

GCCの金融市場と金融統合の現状と課題

木村 秀史

はじめに

湾岸諸国の共同体である湾岸協力会議（GCC：Gulf Cooperation Council）¹⁾では、通貨統合計画²⁾が進行している。当初は2010年に通貨を統合する予定であったが、延期となり、現在のところ統合スケジュールは明確になっていない。加えて、「アラブの春」による中東の政治的混乱や欧州債務危機により、経済統合・通貨統合はスローダウンせざるを得ない状況となっている。しかしながら、通貨統合計画自体は白紙になったわけではなく、漸進的にはあるが進んでいる。

通貨統合に至るまでのプロセスを考えると、それは単に通貨を統一することだけに留まらない。通貨統合は貿易統合から始まる経済統合の一連の流れの中で位置づけられるものであり、このプロセスの中に金融面の統合、すなわち地域金融統合も含まれる。

これまで筆者は、主に湾岸諸国の通貨統合に焦点を当ててきた³⁾。しかし、通貨統合研究となると、通貨統合そのものだけに焦点を当てたのでは不十分であり、金融統合についての分析も求められる。この理由について主に2つの点を指摘できる。第1に、通貨統合を経済統合の一連のプロセスの中で捉えるのであれば、同様に経済統合の一部を構成する金融統合についても検討すべきである。第2に、通貨統合と金融統合は、個々の独立したファクターではなく、相互に密接に結びついていることから相互依存関係にある。したがって、金融統合の分析なしに通貨統合の全体像を浮き彫りにすることはできないのである。

残念ながら、これまでのところ湾岸諸国の金融統合に関する研究蓄積は少なく、筆者の知る限り非常に限られた先行研究しか存在していない。それゆえに、GCC金融統合の現状を明らかにすることで新しい知見を得ると同時に、ユーロ圏とは異なった途上国地域の金融統合の独特な特徴を浮き彫りにすることができると考えている。以上のことから、本稿では湾岸諸国の金融統合の現状と課題について、ユーロ圏を参考にしながら明らかにしていく。

本稿の構成は以下の通りである。まず第1章では、金融統合の定義やGCC金融統合が一連の経済統合のプロセスの中でどのように位置づけられるのかを明確にする。続く第2章では、湾岸諸国の金融市場の構造について明らかにし、次章の分析のための基礎的な知見を得る。第3章では、湾岸諸国の金融統合の現状について明らかにする。最後の第4章では、特に発展が遅れている債券市場の統合における課題と展望について検討する。

1. 金融統合の定義とGCC金融統合の位置づけ

(1) 金融統合の定義

金融統合とは、おおよそ次のように理解されている。地域経済統合の中のモノの取引の自由化がFTA（Free Trade Agreement）や関税同盟であるならば、域内でのカネの取引の自由化や自由移動こそが金融統合であり、金融市場が1つにまとまるプロセスのことである。

岩田健治氏の整理に従って金融統合をさらに精緻に定義すると、①資本の自由移動、②金融の域内市場、③通貨統合の3つの段階に分けることができる。金融統合は、資本の自由移動を基礎にしながら、金融業や資本市場の監督・規制等の法体系が統一され、最終的にこれらの基盤の上で通貨統合に至るプロセスである⁴⁾。加えて、岩田氏は、各段階の統合の程度について数量面と価格面から測ることができるとしている⁵⁾。「資本の自由移動」における数量面はフローの資本流出入額やストックのクロスボーダーの資産・負債残高であり、価格面は金利平価条件の成立による為替変動を勘案した国際投資収益率の平準化であるとしている。「金融の域内市場」では、数量面が国境を越えた金融機関の各種業務展開や金融サービスの提供であり、価格面が各種金融商品の価格の平準化と金融機関の収益構造の収斂であるとしている。「通貨統合」については単一金利体系の成立が指標であるとしている⁶⁾。以上のことから、岩田氏が指摘する金融統合とは、単に金融市場の相互開放やルールの統一といった金融市場そのものに関わる部分に留まらず、通貨統合までを含めた非常に広い概念であると言えよう。

しかしながら、金融統合の定義については一定のコンセンサスがあるわけではなく、岩田氏の概念とは異なる見方もある。例えば、L. Baeleらは金融統合の定義について、①金融取引において単一のルールがあること、②金融機関や金融サービスへのアクセスが平等であること、③金融市場の参加者が平等に扱われること、の3点を挙げている。また、金融統合の定義は一物一価の法則と密接に関わっており、同一のリスクとリターンを持つ金融資産の価格は、取引される場所に関係なく統一されるとしている（域内であれば、どの国で債券を発行しようとも支払う金利が同じ⁷⁾）。すなわち、彼らの考え方は、もっぱら金融市場に関わる問題として定義しており、通貨統合を含んでいるかどうかは明確ではない。

このように、金融統合の定義は論者によって具体的な細部が異なるというのが現状である。しかしながら、どの見解も資本移動の自由化やそれに伴う裁定取引や競争による金利や金融商品価格の収斂といった基本的な部分では共通している。大きく異なっているのは、金融統合に通貨統合を含めるかどうかという点である（ただし、岩田氏は通貨統合を含まないのであれば狭義の金融統合に該当するとしている）。この点について筆者は「含めるべき」であると考えている。このように考えるのは、通貨統合は金融統合と無関係の独立したファクターなのではなく、金融統合の存在が通貨統合を補完する、あるいは通貨統合が金融統合を強化するといったように、両者には相互依存関係があるからである。

しかしながら、通貨統合と金融統合の関係は先行研究の中でそれほど明確にはなっていないわけではない。この点についての代表的な議論としては、最適通貨圏論（OCA論）において事前的条件を重視する伝統的な最適通貨圏論と事後的な影響を重視する「内生的」最適通貨圏論の論争がある。金融統合と最適通貨圏の論点に限定しても「通貨統合のための事前的条件として金融統合を捉えるべきなのか」、あるいは「通貨統合そのものが金融統合

の拡大に事後的に結び付くものなのか」、といった論点の中で両者の関係が様々に議論されている⁸⁾。

しかし、これまでのユーロ圏の経験を見る限り、共通の金融政策におけるトランスミッション・メカニズムを機能させるための事前的措置として共通決済システムによるマネーマーケットの統合があった一方で、ユーロ導入後においても金融統合がさらに進んだとみることについては一定のコンセンサスがある⁹⁾。もちろん、インターバンク市場や国債市場などの統合が大きく進んだ分野や、銀行の貸出し市場、株式市場、社債市場などの遅れている分野があるように、その水準やスピードに差異は認められる。それにもかかわらず、通貨統合の後も総じて統合が進んでいると評価できるのは、ユーロ導入による為替リスクの消滅により、域内の資本移動がより活発化しているという基本的事実が確認できるからである（例えば後述の表5を参照されたい）。

このことから、事前・事後のどちらが正しいというような捉え方では事態を正確に把握できない。すなわち、現実には通貨統合と金融統合は相互依存関係にあるということである。以上のことから、通貨統合は金融統合の概念の中に含めるのが妥当である。

（2）経済統合全体におけるGCC金融統合の現段階

経済統合は、一般的にバラッサの経済統合の5段階説（①自由貿易地域、②関税同盟、③共同市場、④経済同盟、⑤完全なる経済統合）によって分類できる¹⁰⁾。この経済統合の段階説の中で金融統合を位置づけてみると、生産要素（資本）の移動が自由化されることから、まず③共同市場の一部として分類できる。加えて、金融規制・監督の統一や決済システムの統合など金融面での政策調整が行われる段階では④経済同盟に分類でき、なおかつ通貨統合を金融統合に含めるのであれば⑤完全なる経済統合の一部を含むことになる。このように、金融統合は経済統合の中で③～⑤の段階の一部を包摂する概念であることが分かる。

金融統合をこのように整理した上で、次に湾岸諸国の金融統合が経済統合全体の中で、どの段階にあるのかを整理してみよう。GCCでは、1983年に自由貿易地域、2003年に関税同盟、そして2008年に共同市場が発足している。共同市場の発足により域内資本移動の自由化が進展しているということは、バラッサの段階論の③に該当することになり、金融統合としては「初期の段階」にあると評価できる。これは、欧州統合に照らし合わせると、共同市場が発足した90年代のEMS（欧州通貨制度）の段階に相当する。

