

金融研究会

「国際金融センターの現状と展望 ——国際金融取引の中核としての役割」

I. 会議の概要

はじめに

金融研究所は6月23日、標題テーマの金融研究会（パネル・ディスカッション）を開催した。今回は、金融のグローバル化の流れのなかで、国際金融取引において中核的な役割を担う「国際金融センター」に焦点を当て、若干の概念整理を行ったあと、その成立・発達のための条件・ニーズ、その発達が金融・経済に及ぼす影響等、幅広い観点から検討を行った。

このテーマは、優れて現実的な性格を持つことから、これまで学界においても殆ど議論が行われてきていないという現状に鑑み、今回は、経済学者に加えて、銀行・証券界において長く国際金融の第一線に携わってこられた実務家の方々にも参加を求めた。

研究会では、当研究所の館特別顧問を議長に、南波研究第2課長が導入報告を行ったあと、新開陽一教授（大阪大学経済学部）、小穴雄康専務（第一勧業銀行）、同前雅弘副社長（大和証券、当時専務）がそれぞれの専門分野から報告、これらに対する伊藤元重助教授（東京大学経済学部）のコメントを踏まえて自由討議を行う形式をとった。なお、フロ

アには、本行各局からの参加者に加え、本テーマへの関心の高さを反映して、市中金融機関や民間研究機関の企画・調査・国際部門担当部長や学者等、多数の参加者を得た。今回のパネル参加者は次のとおりである。

（議長）

館 龍一郎 金融研究所特別顧問

（モデレーター）

三宅 純一 金融研究所長

（報告者）

新開 陽一 大阪大学経済学部教授

小穴 雄康 第一勧業銀行専務取締役

同前 雅弘 大和証券副社長

（当時専務取締役）

（コメンテーター）

伊藤 元重 東京大学経済学部助教授

（導入報告者）

南波駿太郎 金融研究所研究第2課長

議論のポイントを予め述べれば次のとおりである（敬称略）。

- ① 金融センターとは、「複合体としての市場に、人的・物的インフラストラクチャーが加わったもの」で、それが国際金融センターであるためには、「非居住者も居住者

とほぼ同等の条件で参加できること」が重要であるとの認識で、参加者の意見は一致。その機能としては、最も重要な卸売機能(全員)のほかに、国際的資金偏在の是正や効率的資金配分機能(同前)、あるいは分散投資を可能とするような保険機能(新開)も重要であるとの指摘がなされた。

- ② 国際金融センターの成立・発達のための条件としては、地理的条件、政治的・社会的・歴史的条件、インフラ的・制度的条件、資源的・物理的条件等の重要性が指摘されたが、さらにセンター所在国の経済力、所在国通貨が基軸通貨であること(新開、小穴)、対外資本供給力(同前)の重要性も指摘された。また、センター成立・発達に対するニーズとしては、金融のグローバル化、金融経済の統合化、資本蓄積・流入の進展が挙げられた。
- ③ 3大国際金融センター(東京、ロンドン、ニューヨーク)の将来性については、小穴が、当面3大センター鼎立の構図は崩れないとの見方を示したのに対し、同前は対外資本供給力の側面を重視し、東京が相対的に優位化していこうとの展望を示した。
- ④ 国際金融センターの将来のあり方を展望するにあたっての一般的視点として、情報通信技術の発達をもたらした取引仕法の変化は国際金融センターの統合化への契機となる可能性を含んでいる(南波)との指摘が行われたが、同時に、face-to-faceのコミュニケーションの重要性等、複数の国際金融センター並立に対するニーズが残存することも確認された。
- ⑤ 国際金融センターの発達を評価する視点としては、金融システムの効率化、透明性の増大がもたらされること、リスク管理手

段の開発を促すことなどで、参加者間の見解が一致したほか、為替・金利の大幅変動・ミスアラインメントを招来し、それが実体経済に悪影響を与える場合には当局による規制、介入も正当化されよう(新開、館)との見方も示された。なお、金融部門とそのほかの経済部門との間の資源配分の適正性という観点からは、政策的に国際金融センターの育成が図られる場合には金融部門への資源の過大配分につながる(新開、伊藤)と考えることで一致がみられたが、そうした政策的意図がない場合については、新開がその可能性を示唆したのに対し、伊藤は、そうした判断は容易ではないとした。

