

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

取 越 達 哉

大和証券投資信託委託株式会社

要 旨：

かつて「調達のシンガポール」といわれていたシンガポールは今や、国外から資金を集め、アジアへ多くの証券投資を行う拠点、アジア投資のゲートウェイになっている。本稿の目的は、同国のクロスボーダー金融取引の主役ともなりつつある対外証券投資、とりわけシェアの高いアジア向け投資に焦点を当て、どのような特徴を持つか、そのような特徴を持つ理由は何かを分析し、同国の専門的知識・技術（expertise）に関する一側面を明らかにすることである。分析の結果、同国の専門的知識・技術として、以前に比べ重要性はやや弱まっているとしても、距離的な近さを背景とするアジア情報、とりわけ対面接触によって得られるアジア情報の入手し易さを指摘できることが明らかとなった。

キーワード：

シンガポール、対外証券投資、リージョナル・バイアス、アジア証券市場統合

目 次：

1. はじめに
2. リージョナル・バイアスの計測手法について
3. シンガポールにおけるリージョナル・バイアス
4. シンガポールのリージョナル・バイアス—距離・情報の観点から—
5. まとめに代えて

1. はじめに¹⁾

主要先進国の資本移動の自由化、ICT（情報通信技術）分野の技術進歩はそれぞれ、国際金融取引における規制面、情報面での国際金融センターの優位性を弱める方向に作用してきたと考えられる。にもかかわらず、国際金融センターは依然として存在しており、国際金融取引におけるプレゼンスも大きい。その理由は、国際金融センターが、規制面、情報面とは異なる

側面において、依然として何らかの専門的知識・技術（expertise）を有しているため、と考えることができる。本稿では、代表的な国際金融センターの一つであるシンガポールの対外証券投資の分析を通じて、国際金融センターが有する専門的知識・技術の一側面について分析したい。

シンガポールの対外証券投資は、二つの側面において、プレゼンスを高めつつある。第一に、同国を巡る国際資本移動において、である。シンガポール統計局によると、現行の対外

資産負債残高統計の公表が開始された2001年末以降、対外資産において証券投資残高の拡大が顕著となっており、2017年末にはついに、直接投資、金融派生商品投資、外貨準備のみならず、一貫して最大のシェアを占めてきた現・預金、貸付などから成るその他投資²⁾を上回り、対外資産残高のうち最大の項目となっている³⁾。近年、世界的な傾向として、国際資本移動の主要な形態が、銀行の与信・預金から証券投資へと移行しつつあるが、それと軌を一にする動きであるということが出来る。第二に、アジアの域内証券市場統合⁴⁾において、である。アジアの対内証券投資は欧米諸国のシェアが高いものの、アジアのシェアも近年上昇しており、シンガポールはそのけん引役ないし下支え役として、香港と並び重要な役割を担っているのである。実際、アジアへの証券投資国をみると、シンガポールのシェアは上下しているが総じて高く、2017年末では、株式・投資ファンド持ち分投資残高では48%、債券投資残高では5.5%と、一国としてはそれぞれ5位、4位と高いシェアを占める(表1-a, 1-b)。これはア

ジアの中では香港の5.5% (4位)、11.4% (2位)に次ぐ高さである⁵⁾。

第一の点については、対外証券投資拡大の理由が論点となる。その論点を解決するためには、同国の対外証券投資の拡大が国外からの資金の調達(投資資金の委託)の拡大に大きく依拠していると考えられることを踏まえると⁶⁾、同国が国外からの資金を引き付ける専門的知識・技術(expertise)とは何か、とりわけシェアの高いアジア向け投資に関する専門的知識・技術とは何か、を分析することが重要になる。なお、そうした分析は、単にシンガポールのみならず、より一般に、クロスボーダー証券投資と国際金融センターとの関わりを考える上でも重要である。なぜなら、クロスボーダー証券投資が世界的な国際資本移動の中でもプレゼンスを高めつつあるとはいえ、主要先進国の資本移動の自由化やICT(情報通信技術)の発展などによって、近年のクロスボーダーの証券投資の拡大は、必ずしも国際金融センターの仲介を必要とするとは限らないと考えられるためである。そのため、どのような専門的知識・技術を

表1 アジアへの証券投資残高(年末値)

1-a 株式・投資ファンド持ち分投資

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→17	01→07	07→12	12→17
アジア	6.2	6.8	7.4	8.0	7.6	10.2	14.5	16.3	15.1	14.8	15.5	17.5	15.0	16.0	16.8	17.4	16.5	10.3	8.3	2.9	-0.9
中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4	2.1	2.9	-	-	-	-
香港	2.1	2.3	3.0	3.0	3.1	5.0	6.5	7.0	7.3	6.5	6.7	7.8	6.5	7.1	6.3	6.6	5.5	3.4	4.5	1.2	-2.3
日本	1.4	1.2	1.2	1.5	1.2	1.6	2.0	1.9	2.2	2.3	2.1	1.8	1.5	1.8	1.7	1.6	1.7	0.3	0.6	-0.2	-0.1
韓国	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.4	1.9	1.3	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	1.9	-1.1	0.0
インド	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	0.0
インドネシア	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-0.0	0.0
マレーシア	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	0.1	0.4	-0.0
フィリピン	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0
シンガポール	2.5	3.1	3.1	3.4	3.1	3.1	3.8	5.7	4.0	4.4	5.1	6.4	5.4	5.5	5.8	5.5	4.8	2.3	1.2	2.6	-1.5
タイ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
オセアニア	1.2	0.9	1.4	1.4	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	0.1	0.3	0.2	-0.4
豪州	1.1	0.8	1.2	1.2	1.0	1.3	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	0.1	0.4	0.2	-0.5
NZ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.0	-0.0	-0.0	0.0
欧米先進国	86.6	84.0	82.2	81.5	81.0	77.7	72.1	68.8	67.5	71.0	70.8	70.4	70.9	68.9	66.3	66.2	66.9	-19.7	-14.5	-1.7	-3.5
ベルギー	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.0
カナダ	3.9	3.6	3.1	2.9	2.8	2.7	2.7	2.9	2.7	3.0	3.3	3.2	3.1	3.3	3.3	3.6	3.4	-0.4	-1.2	0.5	0.3
フランス	1.6	1.7	2.4	2.8	2.8	3.1	2.3	1.9	2.5	2.3	1.7	2.3	2.9	1.9	1.7	1.8	1.6	-0.1	0.7	-0.0	-0.7
ドイツ	1.5	2.0	2.1	1.8	1.3	1.8	1.5	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	-0.6	-0.0	-0.6	0.0
イタリア	2.5	1.8	1.6	1.4	1.1	0.8	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-2.4	-2.0	-0.3	-0.1
ルクセンブルグ	6.0	5.6	6.9	7.6	7.9	8.2	8.8	7.3	8.0	8.8	8.2	8.2	7.6	7.6	6.6	6.6	6.7	0.7	2.8	-0.6	-1.5
オランダ	4.4	2.8	3.1	3.4	2.8	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5	2.9	3.1	3.1	3.0	2.7	2.9	2.6	-1.8	-2.0	0.7	-0.5
スウェーデン	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	0.8	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8	1.0	-0.1	-0.4	0.1	0.1
スイス	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2	0.9	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	-0.5	-0.6	0.3	-0.2
英国	15.4	16.2	14.1	14.2	13.7	12.9	12.1	10.7	9.8	9.4	9.4	8.5	8.9	8.9	8.1	7.9	7.9	-7.5	-3.3	-3.6	-0.6
米国	48.2	47.4	46.3	44.6	46.2	43.6	39.9	40.1	39.0	41.8	42.1	41.9	41.8	40.9	40.7	40.5	41.5	-6.7	-8.4	2.0	-0.4
外貨準備・国際機関	0.0	0.1	0.2	0.0	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.7	0.7	0.2	0.4	0.1
その他	6.0	8.2	8.8	9.1	10.0	10.5	11.6	13.1	15.6	12.3	11.6	9.8	12.0	13.0	14.7	14.2	14.6	8.6	5.7	-1.8	4.7
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
計(10億米ドル)	556	528	887	1,147	1,651	2,177	2,682	1,461	2,066	2,450	2,081	2,546	2,932	3,200	3,319	3,429	4,600	4,043	2,125	-135	2,053

