

## 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

清水順子

### 要旨：

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。この要因としては、第一に日本経済の長期低迷が挙げられるが、それ以上に新興国経済の拡大を背景とするクロスボーダー取引の拡大や金融市場のプレーヤーとして銀行以外のノンバンクの存在感が高まる中で、国際金融市場そのものの変貌に日本の金融が追いついていないことが大きな要因となっている。中国の台頭やロシア・ウクライナ危機による地政学リスクが高まる中で国際金融市場の二極化が加速する中、G7の枠組みにとらわれず、アジアを中心とする新たな東京市場を再生していく必要がある。

本論文では、この問題について以下4つ提言を行う。

- 日本への対内直接投資を促進する。昨今の円安による実質実効為替相場（REER）の大幅な低下は、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、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。
- アジアのセーフティネットのハブとなる。昨今の地政学リスクが高まる中で、日本の金融機関が持つ豊富な資金力や日米間のスワップ協定を強みとして、アジアのセーフティネットとしてドルの流動性供給の役割を果たす役割をアピールする。
- 一方で、昨今の地政学リスクの高まりから中国を中心としてアジアでは自国通貨建て取引促進政策やデジタル決済の実証実験が進展している。日本の金融は、こうした動向に官民の両面から積極的に関わり、東京市場におけるアジア通貨との直接交換取引を促進するとともに、アジア域内で円の決済通貨としての利用を高め、外貨準備として長期的に保有される”アジアの安全資産“となることを目指す。
- 国内の膨大な貯蓄を対内直接投資する外資系企業の資金調達面で活用する。昨今の貯蓄から投資への流れを利用し、ロンドンなど海外市場とのストックコネクト制度の導入などを通じて、国内の膨大な貯蓄を円建てのみならず、外貨建て証券の運用ができるような市場に変えていく。
- 政府・東京の取り組みを一本化する。政府・東京都は国際金融都市構想などを打ち立て、様々な政策を打ち出しているが、ワンストップとしての機能が分散しており、対外的にわかりにくい。ロンドンのシティのような役割を時限的に東京都に与え、対内直接投資を促進する。

キーワード：対内直接投資 地政学リスク ドル基軸 セーフティネット インボイス通  
貨選択 デジタル決済

JEL classification : F31, F33, G15

## 1. はじめに <提言>

2000年代以降日本経済の長引く低迷を反映して、国際金融市場としての東京市場の地位が低下している。東京市場の弱みとしては、日本経済の低成長による株式市場の低迷のみならず、新たな金融サービスの変化に対応する適応力の遅さや間接金融に偏った家計金融資産が挙げられる。本稿では、2000年代以降東京市場は国際金融市場として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、その要因から東京市場活性化の糸口を探り、提言を行うことを目的とする。

東京市場の強みとしては、長年世界の国際金融市場として培ってきた高い信頼性と豊富な預金量に裏打ちされた銀行業務、特に安定的な外貨調達機能が第一に挙げられる。さらに、日米間のスワップ協定により、危機時には米中央銀行（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。事実、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したという事象も、東京市場がアジアにおけるセーフティネットとしての役割を果たすことができることを示している（日銀レビュー、2020.2021）。他方、東京市場の弱みとしては、長引く日本経済の低成長や低金利といったマクロ経済面の弱さに加えて、間接金融に偏った家計金融資産や新たな金融サービスの変化に対応する適応力の遅さといった金融に対する国民性を指摘することができる。しかし、今後の東京市場に影響を与える事象として、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が促進され、盤石だったドル基軸に変化がみられる可能性があること、さらに、昨今の円安・物価安による円の実質実効為替相場（REER）の低下によって、アジア各国との間で日本の比較優位が向上していることから、今こそが東京市場の復活を図る絶好の時期であると考えられる。

本論文では、特に2000年代以降国際金融市場として大きく差が開いた香港・シンガポールと東京について徹底比較した上で、以下四つの提案を行う。

- 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。このことは、日本企業が海外にリスクを取りに行っているのに対して、海外企業が日本でのリスクを相応に負担しておらず、リスク負担のアンバランスな状態が続いていたことを意味する。前述のように、昨今の円安によるREERの大幅な低下を利用して、外資のみならず生産拠点の国内回帰には絶好のチャンスと考える。こうした対日投資と連動して、アジア各国の銀行の支店を日本に誘致し、アジア域内での金融仲介機能を高めることも視野に入れたい。
- 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、危機時にも利用可能な常設の制度である。特に、新型コロナウイルスが急拡大した国際的な金融危機時に、日本の金

融機関は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極を拡充している。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三メガを中心とする日本の金融機関がアジアの外資系企業との取引を拡大し、東京市場におけるドルの金融仲介機能をさらに高めることが重要である。

- 第三に、昨今の地政学リスクの高まりから中国を中心としてアジアでは自国通貨建て取引促進政策やデジタル決済の実証実験が進展している。日本の金融は、こうした動向に官民の両面から積極的に関わり、東京市場におけるアジア現地通貨の直接交換市場を作って取引利用拡大をサポートするとともに、アジア域内で円の決済通貨としての利用を高める努力をする必要がある。清水が行ってきた日本の税関データによる研究からも、香港や韓国などアジア近隣諸国との貿易で円の利用は高いことが判明している。したがって、今後は円のアジア域内で決済通貨としての利用を積極的に高め、円対アジア主要通貨の直接取引市場を東京市場に開設し、外貨準備として長期的に保有される”アジアの安全資産“を目指すことが重要である。そのためには早期の金融政策正常化が望ましいだろう。
- 第四に、国内の膨大な貯蓄を活用することである。第一の提言に関連した海外企業の日本での資金調達を利用して、日本での上場やクラウドファンディングなど、家計も参加できるような様々な金融商品を提供することができるだろう。小国のシンガポール・香港と比較すれば、日本は人口も多く、国内には膨大な貯蓄が存在する。これらを円建てのみならず、外貨建ての証券の運用ができるような市場にする。さらに、香港と同様に、海外の主要株式市場との株式相互取引（ストックコネクト）を締結することで、対日投資に関連した海外企業の日本での上場を促進するとともに、日本の一般投資家が東京でアジア新興国も含めた外国企業株式に投資できるようにする。
- 第五に、政府・東京の取り組みを一本化することである。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が、海外から見るとどこか窓口となるのかわかりにくい点が問題である。そこで、ロンドン市場における City のような強い権限を東京都に時限的に与え、東京都に窓口を一本化し、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。

以下では、本提言の背景となる先行研究やデータなどについて、第2節では金融センターの歴史的変遷から東京市場の問題点について考察し、第3節では東京市場とシンガポールの

市場、香港市場との比較について国際決済銀行（BIS）をはじめとした市場関連データから分析する。第4節では、今後の東京市場の在り方に影響を与える事象として、アジアにおけるドル基軸の揺らぎや危機時のドルの流動性供給と日本企業の貿易建値通貨選択について説明し、第5節で日本における貯蓄の活用や国際金都市構想などの新たな取り組みについてまとめる。

