第４章　日本における国際金融市場の再生に向けて：国際金融面からの提言

清水　順子[1]

【要旨】

東京市場は、1980年代以降、国際金融センターとして急成長を遂げたが、2000年代以降、その地位が低下している。本稿は、まず、金融センターの定義と歴史的経緯を紹介し、金融市場ランキングデータから東京市場の特性と課題を明らかにした。そこでは日本の対外的評価の低下がみられる一方で、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ことが明らかとなった。国際比較では、2000年代以降、国際金融市場として大きく差が開いたシンガポール・香港と日本を徹底比較した。その結果、現在の日本は取引が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るため、今後ドル円以外の為替取引を増やす重要性が示された。次に、対外・対内直接投資の観点から日本の状況を整理し、日本は対外直接投資が多い一方で、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いという課題を挙げた。そして、昨今の円安の状況は、外資のみならず生産拠点の国内回帰の好機であると考えられる。また、かつて盤石だったドル基軸に変化がみられる昨今の情勢を整理し、東京市場が国際金融市場において再生を果たすために、日本の円建て輸入をさらに拡大させるとともに、円建て輸出を増やすことの重要性を示した。

その上で、対内直接投資の誘致と東京市場が目指すべき将来の姿について提案を行う。対内直接投資のさらなる促進のためには、港湾などのインフラ整備、直接投資に関連する規制や制度の見直しや改善が必要になる。また、東京市場の進むべき方向性としては、第一に、日本への対内直接投資を促進すること、第二に、アジアのセーフティネットのハブとなること、第三に、政府・東京の取り組みを一本化すること、そして第四に、ロンドン型市場のシンガポールや香港と共存することである。

1. はじめに

2000年代以降、国際金融市場の取引は拡大する一方で、東京市場の地位は低下し続けている。本稿では、前半にその要因を、金融市場の定義や歴史的背景を踏まえつつ、国際決済銀行（BIS）をはじめとした市場関連データを活用して、金融市場動向や対内直接投資の現状など、幅広い観点から分析した。特に、オフショア市場を中心とする「ロンドン型」のシンガポール市場や香港市場と、豊富な資金量を背景としたオンショア市場を中心とする「ニューヨーク型」の東京市場との間に生じた大きな差の要因を徹底的に検討し、その問題点を明

[1] 学習院大学経済学部教授、財務総合政策研究所特別研究官

らかにした。後半では、税関データを利用した筆者の研究を紹介しながら、ドル基軸の行方や日本企業の通貨選択の現状についても整理した。そして、対内直接投資の促進や東京市場の国際金融センターとしての活性化に向けた提言を行う。

2.「金融センター」の定義と歴史

(1) 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は、銀行業務の発展と経済が発展している首都（大都市）機能の2つに依存していた。1970年代までは、金融センターは国内金融仲介が主な業務で、所在はロンドン、ニューヨーク、パリなど数少ない大都市に集中しており、その所在する国や都市の経済基盤に依存していた。日本は戦後、高度経済成長を遂げて、1980年代以降、東京が国際金融センターとして大きく育っていった。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巻するようになった。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が確認できる。金融取引についても、いわゆる融資、借り入れなどの資金の出し手と最終受け取り手の一方向の取引ではなく、国境を越えて業務を行う国際的な金融機関の、先進国・新興国間の投資資金フローを仲介するクロスボーダーの金融仲介取引の役割が増大している。また、金融サービスの主体としては、1990年代半ばまでは、クロスボーダーの金融取引の大半は銀行間取引によるものであったが、2010年代以降はノンバンク金融ビジネスとの取引金額がより多くなってきている。

(2) ロンドン市場と金融ビッグバン

現在、BISの統計上、世界最大規模の外国為替市場はロンドン市場である。ロンドンが金融市場の中心となったのは、1986年に英国で始まった金融ビッグバン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）。当時の英国における高齢化に伴い、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。そこで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、国内だけでなく海外の機関投資家を中心とする大口注文を対応可能にした[2]。また、外国株式取引のインフラとして1985年6月にSEAQインターナショナルが導入され、取引所における外国株式の売買高は急拡大した。特に、英国の企業が発行する株式が、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ったことで、取引コストが低い米国市場での取引高が増加した。さらに、1986年3月に出資比率規制が完全撤廃され、外部からロンドン証券

[2] 当時の状況の詳細については、日本銀行の資料「最近におけるロンドンシティの市場改革の動向」を参照されたい（https://www3.boj.or.jp/josa/past_release/chosa199011k.pdf）。

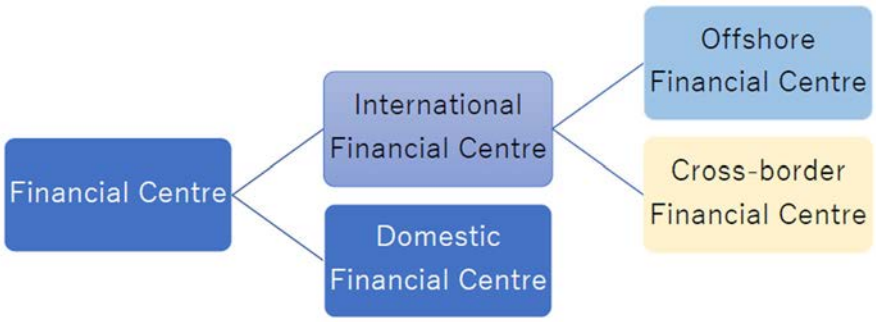
取引所会員業者への資本参加が可能となり、海外金融機関が多く参入することで、優秀な金融人材がロンドンに集結するようになった。こうして英国における金融セクターの規模・収益・人口は拡大し、金融サービス収支黒字が貿易収支赤字を上回るようになった。

(3) 金融センターの類型

ロンドン市場は金融ビッグバン以前からもユーロドル取引を中心としたオフショア市場として活躍していたわけであるが、そもそもオフショアという言葉が登場したのは1974 年のBISの年次報告書からであった。図表1は金融センターの類型であるが、まず銀行業務と首都機能に依存する金融センターが、外国為替市場などの国際金融取引が特に活発に行われる国際金融センター（International Financial Centre）と自国の経済力や蓄積された家計金融資産を背景とした国内金融センター（Domestic Financial Centre）に分かれ、その国際金融センターがオフショア市場（Offshore Financial Centre）とクロスボーダー市場（Cross-border Financial Centre）に分かれた。オフショア市場は、1970年代当時はユーロカレンシー[3]や国際銀行業務を取り扱う市場、つまり米国以外で取引されているドルを取引するようなものという意味でオフショア市場と言われており、その後、無税や緩い金融規制といった特徴を持つ市場になった。2000年代以降は、より能動時に金融仲介サービスを行うクロスボーダー市場が世界各地で取引を拡大するようになった。Zoromé (2007) では、香港やシンガポールに代表されるようなクロスボーダー市場を、非居住者に対する銀行サービス以外の金融サービスの規模が自国の経済よりも大きい市場と定義づけている。また、フローよりもストック重視で海外直接投資・証券投資残高の高さを重視したり（Fichtner, 2015）、資本・負債両サイドのグロスの対外投資残高を重視する（Lane and Milesi-Ferretti, 2018）特徴を持っている。ネットワークにおいては、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や企業レベルでの資本関係が重視されるようになり、そのような機能を兼ね備えた市場として、香港やシンガポールが発展していった。一方、東京市場はオフショア市場やクロスボーダー市場よりも日本企業中心・日本円を中心とするDomestic Financial Centerの性質に偏った市場であり、その点で香港やシンガポールから遅れをとっていると言える。

