

日本における国際金融市場の再生 -国際金融面からの提言-

「日本企業の成長と内外の資金フローに関する研究会」第4回会合
2025年1月22日

学習院大学/財務総合政策研究所特別研究官 清水 順子

本報告の目的

- 2000年に入り、国際金融市場としての東京市場のステイタスが継続的に低下している。この問題について、以下のような論点から議論を行い、何らかの政策提言を目指す。
 - 国際金融市場の定義とは？
 - 様々なデータから見る世界の金融市場動向
 - 対内直接投資の現状
- 特に、2000年代以降なぜシンガポールや香港と大きな差がついてしまったかを精査し、その問題点を探る
- 現在、政府や東京都などを中心に、国際金融投資としての東京市場活性化のために様々な取り組みが行われている。
 - ドル基軸の行方と日本企業の通貨選択の現状
 - アジア新興国における自国通貨建て取引促進政策やデジタル決済の進展

目

次



“金融センター”の定義と歴史

様々なデータから見る世界と東京市場

東京・香港・シンガポールの徹底比較

日本の対内直接投資動向

国際金融市場の再生に影響を与えるその他の要因

まとめ

1. “金融センター”の定義と歴史

金融センターの歴史的経緯

- Kindleberger (1974)によれば、金融センターの成立には、**銀行業務**の発展と首都（大都市）機能の2つに依存
 - 1970年代までは金融センターは国内金融仲介を主に提供しているロンドン、NY、パリなど数少ない大都市に集中
 - その国（都市）の経済基盤に依存
- その後、先進国から新興国への資本流入が増加するとともに新興国も含めた非居住者向けの**クロスボーダーの金融取引**を専門とする金融センターが世界の金融システムを席卷
 - 近年の国際金融市場の規模を示すインデックスからも先進国の金融市場と新興国の金融市場の差が小さくなっていることを確認
 - 資金の出し手と最終受け取り手の取引ではなく、それを仲介する**金融仲介取引の役割**が増大
 - 銀行から**ノンバンク**へ

ロンドン市場と金融ビッグバン

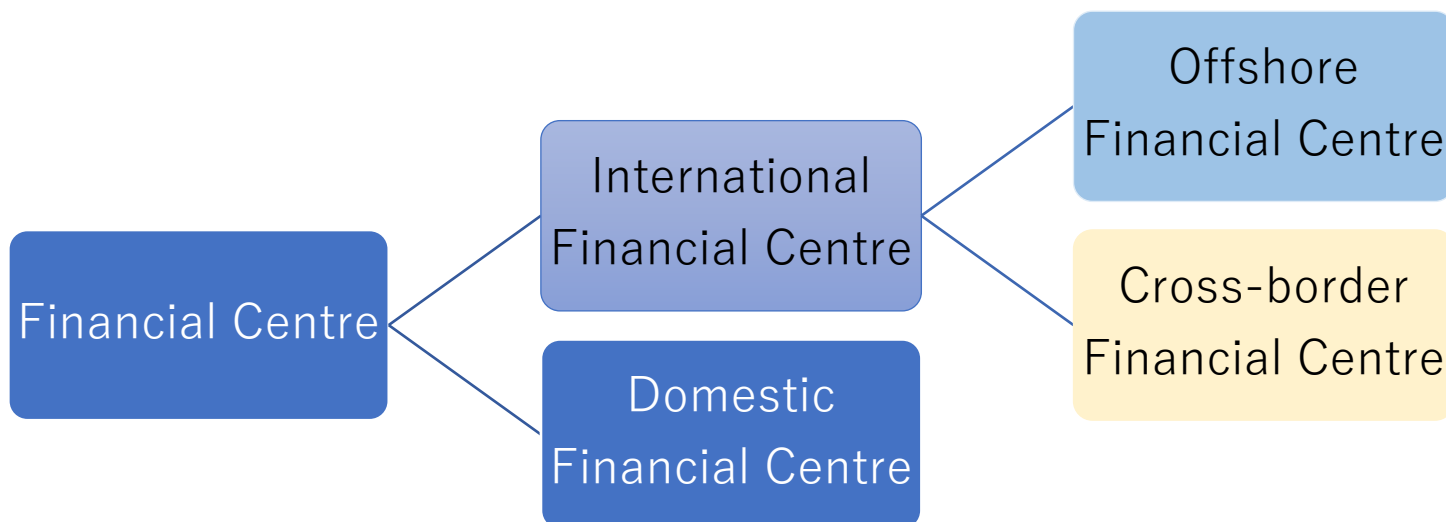
- ロンドンが世界の金融市場の中心となったのは、1986年ビッグバンとその後の**金融制度改革とインフラの整備**が大きく影響している（経済企画庁年次世界経済報告,1997）
 - 人口の高齢化進展に伴い、英政府は、年金基金に対する税制上の優遇措置を講じたため、年金基金や生命保険という機関投資家の比率が高まった
 - ロンドン証券取引所ではマーケット・メーカー制度を導入し、当時不足していた取引の流動性を高め、機関投資家を中心とする大口注文を対応可能にした
 - 外国株式取引のインフラとしてSEAQインターナショナルを導入し(1985年6月)、取引所における外国株式の売買高は急拡大
 - 英証券市場が米国のADR (American Depositary Receipt：米国預託証券)市場において売買可能となり、取引コストが低い米国市場での取引高が増加
 - 1986年3月の出資比率規制の完全撤廃で、外部からロンドン証券取引所会員業者への資本参加が可能となり、海外金融機関も参入し、優秀な人材を確保
 - 英における金融セクターの規模・収益・人口は拡大し、**金融サービス収支黒字**が貿易収支赤字を上回るようになった

金融センターの類型

Offshore市場という言葉が登場したのは1974年のBISの年次報告書から。当時は“eurocurrency” or international banking activityを取り扱う市場であったが、その後は無税や緩い金融規制などの特徴を持つ市場になった



It defines offshore centres as “countries with **banking sectors** dealing with non-residents and/or in foreign currency on a scale out of proportion relative to the size of the host economy” (BIS (1995))



< Cross-border Financial Centreとは >

金融セクターの特徴

- ✓ Zoromé(2007): 非居住者に銀行サービス以外の様々な金融サービスを提供しており、そのサービスの規模が自国経済規模よりも大きい (22)
- ✓ Fichtner (2015): フローよりもストック重視で海外直接投資・証券投資残高の多さを重視 (16)
- ✓ Lane and Milesi-Ferretti (2018) : 資本・負債両サイドのグロスの対外投資残高を重視 (27)

ネットワークの特徴

- ✓ Von Peter (2007) : 国レベルでの国際銀行業務を行うグローバルなハブ機能を重視
- ✓ Xu and Corbett (2020) : グローバルな銀行ネットワークを重視
- ✓ GarciaBernardo, Fichtner, Takes and Heemskerk (2017) : 企業レベルでの資本関係を重視

ビジネスの特徴から見る国際金融センター

- 金融センターの中には、特定の金融サービス業務（banking, insurance, fund management or corporate support services）に特化している場合もあれば、すべての金融サービスを提供するところもある
 - ビジネスの特徴は、Z/Yen and China Development Instituteが提供する金融センターのランキングを判定する要素にもなっている。
 - その他にも、IMF（2000）では税制の優遇やタックスヘイブンや規制緩和、透明性なども金融市場の要素であることを指摘

Business characteristics to distinguish among financial centres Table 1

Range of business	Specialised (niche) services					Full range of services
Type of business	Banking business	Non-bank business				
		Insurance	Fund management	Corporate support, eg accounting, tax	Business registry	

資料：Cross-border financial centres, Pogliani and Wooldridge(2020)より抜粋

2. 様々なデータでみる世界の金融 市場動向と東京市場

世界の金融市場を比較するデータ

- BIS関連

- BIS外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ (Triennial Central Bank Survey) : 本調査は世界の外国為替市場及び店頭金利デリバティブ市場の規模や構造に関する最も包括的な調査で、3年一度、調査年の4月に実施
 - Foreign exchange turnover
 - OTC interest rate derivatives turnover
- BIS国際資金取引統計 (BIS International Locational Banking Statistics) およびBIS国際与信統計 (BIS International Consolidated Banking: Statistics) : 国際的に活動する銀行を通じた資金移動や与信動向を把握するため、国際決済銀行 (Bank for International Settlements: BIS) と各国中央銀行が作成する統計、四半期ベースで実施

- 国際金融センター指標GFCI(Global Financial Center Index)

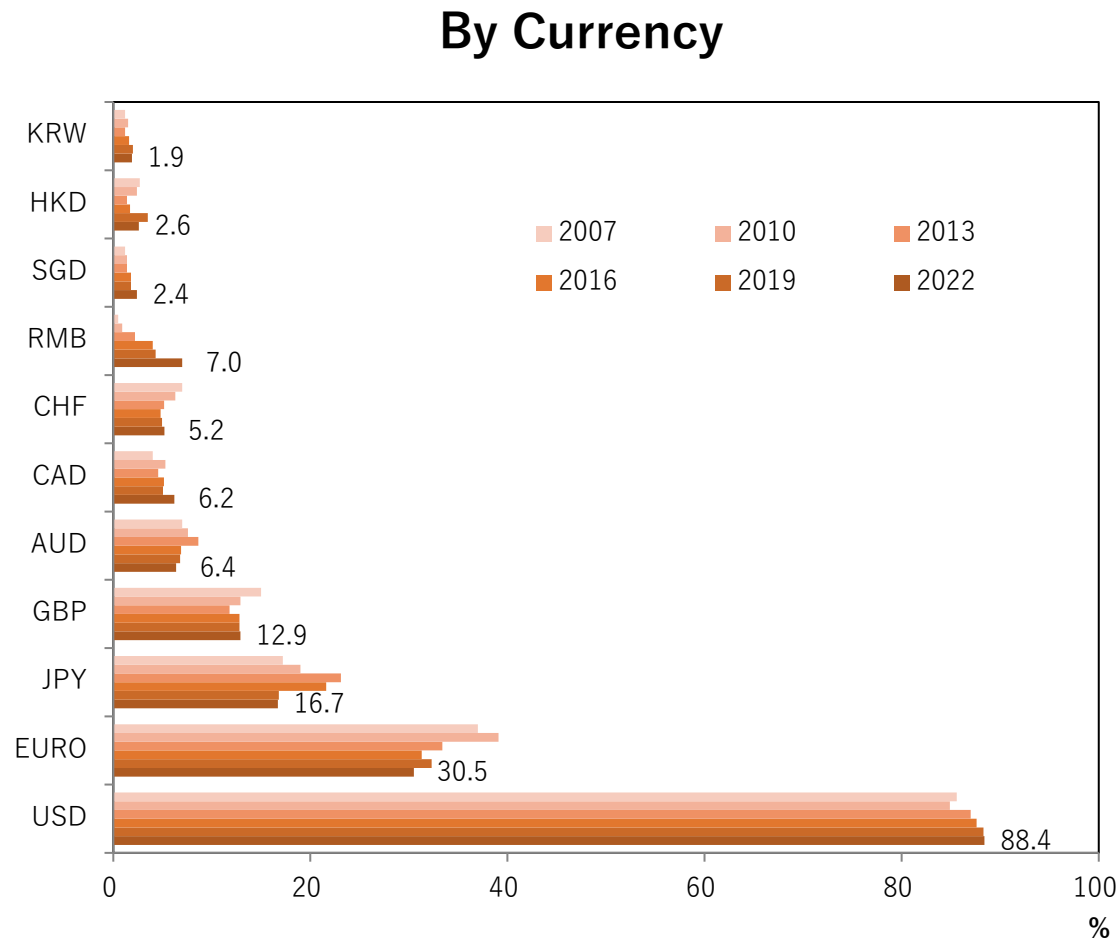
- 深センの中国開発研究所 (CDI) とロンドンのZ/Yenパートナーによって2007年より開始され、毎年3月と9月に公表される金融センターの競争力を測る指数
- アンケート (n=11,934) による評価と、統計モデルによる評価 (各金融センターに関する定量的指標を基に、機械学習アルゴリズムを用いて、金融センターの評価と定量的指標の相関を調べ、予測評価するもの) を組み合わせ評価されたもの。

- その他

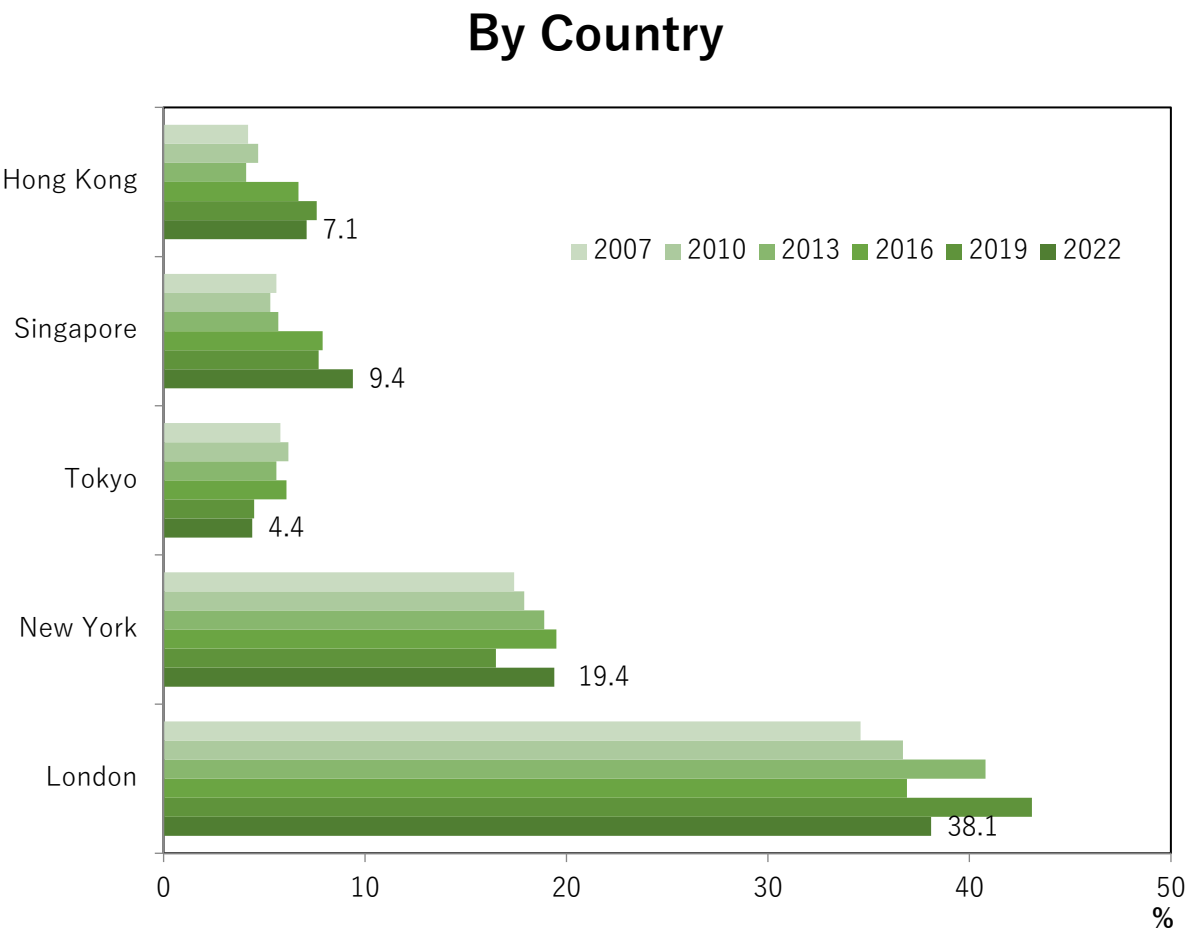
- IMF Financial Development Index
- Banking Centerに焦点を当てたランキング

