

## アジアにおける外為市場の近年の特徴点について —日本・シンガポール・香港の比較—

金融市場局 鷲見和昭、門川洋一

Bank of Japan Review

2020年7月

近年、シンガポールや香港の外為取引高は日本を上回り、足もとでは日本との差を拡大させている。背景には、シンガポールや香港は、電子取引の高度化を通じて機関投資家等による先進国通貨の取引を取り込むことに加え、中国やASEAN諸国の対外貿易の拡大につれて、海外の事業会社・金融機関の資金管理部署を誘致してアジア通貨の取引を増加させていることがある。現状、アジアの多くの国では資本規制もあるため、資本取引に関するアジア通貨の為替取引は相対的に少ないとみられるが、中長期的には、対外資本取引が増え、これに付随する為替取引も増える可能性がある。新型コロナショックからの回復後も展望すると、こうした資本フローの受け皿となることは、わが国の外為市場の活発化に留まらず、資本市場を含む金融市場全体の発展にも資すると考えられる。

### はじめに

国際決済銀行（BIS）では3年に一度、世界の中央銀行の協力を得て、「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」を行っている<sup>1</sup>。同調査でアジアの金融センターの動向をみると、近年、シンガポールおよび香港の外為取引高は日本を上回っており、2019年には日本との差が拡大する姿となっている（図表1）。これまで、これら3市場の外為取引に焦点をあてた先行研究は少

ないが<sup>2</sup>、最近の動向をフォローすることは、市場構造の把握や東京市場の活性化に向けた示唆を得る観点からも有益と考えられる。

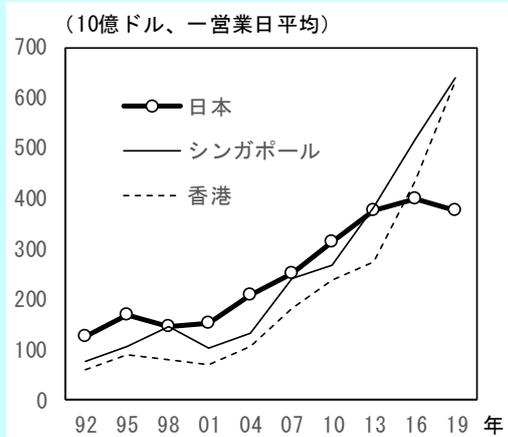
本稿では、こうした問題意識の下、日本・シンガポール・香港の外為市場の比較を行うとともに、アジア通貨の取引を巡る現状および今後の中長期的な見通しを整理する。なお、本年入り後の新型コロナウイルス感染症拡大に伴う影響の評価については、更なるデータの蓄積を待つ必要があり、不確実性が大きい<sup>3</sup>、長期的なタイムスパンでみた外為市場の構造的な変化は今後も続くと思われる。以下の議論は中長期的には一定程度妥当すると考えられる。

### 日本・シンガポール・香港市場の比較

#### （取引相手別にみた特徴点）

前述のBISによる取引高調査は、世界の主要な金融機関（以下、報告金融機関）を対象とした調査であり、包括的な項目を、国際的に整合性のとれた形で調査したものである。報告金融機関からみた取引相手の内訳をみると、日本はシンガポールや香港に比べ、事業法人を中心とした非金融機関向けの取引高では僅かに上回っているものの、

