シンガポール金融市場の機能と役割 : 現代国際金融センターとしての一考察

取越, 達哉

シンガポール金融市場の機能と役割

－現代国際金融センターとしての一考察－

Functions and Roles of Singapore Financial Markets

-A Study of Singapore as a Modern International Financial Center-

九州大学大学院経済学府　経済システム専攻

取越　達哉

目次

目次

目次

図表目次

序章　課題と構成

Ⅰ．課題と視角

2018 年、シンガポールの一人当たり名目 GDP は 6 万 6 千米ドルを越え、同国はマカオに次いでアジアでは 2 位、世界の中でも第 7 位の豊かな国となっている[1)]。同国はまた、各種の国際競争力ランキングにおいて、常に最上位クラスにランクされている。例えば、国際経営開発研究所（IMD: Institute for Management Development）による 2018 年のランキングでは米国、香港に次いで世界第 3 位[2)]、世界経済フォーラム（WEF: World Economic Forum）による 2018 年のランキングでは、米国に次いで第 2 位[3)]である。また、外国投資誘致を行うシンガポール経済開発庁（EDB）は、各種のランキング指標を用いながら、以上のような国際競争力全般のランキング以外の、ビジネス環境、政府、労働力、駐在生活などが、世界あるいはアジア屈指の位置づけにあることを指摘している[4)]。

1965 年の独立当時においては、天然資源をほとんど持たず、食糧や水すらも外国に頼らざるを得なかったことに加え、失業率が 10%程度[5)]と深刻な失業問題を抱えていたことなどから、存続すら危ぶまれていた同国が、高成長を達成し、豊かで国際競争力の高い国家となったことは、特筆すべきことである。もっとも、このような経済的な成功は、単なる偶然によってもたらされたものではないと考えられる。実際、同国の経済発展に関しては多くの研究がなされてきたが、それらの多くが、政府の役割の重要性について言及している。なお、シンガポールにおける政府とは、シンガポール独立以降、一貫して与党の座にある人民行動党（PAP: People's Action Party）と同義である。

金融セクターは、シンガポール経済のシンボリックな存在ともいえる。すなわち同セク

---

1) IMF, *World Economic Outlook Database, October 2020* によると、2018 年の一人当たり名目 GDP ランキングは、（1）ルクセンブルク 11.8 万ドル、（2）スイス 8.3 万ドル、（3）マカオ 8.3 万ドル、（4）ノルウェー8.2 万ドル、（5）アイスランド 7.4 万ドル、（6）アイルランド 7.9 万ドル、（7）シンガポール 6.6 万ドルの順となっている。日本は 25 位で 3.9 万ドルである。なお正確には、マカオは中華人民共和国の特別行政区の一つであって国ではない。

2) IMD, *The 2018 IMD World Competitiveness Ranking*（ https://www.imd.org/globalassets/wcc/docs/release-2018/ranking2018.pdf, accessed on December 12, 2020）。

3) WEF, *The Global Competitiveness Report 2018*（http://www3.weforum.org/docs/GCR2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2018.pdf, accessed on December 12, 2020）。

4) https://www.edb.gov.sg/content/edb/ja/why-singapore/about-singapore/facts-and-rankings/rankings.html、2016 年 6 月 10 日アクセス。

5) https://www.mti.gov.sg/MTIInsights/Pages/1965-%E2%80%93-1978.aspx, accessed on June 25, 2016。

ターは、政府の政策によるサポートを強く受けつつ、とりわけ高い成長を遂げ、シンガポール経済のけん引役としての役割を担ってきたためである。実際、1960 年から 5 年毎に実質成長率をみると、アジア通貨危機の影響を受けた 95-00 年を除くと、金融・保険業は GDP を一貫して上回っている（表序-1）。

表序-1　実質 GDP と産業別成長率（年率）

年平均	60-65	65-70	70-75	75-80	80-85	85-90	90-95	95-00	00-05	05-10	10-15	15-18
財生産産業	9.4	15.7	9.3	8.9	4.8	7.3	9.0	6.1	3.1	8.1	2.4	4.8
製造業	9.1	18.5	10.6	11.2	1.6	12.6	8.0	6.7	4.2	7.1	1.4	7.0
建設業	19.6	13.5	8.1	3.3	15.0	-7.0	14.9	3.8	-5.3	16.3	6.2	-3.4
電気・ガス・水道	6.6	14.2	8.7	8.8	6.1	7.3	6.8	7.3	4.6	4.5	2.2	0.2
その他	1.3	7.7	3.4	2.0	0.4	-9.9	-3.8	-3.3	-6.7	0.4	2.9	0.2
サービス業	4.8	11.9	9.7	8.2	7.6	9.3	8.9	5.4	6.0	6.8	5.6	3.1
卸・小売業	2.6	13.5	7.6	5.0	3.0	9.4	11.5	5.7	9.0	6.7	5.6	1.6
運輸・倉庫	1.3	12.2	14.0	13.9	7.9	8.3	7.3	5.3	4.3	3.0	3.8	2.2
ホテル・レストラン	4.1	12.2	10.8	9.3	3.8	9.4	5.1	3.7	0.4	4.6	4.6	2.8
情報・通信	3.2	12.0	18.4	18.5	15.9	13.3	15.2	15.6	8.4	6.1	5.8	6.5
金融・保険	11.8	17.0	18.1	13.5	14.1	12.2	9.2	0.9	6.7	9.5	8.9	4.9
ビジネスサービス	13.0	10.7	6.6	1.8	6.9	8.1	7.4	5.2	4.8	8.5	5.6	2.7
その他サービス	5.2	7.8	7.5	4.8	6.4	6.9	7.5	7.1	4.4	6.1	3.2	3.0
所有住宅帰属価値	6.9	12.9	6.9	5.8	23.2	7.4	3.0	6.6	2.5	1.0	3.9	4.7
物品税	6.5	9.2	3.7	8.4	5.2	10.0	6.7	4.1	3.6	3.0	1.5	5.3
国内総生産（GDP）	6.0	12.8	9.2	8.3	6.9	8.6	8.6	5.6	4.8	6.8	4.5	3.7

注：2010 年価格に基づく年間の平均成長率。例えば 60-65 は、1960 年から 1965 年にかけての GDP の成長率の幾何平均。
出所：Singapore Department of Statistics, *SingStat Table Builder* より作成。

なお、経済における特定産業の重要性について検討する際、当該産業の名目 GDP に占めるシェアに着目する場合がある。2017 年のシンガポールの名目 GDP における金融・保険業のシェア 12.1%となっている（表序-2）。これは国内では製造業、卸・小売業、ビジネス・サービスに次ぐ水準である[6]。また国際比較では、香港を下回るものの、代表的な国際金融センターである米国、英国、日本を上回る水準である（図序-1）。このように、国内比較においても、国際比較においても、同国金融・保険業のシェアは非常に高い水準にあると考えることができる。

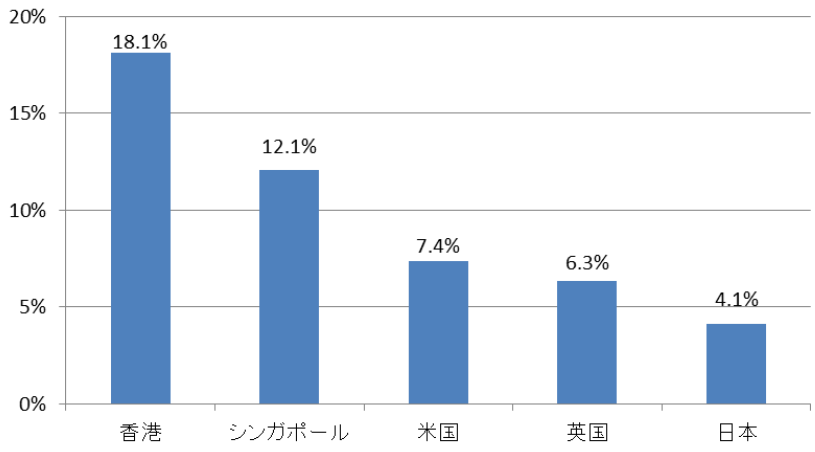
[6] 時系列でみると、80 年代半ばまでは上昇傾向にあったシンガポールの名目 GDP に占める金融・保険のシェアは、80 年代半ば以降 10～13%の範囲内で推移している。名目ベースでのシェアが、80 年代半ば以降、概ね一定になっているということは、金融・保険の成長が GDP 並みの成長となっていることになる。すなわち、実質ベースでみた場合とは、異なる結論となる。こうした乖離は、デフレータの上昇率について、金融・保険が GDP を下回っていることを示している。一般に、経済成長を考える場合、物価変動の影響を受けない実質値に着目することが多いことから、名目 GDP におけるシェアに基づくアプローチは、金融・保険の重要性を過小評価するものとなるとも考えられる。

表序-1　名目 GDP に占める産業別シェア

年平均	60-64	65-69	70-74	75-79	80-84	85-89	90-94	95-99	00-04	05-09	10-14	15-18
財生産産業	21.6	26.2	32.0	33.8	35.8	33.3	32.1	31.5	31.2	28.8	24.9	24.1
製造業	11.2	14.7	19.9	22.9	23.5	23.6	24.5	23.0	25.2	23.7	19.0	18.7
建設業	4.3	5.6	7.2	6.8	8.9	6.8	5.7	6.7	4.1	3.6	4.5	4.1
電気・ガス・水道	2.7	2.9	2.5	2.1	2.0	2.3	1.7	1.8	1.9	1.5	1.4	1.2
その他	3.5	3.0	2.3	1.9	1.3	0.6	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
サービス業	70.4	65.9	60.6	60.2	58.5	58.9	59.2	58.4	59.7	63.0	65.3	66.3
卸・小売業	26.9	24.0	21.7	19.5	13.8	11.4	12.2	12.1	13.2	17.3	18.0	16.7
運輸・倉庫	10.9	9.3	9.1	10.7	11.0	11.4	10.4	9.2	9.2	8.9	6.7	6.5
ホテル・レストラン	3.6	3.5	3.3	3.5	3.8	3.3	3.0	2.5	2.2	1.8	2.1	2.0
情報・通信	2.2	1.9	1.7	2.3	2.4	2.5	2.8	3.2	3.9	3.6	3.7	3.9
金融・保険	3.8	4.6	5.6	7.3	10.3	12.1	11.8	11.1	9.8	10.5	10.7	12.0
ビジネスサービス	7.5	8.6	8.7	7.5	8.5	8.2	9.8	11.2	10.7	11.5	13.9	14.5
その他サービス	15.4	14.0	10.5	9.5	8.8	10.1	9.2	9.1	10.6	9.4	10.3	10.7
所有住宅帰属価値	3.0	2.6	2.8	2.3	2.1	3.6	3.5	4.0	3.4	3.2	4.1	3.9
国内総生産（GDP）	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：Singapore Department of Statistics, *SingStat Table Builder* より作成。

図序-1　名目 GDP に占める金融・保険のシェア（2017 年）



出所：シンガポールは Singapore Department of Statistics, *SingStat Table Builder*、香港、米国、英国、日本は United Nations, *National Accounts Main Aggregates Database* より作成。

世界には、国際金融センターと呼ばれる国や都市が複数存在している。シンガポールはその一つであり、ロンドン、ニューヨークなどと同じように、有力な国際金融センターの一つとしての評価を獲得している（伊藤 [1996]、Sassen [1999]、Cheung and Yeung [2007]、対木 [2009]、Seade [2009]、Giap [2009]、Park [2011]、Le Leslé, V. et al [2014]等）。もっとも、現在においてなお国際金融センターが存在するのは、必ずしも自明なことではない。なぜなら、いくつかの点において、国際金融センターの存在を脅かす外的な変化が強まっていると考えられるためである。Ⅱで述べるように、国際金融センターが存在する理由については、金融機関の立地選択における要素の研究において、様々な議論が行われてきた。Wójcik [2009]などによる距離や情報に関する議論や Sagaram and Wickramanayake

[2005]による議論に基づいて整理すると、それは大きく、以下のような側面から捉えることができる。

（１）　情報面（その都市が属する国や地理的に近い国・地域の情報の集積）
（２）　規制面（新商品の承認などを含む各種の規制環境）
（３）　税制面（法人税などの税率）
（４）　社会経済面（生活環境や優秀な人材の確保の可能性など）
（５）　金融面（金融市場の効率性や規模など）
（６）　経済面（強固な経済ファンダメンタルズ）

それ以外にも、歴史面、政治面などが挙げられることもある。もっとも近年では、とりわけ多くの論者によってその重要性が指摘されてきた（１）情報面のほか、（２）規制面において、国際金融センターの存在を脅かす外的な変化が強まっていると考えられる。外的な変化とは、（１）については、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩に伴う、電子メール、テレビ会議システム、情報ベンダーなど多様な情報源の発達のことである。それは、国際金融センターの持つ地理的な近さに基づく情報面における優位性を弱める要因となると考えられる。そうした考え方は、O'brien [1992]による「地理の終焉（The end of geography）」という表現に端的に表れている。（２）については、少なくとも主要先進国において、とりわけ重要な規制である資本規制について自由化が進展していることである。それは、国際金融センターの持つ規制面における優位性を弱める要因となると考えられる。この点に関連して岩田 [2017]は、1970 年代後半以降の資本移動の自由化（外国為替管理の緩和・撤廃、運用規制の緩和）によって、「資金調達者の側が貯蓄超過国や金融規制の緩やかな国の国際金融センターにアクセスしなくても、機関投資家の側が国境を越えて各国の証券を売買するようになった」[7]と述べている。

もっとも、このような国際金融センターの存在を脅かすような変化にも関わらず、世界には国際金融センターが依然として複数存在し、独自の機能を果たしている。本論文では、現行の同国国際収支統計および本邦対外資産負債残高の公表が開始された 2001 年以降のシンガポール国際金融センターを対象に、金融グローバル化と ICT（情報通信技術）化が進む中での国際金融センターが有する現代的意義について、専門的知識・技術(expertise)に注目しながら解明することを目的とし、分析を行った。分析に際しては、同国の現代国際金

[7] 岩田 [2017]、670 頁。

融センターとしての「特徴」およびそうした特徴をもたらした同センターの「機能・役割」に着目した。具体的な分析対象としては、主としてクロスボーダーの証券投資に焦点を当てる。その理由は、世界的な傾向として、国際資本移動の主要な形態が、銀行の与信・預金から証券投資へと移行しつつあることに加え[8]、シンガポールにも同様の傾向が、資産面を中心に強まりつつあるためである（図序-2）。なお従来は、同国の国際金融センターの特徴として、銀行部門のクロスボーダーの資金調達に焦点を当てた、「ファンディング・センター」ないし「調達のシンガポール」という特徴づけが行われてきたが（日本銀行［1980］、Ho and Scott［1991］）、近年の変化に即した新しい特徴づけは未だ存在していない[9]。

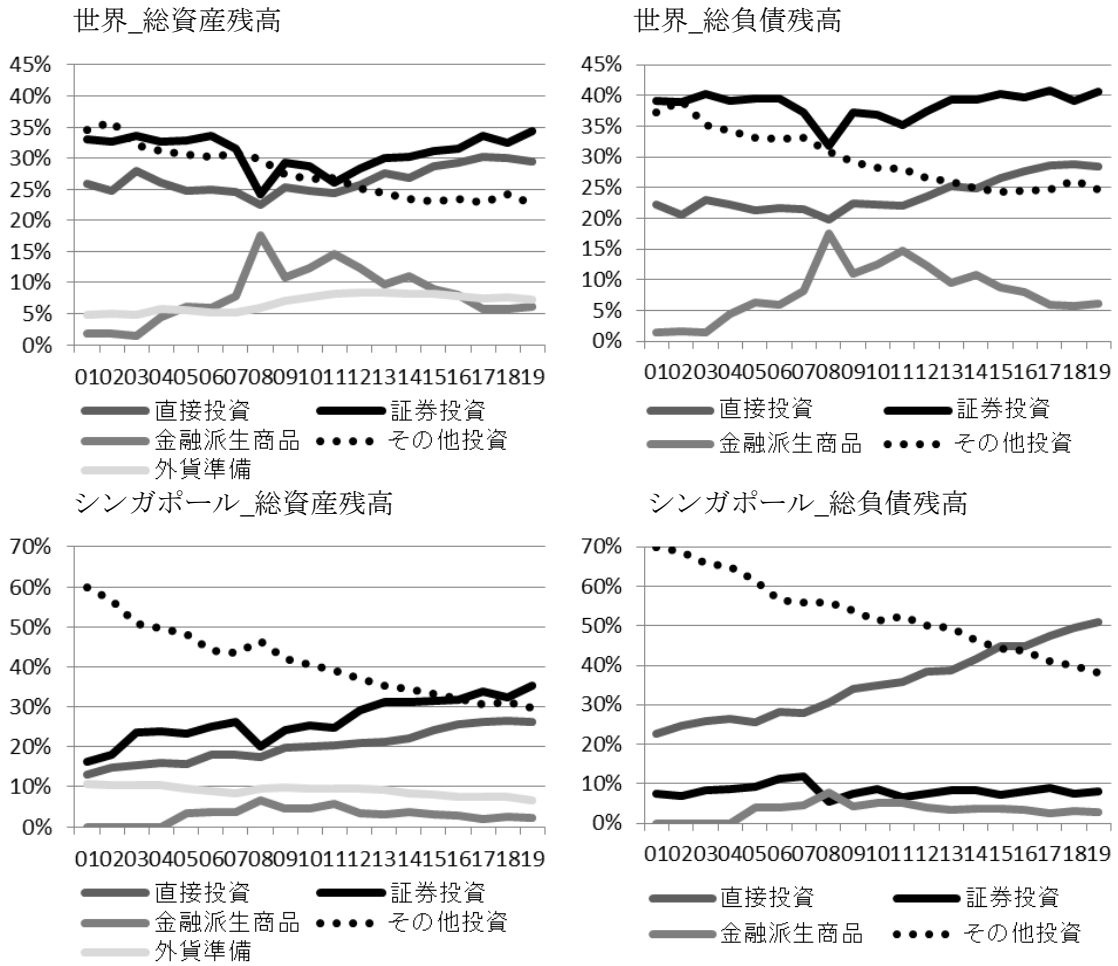
なお、シンガポール金融市場の分析は、国際金融センターが有する現代的意義を解明することのほか、同国が果たす「アジア域内金融統合における機能・役割」を解明することにも有益であると考えられる。近年の同国は、アジア向け証券投資の拡大を通じて、アジアの域内金融統合のけん引役としての役割も担いつつあるものの、同国のアジア向け証券投資に対しては、「欧米諸国の出張所のような存在であり、欧米諸国のアジア向け投資を代行しているに過ぎない」といった認識が少なくないことから、シンガポールがけん引役としての役割を担う域内金融統合の進展について、果たしてそれはアジアの域内統合といい得るのか、あるいは、そのような域内統合のあり方は、域内の金融システム整備や、特に欧米先進国からの資本フローへの依存度の引き下げを通じた金融面の安定といった、期待される統合の意義をもたらすのか、といった論点を生み出している。そのため、シンガポールのアジア向け証券投資について、資金の源泉は本当に欧米諸国なのか、もしそうならなぜ欧米諸国はシンガポールに投資を委託しているのか、欧米投資家と異なった動きをするのか、異なった動きをするならばその理由は何か、といった点を明らかにすることができれば、すなわち「シンガポールのアジア向け証券投資は、アジア域内金融統合の中でどのような機能・役割を果たしているのか」を明らかにできれば、アジア域内金融統合の議論の中に、シンガポールを明示的に取り込むことができるようになると考えられる。

---

[8] そのことは、世界的に見て、対外資産負債残高（IIP: International Investment Position）の資産、負債両面において、銀行部門の預金、与信が多くを占めると考えられる「その他投資」のシェアが低下し、「証券投資」のシェアが上昇しつつあることに表れている。

[9] 「ファンディング・センター」あるいは「調達のシンガポール」を明らかにする際には、クロスボーダーの銀行部門の債務、すなわち現行の対外資産負債残高統計におけるその他投資残高（負債）に焦点を当てられる場合が少なくない（日本銀行［1980］、Ho and Scott［1991］）。なお、香港については、「レンディング・センター（lending centre）」ないし「運用の香港」という特徴づけが行われてきた。そうした特徴づけが行われてきた背景について、管野・清水［1996］は、「オフショア『預金』に対し、シンガポール非課税、香港課税であり、他方、オフショア『業務』に対しては、シンガポール課税、香港非課税とする両者間の税制の違いに起因する」（78 頁）と述べている。

図序-2　対外資産負債残高の項目別シェア



注 1：シンガポールの対外資産負債残高（IIP: International Investment Position）について、IMF 国際収支マニュアル第 6 版ベース（BPM6）に準拠した統計データが公表されている 2001 年以降のデータに基づく。

注 2：世界は、アジアの中で相対的に大きい対外資産残高を持つ 10 カ国（日本、韓国、香港、中国本土、シンガポール、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド）と、アジア以外の主要先進国とする。アジア以外の主要先進国は、主要先進国のグループである G10（10 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議） に含まれる 11 カ国から、日本を除いた 10 カ国（米、英、独、仏、伊、加、オランダ、ベルギー、スウェーデン、スイス）とする。

出所：IMF, *International Financial Statistics* より作成。

Ⅱ．先行研究

先行研究を紹介・検討するにあたっては、国際金融センターの現代的意義を解明することを念頭に置きながら、国際金融センターに関する研究と、国際金融センターとしてのシンガポールに関する固有の研究について整理したい。あわせて、シンガポールの「アジア域内金融統合における機能・役割」に関してもサーベイを行う。

１．国際金融センターに関する先行研究

「国際金融センター」に関する文献は、様々な論点を取り扱う。代表的な論点は、国際金融センターの定義及び類型化、金融活動が特定の場所に集積する理由、である。ここではそれらの論点に加え、国際金融センターの定量的な把握に用いられる統計データ、国際金融センターと金融統合との関係について、先行研究を紹介する。

（1）国際金融センターの定義及び類型化

「国際金融センター」の定義においては、「金融機関の集積」と「非居住者との金融取引（クロスボーダー取引）の活発さ」について言及される場合が多い。「金融機関の集積」について、伊藤 [1996]は、「金融センターとは、通貨（マネー）市場、資本（キャピタル）市場・外国為替市場にまたがる多くの金融商品（金利、通貨、株式、債券――それぞれの現物、レポ、先物、デリバティブ）を取引する金融機関が集積した特定の取引所、都市（の一部地区）を指す一般的な呼称」[10]であること、「国際金融センターとは、取り扱う商品が国際的な商品であり、市場参加者に外国人・外国金融機関が多くいるような金融センター」[11]であると述べている。その他、多くの論文において、国際金融センターには、国外の金融機関を含む金融機関の集積が見られることが指摘されている（Jao [1997]、Lai [2006]、Moosa et al. [2016]、対木 [2009]、Cassis [2010]）。「非居住者との金融取引（クロスボーダー取引）の活発さ」について、Kindleberger [1974]は、主として銀行・銀行業務に焦点を当てつつ、国際金融センターについて、海外向けの貸出、諸国間の手形交換所の役割など、高度に専門化した機能を持つことを指摘している。Reed [1981]も、財、サービス、情報、資本における国際間取引を円滑にするために必要な世界的な技術や能力を保有する専門的機関が集積する都市部と定義している。その他、多くの論文において、国際金融センターには、「非居住者との金融取引（クロスボーダー取引）の活発さ」が見られることが指摘されている（貝塚・賀来・鹿野編 [2005]、Park [2011]、Le Leslé, V. et al [2014]）。新開 [1989]は端的に、「国際金融センターという呼称のうち、国際の部分は市場参加者が複数国居住者と取引をし、使用通貨が複数であることを指す」[12]と述べている。もっとも、「金融機関の集積」や「非居住者との金融取引（クロスボーダー取引）の活発さ」は、国際金融センターが果たす何がしかの機能・役割によってもたらされた事象であると考えられる。

[10] 伊藤 [1996]、187 頁。
[11] 伊藤 [1996]、187 頁。
[12] 新開 [1989]、13-14 頁。

国際金融センターの現代的意義を解明するには、国際金融センターの定義に関する議論以上に、表面的な現象の背景について考察することが重要であると考えられる。

国際金融センターについては、その類型化についての議論も存在する。包括的な類型化として、Dufey and Giddy [1978]は、国際金融センターについて、①伝統的金融センター（Traditional Financial Center）（国内資本の純輸出を行うセンター）、②中央市場・金融センター（Entrepôt Financial Center）（国内金融機関のサービス、マネーマーケット、証券市場を、居住者、非居住者の双方へ提供するセンター）、③オフショア・バンキング・センター（Offshore Banking Center）（②の特別なカテゴリーであり、その機能がはるかに狭いものの、非居住者の借手や預金者に対して行われる金融仲介を行うセンター）という分類を行っている。また IMF [2000a]は、規模、地域、機能等を基に、①国際金融センター（International Financial Centers）（高度な決済・決済システムを備えた大規模な国際的フルサービスセンター）、②地域金融センター（Regional Financial Centers）（金融市場やインフラが発達し、地域の内外に資金を仲介するセンター）、③オフショア金融センター（Offshore Financial Centers）（小規模で、より限定された専門的なサービスを提供するセンター）という分類を行っている。国際金融センターの類型化においては、とりわけオフショア・バンキング・センターあるいはオフショア金融センターに焦点を当てた類型化も少なくない。McCarthy [1979]は、オフショア・バンキング・センターについて、ペーパー・センター（Paper Center）（金融取引を記録するだけの場所）と機能センター（Functional Center）（実際に預金の受取や最終的な貸出が行われる場所）という区別を行い、Jao [1997]は、機能センターについて更に、統合センター（Integrated Center）（オフショアとオンショアに人為的障壁が存在しないセンター）と分離センター（Segregated Center）（オフショアとオンショア市場の区別、自国通貨表示のビジネスと外国通貨表示のビジネスの区別を明確にしているセンター）という区分を行っている。Park [1982]は、オフショア金融センターについて、①プライマリー・センター（primary center）（世界中の顧客にサービスを提供するセンター）、②ブッキング・センター（booking center）（ユーロ・カレンシーの預金や貸付を記帳する場所）、③ファンディング・センター（funding center）（海外からのオフショア資金を現地の用途に振り向ける対内金融仲介の役割を果すセンター）、④コレクション・センター（collection center）（投資先の不足から生じる過剰な国内貯蓄を国外へ投資する対外金融仲介の役割を果すセンター）の 4 つに分類している。また、シンガポールと香港を分類するために用いられる、「ファンディング・センター」ないし「調達のシン

ガポール」、「レンディング・センター」ないし「運用の香港」といった分類も、類型化の一例である（日本銀行 [1980]、Ho and Scott [1991]）。もっとも、シンガポールと香港についての分類は、そもそも両者が類似する側面が少なくないことを前提としつつ、両者の違いを浮き彫りにするために行われた分類であると考えられる。すなわち両国は、銀行部門のクロスボーダーの預金等による資金調達、銀行部門のクロスボーダーのアジアの非銀行部門向け融資等による資金運用が活発に行われているという共通点があるものの、香港は後者の規模が相対的に大きく、シンガポールは前者の規模が相対的に大きいという違いを明確にするための特徴づけであると考えられる。もっとも、現代の国際金融センターの類型化に際して、そうした伝統的な国際金融センターの類型化を単純に適用することは、困難なものになりつつある。その理由は、第一に、世界的な規制面の緩和の中で、オフショア市場とオンショア市場の差異が不明瞭なものとなってきていることである。それは、シンガポールにおいて指摘されていることでもある（シンガポール通貨金融庁（MAS）[2016]）。第二に、貯蓄超過国であるかどうか、あるいは経常収支黒字国であるかどうかということが、国際金融センターにとって、重要な条件ではなくなっていることである。それは、代表的な国際金融センターである米国や英国の事例によっても示唆される[13]。それは同時に、現代の国際金融センターの機能・役割として、クロスボーダーの金融仲介が重要となっていることを示唆することでもある。第三に、国際金融センターの類型化が、クロスボーダーの銀行部門の取引を前提に行われる場合が少なくないことである。現在の国際資本移動の主要な形態が、銀行の与信・預金から証券投資へと移行しつつあることから、類型化は、クロスボーダーの証券投資を前提に行われる必要がある。以上の点を踏まえると、現代の国際金融センターを類型化する際には、「証券投資を中心としてクロスボーダーでの金融仲介を行う金融センター」というシンプルな型が基本になると考えられる。なお、クロスボーダーの金融仲介というのは本来、他の金融センターないし非金融センターにおいて行われうる金融取引を、当該金融センターが取り込んでいるということであり、いわば金融サービスにおける市場間競争の結果という側面がある。そのため、国際金融センターの現代的意義を解明するには、そうした現代の国際金融センターの類型の背景として、

[13] 米国では、1970 年代以降経常収支赤字が珍しいことではなくなり、1982 年以降はほぼ一貫して経常収支赤字国となっているほか英国では、国家統計局（ONS：The Office for National Statistics）から現行の国際収支統計の公表が開始された 1955 年以降、経常収支赤字が珍しいことではなく、1984 年以降は一貫して経常収支赤字国となっている。1982 年以降 2018 年までの期間において、年間で経常収支黒字となったのは 1991 年のみである。同年の経常収支の黒字化には、湾岸戦争の戦費負担の国外からの受取が大きく寄与していると考えられる。

それぞれの国際金融センターがどのような専門的知識・技術（expertise）を有しているか、という点について考察することが重要であると考えられる。

（２）金融活動が特定の場所に集積する理由

国際金融センターに関しては、金融機関が集積する理由、金融機関が集積するのが、特定の都市になる理由、について、多くの分析がある。

金融機関が集積する理由については、国際金融センターや金融の集積にとって、「規模の経済」の重要性が指摘されることが多い。例えば、Kindleberger [1974]は、「一定の高度な集中までは、正の外部性と規模の経済性が、不経済性を上回り、集中化を支持するように思われる」[14]と述べている。また、伊藤 [1996]は、「金融取引には、大きな規模の利益、集積の利益が働く。一回の取引にかかる取引費用（取引の成立・確認・決済にかかる人件費・通信費・手数料・税金）は多くの場合、金額の大小にかかわらず一定であるから、取引金額が大きくなればなるほど、金額当たりの取引費用は低下する。取引は少額ずつあちこちで行うよりも、一カ所にまとめるほうが有利になる」[15]と述べている。新開 [1989]、Poon et al. [2004]、Jarvis [2009]らもまた、先行研究を踏まえつつ、国際金融センターの大きさ等を説明する際に、規模の経済が重要であることを指摘している[16]。

もっとも、国際金融センターや金融の集積を、規模の経済だけから説明するには、限界があることも事実である。なぜなら、国際金融センターや金融の集積にとって、規模の経済が重要であるなら、少数の大規模な国際金融センターのみが存在することになり、小規模な金融センターは淘汰されていると考えられるためである。しかし実際には、Sassen [1999]、Tschoegl [2000]、Poon et al. [2004]などが指摘しているように、ロンドン、ニューヨークといった少数の支配的な国際金融センターが存在する一方、小規模な地域金融セ

---

[14] Kindleberger [1974]、p.11。なお Kindleberger [1974]ではまた、n の地域があるとき、その各々が相互に取引をするならば、取引の組み合わせは n(n-1)/2 となるが、もし単一のセンターが存在すれば、地域同士の取引は必要なくなり、すべてセンターを通すことにより、取引の組み合わせは（n-1）で済むことを指摘している。結果として生じるそうした金融センターの機能も、国際金融センターや金融の集積が生じる背景にあると考えられる。新開 [1989]は、センターが形成されることにより生じるこうした効果を、金融取引における卸売り機能の効果と指摘している。

[15] 伊藤 [1996] 、187 頁。

[16] 新開 [1989]は、国際金融センターが発生する理由について、規模の経済の重要性のほか、弁護士、会計士の存在、対面取引の便などの「集積の経済」の重要性についても指摘している。山田・徳岡・亀山 [2018]は、集積の経済とは「多数の人や企業が互いに近接しながら地理的に集中して立地することで、各立地主体に種々の取引費用を減少させる経済性をもたらす現象」（146 頁）であり、「近接して立地する経済主体相互の接触を通して起こる情報や知識のスピルオーバーが各主体に直接的な影響を及ぼす技術的外部経済」（同書、146-147 頁）であると述べている。

ンターが出現している。すなわち、国際金融センターの集権化と分権化の動きが、同時に生じている。そのような動きについてTschoegl [2000]は、通信技術の発達によって、「多くの日常的な作業は分散化しているように見えるが、イノベーションを必要とするような作業については、集権化が続いており、おそらくさらに強まっているように見える」[17]と指摘している。Poon et al. [2004]は、先行研究を基に、通信技術の発達と小さな都市へのアウトソーシングの拡大を指摘している。このように限界があるとはいえ、規模の経済という視点は、国際金融センターや金融の集積を考える上で、重要な位置づけにあると考えられる。

金融機関が集積するのが、特定の都市になる理由については、その特定の都市に、その都市が属する国や地理的に近い国・地域の情報が集まることの重要性が指摘されることが多い。もちろん近年では、主として通信技術の進歩によって、金融センターの配置、分布、大きさ等の決定に際して、地理的な重要性が低下しているとの研究もある（Harvey [1989]、Lash and Urry [1994]）。そのような考え方を象徴するのはO'brien [1992]による「地理の終焉（The end of geography）」という表現である。とはいえ、依然として、距離の近さを重視する考え方は根強い。例えばWójcik [2009]は、過去の経済地理学者の研究に基づいて、「金融市場で使用される情報の重要な部分は、場所を超えて容易に伝達することができず、その結果、その地域の金融面での関係の重要性、そして金融企業の地理的集中をもたらす」[18]と結論づけるとともに、IPO（新規株式公開）に関する分析を行い、発行体、投資銀行、投資家の間の距離の近さ（proximity）、対面的な接触の重要性を指摘している。Zhao et al. [2004]は、金融市場が高度な電気通信ネットワークを通じて動いている時代においても、「金融業のような、特定の種類のビジネスの収益性は、質の高い情報に大きく依存する。しかし、非対称情報が存在する場合、情報を収集し、検証し、価値を付加しようとすると、情報利用者にとって高いコストがかかる可能性がある。そのため、情報の流れ、特に情報の外部性や非対称性が強い場所への空間的な近接性が必要となる」[19]と述べるとともに、中国を例に、標準化されていない情報については、政策当局との距離の近さ、対面的な接触の重要性を指摘している。また、Berry et al. [1997]においても同様に、全ての種類の情報がコストなしで伝えられるわけではないので、空間的な近接性は、依然として重要であることを主張している。Porteous [1995]は、情報の流れに対する距離の影響について、通信技

[17] Tschoegl [2000]、p. 1。
[18] Wójcik [2009]、p.1。
[19] Zhao et al. [2004]、p.38。

術は発達しているものの、標準化されていない情報の収集は、特別な監視や確認が必要であることなどから、距離の影響を強く受けること、その例として、借り手と貸し手の間の密接な接触を必要とするローンの債務不履行の場合を挙げている。以上のように、距離や情報というのは、金融機関が集積するのが、特定の都市になる理由を考える上で、重要な位置づけにあると考えられる。

もっとも、金融機関が集積するのが、特定の都市になる理由を、距離や情報という観点以外の要因によって説明しようとする研究も少なくない。例えば、Sagaram and Wickramanayake [2005]においては、金融取引における地理的な近さを重要視しつつも、金融サービス企業の立地決定に影響する要因として大きく、規制面（新商品の承認などを含む各種の規制環境）、税制面（法人税などの税率）、社会経済面（生活環境や優秀な人材の確保の可能性など）、金融面（金融市場の効率性や規模など）、経済面（強固な経済ファンダメンタルズ）を指摘している。南波[1989]は、国際金融センターが成立・発達してきた背景として、供給サイドの要因と需要サイドの要因を整理し、前者として、地理的条件のほか、政治的・社会的条件（政治的・社会的な安定）、歴史的条件（金融産業が確立していること、政府のスタンス）、インフラ的条件（オフィス・ビル、情報インフラ、金融取引・決済面でのインフラ、十分な商品のタイプ）、制度的条件（税制、会計制度、法制度、為替管理等の制約、生活面のアメニティ）、資源的・物理的要因（オフィス確保、天災・自然環境面での危険、専門家・良質な労働力）、通貨面での条件（通貨の国際化、通貨価値の安定）、後者として、金融のグローバル化（24 時間取引の場としてのニーズの高まり）、金融経済の統合化（金融機関業務、競争条件の均質化等に伴う、センターの機能強化・構築の動き）、資本蓄積・流入の進展（資本蓄積に伴う運用ニーズの高まり）を挙げている。Woo [2016]は、地理的な側面のほか、歴史、政治的な安定、政策などの側面から多元的に、シンガポールが国際金融センターとして成功した理由について分析している。Tschoegl [2000]は、地理的な重要性に言及しつつも、やや俯瞰的な視点から、国際政治、国内政治が直接的、間接的に重要な役割を果たすこと、港町であり、首位都市や国際都市である傾向があること、電気通信や航空ネットワークの中心でなければならないことなどを指摘している。また、岩田 [2017]はとりわけ、規制面の重要性について指摘している。すなわち、国際的証券取引の形態として、（１）資金調達者の側が国境を越えて貯蓄率の高い中心国において当該通貨建てで証券を発行・上場し、主に当該国投資家が保有・売買する取引（「伝統的外国証券取引」）、（２）規制の緩やかな金融中心地において諸外国の証券を取引する「オフショ

ア型証券取引」、（３）証券が発行された本国、すなわち証券発行により資金調達を行った調達主体の本国で形成されている内国市場に、国外の投資家の側が国境を越えて注文を流し、そこで国内の投資家と同様に売買を行う取引（「クロスボーダー型証券取引」）、という3つのパターンがあること、1970年代後半以降の資本移動の自由化（外国為替管理の緩和・撤廃、運用規制の緩和）によって、先進国間では（３）「クロスボーダー型証券取引」が基本的形態となったこと、を指摘している。そうした国際的証券取引の形態の変化は、金融活動が特定の場所に集積する理由を説明する要因にもなりうる。

金融機関が集積するのが、特定の都市になる理由を巡る議論の中で、国際金融センターの現代的意義を解明するためにとりわけ重要な点は、情報面と規制面における、国際金融センターの存在を脅かす外的な変化であると考えられる。そうした変化を念頭に置きながら分析することにより、世界に国際金融センターが依然として複数存在し、独自の機能を果たしていることの理由を、より鮮明に浮かび上がらせることが可能となると考えられる。なお、情報面における外的な変化とは、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩に伴う、電子メール、テレビ会議システム、情報ベンダーなど多様な情報源の発達であり、国際金融センターの持つ地理的な近さに基づく情報面における優位性を弱める要因となると考えられる。規制面における変化とは、資本移動の自由化等であり、国際金融センターの持つ規制面における優位性を弱める要因となると考えられる。

（３）国際金融センターの定量的な把握に用いられる統計データ

国際金融センターの規模や特徴を、どのような統計データによって、どのような方法で把握するかについて、普遍的な定義は存在しないと考えられる 。しかし、そうした国際金融センターの定量的な把握は、それ自体が基本的かつ重要な論点となるのみならず、特定の都市を国際金融センターたらしめる要因を分析する定量的な分析にとって、基本的かつ重要な論点であると考えられる。過去の研究において、国際金融センターを定量的に把握する場合、大きく3つのカテゴリーがある。

第一に、国際金融センターのランキングに関する指標である。例えば、Shirai [2009]、Park [2011]、Moosa et al. [2016]、Le Leslé, V. et al [2014]などでは、The Z/Yen Group “The Global Financial Centres Index”が、単独ないし他の伝統的な統計データとともに用いられている。東京国際金融センターの推進に関する懇談会 [2015]、坂和 [2015]では、The Z/Yen Group “The Global Financial Centres Index”に加え、National Financial Information

Center Index Research Institute and Standard & Poor's Dow Jones Index Co"International Financial Centers Development Index, IFCD"が、他の統計データとともに、国際金融センターの代理変数として用いられている。これら国際金融センターのランキングに関する指標は、実際の経済活動の結果を集計したいわゆるハードデータに、アンケートを通じて得られた「感触」や「意識」といった主観的データ、いわゆるソフトデータを組み合わせて作成されている。

第二に、株式、債券、為替、貸出など、金融市場の規模や取引量である。例えば貝塚［1996］では、国際金融センターに関する分析の中で、外為市場の取引額、銀行の対外資産残高、株式の取引額、債券の取引額、オフショア市場の残高、短期金融市場の取引額など、Shirai [2009]では、株式市場、債券市場、与信市場（対外与信統計含む）、為替市場の規模や取引量に関する統計データなど、東京国際金融センターの推進に関する懇談会［2015］では、株式市場、債券市場、デリバティブ市場の規模や取引量に関する統計データなどが、国際金融センターを定量的に把握する主な統計データとして用いられている。また、Sagaram and Wickramanayake［2012］では、国際金融センター成立にとって重要な要因についての計量分析を行っているが、その際、国際金融センターの代理変数として、外国銀行の数のほか、株式時価総額、外国為替市場の日次平均取引高、証券市場の取引高、が用いられているとともに、先行研究においても、同様の変数が用いられてきたことを指摘している。以上のように、先行研究においては、Cheung and Yeung [2007]が指摘するように、国際金融センターの重要性を測る伝統的な尺度として、株式市場、債券市場、銀行部門など信用市場、外国為替市場、デリバティブ市場の 5 市場に基づく場合が多い、という主張は、一定の説得力を持つと考えられる 。

第三に、対外資産負債残高関連統計である。例えば、Leung et al. [2008]では、直接投資、クロスボーダーの証券投資残高、クロスボーダーの銀行融資残高が用いられている。また、Cheung et al. [2007]では、対内負債残高（直接投資除く）、金融部門の対内直接投資残高を、金融サービスの輸出とともに分析対象としている。Shirai［2009］では、他の伝統的な統計データの分析とともに、対外資産残高のシェアの比較を行っている。

以上のように、国際金融センターを定量的に把握するとき、加工の方法は異なるとしても、国際金融センターのランキングに関する指標、株式市場、債券市場、銀行部門など信用市場、外国為替市場、デリバティブ市場などの金融市場関連統計データ、対外資産負債残高関連統計データは、代表的な統計データと考えることができる。本論文においては、

それら 3 種類の統計データを用いて国際金融センターの分析を行うが、とりわけ対外資産負債残高及び関連統計を主たる分析対象とする。それは同統計が、同国居住者が金融取引に対してより能動的に関与する余地が大きいと考えられるためである。さらに、対外資産負債残高及び関連統計の分析に際しては、とりわけ、クロスボーダーの証券投資に焦点を当てる。その理由は、世界的な傾向として、国際資本移動の主要な形態が、銀行の与信・預金から証券投資へと移行しつつあることに加え、シンガポールにも同様の傾向が、資産面を中心に強まりつつあるためである。

（4）国際金融センターと金融統合との関係

国際金融センターの要素の一つとして、国際金融取引の活発さを挙げることができる。国際金融取引の活発さは、「金融統合」を定量的に計測する場合に用いられる尺度によっても計測することができる。金融統合（financial integration）は、金融の開放性（financial openness)、資本の自由な移動（free movement of capital）など、国際金融取引の活発さを表す概念と密接な関係があると考えられるためである[20]。そのため、金融統合を定量的に計測する場合に用いられる尺度を用いることによって、国際金融取引の活発さを測ることができると考えられる。金融統合の代表的な尺度としては、第一に、法律上の（de jure）の尺度、第二に、事実上の（de facto）尺度のうち、数量に基づく尺度、第三に、事実上の（de facto）尺度のうち、価格に基づく尺度、がある（Fung, Tam, and Yu [2008]、

[20] Fung Tam and Yu [2008]は、金融統合の普遍的な定義はないものの、「金融開放性、資本の自由な移動、金融サービスの統合が、文献に頻繁に引用される幅広い定義において言及されている」（p.3）と述べている。また、Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]においても、金融統合について、単一かつ一般的に受け入れられた定義及び尺度がないことを指摘するとともに、「典型的には、金融開放性、自由な国境を越える資本移動、金融サービスの統合を包含する」（p.6）と述べている。Ananchotikul, Piao and Zoli [2015]においても、単一かつ普遍的に受け入れられている、金融統合の定義及び尺度がないことを指摘するとともに、「金融開放性と自由な国境を越えた資本移動を示すために用いられる」（p.5）と指摘している。

金融統合（financial integration）は、金融のグローバリゼーション（financial globalization）、金融開放性（financial openness）と、区別せずに用いられる場合もある（Dell'Ariccia et al [2008]）。もっとも、Prasad, Rogoff, Wei, and Kose [2003]は金融統合について、国際資本市場への個別国のリンケージを指す概念であり、金融のグローバリゼーション（financial globalization）がクロス・ボーダーの資金フローを通じた世界的リンケージの高まりを指す集合的概念であるのとは異なると指摘している。そのように金融統合を捉えた場合、金融統合は、金融の国際化（financial internationalization）と類似する概念であると考えることができる。そのことは、翁・白川・白塚 [1999]が、金融市場について、「『国際化』とは何らかの対外依存度が高まる状況を指すのに対し、『グローバル化』とは各国の市場が一体となって 1 つの市場を形成することを指している」（55 頁）と指摘していること、川本 [2012]が「国際化はあくまで国境を前提に、国家間の相互の関係が緊密になったり、外国への依存度が高まったりするような、国家にとっての傾向をいう。これに対して、グローバル化は文字通り地球全体の一体的な傾向をいい、金融グローバル化は各国の金融資本市場が一体となって全体で一つの市場が形成されることを指す」（132 頁）と指摘していること、などによって示唆される。

Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]、Park [2013]）。第一の尺度は、各国の資本流出入に関する規制等をもとにした尺度、第二の尺度は、第一の尺度の程度に関わらず、当該国の資本流出入がどの程度活発に行われているかを表す尺度である（萩原・藤木 [2007]、高木 [2008]、谷内 [2008]）。第三の尺度は、完全に金融市場が統合すれば、同様のリスク特性を持つ価格は同じになり、裁定の機会が存在しなくなるという考え方、すなわち「一物一価の法則」に基づく尺度である（ECB [2005]、Park [2013]）。これらのうち、第二の尺度は、第一の尺度のデメリット、すなわち法的な変化がなくても実体上の資本移動が変化する場合があるという規制の実効性の問題点を回避していること、第三の尺度により計測される「一物一価の法則」の成立の有無は、第二の尺度によって計測される資本流出入活発化の結果であると考えられること（岩田 [2003]）を踏まえると、第二の尺度は金融統合の定量的な計測に際して、特に基本的な尺度であると考えられる。本論文の目的である国際金融センターが有する現代的意義の解明に際しては、それら三つの金融統合の代表的な尺度のうち、第二の尺度が有用であると考えられる。そのため本論文では、第二の尺度に関連の深い、対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比及び GL 指数（グルーベル＝ロイド指数）の考え方を援用する（岩本 [2012]、同 [2013]）[21)]。主として用いる統計データは、IMF 及びシンガポール統計局から公表されている「対外資産負債残高（IIP: International Investment Position）」である。対外資産負債残高（IIP）はそもそも、居住者が非居住者に対して有する金融資産（対外資産）と居住者の非居住者に対する負債（対外負債）について、ある時点における価額と構成を表すストック統計であり、ストック面から国際金融取引を表す統計データであると考えることができる。それはまた、国際金融センターの定量的な把握に用いられる統計データの中でもとりわけ重要なものの一つである。

２．「国際金融センターとしての特徴」の背後にある政府のスタンス

シンガポールの金融部門の発展、国際金融センターとしての発展に、政府が重要な役割を果たしたという指摘は多い。そこでまず、「政府はなぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点について、次いで「政府はなぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」について、その動機に着目しながらサーベイする。

21) 岩本 [2012]、同 [2013]は、第一の尺度、第二の尺度、第三の尺度といった分類を明示的に行ってはいないものの、代表的な金融のグローバル化、あるいは金融統合の尺度として、①とともに、②と関係の深い尺度である GL 指数（グルーベル＝ロイド指数）の 2 つを挙げている。

（1）シンガポールの金融部門の発展に対する政府の役割の重要性

シンガポールの金融部門の発展に関しては、政府の役割の重要性が指摘されることが多い。政府の具体的な実績としては、多くの研究が、アジア最初のオフショア市場創設（1968年）、シンガポール開発銀行（DBS）の設立（1968 年）、シンガポール通貨金融庁（MAS）の設立（1971 年）、金利自由化（1975 年）、外国為替管理撤廃（1978 年）、アジア最初の先物取引市場であるシンガポール国際金融取引所（SIMEX）の創設（1984 年）、外国株式店頭市場（CLOB International）開設（1990 年）、為替管理の全面撤廃（1978）、各種税制面の優遇措置のすべてあるいはいずれかを挙げている（手柴 [1990]、三浦 [1996]、案浦 [2001]、Hew [2005]、Giap [2009]）。それらの中でも、とりわけアジア最初のオフショア市場創設（1968 年）の、シンガポールの金融センターとしての成長における重要性が指摘される場合もある（Tan et al. [2004]、Tan [2005]）。

シンガポールの金融部門の発展における政府の役割の重要性は、香港との対比において指摘されることが多い。例えば、日本銀行 [1980]が、香港の金融市場について「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」[22]のに対し、シンガポールの金融市場については、1968 年のオフショア市場（ACU）の開設と市場発足後の当局の積極的な育成策による市場拡大を挙げつつ、「当局の強力な育成策に支えられ成長してきた」[23]と指摘しているほか、Tan et al. [2004]も同様に、金融センターとしての香港とシンガポールを幅広い角度から比較し、香港政府が非介入と自由放任主義の政策を採用しているのに対し、シンガポールでは主に積極的な政府の政策を通じて国際金融センターとして発展したこと、を指摘している。また、Sagaram et al. [2005]は、金融センターとしての香港、オーストラリア、日本、シンガポールについて比較分析を行い、各国の強み（advantage）について、香港は中国の金融サービスのための膨大な必要性、日本は最大の資本の蓄積と運用資金、オーストラリアは過去 10 年間の一貫した迅速な拡大という実績、そしてシンガポールは政府の支援と堅固な経済のファンダメンタルズにあると主張している。Leslé et al. [2014]においても、国際金融センターとしての香港の成功が「自由放任主義」として特徴づけられるのに対し、シンガポールの成功については、税制構造やよく管理された金融システムなどを通じた政府の政策が重要であったこと、また、シンガポール通貨金融庁（MAS）

[22] 日本銀行 [1980]、2 頁。
[23] 日本銀行 [1980]、2 頁。

が金融面において複数の政策を果たす役割を課されていること、が指摘されている。

金融業のうち、資産運用業や一般には個人の富裕層向けを中心とする金融ビジネスと認識されているウェルス・マネジメントについても、政府の役割の重要性が指摘されることは少なくない。政府による具体的な実績として、萩原 [2005a]は、シンガポールの資産運用業やプライベート・バンキング市場の拡大について、1997 年以降の政府の金融セクター改革における、（１）地場銀行の競争力強化、（２）資本市場の整備、およびそれらをてことした、（３）資産運用業の育成という、一連の改革の成果であると述べている。浦出 [2008]は、シンガポールの資産運用業界における運用資産残高の拡大を指摘しつつ、とりわけ 2002 年以降、様々な税制面の優遇措置が導入され、外資系金融機関が誘致されたことを指摘している[24]。高安 [2014]は、資産運用業による運用資産残高の拡大に着目し、その背景として、「政府が資産運用業の重要性に鑑みて、（１）ファンド・マネージャーへの税制上のインセンティブ供与、（２）資産運用の専門家育成機関の設立、（３）世界の有力な金融機関の誘致などを進めてきたこと」[25]、そしてさらに、「シンガポールの政治的安定性の高さやアジア危機時に資本取引規制を導入しなかったことも、資産運用拠点としての高い評価を支えている」[26]と指摘している。

また Harrison [2003]は、シンガポールの資産運用業が、政府によりサポートされてきたこと、広範囲のインセンティブが、国際的な運用会社が同国に拠点を構えるのを奨励するため、政府によって提供されていること、シンガポールとは対照的に、香港のファンド運用業界の発展は、主に市場主導型として特徴づけることができると主張している。

（２）政府はなぜ金融業の強化を図ろうとしたのか

「政府はなぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点について、多くの論者が、経済的な要因のほか、安全保障上の要因についても言及している。手柴 [1990]は、周囲を人種的にはマレー、宗教的にはイスラムに囲まれるなかで、中国系主体の都市国家として独立したこともあり、「周辺諸国から『中国共産党がイデオロギーの輸出基地として利用する第三の中国』とみなされないようにする」[27]ことと同時に、「いかに国家の安全を確保し、

[24] 浦出 [2008]は、シンガポールの資産運用業界における運用資産残高の拡大の背景として、（１）域内における富裕層増加、（２）オイルマネーのプレゼンス増大、（３）欧州連合（EU）における貯蓄課税の制度変更による欧州からの資金シフト、の重要性についても指摘している。
[25] 高安 [2014]、、39 頁。
[26] 高安 [2014]、、39 頁。
[27] 手柴 [1990]、258 頁。

かつ経済の発展をはかるか」[28]という課題に直面する中で、「世界的に有力な金融機関を誘致して、「金融立国」を国策の主柱にすることで、この問題を解決しようと試みた」[29]と指摘している。三浦［1996]も同様な点を指摘している。すなわち同国が金融センター化を目指した背景として、「金融業は人的資源の活用という点で、『生き残り』戦略に合致していた」[30]ことに加え、「外国の資金や金融機関、とりわけ米国銀行が進出すれば、当時のシンガポールの困難な政治的状況にとってもプラスに働くと期待された」[31]ことを挙げている。また、やや異なる視点としては、19 世紀には一次産品の中継貿易港となっており、ビクトリア朝（1837~1901 年）末期に、チャーター銀行[32]、インドの商業銀行、香港上海銀行が進出し、その金融ノウハウが地場の華僑金融界に浸透していく中で（案浦［2001]）、金融業に対する親和性が高かったことも背景にあると考えられる。この点について中村［2013]は、政府の積極的な発展政策や為替・資本取引の自由化が行われた背景として、「国際的ネットワークをもつ華人・華僑系金融が地場資本として存在したこと、かつイギリスの直轄植民地として比較的自由な経済環境下にあり、金融業においても自由な国際取引を行うという背景があったためである」[33]と述べている。

1986 年に公表された経済委員会（The Economic Committee）による報告書「シンガポール経済 : 新たな方向について（The Singapore Economy: New Directions）」の公表以降、シンガポールにおいて、政策面における金融部門の位置づけは、一段と高まったという指摘は少なくない。歴史的な文脈の中では、1985 年、1965 年の独立以来初のマイナス成長という事態に直面する中で、その打開のため、従来の方針を転換し、経済の構造変換を企図したことが大きな動機となったと考えられる（木村［1990]、三浦［1996]、案浦［2001]）。1980 年代半ば以降も、金融部門は、製造業などと並び、経済政策上一貫して重要な位置づけを占めていると考えられるが、「政府はなぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という動機に関する分析は少なく、断片的な見解や一般的な見解が示されるにとどまる。断片的な見解の例として、萩原［2005a]が、1997 年に同国政府が金融セクター改革に着手した背景について、（１）タイやマレーシア等周辺国がオフショア市場の創設や金融・資本市場の自

[28] 手柴［1990]、258 頁。
[29] 手柴［1990]、258 頁。
[30] 三浦［1996]、67 頁。
[31] 三浦［1996]、67 頁。
[32] 1853 年においてロンドンで設立された当時の正式行名は、The Chartered Bank of India, Australia and China であった。
[33] 中村［2013]、50 頁。

由化を行ったことにより、90 年代入り後、国際金融センターとしての地位が相対的に低下し始めたこと、（2）情報通信技術の発展と規制緩和により、より利便性の高い金融センターに取引が集中し始めたことにより、各市場が自国市場の魅力を高めるための改革を始めたこと、を指摘しているようなケースが挙げられる。また、一般的な見解の例として、Tan [2005]が、雇用創出、より伸縮的で多様な経済、資本市場へのより良いアクセス、税収の拡大、直接投資やその他投資の拡大、経済の国際化などの、一般的なメリットを指摘しているようなケースが挙げられる。

「政府はなぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点についても、それほど多くの分析がなされているわけではない。中村 [2013]は、資産運用ビジネスの強化という政策について、「市場規模が小規模で狭隘であるという点を補いながら、アジア地域の金融センターとして拠点化していくという他国と差別化を図る戦略」[34]であったと指摘している。また、やや異なる視点から、高安 [2014]は「金融機関にとって、フロービジネスであるオフショア市場業務や外国為替取引は、収入が不安定で薄利多売に陥る危険性や、取引相手の信用リスクを抱えることになる。これに対して、シンガポール政府が育成に注力してきた資産運用業務はストックビジネスであり、残高の大きさに応じて手数料を安定的に確保できるメリットがある。資産運用業務の拡大に伴い、自国の国際金融センター機能を活用した各種取引の増加も期待できる」[35]と指摘している。

もっとも、「シンガポール政府は、なぜ金融業の中でも特に資産運用業の強化を図ろうとしたのか」といういわば動機の点についての研究については、更なる深化の余地が残されていると考えられる。同国政府は資産運用業を主な育成対象としたが、実際に同国資産運用業は、資金調達面では多くの国外資金を受け入れ、運用面では外国証券へ多くの投資を行うことによって発展を遂げることができたわけであるから、その成功をもたらした一因である政府の動機がさらに明らかになれば、同国資産運用業の発展の背景、ひいては同国対外証券の拡大の背景を解明することに貢献できると考えられる。

３．「アジア域内金融統合における機能・役割」

次に、アジア域内金融統合におけるシンガポールの役割、についてサーベイを行う。なお、金融統合の実現に関する議論は本論文の論点ではないことから、サーベイの対象とは

[34] 中村 [2013]、49 頁。
[35] 高安 [2014]、39 頁。

していない[36]。

（1）アジア域内金融統合の意義

金融統合には大きく、グローバルな金融統合とリージョナルな金融統合がある。アジア域内金融統合は、リージョナルな金融統合の一形態であると考えることができる。グローバル、リージョナルに関わらず、金融統合のメリットとしては大きく、（1）最も生産的な使途に資本配分が促されることにより経済成長率が上昇する、（2）クロス・ボーダーの資金調達と投資が可能になることによって、国毎のリスクの各国間での共有（リスク・シェアリング）が促進され、消費の平準化につながる、という考え方が指摘される（Garcia-Herrero and Wooldridge [2007]）。もっともその反面、金融統合によるデメリットとして、国外で生じたマクロ経済や金融の危機に対して、脆弱性が高まる可能性が挙げられる[37]。特に、コンテージョン（伝染）といわれる金融危機の伝染や、資本フローの逆転（リバーサル）は、経済のボラティリティを高め、一定期間の平均成長率を低下させる可能性がある（Garcia-Herrero and Wooldridge [2007]）。Jang [2011]は、コンテージョン（伝染）は通常、当事者への実際の投資について「ドミノ効果」（連鎖反応）が生じる可能性に関する「実体チャネル」、正確でタイムリーな情報がないことによる伝染性の撤収に関する「情報チャネル」という、2 つの経路が存在することを指摘している。

このような金融統合のメリット、デメリットのそれぞれに関して、リージョナルな金融統合が、グローバルな金融統合よりも優れていると考えられているわけではない。そもそ

---

[36] 現実問題としては、リージョナルな金融統合の実現は容易ではないと考えられる。例えば、Genberg [2017]が指摘しているように、Asian Development Bank [2013b]は、金融統合の問題の複雑さを示す 2 つの声明が含まれている。すなわち一方では、「ASEAN は、2020 年あるいは 2025 年までに、国境を越えた資本フローの全ての制限を、完全に排除することを想定していない」（p.26）と述べる一方、「完全かつ完全な資本勘定と金融サービスの自由化は、最終的には AEC の成功にとって重要である」（p.27）とも述べている。また、Schoenmaker [2011]により作られた「金融のトリレンマ」という用語は、金融の安定、金融の統合（自由な資本移動）、国家単位の金融規制・監督（national financial policy）、の 3 つを同時に満たすことはできない、というものである。金融の安定性を放棄することは明らかに選択肢ではないことから、完全な金融統合が目標であれば、国家単位の金融規制・監督の調整が必要となることになる。このことも、金融統合の進展にとってハードルとなる。

[37] こうした金融統合のデメリットを緩和するためには、金融危機を未然に防ぐ事前的な仕組み、あるいは事後的なセーフティ・ネットが重要になる。Park [2013]は「金融統合の潜在的なネットの恩恵を最大化するためには、適切な政策立案と規制の監督によって、そのようなリスクに対処する必要がある」（p.23）と述べている。ASEAN 加盟国に 3 カ国（日本、中国、韓国）を加えたいわゆる ASEAN+3 による政策として、外貨準備を使って短期的な外貨資金の融通を行う二国間の通貨スワップ取極のネットワークである「チェンマイ・イニシアティブ（CMI: Chiang Mai Initiative）」、CMI のより発展した枠組みであり、一本の多国間通貨スワップ取極である「チェンマイ・イニシアティブのマルチ化 CMIM: Chiang Mai Initiative Multilateralisation）」、CMIM の実施を支援する国際機関である AMRO（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）の設立は、そうした試みの例として挙げることができる。

もリージョナルな金融統合については、理論的な正当化はほとんどなされていないという指摘があるほか（Kim, Lee and Shin [2006]、Park and Shin [2015]）、近隣諸国間でのビジネス・サイクルの相関が高い可能性を考慮すると、ポートフォリオの分散、あるいはリスク・シェアリングの観点からは、グローバルな金融統合のメリットの方が大きいという考え方（Kim, Lee and Shin [2006]、Garcia-Herrero and Wooldridge [2007]）、さらに、近年のユーロ圏においてみられたように、リージョナルな金融統合が進展した場合、統合した地域内において生じたショックが、地域内の金融の安定を脅かす可能性が高まるという考え方もある。

もっともその一方、リージョナルな金融統合は特に、（１）国内金融市場の発展、（２）金融危機時におけるショックの緩和、というメリットとの関係が強いことがしばしば指摘されてきた[38]。アジアの域内金融統合の意義に関する議論においても、それらの 2 つのメリットとの関連が重要な論点となっている[39]。実際、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI: Asian Bond Markets Initiative）やアジア・ボンド・ファンド（ABF: Asia Bond Fund）プロジェクトにおいて、リージョナルな金融統合、国内金融市場の発展、金融危機時におけるショックの緩和は、重要な目的となっていると考えられる[40]。

（１）「国内金融市場の発展」については、Garcia-Herrero and Wooldridge [2007]が、主としてヨーロッパの経験から、地域金融統合が、他国の影響力を通じて、会計、税制、

---

[38] その他、地域通貨統合の形成を促進する、という考え方もある。ただしこの考え方について、Park and Shin [2015]は、「ユーロ危機は、財政統合を伴わない通貨統合を形成することが最適ではないことを明確に示している。東アジアの国民所得水準はさらに異なっているので、財政統合なしで通貨統合を形成することはさらに困難になるだろう」（p.1）と指摘している。

[39] なお、その他のアジア域内の金融統合の意義に関して、やや異なった観点からは、アジアの人々は低い収益率の外国資産に対して多大な投資を行っている一方で、欧米先進国の人々は高い収益率を持つアジア資産に投資を行っており、欧米諸国に金融上の利益がもたらされているが、域内金融統合によって、その利益を取り戻すことができるとの考え方もある（清水 [2009]、Ma [2009]）。

[40] アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI: Asian Bond Markets Initiative）は、2003 年第 6 回 ASEAN+3 財務大臣会議（於：フィリピン・マニラ）において合意された、ASEAN+3 による現地通貨建て債券市場を育成するための包括的な取組であるが、「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）は、アジアにおいて、効率的で流動性の高い債券市場を育成することにより、アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へとより良く活用できるようにすること」を目的とする（http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/asean_plus_3/20030807_02.htm、2017 年 11 月 4 日アクセス）。「アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へとより良く活用できるようにする」というのは、「域内の投資のファイナンスが国際資本フローへ依存することとなったために資本フローの変調が生じた際に危機に陥り易くなったという理解」が背景にあると考えられる（日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会 [2009]、4 頁 ）。ABMI と並ぶアジア債券市場振興の取り組みとして、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP: Executives' Meeting of East Asia- Pacific Central Banks）が 2003 年に開始した「アジア・ボンド・ファンド」（ABF: Asia Bond Fund）プロジェクトが挙げられる。竹内 [2005]は、同プロジェクトの背景にある問題意識として、「債券市場の発展を通じて、アジアの貯蓄をアジア域内で有効に活用し、投資に結び付けることが出来れば、域内金融仲介機能の強化のみならず、資本勘定の安定にも資する」（2 頁）という考え方があるとを述べている。

規制、監督を含む、金融システムの機能における現地慣行の改善と調和を促進させるなど、制度面での改善につながり、金融の発展を促進することを指摘している。アジアに焦点を当てた場合にも、同様の見解が多い。例えば、21 世紀政策研究所［2011］では、アジアに焦点を当て、アジア域内の金融統合が域内の金融システム整備につながることを指摘している。金京［2012］では、議論をアジアの証券市場の統合について絞り、アジア通貨危機によってドルペッグ制が崩壊し、柔軟性の高い為替制度へ移行したことから、「金融政策などのマクロ経済政策の独立性を大きく損なうことなく、資本移動の自由化を推進し、アジア域内の証券市場統合を促進するための環境が整ってきた」[41]という点を指摘しつつ、「証券市場の統合は、資金配分の効率化と国内金融市場の発展を促すことで、アジアの持続的な経済成長の実現に貢献することができる」[42]と主張している。アジアの政策当局からも、同様の論点が指摘されることは多い。例えば、2012 年の講演においてジュンス・キム韓国銀行総裁（当時）は、アジアでは、域内金融統合を通じて、国内金融市場の発展、国内外の資源配分の改善、ひいては経済成長が促されること、さらには、市場流動性の向上、リスク配分の改善、競争の向上がもたらされ、それらが金融の安定に貢献すること、を主張している（Kim, Choongsoo［2012］）。また、2012 年の講演において、ザリナ・アンワー・マレーシア証券委員会委員長）（当時）は、アジア金融市場の統合の効果について、流動性の向上、幅広い商品とサービスによる便益、リスクの多様化への対応が可能となること、を挙げている（金融庁［2012］）。

（２）「金融危機時におけるショックの緩和」については、Garcia-Herrero and Wooldridge［2007）が、効率的なグローバルコミュニケーションの時代であっても、金融市場は依然として地理的近接度には利点があり、情報の非対称性や投資スタイルの相違によって、近隣諸国の投資家が遠隔国の投資家と異なる行動をとる可能性があるため、地域統合がグローバルな投資家基盤の多様化に役立つ可能性があることを指摘している。アジアに焦点を当てた場合でも同様に、地理的近接性を持つアジアの投資家が、投資先に対してより詳細な情報を持っており、そのことが投資家層の拡大につながり、とりわけ金融危機時にハーディング現象が生じる可能性を低下させるのではないか、という見解が少なくない[43]。例えば、日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会

41) 金京［2012］、64 頁。
42) 金京［2012］、64 頁。
43) もっともアジアにおいては、「欧米からの資金フローは、アジア域内での資金に比べ不安定である」という認識を背景に、欧米先進国からの資本フローへの依存度を下げ、アジア域内からの資金フローへの依