1. 国際金融センターとは何か

(1) プレゼンテーション (概念・機能の整理)

まず始めに、南波から、国際金融センターの概念について、次のような導入報告が行われた。

金融センターは、広範な金融資産が取引される複合体としての市場に人的・物的要素、すなわち情報コミュニケーション、オフィススペース等のインフラストラクチャー(金融機関の営業拠点や各種取引所の存在)が結びついた概念であり、各種金融取引コストの節約が図られている点に特徴がある。そしてそれが、国際金融センターであるためには、参加者の面で、非居住者が居住者と同等の(あるいは居住者よりも優遇された)条件で参加できる点が重要である。また、規模の利益・多角化の利益によりコスト面で効率性を実現していくことに意味がある以上、銀行、証券会社、機関投資家などが参加していることが

不可欠である。

取引の実態面では、各種金融商品の品揃えが豊富でそれぞれの商品について厚味のある市場が存在し、かつ、ホールセール取引が中心となっていることが特徴的である。また、約定、決済、記帳といった取引の各段階のうち、参加者の取引意志が実際に出合うという側面、すなわち約定がなされるという点がセンターの機能として最も重要である。なぜなら、国際金融センターが、主にコミュニケーションや取引の拠点といった人的・物的要素によって特徴付けられる以上、これに最も深く関わるのが約定の側面であるからである。

なお、「国際金融センター」には、ロンドン、ニューヨーク、東京といった都市単位のことを指す場合と、こうした都市の中で国際金融サービス業者が集中する特定の地区、例えば、ニューヨークのウォール街とかロンドンのシティとかを指す場合とがある。前者を「広義の国際金融センター」、後者を「狭義の国際金融センター」と呼ぶとすれば、本研究会の趣旨が国際金融センターの役割・あり方を原理的・大局的視点から検討することである点に鑑み、以下では議論の対象を「広義の国際金融センター」に限定することにしたい。

次に新開は、国際金融センターの概念について、「金融市場」と「金融センター」、「国内センター」と「国際センター」の違いはかなり連続的なものであり、あまり厳密に区別しない方がよいのではないかと述べ、例えば、「金融センター」とは、「簡単に対面取引が行える程度の金融機関の集積」として捉えれば十分であると主張した。

そして、国際金融センターの機能として、①卸売機能、②保険機能の2つを挙げ、以下のように説明した。

卸売機能とは、多数の取引主体の間の金融取引を限られた数のセンターに集中させることで、取引回数の減少や取引規模の拡大を通じて取引コストを節約する効果を有する。また、センターは卸売市場として参加者を信用度の比較的明確な者に限定することにより、「情報の非対称性（借り手の信用度がよくは分らない）」の問題を回避でき、この面からも市場の効率化が促進される。保険機能とは、株式の分散投資やオプション取引などの場を提供するリスクヘッジ・センターとしての機能である。ある場所がリスクヘッジ・センターたりうるためには、巨大なリスクを引受けることのできる主体の存在が不可欠であるが、国際金融センターには大規模金融機関、大口投機家等が存在するため、こうした条件は満たされている。

また、金融取引が特定の金融センターへ集中する可能性については、次のように考えられる。すなわち、通常、金融取引においては、借手に関する情報が不完全で、かつ相対取引であることが多いが、ここに信用関係を発生させるためには、借手である企業や個人と密接な接触を行う小売機能が必要となる。しかるに、国際金融センターは卸売機能しか提供しないため、小売機能を提供する国内マーケット（あるいは準センター）にも存在理由が残り、したがって、3大センターへの集中も一定のところでストップする筋合にある。

次に、小穴は、国際金融センターを「各種の国際金融市場に、ビルや機器等のインフラ、および監督官庁、中央銀行を加えた、物理的存在」と捉え、ハード的側面に重点を置いた。