1-b 債券投資

	(%)																	01→	01→	07→	12→	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	17	07	12	17	
アジア	17.1	17.7	17.4	15.5	16.2	18.7	19.7	20.6	20.5	23.1	24.1	27.6	31.3	30.2	27.1	26.6	25.4	8.3	2.6	7.9	-2.2	
中国	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.0	2.8	2.5	-	-	-	-
香港	6.3	7.3	8.4	7.1	7.1	7.5	7.6	9.3	7.9	10.8	12.4	13.8	17.0	15.0	13.0	12.1	11.4	5.1	1.4	6.1	-2.4	
日本	4.5	4.6	3.4	2.6	2.5	2.5	2.7	3.1	2.8	2.9	3.0	3.4	3.3	3.8	3.7	3.6	3.4	-1.1	-1.8	0.7	-0.0	
韓国	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	1.0	0.5	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.6	0.8	0.9	1.0	0.5	0.0	-0.2	0.7	
インド	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	0.0	-0.0	
インドネシア	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0
マレーシア	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	0.1	0.6	-0.0	
フィリピン	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	
シンガポール	5.7	5.2	5.1	5.3	5.8	7.3	8.4	6.6	7.1	7.1	6.9	8.7	9.2	8.8	5.8	5.3	5.5	-0.2	2.8	0.3	-3.2	
タイ	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	1.0	2.0	1.2	0.7	0.4	0.5	0.9	0.9	0.6	0.7	0.6	0.1	0.3	0.2	
オセアニア	0.8	0.1	0.2	0.7	0.6	0.7	1.1	0.8	0.9	0.6	0.5	0.8	0.7	1.1	1.2	1.5	2.0	1.3	0.3	-0.3	1.3	
豪州	0.7	0.0	0.1	0.5	0.6	0.7	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5	0.8	0.7	1.1	1.2	1.4	1.9	1.2	0.3	-0.2	1.2	
NZ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	
欧米先進国	50.1	50.0	49.1	53.7	55.0	53.0	51.3	51.8	44.7	45.9	48.1	43.0	43.3	40.6	40.3	45.0	42.0	-8.1	1.3	-8.3	-1.0	
ベルギー	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.2	-0.2	0.1	
カナダ	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6	0.4	0.2	-0.1	0.2	
フランス	4.0	4.2	5.1	6.6	9.1	7.5	14.1	20.4	12.0	8.3	7.9	7.0	6.5	5.6	5.1	4.5	5.4	1.4	10.1	-7.1	-1.7	
ドイツ	2.0	3.9	4.1	4.8	3.9	2.1	1.8	1.8	1.6	2.6	2.2	2.0	1.9	1.7	1.8	1.8	2.0	-0.0	-0.2	0.2	-0.0	
イタリア	0.9	0.9	0.7	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.3	
ルクセンブルグ	3.0	3.3	4.9	8.2	9.1	8.7	5.4	4.4	6.1	6.7	6.7	6.1	5.6	5.9	5.1	6.4	7.5	4.5	2.4	0.7	1.4	
オランダ	1.1	0.9	2.0	3.2	1.7	1.7	1.6	1.1	1.3	0.9	0.7	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1	1.0	-0.1	0.5	-0.5	-0.1	
スウェーデン	0.5	0.7	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	0.1	
スイス	2.1	1.9	1.3	1.0	0.8	1.0	1.1	1.2	1.4	1.3	0.9	0.7	1.6	1.8	1.7	1.5	1.5	-0.5	-1.0	-0.3	0.8	
英国	21.9	13.0	13.6	13.4	17.3	16.5	12.9	10.3	10.7	12.8	13.3	11.9	13.2	9.9	10.1	12.5	4.7	-1.2	-9.0	-1.0	-7.2	
米国	13.9	20.5	16.4	15.0	11.6	14.1	13.0	11.3	10.6	12.4	15.7	13.4	12.8	13.6	14.5	16.2	18.6	4.7	-0.9	0.4	5.1	
外貨準備、国際機関	24.9	24.5	25.1	20.6	17.3	16.9	15.5	20.5	24.4	22.7	19.8	19.9	14.8	14.6	15.5	12.2	15.3	-9.6	-9.4	4.4	-4.6	
その他	7.2	7.6	8.2	9.5	10.9	10.7	12.4	6.2	9.5	7.8	7.5	8.8	9.9	13.4	15.8	14.7	15.3	8.0	5.2	-3.7	6.5	
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
計(10億ドル)	300	289	336	433	497	562	735	705	777	1015	1205	1330	1433	1543	1630	1580	1898	1,597	434	596	567	

- (注) 1) 世界各国・各地域からのアジア10カ国に対する投資額及びシェア。アジア10カ国とは、シンガポール、日本、韓国、香港、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド、中国本土を指す。
- 2) 欧米先進国は、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き、ルクセンブルグを加えた11カ国（米、英、独、仏、伊、加、オランダ、ベルギー、スウェーデン、スイス及びルクセンブルグ）とした。なお、財務省によると、1984年4月にスイスが参加して以降、G10の参加国は11カ国となっているが、それ以降も引き続きG10と称している（https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g10/index.htm, 2019年4月30日アクセス）。
- 3) 未公表や秘匿等により投資国の対外証券投資残高が明らかになっていない場合はゼロとして作成。
- 4) ■は5%以上、■は10%以上であることを表す。
- (出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)* より作成（2018年9月15日ダウンロード）

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⁷⁾。

第二の点については、対外証券投資拡大の影響、すなわちシンガポールの対外証券投資がアジアの域内証券市場統合に及ぼす影響が論点となる。その論点を解決するには、同国の対外証券投資がアジアにおいてどのような機能・役割を持つか、あるいはそもそもどのようなアジア向け投資に関する専門的知識・技術を持つか、を分析することが重要になる。なお、そうした分析は、より一般に、香港と並び同国がけん引役ないし下支え役となるアジア域内証券市場統

合が期待される機能・役割を果たすか、すなわち、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative）、チェンマイ・イニシアティブ（CMI：Chiang Mai Initiative）、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralisation）などのアジアにおける地域金融協力とともに、アジア通貨危機の再発防止に寄与するか、という観点からも重要である。なぜなら、アジア域内証券市場統合がそのような期待される機能・役割を果たすための前提として「アジアの投資家は欧米等域外投資家に比して、域内の金融経済情勢、域内企業や政府などの投資対象等についてより正確なアジアの情報など『アジアに関する専門的知識・技術

(expertise)』を持ち、域内のハーディング現象、すなわち他人の行動に同調したり追随したりするような、群集心理に基づく不合理で明確に根拠のない行動に対して、一定の歯止めとなり得る」(日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会〔2009〕)という必要があるが⁸⁾、香港とともにシンガポールは「欧米諸国の出張所のような存在であり、欧米諸国のアジア向け投資を代行しているに過ぎない」といった認識が広く存在しており(Kim, Lee, and Shin〔2006〕; Park and Lee〔2011〕; Pongsaparn and Unterberdoerster〔2011〕)、アジアの投資家と見做すことができるのかどうかさえ、明確な理解が得られていない状況にあるためである。そのため、シンガポールがアジア向け投資に関する専門的知識・技術を持つかどうか、持つならどのような専門的知識・技術かが明らかになれば、アジア域内証券市場統合の議論の中に、同国を明示的に取り込むことができるようになって考えられる。

以上のような問題意識を踏まえ、本論文の目的は、シンガポールの対外証券投資、とりわけシェアの高いアジア向け投資を対象に、第一に、どのような特徴を持つか、第二に、そのような特徴を持つ理由は何か、について分析することを通じて、同国の「アジアに関する専門的知識・技術 (expertise)」に関する一側面を明らかにすることである。

分析は、シンガポール対外証券投資のアジア・オセアニアへの「リージョナル・バイアス」を中心に据えて行う。主たる分析対象にオセアニアを加えるのは、アジア向けの特徴をより鮮明に浮かび上がらせることが期待できるためである。また、リージョナル・バイアスとは文字通り「地域的な偏り」であり、海外資産の中では地理的に近い周辺国の資産を特に選好する傾向のことであるから、アジアと同様アジア太平洋という地域区分に属し、シンガポールから近いオセアニアを主たる分析対象に加えることは、自然なことでもある。用いるデータは主として、詳細な対外証券投資残高が公表されている国際通貨基金(IMF)、*Coordinated*