[3] 自国以外で取引されている通貨。

図表1　金融センターの類型



（出所）Pogliani and Wooldridge (2022)の記述から筆者作成

また、図表2のとおり、金融センターの中には、特定の金融サービス業務（銀行業務、保険業務、資産運用、コーポレート部門）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。このように、提供している金融サービスの範囲は、後述するZ/Yen and China Development Instituteが提供するグローバル金融センターインデックス（Global Financial Center Index[4]）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、タックスヘイブン、規制緩和および透明性なども金融市場の要素であることを指摘している。

図表2　金融センターのビジネスの特徴

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	

（出所）Pogliani and Wooldridge (2022)より抜粋

3. 様々なデータで見る世界の金融市場動向と東京市場

次に、昨今の東京市場の国際金融市場としてのステータスの低下の要因を探るため、金融市場を比較する様々なデータから日本の現状を整理する。

BISが2022年に行った世界為替市場調査（Triennial Central Bank Survey[5]）によると、世界

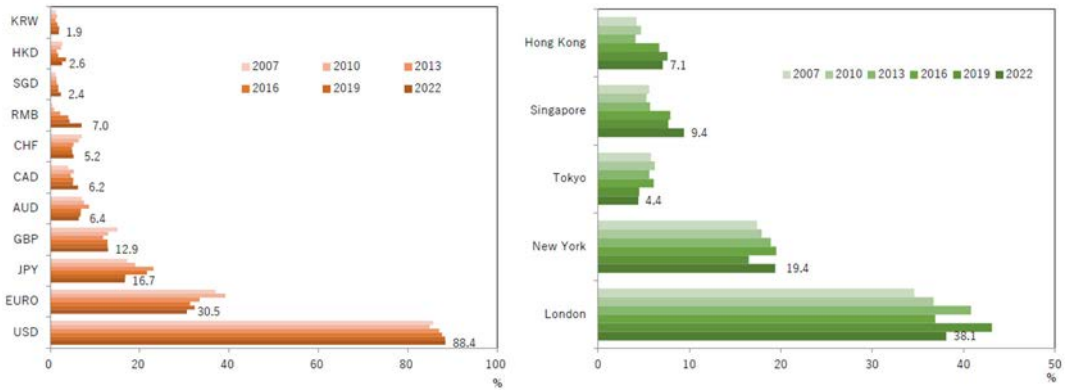
[4] 深センの中国開発研究所（CDI）とロンドンの Z/Yen パートナーによって 2007 年より開始され、毎年 3 月と 9 月に公表される金融センターの競争力を測る指数である。アンケートによる評価と、統計モデルによる評価（各金融センターに関する定量的指標を基に、機械学習アルゴリズムを用いて、金融センターの評価と定量的指標の相関を調べ、予測評価するもの）を組み合わせ評価されたものである。

[5] 世界の外国為替市場およ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。3 年に 1 度、調査年の 4 月に実施されている。

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％）で伸びはやや鈍化した。取引額の通貨別シェア（図表3左）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であった。ただし、このうち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である。一方で、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位に上昇した。この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が高い。日本円のシェアは2019年から微減しているが、2022年4月の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がある。

為替市場取引額の地域別シェア（図表3右）では、英国（ロンドン）、米国（ニューヨーク）、シンガポール、香港、日本（東京）の5大市場の順位は不変であった。2019年の前回調査と比較すると英国と香港のシェアが低下しているが、これは英国のEU離脱や香港での2020年の国家安全維持法施行が影響していると考えられる。その代わりに米国（ニューヨーク）とシンガポールがそれぞれシェアを伸ばした。近年、日本のシェアは減少傾向にあり、同じアジアに位置する香港・シンガポールと比較して劣後していることが分かる。

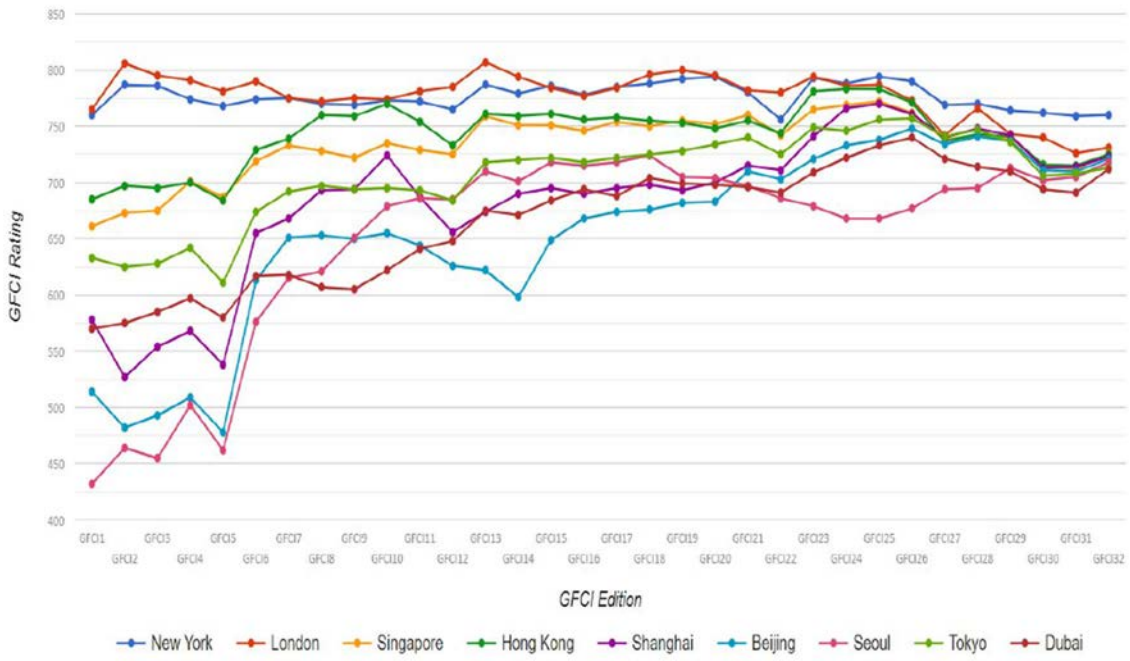
図表3　為替市場の主要通貨シェア（左）、主要市場シェア（右）



（注）　アジアには日本円以外のすべてのアジア圏の通貨が含まれている。
（出所）BIS「世界外国為替市場調査」より筆者作成

また、Z/Yen and China Development Instituteによるグローバル金融センターインデックスの日本の順位は、コロナ対応が他国よりも遅れたことや円安による賃金の割安感、株式市場の収益性の低下などが大きく影響し、20位であった（図表4）。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の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低下させていると考えられる。