また、そこでの特徴として、各種の市場取引が互いに関連しながら、活発に行われる点を挙げ、それを実現するためのディーリン

グ・フロア（各種ディーリング・デスクを至近距離に配置し、世界中の市場動向を肌で感じつつディーリングを行うフロア）の存在が象徴的意味を持つと強調した。

さらに、国際金融センターの持つ特徴として、決済機能の供与と金融イノベーションの開発の2つを挙げた。すなわち、決済機能は金融センターの本質的・中核的機能であるとし、決済機能よりも、取引約定締結の場としての重要性を指摘する南波とは異なった見解を示した。また、決済機能のうちでも特に中央銀行が提供する決済機能の重要性を強調すると同時に、統一的な中銀決済システムが存在しないユーロ市場の国際金融センターとしての特異性を指摘した。また、国際金融センターは、ヒト、モノ、カネ、情報の集積から付加価値を産み出す場であり、様々な新商品や金融テクニクなどのイノベーションを促す機能があると指摘した。

次に、同前は、国際金融センターを「外国為替市場を中核としてバランスよく発達した短期金融市場、証券市場などのマーケットを持ち、内外の投資家、資金調達者が参加する総合金融市場」と定義したうえで、次のようなプレゼンテーションを行った。

国際金融センターには、①経常黒字国に蓄積された外貨を貿易赤字国に還流させる外貨調達機能、②輸出入業者に対するファイナンスを行う貿易金融機能という、2つの基本的な機能があるほか、センターが発達するにつれて、③政府企業等に有利なファイナンスの場を提供する長期資金調達機能、④内外資金に運用の場を与える資金運用機能（③と④は表裏一体）、⑤国際金融業務に関するノウハウの蓄積を背景とするファンド・マネジメント機能、なども付加されてくる。そして、国

際金融センターであるか否かのメルクマールは、これらの機能（センター毎に各機能に強弱があるにせよ）を通して、世界的な資金の流れの中核点として、国際的な資金偏在の是正と効率的な資金配分を果たしているか否かに求められる。

（3 大国際金融センターの特徴）

また、ロンドン、ニューヨーク、東京の国際金融センターとしての特徴について、小穴と同前は、実務家としての立場から次のような見解を示した。

まず、ロンドンの金融センターとしての特徴について、両者から公的規制の少なさが強調されたが、そのほか、小穴は、海外から集めた資金を海外に貸出す外-外マーケットが主流を占め、外貨取引・対非居住者取引のウエイトが高いことを挙げた。また、同前は、ロンドンの最大の特徴は、英国が資本輸出国でも基軸通貨国でもないにもかかわらず国際金融センターとしての地位を保ち得ている点であり、これを可能にしているのは、長年の国際金融業務についてのノウハウの蓄積と、当局によるユーロドル市場の育成策であると指摘した。さらに、日本の機関投資家がユーロ債市場で最大の投資家になっている一方で、ユーロ債発行のうちかなりの部分が日本企業の起債によるという事実は、規制の強い東京からロンドンへ金融取引が流れている端的な事例であると訴えた。

次にニューヨークについては、小穴は、巨大な国内金融市場をバックとして成立している点と、オフショア・マーケットが国内マーケットから完全に分離している点でロンドンと異なり、また行政規制のあり方についてもマーケットの透明性を重視するための法令による規制に大きく依存していることを指摘し

た。同前もこれらの点について賛意を示すとともに、基軸通貨であるドルに関する短期金融市場、資産運用市場が発達している点を強調した。

東京については、小穴は、巨大な国内金融市場を有し、国内金融市場を海外に開放する形で発展してきた点、オフショア・マーケットが国内市場と遮断されている点等で、ニューヨークと類似していることを指摘した。一方、同前は、東京がロンドン、ニューヨークとは異なり、貿易黒字累積に伴う資本供給力の増大をその発展の原動力としている点を指摘すると同時に、自国通貨・円が基軸通貨でない点を最大の特徴（ないし弱点）として強調し、基軸通貨に関する国際金融業務（シンジケート・ローン、国際債券発行等）が相対的に未発達であることに論及した。

(2) 国際金融センターの機能

以上のプレゼンテーションを受け、伊藤は、次のようにコメントした。

国際金融センターの問題は、これまで経済理論ではほとんど採り上げられたことがなく、したがって、従来の研究蓄積を参考にすることができないが、ここでは、次の2点を指摘しておきたい。

