は市場参加者の商品開発力やリスク管理技術が未成熟であったほか、これを支える情報処理技術面での制約もあって、比較的単純な取引所取引が中心であった。その後、80年代に入ると技術面の進歩に伴い、オーダーメード型商品でより複雑な仕組みをもつスワップ等の「店頭取引」が登場したが（注8）、これが近年では特に顕著な伸びを示しており（91年末の残高は86年末比8.9倍）、市場規模も取引所取引（同6.0倍）を凌ぐに至った（図表2）。

国際金融市場に登場した取引としては、1981年に行われた世界銀行とIBMの間の通貨スワップが、スワップ取引の嚆矢とされている。これは、スイス・フランやドイツ・マルク建てで相対的に有利な資金調達ができるIBMとドル建てで相対的に有利な資金調達ができる世界銀行がそれぞれ比較優位のある市場で資金を調達し、それをスワップしたものである。

その後、金融派生商品取引は、通貨スワップ等通貨関連取引が急速に拡大するとともに、金利関連取引等においてもより有利な取引機会あるいは効率的なヘッジ取引を求めて、クロスボーダーの複数の市場をまたいで行われる等、国際金融市場における取引手法としてその重要性が質量ともに飛躍的に高まっており、国際金融市場全体に大きな影響を与えている。

また最近の特徴として、取引の原資産の多様化や商品構造のハイブリッド化の進展が挙げられ、例えば株価指数のパフォーマンス（通常はキャピタル・ゲイン+配当収入）と短期金利とのスワップ（エクイティー・スワップ）や、前述のスワップション、さらに不規則なキャッシュフローを生ずるスワップ（各期毎に定期的に発生するキャッシュフローと取引の最初に全額発生するキャッシュフローを交換するスワップ（アップフロント・スワップ）等）や、実際の資金の受払いは想定元本と同一の通貨で行うものの、その利息額の計算は他通貨の金利を用いて行われる金利スワップ（ディファレンシャル・スワップ）等幅広い種類の商品の取引が行われるようになってきている。

3. 拡大の背景

このような金融派生商品取引の著しい拡大には、序章に述べた背景とも関連するが、次のような背景があることが指摘されている。第一に、企業活動の国際化や機関投資家の投資規模の大型化及びその過程でのリスクの拡大に伴い、企業や金融機関、機関投資家のリスクに対する認識が高まった。第二に、為替相場の変動や世界的な金融・資本市場の自由化に伴う金融資産の価格変動の拡大により、ヘッジニーズが高まった。第三に、その一方で、積極的に価格変動を収益機会ととらえる市場参加者が増大したことも金融派生商品取引の拡大の背景となった。なお、これについては、市場の流動性を高めるものとの見方がある一方、投機的な取引の拡大として懸念する向きもある。第四に、BIS規制等にも現れている資本コストに対する認識の高まりを背景として、金融機関がオフバランス取引を積極的に活用するようになってきている。第五に、コンピューターを使った通信・情報処理技術が発達し、より高度なオフバランス取引を技術的に可能にした。

特に国際金融取引においては、通貨の変動による為替リスク等をヘッジするニーズが大きく、また効率的なヘッジを行うためには最も有利な市場を求めてクロスボーダー取引となる傾向があるため、金融派生商品の拡大はより顕著である。

第2節 我が国金融派生商品市場の特徴

我が国の金融派生商品取引は、このところ急速に増加しており、92年9月末時点の想定元本ベースの残高（主要本邦銀行21行の我が国における取引所取引及び店頭取引の合計）を推計すると約300兆円（注9）に達しており、ここ5年間で年平均約50%の伸びを示している。またこの残高を商品別にみると、金利先物が約4割、円金利スワップが約3割となっている。

我が国金融派生商品市場の特徴をみると、第一に、その規模は近年急拡大を遂げているものの、世界の金融派生商品市場全体に占めるシェアは、世界のオンバランス取引において我が国市場の占めるシェアに比べて依然としてかなり低い点が指摘できる。すなわち、例えば、店頭取引の統計で国際比較できるも

のではないが、取引所取引でみると、91年末の短期金融市場残高でみて世界の3大金融市場（米国、英国、日本）に占める東京市場のシェアは3割弱に達しているのに対して、金融派生商品取引所取引に占める東京市場のシェアは9%強にとどまっている。なお、先物外国為替を含む金融派生商品のオンバランス資産に対する比率を見ると、主要米国銀行4行では8倍に達しているのに対し、我が国の都市銀行上位6行では1.85倍にとどまっている。

第二の特徴は、銀行・証券会社・生命保険会社等機関投資家等それぞれの金融派生商品市場への参加の態様である。すなわち、銀行は金利・通貨関連市場等において活発にディーリングを行っている。証券会社については、我が国では株価指数先物・オプションの取引や債券の発行にかかるスワップの取組み等の業務が中心となっている。生命保険会社等機関投資家や事業法人についてはヘッジ目的の顧客としての利用が主体となっている。

特徴の第三は、海外で開発され比較的定型化された商品の取引が中心となっている点である。すなわち、商品開発力や市場環境の整備に関して、我が国に比べて米英市場が先進的側面を有することもあって、我が国市場における主要な金融派生商品取引はその多くが、いずれも海外で既にある程度の取引実績を有する定型化商品となっている。

第3節 国際金融市場における金融派生商品の機能

1. 取引コストの低減

金融派生商品取引は、伝統的金融取引と比較して、より低コストで同様の経済的効果を創出する機能を有している。例えば、変動利付債を保有するとともに固定借入れを行う企業がそのポジションをヘッジしようとする場合、クーポン等の面で全く同様の条件を有する変動利付債の発行ならびに固定利付債の購入を行う場合と、金利スワップを組む場合とを比較すると、前者の場合、現物債券を手当てする際のオペラビリティの問題やその受渡に伴うデリバリーコスト等の問題が発生するのに対し、金利スワップを組んだ場合には、基本的にはそれらを考慮する必要がなく、また、取引の信用リスクの大きさを比

較すると、金融派生商品取引の場合、多くは契約金額の一部（例えば金利スワップの場合は金利部分のみ）に限定される。このため、同様の経済効果をもたらす取引であっても、リスクに備えるべき資本コストをみると、金融派生商品取引の方が伝統的なオンバランス取引に比べ小さくなる。

2. 多様かつ弾力的なキャッシュフローの創出能力

金融派生商品、特にオプションやスワップの活用により従来得られなかった多様なキャッシュフローを自由に創出することができるようになった（注10）。最近の店頭金融派生商品の多様化は、金融機関等が金融派生商品のこうした機能を活用し個々の顧客のニーズへの対応を進めた結果であるといえる。この結果、国際金融取引の手法が一層多様化・弾力化しつつある。

3. 国際金融市場の効率性の向上

金融派生商品取引は、以上のように個々の取引主体の取引ニーズに応じて発達してきたと考えられるが、このほか、このような取引手法の多様化によって、市場参加者の多様性とも相まって、各金融市場及び市場間の裁定機能が強化され、これを通じて金融市場の効率性が向上するものと考えられる。特に現物市場との関係では、欧米市場での経験から見れば、ヘッジ取引等を通じ両者が緊密な関係にあることから、金融派生商品取引の利用によるヘッジコストの低下に伴い、現物市場の取引促進ならびに流動性向上にも資するものとの指摘もあった。

第4節 金融派生商品のリスクと国際金融市場への影響

1. リスク構造の変化とリスク管理

金融派生商品は、以上のように国際金融市場における様々なニーズに応えるという機能を発揮しているが、他方、コンピューター等の先進的な情報処理技術を駆使して商品設計が行われることが多く、その仕組みがますます複雑なものとなってきている。その結果、個々の金融派生商品に内在する種々のリスクが、それを取扱っている専門家以外の人々にとってわかりにくいものとなっている。また、金融派生商品取引発達の過程では、収益機会を求め自己のリスク負担能力を超えて投機的

な取引が行われた面もある。これらのことも金融派生商品に関する不安感の要因になっているとの指摘があった。

金融派生商品取引には、信用リスク、市場リスク、流動性リスク、事務リスク、システムリスク、リーガルリスク等様々なリスクが内在するものの、金融派生商品取引にのみ発生する独自のリスクというものは存在しないというのが一般的な理解である。しかし、それぞれの金融派生商品のもつリスク構造を個別にみると、伝統的なオンバランス取引とは異なった特徴がみられる。

以下、リスクの種類ごとに、金融派生商品のリスクの特徴を述べる。なお、システムリスク及びリーガルリスクについては項を改めて述べることとする。

(1) 信用リスク

金融派生商品の信用リスクも取引相手が支払不能となった場合に被る損失という点では伝統的なオンバランス取引と同じである。基本的に、金融派生商品取引が通常元本交換等を行わず差金決済や金利等のキャッシュフローの交換のみ行うため、そのリスクにさらされる額は、例外的な場合を除き金利や為替等の当初契約時からの変動部分に限定されることとなる（注11）。

(2) 市場リスク

金融派生商品に係る市場リスクも為替レート、金利等の相場変動による損失のリスクという点でやはり伝統的なオンバランス取引のそれと同じである。しかしながら、①市場価格が常に取引所等から明示されていない商品の場合、価格評価モデル等を利用して損益を評価せざるを得ず、また、ポジション額も把握しにくいこと、②取引の仕組みが複雑であり、内在する市場リスクが解りにくいこと等の理由により、金融派生商品の市場リスクは不透明な面があるとの指摘があった。

これに対しては、

① 金融派生商品の現在価値は市場金利等をベースに正確に計算されており、この点では債券等の理論価格の算出方法と同一であること、また、金融派生商品取引のポジション額を債券の標準銘柄に換算したり、金利変動による損益のプレを把

握するのは容易であること、

② 一見複雑に見える金融派生商品も単純な取引の組み合わせに分解することができること、またそのリスク管理については、分解後の個々の取引毎に行うことで対応可能であること、

との指摘が金融機関よりなされた。ただし、極めて個別性の高い商品については、實際上必ずしも要素取引に全て分解してリスク管理が可能とは言い切れない場合もあり、そのような場合については追加的な措置を講ずる必要がある、との指摘もある。例えば、取引量の少ない通貨や特殊な金利を用いた商品については、米ドルや英ポンド、LIBORやTB金利等の指標的な市場でヘッジを行ったとしても、最終的にベースリスク（指標的な金融商品との価格関係が変化するリスク）が残るため、この部分については別途リスク面の対応を行わなければならない。

また、金融派生商品の開発及びそのリスク分析が進むにつれて、新たなリスクの存在（注12）が明らかになってくる場合も指摘されている。例えば、オプション取引においては従来から重視されていた様々なリスクに加え、相場のボラティリティ（予想変動率）の変動に伴う現在価値（オプション・プレミアム）の変化（ベガリスク）等も最近注目されている。このことは、金融派生商品市場の中心的担い手である金融機関が新しい金融派生商品の開発とともに常により有効なリスク管理手法の開発に努力する必要があることを示しているといえる。

(3) その他のリスク

上に述べたリスクのほか、流動性の不足による取引執行上のリスク（流動性リスク）や決済過誤等の事務上のリスク（オペレーショナルリスクともいう。）等が指摘されている。いずれも金融派生商品独特のものではないが、後に述べるシステムリスクの引き金になる可能性も考えられ、その管理に十分留意する必要がある。特に流動性リスクについては、平時においては高い取引の流動性が確保されている場合であっても、緊急時においては広範囲にわたる市場で流動性が不足する事態が生ずる可

能性があることが指摘されている。例えば、昨年9月の欧州通貨の混乱の際にスペイン中央銀行による資本取引規制の導入により、ユーロペセタ市場の流動性が急激に不足し短期金利が100%近くまで急上昇した。こうした、価格変動率の急激な上昇により、オプション市場における取引も困難となり、これがさらに他市場にも影響を及ぼしたとの指摘があった(注13)。そのような状況の下では、市場参加者が需給の一時的な不均衡をどれだけ吸収できるかが重要な要素となるが、とりわけマーケットメーカーとしての金融機関の果たす役割は大きい。この意味で、米国銀行等で極めて可能性の低い危機的状況を想定し、シミュレーションを行うことによって危機管理を行っている銀行があることは注目される。

2. 国際金融市場における取引集中化傾向の増大

近年、国際金融市場、特にホールセール市場において、格付けが高く、大きなポジションをグローバルベースで管理できるだけの高度なノウハウや情報システムを備えている信用力の高い金融機関等に取引が集中する傾向が顕著になってきていることが指摘されている(注14)。このような国際金融取引の集中化傾向は、市場参加者の信用リスクに対する認識の高まりもその一因であると考えられるが、その背景には金融派生商品を中心とするオフバランス取引の活発化によって、それらの取引がバランスシート上に表れないことから、金融機関を中心とする市場参加者の信用力やエクスポージャーに対する評価が困難になってきているという事情があると考えられる。

3. 国際金融市場における市場間のリンケージの強化

金融派生商品はスワップ取引に典型的にみられるように複数の市場をまたいで行われるのが一般的であるが、このことが最近の通信技術の発展や金融自由化の進展と相俟って、国際金融市場間のリンケージを強めている。例えば、ある市場参加者がヘッジ目的で金融派生商品を利用した場合、その取引相手方が当該取引によって引き受けたりリスクをヘッジするために新たな金融派生商品取引を行うこ

とが予想される。このような取引連鎖は最終的なリスク負担者が現れるまで続き、金融市場間の結び付きが強まる。

このような市場間のリンケージの強まりは、平常時には前にも述べた通り市場間の裁定取引を通じ市場の需給のギャップを調整するというメカニズムが働き、市場の効率化に資するものと考えられる。問題は、ある市場で大幅な価格変動等の混乱があった場合、それがどのように他の市場に影響を与えるかである。

前述のような市場リンケージの長所を強調し、ある市場における価格変動等が他の市場へと伝播されるプロセスにおいてその混乱が吸収されていき、市場間リンケージがいわばショック・アブソーバーとして機能するとの見方がある。例えば、前述のユーロペセタ短期資金市場の流動性不足を先物為替取引で補填したケースがこれに当たる(注15)。他方、価格変動はそれが市場間を伝播するプロセスで減衰せず、逆に増幅される場合があるとともにその伝播の速度が速まっているとの懸念も出されている。価格変動が増幅される例としてよく指摘されるのは、オプション市場とその現物市場との間の価格変動の相互増幅作用である。即ち、コール・オプション(現物を買う権利)の売り手は、その現物価格が上昇した場合にはその現物資産を追加的に購入し、コール・オプションの買い手はその場合逆に現物の売却を行うことによって、それぞれオプション価格(プレミアム)の変動リスクを回避することができるとされる(その手法は「デルタヘッジ」と呼ばれる)。この場合、仮に売り手と買い手が同時に同量のデルタヘッジを行えば、現物市場への影響は中立的である。しかし、オプションの商品の特性上、コール・オプションの買い手はデルタヘッジを行わなくても損失はプレミアム分に限定されている一方、売り手のリスクはそのような限定が存在しないため、一般に売り手は継続的にきめ細かくデルタヘッジを行う傾向がある。従って、現物価格の上昇は、そのオプション取引における売り手のデルタヘッジを通じて、さらに一層の現物価格の上昇をもたらす可能性があることが指摘されている。

なお、伝播の速度が著しく速まっていることは、87年10月の米国の株価急落(いわゆる

「ブラック・マンデー」)のショックが各国市場に瞬時に伝わった例を見ても容易に理解されよう。

4. システミックリスクの問題

上に述べたような市場間リンケージの強まりを背景に、いわゆるシステミックリスクが増大しているのではないかと懸念が出されている(注16)。システミックリスクとは、一般的に、金融システムに内在する様々な相互依存性を背景に、個別市場参加者の何らかの業務上の支障や特定市場または決済機関における問題の発生等の影響が他の参加者、市場さらには金融システム全体に波及するリスクのことである。すなわち、信用リスク、決済リスク、流動性リスク等が単独あるいは複合的に顕現し、ドミノ現象的に波及拡大し、市場全体の危機的状況を招くリスクのことをいう。

システミックリスクは金融派生商品取引だけではなく、あらゆる金融取引について発生しうるものである。金融派生商品取引の活発化がシステミックリスクを増大させているかどうかについては様々な意見が出されているが、この問題を考える際にはシステミックリスクの要因分析を行う必要がある。

システミックリスクが発生するメカニズムを細かく分析すると、①信用不安、流動性不足の発生、②相互依存による他市場への伝播、③時間差による決済不能及び④取引の金額が大きいことによる増幅等に分解することができる。この中でシステミックリスクに最も特徴的なものは、相互依存リスクであり、その意味で市場間リンケージの強まりはシステミックリスクの拡大をもたらすとの見方もある。他方、それ以外の要因をどれだけ重視するかによって、様々な見方が成立しうる。

金融派生商品の発展が、システミックリスクを増大させる可能性は低いとする意見は次の点を強調する。即ち、①前述のように金融派生商品は通常元本交換が行われなため基本的には元本リスクがなく、信用リスクのエクスポージャーは限定されたものととどまること、②決済リスクについても、差額決済が多いため、実際の資金の移動は一般的には現物取引より小さいこと、③金融派生商品取引は、高度な専門性と信用力を有する金融機関

がマーケットメーカーとしてディーリングを行っており、それらの金融機関は最新の金融技術を使ってリスク管理を行っていること等である。

これに対し、次のような事情に鑑み、金融派生商品取引の活発化によってシステミックリスクが増大する可能性を懸念する見方もある。

- ① 金融派生商品の市場に、金融機関以外の種々の経済主体が参加するようになってきているが、それら非金融機関は相対的にディスクロージャーやリスク管理体制が不十分である等の問題がある。これは、システミックリスクの潜在的な発生源が広範囲に拡大している可能性があることを意味する。また、市場間のリンケージが強まっている環境の中、ひとたびリスクが顕在化した場合、より幅広い範囲の市場参加者が影響を受けることとなる点も留意すべきである。
- ② 前述の通り、国際金融市場においては最近取引相手先の集中化傾向がみられるが、その結果、取引先は通常高い信用力を有しているため、経営破綻に陥る確率は一般的に低いと考えられる。しかしながら、仮にこうした主要市場参加者の一つが破綻した場合、他の市場参加者に及ぶ損失は、リスクのエクスポージャーが分散されている場合に比べ大きくなると考えられる。
- ③ 金融派生商品の発達によって金融取引が複雑化し、バランスシートをみただけでは必ずしも財務状況が十分に把握できなくなってきた。このため、仮に金融市場において信用不安が発生した場合、市場参加者は問題となった相手先のみならず、情報不足による過剰反応から同様の問題を抱えているとみられる他の取引先との取引も敬遠するようになる可能性がある。

また、信用不安に至らずとも、取引相手先の格付けが低下した場合、財務内容がバランスシートから十分把握できないため、市場参加者が過剰に反応し、担保の追加徴求等で十分対応できるにもかかわらず、取引を解約してしまうといった

ケースもあり、こういった過剰防衛反応がシステミックリスクにつながるおそれがあるとの意見もある。

- ④ 金融派生商品の発達によって、市場参加者は多くの市場にまたがる複雑なポジションをとることが可能となったが、ともすると、全ての市場において流動性が十分に確保されているとの前提に立ちがちである。従って、一部の市場で流動性の問題が生じた場合、その前提が崩れ、他の市場にも流動性の問題が波及するおそれがある。
- ⑤ 金融派生商品の発達は、情報通信技術の発達と相俟って、各種のショックの伝播速度を速め、当局の初期対応の可能な時間を短くしている。

システミックリスクはそれが顕在化した場合のコストが極めて大きいため、その対応策としては予防処置あるいはごく初期の段階で封じ込めるための措置が重要となる。具体的には、第一に、各金融機関等市場参加者の自主的かつ適切な対応（自己のリスク負担能力からみて不適切な金融派生商品取引を行わないこと、及び金融派生商品取引により生ずるリスクを適切に管理すること）が最も重要である。そのためにはリスクの正確な把握が前提となる。第二に、金融監督当局の金融派生商品取引に関する正確な実態把握及び各国当局間の情報交換等の連携、リスク管理に重点をおいた監督・検査の充実、第三に、後述のようなネットワーキング、会計やディスクロージャー制度の整備、リーガルリスクへの対応等の金融派生商品市場に関する制度の整備、第四に、有事の際の市場参加者や報道関係者の冷静な対応及び当局の迅速な対応等が重要であると考えられる。

5. リーガルリスク

リーガルリスクとは取引の法律関係に不確実性があることによって生ずるリスクであるが、金融派生商品取引のように新しく登場した取引手法が急速に活発化した場合、取引の経済的実体と法的な取扱いとの間にギャップが生じ、リーガルリスクが発生しやすい。このようなリスクが顕在化した事例としては、英国において、一部の地方公共団体が行ったスワップ取引が我が国の最高裁に相当する上

院判決（91年1月）で無効とされ、市場関係者を動揺させたことが有名である。また、リーガルリスクは各国間の法制度の違いあるいはその誤解等からも生じ、その意味で国際金融取引面において発生しやすい。

市場参加者にとって安定的に取引を行うためには、リーガルリスクはできるだけ小さいことが望ましい。国際金融センターとしての基盤整備の観点から、リーガルリスクの削減は重要な課題である。

リーガルリスクの問題は、特定の法制度が急速に変化する経済実体に追いついていない場合、あるいは特定の国の法制度が不透明である場合生ずるのであるから、本来、立法措置又は解釈の明確化とそれを公に明らかにすることによって迅速に対応すべき問題であろう。その場合、単にその市場内における法的不確実性の削減のみならず、他市場あるいは海外からみた当該法制度等の透明性にも配慮すべきである。

第5節 金融機関のリスク管理の現状

これまで述べたように、金融派生商品には様々な種類のリスクが内在しており、各市場参加者のレベルでのリスク管理が一層重要なものとなってきているが、とりわけ金融派生商品取引市場の中核となっている金融機関のリスク管理は重要である。

金融派生商品に係るリスク管理には、商品自体に高度な金融技術が使われているので、それぞれの商品別の精緻な理論、モデル及びそれに基づいたコンピューターシステムの構築が必要となる。また、これらの高度な金融技術なくしては、国際金融市場において金融派生商品取引の仲介業務は不可能であるとの指摘があった。

リスク管理の目的はいうまでもなく単にリスクを回避することではなく、自己のリスク負担能力の範囲内で最も望ましいリスクと期待収益の組み合わせを実現することにある。従ってその基本は、各金融機関のリスクポジションを正確に把握した上で適切なヘッジを行い、併せて相場の変動による損益の増減を正確に計測することである。このためにはまず、ポジションの評価モデルやヘッジモデル、シミュレーションモデルを開発し、さらにこれらの計算を短時間で処理するコンピュー

ターシステムを構築することが必要である。金融派生商品取引を活発に行っている金融機関は、ソフト及びハードの両面でこのようなコンピューター化に対応するため、人材の養成及び機械化投資に注力している。

また資金、為替のディーリングと同様、金融派生商品のリスク管理についても、リスクの上限を設定するリスクリミットやロスカットルールが必要であるとの意見が金融機関より出された。金融派生商品の場合の具体的なリスクリミットの方法としては、債券の標準銘柄に換算した持高に限度を設けるもの、あるいはセンチピティアナリシスやシミュレーションを行ってその感応度に限度を設ける方法等が使われている。また、ロスカットルールとは評価損益を含めて損失が一定限度を越えた場合にポジションを手仕舞うルールである。

リスクの種類別にみると、それぞれのリスクに対し十分な管理が必要であることはいまでもないが、市場リスクについていえば、種々の金融派生商品から生じるリスクをどの程度統合的に管理しているかという点で、金融機関によって若干の差はあるが、総じて保守的に管理されている。例えば、金融派生商品取引を活発に行っている金融機関には、統計的手法による金利や為替レートの予想変動率を分析し、通常（例えば信頼区間95%）発生しうる最大の損失をポートフォリオ全体でみて一定の金額内におさえるよう、ポジションをとっている金融機関が多いが、これも前に述べたリスクリミットの一つである。また海外の金融機関の中には、クラッシュ・シナリオあるいはワースト・シナリオ（通常時にはあり得ない異常事態）というものを想定し、ある特定の期間ごとに危機管理のシミュレーションを行っているものもある。

信用リスクについては、多くの金融機関で顧客ごとに期中のライン管理が行われている。また、ポートフォリオ全体としてレーティング別、業種別、期間別にエクスポージャーを分類整理しチェックしている金融機関もある。なお、信用リスク削減の有効な手段として、後述のネットティングの重要性を強調する金融機関が多かった。

流動性リスクについては、ドル・円等主要

通貨建市場は市場参加者の層も厚く、大きな問題はないが、それ以外の通貨関連の金融派生商品市場の中にはマーケットメーカーの限られている市場もあり、市場での売買が一方に偏る場合には、流動性の問題が顕在化する可能性があるので注意を要する旨の指摘があった。

金融派生商品取引に係る金融機関内部のコントロール体制としては、実際に取引を行うフロント・オフィスと事務処理を行うバック・オフィスの分離及び相互牽制のほか、いわばミドル・オフィス機能といったものが有益であるとの指摘があった。ここでいうミドル・オフィスとは、フロントと独立してポジション管理、クレジットリスク管理、収益管理を行うためのものであるが、金融派生商品は他の商品に比べてポジションや収益の管理が複雑であり、その管理にはディーラーに近い専門知識が必要である一方、ディーラーの恣意性を排した独立の管理体制を確立することが必要であるため、バック・オフィスとフロント・オフィスの間に、これらから独立したコントロールをするミドル・オフィスを作ることが有益であるとの考え方である。

第6節 今後の課題

国際金融市場における金融派生商品取引については、その有用性とそこに内在するリスクとを正しく認識する必要がある。市場参加者及び金融監督当局においては、金融機関等の市場参加者の有するリスク状況がより容易に把握されるようにするとともに、そのリスクが顕在化することを極力抑制することが重要であり、このことは金融派生商品市場の健全な発展にとっても必要不可欠である。そのためには、金融派生商品市場の制度の整備や個々の市場参加者の適切なリスク管理が重要な課題となる。このような観点から、金融監督当局及び市場参加者双方において、次のような問題に取り組んでいく必要がある。

1. ディスクロージャーの拡充の検討

金融派生商品取引は、それがバランスシート上に表れないことから、財務状況がバランスシートから十分把握できないため、その取引を行っている市場参加者の抱えるリスクがわかりにくくなってきている。このため金融派生商品にかかるリスク関連情報等のディス

クロージャーを適切に行うことが国際的な課題になっている。これは金融派生商品市場の健全な発展のためにも重要なことである。我が国においても、金融機関の財務の透明性及び国際金融市場における信頼性の確保の観点から、我が国金融機関の金融派生商品にかかる財務内容のディスクロージャーは重要な課題である。特に、国際金融市場の参加者が取引相手方に財務状況の透明性を求め、また海外の監督当局もこの点を重視しつつあることに留意すると、金融派生商品に関する時価関連情報等のディスクロージャーの拡充を図ることが適当である。その際には、国際的に調和のとれた制度となるように留意することが重要である。

なお、金融機関以外の市場参加者についても、金融派生商品に関する時価関連情報等のディスクロージャーの拡充は重要な課題であるとの指摘があった。

2. 金融派生商品に係る会計上の問題

現在、先物オプション及びスワップといった金融派生商品の会計処理については、原則としてそれぞれ決済差金、オプション・プレミアム及びスワップ取引の期中支払（受取）利息等、実現したキャッシュフローについてのみ財務諸表上認識されることとされている（実現主義）。ただし、金融機関が行う通貨先物と通貨オプションについては値洗い基準（注17）が採用され、未実現部分も含め、実質的には各期末時点において時価評価会計が行われているといえる（1990年の新外国為替経理基準の採用による。）。

上記のような状況の下で、国際金融業務の円滑化の観点から、次のような理由により、ディーリングを目的とする金融派生商品について値洗い基準を、また金融派生商品取引に係るヘッジ目的の取引にはヘッジ会計（注18）を導入するのが適当である旨の意見が出された。

- ① 本来ヘッジ取引においてはその取引の性格上、ヘッジ対象の損益とヘッジ手段に係る損益とを同一期間に認識する必要がある。しかしながら、現行のような実現主義をベースにした会計処理では、ヘッジ取引に係る損益が計上される期間とヘッジ対象取引に係る損益が計上され

る期間がずれるため、特定期間に収益又は損失が集中して認識されてしまう場合がある（注19）。特定期間に損失が認識される場合には、金融機関の経営状況が特定期間に集中して悪化したとの外観を呈することになる。逆に収益が集中して認識される場合には課税所得も集中することになる。このような問題意識から金融派生商品取引を活発に行っている金融機関にあっては、既存の又はそのために新たに設立された海外の現地法人（スワップハウス等）でブックングを行うといったケースもみられる。こうした状況については、金融機関本体との統合されたポジション管理が不可能である、国際金融センターとしての我が国の金融派生商品市場の発展が制約されている、等の問題点を指摘する意見がある。

- ② 英米等ではディーリング目的の金融派生商品については時価をベースにした会計が行われているが、我が国金融機関の場合はディーリング目的の金融派生商品につきその現在価値の変動に係る損益が財務諸表に反映されないため、国際的な位置づけ等の確かな評価が容易ではないとの指摘がある。

我が国においては、金融派生商品取引市場においてマーケットメーカーとしてディーリングを行っている主体が事実上金融機関に限られており、我が国を含むクロス・ボーダー又はクロス・カレンシーの金融派生商品取引市場において、金融機関の果たすべき役割は大きい。円滑な国際金融のために金融派生商品取引が極めて重要な役割を果たしていることを勘案すれば、それら市場の健全な発展、金融派生商品の利用者のニーズの充足等の観点から、金融派生商品市場の環境整備は極めて重要な課題であるが、そのためには、その中核的役割を担う金融機関の金融派生商品取引にかかる環境整備がとりわけ緊要であると考えられる。

金融機関のディーリング目的の金融派生商品については、それが短期間の頻繁な取引を前提としており、常にその現在価値に着目して管理されていることから、財務諸表上もディーリング目的のものについて、時価を

ベースに処理する必要性が高いと考えられる。また、ヘッジ取引と被ヘッジ取引間で評価方法が異なる場合の適切な期間損益計算（ヘッジ会計）についても、今後検討が進められることが望まれる。ただし、我が国においてこれを導入することについては、商法、企業会計慣行等さらに検討を要する問題があり、今後それらの問題を十分に踏まえて検討が進められることが期待される。

3. ネットティングの議論の深化

金融派生商品取引の拡大に応じて、金融派生商品に係る信用リスクを圧縮する必要性が高まってきているが、取引当事者間で複数の債権・債務関係がある場合にこれらを集約して一本の債権又は債務とすることにより信用リスクを削減する手法がネットティングである。この問題については、平成4年6月の当専門部会報告書「世界の金融市場の相互連関と取引の円滑化のための諸方策」において、「我が国においてもネットティングの導入についての検討が進められることが適当である」旨述べたところである。

現行バーゼル合意においては、銀行の行うオフバランス取引に関して、「更改によるネットティング（netting by novation）」（注20）についてのみリスクアセット削減効果が認められているが、「一括清算（close out）としてのネットティング」（注21）については、バーゼル銀行監督委員会において、バーゼル合意上のリスクアセット削減効果が認められるかどうか検討されてきた。

これまでの検討を踏まえ、最近バーゼル銀行監督委員会の案が市中協議に付されたところであるが、その案によれば、「一括清算としてのネットティング」にバーゼル合意上の効果が認められるためには、当該ネットティング契約が、契約の両当事者の設立準拠法、所在地法及び契約に基づく取引が行われる管轄国の法制下でも有効とされることが要件となっている。従って、仮にある法制上、「一括清算としてのネットティング」が有効とされなかった場合、当該国の金融機関のみならず、その金融機関と「一括清算ネットティング」契約を結ぶ他の国の金融機関もバーゼル合意上のリスクアセット削減効果を享受できないこととなり、その結果、当該国の金融機関との

オフバランス取引が手控えられるリスクがある。

また、ネットティングの導入に関しては、昨年当専門部会「東京外国為替市場に関する小委員会」報告書において、オフバランス取引の具体的な信用リスク相当額の算出に際し、契約の時価評価を前提とするカレント・エクスポート方式でない限り、オフバランス取引に係るリスク及びネットティングの効果を正確に把握することは困難である旨指摘されている。更に、前述の市中協議に付されているネットティングに関するパーゼル銀行監督委員会の案においても、一定の経過期間を経た後はカレント・エクスポート方式を要求している。しかしながら、カレント・エクスポート方式は我が国金融機関の間では一般的ではなく、多くの金融機関では簡便法であるオリジナル・エクスポート方式が採られているという問題がある。

このようなことから、我が国においても、「一括清算としてのネットティング」契約の法的位置づけ、その効果及びオフバランス取引に係る信用リスク相当額の算出方法等に関し、国際金融取引の円滑化にも配慮しつつ議論が一層深められることが期待される。

4. 金融機関のリスク管理体制の整備

まず、金融派生商品の発達といった急激な金融環境の変化に対応するためには、金融機関の各経営者がその変化を正確に把握し、その対応策として必要な分野に経営諸資源を適時適切に投入することが必要である。特に金融派生商品はその仕組みが複雑であるだけに、それを実際に担当している専門家に情報が独占され、リスクが顕在化した場合でも適切な対応がとれない危険性もある。経営者自身が、その金融機関の抱えるリスクの性質や規模、リスク管理の手法等について十分認識し、理解を深めることが重要である。

リスク管理の基礎は、時価によるリスク額の正確な把握である。国際的に活発な金融派生商品取引を行っているほとんどの金融機関は時価評価によるリスク管理を行っているとの指摘があったが、金融派生商品の複雑化に伴い、今後一層、各金融機関において、より正確な時価評価方法の確立及び損益の計測のためのモデルの開発及びコンピューターシス

テムの構築が重要な課題となろう。なお、最近市中協議を開始したマーケットリスク等に関するバーゼル銀行監督委員会の案において、ポジションについては原則時価ベースでの報告が求められていることにも表れているように、国際金融市場においては時価ベースでのリスク管理という考え方は一般化しつつある。

また、リスクの把握に関しては、欧米の金融派生商品を活発に行っているトップクラスの金融機関は、世界の主な金融市場を24時間ベースでカバーし、全ポジションをリアルタイムで把握するコンピューターネットワークを構築しているとの指摘があったが、我が国金融機関もグローバルな活動を行う限り、このような体制の構築が課題となろう。また、海外の金融機関の中にはワーストシナリオを想定し、危機管理のシミュレーションを行っているものがあることは前に述べたが、我が国金融機関においても、異常事態をも念頭においた正確なリスク管理体制を整備することが重要な課題である。

信用リスクの管理については、内部の審査部門を拡充するとともに、取引相手方の信用力評価の手法の一層の改善が重要である。信用力評価の手法の改善は金融派生商品のみならずオンバランスの伝統的取引についても重要な課題であるが、市場リネージュが強まっている状況の下では、信用リスクに対する適切な評価、対応が市場の安定性確保のためにも一層重要となってきた。

一般に金融派生商品取引業務にはその業務内容に応じたリスク管理体制が必要とされることから、個々の金融機関においてはそれぞれのリスク管理体制の整備状況に応じた取り組みが求められる。

5. 顧客へのリスク情報等の適切な開示

金融派生商品取引は従来は、大企業や機関投資家といったリスクに対して十分な認識をもち、自らリスク管理を行うノウハウを有する顧客を中心として発展してきた。しかしながら、最近はその利用者が中小企業にまで拡大してきており、必ずしもリスクに対する十分な認識、管理能力のない者が金融派生商品取引業務を行う金融機関の顧客となっている。また最近では、金融派生商品の利用者がその取引によって不測の損失を被ったとの事例も

報告されている。

このような損失を未然に防ぐために、まず第一に重要なことは、利用者自身の金融派生商品取引に含まれるリスクに対する正しい認識とリスク管理に対する積極的な対応であることはいままでもない。しかしながら、金融派生商品の構造が複雑であることや金融派生商品の有用性からその利用者がかなり広範囲に拡大していることに鑑みると、金融派生商品取引を業とする金融機関はその顧客が中小企業等、リスク管理につき十分なノウハウを有しないと推定される場合、次のような点に十分留意すべきである。

- ① 金融派生商品取引の契約前に、当該取引に含まれるリスクの開示をできるだけわかりやすく行うこと。例えば、あらかじめ当該取引に含まれるリスクの度合いについてわかりやすく顧客に理解させること等が考えられる。
- ② 契約後のアフターケアの充実。取引契約後は、顧客からの要請がある場合に、相場変動に応じて適切かつタイムリーなアドバイスを行うことが重要である。

なお、金融派生商品取引が今後一層拡大し、リスクが複雑化することを考慮すれば、顧客への開示のあり方については今後さらに検討していく必要がある。

6. 国際金融業務に係る監督・検査の充実と各国金融当局間の連携、金融派生商品に関する統計の整備

金融派生商品取引が活発化している状況の下で、金融機関の経営の健全性確保及びシステミックリスクの顕現化の回避のためには、各金融機関のリスク管理の一層の充実が最も重要な課題であるが、それを最終的に担保するものとして、金融監督当局の監督・検査機能の国際的に調和のとれた形での一層の充実が重要である。国際金融業務の監督行政や金融検査（金融機関検査及び外国為替検査）にあたっては、金融派生商品取引の特性・リスク構造及び各金融機関のリスク管理体制の適切さに、より一層留意する必要がある。そのためには、まず各金融機関における金融派生商品の取引状況や時価関連情報、リスク管理体制等の実態把握に努めることが肝要である。さらに、行政部門・検査部門ともに、金融派

生商品に関する知識・ノウハウの蓄積や人材の育成等、取組体制の整備・拡充に努める必要があると考えられる。

また、金融派生商品に関する統計については、現在、部分的には各取引所や国際スワップディーラーズ協会（ISDA）等で公表されているが、国際金融市場における取引実態を包括的に把握するという点では十分ではない。我が国の金融派生商品取引については、取引所上場商品の取引については、それぞれの上場商品の取引に関し東京証券取引所、大阪証券取引所及び東京金融先物取引所等で公表されているものの、店頭取引については包括的な統計は存在しない。

市場の実態を正確に反映した統計の整備・拡充は、金融監督当局の適切な対応のために有益であるのみならず、市場参加者にとっても自己の取引やポジションの市場シェアをより正確に把握する上で有用であり、また、適切なリスク管理にも資するものである。

以上のような観点から、各国金融市場間の比較が可能となるような統計の整備が国際機関を中心に各国金融当局及び市場参加者との連携をとりつつ進められることが望ましい。

第2章 我が国の市場参加者のビヘイビアの変化

序章で述べたように、80年代の変化を受けて、近年、国際金融・資本市場において顕著になってきているBIS自己資本比率規制の導入、金融派生商品取引の活発化、銀行の国際金融資産・負債の縮小、市場における商品の多様化等を背景に、我が国金融機関等市場参加者の活動状況には次のような変化が見受けられる。

第1節 本邦銀行の最近の国際業務の変化

1. 本邦銀行の国際業務拡大の沿革

本邦銀行の国際業務は、1950年代に日本企業の貿易取引拡大に伴う貿易金融からスタートし、更に日本企業の海外進出活発化に応じて現地金融を行うため、ニューヨーク、ロンドンに支店を設置することから海外進出が始まった。70年代には、第一次オイルショック以降増大したオイルマネーを中心としてユーロ市場が拡大する中、本邦銀行は短期のユーロ・달러預金を受け入れ、シンジケート・

ローンに参加することで主として開発途上国に中長期融資を行うようになったが、82年のメキシコ債務危機の表面化を契機に、こうした地域に対するソブリン・ローンは急速に落ち込んだ。

一方、1980年代には米・欧を中心とする先進国の国内市場への貸出しが活発化した。すなわち、米・欧における本邦企業の生産現地法人向けの設備資金ファイナンスやM&A関連、LBO関連融資、不動産融資の積極化、買収した現地金融機関を通じたミドル・マーケットの開拓である。更に、ユーロ円インパクト・ローン等の日本国内の顧客向けの貸付も拡大した。

これら本邦銀行の国際業務の活発化の背景には、①制度面では、80年12月の外為法改正による資本取引の原則自由化や日米円・ドル委員会等に伴う累次の規制緩和措置の進展、②経済実体面では、ドルベースでの本邦銀行の資産増大による国際的地位の向上、本邦銀行の円建資産の拡大、日本企業の海外進出に伴う海外市場での業務拡大、③さらには、本邦銀行の横並び意識が強く、シェアの拡大を重視する行動パターン、といった事情が挙げられる。

2. 本邦銀行の最近の国際業務の変化——資産・負債面での変化

1980年代に本邦銀行のオンバランスの国際取引が急拡大したが、90年代に入って転機を迎えた。BIS統計によると、本邦銀行の国際銀行資産・負債は、1991年中に従来の増加基調から一転して大幅な減少を記録し、資産では1,900億ドルの減少、負債では2,320億ドルの減少となった。この傾向は92年に入ってもさらに拡大し、92年中に資産は2,570億ドルの減少、負債は3,110億ドルの減少となっている。とりわけ対他行向けの落ち込みが大きく、91年中では資産が980億ドルの減、負債が1,590億ドルの減、92年中では資産が980億ドルの減、負債が1,220億ドルの減となっている（図表3）。このような本邦銀行の資産・負債両建てでの圧縮は、世界的に見た銀行の資産・負債両建てでの圧縮と同様の要因によるものと考えられるが、本邦銀行は特に圧縮の規模が大きく、世界全体の銀行の資産・負債の縮小に対して本邦銀行の資産・負債の圧

縮の規模のウェイトは大きなものとなっている。

このように、本邦銀行は国際銀行資産・負債を両建てで圧縮しているが、これは序で述べたようにオンバランス取引が縮小している一方でオフバランス取引が拡大しているということもその要因となっている。オンバランス取引の中では特に銀行間取引の縮小が顕著である。

このようなオンバランス取引縮小の動きは国内店、海外店の双方に見られるのであるが、国内店の動きを我が国国際収支の金融勘定からみることとする。前述の平成2年当専門部会報告書で述べたように、1980年代の我が国国際収支構造の特徴は、経常収支黒字を上回る長期資本の流出超過と金融勘定における外

国為替公認銀行の短期負債の増加が見合うという、いわば「短期借り・長期貸し」の形となっていたことである。しかし、このような構造は90年代に入り大きく変化した。即ち、金融勘定の外国為替公認銀行部門は90年より流出超となり、特に91年は経常収支と長期資本収支の黒字（それぞれ729億ドル、371億ドル）に相当する資金が金融勘定の外国為替公認銀行部門（935億ドルの流出超）を含む広義の短期資本収支の流出超となって表れていることである。92年は長期資本収支が流出超（285億ドル）となったが、経常収支黒字（1,176億ドル）がこれをはるかに上回ったため、金融勘定の外国為替公認銀行部門（730億ドルの流出超）を含む広義の短期資本収支が流出超となっている。

図表3 国際銀行資産・負債の銀行国籍別・相手先別内訳

(単位：億ドル)

	1990年変化額				1991年変化額				1992年変化額			
	合計	内 訳			合計	内 訳			合計	内 訳		
		対本支店	対他行	対非銀行		対本支店	対他行	対非銀行		対本支店	対他行	対非銀行
日本の銀行												
資産	1,529	715	499	316	▲1,900	▲610	▲984	▲306	▲2,565	▲1,143	▲978	▲444
負債	1,324	356	564	403	▲2,323	▲532	▲1,592	▲199	▲3,107	▲1,434	▲1,217	▲456
アメリカの銀行												
資産	▲153	101	▲302	48	▲24	▲222	▲33	231	74	▲198	101	171
負債	▲21	143	▲59	▲105	15	▲401	162	254	▲29	▲78	12	37
ヨーロッパの銀行 (注2)												
資産	3,848	849	1,829	1,168	283	304	▲295	274	1,617	387	702	528
負債	3,716	982	1,449	1,286	518	195	34	288	1,836	548	650	638

(注1) 以下に示す17カ国に所在の銀行のクロスボーダー・ポジションと対居住者外貨建てポジションの合計：オーストリア、ベルギー、ルクセンブルク、カナダ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、スペイン、スウェーデン、スイス、イギリス、アメリカ（クロスボーダー・ポジションは自国通貨建てのみ）。アメリカ国籍銀行にはバハマ、ケイマン諸島、パナマ、香港、シンガポールに所在の支店のクロスボーダー・ポジションが含まれる。上表の国際資産・負債は、報告銀行の所有権者の国籍によって分類。対非銀行ポジションには、対公的金融機関ポジションが含まれ、負債サイドでは、CDおよびその他証券の発行額が含まれる。

(注2) ドイツ、フランス、イタリア、イギリスの合計。

〔資料〕BIS年報、四季報

このような金融勘定の外国為替公認銀行部門の資金流出超（対外純資産の増加）を通貨別にみると、円貨純資産の増が1991年では935億ドルのうち833億ドル、92年では730億ドルのうち576億ドルと、いずれも大部分が円貨による外国為替公認銀行ポジションの好転となっている。その要因としては、第一に、

非居住者からの円預金の減少等（91年に385億ドル、92年に221億ドルのそれぞれ減少。）が挙げられる。その背景には、国内の金融緩和を反映し、国内におけるインターバンク取引による円資金調達が増加し、相対的に非居住者からの円資金調達が減少したという要因が考えられる。特に91年については、大幅に

増大した外国資本の対内証券投資が円預金の取り崩しにより賄われたのではないかとの指摘がなされている。

円貨による外国為替公認銀行ポジションの好転の要因の第二は、外国為替公認銀行の海外支店との取引である本支店勘定を通ずるポジションの改善（流出超、すなわち純資産の増）である。91年については、海外店への円資金放出がネットで234億ドル改善して、92年については219億ドルの増加となった。

3. 本邦銀行の対外融資動向

世界の民間銀行の最近の対外融資動向を見ると、世界経済の成長鈍化やこれに伴う世界的な資金需要の低迷、与信リスク意識の高まり等の環境変化により総じて低調に推移している。民間金融機関側においても、経営の健全性確保のため自己資本比率向上に努める中で、資産に対する収益性の向上や資産の効率的な配分を従来以上に重視したことも、対外融資の伸び悩みの一因となっている。

最近の我が国民間銀行の対外融資動向についてみると、こうした世界的な動きとほぼ軌を一にしており、調印ベースで見た対外融資は、1989年をピークとして91年までの間、大幅な減少傾向を示してきた。これを地域別に見れば、先進国向け融資は、不動産、LBO等M&A、航空機といった、いわゆる大型案件の大幅な減少を反映して急減している。一方、アジア地域については、香港、中国、ASEAN諸国向けを中心として、本邦銀行融資はなお高水準にあるが、その要因としては、①80年代後半以降、世界的にみて高い成長率を維持していること、②カントリーリスクや与信リスクが相対的に低いと見られること、及び③ある程度の収益の確保が期待できることがあげられる。

我が国民間銀行は、近年の経営環境の変化の中で、国際融資業務のウェイトが、徐々に欧米先進国及び中南米等の途上国からアジア地域に移っている結果となっている。

なお、平成3年5月の当専門部会報告書「途上国等への民間資金フロー円滑化のための諸方策について」においては、「特定海外債権引当金（特海債）の対象債権の弾力的適用について、検討することが適当である」とされているところであるが、近年、中南米の

一部の国において、急速な経済情勢の改善が見られつつある状況を踏まえ、昨年11月、特海債制度の運用に関し、各銀行が個別国に係る引当率を決定する際には、当該国の近時における経済等諸情勢の改善状況等を十分勘案するよう注意が喚起されたところである。我が国の民間銀行はこれを踏まえ、経営の健全性の確保に留意しつつ、各国の経済状況の変化等を十分勘案した適切な引当を行ない、これを業務に反映させることが望まれる。

4. 本邦銀行の海外拠点の動向

本邦銀行は、前述のように80年代を通じて国際業務を拡大させてきたところであるが、これに応じてアメリカのみならず、欧州、アジアにおける拠点展開を積極的に推進し、その結果、海外の拠点展開はほぼ一巡したと見られる。

最近の状況としては、我が国民間銀行は国際業務部門においても、従来の量的拡大からROA重視、経営コスト削減、資産の効率的配分等の業務運営の効率化・合理化に取り組んでいる。その一環として、海外拠点についても見直しを行っており、グローバルな経営戦略の観点から収益への寄与度が相対的に小さいと見られる拠点については、これを縮小し、必要度の高い地域に重点を移す動きが見られる。このような動きの中で、東アジアについては、日系企業の進出意欲が依然として強いと予想され、また現地側において金融市場開放が進捗しつつあることから、拠点展開の面において、東アジア地域を重視する傾向が強まりつつある。

第2節 本邦企業の国際資本市場における資金調達状況の変化と証券会社の国際業務

1. 本邦企業の資金調達の現地化

近年、本邦企業の海外事業の拡大に伴い、資金調達面においても現地化が進展している。本邦企業は、その海外事業を支援する目的で、主要な海外資本市場にアクセスし易い地域に金融子会社を設立し、こうした金融子会社を通じて調達した資金を海外の製造・販売子会社等に提供するようになっている。この種の金融子会社は米国市場にあっては米国本土、ユーロ市場にあってはイギリス、オランダ、アジア市場にあってはシンガポールに置かれ

るケースが多い。

海外の資本市場では資金調達手段の多様化が進展しており、企業の効率的な資金調達に役立っている。特に近年MTNプログラムによる債券発行が顕著であり、本邦企業の金融子会社も短期的な資金調達はCP、中長期的な資金調達はこうしたMTNを利用し、親会社保証又はキープウェル条項（親会社が子会社に対して、子会社の財務状況を良好に維持し、必要な場合には資金の供与を行う等のバックアップを約束する契約）を付けることにより親会社の信用力を背景とした有利かつ弾力的な資金調達を行っている。

また、現地事業会社においても現地の公的資金の取り入れ、地場銀行からの借入れ等により資金調達をしており、資金調達ルートが多様化が図られている。

2. ユーロ円債を中心とする普通社債の発行増大

前述のように、金融子会社等による資金調達のほか、本邦企業本体による海外市場での資金調達も活発化している。とりわけ外債は本邦企業の社債発行全体の過半を占めており本邦企業の資金調達において欠くことのできない重要なものである。本邦企業の海外における積極的な資金調達に伴い、80年代中頃から年により変動はあるものの各資本市場における本邦企業の発行シェアは高水準で推移しており、国際債市場（ユーロ債市場及び各国外債市場）において、1991年は23.8%、1992年は16.8%となっている。

最近の本邦企業の外債発行における顕著な変化としては、ユーロ円債を中心とする普通社債の増加が挙げられる。普通社債のシェアは1989年には86億ドルで全体の9.7%であったのに対し、92年には334億ドルで全体の67.2%となっている。特にユーロ円の普通社債は84年6月に居住者の発行が自由化されて以後、その発行は我が国の居住者外債全体の10%未満であったが、最近発行が急増しており、92年には227億ドルで全体の45.7%に達している。これは、エクイティ債の借換需要等の資金需要がある中、我が国の株価低迷によるエクイティ・ファイナンスの減少及び円の長期金利の低下を反映してのものと考えられる。

3. 本邦証券会社の国際業務

本邦証券会社の国際業務は、対内・対外証券投資の拡大や本邦企業の外債発行の増大等を背景として急速に進展してきた。業務内容は外国投資家による対内証券投資にかかるブローカー業務、本邦投資家の対外証券投資にかかるブローカー業務から、本邦企業の外債発行及び非居住者の我が国における証券発行の引受業務等へと多様化が進んできた。また、非居住者ユーロ円債の発行増大等により海外における外国政府・外国企業等の債券発行の引受業務及びそのディーリング業務も活発化している。更に、これらの非居住者の円以外の通貨による証券発行の引受及びディーリング業務を行っているところもあり、従来の本邦企業の対外投資・調達活動に関連した業務にとどまらず、非居住者の海外市場に関連した業務への取り組み強化も図られている。また、金融派生商品の発達に伴い、金利、為替等の変動リスクを回避する新たな商品開発にも積極的に取り組んでいる。

本邦証券会社は、こうした国際業務の業務内容拡大の動きに対応するため、これまで積極的な海外進出を行ってきており、80年代後半以後急速に海外拠点の数を増やしている。しかしながら、ここ数年は拠点整備の一巡感が出ていることに加え、国内株式市場低迷の影響等から、海外拠点について、グローバルな観点から見直しを行うようになっており、この中で今後の発展が期待できるアジアを重視する動きが見られる。

第3節 本邦機関投資家等の国際資本市場における資金運用状況の変化

1. 最近の対外証券投資の状況

80年代後半以降、本邦機関投資家による対外証券投資は外債運用規制の緩和、運用資産全体の増加、国内株式市場の活況、本邦企業による資本市場での資金調達の活発化に伴う生命保険会社等機関投資家に対する借入れ需要の低下、プラザ合意後の国内の低金利による内外金利差の拡大等を受け積極的に行われ、89年には対外証券投資は1,134億ドルの過去最高の買越し幅を記録した。特に、債券投資については国内株価の堅調による含み資産の増大、比較的大きい内外金利差等を背景に、米国を中心として高水準の買越しを続けた。

また、株式投資もポートフォリオ多様化の一環として積極的に行われ、この結果、我が国機関投資家等の資産運用に占める対外証券投資の割合は米国の機関投資家等のそれを上回るものとなった。

しかしながら、90年以降、機関投資家のポートフォリオにおける外国証券の占める割合が一定水準に達する中で、内外金利差の縮小、円高による為替リスクの顕在化、国内株価の長期低迷から本邦機関投資家の保有資産が縮小したこと、及び国際分散投資の観点から外国証券の積増しが一巡したこと等から、売買高が年々縮小を続け、買越し幅も92年には325億ドルと前年の732億ドルに比べほぼ半減した。

2. 本邦機関投資家等の特徴的な動き

こうしたなかでの本邦機関投資家の特徴的な動きをみると次のとおりである。

- (1) 対外証券投資の大宗を占める債券投資について、主として国内の円資産を原資として投資を行う生命保険会社等（円投先）と外貨の短期資金を借り入れて対外証券投資を行う金融機関（外貨調達先）に分けてみると、
 - ① 円投先については、80年代後半には豊富な資金を元に活発な外債投資を行ったが、近年は全体として外債投資に慎重となるなかで、国内資金需要の低迷等から、ユーロ円債への投資や為替リスクを先物でヘッジした短期運用での外貨建て証券投資が増加している。ただし、今後の為替市場や内外金利差等の動向によってはこうした運用姿勢の変化もありうる。また、投資対象債券については、米国の証券を中心としつつも、近年欧州の債券、株式にも分散が進んでいる。
 - ② 外貨調達先については、米ドルの長短金利差が拡大し、短期調達長期運用が可能であるにもかかわらず債券投資は伸び悩んでいる。これは、BISの自己資本比率規制等を背景としてROA指向が高まり、ROAの低い資産の増加を抑えざるを得ない面もあったためと思われる。
- (2) 市場別に見ると、米国向けは米国の債券投資を中心に依然として高いシェアを占めているが、87年以降は年々減少傾向にある。

他方、欧州向け投資は増加傾向にある。なお、92年9月の欧州通貨混乱の後、ERM内のマルク以外の欧州通貨債からのマルク債への乗換やマルク以外の欧州通貨債からの引き上げがみられた。

- (3) 本邦機関投資家の金融派生商品利用については、膨大な保有資産を背景として、主としてリスクヘッジの観点から行われている。

第4節 今後の課題

序論に述べたような最近の国際金融・資本市場における変化を背景に、我が国金融機関等市場参加者には上記のような活動状況の変化が見受けられるが、今後、我が国市場参加者には以下のような対応が求められる。

1. 国際金融業務の効率化の推進

我が国の民間銀行は、国際的な取引環境の変化、BIS自己資本規制の達成努力を背景に、国際業務においても業務運営の効率化・合理化を進めてきているが、全体としては今後の発展のための基礎を築きつつある。既に米国においてBIS規制以上の自己資本の充実が要求されているが、今後国際金融市場において、各銀行とも自己資本の構成内容にも考慮した一層の自己資本充実が期待されている。また、資産内容の健全化とともにその適切なディスクロージャーが期待されているが、これは、ひいては格付け向上にも資するものと考えられる。

前述のとおり、本邦銀行は対外融資や海外拠点の展開等国際業務部門においても積極的に業務運営の効率化・合理化を進めているが、このような動きは、対外資産の量的拡大・シェア向上から、資産内容の質的向上を目指すものであると考えられる。

今後、本邦銀行各行の自助努力や金融監督当局の政策的対応等により銀行経営を取り巻く内外の環境が改善していくことが期待されるが、その場合でも、資産の質を重視し、中長期的な観点から業務運営の効率化・合理化を図るとの考え方が、国際業務運営方針の中に定着されることが望ましいと考えられる。

なお、証券会社もその業務の合理化、効率化に努めているところであるが、今後の課題の一つとしては国際証券業務において従来のファイナンス機能に加え国有企業の民営化及び一般企業等へのアドバイザー機能が求め

られるケースも増えており、これに対して適切な対応がとれる体制整備が望まれる。

2. 国際金融業務の国際的配慮

金融機関の海外業務の展開は、基本的に各機関の自主的判断により行われるものであるが、拠点の整理統廃合や新規進出が、進出先国との関係で無用の摩擦を招かぬよう十分な配慮が望まれる。このような配慮とともに、関係金融監督当局者間の緊密な協議が業務展開の円滑化のために必要となる場合が考えられる。

金融機関の海外進出による金融交流の活性化は、特に相手国が途上国の場合は資金やノウハウ面で市場の厚みを増し、またその金融市場の整備に資するものであり、相手国の経済発展及び直接投資の受入れ環境の向上に資するとの観点からも重要と考えられる。

なお、今後とも途上国への民間資金フローの円滑化のための環境整備を図っていくことが重要であるが、本邦銀行の途上国への融資を促進するとの観点からは、国際金融機関との協調融資や輸銀等の機能の活用等を今後さらに図っていく必要がある。

また、ニュー・マネーが流れにくくなっていく国に対しては、状況に応じ、特定のプロジェクトに関連してエスクロ勘定の設定等の債権保全手段の活用も考えられる。

我が国の金融・資本市場についても、その一層の整備を通じて、外国の金融機関等が、より円滑に活動できるようにすることが重要である。

3. 国際資本市場における資金調達の一層の円滑化

国際資本市場における資金調達の一層の円滑化のため、企業としては今後とも投資家への情報提供の充実に努めるとともに、格付け制度の積極的活用を図ることが重要である。また、国際財務担当者としての知識・経験を有する人材の育成も急務となっている。

一方、本邦企業の資金調達においては、国内と海外の市場をニーズに応じて効率的に活用できるよう、内外の市場の状況等を踏ましつつ、海外市場へのアクセスを一層容易にするような努力（居住者外債の適債基準の見直し、商品性の多様化等）が払われることが適当である。

また、本邦企業の資金調達全体の効率化にとって、国内社債市場の整備をさらに推進していくことが必要である。金融制度改革において有効かつ適正な競争の促進を通じ、国内社債市場の効率的・安定的発展が期待されるほか、国内社債市場に係る諸規制・諸慣行の見直しが進められており、企業の社債発行限度規制の撤廃等を柱とする社債関連法の改正も、本年6月成立したところである。今後とも諸規制・諸慣行の見直し等一層の整備を図ることにより国内社債市場が活性化することが期待される。

一般の金融制度改革では、いわゆる三局指導が撤廃され、5年間の激変緩和措置が設けられた。この結果、本邦銀行系証券現地法人も本邦企業の公募債引受けの主幹事となることが可能となり、金融機関間の競争促進により、サービスの向上につながることを期待される。

4. 国際金融・資本取引の実態に即した国際収支統計の改善

最近の国際金融・資本市場の市場参加者のビヘイビアの変化をみると、従来の我が国国際収支統計は必ずしも十分に資金フローの実態を表していないのではないかと、との問題があり、これについては昨年の当専門部会報告書「世界の金融市場の相互連関と取引の円滑化のための諸方策」（平成4年6月16日）において問題提起を行ったところである。

現在IMFでは、加盟国が国際収支統計を作成する場合の基本的なガイドラインとなっているIMFマニュアルの改訂作業が大詰めを迎えており、マニュアル第5版がIMFから近く刊行される見込みとなっている。第5版は、国際連合の定めた国民経済計算(SNA)と国際収支統計との整合性を高めることを基本的な目的としており、第4版からの主要な変更点は次のような事項である。

- (1) 第4版では同一項目内に含まれている「財貨・サービス・所得」を「財貨・サービス」と「所得」とに区分するなど国際収支の標準構成項目の変更
- (2) 資本勘定において新たに「金融派生商品」の項目を設ける等、国際収支項目の細分化
- (3) 対外資産負債残高（国際投資ポジション）

ン)や地域別統計の章を新たに設ける等、マニュアルの規定する範囲の拡大

我が国の国際収支統計についても、新しいマニュアルに沿った形で、統計の形式、内容、作成のための情報収集の方法等について全般的に見直しを行う必要がある。その際には、国際金融・資本取引の実態に即したかたちで、例えば長短資本収支の区分、総合収支・金融勘定の区分等についても併せて見直すことが必要である。このような見直しに当たっては、国際収支統計の重要性に鑑み、統計の的確さ及び国際的な斉合性に最大限に配慮しつつ、我が国の実情に応じた国際収支統計作成の体制が整うよう、専門家による十分な検討が行われるべきである。

第3章 地域経済と国際金融・資本市場

最近、世界の各地域経済をめぐって様々な変化が生じている。一方で戦後の冷戦体制の終焉により、旧ソ連・東欧地域との間にあった壁が取り除かれ、世界経済の一体化への動きがある反面、他方で地域経済について経済統合への動きがみられる。ここでは国際金融・資本市場に顕著な影響を与えているEC統合、北米自由貿易協定 (NAFTA) への動き、経済社会構造が変化しつつある中で、資金が流入している中南米地域、著しい経済発展の動きがみられる東アジア地域について述べることとする。

序章でも述べたように、現在、経済取引のグローバル化の進展と同時に、近隣諸国間での経済の相互依存の高まりを背景に、EC統合やNAFTAといった地域経済統合への動きが高まっている。地域経済統合は、地理的な利便性や労働力等の生産要素の賦存等を反映したもので、合理的な面もあるが、それが各地域において域外取引に対して開かれたものとなるように注視していく必要がある。

第1節 欧州金融・資本市場統合及び経済通貨統合の現状と、それが国際金融・資本市場及び市場参加者に与える影響

1. EC市場統合と経済通貨統合 (EMU) の現状

1993年1月1日より、EC (欧州共同体) では物、人、資本、サービスの域内自由化が一応完成し、市場統合により単一市場がス

タートした。金融市場の面では、市場統合の一環として銀行等の単一免許制等が発足したが、これらによって今後欧州における金融・資本市場の一層の効率化が期待される。

経済通貨統合 (EMU) についても92年2月の欧州連合条約 (マーストリヒト条約) で遅くとも1999年までの単一通貨の導入を目指すことが謳われ、各国においてその批准手続、経済のコンバージェンスの努力、制度面での準備が進んでいる。しかし、92年6月のデンマーク国民投票や9月のフランス国民投票が引き金となり惹起された92年9月の欧州通貨の混乱は、今後乗り越えなければならないハードルの高さを改めて認識させた。今後、ポンドとリラの為替相場メカニズム (ERM) への復帰、ERMの機能改善、各国のコンバージェンスの進展等EMUに向けての各国の動きが注目される。

2. 欧州金融・資本市場の変化

最近の欧州金融・資本市場には、金融の自由化・国際化・証券化やEC金融市場統合の進展の中で、次のようないくつかの大きな変化が起きているとの指摘があった。

第一に、1986年10月のいわゆるビッグ・バンを契機とする各国市場における取引規制緩和や新商品開発等の進展により市場規模が拡大し、同時に①国債増発、②ユーロ市場等での民間部門の証券形態での資金調達増大、③欧州域内での資本取引増大といった要因から欧州資本市場の拡大が顕著となっている。

第二に、EC市場統合に伴う金融機関の経営環境の変化としては、「第二次銀行指令」が93年から施行に移され、①単一銀行免許制度、②支店設立、サービス提供の種々の面での自由化により、域内金融機関の営業展開が容易になり、業務範囲も幅広いものになると考えられる。

第三に、統合された金融・資本市場の中心的地位を占めるべく、これまでにマネーセンターとしての市場整備の進んでいるロンドン、パリ、フランクフルトといった主要市場間の競争が激化している。

第四に、第2章でも述べたが、92年9月の欧州通貨の混乱の後、相当規模のユーロ債が発行されており、ユーロ債市場が活発化している。ただし、EC通貨の混乱により、ECU

債の起債、流通市場は低調となった。

3. 欧州市場の変化が我が国市場参加者のビヘイビアに与える影響

以上のような最近の欧州統合への動きが我が国市場参加者のビヘイビアに与える影響としては、次のような点が指摘されている。

まず、EC市場統合に対する我が国企業への対応として、その統合の進展の度合いに合わせて最も相応しい組織形態を採用するというように、段階的対応を考えているとの報告があった。また、EC域内企業としての経営を推進するため、現地法人のみならず、本邦企業と欧州企業との提携による直接投資を推進しているとの報告もあった。

本邦金融機関の最近の欧州での動きについては、①日系企業への貸付け、貿易金融への注力等伝統的な業務への回帰の傾向が見られること、②先行投資的な支店展開の見直し、支店の一部閉鎖、統廃合等の業務運営の効率化・合理化の動きが見られること、③金融機関の経営姿勢が量の拡大から質の向上へと変化していること等が指摘された。

第2節 北米自由貿易協定の成立とその将来展望及びそれが我が国金融機関等に与える影響

1. NAFTAの意義とその限界

94年1月に発効予定のNAFTAによって、人口、GNPでECを上回る世界最大の自由貿易市場が北米地域に出現することになる。しかし、ECが比較的バランスのとれた先進国12カ国で構成されているのに対し、NAFTAの場合、米国市場だけが圧倒的に大きいため、ECに比べ市場統合のメリットが出にくいのではないかと指摘があった。また、構成国間の所得格差等、経済発展段階の違いから、NAFTA参加国間で異なった影響を与える可能性があるとの指摘があった。

