

# 国際金融市場としての香港、 シンガポールの発展について

——前回石油危機以降のオイル・マネー還流に果たした役割を中心に——

## 〔要 旨〕

1. 香港、シンガポール両市場は、1970年代初から国際金融市場としての体裁を整えてきたが、前回石油危機以降金融機関数、資金量ともに著しい増加をみ、ユーロ市場に占める両市場のシェアも着実に高まっている。
2. こうした両市場の規模拡大は、自由な取引環境の維持ないしは整備という基本的な事情に加え、①両市場を取巻くアジア発展途上国側に石油価格高騰や国内開発重視を映じた旺盛な資金需要があり、他方、②米銀等がオイル・マネーの巨額の流入を背景にこれに積極的に応需していったこと、さらには、③アジアにおける為替取引が急速な拡大をみていること、などによるものである。また、中南米等の途上国に比べてアジア諸国向け融資が積極的に進められたのは、アジア諸国の経済パフォーマンスが相対的に良好であり、対外借入の膨脹に対する制度的な歯止めもある程度備わっていたためといえる。
3. 両市場ともアジアの主要借入国と地理的に近いうえに、交通、通信網等インフラ面が整備されており、情報交換・収集面での効率性も高いため、最近ではアジア諸国向けシンジケート・ローンの過半が両市場で組成されるに至っている。両市場のうち香港市場は資金の運用面、シンガポール市場は資金の調達面においてそれぞれ優位にあり、両者は相補完しつつアジア諸国へのオイル・マネー還流に大きな役割を果たしている。
4. 両市場は現在、アジア発展途上国の対外債務の累増、市場の拡大に伴う地場経済との摩擦等、両市場の発展のブレーキともなりかねない、いくつかの問題を抱えている。一方、石油問題の長期化懸念、中国の近代化進展など新しい条件のもとで、地域金融センターとしての両市場に対する期待は一層強まっている。これに対して香港当局は引続き自由な取引環境を維持しつつ市場秩序の確保のため所要の措置を講ずることにより、またシンガポール当局は市場の自由化を一層推進することにより、いずれもその期待に応えようとしているが、借手であるアジア発展途上国の側についても、インフレ抑制、経常赤字圧縮など内外均衡回復を目指した自助努力が望まれよう。また目下大きな課題となっている公的チャネルの整備、拡大についても、単に国際機関が途上国向け融資を増額するだけでなく、民間との協調融資積極化や借入国の経済パフォーマンスのウォッチ、政策運営面での助言、さらには借入国に関する民間への情報提供など広い意味での公民協調体制を進めていくことが期待される。

## 〔目 次〕

### はじめに

1. 香港、シンガポール両市場の規模拡大
2. 前回石油危機以降における市場環境の変化
  - (1) アジア発展途上国の需資急増
  - (2) 米銀、邦銀等の活動活発化
  - (3) 為替取引の拡大
3. 両市場のリサイクル機能と今次石油危機の発生
  - (1) アジア発展途上国の経常赤字ファイナンス等の特徴

- (2) 香港、シンガポール両市場の果たした役割
- (3) 今次石油危機発生と両市場の役割増大
4. 地域金融センターとしての新たな胎動
  - (1) 中国関連の金融取引活発化
  - (2) 地場向け金融活動の進展
  - (3) 香港、シンガポール両当局の対応姿勢
5. 問題点と今後の展望

### はじめに

1970年代を通じ、香港、シンガポール両市場は、自由な国際金融市場として着実に成長、アジアの金融センターとしての地位を固めてきたが、とくに前回石油危機発生以降、アジア諸国の石油赤字のファイナンスや開発資金の供給等の面で、地域の特性やその変化に弾力的に対応しつつ重要な役割を果たすことにより、一段の拡大、発展を遂げた。

今次石油危機発生に伴い、アジア諸国の石油赤字は一層増大している。加えて、エネルギー資源開発等のための新たな需資増すうの兆しがみられ、また最近における中国の近代化努力に伴う外貨取入れの積極化といった事情もあって、両市場に対するアジア諸国の期待はこのところ一層強まっている。一方、これと同時にアジア発展途上国の経済パフォーマンスの悪化や対外債務の累積等の問題がしだいに顕現化してきており、世界的な高金利とも併せ両市場を取巻く環境はむしろ厳しさを増している。今後香港、シンガポール両市場がこうした諸問題に適切に対処し、これまで以上に地域に立脚した効率の高い金融センターとして機能しうるか否かは、単に両市場の将来という観点から関心もたれるのみならず、アジア発展途上国経済の先行きをも左右しかねない大きな問題

となっている。

本稿は、前回石油危機以降における香港、シンガポール両市場の発展状況および両市場をめぐる問題点等を概観し、最後に今後の展望を試みたものである。

### 1. 香港、シンガポール両市場の規模拡大

香港、シンガポール両市場については、前者が香港政庁の伝統的な自由放任政策を映じ自然発生的に発展してきたのに対し、後者はシンガポール当局の強力な育成策に支えられ成長してきたといった発展経緯の相違はあるものの、両市場とも1970年代を通じ為替取引の拡大と相まって資金運用・調達面で順調な発展を遂げた。

#### （両市場の発展経緯）

まず香港市場についてみると、1950～60年代には東南アジア各地の華僑の資金センターないしは仲継貿易の決済センターとしての性格が強かったが、1973年1月の為替管理の全面撤廃を契機に有力外銀等によるいわゆるファイナンス・カンパニー設立が相次ぎ、取引内容も周辺アジア諸国等の需資に係るシンジケート・ローンの組成・参加や外債の引受け等のいわゆる外—外取引が目立って活発化、また最近では中国の国際金融取引の窓口的な機能も果たすに至っている。この間、金融機

関の数も銀行(Licensed Bank)、預金取入れ会社<sup>(注1)</sup>(1976年4月の預金取入れ会社条例<Deposit-taking Companies Ordinance>施行に伴いファイナンス・カンパニーは以降預金取入れ会社と呼称、その業務範囲も wholesale bank として法的に明確化、以下DTCと略す)を合わせて1976年末の253から1979年末には384にまで増加した(第1表)。このうち銀行115行(1976年末74行)についてその国籍をみると、欧米系が55行(同21行)、邦銀はじめアジア系(ただし地場を除く)が39行(同32行)と欧米の銀行を中心としたものとなっている(第2表)。

一方、シンガポール市場については1968年12  
(第1表)

金融機関数の推移

	1969 年末	73年	76年	79年	80年 2月末
香 港	73	111	253	384	(1月) 387
銀 行	73	74	74	115	115
預金取入れ会社 <sup>(注)</sup> (DTC)	0	37	179	269	(1月) 272
シンガポール (ACU取扱認可分)	9	46	69	101	104
商 業 銀 行	9	37	55	73	74
マーチャント・バンク、 投 資 会 社	0	9	14	28	30

(注) 1976年の預金取入れ会社条例制定以前については、同様な金融業務を営むファイナンス・カンパニーが存在していたが登録制ではなく、数が不明であるため、ここでは主要ファイナンス・カンパニーを取上げた。

月、シンガポール当局が駐留英軍撤退(1968～71年)に伴う収入減を補てんするため、源泉利子所得税免除を軸に同地にもユーロ市場に類似したオフショア金融市場を創設しようとするアメリカ銀行(Bank of America)の提案に基づき、ACU(Asian Currency Unit)制度<sup>(注2)</sup>、いわゆるアジア・ダラー市場を発足させたものであるが、市場発足後は当局の積極的な育成策実施(末尾付表参照)、かたがたベトナム戦争拡大に伴うアジア地域への米ドル散布等もあって香港市場に劣らず急速な発展をみた。ACU取扱認可銀行数も1970年代を通じほぼ一貫して増え続け、1980年2月末現在では104行(1969年末9行)を数えるまでに至っている(第1表)。なお、このうちACU取扱認可商業銀行<sup>(注3)</sup>(74行)を国籍別にみると、香港市場

(第2表)

銀行の国籍別内訳

(各月末、単位・行)

	香港(銀行)		シンガポール (ACU取扱商業銀行)	
	1976年 12月	1980年 2月	1976年 6月	1980年 2月
地 場	21	21	6	7
米 国 系	9	25	22	25
欧 州 系	12	30	15	22
ア ジ ア 系	19	26	12	19
(うち 邦 銀)	( 3 )	( 5 )	( 6 )	( 10 )
中 国 系	13	13	0	1
合 計	74	115	55	74

(注1) 1976年4月施行の預金取入れ会社条例(Deposit-taking Companies Ordinance)に基づき登録されているファイナンス・カンパニーで銀行との主たる相違は、当座勘定と3か月未満の貯蓄性預金の取扱いおよび1顧客当たり50千香港ドル未満の定期預金の受入れが認められていないため、いわゆる“wholesale bank”として機能している点である。このほか各社とも名称に「銀行」という用語を用いることを禁止されている。

(注2) ACU制度とは国内勘定とは切離した形で非居住者外貨資金勘定(ACU勘定)を設け、その勘定を通じてオフショア取引を行わせる制度をいう。いわばその仕組みがシンガポールにありながらもあたかもシンガポール外に存在するように取扱っていくとするもの。ACU勘定の取扱いについてはシンガポール金融管理庁(MAS)により認可された銀行およびマーチャント・バンクに限定されており、これら認可銀行等は税制等各種の優遇措置を受けることができる。なお、詳細は日本銀行調査局『調査月報』昭和47年4月号参照。