[2009]では、欧米からの資本フローへの依存を是正するという考え方に関連し、アジア域内の外国人投資家と域外の投資家を区別する意味として、「その妥当性については実証分析を含む更なる検討を行わなれなければならない」[44]と述べつつ、投資家の地域分散が相対的に資本フローを安定化させる可能性、時差がない点において地域内での資本フローの方が決済リスクは小さい可能性とともに、「域内の投資家の方は域内の金融経済情勢により正確な知識を持ち、根拠のない理由で herding 的に売り逃げに走るリスクは小さい」[45]という可能性を指摘している。また、Park and Park [2004]は、主として債券の域内投資の拡大を念頭に、「アジアの市場参加者は、域内の政府や企業に関して、より良くより多くの情報やデータにアクセスできるため、不合理なパニックや取り付け騒ぎ症候群（bank run syndrome）になりにくいと考えられる」[46]とともに、「彼らの撤退が危機を引き起こし、自分自身を犠牲にする可能性があることを知っているために、アジアの投資家は、域外からの投資家とは異なり、投資を地域から引き出すことに慎重であろう」[47]と述べている。飯高 [2006]は、金融センターにおいて処理される情報には、財務データのような数値化あるいは文書化して伝達が可能な情報であるハード情報と、ノウハウや信頼といった数値化・文書化が困難な（または禁止的に費用がかかる）情報で、両者が実際に出会うことで（フェイス・トゥ・フェイスで）初めて伝達される情報であるソフト情報に大別されることを指摘するとともに、「ハード情報とソフト情報の相対的価値は、その時々の金融環境によって変化する。平時の際は、ソフト情報の相対的価値は低く、ハード情報のみによって金融取引が可能となる。このハード情報の処理が高度に発達した市場が、ユーロ市場であるといえる。その一方で、危機発生時はソフト情報の相対的は高くなる。市場が混乱する中では、ハード情報への信頼性は著しく低下し、真に信頼しうる情報はフェイス・トゥ・フェイスでのみ獲得される。つまり、アジア通貨危機の際ユーロ市場がアジアから資金を引き上げたのは、アジア企業へ対するソフト情報が欠如していたからだと考えられる」[48]と指摘している。

存度を上げることで金融面の安定につながる、という考え方が、政策当局を含め、自明のことのように扱われている場合が少なくない。

44) 日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会[2009]、5-6 頁。
45) 日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会[2009]、5-6 頁。
46) Park and Park [2004]、p.28。
47) Park and Park [2004]、p.28。
48) 飯高 [2006]、8-9 頁。

（2）アジア域内金融統合におけるシンガポールの役割

アジア域内における実際の証券投資を含む金融面での統合の水準は、貿易面での統合の水準や他地域の金融統合と比較して低い、ということを示す先行研究は多い 。例えばADB [2013a]において公表されている、域内での取引や保有シェアに基づいて作成された域内統合指標をみると、貿易が0.55、直接投資が0.56であるのに対し、証券投資に該当する資本市場は0.13となっている（いずれも2008-2011年の値）。Kim, Lee and Shin [2008]、Park and Lee [2011]では欧州の域内統合との比較において、Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]では欧州の域内統合やアジア域内の貿易面での統合との比較において、アジア域内の証券投資の統合の程度が低いことが指摘されている。

もっとも、アジアの金融統合は緩やかに進展しつつあること、債券市場統合、株式市場統合ともに、シンガポール、香港が特に重要な役割を担っていることを示唆する分析は多い（例えば、Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]、清水 [2012]）。シンガポールと香港についてはいずれも「欧米諸国の出張所のような存在であり、欧米諸国のアジア向け投資を代行しているに過ぎない」、あるいは「域外の投資をアジアに仲介する機能を担っているに過ぎない」と指摘されることが多い。すなわち、名目的にはアジアであるが、実質的には欧米諸国である、という認識が根強い。例えば、Kim, Lee, and Shin [2006]が、香港、シンガポールは東アジアの 2 つの重要な地域の金融センターであるが、それらは、「本質的に、先進国における主要な国際資本市場の前哨基地（outpost）であった。 したがって、それらの国は、東アジアの相互の統合よりも、金融面において東アジア諸国を先進国につなぐ方向に引き寄せられてきたかもしれない」[49]と述べているほか、Park and Lee [2011]は、「香港、シンガポールは、東アジアにおける2つの重要な地域金融センターとして行動してきたが、地域の資本市場よりむしろ、主要な国際資本市場の顧客のために働き、現地の金融市場がリージョナルな統合よりむしろグローバルに統合されることを促進している」[50]と指摘している。また、Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]、IMF [2011b]は、香港とシンガポールは先進国の資金をアジア地域に仲介（intermediate）していること、両国を除外した場合には、アジアの域内結合の度合いが低くなること、清水 [2012]は、アジア各国による2010年末時点の域内クロスボーダー長期債券投資残高について、「域内投資が 100 億ドルを超えているのは香港・シンガポール・日本のみである。香港やシンガポ

[49] Kim, Lee, and Shin [2006]、p.32。
[50] Park and Lee [2011]、p.15。

ールによる投資の多くは、実際には欧米諸国の資産運用業者が担っている点にも注意が必要である」[51]と述べている。

以上のように、①両国とも欧米諸国の出張所のような存在であり、欧米諸国のアジア向け投資を代行しているに過ぎない、すなわち、名目的にはアジアでも実質的には欧米諸国である、②そもそも両国は、域外の投資をアジアに仲介する機能を担っている、といった認識が少なくないことから、シンガポールと香港が牽引役となる金融統合の進展について、果たしてそれはアジアの金融統合といい得るのか、あるいは、そのような金融統合のあり方は、域内の金融システム整備や、欧米先進国からの資本フローへの依存度の引き下げを通じた金融面の安定といった、想定される統合の意義をもたらすのか、といった論点を生み出している。McCauley and Park [2006]による「香港またはシンガポールにおけるアジア債券の多くの保有は、最終的な受益者の問題を残している。アジアにおける国境を越えるアジア債券の保有に関するデータの解釈が分かれる余地が残されている」[52]という見解は、アジア債券市場を念頭においたものであるが、端的にそうした論点が表れている。

Ⅲ．本論文の構成

本論文は大きく分けて、シンガポールの現代国際金融センターとしての「特徴」の定量的な把握を主に取り扱う第 1 章から第 3 章までを前半とし、シンガポールの現代国際金融センターとしての「特徴」と関係の深い資産運用業の拡大とその背景にある政府のスタンスを分析する第 4 章、第 5 章を後半とする。そうした特徴をもたらした同センターの「機能・役割」については、一貫した視角であり、各章の中にちりばめられている。また、シンガポール金融市場の分析に基づく、金融グローバル化と ICT（情報通信技術）化が進む中での国際金融センターが有する現代的意義についての含意は、結びに代えてにおいて述べられている。

各章の概要は以下である。

第 1 章では、国際金融センターの定量的把握に用いられる統計データを用いて、国際金融センター・シンガポールの特徴の一側面を明らかにすることを試みた。具体的な統計データとしては、（1）国際金融センターのランキングに関する指標、（2）代表的な 5 つの金融市場、すなわち為替市場、株式市場、債券市場、デリバティブ市場、貸出市場の規模、

---

[51] 清水 [2012]、46 頁。
[52] McCauley and Park [2006]、pp.28-29。

を用いた。（1）からは、統合指標、カテゴリー別とも、世界有数の順位にあること、が明らかとなった。そのため同国は、世界有数の国際金融センターである、と考えることができる。（2）からは、株式市場、債券市場、与信市場の規模は相対的に小さいが、外国為替市場及びデリバティブ市場は世界有数の規模を持ち、かつ国外に開かれていること、が明らかとなった。そのため同国は、「国外（非居住）の金融取引主体に対して、外国為替市場、デリバティブ市場という場を提供する機能・役割」を担っている、と考えることができる。また、以上のように、着眼点によって特徴が異なるということもまた、同国の特徴の一つであるといえる。

第２章では、国際資本移動の観点からシンガポールを分析し、国際金融センターとしての同国の一側面を明らかにすることを試みた。分析に際しては、金融統合の尺度と位置付けることができる、（1）対外資産残高と対外負債残高合計の対名目 GDP 比、本論文で新しく考案した（2）対外資産残高と対外負債残高に基づく投資特化係数を用いた。（1）は、経済規模との比較により国際金融取引の活発さを捉える指標、（2）は、対外資産残高と対外負債残高の大小を踏まえて、国際金融取引の双方向性を捉える指標である。いずれの指標についても、対外資産負債残高統計の各項目を組み合わせた時のパターンがどのような特徴を持つかに着目しつつ、他のアジア及び主要先進国との国際比較を行った。（1）の分析からは、同国の国際金融取引は、項目を問わず活発に行われているが、それはとりわけ「その他投資」において顕著であることが明らかになった。（2）の分析からは、直接投資とその他投資については「対外資産残高と対外負債残高が同程度で、ほぼ完全に双方向の国際金融取引が行われている」、証券投資については「対外資産残高が対外負債残高を上回り、双方向とは言えない国際金融取引が行われている」という特徴が明らかになった。さらに、そうした証券投資残高における不均衡の一因として、直接投資（負債）等を通じて、同国資産運用業が設定するファンドへと国外資金が流入している可能性も、明らかになった。

第３章では、シンガポールの対外証券投資、とりわけシェアの高いアジア向け投資について、（1）どのような特徴を持つか、（1）そのような特徴を持つ理由は何か、について分析することを通じて、同国はそもそも「アジアに関する専門的知識・技術（expertise）」を持つか、持つならそれは何か、を明らかにすることを試みた。分析に際しては、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスに焦点を当てた。分析の結果、明らかになったことは、以下の通りである。（1）の「どのような特徴を持つか」という点については、株式・

投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれにも共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化があることが明らかになった。前者としては、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さ、後者としては、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、を挙げることができる。（2）の「そのような特徴を持つ理由は何か」については、先行研究において、リージョナル・バイアスと距離との関係の強さが示唆される場合が少なくないことを踏まえ、距離の視点に基づいて分析した。その結果、①が生じる理由として、シンガポールからアジアへの距離の近さ、を挙げられることが明らかになった。そのことは、概ね一貫して、同国のリージョナル・バイアスが実際に、投資国への距離が近いほど大きく、遠いほど小さいという関係があることによって示唆される。また、②と③が生じる理由として、証券投資において、距離の重要性が低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、を挙げられることが明らかになった。そのことは、時間の経過につれて、リージョナル・バイアスの距離に対する感応度が低下しつつあるものの、相対的にリージョナル・バイアスの弱い株式・投資ファンド持ち分投資については、感応度の低下傾向に歯止めが掛かりつつあることによって示唆される。先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数と見做されることが多いことを踏まえると、①については、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」、②と③については、証券投資において、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性が低下しているものの依然として一定の重要性が残っていることを、それぞれ示唆しているものと考えられる。

第４章では、（1）「シンガポール政府は、なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」、（2）「シンガポール政府は、なぜ金融業の中でも特に資産運用業の強化を図ろうとしたのか」、という点について、同国の長期的な経済戦略に着目することによって明らかにすることを試みた。（1）の「政府は、なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点については、「政策的な後押しによって、金融部門はシンガポールにとって重要な産業となった。しかし、そうした成功を脅かす変化が表れており、継続して政策的なサポートをしていく必要がある」という考え方に集約されること、「成功を脅かす変化」は時によって異なることが明らかとなった。（2）の「政府は、なぜ金融業の中でも特に資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点については、世界的な資産運用業に対する需要の拡大、欧米の資産運

用会社が、投資する市場に近づくため、そして顧客とより積極的に交流するために、世界中に投資チームを配置しつつあるというグローバルな潮流を、シンガポールの強み（経済や政治の安定性、質の高いインフラ、英語を母語とし能力の高い労働力、航空路による連結、通信ネットワーク等）によって捉えることができるという認識、他産業への波及が期待できるという認識、経済規模が小さいなど同国の弱みを回避できるという認識、があることが明らかになった。

第 5 章では、拡大傾向を続けるシンガポールの資産運用業について、（1）どのような機能・役割を持つか、（2）その背景には、どのような専門的知識・技術（expertise）があるか、を明らかにすることを試みた。資産運用業は、同国対外証券投資の主要な担い手であることから、それらが明らかになれば、同国を巡る国際資本移動及びアジアの域内金融統合 においてプレゼンスを高めつつある同国対外証券投資についても、その機能・役割の一端を明らかにすることが可能となる。考察の結果、（1）については、シンガポール資産運用業は、単純化すると、「欧米、アジア太平洋など国外から集めた資金を、アジア域内を中心とする国外の証券に投資する」という機能・役割を持つことが明らかとなった。そしてそれは、対外証券投資を通じて、「地域的な」金融仲介の機能・役割を果たしている証左であると考えることができる。（2）については、①内部からの検討（シンガポールの投資専門家は何を行っているか)、②外部からの検討（米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するか)、を行った。その結果、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、「証券分析」と密接な関係がある、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手」を挙げられることが明らかになった。

結びに代えてでは、金融グローバル化と ICT（情報通信技術）化が進む中での国際金融センターが有する現代的意義について、結論を述べる。

第１章　国際金融センター・シンガポールの定量的把握

Ⅰ．問題の設定

日本において、東京の国際金融センター化を巡る議論はこれまで、幾度となく繰り返されてきた。1980 年代後半には、急増する貿易取引に付随する金融取引の拠点として、また、豊富な国内貯蓄資金を背景に、世界への資本輸出基地として、東京の国際金融センター化がもてはやされ、外資系の信託銀行、証券会社、投資銀行の日本進出が相次いだ（伊藤[1996]）。1996 年 11 月になると、橋本首相が三塚大蔵大臣及び松浦法務大臣（いずれも当時）に対し、2001 年までに我が国の金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場として復権することを目標として、金融システム改革、いわゆる日本版ビッグバンに取り組むよう指示を出している 。

2007 年 4 月には、経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキング・グループが、「真に競争力のある金融・資本市場の確立に向けて」を公表し、東京の国際金融センターの地位向上に向けた具体策を掲げている 。同年 5 月には、第 1 次安倍内閣が「アジア・ゲートウェイ構想」を打ち出し、その中で「日本の国際金融センター化」が謳われている 。

2013 年 12 月、財務省・金融庁を事務局とする「金融・資本市場活性化有識者会合」が「金融・資本市場活性化に向けての提言」 を公表し、「グローバルな発展を支える国際金融センターとしての東京市場の機能強化」を謳って以降、再び議論が活発化しつつある。2014 年 6 月に閣議決定された、政府の「『日本再興戦略』改定 2014―未来への挑戦―」 においては、新たに講ずべき具体的施策として、「国際金融センターとしての地位確立」が明記され、同年 5 月には、日本経済研究センター、大和総研、みずほ総合研究所が、「東京金融シティ構想の実現に向けて」 と題する共同提言の中で、「東京の国際金融センターとしての機能強化」を謳い、同年同月には、東京都が、東京国際金融センター構想の実現を目指し、「東京国際金融センター検討タスクフォース」を設置している。

東京の国際金融センター化を巡る議論が繰り返される背景には、国際金融センター化が金融サービス業の発展に好影響を及ぼし、ひいては経済成長や財政収支にとってメリットをもたらすという認識が存在するものと考えられる。例えば、経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会金融・資本市場ワーキング・グループ「真に競争力のある金融・資本

市場の確立に向けて」（2007 年 4 月）では、「金融取引とそれに従事する専門人材が日本に誘引されれば、金融サービス産業によって国内に今以上の雇用と税収がもたらされるようになる」と述べている。

こうした国際金融センターに関する議論の中で、ニューヨーク、ロンドン、香港などとともに、東京の比較対象として挙げられる国に、シンガポール共和国（以下、シンガポール）がある。シンガポール統計局“Yearbook of Statistics Singapore 2017”によると、シンガポールは、面積が 719.2 平方キロメートル（2016 年 6 月末）で東京 23 区と同程度、人口 560.7 万人（2016 年 6 月末）、名目 GDP4,102.7 億シンガポール・ドル（以下 S ドル、2016 年）、1 米ドル=1.3815S ドル（2016 年平均）で換算すると 3,000 億米ドルをやや下回る規模という、アジアの中でさえ大きいとは言えない規模の国である。

本章の目的は、国際金融センターの定量的把握に用いられる統計データを用いて、国際金融センターとしてのシンガポールの一側面を明らかにすること、である。分析に際しては、（1）国際金融センターのランキングに関する指標、（2）代表的な 5 つの金融市場、すなわち為替市場、株式市場、債券市場、デリバティブ市場、貸出市場の規模、を用いる。（1）については、2000 年代終わり頃から複数の機関が発表し始めたことから、徐々にデータの蓄積が進みつつあり、メディア、政策分析のほか、学術論文においても引用されるようになりつつある。それらはいずれも、実際の経済活動の結果を集計したいわゆるハードデータに、アンケートを通じて得られた「感触」や「意識」といった主観的データ、いわゆるソフトデータを組み合わせることによって作成されたものである。（2）については、GDP 比によらず、規模そのものの大きさ、に着目する。

対象は、アジア 10 カ国（シンガポール、日本、韓国、香港、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド、中国本土）、オセアニア 2 カ国（オーストラリア、ニュージーランド）、欧米先進国は、主要先進国のグループである G10（10 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議） に含まれる 11 カ国から、アジアに含まれる日本を除き、ルクセンブルグを加えた 11 カ国（米、英、独、仏、伊、加、オランダ、ベルギー、スウェーデン、スイス及びルクセンブルグ）の計 23 カ国とする。なお、財務省によると、1984 年 4 月にスイスが参加して以降、G10 の参加国は 11 か国となっているが、それ以降も引き続き G10 と称している（https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g10/index.htm、2019 年 4 月 30 日アクセス）。

Ⅱ．国際金融センターの定量的な把握に用いられる統計データ

「国際金融センター」の定義は論者によって様々であり、普遍的な定義は存在しないという見解は少なくない（例えば、南波［1989]、Leung et al. [2008]、Kayral et al. [2012]）。そのこととも関係があるが、国際金融センターの規模や特徴を、どのような統計データによって、どのような方法で把握するかについても、普遍的な定義は存在しないと考えられる 。しかし、そうした国際金融センターの定量的な把握は、それ自体が基本的かつ重要な論点となるのみならず、特定の都市を国際金融センターたらしめる要因を分析する計量分析などにとっても、基本的かつ重要な論点であると考えられる。

過去の研究において、国際金融センターを定量的に把握する場合、国際金融センターのランキングに関する指標は、一定の地位を占めつつある。例えば、Shirai [2009]、Park [2011]、Moosa et al. [2016]、Le Leslé, V. et al [2014]などでは、The Z/Yen Group による「世界金融センター指数（The Global Financial Centres Index, GFCI）」が、単独ないし他の伝統的な統計データとともに用いられている。東京国際金融センターの推進に関する懇談会[2015]、坂和［2015]では、The Z/Yen Group による「世界金融センター指数（The Global Financial Centres Index, GFCI）」に加え、National Financial Information Center Index Research Institute and Standard & Poor’s Dow Jones Index Co.「国際金融センター発展指数（International Financial Centers Development Index, IFCD）」が、他の統計データとともに、国際金融センターの代理変数として用いられている。これら国際金融センターのランキングに関する指標は、実際の経済活動の結果を集計したいわゆるハードデータに、アンケートを通じて得られた「感触」や「意識」といった主観的データ、いわゆるソフトデータを組み合わせて作成されている。

また、国際金融センターの定量的な把握には、株式、債券、為替、貸出など、金融市場の規模や取引量が注目されることも少なくない。例えば貝塚［1996]では、国際金融センターに関する分析の中で、外為市場の取引額、銀行の対外資産残高、株式の取引額、債券の取引額、オフショア市場の残高、短期金融市場の取引額など、Shirai［2009]では、株式市場、債券市場、与信市場（対外与信統計含む）、為替市場の規模や取引量に関する統計データなど、東京国際金融センターの推進に関する懇談会［2015]では、株式市場、債券市場、デリバティブ市場の規模や取引量に関する統計データなどが、国際金融センターを定量的に把握する主な統計データとして用いられている。また、Sagaram and Wickramanayake [2012]では、国際金融センター成立にとって重要な要因についての計量分析を行っているが、

その際、国際金融センターの代理変数として、外国銀行の数のほか、株式時価総額、外国為替市場の日次平均取引高、証券市場の取引高、が用いられているとともに、先行研究においても、同様の変数が用いられてきたことを指摘している。以上のように、先行研究においては、Cheung and Yeung [2007]が指摘するように、国際金融センターの重要性を測る伝統的な尺度として、株式市場、債券市場、銀行部門等信用市場、外国為替市場、デリバティブ市場の 5 市場に基づく場合が多いという主張は、一定の説得力を持つと考えられる 。

国際金融センターの定量的な把握には、対外資産負債残高関連統計に着目する場合もある。例えば、Leung et al. [2008]では、直接投資、クロスボーダーの証券投資残高、クロスボーダーの銀行融資残高が用いられている。また、Cheung et al. [2007]では、対内負債残高（直接投資除く）、金融部門の対内直接投資残高を、金融サービスの輸出とともに分析対象としている。Shirai [2009]では、他の伝統的な統計データの分析とともに、対外資産残高のシェアの比較を行っている。

本章では、以上の統計データに基づき、国際金融センターを定量的に把握する。

（１）国際金融センターのランキングに関する指標
（２）株式市場、債券市場、銀行部門など信用市場、外国為替市場、デリバティブ市場などの金融市場関連統計データ

Ⅲ．国際金融センターのランキングに関する指標からみたシンガポール

本節では、国際金融センターのランキングに関する指標に基づき、シンガポールの特徴を分析する。国際金融センターのランキングに関しては、いくつかの指標が公表されている。本節では、それらのうち特に代表的であると考えられる以下の 3 種類の指標に基づいて、国際金融センターとしてのシンガポールの特徴について検討する[53)]。

① The Z/Yen Group「世界金融センター指数（Global Financial Centres Index, GFCI）」
② National Financial Information Center Index Research Institute、Standard & Poor’s Dow Jones Index Co.「国際金融センター発展指数 International Financial Centers Development Index, IFCD Index）」
③ World Economic Forum「金融発展指数（Financial Development Index）」

53) これら 3 つの指標は、内閣府経済財政諮問会議「選択する未来」委員会の成長・発展ワーキング・グループ配布資料（内閣府「国際金融センター、金融に関する現状等について」平成 26 年 4 月 18 日）（http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/special/future/wg1/0418/shiryou_02.pdf、2016 年 1 月 16 日アクセス）においても、国際金融センターに関する指標として紹介されている。

１．世界金融センター指数（GFCI）

英国のシンクタンク The Z/Yen Group による世界金融センター指数（Global Financial Centres Index, GFCI）は、金融センターの競争力に関して、各種統計データと金融関係者へのアンケートを総合的にまとめて算出された、金融センターの国際的競争力を示す指標である。2007 年から年に 2 回公表されている。GFCI の順位からシンガポールをみると、2007 年の調査開始以来、3～4 位で推移しており、香港や東京などとともに、一貫して 1 位と 2 位を占めるロンドン、ニューヨークに次ぐ位置付けにあること、が示唆される（表 1-1）。

表 1-1　世界金融センター指数（GFCI）ランキング

順位	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	3 月	9 月	3 月	9 月	3 月	3 月	9 月	9 月	3 月	9 月	3 月	9 月
1	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン
2	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク
3	香港	香港	香港	シンガポール	シンガポール	香港	香港	香港	香港	香港	香港	香港
4	シンガポール	シンガポール	シンガポール	香港	香港	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール
5	チューリッヒ	チューリッヒ	チューリッヒ	チューリッヒ	チューリッヒ	東京	チューリッヒ	東京	東京 上海	上海	東京	チューリッヒ
6	フランクフルト	フランクフルト	フランクフルト	ジュネーブ	ジュネーブ シカゴ	チューリッヒ	ソウル	上海		東京	チューリッヒ	ソウル
7	シドニー	ジュネーブ	ジュネーブ	東京		シカゴ	東京	シカゴ	シカゴ	シカゴ	シカゴ	東京
8	シカゴ	シカゴ	シカゴ	シカゴ	フランクフルト	上海	シカゴ	チューリッヒ	チューリッヒ	チューリッヒ	上海	シカゴ
9	東京	シドニー	東京	フランクフルト	ボストン ダブリン	ソウル	ジュネーブ	ジュネーブ	ジュネーブ	サンフランシスコ	ソウル	ジュネーブ
10	ジュネーブ	東京	シドニー	シドニー		トロント	トロント	シドニー	シドニー トロント	トロント	トロント	トロント
都市数	44	51	59	59	61	74	74	74	74	74	76	76

順位	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	3月	9月	3月	9月	3月	9月	3月	9月	3月	9月	3月	9月
1	ロンドン	ロンドン	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ニューヨーク
2	ニューヨーク	ニューヨーク	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ロンドン
3	香港	香港	香港	香港	香港	香港	シンガポール	シンガポール	シンガポール	香港	香港	香港
4	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール	シンガポール	香港	香港	香港	シンガポール	シンガポール	シンガポール
5	チューリッヒ	東京	チューリッヒ	サンフランシスコ	東京	東京	東京	東京	東京	東京	東京	上海
6	東京	チューリッヒ	東京	東京	チューリッヒ	ソウル	チューリッヒ	サンフランシスコ	サンフランシスコ	上海	上海	東京
7	ジュネーブ	ボストン	ソウル	チューリッヒ	ソウル	チューリッヒ	ワシントンDC	ボストン	シカゴ	トロント	トロント	シドニー
8	ボストン	ジュネーブ	ボストン	ソウル	サンフランシスコ	トロント	サンフランシスコ	シカゴ	シドニー	シドニー	サンフランシスコ	北京
9	ソウル	フランクフルト	ジュネーブ	ボストン	シカゴ	サンフランシスコ	ボストン	チューリッヒ	ボストン	チューリッヒ	シドニー	チューリッヒ
10	フランクフルト	ソウル	サンフランシスコ	ワシントンDC	ボストン	ワシントンDC	トロント	ワシントンDC	トロント	北京	ボストン	フランクフルト
都市数	78	79	82	82	82	84	86	87	88	92	96	100

注：2009年3月のジュネーブとシカゴは同じく6位、ボストン、ダブリンは同じく9位、2010年3月のロンドンとニューヨークは同じく1位、2011年3月の東京と上海は同じく5位、シドニーとトロントは同じく10位。

出所：Z/Yen Group, *Global Financial Centres Index* 各年号より作成。

世界金融センター指数（GFCI）には、算出に用いられた各種統計データについて、5つのカテゴリーが存在し、それぞれについてランキングが公表されている。各カテゴリーにおけるシンガポールの順位は、世界金融センター指数（GFCI）そのものと同じように、3～4位と一貫して高く、世界有数の評価を有していると考えることができる。もっとも各年

の順位は、調査対象国数の違いによる影響を受ける。そこで、各年の調査対象国数の違いによる順位への影響を回避するために、同国の順位を、0%より大きく 100%より小さい範囲における相対的な順位（パーセンタイル順位）に変換すると、いずれのカテゴリーにおいても同国は、一貫して 90 パーセンタイルを上回る（すなわち、順位の低い方から数えて 90%番目を上回る）（表 1-2）[54]。

表 1-2　シンガポールのカテゴリー別ランキング（パーセンタイル順位）

	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
ビジネス環境	92.3	95.0	94.6	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	95.2	96.5	95.6	96.0
金融業の発展度	92.3	93.3	94.6	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	95.2	96.5	95.6	96.0
インフラ	92.3	93.3	94.6	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	95.2	95.4	95.6	96.0
人的資本	94.2	93.3	94.6	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	95.2	95.4	95.6	96.0
評判と一般的な要素	92.3	93.3	94.6	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	95.2	96.5	96.7	96.0
GFCI	92.3	95.0	94.6	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	95.2	96.5	95.6	96.0

注 1：各年の値は、9 月調査時点の順位を基に算出。
注 2：■は 25 パーセンタイル以上、■は 50 パーセンタイル以上、■は 75 パーセンタイル以上を表す。
注 3：ビジネス 環境（Business environment）は、政治的安定と法の支配、制度·規制環境、マクロ経済環境、税金とコスト競争力、金融業の発展度（Financial Sector Development）は、取引の量と速さ、資本の利用可能性、産業群の深さと広さ、雇用と経済を生み出した量、インフラ（Infrastructure）は、建物やオフィスのインフラ 、輸送インフラ 、情報通信技術のインフラ、環境への配慮と持続可能性、人的資本（Human Capital）は、人材の利用可能性、教育·開発、柔軟な労働市場と慣行、生活の質、評判と一般的な要素（Reputational and General）は、都市ブランドとアピール、イノベーションの水準、魅力と文化の多様性、他のセンターと比較した場合のポジショニング、を表す。
出所：Z/Yen Group, *Global Financial Centres Index* 各年号より作成。

世界金融センター指数（GFCI）ではまた、資産運用（Investment Management）、銀行業務（Banking）、政府・規制（Government & Regulatory）、保険（Insurance）、専門的サービス（Professional Services）の各部門で働く回答者からのアンケート結果を用いて算出された評価のランキングが公表されている。ここでもやはり、各カテゴリーにおけるシンガポールの順位は、3～4 位と一貫して高く、世界有数の評価を有していると考えることができる。また、同国の相対的な順位（パーセンタイル順位）は、いずれのカテゴリーにおいても同国は、一貫して 90 パーセンタイルを上回る（すなわち、順位の低い方から数えて 90%番目を上回る）（表 1-3）。

[54] 本章における各年のパーセンタイルの算出方法は、順位が低い方からの順位を求め、それを（データの個数+1）で割ることによって算出している。そのため、最大のパーセンタイル（すなわち最高の順位）は、データの個数を（データの個数+1）で除した値、最小のパーセンタイル（すなわち最低の順位）は、1 を（データの個数+1）で除した値となる。調査対象国数が異なる場合は、最大、最小のパーセンタイルの値は異なることになる。

表 1-3　シンガポールの業種別ランキング（パーセンタイル順位）

	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
資産運用	92.3	93.3	94.6	94.6	94.6	96.1	96.2	95.1	95.2	95.4	95.6	95.0
銀行業務	92.3	95.0	94.6	94.6	93.3	93.5	95.0	95.1	95.2	95.4	95.6	95.0
政府＆規制	94.2	95.0	96.0	96.0	96.0	94.8	92.5	93.9	95.2	96.5	96.7	96.0
保険	90.3	93.3	94.6	94.6	93.3	96.1	95.0	95.1	96.4	95.4	94.6	97.0
専門的サービス	94.2	93.3	96.0	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	96.4	96.5	95.6	96.0
GFCI	92.3	95.0	94.6	94.6	94.6	94.8	95.0	95.1	95.2	96.5	95.6	96.0

注 1：各年の値は、9 月調査時点の順位を基に算出。
注 2：□は 25 パーセンタイル以上、■は 50 パーセンタイル以上、■は 75 パーセンタイル以上を表す。
出所：Z/Yen Group, *Global Financial Centres Index* 各年号より作成。

２．国際金融センター発展指数(IFCD Index)

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス（Standard & Poor's Dow Jones Index Co.）と新華社通信社の関係会社（National Financial Information Center Index Research Institute）が共同で公表する国際金融センター発展指数(International Financial Centers Development Index, IFCD Index)は、各種統計データと金融関係者へのアンケートによって、国際金融センターとしての発展度合を総合評価した指数である。2010 年から 2014 年までの 5 年間のランキングが公表されており、2014 年時点では世界の主要な 45 の金融センターを対象にしている。

IFCD インデックスの順位からシンガポールを見ると、4～6 位で推移しており、香港や東京などとともに、一貫して 1 位と 2 位を占めるニューヨーク、ロンドンに次ぐ位置付けにあること、が示唆される（表 1-4）。

表 1-4　国際金融センター発展指数(IFCD Index)ランキング

順位	2010	2011	2012	2013	2014
1	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク	ニューヨーク
2	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン	ロンドン
3	東京	東京	東京	香港	東京
4	香港	香港	香港	東京	シンガポール
5	パリ	シンガポール	シンガポール	シンガポール	香港
6	シンガポール	上海	上海	上海	上海
7	フランクフルト	パリ	フランクフルト	パリ	パリ
8	上海	フランクフルト	パリ	フランクフルト	フランクフルト
9	ワシントン	シドニー	チューリッヒ	シカゴ	北京
10	シドニー	アムステルダム	シカゴ	シドニー	シカゴ
都市数	45	45	45	45	45

出所：National Financial Information Center Index Research Institute, Standard & Poor's Dow Jones Index Co., *Xinhua・Dow Jones International Financial Centers Development Index* 各年号より作成。

国際金融センター発展指数（IFCD Index）には、5 つのカテゴリーが存在し、それぞれについてランキングが公表されている。各カテゴリーにおけるシンガポールの順位は、調査年に関わらず、3～8 位と一貫して高く、世界有数の評価を有していると考えることができる。また、同国の相対的な順位（パーセンタイル順位）は、いずれのカテゴリーにおいても、一貫して 80 パーセンタイルを上回る（すなわち、順位の低い方から数えて 80%番目を上回る）（表 1-5）。

表 1-5　シンガポールのカテゴリー別ランキング（パーセンタイル順位）

	10	11	12	13	14
金融市場	82.6	82.6	84.7	89.1	89.1
成長・発展	84.7	89.1	84.7	89.1	93.4
物的サポート	89.1	89.1	86.9	86.9	86.9
サービス	86.9	86.9	86.9	89.1	89.1
環境	84.7	86.9	86.9	89.1	91.3
IFCD Index	86.9	89.1	89.1	89.1	91.3

注 1：■は 25 パーセンタイル以上、■は 50 パーセンタイル以上、■は 75 パーセンタイル以上を表す。
注 2：金融市場（Financial Market）は、資本市場、外国為替市場、銀行市場、保険市場、成長・発展（Growth and Development）は、資本市場の成長、経済成長、ｲﾉﾍﾞｰｼｮﾝの潜在的蓄え、物的サポート（Industrial Support）は、事業環境のサポート、知的資本、都市のインフラ、サービス水準（Service Level）は、社会的管理、仕事と生活、環境（General Environment）は、経済環境、政治環境、開放性、自然環境、を表す。
出所：National Financial Information Center Index Research Institute, Standard & Poor's Dow Jones Index Co., *Xinhua・Dow Jones International Financial Centers Development Index* 各年号より作成。

３．金融発展指数（The Financial Development Index）

世界経済フォーラム（World Economic Forum）が公表する金融発展指数（The Financial Development Index）は、各種統計データと金融関係者へのアンケートによって、金融システム、資本市場の幅広さ、深さ、効率性を評価する指数である。2008 年から 2012 年までの 5 年間公表されており、2012 年時点では世界 62 カ所を対象にしている 。前述の 2 つの指標とは異なり、当指標はランキングの対象を、都市ではなく国としている。金融発展指数の順位からシンガポールをみると、2008 年こそ 10 位であったものの、3～4 位で推移しており、ほぼ一貫して上位を占める英国、米国に次ぐ位置付けにあること、が示唆される（表 1-6）。

表 1-6　金融発展指数（The Financial Development Index）ランキング

順位	2008	2009	2010	2011	2012
1	米国	英国	米国	香港	香港
2	英国	豪州	英国	米国	米国
3	ドイツ	米国	シンガポール	英国	英国
4	日本	シンガポール	香港	シンガポール	シンガポール
5	カナダ	香港	豪州	豪州	豪州
6	フランス	カナダ	カナダ	カナダ	カナダ
7	スイス	スイス	オランダ	オランダ	日本
8	香港	オランダ	スイス	日本	スイス
9	オランダ	日本	日本	スイス	オランダ
10	シンガポール	デンマーク	ベルギー	ノルウェイ	スウェーデン
全国数	52	55	57	60	62

出所：World Economic Forum, *The Financial Development Report* 各年号より作成。

金融発展指数では 7 つのカテゴリーが存在し、それぞれランキングが公表されている（表 7）。制度環境、事業環境、金融安定性は「要因、政策、制度」、銀行金融業務、ノンバンク金融業務、金融市場は「金融仲介」、金融アクセスは「金融アクセス」という、3 つの大きなカテゴリーに分類されている。世界経済フォーラム（World Economic Forum），*The Financial Development Index 2012* によると、「要因、政策、制度」は、金融仲介機関、市場、金融商品、及びサービスの開発を可能にする基本的特徴をなすものであり、政策立案者（Policymakers）との関わりが深いこと、「金融仲介」は、金融サービスを提供する金融仲介機関や市場の多様性、大きさ、深さ、効率性、金融仲介に関わるもので、金融機関（Financial Intermediaries）との関りが深いこと、「金融アクセス」は、金融へのアクセス（Financial access）は、個人や企業による、資本･金融サービスのさまざまな形態へのアクセスに関わるもので、いわば資本のエンドユーザー（End Users of Capital）との関わりが深いことを指摘している[55)]。

[55)] もっとも、各カテゴリーの順位を詳細に見ると、「要因、政策、制度」に含まれる、制度環境、事業環境、金融安定性の順位が、調査年に関わらず一貫して高くなっている。また、更に詳細に順位をみても、それらの中には、世界有数の評価を有している項目が多い。例えば、2012 年調査においては、制度環境においては、資本勘定の自由化、国内金融部門の自由化、政府規制の負担（政府の管理要件に従うことが、業務にとってどの程度負担となるか）、政治家に対する国民の信頼、法的権利の強さ指数（担保と破産法が、借り手と貸し手の権利を保護し、貸出を容易にする程度を測る指数）、立法機関の有効性、契約を強制する

各カテゴリーを見ると、順位に格差が観察されるものの、総じてみれば、1～15 位に位置し、高い評価を有していると考えることができる。また、同国の相対的な順位（パーセンタイル順位）は、カテゴリー毎に違いはあるものの、いずれのカテゴリーにおいても、概ね一貫して 75 パーセンタイルを上回る（すなわち、順位の低い方から数えて 75%番目を上回る）（表 1-7）。

以上のように、国際金融センターのランキングに関する指標からは、統合指標、カテゴリー別とも、世界有数の順位にあること、が明らかとなった。そのため同国は、世界有数の国際金融センターである、と考えることができる。

表 1-7　シンガポールのカテゴリー別ランキング（パーセンタイル順位）

	08	09	10	11	12
要因、政策、制度					
制度環境	98.1	98.2	98.2	98.3	98.4
事業環境	98.1	96.4	96.5	96.7	98.4
金融安定性	98.1	91.0	93.1	86.8	95.2
金融仲介					
銀行金融業務	39.6	80.3	77.5	73.7	84.1
ノンバンク金融業務	64.1	80.3	81.0	80.3	80.9
金融市場	88.6	94.6	96.5	96.7	95.2
金融へのアクセス					
金融アクセス	86.7	83.9	77.5	83.6	77.7
Financial Development Index	81.1	92.8	94.8	93.4	93.6

注 1：■は 25 パーセンタイル以上、■は 50 パーセンタイル以上、■は 75 パーセンタイル以上を表す。
注 2：制度環境（Institutional environment）は、金融セクターの自由化、コーポレート･ガバナンス、法律・規制問題、契約の執行、事業環境（Business environment）は、人的資本、税金、インフラ、ビジネスを行うためのコスト、金融安定性（Financial stability）は、通貨危機、システミックな銀行危機とソブリン債務危機のリスク、銀行金融業務（Banking financial service）は、規模、効率性、財務情報開示、ノンバンク金融業務（Non-banking financial services）は、IPO、M&A の動向、保険、証券化、金融市場（Financial markets）は、外国為替、デリバティブ市場、株式・債券市場の発展、金融へのアクセス（Financial access）は、個人や企業による、資本･金融サービスのさまざまな形態へのアクセス、を表す。
出所：World Economic Forum, *The Financial Development Report* 各年号より作成。

ための時間（契約に関連する紛争を解決するための日数）、契約を強制する手続きの数（原告が裁判所で訴訟を起こす瞬間から支払いの瞬間への手続きの数）、投資家保護指数の強さ）の 9 項目、事業環境においては、理数科教育の質、廃業のコストの 2 項目、金融安定性においては、ドル化に伴う脆弱性指標（国内の銀行システムにおける大規模なドル化の存在に起因する支払危機とデフォルトのリスクを測定）、銀行危機の頻度、（銀行の）財務体質指標、銀行危機時の GDP の減少、自国通貨建てソブリン格付、外貨建てソブリン格付の 6 項目が、世界最高の順位となっている。

前述したように、「要因、政策、制度」は、政策立案者と関係が深いと考えられる。そのため、「要因、政策、制度」において、シンガポールの評価が高いという事実はまた、しばしば指摘されるように、シンガポールの国際金融センター化が、政策当局主導によって行われてきたという多くの見解とも整合的であると考えることもできる（例えば、日本銀行 [1980]、Huat et al. [2004]、Sagaram et al. [2005]、Giap [2009]）。現在では、金融政策と金融行政全般について責任を持つシンガポール通貨金融庁（MAS）の職務（functions）に、「国際金融センターとしてシンガポールの地位確立」が含まれている 。

Ⅳ．代表的な金融市場からみたシンガポール

本節では、代表的な 5 つの金融市場、すなわち株式市場、債券市場、銀行部門など信用市場、外国為替市場、デリバティブ市場などの金融市場関連統計データに基づき、シンガポールの特徴について分析する。

①外国為替市場
②デリバティブ市場
③株式市場
④債券市場
⑤国内与信市場

国際比較に際しては、データの制約により、都市間での比較ではなく、国家間の比較を行うこととする。また、金融市場の規模を国際比較するに際して、GDP 比による比較ではなく、規模そのものに着目する。

市場規模については、残高統計データ（ストック統計データ）のみを公表している統計データが多いことから、主として残高統計データを採用、取引量に関する統計データ（フロー統計データ）しか入手できない場合は取引量を用いることとする。対象は 2017 年（末）とするが、入手できない場合は、それに最も近いデータを用いる。デリバティブ市場の店頭取引高は、通貨デリバティブ（通貨スワップ、通貨オプション）、金利デリバティブ（金利先渡取引、金利スワップ、金利オプション等）の店頭取引高の合計とする[56]。まず、シンガポールの金融市場の規模は表 1-8 の通りである。

[56] デリバティブ市場の定義は、国際金融情報センター「主要国際金融センターの比較」と同じである（https://www.jcif.or.jp/report/2020/ALL202005026286.html）。

表 1-8　シンガポール金融市場の規模

（10億米ドル）

	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2017
外国為替取引高	103.7	133.6	241.8	266.0	383.1	517.2	−
デリバティブ取引高	6.2	17.0	68.6	51.2	82.4	100.9	−
為替	3.0	8.4	11.2	16.6	45.3	42.9	−
金利	3.2	8.6	57.4	34.6	37.1	58.0	−
債券残高	68.1	106.2	166.3	219.0	331.4	326.4	412.2
与信残高	103.3	110.1	154.4	227.5	381.6	394.7	415.3
株式残高	115.7	217.5	539.2	647.2	744.4	640.4	787.3

注１：外国為替・デリバティブの取引高は、4 月における 1 日平均の取引量を表す。その他項目は、各年末の残高。

注 2：デリバティブ市場の取引高は、通貨スワップ、オプション、金利デリバティブの店頭取引高の合計。

注 3：外国為替市場は、各年 4 月の 1 日平均取引高（スポット取引のほか、フォワード、為替スワップ（Foreign exchange swaps）、通貨スワップ（Currency swaps）、オプション取引を含む）。国内におけるダブルカウントを除いたネット・グロス・ベース。デリバティブ市場は、通貨デリバティブ（通貨スワップ、通貨オプション）及び金利デリバティブ（金利先渡取引、金利スワップ、金利オプション等）の、各年 4 月の 1 日平均取引高。国内におけるダブルカウントを除いたネット・グロス・ベース。株式市場は、各年末における時価総額。英国（UK）、スウェーデン（SE）、イタリア（IT）のみ各国証券市場取引所公表のデータを用いた。その他は、世界銀行公表のデータに基づく。債券市場は、各年末における、借り手が居住する国の現地市場以外の市場で発行された債券である国際債務証券（IDS : International debt securities）と、借り手が居住している国の現地市場で発行された債券である国内債券（DDS : Domestic debt securities）の合計である総負債証券（TDS）とした。ただし、総債務証券（TDS : Total debt securities）が公表されていないが、国際債務証券（IDS）と国内債券（DDS）の一方あるいは両方が公表されている場合には、それら数値あるいは合計を、総債務証券（TDS）とした。もっとも、両者の合計を総債務証券（TDS）とした場合、重複によって、実際の総債務証券（TDS）より大きい数値となる可能性がある。国内与信市場（Domestic credit to private sector）は、各年末における、融資、無担保証券の購入取引クレジットおよびその他の売掛金などを通じて、金融機関によって民間部門に供給される金融資源を指す。金融機関には、金融当局、預金銀行、データが入手できる他の金融会社（ファイナンス・リース会社、金融業者、保険会社、年金基金、外為ブローカーなど）が含まれる。カナダは未公表のためゼロとした。なお与信は、名目 GDP 比のみでの公表となっていることから、名目 GDP を乗することによって、実際の数値を算出した。

出所：BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity,* BIS, *Debt securities statistics*, World Bank, *World Development Indicators* より作成。

これら 5 市場の規模の、対象 23 カ国における順位（パーセンタイル順位）をみると[57]、とりわけ、①外国為替市場（外国為替取引量）、次いで②デリバティブ市場（デリバティブ取引量）において、順位の高さが顕著である（表 1-9）。実際、①外国為替市場は、2001 年以降、一貫して、23 カ国中 3～5 位（79.1～87.5 パーセンタイル）に属している。また、②デリバティブ市場は近年、順位を高めつつあり、2001 年、2004 年には 12 位（50.0 パーセンタイル）であったのが、2013 年、2016 年には 5 位（79.1 パーセンタイル）まで上昇している[58]。その内訳を見ると、為替デリバティブについては、2001 年の 5 位（79.1 パーセンタイル）から、2016 年には 3 位（87.5 パーセンタイル）、金利デリバティブについて

[57] なお、データが未公表などによって入手できない場合は、ゼロと見做して順位を算出している。

[58] 為替市場、デリバティブ市場については、国別の結果を計算する際、国内のダブル・カウントが取り除かれたネット・グロスの数値である（King and Mallo [2010]）。

は 14 位（41.6 パーセンタイル）から 5 位（79.1 パーセンタイル）へと、とりわけ金利デリバティブにおける順位の上昇が顕著になっている。

一方、③株式市場（株式時価総額）は 13～16 位（33.3～45.8 パーセンタイル）、④債券市場（債券残高）は 15～18 位（25.0～37.5 パーセンタイル）、⑤与信残高は 15～20 位（16.6～37.5 パーセンタイル）、である。すなわち、それらは比較対象 23 カ国のうちいずれも 12 位未満（50 パーセンタイル未満）となっており、それらの規模は、アジアの中でも大きいとは言えないほどである。例えば、2017 年末においては、アジアの中で、株式時価総額、債券残高のいずれにおいても、中国、日本、香港、インド、韓国の 5 カ国を下回る。国内与信市場では、それら 5 カ国に加えてタイよりも小さい。

表 1-9　シンガポール金融市場の規模ランキング（パーセンタイル順位）

	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2017
外国為替取引高	83.3	83.3	79.1	83.3	87.5	87.5	–
デリバティブ取引高	50.0	50.0	70.8	66.6	79.1	79.1	–
為替	79.1	83.3	79.1	87.5	87.5	87.5	–
金利	41.6	45.8	70.8	58.3	70.8	79.1	–
債券残高	33.3	37.5	29.1	25.0	25.0	25.0	25.0
与信残高	20.8	16.6	16.6	25.0	29.1	33.3	37.5
株式残高	33.3	33.3	37.5	45.8	45.8	45.8	45.8

注：■は 25 パーセンタイル以上、■は 50 パーセンタイル以上、■は 75 パーセンタイル以上を表す。
出所：BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity,* BIS, *Debt securities statistics*, World Bank, *World Development Indicators* より作成。

次に、同国の①外国為替市場、②デリバティブ市場が、国際金融センターとしてどのような特徴を持つか、という点について分析する。分析に際しては、国際金融センターの特徴の一つとして、「非居住者との金融取引の活発さ」が挙げられることを踏まえ[59]、それと関係が深いと考えられるデータである、(a) クロスボーダー取引の大きさ、(b) 自国通貨以外の通貨取引の大きさ、という視点から行う。

(a) についてみると、両者はいずれも、非居住者とのクロスボーダー取引が特に大きいこと、が挙げられる。実際、実際、外国為替市場全体では 75.8%~90.0%、金利デリバティブ市場全体では 80.2~95.8%、為替デリバティブ市場では 89.5%~92.1%となっている（表

[59] 前述したように、国際金融センターの定義は論者によって様々であり、普遍的な定義は存在しないという見解は少なくない。もっとも、その要素としては、「金融機関の集積」と合わせて、「非居住者との金融取引の活発さ」が指摘されることが少なくない（Kindleberger [1974]、Park [2011]、Le Leslé, Ohnsorge, Kim, and Seshadri [2014]）。新開 [1989]は端的に、「国際金融センターという呼称のうち、国際の部分は市場参加者が複数国居住者と取引をし、使用通貨が複数であることを指す」（13-14 頁）と述べている。

1-10)。

これらシェアについて、対象 23 カ国における順位（パーセンタイル順位）をみると、表 1-11 のようになる。とりわけ 2010 年以降の順位が高く、この間の順位は、外国為替市場全体では 1～3 位（87.5～95.8 パーセンタイル）、金利デリバティブ市場全体では 2～5 位（79.1～91.6 パーセンタイル）、為替デリバティブ市場では 2～3 位（87.5～91.6 パーセンタイル）となっている。すなわち、いずれにおいても、クロスボーダー取引のシェアは、世界有数の高さを誇る。

表 1-10　シンガポール　外国為替・デリバティブ市場のクロスボーダー取引のシェア

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
外国為替取引	75.8%	79.0%	85.0%	88.3%	87.6%	90.0%

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
デリバティブ（うち為替）	–	–	–	92.0%	92.1%	89.5%
デリバティブ（うち金利）	88.3%	80.2%	95.7%	94.3%	95.0%	95.8%

注 1：各年 4 月における 1 日平均の取引量に基づく。
注 2：2001～2007 年については、スポット取引のほか、フォワード、為替スワップ（Foreign exchange swaps）、2010 年以降については、更に通貨スワップ（Currency swaps）、オプション取引を含む。国内におけるダブルカウントを除いたネット・グロス・ベース。
注 3：為替デリバティブは、通貨スワップ、通貨オプション、金利デリバティブは金利先渡取引、金利スワップ、金利オプション等。
出所：BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity* 各年号より作成。

表 1-11　シンガポール外国為替・デリバティブ市場のランキング（パーセンタイル順位）

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
外国為替取引	62.5	62.5	75.0	87.5	87.5	95.8

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
デリバティブ（うち為替）	–	–	–	87.5	87.5	91.6
デリバティブ（うち金利）	79.1	58.3	87.5	87.5	79.1	91.6

注：■は 25 パーセンタイル以上、■は 50 パーセンタイル以上、■は 75 パーセンタイル以上を表す。
出所：BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity* 各年号より作成

（b）についてみると、まず外国為替市場については、米ドルの規模が大きいものの、多様な通貨の取引が行われている（表 1-12-a）。金利デリバティブ市場については、突出した通貨はないものの、多様な通貨での取引が行われている（表 1-12-b）。

次に、外国為替市場の各通貨について、分析対象 23 カ国における順位をみると、あらゆる通貨において、概ね 6 位（75 パーセンタイル）以内に収まっている（表 1-13-a）。金利デリバティブ市場については、分析対象 23 カ国における順位は、ややアジアへの偏りがみられる。実際、アジア通貨そしてオセアニア通貨はほぼ一貫して 6 位（75.0 パーセンタイル）以上であるものの、欧米通貨はそれを下回るケースが多い。もっとも、欧米通貨においても、概ね 12 位（50.0 パーセンタイル）は上回っている（表 1-13-b）。

以上のように、代表的な 5 つの金融市場からは、株式市場、債券市場、与信市場の規模は相対的に小さいが、外国為替市場及びデリバティブ市場は世界有数の規模を持ち、かつ国外に開かれていること、が明らかとなった。そのため同国は、「国外（非居住）の金融取引主体に対して、外国為替市場、デリバティブ市場という場を提供する機能・役割」を担っている、と考えることができる[60)]。

60) IMF[2000a]では、明確で不変の境界線はないとしながらも、金融センターの分類法として、大規模な国際フルサービスセンターである「国際金融センター（International Financial Centers）」（ロンドン、ニューヨーク、東京など）、発達した金融市場とインフラを持ち地域内外で資金を仲介するが、相対的に国内経済の小さい「地域金融センター（Regional Financial Centers）」（香港、シンガポール、ルクセンブルクなど）、小規模で、より限定的な専門サービスを提供する「オフショア金融センター（Offshore Financial Centers）」を挙げている。

表 1-12　シンガポール外国為替・デリバティブ市場の通貨別取引

1-12-a　外国為替市場

（10億米ドル）

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
KRW	NA	3.9	7.1	15.9	13.7	21.3
JPY	28.0	30.8	61.1	41.4	97.3	162.6
CNY	NA	0.8	3.8	7.8	23.9	42.5
HKD	NA	6.1	10.8	15.8	10.0	13.3
TWD	NA	2.9	3.7	4.6	5.6	11.6
THB	NA	NA	NA	NA	NA	NA
PHP	NA	NA	NA	NA	NA	NA
MYR	NA	NA	NA	NA	NA	NA
IDR	NA	NA	NA	NA	NA	NA
SGD	11.8	11.2	24.9	31.7	32.9	40.3
INR	NA	0.7	4.4	7.3	16.2	16.2
AUD	4.4	15.2	20.8	33.2	45.9	55.3
NZD	NA	3.1	7.7	8.7	9.7	12.4
USD	98.8	125.6	213.2	238.1	350.6	479.5
CAD	2.6	2.2	7.8	10.1	9.6	12.1
GBP	9.3	15.4	31.5	27.2	28.9	46.3
EUR	29.0	36.6	65.2	62.2	77.1	73.9
CHF	1.9	3.6	9.9	7.1	12.9	11.8
SEK	NA	0.5	1.6	1.8	2.2	2.6
計	103.7	133.6	241.8	266.0	383.1	517.2

1-12-b　金利デリバティブ市場

（10億米ドル）

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
KRW	NA	NA	2.4	8.5	3.9	5.8
JPY	1.0	0.1	30.4	0.3	1.1	7.5
CNY	NA	NA	0.3	0.3	0.6	1.6
HKD	NA	0.7	0.7	0.2	0.3	0.7
TWD	NA	NA	0.2	0.3	0.1	0.7
THB	NA	0.0	0.2	1.2	1.1	1.0
PHP	NA	NA	NA	0.0	0.0	NA
MYR	NA	NA	0.1	0.3	1.2	2.2
IDR	NA	NA	0.0	0.0	0.0	0.2
SGD	0.4	2.6	3.3	3.6	3.3	9.8
INR	NA	NA	0.7	1.0	2.4	3.5
AUD	0.1	0.8	3.4	6.7	8.9	15.0
NZD	NA	0.1	1.0	0.8	0.7	4.7
USD	1.2	3.7	10.2	9.5	11.8	5.2
CAD	NA	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
GBP	NA	0.0	1.2	0.0	0.0	0.1
EUR	0.3	0.2	1.2	1.6	1.5	0.1
CHF	NA	NA	2.0	0.0	NA	NA
SEK	NA	0.1	0.2	NA	0.0	NA
計	3.2	8.6	57.4	34.6	37.1	58.0

注１：　年４月の１日平均取引高。

注２:外国為替市場については、スポット取引のほか、フォワード、為替スワップ（Foreign exchange swaps）、通貨スワップ（Currency swaps）、オプション取引を含む）。国内におけるダブルカウントを除いたネット・グロス・ベース。

出所：BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity in April 2016* より作成。

表 1-13　シンガポール外国為替・デリバティブ市場の通貨別取引ランキング（パーセンタイル順位）

1-13-a　外国為替市場

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
KRW	–	91.6	91.6	91.6	91.6	91.6
JPY	83.3	83.3	83.3	83.3	83.3	83.3
CNY	–	95.8	91.6	87.5	83.3	87.5
HKD	–	87.5	87.5	91.6	87.5	87.5
THB	–	–	–	–	–	–
PHP	–	–	–	–	–	–
MYR	–	–	–	–	–	–
IDR	–	–	–	–	–	–
SGD	95.8	95.8	95.8	95.8	95.8	95.8
INR	–	91.6	91.6	91.6	91.6	91.6
AUD	79.1	83.3	83.3	83.3	83.3	83.3
NZD	–	79.1	79.1	83.3	83.3	79.1
USD	83.3	83.3	87.5	83.3	87.5	87.5
CAD	83.3	75.0	83.3	83.3	83.3	83.3
GBP	83.3	87.5	83.3	83.3	87.5	87.5
EUR	75.0	70.8	83.3	75.0	79.1	83.3
CHF	70.8	70.8	75.0	75.0	79.1	79.1
SEK	–	70.8	75.0	75.0	70.8	75.0

1-13-b　金利デリバティブ市場

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
KRW	–	–	91.6	91.6	87.5	95.8
JPY	70.8	62.5	87.5	75	75	87.5
CNY	–	–	95.8	87.5	87.5	87.5
HKD	–	87.5	87.5	83.3	91.6	91.6
THB	–	91.6	91.6	95.8	91.6	91.6
PHP	–	–	–	87.5	87.5	–
MYR	–	–	95.8	95.8	95.8	95.8
IDR	–	–	91.6	91.6	87.5	95.8
SGD	95.8	95.8	95.8	95.8	95.8	95.8
INR	–	–	91.6	91.6	95.8	95.8
AUD	83.3	87.5	91.6	91.6	87.5	83.3
NZD	–	87.5	87.5	87.5	83.3	87.5
USD	58.3	58.3	83.3	79.1	79.1	70.8
CAD	–	58.3	62.5	66.6	83.3	66.6
GBP	–	41.6	75	45.8	41.6	50
EUR	41.6	41.6	54.1	50	50	33.3
CHF	–	–	83.3	54.1	–	–
SEK	–	70.8	70.8	–	62.5	–

注１：各年４月の１日平均取引高
注２：外国為替市場については、スポット取引のほか、フォワード、為替スワップ（Foreign exchange swaps）、通貨スワップ（Currency swaps）、オプション取引を含む）。国内におけるダブルカウントを除いたネット・グロス・ベース。
注３：数値は、対象 23 カ国で用いられている各通貨毎の取引高それぞれについて、対象 23 カ国の順位をみたときのシンガポールのパーセンタイル順位。
注４：取引高のデータが公表されていない場合はゼロと見做した。
注５：■は 25 パーセンタイル以上、■は 50 パーセンタイル以上、■は 75 パーセンタイル以上を表す。
出所：BIS, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity in April 2016* より作成。

Ⅵ．まとめに代えて

本章では、国際金融センターの定量的把握に用いられる統計データを用いて、国際金融センター・シンガポールの特徴の一側面を明らかにすることを試みた。具体的な統計データとしては、（１）国際金融センターのランキングに関する指標、（２）代表的な 5 つの金融市場、すなわち為替市場、株式市場、債券市場、デリバティブ市場、貸出市場の規模、を用いた。

（１）からは、統合指標、カテゴリー別とも、世界有数の順位にあること、が明らかとなった。そのため同国は、世界有数の国際金融センターである、と考えることができる。

（２）からは、株式市場、債券市場、与信市場の規模は相対的に小さく、アジアの中でも大きいとは言えないほどであるが、外国為替市場及びデリバティブ市場は世界有数の規模を持ち、かつ国外に開かれていること、が明らかとなった。すなわち同国は、「国外（非居住）の金融取引主体に対して、外国為替市場、デリバティブ市場という場を提供する機能・役割」を担っている、と考えることができる。また、以上のように、着眼点によって特徴が異なるということもまた、同国の特徴の一つであるといえる。

もっとも、（１）や（２）の分析によって、シンガポールの特徴や機能・役割を明らかにすることは困難である。まず（１）については、同国の特徴が表れるはずのカテゴリー別の順位が、いずれも世界有数の順位にあり、明確な偏りが観察されない。そのため、国際金融センターのランキングに関する指標を単純に用いて、シンガポールの特徴や機能・役割を明らかにすることは困難である。もちろん、順位算出のために用いられているデータが概ね公表されていることから、分析者自身による適切な分類が可能であれば、同国の特徴を明らかにすることは可能であるが、その分類はあくまで分析者によって行われるべきものである。（２）については、「国外（非居住）の金融取引主体に対して、外国為替市場、デリバティブ市場という場を、多様な通貨について提供する機能・役割」が明らかになっ

たもののそれは、外国為替市場、デリバティブ市場という金融取引の場を、国外の金融取引主体に提供していることが明らかになっただけであり、同国の特徴あるいは機能・役割が明らかになった訳ではない。同国の特徴あるいは機能・役割を明らかにするという観点からは、（１）や（２）の分析以上に、同国居住者が金融取引に対してより能動的に関与する余地が大きいと考えられる、対外資産負債残高に関わる分析がより重要であると考えることができる。すでに述べたように、対外資産負債残高は、（１）や（２）と並び、国際金融センターの定量的な把握に用いられる統計データの一つでもある。そこで第 2 章及び第 3 章においては、同国の対外資産負債残高に焦点を当て、国際金融センター・シンガポールの特徴について分析することとする。

第２章　国際資本移動からみた国際金融センター・シンガポールの特徴

Ⅰ．問題の設定

シンガポールは、ロンドン、ニューヨークなどと同じように、有力な国際金融センターの一つとしての評価を獲得している（伊藤［1996］、Sassen［1999］、Cheung and Yeung［2007］、対木［2009］、Seade［2009］、Giap［2009］、Park［2011］、Le Leslé, Ohnsorge, Kim, and Seshadri［2014］等）。そうした評価は同国が、国際金融センターの要素の一つと考えられる国際金融取引の活発さを有する国として認識されていることを示唆している[61]。

同国の国際金融取引については、伝統的に、とりわけ銀行部門のクロスボーダーの資金調達に強みを持つと認識され（日本銀行［1980］）、「ファンディング・センター」ないし「調達のシンガポール」と呼ばれてきた。もっとも近年では、銀行部門のみならず、クロスボーダーの国際金融取引全般について、「国外からの資金を再び国外へと振り向けることによって、国際金融取引が活発に行われている国」として認識されるようになっている[62]。

本章では、近年の同国の国際金融取引を定量的に分析することを通じて、国際金融センターとしての同国の一側面を明らかにすることを試みる。

分析は、国際金融取引の活発さと密接な関係がある「金融統合」を定量的に計測する場合に用いられる尺度を用いることにより行う。代表的な尺度としては、第一に、法律上の（de jure）の尺度、第二に、事実上の（de facto）尺度のうち、数量に基づく尺度、第三に、事実上の（de facto）尺度のうち、価格に基づく尺度があるが、本章では、とりわけ広く用いられている第二の尺度に分類される指標を主として用いる。より具体的には、（１）対外資産残高と対外負債残高合計の対名目 GDP 比、本論文で新しく考案した（２）対外資産残高と対外負債残高に基づく投資特化係数を用いる。（１）は、経済規模との比較により国

---

61) 国際金融センターの定義は論者によって様々であり、普遍的な定義は存在しないという見解は少なくない（例えば、南波［1989］、Leung and Unteroberdoerster［2008］、Kayral and Karan［2012］）。もっとも、その要素としては、「金融機関の集積」と合わせて、「非居住者との金融取引の活発さ」が指摘されることが少なくない（Kindleberger［1974］、Park［2011］、Le Leslé, Ohnsorge, Kim, and Seshadri［2014］）。新開［1989］は端的に、「国際金融センターという呼称のうち、国際の部分は市場参加者が複数国居住者と取引をし、使用通貨が複数であることを指す」（13-14 頁）と述べている。

62) シンガポールが、「国外からの資金を再び国外へと振り向けることによって、国際金融取引が活発に行われている国」として認識されていることは、東京国際金融センターの推進に関する懇談会［2015］が、香港とシンガポールの金融部門について、「外－外（そと－そと）取引を中心とする」（2 頁）という認識を示していること、シンガポール通貨金融庁（MAS: Monetary Authority of Singapore）が「シンガポールは、投資家に多くのアジア地域やグローバルな投資機会への直接的なアクセスを提供する、優れたウェルス・マネジメントのハブとして認識されている」という見解を示していること（http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Overview.aspx、accessed on April 30, 2019）、などに表れている。

際金融取引の活発さを捉える指標、（２）は、対外資産残高と対外負債残高の大小を踏まえて、国際金融取引の双方向性を捉える指標である。いずれの指標についても、対外資産負債残高の個々の項目の特徴ではなく、各項目を組み合わせた時のパターンがどのような特徴を持つかに着目する。

分析に用いる統計データは、以上からも明らかなように、主として、IMF 及びシンガポール統計局から公表されている「対外資産負債残高（IIP: International Investment Position）」とする。対外資産負債残高（IIP）はそもそも、居住者が非居住者に対して有する金融資産（対外資産）と居住者の非居住者に対する負債（対外負債）について、ある時点における価額と構成を表すストック統計データであり、ストック面から国際金融取引を表す統計データであると考えることができることから、同統計を中心に用いることは、非居住者との金融取引の活発さの分析において、自然なことであると考えられる。

分析に際しては、国際比較を行う。国際比較の対象とする国は、アジアの中で相対的に大きい対外資産残高を持つ 10 カ国（日本、韓国、香港、中国本土、シンガポール、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド）と、アジア以外の主要先進国とする。アジア以外の主要先進国としては、主要先進国のグループである G10（10 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議）に含まれる 11 カ国から、アジアに含まれる日本を除いた 10 カ国（米、英、独、仏、伊、加、オランダ、ベルギー、スウェーデン、スイス）とする[63]。したがって対象国は、アジアの 10 カ国と主要先進国 10 カ国の合計 20 カ国となる。なお、国連の定義によると、日本、韓国、香港、中国本土の 4 か国は東アジア、シンガポール、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシアの 5 か国は東南アジア、インドが南アジアとなる。

分析対象とする期間は、シンガポールについて、IMF「国際収支マニュアル第 6 版（Balance of Payments and International Investment Position Manual, sixth edition）」（IMF [2008]）に準拠した対外資産負債残高統計が、シンガポール統計局及び IMF から公表されている 2001 年以降とする。

Ⅱ．金融統合の尺度について

金融統合（financial integration）は、金融の開放性（financial openness）、資本の自由な移動（free movement of capita）など、国際金融取引の活発さを表す概念と密接な関

[63] G10（10 か国財務大臣・中央銀行総裁会議）は、1984 年 4 月以降、参加国は 11 か国となっているが、現在も G10 と称している（https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g10/index.htm、2019 年 4 月 30 日アクセス）。

