

# 經濟論叢

第 125 卷 第 6 号

---

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| シンガポールのアジア・ダラー市場……………石 川 常 雄   | 1  |
| ソ連經濟の地域別投資構造……………田 中 宏         | 22 |
| イギリスにおける地域政策と地方財政……………清 水 修 二  | 45 |
| ドイツ電機工業大經營の人事・労務管理……………今久保 幸 生 | 69 |

經濟学会記事

---

昭和 55 年 6 月

京都大學經濟學會

# シンガポールのアジア・ダラー市場

—その生成と発展—

石 川 常 雄

## はじめに

まずアジア・ダラーとは、アジア地域に存在、流通する米ドルをさす。具体的にいうと、アジアに進出した外国銀行、多国籍企業、または華僑実業家、あるいはアジアの各国政府が保有する米ドルのことである。つまりより長い歴史をもつユーロ・ダラーが、ヨーロッパ地域に存在、流通する米ドルをさすのと同じ意味で、アジアは資金の動く地域を、ダラーは資金の本来の国籍——米ドル——をさす<sup>1)</sup>。アジア・ダラー蓄積の原動力はおもに、多国籍企業、華僑資本の商業、貿易活動であると見られるが、蓄積されたアジア・ダラーは地域の諸国にとっては外貨である。この米ドルは、なんらかのルートを通じて米国へ還流しないかぎり、たとえば米国の商業銀行に預金されるというようなことがないかぎり、アジア地域で、資金の使途をもとめて、地域内を遊よくするであろう。もしここに国際金融業務の経験豊かな銀行、金融機関が存在し、こうしたドル資金を吸収し、需要者側へと仲介するようになれば、アジア・ダラー市場が成立することになる。

ところで、本来米国の国内通貨である米ドルが、米国以外の地域のヨーロッパやアジアにおいて、いわば当事国以外の国々の間で、国際間の決済や金融に使用されるにいたったのは、その背景につきのような事情が存在していたためと考えられる。

1) アジア・ダラーの定義については、参考文献 Bhattacharya, *The Asian Dollar Market*, p. 3 を参照。

第一に、いわゆる「ドル本位制」とよばれた戦後 IMF 体制のもと、米国の国際収支が恒常的に赤字を記録して、国際通貨としての米ドルが世界に供給されてきたこと。

第二に、近年、1971年の金ドル交換停止、1973年、変動相場制への移行など、国際通貨ドルの根底をおびやかすような波乱があいついだにもかかわらず、結果的にドルの安定がある程度保たれ、信頼 confidence が曲がりなりにも維持されてきたこと。

第三に、米国の国際収支の赤字と、国際通貨としての米ドルの信頼の維持とは、本来矛盾する主題であり、それが IMF ドル本位制の基本的ジレンマでもあるのだが、現実の国際金融市場の問題としては、「信頼」に多少の不安が生じて、その地域、市場における国際決済、国際金融の取引習慣上、米ドルが主たる国際通貨であり、かつドル資金が有利に調達可能であれば、いぜんとして米ドルは、その地域において国際通貨の役割をはたしうること。ことに準備通貨 reserve currency としては難点が生じて、取引通貨 vehicle currency としては充分機能してきたこと。もっとも、「ダラー」は象徴的に米ドルをさすのであり、取引当事国にとって外貨という程の意味でもあるから、ユーロ市場でマルクが、アジア市場で円が米ドルにとってかわるのは不自然ではないし、最近、現実にもそうしたシフトも起こりつつあるが、その比重はなお小さく、とくにアジア・ダラー市場では、米ドルが90%以上と、なお圧倒的比重を占めている。

第四に、「〇〇ダラー市場」が生成、発達した地域には、ヨーロッパにおけるロンドン、チューリッヒ、アジアにおける香港、シンガポールのように、長い歴史と伝統をもつ外国銀行・金融機関が数多く存在し、自由市場の競争原理のもとに国際金融業務の実績をつみ重ね、それに関するノウハウを豊かにしてきたこと。

米ドルという外貨をメディアとする国際金融市場の発達には、以上のような現実的諸条件に支えられるところが大きかったが、近年、アジア・ダラー市場の

発達は、先行者であるユーロ・달러市場を追って、きわめて目覚ましいものがある。とくに新興のシンガポールの場合、60年代の市場発足以来、政府の積極的な育成策と、その時差上の有利な地理的条件があいまって急成長をとげ、その資金量は1980年5月現在450億米ドルに達した。またその市場構造は、インターバンクの取引を主とする短期マネー・マーケットから、次第にアジア・달러債、米ドル建CD（譲渡可能定期預金証書）の発行など、長期市場の成長も進み、バランスのとれた形に、質的にも拡充されつつある。

この小論は、筆者が1978年、シンガポールに滞在する機会をえた際、シティに林立する高層ビルに瞠目し、数多くの外国銀行の国際金融活動——アジア・달러市場——の実態につよく興味をおぼえ、若干の見聞と資料を基礎に、その生成と発展の跡を考察しようと試みたものである。

## I シンガポール、その国家と経済

シンガポールはマレー半島の南端に、ジョホール水道をへだてて浮かぶ、ほぼ淡路島の大きさの島である。1965年、マレーシア連邦より分離、東南アジア最小の独立共和国となった。人口約230万、華僑がうち75%を占め、マレー人、インド人、白人等複数の民族を交えた多民族国家である。政治形態は大統領を元首とする共和制をとるが、実権はリー・クワン・ユー首相 Lee Kuan Yew の率いる人民行動党 Peoples' Action Party が掌握している。事実上の一党独裁であるが、リー首相のすぐれた政治・外交手腕、多数を占める華僑の経済的利害の的確な把握と、一方少数民族に対する深い理解とが現在の社会的安定と経済発展をもたらしたといえよう。国家運営の目標はこん然たる複数民族——シンガポーリアン——の協調による自主的、近代的なユートピアン社会主義社会の建設であり、こういう理想は、学校教育制度の充実とあいまって、若い世代にはかなり浸透している。一方シンガポールは独立後、あらためて英連邦に加盟したが、行政、教育、社会慣習など、なお旧植民地時代の色彩を濃くのこしている面も見うけられる。しがしそれは近代的国家建設の障害となるもので