【図表1】外為取引高

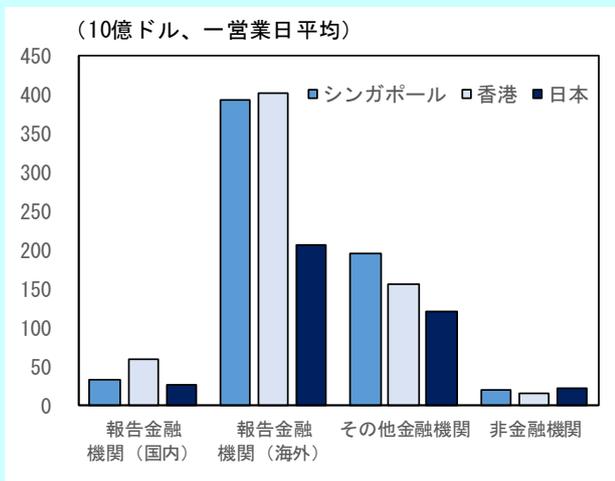


（注）調査時点は、各年の4月（以下、同様）。

（資料）BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」

金融機関・その他金融機関（機関投資家、ヘッジファンド等が含まれる）との取引高では大きく競り負けている様子が窺われる（図表2）。

【図表2】取引相手別にみた外為取引高（19年）

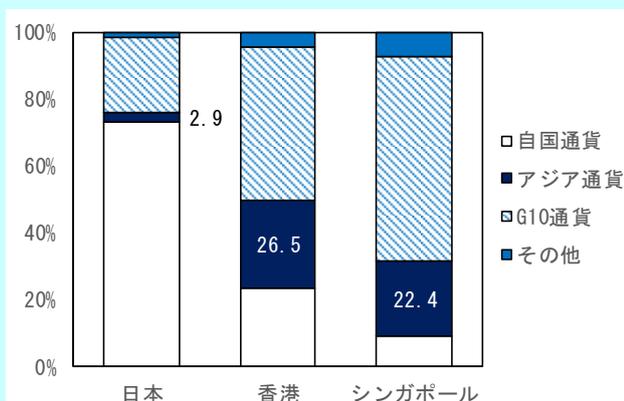


（資料）BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」

### （通貨別にみた特徴点）

通貨別に外為取引高をみると、シンガポールおよび香港とも、日本に比べ、アジア通貨と自国以外の先進国通貨（G10通貨）の取引高シェアがともに高く、双方が全体の増加に寄与している（図表3、4）<sup>4</sup>。

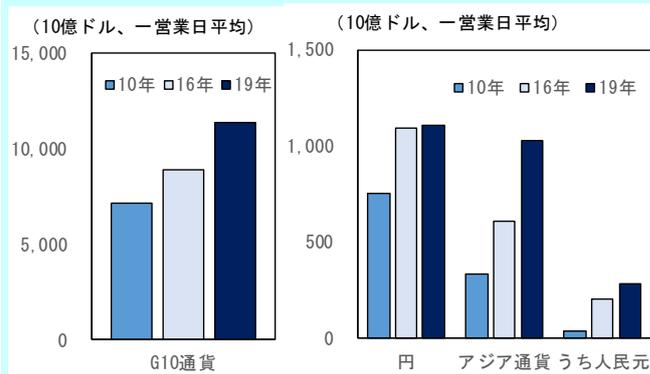
【図表3】対ドル取引高の通貨構成比（19年）



（注）アジア通貨は、人民元、香港ドル、インドルピー、韓国ウォン、シンガポールドル、台湾ドルが対象。他のアジア通貨は内訳が公表されていないため、その他に含まれている。アジア通貨とG10通貨は自国通貨を除く。

（資料）BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」

【図表4】通貨別にみた取引高の変化（全世界計）



（注）アジア通貨は、人民元、香港ドル、インドルピー、韓国ウォン、シンガポールドル、台湾ドル、タイバーツ、インドネシアルピア、フィリピンペソ、マレーシアリングが対象。

（資料）BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」

やや仔細にみると、アジア通貨については、香港では人民元および香港ドルの取引高が多くを占める一方<sup>5</sup>、シンガポールではASEAN通貨を含め比較的幅広い通貨の取り扱いが特徴となっている。また、先進国通貨（G10通貨）に関しては、シンガポールや香港では、後述のように電子取引の普及および高度化によって取引コストの低下が進んでおり、銀行間取引や機関投資家を中心とした幅広い先との対顧客取引が活発に行われている。他方、日本は、ドル／円の取引が全体の7割以上を占めており、他の通貨の取り扱いが相対的に少ない。この点、東京市場では、顧客として本邦輸出入企業のプレゼンスが相対的に高いもとで、取引全体もドルの受け取り／支払いに偏りやすいことを映じているとみられる。