係がある。そのため、金融統合を定量的に計測する場合に用いられる尺度を用いることによって、国際金融取引の活発さを測ることができると考えられる。金融統合の代表的な尺度としては、第一に、法律上の（de jure）の尺度、第二に、事実上の（de facto）尺度のうち、数量に基づく尺度、第三に、事実上の（de facto）尺度のうち、価格に基づく尺度、がある（Fung, Tam, and Yu [2008]、Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]、Park [2013]）[64]。第一の尺度は、各国の資本流出入に関する規制等をもとにした尺度、第二の尺度は、第一の尺度の程度に関わらず、当該国の資本流出入がどの程度活発に行われているかを表す尺度である（萩原・藤木 [2007]、高木 [2008]、谷内 [2008]）。第三の尺度は、完全に金融市場が統合すれば、同様のリスク特性を持つ価格は同じになり、裁定の機会が存在しなくなるという考え方、すなわち「一物一価の法則」に基づく尺度である（ECB [2005]、Park [2013]）。これらのうち、第二の尺度は、第一の尺度のデメリット、すなわち法的な変化がなくても実体上の資本移動が変化する場合があるという規制の実効性の問題点を回避していること、第三の尺度により計測される「一物一価の法則」の成立の有無は、第二の尺度によって計測される資本流出入活発化の結果であると考えられることを踏まえると、第二の尺度は金融統合の定量的な計測に際して、特に基本的な尺度であると考えられる。中でも、対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比及び GL 指数（グルーベル＝ロイド指数）は代表的な尺度と考えられる（岩本 [2012]、同 [2013]）[65]。本章では、（１）対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比の他、GL 指数を踏まえて新しく考案した（２）対外総資産残高と対外総負債残高に基づく投資特化係数（ISC: Investment Specification Coefficient）を用いることによって、シンガポールの国際金融取引の特徴を

64) 金融統合（financial integration）には、明確な定義はないとの指摘は少なくない。実際、Fung, Tam, and Yu [2008]、Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]、Park [2013]はいずれも、金融統合が金融の開放性（financial openness）や自由な資本の移動などと強い関係を持つと広く認識されているものの、金融統合の普遍的な定義はないことを指摘している。

やや視点は異なるものの、Prasad, Rogoff, Wei, and Kose [2003]は金融統合について、国際資本市場への個別国のリンケージを指す概念であり、金融のグローバリゼーション（financial globalization）がクロス・ボーダーの資金フローを通じた世界的リンケージの高まりを指す集合的概念であるのとは異なると指摘している。そのように金融統合を捉えた場合、金融統合は、金融の国際化（financial internationalization）と類似する概念であると考えることができる。そのことは、翁・白川・白塚 [1999]が、金融市場について、「『国際化』とは何らかの対外依存度が高まる状況を指すのに対し、『グローバル化』とは各国の市場が一体となって１つの市場を形成することを指している」（55 頁）と指摘していること、川本 [2012]が「国際化はあくまで国境を前提に、国家間の相互の関係が緊密になったり、外国への依存度が高まったりするような、国家にとっての傾向をいう。これに対して、グローバル化は文字通り地球全体の一体的な傾向をいい、金融グローバル化は各国の金融資本市場が一体となって全体で一つの市場が形成されることを指す」（132 頁）と指摘していること、などによって示唆される。

65) 岩本 [2012]、同 [2013]は、第一の尺度、第二の尺度、第三の尺度といった分類を明示的に行ってはいないものの、代表的な金融のグローバル化、あるいは金融統合の尺度として、①とともに、②と関係の深い尺度である GL 指数（グルーベル＝ロイド指数）の 2 つを挙げている。

分析し、国際金融センターとしての同国の一側面を明らかにすることを試みる。

（１）は、Lane and Milesi-Ferretti [2003]、同 [2007]において、国際的な金融統合（international financial integration）の尺度として提案された指標である。それは、対外総資産残高と対外総負債残高の合計を名目 GDP で除することによって求められる。

$$IFIGDP = \frac{A+L}{GDP} \qquad (2-1)$$

ここで、A は対外資産残高、L は対外負債残高、GDP は名目 GDP である。同指標では、経済規模と比較することによって、国際金融取引の大きさあるいは活発さを捉えることが可能となる。

（２）は、国際金融取引が双方向か一方向かといったいわば双方向性を測ることを目的として用いられる GL 指数（グルーベル＝ロイド指数）と密接な関係を持つ尺度であり、対外資産残高から対外負債残高を差し引いた値を、対外資産残高と対外負債残高の合計で除することによって求められる。

$$ISC = \frac{A-L}{A+L} \qquad (2-2)$$

ここで、A は対外資産残高、L は対外負債残高であり、最大値は 1、最小値は-1 となる。最大値 1、最小値-1 のいずれもが、完全に一方向な国際的な金融取引を表すが、前者は負債がゼロ（資産 A>0、負債 L=0）、後者は資産がゼロという点が異なる。0 は、完全に双方向な国際金融取引（A=L）を表す。

GL 指数と投資特化係数（ISC）との関係は、図 2-1 のようになる[66]。GL 指数の最大値は 1、最小値は 0 であり、前者は完全に双方向な国際金融取引、後者は完全に一方向な国際

[66] 国際的な資産取引の分野における現代の特徴の一つとして、少なくとも豊かな国同士においては、国際的な資産取引が双方向で行われていることが挙げられる（岩田 [2012]）。GL 指数は元来、代表的な産業内貿易指数として広く用いられている指数であるが、国際的な資産取引が双方向であるか一方向であるかを測ることを目的として、Obstfeld [2004]、同 [2012]において導入された。GL 指数は、A を対外資産残高、L を対外負債残高として、以下のように表すことができる。

$$GL = 1 - \frac{|A-L|}{A+L}$$

GL 指数の最大値は 1、最小値は 0 となる。1 は、完全に双方向な国際資産取引が行われている場合、すなわち対外資産残高と対外負債残高が完全に等しい場合（A=L）、0 は、完全に一方向な国際的な資産取引が行われている場合、すなわち対外資産残高あるいは対外負債残高がゼロの場合である（A=0 または L=0）。

金融取引を表す。これに対し投資特化係数（ISC）は、GL 指数が 1 の場合には 0 であるが、GL 指数が 0 の場合には 1（資産 A>0、負債 L=0）あるいは-1（資産 A=0、負債 L>0）という 2 つの値を取り得る（表 2-1）。すなわち、GL 指数は、国際金融取引が双方向か一方向かといったいわば双方向性のみに着目する指数であり、対外資産残高と対外負債残高の大小は問題としていないのに対し、投資特化係数（ISC）は、対外資産総額と対外負債総額の大小を踏まえて、国際金融取引の双方向性を捉えることが可能になる。なお、投資特化係数（ISC）は結果的に、貿易分野において広く用いられている貿易特化係数（TSI: Trade Specification Coefficient）と同様の算出方法になっている。貿易特化係数はもともと、現実に観察された貿易動向から国際競争力を判断するために広く用いられている指数である（取越［2003］）。

図 2-1　GL 指数と投資特化指数の関係

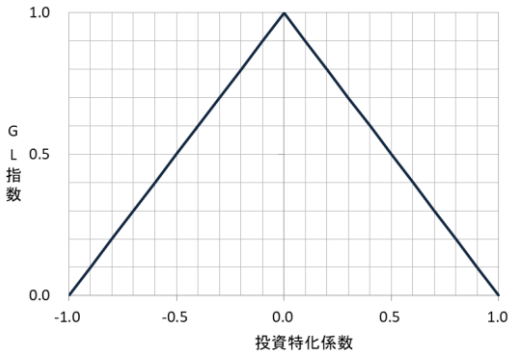


表 2-1　GL 指数と投資特化指数の関係

GL指数	投資特化係数	特徴
1	0	完全に双方向の取引 （対外資産残高A=対外負債残高L）
0	−1	完全に一方向の取引 （対外資産残高A=0、対外負債残高L>0）
0	1	完全に一方向の取引 （対外資産残高A>0、対外負債残高L=0）

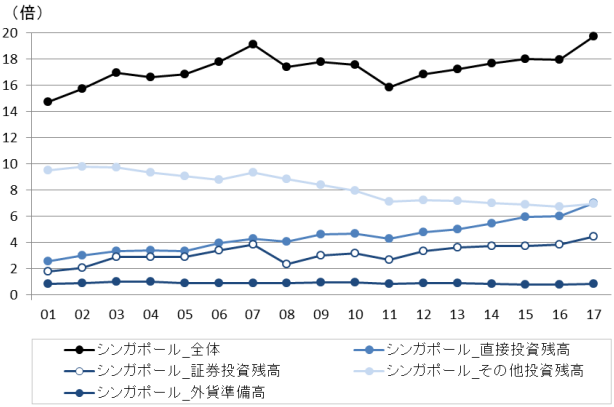
Ⅲ．対外資産残高と負債残高合計の対名目 GDP 比

本節においては、（１）対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比について分析する。分析対象とする項目は、(a) 一国全体、(b) 直接投資残高、(c) 証券投資残高、(d) その他投資残高、(e) 外貨準備高の、資産残高と負債残高合計の対名目 GDP 比である。但し、(e) については、資産残高の対名目 GDP 比である。なお、いずれも金額が相対的に小さく、データが公表されていない国も少なくない金融派生商品残高については割愛

する。

シンガポールについてみると、(a)一国全体では、2001 年末には 14.7 倍であったものが、2017 年末には 19.7 倍となっている（図 2-2）。各項目についてみると、（b）直接投資残高、（c）証券投資残高、（d）その他投資残高の水準が高く、2017 年末は順に、7.0 倍、4.5 倍、7.0 倍となっているのに対し、（e）外貨準備高（資産残高のみ）は 0.8 倍にとどまる。時系列の推移に着目すると、近年では、（b）と（c）が上昇傾向にあるのに対し、（d）が低下傾向にあるが、その一因は、アジア通貨ユニット（ACU: Asian Currency Unit）のプレゼンスの低下によるものと考えられる[67]。

図 2-2　（対外資産残高＋対外負債残高）／名目 GDP



注：各年末の対内資産残高と対外負債残高の合計を、各年の名目 GDP で除した値。
出所：対外資産負債残高は、IMF, *Balance of Payments and International Investment Position Statistics*、名目 GDP は IMF, *World Economic Outlook Database* から作成。

---

[67] アジア通貨ユニット（ACU: Asian Currency Unit）とは、国内銀行ユニット（DBU: Domestic Banking Unit）とは切り離した形で、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である。

アジア通貨ユニット（ACU）は従来、非居住者の制度として扱われ、シンガポールの国際収支関連統計の対象外となっていたが、IMF「国際収支マニュアル第 6 版」（IMF [2008]）に準拠した統計へ移行した際、居住者の制度として扱われるよう変更された（Singapore Department of Statistics [2012]）。そのため、主として銀行部門の取引を多く含む「その他投資」には、アジア通貨ユニット（ACU）の一部が反映されるようになったと考えられる。アジア通貨ユニット（ACU）の総資産（=総負債）の対名目 GDP 比は、2000 年代初頭には 5 倍を上回っていたが、2017 年末では 3.7 倍にまで低下しており（MAS, *Monthly Statistical Bulletin database* に基づく試算値。
（http://www.mas.gov.sg/Statistics/Monthly-Statistical-Bulletin/Money-and-Banking.aspx, accessed on April 30, 2019）、それが、その他投資のプレゼンス低下に反映されていると考えることができる。

もっとも、1968 年以降続く、国内銀行ユニット（DBU）とアジア通貨ユニット（ACU）という会計区分は、2020 年 10 月 1 日に取り除かれる予定となっている（MAS [2019]）。シンガポール通貨金融庁（MAS）[2016]は、国内銀行ユニット（DBU）とアジア通貨ユニット（ACU）という枠組みは、アジア・ダラー市場の成長を促進させながら、金融の安定を守るために実施されたこと、そうした目的の達成に役立ってきたことを指摘しつつも、「世界的金融危機以降の規制の進展によって、銀行のオフショア活動に対する規則とシンガポールの国内銀行の活動に対する規則が概して同調してきた。そのため、銀行への管理上の負担を減らすために、会計区分を取り除く」（p.33）と述べている。

次に、各項目について、国際比較を行う。国際比較に際しては、各項目をそれぞれ比較するのではなく、各国、各年における各項目の組み合わせのパターンを、クラスター分析の手法を用いて分類することによって行う。それにより、シンガポールの対外資産負債残高がどのような特徴を持っているのか、どのように変化してきたのか、どのような国と類似性があるのか、といった点を簡潔に明らかにすることが可能となる。対象とする項目は、シンガポールを含む多くの国において、特にプレゼンスの大きい（b）直接投資残高、（c）証券投資残高、（d）その他投資残高の 3 項目とする。

クラスター分析は、与えられたデータから似たもの同士を集めて、いくつかのかたまり（クラスター）に分類する方法である。データは、本章で対象とした 20 カ国について、2001～2017 年末まで 17 年間の各年における 3 項目の組み合わせとする。ただし、中国については 2001～2003 年末の 3 年間のデータが欠落していることから、データの組み合わせは、20 カ国×17 年-3=337 個存在することになる。クラスター分析にもいろいろな方法がありうるが、本章では、クラスター分析を用いて日本の資本移動を分析した先行研究である飯高・吉野 [2007]、吉野・飯高 [2009]と同様に、幅広く用いられているウォード法を用いる。なお、ウォード法とは、2 つのクラスターを結合する際に、「群内平方和の増加量」が最小になる 2 つのクラスターを一つにまとめるという方法である。

全 337 個の 3 項目の組み合わせについて、ウォード法によって 3 つのクラスターに分類したとき、それぞれのクラスターについて、各項目の平均値は表 2-2-a、特徴は 2-2-b のようになる。

クラスター1、クラスター4、クラスター5 の特徴は、「対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比は、どの項目とも、相対的に高い」という点である。それらの違いは、クラスター1 は、「項目毎の違いが小さい」のに対し、クラスター4 は「とりわけ、直接投資が高い」、クラスター5 は「とりわけ、その他投資が高い」という点にある。クラスター1 に分類されたのは、ベルギー（01-17 年末）、オランダ（03-06, 08 年末）、スイス（01-17 年末）、英国（01-17 年末）、香港（01-06 年末, 08 年末）、クラスター4 に分類されたのは、オランダ（07 年末, 09-17 年末）、香港（07 年末, 09-17 年末）、クラスター5 に分類されたのは唯一シンガポール（01-17 年末）のみである。一方、クラスター2 とクラスター3 の特徴は、「対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比は、どの項目とも、相対的に低い」という点である。クラスター2 とクラスター3 の違いは、前者が後者の平均水準を、証券投資を筆頭に、3 項目全てにおいて幾分ではあるが上回る点である。クラスター2 に分

類されたのは、カナダ（01-17 年末）、フランス（01-17 年末）、ドイツ（01-17 年末）、イタリア（01-17 年末）、オランダ（01-02 年末）、スウェーデン（01-17 年末）、米国（04-17 年末）、日本（06-17 年末）、マレーシア（07 年末, 09-17 年末）であり、クラスター3 に分類されたのは、米国（01-03 年末）、中国（04-17 年末）、日本（01-05 年末）、韓国（01-17 年末）、インド（01-17 年末）、インドネシア（01-17 年末）、マレーシア（01-06 年末, 08 年末）、フィリピン（01-17 年末）、タイ（01-17 年末）と主としてアジア諸国である。

このようにシンガポールは「対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比は、どの項目とも、相対的に高い」、そして「とりわけ、その他投資が高い」という特徴を有する。すなわち、同国のクロスボーダーの国際金融取引は、項目を問わず、活発に行われているが、それはとりわけ「その他投資」において顕著であると考えることができる。その背景には、近年プレゼンスを低下させつつあるとはいえ、同国金融市場のシンボリックな存在であり、オフショア取引が行われてきた、アジア通貨ユニット（ACU: Asian Currency Unit）の存在を挙げることができる[68)]。

表 2-2　クラスター分析の結果（資産残高と負債残高合計の対名目 GDP 比）

2-2-a　クラスター別の各項目の平均値

	データ数	直接投資	その他投資	証券投資
クラスター1	63	3.4	3.5	2.8
クラスター2	123	0.9	0.9	1.5
クラスター3	114	0.3	0.3	0.3
クラスター4	20	10.9	4.8	5.3
クラスター5	17	4.5	8.2	3.2

2-2-b　3 つのクラスターの特徴

	直接投資	その他投資	証券投資	主なサンプル
クラスター1	中	中	中	ベルギー（01-17）、オランダ（03-06, 08）、スイス（01-17）、英国（01-17）、香港（01-06, 08）
クラスター2	低	低	低～中	カナダ（01-17）、フランス（01-17）、ドイツ（01-17）、イタリア（01-17）、オランダ（01-02）、スウェーデン（01-17）、米国（04-17）、日本（06-17）、マレーシア（07, 09-17）
クラスター3	低	低	低	米国（01-03）、中国（04-17）、日本（01-05）、韓国（01-17）、インド（01-17）、インドネシア（01-17）、マレーシア（01-06, 08）、フィリピン（01-17）、タイ（01-17）
クラスター4	高	中	中	オランダ（07, 09-17）、香港（07, 09-17）
クラスター5	中	高	中	シンガポール（01-17）

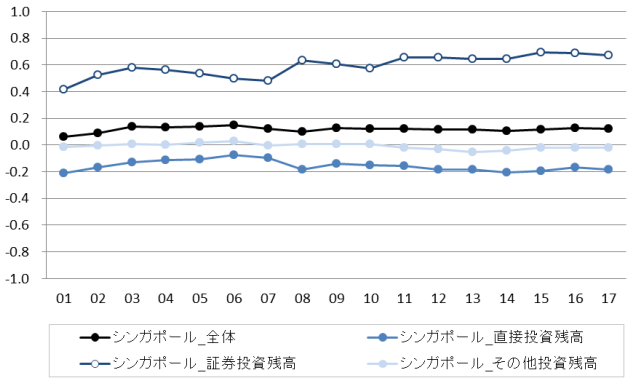
68) アジア通貨ユニット（ACU: Asian Currency Unit）について、日本銀行[1980]は、香港の金融市場が、「香港政庁の伝統的な自由放任政策を映じ自然発生的に発展してきた」（2 頁）のに対し、シンガポールの金融市場については、1968 年のオフショア市場（ACU）の開設と市場発足後の当局の積極的な育成策による市場拡大を挙げつつ、「当局の強力な育成策に支えられ成長してきた」（2 頁）と指摘している。

Ⅳ．投資特化係数

本節においては、（２）対外総資産残高と対外総負債残高に基づく投資特化係数（ISC: Investment Specification Coefficient）について分析する。投資特化係数（ISC）を算出する項目は、(a) 一国全体、(b) 直接投資残高、(c) 証券投資残高、(d) その他投資残高、である。資産側のみの統計データしか存在しない外貨準備高、金額が相対的に小さく、データが公表されていない国も少なくない金融派生商品残高については割愛する。

シンガポールについてみると、(a) 一国全体では、1970 年央以降、ほぼ一貫して 0.1 あるいは 0.2 であり、2017 年末は 0.1 となっている（図 2-3）。各項目についてみると、(b) 直接投資残高、(c) 証券投資残高、(d) その他投資残高はそれぞれ、2001 年末以降、-0.1～-0.2、0.4～0.7、-0.1～0.0、で推移しており、2017 年末の値はそれぞれ-0.2、0.7、-0.0、となっている。(c) の高さが顕著であり、その傾向は近年、より強まりつつある。

図 2-3　対外資産残高、対外負債残高から算出した　投資特化係数（ISC）



注：各年末の対内資産残高と対外負債残高により算出。
出所：対外資産負債残高は、IMF, *Balance of Payments and International Investment Position Statistics*、(http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52、2019 年 7 月 28 日ダウンロード)による。

次に、前節と同様に、各国、各年における 3 項目の組み合わせのパターンを、クラスター分析の手法を用いて分類することによって、国際比較を行う。全 337 個の 3 項目の組み合わせについて、ウォード法によって 3 つのクラスターに分類したとき、それぞれのクラスターについて、各項目の平均値は表 2-3-a、特徴は 2-3-b のようになる。

クラスター1 は証券投資の平均が 0.4、クラスター5 は直接投資の平均が 0.6 と高いが、他の項目は 0 近傍である。そのため、クラスター1 は証券投資、クラスター5 は直接投資に

ついて、「対外資産残高が対外負債残高を上回り、双方向とは言えない国際金融取引が行われている」、他の項目については、「対外資産残高と対外負債残高が同程度で、ほぼ完全に双方向の国際金融取引が行われている」と考えることができる。クラスター1 に分類されたのは、ベルギー（01-17 年末）、スイス（01-11 年末）、香港（01-17 年末）、シンガポール（01-17 年末）、クラスター5 に分類されたのは日本（01-17 年末）である。

クラスター2 は、3 項目ともにゼロ近傍であり、いずれの項目についても、「対外資産残高と対外負債残高が同程度で、ほぼ完全に双方向の国際金融取引が行われている」と考えることができる。クラスター2 に分類されたのは、カナダ（01-17 年末）、フランス（01-17 年末）、ドイツ（01-17 年末）、イタリア（01-17 年末）、オランダ（01-17 年末）、スウェーデン（01-17 年末）、スイス（12-17 年末）、英国（01-17 年末）、米国（01-17 年末）、韓国（15-17 年末）、マレーシア（15-17 年末）となっている[69]。

クラスター3、クラスター4 はいずれも、3 項目ともに平均がマイナスである。クラスター3 はとりわけ証券投資のマイナス幅が-0.6 と大きく、クラスター4 は直接投資が-0.6、その他投資が-0.7、証券投資が-0.9 と全項目においてマイナス幅が大きい。すなわち、クラスター3 は、いずれの項目についても、「対外資産残高が対外負債残高を下回り、双方向とは言えない国際金融取引が行われている」、とりわけ証券投資については、「対外資産残高が対外負債残高を下回り、一方向に近い国際金融取引が行われている」、クラスター4 は、いずれの項目についても、「対外資産残高が対外負債残高を下回り、一方向に近い国際金融取引が行われている」と考えることができる。クラスター3 に分類されたのは、中国（04-17 年末）、韓国（01-14 年末）、インドネシア（16-17 年末）、マレーシア（01-14 年末）、フィリピン（05-17 年末）、タイ（04-17 年末）、クラスター4 に分類されたのは、インド（01-17 年末）、インドネシア（01-15 年末）、フィリピン（01-04 年末）、タイ（01-03 年末）と、いずれもアジアの国となっている。

このようにシンガポールは、ベルギー、香港、スイス（但し、01-11 年末まで）と並び、直接投資とその他投資については、「対外資産残高と対外負債残高が同程度で、ほぼ完全に双方向の国際金融取引が行われている」という特徴を持つが、証券投資については、「対外

69) 世界最大の対外純債務国である米国は一貫して、3 項目ともゼロ近傍の、クラスター2 に分類される。一般に、大きな対外純債務を持つ国の場合、全ての項目にマイナス方向へのバイアスがかかりやすいと考えられるものの、対外資産残高と対外債務残高が両建てで大きければ、そのバイアスは弱まる。例えば、対外資産残高と対外負債残高の組み合わせとしてそれぞれ、①0、100、②1000、1100 を考えてみると、いずれも対外純資産残高は-100 となるが、投資特化係数（ISC）は、①では-1.00、②では-0.05 となる。

資産残高が対外負債残高を上回り、双方向とは言えない国際金融取引が行われている」という特徴を持つと考えることができる。なお、同国の証券投資の投資特化係数（ISC）についてより詳細に見ると、一貫して分析対象国の中で最も高いだけでなく、上昇傾向にあり、2017 年末には 0.7 と 2001 年末以降で最高の水準に達している。0.7 という水準は、各国、各年の各項目と比較しても非常に高く、日本の直接投資において一貫して観察される程の水準である[70]。そうしたいわば証券投資残高の不均衡の存在と、その不均衡が拡大傾向にあることが、同国対外資産負債残高における大きな特徴となっている。

表 2-3　クラスター分析の結果（投資特化係数）

2-3-a　クラスター別の各項目の平均値

	データ数	直接投資	その他投資	証券投資
クラスター1	62	−0.0	0.0	0.4
クラスター2	148	0.1	−0.0	−0.1
クラスター3	71	−0.4	−0.2	−0.6
クラスター4	39	−0.6	−0.7	−0.9
クラスター5	17	0.6	−0.0	0.2

2-3-b　３つのクラスターの特徴

	直接投資	その他投資	証券投資	主なサンプル
クラスター1	中	中	中～高	ベルギー（01-17）、スイス（01-11）、香港（01-17）、シンガポール（01-17）
クラスター2	中	中	中	カナダ（01-17）、フランス（01-17）、ドイツ（01-17）、イタリア（01-17）、オランダ（01-17）、スウェーデン（01-17）、スイス（12-17）、英国（01-17）、米国（01-17）、韓国（15-17）、マレーシア（15-17）
クラスター3	中～低	中	低	中国（04-17）、韓国（01-14）、インドネシア（16-17）、マレーシア（01-14）、フィリピン（05-17）、タイ（04-17）
クラスター4	低	低	低	インド（01-17）、インドネシア（01-15）、フィリピン（01-04）、タイ（01-03）
クラスター5	高	中	中	日本（01-17）

[70] 日本の対内直接投資残高については、「他の主要国と比較すると、金額でみても、対名目 GDP 比率でみても、きわめて低い水準で推移している」（本田・尾島・鈴木・岩崎 [2013]、1 頁）と指摘され、解消すべき課題であるとの見解も少なくない。日本政府は、対内直接投資を拡大させるため、「日本再興戦略 -JAPAN is BACK-」（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）（https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf、2020 年 11 月 19 日アクセス）において、「海外の優れた人材や技術を日本に呼び込み、雇用やイノベーションの創出を図るため、日本国内の徹底したグローバル化を進める。2020 年における対内直接投資残高を 35 兆円へ倍増（2012 年末時点 17.8 兆円）することを目指す」（94 頁）との目標を決定している。

Ⅴ．証券投資における不均衡の分析

１．国際収支統計に基づく分析

以上のように、（２）の分析から、シンガポールの対外資産負債残高の特徴の一つとして、対外証券投資残高が対内証券投資残高を大きく上回ること、いわば証券投資残高の不均衡の存在と、不均衡が拡大傾向にあること、が挙げられる。

証券投資残高の不均衡の要因は、対内証券投資残高に対する対外証券投資残高の大きさ、不均衡が拡大傾向にある要因は、対内証券投資残高に対する対外証券投資残高の拡大ペースの速さ、に求めることができる。前者については、対名目 GDP 比で、同国対内証券投資残高が、2001 年末以降分析対象 20 カ国のうち 7～13 位に位置しているのに対し、対外証券投資残高は 1～3 位に位置していること、後者については、対名目 GDP 比で、同国対内証券投資残高が 2001 年末から 2017 年末にかけて大きく拡大している（1.3 倍→3.7 倍）のに対し、対外証券投資残高の拡大ペースが緩やかなこと（0.5 倍→0.7 倍）、に表れている。

そうした同国の対外証券投資残高の名目 GDP（実体経済）と比較したときの大きさ、そして拡大ペースの速さは、国外からの資金によって、対外証券投資が押し上げられている可能性を示唆していると考えられる。

対外証券投資残高が国外からの資金流入によって押し上げられているのであれば、それは対外資産負債残高の他の項目、とりわけ負債項目に表れていると考えることができる。もっとも、対外資産負債残高は、資産価格変動の影響を受けることから、対外証券投資残高が国外からの資金流入によって押し上げられているのであればそれは、国際収支統計の他の項目、とりわけ金融収支の負債項目に、より鮮明に表れると考えることができる。

そこで次に、国際収支統計を用いて、同国の対外証券投資の拡大が、どの項目の拡大と対応しているかを分析することにより、同国の対外証券投資が、どの項目を通じた国外からの資金流入によって押し上げられているかを検討する。こうしたアプローチ、いわば「対外証券投資と国際収支の対応」によるアプローチは、あくまでも事後的な恒等式による分析であり、因果関係を表すものではないものの、対外証券投資の変化が、国際収支統計のどの部分の変化に対応しているかを把握することが可能となる[71)]。まず、IMF「国際収支マニュアル第 6 版」（IMF [2008]）に準拠した現行の国際収支統計に基づくと、証券投資（資産）は、シンガポールについては（２－３）式のように表すことができる。なお、直接投

[71)] 同様の分析手法は、マネーサプライの増減を分析する際にも用いられる（日本銀行調査統計局 [2018]）。

資、証券投資、金融派生商品、その他投資の 4 項目は、金融収支（Financial Account）に含まれるが、外貨準備については、我が国の国際収支統計とは異なり、金融収支とは別の独立した一項目となっている。また、同国の国際収支統計では、我が国の国際収支統計とは異なり、資本移転等収支の項目は存在しない。

証券投資（資産）
＝＋経常収支－直接投資（資産）
－金融派生商品（資産）
－その他投資（資産）
＋直接投資（負債）
＋証券投資（負債）
＋金融派生商品（負債）
＋その他投資（負債）
－外貨準備
＋誤差脱漏　　（２－３）

（２－３）式では、金融収支（資産）のうち証券投資（資産）を除く 3 項目と、外貨準備については、符合がマイナスとなっている。（２－３）式に基づくと、証券投資（資産）の拡大（縮小）は、以下のいずれかを伴っているはずである[72)]。すなわち、

(a) 経常収支の拡大 （縮小）
(b) 直接投資（資産）の縮小（拡大）
(c) 金融派生商品（資産）の縮小（拡大）
(d) その他投資（資産）の縮小（拡大）
(e) 直接投資（負債）の拡大（縮小）
(f) 証券投資（負債）の拡大（縮小）

72) Singapore Department of Statistics, *Balance of Payments* によると、2017 年における各項目の数値（単位：10 億シンガポールドル）は、証券投資（資産）66、経常収支 74、直接投資（資産）60、金融派生商品（資産）-7、その他投資（資産）97、直接投資（負債）131、証券投資（負債）20、金融派生商品（負債）-19、その他投資（負債）47、外貨準備 38、誤差脱漏 0 となっている。それらを（３）式に当てはめると、左辺、右辺ともに 66 になる（ただし、ここで示した数値は、単位未満を四捨五入しているため、右辺の各項目を合計しても 66 ではなく 67 となる）。

（g）金融派生商品（負債）の拡大（縮小）

（h）その他投資（負債）の拡大（縮小）

（i）外貨準備の縮小（拡大）

（j）誤差脱漏の拡大

（３）式に沿って、各項目の符合を変更することにより、具体的には、金融収支（資産）のうち証券投資（資産）を除く 3 項目（(b)、(c)、(d)）及び外貨準備（i）の符合を本来とは逆にすることにより、証券投資（資産）の拡大が（a）から（j）のどれに対応しているかを直接的に把握することが可能となる。図 2-4 からは、同国の証券投資（資産）の拡大は特に、(a）経常収支の拡大、(h）その他投資（負債）の拡大、(e）の直接投資（負債）の拡大に対応していると考えることができる。(a）は一国の貯蓄・投資バランス、すなわち「国内要因」の反映であるのに対し、(h）と（e）は国外からの資金流入、すなわち「国外からの資金流入」を反映している。それらのうち、とりわけ（e）直接投資（負債）の拡大傾向が顕著であり、証券投資（資産）の拡大と強く対応していると考えることができる。同国の対外資産負債残高統計（IIP）の関連統計データによると、直接投資（負債）の拡大はとりわけ、金融・保険サービスの一項目である「持ち株会社（Holding Companies)」の拡大によるものであることから（図 2-5)、同項目の拡大が、証券投資（資産）の拡大と強く対応していると考えることができる。そうした考え方は、Lee and Lim [2007]による、外国人投資家が金融・保険サービスの一項目である持ち株会社（Holding Companies）を投資手段（Invetment Vehicles）として利用していること、その結果として、金融・保険サービスへの対内直接投資が大きく拡大していること、という指摘とも整合的である。なお、持ち株会社には実質的には多様な業種・形態が含まれると考えられるが[73]、対外証券投資と関連があり、投資手段（Invetment Vehicles）となりうる形態の候補としては、同国における証券投資の主体であり、近年、同国の主な育成対象となっている資産運用業（野村資本市場研究所 [2014]）が設定するファンド、例えば会社型投信が考えられる[74]。

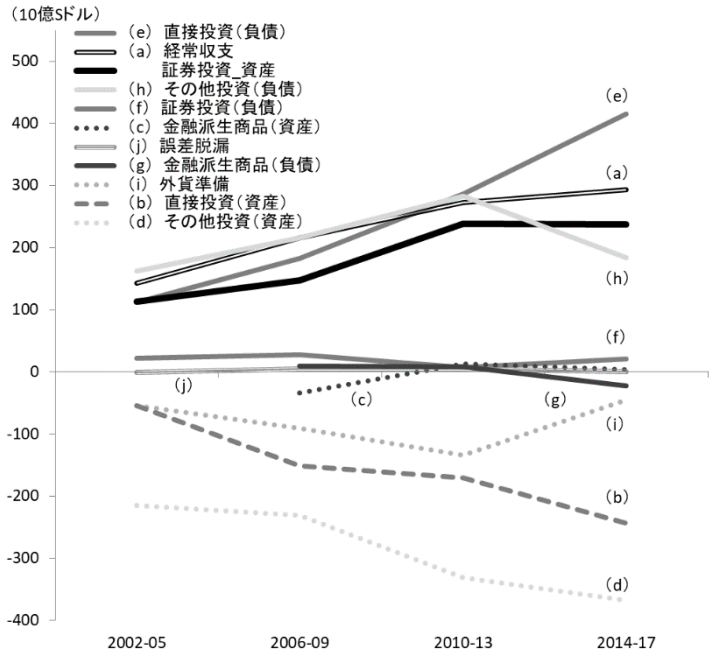
---

[73] 持ち株会社（Holding Companies）は、他の会社を支配する目的で株式を保有する企業のことである（Singapore Department of Statistics [2018]）。実際には、多様な業種の企業が含まれると考えられる。

[74] 一般に、同国資産運用業により設定されるファンドは、第一に有限責任会社、第二にリミテッド・パートナーシップ、第三にユニット・トラスト、という 3 つの形態の一つをとるのが普通である（トーマツ [2015]）。第一の有限責任会社は会社型、第三のユニット・トラストは契約型の投資信託である。それらへの国外からの投資資金は、国際収支統計では以下の負債項目のいずれかに計上されていると考えられる（IMF [2008]、OECD [2008]、日本銀行国際局 [2019]）。

（ア）直接投資（負債。うち「株式資本（Equity other than reinvestment of earnings)」）

図 2-4　対外証券投資と国際収支の対応

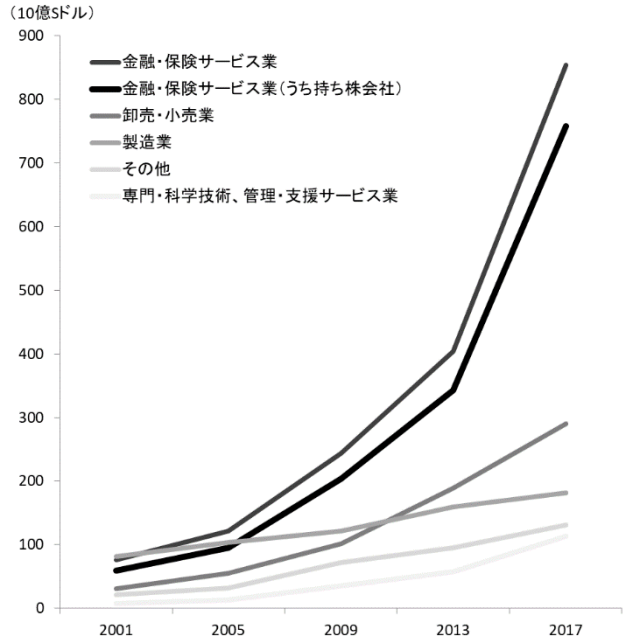


注：数値の符合は、（３）式に沿って変更している。そのため、(b) 直接投資（資産)、(c) 金融派生商品（資産)、(d) その他投資（資産）及び（i) 外貨準備の 4 項目の符合は、本来の符合とは逆になっている。また、それら 4 項目の折れ線はいずれも点線としている。
出所：Singapore Department of Statistics, *Balance of Payments* より作成。

（イ）証券投資（負債。うち「投資ファンド（investment fund shares)」）
（ウ）その他投資（負債。うち「持ち分（Other equity)」）

（ア）は、会社型投資信託に対する投資が議決権の 10%以上となる場合、（イ）は、契約型投資信託に対する投資、会社型投資信託に対する投資が議決権の 10%未満以上となる場合、（ウ）は、リミテッド・パートナーシップへの出資、契約型投資信託の運用の委託に関わるカストディアン等同国銀行部門への資金の送付、が計上されると考えられる。そのため、対外証券投資の拡大が（ア）と対応しているならそれは、有限責任会社の形態を取るファンド（会社型の投資信託）への資金流入を示唆していると考えられる。

図 2-5　同国の対内直接投資残高（業種別）（年末値）



注：その他は、建設業、宿泊・飲食サービス業、運輸・倉庫業、情報通信業、不動産業、その他の合計。
出所：Singapore Department of Statistics, *Foreign Direct Equity Investment* より作成。

２．資産運用業の資金調達に基づく分析

対外証券投資残高の一定割合を担っていると考えられる資産運用業について、資金源に占める国外のシェアが高いことも、国外からの資金によって同国対外証券投資が押し上げられている可能性を示唆していると考えることができる[75]。実際、シンガポールの資産運用業界の運用資産残高の資金の源泉を、可能な限り一貫した時系列データとなるよう整理すると、年によって公表されている内訳が異なるものの、シンガポール国外からのシェアが70%超～80%超で推移している（表 2-4）。

---

[75] MAS, *2017 Singapore Asset Management Industry Survey* によると、2017 年末における同国資産運用業の運用資産残高は 3.26 兆 S ドル、シンガポール向けが 17%と公表されていることから、国外向け運用資産残高は約 2.71 兆 S ドルと試算される。もっともそれは、Singapore Department of Statistics, *International Investment Position* に掲載されている同国の同年末の対外証券投資残高（1.68 兆 S ドル）を大きく上回る。その理由として、資産運用業の運用資産残高には、証券以外向けの運用分のほか、投資を決定する権限を持たない助言分が含まれていることなどが挙げられる。

なお、第 5 章では、シンガポール資産運用業は、資金運用・調達の視点からは、単純化すると、「欧米、アジア太平洋など国外から集めた資金を、アジア太平洋、少なくとも近年では、シンガポールを除くアジア域内を中心とする国外の証券に投資する」（47-48 頁）という機能・役割を持つこと、その背景には、「『証券分析』と密接な関係がある『対面接触による地理的に近いアジアに関する広範囲に及ぶ詳細な情報の入手』」（48 頁）という専門的知識・技術（expertise）が存在すると考えられることを指摘している。

表 2-4　シンガポール資産運用業の資金の源泉（年末値）

資金源 / 年	アジア太平洋			欧州	北米	その他	計
		シンガポール	その他				
2001	–	–	–	–	–	–	–
02	–	–	–	–	–	–	–
03	–	–	–	–	–	–	–
04	46%	30%以下	NA	19%	9%	25%	100%
05	44%	20%以下	NA	23%	10%	23%	100%
06	43%	16%	27%	24%	11%	22%	100%
07	44%	14%	30%	25%	11%	20%	100%
08	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
09	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
10	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
11	NA	30%以下	NA	NA	NA	NA	100%
12	45%	約20%	NA	20%	8%	27%	100%
13	56%	23%	33%	21%	10%	13%	100%
14	54%	19%	35%	19%	18%	9%	100%
15	56%	20%	36%	17%	18%	9%	100%
16	55%	22%	33%	17%	19%	9%	100%
17	55%	22%	33%	17%	19%	9%	100%

注 1：北米は 2013 年以前は米国のみ。
注 2：2006 年末、2007 年末、2013～2016 年末のアジア太平洋（その他）は、アジア太平洋のシェアからシンガポールのシェアを差し引くことにより試算した値である。
出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* 各年号より作成。

Ⅵ. まとめに代えて

本章では、近年におけるシンガポールの対外資産負債残高を分析し、国際金融センターとしての同国の一側面を明らかにすることを試みた。分析に際しては、金融統合の尺度と位置付けることができる、（１）対外総資産残高と対外総負債残高合計の対名目 GDP 比、本論文において新しく考案した（２）対外総資産残高と対外総負債残高に基づく投資特化係数（ISC: Investment Specification Coefficient）を用いた。（１）は、経済規模と比較することによって、クロスボーダーの国際金融取引の大きさあるいは活発さを捉える指標であり、（２）は、対外資産残高と対外負債残高の大小を踏まえて、クロスボーダーの国際金融取引が双方向か一方向かといったいわば双方向性を捉える指標である。いずれの指標についても、対外資産負債残高統計の各項目を組み合わせた時のパターンがどのような特徴を持つかに着目しつつ、他のアジア及び主要先進国との国際比較を行った。

（１）の分析からは、同国の国際金融取引は、項目を問わず活発に行われているが、それはとりわけ「その他投資」において顕著であることが明らかになった。

（２）の分析からは、直接投資とその他投資については、「対外資産残高と対外負債残高が同程度で、ほぼ完全に双方向の国際金融取引が行われている」という特徴を持つが、証券投資については、「対外資産残高が対外負債残高を上回り、双方向とは言えない国際金融

取引が行われている」という特徴を持つことが明らかになった。そうしたいわば証券投資残高における不均衡は、国際比較においても顕著な同国の特徴であるが、その要因として、国外資金により対外証券投資が押し上げられている可能性があること、国外資金の多くは直接投資（負債）とその他投資（負債）、とりわけ直接投資（負債）に含まれる金融・保険サービスの持ち株会社に流入している可能性があること、それは同国の資産運用業が設定するファンドへの資金流入を反映している可能性があることもまた、明らかになった点である。

対外証券投資残高が、国外からの資金によって押し上げられているのであれば、すなわち、国外から証券投資の運用を委ねられているのであれば、同国は国外からの資金を引き付ける専門的知識・技術（expertise）を有していると考えることができる。資本移動の自由化、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩が進み、国外の投資家がシンガポールにわざわざ運用を委ねるインセンティブは低下していると考えられる中で、どのような専門的知識・技術（expertise）を持てば、国際金融センターが継続的に国外からの資金を引き付け、証券投資を代行することができるかという点は、アカデミックな視点からも、政策当局の視点からも、重要な論点であると考えられる。

第３章　シンガポール対外証券投資のリージョナル・バイアスについて

Ⅰ．問題の設定

資本移動の自由化、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩はそれぞれ、国際金融取引における規制面、情報面での国際金融センターの優位性を弱める方向に作用してきたと考えられる。にもかかわらず、国際金融センターは依然として存在しており、国際金融取引におけるプレゼンスも大きい。その理由は、国際金融センターが、規制面、情報面とは異なる側面において、依然として何らかの専門的知識・技術（expertise）を有しているため、と考えることができる。本章では、代表的な国際金融センターの一つであるシンガポールの対外証券投資の分析を通じて、国際金融センターが有する専門的知識・技術の一側面について分析したい。

シンガポールの対外証券投資は、二つの側面において、プレゼンスを高めつつある。第一に、同国を巡る国際資本移動において、である。シンガポール統計局によると、現行の対外資産負債残高統計の公表が開始された 2001 年末以降、対外資産において証券投資残高の拡大が顕著となっており、2017 年末にはついに、直接投資、金融派生商品投資、外貨準備のみならず、一貫して最大のシェアを占めてきた現・預金、貸付などから成るその他投資[76]を上回り、対外資産残高のうち最大の項目となっている[77]。近年、世界的な傾向として、国際資本移動の主要な形態が、銀行の与信・預金から証券投資へと移行しつつあるが、それと軌を一にする動きであるということができる。第二に、アジアの域内金融統合において、である。アジアの対内証券投資は欧米諸国のシェアが高いものの、アジアのシェアも近年上昇しており、シンガポールはそのけん引役ないし下支え役として、香港と並び重要な役割を担っているのである。実際、アジアへの証券投資国をみると、シンガポールのシェアは上下しているが総じて高く、2017 年末では、株式・投資ファンド持ち分投資残高では 4.8%、債券投資残高では 5.5%と、一国としてはそれぞれ 5 位と 4 位と高いシェ

---

[76] 2017 年末現在、その他投資（資産）1.5 兆 S ドルのうち、現・預金（Currency And Deposits）が 48.7%、貸付（Loans）が 30.4%、貿易信用・前払（Trade Credits And Advances）が 12.9%を占める（http://www.tablebuilder.singstat.gov.sg/publicfacing/createDataTable.action?refId=12969, accessed on May 15, 2018）。

[77] 2017 年末には、対外証券投資残高（資産）は初めて、その他投資残高（負債）を上回った。従来、同国金融部門の特徴を語る場合、「ファンディング・センター」ないし「調達のシンガポール」という、クロスボーダーの銀行部門の債務、すなわち現行の対外資産負債残高統計におけるその他投資残高（負債）に焦点を当てた特徴づけが行われる場合が少なくなかったことを踏まえると、それらの逆転は、対外証券投資が、同国を巡る国際資本移動の中でも特に重要な位置づけに至っていることを示している。

アを占める（表 3-1-a、3-1-b）。これはアジアの中では香港の 5.5%（4 位）、11.4%（2 位）に次ぐ高さである[78)]。

第一の点については、対外証券投資拡大の理由が論点となる。その論点を解決するためには、同国の対外証券投資の拡大が国外からの資金の調達（投資資金の委託）の拡大に大きく依拠していると考えられることを踏まえると[79)]、同国が国外からの資金を引き付ける専門的知識・技術（expertise）とは何か、とりわけシェアの高いアジア向け投資に関する専門的知識・技術とは何か、を分析することが重要になる。なお、そうした分析は、単にシンガポールのみならず、より一般に、クロスボーダー証券投資と国際金融センターとの関わりを考える上でも重要である。なぜなら、クロスボーダー証券投資が世界的な国際資本移動の中でもプレゼンスを高めつつあるとはいえ、資本移動の自由化や ICT（情報通信技術）の発展などによって、近年のクロスボーダーの証券投資の拡大は、必ずしも国際金融センターの仲介を必要とするとは限らないと考えられるためである。そのため、どのような専門的知識･技術を持てば､国際金融センターが継続的に国外からの資金を引き付け、証券投資を代行することができるかという点は、アカデミックな視点からも、政策当局の視点からも、重要な論点であると考えられる[80)]。

---

78) 2017 年末時点における国毎のシェアは上から、株式・投資ファンド持ち分投資については、米国、英国、ルクセンブルク、香港、シンガポール、債券投資については、米国、香港、ルクセンブルク、シンガポールの順である。なお債券投資においては、国ではないが、「外貨準備＋国際機関」が米国に次ぐ規模となっている。

79) それは、シンガポールの名目 GDP に対する対外証券投資残高の規模が 2001 年末には 1.3 倍、2017 年末には 3.7 倍まで拡大していることに表れている。なお、1995 年以降、フローの対外証券投資についてはシンガポール統計局から「預金取扱企業（中央銀行除く）」、「公的」、「その他」という 3 つの取引主体毎の数値が公表されている（https://www.tablebuilder.singstat.gov.sg/publicfacing/createDataTable.action?refId=12395, accessed on January 14, 2019）。公的が一定のシェアを占めていることは（例えば、1995 年から 2017 年の対外証券投資累計に占める公的のシェアは 36.6%である）、同国の対外証券投資残高の拡大には、公的部門も寄与している可能性があることを示唆している。

80) 近年、先進国の高齢化に伴う金融資産の蓄積等による機関投資家の運用資産の拡大が生じているほか（清水・西岡・馬場 [2003]）、国際金融取引においても機関投資家の拡大が生じている（川本 [2012]）。そうした国際金融取引における機関投資家の拡大は､クロスボーダーの証券投資拡大の背景にあると考えられる。もっとも、①1970 年代後半以降の資本移動の自由化（外国為替管理の緩和・撤廃、運用規制の緩和）による、規制面での国際金融センターの優位性の弱まり、②ICT（情報通信技術）革命などの技術進歩によって情報の入手が容易になったこと、というトレンドの変化は、クロスボーダーの証券取引における国際金融センターを介する必要を低下させ､国際金融センターの国外からの資金の調達を縮小させる要因となりうると考えられる。IMF [2000b]は、①、②のいずれもがシンガポールを含む多くの国際金融センターの優位性を侵食する可能性があることを指摘している他、①に関して岩田 [2017]は、資本移動の自由化により､「金融規制の緩やかな国の国際金融センターにアクセスしなくても、機関投資家の側が国境を越えて各国の証券を売買するようになった」（670 頁）と述べるとともに、それが国際的証券取引の基本形態がクロスボーダー型証券取引（すなわち、証券発行により資金調達を行った調達主体の本国で形成されている内国市場に、国外の投資家の側が国境を越えて発注し、売買を行う取引）となったことの一因であると指摘している。

第二の点については、対外証券投資拡大の影響、すなわちシンガポール対外証券投資がアジアの域内金融統合に及ぼす影響が論点となる。その論点を解決するには、同国の対外証券投資がアジアにおいてどのような機能・役割を持つか、あるいはそもそもどのようなアジア向け投資に関する専門的知識・技術を持つか、を分析することが重要になる。なお、そうした分析は、より一般に、香港と並び同国がけん引役ないし下支え役となるアジア域内金融統合が期待される機能・役割を果すか、すなわち、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI: Asian Bond Markets Initiative）、チェンマイ・イニシアティブ（CMI: Chiang Mai Initiative）、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（CMIM: Chiang Mai Initiative Multilateralisation）などのアジアにおける地域金融協力とともに、アジア通貨危機の再発防止に寄与するか、という観点からも重要である。なぜなら、アジア域内金融統合がそのような期待される機能・役割を果すための前提として、日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会［2009 において指摘されているように、アジアの投資家は欧米等域外投資家に比して、域内の金融経済情勢、域内企業や政府などの投資対象等についてより正確なアジアの情報などアジアに関する専門的知識・技術（expertise）を持ち、域内のハーディング現象、すなわち他人の行動に同調したり追随したりするような、群集心理に基づく不合理で明確に根拠のない行動に対して、一定の歯止めとなり得るという必要があるが[81]、香港とともにシンガポールは「欧米諸国の出張所のような存在であり、欧米諸国のアジア向け投資を代行しているに過ぎない」といった認識が広く存在しており（Kim, Lee, and Shin [2006]; Park and Lee [2011]; Pongsaparn and Unteroberdoerster [2011]）、アジアの投資家と見做すことができるのかどうかさえ、明確な理解が得られていない状況にあるためである。そのため、シンガポールがアジア向け投資に関する専門的知識・技術を持つかどうか、持つならどのような専門的知識・技術かが明らかになれば、アジア域内金融統合の議論の中に、同国を明示的に取り込むことができるようになると考えられる。

以上のような問題意識を踏まえ、本論文の目的は、シンガポールの対外証券投資、とりわけシェアの高いアジア向け投資を対象に、（１）どのような特徴を持つか、（２）そのような特徴を持つ理由は何か、について分析することを通じて、同国の「アジアに関する専門的知識・技術（expertise）」に関する一側面を明らかにすることである。

---

[81] アジアに関する専門的知識・技術に言及することなく、欧米等域外投資家によるアジア向け投資に比べて安定した動きをするといった認識のみが示されることも少なくない（例えば、中曽［2015］）。

分析は、シンガポール対外証券投資のアジア・オセアニアへの「リージョナル・バイアス」を中心に据えて行う。主たる分析対象にオセアニアを加えるのは、アジア向けの特徴をより鮮明に浮かび上がらせることが期待できるためである。また、リージョナル・バイアスとは文字通り「地域的な偏り」であり、海外資産の中では地理的に近い周辺国の資産を特に選好する傾向のことであるから、アジアと同様アジア太平洋という地域区分に属し、シンガポールから近いオセアニアを主たる分析対象に加えることは、自然なことでもある。用いるデータは主として、詳細な対外証券投資残高が公表されている国際通貨基金（IMF），*Coordinated Portfolio Investment Survey*（*CPIS*）を中心に、国際的な債券市場残高、株式市場残高についてはそれぞれ、国際決済銀行（BIS），*Debt securities statistics*、世界銀行（World Bank），*Market capitalization of listed domestic companies* である。IMF, *CPIS* の対外証券投資残高統計では、断りの無い限り、資産サイドの統計データを用いる。その理由は、クロスボーダーの証券取引においては、フロー統計データにおいても、ストック統計データにおいても、とりわけ負債サイドの統計データからは最終投資家の国籍の把握が難しいのに対し、資産サイドの統計データは最終投資家の国籍を表していると考えることができるためである（日銀 [2000]）。例えば、シンガポールから A 国への対外証券投資は、資産サイドの統計データ（シンガポールの対外証券投資統計データ）のほか、負債サイドの統計データ（A 国の対内証券投資統計データ）の双方から把握しうるが、最終投資家としてのシンガポール居住者の投資行動を表す前者の統計データを用いるということになる。そのため、本章におけるシンガポールによる対外証券投資には、同国居住者であれば、国内投資家に加え、欧米資産運用会社のシンガポール拠点などによるものも含まれることになる。なお、IMF, *CPIS* において、シンガポールなど国毎に公表される対外証券投資には、外貨準備や国内に所在する国際機関による保有分は含まれていない。

対象期間は、IMF, *CPIS* が継続的に統計データを公表するようになった 2001 年末から 2017 年末までとする。なお、本章では、アジアは、シンガポール、日本、韓国、香港、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド、中国本土の 10 カ国、オセアニアは、オーストラリアとニュージーランドの 2 カ国を指すものとする。

表 3-1　アジアへの証券投資残高（年末値）

3-1-a　株式・投資ファンド持ち分投資

（%）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
アジア	6.2	6.8	7.4	8.0	7.6	10.2	14.5	16.3	15.1	14.8	15.5	17.5	15.0	16.0	16.8	17.4	16.5	10.3	8.3	2.9	-0.9
中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4	2.1	2.9	-	-	-	-
香港	2.1	2.3	3.0	3.0	3.1	5.0	6.5	7.0	7.3	6.5	6.7	7.8	6.5	7.1	6.3	6.6	5.5	3.4	4.5	1.2	-2.3
日本	1.4	1.2	1.2	1.5	1.2	1.6	2.0	1.9	2.2	2.3	2.1	1.8	1.5	1.8	1.7	1.6	1.7	0.3	0.6	-0.2	-0.1
韓国	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.4	1.9	1.3	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	1.9	-1.1	0.0
インド	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	0.0
インドネシア	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.0	0.0
マレーシア	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.1	0.4	-0.0
フィリピン	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
シンガポール	2.5	3.1	3.1	3.4	3.1	3.1	3.8	5.7	4.0	4.4	5.1	6.4	5.4	5.5	5.8	5.5	4.8	2.3	1.2	2.6	-1.5
タイ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
オセアニア	1.2	0.9	1.4	1.4	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	0.1	0.3	0.2	-0.4
豪州	1.1	0.8	1.2	1.2	1.0	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	0.1	0.4	0.2	-0.5
NZ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	0.0
欧米先進国	86.6	84.0	82.2	81.5	81.0	77.7	72.1	68.8	67.5	71.0	70.8	70.4	70.9	68.9	66.3	66.2	66.9	-19.7	-14.5	-1.7	-3.5
ベルギー	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.0
カナダ	3.9	3.6	3.1	2.9	2.8	2.7	2.7	2.9	2.7	3.0	3.3	3.2	3.1	3.3	3.3	3.6	3.4	-0.4	-1.2	0.5	0.3
フランス	1.6	1.7	2.4	2.8	2.8	3.1	2.3	1.9	2.5	2.3	1.7	2.3	2.9	1.9	1.7	1.8	1.6	-0.1	0.7	-0.0	-0.7
ドイツ	1.5	2.0	2.1	1.8	1.3	1.8	1.5	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	-0.6	-0.0	-0.6	0.0
イタリア	2.5	1.8	1.6	1.4	1.1	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	-2.4	-2.0	-0.3	-0.1
ルクセンブルグ	6.0	5.6	6.9	7.6	7.9	8.2	8.8	7.3	8.0	8.8	8.2	8.2	7.6	7.6	6.6	6.6	6.7	0.7	2.8	-0.6	-1.5
オランダ	4.4	2.8	3.1	3.4	2.8	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5	2.9	3.1	3.1	3.0	2.7	2.9	2.6	-1.8	-2.0	0.7	-0.5
スウェーデン	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8	1.0	-0.1	-0.4	0.1	0.1
スイス	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	-0.5	-0.6	0.3	-0.2
英国	15.4	16.2	14.1	14.2	13.7	12.9	12.1	10.7	9.8	9.4	9.4	8.5	8.9	8.9	8.1	7.9	7.9	-7.5	-3.3	-3.6	-0.6
米国	48.2	47.4	46.3	44.6	46.2	43.6	39.9	40.1	39.0	41.8	42.1	41.9	41.8	40.9	40.7	40.5	41.5	-6.7	-8.4	2.0	-0.4
外貨準備、国際機関	0.0	0.1	0.2	0.0	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7	0.2	0.4	0.1
その他	6.0	8.2	8.8	9.1	10.0	10.5	11.6	13.1	15.6	12.3	11.6	9.8	12.0	13.0	14.7	14.2	14.6	8.6	5.7	-1.8	4.7
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
計（10億米ドル）	556	528	887	1,147	1,651	2,177	2,682	1,461	2,066	2,450	2,081	2,546	2,932	3,200	3,319	3,429	4,600	4,043	2,125	-135	2,053

3-1-b　債券投資

（%）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
アジア	17.1	17.7	17.4	15.5	16.2	18.7	19.7	20.6	20.5	23.1	24.1	27.6	31.3	30.2	27.1	26.6	25.4	8.3	2.6	7.9	-2.2
中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.0	2.8	2.5	-	-	-	-
香港	6.3	7.3	8.4	7.1	7.1	7.5	7.6	9.3	7.9	10.8	12.4	13.8	17.0	15.0	13.0	12.1	11.4	5.1	1.4	6.1	-2.4
日本	4.5	4.6	3.4	2.6	2.5	2.5	2.7	3.1	2.8	2.9	3.0	3.4	3.3	3.8	3.7	3.6	3.4	-1.1	-1.8	0.7	-0.0
韓国	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.6	0.8	0.9	1.0	0.5	0.0	-0.2	0.7
インド	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	-0.0
インドネシア	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0
マレーシア	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.1	0.6	-0.0
フィリピン	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1
シンガポール	5.7	5.2	5.1	5.3	5.8	7.3	8.4	6.6	7.1	7.1	6.9	8.7	9.2	8.8	5.8	5.3	5.5	-0.2	2.8	0.3	-3.2
タイ	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	1.0	2.0	1.2	0.7	0.4	0.5	0.9	0.9	0.6	0.7	0.6	0.1	0.3	0.2
オセアニア	0.8	0.1	0.2	0.7	0.6	0.7	1.1	0.8	0.9	0.6	0.5	0.8	0.7	1.1	1.2	1.5	2.0	1.3	0.3	-0.3	1.3
豪州	0.7	0.0	0.1	0.5	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5	0.8	0.7	1.1	1.2	1.4	1.9	1.2	0.3	-0.2	1.2
NZ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1
欧米先進国	50.1	50.0	49.1	53.7	55.0	53.0	51.3	51.8	44.7	45.9	48.1	43.0	43.3	40.6	40.3	45.0	42.0	-8.1	1.3	-8.3	-1.0
ベルギー	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.2	-0.2	0.1
カナダ	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.4	0.2	-0.1	0.2
フランス	4.0	4.2	5.1	6.6	9.1	7.5	14.1	20.4	12.0	8.3	7.9	7.0	6.5	5.6	5.1	4.5	5.4	1.4	10.1	-7.1	-1.7
ドイツ	2.0	3.9	4.1	4.8	3.9	2.1	1.8	1.8	1.6	2.6	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8	1.8	2.0	-0.0	-0.2	0.2	-0.0
イタリア	0.9	0.9	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.3
ルクセンブルグ	3.0	3.3	4.9	8.2	9.1	8.7	5.4	4.4	6.1	6.7	6.7	6.1	5.6	5.9	5.1	6.4	7.5	4.5	2.4	0.7	1.4
オランダ	1.1	0.9	2.0	3.2	1.7	1.7	1.6	1.1	1.3	0.9	0.7	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	-0.1	0.5	-0.5	-0.1
スウェーデン	0.5	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	0.1
スイス	2.1	1.9	1.3	1.0	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.3	0.9	0.7	1.6	1.8	1.7	1.5	1.5	-0.5	-1.0	-0.3	0.8
英国	21.9	13.0	13.6	13.4	17.3	16.5	12.9	10.3	10.7	12.8	13.3	11.9	13.2	9.9	10.1	12.5	4.7	-17.2	-9.0	-1.0	-7.2
米国	13.9	20.5	16.4	15.0	11.6	14.1	13.0	11.3	10.6	12.4	15.7	13.4	12.8	13.6	14.5	16.2	18.6	4.7	-0.9	0.4	5.1
外貨準備、国際機関	24.9	24.5	25.1	20.6	17.3	16.9	15.5	20.5	24.4	22.7	19.8	19.9	14.8	14.6	15.5	12.2	15.3	-9.6	-9.4	4.4	-4.6
その他	7.2	7.6	8.2	9.5	10.9	10.7	12.4	6.2	9.5	7.8	7.5	8.8	9.9	13.4	15.8	14.7	15.3	8.0	5.2	-3.7	6.5
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
計（10億米ドル）	300	289	336	433	497	562	735	705	777	1015	1205	1330	1433	1543	1630	1580	1898	1,597	434	596	567

注 1：世界各国・各地域からのアジア 10 カ国に対する投資額及びシェア。アジア 10 カ国とは、シンガポール、日本、韓国、香港、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド、中国本土を指す。
注 2：欧米先進国は、主要先進国のグループである G10（10 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議）に含まれる 11 カ国から、アジアに含まれる日本を除き、ルクセンブルグを加えた 11 カ国（米、英、独、仏、伊、加、オランダ、ベルギー、スウェーデン、スイス及びルクセンブルグ）とした。なお、財務省によると、1984 年 4 月にスイスが参加して以降、G10 参加国は 11 か国となっているが、それ以降も引き続き G10 と称している（https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g10/index.htm、2019 年 4 月 30 日アクセス）。
注 3：未公表や秘匿等により投資国の対外証券投資残高が明らかになっていない場合はゼロとして作成。
注 4：■ は 5%以上、■ は 10%以上であることを表す。
出所：IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*（*CPIS*）より作成。

Ⅱ．リージョナル・バイアスの計測手法について

アジアの金融市場全体を俯瞰したとき、リージョナル・バイアスが存在するか否かについて見解は分かれている[82]。もっとも、証券投資の分野については、IMF, *CPIS* に基づき、アジア全体におけるリージョナル・バイアスの存在を肯定する見解は少なくない。McGuire [2004]、McCauley and Park [2006]では債券分野において、高阪 [2013]では株式分野において、いずれも同統計を用いて、アジア全体におけるリージョナル・バイアスの存在を指摘している。McGuire [2004]、McCauley and Park [2006]においては、アジア全体におけるリージョナル・バイアスのけん引役がシンガポールと香港であるという事実と同時に、それら両国の投資分には、実質的に他国に本社のある金融機関による部分が含まれているため、それらの国にけん引されたリージョナル・バイアスが、リージョナル・バイアスと呼べるのかという点については議論がありうる可能性を指摘している。

それらのアジアの証券投資のリージョナル・バイアスに関する議論は、基本的には、アジアの証券投資の受け入れに占めるアジアのシェアに基づいて行われている。すなわち、焦点は集合体としてのアジア全体の対内証券投資（負債面）に表れるアジアとの結びつきの強さにあり、計測にはシェアが用いられる。それに対し本章では、アジアの中で、香港とともにアジアに対する証券投資の主役となっているシンガポールのアジア・オセアニア各国への対外証券投資に注目し、シェアよりもむしろ、より正確にリージョナル・バイアスを捉えることができると考えられるリージョナル・バイアスの指標に基づいて分析を行う。すなわち、本章の焦点はシンガポールの対外証券投資（資産面）における個別のアジア・オセアニア諸国との結びつきの強さにあり、リージョナル・バイアスの計測に際しては、シェアよりもむしろ他の手法に基づくということになる。

82) アジアのリージョナル・バイアスが存在するか否かについては、Ito and Park [2004]において、賛成と反対の主張が示されている。もっとも、それらの主張の違いは、着目する統計によるところが大きいと考えられる。

１．シェア

対外証券投資残高の国別シェアは、リージョナル・バイアスを捉える方法の一つである。シェアが高いほど、リージョナル・バイアスが強いと考えることができる。

リージョナル・バイアスの計測にシェアを用いる場合、計算が容易であるというメリットがある反面、単純なシェアを見るだけでは、判断が困難な場合があるというデメリットがある。例えば、ある一時点において、シンガポールの対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高いとしても､そもそもA国の世界全体における証券市場の規模が大きいなら、あるいは他の国の対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高いなら、シンガポールのA国への投資バイアスが強いとは必ずしも言えない。また、時系列でみて、かつて低かったシンガポールの対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高くなったとしても、そもそもA国の世界全体における証券市場の規模が大きくなっているなら、あるいは他の国の対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高くなっているなら、シンガポールのA国への投資バイアスが強まったとは必ずしも言えない。

そこで次に、国別シェアを標準化し、投資対象国の市場規模の違い、計測時点、投資国の違いなどを超えて、国別シェアを並列に比較検討する方法について検討する。

２．リージョナル・バイアスの指標１：リージョナル・バイアスの尺度

i国からj国への投資のバイアスを計測する場合、対外証券投資残高の国別シェアそのものではなく、Schoenmaker and Bosch [2008]で示されたリージョナル・バイアスを計測する指標を基にして、以下のような「リージョナル・バイアスの尺度」を考えることができる[83)]。

$$REB_{ij} = \frac{X_{ij}/X_{i.}}{MC_j/(MC_w - MC_i)} \qquad (3-1)$$

ただし、REB_{ij}はi国からj国に対するリージョナル・バイアス、X_{ij}はi国からj国への

83) 正確には、同論文で提示された式とは、二点において異なる。第一に、同論文においては、EU各国と米国を投資可能な証券市場と想定したリージョナル・バイアスの算出式が提示されているが、投資可能な証券市場を世界全体とすることにより、ここではそれをより一般的な形としたこと、第二に、同論文においては、（1）式の右辺に相当する部分から1から差し引くことによりi国からj国への投資バイアスが強まるほど数値が低下するように算出されているが、ここでは右辺を1から差し引かずi国からj国への投資バイアスが強まるほど数値が上昇するようにしたこと、である。

対外証券投資残高、$X_{i.} = \sum_j X_{ij}$（i 国の全対外証券投資残高）、MC^j、MC^w、MC^i はそれぞれ、j 国、世界全体、i 国の証券市場規模である。分子は*i*国の対外証券投資残高に占める*j*国のシェア、分母は*i*国にとって投資可能な外国証券市場の規模に占める*j*国のシェアを表していることから、現実の投資パターンを、投資可能なユニバースのパターンと比較しているということになる。例えば、シンガポールから日本へのバイアスについて計算する場合は、分子が、シンガポールの対外証券投資残高に占める日本のシェア、分母が、シンガポールにとって投資可能な外国証券市場に占める日本のシェア、となる。シンガポールにとって投資可能な外国証券市場とは、世界全体の市場規模からシンガポールの市場規模を引いたもの、となる。