図表4　グローバル金融センターインデックスのランキング推移



（出所）The Z/Yen Partnersより抜粋

一方で、BISの国際与信統計（Consolidated Banking Statistics[6]）を見ると、日本の存在感は大きい。図表5は与信残高を国別に表したものだが、日本は国際与信残高（Foreign Claims）と国内与信残高（Domestic Claims）ともに世界一位となっている[7]。国際与信統計における国際与信残高は、銀行の国内本支店から海外への貸し出し、国債や社債、株式など海外への証券投資に加えて、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メガバンクを中心として、邦銀が日本の豊富な資金量を背景に積極的な海外投融資を行っていることがわかる。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し、今では世界のセーフティネットとしての役割を果たしている、と指摘されている。特に邦銀はコロナ禍でドルスワップを用いてドル供給を行うなど、アジア市場において危機時の流動性供給を行ってきた。これは国際通貨としての「円」がドル基軸体制を補完するという側面をもっていることを意味するものである。

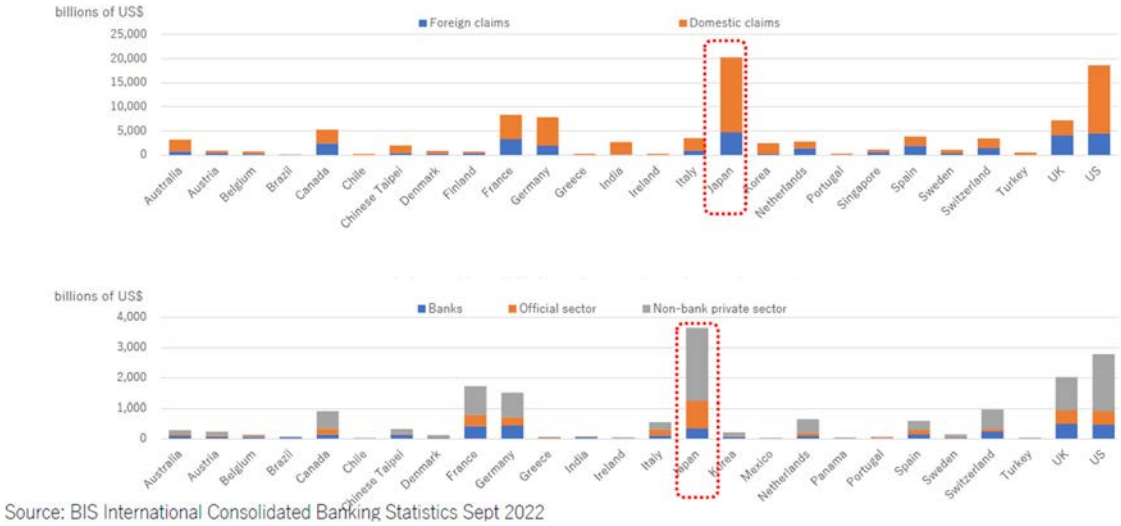
---

[6] BIS が、世界の主要 31 か国・地域に本店を持つ銀行の国際的な与信状況をグローバル・ベースでとりまとめた四半期統計のこと。

[7] BIS の定義によると、Foreign Claims は “Claim on residents of countries other than the country where the controlling parent is located, ie a claim of a domestic bank on non-residents of the reporting country. Foreign claims comprise local claims of the bank’s offices abroad as well as cross-border claims of the bank’s offices worldwide.” であり、Domestic Claims は “Claim of a domestic bank on residents of the bank’s home country. Domestic claims comprise local claims of the bank’s offices in the country as well as cross-border claims of the bank’s offices abroad.” となっている。

また、図表5で、与信残高全体のうち海外向けと国内向けのそれぞれが占める割合を見ると、国内与信残高は国際与信残高よりもさらに多く、日本は国内企業や家計を中心とする金融ビジネスの残高の割合が他国と比較して極めて高いことがわかる。さらに国際与信残高を部門別に見ると、生保・年金・不動産取引などを含むノンバンク・プライベートセクター（non-bank financial institutionsを含む）が一番大きく[8]、次いで政府や中央銀行を指すOfficial Sectorが2番目に大きいという特徴がある。

図表5　総与信残高：国内／国際（上）、国際与信残高の部門別（下）

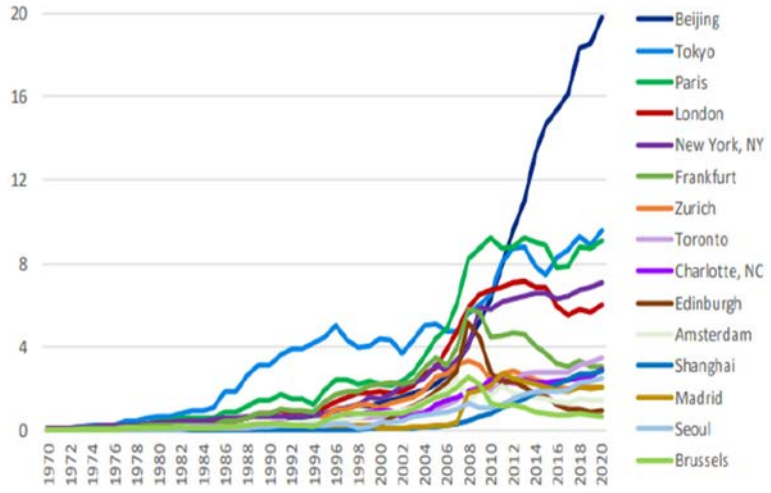


（出所）BIS「国際与信統計」より筆者作成

また、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（図表6）。2000年代半ば以降、その地位を中国に奪われているものの、中国と違い資本規制がない自由な取引ができるという点で、日本の地位は健在である。

[8] BIS による Non-Bank Private Sector の中には Non-bank Financial Institution も含まれており、生保や年金基金、投資ファンドなどが含まれる。詳細については、Aramonte et al. (2021）の“Non-bank financial intermediaries and financial stability” (https://www.bis.org/publ/work972.pdf)　を参照されたい。