Portfolio Investment Survey (CPIS)、そして国際的な債券市場の規模に関する国際決済銀行(BIS)、*Debt securities statistics*、国際的な株式市場の規模に関する世界銀行(World Bank)、*Market capitalization of listed domestic companies*である。IMF、*CPIS*の対外証券投資残高統計では、断りの無い限り、資産サイドの統計を用いる。その理由は、クロスボーダーの証券取引においては、フロー統計においても、ストック統計においても、とりわけ負債サイドの統計からは最終投資家の国籍の把握が難しいのに対し、資産サイドの統計は最終投資家の国籍を表していると考えられることのできるためである(日銀〔2000〕)。例えば、シンガポールからA国への対外証券投資は、資産サイドの統計(シンガポールの対外証券投資統計)のほか、負債サイドの統計(A国の対内証券投資統計)の双方から把握しうるが、最終投資家としてのシンガポール居住者の投資行動を表す前者の統計を用いるということになる。そのため、本稿におけるシンガポールによる対外証券投資には、同国居住者であれば、国内投資家に加え、欧米資産運用会社のシンガポール拠点などによるものも含まれることになる。なお、IMF、*CPIS*において、シンガポールなど国毎に公表される対外証券投資には、外貨準備や国内に所在する国際機関による保有分は含まれていない。

対象期間は、IMF、*CPIS*が継続的に統計を公表するようになった2001年末から2017年末までとする。なお、本稿では、アジアは、シンガポール、日本、韓国、香港、インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、インド、中国本土の10カ国、オセアニアは、オーストラリアとニュージーランドの2カ国を指すものとする。

- 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) 2017年末現在、その他投資(資産)1.5兆Sドルのうち、現・預金(Currency And Deposits)が48.7%、貸付(Loans)が30.4%、貿易信用・前払(Trade Credits And Advances)が12.9%を占める(<http://www.tablebuilder.singstat.gov.sg/publicfacing/createDataTable.action?refId=12969>, 2018年5月15日アクセス)。

- 3) 2017年末には、対外証券投資残高（資産）は初めて、その他投資残高（負債）を上回った。従来、同国金融部門の特徴を語る場合、「ファンディング・センター」ないし「調達のシンガポール」という、クロスボーダーの銀行部門の債務、すなわち現行の対外資産負債残高統計におけるその他投資残高（負債）に焦点を当てたフレーズが用いられる場合が少なくなかったことを踏まえると、それらの逆転は、対外証券投資が、同国を巡る国際資本移動の中でも特に重要な位置づけに至っていることを示している。
- 4) 岩田〔1996〕は、金融市場統合、資本市場統合、金融・資本市場統合、証券市場統合といった具体的な用語を挙げつつ、「市場統合」を含む用語は通常、「資金の需給に注目して、各構成国の金融市場ごとでなく、域内全体で均衡するという意味」と「単一の物理的市場の創設を通じて、または諸市場に係る規制の調和と取引システム、手数料、税制等の仲介条件の同一化を通じて、域内の諸金融市場があたかも一つの金融仲介の場であるような状態に近づいていくという意味」という2つの意味で用いられると指摘している。本稿では、証券市場統合について、前者の意味で用いている。
- 5) 2017年末時点における国毎のシェアは上から、株式・投資ファンド持ち分投資については、米国、英国、ルクセンブルク、香港、シンガポール、債券投資については、米国、香港、ルクセンブルク、シンガポールの順である。なお債券投資においては、国ではないが、「外貨準備+国際機関」が米国に次ぐ規模となっている。
- 6) それは、シンガポールの名目 GDP に対する対外証券投資残高の規模が2001年末には1.3倍、2017年末には3.7倍まで拡大していることに表れている。なお、1995年以降、フローの対外証券投資についてはシンガポール統計局から「預金取扱企業（中央銀行除く）」、「公的」、「その他」という3つの取引主体毎の数値が公表されている（<https://www.tablebuilder.singstat.gov.sg/publicfac/ing/createDataTable.action?refId=12395>、2019年1月14日アクセス）。「公的」が一定のシェアを占めていることは（例えば、1995年から2017年の対外証券投資累計に占める公的のシェアは36.6%である）、同国の対外証券投資残高の拡大には、公的部門も寄与している可能性があることを示唆している。
- 7) 近年、先進国の高齢化に伴う金融資産の蓄積等による機関投資家の運用資産の拡大（清水・西岡・馬場〔2003〕）と、それに伴うクロスボーダーの証券投資の拡大（川本〔2012〕）が生じている。もっとも、①1970年代後半以降の主要先進国の資本移動の自由化（外国為替管理の緩和と撤廃、運用規制の緩和）による、規制面での国際金融センターの優位性の弱まり、②ICT（情報通信技術）革命などの技術進歩によって情報の入手が容易になったこと、というトレンドの変化は、クロスボーダーの証券取引における国際金融センターを介する必要を低下させ、国際金融センターの国外からの資金の調達を縮小させる要因となりうると思われる。IMF〔2000〕は、①、②のいずれもがシンガポールを含む多くの国際金融センターの優位性を侵食する可能性がある

ことを指摘している他、①に関して岩田〔2017〕は、資本移動の自由化により、「金融規制の緩やかな国の国際金融センターにアクセスしなくても、機関投資家の側が国境を越えて各国の証券を売買するようになった。」と述べるとともに、それが国際的証券取引の基本形態がクロスボーダー型証券取引（すなわち、証券発行により資金調達を行った調達主体の本国で形成されている内国市場に、国外の投資家の側が国境を越えて発注し、売買を行う取引）となったことの一因であると指摘している。

- 8) もっとも、アジアに関する専門的知識・技術に言及することなく、アジアの投資家によるアジア向け投資は、欧米等域外投資家によるアジア向け投資に比べて安定した動きをするといった認識が示されることも少なくない（例えば、中曾〔2015〕）。

2. リージョナル・バイアスの計測手法について

アジアの金融市場全体を俯瞰したとき、リージョナル・バイアスが存在するか否かについて見解は分かれている⁹⁾。もっとも、証券投資の分野については、IMF、CPISに基づき、アジア全体におけるリージョナル・バイアスの存在を肯定する見解は少なくない。McGuire〔2004〕、McCauley and Park〔2006〕では債券分野において、高阪〔2013〕では株式分野において、いずれも同統計を用いて、アジア全体におけるリージョナル・バイアスの存在を指摘している。McGuire〔2004〕、McCauley and Park〔2006〕においては、アジア全体におけるリージョナル・バイアスのけん引役がシンガポールと香港であるという事実と同時に、それら両国の投資分には、実質的に他国に本社のある金融機関による部分が含まれているため、それらの国にけん引されたリージョナル・バイアスが、リージョナル・バイアスと呼べるのかという点については議論がありうる可能性を指摘している。

それらのアジアの証券投資のリージョナル・バイアスに関する議論は、基本的には、アジアの証券投資の受け入れに占めるアジアのシェアに基づいて行われている。すなわち、焦点は集合体としてのアジア全体の対内証券投資（負債面）に表れるアジアとの結びつきの強さにあり、計測にはシェアが用いられる。それに対し本稿では、アジアの中で、香港とともにアジア

に対する証券投資の主役となっているシンガポールのアジア・オセアニア各国への対外証券投資に注目し、シェアよりもむしろ、より正確にリージョナル・バイアスを捉えることができると考えられるリージョナル・バイアスの指標に基づいて分析を行う。すなわち、本稿の焦点はシンガポールの対外証券投資（資産面）における個別のアジア・オセアニア諸国との結びつきの強さにあり、リージョナル・バイアスの計測に際しては、シェアよりもむしろ他の手法に基づくということになる。

(1) シェア

対外証券投資残高の国別シェアは、リージョナル・バイアスを捉える方法の一つである。シェアが高いほど、リージョナル・バイアスが強いと考えることができる。

リージョナル・バイアスの計測にシェアを用いる場合、計算が容易であるというメリットがある反面、単純なシェアを見るだけでは、判断が困難な場合があるというデメリットがある。例えば、ある一時点において、シンガポールの対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高いとしても、そもそもA国の世界全体における証券市場の規模が大きいなら、あるいは他の国の対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高いなら、シンガポールのA国への投資バイアスが強いとは必ずしも言えない。また、時系列でみて、かつて低かったシンガポールの対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高くなったとしても、そもそもA国の世界全体における証券市場の規模が大きくなっているなら、あるいは他の国の対外証券投資残高に占めるA国向けのシェアが高くなっているなら、シンガポールのA国への投資バイアスが強まったとは必ずしも言えない。