リージョナル・バイアスの計測にこの方法を用いるメリットは、シェアのデータを標準化できることである。*i*国から*j* 国に対するバイアスは、REB_{ij} が 1 のときは中立、1 より大きいほど強く、1 より小さいほど弱い、と判断できることになる。

３．リージョナル・バイアスの指標２：対外証券投資残高結合度

i 国から j 国への投資のバイアスを計測する場合、貿易の分析において長く用いられてきた貿易結合度（Trade Intensity Index）のうち、輸出結合度の考え方を援用することにより[84]、以下のようなリージョナル・バイアスを計測する指標である「対外証券投資残高結合度」を考えることができる。

$$I_{ij}^X = \frac{X_{ij}/X_{i.}}{X_{.j}/(X_{..} - X_{.i})} \qquad （３－２）$$

ただし、X_{ij} は i 国から j 国への対外証券投資残高、$X_{i.} = \sum_j X_{ij}$（i 国の全対外証券投資残高）、$X_{..} = \sum_i \sum_j X_{ij}$（世界全体の対外証券投資残高）、$X_{.j} = \sum_i X_{ij}$（世界から j 国

[84] 貿易結合度については、山澤 [1970]、経済産業省 [2007]、熊谷 [2011]を参照。なお、貿易結合度は貿易量というフロー統計に基づいて算出されるが、データの制約から、対外証券投資残高結合度はストック統計によって算出することになる。もっとも、結果的に、結合度のボラティリティが小さくなり、基調判断が容易になるというメリットがある。

向けの対外証券投資残高。あるいは j 国の全対内証券投資残高)、$X_{.i} = \sum_j X_{ji}$ （世界から i 国向けの対外証券投資残高。あるいは i 国の全対内証券投資残高）である。分子は先のリージョナル・バイアスの尺度の場合と同様、*i*国の対外証券投資残高に占める*j*国のシェア、分母は世界の対外証券投資残高に占める*j*国のシェアを表しており、現実の投資パターンを、世界の標準的な投資パターンと比較しているということになる。分母について、$X_{.j}/X_{..}$ ではなく $X_{.j}/(X_{..} - X_{.i})$ とするのは、i 国の対外証券投資残高を考えるとき、当然 i 国自身は投資先にはならないことから、i 国の対外証券投資残高に占める j 国向け投資と比較すべき世界の標準的な対外証券投資残高は、世界全体の対外証券投資残高に占める、世界から j 国向けの対外証券投資残高ではなく、世界全体の対外証券投資残高から、世界から i 国への対外証券投資残高を差し引いた値に対する、世界から j 国向けの対外証券投資残高を用いた方が適切である、という考え方を反映したものである[85]。例えば、シンガポールから日本への結合度について計算する場合は、分子は、シンガポールの対外証券投資残高に占める日本のシェア、分母の分母は、世界全体の対外証券投資残高から世界からシンガポールへの対外証券投資残高を差し引いた値、分母の分子は、世界全体の対外証券投資残高に占める日本向けの投資残高、となる。

リージョナル・バイアスの計測にこの方法を用いるメリットは二つある。一つは、先のリージョナル・バイアスの尺度の場合と同様、シェアのデータを標準化できることである。*i*国から*j* 国に対するバイアスは、I_{ij}^{X} が 1 のときは中立、1 より大きいほど強く、1 より小さいほど弱い、と判断できることになる。もう一つのメリットは、世界各国の債券市場の規模、株式市場の規模を用いることなく、国別シェアを標準化し、並列に比較検討することが可能となることである。すなわち、世界各国の債券市場の規模、株式市場の規模として、どのデータを用いるのかによって結論に違いが生じうる可能性を排除することが可能となる。二つ目のメリットは、実際の数値の計算において重要となる[86]。

---

[85] 熊谷 [2011]は、貿易結合度の算出に際し、同様の議論を行っている。

[86] 世界各国の債券市場の規模、株式市場の規模を統一的な視点から把握しようとするとき、用いるデータ群によって、結論に違いが生じうる。例えば、債券市場の規模については、代表的な統計として、BIS の公表する統計（Debt Securities Statistics）の他、Bloomberg LP などの民間部門が有料で公表するデ

Ⅲ．シンガポールにおけるリージョナル・バイアス

本節では、実際に以上の３つの方法によりリージョナル・バイアスを計測し、その特徴について分析する。分析に際しては、リージョナル・バイアスを計測する上でより適切であると考えられるリージョナル・バイアスの尺度及び対外証券投資結合度を中心とする。

１．シェア

まず始めに、国別シェアに基づくと、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化を挙げることができる。前者として、①欧米先進国に比して、アジアの中にはシェアの高い国が少なくないこと、但し東南アジアにはシェアの高い国が相対的に少ないこと、後者として、②中国のシェアが上昇傾向にあること、を挙げることができる（表 3-2-a、3-2-b）。①については、時点によって違いはあるものの、アジア・オセアニアの中には 5%を上回るような国が少なくないのに対し、東南アジアについては 5%を上回るのが、特定の時期のマレーシア向け（株式・投資ファンド持ち分投資では 2001～2005 年末、債券投資では 2012～2013 年末）及びインドネシア向け（債券投資で 2010 年末のみ）にとどまること、②については、2001 年末から 2017 年末にかけて中国向けシェアが、株式・投資ファンド持ち分投資は 10.1%ポイント上昇（3.1%→13.2%）、債券投資は 4.0%ポイント上昇（0.7%→4.8%）していること、に表れている。なお、その反面、英国向けシェアが低下しており、それぞれ 5.5%ポイント低下（8.9%→3.4%）、13.7%ポイント低下（17.2%→3.5%）となっている。

ータ群があり、株式市場の規模については、代表的な統計として、国際取引所連合（World Federation of Exchanges）の統計の他、MSCI, Inc.などの民間部門が有料で公表するデータ群がある（住友信託銀行インデックスクオンツ運用部編［2011］）。BIS や国際取引所連合が公表する市場規模のデータは、相対的に対象範囲が広いと考えられるものの、報告主体からの報告の有無や報告内容の違い等により、公表される国毎のデータに違いがあること、実際の投資の組み入れ候補の銘柄群（ユニバース）は、市場規模全体から、実際に市場で取引される可能性の低い銘柄（創業者、役員、関係会社、金融機関などによって保有されている株式など）、流動性が低い銘柄などが取り除かれる必要があるが、BIS や国際取引所連合が公表する市場規模のデータはそうした調整がなされていないこと、を挙げることができる。

表 3-2　シンガポールの対外証券投資残高に占めるアジア向けシェア（年末値）

3-2-a　株式・投資ファンド持ち分投資残高（%、%ポイント）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
アジア																					
中国	3.1	2.6	2.8	2.6	4.6	5.2	6.5	13.6	14.3	13.1	13.1	13.0	12.4	13.4	15.3	13.0	13.2	10.1	3.4	6.5	0.3
香港	9.2	5.6	5.0	6.0	10.4	10.9	6.6	6.1	3.0	2.8	2.3	2.7	2.6	2.6	2.8	2.7	3.0	-6.2	-2.5	-4.0	0.3
日本	5.2	7.0	8.5	9.4	8.0	7.1	7.7	10.5	4.9	5.5	4.8	4.6	5.1	4.8	6.3	6.3	6.2	1.0	2.5	-3.1	1.6
韓国	3.3	3.4	4.0	5.4	5.6	4.8	4.3	4.3	4.0	4.3	5.0	5.3	4.5	4.4	4.5	4.6	4.1	0.8	1.0	1.0	-1.2
インド	0.7	0.9	1.2	1.7	1.4	2.8	6.7	5.8	8.7	5.0	3.8	5.0	3.9	6.1	6.2	5.1	4.8	4.1	6.0	-1.7	-0.2
インドネシア	0.9	3.0	0.9	1.5	1.1	0.9	1.6	1.0	1.2	1.6	1.6	3.4	1.4	1.5	1.3	1.5	1.5	0.5	0.6	1.9	-2.0
マレーシア	13.9	9.6	5.1	6.4	5.6	3.8	3.7	3.6	1.9	2.3	2.3	1.9	1.8	1.6	1.2	1.2	1.0	-12.9	-10.2	-1.7	-0.9
フィリピン	1.3	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.4	-0.9	-0.9	0.3	-0.3
シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
タイ	4.5	3.3	2.9	2.9	2.9	2.1	1.5	1.4	1.0	1.2	1.2	1.3	1.7	1.1	1.0	1.1	0.9	-3.6	-3.0	-0.2	-0.4
オセアニア																					
豪州	1.9	2.8	2.9	2.8	2.5	2.3	3.5	1.5	3.5	3.5	2.8	2.7	3.0	2.3	1.6	2.2	1.9	0.0	1.6	-0.8	-0.7
NZ	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.0	-0.1	0.0
欧米先進国																					
ベルギー	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	0.1	-	-
カナダ	0.5	0.9	1.4	1.1	1.2	1.1	1.3	1.1	C	C	C	C	1.9	1.9	1.5	2.0	1.8	1.3	0.7	-	-
フランス	2.3	2.7	2.9	1.9	1.9	2.2	3.4	1.4	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	1.1	-	-
ドイツ	1.3	0.8	1.3	1.4	1.3	1.6	2.2	1.0	C	C	C	2.2	1.7	1.3	1.2	1.3	1.6	0.3	0.9	-0.1	-0.6
イタリア	0.2	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	C	C	C	C	C	-	0.5	-0.3	-
ルクセンブルグ	1.3	1.8	1.5	0.7	0.5	1.6	1.3	0.6	1.2	1.1	1.1	1.6	2.0	2.3	2.4	2.3	2.5	1.2	-0.0	0.3	0.9
オランダ	0.7	1.0	1.2	0.9	0.7	0.8	0.6	0.4	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	-0.1	-	-
スウェーデン	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7	C	C	C	C	C	C	-	0.4	-	-
スイス	1.0	1.8	1.7	1.3	1.3	1.4	1.0	1.0	C	C	C	C	C	C	C	C	1.3	0.3	0.0	-	-
英国	8.9	9.3	8.1	8.8	7.9	6.1	9.4	8.4	5.7	6.1	5.9	4.7	4.8	4.3	3.8	3.5	3.4	-5.5	0.5	-4.7	-1.3
米国	22.9	27.0	32.1	26.0	27.3	23.3	20.9	22.4	23.5	25.1	27.9	25.4	26.8	26.2	24.7	25.2	23.7	0.8	-2.0	4.5	-1.7
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0

3-2-b　債券投資残高（%、%ポイント）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
アジア																					
中国	0.7	0.6	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5	0.9	0.7	0.5	1.2	1.1	3.7	6.5	4.7	4.4	4.8	4.0	-0.2	0.6	3.6
香港	2.1	1.9	1.9	1.6	2.2	2.1	2.0	2.4	1.9	2.2	2.4	3.0	5.5	3.8	2.7	2.2	1.9	-0.2	-0.2	1.0	-1.1
日本	9.3	3.1	0.6	2.0	3.5	5.4	5.3	4.0	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	-4.0	-	-
韓国	3.4	3.7	3.9	3.4	4.2	4.5	6.6	8.2	8.9	6.2	8.2	6.5	4.3	4.7	2.8	2.3	2.5	-0.9	3.2	-0.2	-4.0
インド	0.5	0.3	0.5	0.9	0.8	1.1	1.9	3.0	3.0	5.0	6.8	9.1	5.6	6.4	4.2	2.4	2.6	2.1	1.4	7.3	-6.6
インドネシア	0.6	0.9	1.0	1.1	2.4	2.8	3.0	1.8	3.2	5.6	3.6	3.1	2.1	2.3	1.8	1.9	1.9	1.3	2.4	0.2	-1.2
マレーシア	2.8	3.2	3.1	4.7	3.8	2.9	4.3	2.9	2.4	2.6	3.1	5.3	5.9	3.6	2.5	2.3	2.1	-0.6	1.6	1.0	-3.2
フィリピン	1.2	1.0	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	0.9	1.6	0.9	0.5	0.6	0.6	-0.6	-0.6	0.3	-0.3
シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
タイ	1.1	0.8	0.7	0.5	0.8	0.7	0.7	0.5	0.7	1.6	1.2	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	-0.6	-0.5	1.1	-1.2
オセアニア																					
豪州	7.1	7.0	6.3	7.3	8.9	8.8	9.2	9.2	7.8	5.8	5.3	4.3	3.7	3.5	3.0	3.4	3.4	-3.7	2.0	-4.9	-0.9
NZ	1.5	1.4	0.5	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3	0.7	C	0.1	0.1	0.1	C	C	-	-1.3	-	-
欧米先進国																					
ベルギー	0.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	C	C	C	-	0.1	-0.2	-
カナダ	2.1	1.9	1.7	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	1.1	1.8	2.0	2.1	0.0	-1.4	0.1	1.3
フランス	2.5	3.9	4.3	3.3	4.7	4.9	4.1	3.6	4.5	4.0	4.6	C	C	C	C	C	C	-	1.7	-	-
ドイツ	7.7	9.6	6.4	5.1	6.7	7.1	6.2	5.5	5.1	6.7	2.5	4.2	4.3	4.0	3.7	3.5	3.8	-3.9	-1.5	-2.0	-0.4
イタリア	2.3	1.6	1.2	1.1	2.0	2.5	2.4	1.9	2.3	0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	0.4	0.2	C	-	0.2	-2.3	-
ルクセンブルグ	0.9	2.5	2.4	2.0	2.2	1.9	0.4	0.4	0.4	2.2	0.8	2.8	2.6	1.4	1.8	2.0	1.8	0.9	-0.5	2.4	-1.0
オランダ	2.6	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3	2.6	2.1	2.0	2.1	1.7	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	-1.2	-0.3	-0.6	-0.3
スウェーデン	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.2	0.3	0.5	0.4	0.6	-0.1	-0.3	0.2	-0.0
スイス	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.9	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.3	-0.1	0.3
英国	17.2	17.1	16.8	18.1	19.6	20.4	17.6	18.9	17.8	12.9	7.1	6.3	4.2	4.6	3.4	3.8	3.5	-13.7	0.4	-11.3	-2.8
米国	19.4	21.4	25.9	25.4	21.1	18.0	20.1	19.2	17.9	20.1	26.1	24.1	25.5	29.5	36.8	36.1	35.3	15.9	0.6	4.0	11.2
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0

注１：-は未公表、C は秘匿を表す。
注２：■　は 5%以上、■　は 10%以上であることを表す。
出所：IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*（*CPIS*）より作成。

２．リージョナル・バイアスの指標１にみられるバイアス

リージョナル・バイアスの尺度に基づくと、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれにも共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化を挙げることができる。前者として、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さ、後者として、②アジア・オセアニアへのリ

ージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、を挙げることができる。

①については、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは欧米先進国向けに比して、時点によらず１を上回っている国が多いこと、アジアに比してオセアニア（オーストラリア及びニュージーランド）向けは総じて相対的に水準が低いこと、に表れている[87]（表 3-3-a、3-3-b）。実際、アジア・オセアニア向けにおける、オーストラリア、ニュージーランド向けの順位を算出してみると、いずれも株式・投資ファンド持ち分投資については一貫して、下位２分の１以下あるいは下位４分の１以下、すなわち第２四分位数あるいは第１四分位数以下に含まれるほか、債券投資については両国とも過半の時点において、下位２分の１あるいは４分の１以下に含まれる[88]。

アジア向けの中で、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、バイアスが弱い国として日本が挙げられる。株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても概ね１を下回り、アジアの中ではいずれも最低ないし最低に近い水準にあるほか、債券投資については 2009 年末から秘匿により算出不能となっている。秘匿の理由は一般に、投資家の数が少なく、データの公表が投資家の個別情報の判明に繋がる恐れがあることであるため、秘匿は積極的な投資が行われていないことの表れと考えられる。実際、2017 年末のシンガポールの日本への投資残高を、同国の対内証券投資統計におけるシンガポール部分の数値を用いて延長した上で、2017 年末時点のリージョナル・バイアスの尺度を試算すると 0.3 となり、2017 年末で数値が取得できる全てのアジア・オセアニアの国を下回る水準となる[89]。そのため、日本向けの債券投資についても、リージョナル・

---

87) ルクセンブルグ向けの株式・投資ファンド持ち分投資は一貫して、アジア・オセアニア向けに匹敵ないし上回る強いバイアスを持っている。その一因として、世界有数の規模を持つ同国ファンドへの投資において、シンガポールが強いバイアスを持つことを挙げることができる。そのことは、シンガポールで販売されているファンドの過半が外国籍であり、その過半がルクセンブルグ籍であること（PricewaterhouseCoopers [2015]）、ルクセンブルグが中心的な設定国となっている UCITS、すなわち欧州委員会（European Commission）が制定した指令（UCITS 指令）に準拠するファンドの販売において、アジア太平洋が欧州域外で最大の販売地であり、中でもシンガポールが最大の販売地であること（野村 [2015]）、などによって示唆される。なお、欧州投資信託協会（EFAMA: European Fund and Asset Management Association）, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2017 & Results for the Full Year of 2017* によると、2017 年末の UCITS の純資産残高において、ルクセンブルグ籍は 3.5 兆ユーロ（4.2 兆米ドル）と最大であり、全体の 35.9%を占める。

88) 順位を捉えるに際して、第２四分位数あるいは第１四分位数以下、といった相対的な順位に基づく理由は、年によってリージョナル・バイアスの尺度を算出できる国の数が異なることによる影響を排除するためである。なお、第２四分位数あるいは第１四分位数以下となるということは、例えば 11 カ国が対象であれば、順位ではそれぞれ６位以下、９位以下であることになる。

89) 日本については、国別の対内債券投資残高が公表されており、シンガポールからの対内債券投資残高が明らかになっている。ここでは、その 2009 年末から 2017 年末までの各年の変化率を用いることによ

バイアスは、相対的に弱いと考えることができる。

②については、2001 年末から 2017 年末にかけて、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは総じて、リージョナル・バイアスの尺度の低下傾向が観察されることに表れている。実際、2001 年末と 2017 年末とを比較すると、アジア・オセアニア向けのうち、株式・投資ファンド持ち分投資では 9 カ国中 8 カ国、債券投資では 5 カ国中 4 カ国において、リージョナル・バイアスの尺度が低下している。

③については、リージョナル・バイアスの程度が相対的に強い債券投資については、低下に歯止めが掛かりつつあるとは言えないものの、株式・投資ファンド持ち分投資については総じて、低下スピードが緩やかになっていることに表れている。実際、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007 年末の変化と 2012→2017 年末の変化を比較可能な範囲で比較すると、マイナス幅が縮小（ないしプラス転化、プラス幅拡大）しているのは、債券投資では 5 カ国中 2 カ国に留まるのに対して、株式・投資ファンド持ち分投資では 9 カ国中 7 カ国となっている。

表 3-3　シンガポール対外証券投資残高のリージョナル・バイアスの尺度（年末値）

3-3-a　株式・投資ファンド持ち分投資残高

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
アジア																					
中国	-	-	1.7	2.1	4.6	2.3	0.9	2.4	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0	1.5	1.2	1.2	1.2	-	-	1.0	-0.6
* 香港	4.8	2.8	2.2	2.5	4.0	3.1	1.5	1.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	-4.3	-3.4	-1.0	0.1
日本	0.6	0.8	0.9	1.0	0.7	0.8	1.1	1.1	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.2	0.4	-0.4	0.1
* 韓国	3.8	3.1	3.8	4.6	3.1	2.8	2.3	2.9	2.3	2.1	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	1.9	-1.9	-1.5	0.1	-0.5
インド	-	-	1.3	1.6	1.1	1.7	2.2	2.9	3.1	1.7	1.8	2.1	2.2	2.6	2.6	2.2	1.7	-	-	-0.1	-0.4
* インドネシア	10.7	22.8	5.2	7.3	5.6	3.2	4.4	3.3	2.6	2.4	1.9	4.3	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	-8.4	-6.3	-0.1	-2.0
* マレーシア	31.2	17.2	9.9	12.8	12.4	7.9	6.7	6.1	3.0	3.1	2.7	2.2	2.2	2.3	2.0	2.3	1.8	-29.5	-24.5	-4.5	-0.4
* フィリピン	15.8	7.7	5.5	4.9	2.9	2.6	2.2	2.1	1.7	1.4	1.4	1.5	1.2	1.5	1.7	1.7	1.1	-14.7	-13.6	-0.7	-0.4
シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* タイ	33.8	16.6	7.5	9.2	9.5	7.5	4.6	4.4	2.7	2.2	2.0	1.8	3.1	1.8	1.9	1.8	1.4	-32.4	-29.2	-2.8	-0.4
オセアニア																					
豪州	1.4	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0	1.6	0.7	1.3	1.3	1.1	1.0	1.4	1.2	0.9	1.2	1.1	-0.3	0.2	-0.6	0.0
* NZ	2.4	2.0	1.1	0.5	0.1	0.6	1.7	0.5	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2	0.5	-1.9	-0.7	-1.6	0.4
欧米先進国																					
ベルギー	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.5	0.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2	-	-
カナダ	0.2	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-	-	-	-	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.4	0.1	-	-
フランス	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4	0.7	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2	-	-
ドイツ	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.3	-	-	-	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.2	0.3	0.1	-0.2
イタリア	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	-	-	-	-	-	-	0.3	0.1	-
ルクセンブルグ	15.2	16.7	12.2	5.1	4.2	10.1	4.5	2.8	5.4	5.9	7.6	11.9	15.7	23.9	32.7	25.0	29.4	14.2	-10.6	7.4	17.4
オランダ	0.4	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.0	-	-
スウェーデン	0.3	0.4	0.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
スイス	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	0.1	-0.0	-	-
英国	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	0.8	1.5	1.4	1.0	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	-0.3	0.4	-0.6	-0.0
米国	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.2	0.2	0.1	-0.1

り、2017 年末時点におけるシンガポールから日本への対外債券投資残高を試算し、それを用いて同年末のリージョナル・バイアスの尺度を試算した。もっとも、前述したように、クロスボーダーの証券取引においては、負債サイドからは最終投資家の国籍の把握が難しい。そのため、ここでの試算結果はある程度幅を持ってみる必要がある。

3-3-b　債券投資残高

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
アジア																						
*	中国	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.7	1.1	0.6	0.5	0.4	-0.6	-0.8	0.0	0.2
	香港	10.4	10.0	10.9	9.6	12.9	13.2	13.9	17.8	10.5	10.8	10.3	11.3	17.3	10.4	6.7	5.2	4.3	-6.1	3.5	-2.6	-7.0
	日本	0.5	0.2	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.1	-	-
	韓国	-	2.8	3.3	2.6	3.0	3.0	4.7	7.8	7.1	4.7	6.1	4.3	2.6	2.8	1.7	1.4	1.4	-	-	-0.3	-2.9
	インド	18.1	12.5	19.6	22.3	13.0	18.9	22.9	39.2	42.6	78.2	11.9	14.2	8.4	8.6	5.8	3.0	3.1	-15.0	4.8	-8.7	-11.1
	インドネシア	4.7	6.9	7.7	10.0	24.2	22.4	24.7	13.9	18.5	32.4	22.2	19.3	12.7	11.0	7.7	6.8	6.2	1.5	20.0	-5.4	-13.1
	マレーシア	-	-	-	-	15.0	10.7	15.6	10.4	8.7	8.0	9.1	13.5	15.4	9.1	7.5	7.2	6.2	-	-	-2.1	-7.4
	フィリピン	-	-	-	-	-	-	-	-	6.5	7.5	8.6	6.6	12.1	6.2	3.7	4.7	4.8	-	-	-	-1.8
	シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	タイ	-	-	-	-	5.2	3.5	2.5	2.5	3.0	5.3	4.1	5.6	2.5	1.8	1.6	1.6	1.7	-	-	3.1	-4.0
オセアニア																						
*	豪州	5.9	5.6	4.1	4.6	5.5	4.9	4.2	5.2	3.8	2.6	2.3	1.8	1.8	1.6	1.4	1.7	1.7	-4.1	-1.7	-2.3	-0.1
	NZ	23.1	20.8	7.4	2.8	4.6	6.4	3.1	6.8	7.7	5.1	9.4	-	1.1	1.6	1.6	-	-	-	-20.0	-	-
欧米先進国																						
	ベルギー	0.0	0.2	0.3	0.3	0.6	0.5	0.2	0.5	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	0.2	-0.2	-
	カナダ	0.8	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.5	0.9	0.9	0.9	0.1	-0.5	0.0	0.6
	フランス	0.6	0.9	0.9	0.7	1.1	1.1	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0	-	-	-	-	-	-	-	0.2	-	-
	ドイツ	1.3	1.5	0.9	0.7	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	1.3	0.5	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	-0.2	-0.3	-0.0	0.2
	イタリア	0.6	0.4	0.3	0.2	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	-	-	-0.0	-0.5	-
	ルクセンブルグ	4.3	12.3	12.2	10.2	11.8	9.9	1.9	0.8	0.7	4.2	1.6	3.4	2.8	1.5	1.8	2.3	2.0	-2.4	-2.4	1.5	-1.4
	オランダ	1.3	1.1	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	-0.6	-0.5	-0.1	0.0
	スウェーデン	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.3	0.4	0.6	0.6	0.8	-0.3	-0.7	0.3	0.0
	スイス	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3	0.9	0.8	0.9	1.3	2.7	0.8	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2	0.8	-0.3	0.7
	英国	3.5	3.4	3.2	3.3	3.5	3.2	2.7	3.5	2.9	2.2	1.2	1.0	0.7	0.7	0.5	0.7	0.6	-2.9	-0.8	-1.7	-0.4
	米国	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	0.6	0.1	0.2	0.3

注１：債権国サイドの統計データに基づいて作成。-はデータの不足により算出不可能であることを表す。

注２：■　は１以上、■　は５以上、■　は 10 以上であることを表す。

注３：* は、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007 年末の変化と 2012→2017 年末の変化を比較可能な範囲で比較したとき、マイナス幅が縮小（ないしプラス転化、プラス幅拡大）している国を表す。

注４：算出に用いた各国の債券市場の規模は、BIS, *Debt Securities Statistics* において、「総債務証券」（TDS：Total debt securities）が公表されている場合は TDS を、TDS が未公表の場合は、借り手　　が居住する国の現地市場以外の市場で発行された債券である「国際債務証券」（IDS：International debt securities）と借り手が居住している国の現地市場で発行された債券である「国内債券」（DDS：Domestic debt securities）の合計とする。TDS が未公表で、かつ IDS と DDS 双方が公表されていない場合は、債券市場の規模はゼロと見做すこととする。なお、IDS と DDS の合計は概念的には TDS と一致するが、重複の存在から、IDS と DDS の合計は TDS より大きくなる可能性がある。世界の債券市場の規模は、2017 年末時点において、TDS あるいは IDS と DDS 双方が公表されている国の債券市場の規模の合計とする。

注５：算出に用いた株式時価総額は World Bank, *Market capitalization of listed domestic companies* による。但し、同統計においては、2009 年以降、英国分が含まれていない。そのため、2009 年以降は、London Stock Exchange, *Main Market Factsheet* 各号及び IMF, *International Financial Statistics* を用いて、英国の株式時価総額（米ドルベース）を求めるとともに、その数値を世界の株式時価総額にも含めている。

出所：IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*（*CPIS*）、IMF, *International Financial Statistics*、BIS, *Debt Securities Statistics*、London Stock Exchange, *Main Market Factsheet* 各号、World Bank, *Market capitalization of listed domestic companies* より作成（いずれのデータとも、2018 年 9 月 15 日ダウンロード）。

３．リージョナル・バイアスの指標２にみられるバイアス

対外証券投資残高結合度に基づくと、リージョナル・バイアスの尺度に基づく分析と同様の結論が得られる。すなわち、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれにも共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化を挙げることができる。前者として、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの強さ、とりわけアジア・バイアスの強さ、後者として、②アジア・オセアニアへのリージ

ョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、を挙げることができる。

①については、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは欧米先進国向けに比して、時点によらず 1 を上回っている国が多いこと、アジアに比してオセアニア（オーストラリア、ニュージーランド）向けは総じて相対的に水準が低いこと、に表れている（表 3-4-a、3-4-b）。実際、アジア・オセアニア向けにおける、オーストラリア、ニュージーランド向けの順位を算出してみると、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても一貫して、下位 2 分の 1 以下あるいは下位 4 分の 1 以下に含まれる。

アジア向けの中で、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、バイアスが弱い国として日本が挙げられる。株式・投資ファンド持ち分投資では 1 を下回ることも少なくなく、アジアの中ではいずれも一貫して最低水準にあるほか、債券投資については 2009 年から秘匿により算出不能となっている。前節でも述べたように、秘匿は積極的な投資が行われていないことの表れと考えられるほか、実際、2017 年末のシンガポールの日本への投資残高を同国の対内証券投資統計におけるシンガポール部分の数値を用いて延長した上で、同年末時点の対外債券投資結合度を試算すると 1.2 となり、2017 年末時点で数値が取得できる全てのアジア・オセアニアの国向けに比べて低い数値となる。

②については、2001 年末から 2017 年末にかけて、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは総じて、低下傾向が観察されることに表れている。実際、2001 年末と 2017 年末とを比較すると、アジア・オセアニア向けのうち、株式・投資ファンド持ち分投資では 11 カ国中 9 カ国、債券投資では 9 カ国中 9 カ国の全てにおいて、対外証券投資残高結合度が低下している。

③については、リージョナル・バイアスの程度が相対的に強い債券投資については[90]、低下に歯止めが掛かりつつあるとは言い切れないものの、低下スピードが緩やかになっていることに表れている。そのことは、広範囲の国向けに生じている。実際、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007 年末の変化と 2012→2017 年末の変化を比較可能な範囲

[90] 債券投資のリージョナル・バイアスが相対的に強い理由は明らかでない。ADB [2013a]は、近年の世界的な金融危機の発生に伴うリスク回避の高まり、欧米諸国の積極的な金融緩和とアジアの堅調な成長が、域内債券保有比率の押し上げに寄与した可能性を指摘しているが、そうした要因が 2000 年代の終わりから 2010 年代の初め頃にかけてリージョナル・バイアスを押し上げ、その影響が残存している可能性もある。

で比較すると、マイナス幅が縮小（ないしプラス転化、プラス幅拡大）しているのは、債券投資では 9 カ国中 2 カ国に留まるのに対して、株式・投資ファンド持ち分投資では 11 カ国中 8 カ国となっている。

表 3-4　シンガポール対外証券投資残高の結合度（年末値）

3-4-a　株式・投資ファンド持ち分投資残高

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
	アジア																					
*	中国	12.0	7.4	4.2	4.0	4.9	2.8	2.7	5.7	4.8	4.6	4.9	4.3	5.2	4.8	6.1	5.5	5.6	-6.4	-9.4	1.6	1.3
*	香港	5.9	4.5	3.5	4.8	8.5	7.1	3.6	3.8	1.7	1.5	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	-4.0	-2.4	-2.2	0.6
	日本	0.8	1.1	1.2	1.2	0.9	0.9	1.2	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	0.3	0.4	-0.3	0.1
*	韓国	3.1	2.6	2.9	3.6	2.9	3.0	2.7	3.7	2.8	2.5	2.9	3.1	3.0	3.1	3.5	3.4	3.0	-0.1	-0.4	0.4	-0.1
	インド	2.7	2.0	1.8	2.2	1.4	2.4	3.5	3.4	4.1	2.5	2.8	3.4	3.1	3.9	4.1	3.6	3.4	0.7	0.8	-0.1	-0.0
*	インドネシア	13.2	19.0	4.7	7.0	6.5	4.8	6.6	4.5	3.6	3.9	3.5	7.5	4.7	4.5	4.9	4.9	4.7	-8.5	-6.6	0.8	-2.8
*	マレーシア	58.5	36.1	21.8	23.9	24.6	16.2	11.6	13.7	7.2	6.8	6.0	5.2	5.4	5.5	5.6	6.5	5.2	-53.3	-47.0	-6.3	-0.0
*	フィリピン	18.8	14.0	8.7	7.8	5.0	4.4	3.3	4.3	3.7	3.7	4.0	3.9	2.9	3.4	4.0	4.4	2.7	-16.1	-15.4	0.5	-1.1
	シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
*	タイ	30.1	17.0	8.8	11.6	11.0	9.3	5.6	5.8	3.3	3.1	3.0	2.8	4.8	3.2	3.8	3.8	3.0	-27.1	-24.5	-2.8	0.2
	オセアニア																					
	豪州	1.5	1.9	1.8	1.9	1.6	1.4	2.0	1.0	1.7	1.6	1.5	1.4	1.8	1.6	1.2	1.5	1.3	-0.2	0.5	-0.6	-0.1
*	NZ	2.4	2.2	1.3	0.6	0.1	0.6	1.9	0.6	0.4	0.1	0.3	0.1	0.3	0.5	0.2	0.2	0.6	-1.8	-0.5	-1.8	0.4
	欧米先進国																					
	ベルギー	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	カナダ	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	-	-	-	-	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.5	0.2	-	-
	フランス	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.3	-	-
	ドイツ	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	-	-	-	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1
	イタリア	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	-	-	-	-	-	-	0.2	0.0	-
	ルクセンブルグ	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.0	0.0	0.1
	オランダ	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1	-	-
	スウェーデン	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.8	0.5	0.6	-	-	-	-	-	-	-	0.4	-	-
	スイス	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	0.4	0.1	0.0	-	-
	英国	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	-0.2	0.3	-0.5	-0.0
	米国	1.1	1.4	1.7	1.5	1.7	1.5	1.5	1.4	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2	0.0	0.3	0.1	-0.4

3-4-b　債券投資残高

		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
	アジア																					
*	中国	7.5	8.3	8.7	5.9	6.7	6.5	5.2	8.3	6.3	2.1	2.9	2.3	3.7	5.7	4.4	5.9	6.4	-1.0	-2.3	-2.9	4.1
	香港	9.5	21.5	21.2	14.6	18.9	18.8	21.5	33.4	32.5	24.0	22.6	19.4	21.2	11.7	6.8	5.7	5.1	-4.4	12.0	-2.1	-14.2
	日本	3.3	1.4	0.3	1.0	1.7	3.0	2.7	1.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.6	-	-
	韓国	9.9	11.7	16.6	12.3	13.6	14.5	13.8	20.0	16.9	10.2	14.2	10.6	6.9	6.9	4.5	5.2	5.5	-4.5	3.9	-3.3	-5.1
	インド	17.1	24.6	30.2	21.5	11.3	10.2	13.7	24.4	18.7	19.2	29.9	35.9	27.2	21.4	14.0	10.2	10.9	-6.2	-3.5	22.3	-25.0
	インドネシア	24.2	27.7	23.1	24.6	36.0	35.9	33.1	25.0	26.6	30.3	19.0	14.7	10.7	8.2	6.1	5.6	5.6	-18.6	8.9	-18.4	-9.1
	マレーシア	20.2	23.8	22.1	27.2	24.4	20.4	23.3	24.4	17.3	12.9	13.8	17.1	17.4	11.8	9.7	9.7	9.2	-11.0	3.1	-6.2	-7.9
*	フィリピン	9.6	9.5	5.1	5.0	3.9	5.5	6.1	11.2	9.1	8.2	7.9	5.8	12.8	5.7	4.9	5.8	5.8	-3.8	-3.5	-0.3	-0.0
	シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	タイ	19.9	20.9	21.6	18.1	23.0	20.8	31.0	26.1	26.2	26.8	21.5	19.9	8.4	5.6	5.3	5.1	5.7	-14.2	11.1	-11.1	-14.1
	オセアニア																					
	豪州	1.5	5.7	4.2	4.2	5.0	4.6	4.8	5.4	3.5	2.3	1.9	1.6	1.5	1.4	1.2	1.4	1.4	-0.1	3.3	-3.2	-0.1
	NZ	2.4	10.6	4.5	1.3	2.4	3.1	1.6	2.1	3.0	2.3	4.5	-	0.7	0.8	0.7	-	-	-	-0.8	-	-
	欧米先進国																					
	ベルギー	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-	-
	カナダ	0.7	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6	-0.1	-0.3	-0.1	0.3
	フランス	0.5	0.7	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	-	-	-	-	-	-	-	0.1	-	-
	ドイツ	0.6	0.8	0.5	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.8	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	-0.1	-0.0	-0.1	0.1
	イタリア	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-	-	0.1	-0.4	-
	ルクセンブルグ	0.5	1.3	1.3	1.0	1.0	0.9	0.2	0.3	0.2	1.3	0.4	1.1	0.9	0.5	0.7	0.8	0.7	0.3	-0.3	0.9	-0.4
	オランダ	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0
	スウェーデン	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	-0.1	-0.2	0.1	0.0
	スイス	0.0	0.1	0.4	0.4	0.5	1.3	1.0	1.2	1.3	4.2	0.8	0.6	0.5	0.8	0.9	1.1	1.3	1.3	1.0	-0.5	0.7
	英国	2.2	2.2	2.2	2.2	2.4	2.3	1.9	2.1	2.0	1.6	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	-1.7	-0.3	-1.1	-0.3
	米国	0.7	0.8	1.1	1.1	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	0.5	0.2	0.1	0.2

注 1：-はデータの不足により、算出不可能であることを表す。

注 2：■　は 1 以上、■　は 5 以上、■　は 10 以上であることを表す。

注 3：* は、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007 年末の変化と 2012→2017 年末の変化を比較可能な範囲で比較したとき、マイナス幅が縮小（ないしプラス転化、プラス幅拡大）している国を表す。

出所：IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*（*CPIS*）より作成。

Ⅳ．シンガポールのリージョナル・バイアス：距離・情報の観点から

リージョナル・バイアスは、距離との関係が強いと考えられる。そこで次に、シンガポールのリージョナル・バイアスが、リージョナル・バイアスの指標、対外証券投資結合度の分析から前節で明らかになった①、②、③の３つの特徴を持つ理由について、距離の観点から検討する。

なお、リージョナル・バイアスと距離との関係が強いと考えられる理由として、先行研究において、リージョナル・バイアスと距離との関係の深さを指摘する場合が少なくないことを挙げることができる。その場合、距離は、親近感、文化的類似性等もさることながら、情報の入手し易さの代理変数と捉えられることが多い。実際、アジアにおいてリージョナル・バイアスが存在することを指摘する論者は、その理由として、「地理的な距離が近いほど、多くの情報が得られる」という点を、主たる要因の一つとして指摘している（伊藤［2009]；高阪［2013])。そうした考え方の背景にはそもそも、過去の証券投資に関する実証分析において、距離が重要な役割を担うこと、そして距離が情報の入手し易さの代理変数と見做されることは少なくないことがあると考えられる。そして、距離を情報の入手し易さの代理変数と考える場合、その代表的な情報として、「対面接触によって得られる情報」を挙げることができる（Coval and Moskowitz [1999]; Portes and Rey [2005])。電子メール、テレビ会議システム、情報ベンダーなど、多様な情報源が発達している現代においても、対面接触は、地理的距離が大きいほど、移動に伴う金銭的コスト、時間的コスト等が高くなることから、依然として地理的な距離に依存すると考えられるためである。

対面接触によって得られる固有の情報としては、入手において対面接触が重要な役割を果すタイプの情報がある。その代表例としてはこれまで、「定性データ」（「質的データ」）が、幅広い調査の分野において指摘されてきた[91]。「定性データ」（「質的データ」）の入手において対面接触が重要な役割を果すという考え方は、金融取引、そして証券投資理論の一分野である証券分析の分野において指摘されてきたことでもある（Graham and Dodd [1934]; Fischer and Jordan [1983]; 榊原［2013])）。また、特に金融取引においては、入手の際に対面接触が重要な役割を果すと考えられる情報として「標準化されていない情報（non-standardized information)」が指摘される場合もある（Porteous［1995]; Zhao,

[91] 社会科学の分野において情報の分類を行う場合、「定量データ」（あるいは「量的データ」）と「定性データ」(あるいは「質的データ」)といった区分は広く用いられており、定量データを扱う調査は定量(的)調査あるいは量的調査（quantitative research)、定性データを扱う調査は定性（的）調査あるいは質的調査（qualitative research）などと呼ばれる（伊藤［2011]、西山・鈴木・大西［2013]、杉野［2017])。

Zhang, and Wang [2004]）[92]。

以下では、時間の経過によらない概ね一貫した傾向である、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さ、次いで時間の経過による変化である、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、について順に、距離の観点から検討する。

１．リージョナル・バイアスの一貫した傾向と距離

データの制約がある中で、一定のサンプルを確保するため、アジア・オセアニア以外の国にも対象を広げ、シンガポールのリージョナル・バイアスの指標と、同国から投資国への距離との関係をみると、概ね一貫して、同国のリージョナル・バイアスの尺度、証券投資残高結合度ともに、同国から各投資対象国への距離が近いほど値が大きく、遠いほど値が小さいという関係が観察される（図 3-1-a、3-1-b、3-1-c、3-1-d）。このことから、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さについては、シンガポールからのアジアへの距離が近いこと、が理由であると考えることができる。アジア向けのバイアスがオセアニア向けに比して強い理由は、オセアニア 2 カ国へのシンガポールからの距離が、どのアジアの国よりも大きいことが理由と考えられる。また、前述のように、アジアの中で日本へのバイアスが相対的に弱い理由は、アジアの中では最もシンガポールからの距離が遠いことが理由と考えることができる。

先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数であると考えられてきたことを踏まえると、①については、オセアニアに比して、シンガポールからのアジアへの距離が近いことから、情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し易いこと、が理由であると考えることもできる。また、アジアの中で日本へのバイアスが相対的に弱い理由は、アジアの中では最もシンガポールからの距離が遠く、情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し難いこと、が理由と考えることができる。

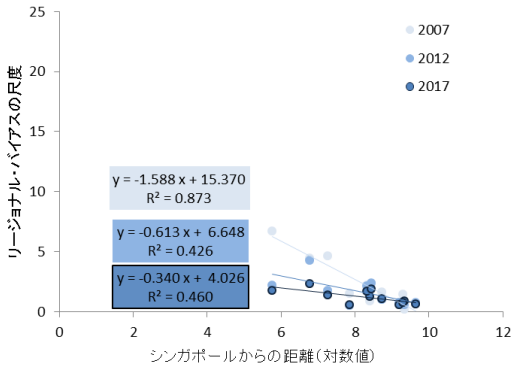
---

92) 「標準化されていない情報（non-standardized information）」は、論者によって様々である。Porteous [1995]は、「標準化されていない情報」は、対面接触による特別な監視や確認によって得られるものであることを指摘しており、その一例として、倒産しつつある借り手のモニタリングを挙げている。Zhao, Zhang, and Wang [2004]は、中国においては、政策の実施・執行が行政当局の解釈や言葉による明確な表現によることが多いが、それらが当局との頻繁な対面接触によって得られるものであることを指摘している。

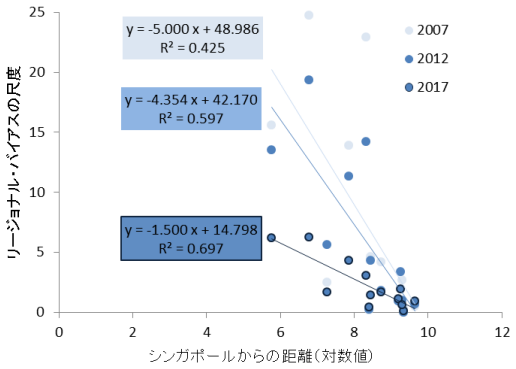
図 3-1　距離とリージョナル・バイアスとの関係

リージョナル・バイアスの尺度

3-1-a　株式・投資ファンド持ち分投資

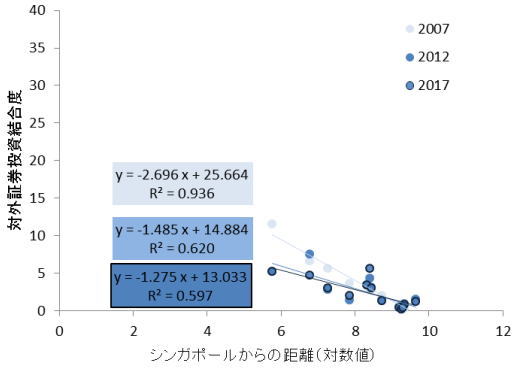


3-1-b　債券

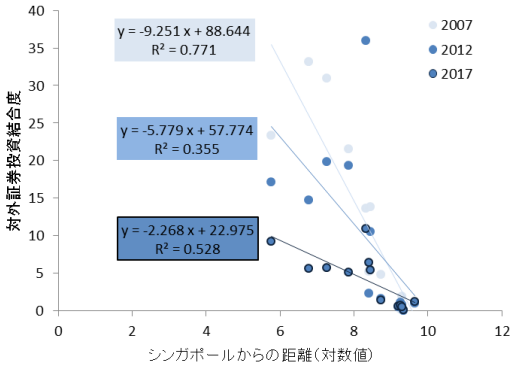


対外証券投資残高結合度

3-1-c　株式・投資ファンド持ち分投資



3-1-d　債券



注 1：対象とする国は、2007 年、2012 年及び 2017 年において、株式・投資ファンド持ち分投資及び債券のリージョナル・バイアスの指標、対外証券投資結合度がいずれも算出できる国 13 カ国（オーストラリア、香港、中国、ドイツ、インド、インドネシア、韓国、ルクセンブルグ、マレーシア、スペイン、タイ、英国、米国）とした。但し、リージョナル・バイアスの尺度の株式・投資ファンド持ち分投資の図については、他の値から大きく外れた値を取る場合があるルクセンブルグを除く 12 カ国とした。

注 2：「各国からの距離」は首都間の距離を表す。

出所：IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*（*CPIS*）、BIS, *Debt Securities Statistics*、World Bank, *Market capitalization of listed domestic companies*、CEPII, *The GeoDist Database* より作成。

シンガポールにおいて、オセアニアに比べ、アジアの情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し易いこと、アジアの中では日本の情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し難いことを直接的に表す事例として、証券の投資家と発行体の間における対面での情報交換の代表的な場の一つである IR ロードショーの事例が挙げられる[93)]。

93) 日本 IR 協議会によれば、ロードショーとは、「企業が、主に株式の上場や発行、売り出しの際に、機関

それ以外の情報との実際、BNY MELLON, *Global Trends in Investor Relations 2015* によって、IR ロードショー目的で費やした日数が多い 5 都市／地域の順位をみると、シンガポールは、東南アジア企業、インド企業にとっては、ニューヨークやロンドンを上回る日数を費やす 1 位の訪問先であるほか、中華圏（中国本土、台湾、香港）企業にとっては、香港、ニューヨークに次ぐ 3 位の訪問先であるのに対し、オセアニア企業、そして日本企業にとっては、有力な訪問先の一つではあるものの、いずれも 5 位の訪問先にとどまっている（表 3-5）。なお、ニューヨーク、ロンドンについては、アジア太平洋の企業だけでなく、北米、西欧、ラテンアメリカ、中東、ロシア、東欧・アフリカ企業などについても上位の訪問先となっている。

表 3-5　アジア太平洋企業によるロードショー　　（2015 年調査）

訪問先 ＼ 企業所在地		アジア太平洋の企業				
		日本	中華圏	東南アジア	インド	豪州/NZ
アジア太平洋	シンガポール	5	3	1	1	5
	香港	4	1	2	2	3
	東京	1		5		
	シドニー					1
北米	ニューヨークシティ	3	2	3	3	4
	ボストン		5		5	
	サンフランシスコ					
	シカゴ					
	ロスアンジェルス／サンディエゴ					
	米国中部大西洋岸					
西欧	ロンドン	2	4	3	3	2
	フランクフルト					
	パリ					
	アムステルダム					
	ストックホルム					

注 1：数値は、過去 12 ヶ月平均で、IR ロードショー目的で費やした日数が多い 5 都市／地域の順位。
　　調査期間は、2015 年 2 月から 4 月。
注 2：中華圏は、中国本土、台湾、香港。
出所：BNY MELLON, *Global Trends in Investor Relations 2015* より作成。

投資家を訪問して説明する活動。一定の期間内に各地に点在する投資家を訪問することから、『ロードショー』と呼ばれるようになった。転じて通常の IR 活動においても、海外の機関投資家などを訪問することを『海外ロードショー』と呼ぶ」（https://www.jira.or.jp/guide/term.html#select_ra、2016 年 9 月 30 日アクセス）としている。

IR ロードショーは、証券の投資家と発行体の間における対面での情報交換の代表的な場である。この点に関して Solomon and Soltes [2015]は、証券投資家が投資対象とする企業との間で行う対面接触の代表的な事例である「1 対 1 の会談（one-on-one meeting）」の場として、産業界や投資銀行によって開催されるカンファレンス、企業の経営陣による投資家の訪問（IR ロードショー）、投資家による企業の訪問、を指摘している。

２．リージョナル・バイアスの時間の経過による変化

次に、シンガポールのリージョナル・バイアスの指標と、同国から投資国への距離との関係を、時間の経過による変化という観点から捉えると、リージョナル・バイアスの距離に対する感応度、すなわち回帰直線の傾きが低下しつつあること、但し、株式・投資ファンド持ち分投資については、感応度の低下傾向に歯止めが掛かりつつあること、を指摘することができる（前掲図 3-1-a、3-1-b、3-1-c、3-1-d)。これらのことから、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、については、そもそも証券投資において、距離の重要性が低下していること、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、については、そもそも証券投資において距離の重要性は低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、が理由であると考えることができる。

前述のように、先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数であると考えられてきたことを踏まえると、②については、そもそも証券投資において、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性が低下していること、③については、そもそも証券投資において、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性は低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、が理由であると考えることもできる。③についてはさらに、先行研究において対面接触によって得られる固有の情報の代表例として挙げられてきた「定性データ」(「質的データ」）や「標準化されていない情報」などの金融取引における重要性が低下していないと考えられることを踏まえると、それら情報の入手において、対面接触の果たす重要性は低下しているものの、依然として一定の重要性が残っており、それが証券投資における距離の重要性に歯止めをかける要因となっていると考えることができる。

Ⅴ．まとめに代えて

本章では、シンガポールの対外証券投資、とりわけシェアの高いアジア向け投資について、（１）どのような特徴を持つか、（２）そのような特徴を持つ理由は何か、について分析することを通じて、同国はそもそも「アジアに関する専門的知識・技術（expertise)」を持つか、持つならそれは何か、を明らかにすることを試みた。分析に際しては、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスに焦点を当てた。分析の結果、明らかになったことは、以下の通りである。

（１）の「どのような特徴を持つか」という点については、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれにも共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化があることが明らかになった。前者としては、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さ、後者としては、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、を挙げることができる。

（２）の「そのような特徴を持つ理由は何か」については、先行研究において、リージョナル・バイアスと距離との関係の強さが示唆される場合が少なくないことを踏まえ、距離の視点に基づいて分析した。その結果、①が生じる理由として、シンガポールからアジアへの距離の近さ、を挙げられることが明らかになった。そのことは、概ね一貫して、同国のリージョナル・バイアスが実際に、投資国への距離が近いほど大きく、遠いほど小さいという関係があることによって示唆される。また、②と③が生じる理由として、証券投資において、距離の重要性が低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、を挙げられることが明らかになった。そのことは、時間の経過につれて、リージョナル・バイアスの距離に対する感応度が低下しつつあるものの、相対的にリージョナル・バイアスの弱い株式・投資ファンド持ち分投資については、感応度の低下傾向に歯止めが掛かりつつあることによって示唆される。先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数と見做されることが多いことを踏まえると、①については、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」、②と③については、証券投資において、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性が低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、が理由であると考えることもできる。

以上の分析から、シンガポールの専門的知識・技術の一つとして、証券投資にとって依然として重要な、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」を挙げることができる。そのことは、より一般に、資本移動の自由化、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩がそれぞれ、規制面、情報面における国際金融センターの国際金融取引における優位性を弱める方向に作用しているものの、対面接触による地理的に近い国・地域の情報の入手の容易さは、専門的知識・技術の一側面として、引き続きその優位性をサポートする要因として働いていると考えることができる。

第４章　グローバルな国際資本移動の変化とシンガポール政府の対応：なぜ資産運用業強化なのか

Ⅰ．問題の設定

伝統的に、国際銀行部門、そして外国為替取引において強みを持ってきたシンガポールは（IMF［2000b］）[94]、金融業の様々な分野、近年では特に資産運用業を主な育成対象としてきた（野村資本市場研究所［2014］）。同国は、経済規模が小さいことから、特に資産運用業を発展させるには、グローバルな国際資本移動を仲介することが不可欠となる。もっとも、グローバルな国際資本移動の仲介を巡っては、考慮すべき２つの点があると考えられる。すなわち、

- 先進諸国において、機関投資家の運用資産の拡大と運用規制緩和を背景に、国際資本移動の主要な形態が銀行貸出しから証券投資へと変化していること
- 国際的証券取引の形態において、国際金融センターを介する必要が低下していると考えられること

一点目の背景には、先進国における高齢化に伴う金融資産の蓄積等による機関投資家の運用資産の拡大と[95]、1980 年代以降の主要先進国における機関投資家に対する外貨建て運用規制の緩和によって、国際資金取引において、株式や公社債等に投資する機関投資家（保険、投資信託、年金基金、投資顧問、信託銀行等）の果たす役割が大きくなっていること（川本［2012］）、がある。シンガポールの資産運用業は、例えばそうした機関投資家の運用資金の運用の委託を受ける等によって、グローバルな銀行貸出しから証券投資への変化というトレンドに乗ることが可能となる。すなわち、機関投資家の運用資産の拡大と運用規制緩和を背景にした、国際資本移動の主要形態の銀行貸出しから証券投資への変化という潮流は、同国資産運用業の成長にプラスの影響を及ぼし得る。

二点目の背景には、資本移動の自由化や ICT（情報通信技術）の発展がある。その結果として、少なくとも先進国の投資家がクロスボーダーの証券取引を行う際には、わざわざ

---

[94] とりわけ、銀行部門の国際的な資金仲介は、同国の金融部門において重要な役割を果してきたと考えられる。同国の国際金融上の機能・役割を表すために行われてきた、「ファンディング・センター（funding centre）」ないし「調達のシンガポール」という特徴づけが、銀行のオフショア業務部門である ACU 勘定の負債残高によって代用されてきたことは、その表れである（日本銀行［1980］、Ho and Scott［1991］）。

[95] 清水・西岡・馬場［2003］は「先進国において、ベビー・ブーム世代が引退期に入り、それまで蓄積してきた多額の金融資産を運用する必要が生じたことや、金融自由化、複雑な金融技術の発達に伴い機関投資家に運用上の優位性が生じたことなどがある」と述べている。

シンガポールに資金を委託しなくても、直接的に投資対象に投資すれば良いのであり、シンガポールのような国際金融センターが介在する余地が小さくなっていると考えられる。この点に関連して、岩田［2017］は、国際的証券取引の形態として、（１）資金調達者の側が国境を越えて貯蓄率の高い中心国において当該通貨建てで証券を発行・上場し、主に当該国投資家が保有・売買する取引（「伝統的外国証券取引」）、（２）規制の緩やかな金融中心地において諸外国の証券を取引する「オフショア型証券取引」、（３）証券が発行された本国、すなわち証券発行により資金調達を行った調達主体の本国で形成されている内国市場に、国外の投資家の側が国境を越えて注文を流し、そこで国内の投資家と同様に売買を行う取引（「クロスボーダー型証券取引」）、という３つのパターンがあること、1970 年代後半以降の資本移動の自由化（外国為替管理の緩和・撤廃、運用規制の緩和）によって、先進国間では（３）「クロスボーダー型証券取引」が基本的形態となったこと、を指摘している。そうした国際的証券取引の形態の変化は、国際資本移動を仲介することが不可欠である同国資産運用業の発展にとって、マイナスの影響を及ぼし得る。

もっとも実際には、同国政府は資産運用業を主な育成対象とし、結果的に、資金調達面では多くの国外資金を受け入れ、運用面では外国証券へ多くの投資を行うことによって発展を遂げたわけであるから、同国政府は、何らかの形で、一つ目の変化によるメリットを享受することを企図し、そしてその狙いが奏功したのではないかと考えられる。

本章では、（１）「シンガポール政府は、なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」、（２）「シンガポール政府は、なぜ金融業の中でも特に資産運用業の強化を図ろうとしたのか」、といういわば動機を中心に論じる。それによって、一つ目の変化によるメリットを享受することを企図し、実際にその狙いが奏功した理由の一端を明らかにしたい。

対象とする期間は、金融業の強化が特に重視されるようになったと指摘されることの多い 1980 年代半ば以降を中心とする。分析は主として、シンガポールの長期的な経済戦略における金融業や資産運用業に関する記述に基づくこととする。同国の長期的な経済戦略は、主要政治家、官僚、民間企業家を総動員した「経済委員会」の最終報告において提示される場合が多い（岩崎［2005］）。そこで、本章では主として、経済委員会ないし同様の委員会ないし会議による過去の代表的な６つの報告書を中心に分析する（表 4-1）[96]。

[96] 本田［2013］においても、未来経済委員会（CFE）「未来経済委員会報告　次世代のパイオニア」を除く５つの報告書は、重要な報告書として挙げられている。

表 4-1　過去の代表的な経済委員会等と報告書

報告書の公表年	名称	報告書
1986	経済委員会（The Economic Committee）	「シンガポール経済：新たな方向について（The Singapore Economy: New Directions）」
1991	経済計画会議（Economic Planning Committee）	「戦略経済計画：先進国へ向けて（Strategic Economic Plan: Toward a Developed Nation）」
1997	競争力委員会（CSC：Committee on Singapore's Competitiveness）	競争力委員会（CSC：Committee on Singapore's Competitiveness）
2003	経済再生委員会（ERC；Economic Review Committee）	「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して（New Challenge, Fresh Goals Towards a Dynamic City）」
2010	経済戦略委員会（ESC: Economic Strategies Committee）	「高度な技能を有する国民、技術革新のある経済、卓越したグローバル都市（High-Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City）」
2016	未来経済委員会（CFE: Committee on the Future Economy）	「未来経済委員会報告　次世代のパイオニア（Report of the Committee on the Future Economy, Pioneers of the next generation）」

注：報告書の公表年は、経済委員会の設立年と異なる場合がある。

Ⅱ．1980 年代半ばまで

１．製造業部門の整備

1965 年、シンガポールは、政治・経済・社会面の利害対立を理由として、マレーシア連邦から分離し、独立国家となった。もっとも独立国家になって以降、同国は、二重苦に直面した。二重苦とはすなわち、（１）マレーシア、インドネシアが、経済の自立化と付加価値の増大を目指して直接貿易の拡大に乗り出したために、シンガポールの中継貿易機能が低下したこと、（２）シンガポール経済にとって大きなシェアを占めていた駐留英軍が 1968 年から撤退を開始、それが 1971 年末に完了したこと、である（日本銀行［1972］）[97]。（２）については、国防という観点からも、大きな影響があったとと考えられる。田村［2016］は、マレーシアやインドネシアとの関係が悪化する中で、「これまで防衛はすべてイギリス

[97] 日本銀行［1972］は、1965 年当時、中継貿易収入の GDP に占める割合は約 2 割であったこと、1969 年当時、英軍による支出が同国 GDP の 8.5%、労働人口の 4.5%（約 3 万人）を占めていたことを指摘している。

に依存し、歩兵連隊二個 1800 人と警察官 500 人しか有していないシンガポールは、深刻な防衛上の不安を抱えることになった」[98]と述べている。

こうしたいわば危機的な状況の中で同国は、輸入代替工業化[99]から輸出志向工業化[100]へと、経済政策を大きく転換したのである。輸入代替工業化とは、輸入によって賄われていた工業製品を、国内での生産によって代替しながら工業化を促進しようとする発展戦略であり、輸出志向工業化とは、工業製品の輸出により工業化を推進し、経済発展を実現しようとする発展戦略のことである。輸入代替工業化を継続することが困難になった背景には、独立後の同国の国内市場が狭隘であり、その継続が困難になったことがある（甲斐[2009]、辻［2010]）。

シンガポールは、輸出志向工業化を、外資系企業によって実現させようとしたことから、外資系企業による直接投資の受け入れを加速するために、重要な法案を 1960 年代末に成立させた。特に重要な法案として、認定を受けた輸出指向型製造業に対して法人税を軽減し、輸出からの利益に対する課税を無税にすることなど、外国投資を奨励する様々なインセンティブを盛り込んだ「経済拡大奨励法」（1967 年）、労働者側の権利を制限する一方、雇用者側の裁量権を大幅に認めることにより、低賃金で従順な労働力を確保する「雇用法」（1968 年）、「労使関係改正法」（1968 年）などが挙げられる（木村［1990]、田村［2016]）[101]。さらに、1972 年に設立された全国賃金評議会（NWC: National Wage Council）もまた、労働組合の賃金交渉権を弱めることにより、直接投資の受け入れ要因になったと考えられる。全国賃金評議会（NWC）は、政労使三者で構成する賃上げのガイドラインを設定する機関であるが、労働者の代表は、シンガポール独立以降、一貫して与党の座にある人民行動党（PAP: People's Action Party）により設立された全国労働組合評議会（NTUC: National Trade Union Congress）から選出されるため、実質的に政府の政策を反映する機関となり、さらに個別の賃金交渉は全国賃金評議会勧告を受けてから行われるようになったためである（田村［2016]）。

---

98) 田村［2016]、91 頁。

99) 輸入代替工業化は、1961 年のウィンセミウス（Winsemius）報告に基づき、独立前のイギリスの自治領であった時期から進められていた。ウィンセミウス報告は、イギリス連邦内の自治領であったシンガポール自治政府が招聘した国連工業化調査団によって、1961 年、自治政府に対して提出された報告書である（辻［2010]）。

100) 同じ意味で輸出指向工業化といわれる場合もあるが、本論文では、輸出志向工業化に統一する。

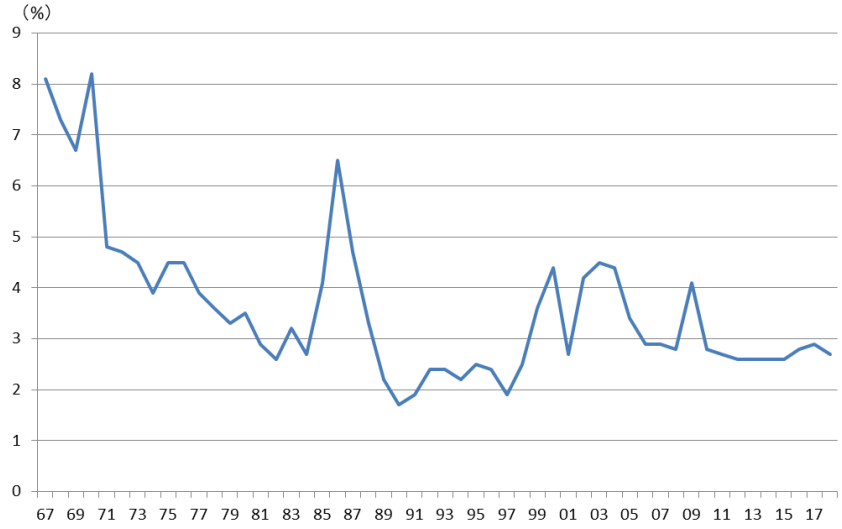
101) 「雇用法」により、標準労働時間が週 39 時間から 44 時間に増加する一方、公休日が 15 日から 11 日に減少することなどが定められ、「労使関係改正法」により、昇進、配転、人事削減、解雇、復職などが、労働組合のみならず裁判所の管轄外とされることなどが定められた（田村［2016]）。

そうした法的な枠組みの整備に加え、開発行政機関の改組もまた、輸出志向型工業化の推進に寄与した。開発行政機関の改組については特に、1968 年、外国企業の誘致、投資インセンティブの提供、工業団地の造成、企業向け資金融資、労働者技能訓練など、経済開発に関わる多くの業務を担っていた経済開発庁（EDB: Economic Development Board）が、外国投資誘致に特化する機関となるとともに、工業団地整備がジュロン開発公社（JTC）、労働者の技能訓練が職業訓練庁（ITB）、輸出の促進がイントラコ社（Intraco）、開発金融がシンガポール開発銀行（DBS）[102]などへと委譲されることによって、政府の開発行政機関が機能的に体系化されるとともに、業務範囲拡張が図られたことが大きかったと考えられる（岩崎［2005］、辻［2010］）。また、ちょうどこの時期、世界貿易が大きく拡大したこと、多国籍企業が安い労働力を求めて発展途上国に進出を開始したこと、1967 年の ASEAN 結成によりマレーシアやインドネシアとの対立も表面的には沈静化したこと、なども加わって、シンガポールは多国籍企業の国際加工基地へと変化、外資依存型工業化による輸出志向型工業化への転換を達成したのである（木村［1990］、岩崎［2005］）。

もっとも、労働集約型多国籍企業が大量に進出したことから、1970 年代中ごろには、同国の失業率が 4%程度にまで低下するなど、労働市場のひっ迫度合いが強まった（図 4-1）。さらに、1970 年代後半になると、近隣の ASEAN 諸国が低廉な労働力を武器にして、同国への追い上げを開始したことから、政府は、1979 年、それまでの労働集約型に変えて資本・技術集約型産業を産業構造の中軸に据える新政策を打ち出した（木村［1990］、岩崎［2005］）。それは、「産業構造高度化政策」（Economic Restructuring Policy）とも、「第二次産業革命」（Second Industrial Revolution）とも呼ばれる。新しい政策を推進すべく政府は、ハイテク産業や研究・開発型企業の誘致や新興に力を入れるとともに、1979 年から 3 年連続で大幅な賃上げ政策を実施、労働集約型企業の淘汰を図った。この高賃金政策については、1985 年、同国の経済成長率が独立後初のマイナスを記録した際、米国経済成長率鈍化という外部要因とともに、景気後退の原因の一つと考えられる。

[102] シンガポール開発銀行（The Development Bank of Singapore Limited）は、2003 年 7 月からは、DBS 銀行（DBS Bank Limited）を正式名称としている。

図 4-1　シンガポールの失業率



出所：SINGAPORE DEPARTMENT OF STATISTICS，トムソン・ロイター データストリーム。

２．金融部門の整備

このように、1980 年代中ごろまでは、外資系の輸出産業を主体とする輸出志向型工業化の推進、すなわち製造業部門の推進が、政策の中心であったと考えられる。もっともその間も、金融部門の強化を狙った政策が打ち出されなかったわけではない。特に重要な政策として、1968 年 12 月の ACU（Asia Currency Unit）制度の創設が挙げられる[103]。ACU 制度とは、国内勘定とは切り離した形で、非居住者外貨資金勘定（ACU）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のことである。シンガポール通貨金融庁（MAS）に認可された銀行及びマーチャント・バンクのみが ACU 勘定の取り扱いが可能となる。ACU 制度発足後は、当局の積極的な育成策、ベトナム戦争拡大に伴うアジア地域への米ドル散布なども加わって、急速に発展した（日本銀行［1980］）。なお、ACU 勘定における非居住者外貨資金は総称して、アジア・ダラーと呼ばれる[104]。

また、1971 年、シンガポール通貨金融庁（MAS: Monetary Authority of Singapore）が設立されたことも、同国金融部門の強化にとって重要であったと考えられる。シンガポール通貨金融庁（MAS）は、政府の部門や政府機関によって行われていた通貨・金融政策、