2. 最近の北米金融市場の動き

米国市場においては、80年代は外国銀行の進出が目ざましかったが、最近では本邦銀行を中心に外国銀行のプレゼンスがやや縮小ぎみとなっており、むしろ業務運営の効率化・合理化により融資対応能力が出てきた米国銀行が貸出しに積極的になり始めている。また、BCCI事件等を契機とする在米外国銀行の健全性への懸念を背景に、91年連邦預金保険公

社改善法の外国銀行規制監督強化条項により、外国銀行に対して立入り検査や引当金積立の指導の強化を行い、また報告義務や資料要求等の強化を行う動きがあり、これが外国銀行に対して過度の負担になるのではないかと懸念もある。なお、ここ数年米国議会で提出されている金融サービス公正取引法案(FTFSA)については成立は見えていないが、受入国の一方的な判断に基づく報復措置が正当化されることのないよう、十分な注意を要する。

カナダにおいては80年銀行法以来、外国銀行の進出は現法形態でしか認められていなかったが、この制度がNAFTAでも維持された。

メキシコにおいては、これまで既進出の特定の米国銀行を除き外国銀行の支店開設が認められておらず、閉鎖市場の中で地場銀行が寡占体制を形成していたが、NAFTAにより域内国金融機関(域外国の現法を含む)は現法形態によるメキシコ進出が可能となり、これにより金融機関の競争が促進されることが期待される。また、①メキシコでは元来、銀行の金融仲介に占めるウェイトが高いが、再民営化を含む規制緩和を受けて、89年以降商業銀行の対民間部門融資が大幅に伸びていること、②NAFTAを背景とする国内投資及び海外直接投資の拡大基調から持続的な経済成長が期待されること、③長期的には投資需要に対し資本が不足していることから、今後GDPの伸びを上回る貸出需要の伸びが予想されること等から、今後金融仲介者としての銀行業の発展が期待される。内外の経済交流を進め同国の経済発展を支援する観点からは、NAFTA域外国からメキシコへの銀行の直接進出や進出銀行の内国民待遇について、十分な配慮が払われることが期待される。

第3節 東アジア地域の経済発展とそれが国際金融・資本市場に与える影響

1. 東アジア地域の経済発展と今後の展望

中国及びアジアNIEs、アセアン諸国を包含する東アジア地域は、①豊富で安価な労働力、②資本供給及び消費市場としての日本と米国の存在、③外国からの直接投資の積極的導入による輸出主導型の工業化の促進、④比較的安定した政治状況等を背景に、次々と高

成長軌道に乗ってきている。これら東アジア地域は①中国経済の急速な成長が香港、台湾を含め地域全体に大きな影響を及ぼしてきていること、②所得水準が上昇したことにより、東アジア諸国においても大衆消費型の国内需要に基づく成長が続くと考えられること等を背景に、高成長を続けるものと予想されることの指摘があった。特に、華南経済圏、パース経済圏、環日本海経済圏等の地域経済圏が形成されつつあることは、最近のアジア地域での大きな変化の一つであるといえる。このような東アジア地域での地域経済圏の特徴は前述のEC、NAFTAと異なり、制度面での地域統合が先行する形ではなく、自然発生的であることである。なお、近年、ASEAN自由貿易地域（AFTA）創設への動き等アジア・太平洋地域での地域統合・地域協力への動きが見られるが、これらについては、GATTの諸原則に合致したものになるよう、今後の動向を注視する必要がある。最近アジア域内の経済協力が促進されてきている背景には、近年の顕著な経済発展のほか、冷戦終結を背景とした政治的緊張緩和により、域内の資産、技術、情報の移転が一層容易になったという事情も指摘されている。

2. アジア金融・資本市場の発展と我が国市場参加者の役割

アジアNIEs、アセアン諸国はこれまで輸出主導型の工業化政策を推進してきたが、そのために金融・資本市場が果たしてきた役割は大きい。これらの国々は、とりわけ近年、銀行や資本市場を通じた効率的な金融仲介と資金配分を行うことにより資本蓄積を進めていくことが一層の経済発展につながるとの認識の下に、国により事情は異なるものの方向としては為替・資本取引規制の緩和、金融・資本市場の育成を進めており、経済の急成長を背景に今後ともそれらの金融・資本市場の発展が見込まれるとの見方が有力であった。中国においても、金融面での改革・開放が段階的に推進されつつあり、上海を中心に国際金融センター創設への動きが見られ、我が国金融機関の進出も目立ってきている。また、台湾（84年）、マレーシア（ラブアン島）（90年）、タイ（93年）でのオフショア市場の創設等の動きは、グローバルな観点からの育成

が進めば、アジアにおける国際金融取引の拡大に資するものと考えられる。

特に、アジア各国の資本市場の整備、自由化については、①国営企業の民営化、②不正取引の監視や事務処理能力の向上にみられる証券市場のインフラ面での整備、③国内債券市場の整備、④アジア地域の余剰資金を再度アジア地域で還流させる役割を持つアジア債市場の誕生等、着実に進展しているという指摘があった。

このような最近の変化の中で、我が国を含め主要国の金融機関は概ねアジア地域を経営上の最重点地域の一つであると位置づけている。本邦銀行は日系の現地進出企業との銀行取引に加え中堅・中小企業の現地進出の動きに対し、単なるファイナンスに加えてアドバイザー機能にも力を入れること、我が国の証券会社はローカル市場を育成すると同時にアジア地域全体を一つの経済集合体として捉え、アジア市場内で資本が円滑に流れるように、国境を越えたアジア圏としての市場一体化をはかっていくことを支援することに努めている。なお、我が国に対して従来のファイナンスに加え、金融上のノウハウ、技術の移転等を望んでいるアジア諸国が多いとの指摘があったが、今後とも様々な場面において、このようなニーズに配慮していくことが望まれる。

近年、市場の一体化が世界的に進展する中で、世界の主要市場の一つとしての我が国市場に対する期待はますます増大しており、海外からの資金調達・運用の場としてより活用しやすい市場にするためにも、日本が金融・資本市場を一層国際的な市場として整備し、また外国の金融機関等がより円滑に活動できるようにすることは、アジア・太平洋地域の一層の発展にとって重要であると考えられる。

第4節 中南米諸国の最近の経済状況とマネー・フローの変化

1. 最近の中南米諸国の経済状況の変化

中南米は極めて多様性に富んだ地域であるが、80年代は各国とも累積債務問題やインフレ等の経済の混乱等により苦難の時代であった。90年代に入り、80年代の実績に立脚した慎重な見方がある一方、中南米各国は財政の健全化、民営化、貿易自由化等经济社会構造

の変革を背景に、これまでの低迷した経済から、新たな時代への可能性が開けつつある国がみられるとの見方が示された。例えば、チリ、メキシコ、アルゼンチン、ベネズエラでは、前述のような経済社会構造の変革を推進する指導者が支持されてきており、こうした国民の意識改革を背景に、財政の健全化、国営企業の民営化、貿易の自由化等の一連の諸措置が着実に実施されつつあるという指摘があった。

2. 資金フローの変化

このような経済体質改善の努力は、市場における評価の向上となって現れている。また、これに応じて資金フローにも変化が現れ、91年には9年間続いてきた資本のネット流出が流入に転じた。また、80年代に中南米諸国から逃避した資本についても一部の国においては戻りつつあるとの指摘があった。こうした現象は、経済のパフォーマンスや規制緩和等の経済体制の自由化に対する信任を反映したものである。さらに、先進国での金利低下および一部の国に対する債務削減の効果も資本が流入に転じた要因になったとの意見が出された。

資金フローについては、絶対額の増加に加え、流入資金の内容の多様化という質的变化も注目し値する。資本のネットの流入を資金調達形態別にみると、債券、CP、CD、株式投資を通じた民間部門への資金流入が進んでいるが、民間部門の活性化や着実な民営化の進展もその原因となっているとの指摘があった。

3. 最近の我が国金融機関等の中南米諸国に対する態度と今後の対応

我が国金融機関は中南米諸国に対して、総じて金融取引に関し慎重な態度をとっている。他方、我が国の国際的役割に鑑みれば、今後、中南米諸国を画的にみるのではなく、それぞれの国の事情に応じ、経済社会構造改革を進め、財政赤字を削減し、市場経済化を進める等具体的な成果を上げつつある国に対して、貿易金融も含め、より密接な国際金融取引の構築を指向する動きが出てくることが期待されるとの意見も出された。

第5節 今後の課題

以上のように、EC、NAFTAのような地域経済統合の進展、東アジア地域の経済発展、

中南米諸国における経済社会構造改革の進展等の地域経済をめぐる様々な変化は国際金融・資本市場に大きな影響を与えている。国際金融取引の円滑化の促進という観点からは、次のような課題に適切に対応していく必要がある。

1. 開放的な市場の維持

EC、NAFTAのような地域経済統合は、域内においては市場の拡大による規模の利益等様々な経済的利益をもたらす、また保護貿易的な措置が縮小・廃止されるという利点があるが、他方、地域内の取引者が優先されることにより、結果として域外取引者の不利益を招かないよう、域外に対して開かれたものになるよう留意していく必要がある。このような観点からは、我が国として地域経済統合は、①排他的ではなく、無差別で自由なものであること、②GATTに整合していること、③第三国の利益を害さないこと、といった三つの基本原則に則ったものであることを求めていくべきであろう。

日本を含むアジア・太平洋地域は、域内の多様性と開放性を活力にダイナミックな経済成長を遂げ、21世紀に向けて、世界経済を牽引しうる地域として注目を集めている。今後もアジア・太平洋地域が発展を続けていくためには、この地域の経済成長をもたらした各国間の経済交流をさらに促進するとの観点から、国際金融取引や貿易の円滑化を促進し、GATTの下での多角的自由貿易体制の維持・強化に努めることが重要である。また、アジア・太平洋地域が自由で開放的な体制を維持することは、ECやNAFTAを保護主義的なものへ向かわせないという効果が期待できるとの意見も出された。

国際金融取引面においても、我が国は金融・資本市場の国際化を今後とも着実に進めていくことが重要である。

2. 途上国に対する資金フローの確保

一般的に、開発途上国にとって民間資金の十分な流入を図ることが困難な状況に変わりはなく、引き続き公的開発援助が資金流入の中心的役割を担っている。この観点から、国際開発金融機関がその資金基盤を強化することが重要であり、現在、アジア開発銀行をはじめいくつかの国際開発金融機関において増

資の検討が進展しつつあるが、これらの増資ができる限り早期に合意されることが望まれる。

また、途上国の自助努力を支援するための資金フローを引き続き確保することが重要である。我が国としても様々なチャネルでの公的資金フローを確保する努力を継続することが、民間資金フローを促す観点からも引き続き重要であろう。

途上国に対する民間資金フローを確保するためには途上国におけるインフラ整備も重要である。また、途上国支援の一形態として、これらの国からの研修生の受け入れも重要であり、現在行われている努力が成果をあげつつあるが、さらに一層の充実を図る必要がある。特にアジア地域については各国において現在進行しつつある金融・資本市場の発展を支援するために、そのインフラ整備に対する積極的な支援等を通じて、アジアにおける金融取引の円滑化の促進及びそれを通じた経済発展に我が国は積極的な役割を果たすことが望まれる。例えば、ソ連邦の崩壊によって独立した中央アジア各国の市場経済化・経済発展にも、我が国は金融・資本市場のインフラ整備に対する技術支援等多面的な協力を行うことが望まれる。

3. 金融監督当局間の情報交換の促進

前述のように、世界的な貯蓄資金の増大、各国の銀行の積極的な資産拡大戦略、各国金融市場の規制緩和や技術進歩等を背景として、国際的な金融取引が各国の市場をまたいで行われるようになってきている。最近の各金融・資本市場間の連関の一層の緊密化、金融取引の国際化といった事情のほか、金融監督当局及び金融機関にとってのリスク管理の重要性の高まり等に鑑み、当局者間でリスク管理や市場の安定性に関する情報交換や取引慣行・ルール相互理解の促進、緊急時における対応についての意見交換等、当局者間での連携を密にすることがより一層重要になってきている。この観点から、例えば二国間金融協議やアジア・太平洋四市場（東京、香港、シンガポール、シドニー）の監督当局者による会合等は有益であり、今後ともこれらの場を活用して、金融監督当局が連携を密にすることが望まれる。

[補注]

(注1)「金融の証券化（セキュリタイゼーション）」とは、証券形態による資金調達・運用の比重が一層高まること、金融機関等が有する長期貸出債権などを証券形態で流動化することなどを総称したものである。このセキュリタイゼーションは、現在、ユーロ市場や米国市場を中心として、金融の自由化、自己資本比率規制の強化などを背景として、世界的に進行している。

我が国においても、近年、コマーシャル・ペーパー（CP）市場の拡大（調達面での証券化）や住宅ローン債権信託の受益権証書についての商品性改善（証券形態での流通化）など金融の証券化の進展が見られる。

(注2)「モーゲージ・バックト・セキュリティー」とは、モーゲージ・ローンを裏付けに発行される証券化関連商品で、米国においてはその大部分が政府系機関による発行または政府機関の保証付のものである。これらの債券は高い安全性を有し、かつ財務省証券より利回りが高いことから、投資家にとっても魅力のある商品となっており、また銀行にとってもBIS規制のリスクウェイトが低くなるため、商業銀行による投資が大半を占めている。

(注3)「アセット・バックトCP」とは、米国において80年代末から急激に活発化してきたもので、企業が特別目的会社を利用して売掛債権等を担保にCPを発行するものがほとんどで、現在、発行残高の大部分は商業銀行がアレンジまたは仲介を行う商業銀行系のプログラムによるものである。

(注4)「ヘッジファンド」とは各種市場にまたがって、先物やオプションなどを活用してパフォーマンスを上昇させるファンドであり、出資者から資金を集めて運用を行うという点で、一種の投資信託であるが、出資者数を100名未満に限定する等の方法により、米国でも法律上、一般の投資信託を規制する連邦投資会社法の適用を受けていないとされている。ヘッ

ジファンドについては公式の統計は存在しないが、本数にして400本以上、残高では約150億ドルに達しているとの見方もある。

(注5) G10報告書「国際資本移動と為替市場」(1993年4月30日)においても、ヘッジファンドの投機的な性格について指摘されている。

(注6) 「先物取引」とは、ある商品を将来の一定期日に受渡すことを前もって約定する取引であるが、期日までの間に反対売買により差金決済を行って清算することにより取引を終了させることが可能である。取引が定型化されており、取引所を通じて取引が行われる。

これに対し、「先渡取引」は、商品を将来の一定期日に受渡すことを前もって約定する点では先物取引と同一であるが、取引が定型化されておらず、当事者間の相対で行われる。

「オプション取引」とは、ある商品を特定の価格で将来の特定の期日までに売り付け、または買い付ける権利そのものを売買する取引をいう。オプションの買い手は相場変動リスク等を回避するために代価(プレミアム)を支払ってオプションを購入するが、最終的にその権利を行使しないで放棄することも可能であり、その意味でオプション取引は掛け捨て保険に類似した機能を備えている。オプション取引には取引が定型化された「取引所取引」と「店頭取引」の両方が存在する。

「スワップ取引」とは、相対で行われる金利や為替等に関連する「債務の交換」取引を指す。従来は、例えば外債発行に伴う為替リスクヘッジを目的とした通貨スワップや各市場における複数の資金需要者ごとの資金調達力の違いを利用した金利スワップ等の取引が一般的であったが、むしろ互いにより都合のよい条件の資金の流れを実現するための「キャッシュ・フローの交換」取引と定義する方が実態に即したものと言える。スワップ取引はこのように資金需要者等の個別具体的なニーズに即して、いわば

オーダーメイドで取引されるため、「店頭取引」で行われるのが通常である。

(注7) 「想定元本」とは、金融派生商品取引において金利計算等のために名目上用いられる元本のことである。例えば金利スワップのような取引においては、元本金額が想定元本とされるが、実際には受渡しが行われるのは金利部分のみであり、元本は利息金額を決定するために使われるにすぎない。したがって想定元本は、金融派生商品取引の規模を表す代表的な指標ではあるが、その額は必ずしもリスクの大きさを反映しない点に留意する必要がある(主要銀行の場合、リスク額は想定元本の2~3%程度との指摘があった)。

(注8) 1981年に行われた世界銀行とIBMの間の通貨スワップのスキームの概要は次の通りである。

① 当時IBMは、設備投資資金として多額のドル資金需要があったが、ドル資金のみでは賅いきれず、一部をスイスフラン、ドイツマルク市場から起債により調達し、ドル転換を行っていた。ところが、1981年8月には、スイスフラン、ドイツマルクの為替レートが、1980年3月の起債時と比べ、ドルに対して大幅安となっており(約23%)、多額の為替差益を確保できるチャンスが生じていた。

② 一方、世界銀行は開発途上国への貸付原資として、スイス・フラン、ドイツ・マルク、円などの低金利資金調達を計画していた。しかし、スイス及び西ドイツ市場では、永年の資金調達により投資家が世界銀行債に過剰感をもっており、購入に際してはプレミアムを要求するようになっていた。ここに、世界銀行はスイス及び西ドイツ市場においてよりも、米国の格付け(AAA)を利用して、ユーロ・ドル市場で相対的に有利な条件で資金調達ができる状況が生じていた(比較優位性)。

③ 双方のニーズを察知した米国の仲介機関はIBMの既存のスイスフラン建及びドイツマルク建債務とのスワップ取

引を前提とした世界銀行によるドル建資金調達を提案、世界銀行がIBMの負っている債務のキャッシュ・フローと合致するユーロ・ドル債発行に踏み切り、スワップ取引が締結された。

④ 調達資金のスワップにより、IBMはドル高による為替差益を確保し、かつ為替変動リスクをヘッジ、世界銀行は市場の比較優位を利用し、規模の大きいユーロ・ドル市場で調達し、結果的に、スイス・フラン、ドイツ・マルク建低利調達ができ、将来これらの市場から調達する際の余地を残せることになった。

(注9) 仮に1ドル=125円(92年末の換算レート)で換算すると、2.4兆ドルとなるが、前述の第1節2.で述べた世界の金融派生商品市場残高の数字8兆ドル(図表2)とは、①ここで述べた数字には店頭オプションが含まれるが、第1節2.の数字にはそれが含まれないこと、②ここで述べた数字は、銀行の取り扱う我が国金融派生商品取引のほぼ全体をカバーしているとみられるのに対し、第1節2.の数字はISDA(国際スワップ・ディーラーズ協会)等のメンバーによる自発的なレポートによるためカバレッジがここで述べた数字に比べ低いとみられること、及び③ここで述べた数字は92年9月末時点のものであるのに対し、第1節2.の数字は91年末のものであること、等により、直接比較することができないことに注意を要する。

(注10) 例えば、スワップについていえば、プロジェクトのスポンサー企業がファイナンスを通常のローン借入で行っている場合、金利スワップを行う金融機関が企業から当該プロジェクトから予想されるキャッシュ・フロー(通常、当初は小額で、期間の経過とともに増額する)に見合った金額を受取り、一方、企業に対しローンの毎期の金利支払い相当額を支払ってやれば、その企業は毎期のローン金利支払いと毎期のプロジェクトからのキャッシュ・フローをマッチングさせることができる。

(注11) 例えば、想定元本100億円、期間5年の金利スワップ取引で取引相手がデフォルトした場合、固定金利が当初取引時点の5%から取引相手のデフォルト時点での相場7%に上昇しており、残存期間を3年とした場合の損失(再構築コスト)は、6億円(100億円×(7% - 5%)×3年)の現在価値相当額にとどまる。

(注12) 原資産の相場変動による金融派生商品の現在価値の変動(デルタリスク)やそのデルタ値自体の変動(ガンマリスク)のほか、時間の経過によって満期に近づくことによる金融派生商品の現在価値の変動(セータリスク)や原資産の相場のボラティリティ(予想変動率)の変動に伴う現在価値(オプション・プレミアム)の変化(ベガリスク)等も重要なリスク項目である。

(注13) 前掲G10報告書においても、昨年9月の欧州通貨混乱時におけるオプション等の市場での流動性の低下等が分析されている。

(注14) BIS報告書“Recent Developments in International Interbank Relations”(92年11月)通称「プロミセル報告」で指摘されている。

(注15) 資本市場でのスペイン・ペセタの調達が困難であったため、当時辛うじて立っていた為替市場で直物為替と先物為替を組み合わせた「為替スワップ」(直物でペセタ買い/ドイツ・マルク売り、先物でドイツ・マルク買い/ペセタ売り)を行い、資金をドイツ・マルクで調達し、これをスペイン・ペセタに転換することにより、スペイン・ペセタの流動性不足を凌いだ。

(注16) 前掲「プロミセル報告」において詳しく分析されている。

(注17) 「値洗い基準」とは、相場の変動に基づく値洗い差額を値洗いのつど損益として認識する基準である。実務上、Mark to Market法ともいう。

(注18) 「ヘッジ会計」とは、ヘッジ対象の損益とヘッジ手段に係る損益とを同一期間に認識するために、原則的な損益認識基準から例外的に離れることを認める会計

手法のことを言うが、我が国会計慣行との整合性やヘッジ関係の認定の方法等の問題が指摘されている。

(注19) 例えば次のような取引を考えてみる。

(1) 金融機関Aが顧客Bとの間で次のようなキャッシュフローの受取りを内容とする金利スワップ取引を締結。

期間 10年
金額 50億円
金利 5.30%の受取り

(2) 金利が上昇した場合のリスクをヘッジするため、(1)の取引と同時にヘッジ取引として次の条件で国債を先物で売却。

金額 48億円
価格 107.00

(3) 後日、(1)の取引のヘッジとして、(2)の取引より有利な金利スワップ取引の相手方となる顧客Cが現れたので、(1)の取引の反対売買としてキャッシュフローの支払いを内容とする次のような金利スワップ取引を締結。

期間 10年
金額 50億円
金利 5.00%の支払い

(4) (3)の取引の締結時に、ヘッジのために行っていた(2)の取引、即ち国債先物の売り持ちを次の条件で手仕舞う（買戻し）。

金額 48億円
価格 109.44

以上の取引により、金利スワップ取引(取引例(1)及び(3))の期間損益は、

$50 \text{ 億円} \times (5.30\% - 5.00\%) = \text{年間 } 15 \text{ 百万円の収益}$
従って10年間で150百万円の収益（毎年計上する）。

これに対し、国債先物取引（取引例(2)及び(4)）の期間損益は、

$$48 \text{ 億円} \times \left(\frac{109.44 - 107.00}{100} \right) = 117 \text{ 百万円の損失}$$

即ち、117百万円の損失となるが、これは反対売買を行って手仕舞った日の属する期（本ケースでは1年目）に一括計上する。

以上を表にすると次の通り。

(百万円)

	1年目	2年目	……	10年目	合計	※
スワップ取引	+15	+15	……	+15	150	117
国債先物	▲117	—	—	—	—	▲117
合計	▲102	+15	……	+15	—	0

※：1年目における現在価値

(注) スワップ取引の期間損益については、利息の再運用益勘案前。

本ケースの場合、1年目に1億200万円の損失が、2年目以降からは1,500万円の収益が計上されることとなる。

このように当該金融機関にとっては、迅速にヘッジするために(2)のような取引を行うニーズがあるにもかかわらず、実現主義を前提とすると、この例の場合には1年目に損失が計上され、2年目以降に利益が出るという不都合が生ずることとなる。そのため(2)のような取引は一般的には手控えられることとなる。

(注20) 「更改によるネットティング」とは、同一通貨、同一期日の債権・債務を全て自動的に集約し、これにより集約前の債権・債務は法的に履行されて消滅したものとし、集約後の1本の債権又は債務が法的に有効なものとして残すような取決めにいう。

(注21) 「一括清算としてのネットティング」とは、一方当事者に破産申告等一定の事由が生じた場合に、両当事者間の期日や通貨の異なる取引も含め全ての債権・債務を現在価値に引き直して清算し、単一の債権又は債務とする取決めにいう。

(出所) 国立国会図書館蔵書 (DE141-E84、平成6年8月31日) 「国際金融・資本市場の変化と国際金融上の諸問題—国際金融取引の新たな展開とそのリスクへの対応—」 外国為替等審議会国際金融取引における諸問題に関する専門部会、平成5年6月11日

11-76 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会
「内外経済の一体化と国際金融取引—深まるアジアとのネットワーク—」
1994（平成6）年6月8日

1985年のプラザ合意以降、我が国経済には企業の生産行動の国際化、家計の消費行動の国際化等が進展している。また、金融の自由化に伴い、我が国の金融機関の海外進出等も進展している。さらに、我が国の公的機関の活動も我が国からの民間資金フローの促進といったかたちで、このような動きに係わっている面もみられる。

そこで、当専門部会はこうした動向を「我が国経済の内外一体化」と捉え、昨年11月より「内外経済の一体化と国際金融取引」をテーマに審議を開始し、我が国経済において内外一体化がどの程度進展しているかについて、企業、家計、金融機関、公的機関の各経済主体ごとに実態を把握するとともに、それが国際金融取引の諸側面にどのような影響を及ぼしているかについて、調査・審議を行った。また、このような内外経済の一体化の動きとともに国際金融取引の実態を的確に把握する必要性が高まっている中、1993年秋にIMF（国際通貨基金）から国際収支統計マニュアル第5版が公表されたことを踏まえ、我が国の国際収支統計についても必要な見直しに関して検討を行った。

今回のテーマに関する審議については、専門家からの意見聴取を含め委員による討議のための会合を8回開催し、また、この間、香港、中国（深圳）、シンガポール、タイ、マレーシアに専門部会の委員による出張を行い、各国当局及び現地進出企業等からアジア地域における現地進出日系企業・金融機関の活動状況やアジア地域における取引通貨の動向等の調査を実施した。また、我が国国際収支統計の抜本的見直しを行うため、当専門部会の下に「国際収支統計の見直しに関する小委員会」を設置し、同小委員会における6回にわたるIMFマニュアル第5版の内容と我が国の国際収支統計の現状および問題点に関する検討を経て、当専門部会においてもその報告に基づき審議を行った。

本報告書はこれらの審議結果をとりまとめたものであり、当専門部会の報告として提出するものである。

（注）本報告書において、「金融機関」とは、銀行、証券会社等を含む広義のものを意味し、「金融市場」とは、特に資本市場との対比で言及されない限り、資本市場も含む広い概念であり、かつその国際的な側面に焦点を当てているものとする。また、本報告書における「金融派生商品」とは、主として通貨関連及び金利関連の商品のうち、クロスボーダーで取引されるものとする。

委員名簿

部会長	大場 智満	（国際金融情報センター理事長）
部会長代理	梅本 章夫	（東京銀行副頭取）
委員	天野 順介	（三菱電機社友）
	飯田 経夫	（国際日本文化研究センター教授）
	上島 重二	（三井物産副社長）
	江澤 雄一	（日本輸出入銀行理事）
	榎本 郁夫	（安田信託銀行専務取締役）
	奥田 碩	（トヨタ自動車副社長）
	鴨志田 孝之	（日本銀行国際局長）
	神田 秀樹	（東京大学教授）
	木村 浩一	（大和証券副社長）
	木村 輝久	（住友生命副社長）
	小島 明	（日本経済新聞社論説副主幹）
	小林 久夫	（第一勧業銀行専務取締役）
	小山 敬次郎	（経団連専務理事）
	佐藤 博亮	（農林中央金庫常務理事）
	須田 美矢子	（学習院大学教授）
	外門 一直	（東京電力常務取締役）
	水城 武彦	（NHK解説委員）
	矢澤 富太郎	（太田昭和監査法人会長）
	安田 瑛	（伊藤忠商事常務取締役）
	山田 太郎	（山一投資顧問顧問）
	吉田 達夫	（日本興業銀行副頭取）

第1章 我が国経済の内外一体化の進展

我が国の実体経済において、企業、家計及び公的機関の活動について、対外関係面における近年の動向をみると、企業の海外進出の活発化、消費財輸入や海外旅行者等の増加、さらに途上国への資金フローを促す公的機関の活動を通じて、我が国の国境を越えたヒト、モノ、カネの流れは一層量的に拡大し、またその内容もますます多様なものとなってきている。以下、順次各経済部門毎に、具体的なデータを基にこうした動きをみていくこととする。

第1節 企業の生産活動の動向

1. 直接投資の増加

我が国企業の生産活動についてみると、製造業の直接投資額（大蔵省届出ベースのフローの対外直接投資額、以下同じ）は、1985年9月のプラザ合意以降の円高の進行を契機に、85年度の24億ドルから93年度は111億ドルとなっている。

これを地域別にみると、北米については70年代後半以降のテレビ、自動車などに関する貿易摩擦もあり、電機、自動車などの業種での現地生産化が進んでいたが、85年以降の円高により加速して、直接投資額が80年代前半の年平均11億ドルのペースから89年度には96億ドルへと増加した。

また欧州についても、92年のEC市場統合を控えEC域内に生産拠点設置のための投資もみられ80年代末から急増し、電機、自動車を中心に80年代前半の年平均2億ドルのペースから90年度には46億ドルへと増加した。

しかし、欧米地域に対する直接投資額が90年代に入って、当該地域での投資が一巡したことや、世界景気の低迷などによりフローベースで見て減少している（93年度について北米41億ドル、欧州20億ドル）。

一方、アジア地域については、80年代後半以降企業の進出が急速に増加し、アジアに対する製造業直接投資額は80年代前半の年平均6億ドルのペースから、89年度には32億ドルへと著増した後も、欧米に対する新規の直接投資額が減少していくなかで92年度までほぼ横ばいで推移し、さらに93年度については37億ドルへと増加している。

更に、これを製造業現地法人の進出企業数でみると、87～92年度の間の進出企業数は、北米379社（81～86年度198社）、欧州244社（同93社）に対しアジアへは745社（同228社）となっている。

このような、80年代後半以降の我が国製造業のアジア地域における展開は、アジア地域の中でも当初はNIEsに対して進展していたが、その後ASEANさらに近年には中国へとその活動範囲を拡大してきた。その際の投資の目的としては、当初は、円高と労働力不足を背景に、現地の廉価な労働力を求めて進出したものが多いとされている。すなわち、85年以降の円高による日本国内の労働コストの相対的な上昇等に対応するため、我が国製造業の進出は韓国、台湾等のNIEs地域で進展し、製造業直接投資額でみると80年代前半の年平均3億ドルのペースから89年度には13億ドルへと増加した。これは、同地域がアジア地域の中でも豊富で質の高い廉価な労働力の存在に加え、インフラの整備状況、政治体制の安定性、我が国との地理的な近さ等の面で進出先として最も適した条件を備えていると考えられたためである。しかし、NIEs地域の経済発展に伴い賃金水準が上昇したこともあり、90年度以降NIEs地域向けの直接投資額は減少傾向にあった（93年度7億ドル）。

一方、88年度以降は賃金コスト面からみると一層有利なタイ、インドネシア、マレーシアといったASEAN諸国に対する進出が進展し、我が国製造業の直接投資額は80年代前半の年平均3億ドルに対し90年度には20億ドルへと増加し、その後も93年度まで堅調に推移している（93年度15億ドル）。因みにNIEsにおける実質賃金コストは86年に日本の5分の1程度であったものが、90年には3分の1程度の水準まで上昇したのに対し、ASEANの賃金コストは80年代後半を通じて日本の20分の1程度の水準でほぼ横ばいで推移している。

さらに、90年度以降注目されるのが、中国に対する直接投資の増加である。中国向けの直接投資額は、90年度には2億ドルであったが、その後毎年前年比約2倍のペースで増加し93年度には前年度に比し

111.8%増の14億ドルと大幅に増加し、アジア地域に対する直接投資額の増加に寄与している。これは、特に中国政府が92年に改革・開放政策を推進する決定を行い、国際貿易体制への復帰を意味するガット加盟も具体化し、所要の法制度の整備も進められるようになったことも一つの背景にあると考えられる。それ以降、これまで対中投資に対して比較的慎重な姿勢をとってきた我が国企業も、中国の豊富な労働力や恵まれた天然資源、巨大な消費市場としての発展の可能性等高い潜在力に注目し、進出している。

このように我が国の製造業はアジア地域内でも活動範囲を広げてきたが、一旦進出した国においてもその後、進出国の賃金上昇等を背景にNIEs向け投資は廉価な労働力に基づく労働集約型から自動車、電子・情報処理産業などのハイテク分野などにみられる技術集約型へ、ASEAN向けはノックダウン方式による単純な組立加工を目的とした労働集約型から家電製品の量産工場にみられるように部品段階からの一貫生産型へと重点を移しつつある。さらに最近では、縫製など労働集約型生産を目的とした投資が中国に向かうといったように、その内容を変化させている。

2. 進出企業の現地化

海外進出した企業のうち、欧米に進出した企業をみると、現地市場での販売を目的とするケースが多い。ちなみに、92年度の製造業現地法人売上高の現地販売比率をみると、北米では91.9%、欧州では95.5%となっており、アジアでは現地の市場が発展してきているとはいえ依然として66.1%にとどまっていることと比べ、高い比率となっている。更に現地で生産される製品も欧米の消費者ニーズに合わせた高度・高付加価値商品の生産が多いとされる。これらの現地生産に必要な部品等中間財の調達には、当初は我が国からの調達に依存する割合が高かったが、EC市場統合やNAFTA（北米自由貿易協定）等の動きを背景に、現地調達率も自動車産業を中心に高まってきているといわれる。

一方、アジアに進出した企業についてみ

ると、労働集約的な組立て加工製品や付加価値の低い汎用製品の生産から順次生産拠点を海外に移転していった。しかし、80年代後半以降、特にASEANへ進出した家電メーカーを中心として、最新設備の導入により、高度・高付加価値商品についても現地生産化が進んできた。これは、内外における製品需要に対応するための生産ラインの拡大の一環として進出したことを背景としており、製品としては例えばセパレート型エアコン、VTR標準機、ハンドビデオ、CDプレーヤーさらにはIC、コンピューターに至るものまでが含まれる。

これらアジアに進出した企業の現地生産に必要な部品等中間財の調達は、品質管理上の問題や、納期の問題もあり、現地部品産業が直ちに対応することが難しいケースも多いとされていた。殊に1980年代後半に進出した高度・高付加価値商品を生産する企業の場合は、国内産の電子制御部品を使用することなどから、我が国から進出国向けの部品・半製品輸出が拡大した。その後、我が国からの部品産業の現地法人設置数も次第に増加し、地場企業の技術力の向上等とも相まって現地調達率も高まってきており、一部の家電メーカーについては、数年以内にほぼ100%の現地調達率を達成することが、現実の目標として掲げられるに至っている。特にシンガポールにおいては、政府当局の方針も手伝って地理的好条件と優れた物流インフラを活かし、東アジア地域の中で一大部品供給基地の役割を果たすようになってきており、日系企業についても、シンガポールにIPO（国際調達事務所）を設立し、部品調達拠点として積極的に活用している例もみられる。

このような部品の現地調達化と関連して、最近では現地において我が国からの進出企業間同士の取引のネットワーク化、さらにはアジア地域内での域内ネットワーク化の進展もみられる。例えば、自動車産業においてはASEAN各国内の現地法人が、タイにおいてはディーゼル・エンジン、インドネシアにおいてはガソリン・エンジン、マレーシアにおいてはクラッチ及び電子部品、フィリピンにおいてはトランスミッション

というようにそれぞれの部品生産に特化し、相互に融通し合うことによってそれぞれの国が完成車の組立てを行うという分業補完体制の整備が進められている。かかるネットワーク化の動きは、ASEAN自由貿易地域（AFTA）の形成に向けて、93年1月から開始されたASEAN域内の関税引下げスケジュールの進捗に従って、さらに加速されていくものと考えられる。

以上のような、企業の海外進出の影響もあり、我が国の貿易取引面における円建比率にも変化が見られる。

すなわち、我が国の対世界輸出における円建比率は70年には0.9%に過ぎなかったが、93年9月には39.9%へと増大した。また、輸入における円建比率は70年の0.3%から93年9月には20.9%へと上昇している。

これを93年9月の時点で地域別に概観すると、対米国は輸出、輸入ともにドル建てが圧倒的であり、円建比率はそれぞれ16.5%、13.8%にとどまっている。しかし、対ECでは輸出の41.0%、輸入の45.0%が、また、対東南アジアでは輸出の52.5%、輸入の25.7%が円建てで取引されている。特に、対東南アジアの貿易取引面における円建比率は近年上昇傾向にあるが、これは増大している日系親子会社間の企業内貿易において利用されている場合が多いためとみられている。

3. 資金調達現地化

以上のような我が国企業の現地化の動きは、生産活動に必要な資金の調達面にもみられる。

欧米に多くの子会社を設立した自動車、電機、鉄鋼などの製造業企業は、進出先国内での資金調達のほか、特に80年代後半以降、各地域に進出した当該子会社に対する資金面での対応として域内拠点としての金融子会社を設立し、欧州地域、米国地域全体の資金調達を一括して行っている例も多くみられる。

これに対しアジアへ進出した場合は、シンガポールなど一部に金融子会社を通じた資金の調達が見られるものの、進出企業が現地で調達することが多いといわれている。すなわち、一般的にアジアにおいて、長期

資金ニーズについては、進出企業が現地に定着するに従い、内部留保資金の使用や、親会社等の保証による現地金融機関からの短期借入れのロールオーバーやスワップによって長期資金ニーズの大部分を賄っているといわれている（89年度の設備投資資金の調達のうち自己資本及び現地金融機関からの借入れにより約8割を調達している）。なお、アジアへの進出企業に係る内部留保資金の使用については、現状において欧米への進出企業に比べても収益性が高いこと（90～92年度平均売上高経常利益率（製造業）：アジア5.0%、北米▲1.0%、欧州0.0%）も背景にあると思われる。

また、短期資金ニーズに関しては、その9割以上を現地金融機関からの現地調達により賄っており、親会社からの借入れは限定的なものにとどまっている。

以上のように、アジアにおける日系進出企業の資金調達は着実に現地化が進みつつあるといえる。

ただし、進出後の長期資金調達に関しては、アジアの中でも国際的な資金調達が可能な香港、シンガポールを除き、各国の中長期の国内金融市場が未発達のため、その円滑な調達が依然として困難な状況にある。そのため、企業が設備投資資金の調達手段として現地金融機関からの短期借入れのロールオーバーを使用する場合には、現地の金利が日本に比べて高いことや、借換えによる金利変動リスクを負うといった点が指摘されている。

第2節 家計行動の動向

次に我が国の家計行動が、対外関係面において顕著な変化を遂げている実態を輸入消費財の浸透状況、人的交流の活発化、家計の金融取引の多様化の三つの側面から捉えてみることにしたい。

1. 家計における輸入消費財の浸透

近年輸入消費財が増加してきているが、これについては、家計において輸入消費財が広く浸透してきていることが貢献しているといわれている。ここでは具体的な品目を例にとりつつ輸入消費財の動向を記述し、さらに個人輸入にみられる消費者側の意識の変化についても触れることとする。

(1) 消費財輸入の増加

消費財輸入額は80年代後半大きな伸びを示し、85年の233億ドルから93年の775億ドルへと3.3倍になった。

その地域別シェアの推移をみると、米国のシェアは80年代半ば以降20%強で推移し大きな変化はみられなかったが、ECのシェアは80年代後半に好調であった我が国の経済状況を背景に85年の12%から90年の26%へと一旦拡大し、93年には16%となった。一方、アジアのシェアは、85年の34%から93年の43%へと増加しているが、特に近年中国の全体に占めるシェアが90年の8%から93年の17%へと急拡大していることが注目される。

以下、家計にとって身近な存在である魚介類、衣類及び音響映像機器を例にとりつつ、これらの輸入消費財がどの程度家計に浸透してきているのかを具体的にみることにしたい。

第一に、魚介類については、その輸入額が85年の46億ドルから93年の140億ドルへと3倍以上となっている。これを地域別にみると、さけ、ます、かになどを輸入している米国は依然として大きな部分を占めているものの、輸入額の伸び率では特にASEAN及び中国が高く、ASEANについては85年の5.0億ドルから93年の25.9億ドルへと5倍以上に、中国については85年の1.7億ドルから93年の12.3億ドルへと約7倍になっている。このような輸入額の増加につれて国内消費量（国内生産（漁獲）量＋輸入量－輸出量）に占める輸入量の割合（輸入浸透度）も高まっており、例えば輸入されている代表的な魚介類であるえび類についてみると、その輸入浸透度は85年の79%から92年の87%へと一段と上昇している。

第二に、衣類については、その輸入額が、85年の20億ドルから93年の126億ドルへと約6倍になっている。これを地域別にみると、まずECに関しては、80年代後半のイタリアン・ブランドの流行もあり高級品輸入が一時急増し、その後やや減少したものの、85年の2.8億ドルから93年の13.0億ドルとなっている。次に、

米国に関しては、最近のアメリカン・カジュアルのブームの影響もあり、85年の0.4億ドルから93年には8.6億ドルへと大きな伸びを示している。更にアジア（NIEs、ASEAN及び中国）に関しては、93年には約100億ドルで、特に中国が近年、韓国からの輸入を抜いて、我が国の輸入先として世界一位となっており、最近では下着類だけでなく、ニット製外衣のような高度な技術を要するものについても、輸入額が増加している。これに伴い我が国のニット製外衣の輸入浸透度も88年の28%から93年の46%へと上昇している。

最後に、音響映像機器については、その輸入額が85年の2.7億ドルから93年の29.7億ドルへと急激に伸びている。これは80年代後半に廉価なNIEs製品の輸入ブームがみられたものの、最近ではOEM生産（Original Equipment Manufacturing＝相手先商標生産）に加え、日系メーカーの進出に伴い高品質製品が現地生産されるようになり、マレーシア、韓国等のアジア諸国からの輸入品が国内市場に普及してきていることによる。実際に代表的な音響映像機器であるVTRの輸入浸透度も、88年の4%から93年の12%へと、この5年間で3倍の上昇となっている。

(2) 輸入に対する消費者の積極的姿勢（個人輸入の動向）

個人輸入の輸入金額全体に占める割合は小さいながらも、93年は国内個人消費の低迷にもかかわらず、欧米諸国からの衣料品等について個人輸入の利用者が増加しているとみられている。例えば、高級品のみならず広く日用品も取り扱っている大手個人輸入代理業者の場合、93年の取扱高は92年に比し、現地通貨建てで40%以上増加している。これは消費者が豊富な海外情報を十分利用できる状態になっていること等に加え、93年の円高の影響も受けていると考えられるが、さらに従来見られなかった消費者の輸入に対する積極的な姿勢がうかがわれる点が注目される。すなわち、高級な海外ブランドを選ぶ傾向が強かった従来の個人輸入

の場合と違い、最近では日用品を含め価格が手頃でかつ品質の良い商品を国産品・外国製品を問わず気軽に選ぶ傾向になっており、これに伴い個人輸入の利用者層に裾野の広がりがみられる。

以上みてきたように、個別消費財の輸入動向及び消費者側の意識の変化から、我が国消費市場に輸入消費財は着実に浸透してきているといえよう。この背景としては、輸入価格の低下のみならず、日系企業の委託加工や開発輸入等を通じて我が国の消費者の嗜好に合うように調整されるようになったことから、食料品から耐久消費財にわたる輸入品に対する違和感が薄らぎ、これら輸入品が家計の消費行動に深く根をおろすようになった点も指摘されている。この傾向は、輸入額全体に占める消費財輸入額の割合が85年の18%から93年の32%へと倍増していることにも現れているといえよう。

2. 人的交流の活発化

輸入消費財の浸透に現れているような国境を越えたモノの流れが活発化しているだけでなく、日本人の海外旅行者が増加する等クロスボーダーでの人的交流もまた活発化している。以下、国境を越えた旅行者、留学生、就労者の移動という観点からこうした動きをみることにしたい。

(1) 海外旅行者の動向

日本人海外旅行者数は85年の495万人から93年の1,193万人へと2.4倍に増加している。この背景としては、円高等により海外旅行コストが安くなり、パッケージツアーの数も増加する等、海外旅行が我が国の国民にとって手軽なものとなり、国内旅行と同等の選択肢として認識されるようになってきていることが考えられる。例えば、一般旅行者の国内・海外旅行取扱実績の推移をみても、85年から91年にかけて国内旅行の伸び率が60%程度となっているのに対し、海外旅行の伸び率はこれを上回る100%程度になっている。

次に渡航先をみると、依然として米国を中心とした北米への旅行者は多いものの、最近では特に経済の改革・開放路線を進めている中国への旅行者数が受

入れ側の観光施設の整備等の努力と相まって、90年の37万人から93年の68万人へと急増している。

他方、訪日外国人数は、85年の233万人から93年の341万人へと47%の増加となっている。これを国籍別にみると、北米出身者が64万人から62万人へと微減、欧州出身者が42万人から52万人へと24%増となっているのに対し、アジア出身者が115万人から211万人へと83%増となっており、アジアの比重が一層高まっている様子が見て取れる。

(2) 海外留学生の動向

留学等を目的とした日本人出国者数も、85年の2.3万人から93年の13.6万人へと急増している。ただし、渡航先をみると、北米への留学生が1.5万人から8.4万人へ、欧州への留学生が0.6万人から2.8万人へと、北米や欧州が留学生増加の大きな部分を占めている。

他方、我が国経済の発展に伴い我が国に対する海外での関心が高まっていることや科学技術においても世界的に注目されている分野も多いこと等から、近年留学を目的とした外国人入国者は85年の2.0万人から93年の7.6万人へと増加している。このうちアジア出身者についてみると、我が国の地理的条件等も反映して1.7万人から6.9万人へと増加している。

(3) 海外就労者等海外在留者の動向

海外で就労する日本人も増大しているが、この動きを海外在留邦人数でみると、85年の48万人から92年の68万人へと41%増になっている。

最近では特にアジア地域在留邦人の増加が全体の増加に占める比重を高めている。すなわち、まず80年代後半においては、アジアに在留する邦人数は85年の5.8万人から89年の7.6万人へと30%増加したが、これは北米や西欧に在留する邦人数の伸び率（北米：85年の16.5万人から89年の23.4万人への41%増、西欧：85年の6.8万人から89年の10.2万人への50%増）を下回っていた。しかしながら、90年代に入ると、アジア諸国への進出企業の増加等に伴い、アジアに在留する邦人数は90年

の8.4万人から92年の10.1万人へと21%増加し、北米や西欧在留邦人数の伸び率（北米：90年の25.8万人から92年の28.1万人への9%増、西欧：90年の11.0万人から92年の12.8万人への17%増）を上回っている。

他方、我が国における外国人登録者数は86年の87万人から92年の128万人へと48%増加している。これを国籍別にみると、北米出身者は3.4万人から5.0万人へ、欧州出身者は2.1万人から3.0万人へとそれぞれわずかながら増加している。これに対し、アジア出身者は、地理的に我が国に近いことや、賃金水準も高いこと等を背景に、80.3万人から100.1万人へと約20万人の増加となっている。

以上のように海外旅行者、海外留学生、海外就労者のいずれにおいても、人的な交流が近年著しく増加しているといえよう。この動きに関連して、国際クレジットカードの使用状況を見ると、日本国内で発行されたクレジットカードによる海外での支払額が91年の44億ドルから93年の58億ドルへと、この2年間で3割程度増加しており、人的交流の活発化を裏打ちしているといえる。

3. 家計の金融取引面での多様化

我が国の家計部門はマクロ面においては、高い貯蓄率を背景に一貫して安定的な貯蓄超過となっている。このような中、最近の家計の貯蓄・投資といった金融取引の動向をみると、高利回り商品に関心が高まり、対外投資も個人投資家の視野に入ってきている。以下、対外投資を対象とした投資信託や円建外債の動向について触れておきたい。

まず投資信託については、最近のアジア株ブームを背景としてアジア・オセアニア関連投資信託が急激に増加した。このような投資信託のうち大宗を占める追加型投資信託の設定額及び純資産残高について92年第1四半期から93年第4四半期の推移をみると、設定額においては56億円から1兆3,152億円、純資産残高においては298億円から1兆167億円へと急増しており、そのほとんどが機関投資家以外の個人等を中心に投資されているといわれている。また、

海外で設定され、我が国で取引されている外国投資信託の証券取得残高をみると、80年代半ばからほぼ増加の傾向を示し、93年末現在の取得残高は101億ドルで、85年の3倍以上となっている。これも個人を中心に投資されているといわれている。

次に外国政府等が我が国で発行する円建外債（サムライ債）について、個人における消化状況を見ると、為替リスクがないこと、国内が低金利局面にある現在、国内預貯金や国内債券に比し相対的に利回りが高いこと等から、87年度の437億円から93年度の3,116億円へと7倍に増加している。

以上のように最近では対外投資を対象とした投資信託や円建外債にも家計の関心が向いてきていると考えられる。

第3節 公的機関の活動

海外経済協力基金や日本輸出入銀行の融資、貿易保険の付保等を通じた我が国からの資金供給及び国際協力事業団の技術協力といった公的機関の活動も、インフラ整備等を通じて開発途上国への民間資金フローを促進している。

まず、海外経済協力基金（以下「基金」という。）については、アジア地域を中心に現在77の国に対し長期・低利の開発資金を円借款の形態で供与している。その規模は、我が国のODAの約4割を占めているが、円借款全体の約8割がプロジェクト借款であり、途上国の経済的・社会的な各種インフラ整備に役立っている。また、基金は、円借款だけでなく、途上国における開発事業に対する出資及び農林水産業・鉱業等の開発事業の一部についての融資を民間企業向けに行っている。

次に、日本輸出入銀行（以下「輸銀」という。）の融資のうち、海外投資を行おうとする日本企業や日系合弁企業及びこれに出資・貸付を行おうとする外国政府等に対して必要な資金を貸し付ける制度である投資金融をみると、93年度末で輸銀の全貸付残高の42%を占めており、そのうち約3割がアジア地域を対象としている。また、調達先を限定しないアントайд・ローン¹は、残高ベースで投資金融に次ぐ26%を占めているが、この約7割がプロジェクト借款であり、プラント輸出金融とあわせてこれによるインフラ整備が途上国へ

の民間投資を促してきたといえよう。更に輸銀は開発途上国への資金フロー確保のために民間資金を活用するとの観点から、民間金融機関の対外貸付にかかる保証も行っている。

また、貿易保険においても、カントリー・リスクを中心に危険を負担することにより、開発途上国に対して民間資金の供給を促進する措置が図られているところである。このうちまず、海外投資保険をみると、ほとんどが開発途上国向けとなっており、うち約6割がアジア地域向けである。また、昨年創設した海外事業資金貸付保険についても現在まで全額が開発途上国向けであり、うち約3割がアジア地域向けとなっている。

更に、国際協力事業団は、人作り、制度造りの分野等における技術協力や、基本的には収益性が低く、借款では対応することが困難な医療・保健等のベイシック・ヒューマンニーズの分野等における無償資金協力に係る業務を行っており、開発途上国の経済発展の基礎造りの一助となっている。

このように我が国の公的機関の活動は、それによって促された民間直接投資等の資金フローの増大と相まって、開発途上国の経済発展に貢献してきている。

以上、本章でみてきたように、企業や家計といった実体経済を担う経済主体が、80年代後半の経済環境変化に対応し、企業の生産活動の国際化や家計部門の国際化を活発化させる動きがみられる。

本報告書では、このような国際化の動きを「経済活動の内外一体化」として捉えることとしたい。また、こうした内外一体化は、既に緊密な関係を築いてきた欧米に加え、近年は特に成長の著しい東アジアとの関係で進展しつつあることが注目される。なお、この高成長の要因としては、これら諸国の国内貯蓄率が比較的高かったことや、適切な公共政策が実施されたことのほか、我が国の公的資金供給及び技術協力も寄与していることが指摘されよう。

第2章 内外経済の一体化と国際金融取引

以上でみてきた実体経済面での内外一体化の進展は、金融取引面へも大きな影響を与え、共通あるいは類似の金融商品や取引手法等の

発達、各国金融機関の相互参入等による市場の同質化・均質化傾向がみられるなど、国際金融取引も近年重要な変化を遂げつつある。

本章では、まず世界における最近の国際金融取引の動向について触れる。次いで急速な経済成長に伴って、国際金融取引面でも急激な変化を示しているアジア諸国の金融市場の新たな展開について概観する。また、ここで当専門部会の海外調査出張の報告を踏まえ、アジアにおける取引通貨の動向についてもあわせて紹介する。最後に、以上の国際金融取引の動向に対する我が国金融機関の対応状況を、特にアジアへの進出状況に触れつつみることにしたい。

第1節 国際金融取引の現況

1. 国際金融市場の動向

(1) 世界的な動向

国際金融取引は、80年代を通じ、世界的な規制緩和の動きや金融商品の開発技術の発達等を背景に先進諸国間取引を中心として大きく発展してきた。以下、その後の90年代に入ってから動きを、国際銀行取引と国際証券取引とに分けてみることにする。

まず、国際銀行取引についてみると、国際銀行取引の中で比重が大きく全体の傾向をよく表している銀行間取引の債権残高に着目すれば、増加を続けていた債権残高は91年には減少に転じ、翌年もこの傾向が続いた。これは、主要国の景気後退やBISの自己資本比率規制の実施(93年4月)を控えての銀行の資産圧縮の動き等により、オンバランス取引の伸びが頭打ちとなったためとみられている。しかしながら、93年には、欧州諸国間において資金フローの増大がみられたことや、前述のBIS規制実施後の銀行の資産圧縮姿勢の緩和等から我が国金融機関をはじめとする国際銀行間取引は3年振りに増加し、復調の徴候がみられる。

他方、国際証券取引については、90年代に入っても堅調に推移し、93年には長期金利の緩和傾向を背景に債券発行額が増加するなど、活発化の動きがうかがえた。

昨年の当専門部会報告書「国際金融・資本市場の変化と国際金融上の諸問題」

(平成5年6月11日)で取り上げた通り、スワップ、オプション等の金融派生商品の登場及びその取引の増大が80年代以降の国際金融取引における重要な変化のひとつであるが、90年代初頭に銀行のオンバランス取引が縮小している間も金融派生商品等の取引は活発化しているとみられる。

こうした中、オンバランス取引として捉えられない金融派生商品取引の拡大や、各市場をまたがって先物やオプションを活用し、小額の資金で大きな取引を行ういわゆる「ヘッジ・ファンド」のような投資グループの動向と、国際金融市場全体との関係が注目されており、G10等様々な国際的なフォーラムにおいて議論が行われているところである。

(2) ユーロ市場およびサムライ債市場等における円取引の動向

次に、主に国際金融取引における円の取引動向の観点から、ユーロ円市場、サムライ債市場等をみることにする。

まず、非居住者の観点からユーロ円取引の動向をみると、例えば非居住者ユーロ円債の発行額は、90年の4兆9,809億円から一旦減少したが93年は円の長期金利の低下傾向などを背景に5兆1,021億円へと増加している(対前年比53%増)。

また、居住者の観点からみてもユーロ円資金の取入れが増加しており、例えば居住者ユーロ円債の発行は、80年代後半に大量に行われたエクイティ・ファイナンスの償還資金を早めに手当てする目的もあって普通社債の発行が活発に行われたことを背景に、90年の7,470億円から93年においては2兆2,825億円へと増加し、外債全体に占める比率も93年には37%となり、居住者外債の中で重要な役割を果たしている。

さらに、海外からの円建借入れは自由化を反映して、活発に行われるようになってきており、我が国外国為替公認銀行海外支店の居住者向け貸付残高は90年末の22兆8,644億円から増加し、93年末には27兆5,858億円に達している。

次に、サムライ債市場の動向をみると、

サムライ債の発行額は、適債基準の緩和等から、近年大きな伸びを示している(90年5,750億円から93年1兆6,834億円)。なお、サムライ債市場に関しては、一層魅力あるものとするため、一段の環境整備が望ましいとの指摘があった。

最近取引が活発化している金融派生商品取引をみると、特に円関連の通貨スワップ取引は、起債者にとって内外金融市場間の裁定取引、すなわち調達市場の多様化を可能にした。他方、円金利スワップ取引は、円の金利裁定取引活発化の一環として急速な成長を示している(92年末の想定元本ベースの取引残高:7,060億ドル(対前年比47%増))。これに関連して、円金利スワップの場合、長期金利とスワップする反対側の短期変動金利には、ほとんどの場合ユーロ円金利であるLIBOR(ロンドン銀行間取引金利)が使われており、円金利スワップの浸透は内外金利市場の有機的統合を促進しているのではないかと指摘もあった。

以上を踏まえ、円の調達・運用に重要な役割を果たしている我が国金融市場をめぐる動向についてみると、国内円資金市場と海外市場、特にユーロ市場との裁定機能が発揮されるようになり、これら市場との相互連関が高まっているといえよう。

第2節 アジアにおける金融市場の展開

一方、近年アジア諸国においても、急速な経済発展に伴い国際金融市場の新たな登場や拡大など新しい展開がみられる。

1. 東アジア諸国への資金流入の増大と多様化

成長著しい東アジアにおいては、成長に必要なインフラ等の固定資本形成のため資金ニーズが増大している。しかしながら、国内金融市場の発展につれ国内での資金調達も進みつつあるものの、一般に東アジア諸国において中長期資金についてはその調達に困難が伴う場合が多いとされる。したがって、海外からの資金流入の役割が大きなものとなっており、その額は80年代後半以降大きく増大している。こうした東アジア諸国へ流入する資金は、先進国政府、国

際機関等の公的機関による融資等の公的資金と、直接投資、民間貸付等の民間資金に分けられる。

このような東アジア地域(NIEs、ASEAN、中国)への資金流入のうち先進国(DAC諸国)からの資金流出入状況(92年時点のネットベース)をOECDの統計に基づいてみると、東アジアに対する先進国の資金の出し手の各国別シェアは、我が国からの43%、米国からの27%が主要なものとなっている。これを公的資金、民間資金に区別すると、全体の資金流入額のうち我が国からの公的資金が21%、米国及び我が国からの民間資金がそれぞれ24%及び23%と、両国からの資金流入が中心的な役割を演じていることがうかがえる。

さらに受け手側をNIEs、ASEAN、中国に分けてその特徴をみると、NIEsについては公的資金はむしろ流出であり、流入する資金の中心は米国及び我が国からの民間資金となっている。ASEANについては、我が国からの公的資金、米国及び我が国からの民間資金が主な流入資金となっている。さらに中国については、公的資金及び民間資金とも我が国からの資金に加えフランス等欧州諸国からの流入が大きな比重を占めている。

以上のように東アジア諸国への資金流入において我が国は重要な役割を演じている。このうち公的資金に関する我が国の公的機関の役割は前述したところであるが、基金が供与する円借款に無償援助等を加えた我が国の二国間ODA総額からみてもその60%を超えるシェアを東アジア向けが占めており、東アジア諸国の成長に寄与している。また、資金の供給形態として、輸銀及び基金から現地の開発金融機関を活用して、これらを通じて必要な産業分野へ円滑に資金を供給するツーステップローン方式も活用されてきている。

また、民間資金のうち直接投資については第1章で我が国製造業の動向をみたが、90年代に入って東アジア域内においてNIEs諸国が直接投資の担い手として重要性を増している。東アジア諸国への直接投資の投資国別の動向をみると、90年には先

進国がその約半分のシェアを占めていたが、以後NIEs諸国による直接投資額が増加し、先進国のシェアが縮小する一方でNIEs諸国のシェアも拡大し、92年には約6割を占めるに至っている。

さらに民間資金の流れとして、ポートフォリオ・マネーのアジア諸国への流入も最近顕著なものとなっており、流入する資金の多様化がみられる。こうした中、アジア諸国の側でも域内の金融市場を通じて資金を調達しようとする動きが活発化してきている。

そこで、以下、アジアの主要な金融市場の動向を概観することとしたい。

2. 香港・シンガポール市場の動向

香港、シンガポール両市場とも70年代初頭以降東南アジアにおける国際金融センターとして、資金調達及び運用の面での重要な役割を担ってきた。すなわち、香港が自然発生的な内外一体型の地域金融センターとしての機能に加え中国向けファイナンスを担う市場として、他方、シンガポールは政府主導による内外分離の区別を守りながら特にASEAN向けファイナンスを担う市場として、共にそれぞれの特色を活かして発展してきたが、90年代に入り新たな展開がみられる。

香港は中国の改革開放政策を背景として中国经济との緊密化が進み、97年に予定されている中国への返還が迫りつつも、深圳等中国各地へのファイナンス機能を強める形で取引規模を増大させている。他方、シンガポールは、以下で触れるとおり近隣諸国で新たなオフショア市場創設の動きもあり、アジアにおける先進的国際金融センターを目指し、先進国市場に劣らぬ新商品の品揃えに強い意欲を示している。シンガポールは84年にアジアで初の先物取引所(SIMEX)を設立しているが、先物・オプションといった金融派生商品取引に対する積極的な取組みが特に注目される。また、両市場の動きとして、91年にアジア開発銀行が初めて発行し、以後アジア地域以外の発行体によっても起債されているドラゴン債(香港、シンガポール、台湾等アジア市場で発行され、かつ、複数市場で上場され

るユーロ債)にみられるように、債券の起債市場としての役割を担いつつある。

なお、オフショア市場の規模(総資産残高)を比較すると、内外一体型の香港が約8,000億ドル(93年10月末)、東京と同じ内外分離型のシンガポールが約4,000億ドル(94年3月末)となっている(ちなみに、東京市場は94年3月末約7,300億ドル。また、株式市場についても、上場企業数でみて、香港が91年の310社から93年の492社へ58.7%増、シンガポールが91年の177社から93年の212社へ19.8%増と、この2年間で著しい増加を示している。

これら市場の発展につれ、特に金融派生商品取引を中心に、我が国市場とこれら市場との間で取り扱う商品の重複が生じてきている。こうした商品を利用する投資家や業者は、各市場の効率性や商品性の相違に応じて、取引を行う市場を選択することが可能になっており、市場間の競争もみられている。また、最近、我が国においてアジア地域全体の活動を総括していた外国金融機関の一部には、その機能を我が国から香港、シンガポールに移すところも出てきている。こうした背景には、人件費・物件費等といった営業コストの違いもあり、相対的にアジアにおける香港、シンガポール両市場の魅力が高まっているとの見方がある。また、このほか、手数料、税制等の取引コスト等を理由とする見方もある。

3. 新たな金融市場の登場

以上の香港・シンガポール市場に加え、いわば後背地であった他のASEAN諸国の中でも90年代に入ってマレーシア、タイが相次いで新たなオフショア市場を創設した。

まずマレーシアは90年10月に従来シンガポール市場から入っていたオフショア外貨ローンを自ら吸収し、あわせて東マレーシアの地域振興を目的としてボルネオ島沖のラブアン島にオフショア市場を創設し、本邦銀行の進出も進んでいる。

他方、タイは金融市場の開放化を段階的に進める一環として、93年3月にバンコクにオフショア市場BIBFを創設した。現在のところ、それぞれの市場規模(総資産残高)は20~80億ドル程度とみられる。これ

ら新市場については、両国の経済成長に従って非居住者間取引を扱う市場として今後発展する可能性をもつものであるが、現状においては自国内の企業等の外貨借入を賄う海外から国内への資金取引が中心となっている。

このほか東アジアにおける新たな動きとして、中国においても、将来上海を国際金融センターとして発展させる構想が明らかになっている。

(補論) アジアにおける取引通貨の動向

当報告書の冒頭で述べたように、当専門部会の委員による海外調査出張を行い、香港、シンガポール、タイ、マレーシアにおいて、アジアにおける取引通貨の動向を調査した。

1. アジア地域における米ドルおよび円の役割

調査報告によれば、アジア地域で利用される通貨としては貿易取引面、国際金融取引面において引き続き米ドルが優位を保っており、今後ともその役割は変わらず、円の役割は未だ限界的なものにとどまっているとの見解が、訪問した各国の通貨当局をはじめ関係者の間で一般的であった。その理由としては、以下のものが挙げられている。

まず、貿易取引面についてみると、アジア地域の対米貿易依存度の比重が依然大きいこと(日本を除く東アジア諸国の輸出金額に占める対米国向けの割合は92年において約2割となっており、依然として米国が第1位の輸出相手国である。)や各国通貨の相場が対米ドルレートで示されているため貿易取引に便利であること、さらには歴史的な背景から、一次産品の国際取引における建値は米ドルで行うことが慣行となっていることといった点が挙げられている。

次に国際金融取引面についてみると、アジア各国の金融市場は経済成長とともに飛躍的な発展を遂げつつあるが、シンガポール、香港に顕著なように、アジア地域における国際金融取引は基本的に米ドル建取引が中心となっている。これについても、その理由として、米ドルは極めて流動的であり資産運用しやすく、高い交換性を有して

いるため使用しやすいということが挙げられており、今後とも国際通貨の役割を担い続けるであろうとの意見が多かった。

また、各国通貨当局の政策においても、アジア諸国の通貨の為替レートは米ドルと強い連動性があることから、今日依然として、米ドルとの結びつきを重視していることがうかがえた。自国通貨を米ドルにベッグしている国（香港）はいまでもなく、通貨バスケットで自国通貨の価値を決めている国においても、最近の為替レートの変動を背景に、自国通貨の対米ドルレートの変動が大きくなるように配慮しているという意見があった。

ただし、日本との貿易面でみた取引通貨については、第1章でみたように、我が国は対外直接投資の増大や公的資金援助の増大等を通じてアジア地域との実体経済面で結びつきを強めていることを反映し、日本との貿易取引面でみた円建比率（87年輸出41.1%、輸入11.5%から93年9月輸出52.5%、輸入25.7%。）やアジア各国の対外債務に占める円の比率（インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの合計でみると、80年19%から92年36%）は増加している。また、アジア各国の公的外貨準備面における円建比率についても、徐々に高まっているとみられている。

2. アジア現地通貨の役割について

次に調査訪問したアジア各国の現地通貨が果たしている役割については、東アジア域内において、域内貿易が増大しているにもかかわらず（NIEs、ASEAN、中国を合わせた東アジアの域内貿易比率（対世界輸出入金額に占める域内貿易相手国向けのシェア）は、1980年の30%弱から1992年の40%強へ上昇。）、貿易取引面における現地通貨建ては進展していないように見受けられた。

ただし、貿易取引の一部においては、例外的に現地通貨の使用が増えている場合もみられるとの指摘もあった。例えば、地理的にも近く産業の高度化に伴い緊密の度を加えているマレーシア・シンガポール間の貿易取引においては、13～15%がマレーシア・リング建てであり、今後も同通貨建て取引が増えていくと予想される旨の指摘が

