

# ASEAN統合に向けた 金融セクター動向



株式会社日本総合研究所 調査部  
主任研究員  
清水 聡

ASEAN経済共同体（AEC）創設の一環として、域内金融統合の進展に向けた努力が進められている。経済統合が進めば金融面でも域内諸国間のクロスボーダー取引が拡大し、経済統合と金融統合が相互促進的に進むことが期待される。一方、各国間の経済・金融発展度の格差が統合の障害となることから、各国の金融システムを整備し、格差の縮小を図ることが課題となっている。本稿では、ASEAN諸国を中心とするアジアの金融セクターの動向について概説する。

## ASEAN金融統合の進展状況

金融統合（フィナンシャル・インテグレーション）には多様な内容が含まれるが、核となるのは域内諸国間の資本フローの拡大である。ASEAN金融統合においては、域内各国が国内金融サービスと資本取引の自由化を進め、さらに規制の調和などによってASEAN全体の金融資本市場の統合を図ることが基本方針とされている。「自由化と調和による統合の実現」ということである。ただし、2013年にアジア開発銀行が発表した「The Road to ASEAN Financial Integration」によれば、欧州でも金融統合を進めるに当たり50年以上の年月が費やされており、アジアがこれを拙速に進めるべきではないというのが基本的な考え方である。また、ASEAN諸国の経済・金融発展段階や経済構造は多様であることから、各

国の自主性や統合に伴うリスクに対する備えを重視し、国ごとに（特に当初加盟5カ国とその他5カ国の間で）速度が異なっても構わないとされている。

ASEAN金融統合を推進するイニシアティブは、2003年にASEAN財務大臣会合において承認された「通貨・金融統合のためのロードマップ」(RIA-Fin) によっている。これに基づき、07年に発表されたAECブループリントに、①金融サービスの自由化、②資本市場の整備・統合、③資本取引の自由化、を行うための計画が示された。

このうち、金融サービスの自由化は、ASEAN諸国の銀行・保険会社・投資会社に域内の他国におけるサービスの提供を認めるものであり、サービス全体の自由化の枠組みの中で行われている。銀行に関しては、主に健全性の観点からいくつかの基準を設け、これらを満たす質の高い銀行をQualified ASEAN Banks (QABs) に認定し、地場銀行と平等な扱いを受けさせることを目指している。

しかし、金融統合はAECのアジェンダの中でも特に困難な課題であり、容易には進まないとみられる。アジアの金融システム整備は実体経済の成長に比べて遅れているという認識が一般的であり、統合の前提として各国の金融システムを整備することが求められる。また、域内諸国間の経済発展度の格差を反映し、金融システムの成熟度も大きく異なっている（図表1）。金融資産の対GDP比率をみると、マレーシア・シンガポール・タイが日本や韓国と争うほどの水準に達しているのに対し、インドネシア・フィリピン・ベトナムは所得水準が同程度の途上国並みにとどまる。

経済規模を反映して、金融資本市場の規模も小さい。たとえば、銀行資産を比較すると、世界第1位の中国工商銀行が約3兆1000億ドル（2013年末）であるのに対し、シンガポールのDBSは3178億ドル（第57位）、タイのバンコク銀行は791億ドル（第140位）、インドネシアのマディリ銀行は601億ドル（第188位）、といった具合である。

こうした状況のもと、マレーシア・シンガポール・タイの上位行は域内数カ国に進出している一方、それ以外

図表1 金融資産の対GDP比率

	銀行資産	国債残高	社債残高	株式市場時価総額	合計
中国	266.1	32.7	20.1	58.5	377.4
日本	234.1	204.5	19.5	107.5	565.6
韓国	190.1	53.7	83.2	80.3	407.3
インドネシア	54.6	16.9	5.9	49.6	127.0
マレーシア	160.0	62.4	51.2	154.3	427.9
フィリピン	88.3	43.1	9.7	112.8	253.9
シンガポール	271.8	49.8	50.1	255.7	627.4
タイ	142.0	57.5	23.1	114.1	336.7
ブルネイ	95.4	3.4	n.a.	n.a.	98.8
ミャンマー	41.1	4.9	n.a.	4.3	50.3
ベトナム	163.7	22.4	1.1	28.5	215.7