第1は、特定の地域に金融取引が集中する理由はなぜかという点である。金融取引を集中させた方が多様な取引が可能になり、効率化が図れそうだということは、直観的には理解できるものの、情報通信技術の発達により、取引主体が各国に居ながらにして国際的な金融取引を実行できるようになってきているのも事実である。したがって、各取引主体がセンターに拠点を設け、これにより金融取引のセンターへの集中が進行する理由が十分納得

的ではない。こうした疑問に対するひとつの回答は、「face-to-face のコミュニケーションが重要である」ということであると思えるが、face-to-face コミュニケーションが、金融取引のどのような部分について重要であるかは必ずしも明らかにされていない。これを具体的な形で明確にしていくことは、特に情報通信技術の発達との絡みで、国際金融センターの将来を展望するに当たって大切な視座を提供するであろう。

第2に、国際金融センターが国際的な資金の流れの中で果たす役割としては、経常収支不均衡を埋合わせるというフローの調節よりも、ストックとしての対外資産（負債）に関する調整という側面が本質的であり、このため、複合化した（現物のほか、リスク・ヘッジ等のためオプション、先物取引なども可能な）各種金融市場がある程度の厚味をもって存在することが、重要な意味を持つであろう。

以上の議論を踏まえ、館は、まず、「センター」と「市場」の違いについて、南波や小穴の「センター」の人的、物的インフラを重視した考え方と、新開のように両者の間に明瞭な一線を画することはできないとする立場があろうが、結局何を以て両者を一義的に区別するかは決められないとした。さらに、国際金融センターの機能に関しては、卸売機能を重視する点でパネラーの間に一致がみられたが、そのほかに各パネラーが採り上げた論点は、センターの持つ機能のうち、どの側面を重視するかについてのウエイトの置き方の差を映じたものであろうと取りまとめた。

2. 国際金融センター成立・発達の条件 およびニーズ

(1) プレゼンテーション

まず南波から、次のようなプレゼンテーションが行われた。国際金融センターを成立・発達させる条件（供給サイドの要因）としては、主として以下の4つが指摘できる。

すなわち、①他の国際金融センターと適切な距離・時差が存在するという地理的条件、②政治的、社会的に安定した地域にあり、歴史的に見ても、金融産業が健全で安定的な産業分野として確立されており、当局も国際金融センターの発達を奨励する政策をとっているといった政治的・社会的・歴史的条件、③情報インフラの整備（例えば国際情報ネットワークの構築）、効率的かつ安定的な取引・決済面におけるインフラの充実、多様な資金運用・調達を可能とする市場の存在、税制・会計制度・法制度等の面における国際的整合性の確保等インフラ的・制度的条件、④オフィス・スペース確保の容易さ、法律やシステムの専門家の存在等、資源的・物理的条件である。

なお、国際金融センター所在国の通貨のあり方との関連では、通貨価値の安定を通じて自国通貨の信認を高めることもまた、センターの成立・発達を促すための有力な方策となり得る。

次に、国際金融センターを成立・発達させるニーズ（需要サイドの要因）として、次の3点が挙げられる。

すなわち、①金融のグローバル化の一環として、24時間取引の動きが広がったこと、②金融や経済の統合化の動きの中で統合地域内での金融取引の集中化が進む可能性が高いこ

と、③ある国や地域において資本の蓄積が進めば、自国ないし他国でそれを運用するニーズが生ずることである。

次に、新開は、キンドルバーガーによる金融センター形成の要因に関する史的研究を要約紹介しつつ、国際金融センターを成立させる条件としての地理的・政治的・歴史的要因等が持つ重要度は、各センターにより異なることを指摘した。すなわち、取引集中による規模のメリットを追求することが様々なセンター成立過程における共通の要素として見出せるが、取引がどのようなメカニズムによってセンターに集中してくるかはケース・バイ・ケースである。もっとも、近年の交通、通信の発達により、各市場およびその取扱商品は同質化の方向にあるため、今後は、各センターに取引の集中を引起こす要因の差異は小さくなる可能性があるとの見方を述べた。

また、当該国の通貨が基軸通貨であることは、国際金融センターの成立に必ずしも不可欠な条件ではなく、むしろ、わが国の例にみられるようにその国が経常黒字を持ち、長期資本の供給者であることの方が重要との判断を示した。