あった。また、タイ国境地域の一部において既にタイ・バーツが自然発生的に使用されており、局地的な経済圏で使用されている限りは、今後ともこのような動きを認めていくとの政策的意向が示されていた。

このように、一部に例外的動きはあるものの、アジア地域における現地通貨の対外取引における役割は限定されたものにとどまっているといえよう。また、各国通貨当局自身も自国通貨の国際化については消極的という国が多かった。この理由としては、国内金融市場の規模に比し大量の内外資本移動が発生すると、金融政策や為替相場に攪乱的な影響を与えやすいことなどを挙げている。さらに、香港ドルのように米ドルとベッグすることにより、投資家にとっての自国通貨の魅力を維持できると考えているところもあった。

第3節 我が国金融機関の海外進出状況

次に、前述の内外経済一体化の進展や国際金融取引の新展開を背景とした我が国金融機関の海外進出状況をアジアとの関係を中心にみることにする。

1. 我が国金融機関の海外展開状況

我が国金融機関の海外進出も、金融の国際化の進展を背景に顕著なものとなっている。80年代には顕著であった欧米への進出については既に一巡し、一部に撤退の動きもみられる中で、我が国製造業のNIEs、ASEAN等へのアジア進出と相まって、金融の国際化・自由化が進んできたアジアに対して、拠点新設等経営資源の配分が行われてきている。アジア地域への進出状況をみると、銀行は各国に幅広く進出しているのに比べ、証券会社は相手国の自由化の状況等に応じ、香港、シンガポールを中心に進出している。

このような我が国金融機関の海外展開においては、拠点の統廃合等の効率化・合理化を通じたネットワークの整備が進み、米国、欧州に我が国を含むアジアを加えた、いわゆる三極体制が構築されつつある。

2. 我が国金融機関の海外進出先における業務展開状況

上記のような拠点展開の中で、我が国金融機関はニューヨーク、ロンドン、香港等

各地域の金融センターにおいて、伝統的業務にとどまらず、高度化した顧客のニーズに応えるために金融派生商品等最新の金融技術を駆使する部門等を設置してサービス体制の整備に取り組むなど、それぞれの地域の特性に応じた業務展開をとる傾向がみられる。また、各地域の中心市場を核とする地域内のサービス・ネットワークの構築も起きている。

アジア地域における我が国の進出金融機関の業務展開としては、我が国企業のアジア地域への進出の増加を背景として、現地日系企業に対する資金提供のほか、現地進出企業の経営に必要な各種情報・アドバイスの提供を積極的に行っている。他方、アジア諸国においては、国営・公営企業の民営化や債券等をも含めた総合的な資金調達、さらには金融新商品取引への対応が進められているところである。また、現地進出企業の資金調達ニーズも多様化が進んでいる。我が国金融機関についても、こうしたアジア諸国の動向や現地進出企業の多様なニーズに積極的に対応していくことが期待されている。

3. 我が国金融機関の組織面における対応状況

組織面においては、我が国金融機関は一部業務については内外横断的な体制を整備し、金融の国際化に即応した対応を進めつつある。

また、金融派生商品のクロスボーダー取引の進展を踏まえて、従来の米国、欧州に加えて、アジアにスワップセンターを設立し、一元的な管理の下に三極を有機的に結び付け、リスク管理の充実を図る動きが一部に見受けられる。更に、内外資産運用のニーズが多様化する中、米国、欧州等に拠点を配置しつつ、東京を含めた各拠点間のネットワーク化を図るグローバル・カスタディ業務の展開もみられたが、これも同様の流れであるといわれている。

今後は、経営資源の機動的展開を一層図り、現地スタッフの登用を促進すること等が重要な課題となろうとの指摘があった。

第3章 内外経済の一体化と国際収支

以上のような実体経済面での内外一体化と国際金融取引の変化は、国境をまたがる経済取引の収支である国際収支の動向に構造的変化をもたらし、さらに、国際収支統計による実態把握へも大きな影響を及ぼすに至っている。以下こうした動きを具体的にみていくこととしたい。

第1節 輸出入の構造的変化

第1章で述べたとおり、我が国製造業の直接投資は、我が国企業の生産活動の内外一体化をもたらしているが、これにより、我が国の貿易収支面への影響も現れることが考えられる。

まず、我が国製造業の海外直接投資は、当方は現地工場建設等のための資本財の輸出、また生産開始に伴い部品等中間財の輸出の増加をもたらすとされる。

これを、アジア地域に対する資本財（金属加工機械、繊維機械及び工業用マシン）と部品類（半導体等電子部品、自動車部品及びエンジン等原動機）の輸出動向でみると、資本財の輸出は製造業直接投資額が増加するのに伴って増加しており、NIEsでは我が国からの製造業直接投資額がピークに達した89年度以降も91年度まで増加し、ASEANでは我が国からの製造業直接投資額がピークに達した90年度に対し91年度まで増加した。中国についてみると91年度以降の我が国からの対外直接投資の増加に伴って資本財の輸出も増加している。また、部品類の輸出についてはNIEs、ASEANともに急激に増加しており、93年度の輸出額は85年度に比べそれぞれ5.4倍、8.5倍となっている。中国に対しても、91年度以降部品類の輸出は増加（93年度の対90年度比増加率：2.5倍）しているが、未だ資本財の輸出の伸び（同5.2倍）ほどには至っていない段階にあるといえる。

また、我が国製造業の直接投資は、さらに長期的にみると第1章でみたとおり、我が国からの部品産業の進出や地場企業の技術力の向上等に伴う中間財の現地調達率の上昇による我が国からの中間財輸出の減少、完成品の我が国への逆輸入の趨勢的增加等により貿易収支黒字の縮小効果をもつ場合も考えられよう。実際に既に生産移管の進んだ商品の国内

需要に対しては、必要に応じ逆輸入で賄う対応が進み、例えば円高に際し数量調整が予想以上に早く行われるようになったといわれており、特に93年以降の円高（92年平均レート126.62円／ドル→93年111.06円／ドル）に際しては、アジアからの製品輸入の大幅な増加がみられた。

このような動きを、我が国の代表的な輸出商品であったカラーテレビを例にとってみると、我が国のカラーテレビの国内生産台数は85年に1,790万台とピークをつけた後、我が国メーカーの現地生産化に伴い減少しており、93年には85年に比し39.9%減の1,076万台となっている。こうした我が国のカラーテレビの国内生産台数の減少と軌を一にするかたちで我が国からの輸出台数も85年に888万台とピークを記録した後、80年代後半以降急減し、93年には328万台となった。これに対し、輸出台数はNIEs、ASEANの現地進出メーカーからの逆輸入を中心に85年の4万台から92年には227万台、さらに93年には円高の影響もあり366万台へと著増し、輸出台数を上回るまでに大幅に増加し続けている。このような輸出入の動向は、国内生産体制の縮小と海外生産体制の拡充といった長期的な変化を背景とした不可逆的なものと考えられ、また、部品の現地調達率も高いことから、カラーテレビ関連の収支に関しては黒字縮小に向けての効果をもつ可能性もある。

しかし、このような見方に関しては、為替レートの変動により、いわゆる「Jカーブ効果」が累次にわたり発生する場合や、直接投資が長期的に増加することにより資本財等関連の輸出が増大する場合には、貿易収支全体としては、必ずしもかかる黒字縮小効果はなかなか現れないとの見方もある。

第2節 サービス取引等の多様化

我が国経済の内外一体化は、我が国の輸出入の構造的変化のみならず、サービス取引等の量的拡大及び多様化を生じさせている。

(1) サービス取引

前にみたように日本人の海外旅行者が増加しており、それに伴い「旅行収支」支払額も85年の48億ドルから93年の269億ドルへと急増している。また、近年我が国からのアジア諸国向けを中心とした

特許技術・ノウハウの提供や技術指導を通じた技術移転の進展に伴い、国際収支統計上の「特許権使用料」受取額は85年の7億ドルから93年の39億ドルへと顕著な増加をみせている。このほか、「手数料」についても、受取額が85年の21億ドルから93年の80億ドルへ、支払額も85年の46億ドルから93年の135億ドルへと増加しているなど、サービス取引の量的拡大がみられる。

また、サービス取引は量的拡大にとどまらず、取引内容の多様化も進展しているものとみられる。例えば、国際通信網の普及・拡大に伴い、衛星通信や国際データサービスの利用といった国際的な情報・通信サービスは近年目覚ましい発展を示している。92年度の国際電話の通信時間を例にあげると、86年度に比べ発信が4.0倍、着信が2.8倍と大幅に増加している。このような国際情報・通信サービスは、我が国金融機関のグローバルな展開にとっても不可欠な基盤となっている。しかしながら、現行の国際収支統計においては、こうした国際情報・通信サービスの利用に伴う取引は「その他民間取引」の中の非分類のサービス取引として他の様々なサービス取引とともに一括計上されているため、必ずしも実態が把握されていない。なお、こうした非分類のサービス取引については、受取額が85年の32億ドルから93年の117億ドルへ、支払額が85年の52億ドルから93年の131億ドルへと増加している。

以上のように、現状ではサービス取引の重要性が増しているにもかかわらず、その実態を的確に把握することは難しくなっている。

(2) 直接投資収益

現行の国際収支統計上、「直接投資収益」は直接投資に係る貸付金利息、配当金、支店収益から構成されている。この直接投資収益受取額をみると、対外直接投資残高の増大に伴い、85年の25億ドルから93年の83億ドルへと拡大し、また今後とも増加が見込まれる。このように、直接投資収益は計上額の比重が高まって

いるにもかかわらず、現行国際収支統計においては地域別に表示されていない。

このほか、現行国際収支統計においては、海外へ進出した現地法人の収益のうち、日本国内に送金されず現地で再投資される内部留保（再投資収益）は計数が把握されていないが、第1章でみたとおり特にアジア地域においては、再投資収益の額が大きくなっているといわれている。例えば、本専門部会の海外調査出張の報告によると、タイにおいては現地法人の設備投資資金の約2分の1を内部留保で賄っているとされている。

このため、我が国の投資収益全体を把握する上で、再投資収益の把握がますます重要なものとなってきている。

第3節 国際金融取引の変貌

近年、金融市場の自由化や金融の技術革新が進展するとともに、投資行動が国際的な広がりを見せているなど、国際金融を巡る環境は大きな変貌を遂げてきたが、こうした動きを背景に国際金融取引についても、その捕捉が従来と比べ困難化するとの問題が生じている。

例えば、金融テクノロジーの発達に伴い、スワップ、オプションをはじめとした様々な金融派生商品が登場しているなかで、統計報告上の十分な手当てが追いついていないため、その取引実態を把握し国際収支統計に反映させることが困難になっている。

また、我が国の証券投資において、居住者発行外債を居住者が購入するといった取引が相当な額に上ると見られているが、現在の国際収支統計ではこうした本来除外されるべき居住者間の取引が国際金融取引として計上されている。すなわち、我が国では居住者発行外債は発行時に負債の増加に計上されているが、この債券を流通市場から居住者が購入する場合には、負債の減少ではなく資産の増加として計上されている。この結果、居住者間の取引が両建てで膨らむこととなり、資産から負債を引いた収支尻には影響を与えないものの、グロス・ベースの計数からは内外資金フローの実態を正確に把握しにくくなっている。

さらに、国際金融取引の変化により国際収

支統計の構成自体も変更を迫られている。例えば、従来、経常収支に長期資本収支を加えた「基礎収支」は国際収支の安定的・基調的な動向を示すと考えられてきた。しかしながら、内外資本取引の活発化・多様化に伴い、本来安定的な取引と見なされるべき長期資本収支に分類される中長期債について短期的なディーリング取引が増大しているなど、長期資本収支・短期資本収支の区分が必ずしも資金の安定性の差異を表さなくなっている。このため、「基礎収支」の区分については、その妥当性が低下している。

また、基礎収支に短期資本収支等を加えた「総合収支」に関しても、従来は各経済主体の自由な選択に基づく自律的な取引の収支として認識される一方、金融勘定については、これらの自律的取引をファイナンスする受動的な取引を示す勘定として捉えられてきた。しかし、金融勘定の中に含まれる外国為替公認銀行の短期ポジションでは、金融自由化・国際化の中にあつて、資金ディーリングや証券投資等の自律的取引が活発化している。そのため、総合収支と金融勘定との間にラインを引き、これにより、自律的取引（アバブ・ザ・ライン）と受動的取引（ビロウ・ザ・ライン）を区分する考え方はもはや実態を正確に反映しないものとなっている。

第4章 課題と提言

以上、我が国経済の内外一体化の進展を踏まえ、当専門部会として考えられる今後の課題と提言を最後に述べることにしたい。

第1節 我が国国際収支統計の抜本的な改訂

各国金融市場の自由化等を背景とする国際金融取引の急激な変化や、サービス取引の多様化等に見られるような新規取引の拡大などから、世界の国際収支統計において、取引が正確に記録されている限り本来発生するはずのない統計上の不突合が無視しえない規模にまで拡大するなど、現行の国際収支統計が経済実態を必ずしも反映しなくなっている。このためIMFでは、国民経済計算体系（SNA）との整合性の向上にも配慮しつつ、国際収支統計を作成する際の基本的な枠組みや国際的な基準を定めた「国際収支統計マニュアル」について、93年に77年以来16年ぶりに抜本的

な改訂を実施するとともに、各国に対して新マニュアル（第5版）に沿った統計を速やかに作成するよう要請している。

我が国でも「国際収支統計の見直しに関する小委員会」報告書において指摘されたとおり、国際収支統計が国際経済取引の実態を的確に反映するように現行統計を抜本的に改訂することが必要である。この統計改訂に当たっては、①新しいIMFマニュアルに可能な限り準拠しつつ、統計精度や各国統計との比較可能性の向上をもって国際的調和を図る、②現行統計との継続性や統計の分かりやすさ等に留意し、統計利用者の利便性に資することを心掛ける、③効率的な統計作成体制の確立に努め、可能なものについて報告の簡素化を行うなど報告者の負担に配慮する、といった3点を基本方針として作業を進めるべきである。

その際、一国全体での産業の対外活動を的確にかつ包括的に把握するためには、財の貿易のみならず、近年量的に拡大し、内容も多様化している国際サービス取引や、直接投資を含む対外投資の増加を反映し今後ともその増大が見込まれる投資収益にも、十分考慮を払うべきである。こうした観点から、現在の貿易外収支をサービスに係るものと投資収益等の所得に係るものに大別し、前者と貿易収支を合わせたものを「財・サービス収支」、後者を「所得収支」として、それぞれの計数を把握することが望ましい。

また、国際収支統計の表示通貨については、現在国内では円建て及びドル建ての双方で発表している。この点に関し、主要国では国際収支統計を自国通貨建てで発表することが一般的であり、我が国でも公式なものとしては円建てにより発表を行うことが望ましい。この場合、統計の接続性の見地から、新統計移行後も当面は参考としてのドル建て統計の利用可能性に配慮することが望まれる。

なお、国際収支統計の整備に関連して、国際証券投資の動向の実態を把握するため、IMFを中心に、証券投資に関する世界的なベンチマーク・サーベイの可能性について現在検討が進められている。これは、主要加盟国における対内外証券投資の残高を、種類別・地域別等の多角的な分析を交えた統一的な方

式に従って一斉に調査することにより、従来定義の相違等から正確に国際比較を行うことが困難であった証券投資の実態を把握しようとする興味ある試みであり、我が国としても検討に参加していくことが望ましい。

また、94年3月に開催されたAPEC蔵相会議の共同発表において、国際機関によるアジア・太平洋地域の証券投資の流れについての研究が提唱されたところである。こうした動きを契機として、アジア・太平洋地域の各国金融市場間の資金フローの把握が可能となるような統計の整備が、一層進められることが望まれる。

第2節 我が国金融市場が果たすべき役割と我が国の対応

世界の金融市場における我が国金融市場の役割については、既に当専門部会報告書「世界の金融市場の相互連関と取引の円滑化のための諸方策」（平成4年6月16日）、及び「国際金融・資本市場の変化と国際金融上の諸問題」（平成5年6月11日）において、グローバル化の進展下におけるヨーロッパ、アメリカ、アジアの域内各市場の関係について概括し、必要と考えられる諸方策について述べたところである。したがって、本報告書では我が国金融市場が果たすべき役割と我が国の対応についてアジアとの関係を中心に述べることとする。

1. 我が国金融市場の意義

最近急速な経済発展がみられるアジア諸国においては、その金融市場についても目覚ましい発展・拡大がみられる。なかでも、後背経済地域の今後ますますの発展の可能性に照らし、アジアの中核的な国際金融市場の役割の増大について国際的な関心が集まり、これら市場に対する評価も高まっている。

しかし、他方、長期資金調達市場が未成熟であることや流動性、商品の品揃え等の市場の厚み、先進的技術の採用といった観点から、依然として十分対応できていない金融取引分野が存在することが指摘されている。このため、我が国金融市場には、他のアジア市場との間で互いが強みを持つ分野を提供し合うことによって、アジア市場との相互補完的な発展を目指すことが期待

されている。

2. 我が国金融市場の一層の整備・充実

アジアにおいては経済発展を支えるため外貨を含む長期資金の調達ニーズは極めて高いが、起債市場が未発達であること等により、自国内で十分ニーズを賄うことは現状では難しい。このため、長期資金取入れを希望するソブリン（国際機関、外国政府等）及び民間企業にとって、ユーロ債や外債による資金調達の一環として、我が国における起債等の方法による資金調達に対するニーズは大きい。また、金融派生商品を取り入れた資金調達手段の提供といった先進的な金融取引分野においても、アジア市場の中で我が国金融市場に期待される役割は大きくなっている。

我が国金融市場における金融取引については、これまでも制度改革の進展、各種規制の緩和、ルールの透明化により、これら要請への対応は進みつつある。しかし、ニューヨーク、ロンドンに加え、香港、シンガポールといったアジアの市場も同質的な金融サービスを提供する基盤が急速に整備されてきたことを背景に、我が国金融市場とこれら市場との国際資金移動も活発化し、人件費・物件費等の営業コスト、さらには手数料、税制等の取引コスト等の差異に資金が敏感に反応するようになったといわれている。このような環境において、今後とも内外の増大し多様化する資金調達のニーズに応えられるようにするためには、諸々の資金調達手段の充実を図り、我が国金融市場が利用しやすいものとなる必要がある。

このため、我が国金融市場において、市場の健全性を確保しつつ、一層の規制緩和を進めることが望まれる。特に、金融派生商品取引についても、金融機関のリスク管理の重要性が強く認識される中で、リスク管理手法の国際的調和と改善が図られるとともに、取引内容の透明性・公正性を確保しつつ我が国金融市場で利用可能な商品を整備することが期待される。

なお、そのような規制緩和を進めるに際しては、人件費、物件費等の営業コストおよび手数料、税制等の取引コスト等と国際

資金移動との関係についても考慮に入れることが十分期待される。

3. アジアにおける地域協力の推進

アジアの広範な地域にわたる経済活動の活発化に伴い、我が国を含めた先進国からの公的資金の流入や、民間資金による直接投資に加え、近年では、アジアの新興市場に注目したポートフォリオのための証券投資や短期資金の流出入が活発化してきている。このような状況を背景にアジアにおける金融市場の一層の自由化が期待される。

また、我が国金融市場を含めたアジア市場相互間の連関性の高まりを踏まえて、アジアにおける金融監督当局が協調的に対応することが求められている。アジア太平洋四市場会合等の場での意見交換はこの点でも重要であり、他のアジアの市場が国際金融市場に育ってくれば、これを拡大することも将来の検討課題となろう。また、民間関係者をも含めた情報交流を促進するため、太平洋経済協力会議（PECC）等の活用も有益であろう。更に、アジア地域に対して、我が国官民がそれぞれ効率的な金融システムや新たな金融取引手法の導入に係る技術支援を進めていくことが期待されている。

このような方策を通じて、アジアにおける地域協力、特に、金融市場に関する協力を進めることが今後ますます重要となろう。
(出所)「内外経済の一体化と国際金融取引—深まるアジアとのネットワーク—」外国為替等審議会国際金融取引における諸問題に関する専門部会報告、平成6年6月8日

11-77 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会 国際収支統計の見直しに関する小委員会「国際収支統計の見直しに関する小委員会報告」

1994（平成6）年4月11日

我が国の国際収支統計のあり方については、外国為替等審議会においても見直しの必要性が指摘されていたところであり、平成5年秋にIMF（国際通貨基金）から国際収支統計マニユアル第5版が公表されたのを機に、同年

10月同審議会の「国際金融取引における諸問題に関する専門部会」の下に我が国国際収支統計の抜本的見直しを行うべく当小委員会が設置された。当小委員会では、設置以来6回にわたってIMFマニュアル第5版の内容と我が国の国際収支統計の現状及び問題点に関して検討を行ってきた。

ここに、これらの検討結果をとりまとめ、専門部会に対する当小委員会の報告として提出する。

委員名簿

座長	植田 和男	東京大学経済学部教授
座長	深尾 京司	一橋大学経済研究所助教授
代理	浅井 光太郎	安田信託銀行(株)資金為替事務部長
委員	河野 春樹	(株)日本興業銀行調査部副部長
	田中 一光	(株)東京銀行為替資金部長
	田中 友昭	(株)第一勧業銀行国際企画部長
	津田 啓二	日本生命保険(相)国際投資部長
	戸田 博史	野村證券(株)債券部長
	野村 克文	(株)東芝財務部資金担当部長
	畑山 卓美	日本銀行国際局国際収支課長
	宮本 英生	三井物産(株)財務部企画業務室長

(五十音順)

「国際収支統計の見直しに関する小委員会」報告(要旨)

1. 国際収支統計の見直しの必要性

1980年代以降、金融・資本市場の自由化等を背景とする国際金融取引の急激な変化や、サービス取引での各種新規取引の発生等から、世界の国際収支統計における不突合が無視しえない規模にまで拡大するなど、現行の国際収支統計は経済実態を必ずしも反映しなくなっている。このため、93年にIMFは、国際収支統計を作成する際の基本的な枠組みや国際的な基準を定めた「国際収支統計マニュアル」について、国際収支

統計における①国民経済計算体系(SNA)との整合性の向上、②サービス取引項目の細分化や金融取引項目の拡充、③国際収支のフロー統計に加えて対外資産負債残高統計を作成、の3点を主要な変更点とする抜本的な改訂を77年以來16年ぶりに行うとともに、各国に対して新マニュアル(第5版)に沿った統計を作成するよう要請している。

国際収支統計は経済政策の判断に際して参考とされる重要な統計の一つであり、公共財として高い価値を有している。また、国際社会における我が国の地位に鑑み、国際収支統計の精度や他国統計との比較性の向上を図り、内外の統計利用者の利便に資することは、我が国にとって重要な責務といえよう。このため、今回のIMFマニュアル改訂の機会を捉え、我が国の国際収支統計が国際経済取引の実態を的確に反映するよう抜本的な見直しを行うことが望ましい。

2. 国際収支統計改訂の基本的な考え方

今回の残が国の国際収支統計見直しに当たっては、①統計の国際的調和、②統計利用者への利便、③報告者の負担の3点に配慮することを基本方針とすべきである。

このような認識の下に、当小委員会において我が国の国際収支統計の見直しに関して検討を重ねたところ、その主な結果は以下に示すとおりである。

まず、国際収支統計の構成項目・形式については、国際経済取引の変化への対応や統計の国際的調和を図るために、可能な限り新マニュアルに沿って改訂すべきであり、特に現行統計との対比では以下の4点について改訂することが必要である。

- ①総合収支及び金融勘定を廃止し、国際経済取引を經常収支と資本収支の二つに大別して計上する。
- ②經常収支は貿易収支、貿易外収支および經常移転収支で構成する。すなわち、これまでの移転取引を經常移転と資本移転に区分し、資本移転については經常収支から資本収支に分類替える。
- ③貿易外収支の内訳をサービス収支と所得収支に大別し、さらにサービス取引の重要性の増大等に配慮してサービス取引を

細分化する。

- ④資本収支の長短区分を廃止するとともに、基礎収支の概念を廃止する。

なお、国際収支統計の国内発表形式の改訂案としては別紙に示したような形が想定されるが、その細目に関しては今後十分に検討すべきである。

このほか、金融取引における国内取引主体の部門別分類の導入や、残高統計の作成に加え、地域別統計の作成についても、我が国の実情や報告者の負担等に配慮しつつ、可能な限り新マニュアルに準拠して実施することが望ましい。

また、国際収支統計の表示通貨については、現在国内ではドル建て及び円建ての双方で発表している。この点に関し、主要国では国際収支統計を自国通貨建てで発表することが一般的であり、我が国でも公式なものとしては円建てにより発表を行うことを検討すべきである。この場合、統計の接続性の見地から、新統計移行後も当面は参考としてのドル建て統計の利用可能性に配

慮することが望まれる。

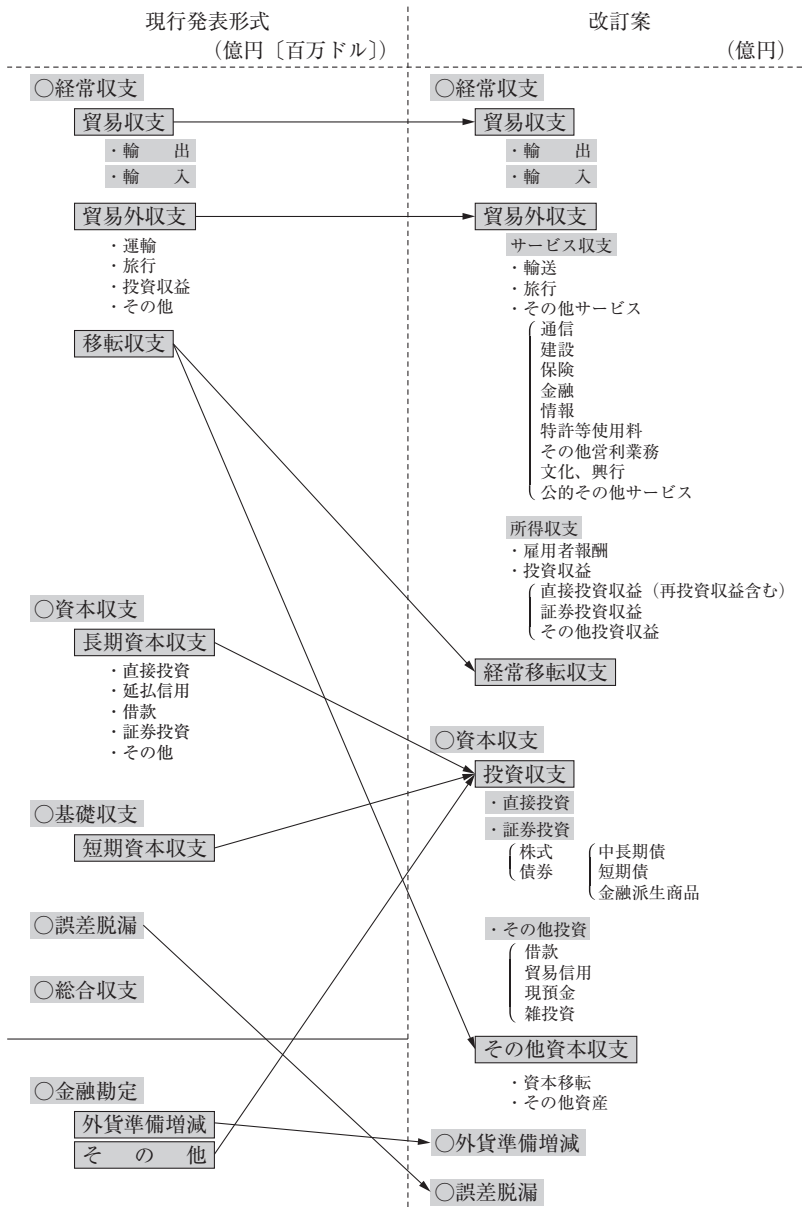
3. 新統計への円滑な移行と今後の対応

今後のIMFでの議論や諸外国の対応状況等を考慮しつつ、我が国においても可能な限り速やかに新マニュアルに沿った形の国際収支統計に移行する必要がある。新統計への移行に当たっては、報告者の準備に要する期間等も十分に配慮し、円滑な移行に努めるべきである。

また、移行後は、新統計の発表形式に基づく過年度分の統計についても、可能な範囲で週及して作成・公表することにより、統計の継続性を保つよう配慮することが望ましい。

なお、内外経済の一体化を背景に国際金融取引が活発に変化を続けている状況に鑑み、今回の統計改訂を契機として、今後とも国際収支統計の精度の維持・向上のために、報告体系の機動的な整備・見直しを含め、必要に応じて統計の改善努力を行うことが望まれる。

国際収支統計の現行発表形式と改訂案



※ は総括表表示項目 (→ は主要な対応を示す)
 (出所) 田中和子「我が国国際収支の抜本的改訂について」

1. 国際収支統計の見直しの必要性

(1) IMFにおける国際収支統計マニュアル改訂の経緯

国際収支統計は国際間の経済取引を総合的に表すものであり、各国統計間の比較可能性が重視されることから、IMFでは、統計作成の世界的統一基準を示すとともに、協定第8条5項に基づく加盟国からの統計報告のガイドラインを提示することを目的として、加盟国が国際収支統計を作成する際の基本的な枠組みや国際的な基準を定めた「国際収支統計マニュアル」を1948年の第1版発表以来各国に提供している。現在主要加盟国では、77年にIMFが発表したマニュアル第4版に基づいて国際収支統計を作成している。

国際収支統計は、居住者と非居住者間の経済取引を複式簿記の原理に基づき計上する仕組みとなっており、取引が正確に記録されている限り誤差脱漏等の統計上の不突合は本来発生しないことが原則となっている。

しかしながら、80年代以降、各国の金融・資本市場の自由化等を背景とする国際金融取引の急激な変化や、それまで想定されていなかったサービス取引など新規取引の飛躍的な増加等から、世界の国際収支統計における不突合が無視しえない規模にまで拡大したため、IMF及び各国の統計作成関係者の間で、国際収支統計が取引の実態を正確に反映すべく現行統計を抜本的に改訂する必要性が指摘されるようになった。

このため、IMFでは、「経常収支の不突合に関する作業部会」及び「国際資本フローに関する作業部会」を設置して検討を行った後、各国及び国際機関の専門家からの意見を踏まえてマニュアルの改訂作業を進め、93年に至りIMFの意思決定機関である理事会の承認を経て、同年9月のIMF年次総会の時に「国際収支統計マニュアル第5版」を公表した。今回のマニュアル改訂は16年ぶりの抜本的改訂であり、国際収支統計において①国民経済計算体系（SNA）との整合性の向上、②サービス取引項目の細分化や金融取引項目の拡充、③国際収支のフロー統計に加えて対外資産負債残高統

計を作成、の3点を主要な変更点としている。またIMFでは、各国に対して国際収支統計を新しいマニュアルに沿って速やかに改訂するよう要請している。

(2) 我が国の国際収支統計の見直しの必要性

このように国際収支統計見直しの必要性が世界的に高まりつつあるなか、我が国でもマニュアル改訂に併せて国際収支統計の見直しを行うべきであるとの機運が強まってきた。すなわち、92年6月の外国為替等審議会報告において、「国際金融取引の複雑化に伴い、現行の国際収支統計が経済実態を必ずしも的確に反映しなくなってきている面があると思われる」との問題提起が行われるとともに、「我が国でも、各国の例やIMFにおける検討状況を十分に考慮に入れつつ、例えば長期と短期の資本収支の区分や金融勘定の取扱等、資本取引の表示方法を中心に、国際収支統計全般につき検討を進めることが適切である」との提言が行われた。

また、93年6月の外国為替等審議会報告においても、「新しいマニュアルに沿った形での統計の形式、内容、作成のための情報収集の方法等について全般的に見直しを行う必要がある。その際には、国際金融・資本取引の実態に則した形で、長短資本収支の区分、総合収支・金融勘定の区分等についても併せて見直すことが必要である」との指摘があった。更に、「このような見直しに当たっては、国際収支統計の重要性に鑑み、統計の的確さ及び国際的な整合性に最大限に配慮しつつ、我が国の実情に応じた国際収支統計作成の体制が整うよう、専門家による十分な検討が行われるべきである」との提言が行われている。

昨年10月に設置された当小委員会（「国際収支統計の見直しに関する小委員会」）においても、我が国の現行国際収支統計を抜本的に見直す必要があるとの見解に達した。

我が国が国際社会に占める地位に鑑み、国際収支統計の精度や他国統計との比較性の向上を図り、内外の統計利用者の利便に資することは我が国の重要な責務であると

いえよう。さらに、国際収支統計は経済政策の判断に際して参考とされる重要な統計の一つであり、公共財として極めて高い価値を有している。

このような観点から、我が国の国際収支統計が国際経済取引の実態をよりの確に反映するように抜本的に改訂することが肝要であると考えられる。その際、統計の国際的調和を実現し内外の統計利用者の利便に資するように、我が国の統計を可能な限りIMFマニュアル第5版に沿って見直しを行うことが適当である。

2. 我が国の国際収支統計の見直しに関する主要事項

当小委員会で討議された主要事項とその結果については以下のとおりである。

(1) 統計改訂の基本方針

今回のIMFマニュアル第5版作成に伴う我が国の国際収支統計の見直しに当たっては、①統計の国際的調和、②統計利用者の利便、③報告者の負担の3点に配慮することを基本方針とすべきである。

① 統計の国際的調和

国際収支統計を正確に記録するとともに、各国統計間の比較可能性を高めるためには、新しいマニュアルの定義に可能な限り沿った形で国際収支統計を作成することが必要と考えられる。特に、16年ぶりのIMFマニュアルの抜本的な改訂でもあり、我が国としてもこの機会を捉えて統計の国際的調和や統計精度の向上を実現するべく、可能な限り新マニュアルに準拠した統計を作成すべきである。

② 統計利用者の利便

新統計の作成に当たっては、経済実態をよりの確に反映し統計資料としてより利用価値が高いものとするとともに、現行統計との継続性に十分に留意し、分かりやすい公表形式等を採用するなど、統計利用者の利便に資することを心掛けるべきである。

③ 報告者の負担への配慮

新マニュアルに合わせて報告様式を見直す場合、関係各方面の理解と積極的な協力が欠かせないと思われる。こうした理解や協力を得るためにも効率的な

統計作成体制の確立に努め、可能なものについて報告の簡素化を行うほか将来におけるペーパーレス化の可能性を探るなど報告者の負担にも十分配慮すべきである。

(2) 国内発表形式

国際収支統計の構成項目・形式に関しては、国際経済取引の実態を反映するとともに、統計の国際的調和を図るため、我が国の現在の統計を可能な限り新マニュアルに沿って改訂すべきである。但し、新しい国内発表形式を定めるに当たっては、これまでの発表形式との継続性や利用者の利便にも配慮して、標準構成項目の配列や括り方を一部工夫する必要がある。例えば、マニュアルでは「貿易収支」、「貿易外収支」といった区分は採用していないが、我が国の国際収支統計ではこれらを今後とも残すほか、現統計での資本収支「capital account」は新マニュアルでは「capital and financial account」との名称に変更されるが、我が国ではこれまで一般的であった「資本収支」という呼び名を残すよう配慮することが望ましい。

こうした考え方を踏まえ、現行国内発表形式との対比では以下の点について改訂することが必要である。

①これまで、総合収支は自律的な対外取引の総額であり、一方、金融勘定はこれをファイナンスするための項目であると一般に理解されてきた。しかし、最近では金融勘定には外国為替公認銀行による自律的な取引が大量に含まれているなど、現実には総合収支と金融勘定を区分する意義は殆ど失われていると考えられる。したがって、今後は総合収支および金融勘定を廃止し、国際経済取引を經常収支と資本収支の二つに大別して計上する。

②經常収支は貿易収支、貿易外収支および經常移転収支で構成する。すなわち、国民経済計算体系(SNA)との整合性を考慮して、これまでの移転取引を經常移転と資本移転に区分し、資本移転については經常収支から資本収支に分類替えする。

③貿易外収支の内訳をサービス収支と所得収支に大別し、さらにサービス取引の重要性の増大等に配慮してサービス取引を細分化する。

④資本収支の長短区分について、例えば、実際には1年以下の短期的な売買が相当量含まれているにもかかわらず、発行時の満期期間が1年超の証券に係る対外取引を全て「長期」資本収支として取扱っているなど、あえて区分を行う意義が薄れていることから、長期資本収支と短期資本収支の区分を廃止するとともに、基礎収支の概念を廃止する。

(3) 居住性の定義

新マニュアルでは、原則として外国での1年以上の滞在を居住者・非居住者を区別する基準として採用している。一方、我が国の外国為替及び外国貿易管理法（以下「外為法」という）上は、原則的に本邦人については2年を、外国人については半年を居住性の基準としている。

統計の国際的調和を図る観点から、我が国の国際収支統計上も可能な限り新マニュアルに従う形で居住性を判定することが望ましいと考えられる。本定義の変更については、国際収支統計以外への影響も十分考慮し、実施の可能性につき検討すべきである。

(4) 表示通貨

新マニュアルではIMFへの報告は国内で用いている計算単位で統計を作成することが要請されている。

現在、国内での統計発表はドル建て及び円建ての双方で行い、IMFへの報告はドル建てのみで行っている。この点に関し、主要国では国際収支統計を自国通貨建てで作成・報告することが一般的であり、我が国でも円建てを基本として国際収支統計の作成・報告を行うことを検討すべきである。また、国内発表についても、公式なものとしては円建てによることが適当であると考えられる。なお、統計の接続性の見地から、新統計移行後も当面は参考としてのドル建て計数の利用可能性に配慮することが望まれる。

(5) 報告体系における為替換算レート

新マニュアルでは為替換算レートについて、取引実行時の実勢為替相場で換算することを基本とし、これが得られない場合には適用しうる最短期間の平均為替相場を使用することを要請している。

我が国では、貿易収支は関税定率法に基づき大蔵省省令で定ある「通関レート」を用いた通関統計を基礎としているため、実勢に近い為替相場での換算が行われているが、その他の国際収支項目の作成に使用する報告に関しては、外為法に基づき大蔵省省令で定める「報告省令レート」が主に使用されており、これは半年ごとに決定される直前6か月間の平均レートを使用しているため、実勢為替相場との乖離が比較的大きいと考えられる。

このため、統計精度の向上の観点から、現行の国際収支統計で使用される為替換算レートをより実勢化する方向で検討すべきである。

但し、為替換算レートの実勢化を検討する際には、為替換算レートの変更頻度と報告者負担との調和や、会計基準や金融慣行といった関連する諸制度・諸慣行の動向等にも配慮することが望ましい。

(6) 非貨幣用金の取扱

新マニュアルでは、当局が準備資産として保有する金以外の全ての金（非貨幣用金）の輸出入は原則的に財貨としてクロスで計上することとされている。しかしながら、このうち投資用金に係る取引は実質的には資本取引と共通する性格を有しているため、我が国の国際収支統計ではこれを資本取引と分類して資本収支中にネット計上することが適当と考えられる。

また、こうした取扱を実施するために、外国為替管理令に基づく交互計算報告書中の金に関する項目の区分などの適切な措置をとるべきである。

(7) 再投資収益の取扱

再投資収益（直接投資企業の収益の内部留保）は他の主要国では国際収支統計に計上されている一方、現在、我が国の国際収支統計には計上されていない。統計の精度や各国統計との比較性の向上を図るため、

今回の国際収支統計改訂を機に、我が国でも再投資収益の計数把握を行う方向で検討すべきである。

なお、再投資収益の計数把握に当たっては新規に報告を求める必要があるが、報告対象者の範囲や報告時期等を今後検討する際には、報告者に過重な負担とならないように配慮することが望ましい。

(8) サービス取引項目の細分化および金融取引項目の拡充

新マニュアルでは、サービス取引の重要性の増大等からサービス取引の構成項目を細分化しているほか、セキュリティゼーションや金融技術の革新等を背景に金融取引の計上方式が大幅に改められている。

我が国の国際収支統計においても、こうした環境の変化に対応するために、サービス取引項目は原則として新マニュアルに従って計上し、また金融取引項目に関しては可能な限り新マニュアルに沿って計上するよう報告体系などの整備を図るべきである。

(9) 利子所得計上時の発生主義の採用

新マニュアルでは取引の計上時期は原則として発生主義を採用し、取引は発生時点で計上すべきとしている。このため、未払いの利子所得についても、所得収支への計上を行うと同時に、未払いに伴う請求権の増加を反映するため資本収支に対応計上を行うとの取扱を要請している。しかし、現在我が国では、投資所得は実際の支払いが発生した段階で計上しており、新マニュアルの取扱とは異なっている。この点については、諸外国の実施動向や報告者負担を十分に考慮しつつ、ゼロクーポン債など必要な計数が把握可能なものに限り、利子額を推計して計上する方法を検討することが適当である。

(10) 証券投資の計上方法

新マニュアルでは、対外金融資産・負債の分類は、表示通貨ではなく、居住者・非居住者の区分を基準として行うほか、同一項目において生じた複数の取引はネットの増減額を計上することとなっている。例えば、居住者が発行した証券の非居住者との売買は、ネットの増減額のみを証券投資

(負債)に計上することとなる。

一方、我が国では居住者発行外債は発行時に負債の増加に計上しているが、同債券を居住者が購入する場合には負債の減少ではなく資産の増加として計上し、結果として資産・負債に両建てで計上している。同様に非居住者発行国内債を非居住者が購入した場合も両建て計上が発生している。

こうした両建て計上については、報告方式の改善により新マニュアルに従いネット計上を行うことが適当である。

(11) 部門別分類

新マニュアルでは証券投資とその他投資について、居住者側の取引者の属する部門に応じて部門別の区分を行うことを提案している。

部門別分類の方法に関しては、我が国の実情や報告者の負担等に配慮して、公的部門、銀行部門、その他部門に分類することが適当である。

(12) 地域別統計

地域別統計については、統計の国際的調和と統計利用者の利便への配慮に加え、報告者の負担も勘案しつつ、作成対象となる項目についてはできるだけ新マニュアルに沿った形で現行統計の改訂を行うほか、地域別の区分についても拡充する方向で検討するべきである。

(13) 残高統計

今回の新マニュアルでは、国際収支のフロー統計に加え、新たに対外資産負債残高統計を国際収支統計の一環として作成することを要請している。また、残高統計の作成に当たっては、前期の残高からの増減額を、寄与した要因別に、期間中の取引、市況変動、為替相場変動、その他の調整(分類替え等)の4つに区分して計上することを提案している。

一方、我が国でも従来から残高統計を作成してきたが、その作成に当たっては多くの部分がフロー・データの積み上げにより行われていることもあって、市況変動、為替相場変動による残高の増減が完全には把握されていないなど、現在の集計方法では新マニュアルの要請に十分に應えることは困難である。

このため、統計の国際的な調和の観点を検討し、既存の報告体系の見直しを含め、残高計数を把握する方法を検討する必要がある。

(14) 新統計への円滑な移行と今後の対応

今後のIMFでの議論や諸外国の対応状況等を考慮しつつ、我が国においても可能な限り速やかに新しいマニュアルをベースとした国際収支統計に移行する必要がある。新統計への移行に当たっては、報告者が準備に必要とする期間等にも十分に配慮するとともに、統計改訂の内容に関し事前に報告者に対して周知徹底を図り、円滑な移行に努めるべきである。

また、移行後は、新旧統計の継続性に配慮して、新統計の発表形式による過年度分の統計を可能な範囲で週及して作成・公表することが望ましい。

なお、今回の国際収支統計の見直しは現在の国際取引の実情を前提に検討を進めてきたが、内外経済の一体化を背景に国際金融取引が活発に変化を続けている状況に鑑みれば、将来新規取引の発生等により国際収支統計の精度が悪化することがないように、報告体系の機動的な整備・見直しを含め、今後とも必要に応じて統計の改善努力を行うことが望まれる。

(出所)「国際収支統計の見直しに関する小委員会報告」外国為替等審議会国際金融取引における諸問題に関する専門部会国際収支統計の見直しに関する小委員会、平成6年4月11日

11-78 外国為替等審議会 国際金融取引における諸問題に関する専門部会「変貌する国際的な資金の流れと日本の役割—多様なアジアへの日本の対応—」 1995(平成7)年6月9日

はじめに

外国為替等審議会の「国際金融取引における諸問題に関する専門部会」では、昨年11月より「変貌する国際的な資金の流れと日本の役割」をテーマとして、アジア諸国への資金流入が増大しているという近年の状況を踏まえ、特にタイ、インド、中国、ベトナムを取

り上げて、具体的な資金需要や調達状況等について研究するとともに、アジア諸国の課題や我が国の役割について検討を行った。

本テーマに関する審議については、委員や専門家からの意見聴取及び委員による討議のため10回の会合を開催したほか、タイ、インド、中国、香港、ベトナムに委員が出張し、アジア各国の実情に関する調査を実施した。本報告書はこれらの審議結果等を取りまとめたものである。

平成7年6月9日

委員名簿

部会長	大場 智満	(国際金融情報センター理事長)
部会長代理	吉田 達夫	(日本興業銀行副頭取)
委員	飯田 経夫	(国際日本文化研究センター教授)
	石原 仁	(山一証券副社長)
	上島 重二	(三井物産副社長)
	江澤 雄一	(日本輸出入銀行理事)
	大崎 亮三	(第一生命副社長)
	川口 順子	(サントリー常務取締役)
	川名 義一	(日産自動車副社長)
	神田 秀樹	(東京大学教授)
	小島 明	(日本経済新聞社論説副主幹)
	小山 敬次郎	(日本経済団体連合会専務理事)
	佐藤 博亮	(農林中央金庫常務理事)
	白川 祐司	(日興証券副社長)
	鈴木 祥弘	(日本電気専務取締役)
	須田 美矢子	(学習院大学教授)
	東郷 重興	(日本銀行国際局長)
	外門 一直	(東京電力常務取締役)
	中澤 進	(東洋信託銀行副社長)
	葉山 薫	(東京銀行副頭取)
	堀田 健介	(住友銀行専務取締役)
	松村 秀雄	(伊藤忠商事専務取締役)
	水城 武彦	(NHK解説委員)
	矢澤 富太郎	(太田昭和監査法人会長)

序 アジア諸国を巡る新たな動き

最近のアジア諸国を巡る国際経済・金融情勢には以下の3つの新たな動きが生じている。

1. アジア諸国のイニシアティブによる動き

近年アジア域内でアジア諸国自身のイニシアティブによる様々な域内の動きが進展している。域内の貿易・投資の自由化については、1994年9月にASEAN諸国がASEAN自由貿易地域（AFTA）内の関税引下げ実施時期の繰上げを決定したほか、11月のAPECボゴール宣言では、域内の自由で開かれた貿易・投資の達成時期を自主的に設定するなど自由化の動きが展開している。また、域内の開発協力強化についても、本年7月にはASEANがベトナムの加盟決定を予定しているなど、アジア諸国主導の進展が見られる。こうした動きは、域内の経済関係の一層の緊密化を通じて、アジアのダイナミックな経済発展の促進につながるものである。

2. メキシコ通貨危機の発生とアジア諸国への影響

90年代に入り民間資金を中心としたアジア諸国等の途上国への資金流入が全体としては急激に拡大したが、昨年末に発生したメキシコ通貨危機は、不安定な海外投資資金への過度の依存の危険性を明らかにした。アジア諸国への資金流入は一般的にはその国の資金需要を充たし成長に貢献するものであるが、資金流入の状況は毎年に規模や形態等に違いがあり、決して一様ではない。メキシコ通貨危機をひとつの契機として、こうした国別の状況を十分に把握しておく必要性が高まっている。また、今後ますます増大が見込まれるアジア諸国の様々な資金需要について、各国の状況に応じた適切かつ安定的な資金の確保がアジア諸国の重要な課題となっている。

3. 円高の進行

近年の円高の進行は我が国企業のアジア諸国への進出に拍車をかけ、我が国からアジア諸国への製造業の直接投資は大幅に増加している。また、我が国からの証券投資等もアジア諸国の経済成長等を背景として増加している。こうした我が国の対アジア投資の拡大等により我が国とアジア諸国と

の関係が一層緊密化する中で、アジア各国の投資環境等に対する我が国企業・投資家の関心はますます高いものとなっている。

他方、最近の為替相場の大幅な変動は、アジア諸国経済にも様々な影響を与えるとともに、我が国の対アジア投資や貿易活動の上での先行きの不透明性を加えており、為替相場の安定化への要請は最近特に強いものとなっている。また、為替の変動への対応策として円の国際化に対する関心にも高まりが見られる。

このような最近の情勢に鑑みれば、アジアを一体のものとしてとらえるのではなく、多様なアジア各国のそれぞれの状況に応じた多面的な対応を行うことが一層重要となってきている。こうした観点から、本報告書は、アジア地域の特徴ある幾つかの国を取り上げ、その具体的な状況について考察するとともに、さらなる発展のためにアジア諸国に求められる努力及び我が国に期待される方策について検討を行ったものである。

第1章 国際的な資金の流れの変化とアジア諸国の状況

第1節 最近の国際的な資金の流れの変化

1. 90年代以降の資金の流れの変化

(1) 途上国への資金流入の回復

1980年代前半の途上国の債務危機発生以降、国際的な資金の流れは主として日米欧の先進諸国間で行われ、特に債務危機の中心であった中南米諸国を始めとする途上国への資金の流れは極めて限定的なものに止まっていた。しかし、90年代に入り、アジア諸国や中南米諸国を中心に途上国への資金の流れに顕著な回復が見られる。

こうした途上国への資金流入の回復は民間資金が主導している。途上国への長期資金流入を形態別に見ると、贈与や譲許的借款等の公的資金の流入が安定的に推移する中で、90年代以降民間資金の流入が急増しており、途上国への長期資金流入に占める民間資金流入の割合は90年には39%から93年には61%と急激に高まっている。

民間資金の中心となっているのは直接投資である。直接投資は80年代において他の

形態の民間資金流入が低迷する中で堅調に推移し民間資金の大宗を占めていたが、90年代に入ってからも着実に増加し、途上国への民間資金流入の5割強を占めている。一方、90年代以降最も急速に増加したのはポートフォリオ株式投資である。これは途上国企業の国際的な株式発行や新興株式市場における外国人投資家の株式取得を通じた途上国への資金流入であり、89年には35億ドルであったものが93年には470億ドルと実に13倍以上に増加し、途上国への民間資金流入の3割を占めるまでになっている。

さらに、80年代前半の債務危機以降低迷していた途上国の借入についても90年代に入って顕著な回復が見られる。ただし、その詳細について見ると、70年代に大きな役割を果たしていた民間銀行貸付に代わり、途上国の国際資本市場における債券発行の増加等を背景として債券を通じた資金流入が大きく増加したことが最近の特徴となっている。なお、途上国の対外債務の状況について見ると、80年代後半には短期債務を中心に流入が増加し、最近では途上国の信用の回復に従って次第に長期債務の割合が増加する傾向を示している。

(2) 途上国への資金流入の背景

上記のような途上国への民間資金を中心とした資金流入の増加は20程度の国に集中している。このほとんどを中国、インドという2大国及び東アジアと中南米の中所得国が占めている。

これらの途上国、特にアジア諸国が多く、民間資金流入を受け入れることができた背景としては以下の点が指摘されている。第1に、アジア諸国は概ねこれまで債務危機に陥っていないことに加え、近年良好な経済情勢が継続したことにより、国際的な投資先としての魅力が高まったこと。第2に、国際的な格付機関による途上国への格付けが進展し、アジアや中南米諸国等の新興市場国を中心として投資適格銘柄が増加したこと。第3に、経済成長に伴いアジア諸国の国内市場の拡大、民間部門の成長、さらには基礎的なインフラの整備の進展等によって民間レベルでの投資環境の整備が進展してきたこと。第4に、多くのアジア

諸国において、積極的な外資導入促進策の実施や国内金融・資本市場の整備・自由化の進展を背景として、国内企業の外国からの資金調達や外国投資家の市場参加が容易になったこと。民間資金流入の増大が一部の途上国に偏在している事実は、こうした途上国側の要因の重要性を物語っている。

(3) 先進国からの資金流出の動向と背景イ. 直接投資の動向と背景

先進国からの直接投資は、80年代後半に国際貿易の拡大や先進国企業等による生産、調達、販売の国際化の進展等を背景として急速に増加し、86年には916億ドルであったものが90年には2,385億ドルにまで拡大している。90年以降は我が国及び大陸欧州からの投資の不振を主因に投資規模が若干縮小したものの、93年以降は米国や英国を中心に再び拡大に転じる兆しが出てきている。直接投資の主たる受け手は先進国であるが、途上国向けの直接投資も80年代後半以降着実に増加してきており、特に90年代に入り顕著に拡大した結果、途上国向けの割合は90年の15%から93年には40%にまで上昇している。こうした最近の途上国への直接投資の急増は、①経済成長により民間部門の成長、国内市場の拡大により投資環境の整備されてきたこと、②NAFTA締結等貿易・投資の自由化の進展を背景に輸出基地としての途上国の魅力が向上したこと、③途上国が対外開放政策をとり、直接投資の受入れを進めたこと、④途上国における公営企業の民営化の進展が海外からの投資を引き付けたこと、などが背景となっている。

我が国からの直接投資の動向について見ると、80年代後半に大きく増加した後、90年代に入ってからはむしろ減少し、92年以降は再び増加に転じている。我が国からの投資は米国等先進国向けが大きな割合を占めているが、アジア諸国等への直接投資についても、91年以降、特に94年に大幅に拡大している。

ロ. 証券投資の動向と背景

先進国からの証券投資の動向について見ると、80年代後半に我が国が米国等先進国向けを中心とした証券投資を拡大させたことを主因として大きく拡大した。90年には

バブル崩壊を背景に我が国からの証券投資が大きく減少したため、先進国全体の証券投資も縮小したが、91年以降は我が国に代わり、英国を始めとした欧州諸国やこれまで対外証券投資に積極的でなかった米国の投資が、特に93年に急激に拡大したことにより、先進国全体の証券投資も顕著な拡大を見せている。証券投資の主たる受け手も先進国であるが、特に90年以降は途上国に対する証券投資も急速に増加しており、途上国向けの割合は86年～89年には平均で1%程度に止まっていたものが93年には12%まで上昇してきている。

途上国向けの証券投資が近年急速に増加した背景としては、途上国側の要因に加え、先進国が景気低迷等によって低金利政策を続けていたことが指摘される。特に米国においては、低金利を背景として預金等から投資信託へと資金が移動し、多額の資金を集めた投資信託や年金基金といった機関投資家が有利な投資機会を求めて積極的な国際分散投資を進めた結果、特に経済情勢が良好なアジアや中南米諸国への証券投資が拡大した。

なお、我が国の途上国に向けた証券投資の動向については、先進国向けに比べ限定的な規模に止まっているが、特に93年以降途上国によるサムライ債やユーロ円債が活発化しているほか、アジア諸国等への株式投資も増加しているなど、以前に比べ増加している。

2. 今後の展望

(1) 最近の動向

94年初以降、米国等の先進国における金利の引上げは拡大を続けていた途上国への資金の流れに変化をもたらした。これが最も顕著な形で現れたのが昨年末に始まったメキシコ通貨危機である。メキシコ通貨危機は、近年の拡大する経常収支赤字を支えてきた短期証券投資を中心とした外国資本の流入が急激に流出したため発生したものであるが、その背景のひとつとして、米国の金利上昇等による国際的な資金の流れを巡る環境の変化が指摘されている。

アジア諸国においても、国際的な資金の流れを巡る環境の変化の影響を受けて、94

年には株式市場も調整局面を経験することとなった。93年中の過熱気味の上昇に対する調整との観点からは、むしろ市場の長期的かつ健全な発展に資するものとの評価もできるが、メキシコの危機と併せて途上国への資金流入の先行きに対する懸念を惹起している面もある。

(2) 今後の展望

しかし、近年の途上国への資金流入の増加を引き起こした諸要因について考えれば、短期的な変動はありうるものの、アジア諸国を中心とする途上国への資金流入については当面の間は継続するものと期待できると考えられる。その理由としては、①途上国への資金流入の3割強を占める直接投資については、先進国企業等の国際化という世界経済の構造的な変化を背景として進展してきているものであり、この流れは継続していくと考えられること、②途上国への資金流入の源泉が年金基金や投資信託、生命保険会社等多様化してきており、80年代初頭に起きたように資金流入が一斉に止まるというリスクが低下してきていると考えられること、③アジア諸国等では当面先進国を上回る着実な経済成長が見込まれ、先進国の投資家にとって魅力的な投資先であり続けると考えられること、などが指摘される。

第2節 アジア諸国への資金流入の状況

1. アジア地域への資金流入の特徴

(1) アジア諸国への資金流入の状況を見ると、途上国全体で見られた82年以降の資金流入の低迷が見られず、この期間にも資金流入は拡大していたが、90年代に入り資金流入が急激に拡大している。87年から90年までの4年間でアジア諸国への資金流入は年平均で309億ドルであったが、91年以降の4年間では年平均752億ドルと大幅に増加している。これを対GNP比で見ても、87年～90年では平均2.7%であったものが91年～94年では約5%と大きく増加している。

(2) 最近の急激に増加する資金流入においては民間資金がその主体となっている。長期資金の流入のうち民間資金の占める割合は近年急速に高まっており、93年～

94年には8割を超えるまでになっている。これに対して、80年代には5割を超えていた公的資金の割合は急速に減少している。ただし、国毎にみれば状況は様々であり、韓国のように公的資金が流出に転じている国もある一方、ベトナムのように公的資金流入が中心となっている国もある。

- (3) 民間資金の中でも直接投資の比率が高いことはアジア諸国への資金流入の顕著な特徴のひとつである。最近では長期資金の流入のうち約4割、民間資金の約6割を直接投資が占めている。直接投資の受入国についてみると、80年代後半にはNIEs諸国、続いてASEAN諸国向けの投資が急増したが、90年代以降は中国への投資が急増している。更に最近ではインドやベトナム等の周辺地域への投資についても増加が見られるなど、投資先に広がりが出てきている。
- (4) 最近の資金流入の顕著な特徴は、途上国全体の傾向と同様、ポートフォリオ株式投資の急増である。ポートフォリオ株式投資は、92年に前年の約5倍、93年にはさらに3.7倍と急激な拡大を見せ、長期資金流入全体の2割強、民間の長期資金の3割を占めるまでになっている。この背景としては、アジア各国企業が米国預託証券(ADR)や国際預託証券(GDR)の方式等による海外株式市場での上場を急増させたことに加え、先進国の機関投資家等によるアジア諸国の国内株式市場での株式購入の増加が指摘される。この結果、アジア各国の株式市場は特に93年中に急速に拡大している。なお、94年にもアジア各国企業による活発な海外での株式発行によって、ポートフォリオ株式投資は約26%増加しているが、各国株式市場は米国等での金利上昇の影響等により、調整局面を迎えた。
- (5) 債務内容について見ると、アジア諸国についても証券化の進展が見られ、海外からの債券投資が増加している。これはアジア各国の国際証券市場での起債を通じた資金調達を増加を反映したものであり、特に90年代に入り急増している。な

お、商業銀行貸付(公的保証付きのものを含む)については、累積債務問題発生後途上国全体への貸付が低迷しているのに対して、アジア諸国向けの貸付は概ね堅調に推移してきている。ただし、資金流入全体に占める割合でみれば10%強と、必ずしも大きなものとはならない。

2. アジア地域内での資金の流れ

- (1) アジア諸国が「雁行型」経済発展を遂げる中で、NIEs諸国や最近ではASEAN諸国から周辺諸国への投資も次第に増加してきている。アジア諸国の域内投資の大宗を占めると考えられる域内直接投資について見ると、NIEs諸国やASEAN諸国からアジア諸国への投資は、90年以降に顕著に拡大している。また、投資先について見ると、NIEs諸国やASEAN諸国への投資が頭打ちとなる中で、中国やベトナムといったより後発の諸国への投資が拡大している。
- (2) こうした動きにおいては華僑・華人による投資活動が重要な役割を果たしていると見られる。華僑・華人による投資は従来は自己資金による比較的小規模の短期投資が中心であったが、最近ではBOT方式によるインフラ整備プロジェクト等の大規模で長期の投資も手掛け、また、国際金融市場からの資金調達を行う例も増加している。

3. メキシコ危機のアジア諸国への影響

- (1) 昨年末に始まったメキシコ通貨危機は、中南米のアルゼンチンやブラジルを始め、東欧のハンガリーやポーランド、さらにはアジアでもタイ、フィリピン、インドネシア等の新興市場国にも影響を与え、本年1月にはこれら諸国の通貨・株式市場で大きな変動が見られた。しかし、こうした変動も金融当局の機動的な対応もあって一時的なものに止まっている。
- (2) 今回のメキシコ通貨危機は、インフレの継続により名目為替相場が過大評価される中で、メキシコは貿易収支赤字の拡大による経常収支赤字の拡大を主として短期証券投資の流入で補ってきたが、特に94年に入って、米国の金利上昇等国際的な資金の流れを巡る環境の変化や国内

政治不安の高まり等を契機として外国資本が逃避し、外貨準備が大幅に減少した結果、発生したものであると説明されている。

これに対してアジア諸国の状況をみると、国により差異はあるものの、一般的には、①経常収支の赤字はメキシコに比較して小さく、②海外からの投資は直接投資中心で証券投資の規模は大きくなく、③外貨準備も増加傾向にある、などメキシコの状況とは大きく異なっており、こうした経済情勢からはアジア諸国においてメキシコと同様の事態が発生するとは考え難い。メキシコ通貨危機発生後の国際的な格付機関による格付けを見ても、メキシコが格付けを下げると同時に、アジア諸国ではむしろ格付けが上がっている国が出ている。

- (3) ただし、上記(1)のような市場の変動の背景には、新興市場全般からの資金流出という投資家の思惑的な動きがあったことに加え、メキシコ投資の損失を含み益のあるアジア株式等の処分によって補おうとする動きもあったとも言われている。アジア諸国を始めた途上国の通貨・資本市場は、国際的な投資先に組み込まれてきたものの、依然として市場の厚みが十分でないため、今後とも、短期的な資金の変動に晒される可能性を内包していると考えられる。

第2章 多様化するアジア各国の状況

一般的な成長を続けるアジア諸国であるが、その状況は一様ではない。

「雁行型」経済発展の中で先行したアジアNIEs諸国やASEAN諸国は既に国民所得が上昇し、経済活動や資金調達も民間主体であり、ODA対象国から卒業しつつある国もある。また、金融・資本市場の整備も相当程度進展しており、新興市場国として世界経済におけるプレゼンスも高まっている。アジアの大国である中国やインドも近年高度成長軌道に乗り「雁行」の列に加わりつつあるが、金融・資本市場の整備は未だ途上であり、一人当たり所得ではなお低所得国の状況にある。ただし、インドでは英国型の制度が古くから整備され

ているのに対して中国は「人治の国」と言われるように基本的な制度整備の途上にあるなど違いもある。インドシナ諸国では市場経済移行の努力を背景に成長が始まっているものの依然として開発が遅れている。国民所得も低く、金融・資本市場は整備が始まった段階であり、海外の公的資金支援への依存度が依然として高い。こうした経済情勢のほか、経済自由化を進める速度やその背後にある社会体制についても社会主義体制国があるなど国毎に極めて多様になっている。以下では、このような多様性を踏まえて、状況の異なるいくつかの国を取り上げ、具体的な資金需要の状況や調達の現状を検討する。

第1節 成長を続けるASEAN諸国—タイを例として

1. 経済情勢と資金需要

タイはNIEs諸国を追い越す形で近年高い経済成長を果たしてきた。成長の原動力となったのは外資の積極的な導入に基づいた輸出指向型工業化の進展である。タイの国内総投資についてみると、87年には対GDP比で26%程度であったものがその後急激に上昇し、93年には40%、94年には43%と40%を超える水準となっており、高い投資率がタイ経済の成長を支えてきたことが窺える。

しかし、最近では、賃金の上昇や中国等の後発国の追い上げにより輸出競争力に窮りが出てきているほか、海外からの直接投資の流れも後発国にシフトする傾向が見られるなど、これまでの経済成長のパターンが限界に達しつつあると見られており、経済成長率も80年代後半の10%を越える水準から最近では8%前後と依然として高水準にあるもののやや低下している。こうした中で、タイ政府は今後とも7~8%程度の輸出主導の高度成長の持続を目指し、高付加価値産業の育成による産業の高度化や地方投資の奨励等による地域格差の是正等の課題に取り組んでいる。

また、80年代後半以降の急速な経済成長の結果として、急激に工業化や都市化が進展し、バンコクの劣悪な交通事情に代表されるような経済インフラの不備が持続的成長のボトルネックとして顕在化しつつある。

タイ政府もこの問題を認識しインフラ整備の促進を図っているが、公的部門において財政の健全性を維持しつつ、膨大なインフラ整備のための資金需要に対応するとの観点から、BOT (Build-Own-Transfer) 方式等の活用によるインフラ整備事業への民間資金の積極的な導入を図っている。一方、近年の経済成長によってタイの国民所得も大きく向上し、受益者負担に基づくインフラ整備プロジェクトでも民間の採算に乗る収益が期待できるものが増えてきており、民間部門によるインフラ整備プロジェクトへの参加も増加している。

2. 金融・資本市場と資金調達状況

タイの国内貯蓄は、近年の経済成長と金融制度改革の進展の結果、金融資産の蓄積が進んできたことを背景として、国内総貯蓄は87年に対GDP比で25%程度であったものが93年には35.5%、94年には37.2%と大幅に増加してきている。これに伴い金融・資本市場も順調に拡大してきており、商業銀行のATMの急増等金融システムの整備にも進展が見られる。

ただし、急速に高まる国内資金需要を全て国内で賄うことは困難であり、93年以降はむしろ外資への依存度が上昇している。タイの金融制度の中核をなす商業銀行の活動状況について見ても、貸付を大きく拡大する一方、海外からの資金の取入れを最近顕著に増加させている。なお、タイの商業銀行貸付は長期のコミットメントはなされるものの、貸付自体は数カ月の短期貸付となっているほか、財政状況が健全で大規模な国債発行が行われていないこと等を背景として、債券市場の発展は株式市場に比べて遅れているなど、長期資金の安定供給が課題となっている。