では、結局のところ「初期の段階」にあるGCC金融統合は進んでいるのだろうか。本稿では、この点を明らかにするために、限られたデータを用いてGCC金融統合の現状を浮き彫りにしていく。その際の分析対象は、岩田氏の整理に従って、数量面では①銀行の域外他国への進出状況や域内クロスボーダーの資本移動の状況、価格面では②金利などの取引量度合といった一般的指標である。GCC金融統合の先行研究が限られている中で、基本的な指標から確認することは有用であると考えている。

2. 湾岸諸国の金融市場の構造と特徴

本章では、GCC金融市場の構造と特徴について明らかにするために、銀行部門、株式市場・ミューチュアルファンド、債券市場に焦点を当てる。金融統合の検討の前に、GCC金融市場の事情について理解しておく必要があるからである。

（1）銀行部門

湾岸諸国の金融構造は、一般的な途上国と同様、間接金融が主体である。したがって、当該地域の金融システムにおいて商業銀行が果たす役割は大きい。

湾岸諸国の銀行部門の特徴は、主に次の3点に集約できる。まず、第1に銀行部門が少数の大規模銀行に集中している点である。例えば、2007年時点での銀行資産全体に占める上位5行の割合は、クウェート、カタール、オマーンで約80%、サウジアラビアで約70%となっている¹¹⁾。一例として、サウジアラビアでは2008年時点で貸し出し合計の48%、預金合計の49.8%、資産合計の49%、総支店数の50%がナショナルコマーシャルバンク（NCB）、SAMBA（サウジ・アメリカン銀行）、アルラージヒー銀行¹²⁾の3行に集中している¹³⁾。

第2に、銀行の資本構成では、公的部門の資本が少なからず入っているという点である。各国銀行の資本構成のうち公的部門の割合（王族による出資も含む）をみると、アラブ首長国連邦が52%、サウジアラビアが35%、オマーンが30%、カタールが21%、バーレーンが20%、クウェートが13%となっている¹⁴⁾。一例としてサウジアラビアには、大規模なイスラム銀行で民間資本のアルラージヒー銀行がある一方で、およそ半分が政府資本のリヤド銀行や大半が政府資本のNCBなどがある。

第3に、外銀の進出状況が緩慢であるという点である。域内での域外資本の銀行の規模は限定的であり、サウジアラビアやオマーンの銀行部門で若干確認できる程度である¹⁵⁾。これは、外国銀行による国内市場への参入が容易ではないことを示している。

次に、湾岸諸国の銀行部門が抱える問題点をみていこう。第1に、特に中小企業（大半が同族系企業）による銀行信用へのアクセスが非常に困難であるという問題がある¹⁶⁾。湾岸諸国の銀行の主な貸出先は、①財閥系の大企業や一部の富裕層、②個人ローンといった消費者金融である。一方、中小企業は銀行からの資金調達が困難であるため、主に内部留保によるファイナンスを余儀なくされている。

第2に、貸し出しと預金の満期構造の違いが長期の貸し出しを困難にしているという問題もある。一例としてサウジアラビアでは、短期の要求払い預金や1年未満の定期預金が多いため、1年以上の中長期の貸し出しとのマチュリティミスマッチが問題となっている。特に、1年～5年の中期においてこの傾向が顕著であり、中長期の資金ニーズに対する大きな障害となっている¹⁷⁾。

（2）株式市場とミューチュアルファンド

湾岸諸国の資本市場は歴史が浅いこともあり、銀行部門と比べるとその発展の程度は、かなり低い。しかし、その中でも株式市場はこの10年で急速に発展してきており、流通市場では活発な取引が行われている。これは2000年以降の石油価格高騰による域内経済の活況や民営化の促進によるものである。また、どの国も石油・ガス中心の経済構造であるため、株価は比較的似たような動き方をしている（図1）。しかしながら、湾岸諸国の株式市

場は次に指摘するような点でいびつな構造となっている。

第1に、域内各国の株式市場の時価総額は、サウジアラビア（49%）、カタール（17%）、UAE（16%）、クウェート（13%）、オマーン（3%）、バーレーン（2%）となっており、規模の面でサウジアラビアに偏っている（2012年2月時点）¹⁸⁾。

第2に、上場銘柄が少数のセクターに集中しており、特に金融関連が圧倒的に多い。例えば、アラブ首長国連邦やバーレーンでは約半分が金融関連銘柄となっている。ただし、サウジアラビアやオマーンでは、「サウジアラビア基礎産業公社（SABIC）」に代表されるような素材関連の銘柄も多い¹⁹⁾。いずれにせよ、このような偏った銘柄構成は湾岸諸国の産業構造の多様化が限定的であることを反映したものであるが、投資家にとっては部門別の分散投資を困難にしている要因である。

第3は、市場に参加する投資家が個人に偏っているという問題である。表1は2012年におけるサウジアラビアとドバイの株式市場への参加者の割合を示したものである。これによると、個人が圧倒的であり、機関投資家の参加は限定的である。また、外国人による売買規制が残っているため相対的に外国人投資家も少ない。

株式投資については、ミューチュアルファンド（投資信託）で保有されるケースにも着目する必要がある。なぜならば、ファンド形態による資産運用産業は、近年急速に成長しており、投資チャネルの拡大を通じて金融市場の発展を支えているからである。

一例として代表的な市場であるサウジアラビアのミューチュアルファンド（公募）についてより立ち入ってみよう。表2はファンドの本数と資産総額を示したものである。これによると株式で運用するものが圧倒的に多く、債券ファンド、不動産ファンド、ファンドオブファンズは少ない。ただし、MMF（マネーマーケットファンド）は本数では少な

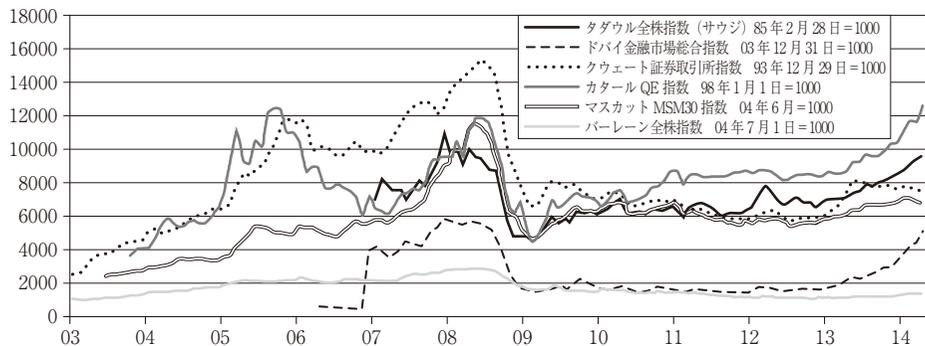


図1 湾岸諸国の株価指数の推移

出所：CEIC

表1 サウジアラビアとドバイの株式市場における参加者の構成（2012年）

	個人	企業	ミューチュアルファンド	域内他国投資家	域外投資家
サウジアラビア	92%	3%	2%	1%	2%
	個人	機関投資家			
ドバイ（UAE）	77%	23%			

出所：CEIC

表2 サウジアラビアのミューチュアルファンド（公募）

	2011年		2012年	
	ファンド本数	資産総額 (10億リヤル)	ファンド本数	資産総額 (10億リヤル)
株式ファンド	150 (55%)	26.6 (32.4%)	138 (54%)	28.0 (31.8%)
債券ファンド	7 (3%)	0.2 (0.3%)	9 (4%)	0.6 (0.7%)
マネーマーケットファンド	50 (18%)	49.5 (60.4%)	47 (18%)	53.9 (61.3%)
不動産	10 (4%)	2.6 (3.1%)	10 (4%)	2.6 (2.9%)
ファンドオブファンズ	43 (16%)	2.7 (3.3%)	43 (17%)	2.7 (3.1%)
その他	12 (4%)	0.4 (0.5%)	9 (4%)	0.1 (0.1%)

出所：Saudi Arabia Capital Market Authority, *Annual Report 2012*.