為替市場の主要通貨・主要市場のシェア (BIS)

Foreign exchange market turnover by currency (%) Foreign exchange market turnover by country (%)



Source: BIS Triennial Central Bank Survey, Net-net basis, daily average in April.
Note: Asia* includes Asian currencies except for the Japanese yen



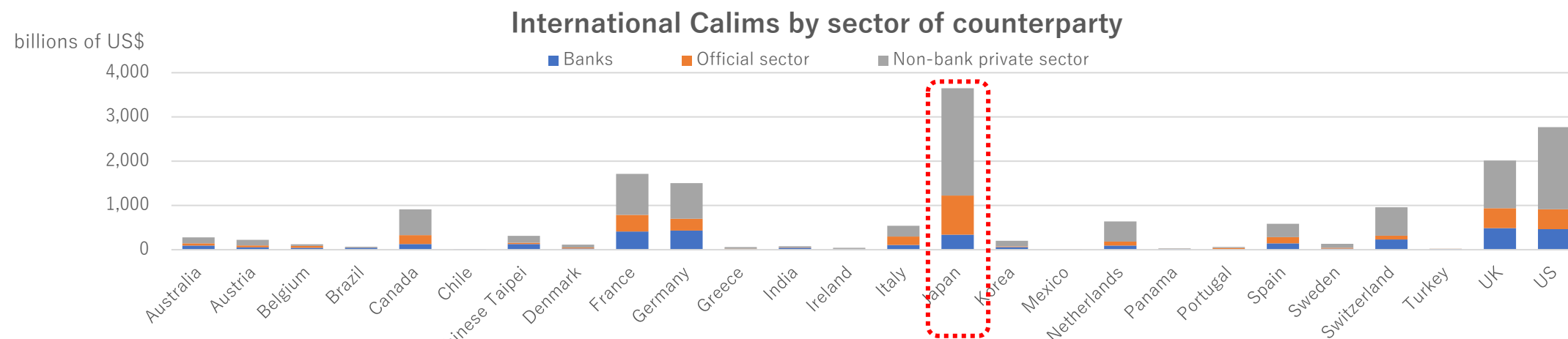
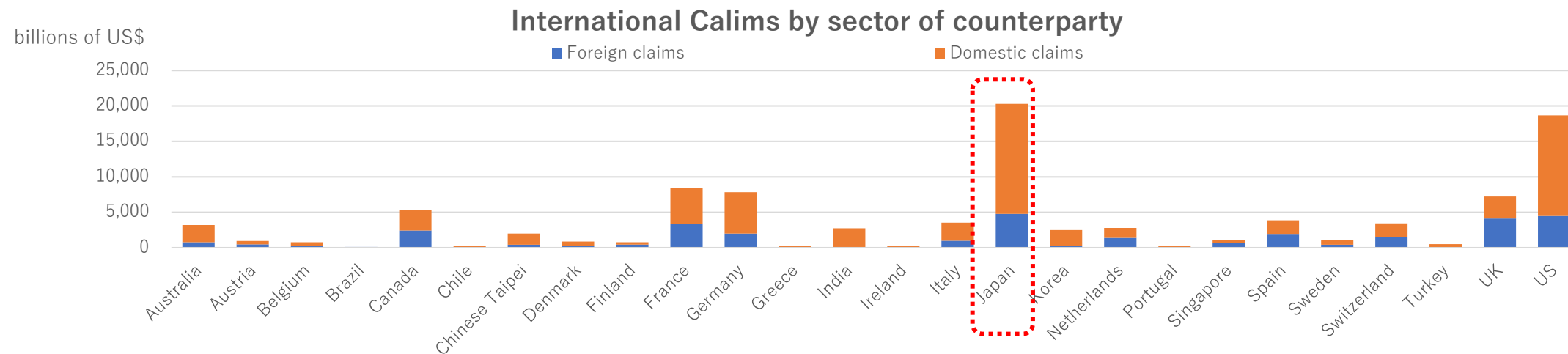
Source: BIS Triennial Central Bank Survey, Net-net basis, daily average in April.
Note: Asia* includes Tokyo, Hong Kong and Singapore market.

BIS 2022年のサーベイ結果（為替関連）

- BIS の 2022 年世界外国為替市場調査によると、世界の外国為替市場の 2022 年 4 月の1 日あたり取引額は 7 兆 5,084 億ドル(前回比+14.1%)で伸びはやや鈍化
 - 取引額の通貨別シェアでは、ドル、ユーロ、日本円、英ポンドの上位 4 位通貨の順位は不変
 - ただし、2007年以降のトレンドで増えているのはドルのみであり、ユーロと円の低下傾向は顕著
 - 人民元のシェアは7%と順調に伸び、順位も前回の 8 位から 5 位に上昇(人民元シェアの上昇はユーロやその他新興国通貨のシェア低下につながった可能性)
 - 日本円は2019年のシェアから微減だが、2022年4月は円安による取引急増がなければさらに低下していた可能性あり
- 取引額の地域別シェアでは、英国、米国、香港、シンガポール、日本の 5 大市場の順位は不変
 - 英国と香港のシェアが低下、英国の EU 離脱や香港の 2020 年の国家安全維持法施行が影響
 - その代わりにNYとシンガポールがそれぞれシェアを伸ばす
 - 日本のシェアは2019年のシェアから微減で、シンガポールとの差はさらに拡大

BIS Consolidated Banking Statistics Sept 2022

The **consolidated banking statistics** (国際与信統計) measure international banking activity from a **nationality** perspective, focusing on the country where the banking group's parent is headquartered.



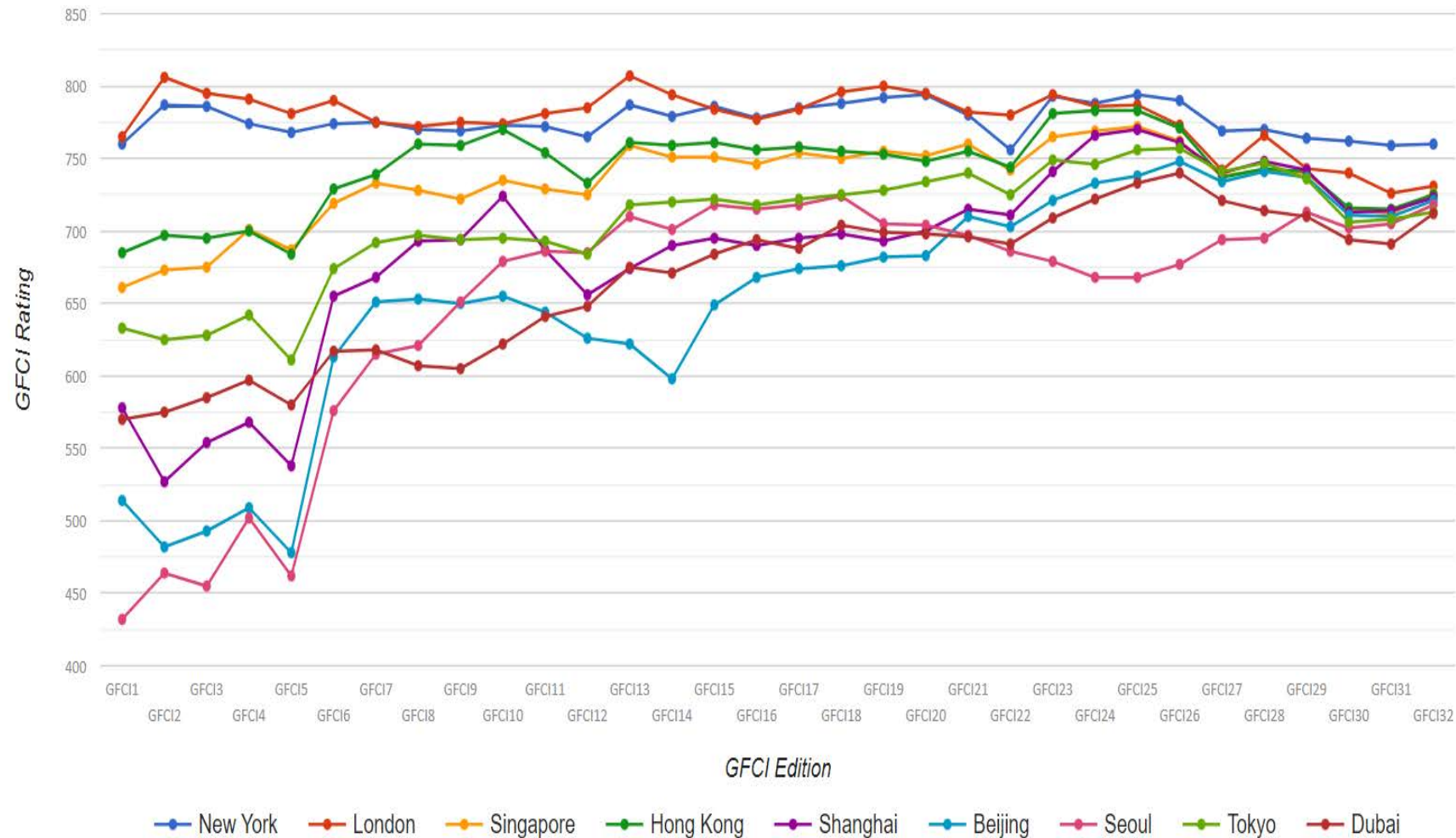
BISの統計まとめ

- 世界の外国為替市場の 2022 年 4 月の1 日あたり取引額は 7 兆 5,084 億ドル (+14.1%)
 - 取引額の通貨別シェアでは、ドル、ユーロ、日本円、英ポンドの上位 4 位通貨の順位は不変
 - 取引額の地域別シェアでは、英国、米国、香港、シンガポール、日本の 5 大市場の順位は不変
 - 地域別では英国と米国の二強は不変
- 国際資金統計、および国際与信統計では、日本の存在感は高い
 - 国際与信統計では国際・国内ともに与信残高は世界一位**
 - 中曾・橋本（2023）によれば、邦銀の国際与信は国際金融危機後に、国際業務を縮小した欧州銀行を肩代わりする形で増加、世界のセーフティネットとしての役割を果たしている
 - 邦銀が日本の豊富な資金量を使って積極的に海外投資をしている様が表れている

BIS Foreign Exchange Statisticsにおけるランキング					
外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ (2022)					
Foreign exchange turnover, by country					
1	2	3	4	5	
UK	US	Singapore	HK	Japan	
Foreign exchange turnover, by currency					
1	2	3	4	5	
USD	EURO	JPY	GBP	RMB	
OTC interest rate derivatives turnover					
1	2	3	4	5	9
UK	US	HK	Germany	France	Japan
BIS International Banking Statistics					
BIS 国際資金取引統計 (Maech, 2023)					
Cross-border positions (Claims, グロス対外債権)					
1	2	3	4	5	
UK	France	Japan	Germany	US	
Cross-border positions (Liabilities, グロス対外債務)					
1	2	3	4	5	
UK	France	US	Germany	Japan	
BIS国際与信統計(International Consolidated Banking Statistics)					
国際与信残高 (最終リスクベース)					
1	2	3	4	5	
Japan	US	France	Germany	UK	
国内与信残高 (最終リスクベース)					
1	2	3	4	5	
Japan	US	Germany	France	UK	