他方、タイ企業の資金調達状況について見ると、旺盛な資金需要を背景として商業銀行からの借入を中心に大きく資金調達を増加させる中で、株式市場を通じた資金調達や国際金融・資本市場における調達も増やしており、タイ企業の資金調達の多様化が進展してきている。

3. 資金流入の現状

このような状況を反映して、最近のタイ

への資金流入では証券投資の急増と短期資金の流入の増加が顕著になっている。証券投資については、93年にポートフォリオ株式投資が89年以来的減少傾向から一転して急増し、資金流入全体を大幅に増加させる要因となっているほか、債券投資も近年大きく増加している。また、短期資金の流入については、タイの商業銀行がインターバンク市場を通じて海外から資金の取入れを拡大していることを背景として、近年大きく増加する傾向となっている。なお、80年代後半に急速に拡大した直接投資は90年代に入ってほぼ横ばいで推移している。

こうした中で、タイへの資金流入の主体は民間部門であり、公的部門での資金流入は93年にはやや増加したものの80年代の終わりで以降数%の水準に止まっている。

第2節 経済自由化を進めるインド

1. 経済情勢と資金需要

経済自由化を進めるインドについて見ると、インドは、1947年の独立以来自給自足を目指した計画経済体制を採ってきたが、80年代後半からの慢性的な財政赤字及び經常収支赤字に加え、90年8月に始まった湾岸戦争は石油価格の上昇や外貨の主要供給源であった中東等の非居住者インド人からの送金の急減をもたらし、91年には経済危機に陥った。こうした中で成立したラオ政権は対外開放・市場指向型の経済改革に着手し、為替の一本化と切下げ、緊縮財政の実施、国営企業の民営化、規制緩和による直接投資誘致等の経済自由化措置を進めている。この結果、91年度には0.9%まで低下していた実質GDP成長率が次第に上昇し、94年度では5.3%と力強い回復を示すまでになってきている。国内総投資も93年度までの低下傾向から94年度には対GDP比で上昇に転じており、今後資金需要の拡大が見込まれる状況となっている。

インドでは多くの分野においてインフラの不足が指摘されており、経済発展の基礎となるインフラ整備の促進が重要な課題となっている。従来、インフラ整備は公的部門が行う分野とされてきており、92~97年度の第8次5カ年計画でも総投資額の30%、公共投資の47%がインフラ整備に配分され

ている。しかし、最近では厳しい財政状況を背景に、電力、港湾、通信等の経済インフラの整備について徐々に民間部門の参入が図られている。

2. 金融・資本市場の状況

インドの国内貯蓄は94年度で対GDP比22.1%と上昇傾向にあるものの、東アジア諸国に比べれば低い水準に止まっている。

金融・資本市場の状況について見ると、これまで社会主義的な政策の下、本来公的部門によるべき優先分野への資金供給等が国有商業銀行を中心とした金融部門によって行われてきた影響から、現在でも市場原理に基づく効率的な金融・資本市場の整備が十分に進展した状況には到っていない。

金融市場については、預貸金利の自由化等改革が進展してきているが、①一定金額以上の融資についてはコンソシアム（融資団）の編成を義務付けるコンソシアム制度、②非常に高い預金準備率、③農業、小規模企業等の国家的優先分野に対する融資を義務付けるプライオリティ・セクター・レンディング制度、といった規制が残存しており、金融機関が十分に効率的な活動を行える状況とはなっていない。ただし、近年金融自由化が進められる中で、こうした規制も徐々に緩和される方向にある。

こうした中で近年、インド企業による国内資本市場を通じた資金調達が増加している。特に92年以降は外国人投資家による証券取引の解禁もあって、インドの資本市場は急速に拡大している。一方、急激な取引の増加に事務処理体制が追いついておらず、コンピュータ化の推進やカスタディー業務の体制整備等が課題となっている。

3. 資金流入の状況

インドでは従来厳しい外資導入規制を採る一方、慢性的な経常収支赤字は公的資金協力で依存するほか、非居住者インド人預金等により賄ってきたが、91年以降の対外開放政策の進展とこれに伴う経済情勢の改善等を背景として、近年、海外からの直接投資や証券投資の形態による資金流入が拡大している。特に、最近では大企業による国際預託証券（GDR）の発行やユーロ市場での転換社債の発行等の国際金融・資本

市場での資金調達の積極化や外国人投資家によるインド国内市場での株式購入の増加等を背景として、民間部門の証券投資が急激に増加している。

なお、90年代に入り、インド政府は厳格な債務管理政策の下、短期借入の抑制等による対外債務の期間構成の長期化を図っており、債務残高が徐々に増加する中で、短期債務の残高は減少傾向にある。

第3節 改革・開放を進める中国

1. 資金需要と資金調達の現状

中国経済は78年以降の改革・開放政策の推進を背景として91年以降急速な経済成長を達成した。急激な成長に伴い固定資産投資が、92年に対前年比で43%増、93年には59%増と急激に拡大している。この背景としては開放区設定による経済開発が開放区内の固定資産投資、中でも不動産投資を過熱化させたことが指摘されている。急激な固定資産投資の拡大は運転資金の需給も逼迫させ、これに地方の人民銀行分行や専門銀行による融資の拡大等が重なってインフレの高進の原因となった。93年半ば以降の金融引締め政策を背景に94年には国内総投資が若干低下しているが、引き続き資金需要は極めて旺盛である。

こうした状況にあって、中国企業の固定資産投資の資金調達は、従来の財政投融资中心から近年は企業の自己資金や銀行借入中心へと移行している。最近では量的な引締め政策による銀行貸付の制限を背景に内外市場における株式上場や債券発行による資金調達も増加する傾向にある。

また、近年の高い経済成長を背景にインフラの不足が問題となってきている。今後とも高い経済成長が見込まれる中で、エネルギー、通信、運輸等のインフラ整備は喫緊の課題である。中国政府も2000年に向けてインフラの整備と強化に重点を置き、政策金融等を通じた積極的な投融资を行うこととしているが、インフラ整備のための莫大な資金需要については、国内の制度金融のみで対応することは困難であり、国際金融機関や外国政府からの低利借款に加え、BOT方式等を活用したインフラ整備事業への民間外資の導入を図っている。

2. 金融制度改革の進展

中国の国内貯蓄は対GDP比で40%前後の高い水準にあるが、金融・資本市場の整備が十分に進展していないことから、これが市場原理に基づいた効率的な資金配分につながるまでになっていない。

金融制度について見ると、78年以降の改革・開放政策の一環として、専門銀行の中国人民銀行からの分離や商業銀行の設立等制度改革が次第に進められてきている。しかし、①中国人民銀行のマクロ経済調節手段が十分でないこと、②国営企業の財政状況に対する配慮から高いインフレの進行にもかかわらず貸付金利は93年7月より据え置かれ、専門銀行が必ずしも効率的でない融資を行っているとの指摘もあること、など特に機能面での整備の促進が課題となっている。こうした状況を踏まえ、中国では94年より大規模な制度改革が行われており、中央銀行の金融政策機能の強化等を定めた中国人民銀行法が95年3月に公布・施行されたほか、専門銀行の商業銀行化や銀行に対する監督の強化等を目指した商業銀行法も5月に公布され、7月に施行が予定されているなど整備が進められてきている。さらに最近では、商業性保険と政策性保険の分離等を含む保険制度改革も検討されている。

また、資本市場についても、81年に債券市場が再開され、90年11月と91年4月には上海、深圳証券取引所が開設されるなど徐々に整備が進められている。これに伴い中国の資本市場も拡大しており、特に近年の株式市場の急速な発展には目覚ましいものがある。ただし、さらなる発展のためには法制度の整備等取り組むべき課題も少なくない。

3. 資金流入の現状

中国への資金流入は、80年代後半には停滞していたが、92年以降改革・開放路線の加速化及び経済の急成長等を背景として、民間資金を中心に急速に拡大し、93年には中国が途上国で最大の資金受入国となっている。形態別にみると、直接投資が92年には対前年で2.6倍、93年には2.3倍と急激に増加しており、93年には中国への資金流入

全体の59%を占めるに至っている。また、中国企業の資金調達の高多様化を背景とした国際資本市場における株式・債券の発行増加や外国人投資家による中国国内市場での株式購入の増加を反映してポートフォリオ株式投資や債券投資も近年増加しているが、資金流入全体に占める割合はなお限定的である。

なお、長期資金の貸付についても92年に大きく拡大しているが、その大半が公的資金や公的保証付きの民間資金又は公的部門向けの民間資金であり、商業銀行等による民間部門向けの長期貸付はほとんど行われていない。

第4節 市場経済移行を図るインドシナ諸国—ベトナムを例として

1. 経済情勢と資金需要

市場経済移行を図るインドシナ諸国のうち最近顕著な成長が見られるベトナムについて見ると、ベトナム経済は、86年に始まった「ドイモイ（刷新）」政策の下で順調に拡大し、92年以降は実質で8%を超える成長を達成している。また、インフレ率についても88年の394%から93年には5.2%、94年には14.5%と沈静化してきており、マクロ経済の安定化も進展してきている。

こうした成長を主導しているのは工業部門であり、その生産は92年以降対前年比で13%前後の成長を見せている。工業部門の中心は国営企業であり、工業生産の7割は国営企業によるものである。民間企業も商業・サービス部門を中心に育ちつつあるが、経済の中心となるにはなお時間を要すると見られている。ただし、工業水準は未だ低い水準に止まっており、経済の中心はGDPの約3割、就業人口の約7割を占める農業部門である。こうした状況においてベトナムに比較優位があるのは農業であり、まずは農業部門の育成が必要であるとの指摘もある。

今後とも順調な経済成長を続けていくためにはインフラの早急な整備が必要である。交通運輸網の未整備や電力の不足等インフラの不足は多岐にわたっており、大規模な資金の調達が必要となっている。

2. 金融・資本市場の現状

ベトナムでは従来財政に従属してきた金融制度に対する国民の信用が低く、ドル・キャッシュや金の形での資産保有が数十億ドルの規模にのぼると言われるなど、金融市場が効率的に国内資金を吸収するに到っていない。ただし、最近ではインフレの沈静化や為替相場の安定化を背景として金融制度に対する信頼も徐々に回復する兆しがあり、国内貯蓄も次第に増加する傾向にあると見られている。

ベトナム政府も国内の資金調達市場を強化する観点から、88年より銀行制度改革や金融・資本市場の創設・整備など金融改革の推進に努力しているが、金融・資本市場が市場原理に基づいた効率的な金融仲介機能を発揮するようになるまでにはなお時間を要すると見られている。

3. 資金調達の現状と展望

ベトナムはそもそも所得水準が低く、貯蓄率も未だ低い水準に止まっていると見られ、経済成長を支えるために必要な投資資金の多くを海外からの資金流入に依存する状況にある。91年6月の第7回共産党大会で採択された「2000年までの社会経済安定化と発展のための戦略」では、2000年までにGDPを倍増させるとの目標の下、総額約400億ドルの投資を行うとしているが、そのうち半分程度は国内資金で賄うものの、残りは海外からの資金（公的援助資金70～80億ドル、民間直接投資120～130億ドル）で賄うことを見込んでいる。なお、その後の順調な経済成長を受けて94年7月に計画が修正され、所要投資額も80～100億ドル増額されているが、その分は全て政府開発援助と海外からの直接投資の増加により賄うこととされている。

こうした状況にあって、ベトナムへの資金流入はこれまで公的援助資金が中心となっており、93年の第1回対越支援国会議では約19億ドル、94年の第2回対越支援国会議では約20億ドルの支援が我が国を中心としてプレッジされている。ただし、その実行は遅れ気味であり、援助受入能力の一層の向上が求められている。また、近年、ベトナムは新たな直接投資の投資先として我

が国を含む先進国に加えNIEsやASEAN諸国から注目を集めている。しかし、本格的に直接投資を誘引するためには法律・制度面での整備等、一層の投資環境の整備を進める必要がある。

第3章 課題と提言

第1節 アジア諸国に求められる努力

1. 投資資金需要への対応

(1) 投資資金需要の展望

アジア諸国が引き続き高い成長を実現していくためには、インフラ整備のための投資を含め相当規模の投資を行っていく必要がある。アジア開発銀行の予測では、アジア諸国が今後7%程度の経済成長を達成していく中で、国内総投資は年間8%の割合で増加し、94年の6,400億ドルから2000年には1兆ドルを超える規模に達するとされている。これを対GDP比で見ると、ほとんど全ての国において若干の増加が見込まれる結果、全体では94年の31.4%から2000年には33.7%となると予測されており、高度成長を継続するために高い投資率の維持が必要とされていることが明らかにされている。こうした膨大な投資資金需要に対応するためには、アジア諸国において、内外から効率的かつ安定的に資金を調達する努力を行っていく必要がある。

(2) 国内貯蓄の増強及び効率的な活用

イ. 国内貯蓄による投資資金調達の重要性

今後とも持続的な経済成長を遂げていくためには多額の投資が必要であるが、このための資金は一義的には国内貯蓄により賄われるべきものである。世界的な規模で資金が移動する今日、特に高い経済成長を続けてきたアジア諸国にとって海外からの資金調達は以前に比べ容易になっているが、昨年末に始まったメキシコ危機は海外からの資金への過度の依存の危険性を明らかにしている。

ロ. 金融・資本市場による国内貯蓄の動員

国内貯蓄による投資資金需要への対応のためには、国内貯蓄の増進が重要であるが、貯蓄された資金を成長のための投資に動員することも重要であり、この点において貯蓄を投資に仲介する金融・資本市場の果た

すべき役割は大きい。特に、アジア諸国の貯蓄率は、国によって差はあるものの、高い経済成長とそれに伴う金融資産の蓄積の進展等を背景として近年地域全体では30%前後と極めて高い水準まで上昇してきており、こうした高い国内貯蓄を十分に吸収できるような金融制度の構築が求められている。

金融・資本市場の整備の進捗状況は各国において様々であり、具体的な課題も国毎に異なっているが、十分に国内貯蓄を吸収できる金融制度を構築する観点から、一般的には以下の3点を指摘することができる。第1に、預金金利がインフレ率を大きく下回る水準に規制されている貯蓄の吸収はおぼつかない。金融・資本市場が魅力的な貯蓄機会を国民に提供できるように、預金金利の自由化等金融制度改革の一層の推進を図っていく必要がある。第2に、国民の金融・資本市場への資金供給の促進を図るためには、インフレの沈静化や通貨価値の安定等の健全なマクロ経済運営も不可欠である。第3に、生命保険会社や投資信託、年金基金等の機関投資家の育成により、多様な貯蓄機会を国民に提供することが可能になり、これが一層の貯蓄の増進にもつながることにも留意する必要がある。

ハ. 効率的な投資の実施

金融・資本市場によって吸収された国民の貯蓄は効率的に投資に振り向けられる必要がある。基本的な預貸業務を始め、短期・中長期の投融資リスクの判断、さらには先進的な金融技術の活用等金融機関の機能強化が必要であり、そのための人材育成や制度整備が求められる。また、投資環境の整備も不可欠であり、①融資割当てや貸付金利の規制、高い預金準備の設定、大幅な財政赤字を背景とした政府部門による市場資金の過度の吸収など効率的な投融資を阻害する規制等の除去、②会計制度の整備、情報公開の推進、格付機関の育成等の市場の透明性の向上、さらには③健全なマクロ経済環境の醸成、を積極的に進めていく必要がある。効率的な投融資は国民に対するより魅力的な貯蓄機会の提供につながり、貯蓄が投資を生み投資が貯蓄を生むという

好循環が当該国経済の着実な成長を支えることとなる。

(3) 安定的な外資の導入

イ. 投資環境の整備

他の途上国に比較すればアジア諸国の貯蓄率は高い水準にあるが、それでも高度成長を続けるための投資をすべて国内貯蓄で賄うことは困難であり、外資の導入は依然として重要な課題となっている。

民間の外資導入を図るためには投資環境の整備が不可欠である。直接投資は労働コストや地代コスト等様々な要因に基づき行われるものであるが、受け入れる側において、マクロ経済環境の安定に加え、良質な労働力の供給や基礎的なインフラ整備、国内の資金調達状況の改善、直接投資に関する安定的な政策等の投資環境の整備が図られることが前提となる。政府が行う種々の直接投資促進策も投資環境の改善に資するものである。

証券投資や商業銀行貸付等は、国内金融・資本市場の整備等を通じた魅力的な投融資機会の提供によって促進される。特に、会計制度の整備、情報公開の推進、格付機関の育成等により、外国人投資家等が投融資に内在するリスクを判断するために必要な情報に的確にアクセスできるような透明性のある市場の確立を図っていくことが重要である。また、海外からの資金流入を円滑化する観点からは、各国の金融・資本市場に関する制度や規制が国際的な標準に沿った形で整備されていくことが望まれる。

ロ. 急激な資金移動への対応

国際的な証券投資が一般化した今日においては、特にある程度の経済成長を遂げた途上国にとって以前に比べ外資の導入は容易となった面があるが、その一方で、途上国の経済が海外からの投機的な資金移動の影響により晒されるようになった面もある。投機的な資金移動を他の資金移動と区別することは困難であり、投機的な資金移動のみを規制することは難しい。したがって、①為替相場の安定化、②効率的な国内金融・資本市場の整備、③海外からの投融資に係る制度・政策の安定化、④積極的な情報開示による市場の透明性の向上、によつ

て資金の流れの変動要因を極力減らし、資金移動の安定化を図ることが必要である。また、流入する資金源の多様化を図ることが重要であり、特に短期資金への過度の依存には十分な注意が必要である。そして何よりも、健全かつ規律のあるマクロ経済運営を実施し、経常収支赤字を抑制して過度な外資依存体質とならないようにすることが重要である。

2. インフラ整備のための資金需要への対応

(1) インフラ整備のための資金需要の見直し

インフラ整備の状況はアジア諸国においても一様ではないが、各国それぞれにおいて経済成長が加速される中で、インフラの整備が成長に追い付かず、さらなる成長のボトルネックとなりつつあるとの指摘もあり、着実かつ大規模な投資が喫緊な課題となっている。アジア開発銀行によれば、アジア諸国においてはこれまでGDPの5%程度がインフラ整備のための投資に充てられていたが、94年～2000年の期間にはGDPの7%程度がこれに充てられると予測している。この結果、インフラ整備のための投資はアジア諸国全体で94年の1,430億ドルから2000年には2,130億ドルにまで増加し、94年～2000年の合計では1兆2,320億ドルが投入されると見込まれている。

(2) 資金調達が多様化—民間資金の活用

インフラ整備の推進のための最大の課題のひとつは資金調達である。インフラ整備事業は経済活動等の基礎を構築するものであるが、これへの投資自体は長期に及ぶリスクの高いものであり、民間資金の投資対象となり得ないものも多い。このため、従来は政府部門が、程度の差はあれ、海外からの公的資金支援等によって資金調達し、財政資金によって事業を実施してきた。

しかし、最近では、こうした政府の財政資金によるインフラ整備事業について、①公的部門による事業の実施は非効率を招く結果となることが少なくないこと、②政府の借入にも限界があること、③インフラ整備事業に関連した財政負担が大きくなり、財政の健全性を損なう結果となることが少なくないこと、といった問題が指摘される

ようになり、民間部門によるインフラ整備事業の実施及び民間資金の活用が促進されるようになってきている。アジア諸国も例外ではなく、多くの国においてBOT方式等の民間資金を活用したインフラ整備プロジェクトの実施やインフラ関連事業を行う公営企業の民営化が増加している。今後の膨大なインフラ整備のための資金需要を展望すれば、これを全て政府部門で担うことは困難であり、効率的なインフラ整備・運営を促進する観点からも、電力や通信等インフラ整備事業の中でも収益を見込みやすく、民間部門が対応可能な経済インフラ分野については、民間資金の活用を図っていくことが重要である。

インフラ整備事業投資のためには大規模かつ長期の資金が必要であり、民間資金を活用する場合でも、国内貯蓄が十分でない途上国においては海外からの民間資金流入に依存せざるを得ない。プロジェクト・ファイナンス技術の発展によって民間資金の導入はより円滑化されてきているが、インフラ整備事業に海外から民間資金を誘引するためには、①健全なマクロ経済運営や財政面での強化によるカントリー・リスクの軽減、②法制度の整備や関係当局間の調整等の体制整備、③料金収入等収益の保証や紛争処理制度の確立による長期のコミットメントに対する民間主体の懸念の払拭、など当該国政府による投資環境の整備が不可欠である。

(3) インフラ整備における政府の役割

インフラは本来公共財であり、市場原理に基づく民間部門によるインフラ整備事業にも限界があることには留意が必要である。資金面で民間部門の参入を図っていく場合であっても、インフラ整備事業において政府は引き続き重要な役割を果たしていかなければならない。

第1に、民間資金の活用が図りうる分野は、上記のように電力や通信等インフラ整備事業の中でも収益を見込みやすく、民間部門によって対応可能な経済インフラ分野に限られており、社会インフラ分野を始め多くのインフラ整備事業は政府部門による対応が必要である。また、経済インフラ分

野であっても、インフラ整備事業の収益は受益者たる当該国の一般民間主体の負担であることを考えれば、特に所得水準の低い国において一般的に高い収益を期待することは困難であり、民間資金の活用が可能な範囲はより限定的となり、政府の役割はより大きなものとなる。

第2に、民間資金の活用を図る場合であっても、当該国政府による関与は不可欠である。インフラ整備事業の収益源となる当該インフラの使用料金等は通常は政府により設定されているなど事業の成否が政府の政策に左右されることが一般的であり、民間資金導入のためには契約により政府が一定の収益を保証する等の政府の関与が求められる。また、個々のプロジェクトについては民間資金を導入した建設や運営を行う場合であっても、国全体やセクター全体のインフラ整備計画を描くのは政府部門であり、複数のプロジェクトの調整等この分野で政府の果たすべき役割は大きい。

第2節 日本に期待される諸方策

1. アジア諸国の金融・資本市場の整備に対する協力

(1) 国内金融・資本制度の整備に対する支援

アジア諸国は近年の経済発展に伴い金融・資本市場の整備を進めてきているが、進展状況は国毎に多様である。効率的な金融・資本市場の育成は各国の多様な資金需要への対応の基礎であり、各国の情勢に応じたきめ細やかな支援が必要である。

具体的には、我が国公的機関やアジア開発銀行等の国際機関によるセミナーの実施、研修生の受入れ、技術者の派遣やそれに対する支援等により、基礎的な業務から先端技術や法制度まで、各国の状況や需要に応じた幅広い技術支援を促進していくことが求められる。また、民間レベルの技術支援の活発化も望まれる。

(2) アジア地域の金融・資本市場の連携強化

アジア諸国の「雁行型」経済発展は、域内での貿易取引の拡大等を通じて各国間の経済関係の深化を促し、我が国を含めたアジア地域の経済の一体化を進展させている。こうした動きに対応して、域内の資金の流れが活発化しつつあり、各国金融・資本市

場が相互に緊密に連関する度が増してきているなど、金融面での一体化も進展の兆しが見られる。このため、アジアの金融・通貨当局間の協調的な対応の重要性は近年ますます高まっており、アジア太平洋四市場会合やAPECの場等を活用しつつ、様々なレベルでの政策対話の強化等を通じたアジアの金融・通貨当局間の一層の関係緊密化が必要である。本年5月にはASEAN蔵相と我が国蔵相による非公式会議が始められ、さらには、来年3月にはAPEC蔵相会議の京都開催が予定されているが、これを実りあるものとするため各般の努力が求められている。

また、アジア地域の経済発展を牽引する我が国としては、アジアの地域レベルの金融・資本市場の発展を展望しつつ、アジア地域の金融・資本市場についてもそのネットワーク化のあり方や問題点の積極的な検討を始めるなどソフトなインフラの整備の推進についてリーダーシップを発揮して検討を行っていくことが期待される。なお、その際には、開かれたアジア地域の連携強化の観点から、国際的な調和に十分留意していく必要がある。

2. アジア諸国の安定的な資金調達に対する協力

(1) 開かれた東京国際金融市場等の整備

東京国際金融市場等に対するアジア諸国のアクセスを向上させることは、アジア諸国の資金調達に資するほか、我が国投資家の資金運用の効率化にも資するものである。こうした観点から、非居住者国内債に関してはこれまで順次規制緩和が実施され、アジア諸国・企業の起債が近年大きく増加するなど進展が見られる。非居住者国内債については、さらに96年1月より適債基準の撤廃が予定されており、一層の進展が期待される。株式市場については、91年12月の大阪証券取引所におけるカントリーファンドの上場開始や95年1月の東京証券取引所外国部の上場基準の緩和等により、アジア諸国・企業の我が国市場への直接・間接のアクセスが改善されてきており、アジア諸国・企業の資金調達における我が国市場の一層の活用が期待される。

また、本邦オフショア市場についても、より魅力的な市場とするための環境整備に一層努力していく必要がある。

(2) 対外投資の円滑化と円の国際化

我が国の民間主体が対外投資を行う上での最大のリスクのひとつは為替変動リスクである。我が国民間主体の対外投資の円滑化を図る観点からは、為替相場の安定によって為替変動リスクが軽減されることが強く望まれる。

為替が必ずしも安定しない状況においては為替変動リスクのヘッジが重要となる。近年の金融技術の発展は多彩なりスク・ヘッジの手法を生み出しており、そうした手法が様々な市場において適切に活用されるような環境の整備が求められている。本年4月の事業法人の外貨建海外預金に係る規制緩和や事業法人による海外取引所上場派生商品の直接取引に係る手続きの弾力化は、民間主体による為替変動リスクのヘッジを容易にするものであり、我が国民間主体の対外投資の円滑化が期待される。

また、我が国民間主体の対外投資の円滑化の観点からは円の国際化の進展も重要である。円の国際化は、我が国において急激な為替変動にも対応しうる経済体質を確立するとの観点から重要であるのみならず、我が国投資家が為替リスクのない円ベースの投資を行う機会を増やし、我が国民間主体の対外投資の促進に資する。94年1月の非居住者ユーロ円債の還流制限の緩和措置は最近の我が国の対外投資の回復のひとつの原動力となっている。96年1月に予定されている非居住者ユーロ円債の還流制限の撤廃措置も対外投資を促進することが期待される。こうした規制緩和措置等を通じた環境整備を進めることで、円の国際化が今後とも着実に進展し、我が国民間主体の対外投資が一層円滑化されることが望まれる。

なお、規制緩和の推進に当たっては、その前提として我が国民間主体の投資における自己責任原則の徹底を図ることが肝要である。

(3) アジア諸国の中小企業等に対する支援

近年高い成長を達成したアジア諸国が持続的な発展を遂げるためには、民間企業の

健全な発達が必要であるが、特に中小企業の育成は重要な課題である。すなわち、中小企業の育成は、①多くの雇用を創出し一国の経済活動の基盤の強化につながるが、②都市部に比べて大企業が少ない地方部の振興、ひいては地域間格差是正に貢献する、③裾野産業の成長等重層的な産業発展を促し、經常収支構造の改善にもつながりうる、といった観点からアジア諸国のさらなる発展のために重要であり、我が国としても国際金融・資本市場にはアクセス困難な中小企業に対する資金の安定的な供給を図ることでアジア諸国経済の発展に積極的に貢献していくことが期待される。

中小企業等に対する資金供給の最大の障害は案件が少額であることに加えそのリスク評価が困難なことにある。このため、現地の金融機関の情報力や審査能力を活用したツー・ステップ・ローンによる資金供給が有効であり、こうした形態での我が国公的機関等による資金供給を強化していく必要がある。ただし、ツー・ステップ・ローンは、現地の金融機関に対する適切な技術支援とともに実施されれば、現地金融機関の育成にも資するものであるが、他方で現地金融機関による放漫な投融资につながるものモラルハザードの問題を惹起するおそれもあり、その運用には十分留意が必要である。

また、近々実施予定の、インドの地方の中小企業を対象とした地方企業育成基金に対する海外経済協力基金の出資による支援は、現地の投資基金を活用した新たな形態の支援として注目される。

なお、中小企業に対する支援としては、上記のような資金供給による支援のほかに経営ノウハウ等に関する技術支援も重要である。特に、近年急速に市場経済化を図る社会主義国等においては、市場原理に基づく効率的な経営のノウハウを必要としており、我が国官民における積極的な対応が期待されている。

(4) メキシコ型危機への対応

アジアの新興経済国等は近年国際金融・資本市場へのアクセスを向上させ、海外での資金調達を積極化しているが、その一方で当該国の経済は国際的な資金の流れの変

動の影響を直接的に受けるようになってきている。アジア諸国の資本市場が急激な資金移動を十分に吸収できるまでに発展するにはある程度の時間がかかると考えられることから、アジア諸国において急激な資金移動によって金融・資本市場に大きな変動が起これば、当該国への資金の安定的な流入が阻害される可能性をアジア諸国も懸念している。さらに、昨年末に始まったメキシコ通貨危機は、ひとつの新興経済国の市場の変動が国際的な資金移動に影響を及ぼし、多少なりとも他の市場へと波及することを明らかにしている。

世界の成長センターである新興経済諸国の市場の健全な発展と安定的な資金流入の確保は、今や世界経済の発展と世界の金融・資本市場の安定のために重要な要素となりつつある。こうした観点からは、国際通貨基金による各国との政策対話の強化を通じて早い段階から各国の経済情勢を把握し、必要な政策努力を促すとともに、急激な資金変動が発生した場合には国際通貨基金が中心となって迅速かつ大量の資金移動にも対応しうる適切な資金支援を行うといった国際的な枠組みの整備が求められている。

3. アジア諸国のインフラ整備に対する協力

持続的成長の基礎となるインフラの整備はアジア諸国にとって喫緊の課題であるが、その膨大な資金需要を国内で賄うことは困難であり、海外からの資金供給に大きな役割が期待されている。我が国としてもアジア地域を始め途上国のインフラ整備支援を重視し、これまでにも日本輸出入銀行や海外経済協力基金といった公的機関を通じた積極的な支援を行ってきており、引き続きこうした支援を行っていく必要がある。また、近年経済発展を遂げつつあるアジア諸国においては、インフラ整備の分野でも民間投資への需要が高まっており、こうした状況を踏まえた対応が重要となっている。

(1) インフラ整備事業への民間投資の促進

アジア諸国のインフラ整備事業に対する我が国民間部門の積極的な投資が望まれている。アジア諸国の経済成長を背景とした受益者の負担能力の向上等によりインフラ

整備事業の収益率が向上したことや、先進的なプロジェクト・ファイナンス技術等による投資リスク軽減の手法が発展してきたことなどによって、特に電力や通信といった分野のインフラ整備事業への投資が民間部門の視野に入ってきており、我が国企業・金融機関による投融資案件も出てきている。我が国金融機関が先進金融技術の創造的な活用等により、単に投融資を行うのみならず事業全体の総合調整において主導的役割を果たすことによって、我が国民間部門によるアジア諸国のインフラ整備事業に対する投資の一層の促進が期待される。

収益率の向上や金融技術の進展がリスクの軽減につながっているとは言え、インフラ整備事業への投資は、長期かつ大規模である等リスクが高く、さらには公共性が高い事業であるため当該国政府の政策の影響を受けやすいなど、民間部門のみでの対応は依然として困難であることが多い。したがってこうした分野では民間投資を促進するための触媒としての公的部門による支援が望まれる。

アジア開発銀行等の国際機関や我が国の公的機関といった公的部門によるインフラ整備事業への民間投資促進のための支援としては、効率的なインフラ整備計画の策定等のための技術支援のほか、より直接的に民間部門とともに具体的なインフラ整備事業への投資に参画し、質的・量的なリスクの補完を行う方法がある。

民業補完の観点からは、民間では受け入れがたい政治的リスク等を公的部門が負担するといった質的な補完が重要であり、日本輸出入銀行の保証機能等の積極的な活用が期待される。また、案件に応じ、世界銀行やアジア開発銀行の保証業務、諸外国の公的機関の保証機能等の利用も有効であり、適切な活用が望まれる。

一方、今後、規模が大きいインフラ整備プロジェクトが多数見込まれること等に鑑みれば、公的機関による量的補完の重要性も看過できない。なお、協調融資等の方法による量的な補完の場合であっても、公的機関の参加は投資先国政府との間での政策対話を可能にするため、政治的リスク等の

軽減に資する面もある。

(2) インフラ整備プロジェクトへの投資基金の設立

インフラ整備プロジェクト実施のために大規模な資金を導入するためには民間金融機関等から融資等の資金を動員することが必要となるが、その前提として核となるエクイティ資金（株式発行や出資受入等により取得する資本金）の調達が不可欠である。こうしたエクイティ資金を円滑に供給しインフラ整備プロジェクトを促進する仕組みとして、インフラ整備プロジェクトへの投資基金の設立が考えられる。投資家にとっては基金を通じて複数の国の複数のプロジェクトへの投資を行うことによりリスク分散が図られるため、個別にはリスクの高いプロジェクトへの資金供給も可能となる。

こうした投資ファンドは、国際金融公社(IFC)やアジア開発銀行が参加しているアジア・インフラ・ファンド等既にいくつか設立されているが、我が国の豊富な資金供給力を背景としたアジア諸国のインフラ整備事業促進の観点からは、我が国主導のアジア諸国のインフラ整備事業に対する投資基金の設立も望まれる。なお、その際、投資基金に対して公的機関が参画することによって、民間部門の参加の促進が図られるとともに、投資先国との政策対話を通じて適正なインフラ整備の推進が可能となることから、我が国公的機関等の積極的な対応が期待される。

- (出所)「変貌する国際的な資金の流れと日本の役割—多様なアジアへの日本の対応—」外国為替等審議会国際金融取引における諸問題に関する専門部会報告書、平成7年6月9日

11-79 国際金融取引における現代的展開と取引環境の整備

—外国為替管理制度の抜本的な見直しについて— (報告)

1996(平成8)年6月17日

要旨

1. 国際金融取引の現代的展開

国際金融取引を取り巻く環境にどのよう

な新たな動きが生じつつあり、どのような課題があるかとの観点から意見聴取を行った。

(1) エレクトロニクス化の進展

クロスボーダー資金取引がリアルタイム化し、電子マネーの開発が進展している。迅速かつ安全な資金移動を可能とする市場環境等の整備と、取引実態の把握が課題である。

(2) 金融・資本取引のグローバル化と担い手の多様化

グローバル化の進展の結果、銀行以外の金融機関等が担う国際金融取引が増大している。国際金融取引の担い手の健全性を維持しつつ、効率的な資金取引等を可能とする制度整備が課題である。

(3) デリバティブ取引の拡大とリスク管理の重要性の増大

複合的なデリバティブ商品の開発が進み、金融機関等のリスク管理態勢の整備が重視されている。時価主義会計やネットティングにかかる環境整備が課題である。

(4) 我が国事業法人の海外展開と財務管理のグローバル化

事業活動の海外展開に伴い、海外金融子会社において、子会社間のクロスボーダー、マルチカレンシー取引の集中決済等が行われている。国内企業を一方当事者とする取引についても、効率的な決済を可能とする制度整備が課題である。

(5) 円の国際化と決済リスクへの対応

海外における決済通貨としての円の利便性を高めるための更なる制度整備、円に関する決済システムの一層の整備が課題である。

2. 諸外国の対応と制度的枠組み

諸外国は、どのような外国為替管理制度の枠組みの下でこれらの現代的展開に対応しているかとの観点から、米・英・独・仏における出張調査を行った。

(1) 電子マネーに対する考え方、取り組み

クロスボーダー取引、マルチカレンシー取引が自由であることを前提に、電子マネーの開発が進んでいる。ただし、マネーローディングの防止、金融政策との関係等について、なお検討を要する状況である。

(2) 各国の基本的法制

米国は個別法により有事規制を実施しており、平時の為替管理は行っていない。欧州各国は、我が国の外国為替及び外国貿易管理法に相当する基本法を残しつつ、平時の為替管理の撤廃を進めてきた。

(3) 有事規制

各国とも、経済制裁等のため、あるいは短期資本の急激な移動に対応する等のために有事の際に取引を規制しうる規定を有している。

(4) 外国為替業務の担い手

多くの国において預金及び為替取引は銀行専業となっている。外国通貨の売買業務について、マネーロンダリング防止の観点から、資格要件を定める動きがある。また、欧州では、通貨等のデリバティブ取引について、顧客保護や金融システムの安定の観点から、業として行う者に資格要件を求めるための制度を整備中（英国は導入済）。

(5) その他の取引規制

欧米諸国では、マネーロンダリング防止法等によっても、対外取引を利用した不正取引の禁止、金融機関の確認義務等を広範に規定している。

(6) 報告制度

多くの国では、統計作成目的から、銀行を通じない取引についても取引者に報告義務を定めており、義務違反には罰則を定めている。欧州各国では、報告のペーパーレス化、ワンライティング化が進んでいる。

3. 検討課題

(1) 国際金融取引の環境整備に関する指摘は様々な分野にわたるが、当審議会としては、外国為替管理制度の主要な論点を整理し、規制緩和の在り方を検討することが重要と考える。

(2) 現行の外国為替管理制度は有事規制・平時自由を基本としつつ、資本取引等について許可・届出制度を設けている。また、外国為替公認銀行を外国為替業務の担い手とし、有事規制の効果的発動の手段としている。かかる枠組みの下で、種々の規制緩和を弾力的に実施してきた。

(3) しかし、欧米諸国が対外取引規制を急速に自由化する中で、我が国金融・資本市場の活性化を図るため、対外取引規制の抜本的見直しが急務となっている。平時の許可・届出義務の大幅な削減や、外国為替業務の健全性を維持しつつその担い手の拡大を図ることにより、欧米先進諸国並みの自由な対外取引環境を整備する必要がある。

4. 外国為替管理制度の抜本的な見直しについて（基本的な考え方）

(1) 許可・届出制度

一般の取引当事者（エンド・ユーザー）が行う平時の資本取引・対外決済は、一部の直接投資を除き、事後報告制度に移行し、許可・届出制度を廃止することが適当である。

(2) いわゆる有事規制について

経済制裁等あるいは国際経済環境の急激な変動等の事態に対して緊急避難的に対応するために、平時の規制を極力避けつつ、為替管理（有事規制）を効果的に実施しうるメカニズムを確保する必要がある。

(3) 外国為替業務の担い手の要件等

外国為替業務のうち、預金業務や為替取引など銀行専業のものを除く一定の資本取引（注）を営業として行うことについては、我が国市場の活性化等の観点から、要件及び監督の枠組み等を整備した上で、外国為替公認銀行以外の新たな担い手の参入を積極的に認めるべきと考えられる。ただし、監督を要する「営業」の範囲、参入の要件や監督の具体的内容については引き続き検討を要する。

（注）次のような取引が考えられる：

- ・非居住者との間の対外支払手段又は債権の売買
- ・居住者との間の対外支払手段又は外貨建て債権の売買
- ・対外貸付け又は外貨建て貸付け

(4) 報告制度

外国為替及び外国貿易管理法の種々の政策目的の観点から、的確に取引の実態を把握する必要があるため、一般の取引当事者ないし業務の担い手から求める報

告は必要な限度において法律上の義務とし、違反には罰則を適用しうるようにすることが適当である。また、市場の利用者利便に資するため、取引の動向を適切な形にとりまとめ積極的に発表することが望まれる。さらに、報告負担緩和のため、報告の整理統合等の検討も望まれる。

(5) 通貨主権

通貨主権に基づく規制を平時に行わずとも、我が国経済に悪影響が出ることは考えにくい。非居住者ユーロ円債の発行や居住者間の外貨建て取引にかかる許可制度も廃止し、事後報告制度に移行することが適当である。

(6) 電子マネー

我が国において電子マネーが効率的かつ安全な取引手段として導入されるよう、ソフト面での開発者サイドの検討に合わせ、諸制度の関連をも視野にいたした全般的な制度面での環境整備についての検討を進めることが適当である。

(7) その他の検討課題

イ. 外国為替取引のコスト軽減のため、事務の外部委託等を弾力的に認めることを検討することが適切である。

ロ. オフショア市場について、取引対象に証券を加えることができるようにするなど一層の環境整備を検討することが適切である。

5. むすび

外国為替管理制度の抜本的な見直しによる我が国金融・資本市場の一層の活性化は喫緊の課題である。必要な検討を早急に開始し法律改正を含む所要の措置を講ずることが適当である。

(出所)『国際金融年報 平成8年版』(平成9年3月31日) 274-275ページ

11-80 外国為替等審議会「外国為替及び外国貿易管理法」の改正について
—我が国金融・資本市場の一層の活性化に向けて—

(外国為替等審議会答申)

1997(平成9)年1月16日

平成9年1月16日
大蔵大臣 三塚博 殿
外国為替等審議会
会長 平岩外四

答申書

平成8年9月12日付蔵国第5430号をもって諮問のあった「外国為替及び外国貿易管理法」の改正に関する当審議会の意見を別紙のとおり答申します。

平成9年1月16日
通商産業大臣 佐藤信二 殿
外国為替等審議会
会長 平岩外四

答申書

平成8年9月12日付8貿第716号をもって諮問のあった「外国為替及び外国貿易管理法」の改正のうち、貿易関係貿易外取引等に係る部分に関する当審議会の意見を別紙のとおり答申します。

外国為替等審議会委員名簿

会長 平岩 外四 (東京電力相談役)
会長 飯田 経夫 (国際日本文化研究センター教授)
代理 青井 舒一 (東芝相談役)
委員 大場 智満 (国際金融情報センター理事長)
川上 哲郎 (住友電気工業会長)
行天 豊雄 (東京三菱銀行相談役)
児玉 幸治 (商工組合中央金庫理事長)
鈴木 政志 (日本証券業協会会長)
須田 美矢子 (学習院大学経済学部教授)

	橋本 俊作	(全国銀行協会連合会会長)
	福井 俊彦	(日本銀行副総裁)
	福田 千世子	(弁護士)
	松尾 好治	(共同通信社論説顧問)
	室伏 稔	(日本貿易会会長)
	保田 博	(日本輸出入銀行総裁)
特別委員	池浦 喜三郎	(日本興業銀行相談役)
	大澤 弘之	(科学技術会議議員)
	金子 宏	(学習院大学法学部教授)
	河合 良一	(小松製作所相談役)
	新開 陽一	(大阪国際大学政経学部教授)
	布施 道夫	(経済評論家)

はじめに

当審議会において、昨年6月に外国為替管理制度（以下「外為制度」という。）の抜本の見直しについて報告書を取りまとめたが、さらにこれを踏まえ、9月以降、外国為替及び外国貿易管理法（以下「外為法」という。）の改正について法制特別部会を中心に審議を行った。また、11月の金融システム改革（東京（日本版）ビッグバン）についての内閣総理大臣による大蔵大臣及び法務大臣への指示並びに関係審議会への要請を踏まえ、2001年までに、我が国の金融市場をニューヨーク・ロンドンと並ぶ国際的な金融市場として復権させるとの観点から、さらに検討を深めた。

外為制度の抜本の見直しは、金融システム改革のいわばフロントランナーとして位置づけられるべきものであり、これが成功裏に実施されることにより、後に続く金融システム改革全体の流れに好ましい影響を与えるものと確信している。このような認識の下、当審議会は、21世紀を見据えた外為制度のあり方について、以下のとおり、基本的な考え方と具体的方策を答申する。

I. 外為管理制度の抜本の見直しの背景と基本的考え方

1. 金融・資本取引のグローバル化への対応

情報・通信技術の急速な発達やデリバティブ取引の拡大等を背景として、金融・資本取引のグローバル化が進展している。

これに伴い、我が国の金融業はもとより、金融システムそのものが熾烈な国際競争にさらされており、国内の金融・資本取引がより利便性の高い海外市場にシフトする傾向がみられる。

国際金融センターに期待される役割は、より低いコストで、内外の資金需要者に対して円滑に資金を供給するとともに、内外の投資家に対して十分な資金運用の場を提供することにある。東京市場がニューヨーク・ロンドンと並ぶ国際金融センターとして再生するためには、世界に共通するグローバル・スタンダードに沿った制度の整備を行う必要がある。これにより、東京市場は我が国の個人、企業のみならず、海外の個人、企業にとっても魅力のある市場に生まれ変わるものと期待される。

内外資本取引等の自由化により、内外市場の一体化が図られ、我が国の金融システムと海外の金融システムとの直接的な連動が強まることになるが、このことによって、金融システム改革の流れが加速し、ひいては東京市場全体のグローバル化・活性化につながるものと期待される。

2. 市場原理を基軸とした自由な対外取引環境の整備

我が国の外為制度の歴史は、戦前の資本逃避防止法制定にまで遡るが、現行の外為法は1949年に制定され、1980年の法改正において、現在のようないわゆる原則自由とする法体系に改められた。

このような我が国の外為制度は、1980年当時においては、欧州諸国よりもむしろ自由化の進んだ為替管理制度であったが、1980年代後半に欧州各国で、EU統合に向けて内外取引の急速な自由化が進められた結果、現状では、欧米先進諸国と比較して相対的な自由化の遅れがみられる。

即ち、現行の外為制度は、内外取引を原則自由としているが、いわゆる為銀主義の下、外貨売買や通貨関連のデリバティブ取引等を指定証券会社が行う一部の取引を除き、外国為替公認銀行（以下「為銀」という。）に集中させており、外国為替業務（以下「外為業務」という。）の担い手を為銀に限定している（外国為替公認銀行制度）。

一方、個人や企業が為銀を経由しない取引を行う場合には、事前の許可・届出が義務づけられている。

このような外国為替公認銀行制度は、取引の実態把握、外国為替市場（以下「外為市場」という。）の発展に一定の役割を果たしてきたが、金融機関や事業法人等の活動がグローバル化する中、ビジネス・チャンスを逸することなく、内外取引を迅速に行うことが、企業の国際競争力向上には不可欠となっており、事前の許可・届出は、こうした迅速な取引等の阻害要因の一つとなっている。

市場原理を基軸とした自由な市場を実現するためには事前の許可・届出制度を廃止し、外為業務を営業として行う場合も含めて自由に迅速な内外取引が行えるよう、欧米先進諸国並みの対外取引環境の整備を図る必要がある。

3. 国際的要請への対応と信頼される市場の確立

内外資本取引等や外為業務が自由化された後においても、対応していくべき課題がある。

自由に取引される市場においては、市場メカニズムが有効に働くとともに、自己責任原則に基づく公正な取引が確保される必要がある。このためには、市場の実態把握のための報告データを市場に還元するなど、取引者が市場について十分な情報を得て、適切な判断を行うことができるよう環境整備を図ることが適当である。

また、国際的な資金の流れの的確な把握や国際収支統計の作成は、我が国経済の適切な運営を行っていく上から必要であるのみならず、国際的な協調の下で、国際金融・資本市場の安定を図っていく上でも重要であり、効率的かつ実効性のある事後報告制度を整備することが適当である。

さらに、冷戦後の国際情勢は必ずしも安定したものではなく、地域紛争の深刻化等を背景として、国際連合安全保障理事会決議等に基づく経済制裁等を発動するケースが増加している。内外の資本取引等が自由化される下で、我が国が国際的責務を的確に果たすためには、国際情勢に対応して経

済制裁等を機動的かつ効果的に実施し得るメカニズムを確保する必要がある。

こうした取り組みが総合的に行われることによって、我が国及び我が国の国際金融市場に対する国際的信認が引き続き確保されることが期待される。

II. 東京市場の活性化のための具体的方策

1. 内外資本取引等の自由化

企業や個人が、自由に海外の企業や個人と資本取引、決済等を行うことができるよう、一部の直接投資や経済制裁等の場合を除き、事前の許可・届出制度を廃止すべきである。

これにより、例えば、海外預金の保有による輸出入入金等の決済や、マルチネットリング等の決済が自由となり、資金決済の一層の効率化が図られる。同様に、居住者、非居住者を問わず、あらゆる取引相手との間で、外貨売買、先物予約、通貨スワップ・オプション等の取引を自由に行うことができるようになり、グループ内企業の為替リスクの集中管理や顧客ニーズへの的確な対応等が可能となる。

2. 外国為替業務の自由化と外国為替公認銀行制度等の廃止

(1) 戦後、我が国経済が急速に国際化する過程で、外国為替公認銀行制度は外貨の有効活用や外為市場の健全な発展等において中心的な役割を担ってきた。また、取引の実態把握や取引の適法性の確認等を通じて、外為法の法目的の達成にも大きく貢献してきた。

しかし、近年の金融・資本取引のグローバル化等を背景として、各国金融市場間の競争が激化している状況の下で、東京市場を国際的に魅力のある市場とするためには、市場への参入・退出を自由とし、市場参加者の自由な活動を確保するなど、効率的で厚みのある市場とすることが求められている。

従って、東京市場の活性化を図るため、外為法においては外為業務の規制は行わないこととし、市場参加者が外貨売買や通貨関連のデリバティブ取引等の外為業務を等しく自由に行えるようにするとともに、外国為替公認銀行制度は廃止する

ことが適当である。また、これとあわせて、指定証券会社制度、両替商制度も廃止することが適当である。

これらにより、外為業務に着目した規制が撤廃され、あらゆる市場参加者の自由な活動が可能となるとともに、外為業務への自由な参入・退出が確保されることとなる。これは、銀行等の国際競争力のより一層の向上に資するとともに、市場への新たな参入者の拡大や市場の厚みの増大をもたらし、東京市場を活性化させるものである。

- (2) 外国為替公認銀行制度を廃止し、外為業務を自由化した後においては、銀行が行う外為業務に関連する経営の健全性等の確保は、銀行法等の関連する法規の下で適切に行われることが必要である。また、銀行以外の外為業務を行う者についても、関連法規に従いディスクロージャー等が適正に行われ、市場のチェック機能が自己責任原則の下で有効に働くこと等を通じ、健全な市場参加者として活動していくことが期待される。

外為業務に関連する投資家保護や不正取引の防止についても、市場のチェック機能や既存の法的枠組みの中で対応することとなるが、将来の問題として、情勢の変化に対応した何らかの環境整備が検討課題となろう。

- (3) 為銀の国際的信用の維持や本邦通貨の急激な変動防止を図る上で、いわゆる持高規制は重要な役割を果たしてきた。このうち国際的信用の維持、即ち銀行の健全性の観点からの規制については、バーゼル銀行監督委員会の市場リスク規制の導入に伴い、今後は、銀行法等の関連法規の下で適切に確保されるべきものであり、外為法で規制する必要性は低下していると考えられる。

他方、本邦通貨の急激な変動防止の目的は、依然として大きな重要性を持つと考えられるが、外為市場の急速な拡大やグローバル化が進展していることにかんがみれば、持高規制の相場安定機能は限定的であり、今後は、各国通貨当局との協調や為替市場介入等による対応が中心

となるべきとも考えられる。このため、常時持高規制を実施することはこれを廃止することが適当である。

3. 事後報告制度の整備

- (1) 新しい外為制度の下でも、対外取引の正常な発展や外国為替相場の安定などの法目的を達成するためには、市場参加者から報告を求め、国際収支統計や対外資産負債残高統計等の作成や市場動向等の的確な把握を行う一方で、国際金融取引の動向など市場参加者に必要な情報を積極的に市場に還元し、市場メカニズムの円滑化を図る必要がある。さらに、国際的な資本取引等の実態をフロー、ストックの両面において一層的確にマクロ的な把握をするため、統計内容の充実を求める要請が国際的に高まっているところである。こうした国内外の要請に応えるため、内外資本取引等に関する効率的かつ実効性のある事後報告制度を整備することが適当である。
- (2) 事後報告制度に移行するに際しては、報告負担を軽減する観点から、現行報告も含め全ての報告についてその必要性を見直し、必要度の低いものは廃止するなど思い切った整理・統合を行うとともに、内容の簡素化・ペーパーレス化など、報告の簡素・合理化に努める必要がある。
- (3) また、外為業務を行う銀行、証券会社等やとりまとめて報告することを希望する者は、取引一件ごとの報告に替えて、一定期間の取引をとりまとめて報告できることとするとともに、そのような者が取引の相手方となる場合や取引の媒介、取次ぎ又は代理を行う場合には、当該取引を行う者は報告義務が免除されるよう制度の整備を図る必要がある。
- (4) さらに、事後報告制度の実効性を確保するためには、取引者等が確実に報告を行うよう報告制度の周知に努めるなど環境整備を行うとともに、欧米先進諸国と同様に、法目的を達成する上で必要な報告を法律上の義務として規定し、報告義務違反に対する罰則制度を維持することが適当である。

4. 経済制裁等の国際的要請への対応

- (1) 経済制裁等を適切に実施していくことに対する国際社会の要請は、冷戦後の国際関係の中で一層強まっており、許可・届出制を廃止した後においても、我が国が国際社会の一員としての責務を的確に果たすためには、国際情勢に対応して、経済制裁等を機動的かつ効果的に実施し得るメカニズムを確保することが必要である。
また、経済情勢の急激な変動に対する緊急避難的対応を可能とする制度については、引き続き維持することが適当である。
- (2) 経済制裁等を発動する際には、特定国への送金等についてその取引当事者に許可等の義務を課すこととなるが、我が国が国際社会における責務を的確に果たしていくためには、取引当事者がまず自己の責任でその義務を遵守することが求められる。また、円滑に実施されるようその周知を図るとともに、行政においても適切な対応ができるようにしておくことが必要である。
- (3) 経済制裁等を効果的に実施するメカニズムとしては、他人のために送金を業として行う銀行等の目で資金の流れをチェックする仕組みを設けることが必要であり、現行法第12条の確認義務を経済制裁等の実効性確保のための義務に改変し、その一定水準の義務の履行を行政として引き続き確保できるようにする必要がある。
- (4) 国際的なマネーロンダリング防止等に対する国際社会の要請の高まりを踏まえ、高額を支払手段等の輸出入について、税関に対し事前に報告する制度を導入することが適当である。また、その他の対応として、クロスボーダーのマネーロンダリング等を防止するため、高額の海外送金や両替について、銀行や両替を業とする者等に本人確認を求める等の方法が考えられる。なお、税務当局等関係当局においても、適切な対応について検討する必要がある。

5. 直接投資

(1) 対外直接投資

今般の外為制度の見直しの目的が、対

外取引のコスト増要因となっている許可・届出を原則廃止し、欧米先進諸国並みの自由な対外取引環境を整備することにあることにかんがみ、以下のような方向で、対外直接投資に関する制度を見直すことが適当である。

- イ. 制限業種以外の一般業種（経済制裁対象国で行う事業を除く）については、事前届出制を廃止し、資本取引一般と同様、事後報告制に移行する。
- ロ. 制限業種等についても、我が国の側で規制することの必要性の有無、規制することが国際的に見ても十分に合理性を有するか否か等の観点から見直しを行い、銀行が行う投資や銀行業に対する投資、真珠養殖業や繊維製品の製造業又は加工業に対する投資等について事前届出制を廃止するなど、規制の対象を必要最小限に限定する。

(2) 対内直接投資

対内直接投資については、1992年の外為法の改正により、原則事後報告・一部審査付事前届出制に移行したところであるが、昨年3月に閣議決定された規制緩和推進計画改定やOECDにおける議論等を踏まえつつ、今後とも引き続き、一層の自由化を図っていく必要がある。

6. その他

(1) 電子マネー

電子マネーは、取引コストを低減し利用者利便を向上させる新たな手段として国際的に関心が高まっており、我が国でも銀行界を中心にそのスキームの検討や実験が開始されるようになってきた。将来、クロスボーダー、クロスカレンシー取引においても大きな発展の可能性を有することから、決済制度及び金融制度との関係のみならず、国際金融取引の安全性、公正性等の観点から、金融制度調査会及び外国為替等審議会共同の「電子マネー及び電子決済に関する懇談会」等において検討が進められており、今後の成果が期待される。

上記の検討状況を踏まえ、電子マネーによるクロスボーダー取引のあり方に応じた報告制度の整備など、今後さらに検

討を行うことが適当である。

(2) オフショア市場の一層の活性化

東京オフショア市場については、我が国金融・資本市場の活性化を図る観点から、現行オフショア市場の仕組みの整備を図るとともに、取引対象に証券を加えることができるようにするなど一層の環境整備を引き続き検討することが適当である。

(3) その他

その他所要の規定の整備等を行う。

Ⅲ. 結語

本審議会は、以上のように外為法の改正について基本的な考え方と具体的方策をとりまとめた。今後、本答申を踏まえ、外国為替及び外国貿易管理法の改正法案をとりまとめ、早期に国会に提出されることを強く希望する。

さらに、本改革により内外の金融システムの一体化が一層強まり、我が国金融システム全般の改革が促進されるものと期待する。

(出所) 外国為替等審議会答申「『外国為替及び外国貿易管理法』の改正について—我が国金融・資本市場の一層の活性化に向けて—(外国為替等審議会答申)」
平成9年1月16日

11-81 外国為替及び外国貿易管理法(外為法)改正

1. 外国為替及び外国貿易管理法改正の経緯

平成8年9月12日、大蔵大臣及び通商産業大臣より外国為替及び外国貿易管理法改正に関する諮問が外国為替等審議会(平岩外四会長)になされた。これを受けて、同審議会において法制特別部会(大場智満部会長)が設置されて、法改正に関する検討が進められた。また同年11月に橋本総理によりなされた我が国金融システムの改革に関する指示において、その具体的検討項目として「自由な内外資本取引(外国為替公認銀行主義の撤廃)」が掲げられたことを受け、さらに検討が進められた。このような検討を経て、平成9年1月16日に外国為替及び外国貿易管理法の改正に関する答申が大蔵大臣及び通商産業大臣に提出され、

法制化作業が進められた結果、改正法案は3月4日に閣議決定され、同日国会に提出された。

国会における審議は、4月3日の衆議院本会議における趣旨説明から始まり、衆・参の質疑は両大蔵委員会合わせて35時間(外に参考人陳述等各3時間)に及び、5月16日の参議院本会議で改正法案が可決・成立し、5月23日に公布された。

その後、関係政省令の整備を経て、平成10年4月1日、外国為替及び外国貿易法(改正外為法)が施行された。

2. 改正外為法の概要

別紙1のとおり。

3. 改正外為法に基づき行う事務

(1) 報告関係(報告制度の概要は別紙2参照)

外国為替及び外国貿易管理法改正により、内外資本取引等に係る事前の許可・届出制度が原則廃止され代わって事後報告制度が法目的を達成するための重要な柱の一つとして位置付けられることとなった。

具体的には、支払等の報告、資本取引の報告、外国為替業務に関する事項の報告などが、国際収支統計の作成や市場動向の把握等の目的のため徴求されているが、報告者の負担軽減や二重徴求を避けるための配慮がなされている。

(2) 経済制裁関係

① 改正外為法では、「国際約束を誠実に履行するため必要があると認めるとき」というこれまでの発動要件のほか、国際的要請を踏まえ経済制裁を機動的に実施するため「国際平和のための国際的な努力に我が国として寄与するため特に必要があると認めるとき」との発動要件が新たに追加された。

② 現在、当省関係では以下の国等に対する制裁措置を実施している。(別紙3参照)

イ. 国際約束の誠実な履行として安全保障理事会決議に基づき実施しているもの

- ・イラク(平成2年8月発動)
- ・アンゴラ(平成5年10月発動、平成

9年11月・平成10年8月追加発動)

ロ. 国際平和のための国際的な努力に我が国として寄与するため実施しているもの

・ミロシェヴィッチ前ユーゴスラヴィア大統領等(平成10年8月)

③ 外国為替及び外国貿易管理法改正時の国会附帯決議に基づき、平成10年4月以降、外国為替及び外国貿易法に基づき経済制裁を実施した場合には国会へ報告することとされている。(別紙4参照)

本件附帯決議を受け、平成10年8月のユーゴスラヴィア・セルビアに対する制裁及びアンゴラに対する追加制裁実施について国会報告を行っている。

④ 更に、その後、以下の国に対する経済措置の解除又は一部見直しを行ったが、当該解除等に当たっても上記国会の附帯決議の精神を踏まえ、国会報告を行っている。

・リビアに対する制裁措置の解除(平成12年5月)

・イラクに対する制裁措置の一部見直し(平成12年12月)

・ユーゴスラヴィア・セルビアに対する制裁措置の解除(平成12年12月)

(3) 支払手段等の輸出入の届出

今回の外国為替及び外国貿易管理法改正により、新たに一定金額を超える現金等の支払い手段等を輸出入する場合の届出制度が設けられた。具体的には、100万円相当額を超える現金や小切手等、又は1キログラムを超える金の地金を携帯して輸出入しようとする場合には、出入国時に空港等にある税関への届出義務を課している。

(4) 直接投資等

対外直接投資について、改正前の外国為替及び外国貿易管理法ではすべての審査付事前届け出制であったが、改正外為法では、一部の事業(漁業、皮革又は皮革製品の製造業、武器製造業、武器製造関連設備製造業、麻薬等製造業)又は一部の地域(具体的な対象地域は現在定められていない)に対するものを除いて事

後報告制となった。

(注) 対内直接投資等については、平成4年の外国為替及び外国貿易管理法改正により、一部の業種(国の安全等に係るもの)又は我が国との間で対内直接投資等に関し条約その他の国際約束がない国からのもので相互主義の観点から規制するものを除き、事後報告制となっている。

(5) 立入検査

改正前の外国為替及び外国貿易管理法では外国為替公認銀行の国際的信用の維持のため、資産の健全性確保等の観点から立入検査を実施してきたが、改正外為法では経済制裁等の実効性の確保のため、外国為替業務を行うものを対象とした立入検査を実施することとなった。

検査項目は以下のとおり。

① 経済制裁等のための規制の遵守状況

条約その他の国際約束を誠実に履行するため、また国際平和のための国際的な努力に我が国として寄与するため発動する、経済制裁等のための規制の実効性を確保するため、その遵守状況を検査する。

② 銀行等の確認義務の遵守状況

業法上為替取引を行うことができる銀行等に課している、経済制裁国向け取引等に係る支払等に関する確認義務の遵守状況を検査する。

③ 特別国際金融取引勘定に関する規定の遵守状況

預金受け入れ金融機関が大蔵大臣の承認を受け開設した特別国際金融取引勘定について、その経理処理や取引の相手方の非居住者性の確認等についての規定の遵守状況を検査する。

④ 本人確認義務の実施状況

銀行等又は両替業務を行う者に課している顧客の本人確認義務の実施状況を検査する。

(別紙1)

外国為替及び外国貿易管理法の改正について

外国為替及び外国貿易管理法改正の
目指すべきもの

- 対外取引におけるグローバル・スタンダードの実現
- 外国為替業務の完全自由化による市場の活性化

1. 外国為替及び外国貿易管理法改正の背景

- 国際金融取引のグローバル化・エレクトロニクス化の進展
- 欧米先進諸外国における外為制度の自由化の進展、アジア市場の台頭による競争の激化
- 思い切った規制緩和を通じた我が国金融・資本市場の一層の活性化、空洞化懸念への対応
- 「経済の基礎をなす金融システム改革」(日本版ビッグバン)の必要性
 - ニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際的な金融市場として復権
 - 外為制度改革はそのフロントランナー

2. 外国為替及び外国貿易管理法改正の主な内容

- 内外資本取引等の自由化
事前の許可・届出制度の原則廃止。
→企業や個人が自由に海外の企業や個人と資本取引、決済等を行うことができるようになった。
- 外国為替業務の完全自由化
外為制度、指定証券会社制度、両替商制度を廃止し、外国為替業務に着目した規制を撤廃することで、外国為替業務への自由な参入、退出を確保。
→銀行等の国際競争力のより一層の向上に資するとともに、市場への新たな参入者の拡大や市場の厚みの増大をもたらし、東京市場の活性化が期待される。
- 事後報告制度の整備
新しい外為制度の下でも、引き続き、国際収支統計の作成、市場動向の的確な把握等のため、内外資本取引等に関する効率的かつ実効性のある事後報告制度を整備。
- 経済制裁等の国際的要請への対応
国際的な要請に応じて、経済制裁等を機動的かつ効果的に実施し得るメカニズムを確保。

外国為替及び外国貿易管理法の改正について（主な例）

項目	改正前	改正後
居住者の海外預金	○許可制 (・ 2億円相当額以下のポートフォリオ投資用外貨預金は許可不要 ・ 機関投資家による証券売買の決済用口座は包括許可)	○企業や個人が海外の銀行に自由に預金口座を開設し、その口座を通じて取引代金等の決済を行うことが可能となった。
対外貸借	○届出制 (・ 1億円相当額以下は届出不要 ・ 保険会社による円建対外貸付は届出不要の指定)	○海外から直接資金を借り入れたり、海外に直接資金を貸し付けたりすることが自由になった。
居住者間の外貨建取引	○許可制 (・ 指定証券会社が対外証券投資等に伴い行うものは包括許可)	○国内企業間の取引を外貨建で決済することが自由となった（例えば、輸出代金を外貨で受け取り、当該外貨をそのまま輸入代金の支払に充てることが可能となった。）。 ○海外旅行から持ち帰った外貨を個人間で交換することや、外貨による国内での買い物が自由となった。
クロスボーダーの証券売買	○届出制 (・ 1億円相当額以下は届出不要 ・ 機関投資家は届出不要の指定)	○国内投資家が、海外の証券会社等から直接債券や株式を購入することが自由となった。 注) 勧誘を伴う取引については、外証法によって規制されている。
特殊な（=銀行等を通じない）決済	○許可制 (・ 企業内グループのネットティング（交互計算）は包括許可)	○相殺、マルチネットティング等の銀行を通じない決済を自由に行うことができるようになった。
外国為替業務	○認可を受けた外国為替公認銀行に限定	○外国為替業務に着目した規制を撤廃（外国為替公認銀行制度を廃止）したことで、外国為替業務への自由な参入、退出を確保。
両替業務	○認可を受けた両替商に限定	○誰でも自由に両替業務ができるようになった。

(注) その他、100万円を超える現金などの支払い手段等の持ち出し、持ち込みについて、新たに税関への届出制が導入された。

(別紙2)