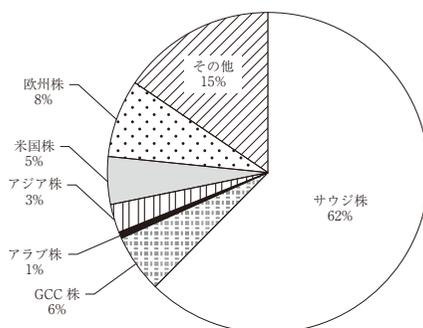


図2 サウジアラビアの株式ファンドにおける運用資産の地域割合（2012）

出所：Saudi Arabia Capital Market Authority, *Annual Report 2012*.

いものの、資産総額では株式ファンドを上回っている。このファンドは、主にイスラム金融方式の「ムラバハ」債権に投資するもので、ローリスク・ローリターンの商品である²⁰⁾。なお、債券ファンドが極端に少ないのは、そもそも域内の債券市場の発展が大きく遅れているからである（詳しくは後述する）。

サウジアラビアの株式ファンドにおける運用資産の内外の内訳では、外国株式の割合が38%（GCC諸国への投資も含む）、国内株式が62%となっている（図2）。これを主要先進国と比較すると、2012年末時点での株式ファンドの外国株式比率では日本が29.9%、英国が51.1%なので、サウジアラビアの外国株式比率はとりわけ高い訳でも低い訳でもないが、同国の金融市場が発展途上の段階にあることを考慮すると、対外投資に対する積極性が伺える²¹⁾。これは、強固なドルペッグによって為替リスクが低いいため、ホームバイアスが著しく小さいことに一因があると考えられる²²⁾。

湾岸諸国の資産運用産業はミューチュアルファンドに限らない。近年、マネージドアカウントと呼ばれる富裕層向けの資産運用ビジネスも急拡大している²³⁾。これは、資産管理に加えて投資アドバイスなど包括的な資産運用サービスを行うものだが、富裕層が多い湾岸諸国では有力な運用チャネルになりつつある。

（3）債券市場

湾岸諸国の債券市場の特徴については、主に次の4点を指摘できる。第1に、債券市場

表3 ドバイ金融市場に上場している債券銘柄数

2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
2	3	6	6	5	7	7

注) データの制約の関係で09年までのデータとなっている。

出所：CEIC

は極めて限定的な役割しか果たしていない。当該市場では、発行市場、流通市場共に流動性が乏しく、特に流通市場は実質的に機能していないといっても過言ではない。

湾岸諸国の既発債の残高の半分以上はアラブ首長国連邦で、次いでカタールが24%である(2012年上半期時点)²⁴⁾。同様に、流通市場での取引高もやはり両国が大きい。しかしながら、この両国ですら債券市場の規模はかなり低い水準にあると言わざるを得ない。例えば、ドバイで上場している債券は09年時点でせいぜい7銘柄に過ぎない(表3)。また、取引回数や取引額について株式市場と比べても歴然とした差が存在しているし、09年～11年のように債券の取引自体が全くないという時期もある(図3・4)²⁵⁾。

第2は、債券市場の一般的な発展パターンとは異なり、国債よりも社債の発行が多いという点である。例えば、2007年～2012年上期で、社債は新規発行債券全体の約40%を占めており、国債の約20%を大きく上回っている²⁶⁾。ただし、湾岸諸国の社債は、その発行主体の多くが石油・ガス、金融機関などの政府資本が入っている企業であり、純粋な民間企業

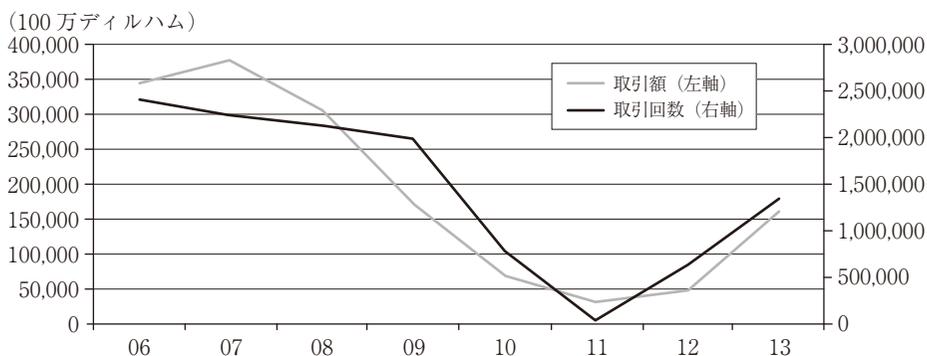


図3 ドバイ金融市場上場株式の取引状況

出所：CEIC

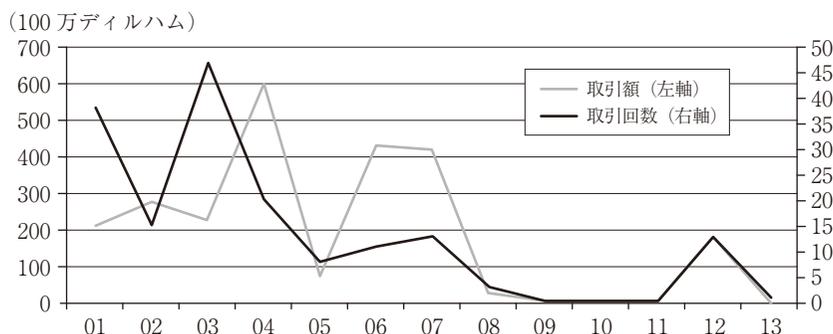


図4 ドバイ金融市場上場債券の取引状況

出所：CEIC

による社債発行は限定的である。

第3は、債券の多くがドルを中心とする外貨建てで発行されているという点である。この背景には、投資家層が薄いため域内で十分な需要が期待できないという問題がある²⁷⁾。加えて、債券の発行者は、外国で起債してもドルペッグ制により為替リスクを負うことがないため、投資家層の厚い国際金融市場での起債を優先している²⁸⁾。

第4は、債券の一部がイスラム金融方式のスクーク²⁹⁾で発行されている点である。各国の発行債券に占めるスクークの割合は、アラブ首長国連邦で16.33%、サウジアラビアで7.78%、バーレーンで3.19%、カタールで1.27%、クウェートで0.8%となっている（2001年～2010年）³⁰⁾。今のところ一部のみがスクークでの発行となっているが、増加する傾向にあるため、重要な資金調達チャネルの1つになる可能性が高い。

次に、債券市場が抱える問題点として、2つの点を指摘しておかねばならない。第1に、債券取引の基準となる国債市場の育成が大きく遅れている点である。純粋に国内で発行される社債を増やすには、利回りやリスク評価の基準となる中長期の金利、すなわちイールドカーブの形成が必要である。しかし、湾岸諸国の財源が税収ではなく石油収入であるため、近年の石油価格高騰により、国債は断続的にしか発行されていない。

第2は、流動性が乏しいため、特に債券流通市場の発展が著しく遅れている点である。市場に参加している主体は、国内銀行、富裕層、外国機関投資家が大半であり、年金や保険といった国内機関投資家や一般個人の参加は限定的である³¹⁾。それゆえに、湾岸諸国の債券市場は、投資家層が薄く、なおかつ偏っているという問題を抱えている。

3. 湾岸諸国の金融統合の現状

本章では、前章で取り上げた金融市場の構造を踏まえた上で、GCC金融市場の現在の統合度について明らかにする。ユーロ圏の事情を参考にしながら、①銀行部門、②マネーマーケット、③資本市場、そして④決済システムの4点について、データの許す限り数量面と価格面の両面（決済システムは除く）から検討する。ちなみに、決済システムの動向を加えたのは、ユーロ圏での経験から明らかなように共通の決済システムの存在がマネーマーケットの統合に重要な役割を果たしているからである。

（1）銀行部門の統合

ユーロ圏では金融統合の進展により、各国銀行による域内他国への支店の開設や貸し出しなどクロスボーダーでの金融サービスの提供が活発化した。このことから、一般的にはユーロ圏の銀行部門の統合は拡大してきたと理解されている³²⁾。

一方、湾岸諸国では、銀行部門の統合は極めて緩慢であると言わざるを得ない。この点について、地場銀行の総資産と総負債に占める対外資産と対外負債の割合を示す表4から、湾岸諸国の銀行がいかに国内営業に基盤を置いているのかを見てみよう（域内のクロスボーダーの銀行活動に関する統計が存在しないための代替措置）。直近の2013年では、銀行の対外資産と対外負債は、バーレーンを除いて概ね低い割合にとどまっている。これは、域内の銀行が基本的に国内営業を基盤としていることを示しており、それゆえに域内他国に対する進出や貸し出しも限定的であることが推測できる。