はなく、むしろ近代化のための堅固な社会的基盤を提供する善き伝統であるといえる。

ここでシンガポールの経済的プロフィールについて簡単に紹介しておこう。まず国民総生産は、178億シンガポール・ドル（1978年、以下同様、1シンガポール・ドルは約110円、以下 S\$ と略記）、1人当り国民所得 S\$ 7,500、実質成長率8.6%、消費者物価上昇率4.8%である。シンガポールは19世紀初め、ラッフルズ Sir Thomas Stamford Bingley Raffles による開港以来、その地理的好条件を生かし、東西交易の要衝として繁栄してきた。しかし独立後、近代国家建設路線を歩むにさいし、政府は自由貿易に加えて、産業振興、輸出促進にも大いに尽力する必要に迫られた。ヨーロッパ諸国、日本などから企業が誘置され、造船、自動車、化学、家電、精密機械等の工場が次々新設された。その成果あって輸出も年率20%で伸びてはいるが、なにぶん資源に乏しく、食料を始めとして、原材料、消費財のかなりの部分を輸入にまたねばならず、国際収支の均衡をいかにしてはかるかは、経済政策の重要課題のひとつとなっている。

すなわち1978年において、経常収支の赤字 S\$ 16.9億、うち貿易収支は S\$ 55億の大幅赤字であるが、総合収支は S\$ 14.5億の黒字となっている。総合収支を黒字にしている要因は、民間非銀行部門への資本流入 S\$ 7億、商業銀行部門への資本流入 S\$ 6.8億、および「統計上把握できないが短資流入と見られるもの」 S\$ 17.6億である<sup>2)</sup>。これら各種の資本流入が、国際収支の黒字を支えている事実をみると、シンガポールが国際収支政策上の要請からしても、アジア・ダラー市場の育成をつうじて海外資本の吸引をはからねばならない事情がよく理解できる。国際金融業務の発展によって収支均衡をはかるシンガポール

2) 1978年における商業銀行部門への資本純流入 S\$ 6.8 億は、おもにアジア・ダラー市場のインター・バンク取引を通ずるもので、弱くなった米ドルを回避してシンガポール・ドルにスイッチしようとする資金の流入であった。また「統計上把握できないが短資流入と見られるもの」は、国際収支表の“balancing item”で、主として短資流入と説明されているものである。78年度国際収支については、参考文献 3) MAS, *Annual Report*, 1978/79, pp. 19-21 を参照。

の姿は、「シティに拠って生きようとする」旧宗主国イギリスの態度に一派通ずるものがあるといえよう。

なおちなみに、シンガポールは衆知のごとく ASEAN 連合の一員であるが、その1人当り国民所得が群を抜いて高いために、他の加盟国への経済援助の要請をひきおこす。その反面、人口、国民総生産がごく小さいために、実効ある経済援助の実施を困難にしているという、ASEAN 域内経済協力のジレンマを生じさせているようである。

## II アジア・ダラー市場の起源と成長

アジア・ダラー市場は、米ドルを資金とするアジア地域の国際金融市場をさすのであるから、東京、香港、マニラ等にもアジア・ダラー市場は成立しうるわけである。しかし現在、アジア・ダラー市場はシンガポールによって代表されると理解されているようである<sup>3)</sup>。まず東京市場の場合、国際通貨取引が円対米ドルを中心とする為替取引に偏っており、資本取引についてはなお現実に種々の制限が課されていて、完全な自由取引を期待できない。またシンガポールの ACU (Asian Currency Unit——後出) に相当するアジア・ダラー受入れのための特別勘定ももうけられていず、利子課税の減免など優遇措置も講じられていない。香港市場の場合、国際金融市場の発達とは伝統的に自由な市場原理にもとづく発展にゆだねられてはきたが、政庁当局は市場の育成にかならずしも積極策をとらなかった。またマニラでは、シンガポールに追随して、アジア・ダラー市場の開設に力を注ぐ気配をみせてはいるが、なおその規模はごく小さい。

こうした他国の国際金融センターの実情に比較して、シンガポール政府は、早期にアジア・ダラー市場の成立を経済外交上の見地からも最重要課題と認識し、積極的な育成策を採ってきた。それは発足以来、12年という比較的短かい

3) たとえば参考文献 6) 大森、国際金融センター・シンガポールの魅力度、「金融と銀行」p.129 参照。

期間に、短期市場の資金量で1,500倍というめざましい成長をとげてきた。また近年には、アジア・ダラー債、米ドル建 CD の発行など、長期市場の整備も推進され、国際金融市場としてバランスのとれた多様化が進んできた。以上のようなアジア地域各国国際金融市場の現状にかんがみて、現時点ではアジア・ダラー市場はシンガポールによって代表されるとして自然であろう。

戦後アジア地域に、シンガポールを中心とする新しい国際金融市場が生まれる動機は、60年代の始めから存在していた。つまりシンガポールや香港に進出している外国銀行の間に、アジア経済圏に流れる外貨資金——多国籍企業や華僑実業家の保有する米ドル——をプールし、まとまった資金需要に応じて効率的に運用しようという意図が生じつつあった。とくに1964年以降、(74年にいたる)米国による金利平衡税 interest rate equalization tax の実施は、米国市場からの資金調達を割高にし、外銀筋のこういう意図を強める結果となった。それは1968年、Bank of America のシンガポール支店が、米ドル勘定の開設をあらたに申請するにおよんで、具体的要求となってあらわれた。シンガポール政府はただちにこれを容れて、ACU なる「特別外貨勘定」(シンガポールにとって外貨という意味、米ドルが主体)を創設し、進出外国銀行、シンガポールの銀行ともにこの ACU 勘定を保有することにより、銀行法の一部適用除外、課税減免などの優遇措置をうけて、国際金融業務に従事する、つまりアジア・ダラー市場を運営する道が開かれることとなった。