---

103) 手柴［1990］は、バンク・オブ・アメリカが、米国西海岸の銀行に大量の華僑預金があること、そしてその源泉であるアジア地域において経済発展の兆しがみられることを背景に、華僑資金の発生地で、預金を受け入れ、資金需要に応じるという業務に注目したこと、当初香港政庁と交渉したものの、15%の預金利子課税免除の恩恵が受けられなかったことから、同行はその案をシンガポール政府に持ち込んだことが始まりであったと指摘している。

104) もっとも、ACU の取扱可能通貨は米ドルを含む 14 通貨であることから、呼称としては、アジア・カレンシーの方が適当とも考えられる（日銀［1972］）。

金融行政を広く担当する組織として設立された後、2002 年 10 月には通貨の発行業務を担当してきたシンガポール通貨理事会（BCCS: Board of Commissioners of Currency Singapore）を吸収しており、同国の金融分野において大きな権限を有するが、その職務には「国際金融センターとしてシンガポールの地位確立」が含まれている[105]。実際に、シンガポールの国際金融センター化には、シンガポール通貨金融庁（MAS）が、重要な役割を担ってきたと考えられる（Tan [2005]）。更に、1978 年には為替管理が撤廃され、国際資本移動が自由化された[106]。

1984 年には、アジア初の金融先物取引所として、シンガポール国際金融取引所（SIMEX: Singapore International Monetary Exchange）が設立されたが、その設立に際しても、政策のサポートによる寄与は大きかったと考えられる。同市場の設立に際して、シンガポール通貨金融庁（MAS: Monetary Authority of Singapore）は調査を実施、金融機関の先物取引所に対する潜在的な需要が高いことを確認した上で（荒井 [2004]）、シンガポール金取引所（GES: Gold Exchange of Singapore）を母体に、その設立に積極的に取り組んだのである（案浦 [2001]）[107]。なお、シンガポール国際金融取引所（SIMEX）は 1999 年、シンガポール証券取引所（SES: Stock Exchange of Singapore）と合併し、シンガポール取引所（SGX: Singapore Exchange）となっている。

またこの間、一貫して ACU 取引に関する税優遇など、税制上の優遇措置も実施された（手柴 [1990]、案浦 [2001]）。

３．小括

このように、金融部門においても、1968 年 12 月の ACU（Asia Currency Unit）制度の創設を筆頭に、政策面からの積極的な取り組みが行われてきた。もっともこの間、労働

---

105) MAS 法（Monetary Authority of Singapore Act） には、その職務（functions）として、（１）シンガポールの中央銀行としての役割の遂行、通貨政策の実施、通貨発行、決済システムの監督、政府に対する銀行そして政府の金融面の代理人としての役割の遂行、（２）金融サービス部門の包括的監督と金融安定化監視、（３）外貨準備の管理、（４）国際金融センターとしてシンガポールの地位確立、が挙げられている（https://sso.agc.gov.sg/Act/MASA1970, accessed on February 17, 2018）。

106) 1978 年に為替管理は自由化されたが、MAS は、通貨投機等による為替の乱高下を回避し、シンガポール・ドル安定を図るために、外国通貨取引と自国通貨取引を完全に切り離す政策、すなわちシンガポール・ドルの非国際化政策を実施している。具体的には、（１）非居住金融機関に対する一定額以上の貸し出し（500 万 S ドル以上）に対する MAS の事前承認取得義務、（２）銀行業免許の種類による S ドル取扱業務への参入制限、（３） 国内資本市場から調達した S ドルの国外使用制限（海外投融資等に当たっては、外貨転換等を行う必要がある）などである（https://www.jetro.go.jp/world/asia/sg/trade_04.html、2016 年 4 月 25 日アクセス）。

107) 同取引所は、シカゴ・マーカンタイル取引所（CME: Chicago Mercantile Exchange）との相互決済が可能という特徴を持っていた（案浦 [2001]）。

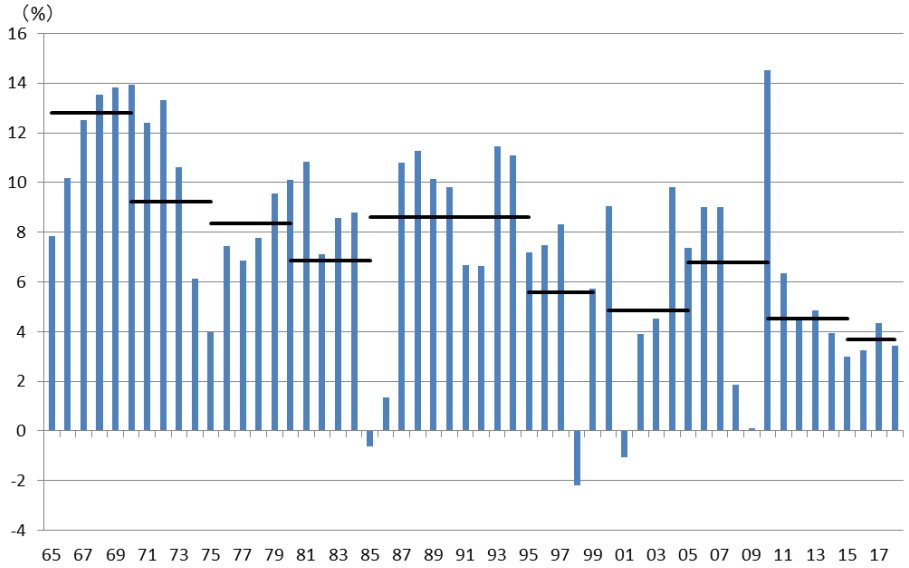
集約型から資本・技術集約型産業へと重点分野は変更されたとはいえ、シンガポールの産業政策上の重点は製造業であったと考えることができる。

Ⅲ．経済委員会報告（EC）

同国は1985年、1965年の独立後初のマイナス成長を記録した[108)]（図4-2）。こうした中で、シンガポール経済を再検討し、将来の成長のための新しい方向（New Directions）を特定するという目的のため、1985年4月、通産担当国務大臣であったリー・シェンロンを委員長として、経済委員会（The Economic Committee）が招集された。1986年2月、同委員会での議論の成果として、「シンガポール経済：新たな方向について（The Singapore Economy: New Directions）」と題する報告書が政府に提出され、一般にも公表された。

同報告は、シンガポールの国際金融センター化にとって、大きな転換点となったという指摘は多い（三浦［1996］、案浦［2001］）。ここでは、同報告の背景にある問題意識、それを踏まえて示された具体的な提言、特に金融部門に対する提言とともに、「政府はなぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」、「政府はなぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」といういわば「動機」について検討する。なお、リー・シェンロンは、同国の初代首相であるリー・クアンユーの長男であり、2004年8月以降、同国の第3代首相を務めている（2020年6月末現在）。

図 4-2　実質 GDP 成長率



注：線グラフは 5 年毎の成長率の幾何平均。但し 2015 年から 2018 年は 3 年間の成長率の幾何平均。
出所：Singapore Department of Statistics, *SingStat Table Builder* より作成。

108) もっともそれ以降、1998 年、2001 年、2009 年にもマイナス成長を記録している。

１．全体の問題意識

同報告書においては、独立後初のマイナス成長を記録した1985年そして1986年の景気後退は、循環的な問題ではなく、根本的な問題の現れであり、政策面での変化がなければ衰退が続く、という問題意識が述べられている。根本的な問題としては、景気後退の国内要因が想定されている[109]。具体的には、（１）賃貸料、利息費用、運賃、法定機関[110]料金上昇のほか、高賃金政策（wage correction policy）開始以来の生産性を上回る賃金の上昇などに伴って生じた高コストによる競争力の喪失[111]、（２）建設ブームの終了による経済や銀行システムの健全性に対する影響、（３）税金が1年前の所得に基づくことやシンガポールの年金積立制度である中央積立基金（CPF: Central Provident Fund） の拠出金が賃金の一定の割合であるなどによって生じた景気低迷下での過剰貯蓄／国内需要の縮小、である。そして、それらを端的に表す言葉として「経済の硬直性（rigidities in our economy）」、すなわち変化した環境への適応の遅さが挙げられている[112]。

２．金融業、資産運用業に関する提言

以上のような問題意識を踏まえ、同報告書では、（１）固定的な賃金や全国賃金評議会（NWC: National Wage Council）提言への過度の依存の是正などに関する「賃金改革」、（２）法人税、個人所得税など直接税から間接税重視のスタンスへの移行に関する「税制改革」、（３）労働者の生産性のみならず、経営の生産性や企業全体の業務効率の向上に関

---

109) 景気後退の国外要因としては、（１）原油価格の下落や原油の輸送量の減少による、同国の製造業の25%を占める石油関連セクターの調整、（２）米国経済の急減速、（３）原油ブーム終焉により、商品生産国であるアセアン諸国の経済が減速、それらの国との貿易やそれらの国からの旅行者が減少したこと、を指摘している。

110) 法定機関（Statutory Board）は、国会で制定された法律に基づいて設立された政府関連機関で、法の中でその機能、業務範囲、権限などが定められている。監督省庁の傘下にあり、監督省庁を通して国会に責任を持つが、行政機関と異なり、管理、財務面でより大きな自主性を持っている（伊瀬知・横越 [2004]）。中央積立基金（Central Provident Fund Board）、経済開発庁（EDB: Economic Development Board）、シンガポール通貨金融庁（MAS: Monetary Authority of Singapore）など 60 を超える法定機関（Statutory Board）が存在する（https://www.gov.sg/sgdi/statutory-boards, accessed on February 17, 2018）。

111) 高賃金政策は、すでに述べたように、1979 年以降の「第二次産業革命」（Second Industrial Revolution）あるいは「産業構造高度化政策」（Economic Restructuring Policy）とも呼ばれる政府の政策、すなわち労働集約型に変えて資本・技術集約型産業を産業構造の中軸に据える新政策の一環として行われたものであった。報告書においては、1979 年から 1984 年にかけて、生産性が年平均+4.6%であったのに対し、賃金は名目で同+11.6%、実質では+6.5%となったと具体的な数値が挙げられているが、これは、同期間のユニット・レーバー・コストが年率平均+7.0%となったことを意味している。

112) 経済の硬直性の具体的な例として、シンガポール人の中にはまだ、時代が変わったことに気付かずに、低賃金や過酷な仕事を受け入れるよりもむしろ、失業したままでいることを好んでいる者もいることを挙げるとともに、そうした柔軟性の欠如が、問題を悪化させ、やがてはるかに厳しく苦しい調整につながると指摘している。

する「ビジネスの効率と生産性」、（４）「サービス業の促進」、の４つを、特に重要な提言として挙げている。金融部門の育成に関連するのが（４）である。（４）では、製造業について、以前よりも緩やかな成長となるものの、経済の中心的な構成要素であり続けるはずである、と述べるとともに[113]、サービス業の成長についても、強い期待を示している。とりわけ、金融業（Banking and Finance）、運輸・通信（Transport and Communications）、国際業務（International Services）などの分野で成長が期待できること、政府は、製造業を成功裏に促進したのと同じ方法で、それらの分野を積極的に促進しなければならないこと、そしてそれら分野の成長は、シンガポールの地場企業だけでなく国際企業の召致にも依存していること、を主張している[114]。

このように、金融業の強化に関する提言は、提言全体の中でも、重要な位置づけにあると考えられる。歴史的な文脈の中では、1985 年、独立以来のマイナス成長という事態に直面する中で、政府は方針を転換し、金融を含むサービス部門にも大きな重点を置くようになったという点において同報告は、製造業部門を重視してきた従来の同国の政策スタンスとは一線を画すものであるという指摘が多くみられる（木村［1990］、三浦［1996］、案浦［2001］）。

３．金融業、資産運用業強化の動機

「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点について詳細に見るとまず、同部門が経済の重要な柱になり、地域のバンキング・センターへと発展し始めているものの、1984 年終わりごろから急速に減速していること、世界的な金融市場の規制改革の潮流、証券化の潮流という 2 つの大きなトレンドという外部環境に適応しなければ、そうした減速が続くと考えられること、すなわち「国際金融センターとしてのシンガポールが岐路に立っている」という危機意識が指摘されている。このことは、1980 年代半ばの時点ですでに、シンガポールが国際金融センターであるという認識が存在したことを意味している。世界的な金融市場の規制改革の潮流としては、国内金融市場の規制撤廃への世界的な政策のシフト、証券化の潮流としては、債務の証券化の増加やローンと資本市場の統合が指摘されて

113) 製造業については、生産拠点を超えて、国際的な総合ビジネスセンターへと移行しなければならないこと、すなわち多国籍企業の地域事業本部（regional operational headquarters）の拠点になる必要があることを指摘している。
114) 同報告における「サービス業の促進」に関わる提言は、シンガポール製造業の発展要因と考えられる「国家主導型」と「外資依存型」の結合を（岩崎［2005］）、サービス業についても適用することを念頭においていると考えることができる。

いる[115]。前者は、預金金利の自由化に代表される、銀行部門の規制緩和の潮流を念頭に置いていると考えられる[116]。

次に、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点については、同分野が成長分野である、という認識が背景にあると考えられる。実際、資産運用業は、金融分野における成長分野として挙げられている 7 分野、すなわち（１）リスク・マネジメント、（２）資産運用（ファンド・マネジメント）、（３）資本市場、（４）非上場証券市場（証券取引所の上場基準を満たさない会社の株式を取引するための市場）、（５）金融・商品先物市場、（６）三国間貿易のファイナンス、（７）再保険、キャプティブ保険会社[117]、の一つに含まれている。資産運用業の成長性については、シンガポールにおいてはまだ初期段階にあるものの、地域、世界の双方に、利用することができる資金の巨大なプールがあり、スイスや香港のような資産運用センター（fund management centre）になることができると述べられている。また、資産運用業を含む金融業全体についてであるが、香港と比較しても、（１）政治的安定、（２）高品質のインフラ、（３）英語を母語とし、よく訓練された労働力、（４）戦略上の立地、の点において優位にあると指摘されている。すなわち、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点については、同分野が成長分野であるという認識とともに、シンガポールが同分野を拡大させるポテンシャルを持つという認識が存在したものと考えられる。

４．小括

経済委員会（The Economic Committee）の報告書「シンガポール経済：新たな方向について（The Singapore Economy: New Directions）」において、金融業の強化に関する提

---

115) 高橋 [2006]は、米国において、1970 年に GNMA（政府抵当金庫）が MBS（モーゲージ担保証券）を初めて発行したこと、その基本的な構造を応用するかたちで、1985 年にコンピューター・リース債権、および自動車ローン債権を裏付けとする ABS が、それぞれ第 1 号として発行されたこと、を指摘するとともに、1980 年代以降、米国以外の国に、証券化への関心が高まったことを指摘している。なお、日本の証券化の歴史は、1994 年に制定された特定債権法に基づいて、リース債権や割賦債権の ABS が組成されたのが始まりである。

116) 米国においては当時、米国の金融制度を長く制約してきた、預金金融機関（銀行）に関する三つの規制（預金金利規制、地理的業務規制、業務範囲規制）（樋口 [2003]）のうち、1983 年 10 月に定期性預金金利の自由化をもって預金金利規制の自由化が完了し、地理的業務規制が開始された段階にあった。また、当時、日本で行われていた規制改革は、預金金利の自由化である。それは、1985 年に大口定期預金の自由化がスタートしてから、1994 年に流動性預金が自由化されて、預金金利の自由化が完了した（島村・中島 [2017]）。

117) キャプティブ保険会社は、「一般の損害保険会社のように不特定多数の顧客を対象にするのではなく、特定の企業（あるいは企業グループ）に属し、その企業のリスクのみを専門に引き受ける保険会社」である（日吉 [1996]）。

言は、提言全体の中でも特に重要な位置づけにあると考えられる。歴史的な文脈の中では、1985 年、独立以来のマイナス成長という事態に直面する中で、政府は方針を転換し、金融を含むサービス部門にも大きな重点を置くようになったという点において同報告は、製造業部門を重視してきた従来の同国の政策スタンスとは一線を画すものであるという見解が多くみられる（木村［1990］、三浦［1996］、案浦［2001］）。

同報告書に基づくと、「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点については、同部門が経済の重要な柱になり、地域のバンキング・センターへと発展し始めているものの、1984 年終わりごろから急速に減速していること、世界的な金融市場の規制改革の潮流、証券化の潮流などの外部環境に適応しなければ、そうした減速が続くと考えられること、すなわち「国際金融センターとしてのシンガポールが岐路に立っている」という危機意識を指摘している。すなわち、新産業の育成というよりも、すでに主要産業となった金融サービス業の成功を脅かす変化が表れており、継続して政策的なサポートをしていく必要があるという点が指摘されている。

「金融業の中でも特に、なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」については、地域、世界の双方に、シンガポールにおいてはまだ初期段階にあるものの、地域、世界の双方に、利用することができる資金の巨大な蓄積があること、すでに「資産運用センター」となっている香港と比較しても、（１）政治的安定、（２）高品質のインフラ、（３）英語を母語とし、よく訓練された労働力、（４）戦略上の立地、の点において優位にあることを背景にして、「成長分野」、すなわち運用資産残高を拡大できるという認識があったと考えられる。すなわち、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点については、同分野が成長分野であるという認識とともに、シンガポールが同分野を拡大させるポテンシャルを持つという認識が存在したものと考えられる。もっともこの段階では、資産運用業は、数ある成長分野候補の一つ、という位置づけにある。

Ⅳ．経済計画会議（EPC）

1989 年 12 月、今後 30～40 年でシンガポールが先進国の仲間入りをするための戦略・プログラムを示すため、通産省の諮問委員会として、マー・ボウ・タン通信相[118]（当時）を委員長とする経済計画会議（Economic Planning Committee）が設置された。1991 年

[118] 通信省（Ministry of Communications）は、1999 年 6 月まで存在したシンガポールの省。その後、運輸情報通信省（MCIT: Ministry of Communications and Information Technology）に改組された。

10 月、同委員会での議論の成果として、「戦略経済計画：先進国へ向けて（Strategic Economic Plan: Toward a Developed Nation）」と題する報告書が政府に提出され、同年 12 月には一般にも公表された。

１．全体の問題意識

同報告書では、その冒頭において、「シンガポールが21世紀に向けて準備している経済的方向性に関心を持っている人々」及び「主要先進国と同等の国になるために働く人々」のために用意されていること、そしてそれは、85年に設置された経済委員会（The Economic Committee）によって始められた業務の継承であること、が述べられている。そのため同報告は、経済委員会（The Economic Committee）の報告書と同じように、製造部門とサービス部門の双方を成長のツインエンジンとして重視するという側面を持つ（辻［2010］、安田［2014］）。もっとも同報告は同時に、1991年2月、ゴー・チョクトン政権が発表した長期的な国家政策目標である「ネクスト・ラップ（Next Lap）」を踏まえたものであると考えられる（自治体国際化協会［1998］）[119]。「ネクスト・ラップ（Next Lap）」は、1965年にマレーシア連邦から独立して以降、31年間にわたって初代首相を務めていたリー・クアンユー氏から、1990年11月、ゴー・チョクトン氏へと首相が交代したことに伴う、新しい政策の提示という意図を持つものであった[120]。実際、同報告書においては、2030年までのGNP成長率について、楽観的・悲観的2つのシナリオを示してはいるものの（表 4-2、4-3）、総じてみれば、「長期的な方向性と政策のガイドラインを示しているに過ぎない」[121]と考えられる。

---

[119] ネクスト・ラップ（Next Lap）は、1990 年 11 月に発足したゴー・チョクトン政権が、1991 年 2 月に発表した、20-30 年後の長期的な国家政策を述べた、Singapore Government, *Singapore: The next lap* という政策提言書において、その内容が述べられている。「ネクスト・ラップ（Next Lap）」について岩崎［1992］は、「1965～90 年の時期の国家建設を一循環とみなし、同政権が誕生した 91 年からは国家建設の第 2 段階（新たな 25 年間）に入ったという考えのもとに作られたものである。また歴史的にみると人民行動党は 59 年の総選挙に勝利して政権に就いたが、当時の党の基本的政策綱領は『タスクス・アヘッド』（Tasks Ahead）に纏められ、それがリー政権の基本的綱領となった。『ネクスト・ラップ』はそれに対応した意味合いも持っており、ゴー首相以下の人民行動党第 2 世代指導者の意気込みを示すものでもある」（374 頁）と述べている。

[120] 正確には、リー・クアンユー氏は、シンガポールが独立国家となる前、シンガポールがイギリスの自治領となった 1959 年 6 月に、シンガポールの初代首相に就任している。

[121] 自治体国際化協会［1998］、12 頁。

表 4-2　GNP 成長率予測　楽観的シナリオ

	2030 年の人口		
	340 万人	400 万人	440 万人
1990～1995	6.7	7.1	7.3
1995～2000	5.6	6.0	6.2
2000～2010	4.4	4.8	5.0
2010～2020	3.9	4.3	4.5
2020～2030	3.7	4.0	4.3

出所：Economic Planning Committee, Ministry of Trade and Industry Singapore, *The Strategic Economic Plan: Towards a Developed Nation*

表 4-3　GNP 成長率予測　悲観的シナリオ

	2030 年の人口		
	340 万人	400 万人	440 万人
1990～1995	5.7	6.1	6.3
1995～2000	4.6	5.0	5.2
2000～2010	3.5	3.9	4.1
2010～2020	3.0	3.4	3.6
2020～2030	2.7	3.1	3.3

出所：Economic Planning Committee, Ministry of Trade and Industry Singapore, *The Strategic Economic Plan: Towards a Developed Nation*

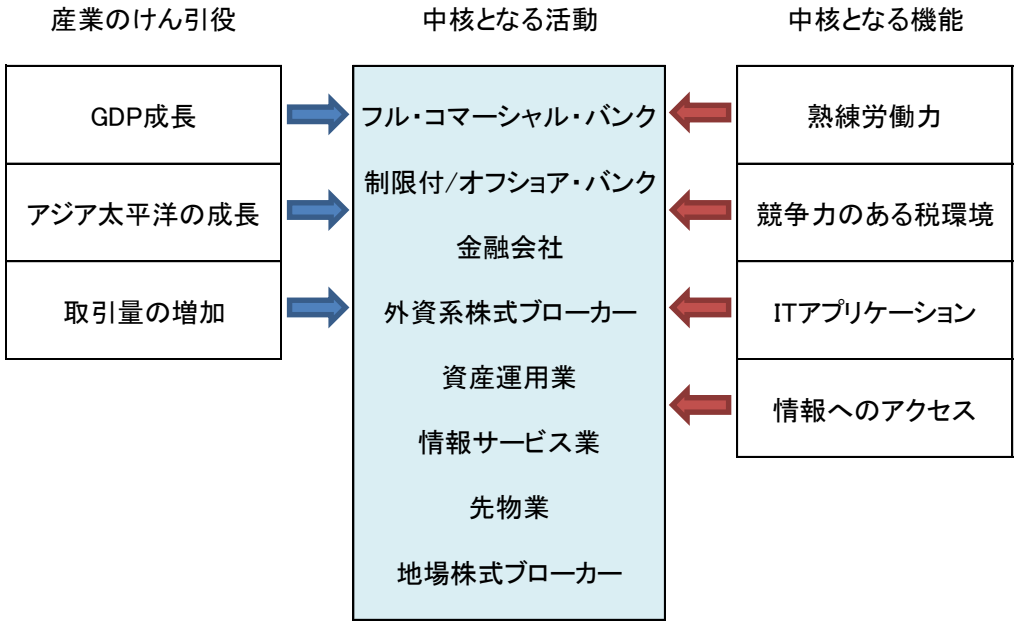
２．金融業、資産運用業に関する提言、強化の動機

同報告書においては、そのタイトルに含まれている「先進国へ向けて」という目的を達成するためには、単に一人当たりの所得を増加させることだけでなく、経済のダイナミズム、豊かな生活、堅固なナショナル・アイデンティティーおよびグローバル・シティーの形態[122]、という4つがカギとなる要素であることを主張し、具体的に8つの推進項目を掲げている。すなわち、（１）高成長維持にとって重要な「人的資源の強化（Enhancing Human Resources）」、（２）産・官・労による「国家的チームワークの促進（Promoting National Teamwork）」、（３）従来以上に「国際化指向になること（Becoming Internationally Oriented））」、（４）技術革新に関する「技術革新に資する環境の創出（Creating a Conducive Climate for Innovation））」、（５）産業政策の立案にあたり、個々の産業だけではなく、インフラ、通信、輸送、事務サービス等の関連産業を含めた産業群（クラスター）単位での振興に関する「製造業とサービス業の産業クラスターの振興（Developing Manufacturing and Service Clusters）」、（６）国内サービス業の生産性上昇に関する「経済再開発の先頭に立つ（Spearheading Economic RedeveIopment））」、（７）国

[122] グローバル・シティーについては、明確な定義はなされていないものの、グローバル・シティーになるためには、同国の「規模の制約」を乗り越えることの重要性が指摘されている。

際競争力の中長期的な維持に関する「国際競争力の維持（Maintaining International Competitiveness）」、（８）多国籍企業の輸出や非石油製品の対米輸出など、特定分野に大きく依存する構造であることによる経済の脆弱性を克服するため経済構造の多様化を図る、「脆弱性の克服（Reducing Vulnerability）」の8つである。なお、（５）について、同報告書では14の産業群（クラスター）に関わる分析の要約が示されているが、金融業はその一つである。中核となる活動として資産運用を含む8分野があり、中核となる機能として熟練労働力、競争力のある税環境、ITアプリケーション、情報へのアクセス、産業のけん引役として、GDP成長、アジア太平洋の成長、取引量の増加、が指摘されている（図4-3）。もっとも、産業育成という観点からすると、具体策は乏しく、金融業を含め、特定の産業について提言が行われている訳ではなく、強化の動機についても言及されていない。

図 4-3　金融業クラスター



注：フル・コマーシャル・バンクは銀行法で認められたすべての業務を提供可能、制限付バンクはリテール業務に制限が加えられる（制限付バンクは、2001 年に現在のホールセール・バンクとの呼称に変更）。オフショア・バンクは、ACU でオフショア業務を中心に行う（野村資本市場研究所 [2014]）。金融会社は、定期預金や貯蓄預金の受入を行うとともに、個人や法人への信用供与を行っている金融機関である。金融会社は、金融会社法（Finance Companies Act）に基づく免許を受ける必要があり、その業務は同法による規制を受ける（三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング [2014]）。

出所：Economic Planning Committee, Ministry of Trade and Industry Singapore, *The Strategic Economic Plan: Towards a Developed Nation*。

Ⅳ．小括

以上のように、経済計画会議（Economic Planning Committee）、そしてその報告書である「戦略経済計画：先進国へ向けて（Strategic Economic Plan: Toward a Developed Nation）」は、1985 年に設置された経済委員会（The Economic Committee）の業務を継承したものであるという側面がある。そのため同報告は、製造部門とサービス部門の双方を成長のツインエンジンとして重視するという側面を持つ（辻 [2010]、安田 [2014]）。

もっとも同報告は、新しく政権を担うことになったゴー・チョクトン政権が 1991 年 2 月に発表した長期的な国家政策目標「ネクスト・ラップ（Next Lap）」の精神を踏まえた、長期的な政策の方向性の提示という側面があったものと考えられる。産業育成という観点からすると、具体策は乏しく、金融業を含め、特定の産業について提言が行われている訳ではなく、強化の動機についても言及されていない。

Ⅴ．競争力委員会（CSC）

1997年5月、今後10年間のシンガポールの経済競争力を評価し、同国の競争力を強化するための戦略を提案することを目的として、リー・ヨクスアン通産相を委員長とする、競争力委員会（CSC：Committee on Singapore's Competitiveness）が設置された。同委員会の設置は、その後の高成長の基礎を作った「経済委員会」（The Economic Committee）による最終報告「シンガポール経済：新しい方向」（The Singapore Economy: New Directions）から10年が経過したことから、新たな戦略作りを意図したものであった（岩崎 [1998]）。ただし、同委員会発足の数カ月後にアジア経済危機が発生したことから、同委員会は、経済危機の短期的対応策と本来の任務たる中長期経済戦略の検討という、二つの課題を負うことになったのである。1998年10月、最終報告書が政府に提出され、翌11月、一般に公表された。

１．全体の問題意識

短期的な観点からは、同報告書は、域内の競合相手国の構造改革を強く意識したものとなっている。すなわち、アジア通貨危機に見舞われた国々は、危機に対処するため構造改革を行っているが、そうした改革が完了すれば、以前よりも高い競争力を持つことになることから、シンガポールは、危機が終わった後の域内経済の成長の波に乗ることができるよう、差し迫った危機の先を思い描き、将来を考慮した調整を行わなければならないと述

べられている。

長期的な観点からは、経済の自由化、グローバル化、急速な技術進歩などが、世界中の貿易、投資、生産パターンそして金融市場に劇的な影響を与えると見込まれること、また、「知識経済」（knowledge economy）への根本的な転換が起こりつつある中で、競争力強化に資する能力を構築するために、具体的な措置をとるべきであると述べられている。なお、こうした考え方の背景には、1990年代後半以降のインターネットの普及などを含むICT（情報通信技術）分野の急速な発展の中で、どのように国際競争力を維持するか、といった問題意識が存在していたのではないかと考えられる。実際、日本、米国、EUのほか、香港、韓国、マレーシアなどにおいても、ICT分野の経済への重要性を踏まえ、1990年代の終わり頃から、ICT関連分野における国家プロジェクトが打ち出されている（総務省［2001］）。シンガポールにおいても、2000年には、ICT分野における2001年からの10年間の国家計画である「ICT21マスタープラン」が発表された[123]。また日本においても、2001年1月、「e-Japan戦略」と題するIT国家戦略が策定されており、そこでは「知識創発型社会」という類似の概念がキーワードとして用いられている[124]。

２．金融業、資産運用業に関する提言

同提言においては、短期的な視点と中長期的な視点からの提言が行われている。

短期的な視点からの提言としては、競争相手国との相対的なユニット・レーバー・コストの長年にわたる上昇と1997年7月以降のシンガポール・ドル（以下、Sドル）高が、同国の競争力を悪化させたことを指摘するとともに、地域の危機による差し迫った難題に対応する具体策として、以下のようなコスト／税金引き下げ政策を推奨している。すなわち、（１）中央積立基金（CPF）への拠出を含む総賃金コストを1997年の水準から15%引き下げること、（２）外国人労働者雇用税の月額50～100Sドル引下げ、（３）ジュロン開発公社（JTC）と住宅開発庁（HDB）所有の土地や工場の賃貸料の1990年代初期水準への引下げ、（４）電気、通信、港湾利用料金を経済合理的範囲内で引下げ、（５）関税、ガソリン・ディーゼル税など、車両関連の諸経費の引下げ、（６）不動産税55％リベート（払い戻し）

---

123) 「ICT21 マスタープラン」は主に、（１）通信の自由化を含む情報通信関連産業の振興、（２）企業の IT 化、（３）生活の IT 化、（４）公共分野の IT 化、（５）人材育成から構成されており、シンガポールをダイナミックで活力のある世界的な情報通信の中心地とすること、そのためにネットエコノミーと情報通信社会を構築することを目標としている（総務省［2001］）。

124) http://www.kantei.go.jp/jp/singi/it2/dai1/1siryou05_2.html、2016 年 7 月 3 日アクセス。

の延長、証券取引印紙税免除の延長、（７）法人税と所得税などの引下げなどである。委員会試算によると、これらのパッケージによるコスト削減は総額100億Sドル、GDPの約7%に相当すると述べられている[125]。その他、地場企業の運転資金のファイナンスのサポート、労働者の能力の育成、地場企業による域外市場開拓のサポート、より多くの海外の企業の保持、誘致につながる提言も行っている。ただし、短期的な施策については、具体的な産業にかかる提言は行われていない。

中長期的な施策における提言の一つが、金融部門の育成である。同提言においては、今後10年間に、「競争力のある知識経済（A Competitive Knowledge Economy）」になるという、中長期のビジョンが示され、その実現をサポートするために、8つの戦略が推奨されている。すなわち、（１）製造業とサービス業を、成長のツインエンジンとして推進すべきであること、（２）海外市場への取り組みを強化すべきであること、（３）コア・コンピタンスを持つ、世界クラスの地場企業を育成する必要があること、（４）中小の地場企業を育成するべきであること、（５）人的・知的資本を成長させる必要があること、（６）科学、技術、技術革新を発達させる必要があること、（７）土地や水など資源の管理を最適化するべきであること、（８）政府が、ビジネスの促進役として積極的な役割を果たし続けるべきであること、である。

金融部門の育成に関連するのが（１）である。（１）では、製造業とサービスを、シンガポール経済の成長のツインエンジンとして推進すべきであること、それが経済の多様化に役立ち、脆弱性の軽減、より広い経済基盤の提供につながると述べられている[126]。サービス業については、国際的な評判を獲得している既存のハブ・サービス（例えば、金融サービス、国際貿易、輸送や物流、展示会管理・観光）に加え、新しい高成長ハブ・サービス（例えば、医療、教育、メディア、通信、情報技術（IT）サービス、電子商取引やダイレクトマーケティング）など多様な分野に言及しているものの、特に金融サービスについて強調し、金融サービスを発展させることが、すでに述べたアジア・ダラー市場の本拠地としての地位や、地域内での外国為替やデリバティブ取引における伝統的なリーダーシップの強化、資産運用（fund management）、債券の流通、ベンチャー・キャピタルなどに

[125] 岩崎 [1999]は、政府が、「委員会が提案した 100 億 S ドルに 5 億 S ドル上乗せして合計 105 億 S ドルとし、提案の全面的受入れを表明した」（367 頁）と指摘している。
[126] その例として、1996 年、電子部品のサイクルが下向きであったにも関わらず、サービス業の堅調な成長を背景に、GDP 成長率は+6.9%と良好な結果となったことが挙げられている。なお、2010 年基準では、1996 年の実質 GDP 成長率は+7.5%である。

おける新しい能力の構築につながると述べている。なお、製造業については、純粋な生産拠点ではなく、高付加価値製品を製造したり、国内や域内の企業に対し、製造業関連サービス（本部（HQ）の業務を含む）を提供したりする、重要な拠点となるべきであることを主張している。

このように金融業の強化に関する提言は、提言全体の中でも、重要な位置づけにあると考えられる。なお、報告書の公表に先立って、競争力委員会の下に設けられた金融・銀行小委員会によって政府に対し具体的な提案が行われた 。それらは、7 分野、合計で 55 項目という幅広い分野についての見直しに関するものであり、中でも資産運用に関する部分が、55 項目のうち 11 項目を占めていた。そこでは、公的セクターの資金（外貨準備を含む）の運用に、民間の資産運用会社を積極的に利用、今後 3 年以内に、最低でも 20%をシンガポールの民間ファンド・マネージャーに委託することのほか、投資信託市場の拡大に向けて、投資信託の設定手続きの簡素化、目論見書の文言の平易化などが提言され、政府は、税制に関わる提言以外のほとんど全ての提案を承認した。

３．金融業、資産運用業強化の動機

（1）競争力委員会最終報告

「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点に関連しては、政府による育成と民間部門の協力によって、シンガポールはアジアの主要な金融センターの一つとなり、グローバルな外国為替及びデリバティブ・センターであり、アジアの主要なローンのシンジケーション・センターの一つであるとすでに認識されているものの、一つの時間帯に一つの金融センターという事態が起こりうること、すなわち金融センターの集約が起こりうる中で、伝統的な長所を利用し、新しい長所を構築する必要があるという危機意識が述べられている[127]。こうした危機意識の背景には「表れつつあるトレンド」として指摘されている、競争が激化する中で東京、香港、オーストラリアのようなアジアの国における金融機関の統合、地理、産業、規制の障壁を突破する情報技術の進歩、グローバリゼーションやテクノロジーによって税率の高い国から低い国へ自由に企業が移動できるようになったこと、

[127] この点について、具体的な競合国は言及されていないものの、日本では 1996 年 11 月に金融制度の抜本的な改革（日本版金融ビッグバン）、韓国では 1997 年 1 月に韓国版ビッグバン、オーストラリアでは 1997 年 9 月に金融部門の競争・効率化を促進するための金融制度改革への着手が正式に発表されるなど、アジア太平洋地域において、金融制度改革の潮流が強まったこと、また 90 年にマレーシアがラブアン島、93 年にタイがバンコクに設立したオフショア市場に、両国関連の取引が流れつつあったことも（経済企画庁［1997］）、そうした危機意識の念頭にある可能性がある。

が指摘されている。なお、ほぼ同じ時期のIMF [2000b]においても、主要な金融センターとしてのシンガポールがグローバルな金融の変化によって挑戦を受けていることを指摘し、その背景の一つとして、（１）シンガポールの主な長所は国際銀行センター、外国為替センターとしてのものであり、資本市場はあまり発展していないが、機関投資家と資本市場が資金調達や貯蓄の経路として、主たる媒介になりつつあること、（２）シンガポールを含む全ての金融センターが、国境が不鮮明なものとなり、どこからでもお金を運用できる情報技術の発展した「デジタル時代」への難しい移行に直面していること、とともに、（３）1980年代のOECD諸国で始まり、1997年の金融危機以来アジアで加速している金融の規制緩和に向けた世界的な傾向が、競争に拍車をかけ、より少ない金融センターにおける活動の統合をもたらす可能性が高いこと、を指摘している。

次に、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点については、成長分野である、という認識が背景にあると考えられる。実際、成長分野としては、（１）資産運用（ファンド・マネジメント）、（２）リスク・マネジメント、（３）株式市場、（４）債券市場、（５）ベンチャー・キャピタル、（６）保険・再保険、（７）クロスボーダー・エレクトロニック・バンキング、7つの分野が挙げられている。（１）については、純資産残高が1997年には1991年比で5倍に拡大しているものの、依然香港に大きく劣後することを指摘している。また、重要なファンドマネジメントセンターになるよう努力することが、資本市場の一段の深化に役立つこと、すなわちその波及効果について述べられている。

（２）金融セクター再検討グループ改革案

競争力委員会及びその最終報告書とほぼ同じ時期、政府によって、リー・シェンロン副首相（当時）[128]を委員長とする「金融セクター再検討グループ（FSRG: Financial Sector Review Group）」が設立され（1997年8月）、改革案が提出された（1998年2月）。主たる目的は、金融セクターの規制や発展に対する政策を見直すこと、シンガポールをアジアそして世界の主要な金融センターとして位置づけること、であった（MAS [1999]）。以下でみるように、同改革案の問題意識は競争力委員会（CSC）と概ね同じであり、同改革案が競争力委員会と平仄を合わせたものであることを示唆している。

「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点に関連しては、競争力委員会（CSC：Committee on Singapore's Competitiveness）と概ね同じように、過去30年間の同国金融

[128] 1998 年 1 月から 2004 年 8 月まで、シンガポール通貨金融庁（MAS）長官を兼任。

セクターの目覚ましい成長ペースが続くことは当然のこととみなしえないという認識がある。その背景には、規制の障壁の低下、情報技術の進歩、金融機関の統合により、金融活動がより少ない金融センターに集約されつつあり、競争は激しくなりつつあること、シンガポールが主要な金融センターとしての地位を守るには、新しいアプローチが必要であること、が主張されている。改革案は広範囲に及ぶものであるが、萩原 [2005a]は、その報告書の改革案の柱は、（１）地場銀行の競争力強化、（２）資本市場の整備、（３）資産運用業の育成、の3つに分類できるとしている。

資産運用業は改革の柱の一つであるものの、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点に関連しては、明確には述べられていない[129]。もっとも、資産運用業の育成策については、（１）政府資金の一部を民間ファンド・マネージャーへ委託[130]、（２）中央積立基金（CPF: Central Provident Fund）投資スキーム、すなわち、一定の積立金額を超えた部分について加入者が積立金を自ら運用投資できる制度の下で提供される投資信託の運用規制の緩和など、個人投資家による投資信託の投資促進[131]、３）税制優遇による外国の運用会社の誘致、（４）小規模ながらも特定のニーズに対応できる国内ブティック型ファンド・マネージャーの育成、（５）ヘッジファンドの受け入れ、などが挙げられている（MAS [1999]、萩原 [2005a]）。また、MAS は1998 年4 月、金融セクター改革と併せて、金融業の監督部門とは別に、金融センターとしてのシンガポールを発展させ、宣伝するべく、金融セクター発展プロモーション局（Financial Sector Promotion Department）を設置した（MAS [1999]）。現在では、類似する役割を果たす金融センター発展局（Financial Center Development Department）や金融市場発展局（Financial Markets Development Department）があり、後者においては資産運用業が振興対象の一つとなっている[132]。

---

[129] 萩原 [2005a]はその点について、（１）欧米の投資家によるアジア証券投資の積極化、（２）富裕層拡大による、グローバル投資の活発化という展望があったと指摘している。

[130] 2 月には、外貨準備の運用機関であるシンガポール政府投資公社（Government of Singapore Investment Corporation; GIC）が、今後 3 年間で、運用資金のうち民間ファンド・マネージャーに委託する金額を従来の 100 億 S ドルから 350 億 S ドルに引き上げることを、11 月には、MAS が今後 3 年間で 100 億 S ドルを民間ファンド・マネージャーに委託することを発表した。なお、そうした政策の意図については、国際的な資産運用会社の誘致につながることが念頭にあるものと考えられる（MAS [1998a]）

[131] 中央積立基金（Central Provident Fund; CPF）投資スキーム（一定の積立金額を超えた部分について加入者が積立金を自ら運用投資できる制度）の下で提供される投資信託の運用規制の緩和などが挙げられている。その結果、従来、同スキームにおいて投資可能であった投資信託の投資対象は、東南アジア株式に限定されたものであったが、日、米、独などの先進国を対象とする投資信託への投資が可能となった。

[132] 金融センター発展局は国際金融センターとしてのシンガポールの発展をサポートすること、金融市場発展局は、金融市場開発部は、資本市場、資産運用、保険セクターの発展に焦点を当て、シンガポールの

（３）リー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」

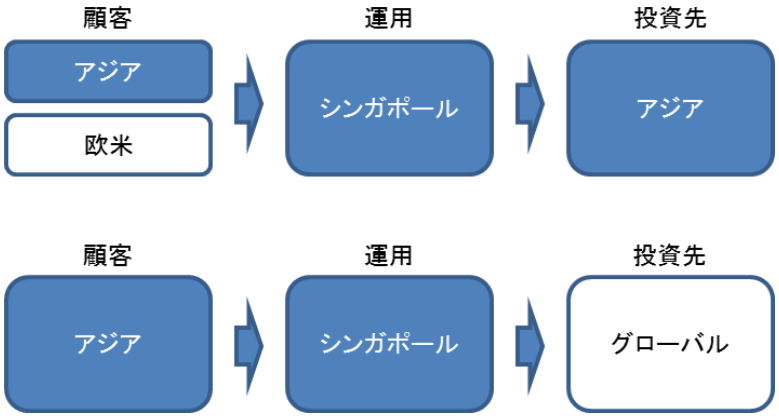
1998年当時における、資産運用業に対する政府のスタンスをより明確に述べたものに、かつて経済委員会の委員長であり、金融セクター再検討グループ委員長でもあったリー・シェンロン副首相（当時）の資産運用業に関する講演「シンガポールの資産運用業：新たな方向について（Fund Management in Singapore：New Directions）」がある（MAS [1998a]）[133]。そこでは「私たちのビジョンは、今後5-10年間でシンガポールをアジアで最高の資産運用（ファンド・マネジメント）の拠点（ハブ）に発展させること」との構想が述べられている。

「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点に関しては、欧米からアジアへの投資拡大期待、アジアから世界への投資拡大期待を念頭におきながら、アジアの資産運用業の有望性、すなわち成長期待に言及している。長期的にみて、アジアの資産運用業が期待できる分野である理由として（１）日欧米の労働者が退職貯蓄を専門家により運用される、グローバルに多様化し、伝統的な投資よりもリスク調整後の収益が高いファンドに投資するようになっており、世界的な資産運用業に対する需要が今後20年にわたって大きく拡大すること、（２）欧米の資産運用会社により、高成長成長が見込まれるアジアへの投資拡大が期待できること、（３）欧米の資産運用会社が、投資する市場に近づくために、そして顧客とより積極的に交流するために、世界中に投資チームを配置しつつあること、を挙げている。（３）については、アジアの顧客がアジアに拠点を置く投資マネージャーに直接アクセスできるという利便性についても言及している。すなわち、アジアの資産運用業が期待できる分野である理由として、欧米からアジアへの投資拡大期待、アジアからの投資拡大期待が想定されていると考えられる。このことは、シンガポールの目標として、（１）アジアと欧米双方の顧客の、アジアに投資するポートフォリオを運用するセンターになること、（２）アジアの顧客の、グローバルな投資を運用することという、2重（twofold）の目標が述べられていることからも窺える（図4-4）。

活気のある金融市場を振興すること、健全で革新的な技術、金融インフラ育成を目指している。（http://www.mas.gov.sg/about-mas/overview/groups-and-departments.aspx, accessed on May 1, 2016）。

133) https://www.mas.gov.sg/news/speeches/1998/fund-management-in-singapore-new-directions--26-feb-1998, accessed on June 20, 2020。

図 4-4　資産運用業　２重の目標



出所：MAS [1998a]より作成。

さらに、小さい国内市場、米国や欧州といった主要な投資市場からの距離の遠さといった弱みはあるものの、国際的な資産運用会社の誘致や、運用原資としての国外資金の利用を念頭におきながら[134]、（１）安全な避難場所（a safe haven）としての評判、（２）政治的安定（political stability）とマクロ経済の安定性（macroeconomic soundness）、（３）航空路による連結、（４）通信ネットワーク、（５）ITインフラ、などの良く知られた強みを持つ点を挙げている。

すなわち、成長期待だけでなく、シンガポールの弱みを回避しながら長所を活用できるということも、資産運用業強化の背景にあると考えられる。

４．小括

競争力委員会（CSC）において、金融業の強化に関する提言は、提言全体の中でも、特に重要な位置づけにあると考えられる。

同報告書に基づくと、「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点については、経済委員会（The Economic Committee）「シンガポール経済：新たな方向について（The Singapore Economy: New Directions）」と同じように、新産業の育成というよりも、すでに主要産業となった金融サービス業の維持・強化という側面が強いものとなっている。た

134) 国際的評判の高い資産運用会社の誘致の必要性やそれら運用会社による事業拡大を奨励する意図があること、運用原資に関しては「究極的には、資金運用業界の成長は、海外資金に依存している」と述べている。

だし、金融機関の統合、情報技術の進歩、規制の障壁の低下などを背景として、金融センターの集約が起こりうることなど、成功を脅かす変化が表れており、継続して政策的なサポートをしていく必要があるという点が指摘されている。同様の見解は、競争力委員会（CSC）と密接な関係を持つ、金融セクター再検討グループ（FSRG）の改革案においても述べられている。

また、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点については、「成長分野」、すなわち運用資産残高を拡大できるという認識と、資本市場の一段の深化に役立つこと、すなわち他産業への波及効果、が挙げられている。また、金融セクター再検討グループ（FSRG）の委員長であったリー・シェンロン副首相によって、金融セクター再検討グループ（FSRG）の改革案とほぼ同じタイミングで行われた講演では、欧米からアジアへの投資拡大期待、アジアから世界への投資拡大期待を背景にしたアジアの資産運用業の有望性、小さい国内市場、米国や欧州といった主要な投資市場からの距離の遠さといった弱みはあるものの、安全な避難場所としての評判、政治的安定とマクロ経済の安定性、航空路による連結、通信ネットワーク、ITインフラ、などの強みを生かすことができること、などが挙げられている。

Ⅵ．経済再生委員会（ERC）

2001 年10 月、ゴー・チョクトン首相が設立を宣言したことを受け、開発戦略を見直し、経済を再構築するための青写真を策定するため、2001年11月、リー・シェンロン副首相兼財務大臣を議長とした経済再生委員会（ERC: Economic Review　Committee）が設置された。2003 年2 月、その成果として、「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して（New Challenge, Fresh Goals Towards a Dynamic City）」と題する報告書が政府に対して提出され、一般にも公表された[135]。

１．全体の問題意識

同委員会設立に際して、首相府（PMO: Prime Minister's Office）から公表されたプレスリリースによると[136]、（１）急速な技術進歩とグローバル化による世界経済の劇的な変

135)
https://www.mti.gov.sg/ResearchRoom/Documents/app.mti.gov.sg/data/pages/507/doc/ERC_Full_Report.pdf、2016 年 4 月 7 日ダウンロード。
136)

化、（２）2001年9月11日に発生したアメリカ同時多発テロ事件による国際経済情勢の悪化、（３）主要な競争国としての中国の重要性の高まりが、委員会設立の背景にあると述べられている。（２）については、2000年春頃からいわゆるITバブル崩壊によってすでに景気後退局面入りしていた米国経済が 、2001年9月の同時多発テロの発生により一段と下振れした影響を受けて、シンガポールは、経済状況の悪化に陥っていた[137]。（３）の中国については、90 年代に工業生産を急速に増大させ、工業製品輸出が急増、「世界の工場」とも呼ばれるようになっていたことに加え、2001 年末のWTO加盟により、貿易・投資の更なる拡大が見込まれる中、シンガポールのみならず、日本においても、中国脅威論が強まっていた時期であった（内閣府 [2002]）。内閣府 [2002]は、2000年後半からの日本における中国脅威論の背景として、１）中国の経済大国化に対する不安感、２）中国製品が競争力を高め、我が国企業の市場シェア、ひいては我が国労働者の職が奪われるのではないかとの懸念、を指摘している。

２．金融業、資産運用業に関する提言

（１）経済再生委員会（ERC）

同提言においては、緊急の課題と長期的な課題が挙げられている。

緊急の課題としては、ビジネスコスト管理の重要性について述べている。具体的には、国民賃金評議会（NWC）により提言された賃金の抑制を支持しているほか、CPF 拠出率の改正（36%以上への CPF 拠出率への復元を 2 年間延期、高所得者の拠出負担を軽減することを目的とし、給与上限の月額 6,000 ドルから同 5,000 ドルへの引き下げ、50-55 歳の労働者に対する雇用者の拠出率の 20%から 16%への引き下げなど）などを提言している。

長期的な課題としては、6 つのカギとなる分野を挙げている。すなわち、（１）世界各国との貿易や直接投資面でのつながりの強化（外部との提携拡大（Expanding External Ties））、（２）法人税、個人所得税の引き下げ、CPF 拠出率再引き上げの 2 年間延期、年功に基づく賃金体系ではなく月間可変賃金（MVC）の賃金体系採用の推奨など（競争力と柔軟性（Competitiveness and Flexibility））、（３）積極的で、革新的な、そしてリスクを冒すことができる起業家の育成（起業家精神の育成（Entrepreneurship））、（４）製造業を成長エンジンとしつつ、第 2 の成長エンジンとしてのサービス業の促進（製造業とサー

https://www.mti.gov.sg/ResearchRoom/Documents/app.mti.gov.sg/data/pages/507/doc/ERC_Establishment.pdf、2016 年 4 月 7 日ダウンロード。

137) 2001 年通年では結局、1965 年の建国以来、3 度目のマイナス成長を記録した。

ビス業；2 つのエンジン（Manufacturing and Services; Twin Engines））、（５）有能な人材の育成（人材（Human Capital））、（６）経済再構築に伴う失業増加に伴う対応（再構築と雇用（Restructuring and Employment））の 6 点であるが、これらのうち、金融部門に関するのが（４）である。

（４）では、製造業については、シンガポールの 4 つの高付加価値生産部門である、エレクトロニクス、化学品、バイオメディカルサイエンス、エンジニアリング部門の強化と、新テクノロジーの能力を開発しなければならないこと、知的所有権（IP）を開発、利用するため、様々な機関において R&D の取り組みを強化する必要があることについて述べている。そして、製造業を成長エンジンとしつつも、第 2 の成長エンジンとして、より積極的にサービス業、特に輸出可能なサービスを、振興する必要があると述べている。より具体的には、貿易、物流、情報通信技術（ICT）、金融サービス、観光などの確立された産業を、アップグレードし、自由化し、発展させなければならないと同時に、ヘルスケア、教育、創造的産業などの有望な新たな分野を促進すべきであることを指摘している。なぜサービス業かという点については、（１）中国やインドにおいて拡大が予想される中間層によるハイエンドで良質なサービス需要の拡大に、シンガポールが対応できると考えられること[138]、（２）限られた資源の中、すでに強みを持っているか、その可能性があるサービスに注力しなければならないこと、を主張している。

このように金融業の強化に関する提言は、提言全体の中でもやはり、重要な位置づけにあると考えられる。

（２）経済再生委員会（ERC）の金融サービス作業部会（FSWG）

経済再生委員会（ERC：Economic Review Committee）の下には、7 つの小委員会のほか、多くのワーキング・グループが設置されている。金融サービス分野については、7 つの小委員会のうちの 1 つであるサービス産業小委員会（Sub Committee on Service Industries）の下に、金融サービス作業部会（FSWG: Financial Services Working Group）が設けられ、2002 年 9 月、「アジアにおける卓越した金融センターとしてシンガポールを位置付ける」（Positioning Singapore as a Pre-eminent Financial Centre in Asia）と題す

[138] 高品質のサービス業は、十分に教育を受けた労働力、優れた物理的インフラ、法的環境、品質と信頼性に対する健全な評判に依存すると述べている。

る報告書を公表した[139]。

同報告書では、「アジアにおいて、厳選した地域/グローバルニッチの卓越した金融センターとして、シンガポールを位置付ける」（To position Singapore as a pre-eminent financial centre in Asia for select regional/global niches）というビジョンを明確に述べるとともに、4つの戦略的目標（Strategic Thrusts）を特定している。4つの戦略的目標とは、（１）シンガポールをウェルス・マネジメントにおける、地域のリーダーとして発展させること、（２）シンガポールを地域／グローバルのプロセッシング（決済業務）・センターとして発展させること、（３）シンガポールをアジア太平洋地域のリスク・マネジメント・センター、特に、テロ関係のリスク等の伝統的な保険の対象外のリスク管理のセンター、として発展させること、（４）魅力的なビジネス環境を創出すること、である（表4-4）。資産運用業に関するのが（１）である。

なお、ウェルス・マネジメントとは一般に、個人の富裕層などを対象とする総合的な金融サービスを指す。例えば、スイス銀行協会によると、「一般的に言えば、ウェルス・マネジメントは、カスタマイズや複雑さの程度が異なる金融サービスで、一定の資産あるいは富を所有する個人、民間企業や機関投資家に対して供給される」[140]と述べられている。もっとも、金融資産の運用・管理、不動産の運用・管理、資産や事業の継承を円滑に行うための助言、さらには、子供の教育への助言、専門医の紹介などのようなサービスも含まれる場合もある。また、プライベート・バンキングと呼ばれるサービスと類似しているが、沼田［2000］では、両者の違いについて、ウェルス・マネジメントは、プライベート・バンキングをさらに拡張した概念であり、（１）従来以上に資産運用機能の重要性が高まってきたこと、（２）各機能を有機的に結び付けようという機運が高まっていること、（３）銀行以外の金融機関も同業務に注力していること等を強調する意味合いもあり、ウェルス・マネジメントを標榜する金融機関が多くなっていると指摘している[141]。同報告書では、ウェルス・マネジメントという用語について明確な定義はなされていないものの、機関投資家と個人を顧客とする広い意味での資産運用業と認識されているものと考えられる。実際、

---

139) https://www.mti.gov.sg/ResearchRoom/Documents/app.mti.gov.sg/data/pages/507/doc/ERC_SVS_FIN_MainReport.pdf, accessed on May 31, 2016。

140) http://www.swissbanking.org/en/kompendium.pdf#search='swiss+banking+sector+compendium+2010', accessed on August 6, 2016

141) FSWG においても、（MAS [1998d]）と同様に、資産運用業に関しては、①アジアと欧米双方の顧客の、アジアに投資するポートフォリオを運用するセンターになること、②アジアの顧客の、グローバルな投資を運用することという、の 2 重の目標が述べられている。

同報告書においては、ウェルス・マネジメントに関する章の冒頭で、ウェルス・マネジメント産業について、「機関投資家と個人双方のウェルス・マネジメントを含む」と述べている。

なお、ここではもはや、これまで重視されてきた資本市場は育成対象に含まれていない。その背景には、経済規模の大きさによる制約などから、さらなる発展が難しいという認識も存在したものと考えられる。実際、報告書の要約（エグゼクティブ・サマリー）部分においては、「シンガポールの安全な場所という地位は、ウェルス・マネジメント産業を育んできたけれども、資本市場の活動は、小さな国内基盤、弱い起業家的な文化、暗い地域経済や金融情勢の見通しによって、発展を抑制されてきた」と述べられている。暗い地域経済や金融情勢の見通しというのは、アジア通貨危機以降、中国がめざましい経済発展を続ける一方、ASEAN諸国の経済は、直接投資の流入低迷などから力強さを欠いているという状況を述べたものと考えられる。また、ウェルス・マネジメント産業は、小さな国内基盤に依存しないことも、経済規模の大きさによる制約は限定的であることを示唆しているとも考えられる。

表4-4　FSWGにおける4つの戦略的推進力

戦略的推進力		提言
（１）シンガポールをウェルス・マネジメントにおける地域のリーダーとして発展させる（Develop Singapore as a Regional Learder in Wealth Management）		1. 資産運用業の発展に際して、政府の役割を拡大させる
		2. 卓越した資産運用センターとして、競争力を高める
		3. オルタナティブ資産への焦点を拡大させる
		4. 関連サービスを発展させる
（２）シンガポールを地域／グローバルのプロセッシング・センターとして発展させる（Develop Singapore as a Regional/Global Processing Centre）		5. 地域／グローバルの誰もが利用するプロセッシング・センター（Universal Processing Centres; UPCs）を築く
（３）シンガポールをアジア太平洋地域のリスク・マネジメント・センターとして発展させる（Develop Singapore as the Asina Pacific Risk Management Centre）		6. アジア太平洋のリスク管理施設「アジア・リスク取引所」（Asia Risk Exchange; ARX）の創設
（４）魅力的なビジネス環境を創出する（Create an Attractive Business Environment）	金融サービスのプロモーション	7. プロモーションにおいて官民セクターの協力を強化する
		8. シンガポールの金融部門に対する国際的な注目度を高める
	教育と訓練	9. 教育及び訓練計画の焦点を鮮明にし、優先度を引き上げる
		10. シンガポールの教育及び訓練の環境に対する国際的な注目度を高める
	租税	11. シンガポールの租税環境の更に改良する
	ビジネスインフラ	12. 金融部門に対し、最高水準の建築設備を提供する

出所：Economic Review Committee, Sub- Committee on Services Industries, Financial Services Working Group [2002]

３．金融業、資産運用業強化の動機

「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点について、経済再生委員会（ERC）の最終報告書「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して（New Challenge, Fresh Goals Towards a Dynamic City）」には明確な記述は見られないものの、経済再生委員会（ERC）の下部組織である金融サービス作業部会（FSWG）の報告書及びそのエグゼクティブ・サマリーにおいては、いくつかの言及が見られる。

まず、「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点に関連しては、名目 GDP に占める金融サービスのシェアが、1970 年年代平均の 6%から 2001 年には 13%となるなど、同国において同部門は、大きな成功を収めてきたものの、（１）外国為替取引、クロスボーダー融資、店頭デリバティブ取引のような、シンガポールの金融センターとしての成功を支えてきた伝統的なビジネスが、グローバルな金融機関の統合、テクノロジーの発達などにより成熟しつつあること[142]、（２）韓国や中国本土などの北アジアが、東南アジアに比して活気があり、香港や上海の相対的な魅力を高めていること、などがある。

「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」あるいはほぼ同義であると考えられるが「なぜウェルス・マネジメントの強化を図ろうとしたのか」という点に関連しては、（１）資本市場、財務活動を強化し、委託業者やカストディアンにビジネスを供給すること等の副次的な効果があること、（２）プロセッシング・センター、リスク・マネジメント・センターの強化にも該当するが、シンガポールの競争上の優位性、すなわち経済的・政治的な安定、高度な技能を有し大部分がバイリンガルの労働者、整備された金融部門、先進的な IT プラットフォームなどを活かすことができること、が挙げられている。また、（３）目的としてではあるが、１）アジアと欧米諸国双方の顧客のアジアへの投資ポートフォリオを運用すること、２）アジアの顧客のグローバル投資を運用すること、が挙げられていることは、欧米からアジアへの投資拡大、アジアから世界への投資拡大からの恩恵に対する期待も、背景にあると考えられる。

なお、同報告書の基本方針に沿って、それ以降、アジア初の資産運用専門大学院（WMI: Wealth Management Institute）の開校、INSEAD、シカゴ大学、ペンシルバニア大学ウォートン校など世界的に有名なビジネススクール誘致などの人材育成に関わる分野、GIC、MAS資金の民間ファンド・マネージャーへの運用委託[143]、海外の富裕層に対する永久居住権付与など運用資金の拡大に関わる分野、外国投資家が得た投資収入への課税免除など税制優遇措置に関わる分野などの施策が打ち出された（萩原 [2005a]）。

---

142) 外国為替取引量が、1998 年から 2001 年にかけて 19%減少したことを挙げ、その背景として、（１）ユーロの導入、（２）銀行の統合による取引主体数の減少、（３）電子ブローカーの役割の上昇、などを指摘している。

143) GIC は 2004 年 7 月、MAS は同年 11 月に、それぞれ 50 億 S ドルずつ民間のファンド・マネージャーに資金を運用委託すると発表した。運用先をアジアの株式・債券とし、アジア証券の運用技術を高めることが目的である（萩原 [2005a]）。

４．小括

経済再生委員会（ERC: Economic Review Committee）の最終報告書においては、金融業の強化に関する提言は、提言全体の中でもやはり、特に重要な位置づけにあると考えられる。

経済再生委員会（ERC：Economic Review　Committee）の下に設けられたサービス産業小委員会（Sub Committee on Service I　ndustries）の金融サービス作業部会（FSWG: Financial Services Working Group）の報告に桃づくと、「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点についてはやはり、主要産業となった金融サービス業の維持・強化という側面が強いものとなっている。ただし、外国為替取引などの伝統的なビジネスが成熟しつつあること、韓国や中国本土などの北アジアが、東南アジアに比して活気があり、香港や上海の相対的な魅力を高めていることなど、成功を脅かす変化が表れており、継続して政策的なサポートをしていく必要があるという点が指摘されている。

金融サービス作業部会（FSWG）は、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」あるいはほぼ同義であると考えられるが「なぜウェルス・マネジメントの強化を図ろうとしたのか」という点に関連しては、運用資産残高を拡大できるという認識がある。そしてその背景には、①プロセッシング・センター、リスク・マネジメント・センターの強化にも該当するが、シンガポールの競争上の優位性、すなわち経済的・政治的な安定、高度な技能を有し大部分がバイリンガルの労働者、整備された金融部門、先進的な IT プラットフォームなど、シンガポールの強みを活かすこと、②経済規模が小さいというシンガポールの弱みを回避すること、③欧米からアジアへの投資拡大、アジアから世界への投資拡大を取り込みが可能であること、といった認識が背景にあると考えられる。また、資本市場、財務活動を強化し、委託業者やカストディアンにビジネスを供給すること等の副次的な効果があることといった、他産業への波及効果も挙げられている。

Ⅶ．経済戦略委員会（ESC）

2009年5月、持続的かつ包括的な成長を達成することを目的として、リー・シェンロン首相によって、ターマン・シャンムガラトナム財務相を委員長とした経済戦略委員会（ESC: Economic　Strategies　Committee)が設立された。2010年1月、経済戦略委員会（ESC）は、首相に「高度な技能を有する国民、技術革新のある経済、卓越したグローバル都市（High-Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City）」と題する報告書

を政府に提出し、一般にも公表された[144]（ESC [2010]）。

１．全体の問題意識

経済戦略委員会（ESC）の報告書では、シンガポールの居住者（Singapore Residents）[145]の増加率鈍化が予測されるほか、外国人労働者、とりわけ非熟練外国人労働者の増加を抑制することにより、労働力の拡大ペースが鈍化する中、経済成長を維持するために、「技能、技術革新と生産性に基づく成長」へと明確な転換を行う必要があることを述べるとともに、労働生産性の上昇について強調している[146]。実際、過去10年間で年率5%成長の大部分は、それら労働力の増加によって達成されてきたとしており、過去10年間、年率1%上昇してきた生産性に対し、同2～3%の上昇を目指すべきであると主張している。なお、非熟練外国人労働者の増加の抑制を目的とする根拠については、外国人労働者へのアクセスが簡単すぎる場合、企業は生産性向上に投資するインセンティブをほとんど持たないという点が指摘されている。ただし、2000 年代後半以降、外国人の増加に交通や住宅などのインフラ整備が追い付かず、電車の混雑や住宅価格高騰などの問題が指摘されるようになったこと、さらには、2008 年以降の世界的な景気後退の影響で雇用情勢が悪化し、「外国人に雇用を奪われるのではないか」という国民の不安が増大したことも（濱野［2015］）[147]、外国人労働者の増加抑制の背景にある可能性がある。

２．金融業、資産運用業に関する提言、強化の動機

（１）経済戦略委員会（ESC）

同報告書では、そのタイトルともなっている「高度な技能を有する国民、技術革新のある経済、卓越したグローバル都市（High-Skilled People, Innovative Economy, Distinctive

144) https://www.mti.gov.sg/AboutMTI/Pages/Economic-Strategies-Committee.aspx, accessed on April 16, 2016。また、経済戦略委員会（ESC: Economic Strategies Committee） [2010]においては、リー・シェンロン首相から、ESC 委員長ターマン・シャンムガラトナム財務相に対し、「政府は、ESC 報告書の重要な要旨について受け入れること、2010 年の予算演説、予算委員会での議論において、具体的に対応する」と述べた返信が含まれている。

145) シンガポール国民（Singapore Citizen）および永住権取得者（PR; Permanent Resident）の合計。過去 10 年間、年率 3%上昇してきたが、次の 10 年間の増加率は半分にとどまるとの見通しが指摘されている。

146) 大野［2013]では、天然資源も農地もなく、唯一の資源がヒトであるシンガポールにおいては、労働生産性向上が、1965 年の独立直後、あるいはそれ以前から重視されてきたこと、またその取り組みが国家主導型によって行われてきたと述べている。

147) 2011 年の総選挙では、建国以来与党であり続けている人民行動党の得票率が過去最低（60.1%）に落ち込んだが、この背景には、そうした外国人労働者問題に対する国民の根強い不満が存在したという指摘もある（自治体国際化協会［2013]）。