### アジアにおける為替取引増加の背景

次に、シンガポールおよび香港市場の外為取引高の増加の背後にある経済取引の動向について確認したい。

為替の取引は、実需取引と投機取引に大別され、このうち実需取引は經常取引と資本取引に分けられる。アジア通貨の為替取引は、資本規制によって、金融資産取引およびヘッジ取引が制限されてきたこともあって、基本的には經常取引が中心となっており、その取引高は背景にある財サービス貿易の動向と連動してきたと考えられる<sup>6</sup>。

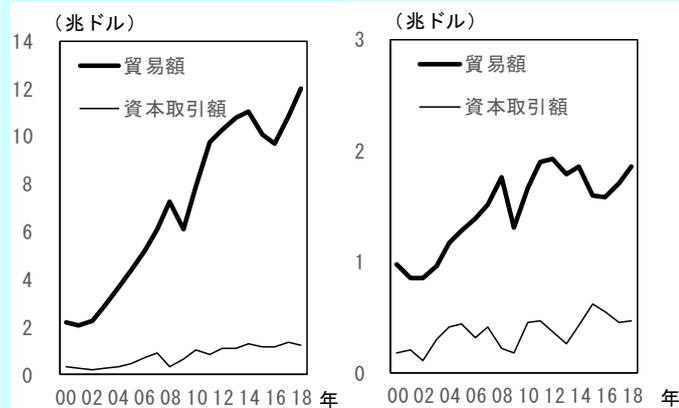
## （経常取引を巡る動向）

アジア各国の財サービス貿易等の取引は、日本と比べても近年急速に拡大しており、これに伴って為替の経常取引も急増している（図表5）。シンガポールや香港には、グローバル展開している事業法人のアジアの地域統括拠点が数多く立地している。加えて、こうした事業法人の地域統括拠点を顧客とする海外金融機関の進出も多くなっている。同拠点では、域内の異なる国・地域間の資金の受払いを担っていることが多く、シンガポールや香港の外為取引高の増加や取り扱い通貨の多様性に寄与している。アジア通貨間の決済は、多くの先進国通貨と同様に、米ドルを媒介通貨としているケースが多い。例えば、「タイパーツ売り—シンガポールドル買い」取引の場合、「タイパーツ売り—米ドル買い」と「米ドル売り—シンガポールドル買い」の2本の取引に分解して執行される。シンガポール・香港では、アジア各国の経常取引が拡大するもとの、アジア通貨取引と米ドル取引の双方を通じて、為替取引高が拡大していると考えられる。他方、日本の場合、ドル/円の取引は東京で行われるものの、例えば、アジア通貨/円の取引（通常、アジア通貨/米ドルと米ドル/円の2本の取引に分解される）のうち、アジア通貨/米ドル取引は、電子取引の高度化などによって取引コストが相対的に低いシンガポール・香港で行われるケースが多いとみられる。

【図表5】アジア諸国の貿易額・資本取引額

＜アジア諸国＞

＜日本＞

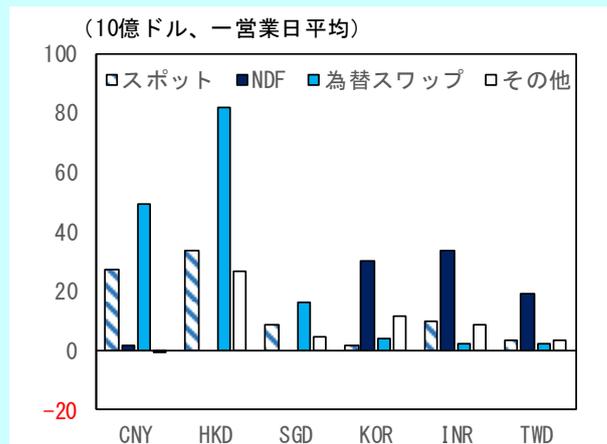


（注）アジア諸国は、中国、香港、インド、韓国、シンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン。資本取引額は直接投資と証券投資の流出額と流入額の合計。