以来、アジア・ダラー市場は、シンガポール政府と通貨当局 (Monetary Authority of Singapore, 略称 MAS) の巧みな市場育成策によって急成長をとげ、現在ではアジア域内のみならずヨーロッパ、アメリカの金融市場ともつながる国際金融センターにまで発展した。いまその経過を先行者であるユーロカレンシー市場と比較すると、表1に示すように、1968年シンガポールのACU 発足当時には、3,100万ドルとユーロ市場300億ドルのわずか0.1%の規模にすぎなかったのが、78年末には270億ドルと、ユーロ市場3,750億ドルの7%強に達

し、しかもユーロより高い伸び率で成長を続けている。なお1980年5月末、アジア・ダラー市場の資産/負債残高は450億ドルに達し、最近1年で50%もの高い伸び率をしめした。

ACU とユーロ・カレンシー市場の比較 資産/負債, 1968—78

百万米ドル

| 年 末  | A C U  | 同 成 長 率<br>% | ユーロ・カレン<br>シー市場規模 | 同成長率<br>% | ACU<br>ユーロ規模% |
|------|--------|--------------|-------------------|-----------|---------------|
| 1968 | 31     | —            | 30,000            | 58        | 0.10          |
| 1969 | 123    | 297          | 44,000            | 47        | 0.28          |
| 1970 | 390    | 217          | 57,000            | 30        | 0.68          |
| 1971 | 1,063  | 173          | 71,000            | 26        | 1.50          |
| 1972 | 2,976  | 180          | 92,000            | 30        | 3.20          |
| 1973 | 6,277  | 111          | 132,000           | 43        | 4.80          |
| 1974 | 10,357 | 65           | 177,000           | 34        | 5.60          |
| 1975 | 12,597 | 22           | 205,000           | 16        | 6.10          |
| 1976 | 17,354 | 38           | 247,000           | 20        | 7.03          |
| 1977 | 21,018 | 21           | 300,000           | 21        | 7.01          |
| 1978 | 27,040 | 29           | 375,000           | 25        | 7.21          |

資料: BIS, *Annual Report*, MAS, *Quarterly Bulletin*

表 1

ところでわが国の場合、シンガポールに比較して、国民経済の規模、貿易・産業構造、金融構造などあらゆる面で相違が大きく、一律に論ずることはできないが、アジア・ダラー市場の発足当時、政府・金融当局は資本移動の急速な自由化には消極的であり、アジア地域における外銀筋の市場開設の要請に対しては比較的冷淡であった。しかし第一次石油危機以後、わが国の商業銀行は原油輸入代金の調達に、ユーロ市場やアジア・ダラー市場を大いに利用するようになった。またアジア・ダラー市場において譲渡可能定期預金の発行が開始されると、発行者——資金調達者——の大部分が日本の商業銀行によって占められた。こうしてわが国の金融機関が実際にアジア・ダラー市場に借り手として参画するにおよんで、またそのシンガポールにおける急成長ぶり、国際収支均衡への貢献度を眼のあたりにして、アジア・ダラー市場に対する認識も大いに

変わりつつあるようである。ごく最近の報道<sup>4)</sup>によれば、東京を環太平洋地域の国際金融センターとして育てるために、トウキョウ・アジア・ダラー市場の構想が一部金融機関関係者の間に生まれつつある由である。ただその実現までには、管理と制限に馴れたわが国の外国為替取引、国際金融業務のより実質的な自由化が前提となろうし、またわが国の銀行・金融機関は国際自由市場の中で、経験豊かな、いわば海千山千の、外銀との競争に耐えてゆかねばならず、そのための人材養成、企業体質の強化が急務となろう。政府、金融当局にとっては、ユーロやシンガポール市場の実情を的確に把握し、わが国の実情をも考慮して、積極的育成策を機敏にとってゆくことがまず必要であり、同時に外銀を含めた国際的な「民間金融部門」の、業務拡張、自由化促進など、さまざまな要請に対しては、弾力的で寛容な対応がのぞまれるであろう。かつ一度市場が発足すれば、既設市場である香港、シンガポールとの競合も、わが国の利害と国際協調というふたつの観点から配慮してゆかねばならないであろう。

### III ACU について——制限と特典——

ACU, Asian Currency Unit とは、シンガポールのアジア・ダラー市場における営業を認可された銀行、その他金融機関が、国内勘定 domestic unit とは別個に開設する特別外貨勘定で、米ドル建で表示される。シンガポールの金融機関は外資系、国内系ともに ACU の開設を申請できる。これに対し一定限度額の ACU 保有が認可されるが、必要に応じて増額申請が可能である。ACU を開設した金融機関は、シンガポール・ドル建の国内勘定とは別個に ACU 勘定を記帳し MAS に報告する義務を負う。1976年末現在、ACU を開設している金融機関の数は、商業銀行55、マーチャント・バンク13、投資会社 investment company 1、計69行である。またオフショア・バンク (offshore banks ——後出) 23行はすべて ACU を開設しており、地場銀行 local banks 中 ACU を開設しているものは7行である<sup>5)</sup>。

4) 日本経済新聞、昭和35年7月9日、朝刊 p.1、『東京ダラー市場』構想浮上、

ACU 開設——アジア・ダラー市場の発足——の目的は、まず非居住者 non-resident に対し、為替取引、国際金融業務の自由を最大限に認めようとする点にあった。すなわち非居住者を対象とする取引は、

1. 非居住者からの、すべての外貨による、定期性預金 time deposit, 要求払預金 call deposit の受入れ、および借入れ。

2. すべての非居住者に対する貸出、手形割引、保証業務、および非居住者との外国為替取引、それにかかわる信用状の開設。

3. 外貨建証券に対する投資、および第三国通貨に対する投資。

4. 他の ACU 勘定との間の預金の受入れ、および貸出業務。

これにくらべて居住者に対する取引では、当初種々の制限がもうけられていた。すなわち、

5. 居住者からの、特別取決地域 scheduled territories<sup>6)</sup>以外の国の通貨による預金の受入れは一定限度額まで可能。いいかえると居住者の外貨預金の受入れはある限度額まで可能。

6. 居住者に対する ACU からの貸付には、MAS の認可を要する。

7. シンガポール外国為替認可銀行——これは居住者——より外貨による、

5) 参考文献 2) MAS, *The Financial Structure of Singapore*, p. 50, Asian Currency Units による。

