

〈論文〉

1990年代半ばまでのシンガポール国際金融センターの発展過程 —国際資本移動と国際金融センター化戦略—

布田 功 治*

The Formation and Development of Singapore IFC until the mid-1990s
—International Capital Flows, The Development Strategy as IFC—

Koji Fuda

Abstract

The competition among international financial centres (IFCs) in Asia has been increasingly fierce from the late 1960s. Hong Kong, Singapore and Tokyo have tried to position themselves as regional pre-eminent financial centre to attract highly specialized financial service providers. This paper examines the formation and development process of Singapore IFC, focusing on the process from 1968 to the mid-1990s. It also explores the correlation between international capital flows and the Global Financial Centre Index. The paper analyses and explains the process of Singapore IFC from seven viewpoints: 1) financial supervision; 2) the launch of new financial instruments and tax incentives; 3) upgrading ICT and urban infrastructure; 4) trends of local banking industry; 5) political and economic stability; 6) social network; and 7) competitive or complementary relationships with other IFCs.

Keywords

International financial centre, Singapore, International Capital Flows, The development strategy as IFC

はじめに

近年、アジアの主要都市の多くは、高成長のアジア経済の金融センターとなることを目指し、国際金融都市としてのより優れた基盤整備を競っている。例えば、東京都も2017年11月10日に、舩添要一前知事の発案した国際金融センター化プランを「国際金融都市・東京」構想」としてと

* 亜細亜大学経済学部専任講師
E-mail: k-fuda7@asia-u.ac.jp

りまとめ、「アジア・ナンバーワンの国際金融都市」となるための方針と具体的取組を発表している（東京都、2017：22頁）。

同構想は、「同じアジアの香港・シンガポールの発展などにより、東京をめぐる国際的な競争環境はより厳しさを増しているのが現実である。かつてロンドン・ニューヨークと並ぶ国際金融都市であった東京が、世界に冠たる国際金融都市としての地位を取り戻すには、今回がラスト・チャンスとの危機感を持って、構造的・本質的な課題に踏み込み、抜本的な克服策を見いだしていかなければならない」との差し迫った危機感を示す（同上：2頁）。

そして、国際金融センターとしての世界ランキングを示す主要な指標のひとつである GFCI (Global Financial Centres Index) において¹⁾、東京が近年、ロンドン、ニューヨーク、香港、シンガポールに次ぐ第5位で推移している要因として、日本国民の豊富な貯蓄が成長分野への投資に回っていないことを指摘する。この課題解決のために同構想では、資産運用業と金融の先進的なサポーティング・インダストリーであるフィンテック企業を有望な投資先とみなし、それらへ国民（都民）の豊富な貯蓄を回すべきであると提言する。

ただし、現在の日本の資産運用業者やフィンテック企業は質量ともに十分とは言えないとして、それらの外資系企業の誘致や外国人高度金融人材の呼び込みおよび国内の高度金融人材育成を重要課題として掲げる。これらの課題に対し、日本政府の協力も得て経済特区として7%弱の法人税減税などの優遇税制²⁾、英語での各種申請システム整備、虎ノ門ヒルズやその付近での外国人高度金融人材家庭向けのサービスアパートメントや医療サービスおよびインターナショナルスクールの整備提供、そして首都大学東京での高度金融専門人材養成プログラムといった具体的取組を東京都は推進している。

さらに同構想の象徴として、都民の直面する課題や環境問題の解決に資する優れた金融事業者に対し、大々的に表彰する東京金融賞（仮称）の創設も予定している。実は上記のいずれの具体的取組も、シンガポールとの国際金融センター間競争を意識してのものである。象徴と位置づける東京金融賞も、「アジアのライバルであるシンガポール」のアイデアを取り入れたものである（同上：15頁）。

2016年時点でGDPと人口はそれぞれ日本の6%と4%にすぎず、国土面積も東京23区ほどしかない小国の島国であるにもかかわらず、国際金融センターという点でシンガポールは東京に先んじているわけである。

以上を踏まえると、東京都が強くライバル視するシンガポールの金融当局らは、どのような政治経済的環境の下でいかなる国際金融センター化戦略を展開してきたのか、という問いは興味深いテーマとなろう。そこで、シンガポールの国際金融センターとしての形成および発展過程を示すことを本稿の課題としたい。ただし、紙面の制約も踏まえて、本稿ではIFCsとして本格的な発展軌道に乗る1990年代半ばまでを分析対象とする。

この課題の分析に際し、本稿ではとりわけ国際収支表の諸項目から読み取れる国際資本移動の変

化にも注目する。実は、国際資本移動の諸項目の変化を分析しつつ、国際金融センター（以下、IFC：International Financial Centre）の形成や発展を論ずる研究は少ない。通常、国際資本移動分析は、貯蓄投資ギャップの解消や通貨金融危機の発生といった国家経済問題に関する研究で行われる。

これは、そもそも IFCs の分析対象は都市レベルであり、国レベルではないことに起因する。とはいえ、各国に多数の IFCs が林立する事例はそれほど見受けられず、最も IFCs の数が多い米国でも、ニューヨーク、ボストン、ロサンゼルス、シカゴ、ワシントンの5つの IFCs が存在するだけである。そして、各国の最も重要な金融都市（米国であればニューヨーク）の国際金融センターとしての立ち位置は、国レベルでの国際資本移動の変化に大きな影響を受けると思われる。

すなわち、各国の最も重要な金融都市の国際金融センター指標と各国の国際資本移動の変化には、有意な相関関係があると予想できる。ただし、その予想の適否については別途の分析を必要とするため節を改めて論じたい。その分析の結論を先に言えば、各国の最も重要な金融都市の GFCI と各国の国際資本移動の諸項目を組み合わせる作成したいくつかの指標には、有意な相関関係を認められた。ゆえに、国際収支表の諸項目に基づく国際資本移動の変化に留意しつつ、シンガポールの国際金融センターの形成および発展過程を示すという本稿の課題設定は、分析視角として有意義であると判断できよう。

以下に、本稿の構成内容を示す。第1節では、IFCに関する先行研究サーベイを行い、IFCsの形成および発展の基礎的条件を7つのそれに分類整理する。第2節では、既述のように、各国の最も重要な金融都市の GFCI と各国の国際資本移動の変化に有意な正の相関関係があることを単回帰分析によって確かめ、本稿の課題設定の適切さを確認する。第3節では、シンガポール IFC 形成の初期条件となる政治経済的要素の成り立ちに焦点を当てて、1965年のシンガポール建国までの略史を簡潔に整理する。第4節では、1965年から1990年までのアジア・ダラー市場と証券市場の発展に着目し、IFCとしての萌芽的発展の軌跡を確認する。第5節では1985年から1990年代半ば頃までの証券市場のさらなる発展に着目し、IFCとしての本格的な発展軌道に乗る時点までの推移を確認する。おわりにでは、本稿の分析結果を踏まえて、国際資本移動の変化に留意しつつ、シンガポール IFC の形成および発展過程の特徴を整理するとともに、本稿の限界と今後の喫緊の課題を示し小括とする。

シンガポール IFC の形成および発展の過程について、上記のように国際資本移動変化に注目しつつ、これまでのシンガポールの歴史研究やシンガポール通貨監督庁年次報告書（Annual Reports of the Monetary Authority of Singapore）で指摘された諸事実を、次節で示す7つの基礎的条件に基づいて再整理するところに本稿独自の試みがあると言える。

第1節 先行研究サーベイ

国際金融センターに関する先行研究について、Jarvis (2011) や Woo (2016) による優れた先行研究整理の枠組みに依拠しつつサーベイを行う。IFCs の先駆的な研究としては、Kindleberger (1974) と Reed (1980) がある。Kindleberger は IFCs について、高度に専門的な貸出機能や国家間決済機能を備える唯一の世界的規模の中心地と定義する (Kindleberger, 1974, p.57)。また、Reed は、資本取引を含む各種国際間取引の際に有益な世界レベルの技術や能力を備える専門機関の集積する都市部と定義する (Reed, 1980, p.58)。これらのように、IFCs の定義に関しては、高度な専門技術を持つ金融機関の集積の場としてとらえる研究が多い (伊藤、1996、187 頁; Cassis, 2014, p.1 など)。