注：ミャンマーは2013年末、その他は原則として14年末。ただし、中国の銀行は13年末、韓国の銀行は12年末。

資料：Asian Development Bank, "Local Currency Bonds and Infrastructure Finance in ASEAN+3", Jul.2015

多くの銀行は域内諸国への進出に消極的である。一般的に銀行規模が小さく国際競争力が低いことが大きな原因であるが、加えて、アジアは世界的にみても金融包摂（フィナンシャル・インクルージョン）の進展が遅れており、銀行取引を行っている国民の比率が低い国が多いため、国内の金融市場に成長余地があると考えられることも、海外進出に消極的となる一因となっている。

また、地場銀行の保護を目的とした外国銀行の参入に対する規制や、各国内における差別的待遇も存在する。この種の規制は、1997年の通貨危機後の銀行再編・再建過程で外国資本の力を活用するために大幅に緩和されたところであるが、2012年にインドネシアが外資出資比率上限を99%から40%に引き下げるなど、外国銀行の進出を抑制して地場銀行の保護・強化を図ろうとする動きが再び出ている。

資本市場の整備・統合に関しても、各国の株式市場を電子的に結びつけるASEANトレーディング・リンクや投資信託の域内での販売を容易にするファンド・パスポート構想など、多様な政策が検討されているものの、多くの国では資本市場が未成熟であるため、これらの政策を実際に実施できているのはマレーシア・シンガポール・タイの3カ国にほぼ限られている。また、ASEAN諸国の投資家による域内投資比率をみると、株式の場合が7.6%、長期債券の場合が8.7%（いずれも2014年末、IMFの証券投資残高統計から算出）にとどまっている。

国内市場が狭隘なマレーシアやシンガポールは域内統合の推進に積極的であるが、インドネシアに代表されるように、統合の進展による競争の激化が自国の金融システムに悪影響を及ぼすことを懸念している国も多い。域内金融統合に向かうことは、域内資金循環の拡大による域外依存度の低下、規模の経済の実現による地域のプレゼンス向上、域内の金融システムの水準向上や金融サービスの改善など、多くのメリットをもたらすはずである。1997年の通貨危機以降、先進国の資金に対する依存度を低下させ、「アジアの貯蓄をアジアの投資に向かわせる」ことが、金融システム整備の重要な目的とされてきた。しかし、これを実現するに当たっては、各国間の利害の調整や域内の金融発展度格差の縮小がポイントとなるため、統合の進展はきわめて緩やかなものとなるろう。

## 重要性を増す金融技術支援や邦銀の役割

域内格差を縮小させるためには、相対的な後発国に対する金融技術支援も重要である。1997年の通貨危機以

降、日本はアジア地域の金融システム整備を目指し、ASEAN+3の域内金融協力に主導的役割を果たしてきた。域内統合を推進するためのものとしては、ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）における債券発行プログラムの標準化（9月28日にみずほ銀行がこのプログラムに基づく初の発行となるタイバーツ建て債券を発行した）や決済システム整備の努力、域内での現地通貨建て社債の発行に対する保証を行う信用保証投資ファシリティ（CGIF）の設立などがある。CGIFは、2014年末までにクロスボーダー発行を中心に7件の保証案件を実行している。