そこで次に、国別シェアを標準化し、投資対象国の市場規模の違い、計測時点、投資国の違いなどを超えて、国別シェアを並列に比較検討する方法について検討する。

(2) リージョナル・バイアスの指標 1 (リージョナル・バイアスの尺度)

i 国から j 国への投資のバイアスを計測する場合、対外証券投資残高の国別シェアそのものではなく、Schoenmaker and Bosch [2008]で示されたリージョナル・バイアスを計測する指標を基にして、以下のような「リージョナル・バイアスの尺度」を考えることができる¹⁰⁾。

$$REB_{ij} = \frac{X_{ij}/X_i}{MC_j/(MC_w - MC_i)} \quad (1)$$

ただし、 REB_{ij} は i 国から j 国に対するリージョナル・バイアスの尺度、 X_{ij} は i 国から j 国への対外証券投資残高、 $X_i = \sum_j X_{ij}$ (i 国の全対外証券投資残高)、 MC_j 、 MC_w 、 MC_i はそれぞれ、 j 国、世界全体、 i 国の証券市場規模である。分子は i 国の対外証券投資残高に占める j 国のシェア、分母は i 国にとって投資可能な外国証券市場の規模に占める j 国のシェアを表していることから、現実の投資パターンを、投資可能なユニバースのパターンと比較しているということになる。例えば、シンガポールから日本へのバイアスについて計算する場合は、分子が、シンガポールの対外証券投資残高に占める日本のシェア、分母が、シンガポールにとって投資可能な外国証券市場に占める日本のシェア、となる。シンガポールにとって投資可能な外国証券市場とは、世界全体の市場規模からシンガポールの市場規模を引いたもの、となる。

リージョナル・バイアスの計測にこの方法を用いるメリットは、シェアのデータを標準化できることである。 i 国から j 国に対するバイアスは、 REB_{ij} が1のときは中立、1より大きいほど強く、1より小さいほど弱い、と判断できることになる。

(3) リージョナル・バイアスの指標 2 (対外証券投資残高結合度)

i 国から j 国への投資のバイアスを計測する場合、貿易の分析において長く用いられてきた貿易結合度 (Trade Intensity Index) のうち、

輸出結合度の考え方を援用することにより¹¹⁾、以下のようなリージョナル・バイアスを計測する指標である「対外証券投資残高結合度」を考えることができる。

$$I_{ij}^X = \frac{X_{ij}/X_i}{X_j/(X_{..} - X_i)} \quad (2)$$

ただし、 I_{ij}^X は i 国から j 国に対する対外証券投資残高結合度、 X_{ij} は i 国から j 国への対外証券投資残高、 $X_i = \sum_j X_{ij}$ (i 国の全対外証券投資残高)、 $X_{..} = \sum_i \sum_j X_{ij}$ (世界全体の対外証券投資残高)、 $X_j = \sum_i X_{ij}$ (世界から j 国向けの対外証券投資残高。あるいは j 国の全対内証券投資残高)、 $X_i = \sum_j X_{ji}$ (世界から i 国向けの対外証券投資残高。あるいは i 国の全対内証券投資残高) である。分子は先のリージョナル・バイアスの尺度の場合と同様、 i 国の対外証券投資残高に占める j 国のシェア、分母は世界の対外証券投資残高に占める j 国のシェアを表しており、現実の投資パターンを、世界の標準的な投資パターンと比較しているということになる。分母について、 $X_j/X_{..}$ ではなく $X_j/(X_{..} - X_i)$ とするのは、 i 国の対外証券投資残高を考えると、当然 i 国自身は投資先にはならないことから、 i 国の対外証券投資残高に占める j 国向け投資と比較すべき世界の標準的な対外証券投資残高は、世界全体の対外証券投資残高に占める、世界から j 国向けの対外証券投資残高ではなく、世界全体の対外証券投資残高から、世界から i 国への対外証券投資残高を差し引いた値に対する、世界から j 国向けの対外証券投資残高を用いた方が適切である、という考え方を反映したものである¹²⁾。例えば、シンガポールから日本への結合度について計算する場合は、分子は、シンガポールの対外証券投資残高に占める日本のシェア、分母の分母は、世界全体の対外証券投資残高から世界からシンガポールへの対外証券投資残高を差し引いた値、分母の分子は、世界全体の対外証券投資残高に占める日本向けの投資残高、となる。

リージョナル・バイアスの計測にこの方法を用いるメリットは二つある。一つは、先のリージョナル・バイアスの尺度の場合と同様、シエ

アのデータを標準化できることである。 i 国から j 国に対するバイアスは、 I_{ij}^X が 1 のときは中立、1 より大きいほど強く、1 より小さいほど弱い、と判断できることになる。

もう一つのメリットは、世界各国の債券市場の規模、株式市場の規模を用いることなく、国別シェアを標準化し、並列に比較検討することが可能となることである。すなわち、世界各国の債券市場の規模、株式市場の規模として、どのデータを用いるのかによって結論に違いが生じうる可能性を排除することが可能となる。二つ目のメリットは、実際の数値の計算において重要となる¹³⁾。

- 9) アジアのリージョナル・バイアスが存在するか否かについては、Ito and Park [2004] において、賛成と反対の主張が示されている。もっとも、それらの主張の違いは、着目する統計によるところが大きいと考えられる。
- 10) 正確には、同論文で提示された式とは、二点において異なる。第一に、同論文においては、EU 各国と米国を投資可能な証券市場と想定したリージョナル・バイアスの算出式が提示されているが、投資可能な証券市場を世界全体とすることにより、ここではそれをより一般的な形としたこと、第二に、同論文においては、(1)式の右辺に相当する部分から 1 から差し引くことにより i 国から j 国への投資バイアスが強まるほど数値が低下するように算出されているが、ここでは右辺を 1 から差し引かず i 国から j 国への投資バイアスが強まるほど数値が上昇するようにしたこと、である。
- 11) 貿易結合度については、山澤 [1970]、経済産業省 [2007]、熊谷 [2011] を参照。なお、貿易結合度は貿易量というフロー統計に基づいて算出されるが、データの制約から、対外証券投資残高結合度はストック統計によって算出することになる。もっとも、結果的に、結合度のボラティリティが小さくなり、基調判断が容易になるというメリットがある。
- 12) 熊谷 [2011] は、貿易結合度の算出に際し、同様の議論を行っている。
- 13) 世界各国の債券市場の規模、株式市場の規模については、多くのデータが存在する。例えば、債券市場の規模については、代表的な統計として、BIS の公表する統計 (Debt Securities Statistics) の他、Bloomberg LP などの民間部門が有料で公表するデータがあり、株式市場の規模については、代表的な統計として、国際取引所連合 (World Federation of Exchanges) の統計の他、MSCI, Inc. などの民間部門が有料で公表するデータがある (住友信託銀行インデックスクオンツ運用部編 [2011])。また、各データは算出方法が異なる。例えば、本稿で用いた BIS や国際取引所連合が公表する市場規模のデータは、相対的に対象範囲が広いと考えられるものの、報告主体からの報告の有無や報告内容の違い

等により、公表される国毎のデータに違いがある、実際に市場で取引される可能性の低い銘柄（創業者、役員、関係会社、金融機関などによって保有されている株式など）、流動性が低い銘柄などが取り除かれていない、といった特徴がある。このように算出方法の異なる多くのデータの中からどれを用いるかによって、分析結果に違いが生じることになる。

3. シンガポールにおけるリージョナル・バイアス

本節では、実際に以上の3つの方法によりリージョナル・バイアスを計測し、その特徴について分析する。分析に際しては、リージョナル・バイアスを計測する上でより適切であると考えられるリージョナル・バイアスの尺度及び対外証券投資残高結合度を中心とする。

(1) シェア

まず始めに、国別シェアに基づく、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化を挙げることができる。前者として、①欧米先進国に比して、アジアの中にはシェアの高い