（資料）IMF “Balance of Payments”

こうした経常取引の増加は、単に代金決済に伴う為替取引だけでなく、リスクヘッジ目的での為替取引も発生させる。前述の BIS 調査によると、アジア通貨は、スポット取引のみならず、特に為替スワップおよびフォワードのうち NDF（Non-Deliverable Forward：予め約定したフォワード・レートと満期時のレートとの差金のみを指定した通貨（通常米ドル）で決済する取引）<sup>7</sup> が全体の取引高を牽引している（図表6）。一般に、先進国通貨よりもボラティリティの高いアジア通貨の取引需要が高まるもとの、そのリスクをヘッジしたいという需要も高まる。リスクヘッジニーズは、アジア通貨のポジションを持つ事業法人のみならず、事業法人を顧客に持つ金融機関にも発生する。また、リスクヘッジ取引が市場で成立するためには、ヘッジ取引に向かい合う投資家（投機家）の取引フローも必要になる。

【図表6】対ドル取引高の増減（16～19年）



（注）左から、人民元（CNHを含む）、香港ドル、シンガポールドル、韓国ウォン、インドルピア、台湾ドル。

（資料）BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」

シンガポールや香港では、こうした取引ニーズを取り込むべく、スポットのみならず為替スワップやNDFにも、高速・高頻度で取引を行う電子取引を提供する動きが広がっている。これがアジア通貨の取引コストの低下や流動性の向上に繋がりを、取引高をさらに増加させるという好循環をもたらしていると考えられる。

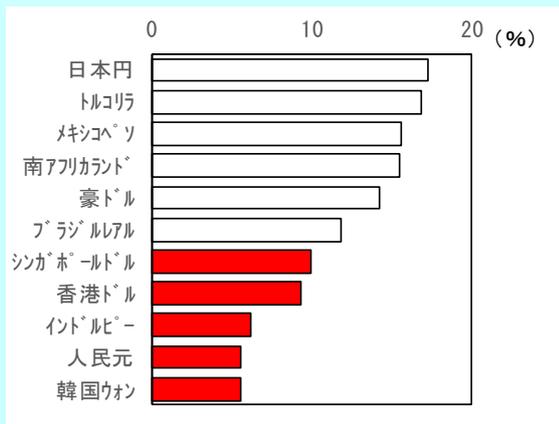
こうした好循環を生むために、シンガポールでは、税率の低さやIT人材の優位性を呼び水としつつ<sup>8</sup>、政府が電子取引の拡大に向けて様々な施策を導入しており、主要な金融機関の電子取引プラ

ットフォームのサーバー誘致等に注力している。また、シンガポールや香港では、ヘッジファンドやPTF (proprietary trading firms) 9等、顧客層に厚みがあり、そうした顧客ニーズに応える過程で、銀行が電子取引を高度化させてきた面がある。

### (資本取引を巡る動向)

次に、資本取引について確認する。シンガポールや香港では、富裕層向け資産運用ビジネスが発達している。こうした資産運用に関連した為替取引は、先進国通貨を中心に最良執行の観点から透明性が高い電子取引に移行しており、取引高の増加に繋がっている。一方、その他のアジア諸国では、主要先進国に比べ株式市場や債券市場の流動性が低いほか、多くの国で資本規制があることもあって、資本取引が抑制されている。実際、アジア通貨の機関投資家向け取引高比率は相対的に低めとなっている(図表7)。加えて、アジア通貨の取引高を貿易額と資本取引額<sup>10</sup>で割った比率をみると、主要通貨に比べ、同比率は低く(図表8)、アジア通貨の取引高は背後に存在する経済活動に比べ相対的に小さいことが分かる。逆に言えば、アジアでは、今後潜在的な資本取引の発展余地が大きく、それに伴って全体としても外為取引高が増加する余地が相応にあることが示唆される。