## 2. 考察の背景：金融センターの定義と歴史的変遷

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。この要因としては、第一に日本経済の長らくの低迷が影響しているが、それ以上に新興国経済の拡大を背景とするクロスボーダー取引の拡大や金融市場のプレーヤーとして銀行以外のノンバンクの存在感が高まるなど国際金融市場そのものの変貌に日本が追いついていないことが大きく影響していると考えられる。そこで、まず金融センターの定義とその変遷について概観し、将来東京市場が目指すべき金融センターの在り方について考える。

### 2-1. “金融センター”の定義

Kindleberger(1974)によれば、金融センターの成立は、銀行業務の発展と首都（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を主に提供しているロンドン、ニューヨーク、パリなど数少ない大都市に集中しており、その国（都市）の経済基盤に依存していた。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卷するようになった。事実、近年の国際金融市場の規模を示すインデックス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表している。金融取引についても、資金の出し手と受け取り手の一方向の取引ではなく、それを仲介するクロスボーダーで金融仲介を行う市場としての役割が大きくなっている<sup>1</sup>。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総計であったが、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。

以上のような変化は、金融の歴史を振り返ると英国で1980年代に始まった金融ビッグバンに端を発している。1997年の経済企画庁年次世界経済報告では、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と記している。当時の英国における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。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するとともに、出資比率規制の完全撤廃により外部からロンドン証券取引所会員業者への資本

---

<sup>1</sup> Pogliani and Wooldridge (2020)を参照のこと。

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。翻って、1996年以降に実施された日本版金融ビッグバンでは、預金金利の自由化や子会社形態による証券・銀行の相互乗り入れ等の規制緩和が行われたが、当時の不良債権問題処理や日本経済の低迷により東京市場を大きく活性化するまでには至らなかった。

## 2-2. オフショア市場からクロスボーダー市場へ

ロンドン市場はビッグバン以前から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。当時はユーロカレンシー（自国以外で取引されている通貨）や国際銀行業務を取り扱う市場としてオフショアが定義されていたが、その後は無税や緩い金融規制などの特徴を持つ市場がケイマンやバーミューダなどの小国に設置されるようになり、オフショアの定義は非居住者による金融取引を行う市場から金融規制を避けることができる市場へと変化していった。

2000年代以降は、租税を避けるためのタックスヘイブンとしてのオフショア市場から、より能動時に金融仲介サービスを行うクロスボーダー金融市場が世界各地で取引を拡大するようになった。クロスボーダー金融市場とは、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市場と定義された<sup>2</sup>。世界金融危機後の世界的な金融緩和を背景に、先進国間だけでなく新興国を含めて資本・負債両サイドでグロスの対外投資残高規模が拡大するにつれて、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。

## 2-3. 東京市場の目指すべき道は何か

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。金融センターの中には特定の金融サービス業務（バンキング・保険・資産運用・企業サポートなど）に特化している場合もあれば、すべての金融サービスをオールラウンドに提供するところもあり、それぞれの市場で特徴が異なっていることが指摘されている。

東京市場は、香港・シンガポールと比較するとニューヨーク型の日本企業中心・日本円を中心とするビジネスに偏ったオンショア市場であった。しかし、日本社会の少子高齢化の進展を前提とすると、本稿の第一の提言にあるように、日本への長期的かつ安定的な資本フローとなる対内直接投資を促進し、日本の生産性向上というプラスの波及効果を図るとも

---

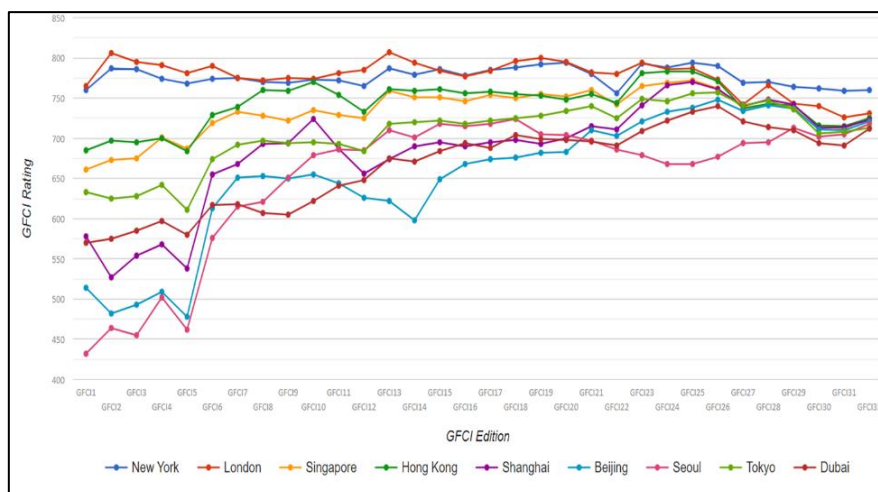
<sup>2</sup> Zoromé（2007）を参照。

に、インバウンドも含めて国内消費を高め、東京市場における資金調達や実需取引の需要そのものを増やしていくという政策が必須となるだろう。

### 3. 様々なデータでみる東京市場とシンガポール市場・香港市場との比較

世界の国際金融都市の競争力を示す「グローバル金融センターインデックス (GFCI)<sup>3</sup>」の最新ランキング (2023年9月) によれば、東京は20位であり、シンガポール3位、香港4位からは大きく引き離されている。後述の通り、BISのデータからも総じて東京市場のシェアの低下が示される。これ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も大きく影響していると考えられる。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など現在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損なうものであることを認識する必要がある。一方で、日本経済のマクロ的な要因とは別に、市場の機能としてなぜ東京市場がシンガポール市場や香港市場から大きく引き離されてしまったのかについては、データそのものを精査する必要がある。本節では、昨今の東京市場の国際金融市場としてのステイ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シンガポール市場、香港市場と比較してみたい。

図 1. グローバル金融センターインデックス (GFCI) のランキング推移



出所: the Z/Yen Partners, <https://www.longfinance.net/programmes/financial-centre-futures/global-financial-centres-index/>

<sup>3</sup> 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である。

### 3-1. 国際決済銀行(BIS)のデータから見る東京市場の特徴

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（前回は+14.1%）で、伸びはやや鈍化した。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であり、円は世界 3 位の地位を維持しているものの、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、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。こうした人民元のシェア上昇は、ユーロや円のシェア低下につながった可能性が高い。

為替市場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である。前回 2019 年の調査から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の影響が深刻であったことを示唆している。その代わりに米国とシンガポールがそれぞれシェアを伸ばしている。香港の劣勢分を東京に取り込めないかという目論見はあったものの、香港の減少分はシンガポールに持っていかれ、残念ながら日本のシェアは 2019 年のシェアから微減し、結果としてシンガポールとの差はさらに拡大した。

