

# 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

取越達哉

## 要 旨

本稿では、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対外資産残高と対外負債残高合計の対名目GDP比、本稿で新しく考案した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。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また、明らかになった点である。

## 目 次

- |                            |                     |
|----------------------------|---------------------|
| I. はじめに                    | V. 証券投資における不均衡の分析   |
| II. 金融統合の尺度について            | 1. 国際収支統計に基づく分析     |
| III. 対外資産残高と負債残高合計の対名目GDP比 | 2. 資産運用業の資金調達に基づく分析 |
| IV. 投資特化係数                 | VI. まとめに代えて         |

## I. はじめに<sup>1)</sup>

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<sup>2)</sup>。

同国の国際金融取引は、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]）、同国は「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きている<sup>3)</sup>。

本稿では、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、本稿では、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、本稿で新しく考案した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きさを踏まえて、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であり、ストック面から国際金融取引を表す統計であると考えられることから、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<sup>4)</sup>。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カ国は東アジア, 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カ国は東南アジア, 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係がある<sup>5)</sup>。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])。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, 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, 対外資産残高と対外負債残高合計の対名目GDP比及びGL指数 (グローバル=ロイド指数) は代表的な尺度と考えられる (岩本 [2012], 同 [2013])<sup>6)</sup>。本稿では, ①対外資産残高と対外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対外資産残高と対外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, 対外資産残高と対外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。

$$IFIGDP = \frac{A+L}{GDP} \quad (1)$$

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 (グローバル=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。

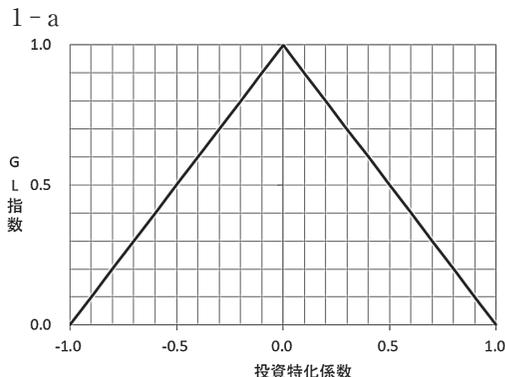
$$ISC = \frac{A-L}{A+L} \quad (2)$$

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、図表 1 のようになる<sup>7)</sup>。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、後者は完全に一方方向な国際金融取引を表す。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。すなわち、GL 指数は、国際金融取引が双方向か一方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])。

図表 1 GL 指数と投資特化係数の関係



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)

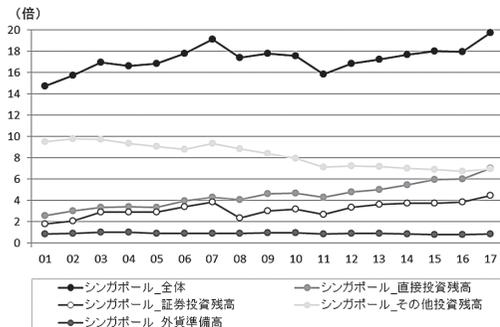
### Ⅲ. 対外資産残高と負債残高合計の対名目 GDP 比

本節においては、①対外資産残高と対外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(図表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<sup>8)</sup>。

図表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*, (<http://data.imf.org/?sk=7A51304B-6426-40C0-83DD-CA473CA1FD52>, 2019年7月28日ダウンロード), 名目GDPはIMF, *World Economic Outlook Database* (<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>, 2019年7月28日ダウンロード)による。

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、本稿で対象とした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、本稿では、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、各項目の平均値は図表3-a、特徴は3-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、「対外資産残高と対外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

## 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

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、「対外資産残高と対外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「対外資産残高と対外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

図表3 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)

### 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	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

### 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	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）

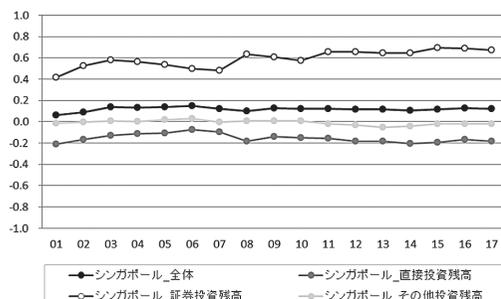
は、項目を問わず、活発に行われているが、それはとりわけ「その他投資」において顕著であると考えられる。その背景には、近年プレゼンスを低下させつつあるとはいえ、同国金融市場のシンボリックな存在であり、オフショア取引が行われてきた、アジア通貨ユニット (ACU: Asian Currency Unit) の存在を挙げることができる<sup>9)</sup>。

#### IV. 投資特化係数

本節においては、②対外資産残高と対外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。資産側のみで統計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

図表4 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。

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 (図表4)。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、 $-0.1 \sim -0.2$ ,  $0.4 \sim 0.7$ ,  $-0.1 \sim 0.0$ , 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。