また、時系列的に見ても、他国との取引が増加しているという明瞭な関係は見いだせな

表4 湾岸諸国の銀行セクターにおける資産・負債総額に対する対外資産・対外負債の割合

	バーレーン		クウェート		カタール		オマーン		サウジアラビア		UAE	
	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債
01年	89%	85%	13%	10%	18%	4%	9%	14%	21%	13%	33%	10%
03年	86%	82%	13%	10%	26%	5%	11%	10%	15%	7%	30%	8%
05年	85%	81%	18%	10%	32%	8%	17%	7%	12%	9%	27%	13%
07年	85%	82%	21%	18%	30%	21%	16%	13%	14%	10%	16%	27%
09年	81%	79%	18%	7%	19%	23%	12%	14%	15%	7%	14%	17%
11年	76%	75%	18%	7%	17%	23%	13%	10%	14%	5%	15%	17%
13年	75%	74%	20%	6%	18%	23%	11%	9%	11%	4%	18%	18%

出所：CEIC

い。例えば、クウェートの銀行の対外資産やカタールの銀行の対外負債などの一部の項目を除いて、対外資産・負債の割合はむしろ縮小する傾向すら見られる。特に、サウジアラビアではこの傾向が顕著である。

ちなみに、バーレーンの対外資産・負債の割合が突出して大きいのは、同国が内外一体型のオフショア金融センターであり、存在する銀行の多くが外資系銀行だからである³³⁾。サウジアラビアのマネーの多くや欧州のマネーがバーレーンの銀行を經由して域外に向かっており、同国は中東の金融ハブとしての性格を有している。

湾岸諸国間では域内の銀行の支店形態での進出が認められており、今後、金融統合を見据えた相互進出が加速していく可能性がある。しかし、今のところサウジアラビアに進出している域内他国の銀行は「Emirates Bank」「National Bank of Kuwait」「Bank Muscat」のわずか3行で、UAEが5行、オフショア金融センターであるバーレーンでもわずか2行にとどまっている（2008年時点³⁴⁾。以上のことから、湾岸諸国の銀行部門の統合は、数量面では、今までのところ緩やかなものに留まっていると言わざるを得ない。

一方、価格面では、銀行部門のコスト面に着目した興味深い研究がある。A. I. Maghyrehらは、銀行部門のコストの観点から銀行市場の統合度を実証的に分析し、2003～2009年の間でコスト効率性の収斂が見られたとしており、銀行部門の統合が進んでいると結論付けている³⁵⁾。以上のように、銀行部門の統合については数量面と価格面で異なった結果が見られることから、銀行部門の統合における現時点での明確な評価は困難である。

(2) マネーマーケットの統合

次に、インターバンク市場の金利の収斂についてみてみよう。周知のとおり、ユーロ圏ではユーロの発足により、各国マネーマーケット間での裁定取引が活発化したため、域内各国のインターバンクレートの違いがほとんどなくなり、ほぼ完全に統合された市場となった。

一方、湾岸諸国のインターバンク市場は図5のインターバンクレートの推移から判断するに、収斂に向かっていているように見える。特に最近では、乖離率が低下しており、約1%の低位安定水準で収斂する傾向にあることが分かる。この点を裏付ける研究として、R. Espinozaらは興味深い実証分析を行っている。湾岸諸国の3ヵ月インターバンクレートの差異は2～5ヵ月程度で解消されており、これは99年以降のユーロ圏に匹敵する水準であるし、東カリブ通貨同盟（ECCU）よりも早い水準であることを明らかにしている³⁶⁾。このように、通貨統合の前段階にも関わらず、かなりの程度で収斂している状況は注目に値す

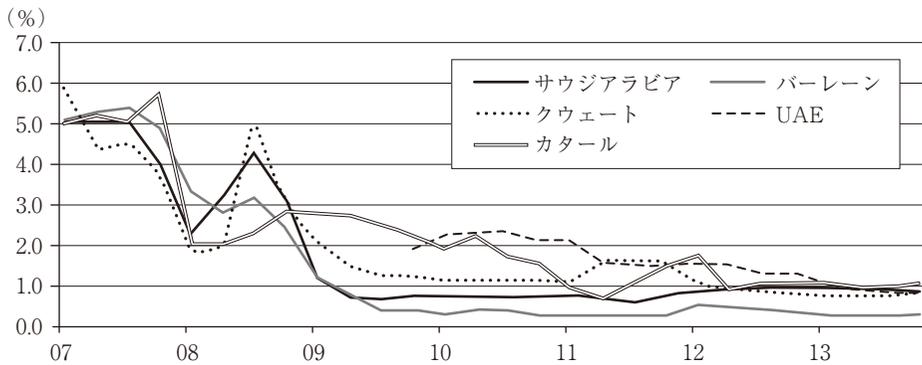


図5 3ヵ月インターバンクレートの推移
出所：CEIC

べきものである。

ただし、このような金利の収斂が資本移動の拡大による活発な裁定取引の結果であるかどうかは必ずしも明確ではない。この理由について2つの点を指摘したい。

第1は、3ヵ月インターバンクレートが、通貨統合の収斂条件³⁷⁾の1つとなっているからである。湾岸諸国では通貨統合に参加する条件として、下位3ヵ国平均から2%以上乖離しないことが求められている。このため、各国には金利の乖離を抑えるような政策を採用するインセンティブが働くことになる。

第2は、各国ともに厳格な対ドル固定相場制を採用しているため、政策金利を米FRBのFFレート（フェデラルファンドレート）にほぼ完全に追随させなければならないためである³⁸⁾。湾岸諸国では、域外との外国為替取引に関わる資本移動が自由化されている。このため、政策金利をFFレートに連動させ一定の金利差を維持し続けなければドルペッグを維持することはできない。したがって、データの的にインターバンクレートの収斂が見られるという事実は、FFレートとの連動の結果であるという可能性を排除できない。

（3）資本市場の統合

次に、資本市場の統合に関して、IMFの「Coordinated Portfolio Investment Survey (<http://cpis.imf.org/>)」を使って、域内クロスボーダー証券投資の現状についてみていく（データの制約上、投資する側のデータがバーレーンとクウェートの2ヵ国に限定）。なお、先行研究として、S. Nechiが同様の分析を行っている（2001年～2008年が分析対象）。ただし、この研究は、株式と債券を明確に分けておらず、証券投資として分析している点で不十分であるように思われる³⁹⁾。したがって、本稿では域内証券投資における株式と債券の違いに焦点を当てながら、2012年までの動向をフォローする。

まず、比較対象としてユーロ圏の域内証券投資についてみてみよう。通貨統合直前の1997年とユーロ発足から10年以上が経過した2012年の域内証券投資割合（ストック）を比べてみると、概ね顕著に増加していることが分かる（表5）。特に、イタリアやポルトガル、スペインなどでは、30%～40%と大幅に増加している。通貨統合による金融市場の統合が域内の資本市場にいかにか大きな影響を与えたかが分かるだろう。

一方、湾岸諸国の域内クロスボーダー証券投資の状況について、表6から確認してみよ

表5 ユーロ圏の対外証券投資残高に占める域内投資の割合

	1997年	2012年
オーストリア	46.3%	62.3%
ベルギー	66.3%	79.1%
フィンランド	29.8%	44.8%
フランス	42.7%	62.1%
ドイツ	N.A	65.3%
アイルランド	31.5%	30.5%
イタリア	30.4%	75.2%
ルクセンブルク	N.A	39.2%
オランダ	44.3%	49.6%
ポルトガル	44.8%	73.4%
スペイン	35.3%	63.9%

注) ユーロ圏の初期メンバーの11カ国

出所：IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey. より作成。

う。まず、直近の2012年の域内証券投資割合をみると、比較的高い水準にあることが伺える。特にクウェートでは対外投資のうち約半分が域内他国向けであり、これはユーロ圏の状況と十分に比較可能な水準である。ただし、バーレーンの債券投資は、絶対額ではクウェート以上に域内債券に投資しているが、域外中心の投資傾向にあるため対域内の割合は低い水準に留まっている。