2013年度からは、財務省が日ASEAN二国間金融協力を開始し、インフラ整備や中小企業金融などを中心に各国ごとに異なるニーズにきめ細かく応えようとしている。金融庁も、インドネシア・タイ・フィリピン・ベトナムなどを主要対象国に、ワークショップやセミナーを主体とする金融インフラ整備支援を実施している。これらの取り組みは、後発国の金融システムの底上げにつながり、域内統合の促進に資するものと考えられる。また、アジア諸国の金融システムの未整備やそれを保護するための金融規制の存在により、現地で活動する日系企業・金融機関は現地通貨建ての資金調達に苦勞しているが、金融技術支援の拡大はこの点の改善にもつながると考えられる。

一方、近年、新興国アジア向けの銀行融資の担い手に大きな変化がみられる。世界金融危機後に経営が悪化し事業の縮小を余儀なくされたユーロ圏の銀行のプレゼンスが大幅に低下した一方、アジア地域（オーストラリア・日本・シンガポールなど）の銀行による融資がこれを代替して伸びている。中国・インド・韓国などの銀行も、アジア諸国に多くの支店や現地法人を設けている。

アジア地域の銀行による融資の拡大は、域内の経済成長にプラスに働くものと思われる。邦銀の融資も、国内の資金需要の低迷や利ざやの縮小、日本企業のアジア進出の拡大などを背景に急増している。これらはある程度構造的な現象と考えられ、メガ3行を中心とする邦銀のアジア重視は中期的に持続しよう。各行は現地金融機関に対する買収・出資・提携などによりビジネスの多様化を図るとともに、活動の幅も民間ベースの金融技術支援や社会貢献などに広がっている。このような動きが、現地日系企業の活動支援につながる事が期待される。

## アジアの経済発展と金融の役割

各国の金融システムの基本的な役割は、経済成長を

支援することにある。したがって、今後もアジアの経済発展のあり方に即した整備が行われていくことになろう。

効率的な資金供給や長期金融手段の提供は、投資の増加や生産性の向上を実現していくうえで不可欠である。しかし、課題は依然多い。たとえば、インドネシアでは、中央銀行が資金調達コストの高さや長期資金調達の難しさを金融システムの問題点としてあげている。これらの背景として、債権者の権利やコーポレート・ガバナンスなどの法的枠組みが脆弱であり、金融システムに対する信認が確立していないことが指摘されている。

Group of Thirty（国際的な問題を議論するハイレベルのフォーラム）の分析によれば、途上国の銀行融資の平均期間は2.8年にとどまる一方、投資適格債券の平均発行期間は6.0年となっている。アジアでも長期金融手段を拡充するために債券市場の整備や機関投資家の育成が試みられているが（図表2）、債券の発行体はインフラ関連企業や金融機関などにおおむね限定され、同地域の特徴とされてきた銀行中心の金融構造に基本的な変化は生じていない。

アジアでは所得水準の上昇による中間層の増加や高齢化の進展がみられ、こうした変化に応える資金運用を可能とする年金・保険・投資信託などの機関投資家の育成が求められている。また、いわゆる「中所得国の罌」を回避する観点から、生産性の向上をもたらす技術革新やインフラ整備などが重要と考えられ、これらの目的のために長期金融手段を整備することは喫緊の課題といえる。

さらに、前述のとおり、金融包摂の進展に遅れがみられる。国民の銀行取引比率を引き上げることや中小企業の資金調達を円滑化することが、経済成長をより多くの人々に行き渡らせるために欠かせない。今後、以上のような重要な金融サービスを拡充する取り組みが各国の努力と域内協力の中で強化され、改善が実現していくものと思われる。

9月にフィリピンで開かれたAPEC財務大臣会合で

図表2 機関投資家の資産の対GDP比率

(%)

	年金基金	保険会社	投資信託	合計
中国	10.2	14.3	5.1	29.6
日本	50.5	98.8	30.5	179.8
韓国	51.7	58.1	18.2	128.0
インドネシア	5.1	7.0	6.1	18.2
マレーシア	65.9	23.0	58.9	147.8
フィリピン	10.7	8.1	6.5	25.3
シンガポール	68.6	41.7	488.2	598.5
タイ	12.2	22.5	32.9	67.6
ブルネイ	n.a.	6.9	n.a.	6.9
ベトナム	7.4	3.7	2.5	13.6