(注3) シンガポールの商業銀行はMASの指導により次の3種類の営業免許に分類されている。

① Full Banks—全商業銀行業務が可能。

② Restricted Banks—国内業務のうち貯蓄性預金および1口25万シンガポール・ドル未満の定期預金受入れ禁止。

③ Offshore Banks—従来国内業務は全面禁止されていたが1978年7月以降貸出、要求払預金等について一定の範囲内で容認。

このほか、銀行業に類似した業務を営むものとして、会社法に基づき設立されたマーチャント・バンク(ただし一般からの預金受入等が禁止されている)がある。

と同様、欧米系の銀行(47行)が多く、全体の6割強を占めているが、アジア系進出銀行(20行、うち本邦為銀10行)のウエイトも徐々に高まりつつある(第2表)。

#### (両市場の資金量)

こうした金融機関数の増大、取引内容の拡充等を背景に香港、シンガポール両市場の資金量は大幅、かつ着実な増加を続けた。まずこれを調達面(香港については統計上の制約から海外銀行からの預かり金合計)からみると(第3表)、前回石油危機以降両市場とも年平均4割前後の高い伸びとなり、昨年末には香港 211 億米ドル、シンガポール 382 億米ドル、両市場合計 593 億米ドルに達している。この間、両市場の拡大ユーロ市場(主要欧州諸国所在銀行だけでなく、バハマ、ケイマン、バハレーン、パナマ、カナダ、日本、香港、シンガポール所在銀行等も含めた外貨負債総額)に占めるシェアもほぼ逐年上昇を続け、1973年末の2.6%から1979年末には5.3%と倍加した。

#### (第3表)

資金調達面からみた香港、シンガポール両市場の規模

(単位・億米ドル、%)

	銀行の海外銀行からの預かり金(A)	DTCの海外銀行からの預かり金(B)	(注) 香港 (C)=(A)+(B)	シンガポールACU勘定の総負債(D)	合 計 (E)=(C)+(D)	拡大ユーロ市場規模 (GROSS)(F)	(E)/(F)
1973年末	17.5	n.a.	17.5	62.8	80.3	3,050.0	2.6
74	31.4	12.0	43.4	103.6	147.0	3,750.0	3.9
75	42.1	n.a.	42.1	126.0	168.1	4,600.0	3.7
76	59.0	n.a.	59.0	173.5	232.5	5,650.0	4.1
77	79.8	35.5 (4月)	115.3	210.2	325.5	6,950.0	4.7
78	106.8	57.0	163.8	270.4	434.2	8,950.0	4.9
79	148.6	62.8	211.4	381.6	593.0	11,200.0	5.3
1974~1979 年の平均伸 び率	42.8	n.a.	51.5	35.1	39.5	24.2	—

(注) (B)欄が n.a.の場合には(A)の計数を採用。

資料: Hong Kong Monthly Digest of Statistics.

MAS, Quarterly Bulletin.

Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

#### (第4表)

資金運用面からみた香港、シンガポール両市場の規模

(単位・億米ドル)

	銀行の海外への貸出等(A)	DTCの海外への貸出等(B)	香 港 (A)+(B)	シンガポールACU勘定の運用額<非銀行顧客向け>
1973年末	7.0	n.a.	n.a.	12.1
74	15.0	n.a.	n.a.	27.0
75	24.5	n.a.	n.a.	34.7
76	36.0	n.a.	n.a.	43.9
77	44.1	n.a.	n.a.	52.8
78	34.8	49.5	84.3	63.8
79	58.9	55.9	114.8	84.8
1974~1979 年の平均伸 び率	42.6	n.a.	n.a.	38.3

資料: Hong Kong Monthly Digest of Statistics.  
MAS, Quarterly Bulletin.

なお、上記のとおり両市場における資金調達規模の比較では、シンガポール市場の規模が香港のそれを大きく上回っているが、他方資金運用面をみると(第4表)、預け金等のインターバンク取引、本支店勘定分を除いた資金運用量(1979年末現在、新規参入金融機関による本店等からの勘定移管分を含む)は、逆に香港市場(115億米ドル)がシンガポール市場(85億米ドル)を凌駕しており、こうした点からも後述のいわゆる「調達のシンガポール、運用の香港」といった両市場の特性の一端が看取できる。

## 2. 前回石油危機以降における市場環境の変化

以上のような香港、シンガポール両市場の順調な発展を可能にした事情を探るため、前回石油危機以降の両市場を

(注4) 本稿ではアジア発展途上国として、①NICs(Newly Industrialising Countries)と呼ばれている中進国(韓国、台湾、香港、シンガポール)、②ASEANの一次産品輸出国(フィリピン、タイ、マレーシア、インドネシア)、③南西アジア諸国(インド、パキスタン、スリランカ)の3グループ11か国を採用。

めぐる市場環境の変化につき、アジア発展途上国(注4)の需資動向ならびにこれへの米銀等資金供給サイドの対応などについてみてみよう。

### (1) アジア発展途上国の需資急増

前回石油危機以降における市場環境の大きな変化のひとつは、アジア発展途上国の資金需要が顕著な増大をみていることである。すなわち、石油危機発生後の資金需要は石油価格の高騰あるいは積極的な国内開発の影響等、構造的かつ国家資金的な性格が強く、その需資の大きさ、長期継続性といった面で従来とは様相を大きく異にしている。

#### (石油価格高騰のインパクト)

前回石油危機発生前後のアジア発展途上国の経常収支動向をみると(注5)(第5表)、1972年に始まった一次産品市況高騰の恩恵に浴し、一次産品輸出国(フィリピンなど)を中心に経常収支はかなりの好転を示したが、1974年以降は一次産品市況急

(第5表)

#### アジア発展途上国の経常収支の推移

(単位：億米ドル)

	1972年	1973年	1974年	1975年	1976年	1977年	1978年
韓国	△ 3.7	△ 3.1	△ 20.3	△ 18.9	△ 3.1	△ 0.3	△ 11.4
台湾	5.1	6.0	△ 11.1	△ 5.9	3.1	9.4	16.7
シンガポール	△ 5.1	△ 5.7	△ 11.1	△ 6.1	△ 7.0	△ 4.7	△ 7.5
中進国	△ 3.7	2.8	△ 42.5	△ 30.9	7.0	5.0	2.2
フィリピン	0.1	4.8	△ 2.1	9.2	△ 11.0	△ 8.3	△ 11.5
タイ	△ 0.5	△ 0.5	△ 0.9	△ 6.1	△ 4.4	△ 11.0	△ 11.9
マレーシア	△ 2.5	1.1	△ 4.8	△ 4.4	6.5	5.2	0.2
インドネシア	△ 3.3	4.8	6.0	△ 11.1	9.1	△ 0.5	△ 14.7
一次産品輸出国	△ 6.2	0.6	△ 1.8	△ 30.8	△ 18.0	△ 14.6	△ 38.3
インド	△ 1.5	5.3	12.1	△ 1.4	15.8	n.a.	n.a.
パキスタン	△ 2.4	△ 0.7	9.2	△ 10.5	7.8	△ 7.2	7.2
スリランカ	△ 0.3	△ 0.3	△ 1.4	△ 1.1	0.1	1.4	0.7
南西アジア諸国	△ 4.2	6.3	1.5	△ 13.0	7.9	n.a.	n.a.
10か国計	△ 14.1	8.5	△ 42.8	△ 74.7	△ 17.1	n.a.	n.a.

資料：IMF, International Financial Statistics.

落に石油危機が追打ちをかける形となったため事態は一変した。すなわち、一次産品を中心とする輸出品価格下落の一方、輸入原油価格の高騰とこれを映じた先進国の輸出工業品価格上昇が加わり、これら諸国の交易条件は大幅に悪化し(第6表)、経常収支も原油輸出国のインドネシア、マレーシアを除き急速に赤字幅を拡大した。このため、これら諸国では1973年を境に経常赤字ファインランスのための外資調達必要性が著しく高まった。その後1976～77年に至り、石油価格高騰の直接的なインパクトもほぼ一巡したほか、米国景気の早期立直り、好調な農業生産もあって、経常収支面への圧迫も幾分和らいだが、1978年に入ると中進国の一部(韓国、台湾)では石油インフレの後遺症ともいえる賃金の高騰等から輸出競争力の低下がみられ、また1979年後半には第2次石油危機の発生から経常収支は一段と悪化した。

#### (国内開発重視の政策運営)

こうした石油価格高騰の影響に加え、各国当局の経済政策運営の面からもアジア発展途上国の資金需要が高められることとなった。すなわち、新興工業国(NICs)と呼ばれる中進国では、前回石

(第6表)

#### アジア発展途上国の交易条件指数の推移

(1972年=100)

	1973年	1974年	1975年	1976年	1977年	1978年
中進国計	98.9	89.3	86.6	91.6	92.5	92.2
一次産品輸出国計	142.9	154.8	134.4	134.5	137.1	n.a.
(インドネシアを除く)	(119.6)	(111.2)	(91.9)	(93.2)	(96.2)	(100.5)
南西アジア諸国計	96.5	85.5	66.9	72.4	79.6)	90.3
11か国計	111.4	107.9	98.1	101.6	103.9	n.a.