出所：BISの各種データより筆者作成。

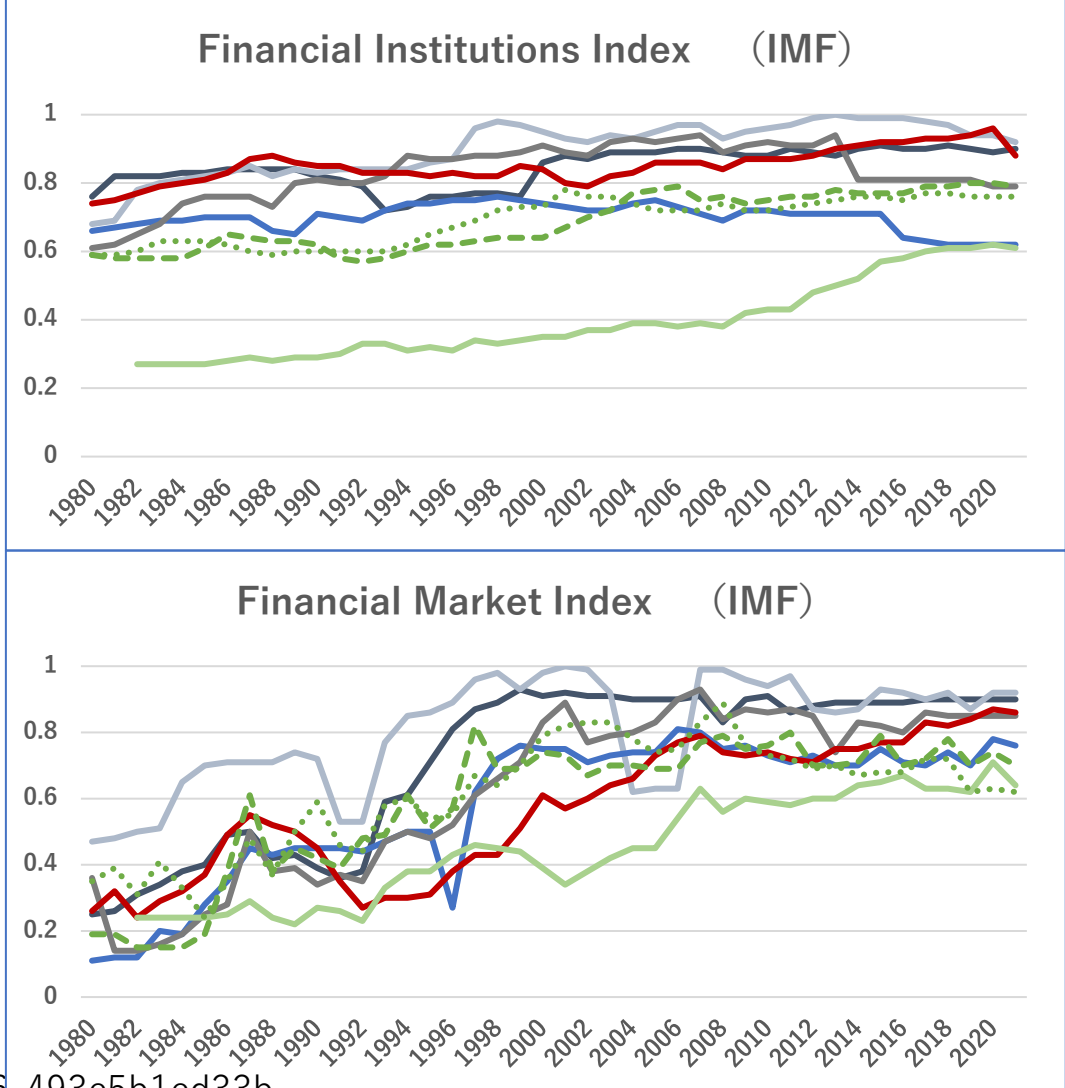
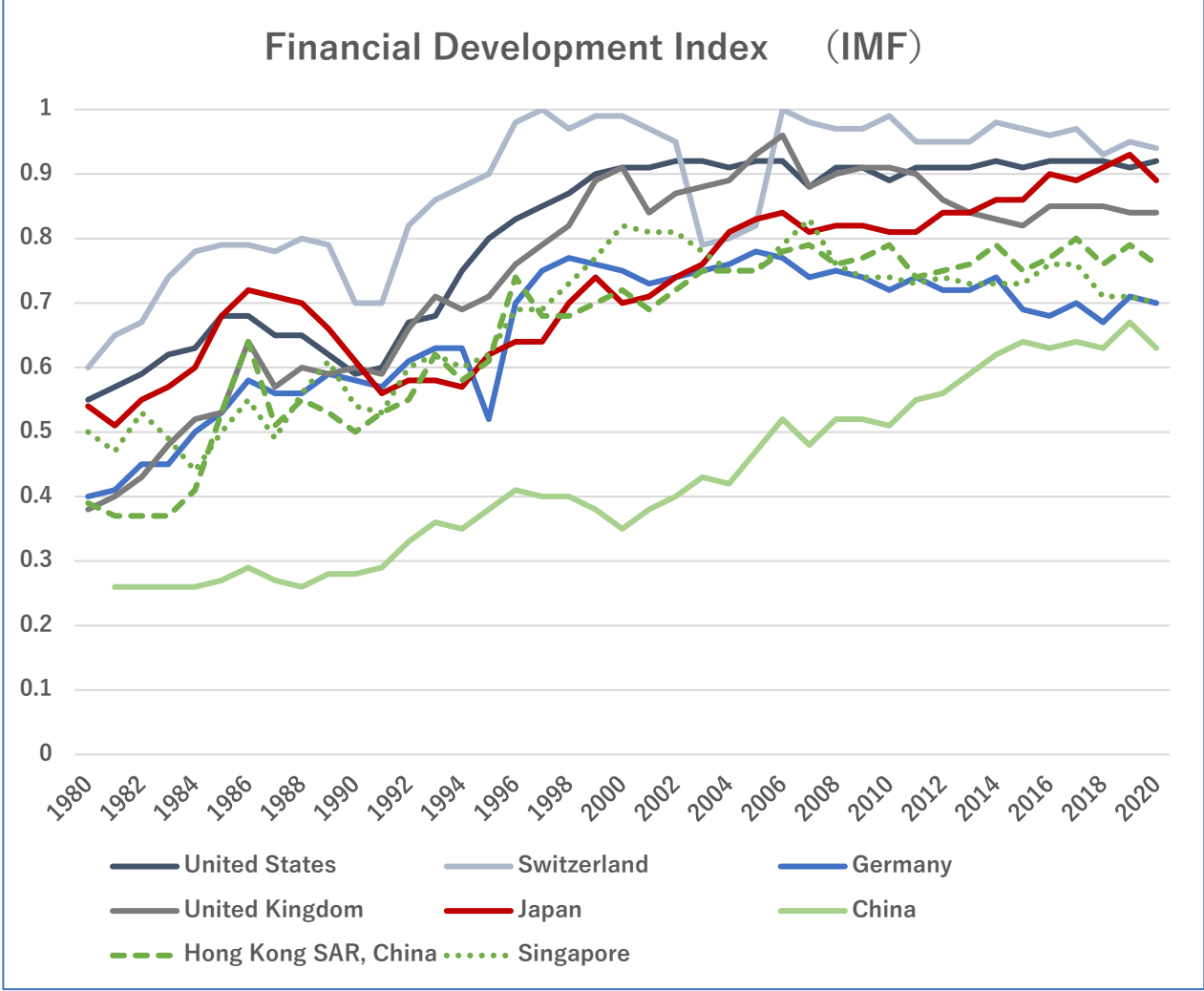
The Global Financial Center Index 36 (2024)



Centre	GFCI 36	
	Rank	Rating
New York	1	763
London	2	750
Hong Kong	3	749
Singapore	4	747
San Francisco	5	742
Chicago	6	740
Los Angeles	7	739
Shanghai	8	738
Shenzhen	9	732
Frankfurt	10	730
Seoul	11	729
Washington DC	12	728
Geneva	13	726
Dublin	14	725
Paris	15	724
Dubai	16	723
Zurich	17	722
Beijing	18	721
Luxembourg	19	720
Tokyo	20	719

IMF Financial Development Index (2008-2021)

- ✓ IMFが作成したFinancial Development Index は、Financial InstitutionsとFinancial Marketについて、それぞれDepth, Access, Efficiencyの指標を合計する形で作成されている。
- ✓ これによれば、日本はスイス、米国に次いで3位に位置している。



Ranking of Top 300 Bank Assets in the world by city

- ✓ 銀行資産のランキングで見ると、日本は1980年代以降世界の上位をけん引してきたが、2000年代半ば以降、その地位を中国に奪われた。
- ✓ ただし、何も資本規制がない自由な取引ができるという点での日本の地位は健在。

Figure 4a: Total assets of top 300 banks in the world by city (in \$ trillion), selection of top 15 cities

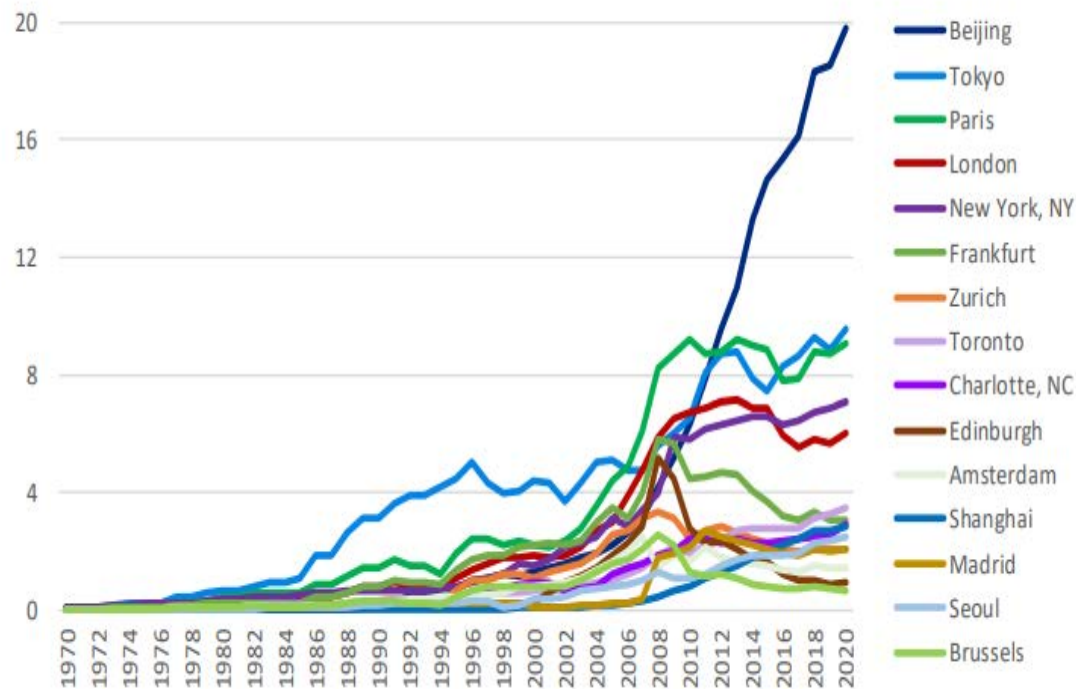
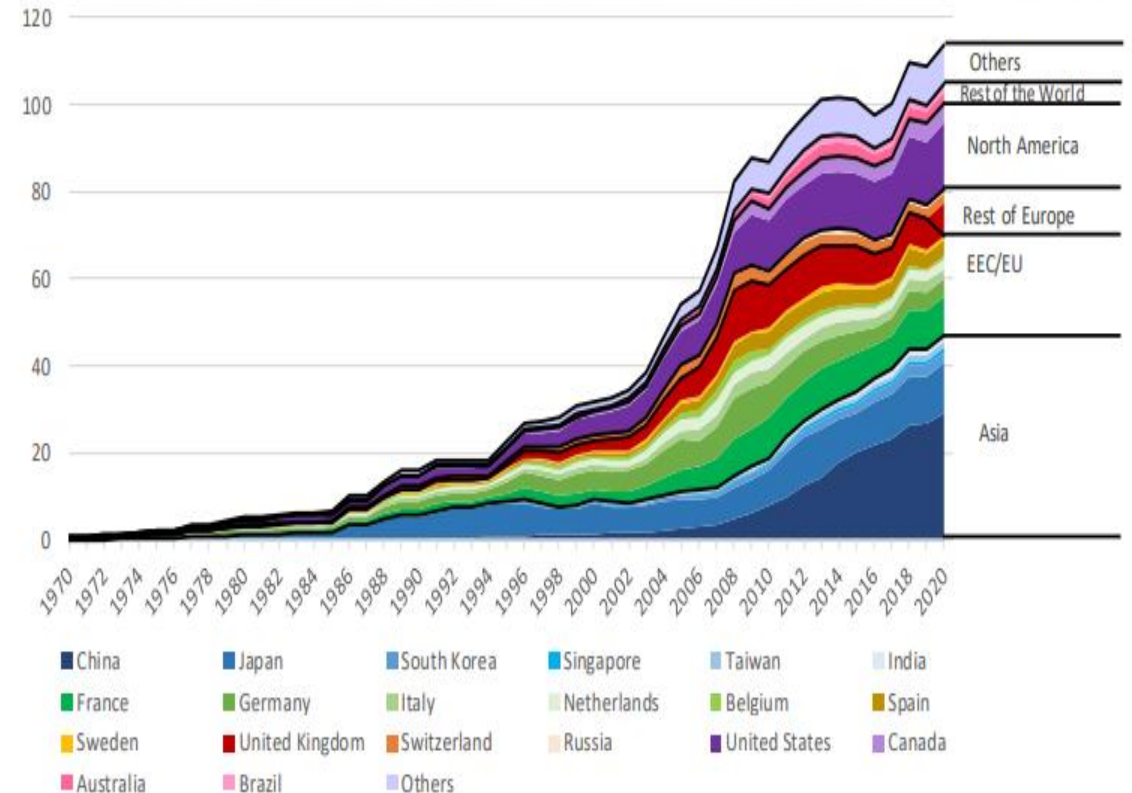


Figure 1a: Top 300 banks in the world, breakdown of total assets for top 20 countries (\$ trillions)



金融関連データから見る日本のまとめ

- 様々な金融市場ランキングデータからは東京市場の対外的評価の低下がみられる。
 - データそのものの性質によりランキングは異なるが、長らく景気の低迷や低賃金、人材不足や金融資産の収益性の低さ、利上げになかなか踏み切れない金融政策などのこれまで日本で問題となっている経済現象が東京市場のレピュテーションを毀損してきたことを認識する必要がある。
- 一方、国際資金統計、および国際与信統計では、日本の存在感は高く、BISの統計からは国際与信残高（リスクベース）は世界一位である。
 - 国際与信統計は銀行の国内本支店から海外への貸し出しのほか、国債や社債、株式など海外への証券投資も含む。邦銀の海外支店から海外顧客への貸し出しも対象になっており、3メガを中心として日本の豊富な資金量を使って積極的に海外投資をしていることがわかる。
- 中曾・橋本（2023）によれば、邦銀大手行は国際金融仲介業務において重要な役割を果たしている。邦銀は、2015年以降は国籍別では最大の貸し手となっている。
 - 邦銀による為替スワップによる多額のドル調達が円を対価として行えることが東京市場の一つの強みである。
 - これを補強するのが、日本と米FRBとの間で締結されているような中央銀行間のドルスワップであり、円はドル基軸体制を補完する国際通貨としての側面が強まっている。

3.東京・香港・シンガポールの 徹底比較

国際金融拠点としての香港・シンガポールの優位性

- 香港とシンガポールは、英領の交易都市という歴史的経緯のある金融センター
 - 英米法系のリーガル・システムを維持し、英語を公用語
 - 両都市がもつ後背地の規模と成長性（中国とASEAN）
 - 香港金融管理局(HKMA)とシンガポール金融通貨庁(MAS)という傑出した金融規制当局の存在
 - 国内GDPに占める金融業が高く、金融ビジネス関連に対する税制の優遇措置を実行しやすい

(図表10) 世界の国際金融都市の状況

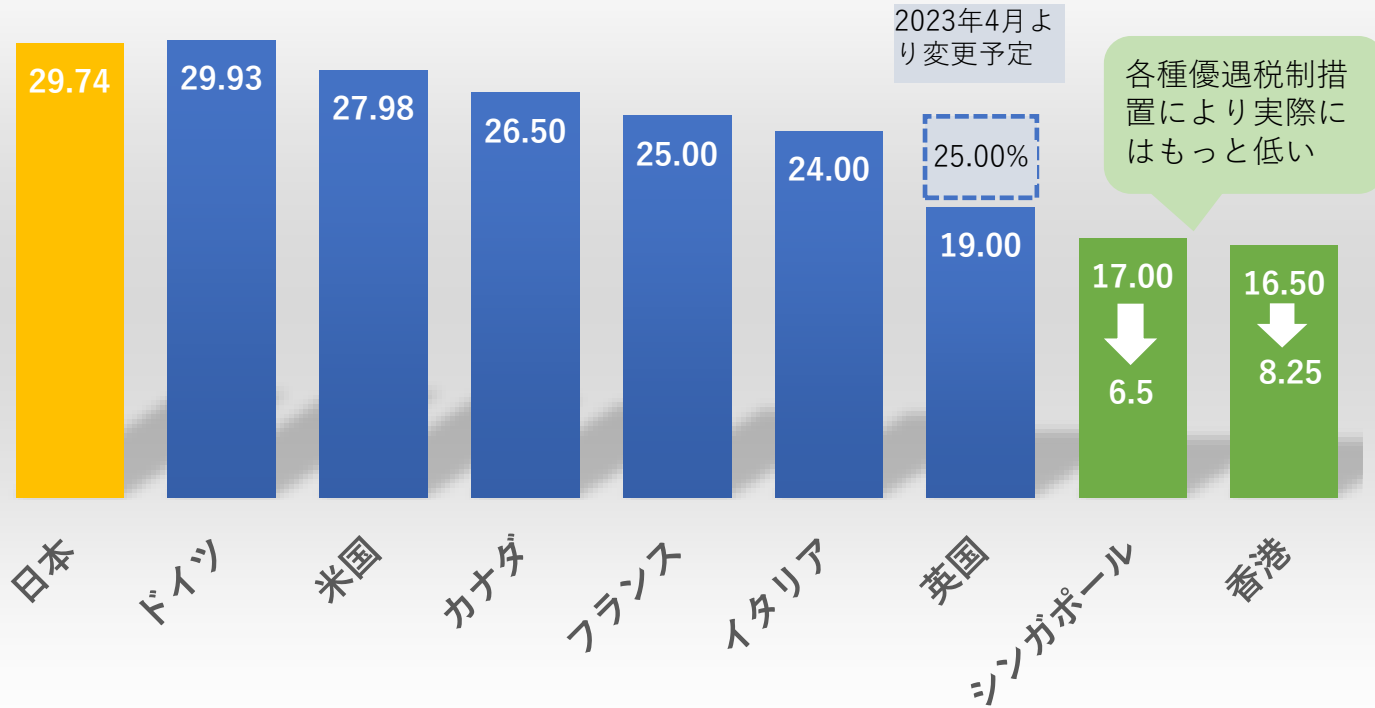
		東京	ニューヨーク	ロンドン	シンガポール	香港	上海
GDP（国全体）	(10億ドル)	5,712	21,428	2,875	376	373(※香港のみ)	14,732
GDP （後背経済圏）	(10億ドル)	－	－	18,501 (※英国＋EU)	3,546 (※シンガポール ＋ASEAN)	15,105 (※香港＋中国全体)	－
金融業GDP（国全体）	(10億ドル)	240	1,671	198	52	75(※香港のみ)	1,149
金融業GDP比率	(%)	4.2 (東京：8.0%)	7.8	6.9	13.9	20.0(※香港のみ)	7.8
資産運用業者数	(社)	392	約2,000	約1,900	895	1,808	4,721
外国銀行数	(行)	55	163	250	128	172	63