図表6　銀行資産ランキング（単位：1兆ドル）



（出所）Emmanuel Mourlon-Druol and Aliénor Cameron (2022)より抜粋

4. 東京･香港･シンガポールの徹底比較

村松（2021）によれば、金融市場はニューヨーク型とロンドン型にわかれる。前者は自国の経済力や蓄積された家計金融資産を背景とした巨大なオンショア市場が中心であり、後者はオフショア市場を中心として第三国間の金融取引仲介の場として機能している。以下では、ニューヨーク型の東京市場と、ロンドン型の香港市場、シンガポール市場を比較してみたい。

(1) 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から、英米法系のリーガル・システムを維持し、英語が公用語であるという点で、国際金融センターとしての優位性がある。さらに、香港は中国、シンガポールはASEANという、両都市がもつ後背地の規模と成長性に加えて、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も重要な側面として指摘される。また、図表7にあるように両都市とも日本と比べて国内GDPに占める金融業の割合が高く、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点も大きな利点となっている。

図表7　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

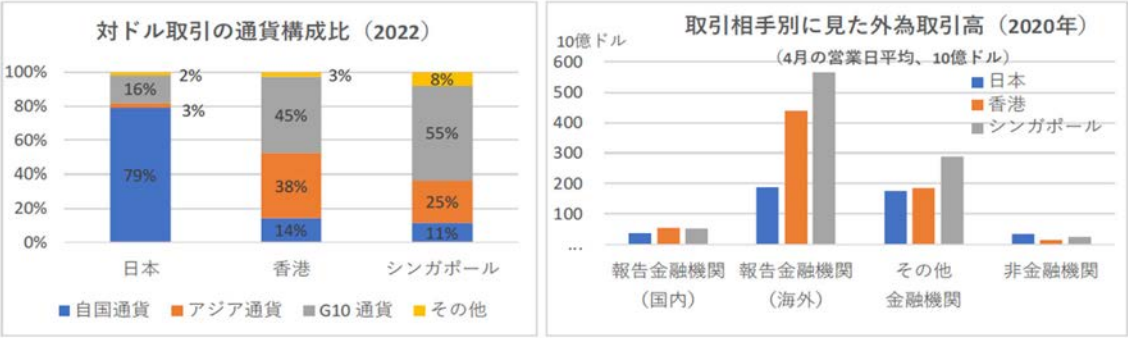
（出所）東京都「第2回『国際金融都市・東京』構想に関する有識者懇談会」事務局資料より抜粋

(2) 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、日本、香港、シンガポールの3つの市場の特徴として以下2点が指摘される。まず第一に、対ドルの通貨構成比を見ると（図表8左）、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している。第二に、取引相手別に見た外為取引高を見ると（図表8右）、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ことがわかる。

アジア通貨の為替取引については、アジア域内ではまだ資本規制が存在するため基本的には経常取引が中心であり、為替市場での取引も香港は中国、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成長してきた。今後、日本が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。

図表8　対ドル取引の通貨構成比（左）、取引相手別に見た外為取引高（右）



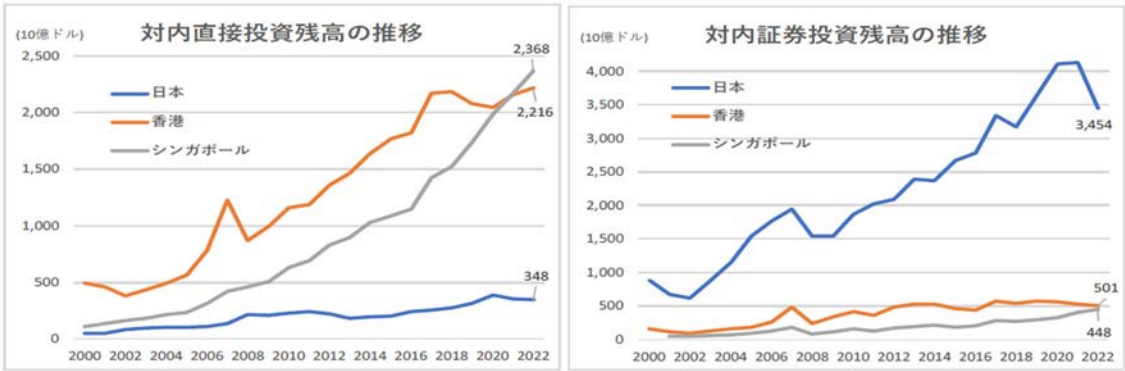
（注）　アジア通貨は、人民元、香港ドル、インドルピー、韓国ウォン、シンガポールドル、台湾ドルが対象。他のアジア通貨は内訳が非公表なため、その他に含まれている。アジア通貨とG10通貨は自国通貨を除く。

（出所）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」より筆者作成

(3) 対内直接投資残高･対内証券投資残高の比較

図表9は対内直接投資残高・対内証券投資残高をそれぞれ3か国で比較した図である。香港とシンガポールは、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ており、2022年時点で日本が3,480億ドルであるのに対して、シンガポールは2兆3,680億ドルと日本の7倍近くまで拡大している。香港やシンガポールに外資系企業が進出し、各国の通貨の取引が発生している中、日本は国内企業の円の取引が大半で、アジアのその他通貨の需要が生まれない状況となっている。一方で、対内証券投資については、日本が香港・シンガポールに大きく差をつけている。これは日本の株式市場・債券市場が香港、シンガポールと比較して大きいことに加えて、規制や通貨の国際化の度合いも影響を与えている。しかし、外為市場の取引という観点からは、対内証券投資よりも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推察される。

図表9　対内直接投資残高（左）、対内証券投資残高（右）の推移



（出所）財務省「財政金融統計月報」より筆者作成

次に、金融収支動向について3か国を比較したのが図表10である。日本の特徴は、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。香港ではほぼ同額、シンガポールでは対内が対外を上回っており、日本とは大きく状況が異なっている。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、双方向性が不足していることがわかる。