報告制度の目的及び各種報告の位置づけ

目的	主として利用する報告	利用する報告の事項	備考
国際収支統計の作成	支払等の報告	○支払等の相手国、目的、金額 ○外国為替業務に係る利子、配当金、手数料等の支払及び受取額	・ 外国為替業務の報告により報告される事項は原則支払等の報告を免除 ・ 小規模の支払等については支払等の報告を免除
	外国為替業務の報告	○証券の取得、処分に係る証券の種類別の額 ○貸付け及び借入れに係る相手国別の額	
市場動向の把握	資本取引の報告	○資本取引の額、条件 ○外国為替業務に係る資金の運用及び調達の高残	・ 外国為替業務の報告により報告される事項は原則資本取引の報告を免除 ・ 小規模の資本取引については資本取引の報告を免除
	外国為替業務の報告	○外国為替業務に係る利子、配当金、手数料等の支払及び受取の状況 ○証券の取得、処分の状況 ○貸付け及び借入れの状況 ○対外支払手段の売買の状況	
その他	本人確認の実施状況の把握	銀行等の本人確認の実施状況の報告	○本人確認の未済件数

(別紙3)

国際連合安全保障理事会決議等に基づく経済制裁の内容比較
(特に注記のない限り、国際連合安全保障理事会の制裁決議に基づき実施)

対象国 (実施時期)	経済制裁 発動原因	実施状況	支払・資本取引 (財務省・経済産業省)		貿易取引 (経済産業省)	役務取引等 (財務省・経済産業省)	
			支払規制 (資産凍結)	投・融資 規制	輸出入規制	役務 取引規制	仲介 貿易規制
イラク (平成2年8月)	クウェート侵攻	実施中	実施	実施	実施	実施	実施
(平成12年12月)			実施 (渡航関係費用等 を除外)	実施	実施	実施	実施
アンゴラ (平成5年10月)	アンゴラ内戦	実施中	—	—	輸出規制 (武器・石油・石 油関連資材)	—	実施 (武器・石油・ 石油関連資材)
(平成9年11月)			—	—	輸出規制 (航空機関連)	実施 (航空機関連 技術・保険)	輸出規制 (航空機関連)
(平成10年8月)			実施	実施	輸出規制 (車両、船舶、鉱 業用機材等) 輸入規制 (ダイヤモンド)	実施 (陸海上輸送)	実施 (車両、船舶、 鉱業用機材)
ユーゴスラ ヴィア (平成10年3月)	コンゾヴォ問題	実施中	—	—	輸出規制 (武器)	—	実施 (武器)
ユーゴスラ ヴィア、セル ビア (平成10年8月)			平成13年2月 1日解除	実施(注1) (ユーゴ政府、中 央銀行、セルビ ア政府の預金)	実施(注1) (セルビア向 け対外直接投 資)	—	—
ユーゴスラ ヴィア(セル ビア) (平成13年2月)		実施中	実施(注1) (ミロシェヴィツ チ前大統領及び 関係名義の預金)	—	—	—	—
タリバーン (安全保障理事 会決議：平成 11年10月)	国際的テロ行為 への関与(国際 的テロリストの 保護)	外務省、経済 産業省と検討 中					

(注1) 平成10年の外国為替及び外国貿易管理法改正による新発動要件(国際平和のための国際的な努力に我が国として寄与するため)に基づく規制。
(注2) エティオピア、エリトリア、シエラレオネ、リベリアについても、安全保障理事会決議に基づき経済制裁を行っているが、制裁内容は武器等の輸出規制であり、財務省関係はなし。

衆・大蔵委における外国為替及び外国貿易管理法附帯決議

(平成9年4月22日)

外国為替及び外国貿易管理法の一部を改正する法律案に対する附帯決議

政府は、次の事項について、十分配慮すべきである。

- 一
- 一
- 一 } 略
- 一

一 政府は、我が国が締結した条約等の国際約束を誠実に履行するため、又は国際平和のための国際的な努力に我が国として寄与するため、本邦からの海外送金、資本取引

等をしようとする者に主務大臣の許可を受ける義務を課した場合は、速やかにその理由を公表し、国会に報告すること。

参・大蔵委における外国為替及び外国貿易管理法附帯決議

(平成9年5月15日)

外国為替及び外国貿易管理法の一部を改正する法律案に対する附帯決議

政府は、次の事項について、十分配慮すべきである。

- 一
- 一 } 略
- 一

一 経済制裁のため本邦からの海外送金、資

本取引、外国貿易等をしようとする者に主務大臣の許可等を受ける義務を課した場合

は速やかにその理由を公表し、国会に報告すること。

我が国の為替管理政策の変遷

年	内 容
昭和6年	金輸出再禁止（金本位制停止）、兌換停止
昭和7年	資本逃避防止法制定
昭和8年	外国為替管理法制定（「外国為替銀行制度」の導入）
昭和11年	大蔵省令により貿易為替管理を開始
昭和16年	外国為替管理法改正（戦時体制へ移行）
昭和20年	GHQの全面管理
昭和22年	民間貿易の一部再開
昭和24年	単一為替レートの設定 1ドル=360円 「外国為替及び外国貿易管理法」（外為法）の制定
昭和25年	「外資に関する法律」（外資法）の制定
昭和27年	IMF、世界銀行に加盟
昭和29年	外国為替管理委員会の廃止、外国為替等審議会の設置
昭和39年	外国為替銀行法の制定に伴い、外国為替銀行を外国為替公認銀行に改正 外国為替予算制度の廃止
昭和46年	IMF8 条国へ移行、OECDに加盟
昭和47年	為替レートの変更、1ドル=308円
昭和48年	外貨集中制度の廃止 変動相場制へ移行
昭和53年	対内直接投資につき例外業種を除き原則自由化の閣議決定
昭和55年	為替管理の実質的な自由化を図るため、政省令の全面自由化
昭和59年	外為法を原則自由の法体系に改正、外資法廃止
昭和61年	先物外国為替取引に関する実需原則の撤廃
昭和62年	オフショア勘定の創設に伴う外為法の一部改正
平成4年	対内直接投資につき事前届出制から原則事後報告制への移行に伴う外為法の一部改正
平成9年	外為法の一部改正法案国会で可決成立（題名から「管理」を削除）
平成10年	改正外為法施行（4月1日）

（出所）財務省資料（平成13年7月）

11-82 外国為替等審議会 アジア金融・資本市場専門部会
「アジア通貨危機に学ぶ」—短期資金移動のリスクと21世紀型通貨危機—
 1998（平成10）年5月19日

審議を行ってきた。

本報告書は、本部会における10回にのぼる会合の中で出された委員・専門家による意見陳述、及び討議の成果を取りまとめたものである。

平成10年5月19日

はじめに

外国為替等審議会「アジア金融・資本市場専門部会」は、昨年10月の第44回総会において設置され、「アジア諸国における最近の金融・資本市場の諸問題」をテーマとして、アジア通貨危機の原因と特徴、アジア通貨経済危機が新興市場経済国や国際機関、及び我が国に対し提起している課題等について調査・

外国為替等審議会

「アジア金融・資本市場専門部会」委員名簿
 部会長

伊藤 隆敏 一橋大学経済研究所教授

部会長代理

河合 正弘

前・東京大学社会科学研究所教授

委員		
池上 崇	三井物産業務部国際協力推進室長	
植田 和男	日本銀行政策委員会審議委員	
岡田 博	千代田化工建設理事	
関 志雄	野村総合研究所研究開発センター主任研究員	
北沢 洋子	国際評論家・アジア太平洋資料センター	
河野 善彦	海外経済協力基金業務第1部長	
杉田 正博	日本銀行国際局長	
首藤 恵	中央大学経済学部教授	
竹内 佐和子	東京大学大学院工学系研究科助教授	
南条 俊二	読売新聞論説委員	
野間 茂	日本生命保険国際金融部長	
長谷川 康司	トヨタ自動車取締役	
波多野 琢磨	日本輸出入銀行営業第一部長	
原 洋之介	東京大学東洋文化研究所教授	
福田 千世子	弁護士、ブラウン・守谷・帆足・窪田法律事務所パートナー	
藤村 幸義	日本経済新聞論説委員	
水城 武彦	日本放送協会解説委員	
宮原 克元	日本電信電話株式会社国際本部財務法務部門長	
吉野 直行	慶應義塾大学経済学部教授	
渡辺 喜宏	東京三菱銀行開発金融部長	

序論

アジア諸国、その中でも「4匹の龍」と呼ばれる香港、韓国、台湾、シンガポール、及び、東南アジアの「新興市場経済」に数えられるインドネシア、マレーシア、タイは、1965年から90年にかけて「奇跡ともいえる成長」を遂げた。これらの国々は、成長の果実を分配することにもおおむね成功し、加えて元々他の途上国と比較して低かった不平等度を更に低下させてきた、と高い評価を勝ち得てきた（93年8月、世界銀行「東アジアの奇跡」）。90年代に入っても、これらの地域は総じて高い成長を維持し、94～95年のメキシコ

通貨危機も波及を心配されたが乗り切り、「世界の成長センター」とまで言われるようになっていた。そしてこのような成長をもたらした背景としては、勤勉な質の高い労働力、高い貯蓄率、日本をはじめとした先進諸国からの直接投資等があった。

しかしながら、1997年7月タイに端を發した通貨・経済の混乱は、南はインドネシアから北は韓国にまで、その程度は異なるものの波及し、アジア諸国の経済は瞬く間に大きな試練に直面することとなった。これにより、これまでは成功のかぎとされていた経済の制度までが問題とされるに至っている。また、これら地域が世界経済に占めるウェイトが高まってきていたことを反映して、その経済的混乱は我が国を含め世界経済全体にも少なからぬ影響を与えている。今回のアジア通貨危機は、金融・資本市場のグローバル化や巨額の資本移動を背景として生じ、市場参加者の投資環境の評価（パーセプション）の変化が民間資本フローの急激な逆転をもたらしたという特徴を持つことから、21世紀型通貨危機とも言われている。

この通貨・経済の混乱の過程で、国際金融機関（IFIs）や日本をはじめとする先進諸国の支援が行われたが、今回の危機が大方の予想を超える規模と広がりを持つに至ったことから、その支援の在り方についても様々な議論がなされている。

他方、アジア地域は、人口が増大していること、インフラ整備もなお必要であること等の状況にかんがみると、持続的な成長を回復していく必要があることは言うまでもない。

このような中でアジアにおいて最大の経済力を有し、同地域に経済面ばかりでなく政治面、文化面でも深いつながりのある日本は、これまで通貨危機に見舞われた国々に対し二国間としては最大の支援を行うことをはじめ、国際的な支援体制の構築においてもリーダーシップをとってきた。アジア地域が今回の危機を克服し、今後持続的かつ安定的な成長経路に復帰し、その生活水準の向上を図っていくことは、我が国経済にも大きな影響を与えるものである。アジア地域の動向は、我が国にとっても最大の関心事項となっている。

本部会では、以上の問題意識を踏まえ、今

回の通貨危機の原因、背景及びそれが提起している課題を分析し、今後再びアジア地域が持続可能な成長経路に復帰するために取り組まねばならない問題、及び、将来の危機に備えてなすべき課題につき、議論し取りまとめを行った。

(注) 本報告において「アジア」という場合、北は韓国から南はインドネシアに至る太平洋沿岸の東アジア地域を念頭においている。

第1章 アジア通貨危機の原因と特徴

1. アジア通貨危機の経緯と原因

タイで発生した通貨危機は、周辺の東南アジア各国に波及し、先進国グループに仲間入りしたばかりの韓国まで通貨・金融市場の混乱に巻き込まれるに至った。このアジア全体を覆った通貨危機は1つの事象としてくくられることが多いが、その発生の背景、要因については必ずしも同一でない面もある。また、今回の通貨危機を契機に、金融セクターの脆弱性、産業構造の転換の遅れ、コーポレート・ガバナンス等のいわゆる構造問題が表面化し、それが各国通貨がなかなか安定しない大きな要因であるとの議論もなされている。

今次のアジアにおける通貨危機の発生とその進展の経過について、ここで振り返っておくことが必要であろう。

(1) タイにおける通貨危機の発生

タイのパーツが1997年7月2日にそれまでの実質ドル・ペッグからフロート制に移行し、大幅に通貨価値を減価させ始めたことが今回の通貨危機の発端となったが、パーツについては既に96年以降市場において何度か売り圧力が加わっており、その度ごとにタイ通貨当局は金融引締め、介入等により対応してきた。しかし、97年7月に至り、使用可能な外貨準備の急減により、実質ドル・ペッグを維持することができなくなった。

かかるパーツ売りの発生は、タイにおいてパーツへの市場の信認が失われたためであるが、その要因としては次のような点が指摘されている。

① 為替の過大評価

「通貨バスケットに対するペッグ制」とはいえ、実質的にはドルに対してリンクしており、1995年春以降のドル高推移によりパーツ

が過大評価となった。これが96年における輸出の伸びの急激な鈍化の1つの要因となった。

② 巨額の経常収支赤字

1995年以降経常収支赤字がかなりの高水準で推移していたにもかかわらず（経常収支赤字対GDP比：94年5.6%→95年8%、96年7.9%）、それまでの急速な経済成長下、労働コストの上昇に対応した産業構造の転換が遅れたこと、資本財産業が未成熟であったこと等により、経常収支赤字を是正する見通しが立たなかった。中国等後発の諸国の輸出品との競争にもさらされていた。経済成長率も96年以降低下し始め、悲観的な予想へとつながった。

③ 短期外貨資金の流入

また、先進諸国における低金利に対しタイの金利は高水準にあったことから、実質ドル・リンクの下、短期外貨資金が大量に流入し、その一部がファイナンス・カンパニー等を通じ不動産等の資産投資に使われバブルの発生を招来し、その崩壊とともに金融機関の不良債権問題が顕在化した。なお、1993年に創設されたBIBFを通じて流入した短期資金の一部も、かかる資産投資に用いられたと言われている。

④ 金融機関の破たん

1996年春以降一部金融機関の破たんも表面化し始めた。更に、情報開示が不十分なことから市場の不信感が金融セクターへの懸念を増大していた。

⑤ 投機資金による売り圧力

これらを背景に、タイの通貨制度は、市場において持続不可能と見られるようになり、その過程でヘッジ・ファンド等の投機資金による先物売り等の動きも加わり、通貨当局はついに市場の圧力に抗しきれなくなった。

以上要約すると、タイにおいては、金融機関の破たんや投機資金の動きも要因となったが、基本的には、マクロ経済状況の不均衡が持続不可能となり、それが主因となって通貨市場における破綻という結果につながったものと見ることができる。この点、メキシコの94年末の通貨危機との類似性を指摘できる。ただし、メキシコの場合は政府債務、タイの場合は民間銀行債務が問題となった点が異なる。

7月の変動相場制移行後、タイ・パーツは

下落を続けた。これに対し当時のチャワリット政権は7月29日に至りIMFに支援を求めた。IMFはアジア各国に対し支援を呼びかけ、8月11日の日本がホストとなった支援国会合を経て、13日にIMFを中心とする支援パッケージがまとまった。しかし、IMF合意後もしばらくは、歳入増のためのガソリン税引上げを撤回し、蔵相が10月19日に辞任表明する等、政治状況の不安定や波及した近隣諸国の動向の影響を受け安定しない状況が続いた。その後11月に新たに政権に就いたチュアン首相の下、IMFとの合意に従い金融機関の再編を大胆に進める等（例えば12月8日に発表された金融再建措置において、営業停止となっていたファイナンス・カンパニー58社中56社を閉鎖）の政策遂行姿勢に対し市場の信認が相当程度回復しつつあり、1998年年初こそ近隣国の通貨下落の影響からパーツは最安値をつけたが、その後は落ち着きを取り戻している。

(2) 近隣国への波及

タイにおける通貨・金融市場の混乱は、数週間後には、インドネシア、マレーシア、フィリピン、また、これら3国に比べ程度は小さいもののシンガポール、台湾に波及し、更に香港にまで及んだ。

タイ・パーツの下落を受け、インドネシアは7月11日に変動バンドを拡大、8月14日にはバンドを撤廃してフロート制に移行、フィリピンも為替取引バンドを7月11日に撤廃した。インドネシア、フィリピン、マレーシアの通貨はタイ・パーツの下落につれて下落し、株価の下落も生じた。下落率は比較的小さいもののシンガポールや台湾でも通貨・株価の下落が起こった。

これらの国々は、マクロ経済状況から見る限り通貨・金融市場の混乱が起こる要素は少なかったし、タイの場合と違いそれ以前に市場において徴候があったわけでもない。また、各国それぞれについて見ると、その経済構造、産業構造は、一次産品への依存度が依然高い国から、ハイテク製品の輸出が主流となっている国まで、また、一人当たりGDPをとってみても大きな違いがあった。

にもかかわらず、通貨・金融市場の混乱は瞬間にこれらの国に波及し、いわゆる「contagion（伝染）」が生じた。伝染が生じ

た要因としては、市場におけるこれら各国通貨に対するパーセプションが、タイ・パーツの大幅下落を受けて一挙に変わったことが指摘されている。そのような市場の変化をもたらした1つの背景としては、それまでのアジアの高成長の過程でこれら各国が域内貿易の依存度をはじめ、相互依存の程度を高めていたことが挙げられる。また、特に波及の大きかったインドネシア、マレーシア、フィリピンについては、以下のような点につきマーケットが着目したことが指摘されている。

① 為替の過大評価

程度の差はあれ本国通貨をドルにリンクしており、ドル高に伴い実質実効為替レートが上昇し、輸出競争力の低下が懸念された。これにより、タイ同様、中国等の後発国との競争にさらされるようになった。

② 輸出主導型の経済構造

各国とも輸出主導型の経済構造を有しており、輸出競争力の低下（為替相場の上昇・労働コストの上昇等による）の影響を受けやすい。

③ 短期対外民間債務の積み上がり

これまでの外資導入促進に基づく成長政策の中で、民間債務、その中でも短期の債務の積み上がりに対する懸念が生じた（特にインドネシア）。

④ 構造問題等

ファミリービジネス等に代表される採算性への考慮を欠いた過剰投資とそれを支えた金融セクターの不透明さ、脆弱性が表面化したほか、一部の国では政治的安定性に関する疑念が生じた。

いずれにしても、タイの場合には、1996年ごろより通貨市場への圧力が高まっており、97年7月にタイにおいて通貨危機が発生したことは、必ずしも驚きではなかった。しかし、これらの国においては、同様の兆候は市場において表面化しておらず、これらの国にタイの通貨危機が大規模に波及し、更にそれが各国経済に大きなインパクトを与えることになったのは、予想を超えるものであった。

このような東南アジアにおける通貨・金融市場の混乱により不安定性を増した国際資金の動きは、国際金融市場の1つである香港にまで影響を及ぼし、10月下旬には香港株式市

場が大幅下落した（10月23日前日比10%下落、28日同13%下落）。これがニューヨーク等の株式市場にも波及し、アジアにおける通貨・金融市場の混乱は世界的な問題と捉えられるようになった。

(3) 韓国への波及

アジアにおける通貨危機は、10月下旬以降韓国に波及し、更にその深刻度を増した。しかし、既に伝染を受けていたインドネシア等と韓国とは、通貨危機発生の要因は異なるようである。

アジアにおける通貨混乱により不安定性を増した市場の動向が、韓国における通貨危機の要因となったことは間違いないが、韓国においては、既に国内において、産業構造及び金融セクターを巡る諸問題が通貨市場の混乱が発生する以前に噴出していた。すなわち、マクロの経済状況自体は、1997年第2四半期以降それまでの景気停滞を徐々に脱却し回復傾向にあったが、財閥主導の過剰な投資、それを支えた銀行融資の不良債権化、といった問題が表面化していた。97年1月の韓宝グループの破たん始まり、財閥の経営行き詰まりが続々と表面化し、7月には財閥8位の起亜グループの破たんまでに発展した。そしてこれら財閥を資金面で支えてきた金融機関の資産内容の悪化が懸念されるようになってきた。更に、総合金融会社（ノンバンク）の短期外貨調達に基づく積極的な国内外での資金運用が行き詰まりをきたしていた。

このような経済状況が、韓国経済に対する信認を急速に低下させ、東南アジアで発生していた通貨危機により投資資金の回収可能性に敏感になっていた外国資金は、急速に韓国から流出するという事態に立ち至った。韓国通貨当局は、このような事態が金融セクターの破たんという状況に陥るのを防止するため、8月から11月にかけて数次にわたり金融市場安定化対策を講じるとともに、外貨準備により金融セクターの資金支援を行ってきたが、ついに支えきれなくなり、11月末にはIMFを中心とする国際的な支援を要請することとなった。

韓国も、IMFとの合意直後は、大統領選を控えた政治状況の下、依然不安定な状況が続く市場の信認はなかなか回復せず資金流出も

止まらなかった。しかし12月末に至り、新大統領の選出後、円滑な新体制の準備が進んだことや新大統領がプログラム実施に強い意志を見せたことによる政治に対する不安感の解消、IMF等の国際支援の前倒し決定、更には日米欧の主要民間銀行と韓国当局との間で韓国向け短期債権の長期化に関し検討の方向が合意されたこと等により、落ち着きを取り戻した。

(4) インドネシアを巡る状況

波及した国の中で最も深刻な状況となったのはインドネシアであった。インドネシア・ルピアはタイ・バーツ以上に下落し、通貨の下落により民間の対外外貨建て債務負担の増高、それが対外債務の返済能力に対する市場の不安感を招きルピアの下落をもたらすという悪循環に陥った。このため10月には、外貨準備の状況は危機的ではなかったが事態の保全を図るため、IMFへの支援を要請するという事態にまで立ち至ることになった。

10月31日のIMFとの経済調整プログラム合意後、インドネシア・ルピアは、一時小康状態の時期もあったが、大統領の健康不安説、調整政策の遂行を巡るインドネシア政府の姿勢（例えば、大統領の家族の経営する銀行が閉鎖されたが別の法人の形で実質的に復活した）等に対し市場は疑心暗鬼となり、12月から本年にかけてルピアは大きく下落し不安定な状況が続いた。特に1月6日に発表された予算案の前提が極めて楽観的であったこと（1998年経済成長率4% [97年10月末のIMF見通しでは3%]、対ドルレート4,000ルピア [97年末同6,000台] を見込んでいた）に加え、IMFとの間で合意されていた財政黒字対GDP比1%を盛り込んでおらず、市場はインドネシア政府の政策遂行態度への不信感を一層強めた。金融面について見ると、インドネシアの場合、韓国のような銀行債務というよりは、全体像の把握がより困難な企業の外貨建て債務が主たる問題となったことが特色であった。

1月15日にはIMFとの間で新たな政策措置につき合意したが、その実施見通し、特に独占の廃止、補助金の廃止等、インドネシアの経済構造に深く根差している改革項目の実施見通しにつき市場の不信感が根強く、また民

間債務問題についての解決策が含まれていなかったことから、ルピアは大きく下落した。更に、1月28日に民間債務問題解決の枠組みが作られたが、交渉が必ずしも進展しなかったこと、大統領の再選決定に伴う副大統領選出を巡る憶測が市場を不安定化した。その後、3月中旬に橋本総理が同国を訪問し、IMFとの政策プログラムについても協議が進展、4月8日にその修正・強化につき合意されたこ

と、民間債務問題についても交渉の進展が期待されるようになってきたこと等により、ルピアも落ち着く動きを示した。しかし、本報告書作成の直近の状況を見ると、5月4日の燃料価格値上げ発表等をきっかけに、社会・政治面での混乱が深刻化しており、今後の状況の推移については予断を許さない。また、このようなインドネシアの混乱の近隣諸国への影響を懸念する意見もあった。

BOX—アジア通貨危機の影響

1. 世界経済への影響

アジア経済が世界経済に占めるウェイトの高まりを反映し、同地域の通貨・金融市場の混乱や経済状況の悪化は、国・地域によりその程度は異なるものの、貿易や直接投資等を通じて世界経済に影響を与えている。

(1) 日本への影響

① 貿易

アジアの経済減速・需要低迷が、同地域に対する輸出伸率の鈍化をもたらしている(ASEAN 4カ国及び韓国向け輸出は、対前年同期比で1997年上期の9.3%から同下期は▲4.2%と減少に転じた。なお、同地域向けの97年の輸出は我が国の輸出総額の17.6%を占める)。また、アジアの需要低迷による国際市況品の価格低下は、原油輸入額の減少等輸入面で影響を与える一方、鉄鋼等の輸出額を減少させている。更に、今後、アジア諸国通貨の下落によりアジア製品の価格競争力が高まり、同諸国からの輸入増加、あるいは第三国市場での競争が激化することも考えられる。

② 進出企業への影響

アジアに進出している企業は、生産・販売体制等により異なった影響を受けている。すなわち、原材料を輸入に依存し販売先がアジア域内である企業では、生産コストの上昇・需要低迷から収益悪化が生じ、また、資金調達難から原材料等の輸入が困難となり、稼働率が低下している例も見られる。他方、原材料を現地で調達している企業への影響は比較的軽微であり、更に域外輸出を主としている企業の場合、むしろ価格競争力の向上による輸出の増加が期待されている。

③ 経済成長

アジアの経済混乱が、日本国内の大型金融機関の破たんといまわって家計や企業の景況感を悪化させ、景気が停滞し、一層厳しさを増す要因の1つとなっている。アジア通貨危機による1998年のGDP押し下げ効果につき、OECDは1.3% (エコノミック・アウトルック 63 [98年4月]) と、IMFは3/4% (ワールド・エコノミック・アウトルック [98年4月]) と試算している。

④ 融資

BISの国際与信統計によれば、1997年6月末現在のASEAN 4カ国及び韓国に対する本邦銀行の債権残高は約970億ドルとなっている。アジア現地企業の経営悪化等により、これらの債権の一部が不良債権化することを懸念する意見があった。しかし、本邦銀行のアジア向け債権のかなりの部分が日系企業ないし地場の大手優良企業等であること等から、本邦銀行の経営に直ちに重大な影響を与えるとは考えられないとの見方が一般的であった。

(2) その他の地域 (欧米・南米) への影響

我が国への影響に比べれば程度は小さいと見込まれるものの、同地域との経済関係が近

年深まりつつある欧米や、アジアとともに新興市場の一翼を担う南米等にも、基本的には同様のチャンネルにより様々な影響が及んでいる。

- ① 上記OECD試算によれば、1998年のGDP押し下げ効果は米国・EUともに主として貿易面の影響から0.4%とされている。
- ② 新興市場に対する信認の低下により、リスク回避の観点から資金が欧米先進国市場に逆流し（「質への逃避」）、債券利回り等長期金利が低下している。
- ③ 米国では輸入物価の低下により、少なくとも短期的には、景気過熱の緩和効果が生じていると言われている。
- ④ 南米は貿易・直接投資等の面でアジアとの関係が薄いため直接の影響は小さいものの、実質的にドルに連動する為替制度を採用している国がある等の背景もあり、アジア諸国と同じ新興市場経済地域であるとの連想から市場のパーセプションが変化して、資金流入減や資金流出等の圧力がかかり、通貨は総じて下落傾向。これに対しブラジル等は、金利引上げ、財政引締め等の措置を予防的に講じており、通貨・金融市場における影響は軽微であるものの、内需低迷や失業増大等の副作用が生じている国もある。こうした動向は米国に影響を及ぼす可能性がある。
- ⑤ 欧州は金融機関のアジア向けエクスポージャーが日本や米国と比べて大きいこと、東欧・ロシアに影響が及べば間接的に影響が生じることに留意する必要がある。なお、金融機関のアジア向けエクスポージャーは、欧州（特に独・仏・英）、日本、米国の順に大きいのが、貸付先の経営内容や、リスク・ヘッジの有無等によっても影響の度合いは左右される。

2. アジアへの影響

(1) アジア諸国の実体経済への影響

国により程度の差はあるものの、通貨下落に伴う経済混乱や、IMF調整プログラムにおける財政・金融引締め策の実施等により、タイやインドネシアばかりでなく、ラオスやミャンマーといった国々に至るまでアジア各国は総じて厳しい経済状況にある。

- ① 不良債権の顕在化等により金融機関が資金調達難に直面しており、貸渋りが発生していると言われる。次に見られる企業経営の悪化が不良債権の更なる増加を招来し、悪循環となっている。
- ② 為替下落による外貨建て債務の返済負担増、輸入物価上昇によるインフレ高進、高金利政策による不動産・株式市場の低迷、金融機関の貸渋り等があり、しかも地場企業（特に中小企業）は外資（親会社・パートナー）の援助も受けられないため、経営が悪化し、倒産も多発している。
- ③ 経営が悪化した企業が人員・生産調整を余儀なくされ、失業が増加するとともに、生産活動・消費ともに低迷している。
- ④ 景気低迷や貿易金融の停滞等により、これまでのところ輸出の伸びはむしろ鈍化している。また、輸入物価上昇・内需低迷・資金繰り悪化等により輸入も低迷している。

(2) 香港・中国・台湾の動向

通貨・金融市場の混乱の影響が比較的軽微に止まっている香港、中国、台湾について見ると以下のような状況にある。

- ① 香港については、アジア金融市場の混乱が影響して株価等が低迷しており、成長率への影響も避けられないと見られる。かかる影響にもかかわらず、当局がベッグ制維持に強い意志を示している背景としては、外貨準備を十分に保有していること、ベッグ制が国際金融センターとしての香港に対する信認の基礎となっていること等の事情が指摘されている。
- ② 中国については人民元は対ドルでむしろ強含んでいる。輸出競争力維持のために人民

元の切下げがあるのではないかと観測に対し、当局が公の場でこれを繰り返し否定している。その背景としては、資本取引の自由化が比較的進んでいない制度の下、十分な外貨準備や貿易収支黒字の存在、人民元の切下げはアジア諸国通貨への下落圧力を再燃させるとの懸念、切下げによる対外債務の負担増等が指摘されている。中国経済は、マクロ経済面では総じて良好な状態にあり、今後アジアの中で中国の相対的プレゼンスが高まるのではないかと意見があった。他方、中国の輸出伸率は鈍化しており（対前年同期比で1997年上期の26.3%から同下期の17.0%に鈍化）、また、国有企業改革、金融セクター改革等の重要課題を解決していく必要もあり、今後中国の通貨動向、経済情勢には注視が必要であるとの意見もあった。

- ③ 台湾では、アジア通貨変動の影響を受けて、為替が下落したが、下落率は小さい。また内需がしっかりしていることもあり、高い成長率を維持している。影響が軽微である背景としては、十分な外貨準備や比較的小さい対外債務のほか、高付加価値製品への特化が進んでいること、中小企業の層の厚さといった産業構造面の特質が指摘されている。

2. 今次通貨危機の特徴

今回のアジアにおける通貨危機を振り返ってみると、以上見てきたように各国それぞれの事情は必ずしも同一ではなく、特に、通貨混乱の程度が大きくIMFを中心とする国際的な支援を仰がねばならなかったタイ、インドネシア、韓国については、通貨危機発生 배경に大きな違いがある。しかしながら、1980年代の中南米における債務問題、94年から95年にかけてのメキシコ・ペソ危機からの波及（テキーラ効果）はアジアにおいては極めて軽微に終わったにもかかわらず、タイ一國に発した危機が瞬く間にアジア全域に広がった状況を見ると、間のような点が今回の危機の特色として指摘できる。

(1) 為替制度の硬直性

通貨・金融市場の混乱に見舞われたアジア、特に東南アジアの多くの国では、程度に差はあれ、実質ドル・リンクの下で為替の安定を図ってきた。しかし、各国の貿易相手先の実態にかかわらず通貨をドルへリンクすることのリスクが今回の危機において顕在化したものと見ることができる。すなわち、1995年以降のドル高推移の中で各国の実質実効為替レートが上昇し、各国の輸出品の競争力が減退する懸念が生じていたのである。

また、このように各国通貨が実質ドルにリンクする制度の下で、貿易面のみならず金融面でもドルに過度に依存する経済体質（債務がドル建てになる）となり、いったんドル・リンクが崩れ自国通貨が減価すると实体经济

にも多大の影響を与えることとなった。

(2) 短期の資本の急激な流出

今回のアジア通貨危機は1994年のメキシコ・ペソ危機とともに、短期資本の急激な流出を特徴としている。ただ、そのかわり方は、一様ではない。通貨危機の発端となったタイでは、経常収支赤字が持続不可能なほど大きくなっていったが、「伝染」した各国について見ると、経常収支赤字に由来する伝統的な危機ではなく、信認の急速な低下による外貨資金（特に短期資金）の流出という資本勘定の問題であった。この意味で、今回の通貨危機は「21世紀型」の危機と言われる。

国際金融協会（IIF）の推計によると、ASEAN 4 カ国と韓国を加えた 5 カ国への資金の流れを見ると、1996年にはネットで930億ドルの民間資金フローがあったが（うち貸付は740億ドル）、97年には一転して121億ドルのネット流出（うち貸付は76億ドルのネット流出）となっており、この2年間で差し引き1,000億ドルを超える（貸付だけでも800億ドル超）資金フローの逆転が生じていた。

資本移動の自由化、グローバル化の進展を背景に、マーケットのパーセプションが変わると一挙に資金フローが逆転し、時としてオーバーシュートするが、その際短期性外資への依存度が高い場合には、通貨下落による債務負担の増大から实体经济が悪化し自己実現的に通貨危機が深刻化した。また、マーケットのパーセプションの変化が一國に止まらなかったことも「伝染」が生じた一因

であろう。

(3) 民間部門の債務が問題の中心

今次通貨危機において特に問題になったのは民間部門の短期対外借入であった。韓国では国内銀行の対外債務のロールオーバー、インドネシアではドルの増価により一挙に債務負担が増大した企業の債務返済が最大の問題となった。問題の所在がそのような民間債務にある場合、そもそも外国資本はハイリスク・ハイリターンで投資を行ってきたわけであり、その債権債務関係は基本的には民間当事者間で処理すべき事柄である。しかし、通貨が一種のバンドワゴン効果で急激に下落し、資金の流出が一方的になった場合、それは個々の民間債務者の問題を超えてその国の信認の問題となる。特に銀行部門が債務者である場合、システミック・リスクが顕在化しておそれがある。こうしたことから、民間債権債務の問題であっても、公的関与の必要性が生じてきた。

(4) 民間金融セクターの脆弱性

通貨危機が深刻になった国について見ると、脆弱な金融セクターを通じた資金配分の誤りが、その背景として一般的に見られるところである。生産性の向上につながらない不動産部門への過剰投資や、需要見通しを無視した、あるいは採算性につき疑問のある過剰な設備投資等の問題点が指摘されている。また、各国ともその経済成長を達成していく過程で、資本移動の自由化を背景に、1990年代以降、直接投資に加え短期の海外からの銀行ローンにも大きく依存するようになり、特に最近欧州の銀行からのローンが急増したが、銀行制度、金融・資本市場の成熟前に自由化が先行し、外的ショックを被った時それを吸収するだけの余裕が制度に備わっていなかった。

更に、金融セクターの脆弱性の他の側面としては、一般的な人材不足、及びその透明性や政治との癒着等の問題があったのではないかと指摘もある。

(5) 調整政策の内容と社会的弱者への対応

通貨危機発生により、IMFの調整プログラムを受け入れた国もそこまで至らない国も、当面の通貨下落への対応から、緊縮政策の採用、その結果としての信用収縮等を余儀なくされており、成長の急速な鈍化が予想されて

いる。

この成長率の急速な低下が、倒産の増大、不良債権の拡大、失業者の大量発生をもたらしている。タイやインドネシアでは、安い労働力として軽工業の輸出産業で働いていた女性に失業が集中しており、また農村部では、失業者の帰郷により土地なき農民人口が増えているばかりでなく、農業自体も輸入に依存してきた肥料・農薬・農機具等が値上がりし経営の悪化といった問題をもたらしていると言われる。

第2章 アジア通貨・経済混乱が新たに提起した課題

以上のようなアジアの通貨危機の経緯及び特徴を踏まえ、それではどのような問題が提起されているのかを次に考えてみたい。その際、これまでの分析でも明らかのように、今回の通貨危機が、第1に、国際金融・資本市場のグローバル化、資本移動の自由化という潮流中で発生した点、第2に、その中で、マーケットのパーセプションが変化することにより資金フローの急激な逆転、特に民間国際資本の急激な流出が通貨・金融市場混乱の引き金となった点、第3に、1994～95年のメキシコ危機の際にもこのような現象は一部見られたが、今回のアジアにおける通貨危機ではより鮮明かつ広範囲に想定外の規模で起こった点、に留意する必要があるだろう。

1. なぜ、通貨危機を予知・予防できなかったのか

メキシコにおける通貨危機の反省として、危機発生の前に既に経常収支赤字は大きくなっており、しかも外国資本の流出が生じていたにもかかわらず、それがもたらす意味・影響がIMFにおいても十分把握されておらず、まして市場においても同様に看過された点が指摘されていた。このため事前の予知や警戒のシステムが機能する体制についての検討が、主としてIMFにおいてなされてきていた。しかしそれにもかかわらず世界の成長センターといわれたアジアにおいてメキシコ通貨危機を上回る通貨危機が発生した。どこに問題があるのだろうか。

(1) 状況把握面

メキシコの経験を生かし、タイについては

少なくともマクロ経済状況の把握はできていた。しかし、今回の通貨危機の大きな特徴であった海外からの短期資金の流出入を十分把握できていなかったことが、混乱を増幅した。特に、今回の通貨危機では、民間部門の債務が主たる問題となったが、金融のグローバル化、技術革新の中にあつて、借り手サイドばかりか貸し手サイドの国、また国際機関も、このような状況を問題が発生するまで十分把握しきれていなかった。韓国のケースにかんがみると、クロスボーダーでの資金フローばかりでなく、自国の金融機関や企業が行う借入が国内に持ち込まれない場合であっても、結局国内の資金繰りに跳ね返り、流動性を悪化させることがあつた。また、近年における金融派生商品（デリバティブ）等の新しい金融商品の登場により、市場のヴォラティリティが高まっているとの指摘もある。

早期警戒システムについては、当該国の政府の統計に依存せざるを得ないという問題点のほか、仮に有用なものが構築できたとしても、市場はそれをも勘案し先回りして行動することになるとの指摘がある。しかし、マーケットの情報はいずれにしても完全ではありえないこと、次に述べるIMF等国際機関等からの政策助言の基礎としても活用できること等にかんがみると、このシステムの一層の検討は必要である。特に、メキシコやタイ型の通貨危機（マクロ不均衡が主因となる場合）に対しては、かなりの程度その有用性が期待できる。

（教訓）

通貨危機は予想以上の速さ、大きさで伝染しており、各国の経済状況を分析し事前に危機を予知しようとする場合には、マクロ経済指標の中でも資本面での指標の把握、分析が重要になっている。特に、今回の通貨危機にかんがみると、民間資金の流出入の状況をフォローする体制の整備が急がれる。その際、資金の受け手側とともに資金の出し手側の情報も把握できるような体制の整備の検討も望まれる。また、今回のアジア通貨危機において、ヘッジ・ファンド等の巨額の投資行動が影響を与えたのではないかとの見方もあり、近年急速にその取引が拡大しているデリバティブの動向についてフォローする必要がある

まっている。

（2）情報開示面

今回のアジアにおける一連の通貨危機の経緯を振り返ってみると、情報開示が不十分なことによって外国資本が疑心暗鬼になり、その流出に拍車をかけた面が依然としてあつた。外貨準備の計数さえ公表していなかったメキシコにおける通貨危機発生後の反省から、情報開示推進への取組みがなされてきており（SDDS構築）、今般危機が発生したアジア諸国においても情報開示は行われていたが、これが十分ではなかつた。例えばタイのケースでは、外貨準備の計数はグロスでのみ公表され、先物での売却分は含まれていなかったが、その点につき市場で様々な憶測が流れ好ましくない事態を招いた。情報の開示は、かえって投機の機会を与える、あるいはいち早く資金を引き上げようとの誘因を強めるとのリスクも指摘されるが、市場の反応が早めに表面化することは、傷がより浅いうちに問題を顕在化させ、その分対応もより容易になるとの面も考へる。

（注）SDDSとは、Special Data Dissemination Standard（特別データ公表基準）の略であり、IMFが定める、国際資本市場にアクセスを持つ又は求めている加盟国に対する、経済・金融データを公表する際の基準（項目・頻度・迅速性等）。

（教訓）

外貨準備のネットの水準を含め、こうした途上国の経済状況についての正確な情報開示が、市場のパーセプション形成を適正にする上で重要となっている。このような観点から、各国の経済状況を包括的に知りうる立場にあるIMF等国際機関の役割の重要性は一層高まっている。また、情報開示についての当事国自身の姿勢も重要である。

（3）サーベイランス

適切な経済政策に基づく経済運営は、一国の経済破たんが広く地域に影響を及ぼすことを考えるとますます重要になっているが、各国経済政策の遂行は各国当局によらざるを得ない。したがって、IMF等の各国経済政策への助言・指導は、各国の経済運営に何らかの問題があつた場合それを是正する上で極めて重要な役割を担っている。その際、ある国の

通貨・金融市場の混乱は容易に近隣諸国に影響を与えることを考えると、地域の各国はそれぞれの経済運営・経済状況に互いにより強い利害関係を有しているわけであり、IMF等が行うグローバル・サーベイランスとの整合性にも配慮しつつ、関係する地域の各国が域内サーベイランスを行うことの有用性が高まっている。

また、アジアの通貨危機では、マクロ経済の状況というよりも金融セクター等の構造面での問題が浮上したが、これへの政策助言の重要性も増してきている。

以上に加え、上記のサーベイランス結果を市場に還元し、当該国の経済状況の評価及びその今後の方向につき情報を提供することも、重要なポイントとなっている。

(教訓)

アジア地域の各国が域内サーベイランスを行い、互いにピアプレッシャーを加えること

が重要になっている。アジアを含む地域経済状況を討議するフォーラムとしては、APEC、ASEM、G22、マニラ・フレームワーク等既にいろいろあるが、今回の通貨危機の過程で創設されたマニラ・フレームワークに基づく会合が、アジア地域の域内サーベイランスにとって、①規模、メンバーともに最適であること、②フレームワークの中には資金支援の枠組みも含まれていること等から、その一層の活用・充実が望まれる。

サーベイランスにおいては、マクロ経済状況ばかりでなく、構造問題にもメスを入れて検討すべきである。その場合、特に、金融制度や貿易・投資制度を検討する際には、BIS、WTO等における議論との整合性にも留意することが必要である。

また、サーベイランスの結果については、その透明性を向上していくことがマーケットの信認を得るために重要である。

BOX—マニラ・フレームワーク

アジア通貨基金（AMF）構想は、タイ金融支援国会合において、アジア各国間で常設のファシリティーを創設しようとの気運が高まったことから具体的に提起されてきたものである。ただしそれ以前にも、既に1997年春にはASEAN諸国の間で同様の議論はあったと言われる。

(注) タイ金融支援国会合：タイの通貨危機に対応するため、97年8月11日に東京で開催されたIMF主催の会合。日本はホスト国として最大限のサポートを行った。会合の結果、必要な金融支援額を超える約160億ドル程度に上る支援が約束された。

そして9月下旬、バンコクでのASEM蔵相会議、香港でのG7等の一連の国際会議の機会に、AMF構想の実現に向けての議論が行われた。その内容は、IMFのサーベイランスを補完するため域内サーベイランスを行うとともに、IMFの経済調整プログラムを前提として金融支援を行うこと等であった。その後もAMF構想については、関係国やIMF等の国際機関による検討が続けられた。この時期に、タイに端を発した通貨危機はインドネシア等のASEAN諸国に波及し、10月8日にインドネシアがIMFに支援を要請するに至った(31日にはIMFとの間で経済調整プログラム合意)。

こうした状況下の11月18-19日、アジア地域を中心に14か国の蔵相・中央銀行総裁代理会合がマニラで開催され、「金融・通貨の安定に向けたアジア地域協力強化のためのフレームワーク（マニラ・フレームワーク）」について合意された。

(注) マニラ会合参加国・機関：オーストラリア、ブルネイ、カナダ、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイ、米国、IMF、世界銀行、ADB

このマニラ・フレームワークのポイントは、①グローバル・サーベイランスを補完する域内サーベイランス、②各国の金融セクター強化のための技術支援、③新たな危機へのIMFの対応力を高めることの呼びかけ、④IMF等の国際金融機関の支援を補完するための域内国等による支援、の4点であり、AMF構想と軌を一にするものである。

- ① 域内サーベイランスを行うこととし、年2回、各国のマクロ経済政策、構造政策、為替政策、金融制度の在り方等について緊密に意見交換を行う。
- ② 各国の金融セクターの改善の重要性にかんがみ、国際金融機関に対し、技術支援等による各国の金融セクター・市場監督の強化の試みを支援するよう要請。
- ③ 市場の信認の回復のため十分な支援を可能とするために、支援限度額（アクセス・リミット）の見直し、及び、新たに短期的な融資を行うメカニズムの検討をIMFに要請。
(注) マニラ・フレームワークの合意を受け、1997年12月には、IMFが短期的な支援を行うための新たな制度として、補完的準備融資制度（SRF）が創設され、韓国への支援に適用された。
- ④ IMFと経済調整プログラムについて合意した参加国に対し、IMFによる最大限の支援を前提として他の参加国が支援を行う「アジア通貨安定のための協調支援アレンジメント（CFA）」を創設する。具体的な支援の形態・規模はケース・バイ・ケースで決める。1998年3月26-27日には、第2回のマニラ・フレームワーク会合が我が国の主催により東京において開催された。同会合では、アジア諸国による初めての域内サーベイランスとして、タイ、韓国、インドネシアを中心に最近の地域の経済動向について意見交換が行われるとともに、アジア通貨危機からの教訓・国際金融システムの在り方について幅広い議論が行われた。

(4) 短期的な資金の動きに対する規制

メキシコのペソ危機でも見られたが、アジア通貨危機でも、短期資金の急激な流出が多く、かつ大規模に発生し、危機を深刻なものにした。こうした状況の下で正確な情報開示が必要であることは既に指摘した。しかし、情報を完全に開示したとしても、投資家が常に合理的に行動するとは限らない。情報開示が進んでいる欧米先進国でも、金融・資本市場でバブル等の現象が生じたことはある。問題は、このような短期資金の移動の通貨や経済に対する深刻な影響を考えたとき、何らかの形での規制を検討する余地があるか否かである。資本の自由化が進み、短期資金の流入が大きかったタイ、インドネシア、韓国で危機が生じ、直接投資割合の高いマレーシア、中国への影響が軽微であったこと等から、資本自由化、特に短期資本取引の自由化が、小国経済にとっては通貨危機の確率を高めるとの認識が高まっている。

第1に、危機が生じてから資本規制により資本の流出を中断させることは考えられるであろうか。例えば債券や株式に投資した外国資本の流出を後から規制することは、外国の投資家にとっては流入する時点で理解してい

たルールを一面的に変更されるということであり、激しい反発を招く。危機を乗り切ったとしても信認の喪失が起こるであろう。更に、資本流出の規制についてはいろいろなルートで抜け道もあるため、流出規制の効果は疑問である。

第2に、経済規模に対して巨額の短期資本の流入があるときには、ある程度の「障害」を設けることが考えられる。途上国の銀行や企業が短期資本、特に外貨建ての短期資本を大量に受け入れることが、その財務体質をショックに弱くすることを考えて、流入規制を財務健全性維持のための規制（Prudential Regulation）として正当化することができる。短期資本の流入に対して、銀行の預金準備率の引上げ、流入資本の一部の中央銀行への無利子強制預託等が考えられる。このような規制を実施しているチリ等の例が参考となる。流入規制であっても、抜け道が考えられるのは同じである。しかし、コストを高くすることが目的であり、完全に流入を止めることを目的としているわけではない。投資家に対して流入の前にルールを示しているので、投資家の反発も最小限に抑えられる。

BOX—チリの資本取引規制

チリにおいては、主として短期資金流入を抑制することを目的とした資本取引規制を導入し、おおむねこれを強化してきた。

1980年代後半、チリ経済の安定化に伴い資金流入が増加し、89年には資本収支が黒字に転じた。この資金流入増加を背景に、通貨ペソへの上昇圧力とインフレ懸念が生じた。これに対しチリ政府は、対外借入額の20%を無利子で1年間強制預託させる制度を導入した(91年)。その後も資金流入が増加を続けたこと等から、92年に預託割合を30%に引き上げるとともに、適用範囲を順次拡大し、96年には生産的目的に使用されていないと認定された全ての流入資金に適用されることとなった。

この預託義務は、流入資金額の30%を、米ドルで1年間中央銀行に無利子預託することを義務づけるものである。これ以外に、流入資金に1年間の滞留義務(送金規制)が課せられる等の規制がある。

チリはマクロ面のファンダメンタルズが良好であるのみならず、厳格な金融監督を実施していると言われる。資本取引規制はこうしたチリ経済の特質とあいまって、対外債務のマチュリティー管理を容易にする等の効果を上げている。この規制は、チリにおいてアジア通貨・経済変動の直接の影響が少なかったことの一因になっているとも考えられる。

ただし、資本流入規制は財政・金融・構造面の改革を代替するものではなく、これに過度に依存することなくファンダメンタルズの強化が不可欠であることに留意する必要がある。

このほか、短期資本移動を抑制する目的で、取引税、いわゆるトービン税を課すべきとの意見も出された。短期的な取引に対して、そのコストを引き上げることから、投機的な取引を抑制する効果を期待するものである。しかしながら、トービン税は、世界で均一に課税しなければ、非課税地域に取引が逃げうる上に、デリバティブ等を使って課税取引額は小さいもののポジションは大きくとる商品を開発することは容易である。更に投機を防ぐためには0.1%の税率は低すぎるものの、投機を完全に抑制するような税率では実需の取引に影響が出る問題もあり、現実的ではない。

これまでの多くの資本移動規制は、外国の資本が大量に流入したり流出したりすることの通貨危機への関連を議論しているが、通貨下落に最も深刻な影響を与えるのは、居住者による資本逃避である。いったん資本逃避が

起きてしまうとこれを抑える手段が少ない。(教訓)

資本自由化は、世界経済における資本の最適分配を可能とし、経済成長の促進、ひいては、生活水準の向上、貧困の削減といった効果を新興市場経済国にもたらすことが期待される。こうしたメリットにかんがみれば、資本移動規制は、長期的には撤廃していくことが望ましいが、大量・急速な資金移動が通貨を不安定にし、かつ国内金融機関や企業の財務体質を脆弱なものにすることを考えると、財務健全性維持の観点から、資本流入規制を設けておくことも効果的である場合がある。

また、資本の自由な移動を前提とした仕組みの下では、アルゼンチンにおけるような平時より外貨が不足する事態への対応策を講じておくことの重要性も各国において認識される必要がある。

BOX—アルゼンチンのレポ取極

アルゼンチン中央銀行は、緊急時に外貨流動性を確保するための方策として、複数の主要外国銀行との間で米ドルを手当てできるような契約を締結している。カレンシー・ボード制を採用しているため最後の貸し手としての機能を制限されているアルゼンチンにとっては、この取極は緊急の場合に国内金融システムに流動性を供給するためにも必要な措置

と考えられている。

1994年末のメキシコ危機の影響はアルゼンチンにも及び、同国の外貨準備は介入により減少した（94年末143億ドルから95年3月末85億ドル）。カレンシー・ボード制の下で、外貨準備の減少は国内流動性の減少・金利の上昇をもたらし、中小金融機関の経営不安につながった。

緊急時における金融システムの安定を図ることができるようにするため、1996年12月、アルゼンチン中央銀行は、複数の主要外国銀行との間でレポ取極を締結した。これは、中央銀行保有のアルゼンチン政府のドル建て国債等を担保として、取極期間内にいつでもドルを借り入れることができる契約である。中央銀行は借入可能枠に対し保証料を払い、実際に借入を行った場合には、別途金利を支払う。

1997年末にはレポ取極を拡充し、借入可能枠は74億ドル、アルゼンチンの国内預金の約1割に相当する額となっている。

アルゼンチンはインフレを抑制し、通貨ペソの信用を維持する目的で、カレンシー・ボード制を採用しており、通貨価値（1ドル＝1ペソ）を維持するために無制限の介入を義務づけられている。そのため、通貨の下落圧力が生じるとペソの流動性が減少する。カレンシー・ボードは裏付けとなる外貨の保有なく通貨を発行することができない仕組みであるため、結果として国内金融システムにおける流動性が減少し金利が上昇する。これは通貨価値を安定させるためには必要なことであるが、他方で銀行等の金融機関の流動性問題を生じさせる。

こうした緊急の場合、外貨を調達することが困難であるため、あらかじめドルの借入枠を取り極めておくことで、金融システムへの流動性供給を可能にし、通貨危機が銀行危機に波及することを予防する効果が期待されている。

2. 通貨危機への対応における課題

今回のアジア危機では危機の收拾に手間取り、IMFプログラムの策定後も通貨の下落が続いたり、他の国への波及が見られた。いったん通貨危機が起きた後の危機管理に問題はなかったのだろうか。IMFのコンディショナリティーについての批判もある。

(1) IMFプログラム

国際的な資金支援を実施する際、通貨の大幅な下落を是正するため、当該国に対し経済調整政策を課すことは必要であり、その策定に当たってはIMFが中心となることも、現在の国際通貨システムから当然である。通貨危機に見舞われた3国について見ると、IMFとの合意の中で、財政・金融の引締めという伝統的なマクロ経済に関するコンディショナリティーのほか、金融制度改革をはじめとする構造改革についてもその実施が求められている。しかしながら、今回の通貨危機の経緯を見ると、IMFとの合意は、少なくとも当初は通貨の下落を食い止められなかった。

通貨危機の長期化と多くの国への伝染を受

けて、これまでにないような国際金融機関批判が見られた。IMFのコンディショナリティーの内容については、財政金融の引締めの度合についての批判、産業構造問題に踏み込むべきかどうかについての批判等が挙げられる。特に、インドネシアでは、数多くの構造問題に踏み込んだコンディショナリティーが問題にされた。独占企業が多く、特定の政治勢力に優遇的な政策が多い等の、産業構造・産業政策の改革は長期的には必要であるものの、通貨危機の最中に行うだけの緊急性は明らかではない。構造問題の解決を信認回復の柱に据えたため、市場の注目がそこへ集中する中で、インドネシア政府が構造問題を迅速に解決する準備が整っていないことが明らかになって、ルビアへの信認はかえって失われてしまった。

議論の1つのポイントは、マクロ経済の不均衡が明確ではなかったケースで、伝統的な引締め政策を実施する場合、経済状況の悪化を通じて当該国に対する市場の信認をかえって悪化させ、危機を増幅しかねない場合があ

る点である。特にアジア諸国は、財政は伝統的に健全であり、財政の一層の黒字化はラテン・アメリカの場合と違い、信認回復には必ずしもつながらないとの意見もある。金融引締めも、通貨の下落が続く中では必要であったとしても、過度に金利引上げを継続することは、金融セクターが脆弱な場合、事態を更に悪化させ、信認をより低下させることもありうる。

もう1つの論点は、構造改革についてのコンディショナリティーである。構造改革は従前から世界銀行等より指摘されていたものも少なくなく、改革の必要性については異論がない。IMFが介入しなければ改革のきっかけをつかめなかったとの指摘もあり、IMFとの合意の中で構造改革にまで踏み込んだのは正しい。問題は、これらの構造問題は、その国の政治、経済、文化に深く根づいているものも少なくなく、基本的にその改革には時間を要し、かつその国民の改革への強い意志を前提とせざるを得ない点である。また、例えば、インドネシアのIMF調整プログラムにおいて預金者保護を完全に確保しないまま昨年実施した16の金融機関の閉鎖が、大規模な取付け騒ぎを引き起こしたことに見られるように、構造改革を実施する手順や期間が当該国の実状に即していない場合もあった。

(教訓)

IMFとの合意後通貨下落がすぐに安定しなかった要因は、必ずしもIMF合意の内容によるものばかりではなかったが、IMFのコンディショナリティーをより各国の実状に即したものとするための柔軟な対応が必要であったように思われる。

特に、構造改革については、それを通貨危機の最中にどこまで行かうかのタイミングに細心の注意を払う必要があるように思われる。長期的に必要な構造改革のアジェンダと喫緊の課題である流動性危機への対応との間でアクセントをつけた対応が必要である。

(2) 資金支援スキーム

今回の通貨危機においては、資本勘定での膨大な資金の流出が起き、支援資金も膨大となった。タイ、インドネシアでは、IMFはクォータの約5倍までの資金供与を認めた。韓国のケースでは、更にアクセス・リミット

の制約を伴わない補完的準備融資制度(Supplemental Reserve Facility, SRF)を創設しクォータの約19倍までの資金需要に対応した。

しかし、このような異例の対応にもかかわらず、各国の資金需要を充たせず、日米やアジア域内の諸国がIMFを補完する形で資金協力するスキームが必要となった。

(教訓)

通貨危機に陥った国に対し資金支援を行っていく場合、現在の国際通貨制度の下では、IMFがその中心的役割を担っていく必要があるが、資本勘定の危機は一時に大量の資金移動を伴い、これまでのIMFを中心とする国際金融機関の枠組みでの対応では資金面で十分ではなかった。IMFを補完しながら地域内の諸国や先進国を含む国際的な協力体制の構築が必要不可欠になっている。

他方、中心的役割を担うIMFにおいては、このような膨大な資金を必要とする新たな型の通貨危機に対応していくため、その資金基盤の充実が急務となっている。

また、世界銀行、ADB等の国際開発金融機関においても、中長期的な構造改革を支援するとの役割と今回の危機に伴う流動性支援を両立する観点から、新たな支援形態の検討を行う必要がある。

(3) 民間セクターのバードン・シェアリング

民間部門での債権・債務が今回の通貨危機では大きな役割を演じ、それへの対応が問題となっている。その際、当該国、国際機関、関係各国が公的に支援を行うとしても、民間債務者のモラル・ハザードを防ぐためには、民間セクター(借り手と貸し手の双方)にも相応の負担を負わせるべきではないかとの問題が提起されている。ただ、同じ民間セクターでも、債務者が銀行部門である場合は、債務者が企業部門である場合と異なり、システムック・リスクが顕在化することにより国内経済に大きい影響をもたらす点に留意する必要がある。

民間セクターに負担を負わせるとなった場合に問題となるのは、現状、民間債務者、債権者間でこの処理を行おうとするとケース・バイ・ケースで行わざるを得ないため時間がかかり、処理に手間取っている間に通貨の混

乱がますます深刻化するリスクがある点である。

(教訓)

民間の債権債務問題についても調整役として国際機関が関与する、あるいは問題処理の何らかの一般ルールをあらかじめ検討しておく必要がある。

(4) 回復のかぎとなる輸出部門への支援

通貨危機に見舞われたアジア諸国では、総じて企業の金融機関への依存が強いため、通貨・金融市場の混乱、それによる金融機関の体力低下により、現地輸出関連企業の資金繰りが悪化している。現地の金融機関は国際的信用を失い、L/C (Letter of Credit (信用状)) も開設できず、原材料あるいは中間財・資本財の輸入すら支障をきたす事態が生まれているところがある。こうした状況に対応し、例えばタイ、インドネシアについて、日本をはじめとする先進国・域内諸国が貿易金融の円滑化のための金融支援を表明している。

(教訓)

貿易金融が縮小すると、今後の経済回復の要となるべき輸出が阻害されることとなるため、こうした場合にいかにして貿易金融を補完するかを考える必要がある。

(5) 社会的弱者に対する手当

通貨・金融市場の混乱、経済調整政策の実施により経済停滞が不可避的に生じており、それにより、失業者が増大している等社会的弱者に最も大きな被害が及んでいる。タイ、インドネシア、韓国向けIMF経済調整プログラムにおいては、その見直しを通じ、社会的セーフティーネットの重要性が意識され、人道的な支出を確保するため弾力的な対応が採られるようになってきた(失業者保険の拡充や、食糧・燃料等に係る補助金の増加等)。通貨危機により、まず直接的に影響を受けるこれら社会的弱者への救済措置(社会的セーフティーネット)の手当てが不可欠となっている。

(教訓)

各国政府はもとより、国際機関等もプログラム実施において社会的弱者に着目した融資を実施する等により、貧困等の構造問題に積極的に取り組んでいく必要がある。

3. 今後何をすべきか

アジア各国は通貨・金融市場の混乱を克服するため、しばらくは経済停滞を余儀なくされると思われるが、この地域は、基本的には高い貯蓄率と勤勉な質の高い労働力を有しており、潜在的な成長可能性は依然変わっていない。しかし、今回の経験を踏まえ、今後持続可能な成長経路に戻るために必要とされる課題も多い。

今回のアジアの通貨危機は、メキシコの危機以上に、世界的にその影響が広がりを見せている。危機の伝染効果は、それがどのような要因により起こるかについて意見は分かれるものの、通貨危機に対して世界的な取組みが必要であることを示している。今後の課題を考える上で、伝染効果の重要性を認識しなくてはならない。

(1) 為替制度

今回の通貨危機では、各国の貿易相手先の実態にかかわらず、通貨をドルへ実質リンクする在り方のリスクが顕在化した。しかし他方、実質ドル・リンクの下で、その反射的效果としてASEAN各国は相互の為替レートについて相対的安定を確立してきたメリットがあり、これが域内貿易の発展の基礎として貢献してきたとも考えられる。域内相互依存関係が深まっている現在、域内通貨の相互安定の必要性は高まっている。今後アジア地域が再び発展していくには、地域において競争的な通貨切下げが起きる事態を避けねばならない。

(教訓)

各国の経済実態に即し、国際的な為替市場の変動に対し柔軟に対応できるとともに、他方、域内経済関係の相互依存の状況にかんがみ、域内貿易、域内投資等の発展に資する安定的な制度の検討が必要である。

(2) 金融セクター改革

脆弱な金融セクターの欠陥が、今回の通貨危機の過程で各国において明らかになった。1つには、各国の金融システムを通じ、必ずしも生産的なものばかりでない不動産等の資産分野に資金配分が行われ、資産価格の低下に伴い不良債権問題が顕在化した。また、金融機関の健全性の維持・確保のためのprudential control等の監督・規制機能が必ずし

も十分でなく、また、預金保険制度等の制度的枠組み作りにも立ち後れていた。

他方、グローバル化の進展の中で、各国は金融の自由化、資本市場の開放を進めてきたが、それに対して、国内の監督・規制体制の整備が追いついていなかった、すなわち、金融セクターの整備と金融自由化・資本自由化のスピード及び順序づけに問題があったのではないかと指摘されている。
(教訓)

金融システムに、国内貯蓄と海外からの資金を生産性の高い分野へ適切に配分する機能を果たさせるよう、銀行等の金融機関の改革による金融仲介機能の強化、また、株式市場、債券市場といった資本市場の整備、その重要な参加者たる域内投資家の育成が重要である。第一義的には国内資本を育成し、これをいかに効率的に配分するかが大切との点にも留意する必要がある。

資本市場の育成に当たっては、格付機関の役割が重要であり、アジアの実状を十分に反映できるような機関の育成にも配慮する必要がある。

また、どのように資本の自由化を行い、外資の流入を図っていくかについては、金融セクターの発展の規模や強度、その監督・規制体制の整備状況との整合性を勘案しつつ、十分な柔軟性を持ち適切な順序づけのされた形で行っていくことが望ましい。現在検討されているIMFにおける資本移動の自由化に係る協定改正においても、この点十分留意すべきであろう。

(3) 直接投資の再評価

今回の通貨危機において、短期資金への過度の依存が問題となったが、その反省として、今後必要となる外国資本の受入れに当たっては、いかに長期資金を確保していくかが課題となる。特に直接投資は経営のノウハウ・技術移転等を通じて、経済発展にも大きく寄与する。そのような観点から、直接投資の役割を再認識する必要があるように思われる。

(教訓)

資本移動の自由化を行っていく場合、直接投資に対する規制は、各国の個別事情を踏まえつつ、可能な限り積極的に撤廃していくことが望ましい。

(4) 制度の見直し

従来高度成長に寄与してきたと評価されてきた諸制度（輸出指向の戦略的な産業政策、政府による産業・金融システムへの介入、民間・政府間の情報共有等）が、今回の通貨危機を契機にむしろ改革すべき問題として浮上してきている。ただし、これまで各国の発展に寄与した制度全てに問題があると考えるのは行きすぎであり、それぞれの国の発展段階に応じた制度的枠組みの必要性については理解すべきである。例えば、長期的にモノづくりを育てるアジア型産業政策は評価すべきである。

その上で、今回の通貨危機により問題となった金融セクターをはじめとする経済構造に取り組む必要があり、特に、金融セクター、企業セクターを問わず経営実態の不透明性が問題となっており、これらの改革を推進する必要がある。

(教訓)

アジア各国の制度改革については、何よりもまず、それら改革を支える当該国の政府、国民の意識面での改革が不可欠であるとの点は強調されるべきである。その上で、各国の制度改革に深く関与してきた世界銀行・ADB等国際開発金融機関は、政策目標が必ずしも明確でなかった、あるいは、実施手順についての検討が十分ではなかった等の反省を踏まえて、今後の方策を再検討すべきである。

更に、制度改革に当たっては、金融セクター、企業部門を通じて、会計制度、帳簿システム等の不明確さが外国資本の懸念を増幅した点にかんがみ、企業経営の近代化（コーポレート・ガバナンスの強化）が不可欠となっている点に留意すべきである。これに加え、企業や金融機関の破たん処理の手續（破産法等）を整備することも必要である。

(5) 産業構造の高度化

今般の通貨・金融混乱の背景には、それまでの急速な経済成長下、労働コストが上昇したにもかかわらず、これに対応した産業構造の転換が遅れたこと、資本財産業が未成熟であったこと等により、経常収支赤字の改善の見通しが立たなかったことがあったと指摘されている。

(教訓)

今後、アジア各国の経済成長や得意分野に合わせた産業構造の転換・高度化が重要である。その際、必要となる人材育成を含め、国際機関、先進諸国からの協力が大きな役割を果たすことが期待される。

(6) インフラ整備（民活インフラ含む）

これまでの高度成長の過程で、アジア、特に東南アジア地域におけるインフラ整備は着実に進められてきたが、今回の通貨危機を克服し将来の新たな発展を図っていくためには、なお一層のインフラ整備が必要となっている。しかしながら、他方で、アジア各国における財政面での制約及び先進国におけるODA資金の制約が強まっており、民活インフラの推進を含め、インフラ整備及びサービス供給に係る効率性の向上、安定性の確保の両立を目指すことが不可欠となっている。