次に小穴と同前は実務家の立場からプレゼンテーションを行った。

まず小穴は、第2次世界大戦後、ポンドが基軸通貨の座を失いつつあったにもかかわらず、ロンドンがそれまでに築いてきたインフラストラクチャー（金融機関・人材・取引ノウハウの集積、効率的な通信手段等）や、当局の積極的対応（源泉税の免除等）に支えられて、ユーログラ取引を中心とした国際金融センターに成長した事実を例に引き、自国通貨が基軸通貨でなくても、何らかの意味で国際基軸通貨を取引の中心に置くことが、重

要であると強調した。

次に同前は、国際金融センター発達のうえで決定的に重要な条件として、①資本力（その国の持つ経済力、すなわち産業の強さ）、②基軸通貨（その通貨による円滑な投資を保証するための軍事力、政治的安定性を含む）、③流動性の高い奥行きのある資産運用マーケットの存在（税制、決済システム、通信・情報施設といった面でのインフラの充実を含む）、の3つを挙げた。

同時に、国際金融センターへのニーズとして、金融のグローバル化と金融経済の統合化の2つを挙げたが、実際に24時間取引の対象となり得るのは、外国為替等商品の標準化が進んでいるものに限られるので、24時間取引の広がりインパクトを過大評価すべきでない点に注意を喚起した。

(2) 国際金融センターの条件

以上のプレゼンテーションをうけて、伊藤は、国際金融センターの成立・発達に必要な条件を、ニューヨーク、東京、ロンドンという、3つの例だけから一般化することは難しいとしつつも、①国内に自由な取引が行われている巨大な金融市場が存在していること、②人、情報が自然に集中していること、③中央銀行の提供する決済システムを含めた効率的な取引・決済システム等の制度的インフラが整っていること、等が条件として考えられようとした。

また、小穴、同前が指摘した基軸通貨を有することの重要性については、そもそもある通貨が基軸通貨であるためには、当該通貨による大きくかつインフラ面も整備された金融資本市場の存在が不可欠の条件となる訳であり、国際金融センター発達の条件を論ずると

き基軸通貨という面を独立に採り上げることにとどれ程の意味があるか疑問であると指摘した。

また、国際金融センターにおける業務が国内の実体経済と密接な関係を持っていることから、国内実体経済に金融イノベーションを求める需要があり、かつ、実体経済の活動規模が金融センターにおいて規模の経済性を追求できるだけの規模に達していることも条件の1つとして挙げることができるとした。

これに対して、小穴も、自由な市場の重要性について同感の意を表明し、さらに、金融機能がかなりの程度ニューヨークに集中している一方で産業活動が地理的に分散している米国の例を引きながら、自由なマーケットさえ国内のどこかに確保できれば、国際金融センターの立地は、その国の産業の中心地と物理的に一致する必要はないと指摘、東京のように金融と産業の中心が同じ都市にあるのはむしろレア・ケースであると発言した。

3. 個別金融センターの将来像

(1) プレゼンテーション

まず南波から、3大国際金融センターの将来像を展望するための出発点として、各センターの条件充足度、および国際金融センターの将来像を決定づける要因等について、以下のような導入報告が行われた。

3大センターが前セッションでみた条件をそれぞれどの程度満たしているかを考えると、ニューヨーク、ロンドンが供給サイドの条件をかなりの程度満たしているのに対し、東京については需要サイドのニーズは高いものの、供給サイドの諸条件はニューヨーク、ロンドンに比べて不十分な形でしか満たしていないといえよう。東京についてニーズと条

件充足度をより詳しくみると、まずニーズについては、①金融のグローバル化が進むなか、海外からの市場開放、自由化の要請が高まっていること、②金融・経済の統合化の点から、将来的には太平洋経済圏の金融の中核を担うことが期待されること、③資本蓄積の面から、経常収支の黒字蓄積とその運用ニーズが強まっていること、が挙げられるが、これらの中では、特に③の資本蓄積のインパクトが非常に大きく、供給サイドの諸条件の不備を補って余りあるかたちとなっている。