6) 特別取決地域 scheduled territories とはオーストラリアにはじまってザンビアにいたる 65 カ国 33 地域で、当初は旧英連邦を指したが、76 年 ASEAN 諸国のインドネシア、タイ、フィリピンが加えられた。これらの地域との国際取引は為替管理の対象外とし、自由な経済交流の促進がはかられた。これらの国、地域の通貨は、「外貨」とせず、シンガポール・ドル同様にとりあつかうという処置である。特別取決地域のリストは、参考文献 2) *The Financial Structure...*, pp. 85-87, 同 5) 東銀、「シンガポール概観」pp. 49-50 に所載。なお特別取決地域外から受けとる通貨は、下記の指定通貨 specified currency か、交換可能の「自由シンガポール・ドル」External Singapore Dollar に限られる。

- |                |                 |
|----------------|-----------------|
| 1. オーストリア・シリング | 8. オランダ・ギルダー    |
| 2. ベルギー・フラン    | 9. ノルウェー・クローネ   |
| 3. カナダ・ドル      | 10. ポルトガル・エスカード |
| 4. デンマーク・クローネ  | 11. スウェーデン・クローネ |
| 5. ドイツ・マルク     | 12. スイス・フラン     |
| 6. イタリアン・リラ    | 13. 米・ドル        |
| 7. 日本・円        | 14. フランス・フラン    |

つまり指定通貨とは、為替管理上の、狭義の外貨である。

預金の受入れ、借入れを行なう。

8. ACU をもたない銀行——通常、居住者——は、ACU と預金、借入取引を行なうことができるが、その金額は MAS によって承認された外貨限度額 total foreign currency limit 以内とされる。ACU をもたない銀行の借入れは、通常シンガポール・ドルに交換され、国内金融にむけられる。なお非居住者が外貨での借入れをのぞむ場合 ACU のない銀行にゆくことはまずない。

9. 融資会社 finance company, 割引商社 discount house は、ACU と預金、借入れ、貸付等の取引を行なうことができない。

10. ACU の開設当初、非銀行居住者 non-bank resident は ACU との預金、借入れ等の業務を禁止されていた。これは ACU を通ずる取引を非居住者および認可された居住者金融機関——たとえば外為認可銀行——に限定し、その間つまりアジア・ダラー市場の中では金融・為替取引の最大限の自由をみると、一方居住者が無制限に参入して、国内金融組織に無用の混乱が生ずることを防ぐためにとられた措置であった。しかし70年代にはいり、アジア・ダラー市場が急速に成長し、国際収支問題などシンガポール国内経済も体質強化されるにいたり、こうした制限は段階的に緩和されていった。

11. 1973年、非銀行居住者に対する外為取引制限を緩和、ACU に預金が可能となった。つまりシンガポールの個人や企業も、外貨預金ができるようになった。はじめ預金金額には制限がもうけられ、個人 S\$10万、法人 S\$300万、信託基金 S\$500万であったが、その後増額され77年には個人 S\$50万、法人・信託 S\$500万となった。また非銀行居住者は ACU から借入れることも可能となったが、これは許可制で輸出金融に限って認可された。

12. 1978年6月、シンガポールの外国為替管理は完全に撤廃され、ACU と居住者との間の垣根はとりはらわれた。

ところでシンガポール政府は、アジア・ダラー市場への外資吸引をはかって、ACU 勘定に種々の特典をあたえてきた。まず開設当時、非居住者に対する利

子源泉課税が廃止された。さらに銀行業務の手数料、受取利子、投資収益等に対する法人税率は、国内向け通常40%であるのを、ACU 勘定についてはとくに10%に軽減した。そこで ACU をもつ金融機関は、国内勘定よりは ACU 勘定を通じて貸出すことを望んだが、これに対して前述のように1978年為替管理の撤廃までは、居住者の ACU 借入れを制限し、過剰の資金が国内金融市場に流入するのを防止した。また ACU といえどもシンガポール銀行法 Banking Act の適用をうけるわけであるが、1972年、政府は ACU 勘定に対する銀行法の免責条項を設け、通貨当局への最小現金準備 minimum cash balance with MAS, 20%の法定流動性準備 statutory liquidity reserve の適用を除外した。これは当時のユーロ市場の動向に追随したものであった。

#### IV アジア・ダラー市場の制度的側面と社会的基盤

アジア・ダラー市場の成長、発展と並行して、商業銀行制度にも新機軸が生まれた。現在、シンガポールの商業銀行はライセンスの種類により三つのグループにわけられる。第一にあらゆる銀行業務を認可されており、支店を開設することもできるフル・バンク full bank。これは77年6月現在37行、うち20行が ACU 勘定を開設している。半数以上が戦前から支店を開設している外銀で、日本の銀行は東京、三井の2行である。第二は認可業務に一部制限のあるレストリクテッド・バンク restricted bank。これは1971年に発足した銀行で、業務制限としては、S\$ 25万以下の小口預金の受入れ、貯蓄預金口座 savings account を開くことが禁じられており、支店の設置も認められていない。71年発足以来、13行の外銀がこのライセンスを与えられており、すべて ACU 勘定をもつ。小口預金の受入禁止は、新規参入する外銀によって国民的な貯蓄資金が吸上げられるのを防ぐためであった。1973年には第三のグループであるオフショア・バンク offshore bank が誕生した。これはレストリクテッド・バンクと同様に預金業務の制限を課せられるうえに、すべての業務を非居住者を対象とする「卸売り銀行業務」wholesale banking に限定されている。つまりアジ

ア・ダラー市場発展の原動力となる外銀を誘致し、国際金融市場裡においては、大いに自由と特典を与え、一方国内の個人・零細貯蓄市場に好ましくない攪乱がもちこまれるのを未然に防ぐ、そういう目的のために特別にティラードされた商業銀行である。73年の発足以来77年6月現在、24行の外銀にこのオフショア・ライセンスが与えられた。もちろん24行すべて、ACU 勘定をもつ。なお70年代に入ってからフル・バンクは増加していず、新しく進出した外銀はすべて、レストリクテッドかオフショア・ライセンスを与えられている。これら商業銀行のほかに、マーチャント・バンク23行中16行が ACU 勘定をもつ(77年6月現在)<sup>7)</sup>。このオフショア・バンキングを軸に、ACU を保有する外銀およびシンガポール地場銀行の総和が、シンガポール・アジア・ダラー市場の実態にほかならない。