(資料) 東京都「第2回『国際金融都市・東京』構想に関する有識者懇談会」事務局資料より（令和3年1月29日）

シンガポールとの法人税実効税率の比較

諸外国における法人実効税率の比較

(2023年1月現在)



出所：財務省、JETRO

シンガポールでの各種優遇税制措置：

- ✓ 国際統括本部：課税免除または5%又は10%の軽減税率
- ✓ 金融財務センター：8%の軽減税率
- ✓ グローバルトレーダープログラム：5%又は10%の軽減税率
- ✓ 認定国際海運会社パイオニア優遇制度：5年又は10年にわたり課税が免除
- ✓ 海運関連支援サービスアワード：5年間の10%の軽減税率
- ✓ 知的財産開発 インセンティブ：10年間の5%又は10%の軽減税率
- ✓ 投資控除：認定資本支出について、一定の割合に基づき償却
- ✓ 総合投資控除：生産設備関連の資本支出に対して一定の割合に基づき償却 (出所：JETRO)

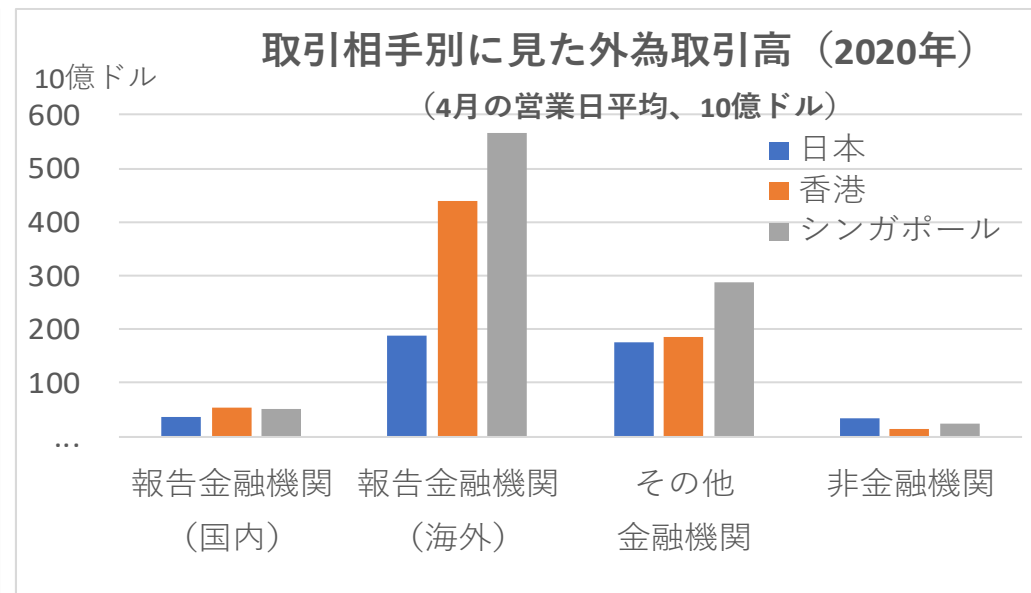
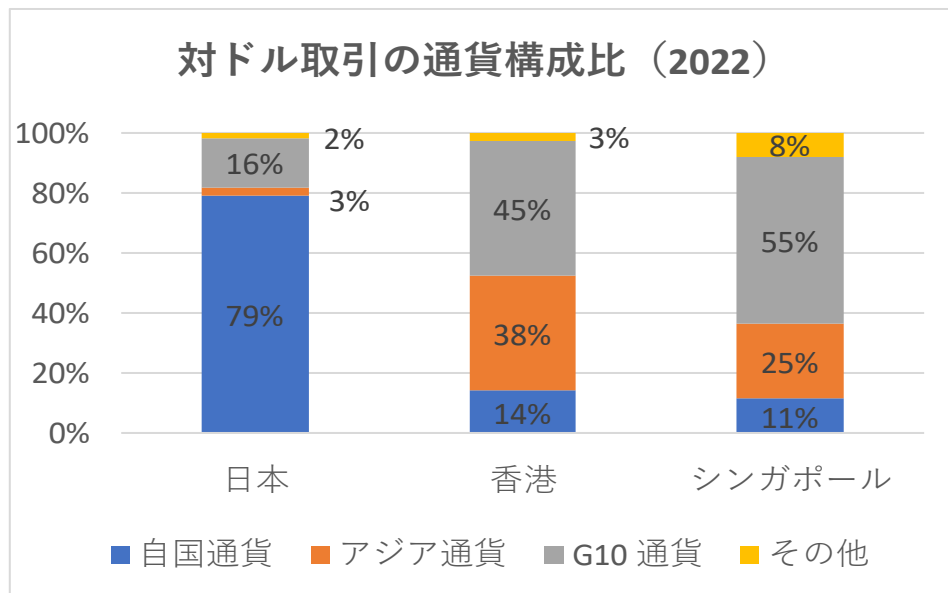
例：1億円の利益に対する税額支払い

- 東京23区に本社がある企業：法人税額2,235.5万円 + 地方法人税230.3万円 + 住民税額232.5万円 + 事業税113.7万円 + 特別法人事業税250.5万円 = 合計3,062.5万円
- シンガポールにある企業：法人税額650万円～1,700万円（地方税・住民税・事業税はない）

アジアにおける為替取引増大の背景

鷲見・門川(2020)によれば、3つの市場の特徴として以下が指摘

- 日本はシンガポールや香港に比べ、事業法人などの非金融機関向けの取引高では僅かに上回っているが、**金融機関・その他金融機関(機関投資家、ヘッジファンド等)との取引高**では大きな差がある
- 通貨別に外為取引高をみると、シンガポール・香港は、円中心の日本に比べ、**アジア通貨と自国以外の先進国通貨(G10 通貨)の取引高シェアがともに高く**、双方が全体の増加に寄与
- アジア通貨の為替取引は、資本規制が存在するため基本的には經常取引が中心であり、為替市場の取引も背景にある**財サービス貿易の動向と連動**

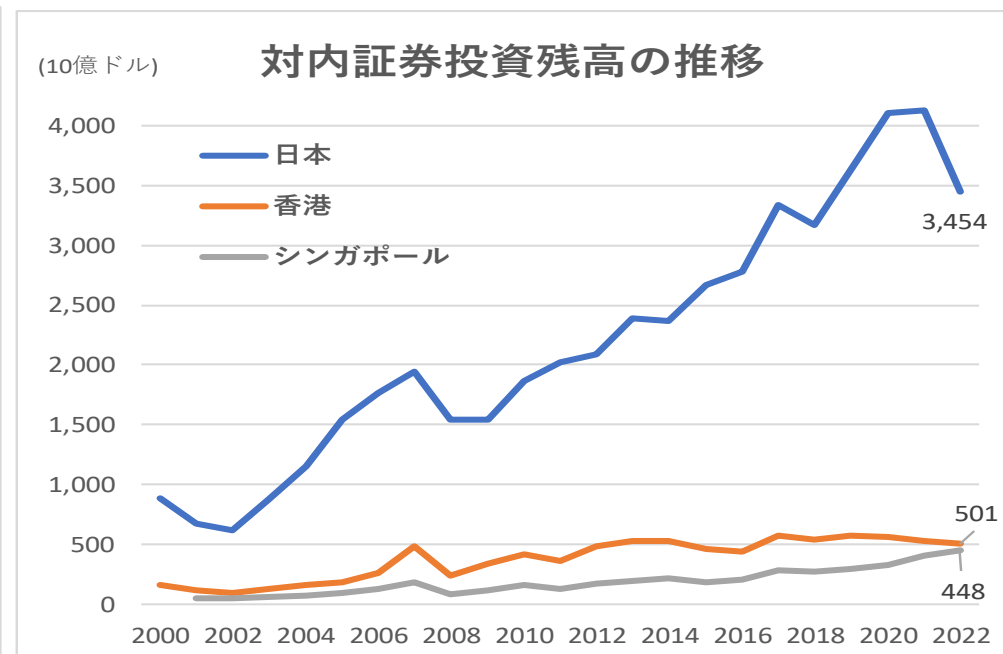
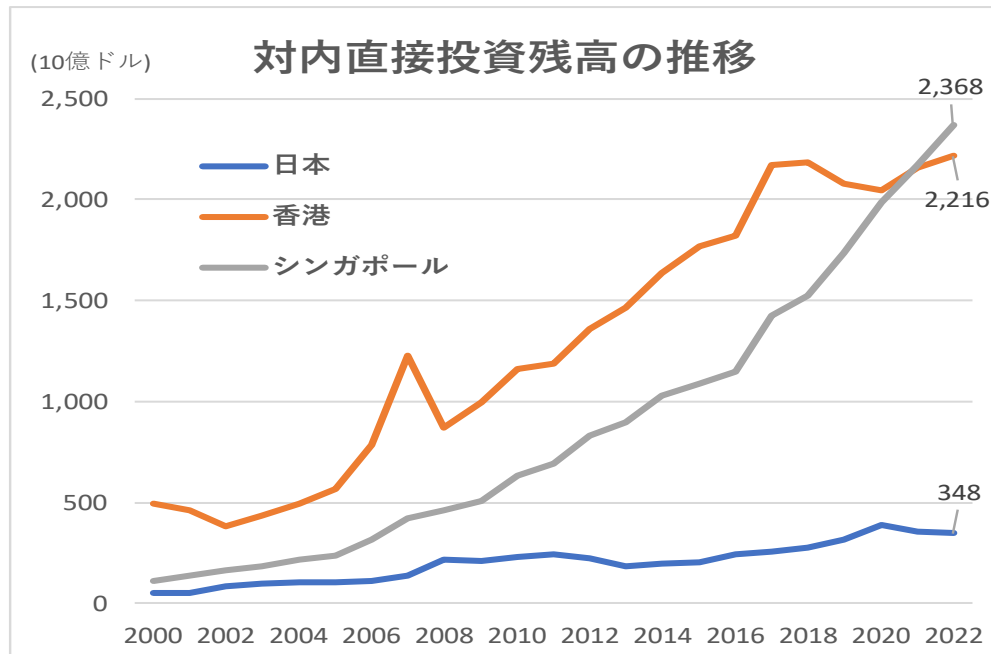


(資料) BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」

(注) アジア通貨は、人民元、香港ドル、インドル、韓国ウォン、シンガポールドル、台湾ドルが対象。他のアジア通貨は内訳が非公表なため、その他に含まれている。アジア通貨とG10通貨は自国通貨を除く。

対内直接投資残高/対内証券投資残高の動向

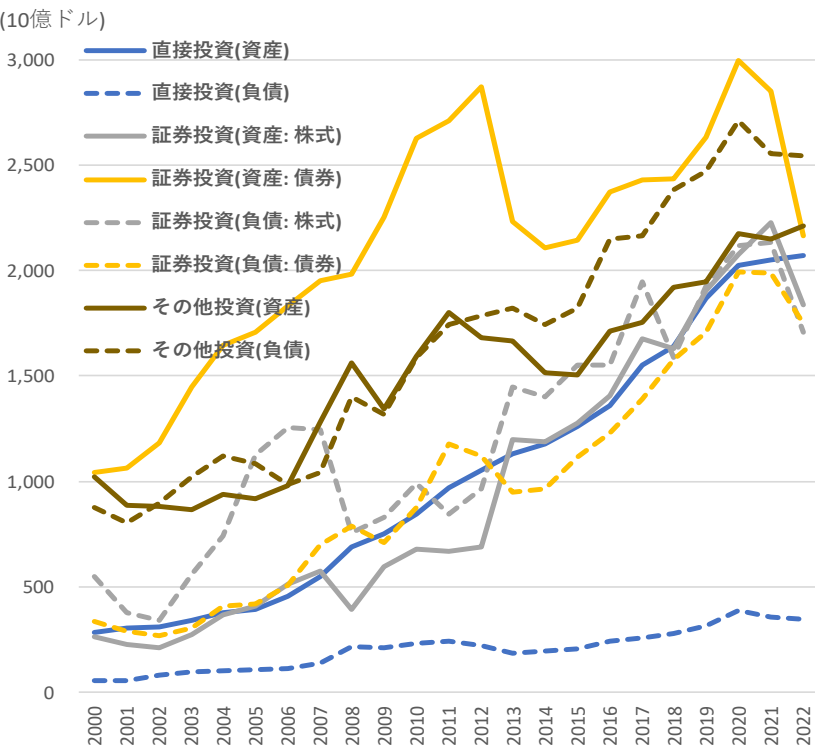
- 対内投資の状況を見ると、香港とシンガポールでは2000年代以降対内直接投資の残高で大きく日本と差をつけ、2022年時点で日本が3,480億ドルに対して、シンガポールは2兆3680億ドルと日本の7倍近くまで拡大
- 対内証券投資については、日本が株式市場・債券市場の大きさを背景に香港・シンガポールに大きく差をつけているが、外為市場の取引という観点からは**対内直接投資の大きさが取引高に大きな影響を及ぼしている**ことがわかる



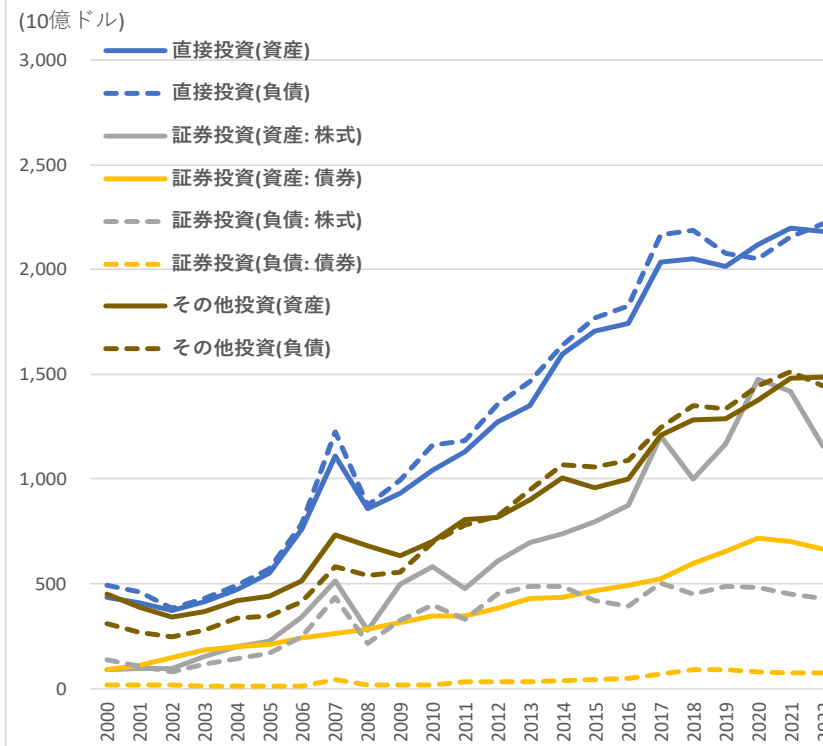
金融収支動向の3か国比較

- 金融収支動向での日本のもう一つの特徴は、対内直接投資残高が対外直接投資残高のほぼ1/6と両者の差が大きいことである
- 国際金融取引が双方向か一方向か、という金融統合の視点からは、**日本は直接投資、証券投資とも資産サイド（対外投資）に偏っており、双方向性が不足**