そして、IFCs が金融機関の集積の場として現れる要因については、時差、貿易、経済発展、多国籍企業数、国家における当該都市の重要性などが指摘されている (Goldberg et al., 1988 など)。また、規模の経済性に注目する視点から、Poon (2004) は市場規模がその集積をもたらすと考える。とりわけロンドンやニューヨークといった主要な IFCs においては、その指摘は適切と言える。

また、規模の経済性と類似した概念ながらより幅広い集積の経済性に着目し、主要な IFCs においていったん集積が発生した後は自動的にそれが深まっていく理由について、集積の経済性によって契約締結や高度金融人材雇用そして補助サービス利用などが容易化することを指摘する研究もある (Davis, 1990)。

ところが、主要な IFCs のみに注目せず、IFCs 全般を大きくとらえると、ロンドンやニューヨークといった主要な IFCs で集積の自動深化を確認できる一方で、集積の自動深化の起こらない規模の IFCs が多く出現していることを指摘する研究もある (Sassen, 1999; Tschoegl, 2000; Taylor et al., 2002)。後者の現象はまさしく IFCs 間競争の現れと解釈できよう。

なお、IFCs 間競争の歴史研究においては、競争関係だけではなく補完関係に注目する研究もある (Einzig, 1932; Shenk, 1998; Cassis, 2010)。そして、近年、補完関係のもたらず階層性をネットワーク分析手法によって分析する画期的な研究も現れていることに注意しておきたい (Poon, 2003; Flandreau and Jobst, 2005)。ただし、その分析手法は、データ制約のため証券市場や外国為替市場の分析にしか適用できない。そのため、本稿では、国際資本移動データを用いた記述統計の範囲内で、アジア域内の IFCs 間における階層性についての考察も行いたい。

近年の IFCs 研究における問題関心は、ロンドンやニューヨークといった主要な IFCs 研究一辺倒から安泰的な地位を獲得できない多くの IFCs 同士の競争関係にも裾野を広げ始めている。それらの研究では、主要な IFCs を前提とする規模や集積の経済性の観点からではなく、新しい視点からの研究が求められている。それらの代表例として、Harvey (1990) や Lash and Urry (1994) そして Krstic (2004) を指摘できよう。それらは、近年の電信網の発展を背景として、現代的な銀行

業務は時間、場所、通貨の制約にとらわれなくなっていると指摘し、各 IFCs の特徴を説明する要因として各都市に備わっている初期能力（物理的環境、制度的環境、政治的環境、知識的環境）に注目する。そして、これらの能力向上が外資系金融機関の立地選択やその結果としての産業集積を決定づけると考える。

こうした流れに沿って、Sagaram and Wickramanayake (2005) は、外資系金融機関が立地選択を決める 5 つの要素として①好ましい規制体制、②優遇税制、③都市生活環境、④市場の深みと厚み、⑤商業銀行業務を支える経済水準を指摘する。また、通信網や航空網のほかに政治的安定、政策の安定も重視する。そして、政治学や経済学といった既存の学問の枠にとらわれない学際的な問題関心を持ち、政治的安定や政策の安定がいかに IFCs 化へとつながったのか、シンガポールを事例としてその詳細な過程を鋭く分析する研究も存在する (Woo, 2016, 2017)³⁾。

さらに、政府機関による制度整備のみならず民間経済主体側の初期条件の重要性を指摘する研究も現れている。たとえば、国内機関の順応性に注目する研究 (Tschoegl, 2000) や知識と情報を仲介する社会的ネットワークに注目する研究 (Wang et al., 2007) などがある。日本における近年の IFCs 研究の多くは (三菱総合研究所編著、2008；対木、2009a, 2009b；赤羽、2017；東京都、2017 など)、基本的には IFCs に必要な初期能力とそれらの向上に関心を持つ研究枠組みに分類されると言えよう。

以上の先行研究サーベイからの知見を踏まえて、本稿ではシンガポール IFC の形成および発展の過程を示す際に、外資系金融機関の立地選択に有利に働く基礎的条件項目として、(1) 金融当局らによる適切な金融監督、(2) 金融当局らによる新金融商品市場の創設や外資参入に対する優遇税制、(3) ICT 環境と生活環境、(4) 地場銀行の業界動向、(5) 政治状況の安定性、(6) 社会的ネットワーク、(7) 他の IFCs との競争と補完関係そして規制当局間の相互協力の 7 項目を設定する。

シンガポールの国際資本移動の変化を踏まえたうえで上記の 7 項目に留意しつつ、これまでのシンガポール経済史や金融史の先行研究やシンガポール通貨監督庁年次報告書で指摘された諸事項を、国際金融センター化の形成および発展過程の観点から体系立てて整理することに本稿の意義が存在すると言えよう。

第 2 節 各国の国際資本移動の変化と最重要な金融都市の GFCI の相関関係の確認

既述の通り、本節では、国際収支表の諸項目に基づく国際資本移動の変化に留意しつつ、シンガポールの国際金融センターの形成および発展過程を示すという本稿の課題設定が有意義であるか否かを統計的に判断する。具体的には、国レベルでの国際資本移動の変化と各国の最も重要な金融都市の GFCI の間に有意な相関関係があるか否かを検討したい。

なお、国レベルでの国際資本移動の変化を表す指標作成に際して、任意の複数国グループ内にお

ける各国の階層性を示せる工夫を行いたい。具体的には、作成指標の分母に、複数の選択国全体における金融勘定収支の諸項目の絶対値の総和をとる。

ただし、金融勘定収支の諸項目のうち直接投資（FDI：Foreign Direct Investment）については、純粋な金融収益以外の目的での資本移動もなされることを考慮して、直接投資を含めた値と除いた値の2つの場合分けを行う。

したがって、作成指標の分母のうち、FDIを含めた複数の選択国全体における各年の資本流出入の絶対値の総和 $\Sigma |IFA_{including\ FDI}|$ は、

$$\begin{aligned} \Sigma |IFA_{including\ FDI}| = & \Sigma (|直接投資の流入| + |直接投資の流出| + |ポートフォリオ投資の流入| \\ & + |ポートフォリオ投資の流出| + |その他投資の流入| + |その他投資の流出| \\ & + |金融デリバティブの流入| + |金融デリバティブの流出|) \end{aligned}$$

となる⁴⁾。一方、FDIを除いた任意の複数国グループ内の各年の資本流出入の絶対値の総和 $\Sigma |IFA_{excluding\ FDI}|$ は、

$$\begin{aligned} \Sigma |IFA_{excluding\ FDI}| = & \Sigma (|ポートフォリオ投資の流入| + |ポートフォリオ投資の流出| \\ & + |その他投資の流入| + |その他投資の流出| \\ & + |金融デリバティブの流入| + |金融デリバティブの流出|) \end{aligned}$$

となる。

そして、作成指標の分子候補として、下記の M_1 から M_{10} までをとる。

$$\begin{aligned} M_1 = & |直接投資の流入| + |直接投資の流出| + |ポートフォリオ投資の流入| \\ & + |ポートフォリオ投資の流出| + |その他投資の流入| \\ & + |その他投資の流出| + |金融デリバティブの流入| \\ & + |金融デリバティブの流出| \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} M_2 = & |直接投資の流入| - |直接投資の流出| + |ポートフォリオ投資の流入| \\ & - |ポートフォリオ投資の流出| + |その他投資の流入| - |その他投資の流出| \\ & + |金融デリバティブの流入| - |金融デリバティブの流出| \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} M_3 = & |ポートフォリオ投資の流入| + |ポートフォリオ投資の流出| \\ & + |その他投資の流入| + |その他投資の流出| \\ & + |金融デリバティブの流入| + |金融デリバティブの流出| \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} M_4 = & |ポートフォリオ投資の流入| - |ポートフォリオ投資の流出| \\ & + |その他投資の流入| - |その他投資の流出| \\ & + |金融デリバティブの流入| - |金融デリバティブの流出| \end{aligned}$$

$$M_5 = |直接投資の流入| + |直接投資の流出|$$

$$M_6 = |直接投資の流入| - |直接投資の流出|$$

$$M_7 = |ポートフォリオ投資の流入| + |ポートフォリオ投資の流出|$$

$$M_8 = |ポートフォリオ投資の流入| - |ポートフォリオ投資の流出|$$

$$M_9 = |\text{その他投資の流入}| + |\text{その他投資の流出}|$$

$$M_{10} = |\text{その他投資の流入}| - |\text{その他投資の流出}|$$

一方、GFCIについては同一国で複数のIFCsが存在する場合、よりIFCs得点の高い方を選択する。なお、各都市のGFCIについては2007年から2015年までの各年9月公表のデータを用いた。そして、各都市のGFCIを満点1000点で割った値を被説明変数とし、先に示した各作成指標を説