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、各項目の平均値は図表5-a、特徴は5-b 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

## 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

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<sup>10)</sup>。

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

図表5 クラスタ分析の結果（投資特化係数）

### 5-a クラスタ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

### 5-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）

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」という特徴を持つと考えることができる。もっとも、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く、また一貫して上昇傾向にあり、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<sup>11)</sup>。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。

## 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、2001年末から2017年末にかけての同国対内証券投資残高の拡大ペースが緩やか（0.5倍→0.7倍）であるのに対し、対外証券投資残高の拡大ペースが速いこと（1.3倍→3.7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<sup>12)</sup>。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（3）式のように表すことができる。なお、直接投資、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。

$$\begin{aligned}
 & \text{証券投資（資産）} \\
 = & + \text{経常収支} \\
 & - \text{直接投資（資産）} \\
 & - \text{金融派生商品（資産）} \\
 & - \text{その他投資（資産）} \\
 & + \text{直接投資（負債）} \\
 & + \text{証券投資（負債）} \\
 & + \text{金融派生商品（負債）} \\
 & + \text{その他投資（負債）} \\
 & - \text{外貨準備} \\
 & + \text{誤差脱漏} \qquad (3)
 \end{aligned}$$

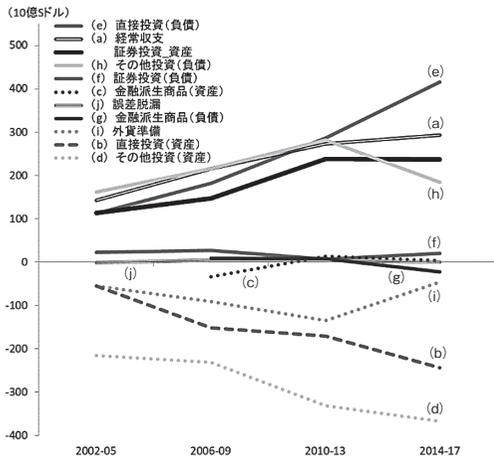
（3）式では、金融収支（資産）のうち証券投資（資産）を除く3項目と、外貨準備については、符合がマイナスとなっている。（3）式に基づくと、証券投資（資産）の拡大（縮小）は、以下のいずれかを伴っているはずである<sup>13)</sup>。すなわち、

- (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）
- (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。図表6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、（e）直接投資（負債）の拡大、（h）その他投資（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、（e）と（h）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（図表7）、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（Investment Vehicles）として利用していること、その結果とし

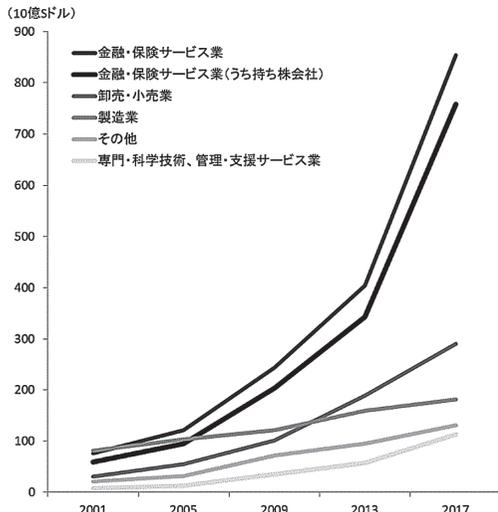
図表6 対外証券投資と国際収支の対応



(注) 数値の符号は、(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項目の符号は、本来の符号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 (<https://www.tablebuilder.singstat.gov.sg/publicfacing/createDataTable.action?refId=16102>, 2019年4月14日ダウンロード)

図表7 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 (<https://www.tablebuilder.singstat.gov.sg/publicfacing/createDataTable.action?refId=12645>, 2019年4月14日ダウンロード)

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<sup>14)</sup>、対外証券投資と関連があり、投資手段(Investment 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<sup>15)</sup>。

## 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られる<sup>16)</sup>。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

図表8 シンガポール資産運用業の資金の源泉(年末値)

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。

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

で推移している（表8）。

## VI. まとめに代えて

本稿では、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対外資産残高と対外負債残高合計の対名目 GDP 比、本稿において新しく考案した②対外資産残高と対外負債残高に基づく投資特化係数（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。主要先進国の資本移動の自由化、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。この点について取越 [2019b] は、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、対面接触によるアジア情報の入手の容易さ」を指摘しているが、この点の更なる分析は、今後の課題である。

### 注

- 1) 本稿で示した見解はすべて筆者個人の見解であり、筆者の所属する組織としての見解を示すものではない。
- 2) 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 Unterroberdoerster

[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、国際の部分に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」と述べている。

- 3) 東京国際金融センターの推進に関する懇談会 [2015] では、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」という認識が示されている。
- 4) 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](https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g10/index.htm), 2019年4月30日アクセス)。
- 5) Fung, Tam, and Yu [2008], Pongsaparn and Unterberdoerster [2011], Park [2013] はいずれも、金融統合の普遍的な定義はないものの、金融統合が金融の開放性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、金融のグローバル化 (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。」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」と指摘していること、などによって示唆される。