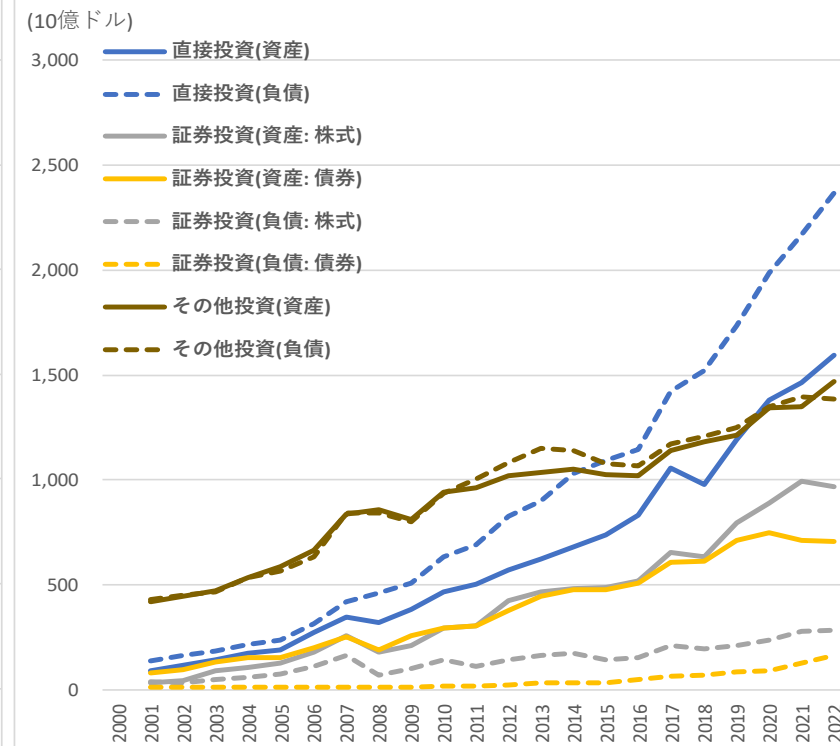
金融収支の動向（日本）



金融収支の動向（香港）



金融収支の動向（シンガポール）

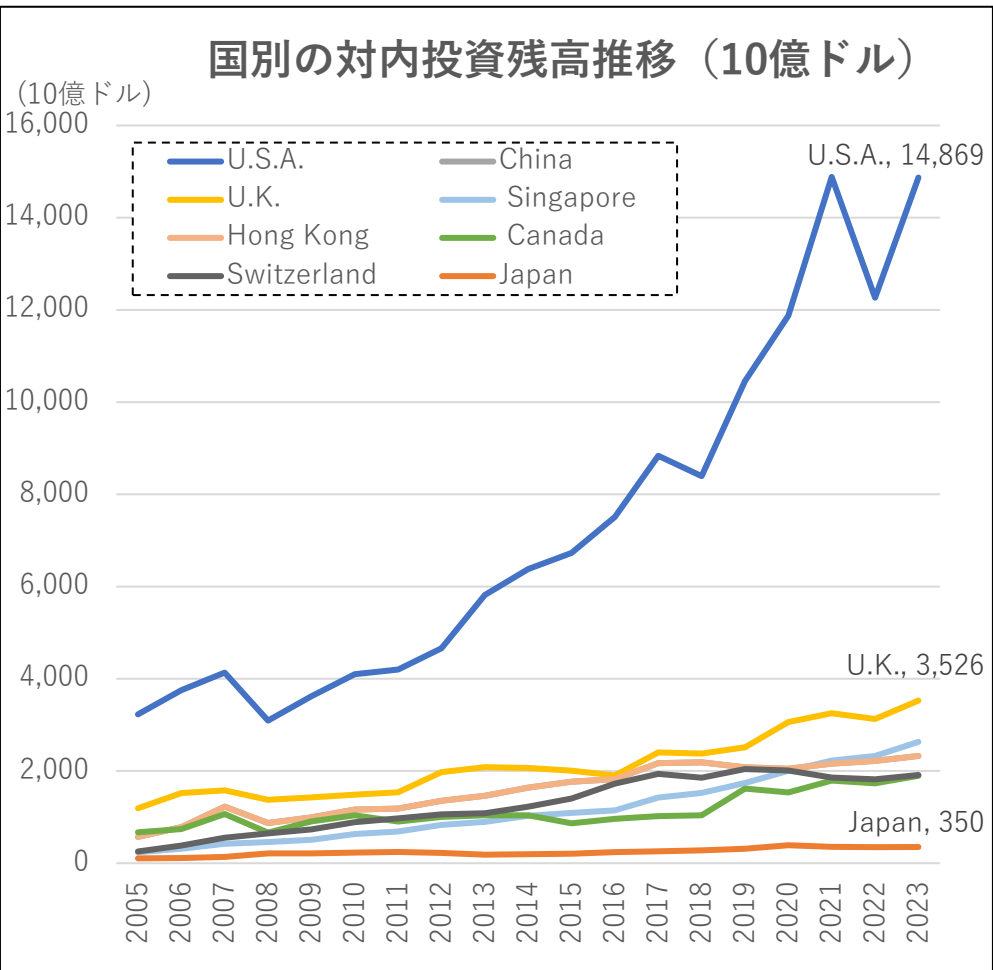
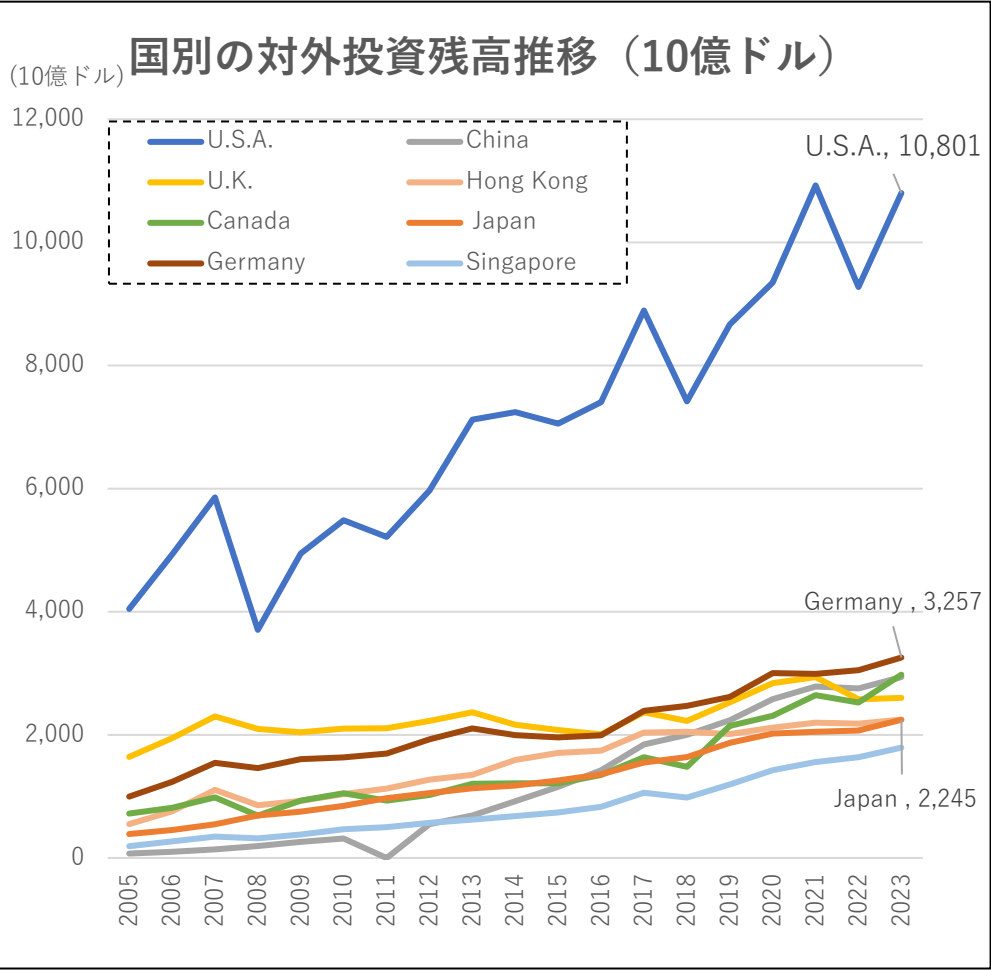


東京・香港・シンガポール比較のまとめ

- 香港は中国、シンガポールはASEAN各国の財・サービス貿易取引の拡大を背景として、様々な優遇政策の下多くの外資金融を誘致し、為替市場での取引を拡大させてきた。
- 東京市場で取引は邦銀や日本企業関連の需要による円建て取引が中心であり、それ以外の取引を積極的に誘致する政策は行ってこなかった。
 - 日本はこれまで対外直接投資は多いが、対内直接投資は極端に少なく、その結果として海外企業による円需要が少なかった。
 - 今後ドル円以外の為替取引を増やすためには、従来の輸出中心ではなく、輸入面も含めた双方向の貿易取引を増加させるとともに、対内直接投資関連の資金調達面も含めて、円対アジア通貨の取引を増やすことも重要となる。
- 取引相手についても、東京に支店を置いているアジア各国の銀行はさほど多くない。
 - アジア各国から日本への対日投資を増やすことで、かつての日本がアジアに進出する際に邦銀がアジアに支店を持ったように、アジアの金融機関の日本への誘致や日本の金融機関との業務提携を支援することも重要な政策となる。

4. 日本対内直接投資動向

対外・対内直接投資残高の国際比較



資産負債倍率（2023）

日本	6.4
香港	1.0
シンガポール	0.7
中国	1.3
米国	0.7
カナダ	1.6
ドイツ	1.5
イギリス	0.7

2023年末の直接投資残高における
資産額の負債額に対する比率

2023年末の対日直接投資残高

2023年末対日直接投資残高(上位10業種) (単位：億円、%)

順位	国・地域	残高 (億円)	前年比 伸び率 (%)	構成比 (%)
1	金融・保険業	115,213	△ 2.3	36.3
2	化学・医薬	31,900	8.7	10.1
3	輸送機械器具	31,744	3.5	10
4	電気機械器具	26,992	19.4	8.5
5	通信業	25,398	12.7	8
6	サービス業	14,534	△ 10.3	4.6
7	運輸業	13,658	10.2	4.3
8	卸売・小売業	6,098	145	1.9
9	一般機械器具	5,894	2.5	1.9
10	不動産業	5,571	10.3	1.8
—	その他	40,166	10.8	12.7
—	合計	317,168	5.3	100

出所：「ジェットロ対日投資報告2024」

データの出所：「本邦対外資産負債残高」 (財務省、日本銀行)

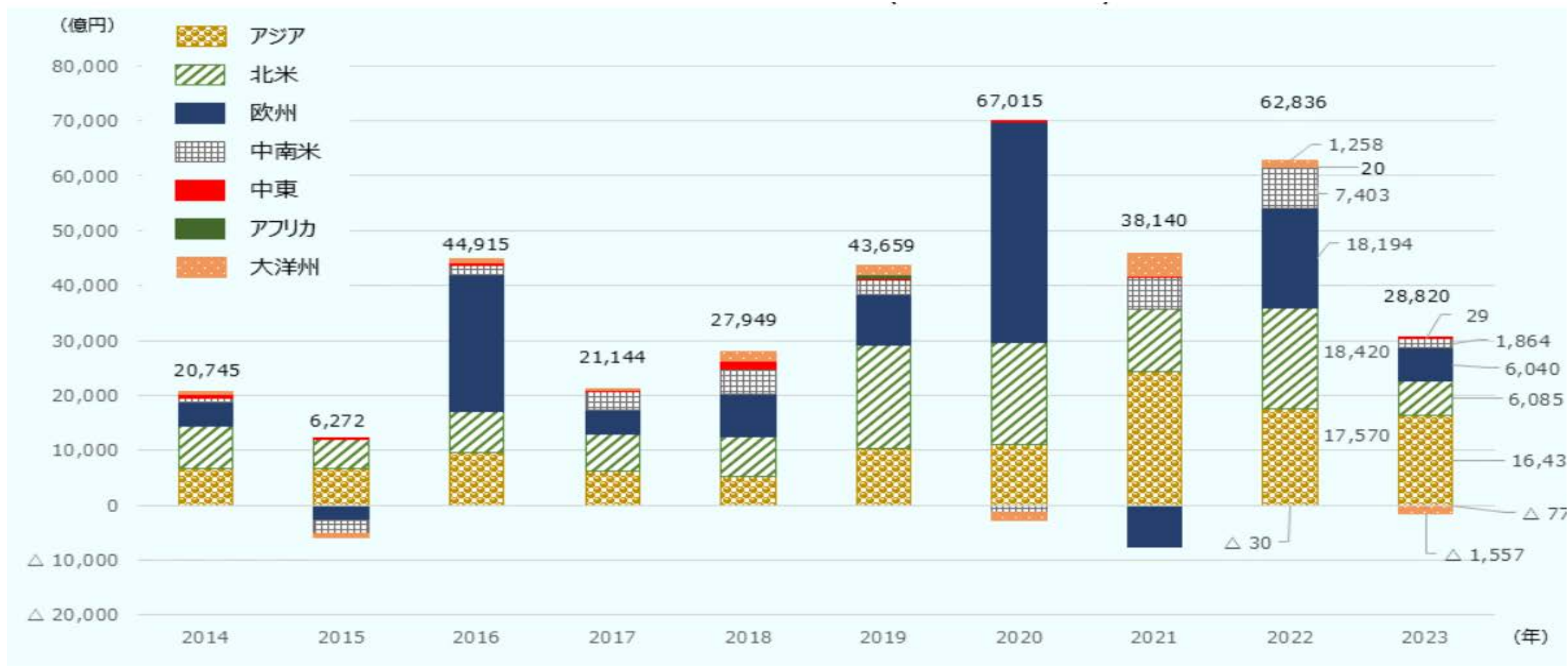
2023年末対日直接投資残高 (国・地域別) (単位：億円、%)

順位	国・地域	残高 (億円)	前年比 伸び率 (%)	構成比 (%)
1	米国	124,655	23.2	24.7
2	英国	86,989	11.3	17.2
3	シンガポール	52,614	8.1	10.4
4	フランス	34,107	4.5	6.8
5	オランダ	32,542	△ 4.6	6.4
6	香港	27,608	5.3	5.5
7	ケイマン諸島	27,073	6.7	5.4
8	スイス	20,737	△ 4.4	4.1
9	ドイツ	14,015	1.3	2.8
10	台湾	12,993	21.1	2.6
—	その他	71,843	3.1	14.2
—	合計	505,176	9.3	100