表 1. BIS データから見る主要市場のランキング

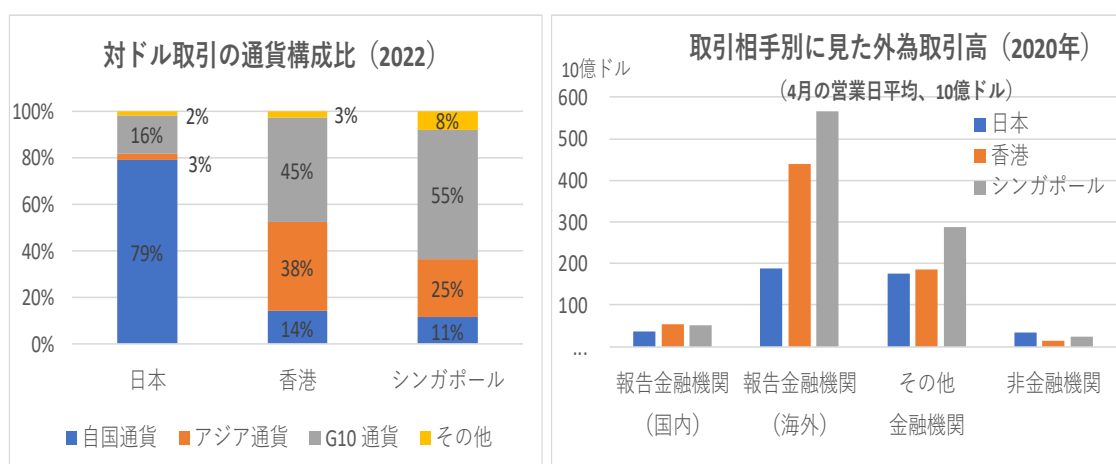
BIS 外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ (2022)				
世界の外為市場取引額のランキング				
1	2	3	4	5
英国	米国	シンガポール	香港	日本
世界の外為市場取引額の通貨ランキング				
1	2	3	4	5
米ドル	ユーロ	円	ポンド	人民元
世界の金利デリバティブ市場取引額のランキング				
1	2	3	4	9
英国	米国	香港	ドイツ	日本
BIS 国際資金取引統計、および国際与信統計 (2023)				
国際資金取引統計(International Banking Statistics)				
クロスボーダー取引残高(資産、グロス対外債権)				
1	2	3	4	5
英国	フランス	日本	ドイツ	米国
クロスボーダー取引残高(債務、グロス対外債務)				
1	2	3	4	5
英国	フランス	米国	ドイツ	日本
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
日本	米国	フランス	ドイツ	英国
国内与信残高(最終リスクベース)				
1	2	3	4	5
日本	米国	ドイツ	フランス	英国

出所：BIS の各種データより筆者作成。



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。BIS の国際資金、および国際与信統計をみると、国際与信残高（リスクベース）は世界一位であることが示される。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、BIS 国際与信統計によると、2015 年以降は国籍別では最大の貸し手となっている。こうした国際与信の大宗はドル建てであり、邦銀はその原資を賄うため、CP（コマーシャルペーパー）・CD（譲渡性預金）や社債のほか、顧客性預金などでドルを調達するとともに、為替スワップ市場における円投・ドル転に依存してきた<sup>4</sup>。日本はこうした邦銀による為替スワップによる多額のドル調達が円を見合いとして行われることができるのは東京市場の一つの強みである。

図 2. BIS データの日・シンガポール・香港比較（2022）



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」

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

シンガポールや香港と比較した東京市場の特徴として、鷲見・門川(2020)によれば以下二点が指摘できる。第一に、図 2 が示す通り、対ドルの通貨構成比では日本では自国通貨の円のシェアが 8 割近く占めるのに対して、シンガポール・香港はアジア通貨と自国以外の先進

<sup>4</sup> 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と中曾・橋本（2023）は指摘している。

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、双方が全体の外為取引増加に寄与していることが指摘される。また、取引相手別でみると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、海外の金融機関やその他金融機関(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。

香港やシンガポール市場の第一の特徴であ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。したがって、東京市場で為替取引を増やすためには、日本と関連した貿易取引、特に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ことが円以外のアジア通貨の取引を増やすことに貢献すると考えられる。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ろう<sup>5</sup>。

### 3-2. 対内直接投資残高・対内証券投資残高の動向

次に、対内投資の状況について比較してみよう。対内直接投資残高を3か国で比較した図を見ると、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ている。2022年末時点で、日本の3,480億ドルに対して、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。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。GDP 規模では日本が香港やシンガポールよりはるかに大きいにもかかわらず、対内直接投資額で両国にこれまで差をつけられている理由としては、これまでも、日本のビジネス環境の弱みとして、事業活動コストや英語での円滑なコミュニケーション、商慣習、事業規制の開放度などが指摘されてきた。

一方、対内証券投資残高を見ると、日本が抜きんでて金額が大きい。これは香港、シンガポールと比較して株式市場(2023年のデータで日本は5兆ドル越えに対して、香港はおよそ4兆ドル、シンガポールは1兆ドルに満たない)が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。日本取引所グループ(2023年8月)のデータ(2022年度)における日本の株式市場における投資部門別株式保有状況によると外国法人などの持

---

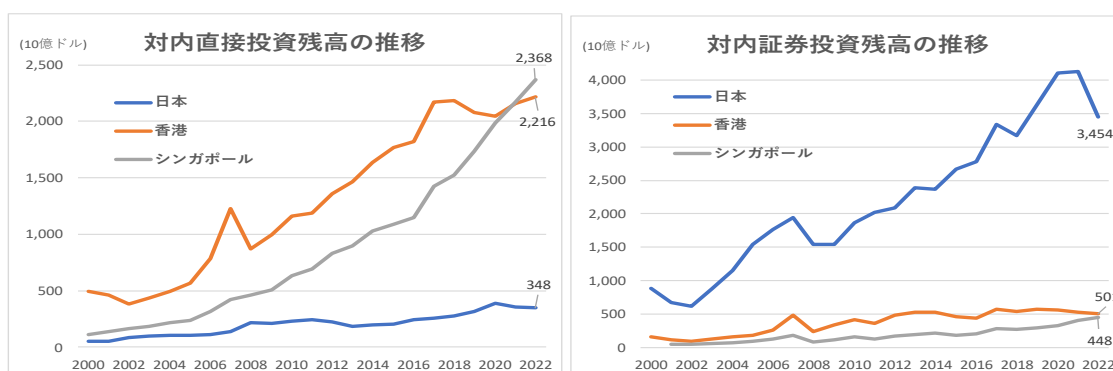
<sup>5</sup> 台湾大手半導体メーカーのTSMCが九州熊本に工場を建設するのに合わせて、台湾の金融機関の九州進出が加速している。2023年12月時点で、中国信託フィナンシャルホールディングはふくおかフィナンシャルグループと業務提携をしており、台湾の玉山銀行も2拠点を開設、台新国際商業銀行も福岡市に出張所を開設予定である。