国が少なくないこと、ただし東南アジアにはシェアの高い国が相対的に少ないこと、後者として、②中国のシェアが上昇傾向にあること、を挙げることができる（表2-a、2-b）。①については、時点によって違いはあるものの、アジア・オセアニアの中には5%を上回るような国が少なくないのに対し、東南アジアについては5%を上回るのが、特定の時期のマレーシア向け（株式・投資ファンド持ち分投資では2001～2005年末、債券投資では2012～2013年末）及びインドネシア向け（債券投資で2010年末のみ）にとどまること、②については、2001年末から2017年末にかけて中国向けシェアが、株式・投資ファンド持ち分投資は10.1%ポイント上昇（3.1%→13.2%）、債券投資は4.0%ポイント上昇（0.7%→4.8%）していること、に表れている。なお、その反面、英国向けシェアが低下しており、それぞれ5.5%ポイント低下（8.9%→3.4%）、13.7%ポイント低下（17.2%→3.5%）となっている。

表2 シンガポールの対外証券投資残高に占めるアジア向けシェア（年末値）

2-a 株式・投資ファンド持ち分投資残高（%、%ポイント）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→ 17	01→ 07	07→ 12	12→ 17
アジア																					
中国	3.1	2.6	2.8	2.6	4.6	5.2	6.5	13.6	14.3	13.1	13.1	13.0	12.4	13.4	15.3	13.0	13.2	10.1	3.4	6.5	0.3
香港	9.2	5.6	5.0	6.0	10.4	10.9	6.6	6.1	3.0	2.8	2.3	2.7	2.6	2.6	2.8	2.7	3.0	-6.2	-2.5	-4.0	0.3
日本	5.2	7.0	8.5	9.4	8.0	7.1	7.7	10.5	4.9	5.5	4.8	4.6	5.1	4.8	6.3	6.3	6.2	1.0	2.5	-3.1	1.6
韓国	3.3	3.4	4.0	5.4	5.6	4.8	4.3	4.3	4.0	4.3	5.0	5.3	4.5	4.4	4.5	4.6	4.1	0.8	1.0	1.0	-1.2
インド	0.7	0.9	1.2	1.7	1.4	2.8	6.7	5.8	8.7	5.0	3.8	5.0	3.9	6.1	6.2	5.1	4.8	4.1	6.0	-1.7	-0.2
インドネシア	0.9	3.0	0.9	1.5	1.1	0.9	1.6	1.0	1.2	1.6	1.6	3.4	1.4	1.5	1.3	1.5	1.5	0.5	0.6	1.9	-2.0
マレーシア	13.9	9.6	5.1	6.4	5.6	3.8	3.7	3.6	1.9	2.3	2.3	1.9	1.8	1.6	1.2	1.2	1.0	-12.9	-10.2	-1.7	-0.9
フィリピン	1.3	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.4	0.6	0.6	0.6	0.4	-0.9	-0.9	0.3	-0.3
シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
タイ	4.5	3.3	2.9	2.9	2.9	2.1	1.5	1.4	1.0	1.2	1.2	1.3	1.7	1.1	1.0	1.1	0.9	-3.6	-3.0	-0.2	-0.4
オセアニア																					
豪州	1.9	2.8	2.9	2.8	2.5	2.3	3.5	1.5	3.5	3.5	2.8	2.7	3.0	2.3	1.6	2.2	1.9	0.0	1.6	-0.8	-0.7
NZ	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.0	-0.1	0.0
欧米先進国																					
ベルギー	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	0.1	-	-
カナダ	0.5	0.9	1.4	1.1	1.2	1.1	1.3	1.1	C	C	C	C	1.9	1.9	1.5	2.0	1.8	1.3	0.7	-	-
フランス	2.3	2.7	2.9	1.9	1.9	2.2	3.4	1.4	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	1.1	-	-
ドイツ	1.3	0.8	1.3	1.4	1.3	1.6	2.2	1.0	C	C	C	2.2	1.7	1.3	1.2	1.3	1.6	0.3	0.9	-0.1	-0.6
イタリア	0.2	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	C	C	C	C	C	-	0.5	-0.3	-
ルクセンブルグ	1.3	1.8	1.5	0.7	0.5	1.6	1.3	0.6	1.2	1.1	1.1	1.6	2.0	2.3	2.4	2.3	2.5	1.2	-0.0	0.3	0.9
オランダ	0.7	1.0	1.2	0.9	0.7	0.8	0.6	0.4	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	-0.1	-	-
スウェーデン	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7	C	C	C	C	C	C	-	0.4	-	-
スイス	1.0	1.8	1.7	1.3	1.3	1.4	1.0	1.0	C	C	C	C	C	C	C	C	1.3	0.3	0.0	-	-
英国	8.9	9.3	8.1	8.8	7.9	6.1	9.4	8.4	5.7	6.1	5.9	4.7	4.8	4.3	3.8	3.5	3.4	-5.5	0.5	-4.7	-1.3
米国	22.9	27.0	32.1	26.0	27.3	23.3	20.9	22.4	23.5	25.1	27.9	25.4	26.8	26.2	24.7	25.2	23.7	0.8	-2.0	4.5	-1.7
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0

2-b 債券投資残高（%、%ポイント）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→ 17	01→ 07	07→ 12	12→ 17
アジア																					
中国	0.7	0.6	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5	0.9	0.7	0.5	1.2	1.1	3.7	6.5	4.7	4.4	4.8	4.0	-0.2	0.6	3.6
香港	2.1	1.9	1.9	1.6	2.2	2.1	2.0	2.4	1.9	2.2	2.4	3.0	5.5	3.8	2.7	2.2	1.9	-0.2	-0.2	1.0	-1.1
日本	9.3	3.1	0.6	2.0	3.5	5.4	5.3	4.0	C	C	C	C	C	C	C	C	C	-	-4.0	-	-
韓国	3.4	3.7	3.9	3.4	4.2	4.5	6.6	8.2	8.9	6.2	8.2	6.5	4.3	4.7	2.8	2.3	2.5	-0.9	3.2	-0.2	-4.0
インド	0.5	0.3	0.5	0.9	0.8	1.1	1.9	3.0	3.0	5.0	6.8	9.1	5.6	6.4	4.2	2.4	2.6	2.1	1.4	7.3	-6.6
インドネシア	0.6	0.9	1.0	1.1	2.4	2.8	3.0	1.8	3.2	5.6	3.6	3.1	2.1	2.3	1.8	1.9	1.9	1.3	2.4	0.2	-1.2
マレーシア	2.8	3.2	3.1	4.7	3.8	2.9	4.3	2.9	2.4	2.6	3.1	5.3	5.9	3.6	2.5	2.3	2.1	-0.6	1.6	1.0	-3.2
フィリピン	1.2	1.0	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0	0.9	1.6	0.9	0.5	0.6	0.6	-0.6	-0.6	0.3	-0.3
シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
タイ	1.1	0.8	0.7	0.5	0.8	0.7	0.7	0.5	0.7	1.6	1.2	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	-0.6	-0.5	1.1	-1.2
オセアニア																					
豪州	7.1	7.0	6.3	7.3	8.9	8.8	9.2	9.2	7.8	5.8	5.3	4.3	3.7	3.5	3.0	3.4	3.4	-3.7	2.0	-4.9	-0.9
NZ	1.5	1.4	0.5	0.2	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3	0.7	C	0.1	0.1	0.1	C	C	-	-1.3	-	-
欧米先進国																					
ベルギー	0.0	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	C	C	C	-	0.1	-0.2	-
カナダ	2.1	1.9	1.7	1.0	1.0	0.9	0.7	0.7	0.5	0.5	0.8	0.8	0.8	1.1	1.8	2.0	2.1	0.0	-1.4	0.1	1.3
フランス	2.5	3.9	4.3	3.3	4.7	4.9	4.1	3.6	4.5	4.0	4.6	C	C	C	C	C	C	-	1.7	-	-
ドイツ	7.7	9.6	6.4	5.1	6.7	7.1	6.2	5.5	5.1	6.7	2.5	4.2	4.3	4.0	3.7	3.5	3.8	-3.9	-1.5	-2.0	-0.4
イタリア	2.3	1.6	1.2	1.1	2.0	2.5	2.4	1.9	2.3	0.7	0.2	0.1	0.2	0.6	0.4	0.2	C	-	0.2	-2.3	-
ルクセンブルグ	0.9	2.5	2.4	2.0	2.2	1.9	0.4	0.4	2.2	0.8	2.8	2.6	1.4	1.8	2.0	1.8	1.8	0.9	-0.5	2.4	-1.0
オランダ	2.6	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3	2.6	2.1	2.0	2.1	1.7	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	-1.2	-0.3	-0.6	-0.3
スウェーデン	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.4	0.6	0.6	0.2	0.3	0.5	0.4	0.6	-0.1	-0.3	0.2	-0.0
スイス	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.9	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.3	-0.1	0.3
英国	17.2	17.1	16.8	18.1	19.6	20.4	17.6	18.9	17.8	12.9	7.1	6.3	4.2	4.6	3.4	3.8	3.5	-13.7	0.4	-11.3	-2.8
米国	19.4	21.4	25.9	25.4	21.1	18.0	20.1	19.2	17.9	20.1	26.1	24.1	25.5	29.5	36.8	36.1	35.3	15.9	0.6	4.0	11.2
計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0