注：原則として2014年末。カンボジア・ラオス・ミャンマーのデータは得られていない。  
資料：図表1と同じ。

は、金融システム整備の新たなロードマップ（セブ・アクション・プラン）が示されたが、そこでは金融統合の促進、財政改革の推進、金融頑健性の強化、インフラ整備・ファイナンスの加速が注力すべき政策とされており、具体的な課題としては前述の項目とほぼ同様の分野が列挙されている。

以下では、インフラ・ファイナンスに焦点を絞って述べる。インフラ整備は包摂的な経済成長の促進や連結性（コネクティビティ）の改善に重要な役割を果たすことから、経済統合とも大いに関連する。

ADBに加盟する32の途上国を対象とした推計によれば、2010～20年に必要とされるインフラ投資額は約8兆2200億ドル（1年当たり7470億ドル）である（図表3）。アジアには豊富な貯蓄があることを考えれば、資金が絶対的に不足しているわけではなく、いかに民間資金を取り込んでいくかが課題となる。

そのためにはPPP（官民連携）の活用が有効と考えられるが、実績をみると東アジアでは1997年がピークであり、通貨危機後は減少し、近年はほぼ横ばいとなっている（図表4）。アジア地域のPPPに関しては、法規制の枠組みが脆弱であること、プロジェクトの形成過程において契約モデル、紛争解決メカニズム、入札基準などに関し未成熟な点が多々残されていること、官民双方に人材が不足していること、資金調達環境の整備が不十分であることなどが指摘されている。近年、ASEAN諸国では法規制枠組みの強化などの動きが加速しており、これがPPPの拡大につながることを期待される。

民間部門の資金についてみると、世界金融危機以降、ユーロ圏の銀行の事業縮小やバーゼルⅢに代表される国際金融規制改革の進展などから、銀行による長期資金供給は伸び悩んでおり、今後もある程度抑制されるものとみられる。こうしたなか、プロジェクト・ボンドの発行などによる債券市場の活用やこれに投資する機関投資家の育成などが重要性を増しており、今後、一段と注力されることになろう。

図表3 インフラの地域別投資需要（2010～20年、08年基準）

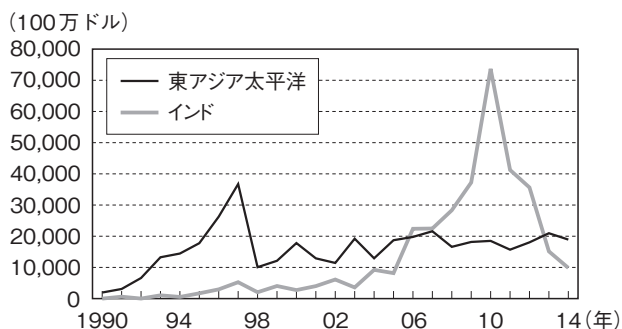
(100万ドル、%)

地域	投資需要	対GDP比
東・東南アジア	5,472,327	5.54
南アジア	2,370,497	11.00
中央アジア	373,657	6.64
太平洋地域	6,023	3.55
合計	8,222,503	6.52

注：対GDP比は各年の投資需要に関するもの。  
資料：ADB Working Paper Series No.248 (Sep. 2010), p.12, p.15