また、民活インフラ・プロジェクトの実施に当たっては、今回の通貨危機を通じて為替リスクへの対応の重要性が再認識されるようになってきている。なお、世界銀行等のMDBsや円借款の関与がある民活インフラ・プロジェクトの実施に際しては、女性・環境・立ち退き等に関してガイドラインによる配慮がなされているが、MDBsや円借款の関与がない場合についてはかかる配慮が不十分ではないかと指摘されている。

(教訓)

域内各国自らの資金動員とともに、各国のインフラ整備の中核を担っているMDBs、我が国の円借款、日本輸出入銀行（輸銀）融資を含めた公的資金の役割は引き続き重要であり、民活も念頭に置きつつ、政府と民間、各種の公的資金や民間資金の間の適切な役割分担を図り、今後の経済発展の基礎となるインフラ整備を着実に進めていくことが必要である。

MDBs及び輸出信用機関については、保証機能の積極的な活用を通じて、民間資金の動員を促進する役割も期待されるが、その一方で、関係者による適切なリスク管理を可能とする政策・規制体系の整備や健全なマクロ経済運営が重要となっている。また、MDBsや円借款の関与がない民活インフラ・プロジェクトの実施に当たっては、女性・環境・立ち

退き等に関し、MDBs等のガイドラインと同様の配慮がなされることが望ましい。

(7) 環境問題への対応

通貨危機以前から既にアジアでは木材の乱伐等に伴う環境悪化が少なからず指摘されており、今回の通貨下落に伴う経済混乱の中で、環境対策予算の減少、天然資源の輸出ドライブ等による環境への更なる悪影響を懸念する意見がある。

(教訓)

国際開発金融機関による支援や我が国をはじめとする二国間の支援に当たっても、環境問題への配慮は従来以上に重要になってきている。

第3章 アジア通貨危機の教訓を踏まえた提言

今回の通貨危機をアジアが克服し、持続的成長の経路に復帰するためになすべきことは多い。また、21世紀型の通貨危機が今後再び起こらないとの保証はない。グローバルな市場の展開と自由化の流れを前提とすると、予知・予防を完全に行うことは極めて困難であるが、危機発生の際の確率を低める、また危機がいったん発生した場合の混乱を最小限に止めるような事前の準備を怠らないようにすることが大切である。

第1章、第2章では、今回のアジア通貨危機の原因と特徴を整理し、更にアジア通貨危機が提起した課題を検討してきた。また、危機の様々な側面については、教訓を導くこともできた。本章では、これらの分析や教訓に基づいて、現在の危機を克服するため、また将来の危機防止のため、通貨危機に見舞われた国、あるいは今後見舞われるかもしれない国、国際金融機関、先進国、そして日本等の関係者が何をすべきか、提言していきたい。

1. 新興市場経済国への提言

資本を受け入れている新興市場経済国は、通貨危機にさらされる当事国として、あるいは将来通貨危機に陥るかもしれない当事国として、大きな責任を負う。これらの国々は、これまでの分析や教訓から明らかになったように、資本移動のリスクを最小限に抑えつつ、その便益を享受するための政策、制度作りが必要である。

(1) 短期資本移動への対応

資本、特に短期資本は、為替の変動、成長期待、金利動向、更に政治の動向により、流出入の額が大きく変化することがある。これが、今般の通貨危機につながった。したがって、危機が起これにくくする、また危機の影響を最小限に止めるための政策が必要である。

① 健全なマクロ経済運営

短期資本の流出入は、その国の経済についての投資家の期待に大きく左右される。期待を高く、安定的に保つためには、健全なマクロ経済運営（低インフレ、財政均衡等）がまず何よりも重要である。

② 経済政策の透明性・情報開示

市場に不要な疑心暗鬼を引き起こさないようにするために、経済政策の透明性、及び、経済運営や諸経済指標のタイムリーな情報開示を高めることも必要である。

③ 資本流入に関するPrudential Regulation

これらに加え、資本流入に関する健全性維持の観点からの規制(Prudential Regulation)が重要である。この規制には、国全体としてのマクロ的な健全性の観点と、借入を行う個々の金融機関（又は金融セクター全体）や企業の健全性の観点の両方が考えられる。短期資本流入がGDP比（又は外貨準備高比）で巨額に上る場合や、特定の金融機関について、ないしは金融機関全体として、外貨債務が巨額に累積するような場合には、政府は適切なリスク管理措置を採る必要がある。更に、その前提として、海外との資金移動を、民間部門の海外活動も含め監視する体制の整備が望まれる。

リスク管理措置の例としては、短期資本が単に金利差を求めて急激に流入するような場合には、短期資金を受け入れる銀行の財務健全性確保のために、預金準備率を高めたりすること等が考えられる。

また、資本の流入に対して一定期間の中央銀行への一部預託義務を課し実質的に短期資金流入を抑制するチリの例も参考になる。これに加え、アルゼンチンにおけるような平時より外貨が不足する事態への対応策も有益であろう。

④ 適切に順序づけされた資本自由化

また、対外資本規制の自由化の前に、国内

金融・資本市場が厚く、金融機関の財務状態がショックに強いものになっていることが必要である。規制緩和の適切な順序づけ(Sequencing)が必要である。

⑤ 直接投資への規制撤廃

短期資本への過度の依存を防ぐためには、長期的な資本の導入の障害を取り除くことも必要である。特に直接投資への規制を可能な範囲内で早期に撤廃することが必要である。

⑥ 国内資本市場等の整備

同時に、国内外から長期的な資金の調達が可能になるように、株式市場、長期の公社債市場の整備（透明な取引ルールの確立、証券取引所の整備、決済システムの近代化、証券保管制度の確立、格付会社の本格的な育成、機関投資家の育成等）が必要となる。

(2) 為替制度の在り方

固定相場制度（特定通貨へのペッグ制）の下、国内金融政策の独立性を確保しつつ、資本移動の自由化を進めることはできないことを考えると、途上国にとって為替制度の選択は重要である。

① 為替制度の弾力化

資本の自由化を進めつつ、国内の金融政策を使う余地を確保するためには、ある時点で為替制度を弾力的なものに変えていく必要がある。経常収支へのショックが為替レートの調整により緩和される体制が望ましい。したがって、一般的には、固定相場制度を採用している新興市場経済国においては、経済発展の段階が進んだところで、固定相場制度から弾力的な通貨制度（主要貿易相手国の通貨を考慮した制度）へ移行する政策(Exit Policy)を採る必要が出てくる。ただし、アジアの幾つかの国は通貨危機に対応するため完全フロート制に移行したが、これを維持することは中長期的には、必ずしも望ましくないかもしれない。

② アジアにとって望ましい為替制度

アジアの途上国にとって望ましい弾力的な為替制度とは、通貨の過大評価や過小評価を防ぐような伸縮性を保ちつつ、過度の変動を防ぐものである。例えば、インフレ率や貿易シェアで加重平均した「実質実効為替レート」を1つの指標として為替レートの安定を図ること、具体的には、貿易等の経済関係の

強さを考慮したウェイトで構成された通貨バスケットへのリンク等が考えられる。

(3) 金融セクター等構造問題への対応

通貨危機は金融危機と表裏一体である。今回の通貨危機により悪化した金融セクター（銀行、証券会社、ノンバンク等）の財務体質を早急に強化し、更に国際資本市場から借り入れる主要産業のリスク管理を強化する必要がある。また、通貨危機により表面化した他の構造問題への対応も重要である。

① 金融セクター改革と監督の強化

まず通貨危機を防ぐためには、銀行・ノンバンクを含む金融機関の財務体質を強化し、リスク管理を徹底する必要がある。自己資本の充実や、為替リスク、金利リスク、期間構造のミスマッチ等を適切に管理しなくてはならない。また、このような金融機関の適切な経営の継続を適切に監視するための金融監督の強化も必要である。更に、金融機関の破たん処理手続や預金保険機構を整備する必要がある。

② 金融セクターにかかわる人材の育成

このような金融監督当局や金融機関等の人材育成には時間がかかるため、金融の自由化には、着実に対処しなくてはならない。ただし当然のことながら、着実な対処が自由化を遅らせる口実に使われてはいけない。

③ 企業セクター改革

資金を借り入れていたのは金融機関だけではない。インドネシアのように資本自由化の進んだ国では主要な企業も国際金融・資本市場から直接、資本調達することができる。このような国では企業のリスク管理、特に外貨建て債務の管理が重要である。更に、韓国の財閥グループのように、企業と銀行が密接に関連している場合には、企業戦略が銀行の財務に影響を及ぼしてしまう。企業金融の側面を中心として、企業の経営姿勢（コーポレート・ガバナンス）の強化が必要となる。また、企業の破たん処理手続（破産法等）を整備する必要がある。

④ インフラ整備と人材の育成

新興市場経済国において、通貨・金融危機を克服するための重要な要因の1つが、産業構造の高度化、基幹産業の育成による経済成長の持続である。そのためにはインフラ整備

（通信、交通等）や教育制度の改革により基幹産業に必要な技能を持つ人材の養成が重要になる。

⑤ 環境・所得分配・社会的弱者への配慮

他方、短期的に成長率を上げるため、環境を犠牲にしたり、貧富の格差を悪化させるようでは、長期的な成長率の持続にはかえってマイナスになる。環境、所得分配や社会的弱者への配慮は不可欠である。

2. 国際金融機関 (IFIs) への提言

IMFは、国際通貨制度の中心となって通貨危機管理の中心を担っている。また、国際開発金融機関 (MDBs) は、国際資本市場への十分なアクセスがない国に対して特定のプロジェクトを中心に開発資金を供給することを中心的な役割として、その過程で各国の構造問題に深くかかわってきた。

アジアの通貨危機では、IMF、世界銀行、ADBの3機関が協力して、危機管理に当たってきた。IMFは、通貨危機に陥った国の要請を受けて、融資の条件として、マクロ政策、為替政策、金融市場改革や産業構造改革等広範囲にわたる条件（コンディショナリティー）を課する。IMFを中心とする国際的支援パッケージには、IMFからの資金ばかりではなく、世界銀行、ADB、さらに二国間の支援も含まれることが多い。世界銀行、ADBといったMDBsも、中長期的構造改革を促す観点から、金融市場改革やガバナンスの改善等についての条件を課している。こうした国際金融機関の支援体制においては、その適切な役割分担を含め、一層緊密な意思疎通を図ることが重要である。今般の通貨危機においては、例えばタイへの支援及び改革の監視に当たり、IMFはマクロ政策、銀行部門の改革、世界銀行がファイナンス・カンパニーの改革、ADBが資本市場の改革を担当した。

通貨危機の解決に当たっては、あくまでも経済原理に基づいて合理性があり、債権者と債務者の間でバランスのとれた解決策を模索することが重要である。アドホックに特定の債権者（先進国や国際機関を含む）あるいは債務者に有利になるような解決策を模索することは避けなければならない。また、ある国の通貨危機の解決策が新たな危機につながり

かねないモラル・ハザードを債権者・債務者・途上国に引き起こさないよう配慮が必要である。

(1) IMFへの提言

① 予知・予防面での対応

IMFは通貨危機の予知・予防、さらにいったん危機が発生した場合にはその危機管理のための金融支援と財政金融政策の助言において中心的な役割を果たしてきたし、今後も果たすと期待される。その中で次のような課題について一層の検討が必要である。

イ. SDDSの拡充

マクロ経済の状況や短期資本の流出入等についてのデータの的確な把握、適時の情報開示につき一層努力する必要がある。メキシコ通貨危機後導入したSDDSを拡充し、マーケットを含め関係者が的確な情報を適時入手できるような体制作りが期待される。この点については、ネット外貨準備、対外債務(特に短期債務)、金融セクターの安定性に関する指標等のデータを新たに含めることを求める本年4月のIMF暫定委員会の提言は適切な第一歩であると考えられる。

ロ. IMFによるサーベイランスの透明性確保

また、サーベイランスにおいて構造問題の一層の重視が必要であるとともに、その結果の透明性の向上が重要である。現在、IMF4条協議の概要をPINとして公表する加盟国が半数を超え、IMFの政策アドバイスの透明性向上が図られているが、4月の暫定委員会の提言にもあるように、その一層の充実に期待される。

(注) PINとは、Press Information Noticeの略。

IMFは、4条協議理事会用ペーパーの要点、及び同理事会での議論の概要を各理事会終了後、PINとして公表している(公表には当該加盟国の同意が必要)。

ハ. 早期警戒システムの開発促進

早期警戒システム(Early Warning System)の開発を進めることも期待される。ただし、IMFが通常の監視作業や早期警戒システムによって通貨危機の確率が高いことを察知した場合に、IMFが警告することを公表すべきか否かは、公表そのものが危機を誘発するリスクと、他方で、公表しないことにより市場が安易な期待を継続しサステナブルでない政

策が横行されるリスク等があり、したがって慎重に判断すべきであろう。

② 危機管理面での対応

いったん通貨危機が起きた後のIMFの対応も改善の余地がある。

イ. IMFのコンディショナリティー

IMFの支援は何よりも、支援を受ける国の政策の信認を高めるものでないといけない。支援を受ける国の信認が、いかに失われたかは、国によって異なる。したがって、コンディショナリティーも各国のマクロ経済状況やこれまでの政策の歴史によって変わってくる。

具体的には、まず、今回通貨危機にさらされたアジアの国々では、ここ10年はおおむね健全な財政運営をしてきており、これがラテン・アメリカ諸国とは違う点の1つであった。したがって、通貨危機に対する金融政策の引締め等で、景気への悪影響がある中で、財政を更に引き締める必要があったかどうか十分に検証すべきではなからうか。

また、インドネシアでは、コンディショナリティーに組み込まれた広範な構造問題改善策の手順・期間が性急にすぎたことで、問題を複雑にしてしまった。IMFは、コンディショナリティーの作成に当たって、当該国の経済政策の歴史や、社会的な制度・制約に配慮しつつ、市場の信認の回復に必要な内容・手順を見極める必要がある。更に、コンディショナリティーの実施が経済活動の低下及びその弱者への影響をもたらすという問題を考慮する必要がある。このためには当該国の状況を十分に把握する必要があり、当該国政府のみならず、NGO等を含む非政府部門との対話も含め、ローカル情報の収集・分析を強化することが必要である。

ロ. IMFの資金基盤の強化

21世紀型の通貨危機では、経済の大きさや外貨準備の大きさに比して、政府・民間部門にある短期債務が巨額に上っていることが多く、IMFの支援プログラムが市場の信認を得るためには、相当な支援規模を確保する必要がある。韓国支援の際導入されたSRFは、IMFのクォータによらないファシリティーであり、まさに時宜にかなったものであった。他方、このような巨額の資金ニーズに対する

IMF自身の融資原資の制約にかんがみると、IMFの資金基盤の強化が喫緊の課題であり、既に香港総会（1997年9月）で合意されている第11次増資の早期発効（そのための各国における国内手続の完了）、IMFの資金流動性を増すためのNABの早期発効が望まれる。更に、従来の増資等の手段に加え、IMFが市場から直接資金調達する可能性についても検討すべきであろう。

ハ. 民間債務問題における役割

アジアの通貨危機では民間部門の対外債務が問題となった。巨額の民間債務に対して、いったん債務不履行の可能性が出てくると民間債権者がいっせいに資金を引き上げる、あるいは外国銀行からの借入のロールオーバーが拒否される等、流動性の危機に陥る。このような場合に、債権者に対して債務返済スケジュールの調整をすることができるような仕組み、つまり債務の秩序だった返済（Orderly Workout）の実行可能な方策の検討を一層進めるべきである。この点について、4月の暫定委員会がIMF理事会に検討を求めたことを歓迎する。

③ 制度面での対応

イ. 適切に順序づけされた資本自由化

国内貯蓄率が先進国よりも高いアジアの途上国にとっては、資本自由化のメリットは圧倒的ではない。むしろ急激な自由化によるリスクもある。現在IMFでは、資本自由化をIMF協定に盛り込む改訂作業を行っているが、各国における資本自由化は、金融セクターの発展の程度や強度、監督体制の整備状況を勘案した適切な順序づけ（Sequencing）をもって行えるような柔軟性に配慮すべきであろう。

ロ. 望ましい為替制度・卒業政策の検討

今回の通貨危機の原因の1つは、アジア諸国が、固定相場制度を採りつつ資本の自由化を進めたことにある。経済発展の段階が進み、資本の自由化が進むとともに、固定相場制度から伸縮性のある通貨制度へ移行する政策（Exit Policy）を採らなくてはならない。IMFは、途上国にとって望ましい通貨制度とは何か、固定相場制度からどのように円滑に移行すべきか、の検討をすべきである。

(2) 世界銀行・ADB等MDBsへの提言

これまでMDBsは各国の構造改革を進める

に当たって、中心的な役割を担ってきたが、今回の通貨危機の発生原因を見ると、このような構造改革が必ずしも成功してきたとは言えない。IMFのプログラムで問題にされたインドネシアの構造問題は、世界銀行・ADB等もこれまで認識はしていたものの、十分な対応がなされなかった。

① 多様な支援手法の活用

今回の通貨危機のように大規模かつ迅速な支援を必要とし、また、危機の深刻化が経済発展、貧困問題等に大きな影響を及ぼす場合に適切な支援を行っていくことは、MDBsの本来の使命である。その意味で、世界銀行・ADBが従来にない大規模支援を行ったことは評価されるが、更に、こうした観点から、迅速な大規模支援が求められる際には、MDBsが資金の効率的使用や民間資金フロー促進のために、保証機能等多様な手法のより積極的な活用の検討が必要である。

② コンディショナリティー形成への一層の貢献

アジアの通貨危機で表面化した金融セクターの改革等の構造問題については、MDBsの今後の貢献が大いに期待されている。これを実施するには、各国に対する中期的支援戦略である世界銀行のCASやADBのCOSSを充実させる必要があり、MDBsがこういった方向で見直し始めていることを歓迎する。その際には、各国政府のみならず、NGO等を含む非政府部門との対話を含め、各国の実状を十分に把握した上で、政策目標の明確化、実施手順等について十分な検討を行うべきである。また、IMFと連携をとりつつ、こういったMDBsの視点を、支援パッケージにより反映させていくことが望ましい。

(注) CAS及びCOSSは、Country Assistance Strategies、及びCountry Operational Strategy Studiesの略であり、各途上国に対するそれぞれ世界銀行及びADBの中期的な援助戦略を策定するための文書である。

③ MDBsにおける金融セクター関連の人材拡充

他方、世界銀行・ADBやIMFにも金融セクターの実務に精通した専門家が必ずしも十分にいるわけではない。そのため、金融セクター支援にかかわるスタッフの充実が必要で

あり、世界銀行におけるSFOU (Special Financial Operations Unit) の設置や、世界銀行・ADBの外部からの人材導入の動きは評価できる。ただし、その際には、単に先進国市場の知識を有しているのみならず、各国市場に精通している人材を極力登用していくべきであろう。

④ 金融・資本市場改革への一層の取組み

金融セクター支援に際しては、銀行セクターのリストラクチャリングや監督基準の整備のみならず、証券市場の育成も重要である。その際、直接投資や長期資本の導入を促進するため、長期債の発行や格付、株式市場に係る取引所の在り方・取引ルール等についての助言、支援にもより積極的に目を向けるべきであろう。また、証券市場育成のために、MDBsが新興市場経済国において債券を発行することも検討に値する。

⑤ ガバナンスへの一層の貢献

ガバナンスの向上が、経済発展を支援する金融・資本市場の発達にも重要であるとの認識の下に、MDBsはこの分野でも一層積極的に支援すべきである。

ガバナンス向上のためには、会計制度や競争環境の整備が不可欠であり、また、正確な企業情報の開示は税の執行と密接に関連していることから、税の執行面での環境整備も重要である。

⑥ インフラ整備への一層の貢献

経済発展の基盤となる、教育や通信・交通等のインフラの整備は重要であり、MDBsはこの分野でも一層積極的な支援を行うべきである。

MDBsを中心に、投資家に対して民活政策を実施している個別国の関連政策や規制体系について信頼できる情報を提供することにより、カントリー・リスクの軽減を図ることが重要である。更に、個別国政府の民活インフラ関連政策の立案や規制体系整備に係る助言サービスや、途上国の地方政府によるインフラ・プロジェクト準備への支援について、MDBsが積極的な貢献を行っていくことも重要である。こうした観点から、世界銀行が策定した「民活インフラ促進のためのアクション・プログラム」が着実に実施されることが重要である。併せて、為替リスク回避の観点

から、現地通貨建てによる資金調達を促進するために、MDBsが地場の金融・資本市場の育成に関して支援を強化することも重要である。

(注)「民活インフラ促進のためのアクション・プログラム」は、民活インフラに対する世界銀行の取組みを強化することを目的に97年9月に策定されたもの。我が国は日本特別基金を通じて同プログラムを積極的に支援している。

⑦ 地方政府やNGOを通じた支援

世界銀行は現在準備中のタイ向け社会セクター改革プログラム融資について、政府の既存の社会開発プログラムへの支援と、地方自治体やNGOを通じた貧困削減及び社会開発プログラムへの支援を行う「2チャンネル方式」を検討している。

社会セクターへの対応については、中央政府レベルでの対応とともに、地方政府やNGO等によるより受益者に近いレベルにおける対応も重要であることから、このような世界銀行のアプローチは評価できるものであり、MDBsが今後とも同方式に基づいた支援を行っていくことが期待される。

⑧ 危機管理体制等

なお、世界銀行については、ストラテジック・コンパクトにより、現地事務所への権限委譲が進められているが、構造問題への対処が一方の大きな柱となる今回のような通貨危機では、対外的な調整を含め組織全体として機動的に活動できるよう、本部を中心として危機管理体制の整備と、地域事務所を通じたローカル情報の収集の強化・活用を有機的に結合させていく必要がある。

3. 地域協力についての提言

(1) マニラ・フレームワークの強化

今回の通貨危機では、地域の集団的な対応が大きな問題となった。特に、資金協力で、地域の国が広く協力するスキームは、タイ、インドネシア、韓国で重要な役割を果たした。また、伝染効果が広く地域全体に広がったことから、地域の共通の課題として取り組む必要性が認識された。

この観点から、資金協力の可能性を含みつつ、平常時より地域経済の監視をする目的で構築されたマニラ・フレームワークを強化す

ること、具体的には、その域内サーベイランスの一層の充実、資金支援スキームの強化についても更に検討することが期待される。また、現在蔵相・中央銀行総裁代理レベルで行われているサーベイランスを蔵相・中央銀行総裁レベルで行うことも検討してはどうか。

- (2) 域内サーベイランスにおけるIFIsの東京事務所等の活用
 (3) IFIsの東京事務所等を活用した域内各国への助言

また、今回の通貨危機を振り返ると、地域共通の問題とともに、国ごとのそれぞれ異なる背景があった。IFIsの東京事務所等を活用した国ごとの特性に応じた助言活動の強化も重要である。

4. 先進国・債権者への提言

先進国は、メキシコやアジアの新興市場において発生した通貨危機に重大な関心を持って対処してきた。メキシコ危機の場合にはアメリカが、タイ危機の場合には日本が、重要な役割を果たして、IMFの支援プログラムに協力した。このような先進国の二国間協力は、地域経済、金融システムの安定を目的とする公共財への支援と捉えることができる。

(1) 二国間支援

IMFの支援を補完する形での先進国の二国間協力、助言は、特にその地域に情報を多く有しており、経済関係も密接な先進国を中心として積極的に行っていく必要がある。その際、金融セクター改革、インフラ整備、企業経営の近代化等制度見直しにおける技術支援、人材育成支援に官民ともに積極的に対応すべきである。

(2) 機関投資家等の情報開示

短期資金の移動については、受入れ国において金融機関の健全性確保のため監視・規制が必要になるが、先進国側でも、機関投資家（銀行、証券会社、保険会社、ミューチュアル・ファンド等）やヘッジ・ファンドの巨額の投資行動には、情報の開示を求めていくことを検討すべきである。巨額のファンドのごくわずかなポートフォリオの変更が、経済規模の小さな資本受入れ国の通貨・資本・金融市場にとっては、大きなショックとなることを考え、影響力を行使した市場操作が起きないように監視する方策を国際的に検討すべき

である。

(3) 機関投資家等のリスク認識・管理

他方、債権者、特に機関投資家に対しては、投資先国の情報開示が十分ではなかったことや、金融管理体制が甘いこと等は、市場では十分知られていたことであり、このようなリスク要因を織り込んで投資決定がなされていたと考えられる。すなわち、投資先国の金利が高かった背景には、有利な投資機会があることも一因だが、通貨の下落や信用リスクが高いというリスク・プレミアムもあったはずである。債権者のリスク管理とその責任が改めて問われている。

5. 日本への提言

アジア地域は、日本にとって、政治的、経済的に密接な関係を持っている。他方、各国から見ても、貿易面等において日本のウェイトは高い。地域の安定とその健全な成長は、我が国にとっても極めて重要となっている。今回の通貨危機の経験を踏まえて、我が国としては次のような役割を果たすことが期待されている。その際、日本としては、地域への協力は、支援される側の国益にも、支援する側の国益にもなるとの観点から、自らのイニシアティブで問題の解決に当たるという姿勢が大切であることは言うまでもない。

(1) 日本経済の安定的拡大と金融システムの安定

① 景気回復への努力

アジア域内での貿易、投資等のウェイトが高まるにつれ、日本経済の安定的成長及び行きすぎた円安の是正が、アジア各国にとっても一層重要になっている。しかしながら日本経済はバブル経済の崩壊後、いまだその後遺症から抜け切れていない。97年に相次いだ大型金融機関の破たんも、バブル崩壊後に増加した不良債権問題等を背景にしている。こうした中、厳しさを増した家計・企業の景況感が実体経済全般にまで影響を及ぼしており、日本経済は極めて深刻な状況となっている。アジア各国からも日本の景気回復がアジア各国からの輸入増につながるとの期待は大きい。こうした状況の中で、一日も早く力強く景気が回復するよう最大限の努力をしていくべきである。

② 金融システムの安定性確保

また、日本の金融システムの安定性に対する内外の信頼を確保することは、アジア地域の金融市場にも好影響を与えるものである。この点については、98年2月に成立した金融安定化2法により制度的基盤が整備され、現在実施に移されているところであるが、引き続き金融システムの安定化に万全を期することが必要である。

③ 日本版ビッグバン

金融・資本市場のグローバル化、資本移動の自由化という潮流の中に日本も置かれていることを考えれば、日本の金融システム全体について、市場の利用者の視点に立った抜本的な構造改革を行うことが不可欠となっている。すなわち、個人金融資産のより有利な運用、活力ある仲介活動を通じた魅力あるサービスの提供、次世代を担う成長産業への円滑な資金供給、利用者が安心して取引を行うための枠組みの構築といった面で、真に優れた金融システムを実現することが必要である。こうした観点から、現在推進されている金融システム改革（「日本版ビッグバン」）を更に本格的に進めて行かなくてはならない。そのために法改正を要する事項については、金融システム改革関連法案が現在国会において審議されているところである。法案の早期成立を含め、改革を着実に実行することにより、21世紀において活力ある日本経済の基盤となる金融システムが構築されることを期待する。

④ アジア経済回復への寄与

こうした幅広い経済・金融面の措置は、市場開放を引き続き推進していくこととあいまって、ひいてはアジア経済の回復にも寄与するものである。

(2) 国際的・地域的支援への貢献

① IFIsへの働きかけ

アジア地域のマクロ経済・金融市場監視は、これからますます重要性を増してくる。IMFや世界銀行・ADBのアジア地域への平常時の監視や危機における支援プログラム策定に当たって、アジアの実状を最も良く知りうる立場にある日本の意見がより十分に反映されるよう、IMFや世界銀行・ADBに働きかけていく必要がある。

② 域内サーベイランスへの対応等

タイ支援東京会合、マニラ・フレームワークといった地域的なイニシアティブへの貢献等、日本はアジアの通貨危機に対して大きく貢献してきた。また、タイ、インドネシア、韓国へのIMF支援パッケージにも、二国間として最大の協力を行ってきた。IMF、世界銀行、ADB、G7、APEC、ASEM、マニラ・フレームワーク等の主要なフォーラム全てに参加する唯一の国として、日本はこれまで以上に積極的な役割が期待されている。

具体的には、マニラ・フレームワークを中心とするアジア地域の域内サーベイランスの強化への積極的対応、IMF、世界銀行、ADBの東京事務所やADB研究所の活動への積極的支援等を整えるべきである。

③ 二国間支援等

円借款、輸銀融資、世界銀行・ADB等の日本特別基金を通じる我が国の支援が引き続き重要である。

・円借款

緊急時には、各国の状況に即応した円借款の機動的対応（必要に応じ、金額・時期の面を含む）が重要である。緊急時に機動的に対応できるような体制整備、例えば緊急時対応指針の作成等も必要と考える。また、内容の面では、プロジェクト借款の比重を下げる等の対応により、構造調整支援のためのセクター・プログラム・ローン等のノン・プロジェクト借款や中小企業・小農のためのツー・ステップ・ローンを増やすとともに、プロジェクト借款においても、新規プロジェクトの採択よりも、実施中の円借款対象プロジェクトの早期完成に重点を置き、そのために必要に応じて、内貨支援の強化を行うことも考えられる。

・輸銀等

経済混乱に伴い貿易金融に支障をきたしているアジアの状況にかんがみると、輸銀のツー・ステップ・ローンや貿易保険の活用による金融支援、現地日系企業のアジアにおける投資活動に対する支援（輸銀の投資金融の活用）、貸渡り等により輸入に支障をきたしている本邦企業の輸入円滑化に対する支援（輸銀の輸入金融の活用）等を、財政投融資の適切な活用等により、適時・適切に行うことも有益である。また、輸銀

が当該国政府等の発行する債券を保証することができるような仕組みを検討することが必要と考えられる。

・世界銀行・ADB等の日本特別基金

我が国として、各国の構造改革努力を支援するため、世界銀行・ADB等の日本特別基金を通じた技術支援を強化していく必要がある。支援に当たっては、我が国のイニシアティブを明確にする観点から、あらかじめ優先分野を各MDBに対して示し、重点的な支援を行っていく必要がある。具体的には、金融セクター改革、民間セクター育成、環境、社会的弱者対策を優先分野とすべきである。こうした観点から、世界銀行・ADBによるアジアの金融セクター改革支援に関する日本特別基金を通じた支援を積極的に進めるべきである。また、途上国への民間資金の安定的な流入を促進する観点から、我が国との協調融資につながりやすい案件の発掘を促進することが重要である。

④ TA（民間レベルを含む）を通じた支援も引き続き重要である。

・適格者リストの整備

我が国からの人的貢献についても積極的に対応できるような体制作り、例えば実務経験のある金融専門家へのニーズに対して迅速に対応できるような適格者リストの整備等が期待される。

・世界銀行・ADB等の日本特別基金を通じた支援

世界銀行・ADB等の日本特別基金を人材育成、研究活動の支援等にも積極的に活用すべきであり、世界銀行経済開発研究所やADB研究所等の活動に対する支援を強化すべきである。

・アジア各国との政策対話

また、マクロ経済政策及び構造政策についての各国との政策対話をより一層強化していくことも有益である。

(3) 円の一層の活用に向けての環境整備

① 東京市場の環境整備

今回の通貨危機の1つの要因として「過度のドルへの依存」があったことから、域内各国からもドル・ペッグからの脱却の動きがある。また、円建て取引拡大を望む声も高まっ

ている。危機が収まった後のアジアにおける望ましい通貨体制では、円の役割が高まるべきである。円の一層の活用に向けて、多様な運用ニーズを持つ内外投資家が円資産を運用しやすくなるよう、流通市場の一層着実な整備や、税制の在り方の検討を含めた東京市場の健全な環境整備に努めていく必要がある。既に触れた日本版ビッグバンは、こうした資金の運用・調達の両面において真に優れた金融システムの構築を目指すものであり、円の一層の活用に向けての環境整備の観点からも、その着実な実行が望まれる。

② 改正外為法の施行

なお、98年4月1日から金融システム改革のフロントランナーとしての改正外為法が施行され、国境を越える取引の抜本的自由化が実施に移された。例えば、海外預金、ユーロ円債の発行等今まで事前の手续が必要であったものが自由に行うことができるようになり、また、内外の投資家にとってビジネス・チャンスの拡大、より有利な資金調達・運用につながるものである。この改正により、内外の資金の流れは一層スムーズになり、我が国金融・資本市場の活性化ひいては、我が国経済の活性化が期待できる。

(出所) 財務省ウェブ・ページ

11-83 外国為替等審議会答申

「21世紀に向けた円の国際化（本体）」—世界の経済・金融情勢の変化と日本の対応—

1999（平成11）年4月20日

円の国際化については、昭和60年（1985年）3月の外国為替等審議会（以下、外為審という。）の答申において積極的に進めるとの考え方が示され、国内金融・資本市場の規制緩和、自由化措置と並行して、非居住者にとっての円の使い勝手を良くするためのユーロ円市場の育成、東京オフショア市場の創設等が行われてきた。

しかしながら、円の国際化の現状を見ると、日本の経済規模等に比較し必ずしも十分な円の国際化が進んでいるとはいえず、むしろ最近については後退していると思われる面もある。他方、日本を巡る最近の世界の経済・金

融情勢を見てみると、ドルへの過度の依存がその原因の一つと考えられるアジア通貨危機の発生や、ドル一極の国際通貨体制に大きな影響を与える可能性を含んだユーロの登場に見られるように円の役割を再検討すべき出来事が生じてきており、また、日本においてもいわゆる「ビッグバン」により金融・資本市場の抜本的自由化が進められ東京市場をニューヨーク、ロンドンと並ぶ国際金融市場として育成しようとしている。

このような内外の経済・金融情勢の変化の中で、円の国際的役割を高めていくこと、そのためには日本として何をなすべきかが、21世紀を目前に控え、改めて今日的課題として問われている。

I. 円の国際化の現状と最近における内外経済情勢の変化〈何故、今円の国際化か〉

1. 円の国際化の現状とその背景

(1) 現状

円の国際化とは、日本のクロスボーダーの取引及び海外での取引における円の使用割合あるいは非居住者の資産保有における円建て比率が高まっていくことであり、具体的には、国際通貨制度における円の役割の上昇、及び經常取引、資本取引、外貨準備等における円のウェイトの上昇と考えられる。

円の国際化の現状を、これらの各側面について整理すると、以下に見るように、日本経済の世界におけるウェイトが約14%に達し(1997年)、日本が世界最大の純債権国である等の状況にかんがみると、必ずしも十分な状況にあるとは言えない。

(イ) まず、貿易取引面での円の使われ方を見ると、日本の輸出の円建て比率は過去数年35%程度でほぼ横ばいであり、ドル建て取引が過半を占めている。また、輸入について見ると、本邦企業の海外投資が増加し製品輸入が増加したことを受けて徐々に増加しているものの、1997年においても20%強である。主要先進国に比べいずれもかなり低い状況にとどまっている。更に、世界貿易全体における使用通貨建ての状況を見ると、ドル建てが大半であり、円建て比率は5%と、日本の貿易が世界全体の貿易に占めるシェア7%に比べても低い水準にとどまっている。

(ロ) 資本取引面について見ても、1997年の国際債の発行に占める円の割合は4.5%にすぎず、94年当時には13%を超えるシェアを占めていた状況から比べると最近ではむしろそのウェイトを低下させている。本邦銀行の対外貸付残高における円建て比率も90年代を通じておおむね20%前後の推移にとどまっている。

(ハ) 外国為替市場における通貨別取引比率を見ると、1998年4月の全世界外為取引に占めるドルを対価とした取引のシェアが87%と、ドルを対価とした取引が中心である。これに対し、円を対価とした取引のシェアは21%で独マルクの30%に次いで第3位であるが、円のシェアはこの10年でむしろ低下している(89年は27%)。

(ニ) また、円の資産通貨としての役割の観点から、銀行の外貨建てクロスボーダー債務残高における通貨別シェアを見ると(1998年6月末)、米ドル47%、独マルク13%に対し円は6%にすぎない。

(ホ) 円の国際通貨としての使われ方の公的側面を見ても、米ドル、独マルク、仏フラン等はペッグの基準通貨として採用されているが、円を基準通貨として採用している国はない。準備通貨としても、1997年末時点での円のシェアは約5%で、90年代初めに比べるとむしろそのシェアを下げている。

(2) 背景

80年代後半には、日本における金融・資本市場の自由化の進展や好調な経済により、円に対する国際的な信認が高まり、円の国際的使用も一時的に上昇した。しかし、1990年代に入りバブルの崩壊、それに伴う日本経済の低成長を背景に、円の役割は停滞、あるいは準備通貨における円のシェアに見られるように低下した。

他方、冷戦構造の崩壊後国際政治面で米国の影響力が突出するようになるとともに、米国内部も先端産業に引っ張られる形で他地域をリードするようになり、片やドルの利便性が高いこともあって、ドルの使用割合は近年むしろ上昇するようになる。

円の国際化が1990年代に入って進んでこなかった背景について、特に貿易取引および資本取引について分析してみると、以下の点が

指摘できよう。

① 貿易取引

イ. 貿易における建値通貨は、市場競争力や国際商品市場における建値通貨、及び貿易構造等により左右されるが、日本の貿易取引においては、(イ)国際的にドル建てで取引される原材料（主として原油等エネルギー）の輸入に占める割合が高い、(ロ)海外子会社との取引において日本の本社が為替リスクを負担する傾向にある、等の点が指摘される。

ロ. 更に、日本との経済的結びつきが強いアジアとの貿易、特に輸入において円建て比率が高くないのは、以上の状況に加え、(イ)円とアジア通貨間の為替市場が成熟しておらず円の使い勝手が悪いこと、(ロ)これまで多くのアジア諸国の通貨がドルとリンクしていたため円の対アジア通貨レートが不安定であったこと、も影響していたと言われる。

② 資本取引

イ. 1980年代後半以降の金融・資本市場の規制緩和は、当時日本の金融・資本市場の規制緩和が緒についたばかりであり、国内金融・資本市場に対する影響への配慮から慎重に進められた。そうした状況の下、90年代に円の国際化が停滞した一因として、クロスボーダーの資本取引に対する規制が最近に至るまで残った、非居住者が円資産を運用する手段に制約があった、及び非居住者に関する税制等の環境整備が十分でなかった、との指摘もなされていた。（これらについては、後述するように、1998年4月からの改正外為法の施行、99年度税制改正等により大幅な改善が行われた。）

ロ. また、(イ)經常取引における円建て化が進まないことからそもそも円建て借入ニーズが低いこと、(ロ)ドル・円先物スワップ市場が発展しておりドル建てでビジネスを行うことにこれまで殊更大きな制約がなかったこと、等も本邦銀行の円建て対外貸付が進まない背景として指摘される。

2. 最近の内外経済情勢の変化

このような円の国際化の現状の一方で、最近においては次のような円をめぐる新たな内外の変化が生じてきており、円の国際化を今

後如何に進めていくかは喫緊の課題になっている。

(1) アジア通貨危機の発生

① アジアの多くの国では、これまで程度に差はあれ実質ドル・リンクの下で為替の安定を図ってきた。しかし、各国の貿易・投資相手先の実態にかかわらず通貨をドルへリンクすることのリスクが、一昨年来のアジア通貨危機において一挙に顕在化した。

② アジア諸国の中には、通貨危機の中で、実質的なドル・リンクから離脱するところが相次ぎ、多くの国がフロートするに至っているが、今後経済状況が安定していくにつれ、これらの国も将来の新たな通貨制度を模索していくことが考えられる。もとより各国通貨の安定には良好な経済ファンダメンタルズが不可欠であるが、そのためにも貿易取引、資本取引等の対外経済関係の実態をより反映した為替制度の構築も重要になってくると考えられる。

③ アジアにおける通貨システムの安定は、アジア諸国の安定的な経済発展の基礎であり、アジアの安定は当該地域と密接な経済・政治・社会関係を有する日本にとっても重要である。

(2) ユーロの導入

① ユーロは、ブレトンウッズ体制崩壊後、初めて本格的に登場したドルと並ぶうる通貨であると見られている。ユーロランドの経済規模は米国に比肩するものであり、中東欧やアフリカといった地域との経済的結び付きの強さや資本市場におけるシェアの高さ等を背景に、ユーロは近い将来ドルと比肩しうる基軸通貨として機能する可能性がある。

② このようなユーロの登場により、ドル一極支配の時代から、新たな国際通貨体制を検討する時代になるのではないかと、あるいは、国際取引における使用通貨の選択の見直しのきっかけとなりうるのではないかと考えられ、円の役割についても見直す良いチャンスとなっている。

(3) ビッグバンの進展

① 1998年4月に施行された改正外為法を始め、同年12月の金融システム改革措置の大宗の実施等、いわゆる「ビッグバン」が進

展している。

- ② 東京市場をロンドン、ニューヨークと並ぶ国際金融市場として育成し、より魅力的な市場とするためにも、円の一層の国際化が不可欠となっている。

II. 円の国際化の必要性〈何のための円の国際化か〉

円の国際化の必要性については、旧外為審答申においても議論がなされ、日本にとっての必要性とともに国際的側面における必要性が指摘されているが、当時においては、ドルの負担軽減という観点を念頭に置いた受動的な対応との面も否めなかった。

しかしその後、1980年代後半から1990年代にかけて世界経済はそのグローバル化が益々顕著になり、国際金融市場においても、膨大で、かつ瞬時に移動する資本取引が為替相場や実体経済に大きな影響を与えるようになってきているといった環境変化が生じてきており、また前述のような円をめぐる新たな状況変化にかんがみると、円の国際化を進めていくにあたり、改めて円の国際化の必要性につき整理しておくことが重要である。

その際、日本との経済的結びつきの深いアジアにおける通貨危機の経験やユーロの登場という最近における状況を踏まえると、円の国際化は、アジア地域の通貨・経済の安定、更に世界の通貨・経済の安定に貢献し、これがひいては日本経済の安定に寄与し日本の国益にも資するものであるとの認識のもとで進めていく必要がある。

1. 国際的な側面における必要性

(1) 国際通貨体制の安定化への貢献

- ① プレトンウッズ体制が崩壊し、1973年以降主要通貨はフロートになる。主要通貨に対してその価値を減価させながらも、ドルが基軸通貨として使われてきた背景には、米国の国際政治面でのリーダーとしての地位に基づく一般的なドルへの信認と、国際通貨としてのドルの利便性による慣性がより強く働いてきたと考えられる。
- ② 他方このような事情が、米国をして為替相場の動きに対して「ビナイン・ネグレクト」と言われるような姿勢をとることを許したことが指摘される。
- ③ しかし、米国は巨額の経常収支赤字を続

け、世界最大の純債務国であり、現在の事実上のドル一極基軸通貨体制は危うさを常に内包している。

- ④ 世界の3大経済地域の一端を担う欧州のユーロ及びアジアにおける主要通貨である円が、ドルを補完し、各国及び地域が節度ある経済運営を行うことにより、安定した国際通貨体制の構築に貢献することが期待される。他方、ドル、ユーロ、円といった主要通貨の変動相場制度の下では、リスク分散の観点からも、ドル、ユーロに加え、円が国際的に活用されることは望ましい。円の国際化はこうした意味で国際公共財の提供と考えることができる。

(2) アジア諸国の経済安定への貢献

- ① アジア地域の対外経済関係を地域別に見ると、日本、米国、欧州の3地域との関係が強いが、貿易、直接投資、資本取引、経済支援等を総合的に見ると日本との関係が極めて深いと言える。今回の通貨危機の反省からアジア諸国からも円の役割を見直し、その一層の拡大を望む声がある。
- ② ドル・リンクの弊害が顕在化した後、主なアジア諸国の通貨は、香港、中国、マレーシアを除きフロートしてきているが、最近における各国通貨の動きを見ると、それまでのドルとの強い相関関係が弱まる一方、円との相関関係が高まる局面も出てきている。円の国際通貨としての役割強化は、為替市場、特にアジアにおける為替市場の安定、ひいてはアジア諸国の経済の安定に資する。
- ③ また、国際的な取引における決済通貨としての円の使用が高まれば、欧米との間に比べれば時差の少ないアジア域内でのクロスボーダーの為替取引の決済において、決済時間のずれから生じるリスク（いわゆるヘルシュタット・リスク）の低減にも資する。
- ④ 日本にとって重要な地域であるアジア諸国の安定的経済発展は、日本自身にとって好ましい。

2. 日本にとっての必要性

(1) 東京金融・資本市場の国際金融センターとしての活性化

- ① 国際取引における取引通貨の多様化は、

取引者（居住者、非居住者双方）に、為替リスク回避の手段を提供する。これが、金融サービスの新しい業務展開の可能性を提供し、円のマザー・マーケットである東京市場の活性化に貢献する。また、これがひいては雇用機会の創出にもつながるとの意見もあった。

- ② 日本の余剰貯蓄の還流が外貨で行なわざるを得ないとなると、国民の貴重な貯蓄が為替リスクに晒される。円の国際化、東京市場の活性化は日本の将来にわたっての資産保持の観点からも重要であろう。
- (2) 本邦金融機関の国際競争力の強化
 - ① 東京市場の活性化、特にその中で円を使った国際金融ビジネスの活性化は、東京市場を本拠とする日本の金融機関のビジネス・チャンスの拡大につながる。
 - ② また、対外資産における円建て比率が拡大すれば、BIS基準の自己資本比率の算定上、為替レートの影響を受けにくくなるともに、外貨建ての調達リスクを低減させる。ちなみに、本邦金融機関が外貨での取引を行う場合は、円貨の場合とは違って「ラスト・リゾート」が存在しないことにも十分留意することが必要である。
 - ③ 国際金融取引における円ビジネスの拡大は、円資金への豊富なアクセスと円建て取引に関する知識と経験の面で優位にある日本の金融機関にとって、国際取引における競争力を回復・向上させる上で有力な手段となる。
- (3) 日本の企業等の為替リスクの軽減
 - ① 本邦企業等にとって対外取引を円建て化することによる為替リスク軽減のメリットについては異論ないが、他方、外為法の抜本改正や金融技術の進展によりヘッジ手段が多様化し為替リスク回避の方策が拡大してきている国際取引の現状にかんがみると、円建て化がかえってコスト増加要因になることもある等の指摘もあった。しかしながらヘッジ自体にもコストがかかること、また、変動相場制の下、長期のあるいは大幅な為替変動に対し常にヘッジが可能とは限らないこと等にかんがみると、外貨建て取引を行うことのリリスクとコストのバランスについては十分認識することが必要であら

う。

- ② アジア等の取引先にとっても、一部取引のドル建てから円建てへの移行は、為替変動リスク分散の観点からのメリットが考えられる。

(注) 通貨を国際化することによるメリットとして、通貨発行益（シニョレッジ）の獲得が指摘されることがある。しかし、自国通貨が国際通貨となることによる通貨発行益は、あくまで副次的な利益と考えるべきで、これを円の国際化の目的にすることは適当ではないであろう。

Ⅲ. 円の国際化を進めるに当たっての課題 〈円の国際化のために何をなすべきか〉

1. 基本的視点

- (1) 円の国際化にはそれに伴う責任も付随する。すなわち、日本は日本経済の安定的成長、円の安定等の国際的な責務に応えていく覚悟が必要である。
- (2) 円の国際化を進めていくに当たっては、円に対する信認を向上させるとともに、円を国際的な取引で使用するに当たっての環境整備を進めることがまず不可欠である。また、それとともに実際に円を国際的に幅広く使っていくためには、これまでの円に対する意識改革を含めた官民双方の取り組み、見直しが必要であり、今後21世紀に向けて長期的に取り組んでいく課題であるとの認識も必要である。
- (3) 円の国際化を進めていく場合、当面は、日本との関係が極めて深いアジアにおいて国際通貨として円の使用の一層の広がりを図ることが現実的である。アジアが通貨危機を克服し、成長軌道に復帰する過程で活発に使われることが、円の国際的な通貨としての地位向上につながると考えられる。
- (4) このためにも、貿易・資本取引等における実体経済面でのアジアとの結び付きを速やかに回復・拡充し、こうした取引等を通じてアジアに円が供給され、国際取引において円が流通する基盤を作っていくことが重要となる。

2. 提言

- (1) 日本経済の安定的成長と金融システムの再建

日本はその経済力により世界にプレゼン

スを示してきており、経済の再生と健全な経済運営は円の国際化にとり必須の条件である。従って、円が国際通貨として広く受け入れられていくためには、まず何よりもその前提条件として、不良債権処理による金融システムの速やかな安定と景気の回復による日本経済に対する内外の信認回復と向上、そのための中長期的なマクロ経済バランスの回復が不可欠である。

金融システムの速やかな安定は、日本の民間金融機関がアジア地域をはじめ海外における投融资活動を再活性化し、円の国際化の主要なプレーヤーとしての役割を果たすためにも重要である。

(2) 円の価値の安定

主要通貨であるドル、ユーロ、円が変動相場制下にある現在、これら通貨間の為替変動リスクは常に存在し、このリスクは他の途上国等にも及ぶ。従って、リスク分散の観点が必要になるが、その中にあっても、まず第一には、主要通貨であるドル、ユーロ、円との間での為替相場の相対的安定を図ることが、国際通貨を提供する国としての責任である。その際、国際通貨としての円の価値を安定させる政策努力が重要になる。

(3) アジア各国の為替制度における円の役割の見直し

① アジアの多くの国では、通貨危機発生前の事実上ドルにペッグした制度から現在はフロート制になっているが、今後状況が落ち着いてきた段階において、新たな為替制度見直しが各国で課題となってくることが考えられる。その際には、貿易等の経済的なウェイト等を勘案した、ドル、円、ユーロ等を構成要素とする通貨バスケットとの関係が安定的になるような為替制度も1つの選択肢であり、この中でアジア通貨が円との連動性を強めていくことは望ましいと考えられる。

② また、ユーロ登場という新たな動きを踏まえ、アジア地域における将来の通貨制度の在り方についての議論も生じてきている。アジア地域の経済的・歴史的・文化的背景は欧州とは異なり同列に論じることは現状では非現実的かもしれない。他方、アジア

域内における経済的な緊密度は、現状では米州やユーロの水準には至っていないが、アセアンにおける自由貿易地域構想の推進等の動きを踏まえれば、今後域内の統合度は更に高まっていくことも考えられる。将来的なアジア域内の通貨制度はいかにあるべきかについて、域内統合の成熟状況を慎重に見守りつつ、日本としても積極的に議論に参加していくことが必要であるとの指摘があった。

(4) 円の国際化を進めるための環境整備の推進

円の国際化を進める上で、円の利便性を高めるとともに、安心して利用できるようなインフラの整備が必要である。先進各国でも規制緩和、市場開放が進み、国際経済・金融面でのグローバル化の中で、通貨の使い勝手の良さが通貨が国際的に使用される上での最低限の必要条件になってきている。特に非居住者にとっての円での資金運用・調達利便性を高める環境整備が、準備通貨として、また金融・資本取引に使われる通貨として円の役割を高めるために重要である。その際、国際的な基準、慣行にも配慮した整備に留意する必要がある。

① 金融・資本市場における環境整備

イ. 当審議会の前回答中に沿い、金融システム改革のフロントランナーとしての外為法の改正が行われ、内外資本取引の自由化、外国為替業務の完全自由化等、クロスボーダー取引の自由化は既に実施されたところである。

また、本専門部会が平成10年11月12日に公表した「中間論点整理」においては、円の国際化を進める上で不可欠の環境整備として、短期金融市場の厚みを増すような措置や、海外の投資家が日本の国債に投資しやすくするような仕組み等の必要性が特に指摘された。こうした提言に沿って、昨年末、政府は、次のような措置を含む円の国際化推進策を発表し、その後所要の法令整備等を実施している。

- (イ) 平成11年4月よりFB（政府短期証券）の市中公募入札発行を開始する。
- (ロ) 平成11年4月1日以後に発行され、一括登録等の一定の要件を満たすTB（短

期割引国債)・FBの償還差益につき、その発行時の源泉徴収を免除し、外国法人についてはその償還差益につき原則非課税とする。

- (イ) 非居住者・外国法人が支払いを受ける利付国債の利子で、一括登録等の一定の要件を満たし、平成11年9月1日以降計算期間が開始するものにつき、源泉徴収を免除する。

(注) 有価証券取引税及び取引所税は、平成11年3月31日をもって廃止する。

- (ニ) 平成11年度より30年国債及び1年物TBを導入し、国債の償還年限の一層の多様化を図るとともに、平成11年1月以後発行の国債より繰上償還条項を撤廃する。

これらは、円の国際化の観点から大きな前進であったと評価できる。

- ロ. 金融・資本市場については、その利便性向上の観点から、引き続きその整備を図っていくことが重要であり、ビッグバンを一層推進していく観点からも、当面以下のような課題につき積極的に取り組んでいくことが望まれる。

- (イ) 日本のレポ市場は、現在、現金担保付債券貸借という独自の形態となっているが、非居住者の参入を促す上から、有価証券取引税撤廃を踏まえ、欧米で採られている売買形態での取引を推進していくための環境整備を早急に行うべきである。
- (ロ) 国債の市場金利指標性をあらゆる満期に関し向上させ、イールド・カーブの効率的な形成を一層促進することが、円資産が国際的に活用されるための必要条件であり、中期債のベンチマークとなる5年利付国債を導入すべきである。
- (ハ) さらに、日本の資本市場を国際的に魅力あるものとして発展させるためには、投資家のキャッシュ・フローや金利リスクについての様々なニーズに対応するべく国債の商品性を一層多様化させることが重要であり、欧米主要国の国債市場で取引されているストリップス債(登録された利付債の元本部分と利札部分を分離し、別個の独立したゼロ・クーポン債としても保有及び販売することができる債

券)についても、市場のニーズを勘案しつつ、その導入に必要な決済システムの整備や税制上の取扱い等の検討を行うべきである。

② 決済システムの改善

決済システムは、金融・資本市場のインフラとして最近特にその重要性が指摘されてきており、欧米を始め諸外国においては、RTGS(Real Time Gross Settlement:即時グロス決済)化、DVP(Delivery versus Payment:証券資金同時決済)化、及び決済期間の短縮への積極的取り組みが行われてきている。とりわけ欧州においては、ユーロの導入もあり、決済インフラの改善に努めており、クロスボーダー取引の処理からも各国が整合性のとれた形の決済システムの構築を進めている。

したがって、決済システムの整備は円の国際化の観点からも喫緊の課題であり、非居住者が安心して円資産の運用・調達を行っていく上で不可欠の条件といえる。具体的には、

- (イ) 2000年末までのRTGS化や稼働時間の延長を目指している日銀ネットの作業を確実に実現していくことが重要である。
- (ロ) CP、CDについても、DVPの実現等を目指した決済システムの整備につき検討が行われており、その早期の成果を期待したい。
- (ハ) 更に、中長期的な観点からは、証券決済全般につき、より包括的な集中決済の仕組みの整備を、欧米の動向を踏まえつつ幅広く検討することも必要である。

③ その他

(イ) 中央銀行のサービス

各国中央銀行が如何に公的準備として円を使うかには、日本銀行の提供する各国中央銀行へのサービスも影響する。これは、他の国際通貨を使う場合に提供されるサービスとの比較の面もあり、各国中央銀行のニーズを踏まえつつ、出来るだけ各国中央銀行に使い易いように日本銀行の提供するサービスの拡充を図るべきである。

(ロ) 国際商品市場

円建て貿易取引におけるヘッジ手段を

充実する観点から、日本の国際商品市場における取扱商品の拡大が必要である。

(ハ) この他、海外投資家の参入を促進していく上で、日本の会計原則や会計基準を国際的な基準との整合性を念頭に継続的に見直していくとともに、倒産法制についてもその透明性に留意しつつ幅広く整備を図っていくことが必要である。

(5) 円を積極的に活用していくための取り組み

実際の取引においてどのような通貨建てを選択するかは、基本的には取引当事者のニーズに応じて決まるべきものである。しかしながら、国際取引における使用通貨には一種の慣性（イナーシャ）が働く面も強くあり、現在のように内外の経済状況が大きく変わろうとしている時期に当たっては、これまでのプラクティスを見直し円の利用につき新たな角度から検討することも必要になってきていると思われる。

① 貿易取引

(イ) 官民一体となって円の国際化を進めていく上で、貿易取引等の通貨建てのあり方は特に重要である。これまで日本の貿易取引における自国通貨建て比率が主要国に比べ低い状況にとどまっていた背景は先に分析したとおりであるが、アジア通貨危機を受け、アジア諸国からも円建てでの取引への関心が高まる等貿易取引における建値通貨について見直す環境変化が生じてきている。また、前述のように円の使い勝手についても改善が図られつつある。

(注) 海外からの参考人意見陳述では、アジアと日本等との取引において、必ずしも外貨建てにする必然性が無く、むしろ円建てにできる取引があった、との指摘もあった。

このような状況の変化にもかんがみると、例えば、現在ドル建てで輸入されている資源等であっても、輸入先として日本企業の占めるウェイトが高い場合や輸入品の売上先が日本国内にほぼ限定されるような場合には、円建てで取引を行うメリットが大きい、との意見があった。これに対し、企業の決済通貨の選択は、個々の企業のマার্ケ

ティングや為替管理等の戦略に基づき総合的に判断されるものであることを指摘する意見があった。いずれにせよ、建値通貨に伴うリスクとコストを再評価し、これまでの貿易取引における通貨建ての現状につき見直し、個々の取引における円建て取引拡大の可能性につき検討する必要性が高まっていると思われる。

(ロ) そもそも、円の国際化が進展するためには、非居住者の円保有が拡大することが必要である。そのためには、日本の円建て輸出の増加も輸出先に円保有のインセンティブを与えるという観点から重要ではあるが、特に、日本の円建て輸入の拡大が必要であろう。また、日本からの円建て負債を有している国にとっては、円建て資産を増やすことは、資産・負債間の通貨のミス・マッチを抑制する上でも有意義である。

(ハ) また、通貨危機後の経済的困難の中にあるアジア地域の円建て貿易を支援するため、貿易金融の重要性を指摘する意見があった。例えば、アジアの輸出入企業に円資金調達の手段を提供するとの観点から、円建てBA市場を再活性化させることにより、アジア地域を中心とする円建て貿易を金融面から支えることができるのではないかと意見があった。これに対しては、現在、アジアの企業の円市場へのアクセスには困難な面はあるが、BAに伴う事務コストやBA以外の様々なリファイナンス手段が金融機関に存在していることにかんがみると、地場企業への信用供与のためにはその信用リスクを補完する仕組みが必要との指摘があった。

② 資本取引

(イ) これまで日本の金融機関は、借手側のニーズもあり、対外融資の大宗を外貨資金調達に依存してきたが、本邦銀行の信用力の低下による外貨調達コストの増大に見られたように、このようなビジネスには外貨流動性リスクが常に伴う。また、金融システム再生に伴う海外事業の見直しにより、日本の金融機関の海外拠点は撤退、縮小の動きが続いており、これまでの海外ビジネスの在り方を見直す必要

も迫られている。

他方、資本取引においても円資金を供給していくことは、円市場の厚みを増し円の国際化を推進していく上でも、また、日本の超過貯蓄を海外へ円建てで還流する上からも、その必要性が高まっている。また、通貨危機に見舞われたその後の経済的困難に直面しているアジア諸国には資金ニーズがあり、これに日本としても積極的に応えていく必要がある。

このような状況にかんがみると、貸し手、借り手双方がこれまでの対外資金供給の在り方を見直し、円建てでの資金供給の活用による日本の金融機関の金融仲介機能の回復・向上を図っていくことが重要である。

(ロ) 現在のアジア経済の状況、また日本の金融機関の状況にかんがみると、アジアへの円資金の供給に当たって公的支援の果たす役割は従来にも増して大きく、円借款、輸銀の融資・保証、国際機関の保証、貿易保険等の活用が重要になっている。例えば、(a) 国際協力銀行のソブリン債保証業務を活用した、アジア諸国政府による円建て債発行や、(b) 新宮澤構想等に基づく資金支援による円資金の供給は、円の国際化にも資するものである。

③ その他

(イ) 国際機関による円建て融資の拡大

借入国のニーズに基づくものではあるものの、国際機関による融資は現在ドル中心になっている。国際機関の円建て融資の比重が増していけば、円市場の厚みを増すことが期待できる。

(ロ) 円建て表示の積極的、意識的活用

従来ともすれば、特に対外的関係においては、ドル建てで考える慣習が我々自身の内部に存在してきた面がある。円の国際化を図るためには、官民ともに円を積極的に使う、円建てで対外的にもプレゼンテーションを行っていく、といった意識改革を図っていくことも重要であろう。

国際収支につき、従来のドル建て表示の発表から円建て表示に変更したが、こ

れはこの観点から1つのステップであった。国際支援を行う際にも、円をプロモートしていくという視点を確立していくことが必要である。

(出所) 財務省ウェブ・ページ

11-84 外国為替等審議会 アジア経済・金融の再生のための専門部会 「アジア経済・金融の再生への道」 —21世紀の持続的成長と多層的な域内協力ネットワークの構築—

2000(平成12)年6月20日

外国為替等審議会「アジア経済・金融の再生のための専門部会」は、昨年11月の第51回総会において設置され、アジア諸国における経済・金融の再生に関連した諸問題をテーマとして、調査・審議を行ってきた。

本報告書は、本部会における10回にのぼる会合の中で出された委員、海外特別委員、及び専門家による意見陳述、及び討議の成果を取りまとめたものである。

平成12年6月20日

委員名簿

外国為替等審議会

「アジア経済・金融の再生のための専門部会」
部会長

吉野 直行 慶応義塾大学経済学部教授

伊藤 元重 東京大学経済学部教授
大田 研一 日本電気(株)財務主席主幹
大吉 昭一 前(財)国際金融情報センター アジア・大洋州部長
(平成12年3月27日退任)

小川 英治 一橋大学商学部教授
奥田 英信 一橋大学大学院経済学研究
科助教授

柯 隆 (株)富士通総研主任研究員
勝 悦子 明治大学政治経済学部助教授

河上 継一 (株)東京三菱ティーディー
ウォーターハウス証券代表
取締役社長

北沢 洋子 国際問題評論家
河野 善彦 国際協力銀行専任審議役

小松 正昭	広島大学大学院国際協力研究科教授
斉藤 洋二	(財)国際金融情報センター アジア・大洋州部長 (平成12年3月27日就任)
露木 繁夫	第一生命保険相互会社運用企画部長
戸田 博史	野村證券(株)取締役グローバル金融市場担当
南条 俊二	読売新聞社論説委員
長谷川 康司	トヨタ自動車(株)常務取締役
平野 英治	日本銀行国際局長
深川 由起子	青山学院大学経済学部助教
福田 慎一	東京大学経済学部助教
藤村 幸義	日本経済新聞社論説委員
水城 武彦	日本放送協会解説委員
森 修	三井物産(株)財務部長

The List of the Foreign Special Members

People's Republic of China

Dr. Yu Yongding
Director, Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Science

Hong Kong, People's Republic of China

Dr. Thomas Chan
Director of the China Business Center, Hong Kong Polytechnic University

Republic of Indonesia

Prof. Anwar Nasution
Senior Deputy Governor, Bank Indonesia

Republic of Korea

Dr. Jang-Yung Lee
Senior Research Fellow, Korea Institute of Finance

Malaysia

Dr. Stephen Leong
Assistant Director-General, Institute of Strategic and International Studies (ISIS)

Republic of the Philippines

Dr. Mario Lamberte
President, Philippine Institute for Development Studies

Republic of Singapore

Dr. Teh Kok Peng
President, GIC Special Investments Pte. Ltd.

