

「国際金融センターの都市比較 ～東京市場発展の方策」

赤羽 裕 氏

亜細亜大学都市創造学部 教授

City to City Comparison as International Financial Centre ～ Strategy for Growth of Tokyo Market

Hiroshi Akabane

Abstract

This paper focuses on the International Financial Centre. First, I have reviewed its function and characteristics and considered how it affects the economic growth of cities. Next, the characteristics and position of Tokyo in the world were compared with other cities.

The International Financial Centre is the place where financial institutions and related sectors' corporations assemble. It contributes to the economic growth of cities and needs excellent human resources. For establishment and conservation of the International Financial Centre, it is important for a city to distinguish itself from other cities. For example, Tokyo is currently struggling in the competition, not only with New York and London, but also with other Asian cities such as Hong Kong, Singapore, Shanghai, etc. According to SWOT analysis, using its existing strength is considered the best course of action for Tokyo. Tokyo's existing strengths are activity in ASENA+3, the solid JGB market, etc. These features could differentiate Tokyo from other International Financial Centre. As concrete measures, the following are under consideration : creating the Basket Currency of East Asian Countries ("Asian Currency Unit"=ACU) in the future, getting the status of ACU's main market and revitalizing TOKYO PRO-BOND Market.

I expect Tokyo will become a real "International Financial Centre" through cooperation between government, industry and academia as we move toward 2020, the next Tokyo Olympic year.

Keyword

International Financial Centre, TOKYO PRO-BOND Market, Asian Currency Unit,
Theory of industrial location, Internationalization of the Yen

キーワード

国際金融センター, 東京プロボンド市場, ACU, 産業立地論, 円の国際化

(謝辞)

本稿は、2014年の日本国際経済学会全国大会（京都産業大学）、2016年の日本金融学会春季大会（武蔵大学）の報告論文に加筆・修正を行ったものである。各大会での討論者をお引き受けくださった栗原裕先生（愛知大学）、佐々木百合先生（明治学院大学）より、貴重なコメントを頂いた。また、本誌のお二人の匿名レフリーから丁寧かつ詳細なコメントを頂いた。ここに記して謝意を示したい。ただし、本稿における誤りは、すべて筆者本人に帰するものである。

はじめに

本稿では、いわゆる「国際金融センター」の機能・特色を確認したうえで、それが都市の経済発展に資する側面を検討する。つづいて、東京の特色・位置づけを他都市と比較・分析する。そのうえで、今後、東京が国際金融センターとして発展していくための課題や方策を確認したい。

これまで、円の国際化が十分には進まず、東京の国際金融センター化も本格化せず、ロンドン・ニューヨークとは差が開き、香港・シンガポールと3番手の地位を争っている状況であった。そうした中、2013年に、2020年の東京オリンピック開催が決定されたことを受け、改めて東京の国際金融センター化の気運が盛り上がり、官民から各種の提言が出され、東京都も具体的な行動を開始した。金融センターとしての競争に関して、どのような点が重要なかを先行研究や複数のランキング資料を参考に検討を進めたい。さらに、東京の競争力向上のための施策を考える手法も検討のうえ、分析を行う。最終的には、具体的な方策を見出すことも試みたい。

なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、本務先、その他いかなる組織とも無関係である。

第1章 国際金融センターの都市機能

1. 国際金融センターとは

我々が、「国際金融センター」と呼ぶ都市の代表といえ、ニューヨーク、ロンドン、そして、東京などが挙げられる。また、近年のアジアの経済発展をふまえれば、香港やシンガポールもその位置づけと考えられ、また、経済発展を継続する中国においての代表は、上海であろう。では、国際金融センターと呼ばれる都市の条件、あるいはその機能や特色とはいったい何か。まず、この点を先行研究などで確認したい。

対木(2009)は、その定義を以下のようにしている。まず、「金融センター」を、金利、通貨、株式、債券につき、それぞれの現物、先物、デリバティブなどを取引する金融機関が集まった「場」の概念と一般化している。そして、「国際金融センター」については、多種多様な金融商品およびその周辺の取引が国際化し、プレーヤーも国際化した場所としている。その上で、東京を含めアジアには、ニューヨーク・ロンドン

と並ぶ国際金融センターは存在しないと評している。

次に、こうした都市比較の資料として、新華社・ダウジョーンズ社による国際金融センター指数の都市ランキングを確認したい。2014年9月に発表された第5回で確認した結果、その順位の推移は図表1のとおりで、第1位ニューヨーク、第2位ロンドン、第3位東京となった。東京は香港に抜かれ、初めてベスト3から転落した2013年から、再度、ベスト3の地位を回復した。東京に加えて、シンガポール(第4位)、香港(第5位)、上海(第6位)、北京(第9位)と昨今の東アジア、特に中国の経済力の高まりが、このランキングにも反映されていると考えられる。

次にこのランキングの前提となる候補都市は、図表2の45都市。ランク付けの要素は、以下のとおり。当該要素に関連する、株式や債券の取引ボリュームなど各種市場取引の指数やGDP成長率など経済指標を数値化したものと、アンケート調査結果との双方に基づき集計し、順位付けした結果である。アンケートは、前述の45都市の様々な業種および職階の対象者からの聞き取りによるもの。有効回答数6,607件から集計・算出されている。

1. Financial Markets

(細目) ①資本市場、②外国為替市場、

③銀行および保険市場

2. Growth and Development

(細目) ①市場の成長、②経済成長、

③イノベーションに関する成長

3. Industrial Support

(細目) ①産業連関、②産業の能力、③産業風土

4. Service Level

(細目) ①インフラ、②社会的マネジメント、

③仕事と生活

5. General Environment

(細目) ①経済環境、②政治環境、③開放性、④自然環境

図表1 国際金融センター指数ランキング2014

Ranking	2014	Ranking	2013	Ranking	2012	Ranking	2011	Ranking	2010
1	New York	1	New York	1	New York	1	New York	1	New York
2	London	2	London	2	London	2	London	2	London
3	Tokyo	3	Hong Kong	3	Tokyo	3	Tokyo	3	Tokyo
4	Singapore	4	Tokyo	4	Hong Kong	4	Hong Kong	4	Hong Kong
5	Hong Kong	5	Singapore	5	Singapore	5	Singapore	5	Paris
6	Shanghai	6	Shanghai	6	Shanghai	6	Shanghai	6	Singapore
7	Paris	7	Paris	7	Frankfurt	7	Paris	7	Frankfurt
8	Frankfurt	8	Frankfurt	8	Paris	8	Frankfurt	8	Shanghai
9	Beijing	9	Chicago	9	Zurich	9	Sydney	9	Washington
10	Chicago	10	Sydney	10	Chicago	10	Amsterdam	10	Sydney

出所：新華社ダウジョーンズランキング(2014)

図表2 サンプル都市

Europe	Amsterdam	Vienna	Oslo	Paris
	Budapest	Brussels	Dublin	Frankfurt
	Copenhagen	Helsinki	Lisbon	Luxembourg
	London	Rome	Madrid	Milan
	Moscow	Munich	Geneva	Stockholm
	Zurich			
America	Boston	Buenos Aires	Toronto	Chicago
	Washington	San Francisco	Montreal	New York
	Sao Paulo	Vancouver		
Asia	Tokyo	Osaka	Dubai	Mumbai
	Singapore	Beijing	Shanghai	Shenzhen
	Seoul	Taipei	Hong Kong	
Other	Johannesburg	Melbourne	Sydney	

出所：新華社ダウジョーンズランキング（2014）

上記のランク付けの要素、5分野およびその細目を確認すると、各金融商品市場自体およびその成長・発展余地といったものとともに、国際的な金融機関およびそれを動かすプレーヤーの集まる「場」のハード面・ソフト面、双方の環境・社会インフラのレベルなどにより構成されている。これは、前述の対木（2009）が示した定義と合致している。一方で、アジアの諸都市の評価については、意見が分かれるところであろうと考えられる。ただし、当該ランキングにおいて、この5年間で不動の1位・2位を占めるニューヨーク・ロンドンと、東京・シンガポール・香港を含めたアジアの諸都市の差はまだ大きいとも考えられる。また、それぞれが、現在の基軸通貨「米ドル」のアメリカ、ならびに、かつての基軸通貨「ポンド」のイギリスの、金融の中心都市であることは、興味深い。1970年代以降、国の経済力（GDP）では長らく世界第2位を占めた日本の「円」が、その「国際化」には満足いくレベルでは成功しなかったことと合わせ、通貨の要素も国際金融センター実現にあたっては、重要なファクターとして注目できる。

2. 都市の経済発展への影響

都市比較に移る前に、こうした国際金融センターの側面が、当該都市の経済発展に寄与する理由を確認する。田中・三菱総研（2008）は、金融業が物理的に集まる傾向が強いとし、その理由として、①金融商品の取り扱いにおけるコミュニケーションの重要性、②金融業における優れた人材確保の重要性、③都市間競争における金融業の重要性、の3点を指摘している。そうした金融業に選ばれる都市の条件としては、「金融機関および周辺サービスの集積」、「アクセス性の高い国際空港」、「利便性の高い公共交通機関」などが同書のアンケート結果として示されてい

る。こうした条件をクリアし、人が集まり、情報が集まり、金融仲介機能の高い都市として成長すれば、他産業も発展する好循環が可能であろう。

国際金融センターとしての地位が確立されれば、金融業の集積が実現し、雇用機会の創出・増加が見込まれる。さらに、周辺産業でも同様の雇用機会が増加しよう。こうした雇用創出により、当該都市および周辺都市への人口集積の好循環を産めば、増加した人口を新たな市場として、サービス業や新規事業なども期待できる。

国際金融センターを考える上で、金融産業への評価をふまえた先行研究に伊藤（1996）がある。金融産業をサービス産業のなかでも成長率の高い成長産業の一つと捉え、その雇用効果を考えた場合、製造業が衰退するような国では、政府が将来頼りにできる産業の一つと評価している。金融取引には、大きな規模の利益、集積の利益が働くと評価し、その理由として一回の取引にかかる人件費等の諸コストは、取引金額の大小にかかわらず一定のため、取引金額が大きければ大きくなるほど、金額あたりの取引コストが低下することをあげている。さらに、そうした取引の注文を出す場合は、「厚み」のある市場に出した方が、速く、かつ不利にならない価格で取引が成立する可能性が高いと整理している。そのため、同一の金融商品が複数の取引所で上場されている場合、時差・取引コストに大きな差がなければ、より売買高の大きい市場へ注文を出すのは自然と考えている。さらに、ある程度まとまった取引高のある市場が一度形成されると、後発で競争市場を育てるのは難しいとも述べている。育成策として考えられる手段として、金融市場の取引費用を低く抑える、および一般的な規制緩和を提示している。大きな国内金融市場を持たないシンガポールの成功は、積極的な金融市場の整備や誘致がそ