ところでアジア・ダラー市場がかくも急速な発展をとげたのは、シンガポール政府の敏速、適切な育成策が、外国銀行、華僑経営地場銀行の利潤インセンティブをたくみにくみあげるのに成功したこと、60年代を通じてアジア地域にようやくドル資金が蓄積されてきて、市場発足後は資金需要も順調に伸びていったことなど、経済的諸要因に支えられた面はもちろんあった。しかしその基盤には見過すことのできない自然・社会的条件が存在していた。まず第一には、シンガポールの地理的に有利な位置である。シンガポールとロンドンとは7時間30分(英国がサマー・タイムの場合6時間30分)の時差をもつ。シンガポールが午後4時30分の時、ロンドンは午前9時で、市場がちょうどオープンする。この時差の重なりを利用してシンガポール市場は東京に始まった外為取引を、その日の中にロンドン、ユーロ市場につなぐことができる。これは同じアジアの中で東京、香港にはない利点である。

第二にシンガポールは旧英国植民地時代より多数の外国金融機関の進出を受け入れ、国際金融業務の豊かな経験を通じ、各種取引のノウハウ、すぐれた専

7) *The Financial Structure of Singapore*, op. cit., Appendix A, The List of Financial Institutions より。

門スタッフ、永続的で信用厚い顧客など、貴重な「のれん」を築きあげてきた。また第三に技術面では、きわめて能率的でよく整備された電信・電話の通信網をもっていること。そして第四に、建国以来、自主独立、民族融和の政治路線が功を奏し、きわめて安定した政情、社会が保たれていること。以上の自然・社会的諸条件が経済的要因とあいまって、市場の健全で急速な発達をもたらしたのである。

### V ACU 勘定の推移、その特徴

ここで ACU 勘定の発足以来の推移をとらえ、アジア・ダラー市場の特徴を考察することにした。まず表2は、1968-79年の ACU 勘定資産・負債対照表である。アジア・ダラーの規模——総資産・負債額——は、1968年の発足当時3000万ドルより、12年間で1,250倍、375万ドルにまで膨張した。発足当初2-3年間は、資産つまり運用側では、非銀行部門への貸出は微々たるものであり、インター・バンクのとくにシンガポール国外の取引が90%以上を占めていた。また負債つまり調達側では、非銀行部門からの預金、資金の受入れが60ないし80%に達し、インター・バンクの取引は20ないし40%でいどであった。つまり初期の市場は、アジア地域の非銀行部門から吸いあげた資金を、シンガポール国外の銀行・金融機関に流す役割をおもにはたしていた。71-72年ごろからこのパターンには変化がおり、運用側では非銀行部門への貸出が20%台に上昇、インター・バンク取引は70%台に後退するが、その中では国外向け、あるいは ACU 相互の取引がほとんどを占める。調達側では非銀行部門からの預金が20%以下に急減し、インター・バンクの調達が80%台へと急上昇する。しかも72年から非銀行部門への貸出が、非銀行部門からの預金を上回るようになり、それと表裏をなしてインター・バンク取引では、調達（負債）が運用（資産）を上回るようになった。つまり初期とは反対に、インター・バンクで調達した資金を、ネットでは非銀行部門へ供給するというように、市場の機能が変化したのである。これはアジア・ダラー市場発足後2-3年にして非銀行部門、実物セ

## アジア・ダラー市場, ACU

| 年末           | 総資産<br>・負債 | 同伸び率<br>% | 資 産             |                  |                |                 |                  |
|--------------|------------|-----------|-----------------|------------------|----------------|-----------------|------------------|
|              |            |           | 非銀行部門への貸出       | 銀行間取引            |                |                 |                  |
|              |            |           |                 | 合計               | シンガポール内        | ACU間取引          | シンガポール外          |
| 1968         | 30.5       | —         | 1.4<br>(5)      | 29.0<br>(94)     | n. a.          | n. a.           | n. a.            |
| 1969         | 123.0      | 303.3     | 0.9<br>(1)      | 120.5<br>(98)    | n. a.          | n. a.           | n. a.            |
| 1970         | 389.8      | 216.9     | 13.9<br>(4)     | 370.2<br>(95)    | 13.1<br>(3)    | n. a.           | 357.1<br>(92)    |
| 1971         | 1,062.8    | 172.7     | 188.8<br>(18)   | 850.8<br>(80)    | 38.5<br>(4)    | n. a.           | 812.3<br>(76)    |
| 1972         | 2,976.1    | 180.0     | 600.9<br>(20)   | 2,331.1<br>(78)  | 99.4<br>(3)    | n. a.           | 2,231.7<br>(75)  |
| 1973         | 6,277.2    | 110.9     | 1,214.3<br>(19) | 4,961.9<br>(79)  | 261.6<br>(4)   | n. a.           | 4,700.3<br>(75)  |
| 1974         | 10,357.3   | 65.0      | 2,697.7<br>(26) | 7,459.7<br>(72)  | 223.0<br>(2)   | 2,144.7<br>(21) | 5,092.0<br>(49)  |
| 1975         | 12,597.4   | 21.6      | 3,472.5<br>(28) | 8,929.4<br>(71)  | 270.1<br>(2)   | 2,372.7<br>(19) | 6,286.6<br>(50)  |
| 1976         | 17,354.1   | 37.8      | 4,386.6<br>(25) | 12,613.1<br>(73) | 414.4<br>(2)   | 2,954.9<br>(17) | 9,243.8<br>(53)  |
| 1977         | 21,018.3   | 21.1      | 5,281.2<br>(25) | 15,252.5<br>(73) | 573.4<br>(3)   | 3,080.4<br>(15) | 11,598.7<br>(55) |
| 1978         | 27,040.1   | 28.7      | 6,376.8<br>(24) | 19,829.7<br>(73) | 866.6<br>(3)   | 3,718.9<br>(14) | 15,244.2<br>(56) |
| 1979<br>Oct. | 37,459.0   | 38.5      | 7,955.0<br>(21) | 28,008.4<br>(75) | 1,022.8<br>(3) | 5,436.2<br>(15) | 21,549.4<br>(58) |