表1 国際収支表データ組み合わせの各作成指標とGFCIの単回帰分析結果

作成指標	回帰係数	t 値	自由度調整済み決定係数
$\left(\frac{M_1}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	1.191***	12.766	0.289
$\left(\frac{M_2}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	-2.974***	-2.640	0.015
$\left(\frac{M_3}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	1.475***	12.614	0.284
$\left(\frac{M_4}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	-4.660***	-4.569	0.048
$\left(\frac{M_5}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	4.122***	10.196	0.206
$\left(\frac{M_6}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	15.069***	5.638	0.072
$\left(\frac{M_7}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	2.798***	11.166	0.237
$\left(\frac{M_8}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	-5.554***	-5.099	0.059
$\left(\frac{M_9}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	4.416***	13.066	0.299
$\left(\frac{M_{10}}{\sum \text{IFA}_{\text{including FDI}}}\right)$	0.040	0.009	-0.003
$\left(\frac{M_3}{\sum \text{IFA}_{\text{excluding FDI}}}\right)$	1.090***	12.740	0.288
$\left(\frac{M_7}{\sum \text{IFA}_{\text{excluding FDI}}}\right)$	2.042***	11.214	0.239
$\left(\frac{M_9}{\sum \text{IFA}_{\text{excluding FDI}}}\right)$	3.296***	13.282	0.306
$\left(\frac{M_7 + M_9}{\sum \text{IFA}_{\text{excluding FDI}}}\right)$	1.872***	12.365	0.276

注) ***は、1%水準で有意であることを示す。サンプル数はいずれも399である。

出所) IMF, International Financial Statistics, 2008-2016, およびZ/Yen Group, Global Financial Centre Index. Sep.2007 - Sep.2015 より、筆者作成。

明変数として単回帰分析を行った結果は、表1の通りである。

なお、GFCIは、様々な経済統計や都市整備統計といった各種のデータもGFCI導出式の構成要素に含まれているが、国際資本移動については直接投資のみが含まれているだけであり、GFCIと本稿で作成した14種の作成指標との相関関係は自明ではないことに注意しておきたい。

表1からは、分子をその他投資の資本流出入のネット値でとった作成指標を除くと、他のすべての指標はGFCIと有意水準1%で相関関係を認められることが分かった。さらに、最もt値が高く自由度調整済み決定係数が0.3を超えたのは、分子をその他投資の資本流出入のグロス値でとった作成指標の分析結果のみだった。

この分析結果より、2007年以降の各国の国際資本移動の変化、とりわけその他投資の資本流出入のグロス値と各国の最も重要な金融都市の国際金融センターとしての度合いとは密接な関係にあると言えよう。なお、この両者の有意な相関関係は2006年以前にも存在していたと想定したとしても大きな問題はないと思われる。

そこで、上記の各作成指標のうちGFCIとの関係が最も密接であると判断できる下記の

$$\left(\frac{M_9}{\sum \text{IFA}_{\text{excluding FDI}}} \right) \quad \text{①}$$

という国際資本移動の変化を示す指標を用いて、アジア域内諸国諸地域間における国際金融センターとしての階層性を推察してみたい。GFCIは2007年以降のデータしか存在しないが、IMFによるIFS（とりわけBOP：Balance of Payments）のデータは欠損値も多いとはいえ、1980年代初頭以降ならば欠損値の問題もそれほどは問題とならない⁵⁾。

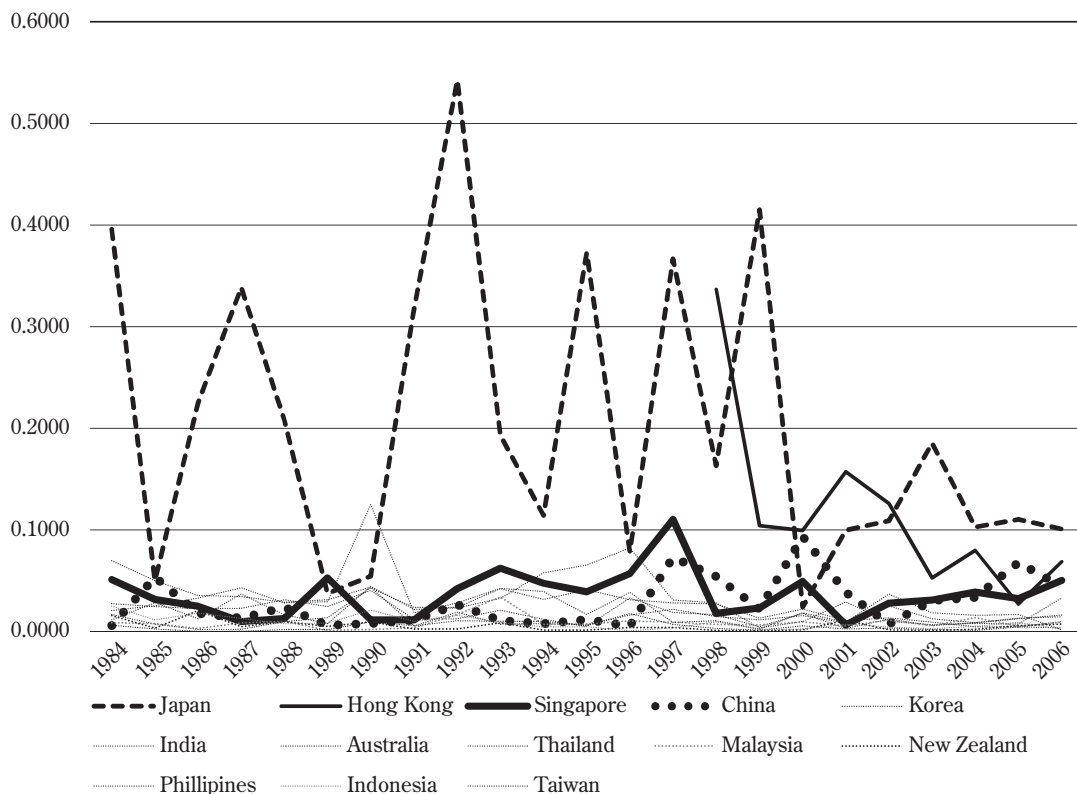
なお、本稿におけるアジアの定義は、IMFの定義を基本的に踏襲する。IMFは、アジア各国各地域をASEAN10か国（ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、ミャンマー、フィリピン、マレーシア、シンガポール、タイ、ベトナム）、東アジア3か国地域（中国、香港、韓国）、Industrial Asia 3か国（オーストラリア、日本、ニュージーランド）、南アジア3か国（バングラデシュ、インド、スリランカ）に分類している。なお、本稿では上記以外にもデータ入手可能なときはアジアの国際資本移動として含めている。具体的には、台湾、マカオ、東ティモールを含める。

以上の22か国地域の国際資本移動データを用いて、①式のデータを図示すると下記の図1となる。なお、国際収支マニュアルが第5版から第6版に変更されていることを踏まえて、整合性の観点から1984年から2006年までを示す⁶⁾。

図1に基づきアジアの国際金融センターの階層性を示すと、とりわけ2000年代は日本、香港、シンガポールそして中国を上位グループとしてまとめられる。近年の国際金融センター研究では、階層性を重視するため、中下位グループ各国各地域についても最も細い点線で示しておきたい。そして、上位グループについては、より太い線で表しつつそれらの動向を下記に整理する。

長年、アジアでは日本が大きなプレゼンスを占めていたが、2000年代以降はそれが落ちてきた

図1 アジア域内における国際金融センター代替指標の示す階層性示唆



出所) 筆者作成。

こと、1990年代後半以降、中国本土のプレゼンスが拡大傾向にあり香港やシンガポールに迫るほどであること、そして2000年代のアジアでは国際金融センターとして日本が少し上に抜けているが、香港、シンガポール、中国本土は同じ階層内のプレゼンスであることをうかがえる。また、シンガポールのプレゼンスの動向を確認すると、アジアで確固たる地位を占めるのは1990年代以降であると読み取れる。そこで、本稿では1990年代初頭を重要な転換点とみなす。