一方、条件充足度については、以下の5点が指摘できる。①地理的、社会的、政治的諸条件は概ね満たされている、②歴史的蓄積の面では、ニューヨーク、ロンドンには及ばない、③制度の transparency（透明性）の面では、十分という印象を海外に与えていない、④情報インフラの整備や取引決済慣行、税制、法制面における国際的な整合性の観点からは、解決されるべき問題が多い。さらに、⑤住宅・オフィス事情といった居住空間のアメニティーに関しても、改善されるべき点が多い。

なお、国際金融センターの将来のあり方を決定づける要因の中で決定的な重要性を持つものとして、情報技術の発達の影響がある。情報技術の発達により、隔地から国際金融センターへアクセス（取引、決済等に関するインストラクション発出等）するコストが引下げられ、取引の24時間化を可能としているが（たとえば GLOBEX と呼ばれる24時間先物・オプション・トレーディング・システムの開発等）、こうした取引仕法の変化は、取引参加者が自国の営業時間帯にこれまで行えなかった取引を行えるようにする（時差要因の部分的消滅）ものである。こうした動きは、

金融機関等が海外の特定の場所に営業拠点を設置するインセンティブに影響をもたらし、ひいては既存の国際金融センターの統合化への契機となる可能性を有していると思われる。

もっとも、face-to-face の形でのコミュニケーションの重要性等を考えると、引続き複数の国際金融センターが並立する可能性が強いことも事実である。

次に、小穴は、実務家としての立場から、3大金融センターの将来像につき、以下のようなプレゼンテーションを行った。条件充足度については、ニューヨークは、国内マーケットの奥行きや経済のポテンシャルティーのほか、「基軸通貨」としてドルに代わるものが見当たらないといったこともあり、依然国際金融センターの1極として残ろう。

ロンドンについては、EC 統合後もオフショア・センターとして存立していくか不透明なうえ、実体経済・通貨面での条件充足度は、（ユーロ）市場成立時に比べると低下してきている。しかし、ユーロ市場の中心として「外一外」の貸し座敷として発展してきたという特殊な性格を持つだけに、必ずしも実体経済面・通貨面での充足度の低下が国際金融センターとしての地位の低下に結びつかないと考えられるほか、市場の自由度、効率性といった点では最も充足度が高いことなどから、やはり引続き国際金融センターの1極を担おう。

東京は、ニューヨーク、ロンドンに比べ歴史的蓄積が不十分なことに加え、市場の自由度、制度面でも、1984年の日米円・ドル委員会以後ある程度の改善は図られているものの、なお税制面（有価証券取引税、利子源泉徴収税の存在等）や会計処理面で解決される

べき問題が多い。また、インフラについても、情報インフラ、決済インフラ、人材インフラ、生活環境といった点で充足度はかなり劣っている。しかしながら、世界最大の債権国となっているほか、背後に高い潜在成長力を持つアジア地域が控えているため、今後国際金融センターとしてさらに発展することが予想される。

次に、同前が、以下のようなプレゼンテーションを行った。3大国際金融センターの現状を大きく捉えると、ニューヨークが米国の資本輸入国化に伴い相対的な地位を低下させている一方で、東京はその豊富な資金力を背景に地位を向上させているが、ロンドンはこの2つのセンターの間隙をつく形で、市場の自由度についての優位性を武器に、社債の発行等の面で強味を発揮しており、3大センターが微妙なバランスを保っているといえよう。

しかしながら、このバランスは将来次第に崩れてくるのではないかと考えられる。すなわち、ニューヨークは、いわゆる「基軸通貨」としてのドルの決済機能を持つため、国際金融センターの1つとして生き残りはするものの、他国に資金を依存しているため、国際的な資金配分を行うという国際金融センターの重要な機能を果せなくなりつつあり、地位の低下が続こう。

ロンドンについては、他国通貨の他国資金を取扱っており、国際金融センターの満たすべき「基軸通貨」、活力ある産業に裏打ちされた資金力、といった条件を欠くことが決定的に響いてくると思われる。現在は、他センターとの間に存在する規制の落差を武器に存立しているが、今後他のセンター（特に東京）で規制緩和の動きが活発化すれば、この面で