次に、域内投資の割合を時系列で確認してみよう。2004年～2008年にかけては、両国ともに概ね割合が増加している。しかし、問題は、共同市場が発足し域内資本移動が拡大する基盤が整ったはずの2008年から2012年にかけての時期に増加が観察できない点である。唯一、クウェートの債券投資割合だけは増加しているものの、これは資本移動が自由化した影響というより、主にカタールやドバイで債券の発行が急増したことによるものと推測できる。以上のことから、直近での域内証券投資割合は特に低い水準というわけではないが、共同市場の発足による資本移動の自由化が資本市場の統合に影響を与えているかどうかは明確ではない。

続いて、視点を変えて、投資受け入れ国側からの動向も確認してみよう。表7は、サウジアラビア、UAE、カタール、オマーンの4カ国が域内他国であるバーレーンとクウェートからどの程度の割合で資金調達（投資受入れ）を行っているのかを示している。これによると、株式では約6割～7割が域内からの投資であるのに対して、債券は年々減少傾向にあることが分かる。つまり、これは、債券による資金調達において、域内よりも域外に依存する傾向がむしろ強まっていることを意味している。

債券の域外依存の傾向は特にUAEで顕著である。非産油首長国であるドバイが2000年代半ば以降の大規模な建設ラッシュの中で、必要となる資金をスクークなどのイスラム債券の発行により調達したのであるが、この多くを域外の投資家に依存している。域内他国からの調達が13.5%である一方で、イギリス（11%）、ルクセンブルク（11%）ドイツ（6%）、アイルランド（6%）、フランス（4%）、バミューダ（18%）、タイ（5%）⁴⁰⁾といったように域外の国々からより多くの資金を調達している（2012年ストック）⁴¹⁾。

以上の数量面の検討から、共同市場の発足以降に資本市場の統合が進展しているという明確な傾向を読み取ることはできなかった。また、株式市場の統合に比べると、債券市場の統合が圧倒的に遅れているということが明らかとなった。

表6 湾岸諸国間のクロスボーダー証券投資残高（ストックベース）（100万ドル）

株式				債券					
2004年				2004年					
受入国	投資国	バーレーン	クウェート	受入れ合計	受入国	投資国	バーレーン	クウェート	受入れ合計
バーレーン	...		1,516	1,780	バーレーン	...		296	580
クウェート		146	...	195	クウェート		239	...	1,229
オマーン		1	21	115	オマーン		117	0	191
カタール		1	172	282	カタール		40	303	1,035
サウジアラビア		40	488	1,473	サウジアラビア		1,109	157	1,313
UAE		15	330	429	UAE		40	30	561
域内合計		203	2,527	4,273	域内合計		1,545	787	4,910
対外投資合計		4,433	6,305		対外投資合計		19,080	5,493	
対域内投資割合		4.6%	40.1%		対域内投資割合		8.1%	14.3%	

2008年				2008年					
受入国	投資国	バーレーン	クウェート	受入れ合計	受入国	投資国	バーレーン	クウェート	受入れ合計
バーレーン	...		7,055	7,565	バーレーン	...		580	2,193
クウェート		377	...	1,549	クウェート		686	...	2,024
オマーン		17	169	422	オマーン		95	0	275
カタール		56	2,682	3,895	カタール		755	262	2,855
サウジアラビア		1,008	3,296	5,906	サウジアラビア		1,263	305	3,662
UAE		325	2,189	5,068	UAE		2,016	779	16,440
域内合計		1,783	15,391	24,404	域内合計		4,815	1,927	27,449
対外投資合計		6,129	32,977		対外投資合計		27,356	7,136	
対域内投資割合		29.1%	46.7%		対域内投資割合		17.6%	27.0%	

2012年				2012年					
受入国	投資国	バーレーン	クウェート	受入れ合計	受入国	投資国	バーレーン	クウェート	受入れ合計
バーレーン	...		5,448	5,911	バーレーン	...		941	3,002
クウェート		50	...	662	クウェート		40	...	858
オマーン		51	210	613	オマーン		5	0	88
カタール		145	1,192	2,689	カタール		1,991	886	11,830
サウジアラビア		352	4,104	7,849	サウジアラビア		700	252	3,462
UAE		132	1,635	4,628	UAE		2,561	1,663	31,243
域内合計		731	12,588	22,351	域内合計		5,297	3,742	50,482
対外投資合計		2,405	27,758		対外投資合計		34,114	6,860	
対域内投資割合		30.4%	45.4%		対域内投資割合		15.5%	54.5%	

出所：IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey. より作成。

表7 対内証券投資のうちバーレーンとクウェートからの割合

	2004年	2008年	2012年
株式	63.9%	70.4%	59.6%
債券	47.5%	24.6%	17.9%

注) 対象はサウジ・UAE・カタール・オマーンの4か国合計

出所：IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey. より作成。

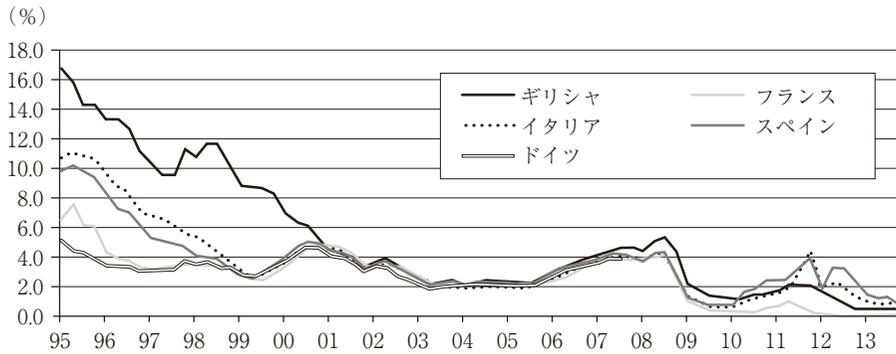


図6 ユーロ圏の短期国債の利回り

出所：CEIC

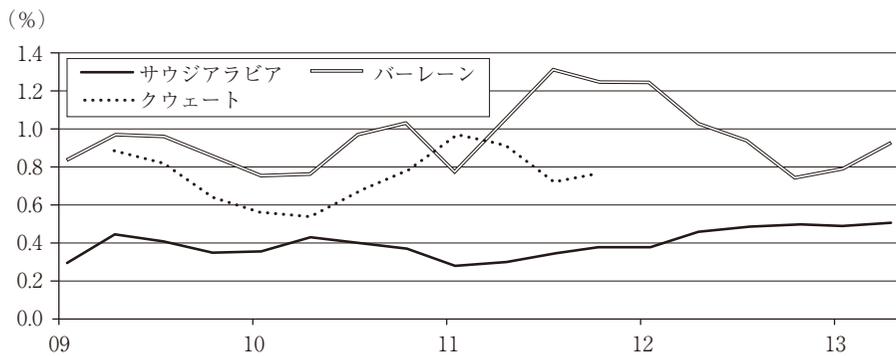


図7 湾岸諸国の短期国債の利回り

出所：CEIC

次に、資本市場の統合について価格面からも検討してみよう。株式市場の価格面からの統合度は、複数の市場で相互上場されている銘柄の株価が裁定取引により収斂する度合いで評価できる。この点について、R. Espinozaらの実証研究が有用である。湾岸諸国の場合、相互上場している株式は約15銘柄だが、その多くがバーレーンとクウェート間での相互上場銘柄である。これらの銘柄について分析したところ、約3%の平均裁定機会が2営業日以内で裁定されており、結果的に株式市場の統合度が高いことを明らかにしている⁴²⁾。このような研究結果は、先の数量面からの分析結果と整合的である。

債券市場の価格面での統合度については「短期国債の利回り」をユーロ圏と比較しながら確認してみる。図6から分かるように、ユーロ圏では通貨統合の前後に国債市場の統合が大きく進展した⁴³⁾。短期国債の利回りは、ユーロ発足の前後から欧州債務危機が起こるまでの平時で高度に収斂していたのである⁴⁴⁾。一方、湾岸諸国では、データがある3ヵ国との比較では、共同市場の発足以降に利回りが収斂に向かっているという明確な傾向を読み取ることはできない(図7)。したがって、湾岸諸国の債券市場については、価格面からも統合の進展を確認することは困難である。

（4）決済システム

ユーロ圏では、ユーロ導入に伴い大口の決済システム「TARGET」が発足した。これにより、各国銀行間でクロスボーダーの裁定取引が活発に行われるようになり、結果的にマネーマーケットの金利が高度に収斂した。