の理由と述べている。

つぎに、金融センターの衰退・消滅などの可能性を産業立地論の視点から分析した植田（1996年）を確認したい。当該理論では、財・サービスの生産が地理的に特化する現象の説明が試みられ、その主要構成要素は以下の内容となる。①財・サービスの生産技術が収穫逓増の性質を示す。②財・サービスの輸送にはコストがかかる。①は、少数の地域での生産を有利にする要因、②は需要のある地域での生産を促す要因、と整理している。こうした理論背景をふまえ、金融業のサービス生産を次の3種類に分類している。

- A. 将来財生産主体（投資主体、借り手）に関する情報生産
- B. Aに基づく金融商品生産、リスク・リターン特質のtransformation
- C. 規格化された金融商品の流通市場の提供

A・B・Cの3要素はどれも、前述の伊藤（1996）と同様に、「規模の経済」が働くと評価している。金融センターの衰退（金融の空洞化）を金融サービス生産基地の移動と捉え、生産要素の移動が必要と説く。この面からは、A（借り手に関する情報生産活動）は、特に中小の借り手中心にサービス生産の局地性が高く、B・CはAの確保を前提とすれば、サービスの拠点を移動させることは比較的容易であろうと整理している。加えて、どのサービスも、規制等による政策当局との関係は局地性を強める要因と付言している。

上記から、国際金融センターの存在は、当該都市および周辺での雇用創出、他産業への波及効果、中小企業への安定的な資金供給など、経済発展への効果が期待できる。その実現・継続には、他の金融センター（あるいは取引所）とは異なる商品の取扱といった、特色を持ち、その商品に関しては高い競争力を持たせるような戦略が必要と考えられる。

第2章 東京の特色・位置づけ～他都市との比較

1. 東京の概要

まず、東京の特色を各種資料や先行研究から確認したい。他都市との比較で考えた場合、詳細は割愛するが、第1章で取り上げたランキングの直近2回（2013年・2014年）の結果で、東京が他のアジア都市に劣後したのは以下のとおり。「2. Growth and Development」で2013年に上海・香港・シンガポール・北京、2014年に上海。「4. Service Level」で2014年に香港。「5. General Environment」で2013年に香港。「2」については、ニューヨーク・ロンドンとも、2013年には上海・香港の後塵を拝してい

る。これは、香港の、成長の著しいアジア、特に中国との密接な関係を考えればやむを得ないと考ええる。

むしろ、2014年に東京がその欧米2都市をも凌駕し、上海に次ぐ第2位となった点が評価できる。一方で、「4」・「5」については、両都市とも2年とも当該2項目につき、香港よりも上位に存在する。こうした点の改善が、東京が国際金融センターとして、今後も成長していくためにはポイントと考えられる。なお、上記のランキングは2016年末現在で、2015年以降分はweb上で発表されていない。

次に、もう1件国際金融センターランキングを確認したい。こちらは、イギリスのシンクタンク Z/YEN グループによる国際的競争力を示す指標で、2007年3月より半年に1回、発表されている。図表3は2016年9月発表のもので、東京は、ロンドン、ニューヨーク、シンガポール、香港に続く第5位。前回と同じランクとなっている。当該指標は、ビジネス環境や人的資本などを経済データから測定した要素と国際金融の専門家に対する質問票による評価結果の要素の二つから構成されている。

このランキングにおける評価の特徴として、各都市のプロフィールを三つの側面から評価している点がある。① Connectivity（非居住者の専門家から評価される他の金融センターとの連結性）、② Diversity（金融産業の広がりという意味での多様性）、③ Speciality（金融関連業界およびそれに関連する政府・規制の奥深さを背景とする特性）がその評価軸である。さらに、②と③を合わせた評価軸と①の評価軸から、各都市の特性を分類している。（図表4）ここで、東京と他の上位都市との違いが鮮明となる。東京よりも、上位にランキングされている4都市は、すべてGlobalかつBroad & deepと評価されているのに対して、東京はBroad & deepとの評価は得ているものの、「連結性」においては、最上位のGlobalではなく、Transnationalの評価に留まっている。

この点は、長らくGDPで世界第2位を占め、現在も第3位に位置する日本の経済力を勘案した場合、東京が市場としては、それほど重要視されていないとも考えられる。同じアジア地域で、香港・シンガポールとの差が確実に存在していることを認識すべきであろう。また、ランキングでは東京より下位16位の上海が「広さと厚み」に関しては「Relatively broad」ながら、「連結性」では「Global」との評価を得ていることも注目できる。

次に、市場で取扱われる商品の大きな一つである通貨に関して、関連データとして確認してみたい。具体的には、BISによって3年に一度行われる外国為替市場における使用通貨のシェアを検証する。（図表5）これを見ると、日本円は米ドル・ユーロに続き、第3位の地位を占める。ロン

図表3 国際金融センターランキング

Centre	GFCI20		GFCI19		CHANGES	
	Rank	Rating	Rank	Rating	Rank	Rating
London	1	795	1	800	◀ 0	▼ 5
New York	2	794	2	792	▶ 0	▲ 2
Singapore	3	752	3	755	▶ 0	▼ 3
Hong Kong	4	748	4	753	▶ 0	▼ 5
Tokyo	5	734	5	728	▶ 0	▲ 6
San Francisco	6	720	8	711	▲ 2	▲ 9
Boston	7	719	9	709	▲ 2	▲ 10
Chicago	8	718	11	706	▲ 3	▲ 12
Zurich	9	716	6	714	▼ 3	▲ 2
Washington DC	10	713	7	712	▼ 3	▲ 1
Sydney	11	712	17	692	▲ 6	▲ 20
Luxembourg	12	711	14	698	▲ 2	▲ 13
Toronto	13	710	10	707	▼ 3	▲ 3
Seoul	14	704	12	705	▼ 2	▼ 1
Montreal	15	703	21	686	▲ 6	▲ 17
Shanghai	16	700	16	693	▶ 0	▲ 7
Osaka	17	699	20	687	▲ 3	▲ 12
Dubai	18	698	13	699	▼ 5	▼ 1
Frankfurt	19	695	18	689	▼ 1	▲ 6
Vancouver	20	694	22	684	▲ 2	▲ 10
Taipei	21	692	24	677	▲ 3	▲ 15
Shenzhen	22	691	19	688	▼ 3	▲ 3
Geneva	23	689	15	694	▼ 8	▼ 5
Melbourne	24	687	30	669	▲ 6	▲ 18
Los Angeles	25	685	29	670	▲ 4	▲ 15
Beijing	26	683	23	682	▼ 3	▲ 1
Munich	27	680	27	672	▶ 0	▲ 8
Cayman Islands	28	676	41	641	▲ 13	▲ 35
Paris	29	672	32	667	▲ 3	▲ 5
Casablanca	30	671	33	665	▲ 3	▲ 6
Dublin	31	663	39	643	▲ 8	▲ 20
Abu Dhabi	32	662	26	675	▼ 6	▼ 13
Amsterdam	33	659	34	664	▲ 1	▼ 5
Calgary	34	658	28	671	▼ 6	▼ 13
Bermuda	35	654	50	629	▲ 15	▲ 25
British Virgin Islands	36	653	46	635	▲ 10	▲ 18
Vienna	37	645	40	642	▲ 3	▲ 3
Tel Aviv	38	643	25	676	▼ 13	▼ 33
Bangkok	39	642	47	633	▲ 8	▲ 9
Doha	40	641	35	652	▼ 5	▼ 11
Busan	41	640	38	644	▼ 3	▼ 4
Jersey	42	639	62	617	▲ 20	▲ 22
Kuala Lumpur	43	638	36	649	▼ 7	▼ 11
Stockholm	44	636	37	648	▼ 7	▼ 12

Centre	GFCI20		GFCI19		CHANGES	
	Rank	Rating	Rank	Rating	Rank	Rating
Warsaw	45	633	48	631	▲ 3	▲ 2
Qingdao	46	631	79	594	▲ 33	▲ 37
Guernsey	47	630	66	613	▲ 19	▲ 17
Dalian	48	629	31	668	▼ 17	▼ 39
Oslo	49	628	65	614	▲ 16	▲ 14
Tallinn	50	627	78	596	▲ 28	▲ 31
Sao Paulo	51	626	43	639	▼ 8	▼ 13
Riga	52	625	71	605	▲ 19	▲ 20
Milan	53	624	54	625	▲ 1	▼ 1
Rio de Janeiro	54	623	44	637	▼ 10	▼ 14
Gibraltar	55	622	61	618	▲ 6	▲ 4
Liechtenstein	56	621	76	598	▲ 20	▲ 23
Istanbul	57	620	45	636	▼ 12	▼ 16
Bahrain	58	619	69	609	▲ 11	▲ 10
Johannesburg	59	618	51	628	▼ 8	▼ 10
Copenhagen	60	616	49	630	▼ 11	▼ 14
Glasgow	61	615	59	620	▼ 2	▼ 5
Brussels	62	614	52	627	▼ 10	▼ 13
Panama	63	613	72	603	▲ 9	▲ 10
Rome	64	612	63	616	▼ 1	▼ 4
Isle of Man	65	611	68	610	▲ 3	▲ 1
Edinburgh	66	610	56	623	▼ 10	▼ 13
Monaco	67	609	80	590	▲ 13	▲ 19
Madrid	68	608	64	615	▼ 4	▼ 7
Lisbon	69	607	75	599	▲ 6	▲ 8
Almaty	70	605	77	597	▲ 7	▲ 8
Trinidad and Tobago	71	604	--	--	--	--
Prague	72	603	57	622	▼ 15	▼ 19
Mexico City	73	600	53	626	▼ 20	▼ 26
Malta	74	599	81	587	▲ 7	▲ 12
Mumbai	75	598	42	640	▼ 33	▼ 42
Jakarta	76	597	58	621	▼ 18	▼ 24
Budapest	77	596	74	600	▼ 3	▼ 4
Manila	78	595	55	624	▼ 23	▼ 29
Mauritius	79	594	73	601	▼ 6	▼ 7
Cyprus	80	593	83	576	▲ 3	▲ 17
Helsinki	81	596	60	619	▼ 21	▼ 33
Riyadh	82	585	70	606	▼ 12	▼ 21
Reykjavik	83	573	85	562	▲ 2	▲ 11
Moscow	84	568	67	611	▼ 17	▼ 43
St Petersburg	85	567	82	585	▼ 3	▼ 18
Bahamas	86	566	84	568	▼ 2	▼ 2
Athens	87	535	86	558	▼ 1	▼ 23