ち株比率は 30.1%であり、金融機関の比率（30.0%）よりもわずかであるが高い。外国法人などの持ち株比率は、1970 年には 4.9%であったが、2003 年以降は 20%台となり、その後は四分の一をコンスタントに占めるようになっていた。

このように対内証券投資においては、東京市場にそれなりに外資が流入していることがわかる。しかし、外国法人等の投資行動を投資部門別株式売買状況における海外投資家の差引き売買代金でみると、2022 年度は、1 兆 8,090 億円の売越しとなり、2 年連続の売越しとなった。さらに月別にみると、2023 年 2 月までは累計で 4,413 億円の買越しとなっていたが、2023 年 3 月に 2 兆 2,503 億円の大幅売越しとなったため、年度合計では売越しに転じた。月次で見ると、2022 年度中に売越しの月数は 7 つ、買越しの月数は 5 つであり、対内証券投資残高金額は大きいものの、その出入りの変動はかなり激しいことがわかる。

本論文では、日本への対内直接投資の促進を提案として掲げているが、それは流出入がボラタイルな証券投資ではなく、長期的、かつ安定的な資本フローである直接投資こそが現在の日本経済や金融市場を立て直すためには必要であると考えているからである。

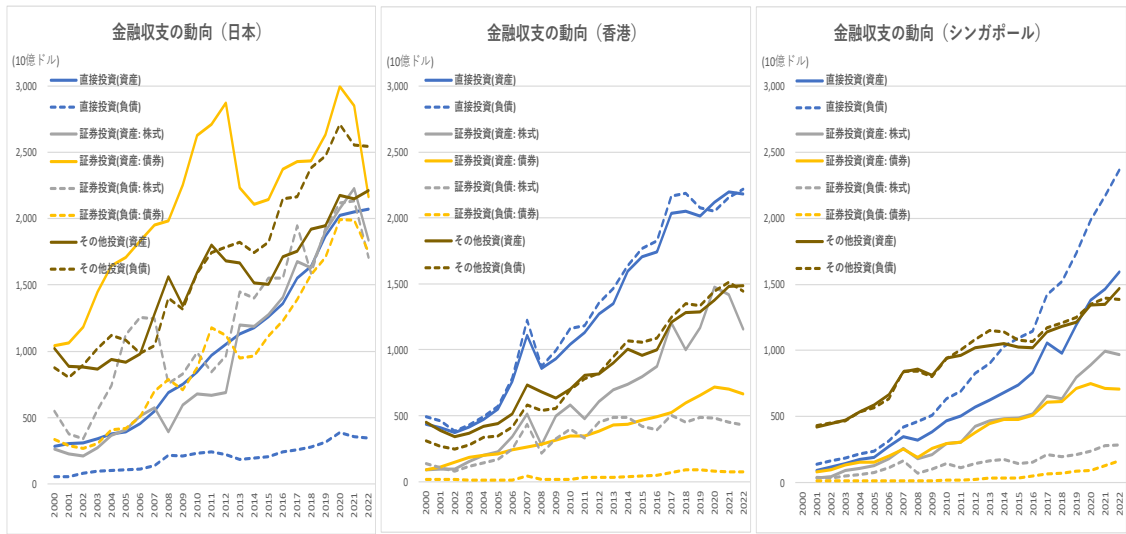
図 3. 3 か国の対内直接投資残高・対内証券投資残高の推移



出所：財務省 財政金融統計月報より作成。

次に、金融収支動向について 3 か国を比較したのが図 4 である。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。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。特に、年々資産サイドと負債サイドの差が拡大しているのが直接投資であり、こうした状況は、東京市場において、取引される通貨構成がシンガポールや香港と比較して自国通貨建てに大きく偏っている状況を生み出しているのかもしれない。

図 4. 金融収支の内訳と推移の比較



出所：BOPS, IMF より作成。

### 3-3. その他の面での香港・シンガポールとの比較

香港とシンガポールの強みの一つに、英語が挙げられる。表 2 の東京都「第 2 回国際金融都市・東京構想に関する有識者懇談会」の資料によれば、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、両都市がもつ後背地の規模と成長性（香港は中国、シンガポールは ASEAN）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、両都市とも国内 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。

表 2. 主要都市の国際金融都市力の比較

		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)

香港については、2019 年に市民による民主化の大規模デモが勃発以降、中国当局との関係が悪化した。その後の 2020 年 6 月末に中国政府が反中国的な言動を取り締まる香港国

家安全維持法（国安法）を施行し、事態はさらに深刻化した。当時は、国安法により香港が完全に「一国一制度」に移行すれば香港がこれまでのゲートウェイとしての役割を果たせなくなること、さらに香港の富裕層が大挙して海外へ移住することになれば、彼らの金融資産も流出することになり、香港の国際金融センターとしてのステイタス維持が危ぶまれた。しかし、結果的には香港の対中ビジネスのゲートウェイとしての優位性は変わることなく、2024年1月時点で国際金融都市としての香港の根幹は揺らいでいない。特に、オフショア人民元を資金調達・運用ができる市場としての役割は、ストックコネクト・ボンドコネクトなどの人民元建て金融商品の拡充と、中国本土と海外を結ぶクロスボーダー取引の活性化によりさらに進化しており、中国向けの資本取引を中心に香港経由での人民元利用が拡大している<sup>6</sup>。

シンガポールが外国の企業を自国に誘致するために、さまざまな優遇税制措置を提供してきたことは周知の事実である。日本貿易振興機構（JETRO）によれば、金融関連企業の誘致に対する各種優遇税制措置としては、以下のようなものがある。

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）

諸外国との法人実効税率を比較した図5をみても、日本の法人実効税率よりもシンガポールや香港の税率は10%以上も低く、さらに前述の各種優遇税制措置を適用すれば、さらに低くなることがわかる。

---

<sup>6</sup> SWIFTが毎月公表している2023年12月のRMB Trackerでは、グローバル決済における人民元利用のシェア（4.14%）が初めて日本円（3.83%）を抜いて世界第4位の通貨となった。SWIFTによると、オフショア人民元取引の79.61%は香港市場で行われている。

図 5. 諸外国における法人実効税率の比較とシンガポールの各種優遇税制措置



出所：財務省、JETRO

例えば、1億円の利益に対する日本とシンガポールでの税額の支払いを試算してみると以下のようになり、シンガポールの支払額は日本の半分以下になる。

例：1億円の利益に対する税額支払い

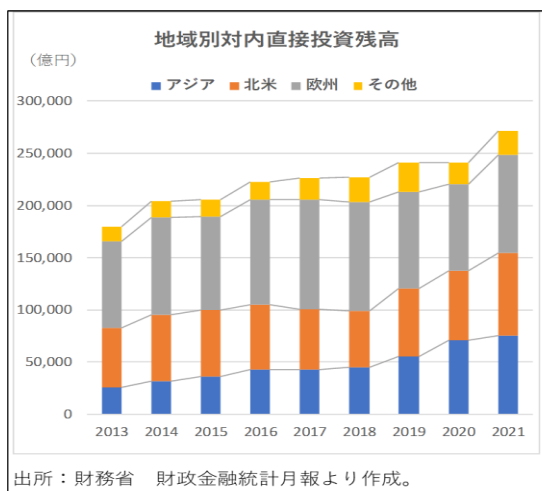
- 東京 23 区に本社がある企業：法人税額 2,235.5 万円+地方法人税 230.3 万円+住民税額 232.5 万円+事業税 113.7 万円+特別法人事業税 250.5 万円=合計 3,062.5 万円
- シンガポールにある企業：法人税額 650 万円~1,700 万円（地方税・住民税・事業税はない）