【図表7】対機関投資家向け取引比率 (19年)

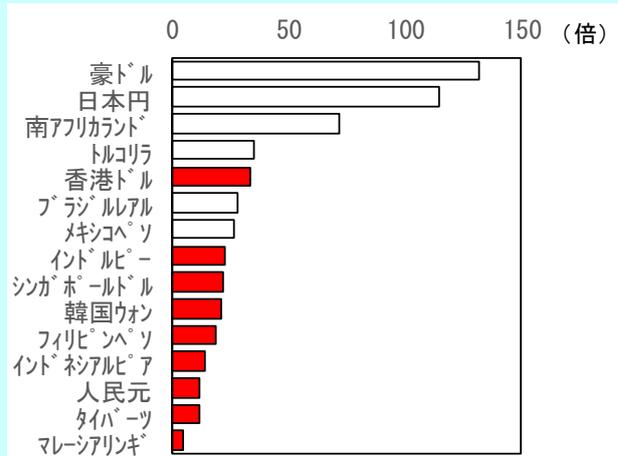


(資料) BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」

### (中長期的な見通し)

中長期的には、グローバル化の進展や地域経済の発展等によって、資本取引は拡大するほか、将来的に資本規制の段階的な緩和が進めば、為替取

【図表8】通貨別にみた取引高／貿易額・資本取引額の比率 (19年)

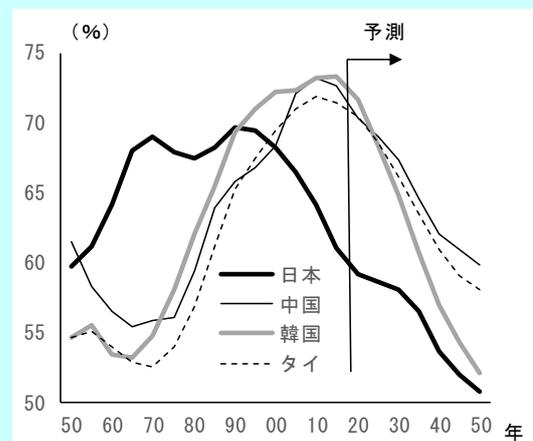


(注) 分母は2018年の値を用いている。取引高は年率換算済み。

(資料) BIS「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」、IMF「Balance of Payments」

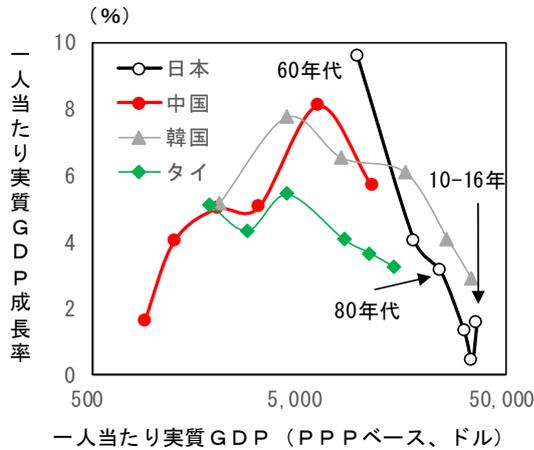
引も拡大する可能性がある。これらに加え、域内で進展する高齢化も影響すると考えられる。すなわち、国際機関によれば、アジア諸国では程度の差こそあれ、今度数十年の間に比較的早いペースで高齢化が進むとされている<sup>11</sup>。日本等の経験を踏まえると、アジア域内でも、今後、人口の高齢化に伴って、生産年齢人口が減少し、自国の成長率および自国通貨建て資産の期待収益率が低下するとみられる(図表9、10)。そうした下で、中国・タイ等をはじめ、アジア新興国は、資本規制の段階的な緩和とともに、国内で蓄積された金融資産を対外投資(アジア域内を含む)に振り向けていく可能性があると考えられる(図表11)<sup>12</sup>。