出所：Global Financial Centres Index20 (Sep 2016)

ドンを母国市場として持つポンドよりもシェアは高い。また、金融センターランキングでベスト5に入っている香港やシンガポールも、自国通貨のシェアは決して高くない。これは、いわゆる「円の国際化」と「東京市場の国際化」は密接に関連するものの、同一ではないと考えられる。すなわち、貿易決済などの使用通貨、あるいは投資商品としての円建て債券・株式のシェアをあげるのみではなく、東京市場の利便性やその都市としての魅力を高めることが、国際金融センターとしての地位をあげるうえでは重要と考えられる。

東京の国際金融センター化に対する取組はこれまででもなされてきており、ここでまずは簡単に過去の取組を振り返りたい。まず、1984年の日米円ドル委員会報告書、翌年のプラザ合意を契機に日本への海外金融機関の進出が増加し、その後のバブル景気とともに、「東京の国際金融センター化」の聲が高まった。しかし、これは1990年代前半にバブルが崩壊し、海外金融機関の撤退もあり、本格化する

ことはなかった。つづいて、1996年に当時の橋本内閣の下、「日本版金融ビッグバン」構想が持ち上がり、「フリー、フェア、グローバル」を原則として、金融の自由化が進められた。現在の「原則自由」の外為法が実現したのが、この流れでの1998年である。しかし、当時はバブル崩壊後の日本の金融機関の不良債権処理問題もあり、東京市場、あるいは日本は、自国の金融危機解決を優先せざるを得ない状況であった。その後、小泉内閣の時期に不良債権処理に目処をつけ、2006年12月の経済財政諮問会議では、「金融・資本市場ワーキンググループ」が立ち上げられ、再び東京の国際金融センター化への動きが始まった。しかし、これは2008年のリーマンショック以降の世界金融危機や国内でのデフレの継続の中、大きく進展はしなかった。淵田（2007）は、その時点で、「東京がどのような国際金融センターを目指すのか」の議論が重要であることを指摘している。

こうした状況の東京市場であるが、2020年の東京オリ

図表4 国際金融センターのプロフィール

	Broad & deep	Relatively broad	Relatively deep	Emerging
	Global Leaders	Global Diversified	Global Specialists	Global Contenders
Global	Amsterdam	Brussels	Beijing	Jersey
	Dublin	Shanghai	Dubai	
	Frankfurt		Luxembourg	
	Geneva		Moscow	
	Hong Kong			
	London			
	New York			
	Paris			
	Singapore			
	Toronto			
	Zurich			
Transnational	Established Transnational	Transnational Diversified	Transnational Specialists	Transnational Contenders
	Boston	Copenhagen	British Virgin Islands	Abu Dhabi
	Chicago	Edinburgh	Casablanca	Almaty
	Istanbul	Kuala Lumpur	Cayman Islands	Bangkok
	Madrid	Lisbon	Doha	Bahamas
	Montreal	Los Angeles	Guernsey	Dalian
	Munich	Prague	Mauritius	Gibraltar
	San Francisco		Shenzhen	
	Seoul			
	Stockholm			
	Sydney			
	Tokyo			
	Vancouver			
	Washington DC			
Local	Established Players	Local Diversified	Local Specialists	Evolving Centres
	Tel Aviv	Budapest	Panama	Athens
	Warsaw	Busan	Qingdao	Bahrain
		Calgary	Riga	Cyprus
		Glasgow	Rio de Janeiro	Bermuda
		Helsinki	Sao Paulo	Isle of Man
		Melbourne	Taipei	Jakarta
		Mexico City	Tallinn	Johannesburg
		Milan		Liechtenstein
		Osaka		Malta
		Oslo		Manila
		Rome		Monaco
		Vienna		Mumbai
				Reykjavik
				Riyadh
				St Petersburg
				Trinidad and Tobago

出所：Global Financial Centres Index 20 (Sep 2016)

ピック開催が2013年に決定したことを受け、開催に向けた各種のインフラ整備をはじめ、東京、さらには日本全体の経済回復の梃子とする方策の議論は増加している。

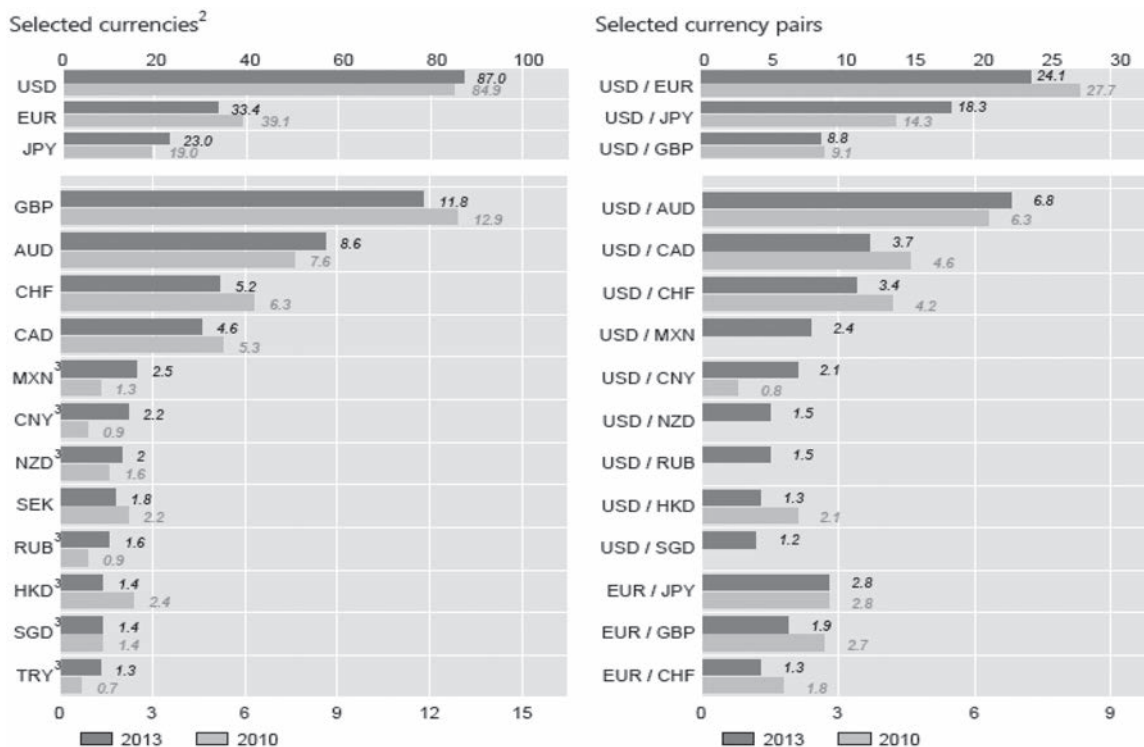
金融分野では、財務省・金融庁が事務局となった「金融・資本市場活性化有識者会合」から、「金融・資本市場活性化に向けての提言」が2013年12月になされた。ここには、日本ならびに東京市場の現状・課題がまとめられており、概要を確認する。

現状認識としては、バブル崩壊後の長期にわたる「デフレの罠」に陥った。その中で、金融・資本市場も、長期低迷・国際的に存在感が低下しているとの指摘がある。この状況からの脱却のため、「アベノミクス」の「三本の矢」の第三の矢「民間投資を喚起する成長戦略」の一環として、金融・資本市場も潜在成長力の引き上げに向けた戦略的な構造改革を必要としている。

提言の範囲は多岐にわたっており、その中で本稿のテーマである、東京の国際金融センター化への方策についての概要は以下のとおり。

- 〈方向性〉
- ① 日本経済成長のため、アジアを含む海外とともに成長する道を整備することが必要。
 - ② 東京のアジアにおける「国際金融センター」化により、アジアへの成長資金を効率的に仲介し、アジアの発展・日本の経済成長につなげる。

図表5 外為市場通貨シェア



出所：BIS (2013)

〈2020年に求められる東京市場の姿〉

内外投資家の多様なニーズに応えられるマーケット
(イメージ)

- ・海外企業の上場・起債の活性化（香港・シンガポール並みに）
- ・アジア各国通貨の取引の円滑化、クロスカレンシー取引のハブ化
- ・国内外のインフラファンドの組成・上場の増加（インフラ整備需要への対応）

〈対応すべき課題〉

- ・金融商品取引業者の事業年度規制の見直し
- ・東京プロボンド市場¹の活性化（規制見直し、DBJ²の活用）
- ・サムライ債の起債の促進
- ・日本国内にアジア企業等の直接投資を呼び込む施策

〈次段階で対応すべき課題〉

- ・アジア各国の通貨の調達環境の更なる充実
- ・クロスボーダーでの債券発行・取引、クロスカレンシー取引の円滑化
手段：① ASEAN 諸国との債券発行手続の共通化
② 外貨建債券等を決済する仕組みの整備、等
- ・JBIC によるイスラム金融の発展支援を図る
- ・金融関係の情報ハブ化（産学官が一同に会する「場」の創設など）

上記の「有識者会合」提言をふまえ、2014年5月には日本経済研究センターなど民間の3シンクタンク共同により、「東京金融シティ構想の実現に向けて」と題する提言がなされた。前者が、国ベースでの大きな枠組であるのに対して、後者は、「東京を国際金融センターとして飛躍させる構想」との位置付けである。内容としては、シティ構想に向けた体制作り、国家戦略特区を活用した東京都独自減税など、7つの提言から構成されている。また、方向性は前者の提言と平仄が取られており、「日本版メイヤー³の設置」など独自性のある項目も含め、より具体的な方策が謳われている。