「TARGET」は、各国の国内決済システム（RTGS）を中央銀行間で連結させた統一的決済システムである。「TARGET」を使ってクロスボーダーの大口決済を行う場合、各国間の中央銀行を経由して、域内他国の銀行に送金される仕組みとなっている。この場合、各国銀行が自国中央銀行に保有する「当座預金」の増減で最終的に決済される。現在では、「TARGET2」にバージョンアップされ、各国ごとに異なっていたプラットフォームを「SSP（Single Shared Platform）」と呼ばれる共通プラットフォームに単一化した。これによりシステム使用における手数料の共通化が可能となった。

一方、ユーロ圏での小口の共通決済システム「SEPA（Single Euro Payments Area）」は、ユーロ発足後も整備が遅れていた。例えば、個人や企業によるクロスボーダーでの送金・自動引き落とし・各種カード支払は、国内での決済に比べて、高い手数料や時間を要するなど各国毎に分断された状況となっていた⁴⁵⁾。しかし、最近になってようやくSEPAへの移行が完了する見通しであり、2014年4月時点で銀行間の口座振替の96.21%がSEPA経由となっている（図8）。

では、湾岸諸国の決済システムの統合は、どのような状況にあるのだろうか。湾岸諸国の共通決済システム構築への取り組みは、ユーロ圏のそれとは異なる展開をみせている。「TARGET」のような大口の決済システムの構築が未整備である一方で、「GCC net」と呼ばれる小口の共通決済システムは既に整備されている。「GCC net」は域内各行のATMを接続したもので、域内他国での安価な引き出し手数料や為替手数料を実現している⁴⁶⁾。大口の決済システムでは、各国ごとにRTGSに対応した決済システムがあるものの、これらの相互リンクが行われていないため、域内であってもコルレス勘定を使った決済に依存している⁴⁷⁾。マネーマーケットの統合には決済システムの統合が不可欠である以上、湾岸諸国でも共通システムの整備を進める必要がある。この場合、ユーロ圏の「TARGET」のように各国の決

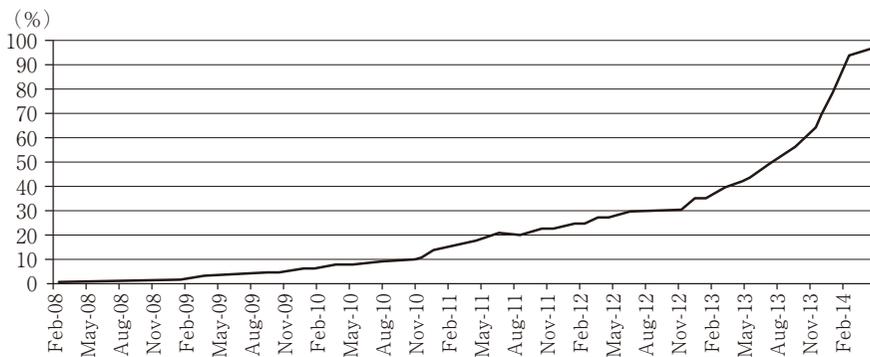


図8 ユーロ圏の小口決済にシめるSEPA経由の割合

出所：ECB Web Site. <http://www.ecb.europa.eu/paym/sepa/about/indicators/html/index.en.html> (Accessed on June 4, 2014).

済システムを接続するだけにとどめるのか、「TARGET2」のように当初から共通のプラットフォームを形成するののかについてコストと有用性を勘案しながら検討することになるだろう。

4. 湾岸諸国における金融統合の課題と展望

本稿では、湾岸諸国の金融市場の特徴と金融統合の現状について明らかにしてきた。これまでの分析をまとめると、湾岸諸国の金融統合は総じて低い水準に留まっていると評価できる。銀行部門、マネーマーケット、そして資本市場における数量面と価格面の分析から、統合が進んでいるという明確な証拠が見出せなかったからである。とりわけ、債券市場の統合が圧倒的に遅れているという点は強調しなければならない。したがって、本章では、債券市場を中心に統合をどのようにして進めるべきかという課題について考察する。

(1) 債券市場の発展における課題

域内債券市場の統合が遅れているのは、資本移動の自由化やクロスボーダー投資の拡大という以前に、債券市場自体の発展が極端に遅れているからである。そもそも市場が育っていないところにクロスボーダー投資は拡大するはずもないのである。したがって、債券市場の発展を妨げている問題を解決し、その育成に結び付けることが肝要である。

第1章で指摘したように、湾岸諸国の債券市場は主に2つの問題を抱えていた。第1に、断続的な国債の発行がイールドカーブの形成を阻害しているという発行市場での問題である。中長期の金利を形成するのであれば、各国政府は国債を継続的に発行しなければならない。この場合、債券市場の育成という明確な目的意識の下で、短期から長期までのあらゆる満期の国債を計画的に発行することが必要となる⁴⁸⁾。

第2に、投資家層の厚みがないことによる流通市場の流動性不足の問題があった。残念ながら、有力な投資家になるであろう年金や保険会社は、現時点では発展途上の段階に過ぎない。これらの機関投資家はその性格上、保守的かつ長期的な運用を好むため、安定的な投資家として債券市場の発展に必要な不可欠な存在である。ただし、湾岸諸国では若年層の人口が爆発的に増加しているので、彼らの老後を見据えた社会保障の整備により、今後、年金や保険産業が大きく発展する可能性は高いだろう。

また、多くの投資家が債券市場に参加するようになるための条件として、高い流動性が求められる。債券市場の流動性が投資家にとっていかに重要かという点について、例えばアジア開発銀行 (Asian Development Bank; ADB) の東アジアでの分析が参考になる。域内の投資家 (ここでは主に銀行とファンド) がどのような動機に基づいて投資を決定しているのかについて分析したところ、具体的な投資判断に用いるファクターとして最も重要なものに「高い流動性」、次に「リスクとリターンのプロファイル」を挙げている⁴⁹⁾。つまり、多くの投資家は一般的に流動性の高い市場に参加する傾向にあるということである。これは、資金の調達者にとっても同じことで、流動性の高い市場で債券を発行するインセンティブを持つ。

ドバイ国際金融センターは、債券市場の流動性拡大や投資家の参加を増やすための提言として、債券やスークが店頭市場だけではなく取引所にも上場されなければならないことを指摘している⁵⁰⁾。このように、資金の調達者や投資家が求める流動性の確保には、指標となるような代表的な銘柄について取引所で集中的に取引されなければならない。

しかし、このような取り組みを各国毎で行うのではなく、湾岸諸国全体で考えるならば、より効果的であると考えられる。すなわち、湾岸各国に設置されている金融センター間の連携が必要である。湾岸諸国では、大半の国々が産業構造の多角化の一環として金融セクターの育成を指向しており、その結果、ほぼ各国毎に金融センターが設置されている。例えば、バーレーン金融ハーバー（Bahrain Financial Harbour）、ドバイ国際金融センター（Dubai International Financial Centre）、カタール金融センター（Qatar Financial Centre）、サウジアラビアのキングアブドラ金融地区（The King Abdullah Financial District）、である。これら金融センターが連携することで域内投資家を連結できれば、各国毎に制約のある流動性を高めることが可能である。つまり、金融センター間での相互上場や相互投資を通じて、域内の投資家が域内他国の債券市場に容易にアクセスできる環境を構築すべきである⁵¹⁾。

しかしながら、湾岸諸国は経済統合のプロセスで政策協調しているにも関わらず、金融センターについては各国ごとに独自に展開している。これだけ狭い地域に金融センターが密集しているのに、金融センター間の連携が希薄で、むしろ競争関係にあるという事実は、域内の債券市場の育成にとって重大な障害となっている。この点について、M. P. Griffertyは次のように指摘している。もし湾岸各国が金融センター間の競争に基づいたゼロサムゲームを続けるなら、このような各国毎のイニシアティブは域内債券市場の発展を阻害するだろう。このような事態を避けるためには、湾岸諸国全体でのビジョンが必要である⁵²⁾。この指摘のように、地域経済統合の枠組みの中で湾岸諸国全体でコーディネーションを行い、金融センター間の連携や共通の制度設計を模索し、域内債券市場に不足する流動性を補う必要があるだろう。これは結局のところ、金融統合のプロセスそのものが債券市場の発展に結び付くということの意味している。