資料: MAS, *Quarterly Bulletin*

## 表

クターの資金需要が急速に高まり、市場急成長の原動力になったものと考えられる。

しかし市場全体の構成としてはなお、インター・バンクの、それもシンガポール国外との取引が主流である(74年以降平均、運用で約54%、調達で約60%)。このインター・バンクの取引とは、市場に参加している種々の金融機関が、地域、満期間等についての資金の偏りを平準化すべく行われる取引で、むしろ金

## の資産・負債残高

百万米ドル(構成比%)

| そ の 他<br>資 産   | 負 債             |                  |                |                 |                  | そ の 他<br>負 債   |
|----------------|-----------------|------------------|----------------|-----------------|------------------|----------------|
|                | 非銀行部門の預金        | 銀 行 間 取 引        |                |                 |                  |                |
|                |                 | 合 計              | シンガポール内        | ACU間取引          | シンガポール外          |                |
| 0.1<br>(一)     | 17.8<br>(58)    | 12.6<br>(42)     | n. a.          | n. a.           | n. a.            | 0.1<br>(一)     |
| 1.6<br>(1)     | 97.9<br>(80)    | 23.7<br>(20)     | n. a.          | n. a.           | n. a.            | 1.4<br>(1)     |
| 5.7<br>(1)     | 243.7<br>(63)   | 141.0<br>(36)    | 5.7<br>(1)     | n. a.           | 135.3<br>(35)    | 5.1<br>(1)     |
| 23.2<br>(2)    | 237.9<br>(22)   | 811.2<br>(76)    | 56.4<br>(5)    | n. a.           | 754.8<br>(71)    | 13.7<br>(1)    |
| 44.1<br>(1)    | 398.7<br>(13)   | 2,550.1<br>(86)  | 145.0<br>(5)   | n. a.           | 2,405.1<br>(81)  | 27.3<br>(1)    |
| 101.1<br>(2)   | 912.8<br>(15)   | 5,249.3<br>(83)  | 405.6<br>(6)   | n. a.           | 4,843.7<br>(77)  | 115.1<br>(2)   |
| 199.9<br>(2)   | 1,614.2<br>(16) | 8,531.4<br>(82)  | 675.6<br>(7)   | 2,144.7<br>(21) | 5,711.1<br>(55)  | 211.7<br>(2)   |
| 195.5<br>(2)   | 2,067.7<br>(16) | 10,294.3<br>(82) | 584.0<br>(5)   | 2,372.7<br>(19) | 7,337.6<br>(58)  | 235.4<br>(2)   |
| 354.4<br>(2)   | 1,960.3<br>(11) | 15,067.2<br>(87) | 799.2<br>(5)   | 2,954.9<br>(17) | 11,313.1<br>(65) | 326.6<br>(2)   |
| 484.6<br>(2)   | 2,254.6<br>(11) | 18,350.3<br>(87) | 1,382.8<br>(7) | 3,080.4<br>(15) | 13,887.1<br>(66) | 413.4<br>(2)   |
| 833.6<br>(3)   | 3,600.0<br>(13) | 21,987.2<br>(81) | 1,442.5<br>(5) | 3,719.1<br>(14) | 16,825.6<br>(62) | 1,452.9<br>(5) |
| 1,495.6<br>(4) | 5,498.7<br>(15) | 29,318.2<br>(78) | 1,777.4<br>(5) | 5,436.3<br>(15) | 22,104.5<br>(59) | 2,642.1<br>(7) |

## 2

融市場本来の取引である。銀行外からの預金の受入れ、銀行外への貸出はむしろ資金の市場への入口、出口にすぎない。こうしたインター・バンクの運用、調達ともにシンガポール国外を対象とする取引はいわゆる外外取引であり、オフショア・バンキングでは本来、主役を演ずべき国際金融取引なのである。

しかも72-3年以降シンガポール市場は、非銀行部門に対しては貸出が預金を超過して資金の出し手になっており、インター・バンク取引では調達が運用を

超過して資金の取り手になっている。これはシンガポールのアジア・ダラー市場を通じて集められた資金がアジアの実物セクターへと、いわば発展金融のために供給されていることを意味し、アジア・ダラー市場にとって歓迎すべき傾向であろう。ただ市場の育成にあたって、故意に発展金融の方向へ誘導しようとするのはいかがであろうか？ 実物セクターの資金需要は、健全な経済発展に支えられてこそ、市場にとって健全な発展の原動力たりうるのであって、融資対象を人為的に造りだそうとするよりは、インター・バンク取引の中で、取引形態の多様化、多くの経験を通じ、ノウハウの蓄積を続けてゆくことこそ自由市場の発展のために、長期的にみて望ましいであろう。

| 年 末           | 総 資 産<br>・ 負 債      | 資 産                |                    |                   |                   |
|---------------|---------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
|               |                     | 1 カ月以内             | 1 ～ 3 カ月           | 3 ～ 12 カ月         | 1 ～ 3 年           |
| 1974          | 10,157.5<br>(100.0) | 1,968.0<br>(19.4)  | 2,859.3<br>(28.1)  | 4,545.9<br>(44.8) | 784.3<br>(7.7)    |
| 1975          | 12,401.9<br>(100.0) | 1,985.7<br>(16.0)  | 3,692.6<br>(29.8)  | 4,873.3<br>(39.3) | 1,850.3<br>(14.9) |
| 1976          | 17,354.1<br>(100.0) | 6,086.5<br>(35.1)  | 4,743.0<br>(27.3)  | 3,623.5<br>(20.9) | 554.3<br>(3.2)    |
| 1977          | 21,018.3<br>(100.0) | 7,510.1<br>(35.7)  | 5,802.6<br>(27.6)  | 4,365.3<br>(20.8) | 1,014.3<br>(4.8)  |
| 1978          | 27,040.1<br>(100.0) | 9,308.1<br>(34.4)  | 7,633.2<br>(28.2)  | 5,550.7<br>(20.5) | 1,313.4<br>(4.9)  |
| 1979<br>Sept. | 37,465.3<br>(100.0) | 12,639.5<br>(33.7) | 10,670.3<br>(28.5) | 7,866.4<br>(21.0) | 2,066.4<br>(5.5)  |