の相対的優位性が後退するからである。また、欧州統合によりマルクがローカル・キー・カレンシーとなる蓋然性が高いことも、ロンドンの将来性を考えるに当たって留意すべき点である。他方、東京については、ニューヨーク、ロンドンの相対的な地位が低下していくなか、円の国際通貨化も徐々ながら進んでいくと見込まれることもあり、その豊富な資金力（貿易黒字の継続による資本供給力の一段向上）、実体経済の力強さを背景に、3大センターの中心的存在となろう。

ただし、投資対象としての円に対する信頼を勝ち得ることと、海外投資家参入のための広い意味でのインフラを整備することが将来性を考えるうえでの鍵となろう。具体的には、東京が国際金融センターとして発展するためには、次のような課題をクリアする必要があるだろう。

- ① 短期金融市場・債券市場の整備——FB等短期金融市場の整備のほか、起債の機動性向上、コスト引下げ、商品設計の自由化等が必要。
- ② 株式市場の整備——煩雑な発行ルールや利益還元ルールの見直し等が必要。
- ③ 証券流通市場の整備——証券集中決済機構の設立等により、国際的な決済システムとの整合性を確保する必要があるほか、税制面では、株式、債券への有取税課税、債券の利子源泉課税、先物・オプションに対する取引所税課税等について世界的な取扱いと平仄を合わせ、東京から海外へという資金の流ればかりでなく、海外から東京へという資金の流れを活発化することが必要。
- ④ その他のインフラ整備——金融の先端商品を流通段階で根付かせるために不可欠な

先物・オプション市場といった派生市場の整備、人材の育成、金融の証券化の流れに沿った法制上の枠組の整備等が必要。

(2) 3大センターの将来像

以上のプレゼンテーションを受けて伊藤から、東京は、太平洋地域の中核としてアジア各国の資金を配分する機能を営むようになるのか、すなわち、アジアの資金について重要性を持つセンターになるのか、との疑問が提起された。

これに関し小穴は、東欧—EC、中南米—米国、アジア—日本というように完全に役割分担してしまうところまでにはいくまいが、太平洋経済圏は成長率が最も高く、また、直接投資額の増嵩等にみられるとおり、实体经济面でのアジア地域内の結びつきは一段と強まりつつあることから、東京がコマーシャル・ベースで国際金融センターとして中心的役割を果たしていくことができるのではないかと、この意見を述べた。同前も、今回の中国情勢不安定化に伴う急激な円安現象をみても判るとおり、欧米からみれば東南アジアは日本人の感覚以上に1つのグループと捉えられているほか、円が国際通貨となることも東南アジアの経済発展なしには考えにくい、との意見を述べた。

ここで館は、同前の東京の相対的地位が上昇するという見解は、現在の3極体制から1極になるということを意味するのか、また、小穴の3極が存続するという意見に対し、何故3つが残り、また3つしか国際金融センターにできないのかという疑問を提起した。

これに対しまず同前は、東京の地位は上昇するとはいえ、近い将来に、円に世界中から全幅の信頼が寄せられ、日本が世界的リー

ダーシップをとるようになるとは考えにくい。ため、東京1極に集中するということは予想し難いと述べた。また小穴は、ECの経済的統合は日・米との対抗上間違いなく達成されるであろうから、ECも1極として残り、その中でロンドンがオフショア市場としての役割を果たすため、3大センターがそれぞれの良さを発揮しつつ並存していくのではないかと述べた。

4. 国際金融センターを評価するための視点

(1) プレゼンテーション

まず南波から、国際金融センターの成立・発達をもたらす様々な影響を評価するための次のような視点が提示された。

- ① 金融システムの効率化、透明性の増大——国際金融センター間の競争の結果、センター所在国の金融システムは全体として効率化されると期待されるうえ、海外からの参加者が増加するにしたがって、センターの内外から制度・慣行の透明性に対する要請が強まってこよう。また、各センターの取引・決済慣行の統一化については、例えば、既に本年3月、Group of 30により証券決済システムについての国際的協調を謳った提言がまとめられるといった動きが出ている。
- ② リスク管理の重要性の増大——国際金融取引の世界的なリンクが一段と強まっているのに伴い、1つの国際金融センターに生じた危機的状況が次々と他のセンターにも波及する危険が高まってきているが、国際金融センターの発達は、リスク管理手段の開発、充実を一段と促すであろう。
- ③ 金融産業の拡大によるメリットとデメ