以上のような、シンガポールにおける税制優遇措置の存在が、特に金融関連のアジア統括拠点がシンガポールに多く設置されている一つの理由になっていた。しかし、これについてはアベノミクス後の円安トレンドと日本の物価安、それに対してシンガポールでの継続的な物価高騰を勘案すると、優位性が薄れてきたように考えられる。例えば、図 6 を見ると日本への地域別対内直接投資は、年々上昇傾向にあることがわかる。特にアジアからの対内直接投資は、2013 年の 2 兆 5800 億円から 2021 年は 7 兆 5600 億円と 3 倍弱となっている。その背景には、2013 年以降のアベノミクスによる円安と物価安が要因となっている。

同様に、図 7 は主要通貨の実質実効為替相場(REER, 2010=100)の推移を表している。これによると、アジアの中で円の REER が最も下落しており、2010 年時点と比較すると 2023 年 6 月時点で香港、シンガポールのほぼ 1/2 となっていることがわかる。このように、法人税の実効税率の高さや優遇税制面での不足を昨今の円安や物価安で補うことができる今こそが、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、政策的にも積極的にサポートする必要がある。

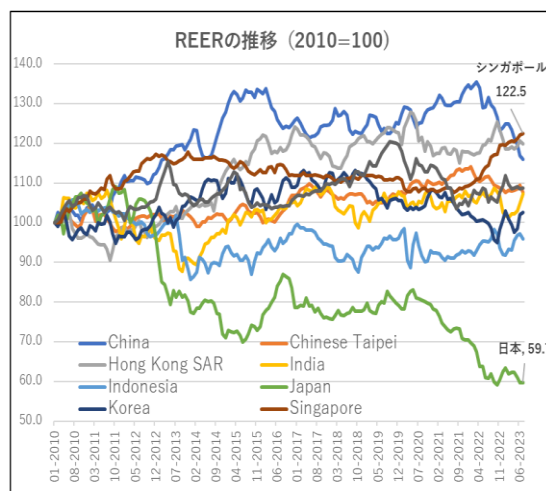


図 6. 地域別対内直接投資残高の推移



出所：財務省 財政金融統計月報より作成

図 7. 主要通貨の実質実効為替相場の推移



出所：BIS

### 3-4. 対内直接投資が金融に与える影響

清田（2021年）によれば、2019年の日本のGDPに占める対内直接投資額（ストック）は4.4%であり、世界201カ国中最下位の201位だったそうだ（UNCTAD, 2020）。対内直接投資とは外資系企業による投資を意味しており、この比率が最下位ということは、日本は外資系企業のプレゼンスが世界で最も低い国であることを意味している。この結果は、経済の規模を考慮すると、外資系企業にとって、日本は世界で最も閉鎖的な国、あるいは最も魅力のない国であるということになる。葭中・石本（2019）が行った外資系企業へのアンケート調査によると、日本での事業展開を阻害する要因として、ビジネスコストの高さや人材確保の難しさが挙げられている。ビジネスコストについては人件費と税負担、人材確保については英語でのコミュニケーションの困難性を指摘する意見が多いそうだ。この阻害要因を大きく変化させたのが、2022年以降始まった急激な円安への転換である。

日本はこれまで人件費や生活費が高いと言われてきた。しかし、2022年以降の円安と日本の賃金上昇率や物価上昇率の低さは、従来デメリットとされてきた日本の立地条件をかなり改善したことになる。台湾の大手半導体メーカー台湾積体回路製造（TSMC）の熊本県での工場建設が注目されているが、これを事例にとって対内直接投資が金融に与える影響についてみてみよう<sup>7</sup>。

TSMCの熊本進出決定に伴い、九州の地方銀行が台湾の金融機関との連携を強化し始めた。日本に進出する台湾企業や駐在員に対する金融サービスの提供などを通じ、半導体産業が集積する「シリコンアイランド九州」の復活を金融界でサポートしようとするのが目的で

<sup>7</sup> ただし、TSMC熊本工場の建設は2021年10月に発表されており、TSMCが熊本に進出した理由は日本の半導体メーカーと連携しやすいことやコロナ禍での半導体不足、中国との関係悪化など様々な要因があり、決定当初に円安の影響はなかった。

ある。熊本地盤の熊本銀行を擁するふくおかFGは、2022年12月に中国信託フィナンシャルホールディング（FH）と業務提携した。これは、日台企業の相互進出や、関連技術を持つ新興企業の交流を進め、中国信託FHの取引先の台湾企業が熊本に進出する際にふくおかFGが用地取得や人材確保などについて情報提供するほか、台湾企業が熊本銀行の口座を作ったり、融資を受けたりする際に手続きをスムーズに行えるよう支援することを想定しているものである。

同時に、中国信託FH傘下の東京スター銀行が熊本市に熊本オフィスを開設した。TSMCの熊本進出に伴い、駐在員らに日本で金融サービスを提供するのが目的である。台湾からの進出企業や駐在員は今後も増える見通しで、その他の台湾の金融グループによる九州進出が相次いでいる。さらに、地銀として台湾との関係を強化する動きも開始された。九州FG傘下の肥後銀行は2022年7月に台湾の玉山商業銀行と業務提携を結ぶとともに、2023年6月に台湾台北市に台北事務所を開設した。これは、台湾に進出する取引先や日本との事業を検討する台湾企業を支えることが目的である。

2024年1月には、九州・沖縄の地方銀行11行（福岡・筑邦・西日本シティ・佐賀・十八親和・肥後・大分・宮崎・鹿児島・琉球・沖縄の各銀行が参加）が半導体サプライチェーンへの地場企業の参入支援などを目的に、異例の連携協定を結んだ。TSMCの熊本県での工場建設を機に、九州では半導体関連企業の集積が加速しており、事業拡大や参入をめざす企業を県境を越えて支えるのが狙いである。具体的には、設備投資への共同ファイナンスや合同商談会を通じた供給網への参入支援、工場などの立地場所を探す顧客に適地を紹介し合うといった連携を想定するし、業界動向の調査や分析でも協力する。周辺のインフラ整備のための官民の金融支援も進む。原材料などの搬入や製品出荷にはスムーズな物流網構築が欠かせないため、TSMC工場周辺で道路や空港と結ぶ鉄道の整備などが急務となっており、さらなる大型の投資案件が続くものと期待されている。