【図表9】アジア諸国の生産年齢人口比率



(資料) 国際連合

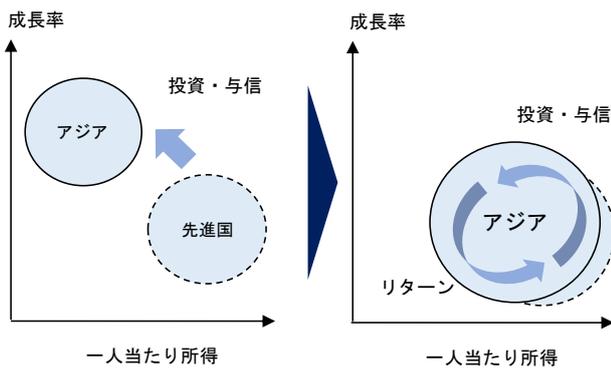
【図表 10】 アジア諸国の高所得化



(注) 各年代の平均。横軸は対数表示。

(資料) Penn World Table

【図表 11】 アジアにおける金融資産の蓄積



(注) 山岡浩巳「アジア・日本の成長と金融インフラ」関税・外国為替等審議会・第36回外国為替等分科会資料(2017年)をもとに作成。

こうした人口動態の変動は、自国通貨建て資産の期待収益率の変化を通じて、貯蓄投資バランスや資本フローにも影響を与えると考えられる。ただし、いくつか留意すべき点がある。例えば、投資行動については、イノベーションの進展度合いの違い等により、国内の投資機会および投資の動きに違いが生じる可能性がある<sup>13</sup>。すなわち、企業・金融機関等によるイノベーションや潜在需要の掘り起こしが進めば、期待収益率の上昇につながり、国内投資が相対的に増加すると考えられる。

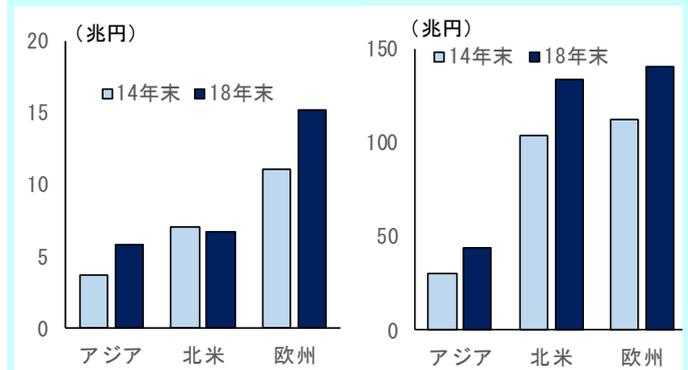
加えて、本年入り後の新型コロナウイルス感染症の世界的な拡大をはじめとして、企業のビジネス環境やリスクに対する認識が変化することで、

事業・投資活動のグローバル戦略が見直される可能性もある。その場合、上述したアジアにおける経常取引・資本取引のトレンドにも変化が生じうる点には留意する必要がある<sup>14</sup>。

(東京外為市場への含意)

アジアから日本への対内投資残高は、現時点では他地域に比べて低いものの、直接投資・証券投資とも近年増加している(図表 12)。中長期的に東京市場を活性化する観点からは、こうした資本フローの受け皿となることは重要であり、為替取引の活発化にも資すると考えられる。上記のとおり、通常、アジア通貨間の決済は、米ドルを媒介通貨とした2本の取引に分解され、ディーラー間の市場で取引が行われる。このため、アジア諸国からの資本フローの受け皿となることができれば、東京市場のドル/円の流動性は高いため、少なくとも片方(米ドル—円)の取引が増加することが期待できる。さらに、もう片方(アジア通貨—米ドル)の取引を多少なりとも取り込むことができれば、東京市場の取引通貨の多様性の確保にも資すると考えられる。