（2）債券市場の流動性の創出と通貨統合

債券市場の流動性の創出には、通貨統合も重要な役割を果たすことを強調したい。通常、湾岸諸国のような途上国の資本市場で潤沢な流動性を期待することは難しい。それは、先進国に比べて十分な貯蓄をもつ投資家が少ないからである。しかしながら、途上国間での通貨統合はこのような状況を変える契機となり得る。通貨統合によって、域内の投資家は域内他国のどの国に投資しても為替リスクを負うことがなくなるため、域内他国に対する投資のホームバイアスは大きく低下する。本来であればリスクの許容度が低い保守的な投資家が為替リスクを伴う対外投資を行うことは容易ではないが、通貨統合によってそれが可能になれば、域内の債券市場に新たな投資家が参入できることになる。加えて、通貨統合は固定相場制とは異なり、長期的な為替リスクの回避を確約することになるので、長期的な性格を持つ債券取引に適したクロスボーダーの市場環境を構築できる。これは、資金の調達者にとって、域外の国際金融市場に依存することなく、域内でより広い投資家層にアクセスできるようになるのと同時に、長期資金の調達が容易になることを意味している。

一般的に、偏狭な国内市場しか持たない途上国において債券市場の育成は困難なプロセスである。しかし、各国通貨ごとに分断されている金融市場を通貨統合によって結び付けることで、たとえ途上国といえども、金融市場の発展にとって必要不可欠な規模の経済性を追求することが可能となる。この点こそ、先に指摘したような通貨統合と金融統合の相

互依存関係を示す一側面であるといえよう。

もちろん、このような相互依存関係は債券市場に限った話ではない。他の金融市場でも同様であり、通貨統合が銀行部門等の統合にも影響を与える可能性が高い。例えば、S. Kalemli-Ozcanらは、ユーロ圏で銀行業務の相互進出が進んだ背景にユーロの存在があることを実証的に明らかにしており、具体的には、金融サービスにおける規制の調和の影響もかなりあるが、最も主要な要因として替リスクの消滅があることを指摘している⁵³⁾。

以上のことから、通貨統合によって金融統合が影響を受けるという点を看過すべきではなく、発展が遅れている債券市場の育成や金融統合深化の契機となる可能性を秘めているといえよう。

終わりに

本稿では、湾岸諸国の金融市場と金融統合に焦点を当てて、その現状、課題、意義について検討してきた。本稿の分析を通じて概ね以下のことが明らかとなった。

第1に、湾岸諸国の金融システムは間接金融主体の構造であるが、その一方で近年、資本市場も急速に発展している。しかし、資本市場の中でもとりわけ債券市場については発行市場、流通市場共に極めて限定的な役割しか果たしていない。

第2に、すでに共同市場がスタートしているにも関わらず、湾岸諸国の金融統合は総じて低い水準に留まっている。特に債券市場の統合が圧倒的に遅れている。

第3に、湾岸諸国の金融統合に向けての主要な課題は、とりわけ発展が遅れている債券市場を育成することである。そのためには、国債の継続発行によるイールドカーブの形成や、各国金融センター間の連携が求められる。また、通貨統合による資本市場の統合は、債券市場の育成に求められる流動性の拡大に結び付くので、結果的に金融統合の深化に影響を与えることになる。

湾岸諸国の金融統合は道半ばである。今後の湾岸諸国の金融統合にとって、ユーロ圏での経験は参考となる部分が多いだろう。しかし、先進国と途上国の金融市場は構造が大きく異なっているため、単純に比較するだけでは不十分である。途上国の金融市場は総じて未成熟である場合が多く、特に直接金融が大きく遅れているのが普通である。それゆえに、途上国の金融統合を議論する場合、ユーロ圏とは異なる視点からの分析も必要である。この際、金融システムの発展・産業の育成といった途上国ならではの課題と強く結びつけて考えなければならない。金融システムそのものが未成熟な途上国では、民間企業の資金調達において高金利の闇金融等に依存するなど信用へのアクセスに問題を抱えている場合が多く、このことが産業発展の重大な障害となっている。金融統合が金融システム全体の発展を促し、それが産業発展に結び付くのであれば、金融統合は途上国にとって先進国以上に意味のある政策となるだろう。

本稿に残された課題としては、途上国で通貨統合を検討、あるいは既に発足している他の地域、例えば西アフリカや東アフリカ、CFAフラン圏、さらには東カリブ通貨同盟(ECCU)などの地域でも本稿の分析的視点をを用いて、金融統合について検討することである。これにより、ユーロ圏とは異なった発展途上国ならではの金融統合の特徴をより浮き彫りにすることができると考えている。

本稿は、平成25年度および平成26年度、島根県立大学学術教育研究特別助成金（学長裁量経費）による研究成果の一部である。

注

- 1) 構成国は、サウジアラビア、UAE、クウェート、バーレーン、カタール、オマーンの6カ国である。ただし、通貨統合計画は現在のところ、サウジアラビア、クウェート、バーレーン、カタールの4カ国で進められる予定である。
- 2) 2008年のGCC首脳会議によって「GCC Monetary Union Agreement」が調印され、翌年に発効された。GCC Monetary Union Agreement, GCC Secretariat General, 2009. <http://sites.gcc-sg.org/DLibrary/index-eng.php?action=ShowOne&BID=321>
- 3) 筆者の湾岸諸国の通貨統合研究としては、木村秀史「途上国の地域通貨統合とドル体制－湾岸産油国の動向を中心に－」『國學院経済学』第58巻 第2号、2010年4月。木村秀史「中東産油国」上川孝夫編『国際通貨体制と世界金融危機－地域アプローチからの検証－』日本経済評論社、2011年2月、などがある。
- 4) 岩田健治『欧州の金融統合－EECから域内市場完成まで－』日本経済評論社、1996年、2～3頁。
- 5) 本稿では扱わないが、この他にも情報（経済的ニュースなど）によって資産価格がどのように変化するかを指標とする「News-based measures」という方法を用いる研究もある。この手法は、金融統合が進んでいる地域では、資産価格の変化がローカルなニュースではなく、主に地域全体に共通するニュースに反応するという考え方に基づいている。Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hørdahl, Elizaveta Krylova and Cyril Monnet, “Measuring Financial Integration in the Euro Area,” *Occasional paper Series*, No.14, European Central Bank, 2004, pp. 18-21.
- 6) 岩田健治「ユーロとヨーロッパ金融・資本市場－ユーロ建て金融・資本市場の対内的・対外的意義」田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣、2004年、164頁。
- 7) Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hørdahl, Elizaveta Krylova and Cyril Monnet, *op. cit.*, 2004, pp. 6-7.
- 8) それぞれのOCA論の代表的な論者としては、マンデル、Robert A. Mundell, “A Theory of Optimum Currency Areas,” *The American Economic Review*, number4, September 1961. やフランケルとローズ、Jeffrey Frankel and Andrew Rose, “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria,” *NBER Working Paper*, No. 5700, 1997. が挙げられる。金融統合との関連で言えば、金融が統合されていることが最適通貨圏の条件とするイングラムの研究、James C. Ingram, “State and Regional Payments Mechanisms,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 73, No. 4, 1959. や通貨統合が資本市場の統合を強化するとしているS. Schiavoの関連する研究がある。Stefano Schiavo, “Financial Integration, GDP Correlation and the Endogeneity of Optimum Currency Areas,” *Economica*, V. 75, February 2008.
- 9) この点については多くの論者が指摘しているところではあるが、一例として、ポール・デ・グラウエ著 田中素香・山口昌樹訳『通貨同盟の経済学 原書第8版－ユーロの理論と現状分析』勁草書房、2011年、332頁を参照されたい。また、ブンデスバンクの元総裁で一貫して通貨統合の最前線に立ってきたハンス・ティートマイヤーもユーロにより金融市場が統合されたことを指摘している。ハンス・ティートマイヤー著 財団法人国際通貨研究所・村瀬哲司監訳『ユーロへの挑戦』京都大学学術出版会、2007年、336頁。

