

Ⅲ. コメント論文

国際金融センターについてのいくつかの素朴な疑問*

伊 藤 元 重
（東 京 大 学）

1. はじめに

国際金融センターについて、学界における研究蓄積はきわめて少ない。したがって、このテーマについて学界における研究蓄積に基づいてコメントを行うことはほとんど不可能である。しかも、筆者の専門は理論経済学であり、制度ないし実態についての知識も不足している。この研究会の主催者が筆者のような経済理論を専門とする者を討論者にしたのは、このテーマについての学界での研究蓄積の現状を考えたとき、根本的なところから議論を展開するのが望ましいと考えたからではないかと思う。

筆者に本質的なコメントができるかどうか自信はないが、以下では、国際金融センターに関連する経済的問題について、経済学の立場からいくつかの「素朴な疑問」を提示してみたい。このような疑問を提示することで、研究会における論点がいくつか提供できるのではないかと思う。

このようなコメントの性格上、以下では今回提出された4論文の細かい点についてのコ

メントはしない。しかし、以下で提起する素朴な疑問は、いずれもこれらの提出論文を読むことからでてきた疑問であり、その意味では疑問を提示するだけでもコメントとなっているのかもしれない。

2. 国際金融センターは一極集中しているのか

金融取引が特定の地域に集中するメリットが大きいことはよく分かる。市場参加者が多いほど市場に厚みができ価格が安定化するであろうし、参加者が多ければより多くの種類の金融取引を行うことが可能となるであろう。市場には様々な形の資金需要や資金運用ニーズがあり、それらが多様な期間構造やリスククラスの資産の取引を生み出す。このような多様な証券や金融サービスは、またそれらの間での債券スワップ、為替スワップを通じて相互に関係付けられるであろうし、オプション取引やフューチャー取引もこれらの異なった通貨やリスククラスの資産を合成し統合化する役割を演ずる。市場への参加者が増えれば、このような多様な取引が可能になり、

* 本論文の作成過程において、日本銀行金融研究所客員研究生の柳川範之氏（東京大学大学院生）に有益なコメントを頂いた。

そこに国際金融センターのひとつのねらいがあるのだろう。

技術の進歩で国際間の移動や通信が容易になれば、それぞれの国の中で金融取引を行う必要はないのかもしれない。通信によって容易に海外との連絡ができれば、そのような通信システムをつかって国際的な金融取引が可能となるからである。

しかし、もしそうであるなら、国際金融センターという物理的な場所もいらなくなってしまう。各金融機関がそれぞれの国から端末機を操作して、国際通信によって金融取引を行えばよいからである。市場参加者が物理的にセンターに集まる必要があるとしたら、そこには各論文の中で対面的関係 (face to face relation) と呼ばれているものが働いているからであろう。

対面的関係があまりに重要であるなら、国際金融センターは成立しにくい。それぞれの金融取引に関して個別の事情があり、対面関係なくして金融取引ができないからである。そもそも対面的関係というのは、国際金融センターのような異なったタイプの参加者が取引する場とは本質的に矛盾することのようと思われる。ある程度の規模の市場が成立するためには、取引対象となる商品（この場合には証券などの金融商品かそれにかかわるサービス）が標準化されていることが必須であるからだ。

このように考えると、国際金融センターが成立するためには、ある程度の国際化や標準化が必要であり、同時に対面的関係を必要とする部分ももっていなければならないことになる。どの部分において対面的関係が必要になるかという点をより明確にしていく必要があるだろう。このような考察なしに、世界に

どの程度の数の国際金融センターが存立可能であるのか、今後ますます少数地域に集中してくのかといった問題について満足のできる解答は得られないことになる。

3. 国際金融センターと国内金融市場が隣接することはどの程度重要であるのか

証券の取引においては、流通市場や小売市場が整備しており、より多くの人が取引に参加できることが重要である。証券をすぐにマーケットで売ることができれば（流動性）、それだけ証券保有のリスクも減少することになる。また、証券を少額に分割することにより、より多くの人が保有できるようになれば、リスクを分散することが可能になる。このように考えると、国際金融市場が有効に機能するためには、その背景に大きな国内市場が存在することが望ましいと考えられる。

もちろん、ロンドンのように国際金融取引に特化した市場が成立することもある。すると、国際金融センターと国内金融市場との地理的な距離はそれほど重要ではないということになる。しかし、一方で国際金融センターは地域的に集中する必要がある、他方で国際金融センターと国内金融市場とは地理的に離れていてもかまわないというのは、どこかおかしい議論のようにも思われる。2つの市場をそんなにきれいに分けることができるのであろうか。

もちろん、金融取引の中には他と地理的に切り放すことが比較的容易であるものもあるだろう。そのような金融取引は国内市場から独立した国際金融センターでの取引対象となる。銀行間取引は大なり小なりそのような面を持っているのかもしれない。しかし多くの