次節では、シンガポール建国前史における金融業の立地選択の基礎的条件、すなわちIFC形成の初期条件はどの程度満たされていたのか、その概要を検討する。

第3節 シンガポール建国前史におけるIFC形成の初期条件状況

本節では、第1節の先行研究サーベイから得た知見に沿って、シンガポール建国前史におけるIFC形成の初期条件がどの程度満たされていたのか、岩崎(2013)に依拠して簡潔に確認する。

ただし、(3)生活環境、(4)地場銀行の業界動向、(5)政治経済状況の安定性、(6)社会的ネットワークに主に、焦点を当てて1965年のシンガポール建国までの略史を簡潔に整理する。なお、

(1) 金融当局らによる適切な金融監督、(2) 金融当局らによる新金融商品市場の創設や外資参入に対する優遇税制、(7) 他のIFCsとの競争と補完関係そして規制当局間の相互協力の3点について、本節で言及しないのは建国前史であることを考慮したためである。

Kindleberger (1974) の指摘するように、IFCはもともと港の近くで発生するが多い。ロンドンやニューヨークそして東京も海に面しており、港に近ければ交易を通じて卸売り業者が集まり、貿易金融の需要が発生する。すると貿易信用を行う金融機関が集まり、様々な産業が興りいずれこれらの本社機能が移転されて金融センター化していくという発展過程をたどることも多い。

シンガポールも海に面していたが、19世紀初頭にはマレー人130人と中国人20人を合わせて150人ほどの住人しかおらず、大部分の未開のジャングルは交易船を狙う海賊の棲家となる島だった(岩崎、2013:4頁)。ところが、1819年1月にイギリス東インド会社職員のラッフルズが上陸したことを契機として、シンガポールは大きな変貌を遂げる。

当時のシンガポールは、オランダ領の影響下にあるジョホール王国の領土であった。ラッフルズはシンガポールに上陸したときに、天然の良港で東南アジア貿易の要衝地となる可能性に気づいた。おりしもジョホール王国では兄弟での王位継承争いが水面下で継続しており、これに乗じたラッフルズはクーデターを支援し、その結果、一部をイギリス植民地とするに至った。オランダ側からの批判もあったが、結果的には既成事実化したため、1824年にシンガポール全島がイギリス植民地となった(同上:9頁)。

ラッフルズは、東南アジア地域研究者と言えるほど現地の言語にも精通し博学の知識を持っていた。その言語能力と知識を活用し、ラッフルズはシンガポールの交易港としての発展を強力に推進する。具体的には、他の東南アジアの港とは異なり、シンガポールを無税で利用できる自由貿易港とした。こうしてシンガポールの港が発展すると、次々と移民が参入した。その中でもとりわけ最大の移民集団は、中国人であった。他にも、マレー人、インド人、ユーラシア人などが多数流入した(同上:12-13頁)。

このとき、ラッフルズはのちのちのシンガポールがIFCとして発展する布石を結果的に打つことになったと言える。というのも、イギリス流の分割統治をシンガポールでも行い、移民を民族別の居住区に強制的に居住させたからである(同上:20-21頁)。民族を超えてイギリス植民地支配への不満を一致させないようにすることで(5)政治の安定性を高めるとともに、居住区や幹線道路の計画的な街づくりをすることで(3)生活環境の整備というIFC形成にとって有益な2つの要素の基礎を整えた。

さらに、イギリスが19世紀にマラヤを植民地化すると、そこで採掘された世界最大の埋蔵量を持つスズやゴムの輸出基地として、シンガポールは経済発展していく。そして、「スズ鉱山会社、ゴム会社や貿易会社、それに銀行や保険会社などの多くが、シンガポールに拠点を置き、集積するようになった(同上:23頁)。なお、シンガポールに初めて銀行業が興ったのは、1845年であると言われている(Cheong, 1978, p.16)。

初期の銀行は、1859年設立のチャータードバンクなど、英領インドですでに営業していた英系銀行がほとんどであったが、オランダ、フランス、ドイツ系の銀行も存在した。そして、それらは当時のタイなど他の東南アジアでもしばしば見られたように、現地のコンプラドールの助けを借りて貸出を行っていた (Ibid, pp.16-17)⁷⁾。このように、シンガポールの銀行市場では当初から欧州各国の銀行が重要な役割を担ったという特徴を指摘できる。

一方、20世紀に入ると(4)地場銀行の設立とその際の(6)社会的ネットワークの活用とが、華僑系企業家の出現を背景として同時に起こった。20世紀になると、ゴム産業にはイギリス人だけでなく中国人も参入するようになり、ゴム産業や貿易業で財をなすタン・カーキーやリー・コンチェン一族などが台頭した(岩崎、2013:28-29頁)。そういった有力企業家の典型的なビジネス・パターンは、華僑ネットワークを大切に、ゴム産業や貿易業で築いた資金を元手に華僑仲間と一緒に銀行を創るというものだった。

ここまで概観してきたシンガポール建国前史を踏まえると、シンガポールはIFC形成の基礎的条件をある程度、整えていたと言えよう。ところが、こののち1942年からの日本軍による占領、戦後の混乱期、政権与党である人民行動党の内部闘争による分裂、1963年のマレーシア連邦参加と2年後のマレーシア連邦政府からの追放にともなう独立など、矢継ぎ早の政情不安が続いた。それゆえ、分割統治によって他の東南アジアではしばしば見受けられた民族間対立は抑えられたとはいえ、(5)政治の安定性を確保するまでとはならず、IFCとしての地位を形成するまでしばらく時間を要することとなった。

第4節 IFCとしての萌芽的発展：1968年-1990年のアジア・ダラー市場

1. 絶対的な政治の安定性の確保

シンガポール建国後、リー・クアンユー首相率いる人民行動党の単一党体制が確立した。1990年までの長期安定政権となった当該政権を特徴づけるキーワードとしてしばしば指摘されるのは、開発独裁あるいは開発主義国家という2つの用語である。両方とも、経済開発を最優先課題に掲げ、その実現のためには政治の独占という絶大な政治権力をいかに行使する強権的な政治体制であることを意味する。

シンガポールで開発独裁が成立した背景には、自国のみでは食料も水も十分に賄うことはできずマレーシアに依存せざるを得ない一方で、そのマレーシア連邦政府から追放されたことへの相当な危機感があった。さらに1967年の駐シンガポールの英軍全面撤退の発表は、収入や雇用機会の喪失という点でさらに危機感を煽るものとなった(三浦、1996:66頁)。加えて、社会主義戦線という野党の反対を抑えてマレーシアとの合併に踏み切っていたため、国内からも厳しく批判されると人民行動党は予想していた。

このような内憂外患の状況で人民行動党の打ち出したスローガンが「生存のための政治」であり、

経済開発を最優先課題とする強権的な政権を創り上げようとしたわけである（岩崎、2013：90頁）。

おりしも独立時点では、野党の社会主義戦線はマレーシア連邦時代の人民行動党とマレーシア政府からの弾圧や内紛もあいまって、議会ではなく街頭闘争に戦術転換し国会議員は全員辞職していたため、議会での政治力を失っていた。そこで、人民行動党ははじめに内憂を完全に除去するため、社会主義戦線の支援組織である華人系の労働組合、学生運動、企業、マスコミに不利な法案を次々と制定し弾圧していく（同上：94頁）。

とりわけ、わずかでも政府批判を行ったマスコミや外国メディアに対しては、廃刊に追い込んだり、発行部数を激減させる命令を下したりした。民主主義において問題となるようなこれらの行動は、実はIFC形成にとって有利に働くこととなる。というのも、内外メディアに対して政府批判をする余地を全く与えないほどの権力を政府が掌握しているということは、見方を変えれば、絶対的な(5)政治の安定を確保していることになるからである。ここにおいて、シンガポールIFC形成の素地は整ったと言えよう。

また、弾圧によって政府のスポークスマンと化したマスコミを利用して、シンガポール政府は「生存のため」に経済開発を最優先課題としており、経済開発のためには外資系企業の参入を必要としていること、参入の際には国内の反対勢力を抑えて優遇税制などを確実に提供することを海外へアピールできるようにもなった。