- 6) 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 (グローバル=ロイド指数) の2つを挙げている。
- 7) 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、完全に一方の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)。

- 8) 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られる。

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」と述べている。

- 9) 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、「香港政府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」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」と指摘している。
- 10) 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

## 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

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。

- 11) 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]）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）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」とするとともに、「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」との目標を決定している。
- 12) 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]）。
- 13) 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）。
- 14) 持ち株会社（Holding Companies）は、子会社のグループの資産を管理している会社など、主要な活動がグループを所有する会社のことである（Singapore Department of Statistics [2018]）。そのため、実質的には、多様な業種の会社が含まれると考えられる。
- 15) 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）」）

（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タ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。

- 16) 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、取越 [2019a] 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、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収集」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。

## 参 考 文 献

- 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』, 3月, 105-141頁。
- 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。
- 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, 2019年4月21日アクセス)
- 岩田健治 [2012] 「グローバル化と為替相場制度」上川孝夫・藤田誠一編『現代国際金融論 [第4版]』有斐閣ブックス, 第12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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 谷内満 [2008] 『グローバル不均衡とアジア経済』晃洋書房。
- 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。
- 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, 2019年4月21日アクセス)
- 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 [2019a] 「シンガポール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, 3-22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, 2019年4月21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。
- 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。
- 日本銀行国際局 [2019] 『「国際収支統計 (IMF 国際収支マニュアル第6版ベース)」の解説』。(https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exbpsm6.htm/, 2019年4月21日アクセス)
- 日本銀行調査統計局 [2018] 『マネーストック統計の解説』。(https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/data/exms01.pdf, 2019年4月21日アクセス)
- 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, 2019年4月21日アクセス)
- 萩原景子・藤本裕 [2007] 「東アジア経済の金融統合」『IMES Discussion Paper Series』2007-J-25, 10月, 1-51頁。
- 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。
- 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。
- 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.
- European Central Bank [2005], *Indicators of financial integration in the euro area*. (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/indicatorsfinancialintegration200509en.pdf>, accessed on December 22, 2019)
- Fung, Laurence, Chi-sang Tam, and Ip-wing Yu [2008], “Assessing the integration of Asia’s equity and bond markets,” *BIS Papers*, No. 42, October, pp. 1–37.
- Giap, T.K. [2009], “Singapore as A Leading International Financial Centre Vision, Strategies, Roadmap and Progress,” in Young, S., Choi, D., Seade, J. and Shirai, S. (eds.), *Competition Among Financial Centres in Asia Pacific: Prospects, Risks and Policy Challenges*, Institute of Southeast Asian Studies, Chapter 3.
- 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 April 21, 2019)
- 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.
- Kindleberger, Charles. P. [1974], *The formation of financial centers: a study in comparative economic history*, New Jersey: Princeton University Press.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti [2003], “International Financial Integration,” *IMF Staff Papers*, Vol. 50 Special Issue, November, pp. 82–113.
- 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.
- Monetary Authority of Singapore [2016], *ANNUAL REPORT 2015/16*, July. ([http://www.mas.gov.sg/annual\\_reports/annual20152016/Annual%20Report.pdf](http://www.mas.gov.sg/annual_reports/annual20152016/Annual%20Report.pdf), accessed on April 21, 2019)
- Monetary Authority of Singapore [2019], “Consultation Paper on Proposed Amendments to the Banking Act,” *Consultation Paper*, P001-2019, February, pp. 1–51.
- 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.
- OECD [2008], *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – 4th Edition*. (<https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsand-analysis/40193734.pdf>, accessed on April 21, 2019)
- Park, Cyn-Young [2013], “Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence,” *ADB Economics Working Papers series*, No. 351, June,

- pp. 1-28.
- Park, Yoon-shik [2011], “**Developing an International Financial Center to Modernize the Korean Service Sector,**” *Korea Economic Institute Academic Paper Series*, October, pp. 1-11.
- Pongsaparn, Runchana and Olaf Unteroberdoerster [2011], “Financial Integration and Rebalancing in Asia,” *IMF Working Paper*, No. 11-243, October, pp. 1-32.
- 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.
- Sassen, Saskia [1999], “Global Financial Centers,” *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 1, Jan. - Feb., pp. 75-87.
- Seade, J. [2009], “**Hong Kong and East Asia’s Financial Centres and Global Competition,**” in Young, S., Choi, D., Seade, J. and Shirai, S. (eds.), *Competition Among Financial Centres in Asia Pacific: Prospects, Risks and Policy Challenges*, Institute of Southeast Asian Studies, Chapter 2.
- 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 [2018], *Singapore Standard Industrial Classification 2015 (Version 2018)*.  
(大和アセットマネジメント株式会社)