Kingdom of Thailand

Dr. Chalongphob Sussangkarn, Ph.D.
President, Thailand Development Research Institute Foundation

Socialist Republic of Vietnam

Dr. Le Dang Doanh
President, Central Institute for Economic Management, Ministry of Planning and Investment

はじめに

1997年7月のタイ・パーツの下落を端緒とする通貨・金融危機はアジアの多くの国に瞬く間に伝播し、98年にアジアの多くの国でマイナス成長となる等深刻な影響を及ぼした。その後、99年に入り、各国の経済成長率がプラスに転じる等、総じて経済が急速に回復している。

しかし、各国経済の回復状況に大きな格差が生じており、また金融機関及び企業セクターの不良債権やその財政負担の問題等は、多くの国において引き続き経済運営の大きな負担となっている。また、失業者の大量発生、生活水準の急激な低下等、今回のアジア通貨・金融危機がもたらした負の経済的・社会的影響は甚大であった。

現在の回復基調を確固たるものにするとともに、21世紀におけるアジアの安定した繁栄を確保するためには、持続的な経済成長を可能とする安定的な経済・金融システムを構築する必要がある。本部会では、以上の問題意識を踏まえ、今後アジア諸国が21世紀において経済・金融システムを再生していくために必要な諸方策等につき、議論し取りまとめを行った。

なお、1998年5月に出されたアジア金融・資本市場専門部会の報告書「アジア通貨危機に学ぶ—短期資金移動のリスクと21世紀型通貨危機—」において、アジア通貨危機の原因と特徴、アジア通貨・経済危機が新興市場経済国や国際機関、及び日本に対し提起している課題等について報告がなされている。本報

告書では、その後のアジア諸国の経済動向及び構造改革の状況、並びに新しい国際金融アーキテクチャーの議論等を踏まえ、前回の報告で行われた議論を更に進展させ、特にアジア域内における地域協力を焦点をあてて報告を行っている。

アジア経済の相互依存関係の深化により、今後アジア諸国が持続的な経済成長を可能とする経済・金融システムを構築するためには、国内的及び国際的取り組みを補完する地域的な取り組みが不可欠となっていると考える。

本部会の審議に際しては、アジア各国の声を審議に反映させるため、アジア9カ国・地域（中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム）の大学、シンクタンク等の有識者に特別委員として審議に参加してもらった。アジア域内の地域協力を推進していくためには、様々なレベルにおいてアジア諸国との政策対話を強化する必要があり、今後も外国為替等審議会は審議テーマに応じてこうした試みを継続していくべきと考える。

（注）本報告書において「アジア」という場合、

1998年5月の報告書と同様、北は韓国から南はインドネシアに至る太平洋沿岸の東アジア地域を念頭に置いている。また本報告書においては、東アジア地域における、いわゆる「離陸」を既に達成した国（低所得水準において成長率の加速に成功した国）を中心にその経済・金融の再生についての議論を行っているが、東アジアにはまだ「離陸」を達成していない国があり、これらの国については別途議論が必要である。

I. アジア経済の現状と展望

1. アジア経済の現状

(1) アジア経済の急速な回復

① マクロ経済動向

アジア通貨・金融危機により、アジア経済は1998年に多くの国において経済成長率が大幅なマイナスとなる等、深刻な打撃を受けた。しかし、その後1999年に入り、韓国の10.7%からインドネシアの0.3%まで各国の回復のスピードにバラツキはあるが、すべての国で実質経済成長率がプラスに転じている。

消費者物価上昇率は、1998年には為替レ

ートの急落に伴いインドネシア77.6%、フィリピン9.8%、タイ8.1%、韓国7.5%と上昇したが、99年には沈静化し、一部の国ではマイナスとなっている。

為替相場は1999年に入り総じて落ち着いた動きとなっており、また株価も98年9月以降総じて上昇している。但し、本年に入り多くの国で為替相場及び株価が下落傾向にある。

経済回復に伴い家計のコンフィデンスが回復し、1999年には韓国は第1四半期から、タイ・マレーシアは第2四半期から、インドネシアは第3四半期から民間消費がプラスに転じている。特に韓国においては株式市場の回復による資産効果もあり、99年に民間消費が対前年比10.3%増加した。民間設備投資については、危機前における過大投資等から、多くの国で99年もマイナスとなったが、マイナス幅は縮小しており、タイは第2四半期から、マレーシアは第3四半期からプラスに転じている。また韓国においては経済活動及び企業利益の改善に伴い99年第1四半期から設備投資がプラスに転じ、99年全体では対前年比38.0%増加している。

アジア各国の経常収支は、1998年には経済活動の収縮に伴い大幅な黒字となり、99年も総じて黒字幅が縮小したものの黒字が続いている。この結果、アジア各国において外貨準備高が大幅に増加し、対外短期負債・外貨準備比率等が大きく改善しており、対外的な脆弱性は著しく改善している。

② 経済回復の要因

経済回復をもたらした要因として、輸出の拡大、適切な財政・金融政策の実施、金融・企業セクター改革の進展等が挙げられる。特に、急速な経済回復を遂げた韓国について見ると、拡張的な財政・金融政策への転換が早かったこと、政府主導により金融・企業セクター改革を積極的に推進したこと、クレジット・クランチの発生に対し銀行貸付を補完する手段（債券市場、政策金融）を有していたこと等をその特徴として指摘することができる。

1999年半ば以降アジア各国の輸出が大幅に増加し、これが予想を上回る急速なアジア経済の回復をもたらしたが、これは世界的なIT投資の拡大により電子産業に対する需要

が増大したこと、及び後述するアジア経済の相互依存関係の深化の下で、域内貿易を通じ相乗的に経済活動が拡大するポジティブ・フィードバックが発生したことによると考えられる。99年下半期のアジア9カ国・地域(ASEAN4〔インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ〕、NIEs〔香港、韓国、シンガポール、台湾〕、中国)の輸出の地域別伸び率(対前年同期比)をみると、日本向けが24.6%、アジア向けが19.6%、米国向けが11.5%、欧州向けが8.8%となっており、域内貿易がアジア各国の輸出を牽引していることがわかる。特に、日本向けが大きく伸びている。

日本とアジア9カ国・地域(ASEAN4、NIEs、中国)との輸出入の動きを見ると、日本のアジアからの輸入が1999年第2四半期に他地域より早く増加に転じており、それがアジアの景気回復に好影響を与え、これに対し日本の対アジア輸出も第3四半期に他地域より早く増加に転じるという好循環が生じており、日本とアジア経済の相互依存関係が両経済の経済回復を加速していると思われる。

またアジア各国が景気対策、構造改革等を実施する際に、「新宮澤構想」による日本の支援が果たした役割も大きく、アジア諸国から高く評価されている。

(注)「新宮澤構想」は、通貨危機に見舞われたアジア諸国の経済困難の克服を支援するため、アジア諸国の実体経済回復のための中長期の資金支援として150億ドル、これらの諸国が経済改革を推進していく過程で短期の資金需要が生じた場合の備えとして150億ドル、合わせて全体で300億ドル規模の資金支援スキームであり、1998年10月に発表された。これまで中長期の資金支援として135億ドル、短期の資金支援として最大限75億ドル、合わせて210億ドルの支援等が表明されている。

なお、アジア域内の貿易については中間財のウェイトが大きく、最終需要財の輸出について見ると域外、特に米国のウェイトが大きいことが指摘されており、今後米国経済の減速等がアジア経済に及ぶ影響について注視していく必要があるという意見があった。

(2) 金融・企業セクターの動向

アジア各国は金融システム安定に向け、不

良債権処理機関や法制度の整備とともに、金融機関の資本増強や再編の推進、再建不能な銀行の閉鎖や国有化などの措置を進めてきている。また、健全性規制を段階的に強化する等金融機関の規制・監督の強化も実施してきている。その結果、不良債権の増加傾向は総じて止まり、多くの国で減少に転じている。

しかしながら、多くの国において、金融機関の貸出残高は依然として減少が続いており、生産回復を妨げる一因となっている。金融機関の資金仲介機能を回復させることが、アジア経済を安定的な成長軌道に復帰させるために不可欠な課題となっている。

また、金融再建のコストは、主に国債(又は政府保証債券)の発行によりファイナンスされており、各国政府は多額の財政負担を負っている。また、不良債権買取機関の債権売却等が進まず資金を十分回収できない場合、最終的な財政負担が増加する可能性がある。更に、韓国やタイでは、売却した国有化銀行の資産が悪化した場合、その損失を保証することになっており、これも将来の財政負担を増加させる可能性がある。

① 不良債権の処理

マレーシアでは、1998年に設立された不良債権買取機関「ダナハルタ」が不良債権の買い取りを実施しており、国内銀行部門の不良債権比率は98年11月の20.4%をピークに2000年1月末には17.1%に低下している。

韓国では、韓国資産管理公社が不良債権の買い取りを実施しており、不良債権比率は1999年3月の8.5%をピークに99年9月には6.6%に低下した(ただし、99年末には不良債権分類の厳格化により上昇)。

インドネシアでは、銀行再建庁(IBRA)内に設けられた資本管理部門(Asset Management Unit: AMU)が不良債権処理にあたっており、2000年3月現在で約220兆ルピア相当分の不良債権がAMUに移管されている(不良債権比率は、99年3月末時点58.7%から2000年1月末には33.3%に低下)。

中国では、1999年に4大国有商業銀行がそれぞれ資産管理会社を設立し、不良債権の処理に当たっている。各資産管理会社は不良債権を債務の株式化等により処理していく方針である。

タイでは、各銀行が資産管理会社を設立し、処理していく仕組みであり、不良債権を買い取る政府機関は設立されていない。不良債権比率は、1999年3月の52.3%をピークに2000年1月末には42.3%に低下した。

② 資本増強

インドネシアでは、金融セクター再生に必要な公的資金の総額は1999年3月時点で550兆ルピアとされ、2000年3月までに約300兆ルピア（GDPの約25%）の資本注入が行われている。

韓国では64兆ウォン（GDPの約13%）の公的資金が投入され、そのうち預金保険公社による資本注入額は18.6兆ウォン（GDPの約4%）である。

マレーシアでは、1998年9月に設立された資本注入機関「ダナモダル」が、99年6月末までに、10銀行に対し62億リング（GDPの約2%）を注入した。

中国では、1998年8月に、2700億元（GDPの約3%）の特別国債を発行し4大国有商業銀行の資本を拡充している。

タイでは、公的資金の注入に伴う経営責任の追及に対する抵抗もあり、政府の公的資金を受け入れたのは商業銀行では1行（325億バーツ。GDPの約0.7%）にとどまっている。

③ 金融機関の整理・統合

韓国では、経営の悪化した商業銀行2行を1998年1月に国有化し経営正常化及び民営化を進めるとともに、98年4月に発足した金融監督委員会により、金融機関の整理・統合が進められており、自己資本比率が8%以下の商業銀行12行に対して、5行を自力での再建が不可能として他行に吸収合併、残りの7行に対しては経営改善を条件に存続させることが決定された。これを契機として銀行の再編が行われ、商業銀行は26行から17行に減少した。

マレーシアでは、金融機関を10グループに再編する合併計画を中央銀行が2000年2月に承認し、各行は現在、2000年末の合併完了期限に向けた作業に取り組んでいる。

インドネシアでは、1998年1月に設立された銀行再建庁が、99年3月に38行の閉鎖、7行の国有化、9行の資本再編成計画への参加を発表した。

タイでは、商業銀行7行が国有化された。

金融機関への外国資本の受け入れについては、韓国やタイにおいては積極的に外国資本の導入を図っている。韓国では、大手商業銀行が政府主導でリストラした上で外資に売却されたほか、外国資本の金融機関への投資が増加している。タイでは、1999年末までに4つの銀行が外国資本に買収されている。

④ 金融機関規制・監督の強化

アジア各国は、自己資本比率規制の強化や不良債権定義の厳格化等の健全性規制強化や金融監督部門の改革を実施している。

例えば、韓国では、不良債権基準について、将来の債務償還能力を勘案した資産健全性分類基準を1999年末から導入し、不良債権の分類を厳しくしている。また、ASEAN4カ国においては、貸倒引当金の引当率の引き上げが行われている。なお、タイやインドネシアでは中央銀行の独立性が高められた。

⑤ 企業債務のリストラクチャリング

民間企業債務のリストラを促進するため、アジア各国において、企業債務再編のフレームワークが整備されている。

タイ、インドネシア、マレーシア、韓国では、当事者間による債務処理を基本としつつ、それを側面から支援するため、債権者と債務者との間に立って交渉を進展させる仕組みが創設され、債権者・債務者の双方にとって最も望ましい解決方法を模索している。

また、韓国においては、1998年1月に政府と5大財閥の間で、財務構造改善等の改革について合意されている。

しかし、本来、債務を返済できる企業が戦略的に返済しないケースなどが多いともいわれており、問題の改善には、会計制度の整備等による企業財務の透明性の確保、破産法等の実効性の確保、主たる債権者である銀行の体力強化等が必要と考えられる。

⑥ 中国の国有企業改革

中国の国有企業は、過剰人員・過剰設備・過剰債務といった過去からの負のストック、市場経済化への対応の遅れ、教育・医療など社会的機能の負担などにより、厳しい状況が続いている。国有企業の赤字比率は41%（1998年）であり、その比率は総じて上昇傾向にある。また、国有商業銀行の融資の多く

は国有企業向けであり、国有企業の経営不振が不良債権の増加につながっている。

国有企業問題については、市場原理に基づく解決、すなわち市場において国有企業と非国有企業を平等な条件の下で競争させることにより、生産性の低い国有セクターから生産性の高い非国有セクターへのリソース・アロケーション（労働・資源の再配置）を図っていくことが重要と考えられる。

国有企業改革の進展に伴って、経営不振の国有企業の倒産や過剰生産能力の解消による人員の削減など、大量の失業者、一時帰休者が発生しており、1999年には国有企業の一時帰休者は新たに564万人増加した（国有企業の従業員数は98年末で約9000万人）。こうした失業者等の増加は、中国経済に短期的にデフレ圧力を及ぼす可能性がある。しかし、国有企業改革は中国の持続的成長にとって不可欠であり、失業者等に対する生活保障、再雇用対策などを実施しつつ、積極的に推進する必要がある。

(3) 通貨・金融危機の社会的な影響

① 貧困層の増大

上記のようにアジア経済は急速な回復を遂げているが、アジア通貨・金融危機は、各国、地域、セクター、グループ等によりその程度は異なるものの、甚大な負の社会的影響をアジア諸国にもたらし、アジアの人々が受けた打撃はまだ癒えていない。ジニ係数でみた所得分配はそれほど悪化していないが、貧困層の増大が著しく、特に都市部の貧困層はすべての国において増加している。

② 労働市場の動向

アジア通貨・金融危機に伴う労働需要の大幅な減少は、都市から地方、製造業部門から農業部門、あるいはフォーマル・セクターからインフォーマル・セクターへの労働移動を伴いつつ、労働市場において実質賃金の低下あるいは失業の増大をもたらし、特に都市部のフォーマル・セクターの未熟練労働者に大きな影響を及ぼした。このためインフォーマル・セクターへの労働移動が他の国より限定的であり、また都市化が最も進展している韓国において、その影響が最も大きかった。タイでは、都市部から多くの労働者が地方に流入したこと、及び農産品の価格上昇が相対的

に小さかったために、危機の影響は主として地方において深刻化した。アジア各国の経済回復に伴い、実質賃金が上昇するとともに、失業率が大きく低下しているが、失業率の水準はまだ危機前よりも高い。

③ 家計及び政府の対応

危機時の所得の大幅な減少に対して、韓国やマレーシアにおいては貯蓄率が上昇したが、インドネシアでは貯蓄率が大幅に低下した。またインドネシアでは、貧困家計における教育・医療へのアクセスが減少し、特に都市部において顕著であった。

多くの国において教育・保健向けの公共支出（対GDP比）が減少したが、タイでは増加しており、就学率の減少や保健サービスへのアクセス減少を避けるための政府のプログラムが危機の影響を和らげる働きをしたと言われている。他方、セーフティ・ネット向けの公共支出を大幅に増加した国もあるが、危機前のセーフティ・ネットの未整備、危機への対応の遅れ、制度上の問題、貧困問題の深刻さに比べ低い支出水準等から、その効果は限定的であったことが指摘されている。

2. アジア通貨・金融危機の原因と教訓

アジア通貨・金融危機の原因及び教訓については、既に前回のアジア金融・資本市場専門部会の報告において詳細に議論されている。ここでは、その後のアジア諸国の経済動向、他の振興市場国への通貨危機の波及、及び新しい国際金融アーキテクチャーの議論の進展等を踏まえつつ、主なポイントをもう一度整理しておくこととした。

(1) アジア通貨・金融危機の原因

アジア通貨・金融危機の原因、背景については、前回の専門部会報告において指摘されているように各国において必ずしも同一でないが、基本的には、マクロ・国際金融上の要因（大規模かつ急激な国際資本移動）とミクロ・国内構造的な要因（金融・企業セクターの脆弱性）との複合要因、すなわち、資本勘定を通じる急激な流動性危機と国内の金融システム危機が複合した「双子の危機」であったと考えられる。但し、その他にも以下のような様々な要因が指摘されており、これらの要因が複合的に作用したと考えられる。

① マクロ・国際金融上の要因として、各国

経済（特に金融取引）がグローバル化する中で、大規模かつ急激な国際資本移動に曝されたことが挙げられる。いずれの国においても、危機に至る数年間に、膨大な資本が国内の金融機関・企業部門に流入し、その結果特に対外短期債務が増大し、それが市場のパーセプションが変わると一挙に流出し国際流動性危機につながった。その際、通貨下落による外貨建て債務負担の増大が金融機関・企業部門のバランスシートを悪化させ、通貨・金融危機が深刻化した。また危機の発生に伴う海外金融機関のパニック的行動も指摘されている。

- ② 金融・企業セクターの構造的な脆弱性（不動産部門への過剰投資、需要見通しを無視した過剰設備投資、企業の高い債務・資本比率と低い資本収益性、金融機関の不良債権の増加等）が金融システム不安を醸成し、また資本の海外流出と通貨危機が金融機関や企業のバランスシートを悪化させ、こうした金融システム不安を更に増幅した。更に、通貨・金融危機が深化していく過程で、金融セクターと企業セクターの不良債権問題の発生が相互に影響を及ぼしつつ相乗的に信用が収縮し（クレジット・クラッシュの発生）、それがさらに経済活動を大幅に低下させるという悪循環が発生した。
- ③ ドルに実質的にペッグした為替制度が、1995年春以降のドル高推移の中で各国の実質実効為替レートを上昇させ、これが96年における輸出の伸びの急激な低下のひとつの要因となった。また、実質的なドル・ペッグ制は、借り手の為替リスクの認識を希薄にし、大量の短期外貨資金の流入を招いた。特にタイ等では、国内景気の過熱を防止するために金利を引き上げた結果、一層の資金流入を招いた。国内金融システムの整備よりも資本自由化が先行する等、資本自由化の順序付けにも問題があったと考えられる。
- ④ IMFのコンディショナリティーとして危機に際し採られた緊縮的なマクロ経済政策が金融機関・企業部門の経営を圧迫し、金融システム不安を増幅するとともに、経済状況の悪化を通じて当該国に対する市場の信認をかえって悪化させた。また、特にイ

ンドネシアにおいて、極めて広範な構造問題の解決がプログラムの柱に据えられ、市場の注目がそこへ集中したが、インドネシア政府が構造問題を迅速に解決する準備が整っていないことが明らかになり、かえって市場の信認を失うことになった。

- ⑤ 東アジア域内における貿易・投資を通じる経済の相互依存関係の高さ及び金融のグローバル化が、各国市場の連動（ないしはその予想）を発生させ、通貨危機を他国に伝染させるとともに、経済危機の深化の過程で、乗数的に相互の経済活動を収縮させた。すなわち、通貨危機国が、輸入の急減を通じ東アジア各国の経済を縮小させ、それがまた各国の輸入の減少を通じ通貨危機国の更なる経済の収縮をもたらすという、ネガティブ・フィードバックが生じた。
- ⑥ 通貨危機の発端となったタイでは、産業構造の転換の遅れ等もあり、マクロ経済状況の不均衡が持続不可能となっていた。また、アジア経済に対する過度の楽観論が、上記の大規模な国際資本流入や金融セクターの脆弱性と相俟って、タイにおいてバブルを発生させていた。

アジア各国は、成長を追求する過程において様々な施策を講じてきたが、国際的・国内的な環境等の変化により、それらの施策が持続不可能なものになっていたという指摘もある。

(2) アジア通貨・金融危機の教訓

以上のアジア通貨・金融危機の原因の分析等から、アジア経済・金融システムの再生に向けて、以下の教訓を引出すことができる。

- ① タイで発生した通貨・金融危機は、瞬く間にアジアの多くの国に広がり、また一年後には他の新興市場国に波及し、さらにその影響は香港発の世界的な株価下落や米国のヘッジファンドLTCMの破綻等にまで及んだ。こうした同時かつ世界的な影響の広がりや、今回の危機が単に個々の新興市場国の抱える問題だけによって引き起こされたのではなく、国際金融システム自体に改善すべき点があったことを示唆している。従って、アジア諸国の持続的な安定成長を可能とするためには、国際金融システムの強化に向けての国際的な取り組みが必要で

ある。

- ② アジア通貨・金融危機によりアジア各国の金融・企業セクターの脆弱性が明らかになっており、アジア各国が持続的な経済成長を可能とする安定的な経済・金融システムを構築するためには、金融・企業セクター改革に取り組み必要がある。
- ③ ドルに事実上ベッグした為替制度が、ドル高局面での経常収支の悪化及び大規模かつ急激な短期資金流入の原因のひとつとなっており、アジア諸国における適切な為替制度の在り方を検討する必要がある。
- ④ 通貨・金融危機が発生した場合に迅速かつ適切に対応できる枠組（セーフティ・ネット）を事前に整備しておく必要があり、特に今回の通貨・金融危機が、社会セクターに甚大な影響を及ぼしたことを勘案すると、アジア各国は、適切なソーシャル・セーフティ・ネットの在り方について検討する必要がある。
- ⑤ IMFが国際流動性の供与に当ってコンディショナリティーを課す場合、何よりも支援を受ける国の政策の信認を高めるものでなければならない。支援を受ける国の信認が如何に失われたかは国によって異なっており、従ってコンディショナリティーも各国のマクロ経済状況やこれまでの政策の歴史によって変わってくる。更に、緊縮的なマクロ経済政策を実施する場合、ミクロ・構造的な脆弱性や社会的弱者に及ぼす影響を十分考慮に入れる必要がある。また、構造政策についても、当該国の経済政策の歴史や、社会的制度・制約に配慮しつつ、市場の信認の回復に必要な内容・手順を見極める必要がある。
- ⑥ アジア域内の相互依存関係の高まり、通貨・金融危機のアジア域内への伝染の可能性等を勘案すると、アジア諸国が持続的な成長を可能とする安定的な経済・金融システムを構築するためには、各国の国内的及び国際的な取り組みに加え、地域的な取り組みが不可欠である。

3. アジア経済の長期的展望及び課題

アジア通貨危機までのアジア経済の高成長は、「東アジアの奇跡」として高い評価を受け、アジアは「世界の成長センター」として注目

を集めた。しかし、アジア通貨・金融危機を契機にして、アジア経済の将来性について慎重な見方が生まれている。

アジア経済は金融・企業セクター改革等を実施し、経済・金融システムを再生することにより、再び危機前の高い成長を続けることができるのであろうか。

(1) アジア経済のファンダメンタルズの強さ

過去30年間の高成長を支えてきたアジア経済のファンダメンタルズの強さ（高い貯蓄率、教育への持続的投資等）はアジア通貨危機後も基本的に変っていない。むしろ、今後、アジア通貨危機で明らかになった金融・企業セクターの脆弱性を克服することにより、資源配分がより効率化され、そのファンダメンタルズの強さをより有効に活用することが可能となると考えられる。

アジア経済の最大の強みは、その貯蓄率の高さである。アジア諸国の国内貯蓄率（ $[(GDP - \text{総消費}) \div GDP]$ ）は、フィリピン、台湾を除き、いずれも30%を超えており、先進国を含む世界の中で最高水準となっている（但し、通貨危機により1998年のインドネシアの貯蓄率は24%に低下）。マレーシア、中国については40%を超えており、またシンガポールは50%を超えている。アジア9カ国・地域（ASEAN4、NIEs、中国）で見ると、平均貯蓄率は37%となっており、世界平均の21%の倍近くになっている。

アジアのこの極めて高い貯蓄率は、過去約40年間の大幅な上昇により達成されたものであり、将来の生活水準向上に向けた国民の意思を表していると考えられる。例えば、1960年のアジア9カ国・地域の平均貯蓄率は19%であり、これは中南米（21%）よりやや低く、アフリカ（17%）よりやや高い水準であった。

しかし、高い貯蓄率は必ずしも高い成長率を保証するものではなく、金融・企業セクター改革や産業構造の高度化等により、高い貯蓄を有効に投資に活用する必要がある。また教育投資についても、高等教育等の充実による理工系・経営系人材の育成が急務となっており、産業構造の高度化に応じた見直しが必要となっている。

(2) IT革命とアジア経済

IT革命は、スピーディー、低コスト、広

範囲のコミュニケーションを可能にしたインターネットにより、今後既存のビジネスや生産の在り方、そして経済社会全体に大きなインパクトを及ぼしていくと予想される。従って、アジア経済を長期的に展望する場合、IT革命がアジア経済にどのような影響を及ぼすのか、アジアがIT革命のメリットを重要なポイントのひとつと考えられる。

① 通信インフラの整備

アジアがIT革命のメリットを活用していくためには、通信インフラの未整備の問題を解決する必要がある。特に、都市部に比べ電話普及率の低い地方部の通信インフラの整備が課題である。また通信インフラの国別の格差が広がりつつあることも指摘されており、こうした国・地方間の格差を縮小していく必要がある。

しかし、移動体通信については、固定電話に比べ簡単にネットワークを構築できることや、規制緩和による競争の進展により、アジアにおいて急速に普及している。今後移動体通信がインターネット端末として利用されるようになることも予想されており、移動体通信の普及によりインターネット普及のボトルネックが解決される可能性がある。

アジアのインターネットの普及率は、通信インフラの問題もあり、先進国に比べてまだ低い水準に留まっているものの、パソコン等インターネット端末の価格の急速な低下に伴い、近年急速に利用者数が増加している。例えば、中国のインターネット利用者数は、1999年末に890万人と前年に比べ4倍以上になっており、2000年には2000万人を超えることが予想されている。今後更に、低価格で、家計で簡単に使えるインターネット端末の普及が期待される。

② IT革命の経済への影響

アジアに高成長をもたらした要因として、教育への持続的な投資と所得配分が比較的平等であることが指摘されているが、こうした要因はインターネットの普及においてもアジアに有利に働くと考えられる。そのためには、学校教育や職業訓練の充実等によりコンピュータ・リテラシーを向上させ、IT革命に対応できる人材を育てる必要がある。

また、IT革命はあらゆる取引の量、スピード、範囲を高め、情報を瞬時に伝達・再生産することにより、資源配分の効率性を大幅に改善すると考えられるが、このことはアジア経済のファンダメンタルズの強さ、潜在力をより有効に活用することを可能にする。

更に、ITは、知識の迅速かつ低コストでの移転を可能とするものであり、途上国が「後発の利益」を活用して、先進国にキャッチアップすることを容易にすると考えられる。特に教育や保健といった分野での活用への期待が高まっている。また「業者間 (Business to Business)」「業者・消費者間 (Business to Consumer)」における電子商取引は、既存のビジネスの在り方を大きく変えるものであり、域内外の取引をオープンネットによって更に深化させることにより、アジア企業に新たなビジネス・チャンスを生み出す可能性がある。

③ リスク等への対応

他方で、IT革命は、取引の安全性、金融・経済システムの安定性、消費者保護等の面で、新たなリスクを発生させることが指摘されており、ルール等の整備が重要である。特に、今回の通貨・金融危機で明らかになった経営の非近代性、不透明性といった金融・企業セクターの問題を解決しないまま、IT革命を進めて行くことは非常に危険と考えられる。例えば市場において誤った情報が流れた場合、それが瞬時に伝達・再生産されていく恐れがあり、適切な企業情報の開示等により市場の透明性を高める必要がある。

(3) アジア経済のキャッチアップ型の成長パターン

アジア経済、特にNIEs諸国の経済成長パターンの実証分析によると、アジア経済は、資本と労働という資源を大規模に投入することにより高成長を達成し、マクロ的にみた生産効率の向上(全要素生産性の上昇)は経済成長にそれ程貢献しておらず、このような投入依存型の成長パターンによる高成長は持続しないのではないかと問題が指摘されている。

こうした指摘に対しては、その根拠となった実証分析を含め、これまでに様々な反論がなされている。最も重要なポイントは、東ア

ジアがこれまで投入依存型の成長パターンをとってきたことが事実だとしても、そのことが、今後東アジア経済が高成長を持続できないことを意味するかどうかである。

この問題を議論する際の重要なポイントのひとつに、こうした投入依存型の成長パターンは、戦前の日本、あるいは19世紀後半の米国等、工業化初期に一般的に見られる現象であり、決してアジアに特殊なものではないということがある。これは、開発途上国が先進国にキャッチアップする際には、技術の伝播が重要な役割を果たしており、こうした技術移転の多くは、資本に体化された技術の移転、すなわちより進んだ資本設備の導入として行われるためである。一般的に言って、技術水準や教育水準、産業インフラの水準が先進国よりも低い国は、技術の伝播や教育水準の向上、産業インフラの整備を通じて、先進国よりも高めの成長を維持することが可能と考えられる。

ASEAN諸国や中国の技術水準や教育水準、産業インフラの水準は、先進国レベルとのギャップが大きい。したがって、これらの国では、これまでの投入依存型の成長パターンでも、技術の伝播や教育水準の上昇、産業インフラの整備等を通じて、高成長を持続できる余地があったと考えられる。

他方、NIEs諸国の場合、先進国との技術水準、教育水準、産業インフラのギャップはかなり縮まってきており、今後は成長が徐々に鈍化していくと考えられる。実際、NIEs諸国について1960年代より各10年毎の平均成長率を見てみると、90年代に入っても高成長を維持しているシンガポールを除き、NIEs諸国の成長率は徐々に低下している。例えば、韓国では1960年代に7%台であった成長率が70年代に9%台に加速したが、その後成長率が80年代に8%台、90年代に5%台に徐々に減速している。

(4) 先進国型の成長パターンへの転換

今後NIEs諸国、さらにASEAN諸国等が相対的に高い成長を維持するためには、研究・技術開発投資の拡大、理工系・経営系人材の育成、中小企業政策の確立等による裾野産業の育成等により、投入依存型の成長パターンから生産性の向上による先進国型の成長パ

ターンに転換していく必要がある。

しかし、研究・技術開発や人材育成に対し大規模な投資を行っていたソ連経済が先進国型の成長パターンに転換することに失敗したことは、知的・人的資本の蓄積は成長パターン転換のための必要条件であっても十分条件ではないことを示唆している。

資本主義経済の発展の原動力が技術革新にあると主張したのがシュンペーターであったが、シュンペーターの技術革新において最も重要なのは、有利なビジネス・チャンスを捉える能力とリスクを負担する勇気を持った企業家の存在、及びそうした事業活動を可能とする競争的な市場等の制度的枠組である。アジアにおける企業経営者の企業家精神の強さとその層の厚さ、後述するこれまでのアジアにおけるダイナミックな産業構造の変化等を考えると、アジア経済が、金融・企業セクター改革等により市場機能を強化するとともに、上記のような施策を講じることにより、その成長パターンを投入依存型から先進国型に転換していくことは可能と考えられる。

(5) 産業構造の高度化の域内連鎖

アジア経済の成長可能性について議論する場合のもうひとつの重要なポイントは、アジア各国におけるダイナミックな産業構造の高度化とその域内連鎖である。

アジア諸国は、成長の過程でダイナミックな産業構造の変化を実現してきている。すなわち、1次産業から2次産業へ、そして3次産業へのシフトが見られるとともに、製造業内においても、労働集約型産業から資本集約型産業、さらに技術集約型産業へとシフトしている。またこうした構造変化が非常に速いスピードで生じている。更に、こうした高度化が一国内に留まらず、既存の比較優位産業が一定の時間差を持ちながら次々と先行国から後発国へと移行している。この産業構造の継続的な高度化とその域内連鎖が、30年以上にわたるアジアの持続的な高成長をもたらしたと考えられる。

ある国が賃金や為替レートの上昇により成長が困難になっても、周辺国との貿易・投資関係を強化することにより産業構造を転換し、それがまた周辺国の成長を促進していく。これは比較優位の変化に応じて産業構造を転換

する能力をアジアが地域として有していたことを示している。

この産業構造高度化の連鎖の過程で、日系企業の果たした役割は大きい。特に、1990年代に入って、日系企業のアジア域内向けの販売が急増するとともに、部品調達等の下請け企業にアジアへの進出を要請する等により、投入財の輸入先として域内諸国のシェアが増加している。これは、アジア域内において国境を超えた調達・生産・販売のネットワーク構築が進展していることを示している。

(6) 比較優位の変化への対応

後発の低賃金国の市場参入等によりアジアの比較優位が大きく変化する中で、アジア各国が高成長を持続させるためには自国の産業・輸出構造の転換を図る不断努力が不可欠であり、またそうした努力により自国の経済成長のパターンを投入依存型から先進国型に転換していく必要がある。しかし、今回の通貨危機の背景として、比較優位の変化に対応したアジア諸国の産業構造高度化の努力になお不十分な部分があったことも指摘されている。

例えば、今回の通貨危機が始まったタイの製造業に占める食料品・繊維等の付加価値構成比をみると、1965年の66%から95年の43%に低下してきているものの、インドネシア(47%)、フィリピン(44%)に次ぐ高さとなっている。こうした産業構造の転換の遅れが、海外投資家のコンフィデンスを低下させたとされている。

こうした産業構造の高度化を進めて行く上で、外国直接投資が重要な役割を果たすことが指摘されている。アジア諸国の総固定資本形成に占める直接投資の比率を見ると、シンガポール及びマレーシアの比率が非常に高く、また最近中国の比率が上昇しているのに対し、タイの比率は特に90年代に入ってから相対的に低い水準に留まっている。例えば1996年における同比率を見ると、シンガポール22%、中国14%、マレーシア12%に対して、タイは3%となっている。

これに対して、製造業における構造変化のスピードを見ると、シンガポールとマレーシアが最も速い。例えば、製造業に占める機械等の構成比をみると、シンガポール62%、マ

レーシア40%となっているが、30%から40%に達するのにシンガポールは5年、マレーシアは4年しかかかっていない。積極的な外資導入政策が産業構造高度化のスピードを速めたと考えられる。他方、タイの機械等の構成比は1992年に30%に達したものの、96年で依然33%に留まっている。このため、タイ政府は、アジア通貨危機後、外国直接投資の規制を大幅に緩和する等、外資導入を積極的に推進している。外国直接投資を活用して産業構造の高度化を進めるためには、人材育成、裾野産業(サポーティング・インダストリー)の育成等により受け入れ体制を強化する必要がある。

(7) アジア域内における産業ネットワークの構築

今後アジア各国がこうした外資導入等により産業構造の高度化を進めていく場合に重要なのは、従来の低廉で豊富な労働力をベースにした輸出生産拠点の形成から、自立的な技術基盤をベースにした企業集積、産業集積の形成に向かうことである。

アジア各国の国内企業の育成において、日系企業を含む外資系企業の果たす役割は大きい。外資系企業は、地元企業への技術移転を進め技術を共有することより、当該技術を途上国の厳しい環境条件に適合したものに転換することが可能となる。日系企業は、こうしたアジア域内における技術の共有、展開の中に、21世紀における新たな可能性を見出して行くべきであり、また日系企業の中に既にそうした動きが見られる。

またアジア各国は、産業の基盤技術を担う裾野産業を育成する必要があるが、裾野産業が各機能別に専門化・分業化した中小企業から構成されること等を勘案すると、アジア各国は効果的な中小企業政策を策定する必要があると考えられる。日本は、これまでの中小企業政策の経験等を踏まえ、専門家派遣等の技術支援により、アジア各国のこうした努力を積極的に支援していくべきである。なお専門性の高い中小企業の柔軟なネットワークを特徴とする台湾経済において、今回のアジア通貨・金融危機の影響が最も軽微であったことに注目する必要がある。

更にアジア各国は、自国の必要とする高度

加工機能を保有する外国の中小企業を積極的に誘致する必要があると考えられる。こうした海外中小企業と地元中小企業との交流・融合により、中小企業レベルの技術移転や技術の地域化が促進されよう。

他方で、アジア諸国の経済規模、専門化・高度化する産業技術等を勘案すると、各国の産業集積が単独で、必要とするすべての産業技術をカバーすることには自ずと限界がある。従って、各産業集積において自立的な一定の技術基盤を確立しつつ、アジア域内における産業技術の補完的ネットワークの中で、アジア地域全体として技術集積を形成するという考え方が必要となっている。先に述べたように、既に日系企業を含むアジア企業は、こうした考え方の下に、アジア域内において国境を超えた調達・生産・販売のネットワークの構築を始めている。

アジア通貨危機を契機に、外国直接投資に対する規制の大幅緩和、裾野産業の育成等、産業構造の転換能力の一層の強化にアジア各国が取り組んでおり、産業構造高度化の域内連鎖が更に拡大していくことが予想される。

以上の検討を踏まえると、アジア経済は、従来に比べて徐々に成長率が低下するものの、比較優位構造の変化に対応した産業構造の転換努力を続けること等により、相対的に高い成長率を持続することが可能と考えられる。

4. アジア経済の相互依存関係の高まり

アジア10カ国・地域（ASEAN 4、NIEs、中国、日本）の1997年の貿易を見ると、輸出の46%、輸入の50%が域内貿易となっている（98年は、アジア通貨危機の影響により、輸出41%、輸入52%、80年は、輸出32%、輸入32%）。また外国直接投資についても、例えば中国では67%がアジア域内からの投資となっている（1998年）。アジア域内における産業高度化の連鎖の過程で、密接な貿易・投資関係が重層的に発生し、貿易と投資が域内で循環する構造が生まれつつある。

今後もアジアにおいて他の地域に比べて高い経済成長が続き、アジアの域内市場の拡大が続くことが予想され、またAFTA（ASEAN Free Trade Area；ASEAN自由貿易地域）等により自由貿易協定が進展することにより、アジアの貿易域内依存度は今後更に上昇する

と予想される。

タイで発生した通貨危機が瞬く間にアジア全域に伝播した背景に、アジア諸国の貿易依存度が極めて高く、為替レート変動が各国経済に及ぼす影響が大きいこととともに、アジアにおいて域内各国間の貿易・投資が近年急速に拡大し、各国経済の相互依存関係が非常に強くなっていることがある。通貨・金融危機による経済の収縮が、貿易・投資の相互依存関係を通じて、域内に相乗的に拡大するネガティブ・フィードバックが生じたのである。他方、最近のアジア経済の回復は予想を上回る速度で進んでいるが、これはアジア経済の相互依存関係により、経済回復過程において逆にポジティブ・フィードバックが生じたためと考えられる。

近年のアジア域内における相互依存関係の高まりは、アジア諸国の産業化が、輸出生産基地が賃金の上昇等に応じて玉突き的に移動していく段階から、アジア諸国の国内市場の拡大、あるいは産業技術ネットワークの形成をベースに、アジア域内において垂直的分業、さらには水平的分業を行う新たな段階に入りつつあることを示している。

アジア経済は、これまで経験したことのない強い相互依存関係に到達し、経済的・社会的一体性を強めている。

II. 持続的な経済成長を可能とする安定的な経済・金融システムの構築

前節で検討した今回の通貨危機の原因・教訓等を勘案すると、持続的な経済成長を可能とする安定的な経済・金融システムを構築するためには、①各国レベルでの国内的な取り組み、②国際金融システム強化への国際的な取り組み、③アジア域内での地域的な取り組み、という3つのレベルからのアプローチが必要と考えられる。

特に、今回の通貨危機で明らかになった重要な点は、アジア域内の貿易と投資の相互依存関係が高まったことにより、域内で通貨危機が発生した場合、それが瞬く間に多くの国に伝播するとともに、相乗的に域内経済活動を収縮させるリスクがあることである。アジア諸国が持続的な経済成長を可能とする安定的な経済・金融システムを構築するためには、

地域的な取り組み、対応が不可欠である。

アジア各国が通貨・金融危機後の経済困難を克服する過程で、地域協力の重要性についての共通認識がアジア域内において醸成されてきている。こうした共通認識の下に昨年11月にマニラでASEAN+3（日本、中国、韓国）の非公式首脳会議が開催され、「東アジアにおける協力に関する共同声明」において、「利益を共有する金融、通貨及び財政問題に関する政策対話、調整及び協力を強化すること」が合意された。これは、アジアにおいて地域協力を強化して行く上で極めて重要な第一歩と考えられる。

なお、国内的及び国際的取り組みについては、前回の報告書において詳細な議論、提言がなされており、また後述するような様々な検討、取り組みが既に開始されている。従って、本報告書では、こうした様々な国内的及び国際的な取り組みについてレビューし、今後更に取り組みすべき施策等について提言を行った上で、前回の報告書であまり議論されていない地域的な取り組みに焦点をあてて議論、提言を行うこととしたい。

1. アジア各国の国内的な取り組み

(1) 金融・企業セクター改革

アジア通貨・金融危機後、アジアの多くの国が、金融・企業セクターの再建（破綻金融機関の処理、金融機関の資本増強、不良債権の処理、企業債務のリストラ等）に精力的に取り組んでおり、この結果、国により差はあるものの、多くの国で1999年に入り不良債権比率が低下し、また企業債務リストラの動きが徐々に進展をみせ始める等、金融・企業セクター改革の一定の進展が見られる。しかし、依然として解決すべき課題は多い。今後は、金融・企業セクターの再建とともに、その強化が重要な課題になると考えられる。また金融セクターの再建コスト等のために財政状況が悪化しており、財政再建も重要な課題になると考えられる。

アジア各国における実体経済の回復は、こうした金融・企業セクターの構造改革を強力に推進することを可能にする環境を整えている。アジア各国は、経済の回復に満足することなく、この機会を積極的に活用して、構造改革を更にスピードアップする必要がある。

(市場主導型への転換)

これまでの破綻金融機関の処理、金融機関の資本増強、不良債権の処理等については、通貨・金融危機発生後の経済・金融の混乱が続く中で金融セクターを迅速に再建する必要があったため、総じて各国政府が主導的な役割を果たしてきた。また韓国のように政府主導で金融・企業セクター改革を進めた国の方がその進展は速かったという見方もある。しかし、経済・金融の混乱が落ち着くとともに、金融セクターの市場機能の強化や金融システム全体の再編が検討課題となるに伴い、金融・企業セクター改革を市場主導型に転換する必要があると考えられる。また韓国等は既にこうした方向に進みつつある。

市場機能強化に向けた制度整備や人材育成等の市場主導型の改革には時間がかかるが、「後発の利益」としての電子化を透明性向上に積極的に活用するとともに、企業と投資家が対話の経験を積み重ねる等、市場を成熟したものにしていくための環境整備を図っていく必要がある。

(間接金融の役割)

アジア諸国の金融システムの特徴として、間接金融のウェイトが非常に高いことが挙げられる。一般に途上国においては、ディスクロージャー制度等が整備されていないこと等から、間接金融の方が直接金融よりも適していると言われている。また今後アジア諸国が基盤技術を担う裾野産業を育成するためには、地元の中小企業に対する資金供給が重要となる。従って、アジア諸国、特にASEAN諸国等の金融システムにおいては、今度も引き続き間接金融が重要な役割を果たすと考えられ、金融機関の資金仲介機能を回復・強化することが、金融・企業セクター改革において最も重要な課題と考えられる。

しかし、今回の通貨・金融危機で明らかになったのは、こうした間接金融に偏重した金融システムが通貨・金融危機に陥った時の脆弱性である。通貨下落による外貨建て債務負担の増大が金融機関・企業部門のバランスシートを悪化させ、それが金融機関の貸付を減少させ（クレジット・クランチ）、その結果更に経済活動が低下するという悪循環が多くのアジア諸国で発生した。

従って、通貨・金融危機が発生した場合の影響を最小限に止めるためには、間接金融を補完する手段、具体的には国内資本市場、特に債券市場を整備する必要がある。また必要に応じ政策金融（特に中小企業金融）を整備することも考えられる。

（具体的施策）

① 金融機関の機能強化

ASEAN諸国等における外資主導型工業化は、国内金融システムと工業基盤が未整備な途上国でも、これらの問題を迂回して、工業化を進めることを可能にしたが、その結果国内金融機関や国内企業の未成熟という問題点が残された。ASEAN諸国が更に産業発展を遂げるためには、外国直接投資を積極的に活用しつつ、国内金融機関及び国内企業の経営健全化や機能強化を図り、こうした問題点を克服していく必要がある。

アジア通貨危機の原因のひとつとなった国内金融機関の非効率・非生産的な資金配分を防止するためには、自己資本比率規制、関連融資規制等の健全性規制を強化する必要がある。通貨危機後、アジア各国は金融機関の規制・監督の強化に取り組んでいる。もちろん金融機関の規制・監督の強化により非効率・非生産的な資金配分を完全に防止できるわけではないが、金融機関の自己規律を強化することにより、そのリスクを小さくすることが可能となる。

しかし、所有・経営形態の後進性、資金力不足、低水準の金融技術といった国内金融機関の根本的な問題は金融機関に経営健全化を求めるだけでは解決しない。また途上国における健全性規制の強化は、金融機関の資金運用に短期化・リスク回避志向をもたらす可能性があり、これらの国に必要な長期資金供給等の産業金融の発達を促すためには、国内金融機関の育成・強化を目的とした政策が必要と考えられる。具体的には以下の施策が考えられる。

イ. 最低資本金の引き上げ等により、国内金融機関の規模を拡大し、オーバーバンキングを解消する必要がある。

ロ. 外国金融機関と国内金融機関との積極的な提携、特に、外国金融機関による国内金融機関への資本参加が重要と考えられる。

ハ. 借り手企業の情報開示の促進と破産法等の法整備及びその的確な運用が必要である。これらの制度的インフラが未整備のまま健全性規制が強化されると、地元企業向けの資金供給が縮小してしまう恐れがある。

ニ. リスクをとった融資を可能とする投資信託等により市場型間接金融制度を整備する必要がある。

② 中小企業金融の促進

中小企業金融は、産業基盤技術を担う裾野産業等の国内産業を育成していく上で重要である。しかし、信用力において大企業に劣り、また十分な担保を持たないことの多い中小企業への資金供給を促進するためには何らかの政策的支援が必要と考えられる。

中小企業金融を促進するための政策的支援としては以下の3つの形態が考えられるが、どのような支援を実施すべきかは、各国の経済の発展段階や産業構造、民間及び政策金融機関の現状等により異なる。例えば、タイでは、1999年8月に発表された総合景気対策において、小規模産業金融保証協会（SICGC）や小規模産業金融公社（SIFC）の強化策とともに、ベンチャー・キャピタル・ファンドの設立を盛り込み、3つの施策を組み合わせで中小企業金融を促進しようとしている。しかし、どのような施策の組み合わせをとる場合でも民間金融機関の活用が基本であり、民間金融機関の中小企業に対する与信能力の向上とそのための環境整備が最も重要な課題と考えられる。

イ. 民間金融機関の活用

信用保証制度等を活用したリスク・シェアリング、あるいは政府が長期・低利の原資をファンドとして供給する等により、中小企業に対する民間金融機関の資金供給を促進することが考えられる。民間金融機関が一定の信用リスクを負うことから、中小企業に対する資金供給を促進するためには、企業診断制度の導入等による人材育成、信用リスク分析に必要な各種統計の整備等が必要である。また通貨・金融危機時におけるクレジット・クラッシュ防止策を検討する必要がある。

ロ. 政策金融機関の活用

世界銀行の「東アジアの奇跡」が指摘しているように、政策金融は日本の経済発展にお

いて大きな役割を果たしたが、その成功の鍵は、審査基準の厳格な適用と政策金融機関による融資先のモニタリングにあったと言われている。従って、今後ASEAN諸国等が政策金融機関の再整備を行う場合、審査基準等についての慎重な制度設計と人材育成が重要と考えられる。

ハ、株式市場の活用

成長性の高い企業向けの株式市場やベンチャー・キャピタル・ファンドを整備することにより中小企業の資金調達を支援するものであり、アジア通貨危機後、1999年にマレーシア、香港、タイで成長企業向けの株式市場が創設されている（シンガポールは87年、韓国は96年に設立）。技術力の高いハイテク中小企業の資金調達に適しているが、リスクをとれる投資家の存在と企業情報開示制度等の整備が必要と考えられる。

③ 国内債券市場の育成

アジア諸国は高い貯蓄率を有しているが、国内資本市場、特に国内債券市場が未発達等のため国内貯蓄が長期投資として海外に流出しており、国内債券市場等を育成し、こうした貯蓄を国内で有効活用することにより、外貨建て短期エクスポージャーを小さくすることが可能となる。国内債券市場の育成は、債務管理の観点から長期の自国通貨建て債務による借入を促進する上で重要である。

国内債券市場を育成するためには、会計基準やディスクロージャー基準の強化、決済システムの整備、公平・中立な税制の確立、格付け機関や機関投資家の育成等が必要となる。また、流動性の高い流通市場を整備するためには、機関投資家に対する時価評価会計の導入、レポ市場及び証券貸制度の整備、並びに国債市場の整備によるベンチマークとなる長いイールドカーブの形成等が必要となること指摘されている。日本、韓国等の経験を見ても、その実現にはある程度時間がかかると考えられるが、強靱な銀行システムとそれを補完する資本市場を併せ持ったバランスのとれた金融システムを整備するためには、アジア各国は着実に国内債券市場の整備を進めて行く必要があると考えられる。

なお、アジア諸国においては、シンガポール、香港等で株式時価総額が銀行貸出残高を

上回る等、総じて株式市場が債券市場に比べると相対的に発達している。しかし、ディスクロージャー制度やインサイダー取引規制の強化の必要性、流通市場の未成熟等が指摘されており、株式市場の改革も重要な課題である。

④ 倒産法制の運用強化

アジア各国は、アジア通貨・金融危機後、倒産法制の整備に取り組み、現時点では各国とも、少なくとも破産及び和議の規定を有し、倒産法制インフラとして相応の整備状況となっている。例えば、インドネシアでは再建型和議手続きの導入、倒産手続きを包括的に管轄する商業裁判所の新設等、またタイでは再建型会社更正手続きの導入、破産裁判所の新設等を内容とする倒産法改正が行われた。

しかしながら、各国の倒産法制の運用の歴史には大きな差がある。既に数十年の運用経験を有し法制度に見合うノウハウを蓄積し、先進国並みの水準に達している国もあれば、独立後破産宣告の実績が事実上皆無であったインドネシアのように、アジア通貨・金融危機後、法律の再整備を行い、最近その運用を始めたばかりの国もある。また中国については地元企業に有利な判断を下すことの多いと言われる民事裁判所制度自体の構造的問題が指摘されている。

通貨・金融危機においてその影響を最小限に止めるためには、金融機関の不良債権問題と企業の債務問題の迅速な解決を図る必要がある。そのためには、債権回収における最後の手段である破産法の厳格な適用により市場規律を高めることが鍵となる。

アジア諸国が現在の企業債務問題を解決するとともに、将来の通貨・金融危機における対応能力を向上させるためには、引き続き倒産法制の整備を図るとともに、裁判所の能力を向上させる等により、破産手続きの的確な運用実績を積み重ねていくことが重要である。

⑤ コーポレート・ガバナンスの強化

アジア諸国のコーポレート・ガバナンスについて、集中的な企業所有構造の下での「ファミリー型」のコーポレート・ガバナンスや、政府、金融機関、企業との密接な関係について問題点を指摘し、英米の「資本市場型」に転換していく必要があるという意見

がある。しかし、OECDのコーポレート・ガバナンス原則にもあるように、良いコーポレート・ガバナンスの単一のモデルは存在しない。各国の経済発展段階や社会・文化の在り方に応じて様々なモデルがあり、また途上国が先進国にキャッチアップしていく過程においては、「ファミリー型」のコーポレート・ガバナンスが有効であるという指摘もある。

しかし、アジア通貨・金融危機に陥った国についてみると、不動産部門への過剰投資や、需要見通しや採算性に疑問のある過剰な設備投資等が発生しており、これは「ファミリー型」の企業が成長するに伴い、銀行借入や株式等の外部資金への依存が大きくなったにも関わらず、経営実態が不透明なこと等から、企業の投資判断に対して金融機関や株式市場のチェック機能が十分働かなかったことを示している。従って、現在のコーポレート・ガバナンスに問題があることは確かであり、アジア諸国が持続的な成長を可能とする安定的な経済・金融システムを構築するためには、各国の金融システムの発展段階、上場企業かどうか等により異なるが、以下のような施策によりコーポレート・ガバナンスの強化を図る必要があると考えられる。

- イ. 企業会計・監査基準の改善、ディスクロージャー制度の強化等により企業経営の透明性を向上させる必要がある。例えば、韓国では、通貨危機後、透明性向上の観点から、連結財務諸表の作成や社外重役の設置が義務付けられ、また系列企業間の相互債務保証が解消されている。
- ロ. 競争政策を強化するとともに、先にも述べた倒産法制の整備とその厳格な運用等により、市場規律を高める必要がある。
- ハ. 少数株主を含め、全ての株主の公正な取扱を確保し、株主の権利保護を図る必要がある。
- ニ. 金融機関の関連融資規制等の健全性規制を強化するとともに、借り手企業をモニタリングするために必要な情報の収集・分析能力を向上させることが、コーポレート・ガバナンス強化の観点からも喫緊の課題である。また企業側でも経営、会計、金融等のプロフェッショナルな人材を育成するこ

とが必要である。

(2) 適切な為替制度の検討

アジア各国にとってどのような為替制度が適切かについては、当該国の経済規模、貿易依存度や貿易構造、金融システムの発展段階等により異なるため、一般論で論じることができない。また金融システム等の発展に応じて変化していくものと考えられる。

開発途上国の為替制度は、当初固定為替レート制からスタートし、金融政策が高度化され、また金融システム等が発展するに伴い、より伸縮的な為替制度へ移行し、次第に変動為替レート制に向かって行くが、アジア諸国は、現在その移行期にあると考えられる。

アジア各国がどのような為替制度を採るべきかについては、アジア各国自身が、上記の諸点や、その経済状況、為替政策にどのような政策目標を割り当てるか等を勘案して、判断すべき問題である。但し、アジア通貨危機前にアジア諸国において採られていた事実上ドルにペッグした為替制度が、貿易の不安定化と過大な資本流入を引き起こしたこと等を勘案すると、日本としてもアジア諸国における適切な為替制度について考え方を整理して、アジア諸国との政策対話等において必要に応じ議論を行う必要があると考えられる。

また、域内の相互依存関係の深化により、域内為替レートの相互安定を図る地域的な為替安定メカニズムも重要な課題となっており、そのためには後述するような地域的取り組みが必要と考えられる。

① 固定為替レート制と変動為替レート制

アジア危機克服の過程で出てきた議論の一つとして、「国際資本移動がこれほど活発になった現在、維持可能な為替レート制度は自由な変動為替レート制か、さもなくば強固な固定為替レート制（例えばカレンシーボード制）しかない。」という意見がある。

しかし固定為替レート制については、グローバル化の進展とともに、広範囲の資本規制の下に為替レートを固定するという選択肢がいつかはとれなくなる。またカレンシーボード制は、十分な外貨準備と強靱な金融システムを持ち、かつ厳格な財政金融ディシプリンを持つ国のみが採用可能であること、またペッグを放棄せざるを得なくなっ

た際の退出コスト等を勘案すると、多くのアジア諸国にとってカレンシーボード制をとることは極めて困難と考えられる。

他方、多くのアジア諸国にとって変動為替レート制には以下のような問題があることが、今回の専門部会の議論に参加した多くのアジア関係者等から指摘された。

イ. 経済規模が相対的に小さく、また貿易依存度が高い国では、為替レートの変動が各国経済に及ぼす影響は極めて大きく、変動為替レート制の下での為替レートの不安定性 (volatility) やファンダメンタルズからの乖離 (misalignment) が、経済成長や経済発展を阻害するおそれがある。

ロ. 高度化した金融制度や広範でかつ厚みのある外国為替市場を含む、高度に発達した金融インフラを持たない国においては、為替レートの変動を吸収することは相当困難である。例えば、途上国においては為替レートの変動をヘッジするマーケットが未発達であり、アジア通貨危機後もアジア企業のヘッジ手段の利用は進んでいない。

ハ. アジア域内の貿易・投資が近年急速に拡大し、各国経済の相互依存関係が非常に強くなっており、域内通貨の相互安定の必要性が高まっている。

② アジア各国における現在の為替レート制度

アジア諸国は、通貨危機後、公式には、マレーシア、香港が固定為替レート制、シンガポール、中国が管理フロート制、それ以外の国が独立フロート制を採用している (但し、シンガポールは通貨バスケットに基づき管理フロートを運営しており、また中国は事実上ドルにベッグしている)。

アジア各国の為替レートについて、ドル、円、ユーロとの回帰分析を行ってみると、1998年後半以降回帰係数が通貨危機以前のパターンに戻りつつあり、アジア各国の為替制度は、通貨危機前にみられた実質的にドルにベッグした為替制度に復帰しつつあるという指摘がある。

しかし、回帰係数の動きを見ると、1998年後半以降アジア諸国の通貨とドルの関係が再び強まっているが、ドルとの回帰係数が低下する局面もあり、またその関係も不安定であ

り、通貨危機以前と同じパターンに戻りつつあるとまではいえない。また、回帰分析だけでは、各国における実際の為替政策の実態を必ずしも十分捉えられない。例えば、韓国の通貨当局は対ドルレートの安定と同様に対円レートの安定を重視して為替政策を運営していることが市場関係者から指摘されている。

③ 通貨バスケット制と実質ドル・ベッグ制

多くのアジア諸国にとって、十分に広いバンド幅を持たせる等により伸縮性を保ちつつ、貿易等の経済ウェイト等を勘案した、ドル、円、ユーロ等を構成要素とする通貨バスケットとの関係が安定的となるような為替制度はひとつの有力な選択肢と考えられる。

世界各国の為替制度をみると、公式の制度として変動為替レート制を採用している国においても、事実上の為替安定化政策をとっている場合が多い。具体的には、ある特定の単一通貨あるいは複数通貨からなる通貨バスケットに対して為替レートを安定化させようとする傾向が見られる。

アジア諸国が上記のような変動為替レート制の問題から為替レートを安定化させる必要がある場合、具体的な為替安定化の対象通貨として、ドルのみを選択するのと、円、ドル、ユーロからなる通貨バスケットを選択するのとどちらが望ましいであろうか。現在のうちに、円など主要通貨間で変動為替レート制がとられている場合、特定の主要通貨との為替レートの安定を図ろうとすれば、他の主要通貨との安定を図るのが困難となることが多い。貿易等の経済取引が日本、米国、欧州と多様化しているアジア諸国の場合、ドルのみを選択するよりも、円、ドル、ユーロからなる通貨バスケットを選択する方が、実質実効為替レートが安定化する。

今回の専門部会の議論に参加したアジア関係者からも、実質ドル・ベッグ制の問題点を指摘し通貨バスケット制を支持する意見が多かった。

他方、カレンシーボード制と変動為替レート制の間の中間的な形態をとる場合、政策上の矛盾をつかれ、投機的なアタックに曝される恐れがあるとし、変動為替レート制を支持する意見も2カ国のアジア関係者から出された。これに対しては、形式的には変動為替

レート制をとり、平時には伸縮性を保ちつつ事実上為替レートを通貨バスケットに対して安定化させるとともに、急激な通貨投機等に対しては為替を柔軟に変動させること等により、対応可能であるという意見があった。

なお、通貨バスケット制へ移行しようとする場合に配慮すべき点等について、以下の指摘があった。

イ. 他のアジア各国が実質的なドル・ペッグを取り続ける中で、ある国が単独で通貨バスケット制に移行する場合、ドルが他のバスケット構成通貨に対し減価する局面において国際価格競争上不利になる恐れがあること等から、いわゆる「協調の失敗」が生じ、通貨バスケット制が各国にとって望ましい場合にもバスケット制に移行しない可能性がある。この場合、域内各国が協調して通貨バスケット制に移行する地域的取り組みが必要である。

ロ. アジア諸国が通貨バスケット制において円のウェイトを高めるためには、円での資金運用・調達の利便性が向上する必要がある。

また、為替レート安定化政策をとる際、特定の通貨に対して為替レートを安定化させる方が国内政治的に説明しやすいところ、通貨バスケット制に移行する場合国民への説明に工夫が必要であるという指摘があった。

(3) 資本自由化と資本規制

① 適切に順序付けられた資本自由化

資本規制が広範に維持され、国際金融システムにまだ統合されていない経済において、今回の危機の影響が小さかったことは、新興市場経済において適切に順序付けられた資本自由化が重要であることを示唆している。資本自由化を行う場合、健全で整合的なマクロ経済政策の他、金融機関に対する規制・監督の強化等国内金融システムを整備する必要がある。また、長期資本の自由化を短期資本の自由化に先行させるべきであり、特に直接投資への規制を可能な範囲内で早期に撤廃することが必要である。なお、アジアの貯蓄率の高さを勘案すると、資本輸入に依存しなくてもアジア経済は成長可能であるという意見や、直接投資であっても、通貨危機の可能性が生じた場合、現地通貨建てのポジションを先物

売りでカバーしようとするため、現地通貨の売り圧力になるという意見もあった。

② 資本流出入規制

既に資本自由化が進んでいるが、他方で金融システムが十分整備されていない経済において、資本流出入規制についてどのように考えるべきであろうか。

まず資本規制は、健全なマクロ政策や構造政策を代替するものではなく、また資源配分上の非効率性等のコストを伴うことを認識する必要がある。また、資本規制の必要性については、当該国の経済状況、金融システムの整備状況、当該時点で実施されている他の政策等に大きく依存し、一般論で論じることはできない。

しかし、流入資金の一定割合に預託義務を課したチリのケースが債務構成の管理において有効であったと言われているように、価格をベースにした資本流入規制が為替レートの弾力化等の他の措置と適切に組み合わせて行われた場合には、投機的な短期資本の流入を抑制する効果がある場合もあると考えられる。金融システムが十分整備されていない経済において大規模かつ急激な短期資本流入がある場合、このような資本流入規制は一つの選択肢と考えられる。

また資本流出規制についても、通貨危機に際してのマレーシアのケースは、IMFの支援を受けることなく、外的なショックを制限し、為替レートの安定を果たす一方、マクロ経済政策や構造改革により経済回復を実現したという点において、結果的には成功例であったと言える。もちろん、同様の規制が常に正当化されるわけではなく、規制回避の可能性等について慎重な検討が必要であり、他国に直ちに適用することはできないが、急激な資本流出の危機に直面した際の一つの選択肢と考えられる。

各国政府は対外債務について適切なリスク管理を行う必要があり、その前提として、資金フロー及び対外債務に係るデータを整備し、モニタリングする体制を確立する必要がある。この点については、後述する地域的なモニタリング体制の整備も重要と考えられる。なお、経済規模の小さい国は、自国のGDPに対する債務残高や短期債務残高の比率及びその変

化が、あるターゲット内に収まるよう資金の流れをコントロールするべきであるという意見もあった。

(注) 金融安定化フォーラムでの検討

後述するように金融安定化フォーラムの資本フロー作業部会では、資本受入国におけるリスク管理について検討を行い、本年3月に最終報告書を提出している。

この報告では、資本流入規制について、価格をベースにした、一時的、広範囲という性質を保持し、健全なマクロ経済政策と強固な対外ポジションという環境の中で実行されればよりうまく働く可能性があるとしている。これは、資本規制は健全なマクロ政策や構造政策を代替できるものではないが、ケース・バイ・ケースで有用なこともありうる、という前回の専門部会の提言やこれまで日本が行ってきた主張が、国際的なコンセンサスとなりつつあることを示している。

(4) 適切なソーシャル・セーフティ・ネットの整備

① ソーシャル・セーフティ・ネット整備の必要性

通貨危機時にソーシャル・セーフティ・ネットをうまく機能させるためには、通貨危機が起きる前に適切なソーシャル・セーフティ・ネットを整備しておく必要がある。通貨危機が起こってから整備しようとしても、制度のセットアップや体制造りに時間がかかり、また危機対応からくる資金面やスタッフ面の制約等から、対応が遅れたり、あるいは内容的に不十分なものになってしまう。

適切なソーシャル・セーフティ・ネットの整備は、通貨危機等の影響を受ける社会的弱者を救済する短期的効果だけではなく、人々が市場の変化に対応して積極的に必要なリスクを取ることを可能とすること、また貧困層が教育や保健への投資を危機時にも続けることを可能とすることにより、生産性向上や成長を促進する長期的効果を持つことが指摘されている。また、危機に陥った時の調整を容易にし、必要な改革に対する支持の形成にも資すると考えられる。

② 各国の実状に即した整備

ソーシャル・セーフティ・ネットは、「人

間が生きていく上で最低必要なもの (Basic Human Needs)」を保障するものであるが、アジア各国は、それぞれ経済の発展段階が異なるとともに、異なる文化や伝統を持っており、社会問題を解決するための独自のシステムや慣行を発展させてきている。従って、ソーシャル・セーフティ・ネットの整備に当っては、各国の実状に即したものにすることが必要がある。

例えば、以下のプログラムが途上国において有効であることが報告されており、こうしたプログラムを組み合わせることが考えられる。

イ. 働くことの出来ない特定の貧困層を対象とする、子供の就学を維持すること等を条件とした所得又は食料の支援

ロ. 貧困層が生産的資本を取得または維持するためのマイクロ・クレジット

ハ. 失業者の多い地域を対象とする、地方公共事業等の実施による雇用提供プログラム

なお、今回の通貨危機における都市から地方への労働移動による雇用の調整に見られるように、アジア諸国においては、家族や社会共同体がソーシャル・セーフティ・ネットとして一定の役割を果たしていることが指摘されている。今回の通貨危機において、経済的ショックが非常に大きい場合には、従来の伝統的なネットではそのショックを十分吸収できないことが明らかになったが、新しいソーシャル・セーフティ・ネットを整備する場合、こうした既存のソーシャル・セーフティ・ネットとの関係を考慮に入れる必要がある。

また、多くのアジア諸国ではインフォーマル・セクターが大きなウェイトを占めており、フォーマルな社会保険の場合、特に貧困層について一部しかカバーできない等の問題があるが、社会保障制度についても中長期的な課題として検討していく必要があろう。

(注) 韓国は、通貨危機後、失業保険制度の適用対象を、従業員30人以上の会社から、すべての会社に拡大している。

③ 国際開発金融機関等の技術支援

上記のソーシャル・セーフティ・ネットの整備においては、国際開発金融機関や先進国による技術支援が重要と考えられる。また、ソーシャル・セーフティ・ネットの整備及び

その実施においては、NGO等を含む非政府部門との対話が重要である。

(注) 日本政府は、平成12年度予算にアジア等貧困対策緊急支援資金を計上し、世界銀行及びアジア開発銀行に、貧困層への基礎的サービス提供に対する支援や、地方政府やNGOのキャパシティ・ビルディング等を行うためのファンドを設立することとしている。

2. 国際的な取り組み

(1) ケルン・サミット蔵相報告

通貨・金融危機のリスクを減少させるためには、国際金融システムの改革が不可欠であるという問題意識に基づき、1999年6月のケルン・サミットにおいてG7蔵相報告「国際金融システムの強化」が取りまとめられた。

同報告は、以下のような極めて包括的なものとなっている。

- ・国際金融機関及び国際的アレンジメントの強化及び改革
- ・透明性の強化と最善の慣行の奨励
- ・先進国による金融規制の強化
- ・新興市場国におけるマクロ経済政策及び金融システムの強化
- ・新興市場国による資本規制
- ・危機の予防・管理の改善、及び民間セクターの関与
- ・貧困かつ最も脆弱な層を保護するための社会政策の促進

このうち、特に、①新興市場国に対し適切に順序づけられた資本勘定の自由化を求めるとともに、国内金融システムの制度上・監督上の環境を強化するまでの期間において資本流入規制が正当化されうるとした点、②先進国における高レバレッジ機関に対する取引先金融機関のリスク管理の強化、高レバレッジ機関自身によるディスクロージャーの改善が盛り込まれた点、及び③民間債権者に貸し手責任を負わせる民間セクター関与の考え方が明確にされた点は、前回の専門部会の報告書でも提言されているものであり、画期的なものであったと評価できる。