(注) 1) -は未公表, Cは秘匿を表す。

2) ■は5%以上, ■は10%以上であることを表す。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPI)* より作成 (2018年9月15日ダウンロード)

(2) リージョナル・バイアスの指標1 (リージョナル・バイアスの尺度)

リージョナル・バイアスの尺度に基づくと、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれにも共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化を挙げる事ができる。前者として、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さ、後者として、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、を挙げる事ができる。

①については、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは欧米先進国向けに比して、時点によらず1を上回っている国が多いこと、アジアに比してオセアニア（オーストラリア及びニュージーランド）向けは総じて相対的に水準が低いこと、に表れている¹⁴⁾ (表3-a, 3-b)。

実際、アジア・オセアニア向けにおける、オーストラリア、ニュージーランド向けの順位を算出してみると、いずれも株式・投資ファンド持ち分投資については一貫して、下位2分の1以下あるいは下位4分の1以下、すなわち第2四分位数あるいは第1四分位数以下に含まれるほか、債券投資については両国とも過半の時点において、下位2分の1あるいは4分の1以下に含まれる¹⁵⁾。

アジア向けの中で、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、バイアスが弱い国として日本が挙げられる。株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても概ね1を下回り、アジアの中ではいずれも最低ないし最低に近い水準にあるほか、債券投資については2009年末から秘匿により算出不能となっている。秘匿の理由は一般に、投資家の数が少なく、データの公表が投資家の個別情報の判明に繋がる恐れがあることであるため、秘匿は積極的な投資が行われていないことの表れと考えられる。実際、2017年末のシンガポールの日本への投資残高を、同国の対内証券投資

表3 シンガポール対外証券投資残高のリージョナル・バイアスの尺度（年末値）

3-a 株式・投資ファンド持ち分投資残高

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→ 17	01→ 07	07→ 12	12→ 17
アジア																					
中国	-	-	1.7	2.1	4.6	2.3	0.9	2.4	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0	1.5	1.2	1.2	1.2	-	-	1.0	-0.6
* 香港	4.8	2.8	2.2	2.5	4.0	3.1	1.5	1.5	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	-4.3	-3.4	-1.0	0.1
日本	0.6	0.8	0.9	1.0	0.7	0.8	1.1	1.1	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	0.8	0.2	0.4	-0.4	0.1
* 韓国	3.8	3.1	3.8	4.6	3.1	2.8	2.3	2.9	2.3	2.1	2.3	2.4	2.3	2.4	2.4	2.4	1.9	-1.9	-1.5	0.1	-0.5
インド	-	-	1.3	1.6	1.1	1.7	2.2	2.9	3.1	1.7	1.8	2.1	2.2	2.6	2.6	2.2	1.7	-	-	-0.1	-0.4
* インドネシア	10.7	22.8	5.2	7.3	5.6	3.2	4.4	3.3	2.6	2.4	1.9	4.3	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	-8.4	-6.3	-0.1	-2.0
* マレーシア	31.2	17.2	9.9	12.8	12.4	7.9	6.7	6.1	3.0	3.1	2.7	2.2	2.2	2.3	2.0	2.3	1.8	-29.5	-24.5	-4.5	-0.4
* フィリピン	15.8	7.7	5.5	4.9	2.9	2.6	2.2	2.1	1.7	1.4	1.4	1.5	1.2	1.5	1.7	1.7	1.1	-14.7	-13.6	-0.7	-0.4
* シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* タイ	33.8	16.6	7.5	9.2	9.5	7.5	4.6	4.4	2.7	2.2	2.0	1.8	3.1	1.8	1.9	1.8	1.4	-32.4	-29.2	-2.8	-0.4
オセアニア																					
豪州	1.4	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0	1.6	0.7	1.3	1.3	1.1	1.0	1.4	1.2	0.9	1.2	1.1	-0.3	0.2	-0.6	0.0
* NZ	2.4	2.0	1.1	0.5	0.1	0.6	1.7	0.5	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.2	0.5	-1.9	-0.7	-1.6	0.4
欧米先進国																					
ベルギー	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.5	0.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2	-	-
カナダ	0.2	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	-	-	-	-	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6	0.4	0.1	-	-
フランス	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.4	0.7	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.2	-	-
ドイツ	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.3	-	-	-	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	0.2	0.3	0.1	-0.2
イタリア	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	-	-	-	-	-	-	0.3	0.1	-
ルクセンブルグ	15.2	16.7	12.2	5.1	4.2	10.1	4.5	2.8	5.4	5.9	7.6	11.9	15.7	23.9	32.7	25.0	29.4	14.2	-10.6	7.4	17.4
オランダ	0.4	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5	0.3	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.0	-	-
スウェーデン	0.3	0.4	0.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
スイス	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6	0.1	-0.0	-	-
英国	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	0.8	1.5	1.4	1.0	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	-0.3	0.4	-0.6	-0.0
米国	0.4	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.2	0.2	0.1	-0.1

3-b 債券投資残高

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→ 17	01→ 07	07→ 12	12→ 17
アジア																					
中国	1.0	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.3	0.7	1.1	0.6	0.5	0.4	-0.6	-0.8	0.0	0.2
* 香港	10.4	10.0	10.9	9.6	12.9	13.2	13.9	17.8	10.5	10.8	10.3	11.3	17.3	10.4	6.7	5.2	4.3	-6.1	3.5	-2.6	-7.0
日本	0.5	0.2	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.1	-	-
韓国	-	2.8	3.3	2.6	3.0	3.0	4.7	7.8	7.1	4.7	6.1	4.3	2.6	2.8	1.7	1.4	1.4	-	-	-0.3	-2.9
インド	18.1	12.5	19.6	22.3	13.0	18.9	22.9	39.2	42.6	78.2	11.9	14.2	8.4	8.6	5.8	3.0	3.1	-15.0	4.8	-8.7	-11.1
インドネシア	4.7	6.9	7.7	10.0	24.2	22.4	24.7	13.9	18.5	32.4	22.2	19.3	12.7	11.0	7.7	6.8	6.2	1.5	20.0	-5.4	-13.1
* マレーシア	-	-	-	-	15.0	10.7	15.6	10.4	8.7	8.0	9.1	13.5	15.4	9.1	7.5	7.2	6.2	-	-	-2.1	-7.4
* フィリピン	-	-	-	-	-	-	-	-	6.5	7.5	8.6	6.6	12.1	6.2	3.7	4.7	4.8	-	-	-	-1.8
* シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* タイ	-	-	-	-	5.2	3.5	2.5	2.5	3.0	5.3	4.1	5.6	2.5	1.8	1.6	1.6	1.7	-	-	3.1	-4.0
オセアニア																					
豪州	5.9	5.6	4.1	4.6	5.5	4.9	4.2	5.2	3.8	2.6	2.3	1.8	1.8	1.6	1.4	1.7	1.7	-4.1	-1.7	-2.3	-0.1
* NZ	23.1	20.8	7.4	2.8	4.6	6.4	3.1	6.8	7.7	5.1	9.4	-	1.1	1.6	1.6	-	-	-	-20.0	-	-
欧米先進国																					
ベルギー	0.0	0.2	0.3	0.3	0.6	0.5	0.2	0.5	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	0.2	-0.2	-
カナダ	0.8	0.9	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.5	0.9	0.9	0.9	0.1	-0.5	0.0	0.6
フランス	0.6	0.9	0.9	0.7	1.1	1.1	0.9	0.7	0.9	0.9	1.0	-	-	-	-	-	-	-	0.2	-	-
ドイツ	1.3	1.5	0.9	0.7	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	1.3	0.5	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	-0.2	-0.3	-0.0	0.2
イタリア	0.6	0.4	0.3	0.2	0.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	-	-	-0.0	-0.5	-
ルクセンブルグ	4.3	12.3	12.2	10.2	11.8	9.9	1.9	0.8	0.7	4.2	1.6	3.4	2.8	1.5	1.8	2.3	2.0	-2.4	-2.4	1.5	-1.4
オランダ	1.3	1.1	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	-0.6	-0.5	-0.1	0.0
スウェーデン	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8	0.8	0.3	0.4	0.6	0.6	0.8	-0.3	-0.7	0.3	0.0
スイス	0.0	0.0	0.2	0.2	0.3	0.9	0.8	0.9	1.3	2.7	0.8	0.5	0.4	0.7	0.8	1.0	1.2	1.2	0.8	-0.3	0.7
英国	3.5	3.4	3.2	3.3	3.5	3.2	2.7	3.5	2.9	2.2	1.2	1.0	0.7	0.7	0.5	0.7	0.6	-2.9	-0.8	-1.7	-0.4
米国	0.4	0.5	0.6	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	0.6	0.1	0.2	0.3