図表10　金融収支の動向

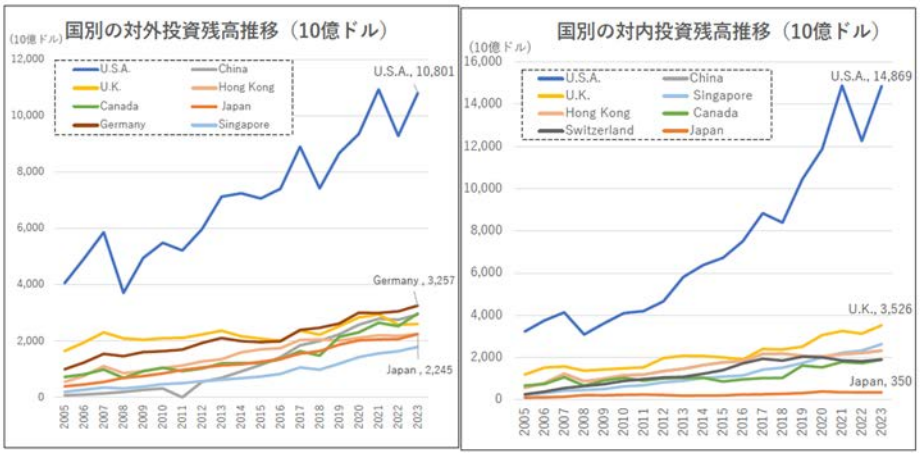
（出所）BOPS、IMFより筆者作成

5. 日本の対内直接投資動向

(1) 対外･対内直接投資残高の国際比較

先述したとおり、日本の直接投資は、香港やシンガポールに加えて他の主要国と比較しても、対内直接投資が対外直接投資に比べて非常に低い（図表11）。2023年の資産負債倍率は、他国が1以下あるいは1付近であるのに比べて日本は6.4であり、非常に高くなっている。

図表11　主要国別対外・対内直接投資推移（左、中央）、資産負債倍率（右）



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

（出所）IIP、IMFより筆者作成

図表12は2023年末の対日直接投資残高を業種別、国・地域別に表したものである。業種別では、金融・保険業の占める割合が36.3%と非常に大きいという特徴に加えて、2位、3位、4位、9位の各製造業が伸びてきている。国別では米国、英国、シンガポールが全体の半分以上を占めている。昨今の状況としては、台湾の大手半導体メーカー台湾積体電路製造（TSMC）の熊本県への工場進出を背景として、台湾がトップ10に入った。

図表12　対日直接投資残高業種別（左）、国・地域別（右）

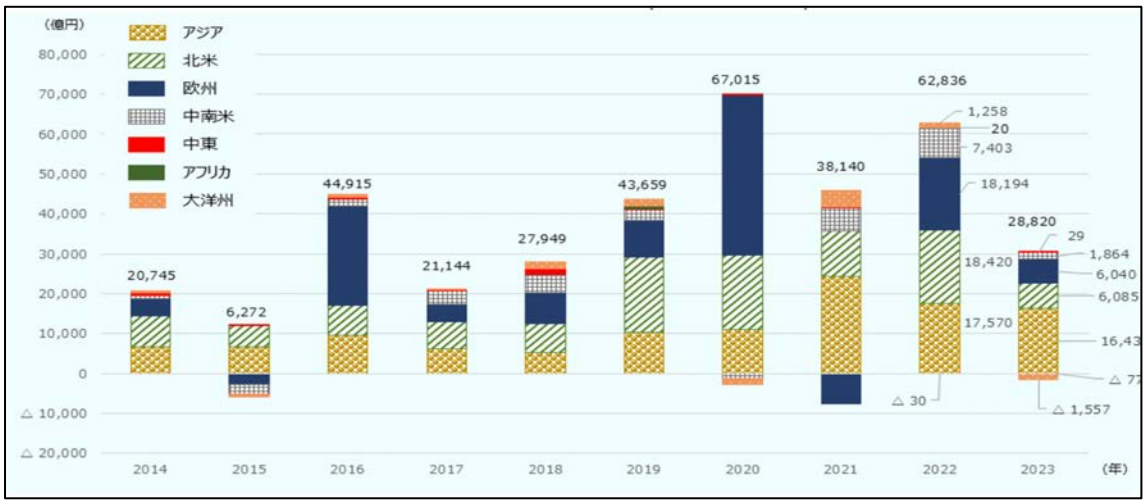
順位	国・地域	残高（億円）	前年比伸び率（%）	構成比（%）
1	金融・保険業	115,213	△ 2.3	36.3
2	化学・医薬	31,900	8.7	10.1
3	輸送機械器具	31,744	3.5	10
4	電気機械器具	26,992	19.4	8.5
5	通信業	25,398	12.7	8
6	サービス業	14,534	△ 10.3	4.6
7	運輸業	13,658	10.2	4.3
8	卸売・小売業	6,098	145.0	1.9
9	一般機械器具	5,894	2.5	1.9
10	不動産業	5,571	10.3	1.8
—	その他	40,166	10.8	12.7
—	合計	317,168	5.3	100

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

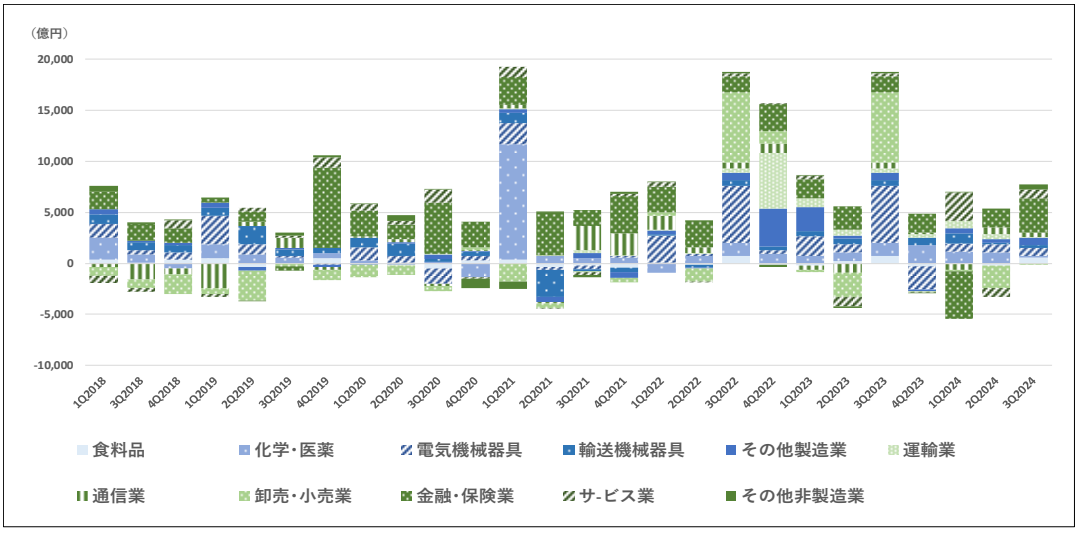
（出所）JETRO「ジェトロ対日投資報告2024」より抜粋

地域別および業種別の対内直接投資フローの動向を示しているのが図表13である。地域別の推移を見ると、2020年には、新型コロナウイルス感染症の影響を背景に、化学工業における欧州からの対内直接投資が急増した。しかし、この要因を除いた通時的な変化を見ると、アジアからの対内直接投資は安定的に推移している一方で、北米および欧州からの投資は減少傾向にある。業種別で見ると、青色系統で表示してあるものが製造業系、緑色系統で表示しているものが非製造業の業種であるが、全体で見るとコロナ禍の一部の時期を除いて非製造業が多いという特徴がある。