「有識者会合」提言の方向性にある、アジアとの関係については、「アジアの金融ハブ化へ向けた市場インフラ整備」と題する提言がなされ、以下の内容を掲げている。

(1) 東京市場の多通貨化に向けた検討

- ① ドル・ユーロ・人民元建て証券決済の仕組み構築
- ② 人民元クリアリングバンク設置等（他のアジア通貨建て取引ニーズ・課題の研究）
- ③ 海外のリテール決済システム等との連携

(2) アジア諸国の資金調達・運用の場として東京が活用される環境整備

A. 円の国際化を視野に入れた国債のグローバル化

- ① 海外投資家の保有促進、担保としての活用促進
- ② 決済インフラ改善
(国債決済期間の短縮化、日銀ネットの稼働時間延長、日本国債担保現地通貨建て資金供給スキーム拡充等)

B. アジア債券市場育成に向けた官民連携

- ① アジアにおける貯蓄を域内の投資に活用するための仕組み構築
(クロスボーダーでの債券発行活発化に向けたインフラ整備、アジアの発行体による資金調達円滑化等)

C. イスラム金融に係る取組

- ① 東京市場におけるイスラム金融の可能性に係る研究

また、こうした諸施策を進めるための体制作りとして、国・東京都・民間が連携して、「連絡協議会」などの立ち上げも提言された。こうした流れで、実際に東京都は「東京国際金融センター検討タスクフォース」を設置し、検討を推進。「東京国際センター推進会議」の立ち上げに至り、2014年9月1日には初回会合が開催され、4テーマの分科会設置が決定した。設定されたテーマに関しては、第3章で言及したい。

2. 他都市の特色

本項では、東京が目指す国際金融都市ランキングで上位に位置する他都市を中心に、それぞれの特徴を、前述の田中・三菱総研（2008）を中心にして、最近の外国為替市場関連データもふまえ、確認しておく。

A. ニューヨーク

新華社・ダウジョーンズ社ランキングで5年連続トップを維持しており、Z/YEN グループの2016年9月では2位、前回2016年3月も2位であった。米ドルが基軸通貨でもあり、それを背景に投資銀行業務の中心地であり、また最先端の金融技術が生み出されるのもニューヨークであろう。こうした新規の金融商品・技術を生み出す人材を育成するビジネス・スクールや、その卒業生を受け入れさらに強化する大手の投資銀行や会計事務所の存在が、人的資本が重要な国際金融センターとしての地位の確立・継続には重要な役割を果たしていると考えられる。

世界の時価総額の圧倒的な一位のニューヨーク証券取引市場、ベンチャー企業の受け皿としてのナスダック市場を抱え、資金調達を行う企業、資金運用を行う投資家、双方

図表6 外為市場国別シェア

Geographical distribution of global foreign exchange market turnover¹

Net-gross basis² daily averages in April, in billions of US dollars and percentages Table 6

Country	1998		2001		2004		2007		2010		2013	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Argentina	2	0.1	...	...	1	0.0	3	0.0	2	0.0	1	0.0
Australia	48	2.3	54	3.2	107	4.1	176	4.1	182	3.8	182	2.7
Austria	12	0.6	8	0.5	15	0.6	19	0.4	20	0.4	17	0.3
Bahrain	3	0.1	3	0.2	3	0.1	3	0.1	5	0.1	9	0.1
Belgium	27	1.3	10	0.6	21	0.8	50	1.2	33	0.6	22	0.3
Brazil	5	0.2	6	0.3	4	0.1	6	0.1	14	0.3	17	0.3
Bulgaria	...	...	...	...	...	...	1	0.0	1	0.0	2	0.0
Canada	38	1.8	44	2.6	59	2.3	64	1.5	62	1.2	65	1.0
Chile	1	0.1	2	0.1	2	0.1	4	0.1	6	0.1	12	0.2
China	0	0.0	...	...	1	0.0	9	0.2	20	0.4	44	0.7
Chinese Taipei	5	0.2	5	0.3	9	0.4	16	0.4	18	0.4	26	0.4
Colombia	...	...	0	0.0	1	0.0	2	0.0	3	0.1	3	0.1
Czech Republic	5	0.2	2	0.1	2	0.1	5	0.1	5	0.1	5	0.1
Denmark	28	1.3	24	1.4	42	1.6	88	2.1	120	2.4	103	1.5
Estonia	...	...	...	...	0	0.0	1	0.0	1	0.0	0	0.0
Finland	4	0.2	2	0.1	2	0.1	8	0.2	31	0.6	15	0.2
France	77	3.7	90	2.9	67	2.6	127	3.0	152	3.0	190	2.8
Germany	100	4.7	91	5.4	120	4.6	103	2.4	109	2.2	111	1.7
Greece	7	0.3	5	0.3	4	0.2	5	0.1	5	0.1	3	0.0
Hong Kong SAR	80	3.8	68	4.0	106	4.1	183	4.2	238	4.7	275	4.1
Hungary	1	0.1	1	0.0	3	0.1	7	0.2	4	0.1	4	0.1
India	2	0.1	3	0.2	7	0.3	18	0.9	27	0.5	31	0.5
Indonesia	2	0.1	4	0.2	2	0.1	3	0.1	3	0.1	5	0.1
Ireland	11	0.5	9	0.5	7	0.3	11	0.3	15	0.3	11	0.2
Israel	...	...	1	0.1	5	0.2	8	0.2	10	0.2	8	0.1
Italy	29	1.4	18	1.0	23	0.9	38	0.9	29	0.6	24	0.4
Japan	146	7.0	153	9.0	207	8.0	250	5.8	312	6.2	374	5.6
Korea	4	0.2	10	0.6	21	0.8	35	0.8	44	0.9	48	0.7
Lands	...	...	...	...	2	0.1	1	0.0	2	0.0	2	0.0
Lithuania	...	...	...	...	1	0.0	1	0.0	1	0.0	1	0.0
Luxembourg	23	1.1	13	0.8	15	0.6	44	1.0	33	0.7	51	0.8
Malaysia	3	0.1	1	0.1	2	0.1	3	0.1	7	0.1	11	0.2
Mexico	9	0.4	9	0.5	15	0.6	15	0.4	17	0.3	33	0.5
Netherlands	43	2.0	31	1.8	52	2.0	25	0.6	18	0.4	112	1.7
New Zealand	7	0.3	4	0.2	7	0.3	13	0.3	9	0.2	12	0.2
Norway	9	0.4	13	0.8	14	0.6	12	0.7	22	0.4	21	0.3
Peru	...	...	0	0.0	0	0.0	1	0.0	1	0.0	2	0.0
Philippines	1	0.0	1	0.1	1	0.0	2	0.1	5	0.1	4	0.1
Poland	3	0.1	5	0.3	7	0.3	9	0.2	8	0.2	8	0.1
Portugal	4	0.2	2	0.1	2	0.1	4	0.1	4	0.1	4	0.1
Romania	...	...	...	...	...	...	3	0.1	3	0.1	3	0.1
Russia	7	0.3	10	0.6	30	1.1	50	1.2	42	0.8	61	0.9
Saudi Arabia	2	0.1	2	0.1	2	0.1	4	0.1	5	0.1	5	0.1
Singapore	145	6.9	104	6.1	134	5.1	242	5.6	266	5.3	383	5.7
Slovakia	...	...	1	0.0	2	0.1	2	0.1	0	0.0	1	0.0
Slovenia	...	...	0	0.0	0	0.0	0	0.0	...	...	...	...
South Africa	9	0.4	10	0.6	10	0.4	14	0.3	14	0.3	21	0.3
Spain	20	1.0	8	0.5	14	0.5	17	0.4	29	0.6	43	0.6
Sweden	16	0.8	25	1.5	32	1.2	44	1.0	45	0.9	44	0.7
Switzerland	92	4.4	76	4.5	85	3.3	254	5.9	249	4.9	216	3.2
Thailand	3	0.1	2	0.1	3	0.1	6	0.1	7	0.1	13	0.2
Turkey	...	...	1	0.1	3	0.1	4	0.1	17	0.3	27	0.4
United Kingdom	685	32.6	542	31.8	835	32.0	1,483	34.6	1,854	36.8	2,726	40.9
United States	183	8.8	273	16.0	499	19.1	745	17.4	904	17.9	1,263	18.9
Total	2,099	100.0	1,795	100.0	2,608	100.0	4,281	100.0	5,043	100.0	6,671	100.0

1 Data may differ slightly from national survey data owing to differences in aggregation procedures and rounding. The data for the Netherlands are not fully comparable over time due to reporting improvements in 2003. 2 Adjusted for local inter-dealer double-counting de 'net-gross' basis.