(注) 。交易条件指数=輸出単価指数/輸入単価指数

。各グループ別の計および11か国計は各国の貿易金額(輸出入額の合計)ウェイト(78年中)により算出。

資料：ADB, Key Indicators.

(注5) 詳細は、日本銀行調査局『調査月報』昭和53年12月号「アジア発展途上国の国際収支動向—石油危機以降の経験を中心に—」を参照。

油危機発生前後に積極的な外資導入による重化学工業化ならびに輸出指向型産業の育成などが鋭意進められ、これが根強い資金需要に繋がった。例えば、韓国では、1973年8月に策定された長期経済計画(1973～81年)においては投資資金420億米ドルのうち、100億米ドル程度の外資依存を余儀なくされているほか、台湾の10大建設計画(1974年7月策定、1974～78年)でも所要資金60億米ドルの3分の1に当る約20億米ドル(年平均4億米ドル)が外貨借入で賄われた。

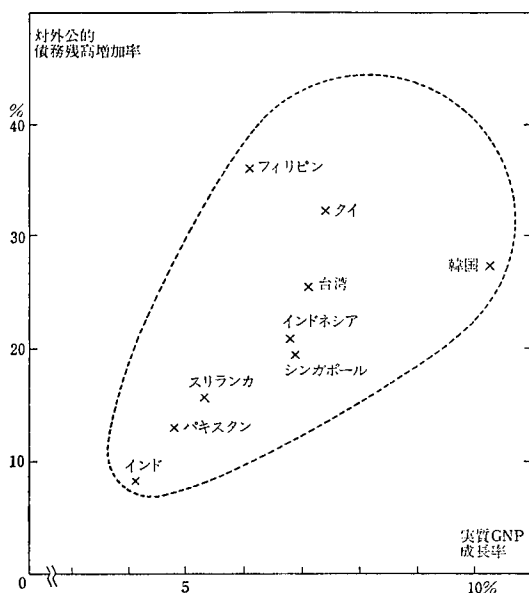
一方、その他のアジア発展途上国でも1960年代の輸入代替産業育成がさしたる効果を挙げなかった反省に加え、特にASEAN諸国においては1975年以降のベトナム、カンボジア等からの政治的圧力への対処もあって、工業・農業開発のためのインフラ整備および輸出指向型軽工業の育成が積極的に図られた。こうした国内開発重視政策のための所要資金については、一次産品の輸出収入によりある程度は賄われたが、なおかなりの部分は対外借入に依存せざるを得ない状況であった(注6)。

第1図は前回石油危機以降におけるアジア発展途上国の経済成長率と対外公的債務残高の増加率を国別にプロットしたものである。達観してみれば両者は正の相関関係にあり、韓国、台湾等の中進国を中心に、外資依存型経済運営のインセンティブが強かったことを示している。こうした政策そのものについてはインフレ誘発との関連等も含め総合的な見地からその是非を判断しなければならないが、アジア発展途上国の資金需要という点からながめればその大きな増加要因であったことは明瞭である。

このほか、1976～77年のアジア発展途上国の經常収支好転時においては、これら諸国は国際金融市場における調達を継続することにより過去に取

〔第1図〕

実質GNP成長率と対外公的債務残高増加率との関係(1973～78年平均)



資料：IMF, International Financial Statistics.  
IBRD, World Debt Tables.

崩しを余儀なくされた外貨準備の積上げを図っており、これも資金需要の下支え要因として働いたことも見逃せない。

## (2) 米銀、邦銀等の活動活発化

このようなアジア発展途上国の資金需要の高まりに対する米銀を中心とする貸手サイドの事情を次にみてみよう。

1973年秋の原油大幅値上げに伴う世界各国の景気後退や先行き不透明感の強まりなどから、先進諸国の設備投資は大幅に後退、つれて米国を中心とする先進国サイドの資金需要もかなりの停滞を余儀なくされた。他方、原油値上げによって大幅な経常黒字を生み出した産油国は、その余剰資金を米銀等への預金あるいは先進国の債券保有という形で運用したことから、米銀等の国際銀行はオイル・マネーの還流増と先進国の需資停滞の間に

(注6) ちなみにインドネシアの第2次経済開発5ヵ年計画(1974年4月～79年3月)では、総所要資金約280億米ドルのうち3割弱に当る約80億米ドル(年平均約16億米ドル)を海外資金に依存。

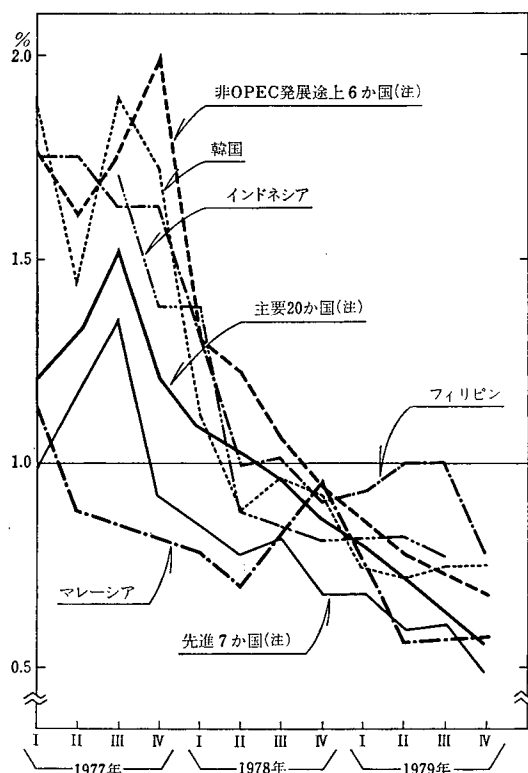
立たされることとなった。

こうした状況の下、米銀等国際銀行は業容の維持・拡大、収益確保の見地から発展途上国向け融資、なかでもアジア中進国や ASEAN 諸国への貸出を漸次積極化させていった。この点は英国・米国所在銀行の非産油発展途上国向け貸出残高の地域別シェアの推移をみても明らかである(第7表)。いずれも1970年代の前半に比べ最近時点では中南米諸国のシェアが低下する一方、アジア発展途上国のそれが着実な上昇をみている。さらに、こうしたアジア地域に対する米銀等の評価は貸出条件面にも顕著にみられる。ユーロ金利に上乘せされる貸出スプレッドをみても(第2図)、マレーシア、韓国、インドネシア等では1977~78年にかけて総じて縮小テンポが早く、このため他の途上国に比べ比較的早期に1%割れのケースが出てきている。

ところで、発展途上国のなかでもアジアの中進国、ASEAN 諸国への貸出が特に積極的に進められた背景としては、まず第1に中南米諸国では1960年代後半の金融機関の貸進みからすでにかなりの累積債務を抱えていたという事情が挙げられる。第2には前回石油危機以降、これらアジア発展途上国の景気が早期に立直るなど、発展途上国のなかでは経済パフォーマンスが比較的良好であったことである。さらに第3にはアジア発展途上

〔第2図〕

ユーロ資金借入における平均スプレッド  
(over LIBOR)の推移



(注) 対象国は次のとおり。

先進7か国…デンマーク、フィンランド、フランス、アイルランド、イタリア、スペイン、スウェーデン  
非 OPEC 発展途上6か国…アルゼンチン、ブラジル、韓国、マレーシア、メキシコ、フィリピン  
その他7か国…アルジェリア、インドネシア、イラン、ベネズエラ、ブルガリア、東ドイツ、ハンガリー

資料：Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.

国のうち主要借入国については、当局がある程度対外借入コントロール機能を持っており、また IMF 等国際機関の勧告なども良く遵守されてきている点が指摘できる。例えばフィリピンでは、債務返済比率が20%を超えないよう法的に規制され、またブルタミナ破たん問題(1975年)が生じたインドネシアでもその後は IMF、世銀等の勧告に従い中央銀行による対外債務の一元管理が行われており、こうした点も外銀等からの信頼を得るうえで寄与しているといえよう。

この間、本邦金融機関の活動状況についてなが

(第7表)

非産油途上国向け貸出残高の地域別シェア

(単位：%)

		1973年末	1975年末	1979年末
英 国 所在銀行	アジア向け	16.8	22.1	24.8
	中南米向け	75.5	70.2	67.7
米 国 所在銀行	アジア向け	n. a.	24.0	26.1
	中南米向け	n. a.	71.3	68.1

資料：Bank of England, Quarterly Bulletin.  
Federal Reserve Bulletin.