出所：「ジェットロ対日投資報告2024」

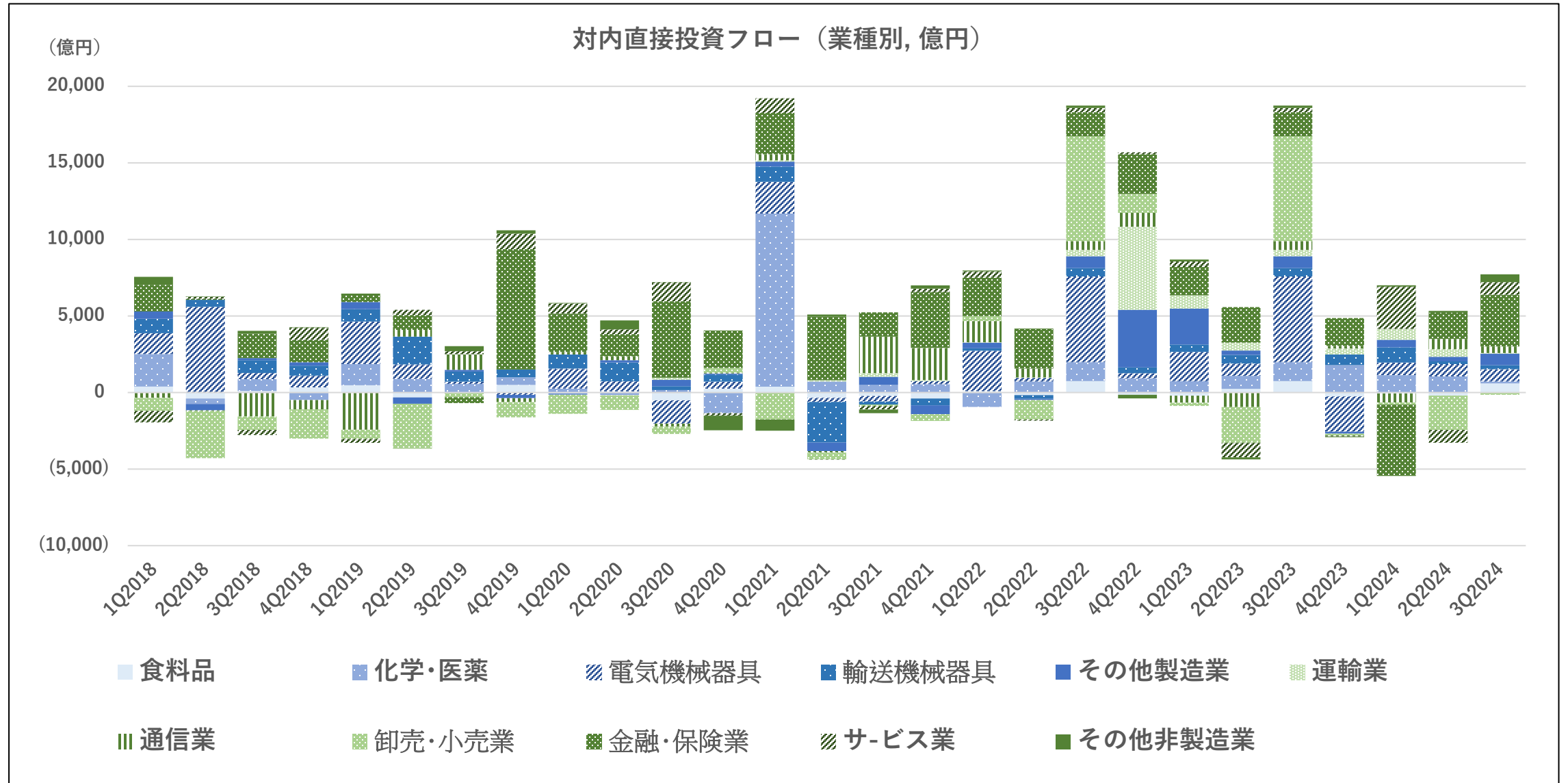
データの出所：「本邦対外資産負債残高」 (財務省、日本銀行)

対日直接投資額推移（フロー、地域別）



〔出所〕「国際支出統計」（財務省、日本銀行）を基にジェトロ作成

対日直接投資額推移（フロー、業種別）

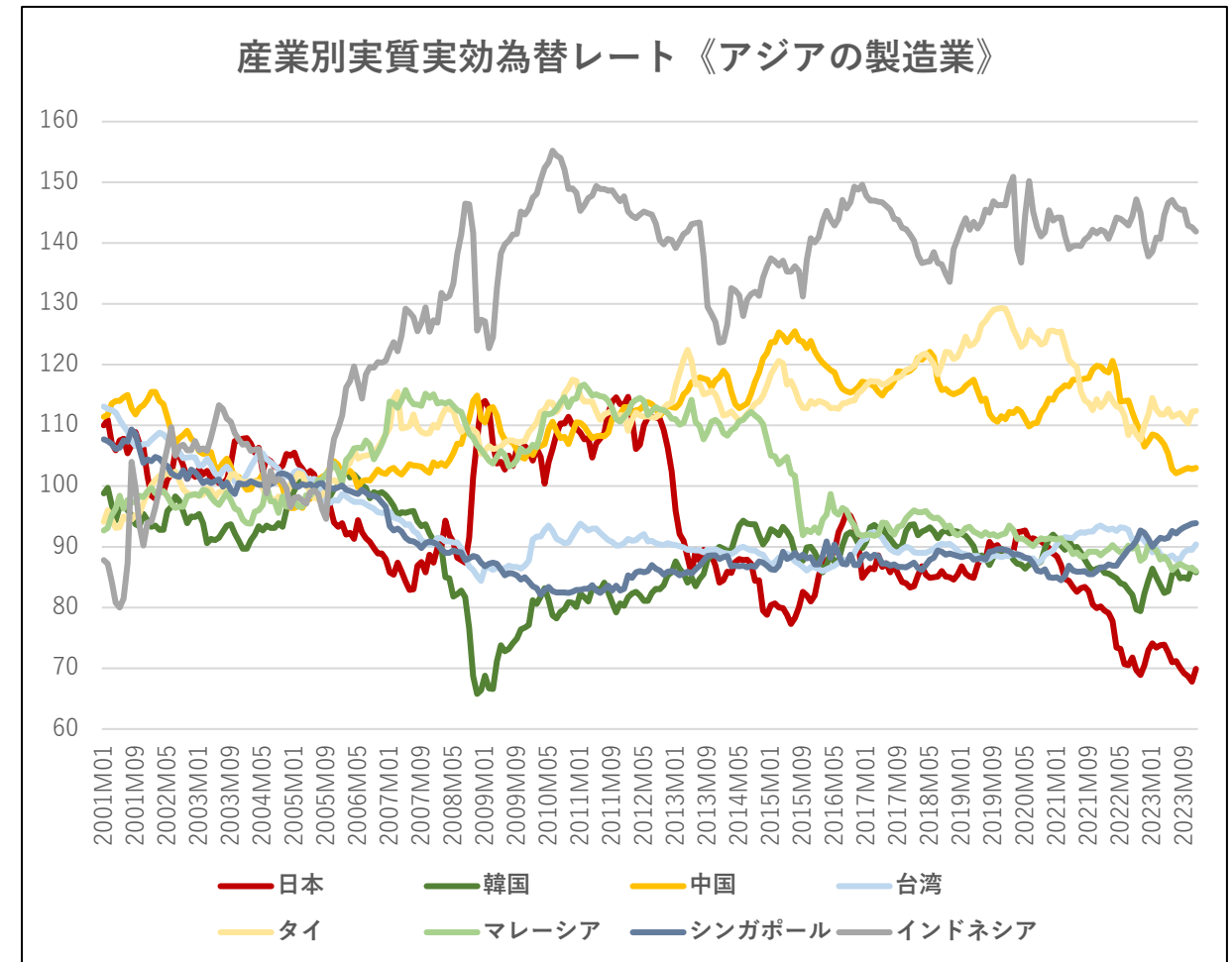


産業別実質実効為替相場の推移

産業別実質実効為替相場は、経済産業研究所（RIETI）で2011年より公開されているREERの日次データであり、現在は25か国、13業種のデータを公開している。
実質実効為替レートは当該国の輸出価格競争力を測る指標として用いられる。

BISが公表しているREERはCPIをベースに計算されているが、このデータベースの最大の特徴は、アジア・欧州・北米・オセアニア諸国を中心に対象国の「産業別の生産者物価指数」を収集し、実質実効為替レートを産業別に構築している点にある。

産業別にみると、REERの形状は異なっていることがわかる。このREERの動きをもとに対内直接投資を促す産業を見極めることができる。

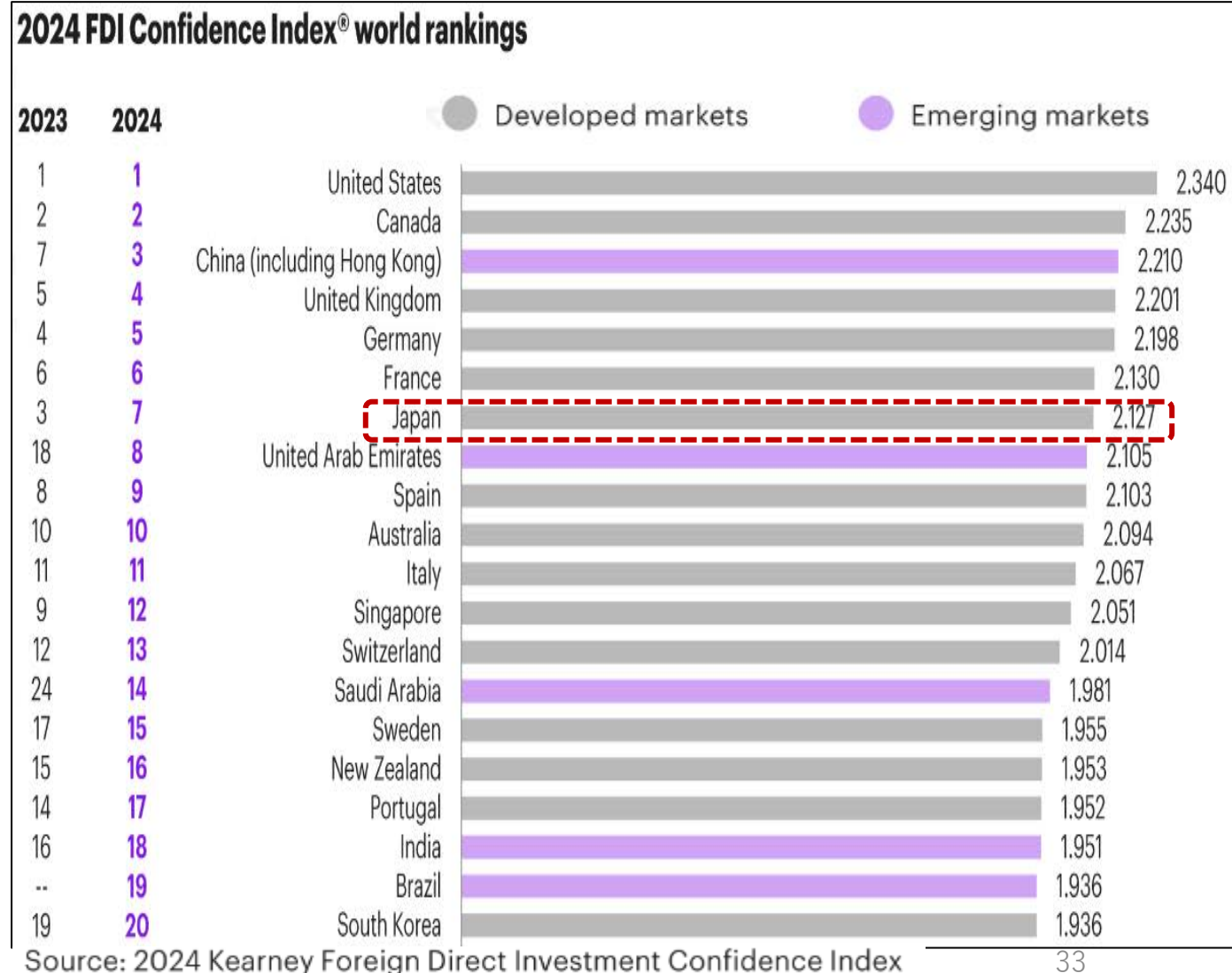


先行研究：対内直接投資の決定要因

- 海外直接投資は、過去数十年にわたり国際資本移動の主要な形態として成長してきた。特に、hotなポートフォリオ投資よりも安定的なFDIフローは一国の経済成長にとって重要な要素であり、その決定要因が発展途上国を対象として研究されてきた。
 - FDIの決定要因として、**対象国の経済規模、人件費（ULC）、受入国の貿易開放度、人的資本、経済主体への課税傾向、政治的安定性**などが指摘されていた。
- 2010年代以降は、先進国経済の低成長を背景に先進国を対象とした研究も進んでいる。
 - Dellis, et al.(2017, ECB)は、OECD諸国をサンプルとして実証分析を行い、**制度（法の支配、財産権、規制の効率性）と経済構造の質**が先進国へのFDI流入を誘致する上で重要であることを示唆した。
- 米中貿易戦争以降、地政学リスクの高まりとともに国内回帰も含めた研究が進んでいる。
 - Alfaro and Chor (2023, IMF)によれば、米国製造業では**国内回帰（reshoring）**が進んでいるほか、米国の輸入に占める中国のシェアが、2017年の21.6%から2022年には16.5%まで低下し、その代わりに**友好国（friendshoring）**や**近隣国（nearshoring）**が増えている。
- 実質実効為替相場（REER）がFDIに与える影響についての分析はあまり多くない。
 - Bennett, et al. (2008, IMF) OECD16か国（1995-2003）をサンプルとした実証研究では、**日本のREERの減価がFDIのinflowを促進する**という結果を示している。