日本政策投資銀行による2023年度の設備投資計画調査で、九州の投資額の伸びが全国9地域でトップとなり、九州での半導体関連投資の急速な活況ぶりが鮮明となった。TSMCの熊本進出は、これまでの日本経済が経験したことのない外資による大型対日直接投資となることは間違いない。金融面でも地銀の連携協定や地銀と外資系金融機関の提携が進むなど、直接投資だからこそ、証券投資とは異なり実体経済に与える直接的な効果が地場の金融サービスの在り方に大きく波及することが明らかになった。このように、少子高齢化で内需が長期低迷している日本にとって、外資による直接投資が特に地方の金融機関を活性化させる起爆剤となりうることをTSMC進出以降の動きは示唆している。2024年2月末に工場の操業が開始されるが、その後国内消費のみならず、海外への輸出などが開始されるのであれば、さらに将来東京市場における為替市場の取引にどのような変化をもたらすのかが注目される。



## 4. 東京市場の再生に影響を与える外的な要因

昨今の今後の東京市場のあり方に影響を与える事象として、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が促進され、盤石だったドル基軸に変化がみられる可能性がある。さらに、近隣アジア諸国では自国通貨建て利用の促進や中央銀行デジタル通貨（CBDC）の実証実験などが進められており、フィンテック面では東京市場は若干遅れを取っている。

### 4-1. ドル基軸体制の揺らぎ

ドルは、長年世界の基軸通貨としてその役割を果たしてきており、基軸通貨の存在は世界経済にとっても大きなメリットを与えてきた。特に、決済通貨としての役割においては、皆が基軸通貨を決済通貨として利用することにより、市場における取引コストが低くなり、さらに皆が使うという基軸通貨の慣性が働いていることが指摘されている。2000年代初頭のユーロの登場は、こうしたドル基軸を揺らがせるのではないかと当初は期待されたものの、リーマンショックや欧州財政危機時にドルの流動性が一時的に不足した際の混乱は、基軸通貨ドルの重要性を示す結果となった。

しかし、2022年のロシアのウクライナ侵攻に端を発する地政学リスクの高まりは、米国を中心とする西側世界と中国・ロシア・インドを中心とする反米の立場を鮮明にする国々でグローバル経済を分断することになり、これまで続いてきたドル基軸を大きく揺らがせるものとなる可能性がある。例えば、ロシアがウクライナ侵攻に対する欧米諸国の経済・金融制裁の中でルーブルをうまく活用しており、自国通貨建てが経済安全保障の点でも重要な意味を持っていることを世界に示した。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。この事実は、地政学リスクの高まりとともに新興国諸国にとっても貿易取引で自国通貨建て利用することの重要性を示唆することとなった。

通貨の機能からドル基軸の現状を見てみると、計算単位としては、為替市場の取引におけるドルの優位性や市場としてのニューヨーク市場の優位性に大きな変化は見られない。決済通貨としてのドルの地位も SWIFT のデータを見る限りは盤石である。金融政策におけるアンカー通貨として米ドルを参照する割合は減少傾向にある。一方、価値の貯蔵手段としてのドルシェアは、COFER（IMF）によれば2020年4Q以降60%を割り込み、最新の2023年第2四半期のデータでは、58.9%となっている。長期的には外貨準備運用においてドル離れが顕著となり、新興国や資源国通貨を中心に多様化が進んでいることが示されている。それと同時に、ロシア、中国をはじめとする新興国の金保有高の増加が確認されており、地政学リスクの高まりとともに外貨準備におけるドル離れと共に運用通貨・資産の多様化が今後進むことが予想される。このような状況下において、今は世界の円の利用を相対的に増加

させることができる絶好の機会であり、そのためにも金融政策の正常化は不可欠であると考える。

#### 4-2. 国際金融危機時におけるドルの流動性供給の重要性

前述のドル基軸通貨体制の揺らぎとは正反対の側面として、2020年以降の新型コロナウイルス感染拡大時におけるFRBの緊急利下げや大規模な量的緩和政策は、世界の金融危機時にドルの流動性を世界に供給するという世界の中央銀行としてのFRBの役割をクローズアップすることとなった。2023年初めの米国西海岸の銀行破綻から広まった金融不安に対しても、FRBはグローバルな資金調達市場の緊張を緩和するための重要な流動性の裏付けとして機能することを目的として、日米欧の6中央銀行は協調して市場へのドル供給を強化することで合意した。こうした緊急時におけるドル供給やスワップ協定は、金融市場安定のためにもその重要性が増している。

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したことが日銀レビュー（2021）からも指摘される。このように、東京市場がシンガポールや香港と一線を画す大きなメリットとしては、長年世界の国際金融市場として培ってきた高い信頼性と豊富な預金量に裏打ちされた銀行業務、特に安定的な外貨調達機能とともに、日米間のスワップ協定により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点が挙げられる。

表3が示す通り、FRBとのスワップ協定のみならず、日本はアジア域内の金融安定のために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締結している。これまではそ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。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、三メガを中心とする日本の金融機関がアジアの外資系企業との取引を拡大し、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。また、現在締結されているスワップ協定ではクロスボーダー担保として日本国債が使われているが、将来的にはアジア通貨建て国債も担保として、お互いの通貨を融通しあうことができるようにする必要があるだろう。

表 3. 日本が締結している二国間通貨スワップ協定

	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)	2,400億泰パーツ/ 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」  
注：表中にはないが、2023年12月に韓国との間に第3次二国間通貨スワップ取極（交換上限額は100億米ドル）を締結した。

#### 4-2. アジア貿易におけるインボイス通貨選択の変化

日本企業のインボイス通貨選択については、清水、他（2021）、Ito et al. (2018)、Ito et al. (2021)などの研究において、日本は先進国でありながらアジアの新興国相手の貿易においても円建て利用が少なく、ドル建て利用が多いということが示されてきた。その要因としては、海外現地法人とのサプライチェーンが拡大する中で、企業内貿易をドル建てに統一し、本社財務部がまとめて為替リスク管理を行うという為替リスク管理上の理由が主な要因であることが指摘された。しかし、清水、他（2022）が財務省の税関データの個票データを用いて貿易相手国別にインボイス通貨シェアを分析したところ、従来公表されていた世界全体、あるいは地域別の通貨シェアデータと比較して円建てシェアが高いことが示された。日本の輸出入については、他の先進国と比較してドル建てシェアが高く、円はあまり使われていないという印象が強かったが、これは貿易額の多い米国、中国や資源国での通貨選択に依存した結果であることが確認された。

表4が示す通り、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。例えば、タイパーツについては、これまでのデータ開示ではアジア向け輸出においては1%前後のシェアしかないが、タイ向け輸出においては金額ベースで15.5%、件数ベースでは17.1%も使われている。2014年のデータと比較すると、相手国通貨利用のシェアは中国向け輸出では10.4%に、韓国向け輸出では6.0%、インド向けの輸出では9.6%とどれも2014年時点と比較して2倍以上に増えており、インドを除くこれらの国ではドル建て輸出のシェアが減少していることがわかる。