- 10) ベラ・バラッサ、中島正信訳『経済統合の理論』ダイヤモンド社、1963年、4頁。
- 11) Steffen Kern, "GCC financial markets: Long-term prospects for finance in the Gulf region," *Current Issues*, Deutsche Bank Research, November 2012, p. 11.
- 12) アルラージヒー銀行については、福田安志「サウジアラビアのラージヒー銀行－世界最大のイスラーム銀行発展の背景－」『中東協力センターニュース』、2010年12／2011年1月号が詳しい。
- 13) Mohamed A. Ramady, *The Saudi Arabian Economy—Policies, Achievements, and Challenges*, Second Edition, Springer, 2010, p. 126.
- 14) Steffen Kern, *op. cit.*, 2012, p. 11.
- 15) 例えば、サウジアラビアに進出している外国銀行としては、JPモルガン・チェースやBNPパリバ、ドイツ銀行などがある。
- 16) Eckart Woertz, "Prospects of the Banking and Finance Sector and the Development of Financial Centers," Eckart Woertz (ed.), *GCC Financial Markets: The World's New Money Centers*, Gerlach Press, 2012, pp. 88-91.
- 17) Mohamed A. Ramady, *op. cit.*, pp. 132-134.
- 18) Steffen Kern, *op. cit.*, 2012, p. 12.
- 19) Steffen Kern, *op. cit.*, 2012, p. 13.
- 20) 「ムラバハ」は商品の売買に付随してイスラム銀行が提供するイスラム金融取引であるため短期の金融取引として位置づけられる。
- 21) 杉田浩治「日本および世界における投資信託のグローバル化の動向」『証券レビュー』第54巻第1号、2014年、117頁。
- 22) 通貨別ではドル建てのファンドも多く、例えば2012年に認可された8本のファンドのうち3本はドル建てである。Saudi Arabia Capital Market Authority, *Annual Report 2012*, p. 42.
- 23) Mandagolathur Raghu, "Future Direction of the GCC Financial Sector: A Specific Look at Banking and Asset Management," Eckart Woertz (ed.), *GCC Financial Markets: The World's New Money Centers*, Gerlach Press, 2012, pp. 24-25.
- 24) Steffen Kern, *op. cit.*, 2012, p. 16. ちなみに、サウジアラビアでは16%となっており、他の諸国は無視できるレベルである。
- 25) ただし、債券の流通市場は多くが店頭取引なので、ドバイ金融市場に上場されている債券は全体の一部に過ぎない。
- 26) Steffen Kern, *op. cit.*, 2012, p. 15.
- 27) Michael P. Grifferty, "GCC Bond Markets," Eckart Woertz (ed.), *GCC Financial Markets: The World's New Money Centers*, Gerlach Press, 2012, pp. 71-72.
- 28) 発行市場としては、ドイツ、イギリス、ルクセンブルクが重要な市場となっている。
- 29) シャリーアに適切となるように利子ではなく収益の分配という形態で発行される債券。
- 30) Abraham Abraham and Fazal J. Seyyed, "Deepening the GCC Debt Markets: The Saudi Arabian Experience," Mohamed A. Ramady (ed.), *The GCC Economies-Stepping up to Future Challenges*, Springer, 2012, pp. 14-15. ちなみに、イスラム金融が盛んなマレーシアでは債券発行に占めるスクークの割合は58.51%となっている。
- 31) Eckart Woertz, "GCC Bond Markets," *Gulf Research Center Report*, April 2008, p. 9.
- 32) ユーロ圏のリテール向け銀行の債務危機前後の統合度について預金と貸し出し金利から実証的に

- 分析した研究として、Aarti Rughoo and Nicholas Sarantis, "Integration in European retail banking: Evidence from savings and lending rates to non-financial corporations," *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 22, 2012. がある。この研究では、危機前の2003年～2007年ではリテール銀行の統合度は高かったものの、2008年の危機以降では乖離が見られるようになったと結論付けている。
- 33) 2004年設立のドバイ国際金融センター（Dubai International Financial Centre）や2005年設立のカタール金融センター（Qatar Financial Centre）は国内勘定とは切り離されたオフショア金融センターである。
- 34) Abdullah Al-Hassan, May Khamis, and Nada Oulidi, "The GCC Banking Sector: Topography and Analysis," *IMF Working Paper*, 2010, pp. 28-30.
- 35) Aktham I. Maghyereh and Basel Awartani, "Financial integration of GCC banking markets: A non-parametric bootstrap DEA estimation approach," *Research in International Business and Finance*, 26, 2012.
- 36) Raphael Espinoza, Ananthakrishnan Prasad, Oral Williams, "Regional financial integration in the GCC," *Emerging Markets Review*, 12, 2011.
- 37) 通貨統合の収斂条件は①公的債務残高が60%以下であること、②財政赤字がGDP比の3%以下であること、③インフレ率が参加国平均値から2%以上乖離しないこと、④3ヵ月インターバンクレートが下位3ヵ国平均から2%以上乖離しないこと、⑤外貨準備が輸入の4ヵ月分以上確保されていること、である。この基準は、ユーロ圏のマーストリヒト収斂基準を参考に2005年に決定された。
- 38) クウェートだけは、ドルベッグ制ではなく通貨バスケット制を採用しているが、バスケットを構成するドルの割合がかなり高いので、対ドルレートは域内他国と同様にほぼ固定されている。
- 39) Salem Nechi, "Assessing Economic and Financial Cooperation and Integration Among the GCC Countries," *Journal of Business & Policy Research*, Vol. 5, No. 1, July 2010, pp. 173-175.
- 40) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey. <http://cpis.imf.org/>
- 41) バミューダとルクセンブルクはオフショア金融センターであることから実際の出所を追跡することは不可能であるが、ルクセンブルクに集まる資金の大半は欧州からのものである。
- 42) Raphael Espinoza, Ananthakrishnan Prasad, Oral Williams, *op. cit.*, 2011.
- 43) ユーロ圏の債券市場の統合について、EUにおけるEMUメンバーと非EMUメンバーの統合度の相違について研究したものとして、Charlotte Christiansen, "Integration of European bond markets," *Journal of Banking & Finance*, 42, 2014. がある。
- 44) Daniel Stavárekらは、国債・大手銀行の社債・大手通信会社の社債の統合度をCDSプレミアムのスプレッド（5年）で比較することで、平時では社債よりも国債市場の統合度が高く、債務危機後では国債や銀行社債に比べて通信会社の社債の乖離が小さいことを明らかにしている。Daniel Stavárek, Iveta Řepková and Katarína Gajdošová, "Theory of financial integration and achievements in the European Union," Roman Matoušek and Daniel Stavárek (eds.), *Financial Integration in the European Union*, Routledge, 2012, pp. 22-23.
- 45) SEPAについては、中島真志「単一ユーロ決済圏（SEPA）の形成に関する一考察」『麗澤経済研究』17（2）、2009年9月、が詳しい。
- 46) GCCNET Web Site. [https://www.gcc-net.net/gcc-net/\(S\(uhxn3ra1fpquxkf4nvehw145\)\)/ Default.aspx#](https://www.gcc-net.net/gcc-net/(S(uhxn3ra1fpquxkf4nvehw145))/Default.aspx#)

- 47) GCCの大口決済システムに関しては、金子寿太郎「通貨統合の観点からみたGCCの資金決済制度に関する分析」『金融』全国銀行協会、2012年2月、が詳しい。
- 48) サウジアラビアでわずかに発行されている国債の大半が短期債・中期債である。これらは銀行によって保有されているので、一般の流通市場に出てくることはない。
- 49) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, April 2012, pp. 41-51.
- 50) DIFC Working Group on Debt Market Development, *White Paper on Local Currency Debt Market Development*, DIFC, September 2009, p. 23. ちなみに、この白書では、発行市場についても、国債の計画的発行（本稿での指摘と同様に）やプライマリーディーラーのシステムを作ることなどが指摘されている。
- 51) ちなみに、金融センターを1か所に集約するというのは現実的ではない。それは、政治的な対立を引き起こす可能性があるからである。実際、統一中央銀行の設置場所を巡ってサウジアラビアとUAEで対立した経緯がある。
- 52) Michael P. Grifferty, *op. cit.*, 2012, p. 85.
- 53) Sebnem Kalemli-Ozcan, Elias Papaioannou and José-Luis Peydró, "What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?," *Journal of International Economics*, 81, 2010, pp. 75-88.

キーワード：湾岸諸国 GCC 金融統合 通貨統合 資本市場の統合

(KIMURA Shushi)