外資系企業側から見れば、政府批判をしなければ確実なビジネスチャンスを得られるということである。こうして、絶対的な政治の安定のもとで、外資系企業は次々とシンガポールへ参入することとなった。この政策によって電子産業なども栄えるようになったが、外資誘致の戦略の下で最も成功したと評価されるのが次項でとりあげるアジア・ダラー市場（以下、ADM：Asian Dollar Market）だった。

2. アジア・ダラー市場の形成

シンガポールがアジアのなかでもとりわけ先進的な国際金融センターであるという名声を得る契機となったのは、1968年のADM創設であると一般的にみなされている（石川、1980；三浦、1996；Woo, 2016など）。ADMとは、ある通貨を発行国以外のアジア諸国諸地域で取引する市場（正確には、オフショア勘定）を指す。シンガポールのADMの発展を理解するためにも、その名称の起源となったユーロ・ダラーについて説明しておきたい。

ユーロ・ダラーとは、米国以外で取引される米ドルを指す。必ずしも欧州で取引されるわけではないが、初期の当該取引市場で西ヨーロッパ諸国の銀行が取引主体となったことから、ユーロ・ダラー市場という名称が一般的に定着している。1950年代末、米国での外為規制緩和により通貨を自由に移動できるようになった頃、米国以外の国々とりわけヨーロッパの人々は対米経常収支黒字を背景として、余剰米ドルを大量に抱えていた（W. M. クラーク、1985：229頁）。

おりしも1960年に米国でレギュレーションQと呼ばれる金利規制の開始を背景として、米国系

表2 アジア・달러市場の発展 (1968年-1990年)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
ASSETS												
Loans to Non-bank Customers	1	1	14	189	601	1,214	2,629	3,303	4,048	5,281	6,377	8,484
Interbank Funds	29	121	370	851	2,331	4,962	7,528	9,099	12,951	15,253	19,830	28,094
In Singapore	n.a.	n.a.	13	39	99	262	223	270	414	573	867	1,100
Inter-Asian Currency Units	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,080	3,719	5,999
Outside Singapore	n.a.	n.a.	357	812	2,232	4,700	7,305	8,828	12,537	11,599	15,244	20,994
NCDs held	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Other Assets	0	2	6	23	44	101	200	196	354	485	834	1,585
LIABILITIES												
Loans to Non-bank Customers	18	98	244	238	399	913	1,614	2,068	1,960	2,255	3,600	5,771
Interbank Funds	13	24	141	811	2,550	5,249	8,531	10,294	15,067	18,350	21,987	29,425
In Singapore	n.a.	n.a.	6	56	145	406	676	584	799	1,383	1,443	1,882
Inter-Asian Currency Units	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,080	3,719	6,000
Outside Singapore	n.a.	n.a.	135	755	2,405	4,844	7,856	9,710	14,268	13,887	16,826	21,544
NCDs held	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Other Assets	0	1	5	14	27	115	212	235	327	413	1,453	2,966
Total (ASSETS = LIABILITIES)	31	123	390	1,063	2,976	6,277	10,357	12,597	17,354	21,018	27,040	38,163
ASSETS												
Loans to Non-bank Customers	12,402	19,452	27,606	30,385	33,766	37,440	38,742	55,011	66,551	86,394	125,516	
Interbank Funds	39,552	62,173	69,564	74,447	85,329	104,933	146,610	171,093	194,756	228,725	239,120	
In Singapore	1,085	1,495	1,739	2,791	3,832	4,619	4,927	5,080	5,254	7,330	8,745	
Inter-Asian Currency Units	9,955	15,522	19,214	19,690	21,863	26,992	30,604	26,056	25,801	27,566	34,440	
Outside Singapore	28,512	45,156	48,612	51,965	59,634	73,323	111,079	139,957	163,701	193,830	195,935	
NCDs held	879	1,452	2,274	2,728	2,727	2,950	3,008	2,923	1,523	1,496	1,740	
Other Assets	1,559	2,698	3,851	4,301	6,233	10,051	12,242	15,842	17,648	19,967	24,019	
LIABILITIES												
Loans to Non-bank Customers	9,251	13,556	17,630	20,620	21,524	28,019	33,805	41,576	47,454	55,019	66,886	
Interbank Funds	40,880	66,366	79,224	84,743	100,187	120,030	159,369	192,485	221,804	269,582	309,427	
In Singapore	1,304	1,818	1,497	1,788	2,943	4,174	4,861	6,539	8,444	12,620	11,956	
Inter-Asian Currency Units	9,955	15,523	19,227	19,698	21,867	26,994	30,631	26,057	25,801	27,567	34,438	
Outside Singapore	29,620	49,026	58,500	63,258	75,377	88,862	123,905	159,890	187,558	229,395	263,033	
NCDs held	2,499	3,127	3,127	3,365	2,997	2,310	2,028	2,177	2,126	2,355	2,014	
Other Assets	1,764	2,727	3,316	3,133	3,347	5,015	5,400	8,631	9,093	9,625	12,069	
Total (ASSETS = LIABILITIES)	54,393	85,775	103,296	111,861	128,055	155,374	200,602	244,869	280,477	336,582	390,395	

出所) MAS, Annual report, 1975, 1976-77, 1980-81, 1990-91. および Department of statistics of Singapore ウェブサイト (<http://www.tablebuilder.singstat.gov.sg>, 22th Dec 2017 access), より筆者作成。

表3 シンガポールの金融機関数推移 (1975年-1990年)

End-March	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Banks	63	70	73	77	81	92	99	111	118	122	129	135	133	135	136	141
Local	12	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Foreign	51	57	60	64	68	79	86	98	105	109	116	122	120	122	123	128
Full banks	24	24	24	24	24	24	23	23	23	23	23	23	23	22	22	22
Wholesale banks (Restricted banks)	12	12	13	13	13	13	13	13	13	14	14	14	14	14	14	14
Offshore banks	15	21	23	27	31	42	50	62	69	72	79	85	83	86	87	92
Banking offices including head offices and main offices	235	243	251	261	272	294	311	335	358	368	381	393	396	406	411	422
Asian Currency Units	58	66	70	79	88	108	120	137	153	160	174	180	183	183	190	199
Banks	45	52	56	64	64	77	85	97	103	110	118	124	123	123	125	131
Merchant banks	12	13	13	18	23	30	34	38	53	48	54	54	58	58	63	67
Finance Companies	36	36	34	34	34	34	34	35	35	34	34	34	31	31	30	28
(Finance companies' offices including head offices)	88	91	92	94	93	96	104	121	135	132	133	134	134	135	135	137
International Money Brokers	5	5	5	6	7	7	7	7	9	8	8	8	8	8	8	8
Licensed Financial Advisers																
Capital Markets Services Licensees																
Dealing in Securities																
Trading in Futures Contracts																
Fund Management (Investment Advisers)											7	10	21	43	60	
Providing Custodial Services for Securities																

出所) MAS, Annual Report, 1976, 1976-77, 1978-79, 1980-81, 1993-94. より筆者作成。

銀行は資金調達困難に直面した。このとき、欧州への直接投資を積極的に展開していた米国系多国籍企業から資金融資を求められ、米銀は余剰米ドルを抱えたヨーロッパ人から米国系多国籍企業へ資金仲介する手段を見出した。それがユーロ・ダラー取引であった。

この取引は、各国国内の金融市場へ直接影響を及ぼさない取引であるため、預金準備率規制の対象外であった。すなわち、信用創造をかなり効率的に行えるということを意味する。したがって、米国内の金利規制強化を背景として、米銀はこの市場に次々と参入し巨額の利益を産み出し、世界的にもユーロ・ダラー市場は魅力的な金融市場となった。こうして、1960年代以降、ユーロ・ダラー市場は急拡大していく。

1960年代後半になると、ヨーロッパ以外でも米国外で余剰米ドルを抱える地域が現れた。それは、1960年半ば以降のベトナム戦争を背景として、大量の米ドルが流入してきたアジア太平洋州であった（Jarvis, 2011, p.77）。そこで、ユーロ・ダラー市場の取引経験で、アジアのオフショア市場創設の意義を理解していたバンク・オブ・アメリカは、香港の金融当局へその開設を働き掛けた。しかし結局は受け入れられず、次に打診したのが、香港と同じ時間帯に位置するシンガポール政府だった（三浦、1996：67頁）。