リット——金融産業の拡大は、実体経済に対し、雇用機会の創出、手数料収入をはじめとする付加価値の増大といったメリットを産み出す。一方、金融は情報集約的な産業であるため、特定の地域に集中する傾向があり、局地的な地価高騰を招いたり、人的・物的資源が一層金融産業に集中されることで製造業の空洞化を招いたりするデメリットも考えられる。

次に新開は、国際金融センターの発展が実体経済にもたらす影響という観点から、次のようなプレゼンテーションを行った。

まず、国際金融センター（ないし高度化した国際金融市場）が提起する論点として、実需に基づかない短期取引のウエイト上昇が為替相場の大幅変動と比較的長期に亘るミスマラインメントを惹起し、それが実体経済に悪影響を及ぼす可能性が挙げられる（理論的には、金利についても同様の問題が存在）。

また、金融部門とそのほかの経済部門の間の資源配分の適正性という観点から、①ある国、あるいは経済共同体（EC など）が政策的に国際金融センターを育成することをどう考えるか、②世界全体として、政策的意図がない場合に金融部門への資金配分が過大になるかどうか、の2つの論点が考えられる。①の点については、政策当局が特定の経済部門を育成するために市場メカニズムに対し人為的介入を行うという意味で、貿易における保護主義と類似の問題として捉えることができ、金融部門への過大な資源配分を招来する。②の点については、米国では弁護士への資源配分が過大であるため弁護士が自ら仕事を作り出す努力をしている事実があるが、これとの類推で、金融業が自ら仕事を作り出している例（典型的なものはM & A）がみられるの

は、金融部門への資源過大配分を反映するものとみることができる。

為替相場や金利の大幅変動（ときにミスマラインメント）には、過大配分された資源（ディーラー、ディーリング・ルームへの投資）が自ら作り出しているバブル現象的な面がなきにしもあらずであり、バブルが破裂するまでには長期間が経過するかもしれず、その間に為替相場や金利の変動の悪影響が大きいと判断するなら、政策的介入または規制は正当化されよう。

（2）国際金融センターの提起する論点

こうした、新開の問題提起に対し、伊藤は、国際金融センターの規模拡大が実体経済に及ぼす影響を考えると、為替相場の過度の変動等ネガティブな側面は目につきやすいが、生産活動等をより効率的にサポートするポジティブな側面は目につきにくく、総合的な評価を下すことは容易ではないとした。

また、金融部門と他の経済部門の間の資金配分の適正性を考えるに当たっては、金融が厚みを増し、様々なサービスを提供できるようになったからこそ、製造業や流通業に内在するリスクの回避が可能になったという側面もあり、「金融の肥大化（金融部門への資源配分増大）」が、実体経済面から来るニーズをそれなりに反映した結果である点も見逃せないことに注意を促した。

なお、ある国が政策的に国際金融センターを育成しようとする場合については、製造業等の競争条件が諸資源の地域的配分により大きく左右されるのに対し、金融業は比較優位の有無が見えにくい産業であり、それだけに当局の保護主義的施策は、確かに国際金融センター成立・発達（当該国における金融部門

への資源の傾斜的配分)を促す大きな要素になるであろうと述べた。

小穴も、M & Aは経営の効率化という点で実体的なメリットをもたらす場合があり、新開が述べた金融産業と弁護士とのアナロジーは必ずしも適切ではないと述べるとともに、金融への人的資源の集中が他産業の空洞化を招いているとの実感はない旨を強調した。また、リスク管理については、基本的には各金融機関の自助努力として行われるべきであるが、金融システム全体を安定化させるための環境整備に係る側面、特に決済システムに関連する部分では当局による関与があった方がよいとの意見を表明した。

最後に館は、新開の提起した為替相場等の大幅変動とミスアラインメントの問題に触れ、マーケットが為替相場等の本来あるべき値を学ぶのに時間がかかるような場合には、当局の介入も正当化できる訳であり、金融部門の過度の肥大化にはこうした観点からも注意していく必要があると述べた。

以 上