図表13　対日直接投資額フロー推移（地域別（上）、業種別（下））



（出所）JETRO「ジェトロ対日投資報告2024」より抜粋



（出所）財務省「財政金融統計月報」より筆者作成

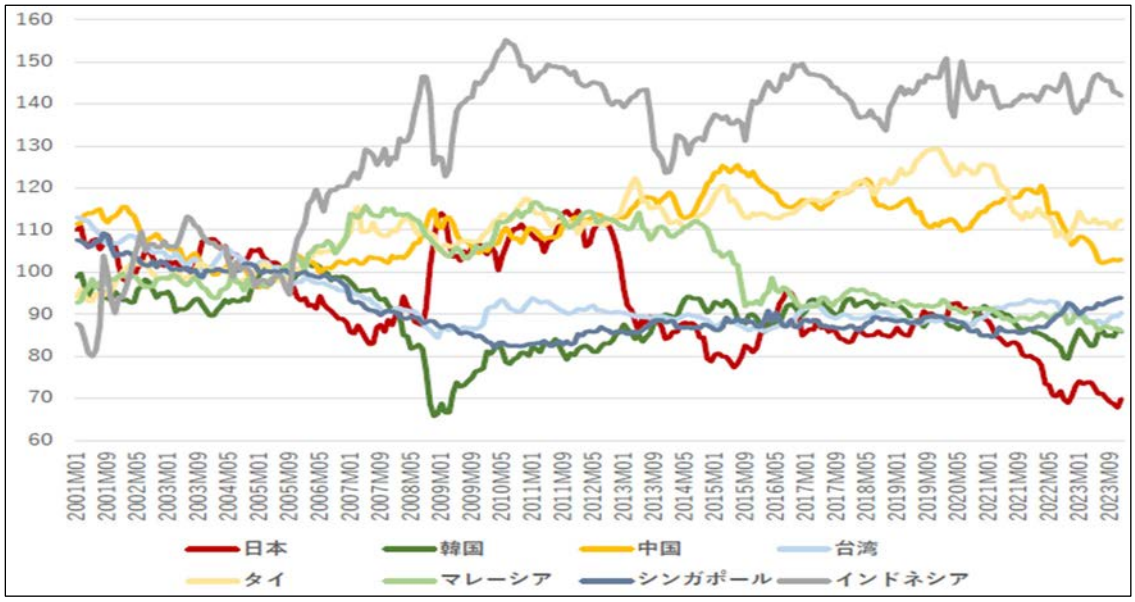
(2) 産業別実質実効為替相場の推移

図表14は、為替レート変動が貿易に及ぼす影響を見るために、アジアの主要通貨の産業別実質実効為替相場[9]（REER、2005=100）の推移を表している。本図表で使用しているデータは経済産業研究所（RIETI）が公表しているデータである。BISが公表するREERは消費者物価指数（CPI）を基に算出されているが、RIETIのデータの最大の特徴は、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（PPI）」を収集し、産業別

[9] 現在は 25 か国、13 業種のデータが公開されている。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。

の実質実効為替レートを構築している点にある。このデータによると、アジア諸国の中で日本円のREERが最も大きく下落しており、他国と比較して日本での生産コストが相対的に低いことがわかる。したがって、これまで税制優遇で外資を引き付けていたシンガポールなどのアジア諸国との間で比較優位が働くため、日本企業の国内回帰のみならず外資の対日投資を促進する絶好の好機であり、政府による積極的なサポートが必要である。

図表14　産業別実質実効為替レート（アジアの製造業）



（注）　2005年＝100。
（出所）経済産業研究所（RIETI）

(3) 対内直接投資の決定要因

対内直接投資は、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、短期的かつ変動の激しいポートフォリオ投資よりも安定的な対内直接投資フローは一国の経済成長にとって重要な要素であり、対内直接投資の決定要因が発展途上国を中心に研究されてきた。その中では、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。その中でも、Dellis et al. (2017) 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対内直接投資を誘引する上で重要であることを示唆した。

また、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（reshoring）も含めた研究が進んでいる。Alfaro and Chor (2023) によると、米国製造業では国内回帰が進んでいるほか、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限定のサプライチェーンを構築するフレンドショアリングや、地理

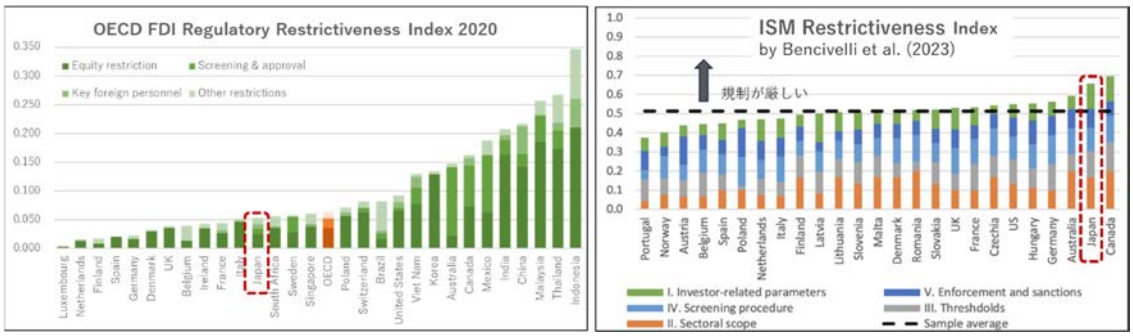
的に近い国や地域へ事業を移転したり、アウトソーシングしたりするニアショアリングが増えている。

一方で、実質実効為替相場（REER）が対内直接投資に与える影響についての分析はあまり多くない。Lissovolik et al. (2008) は、OECD16か国（1995-2003）をサンプルとした実証研究を行い、日本のREERの減価が海外からの直接投資を促進するという結果を示している。

(4) 対内直接投資に対する規制の強化

REERの減価が対日投資を促進する好機とされる一方で、近年の地政学的緊張の高まりに伴い、貿易や資本の流れに対する規制が急増している。多くの先進国では、政府が国内の利益を脅かす可能性のある取引を審査し、場合によっては条件を付けたり禁止したりできる権限を付与する、既存の投資審査メカニズム（ISM）の採用または強化が進んでいる。図表15の左図にあるOECDの「FDI Regulatory Restrictiveness Index」は、各国がFDIに対して、どの程度規制しているかを測る定量的な指標である。数値が1に近ければ規制が強いとされる。この指標によると、日本も比較的規制が強い国ではないことがわかる。一方で、図表15右図のBencivelli et al. (2023) が作成した「ISM Restrictiveness Index」は、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、点線を超えた国は規制が厳しいとみなす。これによると、OECDの「FDI Regulatory Restrictiveness Index」とは対照的に、日本はカナダに次いで規制が厳しい国ということになる。直接投資に対する規制は、経済安全保障の観点から一定程度必要であるが、これらの規制が対内直接投資を阻害している面があるということも考慮しなくてはならない。