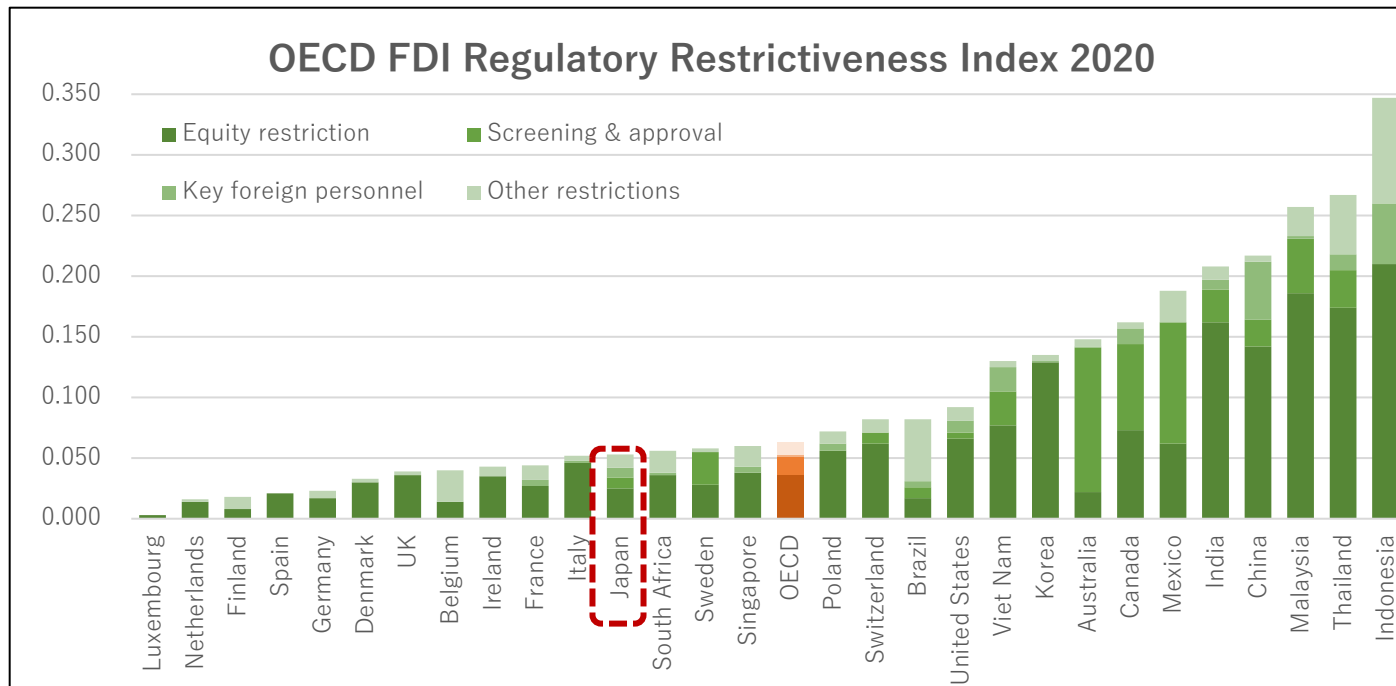
Kearney's FDI confidence index

- Kearney FDI Confidence Indexは、「今後3年間にFDIを行いたい国」について世界のビジネスリーダー対象のアンケート調査に基づいて作成された指標である。
- これによると、米国がトップでカナダがそれに続いている。日本は前年の3位からランクが下がり、2024年は7位に下落。
 - ただし、これは2024年1月に実施されており、日本株の急上昇は反映していない。
- 中国が3位と前年の7位から躍進した
 - 2023年に上海と北京で外国人向け資本規制を緩和し、外資系企業の駐在員関連送金の自由化や外国企業の再投資の外国為替登録免除などによるものである。

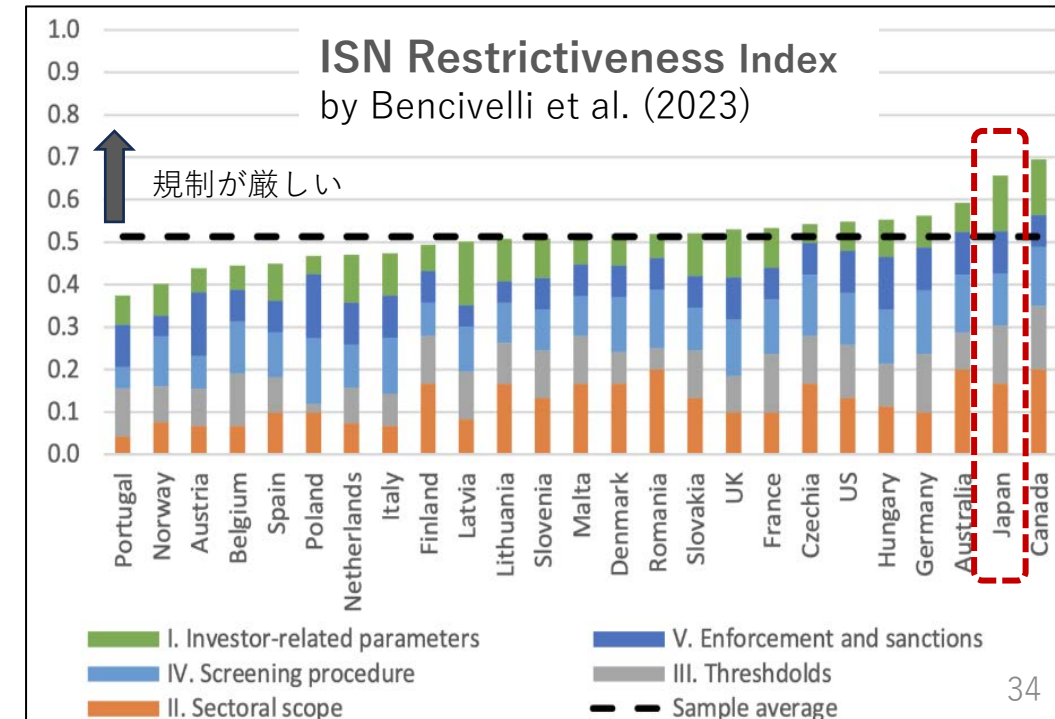


対内直接投資に対する規制の強化

- 近年の地政学的緊張の高まりにより、貿易や資本の流れに対する規制が急増しており、先進国の多くは既存の投資審査メカニズム（ISM）を採用または強化している。
 - FDI規制の各国比較のデータとしては、OECDのFDI Regulatory Restrictiveness Index（左下図）がある。
 - Bencivelli et al. (2023, Bank of France)が作成した指標は以下5つの側面(Investor-related Parameters, Spectral scope and coverage of greenfield investments, Transactions subject to review and thresholds triggering a review, Screening procedure, Enforcement and sanctions for non-compliance)をカバーしており、日本は最も規制が厳しい国の一つとされている（右下図）。



OECD, <https://data.oecd.org/fdi/fdi-restrictiveness.htm>



対内直接投資に日本経済に与える影響

- 対内直接投資が国内企業の生産性に与える影響については、**直接効果**（当該企業に与える影響）と**間接効果**（**他企業へのスピルオーバー効果**）の二つがある。
 - 2000年代初頭の実証研究では、日本への対内直接投資による直接効果（パフォーマンスの高い外資系の構成比が高まることによる生産性向上）が実証されてきた。
 - 昨今の日本において重要となるのは、間接効果（産業内、および産業間のスピルオーバー効果）であるが、その実証分析はまださほど多くない。
- 岩崎（2013）
 - 日本の製造業企業を対象に2000年代以降の企業レベルデータを用いて、スピルオーバー効果の計測を含む実証分析を行った結果、外国資本比率の高まりは、投資を受けた企業の生産性を改善するだけでなく、製品の納入先など関連産業に属する他の企業にもプラスの影響を与えうることが示唆された。
- 対内直接投資のデメリットにも留意が必要であり、昨今は海外からの投資の増加に伴う経済安全保障上のリスクが懸念される。
- 安全保障の観点から、近年先進国において**対内直接投資審査制度**が導入・強化されている。
 - 規制によるマイナス面にどのように対応していくかが問題。

5. 国際金融市場の再生に影響を与えるその他の要因

ドル基軸の行方

～グローバルなインボイス通貨選択～

- 世界貿易の規模と参加国が拡大するにしたがって、基軸通貨としての米ドルを中心としてごく少数の限られた通貨のみが選択されるという **dominant currency パラダイム** に変貌している。
 - IMF (Boz et al. 2020) によれば、世界貿易における米国や欧州のシェアが低下しているにもかかわらず、インボイス通貨における米ドルとユーロの利用シェアが高まっていることが確認された。
 - ただし、Shimizu et al.(2024)によれば、対世界のインボイス通貨シェアは貿易額の大きいデータに左右される傾向にあり、現地通貨建てシェアは二か国間での利用実態を確認すべきである。
- 米ドルの利用は、取引コストが最も低いこと、一次産品や半導体などの汎用品の市場取引価格がドル建てになっていること、新興国が関わる貿易（特にアジアや南米）で米ドル建てが多いことが要因
- ユーロについては、高いユーロ圏内貿易シェアに加えて、将来のEU参加国や東欧諸国、一部のアフリカ諸国での利用が高まっている
- アジアでは第三国通貨のドルが主に利用されてきたが、近年は人民元やタイバーツをはじめとするアジア現地通貨建てシェアが徐々に増加

アジア貿易におけるインボイス通貨 選択の変化

	金額ベースでの通貨シェア（2020年）			件数ベースでの通貨シェア（2020年）		
	米ドル建て	円建て	相手国通貨建て	米ドル建て	円建て	相手国通貨建て
中国	47.5% (▲ 9.3%)	41.8% (+2.4%)	10.4% (+6.8%)	36.1% (▲ 9.9%)	49.4% (+0.7%)	14.1% (+9.3%)
香港	46.2% (▲ 9.0%)	51.5% (+9.0%)	1.8% (▲ 0.2%)	35.4% (▲ 7.5%)	61.9% (+7.0%)	1.5% (▲ 0.1%)
韓国	34.3% (▲ 6.3%)	59.4% (+3.4%)	6.0% (+3.1%)	23.7% (▲ 3.8%)	69.1% (+0.2%)	6.8% (+3.4%)
台湾	44.3% (+4.0%)	52.1% (▲ 5.7%)	3.3% (+1.6%)	29.7% (▲ 1.9%)	64.6% (▲ 0.2%)	5.3% (+1.9%)
タイ	42.5% (▲ 2.6%)	41.6% (▲ 2.1%)	15.5% (+4.5%)	29.7% (▲ 3.3%)	52.7% (▲ 1.6%)	17.1% (+4.6%)
マレーシア	47.4% (▲ 4.1%)	50.4% (+3.9%)	1.9% (+0.1%)	33.2% (▲ 1.6%)	62.3% (+0.4%)	3.9% (+1.2%)
インドネシア	54.2% (▲ 3.5%)	39.0% (+1.0%)	6.6% (+2.4%)	43.0% (▲ 5.3%)	48.8% (+0.5%)	7.9% (+4.6%)
シンガポール	59.2% (▲ 6.3%)	36.7% (+5.7%)	3.4% (+0.3%)	38.2% (▲ 3.1%)	55.7% (+1.8%)	5.6% (+1.3%)
インド	50.6% (+0.6%)	38.7% (▲ 5.4%)	9.6% (+5.3%)	31.6% (▲ 3.5%)	55.5% (▲ 1.4%)	12.4% (+4.9%)

- 清水、その他(2022)によれば、近年特にアジア向け輸出においては、**米ドル建てシェアが減少し、円建てと相手国通貨建てのシェアが増加している**
 - 相手国通貨の中では、人民元・タイバーツ・インドルピーで増加が顕著
 - 他にも、日本からの輸出において先進国通貨の豪ドル（以下2020年の金額ベースの数値、61.7%）、カナダドル（46.8%）、ニュージーランドドル（36.8%）、新興国通貨の露ルーブル（37.2%）、メキシコペソ（11.7%）、人民元（10.4%）、インドルピー（9.6%）、ブラジルレアル（8.9%）
- このような情報は、為替市場における円・アジア通貨直接交換の需要を確認する上で貴重なデータとなる

（出所）清水、他（2022）の表4より抜粋して筆者が作成。

注：（ ）内の数値は2020年と2014年のインボイス通貨シェアの比較（差）を表す。3つの通貨シェアの合計が100%とならないのは、ユーロ建てやその他の通貨が使われているからである。

ASEAN内での現地通貨選好トレンド

- タイの場合、近年輸出入でのタイバーツ建て取引が増加。特にCLMVとの取引では高い割合 → ただし、コロナ禍、ウクライナ衝突後は米ドル建ての割合が反転して増加
- タイを中心に現地通貨を域内貿易で利用促進するLocal Currency Settlement Framework (LCSF)も展開（インドネシア、マレーシア、フィリピン）
- インフラプロジェクトでも現地通貨（での返済）が好まれる傾向 ⇒ 変化？
- タイ中銀と香港HKMAの中銀デジタル通貨の共同研究は第2段階の実証実験が終了
 - 22年10月の報告書によれば、中国人民銀行、UAEが加わったmCBDC（mBridge）の実験結果として、wholesaleでの銀行間決済等で中銀同士の現地通貨(CBDC) PvP決済等で一定の成果あり

タイのASEAN各国との輸出入におけるバーツ利用シェア(%)

相手国	タイの輸出受取				タイの輸入支払			
	2010年	2019年	増減	2021年	2010年	2019年	増減	2021年
ラオス	56.7	64.4	+7.7	58.9	19.2	47.8	+28.6	29.7
ミャンマー	64.9	53.8	▲11.1	58.0	3.8	8.5	+4.7	10.8
カンボジア	43.0	38.0	▲5.0	38.1	52.0	12.3	▲39.7	49.9
ベトナム	9.3	20.9	+11.6	17.0	4.9	25.2	+20.3	18.7
フィリピン	5.5	29.6	+24.1	22.1	9.5	18.8	+9.3	9.7
インドネシア	10.7	19.3	+8.6	18.7	5.9	12.2	+6.3	9.3
ブルネイ	11.7	16.2	+4.5	17.1	0.0	0.7	+0.7	0.8
マレーシア	9.6	17.5	+7.9	18.0	5.5	8.6	+3.1	9.2
シンガポール	3.4	6.8	+3.4	7.8	2.4	7.8	+5.4	6.8
ASEAN全体	14.7	26.0	+11.3	24.3	5.7	14.1	+8.4	12.6

(出所)タイ中央銀行

アジアにおける新たなクロスボーダー決済の動き

- 近年デジタルやCBDCを利用した新たなクロスボーダー決済のトライアルがアジアで進行中

mCBDC Bridge（2021年2月に公表、稼働中）

- 香港、タイ、中国、UAEの中銀の他、各国・地域の計20商業銀行が参加
- mBridge ledgerを使用した、wholesale のmulti - CBDCプロジェクト
各国・地域のCBDCを用いたクロスボーダー送金、2つのCBDCの外為取引でのPvP決済等 を実施
- 確認された効果として、中銀マネーによるクロスボーダー決済、国際取引での現地通貨 使用を促し、**決済のスピード・コストを改善を目指す**
- 2024年9月、HKMAはプロジェクトの名前を Project e-HKD+ に改名し、より広範なデジタルマネー エコシステムへの拡張を提案
- 選別された11企業でトークン化された預金やe-HKD利用を模索

Project Dunbar（2021年11月に公表、稼働中）

- シンガポール、豪、マレーシアと南アの中央銀行が参加
- 分散型台帳技術（DLT）を使用しCBDCシステム（プラットフォーム）のプロトタイプを開発すること
- 参加国のCBDC間だとクロスボーダー決済を実施

Project Nexus（2021年7月にBISが公表、稼働中）

- BISが各国の高速決済システムを連携させ、国境を越えた即時決済を可能にする取り組みを開始
- BIS イノベーション・ハブ（シンガポール）は、CBDCを使う形式ではなく、既に世界約60ヶ国で安定的に運用されている高速決済システム（IPS）同士を接続する方法を標準化することで、クロスボーダー決済をスピードアップする取り組み
- シンガポール、マレーシアの各中央銀行が民間事業者と協力し、イタリアも加わり、シンガポール、マレーシア、ユーロ圏と実験的に接続する
- 2024年7月に第4フェーズ入りし、アジア6か国の即時決済システムの相互接続に取り組む

Project Ubin（2019年11月以降、段階的に実証実験を推進中）

- シンガポール（MAS）が開始したプロトタイプの、豪、マレーシアと南アの中央銀行が参加
- 第1～第2段階では、国内決済ネットワークでのシステム構築、第3、第4段階では複数のブロックチェーンプラットフォーム間でDVPやクロスボーダー決済システムを構築、現在第5段階で実証実験を進める
- プロジェクトの最終段階として、シンガポールの投資会社テマセクと米投資銀行のJPモルガンと協力を発表し、決済の効率性向上に取り組む