こうした変化が今後も続くのであれば、為替市場におけるアジア通貨取引需要にも変化が表れてくるだろう。この機を逃さず、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だ。今回のロシアの危機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。前述のように、貿易決済においてアジア通貨利用の割合は近年上昇傾向にあることを踏まえ、東京市場に円とアジア通貨の直接交換市場を作ることも一案である。

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ことが重要となる。今後は円のアジア域内で決済通貨としての利用を積極的に高め、円対アジア主要通貨の直接取引市場を東京市場に開設し、外貨準備として長期的に保有される”アジアの安全資産“を目指すことが重要である。そのためには早期の金融政策正常化が望ましいだろう。

表4.日本企業の輸出における国別のインボイス通貨シェア

	金額ベースでのシェア (2020年)			件数ベースでのシェア (2020年)		
	米ドル	円	相手国通貨	米ドル	円	相手国通貨
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%)

出所：財総研DP、清水、その他（2022）。カッコ内は2014年との比較。

#### 4-3. アジアにおけるドル基軸脱却の動き

アジアでは第三国通貨のドルが主に利用され、アジアのドル基軸と言われてきたが、近年はアジア新興国をはじめとしてドル依存からの脱却が図られると共に、人民元やタイパーツをはじめとするアジア現地通貨建て利用を促進する政策が見られる。

例えば、タイで進められている LCSF (Local Currency Settlement Framework) は、2016 年からタイとマレーシア間でのクロスボーダー取引で現地通貨を使う取組みであり、2017 年にはインドネシア、2019 年にはフィリピンが参加している。具体的には、現地通貨に対するアクセスを改善し、貿易決済リスクを抑制するのを目的として、それぞれ相手国の通貨決済を担う銀行 (ACCD : Appointed Cross Currency Dealers) を指定し、その口座を通じてそれぞれの通貨の決済を行う。邦銀では MUFG が 3 か国で (マレーシア、インドネシア、タイではアユタヤ銀行)、みずほ銀行がインドネシアでそれぞれ ACCD となっている。これにより、タイが関係する取引では、タイバーツを建値とする取引の割合が増加している。

同様の動きとして、日本の財務省は、2018 年 3 月にタイと、2019 年 5 月にはフィリピンとの間で現地通貨の利用促進のための協力枠組みを構築した。インドネシアの間でも、2019 年 12 月に締結した覚書に基づき 2020 年 8 月に両国通貨の利用促進のための協力枠組みが開始され、2021 年 8 月にはこの枠組みを強化している。

さらに、現在アジアでは、フィンテックやデジタル通貨を利用したクロスボーダー決済について多国間で様々な取組が進んでいる。これらの具体例としては、以下が挙げられる。

- タイ中銀と香港 HKMA の中銀デジタル通貨(CBDC)の共同研究
  - 2022 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、ホールセール e での銀行間決済等で中銀同士の現地通貨 CBDC の多通貨同時決済 (Payment Versus Payment : PVP 決済) 等で一定の成果があった模様である。
- 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の拡大と、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。
- 東南アジア 5 カ国の中銀、QR による決済導入へ (2022 年 11 月 14 日)
  - 東南アジア 5 カ国の各中央銀行は QR コードによって国をまたいだ決済システムを構築していく覚書を締結した。まずはリテール決済でのシステム導入を推進し、ホールセールや中銀の仮想通貨にも範囲を広げていく計画。
- シンガポール金融庁 (MAS) が CBDC 決済で新事業 (2022 年 11 月 4 日)
  - MAS はホールセール型の CBDC を使ったクロスボーダーの外貨決済モデル事業「ウビン+」を開始すると発表、海外金融機関と連携して関連事業の確立を目指す。

- 香港の即時グロス決済システム（RTGS）の深化
  - 2000年以降、自国通貨たる香港ドルの決済システムを基盤にして、米ドル、ユーロ、人民元も含めた多通貨の資金・証券決済のインフラが順次構築されてきた。この多通貨決済システムは、香港の国際金融センターとしての優位性の一つとなっている。
  - 日本は日銀ネット国債系と香港ドル即時グロス決済システムとの間のクロスボーダーDVPリンクの運用を開始している。

以上のように、アジア各国ではデジタル決済に関する取組に、NTT データをはじめとしていくつかの日本企業は関わっているものの、日本政府として本格的に協働しているものはない。コロナ後の円安により、半導体関連の台湾大手の TSMC が日本に進出したことを皮切りに、アジア企業をはじめとして日本の対内直接投資が地方都市を中心として行われるようになってきた。さらに、サービス収支面においても東南アジアからのインバウンド客が数多く訪日するようになり、リテール面でスマホ決済が進んでいる。今後は CBDC を用いたクロスボーダー決済網に日本も積極的に参加し、リテールのみならず、ホールセールを対象とした新たな決済の仕組みに取り組む重要性は高まるものと考えられる。

## 5. 日本での新たな取組

日本では、貯蓄から投資へのスローガンのもとに、新たな NISA の取組が始まっている。第一の提言に関連した海外企業の日本での資金調達、日本国内の膨大な貯蓄を活用することにつながる。日本での上場やクラウドファンディングなどを通じて、家計が新たな投資機会に参加できる様々な金融商品を提供することなど、新たな取組が生まれる可能性がある。事実、日本の各地域における国際金融都市構想なども進められている。本節では、日本における国際金融都市構想などを概観し、それについての提言について検討してみたい。

### 5-1. 国内の貯蓄の活用

2021年9月時点における日米欧の家計金融資産の比較（内閣府、2022）によると、日本の家計金融資産の50%超が現金・預金となっており、米国（12.8%）や英国（27.2%）と比較するとはるかに高い。米国・英国ではそれぞれ家計金融資産（現金・預金、債券、株式等）が2000年から2021年末までの間にそれぞれ3.4倍、2.3倍に伸びているが、日本では1.4倍の増加にとどまっている。こうした状況は、家計金融資産の構成割合が金融資産の伸び率に大きく関わっていることを示している。これまで日本経済で長らく続いたデフレ下では、資産を現金・預金にとどめておくことは有効な活用法であったかもしれないが、昨年来の物価高により、株や投資信託など物価に連動する資産を保有することが必要になってきている。

政府は2024年から新NISAを開始した。これによる個人投資家の外国株や外国債券の購入による資本流出（円売り）が進み、円安や資本逃避（キャピタルフライト）も懸念されている。今後家計資産から投資に向けるお金が増えるのであれば、日本の国内市場にも魅力の

ある投資対象や市場の場を揃える必要があるだろう。第一の提言にある日本への対内直接投資が行われる際には、それに関連した海外企業が日本で資金調達をする必要が生じる。また外資製造企業の進出に伴い、周辺産業の中小企業に部品などの中間財需要が高まれば、業務拡大のために中小企業においても投資需要が生まれることになる。こうした様々な資金調達ニーズに対して、日本取引所での上場からクラウドファンディング、オルタナ投資に分類されるようなプライベート・エクイティなどに至るまで、家計が参加できるような様々な金融商品を提供することができるだろう。家計がそれぞれの金融商品のリスクやリターンを判断するためには、金融リテラシー教育の充実も同時に必須となる。