図表15　FDI規制の各国比較



（出所）OECDより作成（https://data.oecd.org/fdi/fdi-restrictiveness.htm）（左図）、Bencivelliet al. (2023)より抜粋（右図）

(5) 対内直接投資が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2つがある。

2000年代初頭の実証研究では、直接効果について、日本に参入した外資系企業は、国内企業よりも生産性が高いことが明らかにされてきた。この結果は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りマクロの生産性も高まることを示唆している。また、外国資本比率の上昇した企業では、他の企業より生産性が向上することが報告されており、外国資本の参入は企業の生産性にプラスの影響を及ぼすことが確認されている。

一方、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）は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。その結果、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。これらの結果は、生産性の高いグローバル企業の国内参入が、企業間の技術のスピルオーバー等のチャネルを通じて、わが国製造業全体の生産性向上に望ましい影響を与えてきた可能性を示唆している。

6. 国際金融市場の再生に影響を与えるその他の要因

(1) ドル基軸の行方～円建て取引促進の重要性～

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。Gopinath 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。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とされている。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。

一方、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るため、現地通貨建てシェアは2か国間での利用実態を確認するべきと主張している。実際に、清水ほか（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。図表16は相手国別のインボイス通貨シェアを表にしたものである。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に見られる。金額ベースで見ると、中国では全体の10.4%が人民元建て、タイだと15.5%がタイバーツ建て、インドでは9.6%がインドルピー建てとなっており、2014年と比較して米ドルのシェアが減少し、相手国通貨シェアが増加していることがわかる。

図表16　相手国別のインボイス通貨シェア

	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%)
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%)
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%)
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%)
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%)

（注）　カッコ内は2014年との比較。
（出所）清水、他（2022）より抜粋

こうした変化を好機と捉え、日本はアジア通貨と日本円の為替取引の利便性を図ることが重要である。今回のロシアの危機対応[10]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がある。清水、他(2022)によれば、日欧間の貿易では輸出においてそれぞれ相手国の通貨を用いるPTM戦略、すなわち欧州企業にとって日本は優良顧客であり、輸出において相手国通貨を用いることで、為替の変動に関わらず相手国市場の価格を安定化させる戦略が採られていることを確認している。こうした取引が欧州のみならず、米国からの輸入でも増えれば、日本の欧米からの輸入において円建て取引が増えることが期待される。さらに、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ことが重要となる。また、円のアジア域内における決済通貨としての利用価値を積極的に高めるとともに、円対アジア主要通貨の直接取引市場を東京市場に開設することで、円が外貨準備として長期的に保有される「アジアの安全資産」となることを目指すべきである。そのためには、低金利や円安の状態を是正する必要があり、早期の金融政策の正常化が望まれる。

(2) 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である。具体的な事例を以下に示す。

① mCBDC Bridge（2021年2月に公表、稼働中）

mBridge ledgerを使用したホールセール型CBDCのプロジェクトで、香港、タイ、中国、UAEの中銀の他、各国・地域の計20商業銀行が参加した。プロジェクトの目的は、現行のクロス

[10] ロシアは、ロシア・ウクライナ危機後に国際銀行間通信協会（SWIFT）から排除されるなどの金融制裁を受け、一時的にルーブルが急落したときにも、資源輸出相手国にルーブル建てを要求し、国内輸出業者に輸出で手に入れたドルを売ってルーブルに替えるように指示を出すことで、ルーブルの急落を凌いだという。

ボーダー決済システムにおける非効率性や高コスト体質、コンプライアンス業務の複雑性などの問題を緩和するための手段とコンセプトを提案することである。各国・地域のCBDCを用いたクロスボーダー送金や2つのCBDCの外為取引でのPvP決済等を実施した。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・コストを改善する効果が見られた。

② Project Nexsus（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した。BISイノベーション・ハブであるシンガポールは、CBDCを使う形式ではなく、既に世界約60か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のスピードアップに取り組んでいる。さらにシンガポール、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、ユーロ圏との実験的な接続を実施、2024年7月には第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んでいる。

③ Project Dunbar（2021年11月に公表、稼働中）

シンガポール、オーストラリア、マレーシアと南アフリカの中央銀行が参加しているプロジェクト。mCBDC Bridgeと同様に、既存のクロスボーダー決済システムが抱える課題解決を掲げ、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を目的とする。

④ Project Ubin（2019年11月以降、段階的に実証実験を推進中）

シンガポールが立ち上げた、銀行間取引にブロックチェーン技術を応用することを検討するプロジェクトである。参加国はシンガポール、オーストラリア、マレーシア、南アフリカである。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モルガンとの協力を発表し、決済の効率性向上に取り組んでいる。

(3) 日本とアジアの二国間スワップ協定

アジア域内における円とアジア通貨の直接取引の利便性向上のため、日本は日本国債（JGB）を担保として、アジア各国と金融危機の際に通貨を融通しあうスワップ協定を結んでいる（図表17）。従来のスワップ協定の対象通貨は米ドルであったが、近年は必要に応じて円とも交換できる取り決めになっている。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、このスワップ協定をさらに発展させ、日本がアジア各国の国債を保有する

ことで、東京市場における金融仲介機能を高めることが重要である。

図表17　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）富澤克行（2020）「中国とASEANの金融協力」、財務総合政策研究所

(4) 中国とASEANの金融協力

米中摩擦やコロナショックでさらに中国と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化が進んでいる。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である。中国とASEANの金融面での協力におけ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）ことである。中国人民銀行はシンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、ラオスの中央銀行との間で、現地通貨建スワップ（人民元とASEAN通貨のスワップ取り決め）を結んだ[11]。その他、中国とカンボジアは、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の拡大と、人民元とリエルの銀行間取引の促進を目指す。また、中国とインドネシアでは2021年9月に中国人民銀行とインドネシア中央銀行が人民元・ルピアの現地通貨決済枠組みを正式始動して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など、中国はASEAN各国との金融協力を積極的に進めている。