資料: MAS, *Quarterly Bulletin*

表

なお表2からはなれるが、アジア・ダラー市場の資金の流れの地理的分布は昨今、英国、EC、中近東が純供給者、ASEAN 諸国、香港、日本が純需要者となっている。また総資金の60%がアジアの外から流入し、62%がシンガポールを除くアジア地域で運用されている。

つぎに表3はアジア・ダラー市場における、1974-79年の ACU 勘定の満期間構成をしめしたものである。まず全体として運用、調達ともに1年未満の短

期取引が圧倒的な比重を占めている。経年的な動向としては、74年には3-12カ月ものが、運用側、調達側ともに44%台でそれぞれもっとも多かったが、79年には、運用側で1カ月未満ものが33.7%、調達側で同じく1カ月未満ものが44.6%とそれぞれ主位を占めた。もっとも大きなシェアを占める取引グループの満期間が短くなった。と同時に1年以上の長期もののシェアが運用側で16.8%、調達側で3.6%に達した。この間あくまで短期ものが主流というパターンは変わらないが——マネー・マーケットの性質として当然——最近極短期ものと、なおシェアは小さいが長期ものとに分極化がみられる。また運用側と調達側とを比較すると、運用側では3年以上の長期ものが12%でいどのシェアを占

百万米ドル（構成比%）

| 3年以上              | 負 債                |                    |                   |                |                |
|-------------------|--------------------|--------------------|-------------------|----------------|----------------|
|                   | 1カ月以内              | 1～3カ月              | 3～12カ月            | 1～3年           | 3年以上           |
| —                 | 2,776.0<br>(27.3)  | 2,692.4<br>(26.5)  | 4,485.1<br>(44.2) | 218.3<br>(2.1) | —              |
| —                 | 3,075.6<br>(24.8)  | 3,941.8<br>(31.8)  | 5,087.2<br>(41.1) | 282.0<br>(2.3) | —              |
| 2,346.8<br>(13.5) | 8,539.6<br>(49.3)  | 4,851.4<br>(28.0)  | 3,364.4<br>(19.4) | 271.6<br>(1.6) | 327.1<br>(1.9) |
| 2,326.0<br>(11.1) | 10,727.3<br>(51.1) | 6,148.6<br>(29.3)  | 3,664.2<br>(17.4) | 181.3<br>(0.9) | 296.9<br>(1.9) |
| 3,234.7<br>(12.0) | 12,403.2<br>(45.9) | 8,173.5<br>(30.2)  | 5,622.3<br>(20.8) | 568.9<br>(2.2) | 272.2<br>(1.0) |
| 4,222.7<br>(11.3) | 16,716.0<br>(44.6) | 11,601.3<br>(31.0) | 7,799.0<br>(20.8) | 968.7<br>(2.6) | 380.3<br>(1.0) |

## 3

めているのに対して、調達側では短期化が一層進んでいる。いまかりに1年で長期、短期を区別するとすると、74年には総資金の98%を短期で調達し（2%を長期で調達）、8%を長期で運用していたが（92%を短期で運用）、79年には総資金の96%を短期で調達し（4%を長期で調達）、17%を長期で運用するにいたっている（83%を短期で運用）<sup>8)</sup>。こうしたここ数年来の動きから、シンガ

8) 表2データより算出。

ポール、アジア・ダラー市場の傾向として、短期借の長期貸が進んでいるといえそうである。ところで短期調達と長期運用というパターンは、実物セクターに安定した資金を供給するための金融市場の重要な機能のひとつであり、アジア・ダラー市場もその成熟の度を増すとともに、こうした役割をになうようになってきたと考えられよう。

## VI 長期市場の発達——債券とCDの発行——

アジア・ダラー市場の発展過程において、いまひとつ指摘しておかねばならない特徴は、1976年ごろからの長期市場の発達である。長期市場での金融メディアは、アジア・ダラー債 Asian Dollar Bond と譲渡可能定期預金 negotiable certificate of deposit, 略称 CD の発行である。

アジア・ダラー債発行の推移を表4に示す。アジア・ダラー債の発行は71

アジア・ダラー市場債券発行高

百万米ドル

| 年    | 件数 | 総額  | 5年以内 | 5～10年 | 10年以上 |
|------|----|-----|------|-------|-------|
| 1971 | 1  | 10  | —    | 10    | —     |
| 1972 | 2  | 51  | —    | 31    | 20    |
| 1973 | 3  | 70  | —    | 10    | 60    |
| 1974 | —  | —   | —    | —     | —     |
| 1975 | 3  | 47  | —    | 47    | —     |
| 1976 | 9  | 266 | 120  | 86    | 60    |
| 1977 | 13 | 368 | 61   | 262   | 45    |
| 1978 | 12 | 403 | 217  | 156   | 30    |
| 1979 | 9  | 378 | —    | 358   | 20    |

資料: MAS, *Quarterly Bulletin & Annual Report*

表 4

め市場全体の総資金の伸び率は38%に達したのに、非銀行部門貸出の伸び率は26%にとどまった(表2 データ参照)。つまり非銀行部門の資金需要者が、銀行借入から起債へと調達手段を移してきたといえる。76-78年と起債は順調に伸びたが、満期間が中・短期に偏っており、79年にはやや長期化が進んだが、金

年、シンガポール開発銀行債をもってスタートしたが、その後75年までの発行はごく低調であった。しかし76年にいたり、金利の低下傾向とインフレの沈静という好条件に支えられて、2億6,600万ドルと起債額は急伸した。これはアジア・ダラー市場の非銀行部門貸出増の29%に相当し、そのた