(注) 高レバレッジ機関とは、少ない自己資本でありながら、レバレッジ(借入資金)を活用して、多額の資金を運用する機関。

(2) 金融安定化フォーラム・レポート

現在このG7蔵相報告を具体化する作業が、IMF、G20、金融安定化フォーラム等の場で精力的に進められている。

このうち金融安定化フォーラムには、①高レバレッジ機関、②資本フロー、③オフショア金融センターの3つの作業部会と、①基準の実施、②預金保険スキームの2つのタスク・フォースが設けられ、3つの作業部会及び基準実施タスク・フォースは本年3月にそれぞれ最終報告書を提出している。

このうち、高レバレッジ機関作業部会は、①高レバレッジ機関の破綻によるシステムリスク・リスクの潜在的可能性、②アジア通貨危機により懸念されるようになった、高レバレッジ機関の投機的活動による中規模・開放経済の市場の不安定化の可能性等の問題について検討し、

- ・高レバレッジ機関取引先のリスク管理の改善、
 - ・高レバレッジ機関自身によるリスク管理拡大、
 - ・高レバレッジ機関取引先に対する当局の監視強化、
 - ・破産法等の分野における金融インフラの整備、
 - ・高レバレッジ機関のディスクロージャーの改善、
 - ・各国当局及び国際機関による金融市場サーベイランスの拡大等
- について提言している。

高レバレッジ機関に十分な情報公開義務を課すべきであることを明確にした点が特徴となっており、また高レバレッジ機関の直接規制等の政策オプションは今回提言に含まれなかったが、提言している施策が適切に実施されない場合には将来それらの政策オプションを再検討することが適切となる可能性が高まるとしている。

上記の提言は、前回の専門部会の提言を相当反映したものとなっており、今後同報告書の勧告が完全に実施されることがまずは重要と考えられる。しかし、同時に、国際的に活動する投資家の行動を国際社会が引き続き注視していくべきであり、また必要ならば何らかの直接規制も含めて対応策の検討を続けて

いくべきである。

(3) IMF改革

IMFは国際金融システムの中心に位置する機関であり、IMFの改革は通貨危機に陥りにくい国際金融システムを構築していく上で必要不可欠である。IMFの改革を進めて行く上において、以下の点が重要と考えられる。

① 国際的な資金支援を実施する際のコンディショナリティーは何よりも支援を受ける国の政策の信認を高めるものでなければならず、その作成に当っては、各国のマクロ経済状況、ミクロ・構造的な脆弱性、これまでの経済政策の歴史、社会的な制度・制約等、各国の実状に即し、市場の信認の回復に必要な内容・手順を見極める必要がある。

このためには、世界銀行等他の国際金融機関との一層緊密な意思疎通を図るとともに、当該国政府のみならず、NGO等を含む非政府部門や外部の専門家との対話等、外部情報の収集・分析を強化する必要がある。

またIMFの構造政策への関与は危機の解決に直接関係あるものに限定し、世界銀行等他の国際金融機関との適切な役割分担を行う必要がある。

② IMFは、サーベイランスやプログラムの力点を急激で大規模な国際資本移動への対応に置くとともに、危機の管理以上に危機の予防を重視する必要がある。

従って、SDDS参加国の拡大等データ公開を含めた加盟国の経済政策の透明性の向上を促進することや、国際的な基準や良い慣行に関するコードに即した加盟国の政策運営を推進していくことをIMFの重要な機能として位置付ける必要がある。このため、IMFの4条協議プロセスを基礎とした、基準やコードの実施状況に関するサーベイランスのシステムを確立する必要がある。

(注) SDDSとは、Special Data Dissemination Standard (特別データ公表基準)の略であり、IMFが定める、国際資本市場にアクセスを持つ又は求めている加盟国に対する、経済・金融データを公表する際の基準(項目・頻度・迅速性等)。

③ IMF理事会文書の一層の公表等により、

IMFの透明性の向上や政策決定手続きの改善を図り、IMFのアカウンタビリティを強化する必要がある。

また、その業務、プログラム、政策及び手続きの有効性について内部・外部双方による体系的な評価を行い、それを業務等に反映させる必要がある。

④ 予防的クレジット・ライン(Contingent Credit Line:CCL)は、健全な政策を実施していること等IMFが適格と認定した加盟国が、その国自体に問題はなくとも危機の伝播により巨額かつ短期の支援を必要とするような国際収支上の困難に陥る場合に備え、必要に応じて機動的に支援を受けることができるよう、予め予防的にクレジット・ラインをIMFとの間で結んでおく制度であり、1999年4月に創設された。本融資制度により、IMFが危機の予防により重点を置き、また各国が金融危機のリスクを回避するための措置を早期に採っていく一層のインセンティブを提供することが期待されている。

しかし本融資制度については、これまで一件も適用例がないこと等を勘案すると、現行制度が十分なインセンティブを提供していないと考えられ、手数料率の引き下げなどを含め、もう少し使いやすくなる方向で検討を行うべきである。

⑤ IMFが真にグローバルな機関として、国際金融システムの中心的な役割を果たし続けるためには、IMFへの加盟各国の貢献及び各国のIMF資金の利用限度の基準となり、また、専務理事選出をはじめ様々な重要決定の基礎ともなるクォータシェアが、国際経済の実状と一致したものであることが不可欠である。

IMFが創設されてから半世紀以上を経て、アジア諸国をはじめとする新興市場諸国が大きな経済力を持ち、その貿易額も飛躍的に増加し、国際金融市場におけるウェイトも増加してきているにもかかわらず、新興市場諸国のクォータシェア、投票権、理事数は非常に限られたままである。他方、欧州では、共通通貨ユーロの導入によって国際決済を必要とする取引が減少したにもかかわらず、依然としてそのクォータシェア

や理事数は欧州のみで3分の1を占めている。

加盟国の経済の実状に応じた形でのクォータ配分や投票権、理事数の見直しは、IMFのガバナンスやアカウンタビリティにも関わる重大な課題であり、早急に検討し、是正する必要がある。この点は、IMFのコンディショナリティーをより新興市場国等の実状に即したものとする上でも非常に重要である。

- ⑥ 今回の通貨・金融危機において明らかになったのは、大規模かつ急激な国際資本の流出が生じた場合、IMFの支援プログラムが市場の信認を得るためには、相当な支援規模を確保する必要があることである。IMFの資金基盤の強化を図るとともに、IMFの支援を補完するメカニズムを整備する必要があると考えられる。今回の危機においては、日本の公的支援が重要な補完機能を果たしたが、何らかの地域的な補完メカニズムが必要と考えられる。

3. アジア域内における地域的取り組み

(1) 域内貿易・投資の促進

① 多角的貿易体制を補完する地域協定

アジア経済において産業構造の高度化が域内において連鎖的に波及し、アジア域内に強い相互依存関係が自然発生的に形成されてきたことは、貿易・投資の自由化を推進するに当って、地域的取り組みの重要性を示唆している。

アジア企業の国境を超えた調達・生産・販売の域内ネットワーク構築が進展しつつあるが、比較優位構造の変化に対応した最適な産業配置、そして産業構造高度化の域内連鎖を促進するためには、WTOによる多角的貿易体制を補完する「自由貿易地域」の形成が有効と考えられる。

(注)「平成12年版通商白書」は、地域統合をWTOによる多角的貿易体制の補完として位置づけるとともに、日本をめぐる地域統合は、経済実態と適合し、他地域の進展や経済的分析に照らしても経済的に有益であることを指摘している。

② アジア域内における地域協定の動き

ASEANでは、AFTA(ASEAN自由貿易地域)により2002年までにASEAN 6(タイ、

インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、ブルネイ)の域内関税率を原則5%以下に引き下げ、2018年までに域内関税を撤廃することとなっている。今後例外品目の取扱等に関し紆余曲折があると予想されるが、2018年までにAFTAにより東南アジアに自由貿易地域が実現する可能性は高いと考えられる。その過程で、今後AFTAのASEAN+3(日本、韓国、中国)への段階的拡大が東アジア域内における重要な検討課題となってくると考えられる。

また、日本と経済発展段階の近いNIEs諸国、具体的には韓国、シンガポールとの間では、自由貿易協定の研究が始まっている。日・シンガポール間では、昨年12月の首脳会談において、両国間のありうべき自由貿易協定に関する諸方策を検討するための研究を開始することが合意され、この3月及び4月に共同勉強会が行われている。韓国との間でも自由貿易協定に関して民間レベルでの研究が行われている。なお投資協定については、現在までに中国、香港と署名しているが、韓国、ベトナム、モンゴルと交渉を行っており、インドネシアとも交渉が開始される予定である。

この他にも、1989年に発足したAPEC(アジア太平洋経済協力、現在日本・米国・中国等21カ国・地域が参加)では、94年にボゴール宣言が採択され、「先進国は2010年まで、発展途上国・地域は2020年までに貿易・投資の自由化を目指す」こととなっている。

アジア諸国の経済発展段階等が大きく異なること、国内政治上の機微な問題があること等を勘案すると、アジアにおける「自由貿易地域」の形成に当っては、上記のような二国間自由貿易協定とAFTA等を組み合わせた多層的・段階的なアプローチが有効かつ現実的であろう。地域統合を、多角的貿易体制の強化や地域協力の推進と連携して積極的に進める必要があると考えられる。なお、アジアの高成長が世界経済の開放と自由化により達成できたこと等を勘案すると、WTOなどグローバルなシステムとの整合性に留意する必要があるとの意見があった。

(2) 域内貿易金融の整備

今回の通貨危機では、アジア企業の金融機関への依存が高い中、貿易金融の縮小が経済

回復の要となる輸出の阻害となることが懸念され、日本を初めとする先進国・国際機関が貿易金融の円滑化のための金融支援を実施した。また、日本は特に、各国輸出入銀行への資金・技術協力、各国輸出入銀行間の連携強化等を通じ域内貿易金融の強化・促進に貢献している。

貿易面におけるアジア域内の相互依存が高まる中、今回の危機の教訓を通じて、持続的な経済成長実現のための貿易金融制度の整備の重要性が認識されており、アジア域内において輸出入銀行の設立・強化の動きが見られる。今後、域内貿易取引の円滑化・安定化のために、こうした域内貿易金融ネットワークの整備を積極的に推進することが重要であると考えられる。

(3) 域内債券市場の整備

① 域内国際債市場の活性化

アジア各国にとって国内資本市場、特に国内債券市場の育成が重要な課題となっているが、機関投資家の未成熟等のため、各国が発達した国内債券市場を持つには時間がかかり、また国内債券市場にはどうしてもその規模や資金のアベイラビリティに制約がある。他方で、アジア地域全体としては資本余剰となっており、また今後のアジア諸国における機関投資家の成長等を勘案すると、アジアの時間帯でアジアの投資家が主体となってプライシングができる域内債券市場に対する需要は増大すると考えられる。

従って、域内の資本余剰国から不足国に長期資本が還流するメカニズムを確立するため、域内の国際債市場（東京、香港、シンガポール等）を活性化する等、域内債券市場の整備に向けた地域的な取り組みが必要と考えられる。特に今回専門部会の議論に参加した多くのアジア関係者から、域内債券市場の整備の重要性が指摘された。

② 整備に向けての課題等

域内債券市場の整備に当たっては、借り手と貸し手の間で為替リスクをシェアするための新しいインスツルメントあるいは為替リスクをヘッジするためのデリバティブ市場、域内経済の実状について熟知した信用格付け機関、債券発行に対する信用補完スキーム、証券決済システム等の整備や国際開発金融機関等に

よる現地通貨建債発行の促進について検討する必要があるという指摘があった。

証券決済システムの整備については、各国の証券決済システムの発展段階が異なること、多国間のネットワークを構築する場合システムが複雑になりコストがかかることともに各国間の調整に時間がかかること、他方当面そうしたコストに見合う程のクロスボーダーの証券取引がないと予想されること等を踏まえ、発展段階の似通った証券決済システム同士を直接バイラテラル・リンケージで結ぶ香港の段階的アプローチが注目される（香港は、オーストラリア、ニュージーランド、韓国との間で、中央証券預託機関同士の二国間リンケージを構築している）。

また、金融・証券取引、決済の電子化がグローバルに進展しており、今後先進的なアジアの取引所等が、「後発の利益」を活用して域内での取引・決済ネットワーク構築を目指す動きも活発化しよう。こうした金融・証券取引の電子化は、既存の取引の在り方を大きく変化させると考えられ、仮想的な東アジア取引所の構築等により、域内資本市場を活性化させる可能性がある。

なお、欧州では、1980年代半ば以降、EMS（欧州通貨制度）の下での域内通貨価値の安定を背景に、国内債のクロスボーダー取引、すなわち国内で発行された債券（特に国債）を域内の投資家がクロスボーダーで売買する取引が急増した。アジア域内においても将来的にこうした国内債のクロスボーダー取引を促進していく必要があるが、そのためには後述する域内為替レートの相互安定とともに、まず各国における国内債券市場の整備が重要と考えられる。

(4) 域内為替レートの相互安定

① 地域的な為替安定メカニズムの検討

欧州においては、EMSを含め、これまで域内為替レートの相互安定のために様々な試みがなされ、最終的に昨年1月に通貨統合が達成されたが、その背景として、欧州経済の貿易依存度の高さ、欧州域内の相互依存関係の強さが指摘されている。

これに対し、多くのアジア諸国の貿易依存度は欧州よりもむしろ高く、またアジアの域内貿易のウェイトが先に述べたように50%近

くまで上昇していること等を勧案すると、アジアにおいても、アジア域内の為替レートを経済のファンダメンタルズを反映して安定的に推移する地域的な為替安定メカニズムを検討すべき段階を迎えていると考えられる。グローバルな為替安定メカニズムの設計は当分困難であるとしても、地域的な取り組みは可能だと考えられる。

今回の通貨危機前においては、アジア各国が実質ドル・リンクをとることにより、その反射的効果として域内各国の為替レートの相互安定が図られ、これが域内貿易、域内投資等の発展の基礎として貢献してきたと考えられる。しかし、今回の通貨危機により、実質的にドルにリンクした為替制度のリスクが明らかになり、今後アジア諸国は、域内通貨の相互安定を図るため、実質ドル・リンクに代わる新しい為替安定メカニズムを構築することが必要となっている。各国の取り組みとともに地域レベルの取り組みを進めていく必要があると考えられる。

② 多層的・段階的アプローチ

アジア諸国の経済発展段階が大きく異なること等を勧案すると、地域的な為替安定メカニズムを検討する場合も、「自由貿易地域」の形成と同様、二国間協定や地域協定を組み合わせた多層的・段階的アプローチが有効かつ現実的となる。

例えばASEAN諸国では、AFTAにより2018年までに域内関税を撤廃し、「自由貿易地域」を完成することが合意されている。欧州の経験が示唆しているように、「自由貿易地域」において貿易・投資を促進するためには、関税率の水準とともに域内為替レートの相互安定が重要と考えられ、十分広いバンド幅を持たせつつ、為替レートを共通の通貨バスケットにリンクさせることは、ASEAN諸国にとってひとつの選択肢と考えられる。この共通バスケットから出発し、将来においてASEAN域内で共通通貨を構想することも考えられよう。

またASEAN諸国が協調して実質的に通貨バスケットにリンクした為替制度に移行することは、共通の通貨バスケットが採用されない場合でも、域内為替レートの相互安定に資すると考えられる。

なお、円とアジア通貨間の為替レートを安定化させるためには、円と他の国際通貨との間での為替相場の相対的安定を図ることが課題になってくるという指摘があった。

③ 共通通貨に向けての長期的視点

アジア通貨危機後、東アジア経済の連動性が高まっていることが明らかになったこと等から、アジアにおいても共通通貨を目指すべきであるという意見が見られる。

しかし、欧州域内に比べて域内各国の発展段階等に大きなバラツキがあること、ASEAN域内においても経済統合がまだ途中段階にあること等を勧案すると、アジア諸国が、共通通貨に参加し、金融政策の独立性を放棄することよりネットの便益を得られるかどうか、現時点では明確ではない。また共通通貨の方向に進んで行くことについてまだ地域内の政治的コンセンサスもない。

経済的・歴史的・文化的背景が比較的近い欧州であっても、通貨統合は長い時間をかけてようやく実現したものであり、欧州よりも複雑で多様な背景を持つアジア地域においては、長期的な可能性はともかく、今すぐに通貨統合を推進する環境は整っていないと考えられる。

他方で、欧州経済・通貨同盟を提唱した1970年のウェルナー報告から1999年のユーロ誕生まで約30年を要している。これまでのアジア経済のダイナミックな経済発展等を考えると、長期的に見てアジア各国の所得水準や経済構造は今後相当程度収斂していくと考えられる。通貨についての地域協力は、こうした長期的な展望に立った、継続的、戦略的な取り組みが必要であると考えられる。日本としても、将来的なアジア域内の通貨制度はいかにあるべきかについて、積極的に議論に参加していく必要があると考えられる。

(5) 域内政策対話の促進

① 多層的な政策対話のネットワークの構築

アジア域内において為替安定メカニズムを構築するためには、各国のマクロ経済政策等が当該為替レート水準と矛盾なく運営されるよう、アジア域内における政策対話等を促進していくことが重要である。

また、アジア域内の政策対話において、金融・企業セクター改革における枠組み構築、

実務等のノウハウをアジア域内で共有していくことも重要である。

アジア域内の政策対話については現在マニラ・フレームワークやAPECといった枠組みで行われているが、一層の促進を図るためには、EUやNAFTA加盟国間、あるいはG7の国の間でみられるように、アジア諸国の公的及び民間部門の様々なレベルで、二国間あるいは多国間の会合、会議、セミナー等を開催する等により、関係者が頻繁に接触し、あるいは連絡を取り合い、相互に信頼関係を醸成し、率直に建設的な意見を言い合える関係を構築することがまず重要と考えられる。

今回の専門部会の審議において、アジア9カ国・地域の大学・シンクタンク等の有識者に特別委員として審議に参加してもらったが、アジア各国関係者の意見を直接聞くことができたことは非常に有意義であった。アジアの参加者からも、公式または非公式な政策対話を通じて相互の信頼関係を構築していくことの重要性が強調された。

アジア域内における政策対話等を促進するためには、既存の枠組みも活用しつつ、様々な部門・レベル・形態による多層的な政策対話のネットワークを構築することが重要である。更に、オーストラリア、ニュージーランドとの政策対話等も重要であるとの指摘があった。

② ASEAN+3の枠組み

昨年11月マニラのASEAN+3（日本、中国、韓国）非公式首脳会議の「東アジアにおける協力に関する共同声明」において、「利益を共有する金融、通貨、及び財政問題に関する政策対話、調整、及び協力を強化すること」が合意された。これは、アジアにおいて政策対話等を促進していくに当たっての重要な第一歩と考えられる。

本年5月のASEAN+3蔵相会議から、日本の提案に基づき、域内各国の経済状況についてのエコノミックレビューが開始されている。また同会議において、政策対話・協議を準備するための研究協力等の重要性に鑑み、研究・研修機関のネットワークを構築することも合意されている。

③ 日中韓の枠組み

アジア域内における地域協力を進めていく

上で、日本、中国、韓国の3カ国の果たすべき役割は大きく、日中韓の枠組みによる政策対話を積極的に推進していく必要があると考えられる。

昨年8月に韓国で開催された国際金融協力に関する第一回日韓中3カ国セミナーにおいて、3カ国の研究所（日本の財政金融研究所、韓国の対外経済政策研究院、中国の世界発展研究所）の代表及び国際金融当局局長により、3研究所が国際金融協力に関する意見交換を行うため、年1回以上、3カ国セミナーを開催すること等が合意され、本年2月には日本で第2回セミナーが開催されている。こうした機会を積極的に活用し、3カ国間での政策対話を推進するべきである。

(6) 域内金融協力ネットワークの構築

① 多層的な域内金融協力ネットワーク

アジア域内の相互依存関係の高まり、通貨・金融危機のアジア域内への伝播の可能性等を勘案すると、IMFを含む既存の国際的な資金協力のメカニズムを補完する地域的な金融アレンジメントが必要と考えられる。こうした通貨当局間の地域的な協力の枠組みは、アジア域内の為替レートの相互安定にも資するものである。今回の専門部会の議論に参加した多くのアジア関係者からも地域的な補完メカニズムの必要性が指摘された。

昨年11月にマニラで開かれたASEAN+3首脳会議において、通貨・金融分野における協力について、東アジアにおける自助・支援メカニズムの強化のための政策対話や協力を強化することが合意された。

アジア域内には、新宮澤構想に基づく日本と韓国、マレーシアとの間のスワップ取極め、日本を含むアジア諸国間のドル・レポ取極め、ASEAN内部でのスワップアレンジメント等、既にいくつかの通貨当局間の協力関係が存在する。

アジア諸国の多様性等を考慮すると、通貨当局間の地域的な協力の枠組みの強化に当たっては、こうした二国間及び多国間の協力を拡充し、組み合わせることにより、多層的な域内金融協力ネットワークを構築することが有効かつ現実的と考えられる。

② チェンマイ・イニシアティブ

本年5月にチェンマイで開催された

ASEAN+3 蔵相会議においては、11月の首脳会議での合意を踏まえ、

イ. 資本フローに関する整合性のとれたタイムリーなデータ及び情報の交換を促進するため、ASEAN+3の枠組みを活用すること、

ロ. ASEANスワップアレンジメントを拡大するとともに、ASEAN、中国、日本及び韓国の間での二国間のスワップ及びレポ取極のネットワークを構築すること（チェンマイ・イニシアティブ）

等について合意された。

本合意をどのように具体化するかについては、今後、関係国間で検討されることになる。ASEANスワップアレンジメントの拡大については、ASEAN内部で作業が進められることとなる。ASEAN、中国、日本及び韓国の間でのスワップおよびレポ取極のネットワーク構築については、二国間取極の締結交渉を各国間で行っていくこととなるが、交渉が円滑に進められるよう、スタンダードアグリーメントにつき、あらかじめ参加国間で合意をしておくことも考えられる。また日本の貢献の在り方としては、通貨当局が保有している外貨や円を活用したスワップ・レポ取極を通じた貢献が考えられる。

ASEAN+3 各国の外貨準備を合計すると7000億ドルを超える（1999年末現在）。本フレームワーク参加国が、互いの外貨準備の一部を用いて金融協力を緊密化することは、この地域の通貨・金融市場の安定にとって極めて意義が深いと考えられる。また各国通貨同士のスワップ及び各国国債を活用したレポについては、アジア通貨間の直接為替市場の整備や資金決済システムの構築等と併せて実施することにより、アジア通貨間の取引拡大等につながる可能性があるものである。

本合意とIMF支援等との関係については、地域金融協力はIMFを含む既存の国際的な資金協力のメカニズムを補完するものであり、IMF支援等と整合性のとれたものであるべきと考えられる。

なお、ASEAN+3 蔵相会議は、「ASEAN事務局に対して、東アジア地域の金融安定を確保するために十分かつ時宜を得た金融支援を行うための能力を高めうる他の適切なメカ

ニズムに関する研究をリード・調整することを要請すること」についても合意している。

4. 日本が今後果たすべき役割

アジア経済は、通貨危機の伝播と回復の過程で明らかになったように、相互依存関係の深化により経済的・社会的一体性を強めている。

このアジア経済の相互依存関係の深化の過程で、日本企業の果たした役割は大きい。日本企業は、アジア域内において国境を超えた調達・生産・販売のネットワークを構築しつつあり、日本経済はこの地域に深く組み込まれている。またアジア経済との相互依存関係の深化は、高齢化・少子化が進んでいく日本社会に様々な利益をもたらすと考えられる。

こうした動きは、日本及びアジア諸国が密接不可分な経済的・社会的関係を形成しつつあることを示している。通貨危機に見舞われたアジア諸国の経済困難の克服を支援する「新宮澤構想」はこうした基本認識に基づくものであったと考えられる。

アジア経済の持続的な成長を可能とする安定的な経済・金融システムを構築する上で、日本が果たすべき役割は大きい。

(1) 日本経済の安定的成長と日本市場の開放

日本経済の安定的成長はアジア経済にとって極めて重要であり、日本が自らの経済回復に全力を挙げて取り組んで行く必要がある。特に日本の輸入拡大に対するアジア諸国の期待は大きい。

「アジア経済再生ミッション」報告（1999年11月）が指摘するように、日本は、ヒト・モノ・カネ・情報という様々なレベルで規制を緩和・撤廃し、アジア、そして世界に対して、より開かれた国に脱皮する必要がある。「日本を開く」ことなしにはアジア諸国と真のパートナーシップの構築はあり得ない。

(2) 日本企業及び金融機関の役割

① アジア域内における産業構造の高度化の連鎖の過程で、日本企業の直接投資が果たした役割は大きい。また、日本企業はアジア域内における調達・生産・販売のネットワーク構築により、各国の国内産業の育成に貢献している。更に、日本企業は、通貨危機後も、現地子会社の資金難を支援するため、国際協力銀行の投資金融の活用等に

より親会社からの融資や増資による支援を積極的に行うとともに、内需から輸出へのシフト、現地調達比率の引上げによる対応等により、アジア経済の回復に貢献している。

しかし、通貨危機後、欧米企業が既存企業の企業合併・買収による直接投資を積極的に行っているのに対し、日本企業は、日本の景気低迷等を背景に、企業合併・買収に積極的に動いていないことが指摘されている。アジア経済のファンダメンタルズの強さは通貨危機後も基本的に変わっておらず、またアジア各国は外国直接投資規制の大幅緩和等に取り組んでいること等を勘案すると、日本企業は長期的な視点にたち、アジア域内における技術移転及び産業ネットワークの構築を更に進展させることが期待される。

こうした日本企業の直接投資を促進するためにも、日本政府は受入国が投資環境整備等に取り組むよう働きかけるとともに、投資保護協定の締結等を推進する必要がある。

- ② 日本の金融機関は、不良債権問題へ対応し、経営再建を図る一環として、海外事業の見直しにより、海外拠点の撤退・縮小、海外債権の回収を図っており、アジアにおいても同様の動きが見られる。アジア通貨危機後、欧米の金融機関でもアジア向け融資残高を減らす動きが見られたが、最近において、欧米等の金融機関が、韓国、タイ等の金融機関の買収等に積極的に動いているのに対し、日本の金融機関にはそうした動きがほとんど見られないといった違いも生じている。但し、主要な金融機関は、引き続きアジア地域を海外戦略上重要な地域として位置付け、極力既存の拠点の維持を図っている。日本の金融機関が、一日も早く自らの財務体質の改善を終え、各自の中長期的な海外戦略に基づき、アジアにおける金融仲介機能の回復・向上に貢献して行くことが期待される。

また、アジア各国の金融機関の機能強化を図る上で人材育成が喫緊の課題となっており、日本の金融機関は、技術協力プログラムへの参加や民間レベルでの人材交流を

通じて、アジア各国にそのノウハウ等を移転することにより、各国金融機関の機能強化に貢献することが期待される。

(3) アジア各国の国内的取り組みへの支援

- ① アジア各国が金融・企業セクター改革、ソーシャル・セーフティ・ネット整備等の国内的取り組みを推進していく上で鍵となるのは、制度整備、人材育成である。従って、日本は、金融当局者向け等の研修やセミナーの開催及び様々な分野の専門家の派遣等による技術支援並びに人材育成に対する支援等により、各国のこうした取り組みを積極的に支援していくべきである。
- ② 自立的な産業基盤を形成するためには中小企業及び裾野産業の育成が重要であり、制度設計や中小企業向け融資のノウハウ等に係る技術支援、人材育成への支援等が引き続き必要と考えられる。
- ③ アジア各国においては、特に理工系・経営系の人材育成が喫緊の課題となっており、日本の大学の理工系・経営系の講義をインターネット等を活用しアジア各国で受講できるようにする等、アジア域内の大学等との間で多層的な教育ネットワークを構築し、日本の教育資源をアジア域内で共有することも重要と考えられる。
- ④ アジア諸国における経済・社会インフラに対する需要は引き続き大きく、また経済・社会インフラは自立的な産業基盤を確立する上でも不可欠であることから、国際協力銀行の多様な資金協力による支援が引き続き必要と考えられる。その際、民間資金と公的資金の役割分担や民業補完の原則、民間ベースのインフラ整備の動向、アジア各国の資金事情等を勘案して対応する必要がある。
- ⑤ 日本はこれまで通貨危機に陥ったアジア諸国等に対してその緊急的な資金ニーズへの支援等を実施してきたが、今後は持続的な成長を可能とする安定的な経済・金融システム構築等、危機予防に対する支援をより重視する必要があると考えられる。
- ⑥ 日本は、アジア諸国と二国間の政策対話を強化し、危機予防のために必要な経済政策等について率直な意見交換のできる関係を構築する必要がある。特にチェンマイ・

イニシアティブに基づきアジア諸国と二国間のスワップ及びレポ取極めのネットワークを構築する場合、当該国との政策対話が非常に重要となる。また二国間の政策対話は、今後ASEAN+3の枠組みの下で多国間の政策対話を行う際にも有用と考えられる。

(4) 国際的取り組みへの支援

① アジア諸国が国際的な基準やコードに即した政策運営を行ったり、金融・企業セクター改革、適切な為替制度の検討、並びにソーシャル・セーフティ・ネットの整備、ITの活用等を進めて行く上で、IMFや世界銀行・ADBの技術支援等の果たす役割は非常に重要であり、日本は引き続き国際金融機関のこうした活動を積極的に支援していくべきである。

② IMFや世界銀行・ADBのアジア地域のサーベイランスや危機における支援プログラムの策定において、アジアの実状を最も知りうる立場にある日本の意見が十分反映されるようIMFや世界銀行・ADBに働きかけていく必要がある。

(5) 地域的取り組みへの支援

① 日本は、域内貿易・投資の促進、域内貿易金融制度の整備、域内債券市場の整備、政策対話の促進、域内金融協力ネットワークの構築等、域内協力の強化について、アジア各国の意見に耳を傾けながら、積極的にイニシアチブをとる必要がある。またこうした地域的取り組みに対する技術支援、資金支援を強化する必要がある。

② 特に域内政策対話は、今後アジア域内で地域協力を推進して行く上で最も重要な鍵となるものであり、日本は、域内政策対話を促進していくために、積極的に技術支援、資金支援を実施すべきと考える。域内の研究・研修機関のネットワークの構築を支援し、共同研究・セミナー等を実施することも、域内政策対話の促進に資すると考えられる。

③ メコン川流域開発等アジア諸国の域内協力により進められているプロジェクトについて支援することが重要である。特に、本年2月に行われた日・ASEAN首脳会談において、ASEANの調和の採れた発展と経

済格差是正を通じ、地域全体の経済的繁栄と政治的安定につながるものとして、メコン川流域開発を重視していく考えである旨日本より表明している。また相対的に経済発展の進んでいるアジア諸国が実施している南々協力に対する支援を拡充する必要がある。

(6) 円の国際化の推進

円の国際化については、昨年4月の外国為替等審議会答申において、「円の国際通貨としての役割強化は、為替市場、特にアジアにおける為替市場の安定、ひいてはアジア諸国の経済の安定に資する」ことが指摘されている。

今回の専門部会の議論に参加したアジア関係者等からも、アジア諸国の通貨バスケット制において円のウェイトを高めるためには、円の資金運用・調達の実便性が向上する必要があること、円の国際化を地域協力により進めていくべきこと、円とアジア通貨間の為替市場の整備が必要であること等が指摘された。

円の国際化については、政府短期証券の市中公募入札発行の開始や税制の見直し等の具体策が1998年末に発表され、実施されてきているが、こうしたアジア諸国の要望等を踏まえ、国内金融・資本市場の改善や決済システムの整備等を促進し、円の国際化を更に推進していく必要がある。

おわりに

アジア諸国における産業高度化の連鎖の過程で、域内に密接な貿易・投資関係が重層的に発生し、アジア企業の国境を超えた調達・生産・販売のネットワーク構築が進展している。その結果、アジア経済はこれまで経験したことのない相互依存関係に到達している。また、今後東アジアにおいては他の地域に比べて高い経済成長が続くことが予想され、アジアの貿易域内依存度は今後も高まることが予想される。

今回のアジア通貨・金融危機は、アジアの多くの人々に対し大きな苦しみをもたらした。しかし、アジア危機により皆が同じ問題で苦悩し、解決策を模索したことにより、アジア域内である種の連帯感が形成されつつある。今回の危機は、アジアの域内協力を一層強化し、21世紀においてより安定し繁栄したアジ

アを築く契機になりうると思われる。

アジアにおいては、古代以来、「中心」と「外縁」、あるいは「大国」と「周辺国」という関係が基本的な図式として存在してきた。しかし、この30年間のアジアの高成長、あるいは域内相互依存関係の高まりは、域内各国が相互にネットワークにより結ばれる新しい

時代をアジアが迎えようとしていることを示している。IT革命はこうした傾向を更に強めることとなろう。我々は、21世紀において、こうした変化に対応した多層的な域内協力ネットワークをアジアにおいて構築していかなければならない。

(出所) 財務省ウェブ・ページ

11-85 円の国際化推進研究会報告書

2001（平成13）年6月27日

円の国際化推進研究会 メンバー

	浦田 秀次郎	早稲田大学教授
	太田 赳	大和銀総合研究所理事長
	奥畑 明	東京三菱投信投資顧問取締役社長
	加藤 隆俊	元大蔵省財務官
	川俣 喜昭	三和銀行市場国際部部长（平成13年5月～）
	神崎 泰雄	日興リサーチセンター相談役
	神田 秀樹	東京大学教授
座長	行天 豊雄	国際通貨研究所理事長
	小林 秀一郎	日本生命保険常務取締役（平成12年10月～）
	近藤 剛	伊藤忠商事常任顧問兼政治経済研究所所長（～平成12年11月）
	篠原 興	預金保険機構理事（～平成13年4月）
	長谷川 康司	トヨタ自動車常務取締役
	藤本 公亮	三和銀行専務取締役（平成12年10月～平成13年4月）
	村井 隆次	第一勧業銀行専務取締役（～平成12年6月）
	森中 小三郎	住友商事専務取締役
	山田 昌弘	日本生命保険常務取締役（～平成12年6月）
	吉野 直行	慶應義塾大学教授

(要旨)

I. 外国為替等審議会答申のフォローアップ

- ・円の国際化推進研究会は、1999年4月の外国為替等審議会答申のフォローアップ及び円の国際化推進に必要な施策等について調査・研究を行うため、同年9月発足、以後11回開催。
- ・外国為替等審議会答申以降、円の国際化の推進に向けた各種施策を順次実施。

II. 最近の円の国際化の進展状況

- ・円の国際化については、外国為替等審議会答申以降、一部には進展があるものの、全体としては状況は変わらず。
- ・円の国際化が進んでいない背景は、日本経済に対する信認の問題、円利用に対するニーズの低さ等。
- ・国際取引の通貨選定を決定する要因は経済合理性にあり、その結果としてドル建てでの取引が一般的となっているが、内外の経済状況の変化に伴い、ドル利用を前提とした制度・慣行を見直し、円使用の可能性を探索する機運が高まっていることは注目に値。

III. 今後の円の国際化

- ・円が国際通貨として広く受け入れられていくためには、日本経済・金融システムの再生と一

層の市場開放、円の利便性向上に向けた環境整備の推進が不可欠。

- ・国際取引の多くがドル建てで行われる背景として、企業の現場における「円の国際化」の必要性・中長期的なメリットに対する理解の欠如が指摘されており、経営方針として通貨建て選定慣行の見直し・取引の円建て化が企業の現場に浸透していくことを期待。
- ・アジア諸国の関心は、自国の持続的成長のための域内貿易・資本取引の促進。各国の為替制度、貿易・資本取引における円の役割の見直しを、地域協力の枠組みの中で議論することが適当。域内協力が進展していく中で、円利用の一層の促進に向けた構造変化がもたらされる可能性。
- ・円の国際化は、アジア地域の通貨・経済の安定を通じて世界の通貨・経済の安定に貢献し、ひいては日本経済の安定に寄与するものであり、長期的に、粘り強く取り組んでいくことが重要。

(本文)

I. 外国為替等審議会答申のフォローアップ^o

(円の国際化推進研究会発足の趣旨等)

- (1) 円の国際化推進研究会は、1999年4月に出された外国為替等審議会（当時）の「21世紀に向けた円の国際化」についての答申をフォローアップするとともに、円の国際化の一層の推進に必要な施策等について調査・研究を行うため、同年9月に大蔵省（当時）国際局の勉強会として発足した。
- (2) 上記外国為替等審議会答申は、アジア通貨危機の発生、ユーロの登場、金融ビッグバンの進展といった内外の経済・金融情勢の変化の中で、円の国際化を今後如何に進めていくかが喫緊の課題となっていることを指摘した上で、
 - (1) 日本経済の安定的成長と金融システムの再建
 - (2) 円の価値の安定
 - (3) アジア各国の為替制度における円の役割の見直し
 - (4) 円の国際化を進めるための環境整備の推進
(金融・資本市場における環境整備、決済システムの改善等)
 - (5) 円を積極的に活用していくための取り組み
(国際取引の使用通貨に関するこれまでのプラクティスの見直し)
 等の提言を行った。

(研究会の検討状況)

- (3) 本研究会は、発足以降これまで合計11回にわたって会合を開き、必要に応じゲストスピーカーを招聘し、活発な議論を重ねてきた。この間、昨年6月には「中間論点整理」を取りまとめた。また、研究会の下に、貿易・資本取引部会、通貨制度研究部会、決済システム調査ワーキングパーティを設置し、それぞれの分野毎に円の国際化に向けた検討を行うとともに、次の事項について委嘱調査を実施した。
 - (1) アジアの外国為替業務規制とアジア通貨・円の直接取引の可能性
 - (2) 通貨バスケット制実施国の実態調査
 - (3) 国内輸入関連業者に対する実地調査
- (4) 外国為替等審議会答申以降、円の国際化の推進に向けて実施された主な措置、取り組み等を同答申の提言の項目に従ってまとめれば、別紙1の通りである。
- (5) 以下、本報告においては、円の国際化の現状と今後の課題について、研究会での議論を中心に整理することとしたい。

Ⅱ. 最近の円の国際化の進展状況**1. 現状**

(1) 円の国際化の最近の状況について、いくつかの関連する統計を挙げれば以下の通りである。

(1) 日本の貿易取引における円建比率(%)

	1990年	1995年	1997年	1998年	2000年
・輸出(対世界)	37.5	36.0	35.8	36.0	36.1
・輸入(対世界)	14.5	22.7	22.6	21.8	23.5

(2) 銀行の対外資産残高における円建比率(%)

	1990年	1995年	1997年	1998年	1999年	2000年
円	10.2	11.0	9.9	10.1	9.0	8.7
(参考)米ドル	41.5	37.0	40.6	39.1	39.5	41.3
ユーロ	—	—	—	—	27.7	26.9

(3) 国際債(残高)における円建比率(%)

	1993年	1995年	1997年	1998年	1999年	2000年
円	14.0	17.3	13.7	11.7	10.5	8.6
(参考)米ドル	38.9	34.3	43.8	45.3	47.1	48.7
ユーロ	—	—	—	—	28.8	30.0

(4) サムライ債、非居住者ユーロ円債の発行額の推移(億円)

	1990年	1995年	1997年	1998年	1999年	2000年
サムライ債	5,750	9,765	7,202	2,598	10,223	28,567
非居住者ユーロ円債	49,809	108,845	178,726	123,286	139,182	167,719

(5) 各国通貨当局保有外貨に占める円の比率(%)

	1990年	1995年	1997年	1998年	1999年
円	8.0	6.8	5.3	5.3	5.1
(参考)米ドル	50.6	56.8	62.1	65.7	66.2
ユーロ	—	—	—	—	12.5

(2) 外国為替等審議会答申は、円の国際化の進展状況について、90年代に入りバブルの崩壊、それに伴う日本経済の低成長を背景に、円の役割は停滞ないし低下したと述べているが、答申提出以降の動きを見ても、上記の統計が示すように、一部には進展があるものの、全体としては状況は変わっていない。

2. 背景

(1) このように最近に至るまで円の国際化が進んでいない背景としては、まず日本経済に対する信認の問題が挙げられる。外国為替等審議会答申が指摘しているように、「円が国際通貨として広く受け入れられていくためには、まず何よりもその前提条件として、不良債権処理による金融システムの速やかな安定と景気の回復による日本経済に対する内外の信認回復と向上、そのための中長期的なマクロ経済バランスの回復が不可欠である。」

(2) また、日本経済との結びつきが深いとされるアジア地域との関係を見ても、アジア経済全体に占める日本の比重は、時系列でも、他の先進国と比較しても、必ずしも際立っているわけではないことに留意する必要がある。(以下、本報告においては「アジア」とは原則としてタイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、韓国、香港、中国の9カ国(地域)を念頭におく。)

- (1) アジア地域の貿易に占める日本のシェアの推移 (%) …アジア諸国の経済発展に伴い、域内の貿易取引が拡大、日本のシェアは横ばいないし低下傾向。

	1980年	1985年	1990年	1995年	1997年	1998年	1999年
・輸出	21	17	15	13	12	10	11
・輸入	23	26	22	22	19	18	19

- (2) アジア地域にとっての日本、米国、EUのシェア (%)

	日本			米国			EU		
	1990年	1995年	1999年	1990年	1995年	1999年	1990年	1995年	1999年
・貿易	18.1	17.6	15.1	19.1	18.0	15.6	12.4	13.2	13.9
・対内直接投資 (新規)	27.5	16.5	9.0	10.8	12.2	19.0	10.8	12.7	16.0
・与信残高	59.6	49.2	28.4	5.6	5.7	6.7	30.9	41.0	59.3

(注) 与信残高については、1999年ではなく2000年9月末の数字を使用

(参考) アジア地域における域内取引のシェア (%)

	1990年	1995年	1999年
・貿易	28.9	38.3	36.7
・対内直接投資 (新規)	36.6	37.1	39.4

(注) 1999年については、中国、韓国、ASEAN 4 の合計、1990年、1995年は香港を除く。

- (3) さらに円の国際化が進んでいない背景としては、貿易・資本取引等の国際取引の通貨選定に係る制度・慣行上の問題から、円の利用に対するニーズが依然として低いということが指摘されている。以下、この点に関して、今後の展望も含め次節において検討する。

3. 国際取引の通貨選定に係る制度・慣行上の問題の検討—新たな展開の可能性—

(1) 「経済合理性」に基づく通貨の選定

- ① 実際の取引においてどのような通貨を選定するかを決定する要因は経済合理性にあり、ドル利用を前提とした制度・慣行が確立している以上、各個別経済主体はそれに合わせた経済合理的な経済活動を選択することとなる。実際、「円建て取引に切り替えると、結果的にコスト・アップになる」ことを円建てにできない理由としてあげている民間業者も多い。具体的には、為替リスクの本社への集中、マリー（外貨建て債権・債務の持高を均衡させ、為替ポジションを中立化させること）による為替コストの削減、あるいは、市場で一定のシェアを維持するための価格戦略（ドル建て取引とすることにより現地通貨建て価格を安定させ、一定のシェアを維持することにより、期待利潤の最大化を図る）等が外貨（ドル）建て取引が行われている理由としてあげられる。

- ② しかしながら、通貨危機以降、アジアの多くの国は事実上のドル・ペッグからより柔軟な為替制度に移行している。また、日本においても金融・資本市場の整備等円の利便性の向上のための環境整備が進められているほか、日本企業の経営戦略もグローバル化が進む中で利益、コスト、リスクをより重視する方向に変化している。このように内外の経済状況が大きく変わろうとしている時期においては、従来の制度・慣行を見直し、「経済合理性」について新たな角度から検討することが適当である。この点で、近時民間企業の中でドルを当然のように使っていたこれまでの慣行を見直し、円使用の可能性を探求する機運が高まっていることは注目に値する。すなわち、

- 1) アジア通貨のドル・ペッグが外れたことで、現地企業サイドで為替リスク回避のためにドル建て取引に固執する必要が少なくなったことから、自動車部品などの東南アジア向け輸出が、ドル建てから円建てに切り替えられる動きが見られること、
- 2) 契約から決済までの為替リスクの軽減や、決算の安定を重視する企業においては、現法

の決算及び現法との取引の円建て化の可能性が検討される等本社が為替リスクを負う財務戦略を見直すべきだとの議論が出ていること、

- 3) グローバル化の進展とともに内外の競争が激しくなり、日本企業において、利益、コスト、リスクを重視した経営戦略が一層浸透しつつある中で、建値通貨に伴うコストとリスクを再評価し、これまでの通貨建てについて見直す必要性が高まっていること、
- 4) 製品輸入比率は上昇しており、また開発輸入が増加していけば、今後、円建て輸入の比率が拡大するとともに、円建ての開発関連ファイナンスが増えることも期待され、円建てのキャッシュフローの増加を通じて円の国際化を推進させる余地が大きいと考えられること、

等が指摘されている。

- ③ 我が国の輸入に外貨建てのものが多く背景として、一般に輸出者が利益の安定を重視し、自らのコストのベースとなる通貨での契約を望むことが指摘されている。逆にいえば、輸出者が多少の利益の変動は覚悟しても、日本市場でのシェアを拡大するために円建てでみた競争力を重視すれば、契約通貨として円を使用することに積極的になることが期待される。現に、欧州系多国籍企業の日本現地法人向け輸出に多く見られる円建て取引の中には、日本市場の開拓のために戦略的に行わせているものもある。この観点からは、日本の市場が外国企業や外国製品にとってより開かれた市場となり、同時に日本の消費が勢いを取り戻して市場としての重要性を増すことが必要と考えられる。

(2) 円とアジア通貨の直接為替市場の不存在

外国為替等審議会答申では、アジアとの貿易（特に輸入）において円建て比率が高くない理由の一つとして円とアジア通貨間の為替市場が成熟しておらず円の使い勝手が悪いことを指摘している。現在、円とアジア通貨の為替相場は、裁定されたクロスレート、すなわち、対米ドル為替相場に基づいた計算によって導かれている。ドルを媒介とする取引にはコスト高や資金決済リスクといった問題点があるにもかかわらず、直接取引市場が成立しない背景としては、円建て取引量、円との為替取引量が多くないこと、通貨の非国際化策をとっている国があること、等があげられる。いずれにせよ、直接取引市場が成立するためには当該通貨間の取引量が多いことが必要であり、円とアジア通貨との為替取引量が多くない現状では、円とアジア通貨の直接市場がビジネスとして成立する素地は大きくないものと思われる。先ず円建て取引量の増加に向けた努力を踏まえつつ、直接取引開始の方策を探ることが必要である。

(3) アジア諸国の為替制度

- ① アジア地域では、国際取引におけるドル建て比率が高いことから本国通貨の対ドル・レートの安定が重視され、通貨危機以前は、事実上ドルとリンクした為替制度が多く国でとられていた。このため、円の対アジア通貨レートは不安定となり、取引において円が使用されない理由の一つとなっていた。
- ② この点については、米国のみならず日本とも密接な経済関係にあるアジア諸国がドルペッグ制を採用することは適当ではない等の通貨危機の教訓を踏まえ、通貨危機以降、アジアの多くの国はドルペッグ制を離脱し一般的にはより柔軟な為替制度に向けて移行してきている。今後、アジア諸国としては、域内経済がますます緊密化する中で、域内通貨の相互安定を図るための新たな為替安定メカニズムを検討することが必要となっている。（なお、アジア諸国がとりうる新たな為替制度の選択肢の一つとして通貨バスケット制が考えられるが、これについての「通貨制度研究部会」の報告の要旨等については、〔参考〕（本書では省略。）にその概要をまとめている。）

(4) 国債の市場流動性の問題

- ① 通貨の国際化を考える上で市場流動性が高い資本市場（我が国の場合、特に国債市場）を備えているかどうかは、重要な要件となるが、我が国の国債市場を市場流動性の観点からみた場合、1) 他の先進国と比べ、ビッド・アスク・スプレッドが10年物国債以外は幅が広い

こと、2) 保有形態として本券、登録、振込が混在すること、3) 非居住者保有の割合が低いこと、等の特徴があると指摘されている。

- ② 市場流動性については、かねてよりこれを高めるための検討が行われてきており、外国為替等審議会答申以降もFBの市中公募の実施、5年利付国債の導入、リオープン方式の導入、国債に係る税制の見直しのほか、日銀ネットの即時グロス決済化等決済システムの改善に向けた施策が順次実施されてきているところである。

(注) 国債に係る税制の見直しに関しては、平成13年度税制改正において、現行の国債利子の非居住者非課税制度を拡充し、グローバル・カスティアン等を通じて非居住者等が保有する国債の利子についても、一定の条件の下に非課税の対象とされることとなった(平成13年4月1日より施行)。これにより、非居住者等の国債保有が促進され、円の国際化の推進に寄与するものと期待される。

(5) 慣性の存在

国際取引における使用通貨には一種の慣性(イナーシャ)が働くことについては、既に外国為替等審議会答申で指摘されている。すなわち、取引コストが低く利便性の高い国際通貨を皆が使うことによってさらに取引コストが低下し、利便性が高くなる。ドルの利用を前提とした制度・慣行が確立している現状の下では、ドルの優位性は所与のものとなる。こうした国際通貨の慣性は、円の国際化に対しては逆の効果を(円を使わないから取引コストが高くなり、そのため更に円を使わなくなる)をもたらす、国際通貨体制の安定化、アジア諸国の経済安定への貢献等のメリットがあると考えられるにもかかわらず、円の国際化が進まないこととなる。このような慣性の存在を前提とすれば、米ドルから円に取引通貨を変更するためには、以上述べたように資金運用・調達の利便性の向上に向けた金融・資本市場の環境整備等を一層推進するとともに、官民の関係者がこれまでの制度・慣行を不断に見直し円の利用について新たな角度から検討する等、長期的で粘り強い取組みが必要となる。

[参考] 通貨バスケット制についての議論の概要

- (1) 十分広いバンド幅を持たせること等により伸縮性を保ちつつ、為替レートを貿易等のウェイトを勘案したドル、円、ユーロ等の通貨バスケットにリンクさせる為替制度は、アジア諸国にとってとりうるひとつの選択肢である。通貨バスケット制の下でアジア通貨が円との連動性を強めることは、アジア通貨の対円レートを相対的に安定させ、円の役割の向上につながるものと考えられる。

(注) 「通貨バスケット制」の具体的な内容については、各国が自国通貨の為替相場をドル、ユーロ、円等の通貨バスケットにリンクさせるものから、域内のいくつかの国が協調してバスケット制を採用するものまで様々なものが考えられる。ここでは、長期的課題としては後者も視野に入れつつ、当面の問題としては前者を念頭に置くこととする。

- (2) この通貨バスケット制は、政策目標がGDP、経常収支の安定等におかれる場合、一定の条件の下で、アジア諸国にとっては単一の通貨にペッグさせる制度や完全フロート制よりも相対的に望ましい為替制度であるとの議論があるが、一方、
- (a) 実際に通貨当局が設定している為替相場政策の目標は、GDP、経常収支等の安定ではなく、為替相場そのものの安定化(ないしは、為替相場の安定を通じた貿易や対内直接投資の促進)であるかもしれないこと、
- (b) たとえ各国の通貨当局が最適な為替制度である通貨バスケット制に移行したいと意図していても、貿易上競争関係にある近隣諸国がドルペッグ制を維持するのではないかと懸念する場合には通貨バスケット制を選択しない可能性があること、
- (c) 通貨バスケット制は、単一の通貨ペッグ制と比較してより複雑であり、現実的に運営が困難ではないかと考えられること、
- 等の問題点が指摘されている。

(a)の点については、通貨危機の経験に照らせば、アジア諸国にとって対米ドルとの為替相場のみの安定は、グローバル化する経済の中で中長期的に適切な目標とはなり得なかったところであり、

- (b)については、国際的な政策協調、地域における通貨・金融協力が必要となる。(c)の問題点については、実際に通貨バスケット制を採用している国の通貨当局からは、バスケット制の実際の運営は複雑ではないとの見解が示されている。
- (3) いずれにせよ、今後アジア域内において安定的な為替メカニズムを構築していくためには、各国が為替制度と一貫性をもった適切なマクロ経済政策、構造政策を推進していくよう努力するとともに、域内の通貨・金融協力を一層強化することが必要となる。

Ⅲ. 今後の円の国際化

1. 今後の課題

(1) 日本経済・金融システムの再生と一層の市場開放

- ① 外国為替等審議会答申は、「日本はその経済力により世界にプレゼンスを示してきており、経済の再生と健全な経済運営は円の国際化にとり必須の条件である」としており、円が国際通貨として広く受け入れられていくためには、まず何よりもその前提条件として、不良債権の処理、競争的経済システムの構築、財政構造の改革等の経済・財政の構造改革の断行により日本の経済・金融システムを再生させ、内外の信任の回復及び向上を図ることが不可欠である。
- ② 円の国際化が進展するためには、貿易・資本取引における円利用のニーズを増大させることが重要である。このためには、構造改革・規制緩和等を一層推進することにより、内需の拡大を図り円建て輸入を増やすこと、対内直接投資の活性化を図ることが重要となる。特に、アジアとの関係では、外国為替等審議会答申が指摘しているとおり、貿易・資本取引等における実体経済面でのアジアとの結び付きを拡充することによりアジアに円が供給され、国際的な取引において円が流通する基盤を作っていくことが重要である。現在、日本とシンガポールとの間で、昨年10月の両国首脳共同発表を受けて、日・シンガポール経済連携協定の締結に向けた交渉が精力的に行われているほか、日本と韓国との間でも自由貿易協定に関する検討が両国財界人で構成される「日韓FTAビジネス・フォーラム」において進められている。今後とも、こうした地域貿易協定の締結等を通じて、アジア諸国との結び付きを強化していくために、アジア各国の意見に積極的に耳を傾けていく必要がある。

(2) 円の利便性向上に向けた環境整備の推進

- ① 円の資金調達・運用の利便性の向上については、既に述べたとおり、各種施策が順次実施されてきているが、金融・資本市場、決済システムについては、引き続きその着実な整備を図っていくことが重要である。
- 1) 特に非居住者による円資金運用において中心的役割を担っている国債市場の整備については、外国為替等審議会答申で提言されているストリップス債の導入、保有形態の簡素化、非居住者のレポ取引に係る源泉徴収制度見直し等に向けた積極的な取組みが求められる。
 - 2) また、日本の証券決済システムについては、証券の種類毎に別個の証券決済機関が存在し、各々異なるルール・手続で決済が行われていること、ペーパーレス化が遅れていること等効率性・安全性の点で問題が指摘されている。CP、社債、国債等についての統一的な証券決済法制の整備、それを踏まえた振替決済システムの創設等についても検討を進め早期に実現を図る必要がある。
- ② 貿易・資本取引において、円利用を促進するためには、円とアジア通貨の直接取引を行う為替市場の創設が求められるが、現在のアジア通貨対円の為替取引量を前提とすれば、その創設は容易なことではない。まず、アジア諸国との円建て取引の量を増やす努力を継続し、その成果を踏まえつつ、直接取引開始の方策を探ることが必要となろう。具体的には、円建て取引量の増加、円建て取引に係るインフラ整備に向けた努力の継続に加え、アジア地域で外為取引を活発に展開している銀行が、マーケットメーカーとしてアジア通貨対円の為替相場を提供することが可能となるための方策を検討していくことが求められる。また、為替取

引の量的拡大を制約する要因となっている為替取引の実需原則や自国通貨の非国際化策を採用しているアジア諸国において、これらの取引規制が順次緩和されることも期待される。

- ③ 国際債券市場における円建て債のシェアを拡大するためには、もとより円に対する信認の回復、円資金利用ニーズの増大が必要であるが、さらに、サムライ債については、我が国における金利が低いこと等を反映して近時、発行額が増加しているものの、かねてより関係書類の日本語による作成等の発行手続上の問題が指摘されている。これは、法制度、投資家保護等に係る問題であり早急な解決は困難であると思われるが、経済が一層グローバル化する中で円の国際化を進めるうえで前向きに取り組んでいくことが望まれる。
- ④ また、外国中央銀行が公的準備として円を保有した際の利便性を高めるため、日本銀行は、余剰資金の政府短期証券（FB）への自動運用や、外国中央銀行から保護預りしている本邦国債の円滑な流動化手段の提供等のサービス拡充を図ってきたところであり、今後、こうした施策を通して外国中央銀行の円保有のインセンティブが一層高まることが期待される。

(3) 貿易・資本取引における通貨建て選定慣行の見直し

内外の経済状況が大きく変化している今日、国際取引についての通貨建て選定の慣行を見直していくことが必要である。特に、輸入については、製品輸入、開発輸入等の増加とともに、今後円建ての比率が拡大する余地が大きいと考えられるが、一方、企業の現場においては「円の国際化」の必要性やそれがもたらす中長期的なメリットに対する理解が必ずしも広がっておらず、現場での判断は、デファクト・スタンダードとしてのドル建て化に向かう傾向があるとの指摘がなされている。したがって、今後、円の国際化を一層推進するためには、内外の環境変化を踏まえ、通貨建て選定慣行を見直すこと、さらには取引の円建て化を進めることが経営方針として企業の現場へ浸透していくようになることが期待される。

2. アジア諸国との関係

- (1) 外国為替審議会答申は、「日本との関係が極めて深いアジアにおいて国際通貨として円の使用の一層の広がりを図ることが現実的である」としており、アジア地域で円の国際化を進めることは当面の重要な課題である。その際、留意すべきことは、アジア諸国にとって関心があるのは、円の国際化そのものではなく、ますます世界経済がグローバル化する中で各国が持続的な経済成長を実現するために、日本や他のアジア諸国との貿易・資本取引を如何に促進していくかということである。従って日本がアジア諸国とまず議論すべきは、この目的を達成するために域内においてどのような通貨・金融上の協力を推進していくことが必要か、あるいは可能かということである。アジア各国の為替制度、貿易・資本取引における円の役割の見直しも、このような地域協力の枠組みの中で議論されていくことが適当であると考えられる。
- (2) 一方、各国経済の相互関係が非常に強くなっているアジア地域においては、通貨・金融危機後の経済困難を克服する過程で、持続的な成長を支える安定的な経済・金融システムを構築するためには地域的な取組みが必要であることについて、共通の認識が醸成されてきている。1999年11月に開催されたASEAN+3（日中韓）の非公式首脳会議では、通貨・金融分野の協力につきASEAN+3の枠組みを通じた東アジアにおける自助・支援メカニズムを強化することが合意された。WTO加盟を間近に控え、一層アジア経済における比重を増している中国を含めたASEAN+3の枠組みでの合意は、アジアにおいて地域協力を強化していく上で極めて重要な第一歩であると考えられる。その具体策として2000年5月のASEAN+3歳相会議で合意されたチェンマイ・イニシアティブに基づく二国間スワップ取極については、先般（2001年5月）開催されたASEAN+3財務大臣会議において日本とタイ、韓国、マレーシアとの間で実質的合意に達したことが報告されるなど具体的な進展が見られたところである（チェンマイ・イニシアティブの進捗状況については別紙2を参照）。こうした域内の通貨・金融協力の枠組みは、通貨・金融危機に対する予防メカニズムとして機能するとともに、アジア各国の経済情勢についての緊密な意見交換や相互理解を促進させるものとし

て期待されている。

- (3) アジア各国の経済的、歴史的、文化的、社会的な相違の大きさを勘案すれば、地域協力は、長期的視野に立って、各国間の対話と相互理解を深めつつ、一步一步着実に実績を積み重ねていくことが重要である。日本としても、域内の通貨・金融協力の強化に向けて引き続き積極的に取り組んでいくことが必要であり、域内の協力が進展して行く中で、アジア域内において円利用の一層の促進に向けた構造の変化がもたらされる可能性が出てくるものと考えられる。

3. おわりに

1990年代に入り最近に至るまで円の国際化の進展は限られたものとなっている。しかしながら、円の国際化、円の役割の向上は、外国為替等審議会答申が指摘するように、アジア地域の通貨・経済の安定を通じて世界の通貨・経済の安定に寄与し、ひいては日本経済の安定に寄与するものである。円の国際化については、日本経済・金融システムの再生と一層の市場開放を進める中で、今後とも引き続き円の資金調達・運用の利便性の向上に向けた施策を講じつつ、関係者が国際取引の通貨選定に関する慣行を不断に見直し円利用について新たな角度から検討するとともに、アジア域内の通貨・金融協力を着実に推進していく中で、長期的に、粘り強く取り組んでいくことが重要である。

(別紙1)

答申後の円の国際化推進に向けた取組み

外国為替審議会答申の提言	現状と今後の課題
1. 円の価値の安定	・マクロ政策協調 ・為替安定のための協調
2. アジア各国の為替制度における円の役割の見直し (1) アジアにおけるドル・円・ユーロ等を構成要素とする通貨バスケットの導入も一つの選択肢 (2) 将来的なアジア域内の通貨制度検討への積極的参加	ASEM財務大臣会議（2001年1月13-14日）において「新興市場経済における為替相場制度（日仏スタッフ共同作成ディスカッション・ペーパー）」を発表
3. 環境整備	
(1) 金融・資本市場における環境整備	
1) クロスボーダー取引の自由化	改正外為法により、1998年4月より施行（実施済）
2) FBの市中公募	1999年4月より、FBの市中公募入札発行を開始（実施済）
3) 国債に係る税制の見直し	・TB・FBの償還差益に係る源泉徴収を、1999年4月1日以後に発行される特定のTB・FBにつき、免除し、かつ、外国法人非課税を実施（実施済） ・非居住者・外国法人が受け取る1999年9月1日以後に計算期間が開始する一括登録国債の利子につき、非課税措置を実施（実施済） ・平成13年度（2000年度）税制改正において、非居住者・外国法人の保有する一括登録国債の利子非課税制度を拡充（実施済）
4) 売買形態での取引を推進していくためのレポ市場の環境整備	2001年4月に売買形態のレポ取引を導入（実施済）
5) 5年利付国債の導入	2000年2月に導入（実施済）
6) ストリップス債の導入	導入に必要な決済システムの整備、税制上の取扱い等について検討中 国債のリオープン方式を導入（2001年3月）
(2) 決済システムの改善	
1) 日銀ネットの2001年1月からの即時グロス決済化・稼働時間の延長の確実な実現	日銀は、即時グロス決済化及び稼働時間の延長（17時→19時）を2001年1月4日より実施（実施済）
2) DVPの実現等を目指した、CP等の決済システムの整備	・「CPのペーパーレス化に関する研究会」（1999年4月から法務省と大蔵省の共同で開催）において報告書を取りまとめ（2000年3月） ・CPのペーパーレス化を目的とした「短期社債等の振替に関する法律」が成立（2001年6月20日）
3) 証券決済全般につき、より包括的な集中決済の仕組みの整備の中長期的な検討	・証券受渡・決済制度改革懇談会（日証協主宰）「証券受渡・決済制度改革に関する中間報告書」（2000年3月） ・金融審議会第一部会において、「21世紀に向けた証券決済システム改革について」を取りまとめ（2000年6月） ・日本証券業協会は、2000年8月に「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」を、同年9月に「債券のフェイルの解消に関する規則」を取りまとめ
4. 円の積極的活用のための取組み	
(1) 貿易取引	
(2) 資本取引	
1) 円建てでの資金供給の活用による本邦金融機関の金融仲介機能の回復・向上	
2) 国際協力銀行（JBIC）のソプリン債保証業務を活用したアジア諸国政府等の円建て債発行	フィリピンの政府機関（フィリピン国営石油会社エネルギー開発公社：PNOC-EDC）が発行したサムライ私募債（2億ドル相当円）に対して、JBICが保証供与（2000年6月）
3) 新宮澤構想等に基づく円資金の供給	中長期資金支援150億ドルのうち、ほぼ全額円建て

(別紙2)

チェンマイ・イニシアティブ (CMI) の進捗状況

1. 経緯

さきのアジア通貨危機のような事態を防止するため、アジア域内 (ASEAN+日中韓) における金融協力の必要性についてこれまで議論が行われてきたところ。

- 1999年11月 ASEAN+3 首脳会議 (マニラ)
「東アジアにおける自助・支援メカニズムの強化」の必要性について合意。
- 2000年5月 ASEAN+3 歳相会議 (タイ・チェンマイ)
「チェンマイ・イニシアティブ」として、二国間のスワップ取極のネットワーク構築について合意。
- 2000年11月 ASEAN+3 首脳会議 (シンガポール)
二国間スワップ取極の基本的原則についての合意等、「チェンマイ・イニシアティブ」の進展の報告。

以後、ASEAN+3 各国の間で二国間スワップ取極の締結作業が進められているところ。

2. スワップ取極の基本的仕組み

1997年のアジア通貨危機のような事態を予防し、また、そうした事態に迅速に対応し得るよう、ASEAN各国及び日中韓の間で、短期流動性供給を行うための二国間スワップ取極のネットワークを形成していく。その概要は次のとおり。

- ・スワップ取極は、IMFの支援を含む既存の国際的な資金支援制度を補完するもの。
- ・基本的にはIMF融資とリンク。上限枠の10%まではIMF融資なしで発動可能。
- ・それぞれの取極における引出上限額は、二国間交渉によって決定。
- ・スワップ供与国間の協議に基づき、各供与国が協調して資金支援を実施。その際、コーディネート国が協議プロセスを調整。

3. スワップ取極に関する日本の交渉状況

(1) 韓国

現存する新宮澤構想の下でのスワップ取極 (50億ドル) に加え、ドル・ウォンスワップ取極 (20億ドル) を締結することで実質的に合意。

(2) マレーシア

現存する新宮澤構想の下でのスワップ取極 (25億ドル) に加え、ドル・リングのスワップ取極 (10億ドル) を締結することで実質的に合意。

(3) タイ

30億ドルのドル・バーツのスワップ取極を締結することで実質的に合意。

(4) 中国

円・人民元のスワップ取極につき両国間で交渉中。

(5) フィリピン

ドル・ペソのスワップ取極につき両国間で交渉中。

4. ASEAN+3 財務大臣会議 (ホノルル) の結果概要

上記の進捗状況について、5月9日にホノルルで開催されたASEAN+3 財務大臣会議において、村上財務副大臣より報告。

また、韓国は、日本、中国及びタイと、中国は、日本及び韓国と、それぞれスワップ取極につき交渉中であり、その旨両国より報告があったところ。

会議後に発表された大臣共同声明においては、引き続き二国間スワップ取極の締結作業を行っていくことが確認された。

(出所) 財務省ウェブ・ページ