出所：BIS (2013)

に重要性が高い。世界の外貨準備のシェアのトップの米ドルを保有する場合には、市場の厚みや流動性の高い米国債の存在もニューヨーク市場の強みの一つであろう。外為市場に関しては、第1項の東京の説明で参照した図表5にあるとおり、基軸通貨である米ドルのシェアは圧倒的で、2013年は87%を占めた。(全体は200%) また、同じく BIS (2013) のデータによる外国為替市場の国別データでは、アメリカは18.9%と世界第2位。通貨のシェアと市場のシェアが異なるのは、日本の場合と同様。ただし、外為市場としてもやはり世界の約2割は占めている点を評価すべきであろう。

ニューヨークに限られないが、市場参加者・利用者にとって、留意すべき点として規制のありかたがある。アメリカでは、銀証分離を規定していた「グラス・スティーガル法 (1933年)」が徐々に緩和方向に向い、1999年には「グラム・リーチ・ブライリー法」成立により撤廃された。その後のエンロン事件などを受け SOX 法が導入され、情報開示やコーポレートガバナンス強化の動きが高まった。一方で、こうした動きは、過度の負担を企業に与

えているとの評価もあった。その後、リーマンショック以降の銀行向けの自己資本積み増しの方向での規制強化の動きが強まり、2010年7月の金融規制改革法 (ドッド=フランクリン法) 成立や自己トレーディングを禁止する、いわゆる「ボルカー・ルール」が導入された。こうした規制強化の点は欧州も同様であろうが、国あるいは都市により違いが生じる場合は、金融センターへの評価に影響を与える要素として意識しておく必要がある。

B. ロンドン

ロンドンは、田中・三菱総研 (2008) によると①豊富な人的資源、②ユーザーフレンドリーな規制環境、③金融市場の開放性の3点がその特徴。1960年代からいわゆる「ユーロボンド」市場として発展した「シティ」が、オフショア市場の強みを維持している。また、ロンドンの強みの背景としてあげられているのは、①サッチャー改革以降のイギリス経済が、金融ビッグバンに留まらず、国内経済を幅広く開放、活性化したことで、アメリカをはじめとする海外金融機関にビジネスチャンスを生み出したこと、②イギリスがEUに加盟し、EU域内の国際取引の増大というチャンスを最大限に活かしたこと、である。

また、アメリカと同様に、教育や移民受入の寛容さなどから人材の集積が、金融業界への優秀な人材供給を可能にしている要素も大きいであろう。また、国際化会計基準が認められていること、規制に関しても「プリンシパルベース」として結果重視型の運用をしてきたことが、各プレーヤーの良識と判断で活動できる良さとなってきた。海外プレーヤーが集積するロンドンの特徴として、時差の問題も付言しておきたい。アジアとアメリカの間の時間帯にあり、どちらの市場とも重なる時間帯を持てることは、グローバルな管理を行う上で、メリットが大きいと考えられる。

つづいて、実際の市場シェアのデータとして、外国為替市場に関して検証する。アメリカや日本と異なる、大きな特徴が見出せる。自国通貨のポンドは、通貨としては約12%程度 (全体200%) で、ドル・ユーロ・日本円に続き4番手ながら、国別シェアでは40.9%と圧倒的なシェアを占める。これは、前述のサッチャー以降の開放政策、ユーロボンド市場での強さなどと相乗効果を生んだ結果と評価できよう。通貨別シェアでは第2位にあるのはユーロだが、ユーロ圏の盟主たるドイツの国別シェアは1.7%、フランスも2.8%に留まっているのは対症的でもある。

ここ数年でのロンドン市場のトピックとして、押えておくべきなのは、LIBOR (ロンドン銀行間取引金利) の不正操作問題であろう。長年、多くの市場取引の基準金利とし

て利用されてきた LOBOR への信用失墜は、前述のプリンシパルベースの運営への信頼も損なうことにつながりかねず、今後の対応は注視していく必要がある。また、今後の動きで注目されるのは、2016年にイギリスで国民投票により支持を得た EU 離脱の行方である。離脱に関する交渉次第で、ロンドンへの評価にも、大きな影響を与えることが予想される。

C. アジアの諸都市（香港・シンガポール・上海）

アジアでは、Z/YEN グループの2016年9月ランキングで東京よりも上位にランクされているシンガポール・香港、それと着実に国際化を進める中国の人民元の母国市場の位置付けである上海を確認したい。

新華社・ダウジョーンズ社のランキングでも、2013年には東京を凌いだ香港の特色は、資本移動の自由度と「一国二制度」をベースとした中国市場とのアクセスの良さがポイントであろう。加えて、規制の少なさ、充実したコーポレート・ガバナンス、高い英語力などを田中・三菱総研(2008)では指摘している。特にコーポレート・ガバナンスの要求が高いことが、株式市場への IPO の国際的な信任に活かされていることは注目できる。また、オフショア人民元を中心市場でもあり、点心債市場の役割も大きい。将来的に人民元の資本取引の自由化が進んだ場合、上海との役割分担をどのように行い、人民元に関する香港の独自性をどう保つかは課題となるであろう。

外国為替市場における特徴は、ロンドンと似たタイプであり、香港ドルのシェアは1.4%（全体200%）に対して、市場としてのシェアは4.1%。今後、人民元に関する為替取引が増加すれば、さらに市場としてのシェアの上昇もあり得るだろう。

同じくアジアに位置するシンガポールは、独立以来、政府方針のもと金融立国を標榜し、政治的にも経済的にも安定している。田中・三菱総研(2008)は、好意的な規制環境、低い税率、英語の使用を強みと評価している。金融セクターへの優遇税制など、外資の誘致への政府の積極的な姿勢が奏功している。将来戦略として、国際的な教育センターとなることを目指しているのも、人材が重要な国際金融センターの確立・継続には、大きな意味を持つと考える。ここ数年の動きでは、ASEAN+3の取組であるチェンマイ・イニシアティブ⁴のマルチ化を受けて設立された AMRO を誘致した点も注目できる。国際金融センターが、「場」であることから、こうした域内の国際機関⁵が立地する意義は大きいと評価できる。

外国為替市場における特徴は、香港同様でロンドンと似たタイプ。シンガポールドルのシェアは1.4%（全体

200%）に対して、市場としてのシェアは5.7%。東京（日本）を抜いた形となった。

最後に、上海について述べる。田中・三菱総研(2008)は、中国経済の発展により、成長している市場ながら、以下のような課題もあげている。規制が不透明、コーポレート・ガバナンスの基準が低いと見られていることなど。さらに、多くの規制、法の不確実性の軽減、決済制度・企業情報・格付け会社などの整備の必要性である。2008年のこうした指摘は改善に向かっている面はあるが、基本的に資本取引規制をどのように緩和していくのが最大のポイントとなると思われる。その意味では、2013年9月に開設された中国（上海）自由貿易試験区⁶の活用・運用は注目できる。金融分野でも、試験区での実験を経て全国展開された始めた項目もあり、今後、資本取引規制分野での展開には留意すべき。

外国為替市場においては、人民元のシェアはまだ2.2%（全体200%）に留まっているものの、3年前（2010年）の0.9%からは大きな伸びを見せた。市場としてのシェア（国ベース）は0.7%。人民元の伸びは、2005年に開始された人民元の制度改革とその後の国際化戦略が着実に進展していることを示すものといえる。

本項の最後に上記の各都市と東京との比較に関連する先行研究をひとつ確認しておく。広瀬(2015)は、金融センターのありかたを「国内経済の金融首都機能」と「クロスボーダー取引のハブ機能」の2種類に区分している。前者に属するのがニューヨーク、東京、上海、後者に属するのが香港、シンガポールと整理し、ロンドンは両機能を有すると評している。そのうえで、東京がロンドンのように後者の機能を併せ持ち、国際金融センター化を図るのは、規制緩和を進めるにしても難しいとし、代替として当該機能を沖縄に新設することを提案している。アジア地域との関係におけるロケーションなどから沖縄に新設することは、ひとつの考え方といえよう。一方で、第1章で確認した国際金融センターの要素である産業集積やインフラなどを勘案した場合には、東京と沖縄では大きな開きがある。規制緩和の観点では、沖縄で可能となるものであれば、同じ国内の東京でも理論的には可能と思料する。後述する Tokyo プロボンド市場のように、制度的な枠組を工夫することで、東京の機能拡充も実現可能ではないだろうか。

3. SWOT 分析

本項では、これまでの他都市の特色の確認をふまえ、東京の特徴および課題を整理するために、SWOT 分析でのアプローチを試みる。先行研究として、小森(2008)は、

図表7 アジア都市に関する SWOT 分析

	東京	シンガポール	香港
S	高度な人材、自前の技術開発力、総合的産業力、IT・バイオ・ナノテク・環境技術の複合的クラスター	貿易・物流、金融、華人ネットワーク、アセアンへの近接性、IT・バイオ	金融、貿易・物流、華人ネットワーク、中国本土への近接性
W	トレランス、官の規制、行政指導	人材・技術面での外部異存体質	人材・技術開発力、産業基盤の脆弱性
O	アジアの成長	東南アジアの成長、破壊的イノベーション	中国の成長、破壊的イノベーション
T	少子高齢化、国力衰退、華人ネットワークからの孤立化、イノベーションのジレンマ	少子高齢化、活力低下	北京政府の関与、広州・上海など中国他都市との競争

出所：小森（2008）P.65

「国際金融センター」よりも幅広い「アジアの都市間競争」の切り口で、以下のような整理をしている。

全体として、東京は「生産技術・環境技術やコンテンツ産業のハブ」、シンガポールは「東南アジア経済における貿易・物流、金融のハブ」、香港は「中国に直結した金融、貿易・物流のハブ」とそれぞれがなるであろうと整理している。残念ながら、東京の「金融」に関する強みへの言及はない。

SWOT 分析を行う目的は、東京がニューヨークやロンドンとならび、アジア域内でも香港・シンガポールと同様に、Global な位置付けの国際金融センターとなるための課題や方策を考える前提となる、東京の強み・弱みを明確化することである。

第1章で確認した先行研究の伊藤（1996）にあるように、国際金融センターとしての地位を確立・継続するため

図表8 国際金融センターとしての東京に関する SWOT 分析

	内 部	外 部
良影響	<p>S（強み）〈東京国際金融センターの強み〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・国内金融市場の大きさ ・多額の家計金融資産の存在 ・政治的安定性 <p>◎国内金融市場の流動性の高さ</p> <ul style="list-style-type: none"> ・一般的な国民の教育レベルの高さ （・投資先としての国内企業の豊富さ） （・治安の良さと安全性） （◎ビジネスコストの安さ） （◎金融政策の信頼度） <p>〈筆者の視点〉</p> <ol style="list-style-type: none"> ①ハードカレンシーとしての円の存在 ②厚みのある日本国債市場 	<p>O（機会）〈東京国際金融センターの強み〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・アジア圏との近さ、結びつきの強さ（◎米州・欧州との時差） <p>〈筆者の視点〉</p> <ol style="list-style-type: none"> ① ASEAN+3の取組の進展（チェンマイ、AMRO、ABMI等） ②リーマン危機以降の基軸通貨米ドルの揺らぎ（将来の国際通貨体制検討の気運） ③アジアでの旺盛なインフラ資金需要
悪影響	<p>W（弱み）〈乗り越えるべき課題〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ◎国内の市場が海外投資家にとっても自由で開放されていること ・経営者、機関投資家、国民の意識改革 ◎法制度全体が公正で予測可能であること ・技術力に優れた日本企業が、投資先として存在すること ◎日本が世界のイノベーション拠点として活気にあふれていること ・規制や市場ルールの柔軟性および透明性が高いこと ◎ビジネスコストが相対的に割安であること ・金融関連の検査や報告義務などが合理的で簡素であること （・シンプルかつわかりやすい金融税制であること） （・税制面での総合的な負担が他の金融センター並みの水準であること） （◎専門的で国際金融ビジネスに対応できる人材が豊富に存在し、最先端の金融手法に迅速かつ柔軟に対応できること） （◎会計、法律、コンサルティング、ICT、システム開発などの金融業を支える専門サービス業が発達していること） <p>〈東京における障壁（20%超を抽出）～海外のみが対象〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ・営むことのできる業務範囲が狭い ・ビジネスチャンスの広がりが期待できない ・日本の当局の対応が遅い <p>〈筆者の視点〉</p> <ol style="list-style-type: none"> ①円の国際化の遅れ ②巨額の財政赤字 	<p>T（脅威）〈乗り越えるべき課題〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ◎日本とアジアの市場統合が加速していること <p>〈筆者の視点〉</p> <ol style="list-style-type: none"> ①人民元の国際化の進展 ②ユーロの問題点の露呈 <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-top: 10px;"> <p>〈表示について（アンケート結果に関する補足）〉</p> <ul style="list-style-type: none"> ◎：海外での比率が日本での比率よりも高い。 ・：日本での比率が海外での比率よりも高い。 （ ）：海外での比率が20%未満。 下線：日本と海外の比率が10%以上差があるもの。 </div>