【図表 12】 アジアから日本への資本フロー  
 <直接投資残高> <証券投資残高>



(資料) 財務省

また、為替の取引コストの観点からも、本邦企業・投資家によるアジアへの対外投資フロー(アジア通貨買い—日本円売り)のみならず、アジアから日本への対内投資に関連した為替取引(アジア通貨売り—日本円買い)を取り込むことができれば、ディーラーは電子取引プラットフォーム上で顧客同士の売り注文と買い注文を付け合わせることで(マリーと呼ばれる取引)で自らが支払うコストを削減し、顧客に対して、スプレッドをよ

り低位に抑えた価格提示が進むといった点も考えられる。東京外為市場でも、主要通貨および他の新興国通貨について、事業法人、証拠金取引等による売買フローが両方向にみられ、通貨毎に差異はありつつもマリーが盛んに行われているが、アジア新興国通貨も取り込むことができれば、一段の発展が期待される<sup>15</sup>。

## おわりに

本稿では、アジアにおける外為市場（日本・シンガポール・香港）の近年の特徴点を取り上げるとともに、アジア通貨の取引を巡る現状と今後の見通しを整理した。BISによる取引高調査によれば、近年は、先進国通貨の取引高が着実に増加するも、アジア通貨の取引高はそれよりも速いペースで伸びており、アジア通貨の取り扱いに強みがあるシンガポールや香港の取引高の拡大に寄与している。今後、中長期的には、アジア諸国における人口高齢化に伴う資本取引の増加および資本規制の緩和が徐々に進む可能性があり、その場合には、アジア通貨等の取引高が飛躍的に増加することが期待される。

<sup>1</sup> 2019年のBISによる取引高調査の概要については、BIS Quarterly Review（2019年12月）を参照。新興国通貨の取引高が電子取引の普及や新興国資産への投資とともに大きく拡大している点等が指摘されている。同サーベイ結果は以下を参照：<https://www.bis.org/statistics/rpfx19.htm>

<sup>2</sup> 日本と他の主要外為市場を比較した先行研究としては、例えば、王悠介、高田良博、菅山靖史「最近の外国為替市場の構造変化」、日銀レビュー、2014-J-5、2014年を参照。東京市場は、ヘッジファンドの取引シェアが低く、世界的にドル/円の取引高が増加するも、東京市場の取引高の伸びは、ロンドン市場やニューヨーク市場を下回っている点が指摘されている。

<sup>3</sup> 例えば、BISによる取引高サーベイ以外に、各国の外為市場委員会（東京、ロンドン、ニューヨーク、シンガポール、香港、シドニー、カナダ）では、半年に一度（4月分、10月分）、外国為替取引を対象とした取引高サーベイを公表している。今後、こうした取引高サーベイによって、外為取引高の趨勢的な変化をフォローしていくことが重要と考えられる。

<sup>4</sup> 調査時点の2019年4月中は、米国の金融政策を巡る不確実性の高まり等によるボラティリティの上昇を受けて、ヘッジニーズの増加からアジア通貨や米ドルの取引高が増大した面もあると考えられる。他方、円については、2019年4月中はボラティリティが過去に比べ低位で安定していたため、取引高が伸び悩んだ点が指摘されている。

<sup>5</sup> 香港は中国との貿易や投資のゲートウェイとして機能しており、オフショア人民元の取り扱いが世界で最も多いことで知られている。例えば、HKMA Quarterly Bulletin

東京市場の活性化という観点からは、こうしたアジア諸国からの資本フローの受け皿となることは重要であり、為替取引の活発化にも資すると考えられる。為替取引は、その性質上、国境を跨ぐ経済・金融活動の影響を大きく受けることから、まず短期的には、最近の新型コロナウイルス感染症の拡大状況や地政学的な展開、それらがもたらしうる取引慣行の構造変化の有無等を丁寧にフォローしていくことが重要である。そのうえで、より長期的にはアジア諸国からの資本フローの受け皿となるには、魅力的な商品提供が一段と重要となってくるほか、アジア各国の取引慣行や現地事情に精通した高度人材の受け入れおよび受け入れる側の企業や金融機関等における人材育成や英語・ITスキル向上なども推し進めていく必要がある。現在、わが国では外国人の高度人材の受け入れが進められている中、就労環境・生活環境の改善などが引き続き課題として挙げられている<sup>16</sup>。中期的には、こうした人材面での環境整備や制度慣行・取引システム等をはじめとする市場インフラの整備を通じた活性化が重要と考えられる。