めてみると、現在香港には、本邦為銀関連のものとして支店5行、駐在員事務所10行、DTC 27社、地場との合併銀行4行があり、都市銀行13行、長期信用銀行3行、信託銀行5行、地方銀行1行がそれぞれ何らかのかたちで進出している。しかも近年、①合併先に対する出資比率の引上げ、②minority先から撤退し、新たに日系100%出資DTCを設立、さらに最近では③香港政庁の銀行ライセンス発給再開(1978年3月)に伴い新たに支店設置の動きもみられるなど、これまでの国際金融のノウハウ吸収的なものから脱却し、自主的な業務活動の拡大を図っているのが特徴的である。業務内容も当初は、現地日系商社等との貿易取引を主体としていたが、オフショア取引のウエイトがしだいに上昇、最近では例えばシンジケート・ローン方式による融資に際してもlead managerとしてその組成にあたるケースがみられるなど市場での地位を漸次高めている。また本邦証券会社も9社が現法のかたちで進出、本邦証券投資、アジア・ダラー債の消化等の面で活発に活動している。一方、シンガポールには邦銀支店10行、地場銀行等との合併によるマーチャントバンク6行があり、本邦証券会社の現地法人も4社進出、アジア・ダラー債の起債、CDの発行等の業務を通じ市場の拡大に寄与している。

### (3) 為替取引の拡大

この間のいま一つの大きな変化として見逃せないのは香港、シンガポール両市場における為替取引の急速な拡大である。もともと両市場では東京市場と欧州市場との間の時差を埋めうる地理的条件により為替取引が比較的活発に行われていたが、1970年代前半における米ドルの金兌換停止や主要通貨の変動相場制移行等を一つの契機に目覚ましい発展を遂げ、その取引内容も鞘取り的なインターバンク取引にとどまらず、実需に結びついた為替取引のウエイトがしだいに増大してきてい

るのが特徴的である。すなわち、アジア発展途上国においては、従来対外取引面における取引建値通貨ないしは決済通貨としてはほとんど米ドルが使用されてきたが、主要通貨のフロート後は、工業化の進展等もあって円建をはじめとした米ドル以外の建値による取引が増加、さらにはアジア諸国の通貨それ自体が従来からの米ドル・ペッグ制からの離脱等を余儀なくされているといった事情もあって為替リスクに対する関心も急速に高まってきた。また、この間の米ドルの相対的地位の低下をながめ、アジア発展途上国でも外貨資産の多様化に鋭意取組みだしている。こうした状況の下、香港、シンガポール両市場では、従来米ドル・ドイツ・マルクが最も取引量の多い為替取引であったが、近年、船舶、自動車等円建貿易取引や対日証券投資に伴う実需関連の円為替需要の増大もあって、米ドル・円取引の取扱い量がかなりのテンポで拡大し、最近では米ドル・ドイツ・マルク取引を量的に凌駕した模様である。こうした米ドル・円取引においては、本邦為銀が東京市場との密接な連携を背景に両市場の相場形成に主導的な役割を果たしている。

こうした為替市場の発展が貿易、資本取引両面にわたるマルチ・カレンシー傾向を背景に資金運用、調達市場と有機的に結合、その拡大に繋ったという側面も見逃しえないところである。

## 3. 両市場のリサイクル機能と今次石油危機の発生

### (1) アジア発展途上国の経常赤字ファイナンス等の特徴

アジア発展途上国が前回石油危機以降、原油価格の高騰、国内開発重視の政策スタンスを主因に資金需要の著しい増大をみたのは前述したとおりであるが、ここではその要資をこれら諸国が産油国の余剰資金、いわゆるオイル・マネーを主体と



(第8表)

## 対外公的債務の資金源泉別増加状況(1974~78年)

(単位・億米ドル、カッコ内構成比・%)

	1974~75年				1976~78年			
	公的機関 からの 借 入	民 間 からの 借 入	金融機関 借 入	サ プ ラ イ ヤ ー ズ・ ク レ ジ ッ ト	公的機関 からの 借 入	民 間 からの 借 入	金融機関 借 入	サ プ ラ イ ヤ ー ズ・ ク レ ジ ッ ト
非産油発展途上国計	184.2 ( 47.8)	201.2 ( 52.2)	176.0 ( 45.7)	16.2 ( 4.2)	426.0 ( 43.8)	547.7 ( 56.2)	403.1 ( 41.4)	72.9 ( 7.5)
うち ア ジ ア	46.1 ( 66.8)	23.0 ( 33.2)	21.3 ( 30.9)	1.6 ( 2.3)	111.4 ( 57.7)	81.7 ( 42.3)	49.0 ( 25.4)	18.9 ( 9.8)
中 進 国	11.8 ( 42.0)	16.3 ( 58.0)	14.8 ( 52.6)	1.2 ( 4.2)	29.3 ( 35.9)	52.2 ( 64.1)	28.7 ( 35.2)	17.6 ( 21.6)
A S E A N 一次産品輸出国	6.5 ( 50.5)	6.4 ( 49.5)	6.0 ( 46.5)	0.4 ( 3.0)	22.3 ( 43.1)	29.5 ( 56.9)	19.7 ( 38.0)	1.9 ( 3.7)

資料：IBRD, World Debt Tables.

した資金源から公的機関もしくは市場を通じていかに調達したか、についてみてみよう。第8表は前回石油危機以降(1974~78年)における非産油発展途上国の公的債務の貸手別増加額を前半(1974~75年)と後半(1976~78年)に分けて示したものである。これによれば、アジア発展途上国全体としては、①他地域に比べ国際開発融資になじみ易い開発関連プロジェクトが多かったこと、②また、インド、パキスタン等南西アジア諸国については、貸手サイドがその対外信用力を問題視し融資マインドも消極的であったこと、などの事情から前・後半を通じて公的チャネルのウエイトが非産油発展途上国平均を上回っている。しかしながらこうした中において、中進国やASEANの一次産品輸出国ではむしろ民間チャネルへの依存度がかなりのテンポで高まっている。とりわけ中進国はそうした傾向が強く、すでに前半期から民間チャネルのウエイトが非産油発展途上国平均を大きく上回っている。

まずこれを中進国の事情に照らしてみれば、特に韓国、台湾については低廉な労働コストを武器とした輸出指向型産業の将来性が、米銀等民間金融機関に高く評価されるところとなり、これら金

融機関が期を通じて輸出指向型産業育成のための所要資金を積極的に融資したこと、特に後半においては日本、米国等輸入相手国のサプライヤーズ・クレジット供与も資本財や中間原材料関連を主体に順調な伸びを示した点が指摘できよう。またこれと同時にこうした民間チャネルによる資金調達環境の好転をながめ、借入国側が、借入に際し厳しい条件を付加される公的チャネルによる調達をある程度避けたという事情も見逃せない。

一方、ASEANの一次産品輸出国については、マレーシア等資源保有国に対する資源開発融資には民間金融機関が積極的に取組んだことから民間チャネルのウエイトは逐次高まったが、総じてみれば中進国に比べ民間融資になじみにくい面が多いことは否定できず、またバイラテラルな政府借款(例えば日本とタイなど)も中進国に比べ多く、このため民間からの借入依存度は非産油発展途上国平均並みとなっているのが特徴である。

民間借入(中・長期ユーロ借入等)に関し、より詳細に1973年以降各年の動きについてながめてみると(第9表)、世界全体では景気の立直ってきた1976年に急増したのに対し、アジア地域については前に述べたとおり、石油価格高騰や開発投資活

(第9表)

アジア発展途上国の中・長期資金年間対外借入額(注1)推移

(単位・億米ドル、カッコ内は1973年を100とした指数)

	1973年	1974年	1975年	1976年	1977年	1978年	1979年 ＜暫定＞
中 進 国	2.9 ( 100.0)	6.7 ( 233.2)	10.5 ( 362.2)	15.4 ( 531.1)	16.5 ( 569.2)	27.0 ( 931.4)	53.1 ( 1,833.5)
一次産品輸出国	3.6 ( 100.0)	13.9 ( 387.9)	22.8 ( 636.9)	20.6 ( 576.0)	12.8 ( 357.4)	52.7 ( 1,474.1)	46.6 ( 1,303.6)
南西アジア諸国	0.1 ( 100.0)	0 ( —)	0.1 ( 60.0)	0 ( —)	0.8 ( 616.0)	0.6 ( 488.0)	2.2 ( 1,757.6)
アジア諸国計(注2)	7.0 ( 100.0)	20.8 ( 298.2)	34.0 ( 487.4)	36.0 ( 516.2)	31.8 ( 455.6)	81.4 ( 1,168.3)	103.9 ( 1,490.6)
世 界 計	308.5 ( 100.0)	407.8 ( 132.2)	433.7 ( 140.6)	630.1 ( 204.3)	702.8 ( 227.8)	1,093.4 ( 354.4)	n. a.