出所：対木（2009）を参考にして、筆者作成

には、他の金融センターとの違いを出すような特色や商品を提供することが必要である。また、インフラ面などの課題があれば、それを改善していく必要もある。対木（2009）では、東京の都市としての課題として、海外からは公共交通機関における言語（外国語）対応といったソフト面の指摘がある。また、オフィスの質も指摘されている。日本人自身が意識する、国際空港からのアクセスなどのハードの面に加えて、こうしたソフトや質の観点は重要な項目である。こうした分析もふまえる形でなされたのが、前述の「有識者会合」や3シンクタンクからの提言であろう。

こうした研究や提言をふまえ、筆者なりの分析を行うべく、SWOT分析についても、対木（2009）に掲載されている、2008年に三菱総合研究所によってなされたアンケート結果を中心項目として、自身で考えうる項目を追加する形式で行いたい。（図表8）SWOT分析を行う場合の留意点として、ひとつひとつの要素が戦略によっては「強み・機会」と「弱み・脅威」の両方になり得ることが指摘される。その判断が恣意的にならないように、各要素のプロットはアンケート結果に沿った対応としている。自身で追加した項目については、その判断根拠を示すこととした。

筆者としては、金融センターとしての東京の特徴としては、成長性の高いアジアに位置する立地の観点とともに、金融市場として、時差の関係から世界でもっとも早く開始されるマーケットのひとつであることも、意識すべきと考える。（対木（2009）のアンケート項目にもあり。）東京からロンドン、ニューヨークと日中の市場が連続していくことを特色として活かすことも産官学協働での検討課題となるであろう。

アンケート結果で注目したいのは、海外での比率が日本よりも高い項目で、海外での比率が20%を超えているもの。こうした項目は、日本では強みとしても、課題としても意識されづらく、今後の方策を考える上で参考になると考える。主要な項目は以下のとおり。「内部での強み」は、国内金融市場の流動性の高さ。「内部での課題」は、ビジネスコストが相対的に割安であること（＝東京のコストが高い）、「外部での課題」は、日本とアジアの市場統合が加速していること。特に、最後の「外部での課題」は、日本国内では前向きに捉えられていることが多い印象であるが、おそらくアジア域内の他都市との競争を想定した場合、海外からは日本の課題と映っているのである。

筆者が独自の項目として追加した項目は、主に通貨の視点に重点を置いた。その理由は、同じアジアの香港・シンガポールの外為市場における特性、市場シェアが通貨シェアよりも高いこととの差別化を意識したものである。

つづいて項目ごとにその概要を示したい。まず内部要因

のうち、「強み」としては、①ハードカレンシーとしての円の存在と②厚みのある日本国債市場である。①は、前掲の図表5で示したとおり外為市場でドル・ユーロにつづく3位のシェアであるように、規制のない通貨として信頼度が高い自国通貨を有する点である。また、IMFのSDR構成通貨であることもあげられる。②は、公債としての規模は米国債と並ぶ市場を有するとともに、先物市場も整備されており、金利市場としての利用度も高い点と考える。一方、「弱み」としては①円の国際化の遅れと②巨額の財政赤字である。①は規制を抱えたまま「国際化」を進めている人民元と比較した場合、規制がなく自由度が高いにもかかわらず、その利用度が低い点である。本章第1項で触れたとおり、「円の国際化」と「東京市場の国際化」は同一ではない。しかし、海外での円の利用度が高まれば、その母国市場としての東京の存在価値は高まると考えられる。なお、1985年のプラザ合意以降、アベノミクスが開始されるまでは、為替変動が大きく、かつ趨勢としては一貫して円高が進んできたことも、国際化が進まない背景にはあるかもしれない。②は、強みとしてあげた国債市場の信頼を揺るがしかねない問題であり、認識すべき点としてあげた。

つづいて外部要因のうち、「機会」は①ASEAN+3の取組の進展、②リーマン危機以降の基軸通貨米ドルの揺らぎ、③アジアでの旺盛なインフラ資金需要の3点をあげた。①は1997年のアジア通貨危機以降の域内の通貨・金融協力の諸施策であるが、そこでの債券発行手続共通化などの動きは、ASEAN+3域内での債券発行が東京市場で行われる機会につながると考えられる。この点は、第3章で詳述したい。②については、リーマンショック以降も「基軸通貨は米ドルしかない」というのが一般的な見方かもしれない。しかし、それまでの「絶対的な基軸通貨」から「消去法による基軸通貨」へと論調が変化しているとも思われる。欧州におけるユーロの利用度の高さを考えた場合、これまではアジアの域内取引は基軸通貨の米ドルの利用度が高かったが、将来的には変化もあり得る。そうした際にアジア域内通貨の主要取扱市場として、東京の可能性を探ることは可能と考える。③は、2015年末に設立されたAIIBの位置づけも含め、話題となることの増えたインフラファイナンスも、その調達市場となることを東京の「機会」と捉えた。最後に「脅威」としてあげたのは、①人民元の国際化の進展と②ユーロの問題点の露呈である。①は、2015年夏の人民元切り下げ以降、従来の人民元高の趨勢が変化し、中国も人民元安の急激な進行に苦慮するなど、変化は見られる。一方で、2016年10月からはSDRの構成通貨として正式に加えられるなど、着実にその地位を固めつつあ

る。すでに GDP をはじめ、その経済力の影響力の大きい中国およびその通貨の存在は、同じアジアにある東京市場としては、潜在力も含めて、競合する存在として意識すべきと考える。②は、当初は米ドルの基軸通貨の地位を脅かす存在と期待されたユーロが、「通貨・金融政策は単一・共通」ながら「財政政策は各国独自」との構造的な問題をギリシャ危機により露呈したことである。これは、第3章で詳述するアジア域内での通貨協力の議論の停滞を招いた視点で、長期的には東京には好ましくない外部要因と整理している。

次章では、こうした整理をふまえて、東京市場の国際金融センター化に向けた方策について、検討したい。

第3章 東京市場発展の方策と留意事項

1. 東京市場のアジアでの立ち位置

～グローバルとリージョナル

東京市場の競争力強化のためには、ロンドン・ニューヨークとの差別化とともに、アジアでの香港・シンガポール、あるいは上海との競合も検討する必要がある。その際には、欧米2都市に対しては、アジアとの地理的な近さを強味に特色を出すべきであろう。また、アジア域内の都市とは、日本のこれまでの資本ストックの大きさや、特徴である「ものづくり」、すなわち優れた製造業の集積をベースに競争するとともに、場合によっては域内他都市との協力・連携も視野に入れておくのがよいと考える。連携・協力により、アジア域内の経済成長力を取り込むような方策が必要であろう。

こうした東京市場の競争力強化の方策を、学術的な理論で整理するときには、マイケル・ポーターの競争戦略の考え方が適切と考える。よく知られた理論だが、図表9にあるように、「競争優位」を何に求めるかと、「戦略ターゲット」をどうするか（広くするのか、集中するのか）のマトリクスで考えるものである。東京の場合は、高コスト体質をいきなり変化させることが困難と思われ、「②差別化戦略」をメインで考えるかがポイントであろう。ターゲットを絞る「③集中戦略」も並行して取る選択肢もあり得るが、差別化できる商品・分野が確立できれば、その商品に

図表9 ポーターの競争戦略

	〈競争優位の源泉〉	
〈戦略ターゲット〉	①コストリーダーシップ戦略	②差別化戦略
	③集中戦略	

出所：マイケル E. ポーター（1992）などを参考に筆者作成

関する顧客（＝投資家、金融機関等）は網羅的にカバーが可能と考える。

次項以降では、「差別化戦略」に資する方策を二つに絞って検討したい。広い意味では、本稿で確認した各種の提言に含まれる内容と方向性は同一かもしれないが、より具体的な検討を試みたい。

2. 外国為替市場～ACU 創出の展望

「東京市場の多通貨化」の提言をさらに進めて、東アジア域内通貨で構成されるバスケット通貨（ACU または AMU）⁷への取り組みを検討する。まずは、アジア域内通貨間の直接交換のハブを狙うほうが、現実的な取組であるとも考えるが、先行する香港の状況を勘案すると、さらに先の段階まで想定すべきと考える。なお、香港は、2014年7月に、これまでのマレーシアリング、インドネシアルピアに続き、タイバーツと米ドルの PVP 決済⁸を中央銀行間で実現済。米ドル・ユーロ・人民元についても、既に香港内で実質的な PVP 決済を可能としている。