Global City）」をゴールと設定し、生産性の引き上げなど、具体的な７つの戦略を提言している（表4-5）。

表 4-5　経済戦略委員会（ESC）による提言

分野	概要
（１）技能と革新による成長（Growing Through Skills and Innovation）	・　生産性の年率2～3%の引き上げ、年3～5%のGDP成長 ・　生産性監視、向上に向けた取り組みを推進する機関の創設 ・　外国人雇用税の段階的引き上げ等
（２）グローバル・アジアのハブとしての確立（Anchor Singapore as a Global-Asia Hub）	・　製造業のシェアを経済の20-25%に維持 ・　金融・ビジネスハブとしての地位を強化 ・　消費者向けビジネスセンターとしての発展 ・　都市問題の解決の場所としての地位確立
（３）活気と多様性のある企業環境の構築（Build a Vibrant and Diverse Corporate Ecosystem）	・　多国籍企業を経済のキープレーヤーとする ・　世界の中堅企業の誘致 ・　競争力あるシンガポール企業の育成等
（４）イノベーションの普及、R&Dの商業化の強化（Make Innovation Pervasive, and Strengthen Commercialisation of R&D）	・　R&D投資をGDP比3.5%から2015年までに3.5%へ引き上げ ・　デザイン主導のイノベーションを強化等
（５）スマート・エネルギー経済の構築（Become a Smart Energy Economy）	・　エネルギー源の多様化 ・　エネルギー・インフラへの投資 ・　エネルギー効率の改善等
（６）将来の成長のための土地生産性の向上（Enhance Land Productivity to Secure Future Growth）	・　付加価値や土地利用効率の高い事業活動へのシフトの加速 ・　地下スペースの有効活用等
（７）特徴あるグローバル都市と愛される故郷の構築（Build a Distinctive Global City and an Endearing Home）	・　優秀な人材の誘致と育成 ・　文化都市を作り出す ・　アジアで最高の生活環境の提供等

出所：経済戦略委員会（ESC: Economic Strategies Committee）［2010］より作成。

金融部門に関するのが、（２）グローバル・アジアのハブとしての確立（Anchor Singapore as a Global-Asia Hub）である。そこでは、①「複雑な製造業」への移行の継続や製造業に関連するサービスの成長により[148]、製造業のシェアを経済の20-25%に維持、②金融・

148）「複雑な製造業」としては、アミノ酸サプリメントのなどノウハウや知的財産が重要な分野、医療機

ビジネスハブとしての地位を強化、③消費者向けビジネスセンターとしての発展、④都市問題の解決の場所としての地位確立、について述べている（前掲表4-5）。②の中で、金融部門については、グローバルとアジアのビジネス界をつなぐ、主要な「グローバルーアジア」の金融のハブとしての地位強化が謳われ、そのためには、（a）リスク管理、トレーディング、（b）資産運用（asset management）、プライベート・バンキング、（c）ローン・シンジケーション、（d）プロジェクト／インフラ・ファイナンス、（e）資金調達といった強みの上に、その地位を構築すべきであることが述べられている。そして、情報通信技術（ICT）、会計、法務およびコンサルティングサービスのような現代的なサービスの成長とともに、アジア有数のビジネスハブとしてのシンガポールを確立することが、簡潔に述べられている。

なお、同委員会とともに作られた8つの小委員会のうち、「成長機会の獲得に関する小委員会（ESC Subcommittee on Seizing Growth Opportunities）」の報告が、経済戦略委員会（ESC）は、首相に「高度な技能を有する国民、技術革新のある経済、卓越したグローバル都市（High-Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City）」に掲載されている。そこおいても、金融部門については、ほぼ同様なことが述べられている。もっともそこでは、（１）リスク管理、トレーディング、（２）資産運用（asset management）、プライベート・バンキング、（３）ローン・シンジケーション、（４）プロジェクト／インフラ・ファイナンス、（５）資金調達といった強みと、国際的なつながりを生かして、生産的な投資に向けて資金を流すことにより、金融面からアジアの成長をサポートすることができることにも言及されている。

このように、2010 年１月、経済戦略委員会（ESC）「高度な技能を有する国民、技術革新のある経済、卓越したグローバル都市（High-Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City）」、そしてその下に作られた小委員会の報告においては、金融部門、資産運用業に関する言及はあるものの、特に強い危機感は示されていない。資産運用（asset management）、プライベート・バンキングに関しては、その強化は、すでに成し遂げられた既成事実という認識が示されている。また、記述は総じて簡潔であり、これまでの各種経済委員会の提言に比して具体性は低く、金融業、資産運用業強化の動機についての言及も見られない。

器の部品のように必要不可欠な部品の設計と製造、バイオエレクトロニクスのような学際的な領域が指摘されている。製造業に関連するサービス業としては、本社関連の活動、R&D、知的財産（IP）管理、製品のライフサイクル管理などが挙げられている。

（２）ラヴィ・メノン MAS 長官講演「優秀で信頼できるクリーンな金融センター」

2011年当時における、資産運用業に対する政府のスタンスをより明確に述べたものに、シンガポール通貨金融庁（MAS）のラヴィ・メノン長官の、シンガポールのウェルス・マネジメントに関する包括的な講演「優秀で信頼できるクリーンな金融センター（A Competent, Trusted, and Clean Financial Centre）」がある（MAS [2011]）[149]。ウェルス・マネジメントの分野を中心に議論が進められているが、そこでのウェルス・マネジメントは主として、個人の富裕層を対象とする資産運用業が念頭に置かれている。

講演では、資産運用業に関する提言として、政治・経済の安定、ガバナンスにおける透明性、健全かつ予測可能な規制、効率性、接続性、健全なインフラ、そして決定的な長所として、資産運用業、外国為替、デリバティブ取引、深く流動性のある資本市場などの金融部門の総体を背景として、シンガポールが国際的な金融センター、ウェルス・マネジメント・センターとして魅力的であるとすでに広く認識されているという認識が示されると同時に、シンガポールが今後もウェルス・マネジメントにおいて成功し続けることができるかどうかは、（１）優れた能力（Strong Competencies）、（２）堅実な市場運営（Sound Market Conduct）、（３） クリーンな金融センター（A Clean Financial Centre）が重要であると述べている（表4-6）。すなわち、ウェルス・マネジメントの強化はもはや、すでに成し遂げられた既成事実としての認識があり、そうした認識の下で、今後は量的な拡大を直接的なターゲットとするというよりも、人材、制度などの質の向上、ひいては信頼感を高めることによる競争力の維持にシフトしているのではないかと考えられる。また、ウェルス・マネジメントの強化はもはや、すでに成し遂げられた既成事実としての認識があることから、「なぜウェルス・マネジメント／資産運用業を強化するのか」という議論はもはや行われていない。

149)
http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Speeches-and-Monetary-Policy-Statements/Speeches/2011/A-Competent-Trusted-and-Clean-Financial-Centre-Welcome-Address-by-Mr-Ravi-Menon-MD-MAS-at-the-WMI-Connection.aspx, accessed on July 9, 2016。

表 4-6　ウェルス・マネジメントの競争力維持についての考え方

3つのポイント	現状
① 優れた能力（Strong Competencies）	ウェルス・マネジメント・センターとして成長を維持するには、業界の能力の水準を引き上げ、人材の供給ルートを構築する必要がある。 関連する組織等 ・ 金融業界能力基準（The Financial Industry Competency Standards; FICS）：MASにも支えられ、金融専門家が能力を達成する、実践志向のアプローチを提供。これまで1,500人超のウェルス・マネジメント専門家が訓練を受けた。 ・ ウェルス・マネジメント協会（Wealth Management Institute; WMI）：ウェルス・マネジメント産業への人材のグループ及び専門知識を拡大・発展させるため、GIC及びテマセクによって2003年に設立。 ・ 顧客アドバイザー能力基準（The Client Advisor Competency Standards; CACS）：ラビ・メノン氏も議長を務めていた銀行金融協会（The Institute of Banking and Finance (IBF)）が運営。規制された試験でないが、今やウェルス・マネジメント産業に従事することに関心を持つ人々にとって、必須要件と見られるようになっている。 ※ 3年以内に、新規参入者がCACSか、FICS下のいくつかの正式な認定プログラムを終了することを目指す。
②堅実な市場運営（Sound Market Conduct）	誠実さ、最初に顧客の利益を考慮すること、顧客の機密を保護することなどによる信頼が重要である。 改善すべき2つの分野 ・ ウェルス・マネージャーは、商品を無理に勧めるような取引主導のアプローチではなく、長期的なニーズを満たすためのアドバイスに焦点を当てた、クライアント中心のアプローチへと移行する必要があること ・ 過剰な売買、顧客情報の不正漏洩などを回避すべく、ウェルス・マネージャーは、顧客や雇用者からの信頼に敬意を表し、長期的関係を構築しなければならないこと
③クリーンな金融センター（A Clean Financial Centre）	汚職、テロ、政府高官、兵器拡散等に関する資金の流れに対して警戒する必要がある。 クリーンな金融センターとしてのシンガポールの品位と評判を保護する取り組み ・ 強固な法律や規制の枠組み（A robust legal and regulatory framework） ・ 強化された国境を越える協力（Strengthened cross-border co-operation） ・ 疑わしいフローに対する警戒の強化（Enhanced vigilance against suspicious flows） ・ ④産業との協働（Working with Industry）

出所：MAS [2011]より作成。

Ⅷ．小括

以上のように、経済戦略委員会（ESC）「高度な技能を有する国民、技術革新のある経済、卓越したグローバル都市（High-Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City）」、そしてその下に作られた小委員会の報告においては、金融部門、資産運用業に関する言及はあるものの、特に強い危機感は示されていない。資産運用（asset management）、プライベート・バンキングに関しては、その強化は、すでに成し遂げられた既成事実という認識が示されている。また、記述は総じて簡潔であり、これまでの各種経済委員会の提言に比して具体性は低く、金融業、資産運用業強化の動機についての言及も見られない。

シンガポール通貨金融庁（MAS）のラヴィ・メノン長官によるシンガポールのウェルス・マネジメント部門に関する包括的なスピーチにおいても、ウェルス・マネジメントの強化はもはや、すでに成し遂げられた既成事実としての認識が示されり、そうした認識の下で、今後は量的な拡大を直接的なターゲットとするというよりも、人材、制度などの質の向上、ひいては信頼感を高めることによる競争力の維持にシフトしているのではないかと考えられる。また、ウェルス・マネジメントの強化はもはや、すでに成し遂げられた既成事実としての認識があることから、「なぜウェルス・マネジメント／資産運用業を強化するのか」という議論はもはや行われていない。

Ⅸ．未来経済委員会（CFE）

2015年10月、リー・シェンロン首相が設立を宣言したことを受け[150]、全国民のために価値と機会を創造できる、持続可能な活力ある経済実現に向けた経済戦略を立案していくために、2016年1月、ヘン・スウィーキート財務相を委員長、S・イスワラン通産相を副委員長とし、未来経済委員会（CFE: Committee on the Future Economy）を設立することを公表した。2017 年2 月、その成果として、「未来経済委員会報告　次世代のパイオニア（Report of the Committee on the Future Economy, Pioneers of the next generation）」と題する報告書が政府に対して提出され、一般にも公表された（Committee on the Future Economy [2017]）[151]。

150) https://www.mti.gov.sg/NewsRoom/SiteAssets/Pages/COMMITTEE-ON-THE-FUTURE-ECONOMY-TO-REVIEW-SINGAPORES-ECONOMIC-STRATEGIES-AND-POSITION-US-FOR-THE-FUTURE/Committee%20on%20the%20Future%20Economy%20to%20Review%20Singapores%20Economic%20Strategies%20and%20Position%20Us%20for%20the%20Future.pdf, accessed on April 7, 2016。

151) https://www.gov.sg/~/media/cfe/downloads/mtis_full%20report.pdf, accessed on April 7, 2016。

第４章　グローバルな国際資本移動の変化とシンガポール政府の対応
―なぜ資産運用業強化なのか―

１．全体の問題意識

未来経済委員会の報告書では、独立以来、多くの経済危機を乗り切りつつ、持続的な経済成長を享受してきたが、それはグローバルな状況や国内の状況に合わせて、繰り返し経済を再構築することによるものであったこと、最後の大規模な再構築は、2010年の経済戦略委員会（ESC）の勧告に従って行われたこと、しかし、経済戦略委員会（ESC）の勧告以降、外部環境において大きな構造的変化が生じていること、が指摘されている。

構造的変化としては、世界的な経済成長率の抑制、世界的な生産性上昇率の不振のほか、グローバル・バリュー・チェーンの変化[152]、急速な技術革新、クローバリゼーションを敬遠する雰囲気が生じていること、が指摘されている。これらはいずれも、グローバルな観点からも注目されているテーマであるが[153]、シンガポールはそうした変化に対して、いち早く経済を適応させようとしていると考えられる。とりわけクローバリゼーションを敬遠する雰囲気についてはもっとも憂慮すべきことと述べるとともに、国際貿易を損ない、すべての経済に悪影響を及ぼすが、国内総生産（GDP）の3分の2が外需によって生み出されるシンガポールのような小さな開放経済に特に悪影響を及ぼす、と主張している。

２．金融業、資産運用業に関する提言、強化の動機

（１）未来経済委員会（CFE）

未来経済委員会（CFE）「未来経済委員会報告　次世代のパイオニア（Report of the Committee on the Future Economy, Pioneers of the next generation）」では、そのタイトルともなっている「次世代のパイオニア」となることを目的として、7つの「相互補強戦略」（seven mutually-reinforcing strategies）をまとめている。すなわち、（１）国際関係を強化・多様化し、自由で開かれた市場を支持し続ける必要があること（「国際関係

---

152) 三菱総合研究所 [2012]は、冒頭の「はじめに」の中で、「グローバル・バリュー・チェーン（GVC, Global Value Chain）とは、製造業などにおける生産工程が内外に分散していく国際的な分業体制のこと」と定義するとともに、「経済成長により、発展途上国の担当範囲が拡大するなかで、わが国のような先進国がグローバル・バリュー・チェーンにおいて、いかなる位置を占めていくかが急務の政策課題となっております」と述べている。

153) 例えば、世界的な経済成長率の抑制、世界的な生産性上昇率の不振について OECD [2016]は、「過去5年間、世界経済は低成長の罠（a low-growth trap）に陥っており、成長率は期待外れに低く、約 3%に留まっている。継続的な成長の低下は、将来の成長期待の重石となっており、経常的な支出及び潜在成長を低下させている。世界の貿易と投資は弱く、持続的な消費の伸びを支えるために必要な労働生産性や賃金の上昇を抑制している」（p.9）と述べている。また、クローバリゼーションを敬遠する雰囲気については、2016 年、英国の欧州連合（EU）離脱、環太平洋パートナーシップ（TPP: Trans-Pacific Strategic Economic Partnership Agreement）協定を含む自由貿易協定に反対する姿勢を見せるドナルド・トランプ氏の米大統領選での勝利など、地域統合や自由貿易に背を向ける反グローバリズムの動きが顕著であったことなどが挙げられる（日本経済研究センター [2016]）。

の強化と多様化（Deepen and diversify our international connections）」）、（２）深いスキルの獲得と活用を支援すること（「高度な技術の習得と活用（Acquire and utilise deep skills）」）、（３）企業が革新的で競争力のあるものになるように、企業の能力を強化する必要があること（「革新・拡大のための企業能力の強化（Strengthen enterprise capabilities to innovate and scale up）」）、（４）強力なデジタル機能を開発し、経済のすべての分野でデジタル技術の普及を支持する必要があること（「強力なデジタル技術の構築（Build strong digital capabilities）」）、そして、以上の4つの戦略をサポートする戦略として、（５）物理的および社会的インフラスへの投資（「活気に満ちチャンスにつながる都市開発（Develop a vibrant and connected city of opportunity）」）、（６）産業変革マップ（ITM）を通じて、統合された方法で確実に行われるようにする必要があること（「産業変革マップ（ITM）の開発と実施（Develop and implement Industry Transformation Maps (ITMs)）」）[154]、（７）成長と革新を可能にするためにお互いにパートナーシップを結ぶ必要があること（「成長と革新を実現するパートナーシップの締結（Partner each other to enable innovation and growth）」）の7つである。

同報告書においては、製造業全体に関して、「中期的に、GDPの約20%で、世界的に競争力のある製造業部門を構築することを推奨する」（p.34）と述べられているものの、特定の産業を支援しようとするスタンスは強いものではない。金融業への取り組みについては、同報告書に添付された「将来の成長産業と市場に関する小委員会（Subcommittee on Future Growth Industries and Markets）」のレポートの中で[155]、「シンガポールは、イノベーションと、FinTechの普及を促進するグローバルリーダーになるよう努めなければならない。 それらの取り組みは、シンガポールをスマートファイナンシャルセンターとして発展させること、電子決済の効率化の機会を創造すること、アジアの新興企業や中小企業（SME）に資金を供給する能力を強化することになる」（p.75）と述べられている程度である。もとより、金融業に限らず、特定の産業を支援しようとするスタンスは強いも

---

154) 通産省によると、産業変革マップ（ITM）は、産業変革のロードマップ（工程表）である（https://www.mti.gov.sg/MTIInsights/Pages/ITM.aspx, accessed on April 30, 2017）。同報告書によると、産業変革マップ（ITM）は、2016 年予算で公表され、すでに実行されつつあるが、2017 年度末までに、6 つのクラスター、23 の産業について作成される予定となっている。それら 23 業種は、同国 GDP の約 80%の経済に相当する。金融サービスは、現代のサービス（Modern Services）というクラスターの一つであり、23 業種に含まれる。その調整を行う機関は、シンガポール通貨督庁（MAS）となっている。

155) 同小委員会は、CFE とともに設立された 5 つの小委員会の一つである。5 つの小委員会のテーマは、（１）将来の成長産業と市場（Future Growth Industries and Markets）、（２）将来の企業の能力と革新（Future Corporate Capabilities and Innovation）、（３）将来の雇用と技能（Future Jobs and Skills）、（４）将来の都市（Future City）、（５）コネクティビティの将来（Future of Connectivity）である。

のではない。そのため、特定の産業の強化を図ろうとした背景についての言及は行われていない。その背景には、成長産業の特定化が困難であるという考え方の強まりを指摘することができる[156]。

（２）MAS「金融セクターは、将来の経済に向けて準備する」

未来経済委員会の報告書を受けて、シンガポール通貨金融庁（MAS）は「金融セクターは、将来の経済に向けて準備する（Financial Sector Gears Up for the Future Economy）」と題するプレスリリースを公表した[157]。そこでMASは、以下の2つのために、具体的な対策を講じることを述べている（表4-7）。

（１）次世代のアジアの成長企業のための金融チャンネルの強化
（２）イノベーションを推進するフィンテックのインフラの構築[158]

（１）については、CFEの報告書が、成長の可能性が高い企業の支援を推奨していることを踏まえ、シンガポールが、これら次世代アジア成長企業の資金拠点（financing hub）となることを目指すものである。それら企業としては、設立間もない企業から中小企業（SME）あるいは初期段階の大企業まで幅広く、しばしばイノベーションや技術に重点を置く企業が想定されている。具体的な方策としては、ベンチャーキャピタル（VC）の運用者が創業間もない企業を支援する認可プロセスと規制枠組みを簡素化すること、規制の調整などにより、中小企業金融の積極的な提供者としての金融会社の役割を強化すること、ハイテク企業の成長を支援するデュアルクラスシェア（DCS）構造の導入を検討することなどを挙げている[159]。

（２）については、CFEの報告書が、イノベーションと成長のためのデジタル化の潜在

---

156) 実際、同報告書においては、「どの産業が成功するかは分からない。 私たちが知っていることは、シンガポールは貿易、才能、アイディアに対してオープンであり、深い能力を築かなければならないということである」と述べられている。

157) http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Med-Releases/2017/Financial-Sector-Gears-Up-for-the-Future-Economy, accessed on April 24, 2017。

158) フィンテックは、ファイナンス（Finance）とテクノロジー（Technology）の２つを併せた造語。富士通総研では、「概ね『ICT を駆使した革新的（innovative）、あるいは破壊的（disruptive）な金融商品・サービスの潮流』といったくらいの意味で利用されている」と指摘している（http://www.fujitsu.com/jp/group/fri/businesstopics/fintech/definition/、2017 年 4 月 30 日アクセス）。

159) デュアルクラスシェア構造とは、クラス A とクラス B の 2 種類の株式を発行する仕組みのことである。いずれのクラスの株式も、金銭的な価値は同じであるが、各株の持つ議決権に差をつけることができ、創業者や経営者など持株比率の小さい一部の株主が会社の支配権を持つことのできることになる（福本[2016]）。

的可能性の活用を推奨していることを踏まえ、貿易金融のための電子市場の開発、外国為替（FX）のための電子取引プラットフォームの促進、自然災害とサイバーリスク保険のためのデータインフラの構築、KYC（Know Your Customer）サービス産業の開発の可能性の調査[160]、電子決済の普及のためのインフラを整備すること、などを挙げている。

同プレスリリースでは最後に、MAS のラビ・メノン（Ravi Menon）長官が「MASのさまざまなイニシアチブの根底にあるのは、金融サービスの将来に不可欠なイノベーションのための環境を提供すること」という見解を表明している。このことは、MASのスタンスが、例えばウェルス・マネジメントといった特定のセクターを促進しようというスタンスから大きく変化していることを示唆している。実際、同プレスリリースにおいても、資産運用（asset management）あるいはウェルス・マネジメントのみならず特定部門の強化に関する提言は行われていない。また、強化の動機についても述べられていない。

表　4-7　金融セクターは、将来の経済に向けて準備する（Financial Sector Gears Up for the Future Economy）

分野	概要
次世代のアジアの成長企業のための金融チャンネルの強化	
	ベンチャーキャピタル（VC）の運用者が創業間もない企業を支援する認可プロセスと規制枠組みを簡素化する
	中小企業金融の積極的な提供者としての金融会社の役割強化
	ハイテク企業の成長を支援するデュアルクラスシェア（DCS）構造導入の研究
	民間の成功した起業家の資金調達のため、個人取引のプラットフォームの開発
イノベーションを推進するフィンテックのインフラの構築	
	貿易金融 貿易金融のための電子市場の開発
	外国為替 外国為替のための電子取引プラットフォームの促進
	保険 自然災害とサイバーリスク保険のためのデータインフラの構築
	銀行業務 KYC（Know Your Customer）サービス産業の開発の可能性の調査
	決済 電子決済の普及のためのインフラを整備すること

出所：
http://www.mas.gov.sg/~/media/resource/news_room/press_releases/2017/Infographic%20%20Financial%20Sector%20Gears%20Up%20for%20the%20Future%20Economy.pdf, accessed on April 24, 2017.

160) 同報告書によると、KYC（know your customer）とは、銀行の顧客確認のプロセスを指す。

Ｘ．小括

以上のように、未来経済委員会（CFE: Committee on the Future Economy）「未来経済委員会報告　次世代のパイオニア（Report of the Committee on the Future Economy, Pioneers of the next generation）」においては、金融業あるいは資産運用業（asset management）の強化に関する提言は行われていない。もっとも、金融業に限らず、特定の産業を支援しようとするスタンスは強いものではない。もとより、特定の産業の強化を図ろうとした背景についての言及は行われていない。また、同報告書を受けて、シンガポール通貨金融庁（MAS）により公表された「金融セクターは、将来の経済に向けて準備する（Financial Sector Gears Up for the Future Economy）」においても同様のことがあてはまる。

こうしたスタンスの背景には、未来経済委員会の報告書において述べられた、成長産業の特定化が困難であるという考え方の強まりを指摘することができる。MASにおいても、特定の部門を促進しようというスタンスから、大きく変化しているように見受けられる。このことは、シンガポール通貨金融庁（MAS）「金融セクターは、将来の経済に向けて準備する（Financial Sector Gears Up for the Future Economy）」の最後に、ラビ・メノン（Ravi Menon）長官が「MASのさまざまなイニシアチブの根底にあるのは、金融サービスの将来に不可欠なイノベーションのための環境を提供すること」という見解を表明していることに表れている。

もっとも、金融業、資産運用業は、依然として政策的な観点から重視されている業種であり、将来については、依然として有望な産業と認識されているという認識は、依然として小さくないと考えられる。例えば、未来経済委員会（CFE）の主要メンバー30名の一人である、ローレンス・ワン国家開発大臣は、「政府は、資産運用業の成長に資する環境を確保するために、引き続きその役割を果たす」と述べているほか（MAS [2017]）、MAS“*2015 SINGAPORE ASSET MANAGEMENT SURVEY*”においては、「MASは、企業間の連携関係（ecosystem）を強化し、投資能力を深め、広げ、人材を育成するために、業界と提携することを約束する」述べられている。資産運用業はまた、将来については、依然として有望な産業と認識されていると考えられる。例えば、ターマン・シャンムガラトナム財務相は、2015年の予算演説において[161]、5つの将来の成長分野として、（１）高度な製造

[161] http://www.singaporebudget.gov.sg/data/budget_2015/download/FY2015_Budget_Statement.pdf, accessed on April 9, 2016。

業（Advanced Manufacturing）、（２）応用ヘルスサイエンス（Applied Health Sciences）、（３）スマートで持続可能な都市問題の解決（Smart and Sustainable Urban Solutions）、（４）物流、航空宇宙（Logistics and Aerospace）、（５）アジア、グローバルを視野に入れた金融サービス（Asian and Global Financial Services）、を挙げているが、（５）については特に、インフラ資金調達、ストラクチャード貿易金融に加え、ウェルス・マネジメントをその例として挙げている。

Ⅺ. まとめに代えて

本章では、（１）「シンガポール政府は、なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」、（２）「シンガポール政府は、なぜ金融業の中でも特に資産運用業の強化を図ろうとしたのか」、という点について、「経済委員会」による以下の代表的な報告書を中心にして、金融業の強化が特に重視されるようになったと考えられる 1980 年代半ば以降を対象として、同国の長期的な経済戦略に着目しながら分析した。なお、それら経済委員会の設置やその報告書はいずれも、以下のような変化、多くはグローバルな変化への対応を目的として作成されたという側面がある（図表 4-8）。また、それらはいずれも、変化の発生から戦略が公表されるまでのスピードが非常に速いこともまた、特徴であると考えられる。

表 4-8　過去の代表的な経済委員会等と報告書及び時代背景

	報告書公表年	名称	報告書	時代背景
1）	1986	経済委員会	「シンガポール経済：新たな方向について」	原油価格の下落（1985～1986 年）、高賃金政策（1979 年以降）などを背景にした、独立後初のマイナス成長（1985 年）
2）	1991	経済計画会議	「戦略経済計画：先進国へ向けて」	独立後 31 年間にわたって初代首相を務めていたリー・クアンユー氏からゴー・チョクトン氏へと首相が交代したこと（1990 年）
3）	1997	競争力委員会（CSC）	「競争力委員会」	世界的な ICT 分野の急速な発展（1990 年代後半以降）、そしてアジア通貨危機の発生（1997 年）
4）	2003	経済再生委員会（ERC）	「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して」	世界的なドットコムバブルの崩壊（2000 年）、アメリカ同時多発テロによる国際経済情勢の悪化（2001 年）、そして中国の台頭への警戒（2000 年後半以降）
5）	2010	経済戦略委員会（ESCs）	「高度な技能を有する国民、技術革新のある経済、卓越したグローバル都市」	世界金融危機に端を発する世界的な景気後退（2008 年以降）を背景にした外国人労働者拡大に対する国民の不満の高まり
6）	2016	未来経済委員会（CFE）	「未来経済委員会報告 次世代のパイオニア」	世界的な低成長が続く中、国民投票による英国の欧州連合（EU）離脱決定（2016 年）、自由貿易協定に反対する姿勢を見せるドナルド・トランプ氏の米大統領選での勝利（2016 年）など、地域統合や自由貿易に背を向ける反グローバリズムの動きが、世界的に強まったこと

注：報告書の公表年は、経済委員会の設立年と異なる場合がある。

それらの報告書において、（1）の「なぜ金融業の強化を図ろうとしたのか」という点に着目すると、「政策的な後押しによって、金融部門はシンガポールにとって重要な産業となった。しかし、そうした成功を脅かす変化が表れており、継続して政策的なサポートをしていく必要がある」という考え方が、いずれの報告書においても、概ね同様の枠組みで述べられている。本章で分析対象とした 6 つの報告の最初である、（1）1986 年の経済委員会（EC）「シンガポール経済：新たな方向について」においてさえ、である。過去の経

済委員会報告を踏まえると[162]、「成功を脅かす変化」とは、同国が強みを持つ、銀行部門の国際的な資金仲介、外国為替取引、デリバティブ取引の分野における「成功」を、他国への流出や取引全体の頭打ちによって脅かし得る要因、すなわち各国の規制緩和、情報技術の進歩、更には市場の成熟等の「変化」であると考えられる。

（２）の「なぜ金融業の中でも特に資産運用業の強化を図ろうとしたのか」の理由は、過去の経済委員会の報告を振り返ると、以下のように集約できる[163]。

① グローバルな潮流

①-１　世界的な資産運用業に対する需要が拡大するという予想

①-２　欧米の資産運用会社が、投資する市場に近づくため、そして顧客とより積極的に交流するため、世界中に投資チームを配置しつつあるという認識

② シンガポールの要因

②-１　経済や政治の安定性、質の高いインフラ、英語を母語とし能力の高い労働力、

---

[162] 「成功を脅かす変化」として挙げられる事柄は時によって異なるが、１）経済委員会（EC）「シンガポール経済：新たな方向について」では、地域のバンキング・センターへと発展し始めているものの、主として銀行部門に関する規制改革の潮流、証券化の潮流、３）競争力委員会（CSC）「競争力委員会」では、シンガポールはアジアの主要な金融センターの一つとなり、グローバルな外国為替及びデリバティブ・センターであり、アジアの主要なローンのシンジケーション・センターの一つであるとすでに認識されているものの、アジアにおける金融機関の統合、情報技術の進歩、グローバリゼーションやテクノロジーにより企業が自由に移動できるようになったことなどを背景として、金融センターの集約が起こりうること、４）経済再生委員会（ERC）の下のサービス産業小委員会の下に設置された金融サービス作業部会（FSWG）「アジアにおける卓越した金融センターとしてシンガポールを位置付ける」においては、外国為替取引、クロスボーダー融資、店頭デリバティブ取引のような伝統的なビジネスの成熟、韓国や中国本土などの北アジアの魅力の高まりが「成功を脅かす変化」として挙げられている。

[163] ①-1 は、１）経済委員会（EC）「シンガポール経済：新たな方向について」、３）競争力委員会（CSC）「競争力委員会」公表とほぼ同じタイミングで行われたリー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」において、①-2 は、３）競争力委員会（CSC）「競争力委員会」公表とほぼ同じタイミングで行われたリー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」において、②-1 は、１）経済委員会（EC）「シンガポール経済：新たな方向について」、３）競争力委員会（CSC）「競争力委員会」公表とほぼ同じタイミングで行われたリー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」、４）経済再生委員会（ERC）「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して」及び金融サービス作業部会（FSWG）「アジアにおける卓越した金融センターとしてシンガポールを位置付ける」において、②-2 は、１）経済委員会（EC）「シンガポール経済：新たな方向について」、３）競争力委員会（CSC）「競争力委員会」公表とほぼ同じタイミングで行われたリー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」、４）経済再生委員会（ERC）「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して」及び金融サービス作業部会（FSWG）「アジアにおける卓越した金融センターとしてシンガポールを位置付ける」において、②-3 は、資産運用業の拡大が、資本市場のほか、委託業者やカストディアンなどへの副次的な効果をもたらしうる点を念頭に置いていると考えられるが、そのことは、程度に差はあるものの、３）1997 年の競争力委員会（CSC）「競争力関委員会」、４）経済再生委員会（ERC）「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して」及び金融サービス作業部会（FSWG）「アジアにおける卓越した金融センターとしてシンガポールを位置付ける」において、②-4 は、３）競争力委員会（CSC）「競争力委員会」公表とほぼ同じタイミングで行われたリー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」、４）経済再生委員会（ERC）「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して」及び金融サービス作業部会（FSWG）「アジアにおける卓越した金融センターとしてシンガポールを位置付ける」において言及されている。

航空路による連結、通信ネットワーク等、強みを活かすことができること

②-２　欧米からアジア、アジアから世界への投資拡大の取り込みが可能なこと

②-３　他産業への波及が期待できること[164)]

②-４　経済規模が小さいなど、弱みを回避することができること

すなわち、同国政府が金融業の中でも特に資産運用業の強化を図ろうとしたことの背景には、グローバルな潮流を、シンガポールの強み（経済や政治の安定性、質の高いインフラ、英語を母語とし能力の高い労働力、航空路による連結、通信ネットワーク等）によって捉えることができるという認識、さらに、他産業への波及が期待でき、経済規模が小さいなど同国の弱みを回避できるという認識があると考えられる。グローバルな潮流とは、冒頭で述べた、近年のグローバルな国際資本移動の仲介を巡って考慮すべき 2 つの点のうち、「先進諸国において、機関投資家の運用資産の拡大と運用規制緩和を背景に、国際資本移動の主要な形態が銀行貸出しから証券投資へと変化していること」に関わる部分であるが、大きく考えると、シンガポール政府の意図はそのメリットを享受することが主眼となっていると考えることもできる。

なお、②-2「欧米からアジア、アジアから世界への投資拡大の取り込みが可能なこと」という点については、１）1986 年の経済委員会（EC）「シンガポール経済：新たな方向について」、３）1997 年の競争力委員会（CSC）「競争力委員会」公表とほぼ同じタイミングで行われたリー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」、４）2003 年の経済再生委員会（ERC）「新たな課題、新たな目標－活発なグローバル都市を目指して」及び金融サービス作業部会（FSWG）「アジアにおける卓越した金融センターとしてシンガポールを位置付ける」、において、指摘されている。このことはすなわち、1970 年代後半以降の資本移動の自由化（外国為替管理の緩和・撤廃、運用規制の緩和）による、規制面での国際金融センターの優位性の弱まり、世界的な ICT 分野の急速な発展（1990 年代後半以降）などの技術進歩によって情報の入手が容易になったこと、というトレンドの変化が、クロスボーダーの証券取引における国際金融センターを介する必要を低下させ、国際金融セン

164) もっとも、同国の産業連関表（2012 年）における「逆行列係数（レオンチェフ逆行列）」に基づいて、資産運用業 の金融業及び産業全体に対する生産誘発効果は、銀行業・ノンバンクの生産誘発効果に比べ、低い場合も少なくない。そのため、少なくとも産業連関表の逆行列係数からみる限り、「なぜ資産運用業の強化を図ろうとしたのか」という点については、他産業への波及よりも、運用資産残高、付加価値の拡大が期待できること、の方が大きいと考えられる。

ターの国外からの資金の調達を縮小させる要因となりうると考えられる中でもやはり、欧米からアジア、アジアから世界への投資拡大の取り込みが可能であるとの認識が存在していることが示唆される。その認識に至る理由の一つとして、（３）1997 年の競争力委員会（CSC）「競争力委員会」公表とほぼ同じタイミングで行われたリー・シェンロン講演「シンガポールの資産運用」において指摘された「欧米の資産運用会社が、投資する市場に近づくために、そして顧客とより積極的に交流するために、世界中に投資チームを配置しつつあること」という認識があると考えられる。

第５章　シンガポール資産運用業の機能と役割

Ⅰ．問題の設定

シンガポールは、世界有数の国際金融センターであり、発達した金融部門を有する国であると、広く認識されている。そして、同国の金融部門の発展には、政府が重要な役割を果してきたこともまた、広く認識されている。それはとりわけ、香港との対比において指摘されることが多い。例えば、日本銀行［1980］は、香港の金融市場が、「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」[165]のに対し、シンガポールの金融市場については、1968 年のオフショア市場（ACU）の開設と市場発足後の当局の積極的な育成策による市場拡大を挙げつつ、「当局の強力な育成策に支えられ成長してきた」[166]と指摘している。Le Leslé et al. [2014]は、政府の中でもとりわけ、シンガポール通貨金融庁（MAS: Monetary Authority of Singapore）の役割の大きさについて指摘している。

近年では、金融部門の中でもとりわけ資産運用業が、同国政府による育成の主要な対象となっている（野村資本市場研究所［2014］）。Harrison [2003]もまた同様に、シンガポールの資産運用業が、政府によりサポートされてきたこと、国際的な運用会社が同国に拠点を構えるのを奨励するため､広範囲のインセンティブが政府によって提供されていること、シンガポールとは対照的に、香港のファンド運用業界の発展は、主に市場主導型として特徴づけることができること、を主張している。同国政府による同部門の育成策の目的はあくまで、自国経済のけん引役となる産業の育成・強化であったと考えられるが、その発展は、同国政府の想定外の波及効果を持ち、同国の対外証券投資、とりわけアジア向け証券投資の拡大を通じて、アジアの域内金融統合のけん引役としての役割も担いつつある。

本章の目的は、政府による育成策が奏功し、拡大傾向を続ける同国資産運用業について、（１）どのような機能・役割を持つか、（２）その背景には、どのような専門的知識・技術（expertise）があるか、を明らかにすることである。第一の点については、資産運用業の運用面、調達面から資金の流れを考察することを通じて、第二の点については、①シンガポールの投資専門家は何を行っているかという、いわば内部からの検討、②米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するかという、いわば外部からの検討を通じて行う。資産運用業は、同国対外証券投資の主要な担い手であると考えられることか

165) 日本銀行［1980］、2 頁。
166) 日本銀行［1980］、2 頁。

ら、それらが明らかになれば、同国を巡る国際資本移動において、そしてアジアの域内金融統合 においてプレゼンスを高めつつある同国対外証券投資についても、その機能・役割の一端を明らかにすることが可能となる[167]。

考察に用いるデータは、シンガポール通貨金融庁（MAS）が毎年公表している *Singapore Asset Management Industry Survey* という、同国資産運用業に関する包括的な調査を基本とする。同調査で公表されるデータは、ストック統計のみであること、公表される項目が毎年同じわけではないこと、実数そのものではなく小数点以下のないパーセンテージのみの場合が少なくないなどの制約はあるものの、投資先については国・地域別、アセット・クラス別、資金の源泉については国・地域別のシェアが公表されているなど、同国資産運用業を俯瞰することが可能となる。

Ⅱ．シンガポールの資産運用業

「資産運用業」については、様々な定義がある。例えば、Harrison [2003]は、資産運用（Fund Management）が厳密でない用語であることを指摘しつつも、「予め設定された戦略に従い、中長期にわたって有価証券からのリターンを投資家に提供することを目的として、投資家に代わり資金の運用を行うこと」[168]と定義し、ミューチュアル・ファンド、年金基金、顧客のポートフォリオを運用するプロのファンド・マネジャーの活動のほか、プライベート・バンキングの活動も含まれる場合があるが、自己資金の運用や銀行や企業の財務活動は含まれない、と述べている。川北 [2004]は、資産運用業とは証券投資の専門家の総称であるとし、投資顧問会社、投資信託会社、年金、保険、郵貯、信託などのほか、証券情報機関、格付機関、証券投資もしくは年金に関するコンサルタント、投資パフォーマンス評価機関、カストディー専門投資信託銀行（マスタートラスト）、インデックス提供機関、株主総会会議における議決権行使アドバイス機関などの機関も含まれるとしている。IMF [2015]は、資産運用業とは、様々な投資商品（Investment Vehicles。例えば、ミューチュアルファンド、MMF、ETF、プライベートエクイティ、ヘッジファンド）とそれらの運用会社とし、投資商品には、一般投資家を対象とした公募ファンドのみならず、投

[167] 本章は、国際金融センターであるシンガポールの有する専門的知識・技術について、同国資産運用業の観点から考察するものである。第 3 章では、マクロ的な観点から同国の専門的知識・技術について考察している。
[168] Harrison [2003]、p.1。

資顧問サービスを通じた商品も含まれているとしている[169]。以上のように、証券投資との関わりが深いという共通点があるとしても、「資産運用業」には幅広い定義がありうる。

シンガポール証券先物法（SFA: Singapore Securities and Futures Act）では資産運用（fund management）について、顧客に代わって（顧客から運用権限を付与された否かを問わず）、（a）有価証券や先物によるポートフォリオの運用を行うこと、（b）顧客の資産運用のために、外国為替取引または外国為替証拠金取引を行うこと、ただし不動産投資信託（REIT: Real Estate Investment Trust）の運用は含まれないこと、と規定している[170]。資産運用会社規制の観点からは、2012 年 8 月以降、（１）シンガポール証券先物法（SFA: Singapore Securities and Futures Act）に基づき、CMS ライセンス（Capital Market Services License）の取得義務がある認可運用会社（LFMC：Licensed Fund Management Company）と（２）シンガポール通貨金融庁（MAS）への登録が求められる登録運用会社（RFMC: Registered Fund Management Company）の 2 類型があり、さらに認可運用会社（LFMC） は、個人投資家に対してもサービスを提供できる「リテール投資家向け認可運用会社（Retail LFMC）」と、適格投資家のみにサービスを提供できる「適格投資家向け認可運用会社（Accredited / Institutional LFMC）とに区分されている[171]（表 5-1）。

表 5-1　シンガポールにおける資産運用会社規制

分類		許容される活動
認可運用会社（LFMCs）	リテール投資家向け認可運用会社（Retail LFMCs）	あらゆる種類の投資家を対象とした資産運用業の遂行。
	適格投資家向け認可運用会社（Accredited / Institutional LFMCs）	適格投資家のみを対象とした資産運用業の遂行。人数制限は無し。
登録運用会社（RFMCs）		30名以下の適格投資家（うち15名以下が、ファンドまたはリミテッド・パートナーシップであることを要する）を対象に、運用資産残高総額が2億5千万Sドルを超えない範囲での資産運用業の遂行。

出所：MAS [2012c]。

169) IMF [2015]では、投資商品は大きく、（１）多くの投資家の資金を共同管理し、金融資産に投資する「集団投資スキーム」と（２）機関投資家１社あるいは富裕層１人の資金を管理する「セパレートアカウント」（「一任勘定」）に分けられると述べている。また、資産運用会社を通じた金融仲介について、投資家にとっては資産の分散投資が容易になる、銀行部門に問題が生じたときにこれに代わり実体経済への資金供給を行う「スペアのタイヤ」としての役割を果たし得る、などのメリットがあると指摘している。

170) https://sso.agc.gov.sg/Act/SFA2001#pr3-, accessed on April 30, 2019。

171) 日本語訳については、基本的にトーマツ [2015]に倣っている。

同国の資産運用業についての包括的な資料として、シンガポール通貨金融庁（MAS）が毎年公表している *Singapore Asset Management Industry Survey* がある。同調査においては、資産運用業（Asset Management Industry）は明確に定義されていないが、認可運用会社（LFMC）、登録運用会社（RFMC）を中心としつつも、幅広い金融機関等の資産運用活動が含まれていると考えられる[172]。同調査によると、シンガポール資産運用業の運用資産残高（AUM）は、1998 年末には 1,506 億シンガポール・ドル（907 億米ドル）であったが、2017 年末には 32,600 億シンガポール・ドル（24,390 億米ドル）と、年率+16.6%（米ドルベースでは同+17.9%）で拡大している。なお、シンガポールの資産運用業の運用資産残高は、投資運用のプロセスに強く関与するとともに投資決定の権限を持つ「非助言（Discretionary）」部分と、それ以外の「助言（Advisory）」部分とに分類される[173]。

なお、シンガポールの資産運用業は、同国の対外証券投資において、一定の役割を果していると考えられる。そのことは、対象範囲が対外証券投資と重複している部分が大きいと考えられる非助言部分が実際に、同国の対外証券投資残高と概ね一致していることに表れている[174]（図 5-1）。もっとも、対外証券投資と重複している部分が相対的に小さいと考えられる助言部分が、非助言部分に匹敵するほどの規模となっている。その中には、投資助言を通じて、自国のみならず他国の証券投資行動に及ぶケースも少なくないと考えられる。したがって、同国資産運用業についての考察は、同国対外証券投資に表れていない

---

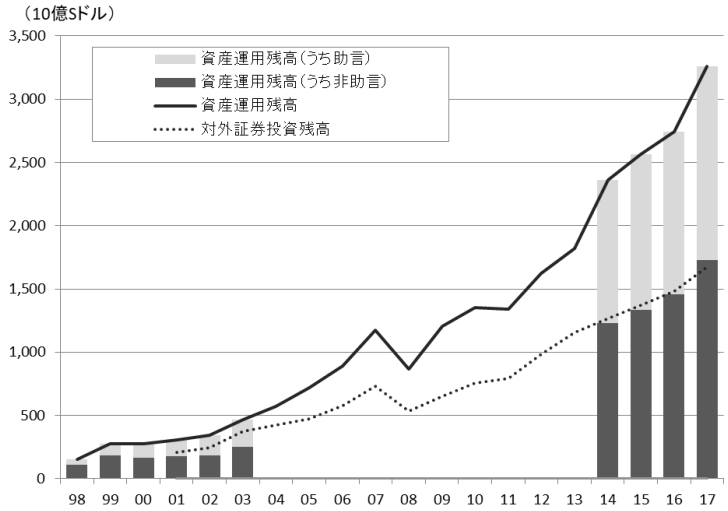
172) MAS, *2017 Singapore Asset Management Survey* では、同調査の対象には、認可運用会社（LFMC）、登録運用会社（RFMC）のほか、銀行、金融及び財務統括拠点、金融アドバイザー、保険会社、地域経営本部、リートなど、シンガポールで資産運用活動（Asset Management Activities）を営む金融機関が広く含まれており、2017 年調査の参加者は 800 となっていること（うち認可運用会社（LFMC）と登録運用会社（RFMC）の合計は 715 である）、政府関連機関による直接的な投資は含まれていないこと、が述べられている。なお、保険会社が自家運用している資金、リート（S-REITs）の時価総額は、2008 年以降調査対象となっている（MAS, *2008 Singapore Asset Management Industry Survey*）。

173) MAS, *2017 Singapore Asset Management Survey* では、非助言（Discretionary）の運用資産残高（AUM）について、「投資運用プロセスにおいて相当な投入（input）を行い、かつ投資を決定する権限を有するシンガポールのオフィスによって、インハウス運用（自家運用）されるファンド」と述べられている。非助言のシェアは、1998～2003 年末までは 53～74%、2014～2017 年末までは 52～53%を占めており、いずれにおいても助言（Advisory）を幾分上回っている。2004～2013 年末はそれらデータは未公表である。

174) 非助言（Discretionary）部分のうち、同国対外証券投資残高の対象範囲と重複しているのは、国外への証券投資残高に相当する部分、すなわち、①国内向け運用残高、②証券以外向けの運用残高、を除いた部分であると考えられる。①、②の額は明らかでないため、厳密な議論は困難であるものの、助言部分＋非助言部分合計では、国内向け運用残高のウェイトは小さいと考えられること（2017 年末では 17%が国内向け）、証券投資以外向けの運用残高のウェイトは小さいと考えられること（同年末では、株式 44%、債券 21%のほか、有価証券の一種である受益証券への投資という場合も少なくない、オルタナティブが 21%、集団投資スキームが 10%などとなっていることによって示唆される）、を踏まえると、非助言部分の主要な部分は対外証券投資に向けられており、そのことが同国の対外証券投資残高と非助言部分の運用資産残高が概ね一致していることに表れているのではないかと推察される。

同国資産運用業の影響についても広く考察対象としていると考えられる。

図 5-1　シンガポール資産運用業の運用資産残高（年末値）



注：シンガポール資産運用業の運用資産残高は、1997 年末以前は、非助言（Discretionary）分のみが公表されている。
出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* 各年号、Singapore Department of Statistics, *International Investment Position* より作成。

Ⅲ．機能と役割：資金運用・調達の視点から

本節では、MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* 各年号で公表される各年の断片的なデータの中から特定のデータを取り出し、可能な限り一貫した時系列データとなるよう整理することにより、シンガポール資産運用業の機能と役割について考察する。具体的な考察の対象項目は、以下の 3 つとする。対象期間は、それら項目の詳細が公表され始めた 2004 年末以降とする。

（１）投資先（国・地域別）
（２）投資先（アセット・クラス別）
（３）資金の源泉（国・地域別）

（１）投資先（国・地域別）は、アジア太平洋向け[175]が過半を占める。アジア太平洋の

[175] 同調査においては、アジア太平洋の定義は未公表である。その明確な定義は存在しないと考えられるが、IMF ではアジア太平洋は全 34 カ国（香港、マカオを 1 カ国とすると 36 カ国）と定義している（http://www.imf.org/external/oap/about.htm, accessed on April 30, 2019）。

シェアは上昇傾向にあり、2017 年末では 67%となっている（表 5-2）。アジア太平洋向けの過半は、少なくとも 2013～2017 年末については、シンガポール国外向けによって占められると考えられる。その理由として、2013～2017 年末において、アジア太平洋向け 66～68%のうち、シンガポール国内向けは最高でも 26～29%（アセアン向けが全てシンガポール向けのとき）、シンガポールを除くアジア太平洋向けは最低でも 38～41%（アセアン向けが全てシンガポール向けのとき）と考えられることを挙げることができる。なお、2017 年末に発表されたシンガポール向けが 17%であり、同年末のアジア太平洋向けが 67%であることは、アジア太平洋向けの過半がシンガポール国外向けによって占められていることの直接的な証左である。したがって、投資先（国・地域別）は「アジア太平洋向けが過半を占める。少なくとも近年では、アジア太平洋の中ではシンガポール国外向けが過半を占める」と考えることができる[176]。

表 5-2　シンガポール資産運用業の投資先（国・地域別）（年末値）

資金先 / 年	アジア太平洋				欧州	北米	その他	計
		アセアン		アセアン以外				
			SG					
04	46%	－	－	－	12%	12%	30%	100%
05	53%	－	－	－	10%	7%	30%	100%
06	57%	－	－	－	12%	7%	24%	100%
07	57%	－	－	－	11%	3%	29%	100%
08	52%	－	－	－	8%	6%	34%	100%
09	61%	－	－	－	8%	5%	26%	100%
10	64%	－	－	－	8%	7%	21%	100%
11	60%	－	－	－	8%	8%	24%	100%
12	70%	－	－	－	10%	9%	11%	100%
13	67%	29%	－	38%	12%	11%	10%	100%
14	68%	28%	－	40%	13%	11%	8%	100%
15	68%	27%	－	41%	13%	12%	7%	100%
16	66%	26%	－	40%	13%	13%	8%	100%
17	67%	26%	17%	41%	13%	13%	7%	100%

注 1：北米は、2013 年末以前は米国のみの数値。
注 2：アセアン及びアセアン以外のシェアは、アジア太平洋のシェアとアジア太平洋に占めるアセアンのシェアを用いて試算。
出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* 各年号。

（２）投資先（アセット・クラス別）は、有価証券が過半を占める。実際、2004～2017 年末において、株式が 41%から 57%と一貫して最大のシェアを占めるほか、年によって異

176) 1999～2003 年末については、非助言（Discretionary）の運用資産残高部分についてのみではあるものの、国・地域向けの投資先データが公表されている。それによると、シンガポール国内向けは 14～30%、アジア太平洋（シンガポール除く）向けは 46～57%、アジア太平洋以外向けは 18～40%の範囲内で推移しており、同様の結論となる。

なるものの、債券がそれに次ぐことが多く、両者を合計すると、60～72%を占める。その他のアセット・クラスでも、有価証券の一種である受益証券への投資という場合も少なくない、オルタナティブ、集団投資スキーム（CIS）がそれぞれ 10～21%、5～10%を占めている（表 5-3）。

したがって、投資先（アセット・クラス別）は「株式を中心とする有価証券が過半を占める」と考えることができる。

表 5-3　シンガポール資産運用業の投資先（アセット・クラス別）（年末値）

資金先 / 年	株式	債券	CIS	現預金/マネーマーケット	オルタナティブ	計
04	44%	22%	6%	17%	11%	100%
05	47%	20%	8%	14%	11%	100%
06	55%	17%	6%	12%	10%	100%
07	57%	12%	7%	12%	12%	100%
08	43%	17%	5%	20%	15%	100%
09	51%	16%	8%	14%	11%	100%
10	51%	16%	8%	12%	13%	100%
11	41%	20%	10%	15%	13%	100%
12	44%	23%	9%	12%	12%	100%
13	47%	23%	9%	8%	14%	100%
14	47%	20%	10%	4%	18%	100%
15	43%	23%	10%	4%	20%	100%
16	42%	23%	9%	5%	21%	100%
17	44%	21%	10%	4%	21%	100%

注 1：CIS は Collective Investment Schemes（集団投資スキーム）を指す。
注 2：オルタナティブは、ヘッジファンド、未上場株式、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、リート、不動産などを含む。ただし、未上場株式、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタルへの投資は、2013 年末以前は株式に含まれていたが、2014 年末以降はオルタナティブに含まれている。
出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* 各年号。

（３）資金の源泉（国・地域別）は、シンガポール国外からが過半を占める。実際、2004～2017 年末年において、公表されている内訳が異なるものの、可能な限り一貫した時系列データとなるよう整理すると、シンガポール国内からのシェアは一貫して 30%以下であり、国外からのシェアは 70%超である（表 5-4）。国外については、公表されているデータからすれば、幅広い国・地域から資金を調達しているものの、欧州、北米（2013 年以前は米国のみ）、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアがそれぞれ 17～25%、8～19%、27～36%と大きい。なお、2015～2017 年末については、北米が欧州を上回る状況となっている。

したがって、資金の源泉（国・地域別）は「シンガポール国外が過半を占める。とりわけ欧米諸国、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアが大きい」と考えることができる。すなわち、シンガポールの資産運用業の主たる資金の源泉は、しばしば指摘される欧米諸国のみならず、アジア太平洋（シンガポール除く）も一定のプレゼンスを有するということでもある。

表 5-4　資金の源泉（国・地域別）（年末値）

資金源／年	アジア太平洋			欧州	北米	その他	計
		シンガポール	その他				
04	46%	30%以下	NA	19%	9%	25%	100%
05	44%	20%以下	NA	23%	10%	23%	100%
06	43%	16%	27%	24%	11%	22%	100%
07	44%	14%	30%	25%	11%	20%	100%
08	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
09	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
10	NA	20%以下	NA	NA	NA	NA	100%
11	NA	30%以下	NA	NA	NA	NA	100%
12	45%	約20%	NA	20%	8%	27%	100%
13	56%	23%	33%	21%	10%	13%	100%
14	54%	19%	35%	19%	18%	9%	100%
15	56%	20%	36%	17%	18%	9%	100%
16	55%	22%	33%	17%	19%	9%	100%
17	55%	22%	33%	17%	19%	9%	100%

注 1：北米は 2013 年以前は米国のみ。
注 2：2006 年末、2007 年末、2013～2016 年末のアジア太平洋（その他）は、アジア太平洋のシェアからシンガポールのシェアを差し引くことにより試算した値である。
出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* 各年号。

以上のように、データの制約は小さくないものの、公表されているデータからすれば、（１）投資先（国・地域別）については「アジア太平洋向けが過半を占める。少なくとも近年では、アジア太平洋の中ではシンガポール国外向けが過半を占める」、（２）投資先（アセット・クラス別）については「株式を中心とする有価証券が過半を占める」、（３）資金の源泉（国・地域別）については「シンガポール国外が過半を占める。とりわけ欧米諸国、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアが大きい」と考えることができる。それらを単純化すると、シンガポールの資産運用業は、「欧米、アジア太平洋など国外から集めた資金を、アジア太平洋、少なくとも近年では、シンガポールを除くアジア太平洋を中心とする国外の証券に投資する」という機能・役割を果しているといえる。そしてそれは、同国の資産運用業が対外証券投資を通じて、「地域的な」金融仲介の機能・役割を果たしていることを示唆していると考えることができる[177)]。

177) IMF [1997]は、1990 年代後半の国際資本移動における米国の役割について、「相対的に安全で、流

Ⅳ．専門的知識・技術（expertise）内部からの検討：シンガポールの投資専門家は何を行っているか

次に、「欧米、アジア太平洋など国外から集めた資金を、アジア域内を中心とする国外の証券に投資する」という、シンガポール資産運用業の機能・役割の背景にある、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）について、シンガポールの投資専門家は何を行っているかという、いわば内部からの検討を行う。

2000 年から 2012 年にかけて、MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* では、資産運用業に携わる投資専門家（Investment Professionals）として、以下の 4 つの職種を挙げ、その人数の推移を公表している（図 5-2）。

（1）　ポートフォリオ・マネージャー
（2）　インベストメント・アナリスト
（3）　アセット・アロケーター、エコノミスト
（4）　トレーダー

同調査において、一貫してとりわけ大きなプレゼンスを有するのが、（1）ポートフォリオ・マネージャーと（2）インベストメント・アナリストであり、2012 年末時点ではそれぞれ 1,573 人、1,085 人と、投資専門家合計 3,312 人の 80%を占める。同調査において、（1）から（4）の定義はなされていないが、より一般にも、そもそもそれらの職種は法的に厳密に定義されたものでなく、そのため別称も少なくないことから、明確な定義がなされないまま用いられる場合が少なくない。ただ、シンガポールの投資専門家が何を行っているかを検討する上で、それら職種の職務を理解することは重要である。そこで、先行研究等から、それら職種の職務を整理する。

まず、（1）から（4）に共通する職務としては、証券投資のプロセスの中で、証券売買が成立した後のプロセスではなく、実際に証券を売買するまでのプロセスに関与する、という点が挙げられる[178]。各々の職務は多様であることからここでは、証券投資にとって

動性の高い証券（米国国債、高格付け社債）を、相対的に高いリターンで提供することによって国際的な資本を引き付けている。そして、国際的な市場を通じ、より高いリターンを求めて、より流動性の低い商品に再投資している」と述べるとともに、国際的な金融仲介の役割（the role of a global intermediary）を担っていると述べている。シンガポール資産運用業は、資金の運用面においてアジア太平洋地域に偏りがあることから、国際的というよりも、「地域的な」金融仲介の役割を果たしているといえる。

[178] 証券投資のプロセスは、実際に証券を売買する（売買する銘柄を選択し、証券会社に発注する）まで

とりわけ重要な職務である、①個別証券の調査に関わる「証券分析」と②ポートフォリオの編成・改訂・成績評価に関わる「ポートフォリオ・マネジメント」という観点を中心に整理する[179]。

（１）ポートフォリオ・マネージャーは、別称として、ファンド・マネージャーと呼ばれることもある[180]。ポートフォリオ・マネージャーは、証券分析及びポートフォリオ・マネジメントを行う。実際、その職務に関連して、前田［2004］、投資信託協会は、「具体的な投資銘柄の決定」と「ポートフォリオの組成」、すなわち証券分析及びポートフォリオ・マネジメントが重要な位置づけにあることを指摘している[181]。また、シンガポール資産運用協会（IMAS：Investment Management Association of Singapore）による「投資の ABC ファンド・マネージャーの一日（ABCs of Investing - A Day In The Life Of A Fund Manager）」という小論においても同様に、証券分析及びポートフォリオ・マネジメント

のプロセスと、売買が成立した後の、売買した証券や資金の受け渡し・管理に関するプロセスの 2 つに分類することができるが（川北［2004］）、（１）から（４）の職種はいずれも、前者のプロセスに属すると考えることができる。なお、資産運用業における職種としてはそれ以外にも、ファンドの販売に関わるマーケティング部門なども存在する。シンガポールの MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* に概ね相当する香港の調査（Asset and Wealth Management Activities Survey 2017）によると、2017 年末における同国の資産運用業（Asset and Wealth Management Industry）におけるスタッフのうち、セールス・マーケティングが全体の 68%を占めている。
（https://www.sfc.hk/web/EN/files/ER/PDF/2017%20Asset%20and%20Wealth%20Management%20Activties%20Survey_e.pdf, accessed on April 30, 2019）。

[179] 証券投資において、「証券分析」と「ポートフォリオ・マネジメント」がとりわけ重要であることは、榊原・青山・浅野［1998］が、はしがきにおいて、「現代的な証券投資の基本的な考え方は、極論すれば、グレアム=ドッドを始祖とする証券評価（Valuation）の方法論に由来する部分と、マーコウィッツやシャープが展開してきた現代ポートフォリオ理論（Modern Portfolio Theory: MPT）に由来する部分に大別できる」と述べていることや、榊原［2013］が「証券投資理論は、大別すると、証券分析とポートフォリオ・マネジメントという 2 つの領域に分けられる」（15 頁）と述べていることなどによって示唆される。また、「証券分析」が個別証券の調査に関わるプロセスであり、「ポートフォリオ・マネジメント」がポートフォリオの編成・改訂・成績評価に関わるプロセスであることは、榊原［1998］が、前者について「それに先立って行われるマクロ環境分析（経済的・政治的・社会的）と産業分析を受けて行われる企業分析の成果を利用して、その本質的価値（内在的価値）から乖離した価格が市場でついている証券を発見したり、証券の諸属性を予測するためのプロセス」（12 頁）、後者について「投資家のニーズにあわせて、さまざまな証券を組み合わせてポートフォリオを編成し、改訂し、そしてその成績を評価するプロセス」（12 頁）と述べていることや、Alexander and Sharpe［1989］がそれぞれ、「いろいろな個別証券（または証券のグループ）を調査すること」、「資金が運用管理されるプロセス」と述べていることなどによって示唆される。

[180] 両者が異なるという見解もある。依田［2010］は、「一般に、ファンドマネージャーは株など決められた資産の範囲で運用する人をいいますが、ポートフォリオマネージャーは資産配分全体を考える人のことをいいます」（184 頁）と述べている。

[181] 前田［2004］は、ポートフォリオ・マネージャーの職務として、「投資対象となる銘柄を時価総額などある一定の条件で絞り込んでおき、投資ユニバースというものを設定する。この投資対象銘柄に詳細な調査を行い、ポートフォリオに組み込むかどうかの投資判断を行う」（153 頁）と指摘している。また、投資信託協会は、「ファンドマネジャーの主な業務は、投資信託の運用目的に沿った投資計画の策定、投資情報の収集・分析、投資判断、具体的な投資銘柄の決定、ポートフォリオの組成など」と述べている（https://www.toushin.or.jp/words/keyword/196/、2019 年 4 月 30 日アクセス）。

が職務の重要な位置づけにあることを指摘している[182]。

（２）インベストメント・アナリストは、別称として、リサーチ・アナリスト、フィナンシャル・アナリスト、証券アナリストなどと呼ばれることがあるほか、所属組織や分析視点等の違いに応じた分類もある[183]。具体的には、証券会社などセルサイドに属するセルサイド・アナリストと、機関投資家などバイサイドに属するバイサイド・アナリスト、企業の負債（デット）とする場合はクレジット・アナリスト、企業の資本（エクイティ）とする場合は株式（エクイティ）アナリストと分類される（経済産業省［2007］）。なお、MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* におけるインベストメント・アナリストは、資産運用業に携わる投資専門家であることから、バイサイド・アナリストと考えることができる。インベストメント・アナリストは、証券分析を行う。職務に関連して日本証券アナリスト協会は、インベストメント・アナリストの別称であるリサーチ・アナリスト（狭義の証券アナリスト）について、「証券会社や資産運用会社などで産業・企業調査を基に、個別証券の分析・評価を行う」と述べている[184]。また、シンガポールにおける最大の資産運用業の一つである Aberdeen Standard Investments (Asia) Limited が、株式投資について、「アナリストは、株式の推奨について個人として（individually）責任があります」と述べている[185]。いずれもインベストメント・アナリストにとって証券分析が重要な位置

---

182) シンガポール資産運用協会（IMAS：Investment Management Association of Singapore）は、当時財務大臣であったリチャード・フー博士の発案により 1997 年 9 月 22 日に結成された、運用会社の代表組織である。同協会は、「投資の ABC　ファンド・マネージャーの一日（ABCs of Investing - A Day In The Life Of A Fund Manager）」という小論において、「１．彼らの時間の大部分は調査（リサーチ）に費やされます。全てのファンダメンタル分析を行い、会社の経営陣と知り合うことが不可欠です。２．ポートフォリオ・マネジメント。どの企業に投資するかを決定し、顧客の委任に合ったポートフォリオをまとめ、それを運用し、顧客のリスク許容度に確実に適合するようにすること。３．そして最後に、機関投資家や販売会社へのサービス提供。ファンドのポートフォリオのパフォーマンスを説明し、彼らのリスク許容度、意向、ファンドの全体的な理解に関してフィードバックを得ること」と述べている（http://www.imas.org.sg/Articles/217-abcs-of-investing-a-day-in-the-life-of-a-fund-manager.html, accessed on April 30, 2019）。１が証券分析、２がポートフォリオ・マネジメントに相当する部分である。

183) インベストメント・アナリスト、証券アナリスト、投資（インベストメント）・アナリスト、フィナンシャル（金融）・アナリストが同様の意味で用いられていることは、同分野に関連する代表的な国際資格である CIIA について、日本証券アナリスト協会が「CIIA（Certified International Investment Analyst、国際公認投資アナリスト）は、国際的に認められた証券アナリスト資格です」と述べていることや（https://www.saa.or.jp/cma_program/ciia/seido/index.html、2019 年 4 月 30 日アクセス）、同じく代表的な国際資格である CFA について、日本 CFA 協会が「CFA(Chartered Financial Analyst : CFA 協会認定証券アナリスト資格)は世界の金融界で通用する投資プロフェッショナルの資格です」と述べていることなどによって窺うことができる（https://www.cfasociety.org/japan/Pages/why_cfa.aspx、2019 年 4 月 30 日アクセス）。

184) https://www.saa.or.jp/cma_program/step/about/index.html、2019 年 4 月 30 日アクセス。

185) https://www.aberdeenstandard.com/docs?editionId=1b7c8ccc-ae4e-46f5-bb14-bff0c2ff7c90, accessed on April 30, 2019。なお、IMAS, *Members Directory 2013* によると、シンガポールでの運用資産残高が明らかになっている運用会社のうち、Aberdeen Asset Management Asia Limited（現 Aberdeen Standard Investments (Asia) Limited）は 867 米ドルと最大である（2012 年 9 月時点）。

づけにあることを示唆している。

なお、同国のインベストメント・アナリストは、クレジット・アナリストに比して、株式（エクイティ）アナリストの方が多い可能性がある。その理由として、インベストメント・アナリストが機能を発揮する余地は一般に、負債（デット）に比して、価格形成の個別性が強い資本（エクイティ）の方が大きくなる傾向がこと、そして同国資産運用業においては株式投資のウェイトが債券投資を上回ること（前掲表 3)、を挙げることができる。前者の理由に関連して川北 [2004]は、「債券の場合にもアナリストが機能を発揮する余地はあるが、株式ほど各々銘柄の個別性は大きくない。逆にいえば、国債金利の変動によって債券価格は相当程度決まってしまう。この意味で、アナリストの役割は大きくない。もっとも社債市場が発達すれば､アナリストの役割は現在よりも高まろう」[186] としている。

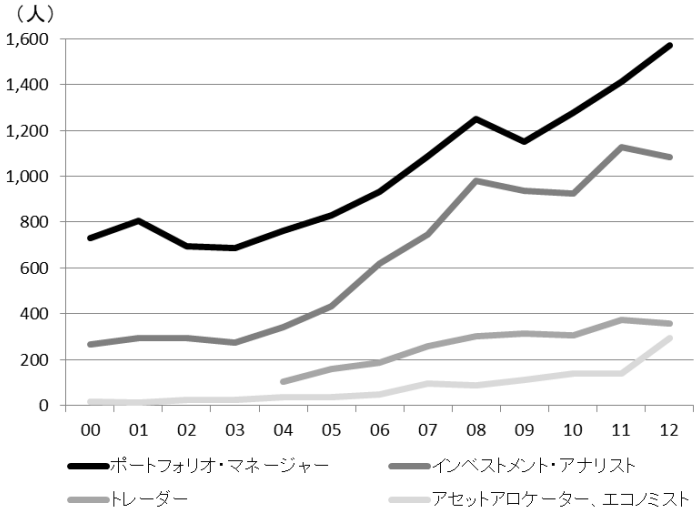
（３）アセット・アロケーターは、ポートフォリオ・マネジメントを行い、エコノミストは、証券分析及びポートフォリオ・マネジメントそのものではなく、それらを行う際の基礎となるマクロ環境の分析を行う。より正確には、前者は、アセット・アロケーション、すなわち「現時点において、アセットクラスとしての国内株式や国内債券などに対して、ファンド総額の何割を配分するのか、その決定」を行う専門家、後者は、「経済全体の活動状況を分析する専門家」である（川北 [2004]）。