利が上昇過程に入ったためか総額は後退した。発行企業・銀行のシェアは 78-79年で、日本29%、シンガポール7%、他のアジア諸国39%、その他地域25%といったところであるが、日本の長期信用銀行、製造企業、シンガポールの華僑系銀行、アジア開銀、フィリピン政府、パナマ政府、アフリカ開銀、スエデン投資銀行などメンバーは中々多彩である。シンガポール政府はアジア・ダラー債の市場育成のために、ACU の取扱いに準じて種々の優遇策を講じた。すなわちアジア・ダラー債券に対する印紙税の廃止、アジア・ダラー債を保有する非居住者に対する資産税免除などの措置に加え、1977年には、アジア・ダラー債の引受、仲介、所有等より生ずる収益については10%の優遇税率を課することを決めた。

アジア・ダラー債を補完するような形で、77年米ドル建 CD の発行が開始された。第一勸業銀行の1,500万ドルが最初である。表5にその件数、発行高の推移をしめす、79年の発行高4億6,000万ドル、うち邦銀4億2,000万ドルと圧倒的シェアを占める。シンガポールの米ドル建 CD 市場は邦銀にとって格好の調達市場のようである。期間は通常

アジア・ダラー市場CD発行高  
百万米ドル

|      | 件 数 | 発行高   | うち邦銀 |       |
|------|-----|-------|------|-------|
|      |     |       | 件 数  | 発行高   |
| 1977 | 2   | 30    | 2    | 30    |
| 1978 | 18  | 355   | 13   | 275   |
| 1979 | 25  | 461.5 | 23   | 416.5 |

資料: MAS, *Quarterly Bulletin & Annual Report*

表 5

3年、稀に2年、79年8月5年ものが登場した。金利はフローティングでSIBOR (Singapore Interbank Offered Rate) + 0.25% というように設定される。

ところでアジア・ダラー債の累積発行高は79年末現在16億ドル、CD は同じく8億ドルで、長期市場の規模は約24億ドルである。政府の育成策もあって流通市場も整いつつあるようであるが、アジア・ダラー市場全体の規模375億ドルの6%強を占めるにすぎない。こんごの発達のためには、借り手である非銀行企業に対するPRと同時にそれら企業についての情報蒐集、CD発行に熱心な外銀——邦銀のシェアがもっとも高い——の誘致、また資金の調達面では、

オイル・ダラーをはじめ、豊富で安定した資金の吸引、さらに引受、保証、仲介、ディーリング等、市場業務の一層の改善、能率化が必要であろう。こうした諸条件の整備と同時に、シンガポール経済じしんの安定した成長が重要な背景となることはいうまでもないし、より長期的に見れば、アジアないしは世界経済と、国際通貨体制の安定も欠くことのできない条件であろう。

## む す び

シンガポールのアジア・ダラー市場は1968年の発足以来、12年で1,500倍という驚異的な急成長をとげた。また最近ではアジア・ダラー債、CD の発行と長期市場も発達し、国際金融市場として質的にもその幅をひろげてきた。その発展を支えてきたのは、オフショア・バンクの誘致、ACU の開設、非居住者に対する税法・銀行法上の優遇措置、為替管理の急速な撤廃等、政府・通貨当局の積極的な市場育成策が功を奏したことにもよるが、一方いわば与件の面で、時差上有利な地理的条件、60年代以降アジア地域への米ドル資金の流入、アジアのみならず世界各地域からの資金需要、そして旧植民地時代から構築されてきた国際金融の下部構造 financial infra-structure 等、種々の好条件に恵まれたことも事実であった。

ユーロにせよ、アジア・ダラーにせよ、一国の国内通貨が、ある地域を中心に国際通貨として機能するためには、「はじめに」ふれたように、通貨供給国——米国——の国際収支が赤字をつづけ、しかもその通貨——米ドル——に対する信頼が維持されるという基本的に矛盾したふたつの条件が、一時的にせよ、みたされなければならない。戦前ボンド圏の隆盛はなやかなりし頃、英国の国際収支は経常勘定が黒字、資本勘定が大幅赤字で、これにより国際通貨ポンドを供給した。英国はよき債権者として振舞ったといわれるゆえんである。これにくらべて現在の米国では経常勘定が大幅赤字で、ために貿易戦争すら起こしかねない状況であり、ドルに対する信頼はまさに危険にひんしている。にもかかわらず結果的に総合収支は赤字をつづけ、ドルは供給されつづけている。こ

うした「ドル危機」は、国際金融市場において、米ドルに代わる通貨を、たとえばユーロではマルク、アジア・ダラー市場では円を、国際通貨としての役割をになうよう希求しているかに見える。しかし西ドイツやわが国の政府、通貨当局には、マルク、円が国際通貨となってゆくことをかならずしも積極的には歓迎しないふしがあるように思われる。米国商業銀行を最大のグループとする世界の民間国際金融機構は、慣習上、また資金の調達可能性の上で、米ドル取引に安んじている。ちなみに米ドルのシェアは、ユーロ市場で70%、アジア・ダラー市場で95%とやはり「圧倒的」である。向後、アジア・ダラー市場の一層の発展のためには、シンガポール政府の育成策とアジア地域経済の安定成長が基本的な推進力となろうことはもちろんであるが、米ドルの地位、国際通貨体制の動向の中で、問題の見とおしを立てることが重要であろう。

参考文献・資料：

- 1) Anindya K. Bhattacharya, *The Asian Dollar Market, International Offshore Financing*, 1977, Praeger, New York.
- 2) The Monetary Authority of Singapore, *The Financial Structure of Singapore*, 1977, Singapore.
- 3) The Monetary Authority of Singapore, *Annual Report*, 1976, 1977/78 & 1978/79, Singapore.
- 4) The Monetary Authority of Singapore, *Quarterly Bulletin*, Vol. 6, No. 1-No. 4, Vol. 7, No. 1-No. 4, Singapore.
- 5) 東京銀行調査部「シンガポール概観」, 1977年.
- 6) 大森一明, 国際金融センター・シンガポールの魅力度, 週刊東洋経済臨時増刊, 「金融と銀行」(55年1集), No.4191, 54, 12, 14, 東洋経済新報社, pp.128—135.
- 7) 日本銀行調査局, アジア・ダラー市場の発展について, 「調査月報」昭和47年4月号, pp.1—15.
- 8) 日本銀行調査局, 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—, 「調査月報」昭和55年5月号, pp.1—20.