（2019年12月）を参照。なお、香港では、2014年の雨傘運動に代表されるように、近年、地政学的リスクが高まる局面がみられる。こうしたも、例えば、香港でのIPO件数および金額をみると、中国企業の上場等を背景に2019年は世界第1位となっている（Ernst & Young “Global IPO trends: Q4 2019”）など、これまでのところ、ゲートウェイとしての機能については国際金融センターとしての役割に大きな変化はみられていない。

<sup>6</sup> 露口洋介、フィリップ・ワールドリッジ「アジア為替市場の取引状況」日本銀行ワーキングペーパー、No.8-J-11、2008年を参照。なお、投機取引についても、資本規制が存在することから、主要通貨に比べ、取引は総じて限定的となっている。

<sup>7</sup> NDF取引は対象となる通貨の受渡しを伴わないため、海外での通貨の受渡しに対する制限が強い通貨や、そもそもフォワード取引の市場が未成熟な通貨においても、為替リスクのヘッジを可能とする。また、差金決済であることから、一般のフォワード取引に比べ決済金額が少なく、済み、決済リスクが小さいという特徴を持っている。

<sup>8</sup> 例えば、外国人高度人材へのアピール・ランキング（IMD “World Talent Ranking 2019”）では、香港が18位、シンガポールが20位であるのに対して、日本は26位と引き続き遅れをとっている。ただし、この間、本邦では高度人材ポイント制による出入国管理上の様々な優遇制度が導入されるなど、外国人高度人材の受け入れに向けた施策が進められている。

<sup>9</sup> 一般的に、高頻度取引（HFT）を駆使し、自己資金のみを運用する投資会社を指す。

<sup>10</sup> ここでは、資本流出額として、直接投資と証券投資の流出額と流入額の合計を用いている。

<sup>11</sup> 例えば、国際連合 ESCAP “Ageing in Asia and the Pacific: Overview” (2017年) を参照。

<sup>12</sup> 例えば、Erik Lueth “Capital Flows and Demographics—An Asian Perspective” (IMF ワーキングペーパー、WP/08/8、2008年) では、資本移動の自由等といった前提条件を仮定した場合、人口動態の予測をもとに、アジアの高齢化が進めば、アジア域内における投資が進むことを示唆している。

<sup>13</sup> 黒田東彦「人口動態の変動とマクロ経済面での挑戦」日本銀行・財務省共催 G20 シンポジウムにおける基調講演の邦訳、2019年を参照。

<sup>14</sup> 新型コロナウイルス感染拡大は、外為市場を含む金融市場のボラティリティ上昇や在宅勤務の拡大等に伴う取引体制の変化をもたらした。現在のところ、市場参加者による迅速かつ安定的な業務継続体制が発揮されていることもあって、市場機能は全体として維持されている。なお、本節で前提としている人口動態は、他の経済変数に比べ中長期的な予測の精度は比較的高いとされており、不確実性は伴うものの、ある程度実現していくことが見込まれる。

<sup>15</sup> グローバルなマリー比率については、BIS Quarterly Review (2016年12月) を参照。通貨ペア毎に大きく差異がみられるほか、商品別にみても、先物・為替スワップなどに比べスポット取引におけるマリー比率が高いこと等が指摘されている。もっとも、金融機関毎にマリー比率は異なるため、幅を持つ必要がある。

<sup>16</sup> 例えば、内閣府・対日直接投資推進会議における政策提言などを参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。