(注) 1) 債権国サイドの統計に基づいて作成。-はデータの不足により、算出不可能であることを表す。

2) ■は1以上、■は5以上、■は10以上であることを表す。

3) *は、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007年末の変化と2012→2017年末の変化を比較可能な範囲で比較したとき、マイナス幅が縮小（ないしプラス転化、プラス幅拡大）している国を表す。

4) 算出に用いた各国の債券市場の規模は、BIS, *Debt Securities Statistics*において、「総債務証券」(TDS: Total debt securities) が公表されている場合はTDSを、TDSが未公表の場合は、借り手が居住する国の現地市場以外の市場で発行された債券である「国際債務証券」(IDS: International debt securities) と借り手が居住している国の現地市場で発行された債券である「国内債券」(DDS: Domestic debt securities) の合計とする。TDSが未公表で、かつIDSとDDS双方が公表されていない場合は、債券市場の規模はゼロと見做すこととする。なお、IDSとDDSの合計は概念的にはTDSと一致するが、重複の存在から、IDSとDDSの合計はTDSより大きくなる可能性がある。世界の債券市場の規模は、2017年末時点において、TDSあるいはIDSとDDS双方が公表されている国の債券市場の規模の合計とする。

5) 算出に用いた株式時価総額は World Bank, *Market capitalization of listed domestic companies* による。ただし、同統計においては、2009年以降、英国分が含まれていない。そのため、2009年以降は、London Stock Exchange, *Main Market Factsheet* 各号及び IMF, *International Financial Statistics* を用いて、英国の株式時価総額（米ドルベース）を求めるとともに、その数値を世界の株式時価総額にも含めている。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)* , IMF, *International Financial Statistics*, BIS, *Debt Securities Statistics*, London Stock Exchange, *Main Market Factsheet* 各号, World Bank, *Market capitalization of listed domestic companies* より作成（いずれのデータとも、2018年9月15日ダウンロード）。

統計におけるシンガポール部分の数値を用いて延長した上で、2017年末時点のリージョナル・バイアスの尺度を試算すると0.3となり、2017年末で数値が取得できる全てのアジア・オセアニアの国を下回る水準となる¹⁶⁾。そのため、日本向けの債券投資についても、リージョナル・バイアスは、相対的に弱いと考えることができる。

②については、2001年末から2017年末にかけて、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは総じて、リージョナル・バイアスの尺度の低下傾向が観察されることに表れている。実際、2001年末と2017年末とを比較すると、アジア・オセアニア向けのうち、株式・投資ファンド持ち分投資では9カ国中8カ国、債券投資では5カ国中4カ国において、リージョナル・バイアスの尺度が低下している。

③については、リージョナル・バイアスの程度が相対的に強い債券投資については、低下に歯止めが掛かりつつあるとは言えないものの、株式・投資ファンド持ち分投資については総じて、低下スピードが緩やかになっていることに表れている。実際、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007年末の変化と2012→2017年末の変化を比較可能な範囲で比較すると、マイナス幅が縮小（ないしプラス転化、プラス幅拡大）しているのは、債券投資では5カ国中2カ国にとどまるのに対して、株式・投資ファンド持ち分投資では9カ国中7カ国となっている。

(3) リージョナル・バイアスの指標 2 (対外証券投資残高結合度)

対外証券投資残高結合度に基づく、リージョナル・バイアスの尺度に基づく分析と同様の結論が得られる。すなわち、株式・投資ファ

ンド持ち分投資、債券投資のいずれにも共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化を挙げることができる。前者として、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの強さ、とりわけアジア・バイアスの強さ、後者として、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、を挙げることができる。

①については、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは欧米先進国向けに比して、時点によらず1を上回っている国が多いこと、アジアに比してオセアニア（オーストラリア、ニュージーランド）向けは総じて相対的に水準が低いこと、に表れている（表4-a, 4-b）。実際、アジア・オセアニア向けにおける、オーストラリア、ニュージーランド向けの順位を算出してみると、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても一貫して、下位2分の1以下あるいは下位4分の1以下に含まれる。

アジア向けの中で、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、バイアスが弱い国として日本が挙げられる。株式・投資ファンド持ち分投資では1を下回ることも少なくなく、アジアの中ではいずれも一貫して最低水準にあるほか、債券投資については2009年から秘匿により算出不能となっている。前節でも述べたように、秘匿は積極的な投資が行われていないことの表れと考えられるほか、実際、2017年末のシンガポールの日本への投資残高を同国の対内証券投資統計におけるシンガポール部分の数値を用いて延長した上で、同年末時点

表4 シンガポール対外証券投資残高の結合度 (年末値)

4-a 株式・投資ファンド持ち分投資残高

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→ 17	01→ 07	07→ 12	12→ 17
アジア																					
* 中国	12.0	7.4	4.2	4.0	4.9	2.8	2.7	5.7	4.8	4.6	4.9	4.3	5.2	4.8	6.1	5.5	5.6	-6.4	-9.4	1.6	1.3
* 香港	5.9	4.5	3.5	4.8	8.5	7.1	3.6	3.8	1.7	1.5	1.3	1.4	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	-4.0	-2.4	-2.2	0.6
* 日本	0.8	1.1	1.2	1.2	0.9	0.9	1.2	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	0.3	0.4	-0.3	0.1
* 韓国	3.1	2.6	2.9	3.6	2.9	3.0	2.7	3.7	2.8	2.5	2.9	3.1	3.0	3.1	3.5	3.4	3.0	-0.1	-0.4	0.4	-0.1
インド	2.7	2.0	1.8	2.2	1.4	2.4	3.5	3.4	4.1	2.5	2.8	3.4	3.1	3.9	4.1	3.6	3.4	0.7	0.8	-0.1	-0.0
* インドネシア	13.2	19.0	4.7	7.0	6.5	4.8	6.6	4.5	3.6	3.9	3.5	7.5	4.7	4.5	4.9	4.9	4.7	-8.5	-6.6	0.8	-2.8
* マレーシア	58.5	36.1	21.8	23.9	24.6	16.2	11.6	13.7	7.2	6.8	6.0	5.2	5.4	5.5	5.6	6.5	5.2	-53.3	-47.0	-6.3	-0.0
* フィリピン	18.8	14.0	8.7	7.8	5.0	4.4	3.3	4.3	3.7	3.7	4.0	3.9	2.9	3.4	4.0	4.4	2.7	-16.1	-15.4	0.5	-1.1
* シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* タイ	30.1	17.0	8.8	11.6	11.0	9.3	5.6	5.8	3.3	3.1	3.0	2.8	4.8	3.2	3.8	3.8	3.0	-27.1	-24.5	-2.8	0.2
オセアニア																					
* 豪州	1.5	1.9	1.8	1.9	1.6	1.4	2.0	1.0	1.7	1.6	1.5	1.4	1.8	1.6	1.2	1.5	1.3	-0.2	0.5	-0.6	-0.1
* NZ	2.4	2.2	1.3	0.6	0.1	0.6	1.9	0.6	0.4	0.1	0.3	0.1	0.3	0.5	0.2	0.2	0.6	-1.8	-0.5	-1.8	0.4
欧米先進国																					
ベルギー																					
カナダ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
フランス	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	-	-	-	-	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7	0.5	0.2	-	-
ドイツ	0.3	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.3	-	-
イタリア	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	-	-	-	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.1
ルクセンブルグ	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	-	-	-	-	-	-	0.2	0.0	-
オランダ	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.0	0.0	0.1
スウェーデン	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1	-	-
スイス	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.8	0.5	0.6	-	-	-	-	-	-	0.1	0.4	-	-
英国	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	-	-	-	-	-	-	-	-	0.4	-0.1	0.0	-	-
米国	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	1.0	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	-0.2	0.3	-0.5	-0.0
米国	1.1	1.4	1.7	1.5	1.7	1.5	1.5	1.4	1.6	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4	1.2	1.2	1.2	0.0	0.3	0.1	-0.4