(注1) ユーロ資金借入、ユーロ債、外債の合計額。グロス・ベース。

(注2) アジア開発銀行加盟の発展途上国計。

資料：IBRD, Borrowing in International Capital Markets.  
ADB, Key Indicators.  
Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets.  
Euromoney 誌。

(第10表)

アジア発展途上国向けユーロ資金貸出の条件等推移

(単位・百万米ドル、件、  
カッコ内1件当り最高金額)

	アジア 向 け 1 件 当 り 平 均 金 額	うち 中進国 向け同	期 間 別 融 資 件 数 の 内 訳				
			3 年 以下	3 ～ 5 年	5 ～ 7 年	7 ～ 10 年	10 年 超
1974年	52.6 ( 200.0)	27.6 ( 95.0)	0	4	6	12	6
75	69.2 ( 425.0)	44.6 ( 200.0)	0	24	11	2	1
76	57.8 ( 256.6)	45.3 ( 212.5)	1	22	21	1	0
77	43.8 ( 132.9)	43.6 ( 132.9)	1	7	32	7	0
78	83.8 ( 500.0)	83.7 ( 400.0)	1	3	23	43	3
79	76.5 ( 600.0)	92.1 ( 600.0)	6	4	18	47	7
80年 1～2月	157.1 ( 400.0)	96.9 ( 247.0)	1	1	1	11	5

資料：IBRD, Borrowing in International Capital Markets.  
Euromoney 誌等から作成。

発化などに伴う需資増大と米銀等のアジア地域への評価の高まりとが相まってすでに1974年には拡大しはじめている。また借入条件をみても、前回石油危機以降資金調達環境の好転を映じ、前述のスプレッド幅の縮小に加え、1件当りのロットの

拡大、借入期間の長期化(第10表)をみるなど、アジア地域の借手にとってかなり有利化した。

このようにアジア地域においては他地域に先がけて早めに民間チャネルを通じたオイル・マネーの還流が生じ、しかもアジア諸国の中・長期ユーロ市場における借手としての地位も着実に高まったのが大きな特徴である。

(2) 香港、シンガポール両市場の果たした役割

そこで、こうしたアジア発展途上国へのオイル・マネーの早期還流と借手としての地位向上のなかで、香港、シンガポール両市場が果たした役割をここで検討しておこう。

香港、シンガポール両市場がこうしたアジア発展途上国への資金のリサイクル面でどの程度貢献してきたかを計数的に捉えることは、資料の制約上極めて難しい。そこでその便法として、まずアジア向けシンジケート・ローンの組成地別件数をみてみると(第11表)、前回石油危機以降、香港、シンガポール両市場での組成割合が高まる傾向にあり、なかでも香港市場でのそれはほぼ一貫して上昇、昨年中には全体の半分以上を占めるまでに至っ

(第11表)

## アジア向けシンジケート・ローン組成地別件数

(単位・件)

	香 港	シンガポール	その他とも計
1974年	7	1	43
75	18	0	51
76	24	4	60
77	28	5	61
78	36	15	98
79	53	10	106
1980年1～2月	11	1	21

資料：IBRD, Borrowing in International Capital Markets.  
Euromoney 誌等から作成。

ている。こうした香港市場を中心としたアジア諸国への資金運用の増大が、すでにみた両市場間における非銀行部門への資金運用量の差として現われているとみることもできよう(前掲第4表)。

こうした香港市場の資金運用市場としての優位性が生じた背景としては、まず第1に香港市場の地の利が挙げられる。すでに述べたとおり1970年代後半におけるアジア地域の主要な借手であった韓国、台湾、フィリピンは地理的に香港に近く、このため香港所在の金融機関にとっては貸付案件の発掘、審査およびその実行が比較的容易であったといえる。第2には、資金運用に際しての税制面における優位性である。1978年8月の香港政庁による税制手直しにより、オフショア貸出に伴う金融機関の利益に対する香港の税率は17%と表面的にはシンガポール(10%)を上回ることとなった(同年4月に遡及して実施)が、課税範囲の相違もあって、金融機関にとっての実質的な税負担は依然香港の方が低いとされている。このほか、市場筋の間ではシンジケート・ローン組成のノウハウ、法律家をはじめとした人材、各種情報、通信、印刷技術といった金融上のインフラストラクチャーの面で香港市場の方が一日の長があると指摘されており、これも資金運用面での香港の優位性に寄与したものとみられる。近年、こうした事情を

映じて、米銀等には、香港にアジア地域の本部を設置するなど香港を重視した機構改革の動きがみられる。

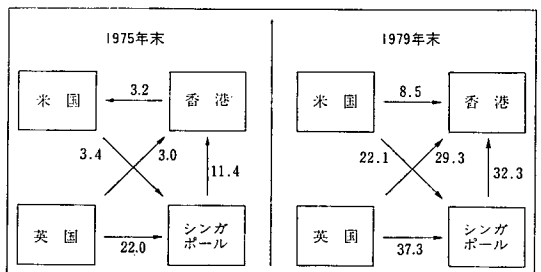
他方、海外からの資金調達面では、前述のとおり、シンガポールが政府や金融管理庁による一連の市場育成策の奏効もあって量的には常に香港を凌駕してきた。このため、資金運用量では勝る香港市場としては、シンガポール市場から一部回金を受けるなど、いわば香港の調達市場としてシンガポール市場を利用してきたといえる。第3図のとおり、最近では前述の米銀等による香港重視の動きもあって、ロンドン—香港間ならびにニューヨーク—香港間の直接的な資金パイプもかなり拡大するなど、香港自体の資金調達力も徐々に高まってきているが、現在なお資金調達面におけるシンガポールの優位性は維持されている。

このように、香港、シンガポール両市場はアジア地域の国際金融センターとして互いにしのぎを削りつつも、これまでのところは「調達のシンガポール、運用の香港」といういわば相互補完的な機能を果たすことによってアジア発展途上国へのオイル・マネー還流に大いに貢献してきたといえよう。特にこれらアジア発展途上国向け融資につい

〔第3図〕

## 香港、シンガポール両市場を中心とする資金の流れ

(単位・億米ドル、資金流入のネットベース)



(注) ここでは資料の制約、かたがた単純化のため、4つの国際金融市場間の資金の流れに限定。このうち、米国—シンガポール間、香港—シンガポール間の計数は、他市場間の資金流入(ネットベース)の残差として算出。

資料：Bank of England, Quarterly Bulletin, Federal Reserve Bulletin 等から推計。

ては、他の途上国向けと同様、借手のディスクロージャーが未だ充分でなく、このため融資案件の審査に際しても、借手の地域社会における社会的地位、血縁関係といった周辺情報や借手との信頼関係(殊に華僑相手の場合)が重要な判断材料の一つとなるケースが比較的多いのが実情である。従って、こうした借手に関する情報収集ないしは借手とのコミュニケーションに適した地縁性の強い両市場の発展なしには、これまで述べてきたアジア発展途上国への極めて順便な資金還流も考え難いところである。

なお、この間アジア地域においては、マニラ、コロンボでオフショア市場が発足をみている(注7)。これら市場はシンガポールにその範をとり、いわば同型の市場育成をねらったものであるが、それと同時に国内産業育成のために「外国の貸手との連携を強め、外資導入に資すること」(フィリピン大統領令1034号の布告)をもその目的とするものである。従って香港、シンガポール両市場にとっては、こうした地場密着型の新しいシステムが確立することは新たな競合関係というよりはむしろ地域向け金融活動の輪を拡げるのに役立ついわば補完的な市場の登場として評価されよう。

### (3) 今次石油危機発生と両市場の役割増大

昨年初来の OPEC(石油輸出国機構)による原油価格の相次ぐ大幅引上げの結果、OPEC 諸国の経常黒字は本年中には1,000億米ドルの大台に達すると見込まれている(米国モルガン銀行推計—World Financial Markets 1980年3月号—約1,030億米ドル、前回石油危機後のピーク1974年

640億米ドル)。こうした OPEC 諸国の黒字幅は今後の石油価格や産油国の輸入態度いかんによる訳であり、かつこれに対応する非産油国側の赤字を先進国、途上国間でいかに分担するかについても、例えば先進国サイドにおけるインフレ対策等別途の要請ともからむため、はっきりとした見通しをたてることは非常に難しい。しかしながら今回の場合、石油値上げが前回の一過性のものとは異りやや長期にわたるおそれがあり、また先進国側の政策スタンスもインフレ抑制に重点が置かれているといった事情を勘案すれば、結局のところ非産油国側の赤字負担はかなりの程度発展途上国にその皺が寄ることが懸念されている。アジア諸国においても、中進国を中心に輸入全体に占める石油のシェアがすでにかんりの上昇をみていることなどから石油値上げの負担はかつてない大きなものと見込まれている。

また、これに加えて、今回の石油危機発生を一つの契機としてエネルギー資源の開発ないしは大規模工業開発等を通じやや長期的な観点からこれに対処していこうとする動きが ASEAN 諸国を中心に相次いでおり、今後これら資金ファイナンス面で両市場が果す役割への期待にはかなり大きなものがある。こうした長期プロジェクトの主なものとしては、液化天然ガス<ビンツル、サラワク>・石油精製<西マレーシア>プラント(マレーシア)や灯油等石油製品生産プラント(インドネシア)などの建設のほか、エネルギー開発(石炭、天然ガス等)を主要な柱とする11大工業プロジェクト(注8)(フィリピン)、第5次経済社会開発5か年

(注7) マニラ、コロンボ両市場の概要

	発足年月	参加銀行数(80/4月現在)	市場規模(79年末)
マニラ	76年9月	20行	66億米ドル**
コロンボ	79年5月	5行*	n.a.