バスケット通貨の内容は、ユーロ導入前の欧州の ECU と同様に、日本円・人民元・ASEAN 諸国通貨など自国通貨を各国が維持したままで、並行通貨として実取引（貿易取引・資本取引）での利用を展望する。現在までの議論は、アジア域内通貨間の為替相場安定を目指すための取組として、指標の算出・利用が現実的であるとの段階にある。しかし、アジア域内での多通貨間決済システム構築もふまえた ACU の創出を日本が働きかけ、そのメイン市場を目指す取組は、東京市場の独自性を確立する手段と考えられる。ACU 創出を図る場合、日本円とともに、大きなシェアを占めるであろう人民元を有する中国は、現在は人民元の国際化路線を進めている。そして、その中心市場としての上海の育成に注力している。ただし、2015年に人民元の SDR の構成通貨入りが正式決定され、2016年10月に実現する一方で、人民元安への対応で為替介入を余儀なくされるなどの状態でもある。そのため、資本規制の自由化には、まだ時間がかかる状況と考えられる。そこで、ACU への協力については、ASEAN 諸国の理解をまず求め、中国にもアジア通貨危機以降の域内共通課題である、脱ドル化の視点で協力を要請する方向が考えられる。ACU 建ての債券や外為市場の中核を東京が目指し、市場の活性化を目指す取組は可能であろう。なお、前章の SWOT 分析の外部要因の「脅威」として述べた、露呈されたユーロの問題点との関係では、ACU はユーロのような「単一・共通」通貨ではなく、上記のとおり並行通貨として現行の各国通貨との共存を想定している。この段階では、域内各通貨と ACU 間の為替相場は存在し、ギリシャ

危機時のユーロの性格とは異なるものと整理している。

ACUの検討は、先行研究において、対木(2009)でもAMUとして、取り上げられている。ここでは、アンケート結果として、日本国内では「実現困難」との回答結果が多いのに対して、海外ではその回答は少なく、時間は要しても可能性は肯定的に捉えられている点は注目できる。

この取組は、前述のSWOT分析において、「筆者の視点」として加えた強みや課題もふまえたものであり、海外から東京市場の外部的な課題とみなされた「日本とアジアの市場統合が加速していること」を克服する可能性のあるものと考えられる。

日本企業の動きとして、2014年1月にはオリックスが、日本円とタイバーツなどアジア通貨5種類のコミットメントライン契約を、アジア新興国を中心とした銀行10行と結んだとの新聞記事が掲載された。従来は、アジア域内取引も貿易商品の最終消費地がアメリカであることが多く、米ドル建てで取引を行っても最終的な為替リスクヘッジができていたと思われる。しかし、中国およびASEANなど東南アジア諸国が、最終消費地としてのシェアを高めてきた昨今、人民元やASEAN諸国通貨建ての取引は増加する可能性が高く、そのための為替リスクヘッジ手段への企業のニーズは高まる。

そうした際に、各通貨建てのヘッジ手段を確保することも重要なが、域内通貨間の為替相場を安定させ、ACU創出まで実現できれば、企業のリスクヘッジにかかる手間およびコストは軽減が可能である。この取組は、決して日本企業のためだけのものではなく、東アジア域内各国企業にも資するものと考えられる。

3. 債券市場～Tokyoプロボンド市場を中心として

有識者会合の提言に含まれていた項目で、3シンクタンクの提言では触れられなかったのが、Tokyoプロボンド市場の活性化である。

Tokyoプロボンド市場は、2008年の金融商品取引法改正と合わせて導入された「プロ向け市場制度」に基づくプロの投資家向けの債券市場である。海外発行体の利便性を重視して創設されたが、まだ活性化しているとは言い難い。しかし、最近の中国・ASEAN諸国での債券市場の拡大を考えれば、そうした発行体を呼び込むことによる、東京市場の活性化を目指すためのツールとしては考えられる。外貨建ての債券発行も可能な市場であり、アジア通貨建ての債券市場として域内諸国からのアクセスを増加させる活動は必要であろう。この市場は、海外重視の観点から、英語のみでの起債が可能である。この点は、前章で確認した香港・シンガポールと比較して不利な英語力の問題

を、限定的な市場ながら、克服する可能性を秘めており、もっと注目され、活用されてよいといえる。

具体的な動きとして、東京都が従来ロンドンで起債をしていたユーロドル債を、2015年にプロボンド市場にも上場した。市場の活性化策としては望ましい動きである。海外発行体や投資家からの当該市場認知度を上げるためには、都債を米ドル建てのみならず、アジア通貨建て債券も発行し、当該通貨国とプロボンド市場の双方に上場させるなどの計画も検討できるのではないだろうか。場合によっては日本国債も、発行対象として検討してもよいと考える。また、さらに将来を見通せば、前項で検討したACU建ての債券発行などの可能性もあると思われる。

民間の動きでは、同じく2015年に、みずほ銀行が人民元建て・タイバーツ建ての債券を東京プロボンド市場で発行した。特に、タイバーツ建ての債券は、「ASEAN+3債券共通フレームワーク」の枠組に基づく初の債券発行事例であり、同市場の知名度向上・活性化に資する取組であったと考えられる。この枠組で、前述のSWOT分析で「機会」と捉えたアジアのインフラファイナンス案件の資金調達・運用の場として東京プロボンド市場を利用できれば、商品の品揃えとしての東京市場の魅力が増すことになるであろう。

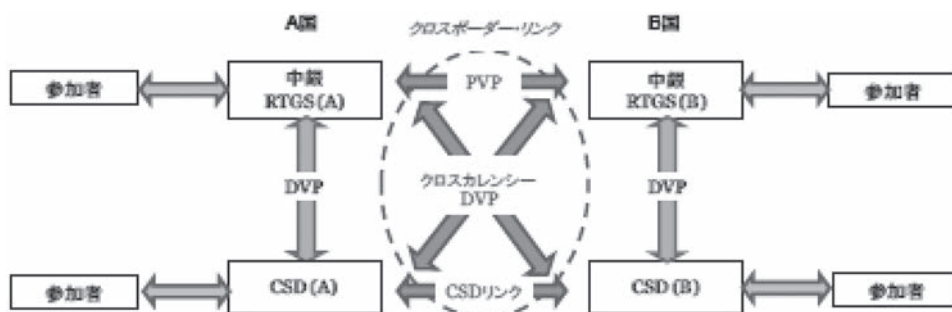
こうした債券発行体としての積極的なアクションを取ることは、現在、ASEAN+3で設置した「クロスボーダー決済インフラフォーラム」で検討されている、「CSD-RTGSリンク」⁹実現のための、バイラテラル・リンク構築を推し進めるうえでも意義があるものと考えられる。(図表10参照)

上述の債券市場の活性化の動きの中では、東京市場の強みとしてあげた、厚みのある日本国債市場に関しても言及しておく。現在の市場では、単純な投資対象としてだけではなく、円、あるいは外貨調達の際の担保など利用範囲が増加している。そうした際に、図表11にあるように、クロスボーダーで他通貨調達の際にも利用されるケースが増加している。

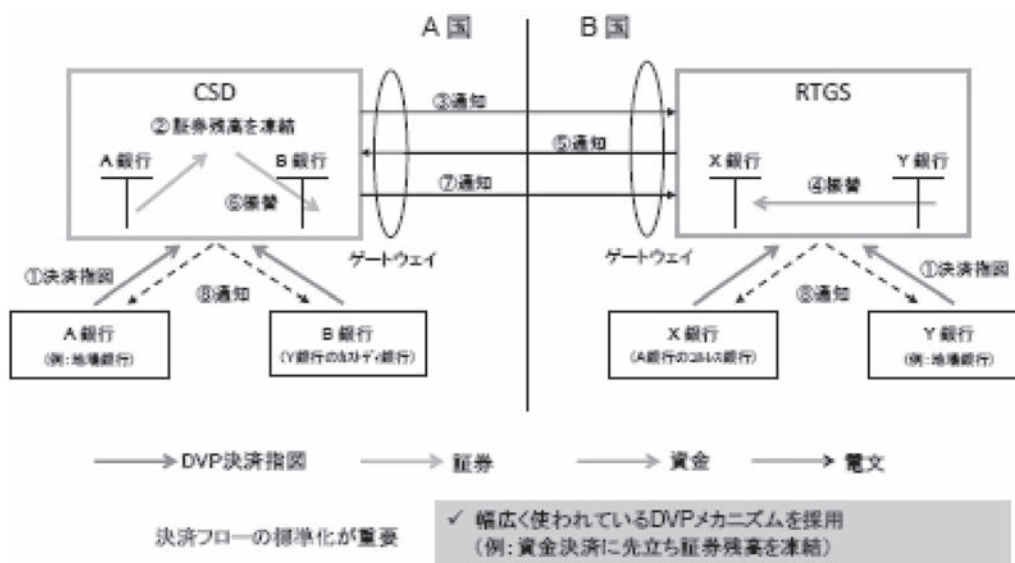
こうしたスキームに関わり、現在進んでいる国内の環境変化も確認しておきたい。日本銀行の次世代インフラである「新日銀ネット」の稼働時間の延長(夜9時まで)が、2014年3月に正式に決定され、2016年2月に実現した。また、日本国債の決済期間の短縮化への取組として、2012年4月の「T+2」¹⁰化に続き、2018年上期を目標として、「T+1」化が検討されていることの二点である。野村総研(2012)でもこうした動きを前向きに捉えている。

ただし、時差の問題から、欧米よりも先行して開始される東京市場で、国債売買の約定日から決済日までの期間を

図表10-1 CSD-RTGS リンク



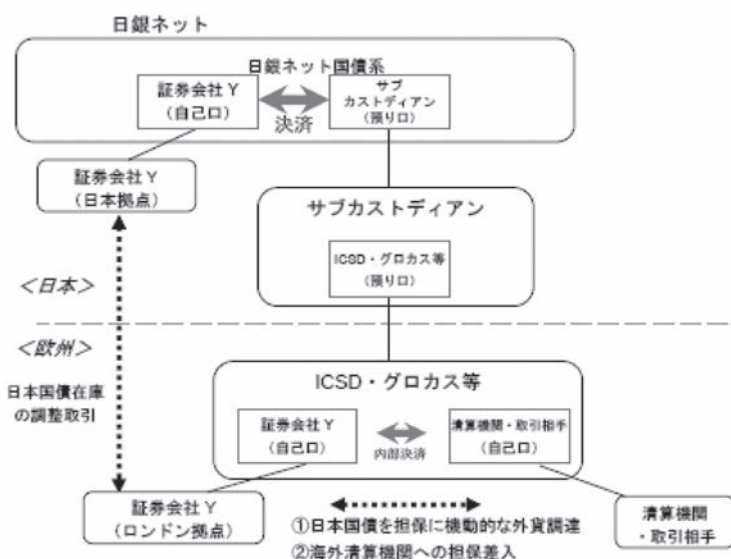
図表10-2 クロスボーダー／クロスカレンシーリンク



出所：アジア開発銀行〔2014〕

図表11 クロスボーダーでの日本国債担保フロー

▽ 日本国債を担保とした外貨調達、海外清算機関への担保差入



出所：日本銀行〔2014〕

短縮化することは、決済ボリュームの削減の観点でのリスク低減とはなるものの、決済のための海外からの決済指示が正しくなされない場合の日本国内での確認・修正作業に充てる時間も短くなることとなる。そのため、2012年4月に実施された「T+2」化は、非居住者は対象外とされている。¹¹ 海外投資家の利便性につながるものが期待される取組にも、留意すべき点が多い。また、前述の野村総研（2012）でも指摘されているが、国内金融機関のシステムコスト負担も考慮すべき点のひとつである。