日本とアジアの 二国間スワップ協定

- アジア域内での円とアジア通貨の利便性向上のため、日本はJGBを担保としてスワップ協定を結んでいる。
- 東京市場での円とアジア通貨の直接取引の利便性向上のため、これをさらに発展させ、日本がアジア各国の国債を保有することで東京市場でアジア通貨の流動性を供給できるようにする。
- このようなスワップ協定が今後の円利用にどのように影響するのか？

日本が締結しているアジア二国間スワップ協定

	日本財務省通貨スワップ (ASEAN側は中銀)	日銀為替スワップ (ASEAN側は中銀)	クロスボーダー 担保	直接交換(※)		二国間財務金融対話 メカニズム(JWG等)
				日本国内	ASEAN側	
シンガポール	【星要請時】 日→星:30億ドル相当(米ドル・日本円) 【日要請時】 星→日:10億ドル(米ドル)	150億星ドル/ 1.1兆円	○ (日本国債)	—	—	○
マレーシア	【馬要請時】 日→馬:30億ドル(米ドル) 【日要請時】 馬→日:30億ドル(米ドル)	—	—	—	—	○
タイ	【泰要請時】 日→泰:30億ドル相当(米ドル・日本円) 【日要請時】 泰→日:30億ドル(米ドル)	2,400億泰バーツ/ 0.8兆円	○ (日本国債)	—	○	○
インドネシア	【尼要請時】 日→尼:227.6億ドル相当(米ドル・日本円)	—	○ (日本国債)	○	○	○
フィリピン	【比要請時】 日→比:120億ドル相当(米ドル・日本円) 【日要請時】 比→日:5億ドル(米ドル)	—	○ (日本円)	—	—	○
ベトナム	—	—	—	—	—	○
ブルネイ	—	—	—	—	—	—
カンボジア	—	—	—	—	—	—
ラオス	—	—	—	—	—	—
ミャンマー	—	—	—	—	—	—
(参考)						
中国	—	2,000億人民元/ 3.4兆円	—	—	(中国側)○	○
韓国	—	—	—	—	—	—
インド	【印要請時】 日→印:750億ドル(米ドル) 【日要請時】 印→日:750億ドル(米ドル)	—	—	—	—	○

出所：財務総合政策研究所（2020年11月4日） 富澤克行「中国とASEANの金融協力」

中国とASEANの金融協力

- 米中摩擦・コロナで更に中国とASEANの経済関係は接近し、貿易、投資、人の往来でASEANと中国の 10+1化が進む
 - 中国から見てもASEANは、米国、EUを上回り、貿易額の最も多い地域になっている
- 基本コンセプトは、現地通貨が主導し、金融が実体取引（貿易、投資等）を支え、人民元の国際化、米ドルに過度に依存しない取引を促進する（金融制裁に対する懸念）
- 現地通貨建スワップ（人民元とASEAN通貨のスワップ取極め）：シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、ラオス
 - シンガポール市場で人民元の短期流動性を供給する枠組みが存在
- 中国・カンボジア現地通貨決済の動き
 - 中国銀行（香港）を通じて、顧客向け貨物貿易決済を試験的に行い、カンボジア国内の人民元使用を拡大と、人民元とリエルの銀行間取引の促進を目指す
- 中国・インドネシアの現地通貨決済協力の推進
 - 2021年9月に人民銀行とインドネシア中央銀行は人民元・ルピアの現地通貨決済枠組みを正式始動。主に経常取引と直接投資のクロスボーダー決済を進める

中国のASEAN各国との金融協力一覧

	現地通貨建 スワップ(※)	現地通貨決済 推進合意	クリアリング 銀行	直接交換		人民元 外貨準備
				中国国内	ASEAN側(※※)	
シンガポール	3,000億元/ 610億星ドル	—	工商銀行 星支店	○	—	○
マレーシア	1,800億元/ 1,100億リンギット	—	中国銀行 馬支店	○	—	○
タイ	700億元/ 3,700億バーツ	—	工商銀行 バンコク支店	○(注)	—	○
インドネシア	2,000億元/ 440兆ルピア	○(注)	—	○(注)	○(注)	○
フィリピン	—	—	中国銀行 マニラ支店	—	○(注)	○
ベトナム	—	○(注1)	—	○(注2)	○(注3)	—
ブルネイ	—	—	—	—	—	—
カンボジア	—	○(注1)	—	○(注2)	?(注3)	○
ラオス	600億元/ 7.6兆キープ	○(注1)	工商銀行 ビエンチャン支店	△(注2)	—	—
ミャンマー	—	—	—	—	—	—

(参考)

				(中国国内)		(各国・地域側)
香港	8,000億元/ 9,400億HKドル(注)	—	中国銀行 香港	○	○	—
台湾	—	—	中国銀行 台北支店	—	—	—
日本	2,000億元/ 3.4兆円	—	①中国銀行 東京支店 ②三菱UFJ銀行	○	△	—
韓国	4,000億元/ 70兆ウォン	—	交通銀行 ソウル支店	○	○	—

(参考)

RQFII枠(19年 9月廃止)	備考
500億元	(参考)星市場には人民元の短期O/N流動性供給の仕組み(50億元)、人民元クリアリング参加行向け1週間/1か月の人民元貸出、貿易目的(3か月)の人民元貸出のファシリティあり
500億元	
500億元	(注)11年、雲南省で元・バーツの銀行間地域取引開始、その後上海CFETSに取引拡大
—	(注)20年9月、経常資本取引での現地通貨決済に合意。21年3月、元・ルピア直接決済正式開始、直接交換レートと銀行間取引を推進。21年9月、現地通貨決済(LCS)協力枠組みを正式開始、元・ルピアの銀行間市場地域取引立ち上げ。
—	(注)比商銀13行と中国銀行マニラ支店が18年10月、元・ペソ直接取引市場設立合意 (参考)比政府は中国国内で人民元建債券(パンダ債)を18年に14.6億元、19年に25億元発行
—	(注1、注3)経常資本取引で現地通貨決済合意あり。越北部国境7県で人民元建て決済が自由化 (注2)11年に広西で元/ドンの取引開始 (注3)越側でもドン/元のレートクォートが行われている模様
—	
—	(注1)21年3月、現地通貨決済対象を全ての経常資本取引に拡大。 (注2)17年に広西で元・リエルの取引開始、上海CFETSではなく、地域取引 (注3)カ中銀は中国銀行と工商銀行に人民元決済機関としての取扱いを許可、13の商銀に人民元での取引を許可(17年)
—	(注1)20年1月に中銀間で経常資本取引で現地通貨決済合意、22年9月人民元決済メカニズムに合意 (注2)11年に昆明で元・キープの相対取引開始
—	(参考)19年1月、緬中銀は人民元を(日本円とともに)緬の決済通貨として指定。22年1月、中国との国境貿易でチャット・人民元の直接決済を公式認可。 (3月、タイとの国境貿易でチャット・バーツの直接決済を認可)

2,000億元	(注)22年7月、通貨スワップの規模を従来の2倍とし、常設化。人民銀にとって常設化は初。
1,000億元	
2,000億元	(参考)18年、三菱東京UFJ、みずほ銀行の2行がパンダ債発行。
800億元	貿易促進のためにスワップの活用例あり 15年に韓国政府が中国銀行間市場で人民元建債券(パンダ債)30億元発行登録

(※) 現地通貨建てスワップは最新の契約値を表記。

(※※) ASEAN側の直接交換は、人民元との為替取引レートのクォートが実施される等、明示的な取組みが行われている場合を○としている。

6. まとめ

今後の対内直接投資に対するまとめ

日本の金融収支項目において、直接投資は対外、対内のバランスをとることが重要である。地政学リスクの高まりによるオフショアリングの再構築が進んでおり、特に円安や物価安を背景としてアジアから日本に製造業の対内直接投資が進んでいる。



さらなる促進のためには様々な面でのインフラ整備、規制や制度の見直しや改善が必要



- ✓ 産業別REERなどを参考にして、産業の競争力を考慮した補助金などでサポート
- ✓ 地方に輸出産業として誘致するためには、港湾などのインフラ整備（釜山など近隣港湾との連携）、地方税関での通関の簡素化やAEO制度の拡充などに着手
- ✓ クロスボーダー決済の革新
 - ・ アジアではリテール型CBDCやQRコード決済を通じた試験運用が複数の国で進められている
 - ・ 日本がアジアのプロダクションネットワークの製造拠点となるならば、アジア近隣諸国間でのホールセール型デジタル決済を進める推進役となる必要がある

東京市場の現在

- 東京市場の強み
 - 高い信頼性と豊富な預金量に裏打ちされたメガを中心とした銀行業務と外貨調達機能
 - BIS国際与信統計の2022年9月末の本邦所在銀行のグロス対外債権は4兆1,763億ドル、BIS国際資金取引統計の2022年9月末の邦銀の国際与信残高は、4兆5,375億ドルとどちらも米国、英国を抑えて世界1位
 - 日米間のスワップ協定により、米FRBから無条件でドルの流動性供給を受けることができる
 - 新型コロナウイルス感染拡大時には邦銀を通じてドルの流動性を供給し、金融システムの安定に貢献（円はドル基軸体制を補完する国際通貨としての側面が強まっている中曾・橋本(2023)）
- 東京市場の弱み
 - 日本経済の低成長による株式市場の低迷
 - 新たな金融サービスの変化に対応する適応力の遅さ
 - 間接金融に偏った家計金融資産
- 今後の東京市場に影響を与える事象
 - 経済安全保障の観点から新興国を中心に貿易決済における自国通貨利用の促進
 - 外貨準備の多様化が進み、盤石だったドル基軸に変化がみられる可能性あり
 - 中国経済の不振、円安・物価安によるREERの低下でアジアでの生産コストの比較優位が向上
 - アジアでみられる多国間の協力によるデジタル決済の進展

東京市場の目指すべき将来

- 円安・物価安を背景に対内直接投資の促進を政府・企業一丸となって推進
- 危機時にアジアに米ドルの流動性供給が行えるという立場を最大活用し、円の供給も行える二国間スワップ協定をさらに充実させ、アジアのセーフティ・ネットの中心となる
 - FRBとの中央銀行間スワップ取極は利用可能な常設の制度であり、日本の金融機関は国際的な金融危機時にドルの流動性を供給する上で重要な安全弁として機能する
 - 外資系企業が金融危機時にコミットメントラインを引き出し、預金の流出を加速させないために、トランザクションバンキングなどの付帯サービスを提供し、決済性口座を増価させ、流出しにくい預金を増やす取り組みが重要（日銀レビュー、2021-J-12）
- 政府や東京都が進める国際金融都市構想の推進については、窓口を一本化
- 豊富な家計金融資産を有する東京が目指すべきはNY型であり、ロンドン型の香港、シンガポール市場と共存する
 - アジアで進展している現地通貨建て利用の促進やデジタル決済に本格的に国として協力
 - デジタルも利用して、東京市場における少額取引での円とアジア通貨の直接取引の利便性をさらに高める

円建て取引促進の重要性

- 今回のロシアの対応でも分かったように、自国通貨建て貿易は将来の経済安全保障の観点からも極めて重要であり、政府主導で推進する価値はある
- 輸入面では欧米の優良顧客となり、**日本の円建て輸入をさらに拡大させる**とともに、輸出面では世界市場で高いシェアを維持できる日本でしか作れない**付加価値の高い製品に特化し、円建て輸出を増やす**
- 円・ドルだけではなく、**円・人民元の直接取引を含む、多通貨（の金融商品）が取引される金融・資本市場を東京に確立することが、アジアにおける経済安全保障の観点からも重要となる**
 - アジアをはじめとする新興国との二国間スワップ取り決めに拡充し、それぞれの国債を持ち合う担保ファイナンスを実践し、対円との直接交換取引を拡充
- 貿易決済通貨としての利用が高め、外貨準備として**長期的に保有される”アジアの安全資産“を目指す**
 - Shimizu et al.(2024)では、日本の低金利や円安が円建て利用にネガティブな影響を与えていることを実証。金融政策のさらなる正常化が望まれる。

ご清聴ありがとうございました。

参考文献

- ・ 財務総合政策研究所（2020年11月4日） 富澤克行「中国とASEANの金融協力」 https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2020/asean2020_01_02.pdf
- ・ 清水順子、他（2022年12月）「日本企業の貿易建値通貨選択－税関データを集計した各国別インボイス通貨シェアからわかること－」財務省号研究所ディスカッションペーパー https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron348.pdf
- ・ 中曾宏・橋本政彦（2023）「国際通貨としての円」〈財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」令和5年第3号（通巻第153号）
- ・ 日銀レビュー「アジアにおける外為市場の近年の特徴点について～日本・シンガポール・香港の比較～」2020年7月 日銀レビュー「BIS 国際銀行統計からみえる本年1-3月期の米ドル資金取引の動き」2020年9月 https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2020/data/rev20j12.pdf
- ・ 日銀レビュー「最近の大手行の外貨資金繰り運営～新型コロナウイルス感染症拡大の影響を中心に～」2021年10月 https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2021/data/rev21j12.pdf
- ・ 日本証券業協会 2022年2月 格差の国際比較と資産形成の課題について <https://www.jsda.or.jp/about/teigen/tougi/kakusa.pdf>
- ・ 日本総研 2022年19月 東京の国際金融都市ランキングの低下をどう見るか <https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/research/pdf/13750.pdf>
- ・ 村松健「国際金融センター東京への提言」月刊資本市場2021.6（No. 430）
- ・ 岩崎雄斗(2013年7月) 対内直接投資の産業間スピルオーバー効果、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ
- ・ 国際通貨研究所「CBDCによるクロスボーダー決済改善に向けた国際的取り組みについて」<https://www.iima.or.jp/docs/international/2022/if2022.10.pdf>
- ・ Ahmed Zoromé, 2007, Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition, IMF Working Paper WP/07/87
- ・ BIS “Project mBridge: Connecting economies through CBDC” <https://www.bis.org/publ/othp59.htm>
- ・ BIS（Dec, 2021）Covid-19 accelerated the digitalisation of payments [Covid-19 accelerated the digitalisation of payments \(bis.org\)](https://www.bis.org/publ/othp59.htm)
- ・ Charles P. Kindleberger, 1974, The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History, PRINCETON STUDIES IN INTERNATIONAL FINANCE NO. 36
- ・ [Emmanuel Mourlon-Druol](#) [Aliénor Cameron](#), July 2022, “Mapping banking centres globally since 1970” Working Paper, Bruegel. International Monetary Fund (IMF) (2000): “Offshore financial centers: IMF background paper”, June.
- ・ Ito, Takatoshi, 2017. “A New Financial Order in Asia: Will a RMB bloc emerge?” Journal of International Money and Finance, vol. 74, June: pp. 232-257.
- ・ Pamela Pogliani and Philip Wooldridge, July 2022, Cross-border financial centres, BIS Working Papers no. 1035.
- ・ [Pamela Pogliani](#), [Goetz von Peter](#) and [Philip Wooldridge](#), June 2022, The outside role of cross-border financial centers, BIS Quarterly Review [Robert N McCauley](#), [Patrick McGuire](#) and [Philip Wooldridge](#), September 2021, Seven decades of international banking, BIS Quarterly Review