\* 現在さらに10数行が認可申請中と伝えられる。

\*\* OBU(Offshore Banking Unit)、FCDU(Foreign Currency Deposit Unit)の負債合計額。

(注8) 11大工業プロジェクトの内訳は次のとおり。

①重機械工業、②一貫製鉄、③石油化学、④銅精錬、⑤リン酸肥料、⑥ディーゼルエンジン、⑦一貫紙パルプ製造、⑧アルミ精錬、⑨セメント増産、⑩ココナッツ産業合理化、⑪非在来型エネルギー開発。

(1982～86年度)計画(タイ)等が挙げられる。このほかシンガポールでも、原油はじめ素原材料の高騰など海外からの大幅なコスト・アップ圧力のもとで対外競争力の維持・向上を図っていくことを主たるねらいに、1979年6月、産業構造の技術集約化、高付加価値化<sup>(注9)</sup>方針を打出しており、その実施に当たってはかなりの部分を海外からの直接投資や対外借入等外資に依存せざるを得ないとみられている。さらには最近の大洋州諸国、なかんづく豪州における一般炭はじめエネルギー資源の急速な開発進展<sup>(注10)</sup>も今後の香港、シンガポール両市場の資金需要増大要因として見逃せない。

現在の厳しく、かつ先行きも不透明な要素の多い状況のもとで、民間の資金チャネルがこうしたアジア・大洋州諸国における資金ニーズの拡大に的確に 대응していくには、そのチャネルの資金調達力もさることながら、債権保全、リスク回避の見地から当該国経済やプロジェクトについて信頼性が高く、密度の濃い情報の存在が不可欠である。こうした面からすれば、香港、シンガポール両市場とも地理的条件に恵まれ、しかも交通、通信網が発達し、アジア諸国などの諸出先機関も数多く進出しているだけに、情報交換・収集面での効率性が高く、その意味では、両市場ともこうした周辺諸国の期待に応えうるポテンシャルをすでに保持しているといえよう。

#### 4. 地域金融センターとしての新たな胎動

前述のように香港、シンガポール両市場は前回石油危機後アジア発展途上国ならびに大洋州諸国

への資金供給の担い手としてこれら地域との結びつきを強めてきているが、これに加えて最近では目下近代化を鋭意進めている中国、さらにはこれまでのようなオフショアということではなく香港、シンガポールそれ自体の地場金融との関連も目立っている。また香港、シンガポール両当局の対応姿勢もこうした動きを踏まえたものに変化してきている。こうした動きはいずれも両市場が単に欧米金融市場の出先としてではなくアジアに根をおろした地域金融センターとして今後とも発展していくことを示唆したものといえよう。

##### (1) 中国関連の金融取引活発化

香港と一衣帯水の関係にある中国が、1978年中央からいわゆる4つの近代化路線に基づく近代化計画(国民経済発展10か年計画)を推進、これに伴い外資政策を転換し、外資導入による経済建設に踏み切ったことから、香港市場においても中国関連の金融取引が様々な形態をとりつつもしだいに広がりを見せている。従来、香港における中国関連の金融取引は、主として中国の西側諸国との貿易決済、元建預金の受入れ、華僑の本国送金、さらには元為替の取扱い等に限定され、どちらかといえば短期取引的な性格が強かった。

しかしながら、中国のこうした対外政策の弾力化を映じ、香港における金融取引もこのところ長期資金の調達、運用といったいわば腰の座ったものになってきているのが特筆すべき点である。まず資金調達面をみると、中国において1979年7月、合弁企業の設立を通じた外貨の導入等をねらいとして合弁法が制定され、同年10月には、同法

(注9) 1980年代にシンガポール政府が育成しようとしている業種として、次の11業種が公表されている。

①自動車部品、②工作機械、③外科器具を含む医療器具、④特殊な化学品および製薬、⑤コンピューターと端末機器およびソフトウェア開発、⑥電子計測機、⑦複写器を含む光学機械、⑧精密機器、⑨より高度の電子部品およびウェアハウスの生産、⑩水力、空圧による制御システム、⑪以上の産業を支える関連産業。

(注10) フレーザー政権は1976年2月、民間部門の資源開発に対する政府の不干渉ならびに外資参加容認を、また1977年8月には従来禁止していたウラン開発に関しても、ウラン環境調査委員会の報告をもとに条件付き開発、外資参加容認等の方針を決定。さらに今次石油危機発生後、資源開発政策を一段と促進している(例えば1979年6月、ウラン開発に関する外資参加比率引上げ)。

に基づき中国国際信託投資公司(本部は北京)の発足をみたが、香港にも同公司の事務所が設けられ、香港経由での華僑資本受入れ体制が整えられた。またこの間、中国銀行(中国における外国為替取扱専門銀行、本店は北京)は本店ベースで1979年3月以降本年2月までに欧米やわが国の銀行から累計3,275百万米ドルの中・長期ユーロ資金の直接取入れを約定しているが(注11)、本年4月にはこうした資金調達パイプの多様化、かたがた国際金融のノウハウ習得をねらって本邦為銀や米銀等との国際合弁DTC2社を香港に設立することを決定した。こうした本国への資金供給を目的

としたDTCの設立は、香港ではこれまで殆ど例がなく、オフショア業務の新しい形態として注目される。またこのほか本年7月には、中国福建省が香港において華僑資金の積極的な吸収を図るため独自の人民元建債券の発行を計画している(注12)。他方、資金運用面でも、1979年5月以降、香港等で組成された国際シンジケート・ローンに中国銀行が逐次参加(注13)するなど徐々に活発化してきている。このような香港市場を舞台とした中国の国際金融取引は、本年4月のIMF理事会における中国のIMF加盟承認を一つのきっかけとして今後益々活発化が見込まれている。

(注11)

## 中国(中国銀行)の中・長期ユーロ資金取入れ状況

	金額	金利 (スプレッド)	期間	貸 出 者		金額	金利 (スプレッド)	期間	貸 出 者
	百万 米ドル	%	年			百万 米ドル	%	年	
79年3月	175	+ 0.5	5	Midland & International Banks	79年4月	50	+ 0.5	5	Hessische Landesbank- Girozentrale
4	100	〃	3.5	Standard Chartered Bank	6	100	n.a.	n.a.	Bayerische Vereinsbank
〃	〃	〃	5	Midland Bank	8	2,000	+ 0.5	4.5	東京銀行等邦銀協調融資 団
〃	〃	〃	〃	Canadian Imperial Bank of Commerce	〃	50	〃	5	Norddeutsche Landes- bank, Berenberg Bank
〃	〃	〃	〃	National Westminster Bank	9	100	n.a.	〃	Commerzbank AG
〃	〃	〃	〃	Lloyds Bank International	80年2月	300	+ 0.5	3.5	UBAF

資料: IBRD, Borrowing in International Capital Markets 等。

(注12) 福建省の人民元建債券についてはすでに本年1月から主として福建省内で記名債券が発行されているがこれを華僑資金の吸収を目的に香港で無記名債券の形で発行しようというもの。債券の内容等については次のとおり。

①債券の種類: 5百人民元、5千人民元、5万人民元の3種類

②償還期間と金利: 8年もの……年利6%

10年もの……同 7%

12年もの……同 8%

③委託発行者: 福建省内の中国銀行支店、中国銀行香港支店

④保証: 福建省当局の保証付き

⑤課税: 本債券の利子所得については非課税

(注13)

## 中国銀行のシンジケート・ローン参加実績

実施 時期	貸 出 先	金 額	期間	金 利	主 幹 事
79/5	Gloxin(香港)	42百万米ドル	7年	LIBOR+1.125%	Paribas、東銀等
10	アフリカ開発銀行	150 〃	12	当初4年間 LIBOR+0.625% 4~12年 〃 +0.75%	Chase 等
80/1	China Cement Co.(香港)	617百万香港ドル (約1.2億米ドル)	10	LIBOR+1.125%	中国銀行、Chase、 香港上海銀行

## (2) 地場向け金融活動の進展

香港、シンガポール両市場とも、このところオフショア取引を主体に活動してきた外銀等が国内金融市場での業務ウエイトを漸次高めてきており、結果としていわば国際金融と国内金融との間の一体化傾向の強まりがうかがわれる。すなわち、香港市場においては、米銀等国际銀行が多数進出し銀行間の競争激化から純粋なオフショア業務(いわゆる外-外取引)面のみでは収益確保が困難化してきている。またその一方、地場の香港経済は米国向け輸出の好調持続等から引続き活況を保ち、資金需要にも根強さがみられるといった事情もあって、このところ地場向け融資にも外銀等の眼が向けられてきている。なお、こうした地場向け融資積極化の動きは中国系銀行についても例外ではなく、例えば中国銀行は1979年4月、地場向け融資促進策の一環として地場の中国系銀行と合併でDTC(China Development Co.<HK> Ltd.)を設立、また本年1月には初のシンジケート・ローンの幹事行として地場セメント工場向け融資(China Cement Co.<HK>向け)(前掲注13)を組成した。

一方、シンガポール市場でも、当局による規制緩和を通じてこうした地場向け融資の進展がみられる。すなわち、シンガポール当局は、香港市場へのキャッチ・アップのため金融センターとして魅力ある市場づくり、かたがた国内産業の育成・強化策を側面から支援することをねらいとして、1978年7月以降オフショア銀行に対し、シンガポール国際金融市場発展への貢献度合い等に応じ対居住者シンガポール・ドル建貸付を弾力的に認めている。

## (3) 香港、シンガポール両当局の対応姿勢

最近における香港、シンガポール両当局の対応姿勢をみると、香港では自由放任主義的な従来のスタンスを堅持しながらも、市場秩序の維持、確

立といった面にもこれまで以上に配慮している。これに対し、運用面で香港に一步先んじられているシンガポールでは各種措置の緩和ならびに金融取引手段の新たな導入等を一層推し進めようとする姿勢がうかがわれる。