（４）トレーダーは、証券分析やポートフォリオ・マネジメントそのものを行う訳ではなく､「ファンドマネージャーによる最終的な証券売買の意思決定を受けて、その売買注文を証券市場に出す」専門家である（川北　[2004]）。

以上の点から、「シンガポールの投資専門家は何を行っているか」といういわば内部からの検討を行うと、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、投資専門家の大宗を占める（１）ポートフォリオ・マネージャーによって担われている、証券分析とポートフォリオ・マネジメント、（２）インベストメント・アナリストによって担われている、証券分析が挙げられる。特に、両者に共通する証券分析がその有力候補と考えることができる。さらに、実際の投資状況（前掲表 5-2、5-3）から逆に考えると、国・地域別ではアジア太平洋、アセット・クラス別では株式に関わる証券分析がとりわけ重要な位置づけにあると考えられる。

186) 川北 [2004]、221 頁。

図 5-2　投資専門家



出所：MAS, *Singapore Asset Management Industry Survey* 各年号。

Ⅴ．専門的知識・技術（expertise）外部からの検討：米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するか

次に、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）について、米国資産運用会社によるシンガポールへの運用の委託を例にとり、なぜシンガポール資産運用会社へ運用を委託するかという、いわば外部からの検討を行う。いわば資金の出し手でもある米国資産運用会社という外部からの視点を用いることによって、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）を、グローバルな観点から捉えることを試みる。

米国の資産運用会社は、米国でアジアを主たる投資対象とするファンド（以下、アジア・ファンド）を設定する場合、2 つの選択肢がある。一つは、自らが直接運用することであり、もう一つは、他の運用会社に運用を委託することである。直接運用するか否かに関わらず、米国の資産運用会社はアドバイザーと呼ばれ、実質的な運用を行う資産運用会社はサブアドバイザーと呼ばれる[187]。Morningstar のデータから、米国の資産運用会社がアド

[187] モーニングスターによると、アドバイザーは「ファンド運用に対して、直接の責任を負う会社」、サブアドバイザーは「ミューチュアル・ファンドのアドバイザーが、ファンドの日常的な運用を担当するために、サブアドバイザーと呼ばれる別の会社を採用する場合もある。このような場合、ポートフォリオ・マネジャーは通常、アドバイザーではなくファンドのサブアドバイザーに勤務する」である（http://www.morningstar.com/InvGlossary/advisor_definition_what_is.aspx、accessed on April 30, 2019）。このように、ファンドの運用において一義的な責任を与えられた会社をファンド・アドバイザー等、実質的な運用を委託された他の運用会社は（あれば）サブアドバイザーと呼ばれる。サブアドバイザーが存在する場合、実質的な運用はサブアドバイザーが行い、ファンド・アドバイザー等は顧客サポートなどを行うことになる。

バイザーとなっている、アジアを主たる投資対象とするファンド（以下、アジア・ファンド）を取り出し、各ファンドの属性、アドバイザー、（あれば）サブアドバイザー及びそれらの所在地等を、Morningstar のデータベース、各ファンドの目論見書及び Fact Sheet から探索した上で要約すると[188]、株式型については 88 本のうち 49 本が国外のサブアドバイザーに運用が委託されており、それらのうち 33 本が、シンガポール、香港、日本 3 カ国のいずれかの運用会社（グループ内の運用会社を含む）に委託されていることが明らかとなる（表 5-5、5-6）。なお、Morningstar のデータベースにおいて、それら 3 カ国以外のアジアの資産運用会社以外に運用が委託されているケースは存在しない。一方、債券型については、全 3 本のうち 1 本がサブアドバイザーに運用が委託されており、それらのうち 1 本のサブアドバイザーにはシンガポールに拠点を置く運用会社が含まれる[189]。

なお、株式型と債券型を比較したとき、特定の国・地域を対象とする債券ファンドの数は一般に少ない。その理由としては、前述のように、債券は「国債金利の変動によって債券価格は相当程度決まってしまう」という側面があるために、ビジネス・サイクルの異なる国・地域の分散が重視されているためであると考えられる。

表 5-5　アジアを主たる投資対象とする米国投資信託（要約表）

株式型

アドバイザー	本数
米国の運用会社	88
サブアドバイザーなし	39
サブアドバイザーあり	49
アジアの運用会社を含む	33
米国外の運用会社	12
アジアの運用会社	10
合計	100

債券型

アドバイザー	本数
米国の運用会社	3
サブアドバイザーなし	2
サブアドバイザーあり	1
アジアの運用会社を含む	1
米国外の運用会社	1
アジアの運用会社	1
合計	4

注 1：2017 年 3 月末時点。
注 2：米国で設定されたミューチュアル・ファンド及びクローズド・エンド・ファンド（CEF）のうち、アジアを主たる投資対象とするファンド。
注 3：各ファンドは、手数料体系の異なるシェアクラスによって細分化されている場合がある。
注 4：　サブアドバイザーは、必ずしも 1 ファンドにつき 1 社という訳ではなく、複数の場合もある。
出所：Morningstar、各ファンドの目論見書、Fact Sheet より作成。

188) アジアを主たる投資対象とするファンドとは、米国の Morningstar のデータベースに掲載されている、米国で設定されたミューチュアル・ファンド及びクローズド・エンド・ファンド（CEF）のうち、アジアの国・地域名をファンド名に冠するファンドとした。Morningstar は、投資信託などに関する金融情報サービスの提供会社である。

189) 米国外の運用会社がアドバイザーとなっているファンドのうち、株式型 12 本については、6 本はシンガポール、2 本は香港、2 本は日本の運用会社がアドバイザーとなっている。債券型については、シンガポールの運用会社がアドバイザーとなっているファンドが 1 本ある。

表 5-6　アジアを主たる投資対象とする米国投資信託

株式型

ファンドのタイプ	ファンド名		純資産残高（100万米ドル）	上位10銘柄比率	モーニングスターカテゴリー	投資スタイル	運用会社	所在国	サブアドバイザー	所在国
CEF	Aberdeen Greater China	GCH	103	45.7%	China Region	Large Value	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	The India Fund	IFN	806	53.5%	India Equity	Large Growth	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Asia Tigers Fund	GRR	43	41.8%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Aberdeen Indonesia Fund	IF	74	53.2%	Miscellaneous Region	Mid Blend	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Aberdeen Singapore Fund	SGF	90	62.6%	Miscellaneous Region	Large Value	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
CEF	Aberdeen Japan Equity Fund	JEQ	121	43%	Japan Stock	Large Growth	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG		
ミューチュアルファンド	Aberdeen Japanese Equities	AJEAX	1	47%	Japan Stock	Large Growth	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	Aberdeen Asia Pac ex-Japan Eq	APJAX	11	36.2%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	Aberdeen China Opportunities	GOPAX	13	38.8%	China Region	Large Value	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	AC One China	ACOIX	11	47.3%	China Region	Large Blend	AC ONE Asset Management	US		
ミューチュアルファンド	AB Asia ex-Japan Equity	AXJAX	6	35.8%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Value	AllianceBernstein LP	US		
CEF	China Fund	CHN	301	48.1%	China Region	Large Blend	Allianz Global Investors U.S. LLC	US		
CEF	Korea Fund Inc	KF	274	64.0%	Miscellaneous Region	Large Value	Allianz Global Investors U.S. LLC	US		
ミューチュアルファンド	Clough China	CHNAX	52	56.1%	China Region	Large Blend	Alps Advisors Inc	US	Clough Capital Partners, LP	US
ミューチュアルファンド	ALPS|Kotak India Growth	INDAX	25	35.4%	India Equity	Large Growth	Alps Advisors Inc	US	Kotak Mahindra Asset Management (Singapore) Pte. Ltd	SG
ミューチュアルファンド	AMG Managers Value Partners Asia	AAVPX	9	29.1%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Value	AMG Funds LLC	US	Value Partners Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	BlackRock Pacific	MAPCX	228	22%	Diversified Pacific/Asia	Large Blend	BlackRock Advisors LLC	US	BlackRock Asset Management North Asia Ltd	HK
ミューチュアルファンド	BlackRock MSCI Asia ex Japan Index	BAJIX	68	26.4%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	BlackRock Advisors, LLC	US		
ミューチュアルファンド	Eaton Vance Greater China Growth	EVCGX	86	52.0%	China Region	Large Blend	Boston Management and Research	US	BMO Global Asset Management (Asia) Limited	HK
ミューチュアルファンド	Eaton Vance Greater India	ETGIX	239	39.1%	India Equity	Large Growth	Boston Management and Research	US	Goldman Sachs Asset Management International	UK
ミューチュアルファンド	Brown Advisory WMC JPN Alpha Opps	BAFJX	1,640	19%	Japan Stock	Mid Blend	Brown Advisory LLC	US	Wellington Management Company LLP	US
ミューチュアルファンド	Columbia Pacific/Asia	CASAX	214	28%	Diversified Pacific/Asia	Large Growth	Columbia Management Investment Advisers LLC	US		
ミューチュアルファンド	Columbia Greater China	NGCAX	104	58.5%	China Region	Large Growth	Columbia Mgmt Investment Advisers, LLC	US		
ミューチュアルファンド	Columbia Asia Pacific ex-Japan	CAJAX	29	37.4%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Columbia Mgmt Investment Advisers, LLC	US	Threadneedle International Ltd	UK
ミューチュアルファンド	Delaware Asia Select	DMAAX	5	38.8%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Delaware Management Company	US	Macquarie Funds Management HK Ltd.	HK
ミューチュアルファンド	DFA Japanese Small Company	DFJSX	537	4.0%	Japan Stock	Small Blend	Dimensional Fund Advisors LP	US	DFA Australia Limited	AU
ミューチュアルファンド	DFA Asia Pacific Small Company	DFRSX	286	10.4%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Mid Value	Dimensional Fund Advisors LP	US	DFA Australia Limited	AU
ミューチュアルファンド	GKE Asian Opportunities	GKEAX	17	49%	Diversified Pacific/Asia	Large Growth	Evergreen Capital Management LLC	US	GaveKal Capital Limited	HK
ミューチュアルファンド	Commonwealth Japan	CNJFX	5	35.7%	Japan Stock	Large Growth	FCA Corp	US		
ミューチュアルファンド	Fidelity Advisor® China Region	FHKAX.lw	1,040	39.9%	China Region	Large Blend	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
									Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
									FIL Investments (Japan) Limited	JP
									FIL Investment Advisors (FIA)	BM
									FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
									Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
									FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity Advisor® Japan	FPJAX	417	33%	Japan Stock	Large Blend	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
									Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
									FIL Investments (Japan) Limited	JP
									FIL Investment Advisors (FIA)	BM
									FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
									Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
									FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity® Japan Smaller Companies	FJSCX	601	19%	Japan Stock	Mid Blend	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
									Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
									FIL Investments (Japan) Limited	JP
									FIL Investment Advisors (FIA)	BM
									FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
									Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
									FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity® Pacific Basin	FPBFX	726	20%	Diversified Pacific/Asia	Large Growth	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
									Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
									FIL Investments (Japan) Limited	JP
									FIL Investment Advisors (FIA)	BM
									FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
									Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
									FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity Advisor® Emerging Asia	FEAAX	231	32.6%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
									Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
									FIL Investments (Japan) Limited	JP
									FIL Investment Advisors (FIA)	BM
									FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
									Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
									FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Fidelity® Emerging Asia	FSEAX	924	32.8%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Fidelity Management & Research Company	US	FMR Investment Management (U.K.) Limited	UK
									Fidelity Management & Research (Japan) Limited	JP
									FIL Investments (Japan) Limited	JP
									FIL Investment Advisors (FIA)	BM
									FIL Investment Advisors (UK) Ltd	UK
									Fidelity Management & Research (HK) Ltd	HK
									FMR Co., Inc. (FMRC)	US
ミューチュアルファンド	Franklin India Growth	FINGX	129	99.6%	India Equity	Large Growth	Franklin Advisers Inc	US	Templeton Asset Management Ltd.	SG
ミューチュアルファンド	Goldman Sachs Asia Equity	GSAGX	63	35.4%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Goldman Sachs Asset Management, L.P.	US		
ミューチュアルファンド	GMO Taiwan Fund	GMOTX	126	47.0%	China Region	Large Value	Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co., LLC	US	GMO Singapore Pte. Limited	SG
ミューチュアルファンド	Guinness Atkinson China & Hong Kong	ICHKX	65	36.0%	China Region	Large Value	Guinness Atkinson Asset Management Inc	US		
ミューチュアルファンド	Guinness Atkinson Asia Focus	IASMX	17	34.0%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Value	Guinness Atkinson Asset Management Inc	US		
ミューチュアルファンド	Guinness Atkinson Asia Pacific Div Bldr	GAADX	6	29.3%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Value	Guinness Atkinson Asset Management Inc	US		
ミューチュアルファンド	Hennessy Japan	HJPIX	178	58%	Japan Stock	Large Growth	Hennessy Advisors, Inc.	US	SPARX Asset Management Co Ltd	JP
ミューチュアルファンド	Hennessy Japan Small Cap	HJSIX	43	22%	Japan Stock	Small Blend	Hennessy Advisors, Inc.	US	SPARX Asset Management Co Ltd	JP
ミューチュアルファンド	HSBC Asia ex-Japan Smaller Coms Eq	HAJAX	12	23.9%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Mid Value	HSBC Global Asset Management (USA) Inc.	US	HSBC Global Asset Management (HK) Ltd	HK
ミューチュアルファンド	Invesco Pacific Growth	TGRAX	75	32%	Diversified Pacific/Asia	Large Growth	Invesco Advisers, Inc.	US	INVESCO Asset Management (Japan) Limited	JP
									Invesco Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	Invesco Asia Pacific Growth	ASIAX	846	35.2%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Invesco Advisers, Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Invesco Greater China	AACFX	70	51.7%	China Region	Large Blend	Invesco Advisers, Inc.	US	Invesco Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	JPMorgan China Region	JCHAX	21	49.6%	China Region	Large Blend	J.P. Morgan Investment Management Inc	US	JF International Management Inc	HK
ミューチュアルファンド	Janus Asia Equity	JAQAX	20	33.0%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Janus Capital Management LLC	US	Janus Capital Singapore Pte. Limited	SG
CEF	Taiwan Fund Inc	TWN	168	43.1%	China Region	Large Blend	JF International Management Inc.	HK		
CEF	JPMorgan China Region Fund	JFC	123	41.5%	China Region	Large Growth	JF International Management, Inc.	VG		
ミューチュアルファンド	JOHCM Asia Ex-Japan Equity	JOAIX	364	40.5%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Growth	JO Hambro Capital Management Limited	UK		
ミューチュアルファンド	JHancock Greater China Opportunities	JCOAX	52	45.7%	China Region	Large Blend	John Hancock Advisers, LLC	US	John Hancock Asset Management a division of Manulife Asset Management (North America) Limited	CA

株式型（続き）

ファンドのタイプ	ファンド名		純資産残高（100万米ドル）	上位10銘柄比率	モーニングスターカテゴリー	投資スタイル	運用会社	所在国	サブアドバイザー	所在国
ミューチュアルファンド	Matthews Asia ESG	MISFX	12	28.2%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Focus	MIFSX	11	38.5%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Innovators	MATFX	116	32.2%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Growth	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Small Companies	MISMX	396	20.7%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Mid Growth	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asian Growth & Income	MICSX	2,750	24.6%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Emerging Asia	MIASX	296	27.4%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Mid Blend	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Pacific Tiger	MIPTX	7,520	26.8%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Growth	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews India	MIDNX	1,970	44.6%	India Equity	Large Growth	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Japan	MIJFX	3,180	27%	Japan Stock	Large Growth	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews China Dividend Fund	MICDX	210	33.5%	China Region	Large Value	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews China	MCHFX	571	51.3%	China Region	Large Blend	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews China Small Companies	MCSMX	17	32.8%	China Region	Mid Blend	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Dividend	MIPIX	5,310	31%	Diversified Pacific/Asia	Large Blend	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Growth	MIAPX	653	38%	Diversified Pacific/Asia	Large Growth	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Value Investor	MAVRX	3	39	Diversified Pacific/Asia	Mid Value	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Korea	MIKOX	186	43.2%	Miscellaneous Region	Large Value	Matthews International Cap Mgmt LLc	US		
ミューチュアルファンド	Mirae Asset Asia	MALAX	13	33.1%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Growth	Mirae Asset Global Investments (USA) LLC	US	Mirae Asset Global Investments (HK) Ltd	HK
ミューチュアルファンド	Mirae Asset Asia Great Consumer	MGCEX	56	56.2%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Growth	Mirae Asset Global Investments (USA) LLC	US	Mirae Asset Global Investments (HK) Ltd	HK
ミューチュアルファンド	Morgan Stanley Inst Asia Opp	MSAUX	12	56.8%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Growth	Morgan Stanley Investment Management Inc	US		
CEF	Morgan Stanley China A Share Fund	CAF	504	46.1%	China Region	Large Blend	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
CEF	MS India Investment Fund	IIF	527	49.5%	India Equity	Large Growth	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
CEF	MS Asia-Pacific Fund	APF	247	31%	Diversified Pacific Asia	Large Blend	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
CEF	Thai Fund	TTF	113	57.0%	Miscellaneous Region	Large Blend	Morgan Stanley Investment Management Inc.	US	Morgan Stanley Investment Management Company	SG
ミューチュアルファンド	Neuberger Berman Greater China Eq	NCEAX	92	51.4%	China Region	Large Blend	Neuberger Berman Investment Advisers LLC	US	Neuberger Berman Asia Limited	HK
CEF	Japan Smaller Capitalization Fund	JOF	345	22%	Japan Stock	Small Value	Nomura Asset Management Co., Ltd.	JP		
CEF	Korea Equity Fund	KEF	89	65.7%	Miscellaneous Region	Large Value	Nomura Asset Management Co., Ltd.	JP	Nomura Asset Management Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	Nuveen NWQ Japan	NTJAX	8	26%	Japan Stock	Large Blend	Nuveen Fund Advisors, LLC.	US	NWQ Investment Management Co LLC	US
ミューチュアルファンド	Oberweis China Opportunities	OBCHX	98	34.6%	China Region	Large Growth	Oberweis Asset Management Inc	US		
ミューチュアルファンド	Parnassus Asia	PAFSX	14	40%	Diversified Pacific/Asia	Large Blend	Parnassus Investments	US		
ミューチュアルファンド	Shelton Greater China	SGCFX	8	40.6%	China Region	Large Value	Shelton Capital Management	US		
ミューチュアルファンド	State Street Asia Pacific Value Sptlgt	SIDKX	2	39	Diversified Pacific/Asia	Large Value	SSgA Funds Management Inc	US	State Street Global Advisors Ireland Ltd	IE
ミューチュアルファンド	AIG Japan	SAESX	29	38%	Japan Stock	Large Blend	SunAmerica Asset Management, LLC	US	Wellington Management Company LLP	US
ミューチュアルファンド	T. Rowe Price Asia Opportunities	TRAOX	32	37.1%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Growth	T. Rowe Price Associates, Inc.	US	T. Rowe Price Hong Kong Limited	HK
ミューチュアルファンド	T. Rowe Price Japan	PRJPX	516	26%	Japan Stock	Large Growth	T. Rowe Price Associates, Inc.	US	T. Rowe Price International Limited	UK
ミューチュアルファンド	T. Rowe Price New Asia	PRASX	2,700	32.0%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Blend	T. Rowe Price Associates, Inc.	US	T. Rowe Price International Limited	UK
CEF	Templeton Dragon Fund	TDF	718	48.2%	China Region	Large Blend	Templeton Asset Management Ltd.	US		
ミューチュアルファンド	Templeton China World	TCWAX	282	56.3%	China Region	Large Value	Templeton Asset Management Ltd.	US		
ミューチュアルファンド	US Global Investors China Region	USCOX	19	34.8%	China Region	Large Blend	U.S. Global Investors Inc	US		
CEF	Asia Pacific Fund	APB	134	30.0%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Value	Value Partners Hong Kong Limited	HK		
ミューチュアルファンド	Vanguard Pacific Stock Index	VPADX	6,380	15%	Diversified Pacific/Asia	Large Blend	Vanguard Group Inc	US		
ミューチュアルファンド	Victory Sophus China	RSCHX	19	52.7%	China Region	Large Blend	Victory Capital Management Inc.	US		
CEF	Voya Asia Pacific High Dividend Equity Income Fund	IAE	137	27.8%	Pacific/Asia ex-Japan Stk	Large Value	Voya Investment Management	US		
ミューチュアルファンド	Voya Japan TOPIX Index® Port	IJIAX	291	17%	Japan Stock	Large Blend	Voya Investments, LLC	US	Voya Investment Management Co. LLC	US
ミューチュアルファンド	Voya Australia Index Port	IAIIX	143	47.3%	Miscellaneous Region	Large Blend	Voya Investments, LLC	US	Voya Investment Management Co. LLC	US
ミューチュアルファンド	Voya Hang Seng Index Port	IHSPX	97	61.3%	China Region	Large Value	Voya Investments, LLC	US	Voya Investment Management Co. LLC	US
ミューチュアルファンド	Wasatch Emerging India	WIINX	123	32.9%	India Equity	Mid Growth	Wasatch Advisors Inc.	US		
ミューチュアルファンド	Wells Fargo Asia Pacific	WFAAX	143	21%	Diversified Pacific/Asia	Large Blend	Wells Fargo Funds Management LLC	US	Wells Capital Management Inc.	US

債券型

ファンドのタイプ	ファンド名		純資産残高（100万米ドル）	上位10銘柄比率	モーニングスターカテゴリー	投資スタイル	運用会社	所在国	サブアドバイザー	所在国
CEF	Aberdeen Asia-Pacific Income Fund	FAX	1,961	20.1%	World Bond	–	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG	Aberdeen Asset Managers Limited	UK
ミューチュアルファンド	Aberdeen Asia Bond	AEEAX	20	45.4%	Emerging Markets Bond	–	Aberdeen Asset Management Inc.	US	Aberdeen Asset Management Asia Limited	SG
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Credit Opportunities	MICPX	18	47.7%	World Bond	–	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		
ミューチュアルファンド	Matthews Asia Strategic Income	MINCX	71	48.6%	World Bond	–	Matthews International Cap Mgmt LLC	US		

注１：純資産はいずれも 2017 年 3 月末。但し、GMO Taiwan Fund のみ 2016 年 11 月末。

注２：各ファンドは、手数料体系の異なるシェアクラスによって細分化されている場合がある。
注３：投資スタイル、モーニングスターのカテゴリーの詳細は Morningstar [2016]を参照。
注４：■はアドバイザーがシンガポールの運用会社の場合、■はサブアドバイザーがシンガポールの運用会社の場合を表す。
出所：Morningstar、 各ファンドの目論見書、Fact Sheet より作成。

米国の資産運用会社が、アジア・ファンドの運用に際し、シンガポール、香港、日本のサブアドバイザーへと運用の委託を行う理由は、アジアを投資対象とする商品開発の意図はあるが、運用面において専門的知識・技術を持たないことに加え、それら 3 カ国の資産運用会社（サブアドバイザー）が、何らかのアジアの専門的知識・技術（expertise）を持つと考えられることである[190]。そこで次に、アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か、中でもシンガポールの専門的知識・技術（expertise）とは何か、という点について、第一に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か、第二に、米国の資産運用会社からみた、特にシンガポールの資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か、という点から検討する。

第一に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か、という点については、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手」を挙げることができる。その理由として、先行研究から、地理的な近さは、証券投資において重要な位置づけにある「証券分析」の重要なプロセスの一つ「対面接触による情報の入手」と密接な関係を持つと考えられること、が挙げられる。「証券分析」における「対面接触による情報の入手」の重要性はまた、シンガポールの投資専門家の大宗を占めるポートフォリオ・マネージャー、インベストメント・アナリストの職務という観点からも指摘されてきたことでもある[191]。シンガポール通貨金

---

190) 神山 [2005]は、運用会社がサブアドバイザーを利用する理由として「自社が得意としない分野への商品ラインナップを拡張するニーズ」を最も一般的な理由として挙げているほか、サブアドバイザーの選定に際し、「補完機能をサブアドバイザーが有しているか」という点が、まず最初に確認されることを指摘している。また、Debaere and Evans [2015]は、ファンドの運用を委託するという決定は、運用会社の特定の専門的知識・技術（expertise）の関数であり、運用会社の専門的知識・技術から遠く離れている場合は運用の委託、近い場合は内部での運用が選ばれることなどを指摘している。

191) 「証券分析」における「対面接触による情報の入手」の重要性は、（１）ポートフォリオ・マネージャーについては Barker et al. [2004] 、（２）インベストメント・アナリストについては Fischer and Jordan [1983]などにおいて指摘されている。また、日本のケースではあるものの、経済産業省 [2007]が、アンケート調査によって、機関投資家等のファンド・マネージャー（本論文におけるポートフォリオ・マネージャーに相当）、バイサイド・アナリスト（本論文におけるインベストメント・アナリストに相当）が個別証券の調査を行う際、「対面接触による情報の入手」、とりわけ「企業への取材」及び「企業による説明会出席」が重要であることを明らかにしている。この結果に基づいて、同報告書では、「企業評価者は、企業価値評価に当たって有価証券報告書や決算短信などの制度的開示による財務情報以上に、決算説明会、経営トップ・ＩＲ担当者への取材・ミーティング、現場への訪問（工場・売り場見学など）を通じた定性的な非財務情報の入手に努めている。実際に、企業評価者を対象としたアンケート調査では、重視する媒体として『企業への取材』や『企業による説明会出席』などの項目が制度開示情報よりも重視されていることが明らかになった」（27 頁）と指摘するとともに、「このような直接対話の際にアナリスト・投資家が着目する点は様々である。財務情報の裏づけとなる背景要因を特定・確認することもあれば、経営トップの質、社風・企業の雰囲気、工場の稼動ラインの変化等の非財務情報を独自の視点で評価することもある」（27 頁）と述べている。

融庁（MAS）が、シンガポールがアジアでも有数の資産運用センターの一つとして認識されていることについて、「投資家は 7 時間以内の飛行でアジア市場にアクセスすることができます」という点を指摘していることは、そうした考え方を反映していると考えられる[192]。

また、その傍証として、アジア 3 カ国に多くのアジア・ファンドの運用を委託している米国の資産運用会社あるいはそのグループが、ファンドの運用に際して「対面接触による情報収集」を重要視していることが挙げられる。その代表例として、米国の運用会社の中で最も多くの本数のアジア・ファンドのアドバイザーとなっている 3 社のうちの 2 社であり、同時に最も多くの本数のアジア・ファンドをアジア 3 カ国に委託している上位 2 社でもある、フィデリティ・マネージメント・アンド・リサーチ（Fidelity Management & Research Company）[193]及びモルガンスタンレー・インベストメント・マネジメント（Morgan Stanley Investment Management Inc.）が所属しているグループの運用方針／運用プロセスに着目する[194]。まず、フィデリティ・マネージメント・アンド・リサーチ（Fidelity Management & Research Company）及びフィデリティ・インターナショナル（Fidelity International Limited）はいずれも、企業等との直接的な対面接触について言及しているほか、後者は「年間を通じて、当社のポートフォリオ・マネージャーとアナリ

一般に、対面接触により得られる情報は、金融庁総務企画局「金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項について（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）」（http://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206-2.pdf、2019 年 4 月 30 日アクセス）で述べられているように、「工場見学や事業別説明会で一般に提供されるような情報など、他の情報と組み合わせることで投資判断に活用できるものの、その情報のみでは、直ちに投資判断に影響を及ぼすとはいえない情報（いわゆる「モザイク情報」）」と考えることができる。

192) http://www.mas.gov.sg/Singapore-Financial-Centre/Overview/Wealth-Management-and-Insurance.aspx、accessed on April 30, 2019。

193) Fidelity management & Research Company(FMR LLC)は北米を中心に資産運用を行い、Fidelity International Limited（FIL Limited）北米を除く国際的な資産運用を行う。

194) 株式型のミューチュアル・ファンドと CEF の合計で、前者はアドバイザーとなっている計 6 本の全て、後者はアドバイザーとなっている計 5 本のうち 4 本について、国外へ運用の委託を行っており、委託した全てのケースにおいて、アジアの資産運用会社が委託先に含まれる。なお、運用会社のグループ全体でみると、アバディーン・アセット・マネジメント（Aberdeen Asset Management Inc.）（現 Aberdeen Standard Investments Inc.）のグループが両者を上回る計 9 本のアドバイザーとなっている。うち米国拠点は 3 本のアジア・ファンドのアドバイザーとなっており、いずれもシンガポール拠点であるアバディーン・アセット・マネジメント・アジア（Aberdeen Asset Management Asia Limited）（Aberdeen Asset Management Asia Limited（現 Aberdeen Standard Investments (Asia) Limited)）へ運用の委託を行っているほか、シンガポール拠点自体が 6 本の米国ファンドの直接的なアドバイザーになっている。同グループもまた、株式の運用に際し、「私達は世界の国々でローカルな知見に基づく運用サービスを提供しており、149 名*の株式運用のスペシャリストが、世界の約 3,000 銘柄をカバーし、年間 7,500 回もの企業面談を実施しています」と対面接触の重要性を指摘している（https://www.aberdeenstandard.com/ja-jp/japan/what-we-do/active-equities、2019 年 8 月 15 日アクセス）。

ストは 17,000 以上、あるいは平均で 10 分毎に 1 回の頻度で、企業との会議に参加します」と具体的な数値にも言及している。また、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（Morgan Stanley Investment Management Inc.）については、16 の運用チームのうち、「アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ」に分類される全 3 チームを含む 5 チームが、対面接触と密接な関係がある「ボトム・アップ」[195]の重視について言及している（表 5-7）。もっとも、「対面接触によるアジアの情報の入手」は、必ずしも、アジアの資産運用会社への運用の委託を必要とする訳ではない。その代表的な例として、米国の運用会社の中で最も多くの本数のアジア・ファンドのアドバイザーとなっている 3 社のうちの 1 社であるマシュー・インターナショナル（Matthews International Capita Management LLC）がある。同社もまた運用方針／運用プロセスにおいて、アジア企業との対面接触の重視を強調しているにもかかわらず、アジアの運用会社への運用委託を行わず、米国拠点において直接運用を行っている。それが可能となる理由の一つは、同社の運用チームが、年間のほとんどの期間をアジアの投資対象地域で過ごすことによることによって支えられていると考えられる[196]。とはいえ一般には、対面接触は、地理的距離が大きいほど、移動に伴う金銭的コスト、時間的コスト等が高くなることから、依然として地理的な距離が重要であると考えられるほか、先行研究や実際の米国資産運用会社の事例は、シンガポール、香港、日本の資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術（expertise）として、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手」を挙げることができることを示唆していると考えることができる。

---

[195] 投資信託協会は、ボトムアップ・アプローチについて、「個別企業の調査･分析に基づき、投資先企業を選定する手法のこと」と述べている（https://www.toushin.or.jp/words/keyword/224/、2019 年 4 月 30 日）。松下・高田 [2017]は、「『ボトムアップリサーチ』とは、企業を実際に訪問し、こうしたヒアリングを行い、調査をした上で、個別株の分析を行うことです」（138 頁）と述べている。

[196] 同社はみずほフィナンシャルグループと資本・業務提携を行っているが、公表の際のプレスリリースにおいて、「当社の運用チームは、年間のほとんどの期間をアジアの投資対象地域で過ごし、現地において企業リサーチを実施しています」と述べている（https://www.mizuho-fg.co.jp/release/20150930_2release_jp.html、2019年4月30日アクセス）。

表 5-7　米国の代表的なアジア・ファンドの運用会社の運用方針

運用会社	運用方針／運用プロセス
フィデリティ・マネージメント・アンド・リサーチ（Fidelity Management & Research Company）	・「フィディリティは、ボトムアップのファンダメンタル・リサーチを実施しています。その前提は、株価が時間の経過とともに収益の増加に追随することです」 ・「ファンダメンタル・リサーチは、証券アナリストに、ユニークな視点を見つけるため、多くのレンズを通して世界を見ることを必要とします。それは、企業経営者、業界の専門家、サプライヤー、顧客、または政府関係者と話し、オリジナルの調査を実施し、あるいは産業データを辿り、総合することによって、なされることができます」
フィデリティ・インターナショナル（Fidelity International Limited）	・「積極的なボトムアップ・リサーチに基づいて、私達は顧客に優れたリターンをもたらすことができる競争上の優位性を生み出します」 ・「私達は、世界中に 400 人を超える投資専門家とリサーチ・スタッフを擁する世界最大のリサーチ能力の 1 つを有しています」 ・「私達のアナリストは、現地で調査を行います。工場の作業現場を訪問し、顧客、競合他社、サプライヤー、および独立した専門家と話して、確信を形成します」 ・「年間を通じて、当社のポートフォリオ・マネージャーとアナリストは 17,000 以上、あるいは平均で 10 分毎に 1 回の頻度で、企業との会議に参加します」
モルガンスタンレー・インベストメント・マネジメント（Morgan Stanley Investment Management Inc.）	・アプライド・エクイティ・アドバイザーズ運用チーム「トップダウンによる定量的なマクロ分析と、ボトムアップによる銘柄選択を併用」 ・インターナショナル・エクイティ運用チーム（アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ）「ファンダメンタルズ分析とボトムアップによる銘柄選択に基づく、規律ある運用プロセスを採用」 ・エマージング株式運用チーム（アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ）「トップダウンによる国別配分とボトムアップによるグロース・バイアスの銘柄選択を統合」 ・カウンターポイント・グローバル株式運用チーム（アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ）「徹底した個別銘柄のファンダメンタル分析を通じて、見通しや洞察を重視したボトムアップの銘柄選択を行う」 ・債券運用チーム「トップダウンによるマクロ／資産配分見通しとボトムアップによる詳細なファンダメンタルズ分析を併用」
マシュー・インターナショナル（Matthews International Capital Management LLC）	・「私たちは、基本的なボトムアップ型の投資プロセスを採用しています。株式については、持続可能な長期的成長見通し、強固なビジネスモデル、品質管理チーム、および合理的なバリュエーションを備えた企業を見極めようとしています。債券については、信用、通貨および金利において強みを示す発行体を探します。この調査プロセスには、毎年 2,000 回以上の企業訪問を伴います」

注：Fidelity management & Research Company(FMR LLC)は北米を中心に資産運用を行い、Fidelity International Limited（FIL Limited）北米を除く国際的な資産運用を行う。

出所：モルガンスタンレー・インベストメント・マネジメント（https://www.morganstanley.com/im/ja-jp/japanese-investor/about-us/investment-team.html、2019 年 8 月 15 日アクセス）、フィデリティ・マネージメント・アンド・リサーチ（https://www.fidelity.com/bin-public/060_www_fidelity_com/documents/about-fidelity/equity-fact-sheet.pdf, accessed on August 15, 2019）、フィデリティ・インターナショナル（https://www.fidelityrecruitment.com/asia-pacific/about-us, accessed on August 15, 2019）、マシュー・インターナショナル（http://micm-llc.com/about/content/our-approach.fs, accessed on August 15, 2019）。

第二に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社の中でも特にシンガポールの資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術（expertise）とは何か、という点は、とりわけ「広範囲に及ぶ詳細なアジア情報」と関連していると考えることができる。そのことは、シンガポールへ委託されたアジア・ファンドが、アジア太平洋全域のみならず、中華圏、日本、タイ、インドなど広範囲に及ぶ特定の国・地域を主たる対象としていることに表れている（表 5-8）。特定の国・地域を主たる対象とするファンドは一般に、より広いユニバースを持つようなファンドに比して、当該国・地域に対するより詳細な知識が必要となると考えられることから、そのことは、シンガポールの専門的知識・技術（expertise）が、「広範囲に及ぶ詳細なアジア情報」と関連していると考えることができる。香港や日本に対しては、特定の国・地域を主たる対象とするファンドとして、中華圏や日本を主たる投資対象とするファンドは委託されているが、東南アジアのタイや南アジアのインドなど、東アジア以外の特定の国・地域を主たるファンドの運用は委託されていない。

以上のように、段階的に考えると、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、「対面接触による地理的に近いアジアに関する広範囲に及ぶ詳細な情報の入手」を挙げられると考えられる。

表 5-8　サブアドバイザーにアジアの運用会社を含む株式型ファンドの属性

委託先 / MSカテゴリー	シンガポール	香港	日本	【参考】豪州
太平洋／アジア（日本除く）	2	8	2	1
太平洋／アジア（日本含む）	1	4	2	0
中華圏	3	5	1	0
日本	1	2	4	1
韓国	0	1	0	0
タイ	1	0	0	0
インド	3	0	0	0
ファンド数	11	20	9	2

注 1：2017 年 3 月末時点。
注 2：米国で設定されたミューチュアル・ファンド及びクローズド・エンド・ファンド（CEF）のうち、アジアを主たる投資対象とするファンド。
注 3：各ファンドは、手数料体系の異なるシェアクラスによって細分化されている場合がある。
注 4：サブアドバイザーに、香港と日本の運用会社が含まれているファンド（7 本）については、両国にそれぞれ 1 を計上している。その結果、「アジアの運用会社をサブアドバイザーに含むファンド」は合計 33 本となるが、表では 40 本となっている。また、サブアドバイザーに、日本の運用会社が 2 社含まれているファンド（5 本）については、各ファンドにつき日本に 1 を計上している。
注 5：韓国とタイはモーニングスターのカテゴリーでは、その他の地域（Miscellaneous Region）に含まれるが、いずれも韓国（Korea）、タイ（Thai）を主たる投資対象とすることから、ここでは、韓国（Korea）、タイ（Thai）と分類した。投資スタイル、モーニングスターのカテゴリーの詳細は Morningstar [2016]を参照。
出所：Morningstar、 各ファンドの目論見書、Fact Sheet より作成。

Ⅵ. まとめに代えて

本章では、拡大傾向を続けるシンガポールの資産運用業について、（１）どのような機能・役割を持つか、（２）その背景には、どのような専門的知識・技術（expertise）があるか、を明らかにすることを試みた。考察の結果、明らかになったことは、以下の通りである。

（１）「どのような機能・役割を持つか」という点については、投資先（国・地域別）については「アジア太平洋向けが過半を占める。少なくとも近年では、アジア太平洋の中ではシンガポール国外向けが過半を占める」、投資先（アセット・クラス別）については「株式を中心とする有価証券が過半を占める」、資金の源泉（国・地域別）については「シンガポール国外が過半を占める。とりわけ欧米諸国、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアが大きい」ことが明らかになった。それらを単純化すると、シンガポールの資産運用業は、「欧米、アジア太平洋など国外から集めた資金を、アジア太平洋、少なくとも近年では、シンガポールを除くアジア太平洋を中心とする国外の証券に投資する」という機能・役割を果しているといえる。そしてそれは、同国の資産運用業が対外証券投資を通じて、「地域的な」金融仲介の機能・役割を果たしていることを示唆していると考えることができる。

（２）「その背景には、どのような専門的知識・技術（expertise）があるか」という点については、①内部からの検討（シンガポールの投資専門家は何を行っているか）、②外部からの検討（米国資産運用会社はなぜシンガポール資産運用会社へ運用委託するか）を行った。

①の観点からは、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、同国投資専門家の大宗を占めるポートフォリオ・マネージャーによって担われている「証券分析」及び「ポートフォリオ・マネジメント」、インベストメント・アナリストによって担われている「証券分析」が挙げられることが明らかになった。特に、両者に共通する証券分析がその有力候補である。また、実際の投資状況から逆に考えると、国・地域別ではアジア太平洋、アセット・クラス別では株式に関わる証券分析が、有力候補であると考えられる。

②の観点からは、シンガポール資産運用業の専門的知識・技術（expertise）として、「証券分析」と密接な関係がある「対面接触による地理的に近いアジアに関する情報の入手」を挙げられることが明らかになった。そのことは、第一に、米国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術（expertise）として、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手」が挙げられること、第二に、米

国の資産運用会社からみた、シンガポール、香港、日本の資産運用会社の中でも特にシンガポールの資産運用会社が持つ、アジアの専門的知識・技術（expertise）として、「広範囲に及ぶ詳細なアジア情報」が挙げられること、から考えることができる。

以上のシンガポール資産運用業の考察は、より一般に、資本移動の自由化、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩が、国際金融取引における国際金融センターの優位性を、規制面、情報面においてそれぞれ弱める方向に作用しているものの、対面接触による距離が近い国・地域の情報の入手の容易さは、専門的知識・技術の一側面として、引き続きその優位性をサポートする要因として働いていることを示唆していると考えることができる。

結びに代えて

本論文では、主として 2001 年以降のシンガポール国際金融センターを対象に、金融グローバル化と ICT（情報通信技術）化が進む中での国際金融センターが有する現代的意義について、専門的知識･技術(expertise)に注目しながら解明することを目的とし、分析を行った。シンガポール金融市場の分析に際しては、外部から観察される同国の現代国際金融センターとしての「特徴」およびそうした特徴をもたらした同センターの「機能・役割」に着目した。分析の結果、シンガポールの「国際金融センターとしての特徴」として明らかになったことは、以下の三点である。

第一に、対外証券投資残高の大きさが挙げられることである。そのことは、名目 GDP（実体経済）と比較したときの世界的な大きさや、本論文において新しく考案した投資特化係数（ISC: Investment Specification Coefficient）において、対外証券投資残高が対内証券投資残高を大きく上回ること、その度合いが国際比較においても顕著であることに表れている（第 2 章)。対外証券投資残高の大きさはまた、アジアの金融統合において、同国がそのけん引役ないし下支え役として、香港と並び重要な役割を担っていること、2017 年末の同国対外資産負債残高（IIP）において、対外証券投資残高が、現行統計の公表が開始された 2001 年末以降、初めて対外資産残高の最大項目となったほか、初めてその他投資残高（負債）を上回ったこと、にも表れている（第 3 章)。従来、同国金融部門の特徴を語る場合、「ファンディング・センター」ないし「調達のシンガポール」という特徴づけが用いられ、クロスボーダーの銀行部門の債務、すなわち現行の対外資産負債残高統計におけるその他投資残高（負債）に焦点を当てられる場合が少なくなかったことを踏まえると、対外証券投資残高（資産）がその他投資残高（負債）を上回ったことは、対外証券投資残高の大きさが、同国の国際金融センターとしてのとりわけ大きな特徴となりつつあることを示している。

第二に、同国の対外証券投資が国外資金により押し上げられている可能性が挙げられることである。そのことは、同国の対外証券投資残高の名目 GDP（実体経済）と比較したときの世界的な大きさ、その拡大ペースの速さ、そして対外証券投資残高が対内証券投資残高を大きく上回るといういわば証券投資残高の不均衡の存在、そしてその不均衡の拡大傾向によって示唆される（第 2 章)。国外資金の多くは、直接投資（負債）とその他投資（負債)、とりわけ直接投資（負債）に含まれる金融・保険サービスの持ち株会社に流入してい

る可能性があることもまた、明らかになった点である（第 2 章)。同国の対外証券投資が、国外資金によって押し上げられている可能性については、対外証券投資の中核を担うと考えられる同国資産運用業の資金調達においても観察される。実際、同国資産運用業の資金の源泉（国・地域別）をみると、シンガポール国外からが過半を占めている。地域別ではとりわけ、欧米諸国、アジア太平洋（シンガポール除く）のシェアが大きい（第 5 章)。なお、近年の同国資産運用業の拡大には、同国政府のサポートが重要な役割を果したと考えられる（第 4 章)。

第三に、同国の対外証券投資のアジアへのリージョナル・バイアスが挙げられることである。同国の対外証券投資がリージョナル・バイアスを持つことは、リージョナル・バイアスの尺度や、本論文で新しく考案した対外証券投資残高結合度による分析から明らかとなった点である（第 3 章)。また同国資産運用業の投資先（国・地域別）において、アジア太平洋向けが過半を占めることも、その可能性を示唆している（第 5 章)。

他方で、以上のような特徴をもたらしたシンガポールの「国際金融センターとしての機能・役割」として、「対面接触による地理的に近いアジアに関する情報の入手の容易さ」という専門的知識・技術（expertise）を背景にした、「国外から資金を集め、対外証券投資を通じて、アジアに投資するという機能・役割」が挙げられることである。それは、同国資産運用業の分析から明らかになったことであるが（第 5 章)、同国の特徴、すなわち対外証券投資残高の大きさ、同国の対外証券投資が国外資金により押し上げられている可能性、対外証券投資のアジアへのリージョナル・バイアスといった特徴とも整合的である。なお同国が「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」という専門的知識・技術（expertise）を持つことは、同国資産運用業の分析から明らかになっただけでなく、同国の対外証券投資がリージョナル・バイアスを持つという事実の中にも内包されている。同国の対外証券投資がリージョナル・バイアスを持つ理由として、同国からアジアへの距離の近さが挙げられるが、先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数と見做されることが多いためである（第 3 章)。時間の経過につれて、同国のリージョナル・バイアスの距離に対する感応度が低下しつつあるものの、相対的にリージョナル・バイアスの弱い株式・投資ファンド持ち分投資については、感応度の低下傾向に歯止めが掛かりつつある。その理由は、証券投資においては、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性が低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていることにあると考えることができる（第

3 章)。IMF [1997]はかつて、米国が国際的な金融仲介の役割（the role of a global intermediary）を担っていると述べるとともに、米国が国際的な金融仲介の役割を担える理由として、「アメリカに所在する機関投資家やグローバルな金融機関が、世界中のより利回りの高い市場への投資において、優れた知識（advanced knowledge)、専門的知識・技術（expertise)、グローバルな視野（global reach）を有している」[197]という点を指摘しているが、シンガポールあるいは同国資産運用業については、投資対象がアジア中心であるなどの違いはあるものの、同様の議論が成り立つと考えられる。すなわちシンガポールは、「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」を背景に、アジアに関する優れた知識、専門的知識・技術を有しており、対外証券投資を通じて、「地域的な」金融仲介の機能・役割を果たしていると考えることができる。

なお、以上のようなシンガポールの機能・役割は、アジア金融統合の文脈においては、シンガポールあるいは同国資産運用業は、欧米諸国を含む国外の資金の出し手とは、アジアに関する優れた知識、専門的知識・技術面において異なり、「欧米先進国からの資本フローへの依存度を下げる」という能力を有する存在として、アジアの金融統合を深化させる機能・役割を担う存在である、ということを示している。近年同国は、アジア向け証券投資の拡大を通じて、アジアの域内金融統合のけん引役としての役割も担いつつあるものの、同国のアジア向け証券投資に対しては、「欧米諸国の出張所のような存在であり、欧米諸国のアジア向け投資を代行しているに過ぎない」といった認識が少なくなく、同国がけん引役としての役割を担う域内金融統合の進展について、果たしてそれはアジアの域内統合といい得るのか、あるいは、そのような域内統合のあり方は、域内の金融システム整備や、特に欧米先進国からの資本フローへの依存度の引き下げを通じた金融面の安定といった、期待される統合の意義をもたらすのか、といった論点を生み出してきた。本論文で明らかになった同国の機能・役割は、そうした論点に対する考え方の一側面を明らかにすることに貢献しうると考えられる。

国際金融センターの類型の中でシンガポールを位置づけたとき、「証券投資を中心としてクロスボーダーでの金融仲介を行う金融センター」という、現代の国際金融センターの基本的な類型にあてはまると考えることができる。その上で、クロスボーダーの証券投資を同国資産運用業が担っていること、国外から資金を集め対外証券投資を通じてアジアに投資するという「地域的な」金融仲介の機能・役割を担っていることを踏まえると、より端

197) IMF [1997]、p.3。

的に、シンガポール通貨金融庁（MAS）が述べているように、「汎アジア資産運用センター（Pan-Asian Asset Management Center）」と特徴づけることができる[198]。すなわち、かつてシンガポールは、同様の地域的な金融仲介の機能・役割を、主として銀行部門を通じて行いつつも、香港に比べると調達面の規模が相対的に大きいことから、「調達のシンガポール」ないし「ファンディング・センター」という特徴づけがなされていたが[199]、21 世紀以降のシンガポールはそれとは異質のセンターへと変貌を遂げたということになる。

シンガポールが異質のセンターへと変貌を遂げた背景を俯瞰すると、まずグローバルな外部要因の変化があり、そしてそれに対する同国の内部要因による適応があったと考えられる。グローバルな外部要因の変化とは、第一に、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩、第二に、資本移動の自由化とそれがもたらす国際証券取引の形態の変化[200]、である。一方、同国の内部要因とは、第一に、対外証券投資の際の「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」という専門的知識・技術（expertise）の存在、第二に、同国政府の政策による貢献、である。内部要因のうち、少なくとも対外証券投資の際の「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」という専門的知識・技術（expertise）は、外部要因の変化に対して、同国の適応を可能にする要因になったと考えられる。すなわちそれは、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩とそれに伴う情報面の優位性の弱まりの中でも、電子メール、テレビ会議システム、情報ベンダーなどでは代替が難しい情報の入手手段として失われることなく、資本移動の自由化に伴う規制面の優位性の弱まりや、それに伴う国際証券取引の形態の変化の中でも、継続的に国外からの資金を引き付け、アジアへの証券投資を代行するという地域的な金融仲介という機能・役割を果す上で、重要な要素となったと考えられる。また、国際資本移動の主要形態の変化の中で、金融仲介の機能・役割の中心が対外証券投資へと移行する際においても同様に、重要な役割を担ったと考えられる。それは、対面接触によって得られる情報の重要性が、証券分析の分野において指摘されてきたことにおいて示唆される。

---

198) https://www.mas.gov.sg/development/asset-management, accessed on January 9, 2021。

199) シンガポールについて、いつ頃まで「調達のシンガポール」ないし「ファンディング・センター」という特徴づけが行われていたかを知ることは困難であるものの、Ho [1991]において「シンガポールはファンディング・センターとして長い間認識されてきた」（p.402）と述べられていることから、少なくとも 1990 年頃までは、そのような特徴付けがなされていたのではないかと推察される。

200) 岩田 [2017]は、1970 年代後半以降の資本移動の自由化（外国為替管理の緩和・撤廃、運用規制の緩和）によって、「資金調達者の側が貯蓄超過国や金融規制の緩やかな国の国際金融センターにアクセスしなくても、機関投資家の側が国境を越えて各国の証券を売買するようになった」（670 頁）と、国際的証券取引の形態が変化したことを指摘している。

シンガポールが「対面接触による地理的に近いアジア情報の入手の容易さ」という専門的知識・技術（expertise）を保持し、グローバルな外部要因の変化に適応しつつ発展してきたという事実は、ICT（情報通信技術）化とグローバル化が進む現代世界経済における国際金融センターの発展モデルの一例を示しているといえよう。対面接触によって得られる情報は一般に、金融取引の分野において重要であると考えられるが、それは証券投資の分野においても同様である。実際、証券投資における対面接触によって得られる情報の重要性については、証券投資理論の一分野である「証券分析」、すなわち個別証券の調査に関わるプロセスにおいて指摘されてきたことである。世界的に、国際資本移動の主要形態が銀行の与信・預金から証券投資へと移行しつつある中で、それは現代の国際金融センターにとって必須の専門的知識・技術（expertise）となっているものと考えることができる。

参考文献

［日本語文献］

赤羽裕［2013]「ASEAN 経済共同体における金融サービス・資本市場の連携・統合 」『ASEAN 経済共同体と日本』文眞堂、第 7 章。

阿部大輔・加藤直樹・北川哲雄［2004]『証券アナリストのための企業分析(第 3 版): 定量・定性分析と投資価値評価』東洋経済新報社。

荒井啓祐[2004]「シンガポールの証券市場」日本証券経済研究所『図説アジアの証券市場』日本証券経済研究所、第 5 編。

荒木孝治編著［2007]『R と R コマンダーではじめる多変量解析』日科技連。

アーンスト・アンド・ヤング［2014]『新たな環境において複雑性と変化を管理する - 資産運用に関するグローバル調査』。
（https://www.eyjapan.jp/industries/financial-services/wealth-and-asset-management/topics/pdf/2014-11-20-J.pdf、2020 年 6 月 13 日アクセス）

案浦崇 ［2001]『シンガポールの経済発展と人的資本論』学文社。

飯島高雄［2006]「金融ビッグバンとアジア債券市場」『慶應義塾大学 21 世紀 COE プログラム ディスカッションペーパー』DP2005-039、1-20 頁。
（http://ies.keio.ac.jp/old_project/old/gcoe-econbus/pdf/dp/DP2005-039.pdf、2018 年 3 月 7 日アクセス）

飯島高雄・吉野直行［2007]「アジアの資本移動の変化に関するクラスター分析－アジア域内の証券投資活性化に向けて－」金融庁金融研究研修センター『FSA リサーチ・レビュー2006』、第 3 号、2 月、105-141 頁。

伊鹿倉正司［2016]「グローバル化と現代金融」川波洋一・上川孝夫編『現代金融論［新版］』有斐閣ブックス、第 14 章。

井澤秀記［2010]「IMF による為替相場制度の分類改訂について」神戸大学『国民経済雑誌』第 201 巻第 4 号、4 月、43-52 頁。

石川幸一［2009]「ASEAN 経済共同体とブループリント」石川幸一・清水一史・助川成也編著『ASEAN 経済共同体　東アジア統合の核となりうるか』JETRO、第 1 章。

石川幸一［2013]「ASEAN 経済共同体はできるのか」石川幸一・清水一史・助川成也編著『ASEAN 経済共同体と日本　巨大統合市場の誕生』文眞堂、第 1 章。

石川幸一・清水一史・助川成也編著［2013]『ASEAN 経済共同体と日本　巨大統合市場の誕生』文眞堂。

伊瀬知強・横越純［2004]「シンガポールにおける公企業の民営化」『自治体国際化フォーラム』No. 176、6 月、2-15 頁。

伊藤修一郎［2011]『政策リサーチ入門: 仮説検証による問題解決の技法』東京大学出版会。

伊藤隆敏［1996］「金融センター間の競争と協調－大証とシンガポールにおける日経フューチャーズ取引－」植田和男・深尾光洋編『金融空洞化の経済分析』日本経済新聞社、第 7 章。

伊藤隆敏［2009］「アジア・ボンド：展望　－将来の通貨危機を未然に防ぐ切り札か？－」小川英治編『アジア・ボンドの経済学　債券市場の発展を目指して』東洋経済新報社、第 1 章。

井上武［2013］「欧州における銀行監督を巡る最近の動向」『金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー』DP 2013-4、6 月、1-52 頁。
（http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2013/03.pdf、2018 年 3 月 7 日アクセス）

猪又祐輔、大谷聡、杵渕輝、松永美幸［2016］「人民元国際化について―これまでの取り組みと評価を中心に―」『BOJ Reports & Research Papers』、5 月、1-20 頁。

岩井浩一［2011］「資本市場の統合と国際分散投資を巡る一考察」『FSA Institute Discussion Paper Series』DP2010-4、3 月、1-23 頁。

岩崎育夫［1994］「シンガポールの開発体制」岩崎育夫編『開発と政治：ASEAN 諸国の開発体制』アジア経済研究所、第 3 章。

岩崎育夫［1991］「1991 年のシンガポール」アジア経済研究所『アジア動向年報　1991 年版』。

岩崎育夫［1998］「1998 年のシンガポール」アジア経済研究所『アジア動向年報　1998 年版』。

岩崎育夫［2005］『シンガポール国家の研究　[秩序と成長]の制度化・機能・アクター』風響社。

岩崎育夫［2013］『物語　シンガポールの歴史』中公新書。

岩田健治［1996］『欧州の金融統合』日本経済評論社。

岩田健治［1999］「国際的資金フローの形態変化と欧州域内取引所統合」EU 通貨統合と証券市場研究会編『ユーロ導入と金融・証券市場』日本証券経済研究所、第 7 章。

岩田健治［2003］「欧州金融・通貨統合と金融システム」岩田健治編著『ユーロと EU の金融システム』日本経済評論社、第 9 章。

岩田健治［2012］「グローバリゼーションと為替相場制度」上川孝夫・藤田誠一編『現代国際金融論[第 4 版]』有斐閣、第 12 章。

岩田健治〔2017〕「証券市場を取り巻く環境」証券経済学会・日本証券経済研究所編『証券事典』金融財政事情研究会、第Ⅳ編第 1 章［2］。

岩本武和［2007］「アメリカ経常収支赤字の持続可能性―キャピタルゲインと評価効果の視点から―」『世界経済評論』Vol. 51、No. 9、9 月、31-40 頁。

岩本武和［2012］「対外インバランスと富の移転：日米における評価効果の非対称性」貝塚啓明＋財務省財務総合政策研究所編著『国際的マネーフローの研究』中央経済社、第 5 章。

岩本武和［2012］『Minerva ベイシック・エコノミクス　国際経済学 国際金融編』ミネルヴァ書房。

岩本武和［2013］「グロスの資本フローと国際投資ポジションからみた世界の構造転換」内閣府経済社会総合研究所『平成 24 年度国際共同研究プロジェクト 世界経済の構造転換が東アジア地域に与える影響』。（http://www.esri.go.jp/jp/prj/int_prj/2013/prj2013_01_04.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

梅崎創、熊谷聡［2014］「ASEAN 経済共同体の現状と展望」北陸環日本海経済交流促進協議会・アジア経済研究所編『ASEAN 経済の動向と北陸企業の適応戦略』、第 4 章。（http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Download/Report/2013/pdf/B406_ch4.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

浦出隆行［2006］「拡大するシンガポールのプライベートバンキング市場」野村資本市場研究所『資本市場クウォータリー』Vol. 9、No. 3、159-165 頁。

浦出隆行［2008］「資産運用ハブとして成長するシンガポール」野村証券『財界観測』第 71 巻第 4 号、10 月、72-95 頁。

江崎和子［2014］「ASEAN 統合で金融は変わるか」資本市場研究会『月刊資本市場』No.348、8 月、4-11 頁。

MDP ビジネスアドバイザリー［2018］『諸外国における資産運用業者等に対する金融法令関係での免許・登録付与の現状に関する調査報告書』（金融庁委託調査）。（https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20180615/Research_FY2017.pdf、2020 年 6 月 13 日アクセス）

王悠介、高田良博、菅山靖史［2014］「最近の外国為替市場の構造変化」『日銀レビュー』2014-J-5、7 月、1-7 頁。

大浦博子［2015］「国際金融　ＩＭＦ報告　シャドーバンクと異なる資産運用業　資金供給機能の高まりとリスク」『週刊エコノミスト』第 93 巻第 22 号、6 月、88-90 頁。

大田英明［2012］『資本規制の経済学』日本評論社。

大竹喜久［2012］「シンガポールの都市輸出戦略-『都市ソリューション』の輸出」『土地総合研究』第 20 巻第 3 号、24-30 頁。

大谷信介/木下栄二/後藤範章/小松洋［2013］『新・社会調査へのアプローチ―論理と方法―』ミネルヴァ書房。

大野健一［2013］『産業政策のつくり方』有斐閣。

大野早苗・黒坂佳央編［2013］『過剰流動性とアジア経済』日本評論社。

大森崇・阪田真己子・宿久洋著［2011］『R Commander によるデータ解析』共立出版。

小笠原礼以［2011］「2000 年以降の東アジア通貨政策：通貨バスケットか緩やかなドルペッグか」『広島経済大学経済研究論集』第 34 巻第 3 号、12 月、73-91 頁。

小川英治［1998］『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社。

小川英治［2007］「国際資本移動はなぜ起こるのか」橋本優子・小川英治・熊本方雄『国際金融論をつかむ』有斐閣、第 1 章。

小川英治・川崎健太郎［2014］「通貨・金融統合」黒岩郁雄編著『東アジア統合の経済学』日本評論社、第 6 章。

翁邦雄、白川方明、白塚重典［1999］「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」『金融研究』第 18 巻第 3 号、8 月、53-97 頁。

奥田宏司［2010］「2010 年の世界の外為市場における取引の諸特徴―国際通貨論的な視点での 1 つのメモ―」『立命館国際研究』第 23 巻、第 2 号、10 月、163-183 頁。

奥田宏司［2012］『現代国際通貨体制』日本経済評論社。

奥田宏司［2014］「2013 年の世界の外国為替市場における取引（BIS と各国中央銀行の調査）― ユーロと人民元に注目しながら ―」『立命館国際地域研究』第 39 号、3 月、145-170 頁。

落合大輔［1998］「シンガポールの証券市場改革」野村資本市場研究所『資本市場クウォータリー』Vol. 1、No. 4、2-13 頁。

小原篤次［2007］「金融市場と資金調達のグローバル化」平川・石川・小原・小林『東アジアのグローバル化と地域統合』ミネルヴァ書房、第 6 章。

甲斐信好［2009］「シンガポール　都市国家の開発体制」渡辺利夫編『アジア経済読本[第 4 版]』東洋経済新報社、第 4 章。

貝塚啓明［1996］「国際金融センターとしての東京市場－現状と問題点－」植田和男・深尾光洋編『金融空洞化の経済分析』日本経済新聞社、第 6 章。

貝塚啓明・賀来景英・鹿野嘉昭編［2005］『金融用語辞典第 4 版』東洋経済新報社。

外務省［2008］『東南アジア諸国連合(ASEAN)の基礎知識［2008 年版］』。（http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/asean/pdfs/gaiyo_02.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

片岡尹［2001］『ドル本位制の通貨危機: 国際資金ポンプとしての米国』勁草書房。

神尾篤史［2012］「ASEAN 資本市場統合の取組み」大和総研『金融資本市場』、8 月、1-9 頁。

神尾篤史［2014a］「ASEAN 経済統合を域内企業はどう見ているのか」大和総研『金融資本市場』、8 月、1-10 頁。

神尾篤史［2014b］「ASEAN 経済統合がもたらす域内証券取引所への影響（上）」大和総研『金融資本市場』、10 月、1-8 頁。

上川孝夫［2012］「国際金融市場」上川孝夫・藤田誠一編『現代国際金融論[第 4 版]』有斐閣ブックス、第 5 章。

上川孝夫［2016］「金融グローバル化と国際金融システム」川波洋一・上川孝夫編『現代金融論［新版］』有斐閣ブックス、第 15 章。

神山哲也［2005］「米国資産運用業界におけるサブアドバイザーの活用」野村資本市場研究所『資本市場クウォータリー　2005　冬号』Vol. 8-3、1-13 頁。

苅込俊二、宮嶋 貴之［2014］「ASEAN における経済統合の進展と日本企業の対応」みずほ総合研究所『みずほ総研論集　2014 年 I 号 』、1-23 頁。

刈屋武昭・佃良彦編著［1991］『金融・証券数量分析入門』東洋経済新報社。

川北英隆［2004］「資産運用業の現状と将来」堀内昭義・池尾和人編『日本の産業システム 9 金融サービス』NTT 出版、第 6 章。

川波洋一［2004］「金融市場と金融資産」川波洋一・上川孝夫編『現代金融論』有斐閣ブックス、第 4 章。

川本明人［2012］「金融のグローバル化と金融機関」上川孝夫・藤田誠一編『現代国際金融論[第4版]』有斐閣ブックス、第7章。

管野友人・清水勘［1996］「アジア金融・資本市場の現状―シンガポール・香港二大市場を中心として―」『ニッセイ基礎研究所　調査月報 1996.8』、8月、76-88頁。

北川哲雄［2004］「IR活動の進展とアナリスト」遠藤彰郎、北川哲雄、田中襄一、岡田依里編著『企業価値向上のためのIR経営戦略―理論・実践・提言』東洋経済新報社、第4章。

木村陸男［1990］「小都市国家の開発体制」『シンガポールの工業化：アジアのビジネス・センター』アジア経済研究所、第1章。

北川哲雄・貝増眞・加藤直樹［2013］『証券アナリストのための企業分析(第4版)：定量・定性分析と投資価値評価』東洋経済新報社。

木村陸男［1990］「小都市国家の開発体制」林俊昭編『シンガポールの工業化：アジアのビジネス・センター』アジア経済研究所、第1章。

金京拓司［2012］「東アジアの証券市場統合」『国民経済雑誌』第206巻第4号、10月、63-78頁。

金融庁［2012］『国際コンファレンス「アジア市場の統合と金融革新」結果概要』。（http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202_intl_conf/materials/summary.pdf、2017年3月17日アクセス）

金融庁［2014］『平成26事務年度金融モニタリング基本方針（監督・検査基本方針）』。（http://www.fsa.go.jp/news/26/20140911-1/01.pdf、2017年3月17日アクセス）

國宗浩三［2001］『アジア通貨危機と金融危機から学ぶ』アジア経済研究所。

熊谷聡［2011］「修正貿易結合度の算出と影響」野田容助、木下宗七、黒子正人編『国際貿易データを基礎とした貿易指数と国際比較・分析』アジア経済研究所、第4章。

黒岩郁雄編著［2014］『東アジア統合の経済学』日本評論社。

経済産業省［2007a］『平成19年版通商白書』経済産業省。

経済産業省［2007b］『知的資産経営報告の視点と開示実証分析調査報告書』。（http://www.meti.go.jp/policy/intellectual_assets/pdf/shitenn/zentai.pdf、2017年3月17日アクセス）

経済産業省［2013］『平成25年版通商白書』経済産業省。

経済産業省［2015］『平成27年版通商白書』経済産業省。

経済企画庁［1997］「金融制度の改革」経済企画庁『平成9年年次世界経済報告 金融制度改革が促進する世界経済の活性化』経済企画庁、第2章。

高阪章［2013］「東アジア新興市場のマクロ金融リンケージと金融深化」『グローバル金融危機と途上国経済の政策対応』IDE-JETRO　アジア経済研究所。

小島清［1959］「日本輸出市場の構造　：　輸出結合度による分析」『一橋大学研究年報．経済学研究』第3巻、7月、1-90頁。

小針泰介［2013］「国際競争力ランキングから見た我が国と主要国の強みと弱み」国立国会図書館『レファレンス』No.744、1 月、109-132 頁。

齊藤啓［2005］「FTA による金融サービスと資本の自由化」『開発金融研究所報』第 25 号、7 月、232-261 頁。

榊原茂樹［1998］「証券と投資」日本証券アナリスト協会編; 榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著『証券投資論　第 3 版』日本経済新聞社、第 1 章。

榊原茂樹　［2013］「証券と投資」榊原茂樹・城下賢吾・姜喜永・福田司文・岡村秀夫『入門証券論 第 3 版』有斐閣、第 1 章。

榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著　［1998］日本証券アナリスト協会編; 榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著『証券投資論　第 3 版』日本経済新聞社。

坂和秀晃［2015］「東京市場の国際的な魅力を高めるための、制度・規制改革や市場整備の諸施策についての理論的視座の構築」『金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー』DP2014-9、2 月、1-28 頁。