1980年代のロンドン市場での金融ビッグバンの際には、1985年6月に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、ロンドン取引所における外国株式の売買高は急拡大した。海外の株式市場と株式を相互に取引ができるようになるストックコネクトについては、香港市場と上海市場を結ぶ香港・上海ストックコネクト（2014年）や上海市場とロンドン市場を結ぶ上海・ロンドンストックコネクトスキーム（2019年）がある。これと同様に、東京市場に海外の主要株式市場とのストックコネクトを締結することで、対日投資に関連した海外企業の日本での上場を促進するとともに、将来的には日本の一般投資家が東京でアジア新興国も含めた外国企業株式に投資できる市場に育成していくことが重要だろう。

## 5-2. 各地域における国際金融都市構想

日本には膨大な個人金融資産が存在している。これを欧米のみならず、アジアをはじめとする新興諸国の証券投資やインフラ投資に振り向け、アジアの経済発展に寄与するとともに、日本経済の成長につなげるために有効活用することが重要である。そのためには、東京をはじめとする国内金融市場のさらなる国際化に向けた努力が喫緊の課題とされている。円の国際化と東京（ならびに大阪）金融市場の国際化はペアで進めることが効果的だ。準備通貨としての円資産（とくに日本国債）の国際的な保有を拡大させること、インド太平洋諸国通貨建ての金融資産の取引を東京で活発化させること、とりわけ円と中国・韓国・ASEAN諸国通貨との直接交換市場を発展させることが有用だ。東京や大阪などで金融市場のさらなる国際化のためには、日銀、財務省、金融庁による共同作業が不可欠であり、税制、言語、金融規制・金融インフラ面等での大幅な改善が望まれる。

現在、政府や東京都などを中心に、国際金融都市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おり、それらを一覧でまとめたのが表5である。東京市場の国際化についてはロンドンのThe Cityのようにすべてを取りまとめる世界の窓口となるような組織が日本にはなく、現時点で金融庁などの官庁や東京都、大阪市、福岡市などでそれぞれ窓口が分かれており、外部から見たときどこに交渉を持っていけばいいのかがわかりにくい。さらにデジタル決済関連の際にはデジタル庁も新設され、窓口が複雑化しているのが現状である。

表 5. 政府、および地方自治体で検討されている国際化の取組

<b>政府</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 対内直接投資促進政策：Invest Japan（内閣府・JETRO・関係府省庁）</li> <li>✓ JETRO 日本取引所と覚書 対日投資と国際協業</li> <li>✓ 資産所得倍増プラン（2022年11月） 「世界に開かれた国際金融センターの実現」</li> <li>✓ 新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2023改訂版（2023年6月） 「世界に開かれた国際金融センターの実現」 ⇒ 「世界・アジアの国際金融ハブ」へ</li> <li>✓ 「世界に開かれた国際金融センターの実現」（金融庁） ⇒ 「世界・アジアの国際金融ハブ」としての地位を目指して取組を進める</li> <li>✓ 経済財政運営と改革の基本方針 2023(骨太の方針「資産運用立国・国際金融センター等の実現」) 2023年6月</li> </ul>
<b>地方自治体</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 東京都「国際金融都市・東京構想2.0」 FinCity Tokyo</li> <li>✓ 大阪府・市 「国際金融都市 OSAKA戦略」</li> <li>✓ 福岡市 地域再生計画 「国際金融都市としての 地位向上による地域活力促進事業」</li> </ul>

（様々な資料より、筆者作成）

例えば、ロンドンでオフショア人民元取引の基礎となるクリアリングバンクの設置交渉の窓口となったのは City であった。当時、オフショア人民元取引を渋ったイングランド銀行を City の市長が説得し、設置を認めたことから、今やロンドンは香港に次ぐ世界第二位のオフショア人民元取引市場となっている。そこで、日本でもロンドン市場における City のような強い権限を東京都に時限的に与え、東京都に海外からの様々な取組に対する問い合わせ窓口を一本化し、決定プロセスの迅速化を図るといえるのはどうだろうか。同様に、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 CBDC などを利用したクロスボーダー決済のデジタル決済促進政策についても、官民が一体となって各国の取組に協調していくことが期待される。



参考文献：

- 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 \(bis.org\)](#)
- The City UK key-facts-about-the-uk-as-an-international-financial-centre-2022, <https://www.thecityuk.com/media/wympuijs/key-facts-about-the-uk-as-an-international-financial-centre-2022.pdf>
- Charles P. Kindleberger, 1974, The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History, PRINCETON STUDIES IN INTERNATIONAL FINANCE NO. 36
- [Mourlon-Druol Aliénor Cameron](#), July 2022, “Mapping banking centres globally since 1970” Working Paper, Bruegel. <https://www.bruegel.org/working-paper/mapping-banking-centres-globally-1970>
- 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 centres, BIS Quarterly Review
- [Robert N McCauley](#), [Patrick McGuire](#) and [Philip Wooldridge](#), September 2021, Seven decades of international banking, BIS Quarterly Review
- 清田耕造 (2021) 「日本の魅力は最下位？」RIETI 新春特別コラム：2021 年の日本経済を読む～コロナ危機を日本経済の再生のチャンスに、経済産業研究所 (RIETI)
- 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>
- 国際通貨研究所「2022 年 BIS 世界外国為替市場調査について～中国人民元が取引シェアで世界第 5 位の通貨に～」2022 年 10 月 31 日 <https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.27r.pdf>
- 国際通貨研究所 2018 年 6 月 財務省委託 香港の多通貨決済に関する調査 [https://www.mof.go.jp/about\\_mof/mof\\_budget/release/itaku/seikabutsu/hongkong\\_2018.pdf](https://www.mof.go.jp/about_mof/mof_budget/release/itaku/seikabutsu/hongkong_2018.pdf)
- 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](https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/fy2020/asean2020_01_02.pdf)

- 清水順子、他（2021年12月）『日本企業の為替リスク管理～通貨選択の合理性・戦略・パズル 単行本』2021年日本経済新聞出版
- 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](https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron348.pdf)
- 菫中 孝・石本琢（2019）「日本における対内直接投資の動向」財務省 広報誌「ファイナンス」 [https://www.mof.go.jp/public\\_relations/finance/201910/201910n.pdf](https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/201910/201910n.pdf)
- 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局 2022年10月 資産所得倍増に関する基礎資料集
- 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 [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2020/data/rev20j05.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2020/data/rev20j05.pdf)
- 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](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](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2021/data/rev21j12.pdf)
- 日本取引所グループ、2023年8月 「2022年度株式分布状況調査結果の概要」 <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>
- 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)