まず香港政庁についてみると、今後とも政府不干渉が市場発展を促す必要不可欠な条件であるという基本認識には何ら変化がみられないが、こうしたなかにあって自由放任主義の行過ぎともいえる市場秩序の乱れには、その是正のため一連の措置を打出しているのが最近の特徴といえる。すなわち、1978年3月、政庁は長期にわたる銀行ライセンス発給停止の間に多数設立され、しかもその過当競争からややもすれば市場秩序を乱しかねなかったDTCに対し銀行監督官への月次報告書の提出や銀行監督官による定期的な検査の実施等を骨子とする規制強化の方針を打出したほか、1980年1月には最低流動性規制を導入した。またこの間、1978年3月に再開した銀行ライセンスの新規発給についても、銀行数の増加(1978年3月~79年8月間で41行増)が貸出競争の激化(銀行の貸出残高前年比、1978年12月末+43.3%→79年6月+46.2%)を招来していることにかんがみ、1979

(第12表)

アジア・ダラー債、米ドル建CDの発行推移

	アジア・ダラー債				米ドル建CD			
	件	百万米ドル	件	百万米ドル	件	百万米ドル	件	百万米ドル
1971年	1	10	(—)	(—)	—	—	(—)	(—)
72	2	51	(—)	(—)	—	—	(—)	(—)
73	3	70	(1)	10)	—	—	(—)	(—)
74	—	—	(—)	(—)	—	—	(—)	(—)
75	3	47	(1)	15)	—	—	(—)	(—)
76	9	266	(3)	82)	—	—	(—)	(—)
77	13	368	(8)	215)	2	30	(2)	30)
78	12	403	(5)	156)	19	415	(14)	335)
79	8	358	(5)	208)	30	556.5	(28)	511.5)
	(1~5月)				(1~4月)			
80	5	135	(3)	75)	13	300	(11)	220)

(注) 1. ( ) 内は本邦関連分の件数、金額。

2. 米ドル建CDは資料の制約上変動利付のみ。

資料: MAS, Quarterly Bulletin, Euromoney 誌等。

年8月、再びその新規発給を停止した。

一方、シンガポールでは、香港に対する運用面でのキャッチ・アップといった配慮もあって、市場の自由化、弾力化促進をねらって1978年6月為替管理を撤廃したほか、本年4月にはオフショア貸付約定書の印紙税免除、個人所得税率の引下げ等を実施した。またこの間シンガポール通貨当局(MAS)は、シンガポール市場を懐深く、かつ厚みのある市場とするため債券・手形市場の育成にも注力しており、従来からのアジア・ダラー債(1971年12月発行開始)や米ドル建CD(譲渡可能定期預金証書、1977年11月発行開始)に加え(第12表)、1979年12月には一般事業会社の短期資金調達手段であるコマーシャル・ペーパー(CP)の発行を認めた。また同時に、当面の大きな課題となっている流通市場の育成についても鋭意取り組んでいる(注14)ほか、予て懸案の米ドル建BA(銀行引受け手形)市場についても域内貿易拡大というねらいを掲げ、他のASEAN諸国と協同して創設する方向で目下検討中である(注15)。

このように最近の香港、シンガポール両当局の取組み姿勢は、すでに述べた両市場の発展経緯の相違もあってやや趣を異にする面もあるが、いずれも市場の秩序維持のもと、できるだけ自由な取引が行える市場環境を維持ないしは整備することによって、アジア地域における国際金融センターとしての一段の飛躍を実現しようとするものであることは言うまでもない。

## 5. 問題点と今後の展望

### (若干の問題点)

すでにみてきたように、1970年代を通じ香港、シンガポール両市場は順調な発展を遂げてきたが、今後の両市場の発展は、現在のアジア発展途上国が抱えている重要課題の一つである石油赤字のファイナンスについて両市場が欧米金融市場ないし産油国とアジア諸国の単なる仲介機関ということではなく、これまで蓄積してきたアジア地域経済に関する情報、知識等を活かしながらいかに対応していくか、さらには今後一層密着化が予想される地場経済との関係において大きな摩擦を生ずることなく、むしろその発展に貢献できる存在となりうるかどうか、等の点にかかっているといえよう。こうした観点から、いくつかの問題点を拾いあげてみると以下のとおりである。

### (第13表)

アジア主要発展途上国の対外公的債務残高と  
債務返済比率(1978年末)

	債務残高		債務返済比率(DSR)
	億米ドル	(債務残高/名目GNP) %	
韓国	120	(28.2)	10.5
台湾	29	(12.1)	4.4
フィリピン	41	(17.5)	13.4
インドネシア	128	(26.2)	10.3
インド	153	(13.6)	13.0
パキスタン	76	(43.2)	20.8
(参考) 世界の非産油 発展途上国計	2,100	(19.1)	15.0

(注) 日本銀行調査局推計。

資料: IBRD, World Debt Tables, World Atlas.  
IMF, International Financial Statistics.

(注14) 例えば、変動金利付米ドル建CDの場合、MASは発行銀行に対し売出し幹事会社による日々の取引価格の公表といった方法で自行発行CDが流通性を備えるよう要求している。

(注15) BA市場育成のための条件としては一般に以下の点が指摘されている。

- ①各国中央銀行が自国通貨でない米ドルを last resort として常に低利で供給し続けることに同意すること。
- ②地域的に貿易規模が大きいと認められること。
- ③流通市場が整備されていること。
- ④市場に関心をもつ投資家が存在すること。



アジア発展途上国へのオイル・マネーのリサイクルとの関連で第1にあげられるのは、周知のとおりこれら諸国の対外債務が累増していることである。前述のとおり巨額の石油赤字と国内開発重視の積極的な経済運営を背景としたアジア発展途上国の需資増大に対し、米銀等が意欲的に応需した結果、各国の債務残高はインド、インドネシア、韓国等を中心にすでに極めて高水準に達しており(第13表)、現在の世界的な高金利の下では、これら諸国にとって今後の債務(元利合計)返済負担は相当なものと思われる。各国の債務返済の難易度を示す一つの指標である債務返済比率(Debt Service Ratio、以下DSRという)は、アジア発展途上国、なかならず中進国、一次産品輸出国の場合、他地域の途上国に比べ依然低位にあるが、これはDSR算定式の分母である当該年の外貨収入が米国向け工業製品輸出の好伸、一次産品輸出価格の高騰等から高水準を続けたことが主因である。こうした傾向は昨年についても基本的には変わらなかったものとみられる。もっとも、更年後における国際原料品市況の反落傾向や米国景気後退の兆し等を勘案すると先行きは必ずしも楽観を許さない。このため金融機関の各国カントリー・リスクに対する評価も徐々に厳しさを増してきている点是否定できない。

第2は、上記カントリー・リスクとも絡むが、米銀等のアジア諸国向けの貸出わく余裕がかなり窮屈化していることである。各金融機関とも、債権保全の見地から、通常貸付対象国ごとに自己資本のある割合をもって貸出限度額としているが、これまでの積極的な貸込み、かたがた自己資本の伸び悩みからアジア諸国

への貸出余力が減退してきている模様である。特に米銀については、昨年5月、外国政府ならびに政府機関向け融資に対する大口融資規制(国法銀行の場合、個々の顧客に対する融資限度額は資本勘定の10%まで)の適用方針が打出されたほか、国内金融の引締めもあって、こうした貸出余力の後退が懸念されている。このような状況から、アジア発展途上国中でも特に石油再値上げの影響を強く受けている韓国、フィリピン、タイ等ではスプレッド幅拡大など借入条件悪化の兆しが現にみられ始めている。

第3には、金融機関の流動性リスク増大の問題である。これをシンガポールのACU勘定でみると(第14表)、ユーロ市場等からの短期資金の取入れ増(特に1ヵ月以下の資金調達)が全体の約5割)の一方で、中・長期への資金運用が漸増傾向にある(最近では運用の2割弱のシェア)ため、いわゆる短期借、長期貸(short-borrowing, long-lending)の傾向がしだいに顕現化してきている。もとより、こうした金融機関の流動性問題は、本支店ないしは親会社をも含めたグローバルな観点から捉えるべき問題であるが、上記のとおり地域的にせよこうした短期借、長期貸の傾向が根強くうかがわれることはやはり警戒を要すべき点であるとい

(第14表) ACU勘定の期間別調達・運用残高構成比推移

(単位: %)

	調 達						運 用					
	1ヵ月以下	1ヵ月超3ヵ月以下	3ヵ月超1年以下	1年超3年以下	3年超		1ヵ月以下	1ヵ月超3ヵ月以下	3ヵ月超1年以下	1年超3年以下	3年超	
1973年末	23.5	24.7	48.2	3.6			20.6	24.5	50.1	4.8		
74	27.3	26.5	44.1	2.1			19.4	28.1	44.8	7.7		
75	24.8	31.8	41.1	2.3			16.0	29.8	39.3	14.9		
76	49.2	27.9	19.4	1.6	1.9		35.1	27.3	20.9	3.2	13.5	
77	51.0	29.3	17.4	0.9	1.4		35.7	27.6	20.8	4.8	11.1	
78	45.9	30.2	20.8	2.1	1.0		34.4	28.2	20.5	4.9	12.0	
1979 I Q 末	45.3	32.3	19.1	2.4	0.9		36.5	30.0	17.2	5.1	11.2	
II Q	47.3	28.0	21.2	2.5	1.0		36.2	26.0	21.2	5.5	11.1	
III Q	44.6	31.0	20.8	2.6	1.0		33.7	28.5	21.0	5.5	11.3	
IV Q	48.2	28.4	19.5	2.5	1.4		35.1	26.2	20.1	5.6	13.0	

資料: MAS, Quarterly Bulletin.