ジェトロ［2011］『2012 年版　ジェトロ世界貿易投資報告』ジェトロ。

ジェトロ［2012a］『2012 年版　ジェトロ世界貿易投資報告』ジェトロ。

ジェトロ［2012b］『シンガポールにおける教育産業制度調査』。（https://www.jetro.go.jp/ext_images/jfile/report/07001233/education_singapore1.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

重田正美［2009］「金融（1）戦後の金融改革の流れ」国立国会図書館調査及び立法考査局『経済分野における規制改革の影響と対策』、第 8 章。（http://www.ndl.go.jp/jp/diet/publication/document/2009/200886.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

自治体国際化協会［1998］『シンガポールの産業政策』自治体国際化協会。

自治体国際化協会　［2005］『シンガポールの政策（2005 年改訂版）』。（http://www.clair.or.jp/j/forum/series/pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

自治体国際化協会［2011］『シンガポールの政策（（2011 年改訂版）都市開発政策編』。（http://www.clair.or.jp/j/forum/pub/docs/j43.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

自治体国際化協会　［2013］『シンガポールにおける外国人受入施策』。（http://www.clair.org.sg/j/report/clairreport/pdf/rep_392.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

島村高嘉・中島真志［2017］『金融読本(第 30 版) 』東洋経済新報社。

清水一史［2013］「世界経済と ASEAN 経済統合 」石川幸一・清水一史・助川成也編著『ASEAN 経済共同体と日本　巨大統合市場の誕生』文眞堂、第 1 章。

清水聡［2009］『アジアの域内金融協力　金融「地産地消」モデルの模索』東洋経済新報社。

清水聡［2012］「アジアの金融統合の現在―金融の安定性と域内内需の促進―」『RIM 環太平洋ビジネス情報』Vol. 12、 No. 47、11 月、25-84 頁。

清水聡［2013］「アジアの機関投資家―現状と育成の必要性―」『RIM 環太平洋ビジネス情報』Vol. 13、 No. 49、5 月、41-94 頁。

清水聡［2014］「経済共同体の設立と ASEAN 諸国の金融資本市場」『RIM 環太平洋ビジネス情報』Vol. 14、 No. 55、11 月、80-128 頁。

清水祐希・西岡慎一・馬場直彦［2003］「わが国機関投資家の資産運用行動について―金融市場に与える影響を中心に―」『日銀レビュー』J-4、、3 月、1-6 頁。

白塚重典・中村恒［1998］「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点」日本銀行金融研究所『金融研究』第 17 巻第 2 号、5 月、69-104 頁。

新開陽一［1989］「報告論文　国際金融センターについて」日本銀行金融研究所『金融研究』第 8 巻第 3 号、10 月、13-24 頁。

菅原歩［2017］「国際通貨制度の歴史」飯島寛之・五百旗頭真吾・佐藤秀樹・菅原歩『身近に感じる国際金融』有斐閣ストゥディア、第 5 章。

菅原秀幸［1997］「アジアの経済成長と日本の直接投資」青木健・馬田啓一(編著)『日本企業と直接投資―対アジア投資の新たな課題―』勁草書房、第 2 章。

杉谷滋［1999］「経済発展－香港との対比－」杉谷滋編著『シンガポール　清廉な政府・巧妙な政策』御茶の水書房、第 3 章。

杉野勇［2017］「社会調査の種類」轟亮・杉野勇編『入門・社会調査法〔第 3 版〕：2 ステップで基礎から学ぶ』法律文化社、第 2 章。

須田昌弥［2007］「日本の地域構造」山田浩之・徳岡一幸編『地域経済学入門[新版]』有斐閣、第 2 章。

住友信託銀行インデックスクオンツ運用部編集　[2011]『投資インデックス・ハンドブック』金融財政事情研究会。

関雄太［1999］「進展するシンガポールの金融セクター改革」野村資本市場研究所『資本市場クウォータリー』Vol. 3-2、1-15 頁。

総務省［2001］『平成 13 年版 情報通信白書』ぎょうせい。

大和総研［2014］『香港における金融ビジネスの立地競争力関する調査研究報告書』(金融庁委託調査)。(http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20150304-1/01.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス)

高木信二［2008］「国際資本移動」藤田誠一・小川英治編『新・国際金融テキスト 1　国際金融理論』有斐閣、第 6 章。

高橋正彦［2006］「欧米における証券化の発展」『横浜経営研究』第 26 巻第 3･4 号、3 月、31-49 頁。

高橋亘、渡辺賢一郎、藤木裕［2007］「第 14 回国際コンファランス－『東アジアの経済成長、経済統合、金融政策』－」『金融研究』第 26 巻第 4 号、12 月、1-33 頁。

高安健一［2013］「金融市場　グローバルな金融センター」田村慶子編著『シンガポールを知るための 65 章』明石書店、第 50 章。

高安健一［2014］「国際金融センターとしてのシンガポール」『国際金融』1264 号、9 月、38-51 頁。

高山晃郎［2005a］「米系多国籍企業の為替取引とニューヨーク外国為替市場―基軸通貨国と外国為替市場（一）」九州大学『経済論究』第 123 号、11 月、163-181 頁。

高山晃郎［2005b］「ニューヨーク外国為替市場の拡大と米系多国籍企業の国際財務戦略―基軸通貨国と外国為替市場（二）」九州大学『経済論究』第 123 号、11 月、183-199 頁。

高山晃郎［2013］「金融グローバリゼーションと米国の対外証券投資――途上国への証券投資を中心に――」『名城論叢』第 14 巻第 1 号、7 月、69-109 頁。

竹内淳［2005］「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」日本銀行『調査論文』、10 月、1-12 頁。

立石剛［2005］「国際金融システム不安とドル本位制」萩原伸次郎・中本悟編『現代アメリカ経済　アメリカン・グローバリゼーションの構造』日本評論社、第 9 章。

田中將介監修三菱総合研究所編著［2008］『東京金融センター戦略―見えない規制を超えて』日本経済新聞社。

田邊昇［2001］「『集団投資スキーム』―改正後の新しい「投信法」と「資産流動化法」を中心にして―」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第 56 号、3 月、39-97 頁。

谷内満［2008］『グローバル不均衡とアジア経済』晃洋書房。

谷内満［2012］「金融の国際化―その特徴と成長との関係―」『早稲田商学』第 431 号、3 月、565-593 頁。

田村慶子［2013］「民主化に向かうシンガポール」日本国際問題研究所『国際問題』No.625、10 月、45-56 頁。

田村慶子［2016］『アジアの基礎知識 2　シンガポールの基礎知識』めこん。

谷山智彦・福田隆之・古賀千尋［2008］『政府系ファンド入門』日経 BP 社。

張艶［2010］「アジアの株式市場における連関と構造変化」九州大学『経済学研究』第 76 巻第 5 号、2 月、143-170 頁。

対木さおり［2009］「国際金融センターとしての東京の地位と課題（その 1）東京の国際金融センター化に関するアンケート調査結果から」『三菱総合研究所所報』No.51、12 月、180-199 頁。

対木さおり［2010］「国際金融センターとしての東京の地位と課題（その 2）東京の国際金融センター化に関するアンケート調査結果から」『三菱総合研究所所報』No.52、2 月、98-109 頁。

辻忠博［2010］「シンガポール：政府主導の経済発展とその課題」長谷川啓之『アジア経済発展論』文眞堂、第 9 章。

翟林瑜［2009］「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割(上)：機関投資家と投資先企業の経営業績の関係の視点より」『経営研究』第 60 巻第 3 号、11 月、1-15 頁。

翟林瑜［2010］「コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割(下)：機関投資家と投資先企業の経営業績の関係の視点より」『経営研究』第 60 巻第 4 号、2 月、113-130 頁。

手柴正気［1990］「金融資本市場」林俊昭編『シンガポールの工業化：アジアのビジネス・センター』アジア経済研究所、第 7 章第 1 節。

寺倉憲一［2009］「留学生受入れの意義―諸外国の政策の動向と我が国への示唆―」国立国会図書館『レファレンス』No.698、3 月、51-72 頁。

東京国際金融センターの推進に関する懇談会［2015］『東京国際金融センターの推進に関する懇談会報告書』。（http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/TIFC_kondankai/tokyo_houkokusho.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

投資信託協会［2017］『資産運用業に係る海外動向等の調査部会中間報告書』。（https://www.toushin.or.jp/topics/2017/16534/、2018 年 3 月 7 日アクセス）

徳永潤二［2008］『アメリカ国際通貨国特権の研究』学文社。

取越達哉［2003］「マクロ指標からの検討（特集 日本の競争力を検証する）」『財経詳報』No.2351、12 月、15-20 頁。

取越達哉［2010］「シンガポールの証券市場」日本証券経済研究所『図説アジアの証券市場 2010 年版』日本証券経済研究所、第 5 編。

取越達哉［2019a］「シンガポールの資産運用業の機能と役割」『経済論究』第 164・165 合併号、11 月、29-49 頁。

取越達哉［2019b］「シンガポール対外証券投資のリージョナル・バイアスについて」『証券経済学会年報』第 54 号、11 月、1-19 頁。

取越達哉［2020］「国際資本移動からみた国際金融センター・シンガポールの特徴」『証券経済研究』第 111 号、9 月、93-109 頁。

トーマツ［2015］『主要国・地域の運用業規制に関する調査研究についての報告書』（金融庁委託調査）。（http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20150707-1/01.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

内閣府政策統括官室［2002］『世界経済の潮流 2002 年秋』内閣府。

内閣府政策統括官室［2009］『世界経済の潮流 2009 年 I』内閣府。

内閣府政策統括官室［2012a］『世界経済の潮流 2012 年 II』内閣府。

内閣府政策統括官室［2012b］『日本経済 2012－2013』。

中條誠一［2013］『人民元は覇権を握るか』中公新書。

中曽宏［2015］『アジア経済の過去・現在・未来――日本証券アナリスト協会主催国際セミナーにおける講演――』。（https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/data/ko150424a1.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

永野護［2005］『東アジア 金融アーキテクチャー―投資・ファイナンス・債券市場―』日本評論社。

中畑孝一・幸田宏文・菱川功 ［2002］「BIS 国際与信統計の特徴と見直しに向けた取り組み」日本銀行金融市場局『マーケット・レビュー』2002-J-2、2 月、1-6 頁。

中村みゆき［2008］「次世代に向けてーリー政権の新戦略 2007 年のシンガポール」アジア経済研究所『アジア動向年報』アジア経済研究所。

中村みゆき［2012］「政府系ファンド GIC における投資動向の変容過程―金融制度の関連からの考察―」『創価経営論集』第 36 巻第 1・2・3 合併号、2 月、81-97 頁。

中村みゆき［2013］『政府系ファンドの投資戦略と投資家行動』税務経理協会。

名古屋都市センター アジアまちづくり研究会［2012］『シンガポールの都市政策 vol.1 海外資本を呼びこむ都市戦略』。
（http://nui2.deploy.jp/user/media/document/investigation/h23/10_NUIasia.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

南波駿太郎［1989］「国際金融センターを巡る論点―国際金融取引の中核としての役割―」日本銀行金融研究所『金融研究』第 8 巻第 3 号、10 月、67-97 頁。

西尾圭一郎［2004］「シンガポールにおける多国籍企業の進出と基軸通貨ドル」大阪市立大学『経営研究』第 55 巻第 1 号、5 月、211-234 頁。

西尾圭一郎［2005］「ドル本位制下の発展途上国と基軸通貨ドル」大阪市立大学『経営研究』第 56 巻第 2 号、7 月、145-163 頁。

西尾圭一郎［2007a］「経済成長期におけるシンガポールとアジア・ダラー市場」大阪市立大学『経営研究』第 57 巻第 4 号、2 月、33-55 頁。

西尾圭一郎［2007b］「1980 年代 ASEAN の経済成長と現代アジアの国際通貨システム」ノースアジア大学『経済論集』第 3 号、12 月、39-60 頁。

西尾圭一郎［2010］「サブプライムローン危機と東南アジアのドル本位制」大阪市立大学『経営研究』第 60 巻第 4 号、2 月、43-62 頁。

西尾圭一郎［2011］「東南アジアの金融システムの構造の変化と金融危機」岡本憲也・楊枝嗣朗編著『なぜドル本位制は終わらないのか』文眞堂、第 4 章。

西倉高明・木村公一・ジッテッマ・トングライ・西尾圭一郎 ［2006］「マネー・フローの国際比較分析」大阪市立大学『経営研究』第 57 巻第 2 号、7 月、1-26 頁。

西山敏樹・鈴木亮子・大西幸周［2013］『データ収集・分析入門―社会を効果的に読み解く技法』慶應義塾大学出版会。

21 世紀政策研究所 ［2011］『アジア債券市場整備と域内金融協力』。
（http://www.21ppi.org/pdf/thesis/110415.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

日本銀行［1972］「アジア・ダラー市場の発展について」『日本銀行調査月報 1972 年 4 月』、4 月、1-15 頁。

日本銀行［1980］「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」『日本銀行調査月報　1980 年 5 月』、5 月、1-20 頁。

日本銀行国際収支統計研究会［2000］『入門 国際収支―統計の見方・使い方と実践的活用法』東洋経済新報社。

日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会［2009］『アジア債券市場育成について：回顧と展望』。
（https://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/data/cem0907.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

日本銀行国際局［2013］「国際収支関連統計の見直しについて」『BOJ Reports & Research Papers』、10 月、1-19 頁。

日本銀行国際局［2016］「2015 年の国際収支統計および 2015 年末の本邦対外資産負債残高」『BOJ Reports & Research Papers』、8 月、1-40 頁。

日本銀行調査統計局［2013］『マネーストック統計の解説』。
（https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exms01.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

日本銀行調査統計局［2015］「資金循環の日米欧比較」。
（http://www.boj.or.jp/statistics/sj/sjhiq.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

日本経済研究センター［2016］「『メガ・リージョナリズムの時代』研究報告書　反グローバリズムを超えて ―国内改革で自由化の恩恵共有を」日本経済研究センター。

日本経済調査協議会［2009］『政府系ファンド（ＳＷＦ）の役割と政策的インプリケーション』調査報告。（http://www.nikkeicho.or.jp/wp/wp-content/uploads/yoshikuni091029.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

日本証券アナリスト協会編　榊原茂樹・青山護・浅野幸弘著　［1998］『証券投資論　第 3 版』日本経済新聞社。

日本証券アナリスト協会編　阿部大輔・加藤直樹・北川哲雄著　［2004］『証券アナリストのための企業分析(第 3 版)：定量・定性分析と投資価値評価』東洋経済新報社。

日本証券アナリスト協会編［2012］『証券分析・投資運用　用語辞典』ときわ総合サービス。

日本証券アナリスト協会編　北川哲雄・貝増眞・加藤直樹著　［2013］『証券アナリストのための企業分析(第 4 版)：定量・定性分析と投資価値評価』東洋経済新報社。

日本政策投資銀行［2003］「シンガポールの経済再生プラン　起業家社会への転換」。
（http://www.dbj.jp/reportshift/area/singapore/pdf_all/S34j.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

糠谷英輝［2010］「アジア債券市場のいま　―第 2 回　アジア債券市場育成を目指した枠組みと取組み」資本市場研究会『月刊資本市場』No.302、10 月、57-66 頁。

沼田優子［2000］「プライベートバンキングからウェルスマネジメントへ」野村資本市場研究所『資本市場クウォータリー　2000 年　夏号』Vol. 4-1、1-18 頁。

野村亜紀子［2015］「再確認すべきアジア地域ファンド・パスポート構想の意義と成功要因」野村資本市場研究所『資本市場クウォータリー　2015 年　春号』Vol. 18-4、176-182 頁。

野村資本市場研究所［2014］『シンガポールにおける金融ビジネスの立地競争力に関する調査報告書』（金融庁委託調査）。（http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140627-2/01.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

野呂瀬和樹・井ノ口雄大［2013］「シンガポールにおける政府系ファンドと政府系企業の「協奏」テマセク・ホールディングスと GLC の強さの背景 」『知的資産創造』2013 年 2 月号、28-41 頁。

萩原景子・藤木裕［2007］「東アジア経済の金融統合」『IMES Discussion Paper Series』2007-J-25、10 月、1-51 頁。

萩原素子［2005a］「シンガポールの金融セクター改革」日本総合研究所『Business & Economic Review』2005 年 06 月号、43-67 頁。

萩原素子［2005b］「拡大するシンガポールの資産運用業務」日本総合研究所『アジア・マンスリー』Vol. 5, No. 53、7 月、3-4 頁。

Park, Jae-ha［2009］「アジア債券市場発展の方向性」小川英治編『アジア・ボンドの経済学　債券市場の発展を目指して』東洋経済新報社、第 2 章。

橋本優子、小川英治、熊本方雄［2007］『国際金融論をつかむ』有斐閣。

濱野恵［2015］「ベトナムの海外労働者送出政策及びシンガポールの外国人労働者受入政策」国立国会図書館『レファレンス』No.771、4 月、43-68 頁。

樋口修［2003］「米国における金融・資本市場改革の展開」国立国会図書館『レファレンス』No.635、12 月、47-62 頁。

菱川功・内田真人［2004］「アジアにおける金融セクター向け直接投資の活発化」日本銀行『日銀レビュー』J-6、10 月、1-6 頁。

日吉淳［1996］「わが国における 「キャプティブ保険会社」 の展望.『Japan research review 1996 年 11 月号』、11 月、42-48 頁。（https://www.jri.co.jp/page.jsp?id=16485、2018 年 3 月 7 日アクセス）

深堀すずか［2013］「東アジア地域における金融・通貨協力と日韓の役割」『北東アジア研究』第 24 号、3 月、1-18 頁。

福田慎一［2013］『金融論』有斐閣。

福本葵［2016］「長期保有株主に対する優遇策」『証券経済研究』第 94 号、6 月、77-92 頁。

藤田誠一［2003］「『ドル本位制』と国際資金循環」『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版、第 2 章。

藤田勉［2011］『新興国投資ガイドブック』東洋経済新報社。

淵田康之［2013］「アジアの金融競争力」野村資本市場研究所『資本市場クウォータリー　2013 年　春号』Vol. 16-4、5 月、10-27 頁。

堀内昭義［1990］『金融論』東京大学出版会。

堀江貞之［2012］『アジアにおける機関投資家ビジネス』野村総合研究所。（http://www.nri.co.jp/opinion/r_report/pdf/201201_inv_business.pdf、2017年3月17日アクセス）

堀江大介［2009］「ウェルスマネジメント業界の構造変化」『知的資産創造』2009年11月号、88-89頁。

堀江康熙・有岡律子［2012］『テキスト　金融論』、新世社。

本田智津絵［2013］「経済政策　低成長を迎えた成熟国家」田村慶子編著『シンガポールを知るための65章』明石書店、第44章。

本田大和、尾島麻由実、鈴木信一、岩崎雄斗［2013］「わが国対内直接投資の現状と課題」『BOJ Reports & Research Papers』、7月、1-22頁。

Ma, Guonan［2009］「市場変革における実践学習」小川英治編『アジア・ボンドの経済学　債券市場の発展を目指して』東洋経済新報社、第4章。

前田正吾［2004］「ポートフォリオ・マネジャーとアナリストに対するIR活動」遠藤彰郎・岡田依里・北川哲雄・田中襄一編著『企業価値向上のためのIR経営戦略』東洋経済新報社、第8章。

前田淳［2015］『アメリカ国際資金フローの新潮流』蒼天社出版。

松下敏之・高田裕［2017］『外資系アナリストが本当に使っているファンダメンタル分析の手法と実例』プチ・レトル。

丸谷浩明［1995］『都市整備先進国・シンガポール：世界の注目を集める住宅・社会資本整備』アジア経済研究所。

三浦明子［1996］「シンガポールの国際金融センター化--証券業改革を中心に」アジア政経学会『アジア研究』第42巻第4号、6月、61－94頁。

三菱総合研究所［2008］『東京金融センター戦略―見えない規制を超えて』日本経済新聞社。

三菱総合研究所［2012］『平成23年度総合調査研究　グローバル・バリュー・チェーン分析に関する調査研究報告書』。（http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2012fy/E002254.pdf、2018年3月7日）

三菱UFJリサーチ&コンサルティング［2014］『諸外国における金融制度の概要』（金融庁委託調査）。（http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140603/01.pdf、2017年3月17日アクセス）

村瀬英彰［2016］『シリーズ新エコノミクス　金融論　第2版』日本評論社。

森記念財団都市戦略研究所［2013］『世界の都市総合力ランキング』。（http://www.mori-m-foundation.or.jp/research/project/6/pdf、2017年3月17日アクセス）

森祐司［2010］「アジアの資産運用業界と年金基金」『DIR Market Bulletin』夏季号、108-157頁。

森祐司［2011］「香港のヘッジファンド業界の動向」『大和総研調査季報』Vol. 2 春季号、168-181 頁。

盛山和夫［2004］『社会調査法入門』有斐閣。

安田武彦［2014］「シンガポールにおける情報経済の発展と文化産業政策（情報科学研究所共同研究プロジェクト アジアにおける 「情報化」 の再検討: 次世代経済・社会を展望して」『商学研究』第 30 巻第 3 号、253-274 頁。

矢頭典枝［2015］「シンガポールの言語状況と言語教育について —現地調査から—」科学研究費助成事業 基盤研究（B）研究プロジェクト『アジア諸語を主たる対象にした言語教育法と通言語的学習達成度評価法の総合的研究 －成果報告書（2014）－』。（http://www.tufs.ac.jp/common/fs/ilr/ASIA_kaken/_userdata//59-75_Yazu.pdf、2017 年 3 月 17 日アクセス）

山澤逸平［1970］「世界貿易の結合度分析」『一橋大学研究年報．経済学研究』第 14 巻、75-123 頁。

山下英次 ［2007］「東アジア金融・通貨統合—何がブレークスルーになるのか?」『経済学雑誌』第 108 巻第 1 号、6 月、1-20 頁。

尹春志［2007］「東アジア金融地域主義の現状と課題」平川・石川・小原・小林『東アジアのグローバル化と地域統合』ミネルヴァ書房、第 11 章。

兪炳強［2003］「シンガポールの経済発展と人的資源開発に関する一考察」『産業総合研究』Vol.11、3 月、43-58 頁。

吉田隆［2016］「情報の非対称性と資本構成」『証券経済研究』第 96 号、12 月、83-105 頁。

吉冨勝［2003］『アジア経済の真実—奇蹟、危機、制度の進化』東洋経済新報社。

吉野直行・飯島高雄［2009］「バブルとアジアの資本移動変化」内閣府経済社会総合研究所企画・監修 池尾和人編集『不良債権と金融危機』慶應義塾大学出版会、第 12 章。

依田孝昭［2010］「ファンドマネージャー・アナリストの業務（２）」宇野淳監修日本証券投資顧問業協会・投資信託協会『アセットマネジメントの世界』東洋経済新報社、第 16 章。

Rillo, Aladdin D. ［2018］「ASEAN の金融統合の可能性，そのリスク，および課題」財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第 133 号、3 月、88-108 頁。

渡辺真吾・小倉將信［2006］「アジア通貨単位から通貨同盟までは遠い道か」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No. 06-J-21、11 月、1-32 頁。

[英語文献]

Aggarwal, Reena, Leora Klapper, and Peter D. Wysocki [2003], "Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors," *World Bank Policy Research Working Papers*, No.3101, July, pp. 1-47.

Ahearne, Alan G., William L. Griever, and Francis E. Warnock [2004], "Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities," *Journal of International Economics*, Vol. 62, Issue 2, March, pp. 313-336.

Aizemann, J. and I. Noy [2004], "ENDOGENOUS FINANCIAL AND TRADE OPENNESS," *NBER Working Paper*, No.10496, May, pp. 1-40.

Alexander, Gordon J. and William F. Sharpe [1989], *Fundamentals of investments*, Prentice-Hall Inc.（日興リサーチセンター訳 [1991]『現代証券投資講座　インベストメント・テクノロジーの基礎』日本経済新聞社）

Ammer, J., Holland, S. B., Smith, D. C., and Warnock, F. E [2012], "US international equity investment," *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 1044, March, pp. 1-62.

Ananchotikul, Nasha, Shi Piao and Edda Zoli [2015], "Drivers of Financial Integration – Implications for Asia," *IMF Working Paper*, No. 15/160, July, pp. 1-40.

Angulo, Emma, and Alicia Hierro [2017], "Asymmetries in the Coordinated Direct Investment Survey: What Lies Behind?" *IMF Working Paper*, WP/17/261, November, pp. 1-49.

Arner, Douglas, Paul Lejot and S. Ghon Rhee [2005], *Impediments to Cross-Border Investments in Asian Bonds*, The Institute of Southeast Asian Studies.

ASEAN Capital Markets Forum(ACMF) [2009], *THE IMPLEMENTATION PLAN Endorsed at The 13th ASEAN Finance Ministers Meeting*. (http://www.theacmf.org/ACMF/report/ImplementationPlan.pdf, accessed on March 17, 2017)

ASEAN Secretariat [2009], *ASEAN Economic Community Blueprint*. (http://www.asean.org/archive/5187-10.pdf, accessed on March 17, 2017)

Asian Development Bank and Asian Development Bank Institute [2009], *Infrastructure for a Seamless Asia*. (http://www.adbi.org/files/2009.08.31.book.infrastructure.seamless.asia.pdf, accessed on March 17, 2017)

Asian Development Bank [2010], *ABMI Directory of institutional investors in the ASEAN+3 bond markets 2009 Edition*. (https://asianbondsonline.adb.org/features/abmi_directory_2009/directory_of_institutional_investors.pdf, accessed on March 17, 2017)

Asian Development Bank [2012a], *Asian Economic Integration Monitor - July 2012*.

Asian Development Bank [2012b], *Asia Bond Monitor - April 2012*.

Asian Development Bank [2013a], *Asian Economic Integration Monitor - March 2013*.

Asian Development Bank [2013b], *The Road to ASEAN Financial Integration*, Asian Development Bank.

Asian Development Bank [2014a], *Asian Development Outlook 2014 Update: Asia in Global Value Chains*.
(http://www.adb.org/sites/default/files/publication/59685/ado2014update_1.pdf, accessed on March 17, 2017)

Asian Development Bank [2014b], *Asian Economic Integration Monitor – November 2014*.

Asian Development Bank [2015], *Local Currency Bonds and Infrastructure Finance in ASEAN+3*.
(https://asianbondsonline.adb.org/documents/abmi_lcy_bonds_infrastructure_finance.pdf, accessed on March 17, 2017)

Aviat, Antoni and Nicolas Coeurdacier [2007], "The Geography of Trade in Goods and Asset Holdings,"*Journal of International Economics*, Vol. 71, Issue 1, March, pp. 22-51.

Balli, Faruk, Syed Abul Basher, and Hatice Ozer-Balli [2010], "From home bias to Euro bias: Disentangling the effects of monetary union on the European financial markets," *Journal of Economics and Business*, Volume 62, Issue 5, September–October, pp. 347-366.

Bank of England [2005], *Quarterly Bulletin*, Vol. 45, No.1 to No. 4, Spring to Winter.

Barker, Richard, Paul Sanderson, John Hendry and John Roberts [2004], "The corporate-fund management interface: objectives, information and valuation," *ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper*, No. 293, September, pp. 1-23.

Barth, James R., Gerard Caprio Jr. and Ross Levine [2006], *Rethinking Bank regulation —Till Angels Govern—*, Cambridge U. P.

Bekaert, G., & Wang, X. [2009], "Home bias revisited,"*SSRN Working Paper Series*, February, pp. 1-61.

Bertaut, Carol C., and Linda Kole [2004], "What makes investors over or underweight? Explaining international appetites for foreign equities,"*Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 819, September, pp. 1-42.

Bertaut, Carol C., and William L. Griever [2004], "Recent developments in cross-border investment in securities," *Federal Reserve Bulletin Winter 2004*, pp. 19-31.

Bertaut, Carol C., Steven B. Kamin, and Charles P. Thomas [2008], "How Long Can the Unsustainable U.S. Current Account Deficit Be Sustained?" *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 935, July, pp. 1-65.

Berry, B. J. L., Edgar C. Conkling, D. Michael Ray [1997], "Technology Transitions and Patterns of Growth," in Berry, B. J. L., Edgar C. Conkling and D. Michael Ray (eds.), *The Global Economy in Transition (second edition)* , Prentice Hall.

BIS [2012a], *Guidelines to the international locational banking statistics*.

BIS [2012b], *Guidelines to the international consolidated banking statistics*.

BIS [2013], *Triennial Central Bank Survey Interest rate derivatives market turnover in 2013*.

BIS [2016], Triennial Central Bank Survey Global foreign exchange market turnover in 2013.

BIS Committee on the Global Financial System [2004], *Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies*. (http://www.bis.org/publ/cgfs22.pdf, accessed on 2017, March 29)

Borensztein, Eduardo and Prakash Loungani [2011], "Asian financial integration: Trends and interruptions,"*IMF Working Paper*, WP/11/4, January, pp. 1-41.

Bushee, Brian J., Michael J. Jung, and Gregory S. Miller [2011], "Conference presentations and the disclosure milieu,"*Journal of Accounting Research*, Vol. 49, No. 5, December, pp. 1163-1192.

Bushee, Brian J., Michael J. Jung, and Gregory S. Miller [2013], "Do Investors Benefit from Selective Access to Management?" *Working Paper, the Wharton School Accounting Department at the University of Pennsylvania*, July, pp. 1-54.

Bryant, Ralph C. [1987], *International Financial Intermediation, Brookings Institution*.(高橋俊治・首藤恵訳 [1988]『金融の国際化と国際銀行業』東洋経済新報社)

Cailloux, Jacques and Stephany Griffith-Jones [2003], "Global Capital Flows to East Asia: Surges and Reversals," in Griffith-Jones, Stephany, Ricardo Gottschalk and Jacques Cailloux (eds.), *International Capital Flows in Calm and Turbulent Times*, The University of Chicago Press, Chapter 1

Capannelli, Giovanni, Jong-Wha Lee, and Peter Petri [2009], "Developing Indicators for Regional Economic Integration and Cooperation," *ADB Working Paper on Regional Economic Integration*, No. 33, September, pp. 1-45..

Capgemini and RBC Wealth Management [2013], *World Wealth Report*, various issues.

Capgemini and RBC Wealth Management [2014a], *World Wealth Report 2014.*

Capgemini and RBC Wealth Management [2014b], *Asia-Pacific Wealth Report 2014*.

Cassis, Youssef [2010], *Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres 1780-2009*, Cambridge University Press,

Castells, Manuel [1989], *The Informational City: Information Technology, Economic Restructuring and the Urban-Regional Process*, Oxford: Basil Blackwell,

Chan, Kalok, Vicentiu Covrig, and Lilian Ng [2005], "What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide," *The Journal of Finance*, Vol. 60, Issue 3, June, pp. 1495-1534.

Cheung, Lillian and Vincent Yeung [2007], "Hong Kong as an International Financial Centre: Measuring its Position and Determinants," *HKMA Working Paper*, 14/2007, September, pp. 1-41.

Chinn, Menzie D., and Hiro Ito. [2006], "What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, Issue 1, pp. 163-192.

Chinn, Menzie D., and Hiro Ito. [2008], "A New Measure of Financial Openness," *Journal of Comparative Policy Analysis*, Vol. 10, Issue 3, September, pp. 309–322.

Chong-Yah, Lim and Associates [1988], *Policy Options for the Singapore Economy*, McGraw-Hill.

Coeurdacier, Nicolas, and Helene Rey [2012], "Home bias in open economy financial macroeconomics," *Journal of Economic Literature*, Vol. 51, No. 1, March, pp. 63-115.

Cohen, Lauren, Andrea Frazzini, and Christopher Malloy [2007], "The small world of investing: Board connections and mutual fund returns," *Journal of Political Economy*, Vol. 116, No. 5, October, pp. 951-979.

Committee on Singapore's Competitiveness [1998], *Committee on Singapore's Competitiveness*, Singapore: Ministry of Trade and Industry.

Committee on the Future Economy [2017], *Report of the Committee on the Future Economy, Pioneers of the next generation*, Committee on the Future Economy.

Coval, Joshua D., and Tobias J. Moskowitz [1999], "Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios," *The Journal of Finance*, Vol. 54, Issue 6, December, pp. 2045-2073.

Coval, Joshua D., and Tobias J. Moskowitz [2001], "The Geography of Investment: Informed Trading and Asset Prices," *Journal of Political Economy*, Vol. 109, No. 4, August, pp. 811-841.

Cowen, David, Ranil Salgado, Hemant Shat, Leslie Teo, and Alessandro Zanello [2006], "Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps," *IMF Working Paper*, No. 06/196, August, pp. 1-59.

Debaere, Peter, and Richard B. Evans [2015], "Outsourcing vs. Integration in the Mutual Fund Industry: An Incomplete Contracting Perspective," *CEPR Discussion Paper*, No. DP10599, May, pp. 1-46.

Derek L. Hansen, Ben Shneiderman, Marc A. Smith [2011], *Analyzing Social Media Networks with NodeXL*, Morgan Kaufmann.

Daft, Richard L., Robert H. Lengel, and Linda Klebe Trevino [1987], "Message equivocality, media selection, and manager performance: Implications for information systems," *MIS quarterly*, Vol. 11, No. 3, September, pp. 355-366.

Daly, Herman E. [1999], "Globalization versus internationalization implications," *Ecological economics*, Vol. 31, Issue 1, October, pp. 31-37.

Delaney, Jess [2016], "Asia's Top Corporate Access Providers 2016," *Institutional Investor*, Vol. 41, Issue 5, June, p. 55-55.

Dell'Ariccia, Giovanni, Paolo Mauro, Andre Faria, Jonathan Ostry, Julian Di Giovanni, Martin Schindler, Ayhan Kose, and Marco Terrones [2008], "Reaping the Benefits of Financial Globalization," *IMF Occasional Paper*, No. 264, December, p. 1-52.

Dufey, Gunter, and Ian H. Giddy [1978], *The international money market*, Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall.

Durham, J. Benson [2003], "Foreign Portfolio Investment, Foreign Bank Lending and Economic Growth," *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 757, February, pp. 1-33.

Economic Committee [1986], *Report of the Economic Committee, The Singapore Economy: New Directions*, Singapore: Ministry of Trade and Industry.

Economic Planning Committee [1991], *Strategic Economic Plan; Towards a Developed Nation, Singapore*: Ministry of Trade and Industry.

Economic Review Committee [2003], *Report of the Economic Review Committee: New Challenges, Fresh Goals – Towards a Dynamic Global City*, Singapore: Ministry of Trade and Industry.

Economic Review Committee, Sub- Committee on Services Industries, Financial Services Working Group [2003], *Positioning Singapore as a Pre-eminent Financial Centre in Asia*. (https://www.mti.gov.sg/AboutMTI/Pages/Economic%20Review%20Committee.aspx, accessed on July 10, 2016)

Economic Strategies Committee [2010], *REPORT OF THE ECONOMIC STRATEGIES COMMITTEE High Skilled People, Innovative Economy, Distinctive Global City*, Economic Strategies Committee.

Edison Hali, J. and Francis E. Warnock [2003], “U.S. Investors' Emerging Market Equity Portfolios: A Security-Level Analysis,” *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers*, No. 771, September.

Eichengreen, Barry [2004], *Capital Flows and Crises*, MIT Press.

Eichengreen, Barry and Yung Chul Park [2004], “Why Has There Been Less Financial Integration in Asia than in Europe?” *Monetary Authority of Singapore Staff Paper*, No. 28, Feburary, pp. 1-21.

Elliott, Douglas J. [2011], “Building a Global Financial Center in Shanghai: Observations from Other Centers,” *John L. Thornton China Center at BROOKINGS Repor*, June, pp. 1-18.

European Central Bank [2005], *Indicators of financial integration in the euro area*.

EUROSTAT [2008], *European Union foreign direct investment yearbook 2008*.

Feldstein, Martin S., and Charles Yuji Horioka [1980], "Domestic savings and international capital flows," *The Economic Journal*, Vol. 90, No. 358, June, pp. 314-329.

Fernández, A., Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M. and Uribe, M. [2016], “Capital control measures: A new dataset,” *IMF Economic Review*, Vol. 64, Issue 3, August, pp. 548-574.

Ferreira, Miguel A., and Pedro Matos [2008], “The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 88, issue 3, March, pp. 499-533.

Fischer, Donald Edward, and Ronald J. Jordan [1983], *Security analysis and portfolio management 3rd edition*, Prentice Hall.（津村英文監訳・日本証券アナリスト協会訳 [1987]『証券分析とポートフォリオ管理』白桃書房）

Forbes, Kristin, and Menzie Chinn [2004], “A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets over Time,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, issue 3, August, pp. 705–722.

Fujiwara, I. and K. Takahash [2011], “Asian Financial Linkage: Macro-Finance Dissonance,” *Bank of Japan Working Paper Series*, No.11-E-6, August, pp. 1-22.

Fung, Laurence, Chi-sang Tam, and Ip-wing Yu [2008], “Assessing the integration of Asia's equity and bond markets,” *BIS Papers No. 42: Regional Financial Integration in East Asia: Present and Future*, October, pp. 1-37.

Garcia-Herrero, Alicia, and Philip D. Wooldridge [2007], “Global and regional financial integration: progress in emerging markets,” *BIS Quarterly Review*, September, pp. 57-70.

Genberg, Hans [2017], “Financial integration in Asia,” *South East Asian Central Banks (SEACEN) Research and Training Centre Working Papers*, 22/2017, May, pp. 1-17.

Giap, T.K. [2009], "Singapore as A Leading International Financial Centre Vision, Strategies, Roadmap and Progress," in Young, Soogil, Dosoung Choi, Jesus Seade and Sayuri Shirai (eds.), *Competition Among Financial Centres in Asia Pacific: Prospects, Risks and Policy Challenges*, Institute of Southeast Asian Studies.

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Helene Rey [2007], "From world banker to world venture capitalist: US external adjustment and the exorbitant privilege," in Richard H. Clarida (eds.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press.

Graham, Benjamin, and David L. Dodd [1934], *Security analysis: Principles and technique*, McGraw-Hill.（関本博英・増沢和美訳　[2002]『証券投資分析　1934 年版』パンローリング）

Grant, Jeremy and Chris Newlands [2013], "Singapore funds benefit from Asian wealth," *The Financial Times*, Tuesday July 23.

Green, T. Clifton, Russell Jame, Stanimir Markov, Musa Subasi [2014], "Access to management and the informativeness of analyst research," *Journal of Financial Economics*, Vol. 114, Issue 2, November, pp. 239-255.

Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju [2001], "How distance, language, and culture influence stockholdings and trades," *The Journal of Finance*, Vol. 56, Issue 3, June, pp. 1053-1073.

Haldane, Andrew [2014], "The Age of Asset Management," Presentation at the London Business School, London, April 4.
(http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2014/speech723.pdf, accessed on September 20, 2015)

Harrison, Matthew [2003], "Fund Management in Hong Kong and Singapore," *SFC Quarterly Bulletin*, Winter 2002, No. 50, January, pp. 1-12.

Harvey, David [1989], *The condition of postmodernity*, Oxford: Blackwell,

Hew, Denis [2005], "Singapore as a regional financial centre," AR10 Research Conference, March, pp. 1-25.

Ho, Richard Yan-Ki [1991], "Hong Kong as an International Financial Centre," in Ho, Richard Yan-Ki, Robert Haney Scott and Kie Ann Wong (eds.), *The Hong Kong Financial System*, Oxford University Press.

Hobson, Jessen L., William J. Mayew, and Mohan Venkatachalam [2012], "Analyzing speech to detect financial misreporting," *Journal of Accounting Research*, Vol. 50, No. 2, May, pp. 349-392.

Holmes, Sam　[2012], "Singapore Rides Wave of Asian Wealth," *The Wall Street Journal*, Wednesday December 19.

Hong Kong Exchanges and Clearing [2013], *HKEx Fact Book 2012.* (http://www.hkex.com.hk/eng/stat/statrpt/factbook/factbook2012/fb2012.htm, accessed on September 20, 2015)

Hong, Harrison, Jeffrey D. Kubik, and Jeremy C. Stein [2005], "Thy neighbor's portfolio: Word - of - mouth effects in the holdings and trades of money managers," *The Journal of Finance*, Vol. 60, Issue 6, December, pp. 2801-2824.

Hong, Harrison, and Jeremy C. Stein [2007], "Disagreement and the stock market," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 2, Spring, pp. 109-128.

Hu, Yuwei [2012], "Growth of Asian Pension Assets: Implications for Financial and Capital Markets," *ADBI Working Paper Series*, No. 360, May, pp. 1-27.

IFSL (International Financial Services London) Research, *Fund management,* various issues.

IMF [1997], *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues*.(https://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/97icm/icmcon.htm, accessed on September 20, 2015)

IMF [2000a], Offshore Financial Centers IMF Background Paper. (https://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm#chart1, accessed on January 1, 2021)

IMF [2000b], "Singapore: Selected Issues," *IMF Staff Country Reports*, No. 00/83, July, pp. 1-86.

IMF [2008], *The Sixth Edition of the Balance of Payments and International Investment Position Manual*. (http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf, accessed on March 12, 2017)

IMF [2011a], "Long-Term Investors and Their Asset Allocati on: Where Are They Now?" *Global Financial Stability Report*, September, Chapter 2(pp. 1-48).

IMF [2011b], "The Benefits of Further Financial Integration in Asia," *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, October, pp. 31-35.

IMF [2015], "The Benefits of Further Financial Integration in Asia," *Global Financial Stability Report*, April, pp. 93-135.

Index Center, CFC Holding Company, Ltd. and S&P Dow Jones Indices LLC [2012], *Xinhua-Dow Jones International Financial Centers Development Index*, Index Center, CFC Holding Company, Ltd. and S&P Dow Jones Indices LLC.

International Financial Services London Research, *Fund management*, various issues.

IOSCO [2012], *Development and Regulation of Institutional Investors in Emerging Markets*. (http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD384.pdf, accessed on March 12, 2017)

Ito, Takatoshi and Yung Chul Park [2004], "Overview Challenges and strategies," in Ito, Takatoshi Ito and Yung Chul Park (eds.), *Developing Asian Bondmarkets*, ANU Press, Chapter 1.

Jang, Hong Bum [2011], "Financial Integration and Cooperation in East Asia: Assessment of Recent Developments and Their Implications," *IMES Discussion Paper Series*, No. 2011-E-5, February, pp. 1-91.

Jao, Y. C. [1997], *Hong Kong as an international financial centre: Evolution, prospects and policies*, City University of Hong Kong Press.（山本栄治訳［1998］『国際金融センター香港』東洋経済新報社）

Jao, Y. C. [2003], "Shanghai and Hong Kong as International Financial Centres: Historical Perspective and Contemporary Analysis," *University of Hong Kong, Working Paper*, No. 1071, September, pp. 1-54.

Jarvis, Darryl S.L. [2011], "Race for the money: International Financial centres in Asia," *Journal of International Relations and Development*, No. 1, January, pp. 60-95.

Jochem, Axel, and Ute Volz [2011], "Portfolio holdings in the euro area-home bias and the role of international, domestic and sector-specific factors," *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No. 07/2011, April, pp. 1-35.

Kawai, M. [2009], "Can Tokyo Become a Global Finance Center?", in Young, Soogil, Dosoung Choi, Jesus Seade and Sayuri Shirai (eds.), *Competition Among Financial Centres in Asia Pacific: Prospects, Risks and Policy Challenges*, Institute of Southeast Asian Studies.

Kayral, Ihsan Erdem and Mehmet Baha Karan [2012], "Research on the Distinguishing Features of the International Financial Centers," *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 2, No. 5, October, pp. 217-238.

KHO, BONG - CHAN, René M. Stulz, and Francis E. Warnock [2009], "Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias,"*Journal of Accounting Research*, Vol. 47, No. 2, May, pp. 597-635.

Kim, Choongsoo [2012], "Financial Integration, Financial Stability and Central Banking," International Conference on Asian Market Integration and Financial Innovation February 10, 2012, Keynote Speech.（http://www.fsa.go.jp/inter/etc/201202_intl_conf/keynote/k2-a.pdf#search='Financial+Integration%2C+Financial+Stability+and+Central+Banking+Kim%2C+Choongsoo', accessed on September 20, 2015）

Kim, Soyoung, Jong-Wha Lee and Kwanho Shin [2006], "Regional and Global Fianancial Integration in East Asia," *MPRA Paper*, No. 695, November, pp. 1-56.

Kindleberger, Charles. P. [1973], *The formation of financial centers: a study in comparative economic history*, New Jersey: Princeton University Press. (飛田紀男訳 [1995]『金融センターの形成 比較経済史研究』厳松堂出版)

Kindleberger, Charles. P. [1981], *International Money: A Collection of Essays*, George Allen & Unwin.

King, Michael R. and Carlos Mallo [2010], "A user's guide to the Triennial Central Bank Survey of foreign exchange market activity," *BIS Quarterly Review*, December 2010, December, pp. 71-83.

Kim, Soyoung, Jong-Wha Lee and Kwanho Shin [2006], "Regional and Global Fianancial Integration in East Asia," *MPRA Paper*, No. 695, November, pp. 1-56.

Klein, M. W., Rebucci, A., Schindler, M., & Uribe, M. [2015], "Capital Control Measures: A New Dataset," *IMF Working Paper*, WP/15/80, April, pp. 1-32.

Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones [2003], "Financial integration and macroeconomic volatility," *IMF Working Paper*, WP/03/50, March, pp. 1-27.

Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, [2006], "Financial Globalization: A Reappraisal," *IMF Working Paper*, WP/06/189, August, pp. 1-91.

Kowalewski, Oskar [2008], "Does Foreign Direct Investment Impact Economic Growth in Transition Economies?" in Kowalewski, Oskar and Marzenna Anna Weresa (eds.), *The Role of Foreign Direct Investment in the Economy*, Rainer Hampp Verlag, Chapter 5.

Krstić, Borko [2004], "Financial Transactions Globalization," *Economics and Organization*, Vol. 2, No. 2, pp. 127-132.

Lai, Karen [2006], "Developing Shanghai as an International Financial Centre: Progress and Prospects", *China Policy Institute, University of Nottingham, Discussion Paper*, 4, February, pp. 1-16.

Lane, Phillip R [2000], "International Investment Position: A Cross Sectional Analysis," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 19, Issue 4, August, pp. 513-534.

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti [2003], "International Financial Integration," *IMF Staff Papers*, Vol. 50 Special Issue, November, pp. 82–113.

Lane, Phillip R. and Gian Moria Milesi-Ferretti [2004], "International Investment Patterns," *IMF Working Paper*, WP/04/134, July, pp. 1-45.

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti [2006], "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004.," *IMF Working Paper*, WP/06/69, March, pp. 1-50.

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti [2007], "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004," *Journal of International Economics*, Vol. 73, issue 2, November, pp. 223–250.

Lee, Khoo Soon, and Mona Lim [2007], "Foreign Direct Investment in Singapore, 1995-2005," *Statistics Singapore Newsletter*, September, pp. 1-6.

Le Leslé, V., F. Ohnsorge, M. Kim, and S. Seshadri [2014], "Why Complementarity Matters for Stability—Hong Kong SAR and Singapore as Asian Financial Centers," *IMF Working Paper*, WP/14/119, July, pp. 1-46.

Leung, Cynthia and Olaf Unteroberdoerster [2008], "Hong Kong SAR as a financial Center for Asia: trends and Implications," *IMF Working Paper*, WP/08/57, March, pp. 1-18.

Leyshon, Andrew [1995], "Geographies of Money and Finance I," *Progress in Human Geography*, Volume 19, Issue 4, pp. 531-543.

Leyshon, Andrew [1997], "Geographies of Money and Finance Ⅱ," Progress in Human Geography, Volume 21, Issue 3, pp. 381–392.

Lye, Junxu Jx [2011], "The Practice of Private Wealth Management in Singapore," *Wharton Research Scholars Journal*, Paper 82, November, pp. 1-9.

Mann, Catherine L. and Ellen E. Meade [2002], "Home Bias Transactions Costs and Prospects for the Euro: A More Detailed Analysis," *Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series*, No. WP02-3, March, pp. 1-24.

Mann, Catherine L. [2009], "International Capital Flows and the Sustainability of the US Current Account Deficit," in Bergsten, Fred C. (ed.), *The Long-Term International Economic Position of the United States*, Peterson Institute for International Economics.

Martin, Philippe [2011], "Regional and Global Financial Integration: An Analytical Framework," in Devereux, Michael, Philip Lane, Cyn-Young Park and Shang-Jin Wei (eds.), *The Dynamics of Asian Financial Integration Facts and Analytics*, Routledge, Chapter 1.

McCarthy, Ian [1979], "Offshore banking centers: benefits and costs," *Finance and Development*, Vol. 16, No. 4, December, pp. 45-48.

McCauley, Robert N., and Yung-Chul Park [2006], "Developing the bond market (s) of East Asia: global, regional or national?" *BIS Papers*, No. 30, November, pp. 19-39.

McGuire, Patrick [2004], "The international banking market," *BIS Quarterly Review*, June 2004, pp. 13-28.

Meyer, David R [2015], "The world cities of Hong Kong and Singapore: Network hubs of global finance," *International Journal of Comparative Sociology*, Vol. 56, No. 3-4, June-August, pp. 198-231.

Mingqi, X. [2009], "Building the Shanghai International Financial Centre Strategic Target, Challenges and Opportunities," in Young, Soogil, Dosoung Choi, Jesus Seade and Sayuri Shirai (eds.), *Competition Among Financial Centres in Asia Pacific: Prospects, Risks and Policy Challenges*, Institute of Southeast Asian Studies.

Ministry of Education, Singapore [2016], *Education Statistics Digest 2016*. (https://www.moe.gov.sg/docs/default-source/document/publications/education-statistics-digest/esd-2016.pdf, accessed on March 29, 2017)

Ministry of Trade and Industry Singapore [2015], *Committee on the Future Economy to Review Singapore's Economic Strategies and Position Us for the Future*. (https://www.mti.gov.sg/NewsRoom/SiteAssets/Pages/COMMITTEE-ON-THE-FUTURE-ECONOMY-TO-REVIEW-SINGAPORES-ECONOMIC-STRATEGIES-AND-POSITION-US-FOR-THE-FUTURE/Committee%20on%20the%20Future%20Economy%20to%20Review%20Singapores%20Economic%20Strategies%20and%20Position%20Us%20for%20the%20Future.pdf, accessed on March 29, 2017)

Mogford, Caroline and Darren Pain [2006], "The Information Content of Aggregate Data on Financial Future Positions," *Bank of England, Quarterly Bulletin*, Spring, pp. 57-65.

Monetary Authority of Singapore [1998a], "Fund Management in Singapore : New Directions," Speech By Deputy Prime Minister Lee Hsien Loong, at The Investment Management Association of Singapore Seminar, February. (http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/speeches/1998/fund-management-in-singapore-new-directions--26-feb-1998.aspx, accessed on July 10, 2016)

Monetary Authority of Singapore [1998b], *MAS' New Organisational Structure 3 Apr 1998*. (http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/1998/MAS-Adopts-New-Organisational-Structure--03-Apr-1998.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [1998c], *Financial Sector Remains Resilient Despite Slowdown; MAS' efforts to reform the sector on track and reaping results*. (http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/1998/Financial-Sector-Remains-Resilient-Despite-Slowdown--MAS--efforts-to-reform-the-sector-on-track-and-reaping-results--24-Aug-1998.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [1998d], "Financial Sector Review : A Round-Up & Next Steps Financial Sector Review Group (FSRG) Appreciation Dinner," Speech by DPM Lee Hsien Loong at the Financial Sector Review Group (FSRG) Appreciation Dinner, Shangri-La Hotel. (http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Speeches-and-Monetary-Policy-Statements/Speeches/1998/Financial-Sector-Review-A-Round-Up-Next-Steps-Financial-Sector-Review-Group--FSRG--Appreciation-Dinner--27-Nov-1998.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [1998e], *Annual Report 1997/98*. (http://www.mas.gov.sg/~/media/resource/about_us/annual_reports/annual19971998/MASAnnual9798.pdf, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [1999], *Annual Report 1998/99*. (http://www.mas.gov.sg/~/media/resource/about_us/annual_reports/annual19981999/MASAnnual9899.pdf, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [2011], *A Competent, Trusted, and Clean Financial Centre, Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore*.(http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Speeches-and-Monetary-Policy-Statements/Speeches/2011/A-Competent-Trusted-and-Clean-Financial-Centre-Welcome-Address-by-Mr-Ravi-Menon-MD-MAS-at-the-WMI-Connection.aspx, accessed on July 10, 2016)

Monetary Authority of Singapore [2012a], *Regional Safety Nets to Complement Global Safety Nets"Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore, Welcome Remarks at Opening Ceremony of the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) MAS Penthouse, 31 January 2012*. (http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Speeches-and-Monetary-Policy-Statements/Speeches/2012/Regional-Safety-Nets-to-Complement-Global-Safety-Nets-Welcome-Remarks-by-Mr-Ravi-Menon.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [2012b], *Forces Driving the Global Economic Outlook"Keynote Address by Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore at Investment Management Association of Singapore 13th Annual Conference at Raffles City Convention Centre on 14 March 2012*. (http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Speeches-and-Monetary-Policy-Statements/Speeches/2012/Keynote-address-by-Mr-Ravi-Menon-MD-MAS-at-IMAS.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [2012c], *SECURITIES AND FUTURES ACT (CAP. 289)*. (https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/Regulations-Guidance-and-Licensing/Guidelines/SFA--SFA04G05--Guidelines-on-Licensing-Registration-and-Conduct-of-Business-for-FMCs-25-March-2019.pdf?la=en&hash=CA6F3F98A8D1A39B103BDF7801A5E8C9FC694E7A, accessed on December 13, 2020)

Monetary Authority of Singapore [2013a], *Singapore's Financial Centre in the New Landscape"Keynote Address by Mr Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore, at Investment Management Association of Singapore (IMAS) 14th Annual Conference on 13 March 2013*. (http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/speeches/2013/singapore-financial-centre-in-the-new-landscape.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [2013b], *Global Regulatory Reforms: What's Done, What To Watch For"Opening Remarks by Mr Ravi Menon, Managing Director, Monetary Authority of Singapore at the 4th Pan-Asian Regulatory Summit on 25 September 2013*. (http://www.mas.gov.sg/news-and-publications/speeches-and-monetary-policy-statements/speeches/2013/global-regulatory-reforms.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [2016], *ANNUAL REPORT 2015/16*. (http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20152016/Annual%20Report.pdf, accessed on March 12, 2017)

Monetary Authority of Singapore [2017], *Keynote Address by Mr Lawrence Wong, Minister for National Development and Second Minister for Finance, at the Investment Management Association of Singapore's 20th Anniversary Conference on 23 March 2017*. (http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Speeches-and-Monetary-Policy-Statements/Speeches/2017/Keynote-Address-at-the-Investment-Management-Association-of-Singapores-20th-Anniversary-Conference.aspx, accessed on March 29, 2017)

Monetary Authority of Singapore [2019], "Consultation Paper on Proposed Amendments to the Banking Act," *Consultation Paper*, P001-2019, February, pp. 1-51.

Monetary Authority of Singapore, *Singapore Asset Management Industry Survey*, various issues.

Moosa, Imad, Larry Li, and Riley Jiang [2016], "Determinants of the Status of an International Financial Centre," *The World Economy*, Vol. 39, Issue 12, December, pp. 2074–2096.

National Financial Information Center Index Research Institute under Xinhua News Agency and Standard & Poor's Dow Jones Index Co., *Xinhua·Dow Jones International Financial Centers Development Index*, various issues.

O'brien, Richard [1992], *Global financial integration: The end of geography*, Royal Institute of International Affairs.

Obstfeld, Maurice [2004], "External adjustment," *Review of World Economics*, Vol. 140, No. 4, August, pp. 541-568.

Obstfeld, Maurice [2012], “Financial flows, financial crises, and global imbalances,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, Issue 3, April, pp. 469–480.

Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff [2005], “Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 67-146.

OECD [2008], *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment - 4th Edition*. (https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf, accessed on March 29, 2017)

OECD [2016], *OECD Economic Outlook, Volume 2016, Issue 2*, OECD Publishing.

Osada, Mitsuhiro and Masashi Saito [2010], “Financial Integration and Economic Growth: An Empirical Analysis Using International Panel Data from 1974–2007,” *Bank of Japan Working Paper Series*, No.10-E-5, April, pp. 1-25.

Park, Cyn - Young, and Jong - Wha Lee [2011], “Financial integration in emerging Asia: Challenges and prospects,” *Asian Economic Policy Review*, Vol. 6, Issue 2, December, pp. 176-198.

Park, Cyn - Young [2013], “Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence,” *ADB Economics Working Papers series*, No. 351, June, pp. 1-28.

Park, Donghyun, and Kwanho Shin [2015], “Financial integration in asset and liability holdings in East Asia," *ADB Economics Working Papers series*, No. 444, August, pp. 1-40.

Park, Yoon-shik [2011], “Developing an International Financial Center to Modernize the Korean Service Sector,” *Korea Economic Institue Academic Paper Series*, October, pp. 1-11.

Park, Y. S [1982], “The Economics of Offshore Financial Centers," *Journal of world business*, Vol. 17, No. 4, December, pp. 1-5.

Park, Yung-Chul and Daekeun Park [2003], “Creating Regional Bond Markets in East Asia: Rationale and Strategy,” The 2nd Annual Conference of PECC Finance Forum, July, pp. 1-54.
（http://www.hkcpec.org/files/f12.pdf#search='creating+regional+bond+markets+in+east+asia', accessed on September 20, 2015）

Park, Yung-Chul and Daekeun Park [2004], “Creating Regional Bond Markets in East Asia”, in Ito, Takatoshi and Yung Chul Park (eds.), *Developing Asian Bondmarkets*, Asia Pacific Press, Chapter 2.

Plummer, Michael G. and Ganeshan Wignaraja [2007], “The Post-Crisis Sequencing of Economic Integration in Asia: Trade as a Complement to a Monetary Future,” *Working Paper on Regional Economic Integration*, No. 9, May, pp. 1-28.

Polèse, Mario [2010], "Why Big Cities Matter More than Ever," *City Journal, Autumn 2010*.(https://www.city-journal.org/html/why-big-cities-matter-more-ever-13324.html, accessed on March 12, 2017)

Pongsaparn, Runchana and Olaf Unteroberdoerster [2011], "Financial Integration and Rebalancing in Asia," *IMF Working Paper*, No. 11/243, October, pp. 1-32.

Pool, Veronika K., Noah Stoffman, and Scott E. Yonker [2015], "The people in your neighborhood: Social interactions and mutual fund portfolios," *The Journal of Finance*, Vol. 70, Issue 6, December , pp. 2679-2732.

Poon, Jessie PH, Bradly Eldredge, and David Yeung [2004], "Rank size distribution of international financial centers," *International Regional Science Review*, Vol. 27, No. 4, October, pp. 411-430.

Porteous, David J [1995], *The geography of finance: Spatial dimensions of intermediary behaviour*, Avebury.

Portes, Richard and Helene Rey [2005], "The Determinants of Cross Border Equity Flows," *Journal of International Economics*, Vol. 65, issue 2, March, pp. 269–296.

Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose [2003], "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence," *IMF Occasional Paper*, No. 220, September, pp. 1-28.

PricewaterhouseCoopers [2013], *2013 Global Private Banking and Wealth Management Survey*. (http://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/private-banking-wealth-management-survey/assets/pwc-global-private-banking-wealth-management-survey-2013.pdf, accessed on March 29, 2017)

PricewaterhouseCoopers [2015], *Asian Passports, the coming of age*.

Punch, Keith F. [1998], *Introduction to social research: Quantitative and qualitative approaches*, Sage.

Quinn, Dennis, Martin Schindler, and A. Maria Toyoda [2011], "Assessing measures of financial openness and integration," *IMF Economic Review*, Vol. 59, No. 3, August, pp. 488-522.

Reed, Howard Curtis [1981], *The preeminence of international financial centers*, Praeger Publishers.

Rillo, Aladdin D. [2018], "ASEAN FINANCIAL INTEGRATION: OPPORTUNITIES, RISKS, AND CHALLENGES," *Public Policy Review*, Vol. 14, No. 5, September, pp. 901-924.

Sagaram, J. P. A., and Jayasinghe Wickramanayake [2005], "Financial centers in the Asia-pacific region: an empirical study on australia, Hong Kong, Japan and Singapore," *PSL Quarterly Review*, Vol. 58, No 232, March, pp. 21-51.

Santis, Roberto A. De and Paul Ehling [2007], "Do International Portfolio Investors Follow Firms' Foreign Investment Decisions?" *European Central Bank, Working Paper Series*, No. 815, September, pp. 1-45.

Sassen, Saskia [1999], "Global Financial Centers," *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 1, Jan. - Feb., pp. 75-87.

Schenk, Catherine R. [2002], "Banks and the emergence of Hong Kong as an international financial center," *Journal of International Financial Markets*, Institutions and Money, Volume 12, Issues 4–5, March, pp. 321-340.

Schoenmaker, Dirk, and Thijs Bosch [2008], "Is the home bias in equities and bonds declining in Europe?" *Investment Management and Financial Innovation*, Volume 5, Issue 4, pp. 90-102.

Schoenmaker, Dirk [2011], "The financial trilemma," *Economics Letters*, Volume 111, Issue 1, April, pp. 57-59.

Seade, J. [2009], "Hong Kong and East Asia's Financial Centres and Global Competition," in Young, Soogil, Dosoung Choi, Jesus Seade and Sayuri Shirai (eds.), *Competition Among Financial Centres in Asia Pacific: Prospects, Risks and Policy Challenges*, Institute of Southeast Asian Studies.

Shin, Kwanho and Doo Yong Yang [2006], "Complementarity between Bilateral Trade and Financial Integration," *MPRA Paper*, No. 694, November, pp. 1-32.

Shirai, S. [2009a], "Promoting Tokyo as An International Financial Centre," in Young, Soogil, Dosoung Choi, Jesus Seade and Sayuri Shirai (eds.), *Competition Among Financial Centres in Asia Pacific: Prospects, Risks and Policy Challenges*, Institute of Southeast Asian Studies.

Shirai, Sayuri [2009b], "Evaluating the present state of Japan as an international financial center," *MPRA Paper*, No. 14720, April, pp 1-36.

Singapore Government [1991], *Singapore: The next lap*, Singapore Government.

Singapore Government [1998], *GOVERNMENT'S RESPONSE TO CSC FINANCE & BANKING SUB-COMMITTEE RECOMMENDATIONS*. (http://www.nas.gov.sg/archivesonline/speeches/view-html?filename=1998021806.htm, accessed on March 29, 2017)

Singapore Department of Statistics [2007], "Foreign Direct Investment in Singapore, 1995-2005," *Statistics Singapore Newsletter*, September, pp. 1-6.

Singapore Department of Statistics [2012], "Implementation of IMF Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th Edition in Singapore's Balance of Payments," *occasional paper on economic statistics*, February, pp. 1-27.

Singapore Department of Statistics [2015], *Singapore Standard Industrial Classification 2015*. (http://www.singstat.gov.sg/docs/default-source/default-document-library/methodologies_and_standards/standards_and_classifications/industrial_classification/ssic2015-report.pdf, accessed on March 29, 2017)

Singapore Department of Statistics [2016], "Singapore's International Accounts: Methodological Updates and Recent Developments" *Information Paper*, May, pp. 1-26.

Singapore Department of Statistics [2018], *Singapore Standard Industrial Classification 2015 (Version 2018)*.

Siregar, Reza Y., and Keen Meng Choy [2010], "Determinants of international bank lending from the developed world to East Asia," *IMF Staff Papers*, Vol. 57, No. 2, June, pp. 484-516.

Solomon, David, and Eugene Soltes [2015], "What are we meeting for? The consequences of private meetings with investors," *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, No. 2, May, pp. 325-355.

Tan, Chwee Huat [2005], *Financial markets and institutions in Singapore*, NUS Press.

Tan, Chwee Huat, Joseph Lim, and Wilson Chen [2004], "Competing international financial centers: a comparative study between Hong Kong and Singapore," Paper for Saw Centre for Financial Studies and ISEAS Conference in November, November, pp. 1-92.

Tay, Jean, Saktiandi Supaat, Shivani Tharmaratnam, and Edward Robinson [2004], "Singapore's Balance of Payments, 1965 to 2003: An Analysis," *MAS Staff Paper*, No. 33, August, pp. 1-38.

Tschoegl, Adrian E. [2000], "International Banking Centers, Geography, and Foreign Banks," *Institutions and Instruments*, Volume 9, Issue 1, February, pp. 1-32.

TheCityUK [2014], *UK Fund Management*. (http://www.thecityuk.com/research/our-work/reports-list/uk-fund-management-2014/, accessed on September 20, 2015)

Thrift, Nigel [1994], "On the Social and Cultural Determinants of International Financial Centres: The Case of the City of London," in Corbridge, Stuart, Nigel Thrift and Ron Martin (eds.), *Money, Power and Space*, Blackwell, Part Ⅲ,Chapter 14.

Triffin, Robert [1960], *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press,

Turner, Philip [1991], "Capital Flows in the 1980s: A Survey of Major Trends," *BIS Economic Papers*, No. 30, April, pp. 1-123.

U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, various issues.

Vanpee R., De Moor L. [2012], "Bond and equity home bias and foreign bias: An international study," *Hogeschool-Universiteit Brussel, Faculteit Economie en Management, Working Paper*, AFI_1269, May, pp. 1-35.

Viboonchart, Nalin [2013], "World of wealth," *Bangkok Post*, Monday December 2.

Walter, Ingo [1998], "Globalisation of markets and financial-centre competition," *New York University Solomon Centre Working Paper*, No. S/98/31, March, pp. 1-35.

Walter, Ingo and Sisli, Elif [2007], "The Asset Management Industry in Asia: Dynamics of Growth, Structure and Performance," *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 16, No. 1, February, pp. 1-85.

Warnock, Francis E. and Veronica C. Warnock [2005], "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper*, No. 840, September, pp. 1-46.

Warnock, Francis E. and Veronica C. Warnock [2006], "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," *NBER Working Paper,* No. 12560, October, pp. 1-44.

Warnock, Francis E. [2010], "How Dangerous Is U.S. Government Debt? —The Risks of a Sudden Spike in U.S. Interest Rates—," *U.S., Council on Foreign Relations, Capital Flows Quarterly*, Q2, June, pp. 1-18.

Wójcik, Dariusz [2009], "Financial centre bias in primary equity markets," *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, Vol. 2, issue 2, July, pp. 193–209.

Woo, J.J. [2016], *Singapore As International Financial Centre: History, Policy and Politics*, Palgrave Macmillan.

Zhao, Simon X.B., Jianming Cai, and Li Zhang [2005], "Asymmetric information as a key determinant for locational choice of MNC headquarters and the development of financial centers: A case for China," *China Economic Review,* Volume 16, Issue 3, October, pp. 308-331.

World Economic Forum, *The Financial Development Report*, various issues.

Zhao, Simon XB, Li Zhang, and Danny T. Wang [2004], "Determining factors of the development of a national financial center: the case of China," *Geoforum*, Vol. 35, Issue 5, September, pp. 577-592.

Z/Yen Group, *TheGlobal FinancialCentres Index*, various issues.