図表4 PPP投資額の推移



一方、インフラ投資のリスクを民間部門のみで負うことは困難であり、民間部門の参加を可能とするための公的部門の役割は大きい。実際、世界のインフラ整備資金の7～8割は公的部門から供給されているとみられる。公的部門の中でも、自らの健全性に対する信認や高度な技術的専門性を背景に多様な役割を果たす国際開発金融機関の存在は特に重要である。今年5月、日本政府は「質の高いインフラパートナーシップ——アジアの未来への投資——」と呼ばれる基本戦略を発表し、アジア開発銀行と連携して今後5年間で従来の約30%増となる1100億ドル（約13兆円）のインフラ投資資金をアジア地域に提供するとした。今後はこれを推進すると同時に、新設のアジアインフラ投資銀行（AIIB）に対しては、健全な機関として機能するように働きかけていくことが重要である。AIIBに関しては、その活動に中国の利害が強く反映される懸念があるため、「インフラ整備資金が不足しているのだからその設立は望ましい」というかたちで既存体制との単純な補完関係を期待することには無理があることが指摘されている。

## 金融の安定に対するリスク

最後に、最近の不安定な国際金融情勢に鑑み、金融の安定に関する問題に触れたい。万一、安定が失われ、通貨危機が再来することになれば、アジアの経済成長は大きく損なわれる。もちろん、現在は各国とも十分な外貨準備を保有しているため、深刻な危機が発生する可能性が低いことはいうまでもない。

2000年以降、アジアに向かう資本フローは増え続けている。特にリーマン・ショック以降、先進国の金融緩和やアジア経済のプレゼンスの高まりなどから流入が急増した。銀行融資については前述したが、証券投資の拡大も顕著である。国債市場の海外投資家保有比率は、インドネシアやマレーシアを中心に大幅に上昇している。また、ASEAN 5カ国による国際債券の発行も、2010～

14年に倍増した。

資本流入の拡大にはメリットもあるが、同時にリスクも高まる。第一に、信用の増加により、家計や企業の債務が拡大する（量的チャネル）。リーマン・ショック以降、途上国の民間債務は急増しており、タイ・フィリピン・インドネシアでも、2007～14年に企業債務の対GDP比率がいずれも10%前後上昇した。

第二に、為替レートや株式・債券・不動産価格が上昇し、バブルが発生する場合も多い（価格チャネル）。米国の利上げなどにより情勢が変化し、資本が流出に転じれば、これらの価格は下落し、債務を抱えた家計や企業の信用リスクも高まる。これにより、やがては銀行の健全性にも影響が及びかねない。14年秋以降、インドネシアやマレーシアを中心に為替レートの下落が深刻化しており、各国当局は対応に苦慮している。

米国金利の低下を主因にドル建て債務が増加したことも、大きな問題である。2014年末の企業債務の外貨建て比率はインドネシアでは50%を超えており、フィリピンでも30%近くに達する。もちろん、ある程度の為替リスクヘッジは施されているであろうが、米国金利の上昇によりアジア通貨の下落が加速すれば、ヘッジされていないドル建て債務の返済負担は大幅に膨らむことになる。さらに、ASEAN地域には最近の商品価格下落の影響を受けている企業が多いことにも注意しなければならない。

金融当局には、金融の安定維持に注力することが求められる。外貨準備を維持し、緊急時の流動性供給体制を万全なものとするのが重要である。また、民間債務の動向を把握し、健全性規制の強化などによって急激な増加を抑制することも欠かせない。

さらに、金融の安定の問題に関しても、中国の存在が無視できなくなっている。中国の株価の急落や人民元の切り下げなどにより、従来の実体経済の経路に加えて金融の経路でも世界的に大きな影響が生じている。中国の2014年の企業債務の対GDP比率は、07年対比約25%上昇した。これは途上国の中で最も大きく、国内の金融動向にも十分な注意が必要である。また、長期的には人民元の国際化や資本取引の自由化が進み、アジアにおける人民元建て取引の増加が加速するなど、中国がアジア地域の金融資本市場に大きな変化をもたらす可能性が高い。

経済統合の進展に伴い、域内金融統合を促進することはアジア地域の重要課題となっている。しかし、グローバル化の進展とともにクロスボーダー金融取引に伴うリスクが増大していることは明らかであり、統合の推進と同時に地域全体でリスク管理体制を整備していくことが求められよう。