「T+1」への議論が進められているものの、非居住者との取引に関する議論は十分にはなされていない面がある。東京が国際金融センターを目指し、クロスボーダー取引の利便性向上を目指すにあたり、こうした非居住者との取引への検討にはもっと時間をかける必要があると思われる。図表11にある、日本国内のサブカストディアンにとっては、「証券保管振替機構」での自動での決済照

合が大半である株式決済と比較して、電話でのマニュアル照合の割合が、まだ高い国債決済に関して、「決済期間の短縮化」はリスクが高い面がある。非居住者の利便性を高めるのであれば、まず「決済照合の自動化」割合を高めるほうが優先されるべきとの考え方もあると思われる。¹²

ここで、2014年9月1日に、「東京国際センター推進会議」の初回会合で設置が決定された分科会の4テーマを確認したい。「交流拠点の活性化」、「国際金融会議の開催・誘致」、「経済の活性化に向けた都の資産活用」、「グローバル人材の育成」と、どれも重要なが、直接的に「金融」面で他のセンターとの差別化を図る視点が不足している印象がある。国としての政策的な方向性やサポートを得ながら、民間の実行を即すような動きがもっと必要ではないかと考える。産官学での協力の下、実効性のある内容で、東京市場の環境変化を進め、その発展につなげることが重要と感じる。上記の動きの後、2016年の都知事交替に伴い、東京都の検討も新体制となった。具体的には、2016年11月に「国際金融都市・東京のあり方懇談会」と「海外金融系企業の誘致促進等に関する検討会」の2つの会議体の立ち上げを発表した。2020年の東京オリンピック開催決定は、東京の都市としての整備・発展に大きく寄与するものと考えられる。国際金融センターとしても、東京プロボンド市場の活用など、独自性を持った取組が着実に進められることを期待したい。また、その前提としては前述の淵田(2007)がすでに指摘した、「東京がどのような国際センターを目指すのか」の整理・明確化がある。日本経済における金融業のありかたや展望、自国の豊富な金融ストックの活用といった点の議論も必要となろう。

おわりに

本稿で、いわゆる「国際金融センター」は、金融及び関連業界企業が集積する場であり、そこには優秀な人材も必要であるとの特徴、それを確立・継続するためには、他の都市（金融センター）との差別化が必要であることが確認できた。そうした前提で考えると、東京がロンドン・ニューヨークはもちろん、アジアの他都市との競合でも厳しい状況であることが浮き彫りとなった。

今後の方策や課題を明確化すべく、SWOT分析のアプローチを選んだのは、強み・課題を整理する上では有効であったと考えている。その中から、先行研究や現在出ている各種提言も参考にしつつ、より具体的な方策を検討してみた。日本がアジアでこれまで積み上げてきた、ASEAN+3での活動や、厚みのある日本国債市場など、強みを活かす方策を考えることが、他都市との差別化を図る

上で有効なアプローチであると考えている。なお、2016年末を迎えた時点で、2017年以降の環境変化として2点ほど付言したい。ひとつは、2017年1月にはアメリカでのトランプ大統領が誕生することである。新大統領の金融規制に関する政策の変更があれば、前述のイギリスのEU離脱とともに、国際金融センター間の競争にも影響を与えるであろう。もう一点は、フィンテックが「決済」をはじめとして、今後の金融分野に与える影響である。金融技術の変化が大きくなった場合、金融センターのありかたにも影響はあり得る。こうした点は、今後も動向を注視していきたい。

2020年の東京オリンピック開催決定は、東京の都市としての整備・発展に大きく寄与するものと考えられる。産官学での協力の下、国際金融センターとしても、実効性のある内容で、独自性を持った取組が着実に進められることを期待したい。

注

- 1) 英語のみでの開示やプログラム上場が可能であるなど、ディスクロージャーや上場手続が簡素・柔軟化されている、プロ向け市場。
- 2) 日本政策投資銀行 (Development Bank of Japan)
- 3) ロンドンのロード・メイヤーの日本版を想定。ロンドンでは、市長とは別に金融街シティーを広報する象徴的な存在として選出され、年間100日以上国外でプロモーション活動を実施。
- 4) 「ASEAN+3」が最初に取組んだ域内国間での外貨融通の仕組。アジア通貨危機の際に、域内各国の通貨が市場で売り込まれ暴落したことをふまえ、そうした際に各国通貨当局が自国通貨を市場介入により、買い支える(自国通貨『買い』、外貨(主に米ドル)『売り』)ための資金を供給するのが目的。そのための資金を、各国が通貨スワップの形式で米ドルを必要とする国に対して、当該国通貨とのスワップ契約で資金を提供する。2000年5月に、タイのチェンマイで合意したのが契機。
- 5) AMRO: ASEAN+3 Macroeconomics Research Office 当初はシンガポール法人として設立され、2016年2月に関連する協定が正式に発効し、国際機関化実現。
- 6) 金融、貿易、投資、法制などを当該試験区内では、試行的に規制緩和・自由化を進めるもの。金利の自由化や資本取引自由化など、将来の中国の政策運営検討にあたっては重要なもの。
- 7) Asian Currency Unit / Asian Monetary Unit。実際の創出手法案に関しては、拙著、赤羽〔2011〕を参照されたい。

- 8) Payment versus Payment 外貨交換の同時決済を行うもの。
- 9) Central Securities Depository (証券集中保管機関) / Real Time Gross Settlement (即時グロス決済)
- 10) 証券決済を約定日 (Trade Date) から何日後に行うかを示すもの。(例) T+2: Trade Date の2日後に、証券の受渡しが行われる。
- 11) 「国債の決済期間の短縮化検討 WG」〔2014〕P.16などに、非居住者取引の課題は記載あり。
- 12) 日本証券業協会〔2015〕においても、「T+1化実施前から行う取組み」として、「国内市場参加者における検討課題」として認知されている。

参考文献

- 赤羽 裕〔2011〕「ECUの経験から考える民間ACUの貿易利用への展望と課題」『東アジアにおけるバスケット通貨の展望と課題～企業財務の視点も加えて』埼玉大学博士学位論文 第4章
- アジア開発銀行〔2014〕「進捗報告書 域内決済インフラ構築に関する基本原則と今後の取組」クロスボーダー決済インフラ・フォーラム (CSIF) (日本銀行仮訳)
- 伊藤隆敏〔1996〕「金融センター間の競争と協調」植田和男・深尾光洋編『金融空洞化の経済分析』第7章 日本経済新聞社
- 植田和男〔1996〕「日本の金融市場空洞化と日本経済」植田和男・深尾光洋『金融空洞化の経済分析』第8章 日本経済新聞社
- 金融・資本市場活性化有識者会合〔2013〕「金融・資本市場活性化に向けての提言」
- 金融庁〔2007〕「金融・資本市場競争力強化プラン」
- 国債決済期間の短縮化に関する検討WG〔2014〕「国債の決済期間の短縮 (T+1) 化に向けたグランドデザイン」日本証券業協会
- 小森正彦〔2008〕『アジアの都市間競争——東京は生き残れるか』日本評論社
- 田中将介監修・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』日本経済新聞出版社
- 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・その2)」『三菱総合研究所所報』2009 NO.51・NO.52 研究ノート
- 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」日本金融研究所『金融

- 研究』第8巻第3号
- 日本銀行 (佐藤健裕審議委員)〔2014〕「グローバルな日本国債の有効活用に向けて—国債の決済インフラ改善に向けた最近の取り組み」国際銀行協会における講演の邦訳
- 日本証券業協会〔2015〕「国債の決済期間 T+1化の実施目標時期等」証券受渡・決済制度改革懇談会により作成・公表
- 野村総研〔2014〕「国債の決済期間の短縮化に向けて—コンサルティング報告書」日本証券業協会あて
- 広瀬健〔2015〕「ASEAN金融センターとしてのシンガポールと日本の金融センターのあり方」アジア資本市場研究会『ASEAN金融市場と国際金融センター』日本証券経済研究所
- 淵田康之〔2007〕「再論—日本市場の競争力と国際金融センター構想『資本市場クォーター』2007 Winter 野村資本市場研究所
- M.E. ポーター (訳者) 土岐坤他〔1992〕『国の競争優位 (上・下)』ダイヤモンド社
- みずほコーポレート銀行証券部編〔2011〕『銀行実務詳説証券』金融財政事情研究会
- BIS〔2013〕“Triennial Central Bank Survey” (Bursel) BIS
- Cross-Border Settlement Infrastructure Forum〔2014〕“Basic Principles on Establish a Regional Settlement Intermediary and Next Step Forwards” ADB
- Hong Kong Monetary Authority〔2013〕‘International Financial Centre’

参考ウェブサイト

- 野村総研〔2013〕「グローバルスタンダードである国債決済機関 T+1化を目指して」
http://fis.nri.co.jp/ja-JP/publication/kinyu_itf/backnumber/2013/03/201303_5.html
- The Z/Yen Group ‘The Global Financial Centres Index20 September2016’ Long Finance net
http://www.longfinance.net/images/gfci/20/GFCI20_26Sep2016.pdf
- Xinhua-Dow Jones International Financial Center Development Index 2014 :
http://www.sh.xinhuanet.com/shstatics/images2014/IFCD2014_En.pdf