える。特に香港、シンガポール両市場とも米ドルの last resort を持たないだけに、これら両市場で何らかの不測の事態が生じた場合にはその影響が直ちに他市場へ波及することとなろう。

次に、地場経済との関連では、経済規模の比較的小さい香港、シンガポールにとって金融市場の規模の拡大はそれ自体、地場における雇用機会の創出、税收の増大さらには金融のノウハウ習得といった有形、無形のベネフィットを通じ地場経済の発展に大きく貢献している<sup>(注16)</sup>。しかし、こうした反面、市場規模拡大に伴う内外金融の一体化傾向の強まりによって国内金融政策の運営がやりにくくなるおそれが出てきている点も見逃せない。すでに述べたとおり、例えば香港では、オフショア取引の競争激化に伴うスプレッド幅の縮小等から外銀の眼が国内に向けられてきている。同地における最近のマネーサプライ高伸(M<sub>3</sub>、本年2月末残高前年比+35.3%)はこうした動きもその一因ではないかとの指摘もみられ昨年来論議を呼んでいる。また、金融機関全体としてみても、これら外銀進出に伴う国内貸出面での競争激化が、勢い不動産部門への貸進みを招来することとなり、不動産投機ブームを煽るかたちで市民のインフレ心理にも悪影響を及ぼしているとの批判も一部にでている。こうした状況にかんがみ、香港政庁では、昨年春以来金融機関に対し貸出自粛を求めるとともに、また最近に至っては金融機関とのより密接な協議を通じ金利へのコントロールを強めていくとの姿勢を明らかにしている。また、シンガポール市場でもこれまでACU勘定を通じるいわゆる外一外取引に業務範囲を限定してきたオフショア銀行に対しても、1978年7月以降国内取引を取扱わせるようにしているのは前述のとおりである。もちろん、これには各オフショア銀行

の国際金融市場発展への貢献度合いに応じて一定のわくを課しており、またそもそも外銀の地場資金調達力についても自づと限度があるため、その弊害が直ちに表面化するということにはなるまい。しかしながら、シンガポールにおいても今後海外からの直接投資増大や外資系企業の活動活性化等に伴いオフショア銀行のこうした面での活動が一層拡大すれば、すでに香港においてみられるような地場金融機関との競合やマネーサプライ面への影響といった問題が先行き無視しえない検討課題となろう。

#### (今後の展望)

以上のような問題点をはらみつつも、全体としてながめればこれまで累々述べてきたアジアにおける国際金融市場発展の基本的な条件には目下のところ格別の変化はうかがわれない。従って、今後とも香港、シンガポール両市場がこれまでと同様、アジア地域の金融センターとしてリサイクル機能を果しつつ、着実な発展を遂げる可能性は充分あるといえる。

ただ、今次石油危機は米国・イラン紛争など政治的要素も深く絡まっており、それだけに前回のようない過性のものとは異り長期にわたり持続することも覚悟しておかねばならない。このような場合には、前述の債務累積問題の影響が深刻化するおそれなしとしないため、これに備え今から前広に対処していくことが肝要である。この点については、公的チャネルの整備、拡大が一般に広く指摘されているが、これをより効果的なものとするためには、世銀、アジア開発銀行等国際機関が途上国向け融資を単に増額するだけでなく、民間金融機関との協調融資の積極化や借入国の経済パフォーマンスのウォッチ、政策運営面での助言、さらには借入国に関する民間への情報提供といったこ

(注16) ちなみに、香港のGDPに占める金融部門のシェアは1割強とみられている。また香港の金融部門の総雇用人員は1975～78年に31.7%の増加を示した。

とも必要となろう。こうした広い意味での公民協調体制が進んでいけば、香港、シンガポール両市場の機能は一段と高まることとなろう。

他方、こうした香港、シンガポール両市場の先行きを占う上で問題となるのは今後におけるアジア発展途上国の経済政策の運営態度である。すでにみたとおり、これまでのところ他地域の発展途上国に比べ比較的良好な経済パフォーマンスが両市場を通じる資金還流を順便化したことは明らかであり、今後についても各国がインフレ抑制、国際収支調整など内外均衡の回復や対外債務の管理等に一層真剣に取り組むことが望まれる。そうすれば、両市場のリサイクル機能も一段と有効に働く

こととなろう。

アジア諸国が今回の石油再値上げという厳しい環境を克服しさらに発展していくためには香港、シンガポール両金融市場がオイル・マネーのアジア地域への適切なりサイクル機能を果すことがその重要な要件の一つであるといっても決して過言ではあるまい。これまでの両市場の発展過程をながめると地域の特性やその変化に弾力的に対応しつつ発展を遂げてきた。石油価格の高騰、中国の近代化進展等の新しい条件のもと、両市場がこうした特徴をいかしつつ、これまで以上にその機能を発揮し、発展していくことが望まれる。

(付表)

## 香港・シンガポール両市場に関する制度改正等の推移

	香 港	シ ン ガ ポ ー ル
1968年		⑧⑨・非居住者の外貨預金利子の源泉課税免除(従来個人10%、法人40%)。
1970年	⑨・公認為替銀行の自由為替市場取引を承認。	⑦・アジア・ダラーのインターバンク取引を開始。米ドル建CDの取扱いを認可。
1971年		⑨・8年ぶりに外銀支店の設置を認可。 ⑫・アジア・ダラー債第1号発行認可(シンガポール開銀債)。
1972年	⑦・香港ドル、英ポンドから米ドル・ペッグに変更。	①・ACU勘定預金に対する流動性比率規制撤廃。 ③・ACU取扱銀行の発行するCD、ACU取扱銀行振出しもしくはACU取扱銀行宛約束手形の印紙税を免除。 ④・居住者法人に対し、アジア・ダラー市場からの輸出資金調達を認可。
1973年	①・為替管理を全面撤廃。	①・ACU取扱銀行の非居住者(ただし非銀行顧客)向け貸付利子に係る税率を引下げ(40→10%)。 ⑦・居住者によるアジア・ダラー市場での資金運用を認可(ただし、個人10万シンガポール・ドル、法人3百万シンガポール・ドル)。 ⑧・非居住者のアジア・ダラー債の利子所得に対する課税を免除。 ・アジア・ダラー債の印紙税免除。
1974年	⑪・香港ドル、変動為替相場制に移行(従来は米ドル・ペッグ)	
1975年		⑤・ACU取扱銀行に対し手形の引受け・割引き、信用状・保証状の発行を認可。 ・シンガポール・ドル建CDの発行を認可。
1976年	①・預金取入れ会社条例(Deposit-taking Companies <DTC> Ordinance)成立(4月1日施行)。	①・非居住者保有のACU預金、アジア・ダラー債の相続税を免除。 ③・居住者の外貨資産保有限度引上げ(個人10万→25万シンガポール・ドル、法人3百万→5百万シンガポール・ドル)。 ・ACU取引可能通貨をシンガポール・ドルを除く全外貨に拡大(従来は14通貨に限定)。 ⑪・ACU取扱銀行の非居住者向け貸付契約書の印紙税(契約金額の0.5%)に最高限度額(500シンガポール・ドル)を設定。
1977年		①・居住者個人の外貨資産保有限度額引上げ(25万→50万シンガポール・ドル)。 ④・ACU取扱銀行の非居住者向け貸付(インターバンクを含む)の利子所得に係る税率およびアジア・ダラー債発行に係る収入に対する税率を引下げ(40→10%)。 ⑪・米ドル建CD第1号発行認可。 ⑫・米ドル建固定金利CDの発行認可。
1978年	③・銀行免許の新規発給再開(外銀のみ)。 ・DTCに対する規制強化方針の表明。 ④・オフショア取引による利子所得への課税実施(税率17%)。 ・香港上海銀行、米マリンミッドランド銀行の買収計画を発表。 ⑤・香港ドル建外債第1号発行。 ⑨・香港ドル建CD第1号発行。	②・ACU取引に関する優遇税率(10%、通常40%)の適用範囲拡大。 ⑥・為替管理を全面撤廃。 ⑦・オフショア・バンクの非銀行顧客(居住者)との取引制限を緩和(ただし1件当りの信用供与限度額は300万シンガポール・ドル)。
1979年	⑧・銀行免許の新規発給再停止(78年以降41行進出)。	⑫・アジア・ダラーCP第1号発行。
1980年	①・DTCに対する流動性規制を実施。	④・ACU取扱銀行の非居住者向け貸付契約書の印紙税を免除。

(注) ○印内の数字は制度改正等の実施された月を示す。