[11] シンガポール市場は人民元の短期流動性を供給する枠組みが存在する。

7. さいごに

本稿では、前半は2000年に入り、国際金融市場としての東京市場の地位が継続的に低下している要因を、金融市場の定義や歴史といった基礎的な部分から、様々なデータを使用して金融市場動向の国際比較や対内直接投資の現状の整理を行う等、多角的に分析した。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、その問題点を探った。後半は税関データを利用した筆者の研究を紹介しながら、ドル基軸の行方や日本企業の通貨選択の現状についても整理した。

その上で、今後の対内直接投資の誘致に向けた方向性を示す。前提として、日本の金融収支項目において、直接投資は対内・対外のアンバランスが諸外国と比較して顕著であるため、そのバランスをとる必要がある。現在、米中対立をはじめとする地政学的リスクの高まりによるオフショアリングの再構築が進む局面で、特に円安や物価安を背景として、アジアから日本に対する製造業の対内直接投資が進んでいる。そこで、さらなる対内直接投資のためには、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となる。より具体的には、第一に、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によるきめ細やかなサポートが重要である。第二に、地方に輸出産業として海外企業を誘致するためには、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することも肝心である。第三に、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が、そのためにも、日本のクロスボーダー決済を革新することが重要である。

また、東京市場は豊富な預金量、高い信頼性のあるメガバンクを中心とした銀行業務や外貨調達機能を有しており、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。一方で、既に述べたとおり国際金融都市になるための諸課題がある。そこで、今後の東京市場が目指すべき将来像を4点挙げたい。第一に、日本への対内直接投資を促進することである。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。昨今の円安によるREERの大幅な低下は、外資のみならず生産拠点の国内回帰には絶好の機会となる。第二に、アジアのセーフティネットのハブとなることである。日本銀行が米FRBと締結している中央銀行間スワップ取極のネットワークは、金融危機時にも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してきた。また、財務省・日銀は、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を拡充しており、こうした東京市場のセーフティネットとしての機能をより強調することで東京市場における金融仲介機能を高めることが重要である。第三に、政府・東京の取り組みを一本化することである。政府や東京都などを中心に行われている東京市場活性化のための

取り組みの窓口を一本化し、様々な決定プロセスの迅速化を図る必要がある。そうすることで、現在シンガポール、香港やタイなどで実証実験が進められている中央銀行デジタル通貨（CBDC）などを利用したデジタル決済促進政策に協調していくべきである。第四に、ニューヨーク型の金融市場として、ロンドン型のシンガポールや香港と共存することである。今後は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関する取り組みに、本格的に日本政府として協働することや、日本のデジタル決済手段を進化させて、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ことが重要である。

参考文献

岩崎雄斗（2013）「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』, No.13-J-9

経済企画庁（1997）「金融制度改革が促進する世界経済の活性化」『年次世界経済報告』

ジェトロ（2024）「ジェトロ対日投資報告 2024」<https://www.jetro.go.jp/invest/investment_environment/ijre/report2024/>（2025 年 4 月 2 日閲覧）

清水順子・伊藤隆敏・佐藤清隆・吉見太洋・安藤健太・吉元宇楽（2022）「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－」, PRI Discussion Paper Series, No.22A-04

清水順子（2024）「第 6 章　国際金融面からの提言：日本における国際金融市場の再生」,『2023 年度・2022 年度金融調査研究会』

東京都「『国際金融都市・東京』構想に関する有識者懇談会」, 第 2 回, <https://www.startupandglobalfinancialcity.metro.tokyo.lg.jp/gfct/vision/road-to-vision/yushikisha-kondankai>（2025 年 4 月 2 日閲覧）

富澤克行（2020）「中国と ASEAN の金融協力」, 財務総合政策研究所

中曾宏・橋本政彦（2023）「国際通貨としての円」,『フィナンシャル・レビュー』, 令和 5 年第 3 号（通巻第 153 号）

日本銀行（1990）「調査月報最近におけるロンドンシティの市場改革の動向（調査月報：1990 年）」<https://www3.boj.or.jp/josa/past_release/chosa199011k.pdf>（2025 年 4 月 28 日閲覧）

村松健（2021）「国際金融センター東京への提言」,『月刊資本市場』, No. 430

鷲見和昭・門川洋一（2020）「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―」『日銀レビュー・シリーズ』, 20-J-5 <https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2020/rev20j05.htm>（2025 年 4 月 28 日閲覧）

Alfaro, Laura and Davin Chor (2023) “Global Supply Chains: The Looming “Great Reallocation”,” NBER Working Paper Series, No.31661

Aramonte, Sirio, Andreas Schrimpf, and Hyun Song Shin (2021) “Non-bank financial intermediaries and financial stability,” BIS Working Papers No 972(https://www.bis.org/publ/work972.pdf)

Bencivelli, Lorenzo, Violaine Faubert, Florian Le Gallo, and Pauline Négrin (2023) “Who’s Afraid of Foreign Investment Screening?,” Banque de France Working Paper, No.927

Dellis, Konstantinos, David Sondermann, and Isabel Vansteenkiste (2017) “Determinants of FDI inflows in advanced economies:Does the quality of economic structures matter?,” ECB Working Paper Series, No.2066

Fichtner, Jan (2015) “The offshore-intensity ratio: identifying the strongest magnets for foreign

capital," City University London, CITYPERC Working Paper, No.2015/02

Gopinath, Gita, Emine Boz, Camila Casas, Federico J. Díez, Pierre-Olivier Gourinchas, and Mikkel Plagborg-Møller (2020) "Dominant Currency Paradigm," *American Economic Review*, 110 (3) pp.677–719

International Monetary Fund (2000) "Offshore financial centers: IMF background paper," June

Kindleberger, C.P. (1974) "The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History," *Princeton Studies in International Finance*, No.36

Lane, P.R. and Gian Maria Milesi-Ferretti (2018) "The external wealth of nations revisited: international financial integration in the aftermath of the Global Financial Crisis," *IMF Economic Review*, vol 66, pp.189–222

Lissovolik, Bogdan, Julio Escolano, Stefania Fabrizio, Werner Schule, Herman Z Bennett, Stephen Tokarick, Yuan Xiao, Marialuz Moreno Badia, Eva Gutierrez, Iryna V. Ivaschenko (2008) "Competitiveness in the Southern Euro Area: France, Greece, Italy, Portugal, and Spain," IMF Working Paper WP/08/112

Mourlon-Druol, Emmanuel and Aliénor Cameron (2022) "Mapping banking centres globally since 1970," Working Paper 12/2022, Bruegel

Pogliani, Pamela and Philip Wooldridge (2022) "Cross-border financial centres," BIS Working Papers, No.1035, Bank for International Settlements

Shimizu et al. (2024)"Invoice Currency Choice and its Determinants in Japanese Trade: New Evidence from Japanese Customs Data," PRI Discussion Paper Series (No.24A-02)

Zoromé, Ahmed (2007) "Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition," IMF Working Paper WP/07/87