シンガポール政府は「生存のための政治」の下で、天然資源の少なさを踏まえて金融業の発展を重視しており、シンガポール政府直属のお雇いオランダ人アドバイザーの A. Wiinsemius の提案を受けて、1968年にADMを創設した（Jarvis, 2011, p.77）。そして、ADMの発展を重視する方針は、1971年設立のシンガポール通貨監督庁（以下、MAS：Monetary Authority of Singapore）に引き継がれることとなった⁸⁾。そして、表2と表3の示すとおり、1970年代以降、ADMは取引残高、取引金融機関数ともに激増する急発展を遂げたのであった。

3. アジア・ダラー市場の発展

1990年までのシンガポールの金融面での発展は、事実上、ADMの発展によるものと言える。MASは、ADMの発展を優先課題とみなし、1970年代にはユーロ・ダラー市場との競争に打ち勝つために72年の流動性準備比率規制廃止（MAS, 1973, p.79）、アジア・ダラー建ての譲渡可能預金の流通市場育成のための印紙税廃止（Ibid, p.79）、73年のアジア・ダラー建て債券の保有者に対する個人所得税免税（MAS, 1974, p.85）、78年のオフショア市場での所得に対する法人税率を40%から10%へ軽減（MAS, 1978, p.47）、オフショア銀行によるシンガポール居住者への貸出緩和など矢継ぎ早の優遇税制を展開する（Ibid, p.60.）。

1980年代も、83年のオフショア・シンジケート・ローン貸出利益の条件付き免税（MAS, 1983, p.37）、投資運用業によるアジア・ダラー取引利益免税（MAS, 1984, p.40）、84年のオフショア・シンジケート・ローンの税制優遇措置対象の変動利付債券などへの拡大（Ibid, p.42）、85年のシンガポールに拠点を置く公認オフショア投資運用業に対して無制限の免税措置（MAS, 1986, p.42）、89年にはアジア・ダラー取引金融機関と非居住者の間でシンガポールドルでの取引を介さない場

合、スワップ取引に関する源泉徴収税免除など引き続き他の IFCs を圧倒する税制優遇措置が展開された (MAS, 1989, p.52)。

上記の経緯を確認すると、MAS は (2) ADM という新金融商品市場の創設や外資参入に対する優遇税制、(7) ユーロ・달러市場の取引地や香港など他の IFCs との競争に打ち勝つ対策を着実に実施したと言える。また、ADM への資本流入がシンガポールの国内金融市場へ一挙に流入しないようかなり慎重かつ (1) 適切な金融監督を実施したこともうかがえる。後者については、しばしばシンガポールドルの非国際化方針とも指摘される。

以上をもって、IFC 形成のための7つの基礎条件はすべて整えられたと判断しても差し支えないだろう。ただし、図1のGFCIと有意な相関関係を持つ国際資本移動指標の示唆するように、この時期のシンガポールのIFC化は萌芽の発展にとどまっていたと理解するのが適切であろう。次節で示すように、シンガポールIFCの本格的な発展は、証券市場で新しい金融商品が次々と開発されたり、他IFCsの証券市場との決済網が構築されたりする1990年代以降に始まることとなる。

第5節 IFCとしての本格的発展：1985年-1990年代半ばの証券市場

1. 1985年の証券市場危機と改革再編

既述のように、シンガポールのIFCとしての本格的な発展とは、証券市場のさらなる発展とみなせる。三浦(1996:67頁)の指摘する通り、シンガポールは1980年代以降にロンドンのような高度なIFCとなることを目指し、証券業を中心にさらなる積極的な改革を打ち出した。

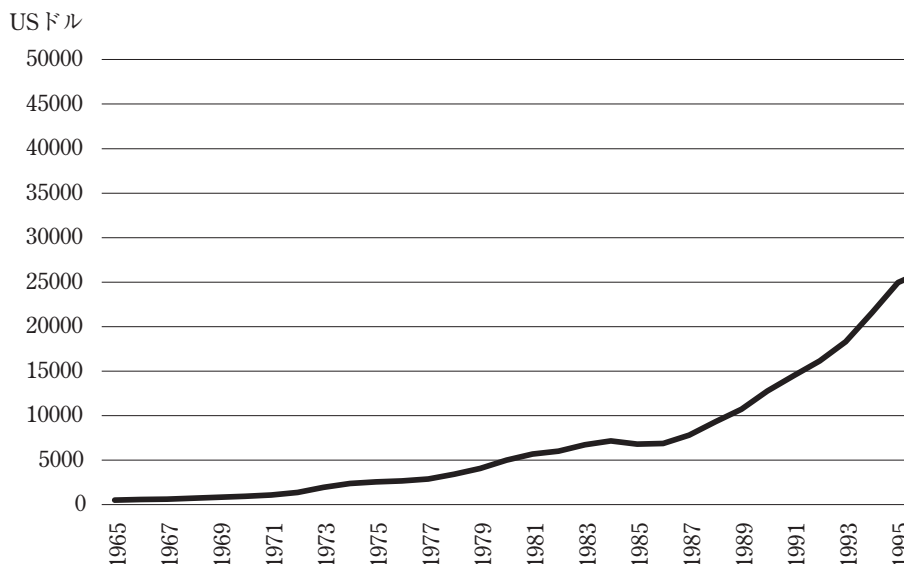
この背景には、シンガポールの実体経済の低迷があった。1980年代になるとシンガポールの最大の輸出市場であった米国は、貿易と財政の双子の赤字による不況に陥った。その影響を受けて、シンガポールの輸出も減少し、1980年代半ばに建国以来初のマイナス成長となり、一人当たりGDPの伸びも初めてマイナスとなった(図2)。

1990年代以降の高度成長を経た後から振り返れば、当時の心配は杞憂であったとはいえ、80年代半ば当時の政府関係者は一様に衝撃を受けた。というのも、当時のリー・クアンユー政権の開発独裁は、経済発展を継続している限りでしか国民の支持を得られない政治体制であったからである。

それゆえ、この経済的な危機を契機として、製造業を重視しつつも経済のサービス化すなわち金融や通信などを今後の経済成長の牽引力として促進していく方針へとシンガポール政府は軌道を修正した(同上:67頁)。

実際、リー・クアンユーの長男で通産担当務大臣のリー・シェンロンは、経済委員会委員長として金融や通信などのサービス部門を重視する戦略をとりまとめ、1986年に報告書として公表している。その際、とりわけ証券市場について、高度な国際金融サービスの提供を可能にしたり、改革再編したりすることを主張した。三浦(1996:68頁)は、「この報告こそが、アジア地域の経済発展を背景にした国際金融情報センター化の契機になったとあってよい」と述べている。

図2 一人当たり GDP 推移 (1965年-1995年)



出所) シンガポール統計局ウェブサイト (<https://www.singstat.gov.sg/>、2017年12月25日アクセス) より、筆者作成。

なお、このときシンガポール政府に証券市場の改革再編の必要性を感じさせた事件についても、指摘しておきたい。それは、パン・エレクトリック社事件と呼ばれる (同上:75頁)。シンガポール証券取引所の上場企業だった当社は、1985年11月に金融機関から受けた融資で1億4000万シンガポールドルの巨額の株式先物購入契約取引を行い、結果的に4000万シンガポールドルもの損失を出した。証券業者と買い戻し予約を行うことで、大きなレバレッジをかけていたからだった。

当該事件を契機として証券業者も倒産するシステミック・リスクの顕現を防止するために、証券取引所は3日間取引を停止し、政府はその間にDBS、OCBC、UOBそしてOUBの4大地場銀行と交渉し、1億8000万ドルの救済融資枠を設定した。なお、この貢献によって、4大地場銀行は子会社を通じて証券業へ参入することを許可された。

シンガポール政府やMASは、証券市場が未発達のままでは、システミック・リスクを通じて金融危機の発生を引き起こしてしまうと考え、それを防止するために証券市場の改革再編を行い、証券市場の厚みと深みを拡大させてより安定した市場を構築しようとしたわけである。