金融取引の場合には、国内金融市場と地理的に接近している方が望ましいように思われる。そうであるとすれば、国内に大きな金融市場を抱える東京は、国際金融センターとして発展していく大きな潜在力を持っているように思われる。この点について、参加者の意見を聞きたい。

4. その国の通貨が基軸通貨であることはその国に国際金融センターができる上で重要なことなのか

その国の通貨が国際通貨として使われているということは、その国が国際金融センターになることにどの程度重要であろうか。この点については、どの論文でも一方でロンドンの例を出してその重要性を疑問視しながらも、他方ではその重要性を示唆するような記述も見られる。

貿易における決済通貨を見ると、一次産品の貿易においては圧倒的にドルが使われており、工業製品の場合には輸出国の通貨が使われることが比較的多い。後者の場合には輸出企業によって価格付けが行われるので、輸出国の通貨が使われると考えられる（この点についてはもうすこし詳しい理論的な議論を展開することも可能である）。これに対して、一次産品の場合には、価格変動リスクなどを避けるため、国際商品市場を用いることが多いし、直接的に商品市場を用いなくても、そこで成立するスポット価格をベースに貿易契約が行われることが多い。

一次産品の貿易において国際商品市場が重要な役割を持っているのであるなら、そのような市場を抱えるアメリカの通貨であるドルを使うのが便利であるし、その結果ドル建ての貿易金融が発達することにもなる。一次産

品の貿易の場合には、貿易金融サービス、商品市場、決済通貨が相互に密接な関係にあり、この分野におけるアメリカ市場の地位はそう簡単には崩れないのではなからうか。

ただ、国際金融取引は貿易関連の取引だけではない。むしろ、貿易とは関係ない資金調達や運用などに関連するもののウェイトが圧倒的に大きい。この分野におけるドルの重要性は相対的に小さいと考えられるし、今後もこれまでのようにドルの優位が続くのかどうか明らかでない。日本のように国内に大きな金融市場が存在し、様々な市場が整備されてくれば、それをベースに国際金融センターとしての発展も促進されるであろう。

5. 国際金融センターにおける中央銀行や政府の役割はどのようなものであるべきなのか

各論文に書かれているように、ロンドンが国際金融センターとして発展したことを支えた大きな要因は規制が少なかったことである。これに対し、日本にはまだ（税制の問題も含めて）規制が多く残っており、これが日本の企業の資金調達や資金運用を海外へ流出させている大きな原因となっている。資金は規制をきらって容易に海外へ移転するものであり、不必要な規制の撤廃なしに国際金融センターを国内に育成することは難しい。

しかし、すべての規制を撤廃することが望ましいというわけではない。ヒックスは、「独占のよいところは平和なことである」といった主旨のことを言ったことがあるが、これと同じような意味で、「規制の目的は安定（平和）の実現である」と言えないこともない。東京の国際金融センターの機能が充実してきて多くの金融取引が行われるようになると、為替

レートや株価の急激な変化による金融パニックや実体経済への影響を避けるような危機管理の機能が政府や中央銀行により強く求められるようになるであろう。

一方で規制を撤廃しながらより自由で効率的な市場取引を促進させていくと同時に、他方で危機管理のような政策的介入を求められるのである。どのような規制のスタンスが望ましいのか筆者は答えを持ち合わせていないが、この点についても研究会で議論が展開されることを期待したい。

規制とは違った問題であるが、国際金融センターが十分に機能するためには、中央銀行によるサービスのバックアップが必要になるであろう。24時間サービスや決済の即時処理などは、国際金融センターの取引をより活発にし、取引主体のリスクを軽減する上で重要な意味を持つであろう。

6. 金融産業の拡大をどのように評価したらよいのであろうか

南波論文や新開論文にあるように、金融産業の拡大を資源配分の論点から議論することも必要である。金融産業の拡大は、政策的に優遇されるべきであろうか。また、金融産業の拡大によって実体経済はなんらかの悪い影響を受けるのであろうか。

資源配分についての経済理論をナイーブに用いれば、金融産業とその他の産業の間の資源配分は価格メカニズムだけに委ねるべきである。また、政府の介入なしに金融産業が発展するのであれば、それによる産業の空洞化といったことも心配する必要はないということになる。

しかし、金融産業の場合には、以上のようなナイーブな経済観で捉えてよいのかどうか

分らない。国際金融センターが成立する上で集積の利益が大きな意味を持つのであるなら、そのようなセンターを育成するために政府が援助をするということも十分に正当化しうる。これは経済学の用語を使うなら外部性の一形態である。

それから、金融産業が拡大するとそれだけ製造業が縮小して産業の空洞化が起こるという議論にも疑わしい点が多い。そもそも、「空洞化」の定義が何であるか明らかではない。また、金融と製造業は一方が拡大すれば他方が縮小するというような単純な関係にはない。金融サービスが拡大することは、多くの場合、製造業にも便益を与えるからである。

以 上