こうして1980年代後半には、86年の投資運用業の国内株式投資にも優遇税制適用拡大 (MAS, 1986, p.44)、シンガポールへの地域統括本部誘致政策実施 (シンガポールでの所得に対しては10%の軽減税率、他地域子会社利益に対しては免税) (MAS, 1987, pp.47-48)、証券業法と先物取引法施行 (Ibid, p.48)、SIMEX (Singapore International Monetary Exchange: シンガポール国際証券取引所) でのアジア発の株式指数先物取引である日経225インデックスの取引開始 (Ibid, p.48)、87年のSESDAQ (The Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation System) 運

表4 国際収支表 (1981年-2000年)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
US million dollars										
FOREIGN DIRECT INVESTMENTS (net)	1,675	1,298	1,085	1,210	809	1,529	2,630	3,537	2,004	3,541
Direct Investment Abroad	15	-304	-49	-92	-238	-181	-206	-118	-882	-2,034
Direct Investment in Rep. Econ	1,660	1,602	1,134	1,302	1,047	1,710	2,836	3,655	2,887	5,575
PORTFOLIO INVESTMENTS (net)	-48	-29	-49	-151	175	-549	252	-293	-76	-1,037
ASSETS	-193	-106	-160	-161	-347	-287	-67	-329	-451	-1,610
LIABILITIES	145	78	111	10	521	-261	320	36	375	573
OTHER INVESTMENTS (net)	541	1,040	1,427	522	-285	-1,425	-2,413	-2,257	-678	1,444
ASSETS	-2,645	184	-824	-3,071	-2,250	-3,197	-2,272	-2,589	-8,091	-220
LIABILITIES	3,186	856	2,251	3,593	1,964	1,772	-141	332	7,413	1,664
Total (net)	2,167	2,309	2,463	1,580	698	-445	470	987	1,251	3,947
Total (gross)	7,844	3,129	4,529	8,229	6,367	7,410	5,842	7,058	20,099	11,676
FOREIGN DIRECT INVESTMENTS (net)	4,361	887	2,534	3,973	4,748	1,731	2,849	5,149	8,575	10,569
Direct Investment Abroad	-526	-1,317	-2,152	-4,577	-6,787	-7,951	-10,904	-2,165	-8,003	-5,915
Direct Investment in Rep. Econ	4,887	2,204	4,686	8,550	11,535	9,682	13,753	7,314	16,578	16,485
PORTFOLIO INVESTMENTS (net)	-907	2,490	-4,966	-7,726	-7,152	-12,468	-15,191	-8,685	-9,577	-14,591
ASSETS	-665	1,091	-7,833	-7,840	-7,137	-13,298	-14,965	-9,940	-12,444	-13,366
LIABILITIES	-242	1,398	2,867	114	-15	830	-226	1,255	2,867	-1,224
OTHER INVESTMENTS (net)	-1,109	-1,584	1,220	-5,088	-328	3,000	3,308	-14,279	-11,870	-1,694
ASSETS	1,831	-6,685	-7,104	-10,999	-10,562	-11,650	-37,435	-3,882	-20,770	-15,655
LIABILITIES	-2,940	5,101	8,324	5,911	10,234	14,650	40,743	-10,397	8,900	13,961
Total (net)	2,346	1,793	-1,212	-8,841	-2,732	-7,737	-9,034	-17,815	-12,872	-5,716
Total (gross)	11,090	17,797	32,966	37,991	46,270	58,062	118,025	34,952	69,562	66,606

出所) シンガポール統計局ウェブサイトを (https://www.singstat.gov.sg/)、2017年12月25日アクセス) より、筆者作成。

管開始 (MAS, 1987, p.49)、初のユーロ・ダラー建て金利先物のオプション取引や円建て・マルク建て先物オプション取引の開始 (MAS, 1988, p.49)、シンガポール証券取引所による大口取引に対する仲介手数料50%引き下げ (Ibid, p.49)、シンガポールドル建て以外の株式に対する印紙税廃止 (Ibid, p.49)、88年のSESDAQとNASD (The National Association of Securities Dealers) の連携開始 (Ibid, p.50)、シンガポール証券取引所の完全自動取引システム導入 (以下、CLOB: Central Limit Order Book) (MAS, 1989, p.50)、SIMEXの石油先物取引とユーロ円建て金利先物取引の開始 (Ibid, p.52) など、証券市場で取引可能な新金融商品の開発、証券決済の新システム導入、証券市場活性化のための優遇税制、海外取引所との連携などが短時間で次々と成立した。

その結果、表4の示すように、1990年代以降にポートフォリオ投資の資本流出やその他投資の資本移動も急速に活発化する。これまでの本稿の議論を踏まえれば、その他投資の資本移動の急速な活発化という事実から、1990年代以降にシンガポールはIFCとして本格的な発展を遂げたことを推察できるだろう。

2. 1990年代前半の証券市場の国際化

本項では、まず1990年代前半の証券市場の改革再編を確認し、次に、前項の議論も踏まえて、IFC形成発展のための7つの基礎条件はどのような有り様を呈したのかを確認する。

1990年代前半のシンガポールのIFC化は、Woo (2016, p.28) も指摘するように、より国際化を推し進めたところに特徴付けられる。例えば、90年のドバイ原油先物取引の開始 (MAS, 1991, p.72)、地場銀行への外国人出資比率上限規制の20%から40%へ緩和 (Ibid, p.72)、海外証券会社に対してCLOB internationalやSESDAQ経由での直接取引を可能にするためのシンガポール証券取引所付与による新会員資格導入 (外国人出資比率を最大で70%まで上昇可能) (Ibid, p.73)、シカゴマーカントイル取引所でのThe Nikkei 225指数取引開始 (Ibid, p.75)、93年のMASと台湾証券取引委員会の合意書署名 (台湾投資家のSIMEX先物取引参加認可) (MAS, 1993, p.6)、SIMEXによる香港証券市場のMorgan Stanley Capital International Hong Kong Indexに関する新しい先物取引開始 (Ibid, p.7)、シンガポール証券取引所による外貨建て負債証券取引促進のための上場手数料引き下げ (MAS, 1995, p.96)、SIMEXとロンドン国際石油取引所が共同ブレント原油先物取引開始 (Ibid, p.96)、ペーパーレス取引の整備後に95年のCLOB internationalでのマレーシア株式取引の実施計画公表 (MAS, 1996, p.100)、シンガポール証券取引所での中国企業の株式上場を進めるためのMASと中国証券取引所による覚書署名などが次々と進展している (Ibid, p.100)。

ここで、1985年から1990年代前半におけるIFC発展のための7つの基礎的条件の有り様を確認する。証券市場の改革再編の実施、証券市場のシステム・リスク防止を踏まえると、MASなど金融当局は未然に問題を防止できなかったという意味で最善ではないとしても、事後的対応に適切に尽力したと言える。

一方、次々と新金融商品を開発するとともに、外資系金融機関に対する優遇税制を展開してきた。

そして、ペーパーレス化や決済網構築を適切に進めてもいる。地場銀行も子会社を通じて証券業に乗り出すなどしている。図2からは持続的な経済成長を確認できる。大きな政変も生じていないことから、政治経済状況の安定性は高いと言えよう。ここまで言及しなかったが、MASとシンガポール証券取引所ならびにSIMEXは密接な連携をとっており、人事交流も進めていることから、金融市場における社会的ネットワークも機能していたと言える。同時に、それらは他IFCsの金融当局や証券取引所とも交流を深化させておりIFCs間の人事交流という点から、IFCs間の補完関係も築かれていたと評価できるだろう。

以上のように、本節で分析対象とした時代は、証券市場の改革再編と国際化によって、IFC発展のための7つの基礎的条件をすべて満たし本格的な発展をもたらしたと評価できよう。

おわりに

本稿では、シンガポールがIFCとしての本格的な発展過程に入った1990年代半ばまでを対象として、これまでのIFC研究とは異なり国際資本移動にも留意する視点からその発展過程を分析した。とりわけ、GFCIと国際資本移動には有意な相関関係があることを見出し、それゆえGFCIのデータのとれない時代でもIFCとしての程度を測る指標を提示した点に独自性を認められると考えたい。

また、シンガポールIFCsの形成および発展の過程を示す際に、外資系金融機関の立地選択に有利に働く基礎的条件項目として、(1)金融当局らによる適切な金融監督、(2)金融当局らによる新金融商品市場の創設や外資参入に対する優遇税制、(3)ICT環境と生活環境、(4)地場銀行の業界動向、(5)政治状況の安定性、(6)社会的ネットワーク、(7)他のIFCsとの競争と補完関係そして規制当局間の相互協力の7項目を設定し、体系立ててその発展過程を分析したところにも本稿の特徴があると言えよう⁹⁾。

ただし、本稿ではいくつかの重大な限界があると言える。第一に、シンガポールIFCの形成と発展という2つの局面に分けて体系立てて分析したため、形成過程ではアジア・ダラー市場に、発展過程では証券市場に焦点を当てたが、双方の市場の相互関係についてはほとんど分析をしていない。形成から発展に移行する経緯について、少なくともアジア・ダラー市場のその後の展開について、シンガポールIFCにおけるアジア・ダラー市場の重要性の変化を明示しながら分析を掘り下げる必要がある。

第二に、国際資本移動変化とIFCとしての一定の程度を統計的には確認できたからといって、それがどのような具体的な経路とメカニズムのもとで連関するのかという点には全く触れていない。これら2点の限界を喫緊の課題と考えたい。また、本稿の分析視角に基づいて、1995年以降現在に至るまでのシンガポールIFCの発展過程についても他のアジア諸国あるいは日本との比較研究も掘り下げていきたい。

【注】

- 1) イギリスのシンクタンクである Z/Yen グループ作成の国際金融センターランキング指標を指す。2007年から作成されており、主要な国際金融センターランキング指標の中では最も時代をさかのぼれるデータである。客観的な各種統計データと国際金融センター勤務の実務関係者へのアンケートに基づく主観的なデータを組み合わせて作成しており、1000点満点で各主要都市の国際金融センターとしてのレベルを測る指標である。
- 2) 日本政府レベルの国際金融センター化政策もしくは日本の金融市場全体の概観については、Shiraishi (2017) を参照。
- 3) シンガポールの国際金融センター化としての金融発展の多岐にわたる論点を簡潔に整理した文献としては、Hew (2002) を参照。
- 4) その他投資とは、貿易信用や借入・貸付のほか、現金や預金の資本流出入を計上する金融収支勘定項目を指す (飯島, 2017)。
- 5) 1997年中国返還以前の香港のデータ欠落は、軽視できない問題であると言えよう。
- 6) 2007年から2010年までのデータについては、国際収支マニュアル第5版と第6版に記載されている資本収支のデータが大きく異なるので、どちらをデータを採用すべきかは今後の課題としたい。
- 7) コンブラドール (Compradore) とは、仲買人を指す。欧州系銀行は、貿易金融のためにシンガポールに支店を設立した当初、地場の貿易業者の信頼性や業務内容などに関して情報不足だった。そこで、地場の各貿易業者の情報に精通しているような社会的地位の高く財産もある仲買人 (a middleman) すなわちコンブラドールを活用した。コンブラドールは欧州系銀行に対して、返済可能性の高い借主を紹介したりその借主の返済保証人としての役割を担ったりした。1903年以降に設立される地場銀行も、同様にコンブラドールを活用した。
- 8) 当初より MAS は銀行や FC などの金融監督権限を得てはいたが、2002年10月1日になってはじめて通貨発行権を得たり長官を財相や副首相などの政治家が兼任したりするなど、他国の中央銀行とは異なる独特な点も多い。ただし、政府の意向をすぐに反映できる組織となっていた。
- 9) 本研究は、JSPS 科研費 16K03766 (「国際金融センター群の機能と経済社会への影響：ネットワーク、補完性、波及、都市経済 (研究代表者：東北大学経済学研究科准教授 菅原歩)」) の助成を受けたものである。

参考文献

- 赤羽裕 (2017) 「国際金融センターの都市比較～東京市場発展の方策」『AIBS ジャーナル』、アジア・国際経営戦略学会、第10号、2016年度、65-80頁。
- 飯島寛之 (2017) 「国際収支と対外資産負債残高」(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』所収)、有斐閣ストゥディア。
- 石川常雄 (1980) 「シンガポールのアジア・ダラー市場—その生成と発展—」『経済論叢』Vol.125、No.6、393-413頁。
- 伊藤隆俊 (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』日本経済新聞社、所収)。
- 岩崎育夫 (2013) 『物語シンガポールの歴史：エリート開発主義国家の200年』中公新書。
- 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

出版社。

- 対木さおり (2009a) 「国際金融センターとしての東京の地位と課題 (その1)」『三菱総合研究所所報』 No.51、180-199頁。
- 同上 (2009b) 「国際金融センターとしての東京の地位と課題 (その2)」『三菱総合研究所所報』 No.52、98-109頁。
- 東京都、「[「国際金融都市・東京」構想～「東京版ビッグバンの実現へ」]
(東京都ウェブサイト、<http://www.metro.tokyo.jp/tosei/hodohappyo/press/2017/11/10/documents/06.pdf>、2018年1月8日アクセス)。
- 三浦明子 (1996) 「シンガポールの国差金融センター化—証券業改革を中心に」アジア経済研究所『アジア研究』 Vol.42、No.4、61-94頁。
- W. M. クラーク (1985) 『現代の国際金融市場』文真堂。
- Cassis, Y., 2010. *Capitals of Capital: The Rise and Fall of International Financial Centres 1780-2009*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Cassis, Y., 2014. Introduction: Comparative Perspectives on London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century. In: Cassia, Y. and Bussiere, E., ed. *London and Paris as International Financial Centres in the Twentieth Century*. New York: Oxford University Press, pp.1-11.
- Cheong, H. P., 1978. *Elements of Banking in Singapore*. Singapore: Kong Brthers Press.
- Davis, E. P., 1990. *International Financial Centres-An Industrial Analysis*. Bank of England Discussion Paper No.51.
- Einzig, Paul., 1932 *The fight for financial supremacy*. Macmillan and co.
- Goldberg, M. A., Helsley, R. W., and Levi, M. D., 1988. On the development of international financial centres. *The Annals of Regional Science*, 22(1), pp.81-94.
- Harvey, David., 1990. *The Condition of Postmodernity*. Oxford: Blackwell.
- Hew, Denis., 2002. Singapore as a regional financial centre, AT10 Research Conference, pp.1-25.
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*. 2010, 2017. IMF
- Jarvis, D. S. L., 2011. Race for the money: international financial centres in Asia. *Journal of International Relations and Development*, 14(1), pp.60-95.
- Kindleberger, C. P., 1974. *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History* (Princeton Studies in International Finance No.36.). New Jersey: Princeton University Press.
- Krstic, Borko., 2004. Financial Transactions Globalization, *Economics and Organization* 2(2): pp.127-32.
- Lash, Scott and John Urry, 1994. *Economics of Signs and Space*, London: Sage Publications.
- Monetary Authority of Singapore, *Annual Report*. 1972-2011. MAS
- Poon, J. P. H., 2003. Hierarchical Tendencies of Capital Markets Among International Financial Centers. *International Regional Science Review*, 27(4), pp.411-430.
- Poon, J. P. H., 2004. Eldredge, B., and Yeung, D., 2004, *Rank Size Distribution of International Financial Centers*. *International Regional Science Review*, 27(4), pp.411-430.
- Reed, H. C., 1981. *The preeminence of international financial centres*. New York: Praeger.
- Sassen, Sakia., 1999. Global Financial Centres, *Foreign Affairs*, 78(1), pp.75-86.
- Shenk, C. A., 2002. *International Financial Centres, 1958-1971: competitiveness and complementarity*. Oxford: Oxford University Press.
- Shirai, Sayuri., 2017. *Tokyo as a leading global center: the vision under the spotlight again*. ADDBI Working Pa-

- per Series, No.758.
- Tschoegl, Adrian E., 2000. International Banking Centres, Geography, and Foreign Banks, Financial Markets, *Institutions and Instruments*, 9(1): pp.1-32.
- Woo, J. J., 2016. *Singapore As International Financial Centre: History, Policy and Politics*, UK: Palgrave Macmillan.
- Woo, J. J., 2017. *3-in-1 Governing a Global Financial Centre*. World Scientific Professional.
- Z/Yen Group, *Global Financial Centre Index*. Sep.2007-Sep.2015.
- シンガポール統計局ウェブサイト (<https://www.singstat.gov.sg/>)。
- 台湾統計局ウェブサイト (<https://eng.stat.gov.tw/>)。