4-b 債券投資残高

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	01→ 17	01→ 07	07→ 12	12→ 17
アジア																					
* 中国	7.5	8.3	8.7	5.9	6.7	6.5	5.2	8.3	6.3	2.1	2.9	2.3	3.7	5.7	4.4	5.9	6.4	-1.0	-2.3	-2.9	4.1
* 香港	9.5	21.5	21.2	14.6	18.9	18.8	21.5	33.4	32.5	24.0	22.6	19.4	21.2	11.7	6.8	5.7	5.1	-4.4	12.0	-2.1	-14.2
* 日本	3.3	1.4	0.3	1.0	1.7	3.0	2.7	1.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.6	-	-
* 韓国	9.9	11.7	16.6	12.3	13.6	14.5	13.8	20.0	16.9	10.2	14.2	10.6	6.9	6.9	4.5	5.2	5.5	-4.5	3.9	-3.3	-5.1
インド	17.1	24.6	30.2	21.5	11.3	10.2	13.7	24.4	18.7	19.2	29.9	35.9	27.2	21.4	14.0	10.2	10.9	-6.2	-3.5	22.3	-25.0
* インドネシア	24.2	27.7	23.1	24.6	36.0	35.9	33.1	25.0	26.6	30.3	19.0	14.7	10.7	8.2	6.1	5.6	5.6	-18.6	8.9	-18.4	-9.1
* マレーシア	20.2	23.8	22.1	27.2	24.4	20.4	23.3	24.4	17.3	12.9	13.8	17.1	17.4	11.8	9.7	9.7	9.2	-11.0	3.1	-6.2	-7.9
* フィリピン	9.6	9.5	5.1	5.0	3.9	5.5	6.1	11.2	9.1	8.2	7.9	5.8	12.8	5.7	4.9	5.8	5.8	-3.8	-3.5	-0.3	-0.0
* シンガポール	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
* タイ	19.9	20.9	21.6	18.1	23.0	20.8	31.0	26.1	26.2	26.8	21.5	19.9	8.4	5.6	5.3	5.1	5.7	-14.2	11.1	-11.1	-14.1
オセアニア																					
* 豪州	1.5	5.7	4.2	4.2	5.0	4.6	4.8	5.4	3.5	2.3	1.9	1.6	1.5	1.4	1.2	1.4	1.4	-0.1	3.3	-3.2	-0.1
* NZ	2.4	10.6	4.5	1.3	2.4	3.1	1.6	2.1	3.0	2.3	4.5	-	0.7	0.8	0.7	-	-	-	-0.8	-	-
欧米先進国																					
ベルギー																					
カナダ	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-	-
フランス	0.7	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.6	0.6	0.6	-0.1	-0.3	-0.1	0.3
ドイツ	0.5	0.7	0.6	0.5	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6	-	-	-	-	-	-	-	0.1	-	-
イタリア	0.6	0.8	0.5	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.8	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	-0.1	-0.0	-0.1	0.1
ルクセンブルグ	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-	-	0.1	-0.4	-
オランダ	0.5	1.3	1.3	1.0	1.0	0.9	0.2	0.3	0.2	1.3	0.4	1.1	0.9	0.5	0.7	0.8	0.7	0.3	-0.3	0.9	-0.4
スウェーデン	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.0
スイス	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	-0.1	-0.2	0.1	0.0
英国	0.0	0.1	0.4	0.4	0.5	1.3	1.0	1.2	1.3	4.2	0.8	0.6	0.5	0.8	0.9	1.1	1.3	1.3	1.0	-0.5	0.7
米国	2.2	2.2	2.2	2.2	2.4	2.3	1.9	2.1	2.0	1.6	0.9	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	-1.7	-0.3	-1.1	-0.3
米国	0.7	0.8	1.1	1.1	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	0.5	0.2	0.1	0.2

(注) 1) -はデータの不足により、算出不可能であることを表す。

2) ■は1以上, ■は5以上, ■は10以上であることを表す。

3) *は、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007年末の変化と2012→2017年末の変化を比較可能な範囲で比較したとき、マイナス幅が縮小(ないしプラス転化、プラス幅拡大)している国を表す。

(出所) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) より作成 (2018年9月15日ダウンロード)

の対外債券投資残高結合度を試算すると1.2となり、2017年末時点で数値が取得できる全てのアジア・オセアニアの国向けに比べて低い数値となる。

②については、2001年末から2017年末にかけて、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれについても、アジア・オセアニア向けは総じて、低下傾向が観察されることに表れて

いる。実際、2001年末と2017年末とを比較すると、アジア・オセアニア向けのうち、株式・投資ファンド持ち分投資では11カ国中9カ国、債券投資では9カ国中9カ国の全てにおいて、対外証券投資残高結合度が低下している。

③については、リージョナル・バイアスの程度が相対的に強い債券投資については¹⁷⁾、低下に歯止めが掛かりつつあるとは言い切れないものの、低下スピードが緩やかになっていることに表れている。そのことは、広範囲の国向けに生じている。実際、アジア・オセアニア向けのうち、2001→2007年末の変化と2012→2017年末の変化を比較可能な範囲で比較すると、マイナス幅が縮小（ないしプラス転化、プラス幅拡大）しているのは、債券投資では9カ国中2カ国にとどまるのに対して、株式・投資ファンド持ち分投資では11カ国中8カ国となっている。

14) ルクセンブルグ向けの株式・投資ファンド持ち分投資は一貫して、アジア・オセアニア向けに匹敵ないし上回る強いバイアスを持っている。その一因として、世界有数の規模を持つ同国ファンドへの投資において、シンガポールが強いバイアスを持つことを挙げることができる。そのことは、シンガポールで販売されているファンドの過半が外国籍であり、その過半がルクセンブルグ籍であること（PricewaterhouseCoopers [2015]）、ルクセンブルグが中心的な設定国となっている UCITS、すなわち欧州委員会（European Commission）が制定した指令（UCITS 指令）に準拠するファンドの販売において、アジア太平洋が欧州域外で最大の販売地であり、中でもシンガポールが最大の販売地であること（野村 [2015]）、などによって示唆される。なお、欧州投資信託協会（EFAMA: European Fund and Asset Management Association）、*Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2017 & Results for the Full Year of 2017*によると、2017年末の UCITS の純資産残高において、ルクセンブルグ籍は3.5兆ユーロ（4.2兆米ドル）と最大であり、全体の35.9%を占める。

15) 順位を捉えるに際して、第2四分位数あるいは第1四分位数以下、といった相対的な順位に基づく理由は、年によってリージョナル・バイアスの尺度を算出できる国の数が異なることによる影響を排除するためである。なお、第2四分位数あるいは第1四分位数以下となるということは、例えば11カ国が対象であれば、順位ではそれぞれ6位以下、9位以下であることになる。

16) 日本については、国別の対内債券投資残高が公表されており、シンガポールからの対内債券投資残高が明らかになっている。ここでは、その2009年末から2017年末ま

での各年の変化率を用いることにより、2017年末時点におけるシンガポールから日本への対外債券投資残高を試算し、それを用いて同年末のリージョナル・バイアスの尺度を試算した。もっとも、前述したように、クロスボーダーの証券取引においては、負債サイドからは最終投資家の国籍の把握が難しい。そのため、ここでの試算結果はある程度幅を持ってみる必要がある。

17) 債券投資のリージョナル・バイアスが相対的に強い理由は明らかでない。ADB [2013] は、近年の世界的な金融危機の発生に伴うリスク回避の高まり、欧米諸国の積極的な金融緩和とアジアの堅調な成長が、域内債券保有比率の押し上げに寄与した可能性を指摘しているが、そうした要因が2000年代の終わりから2010年代の初め頃にかけてリージョナル・バイアスを押し上げ、その影響が残存している可能性もある。

4. シンガポールのリージョナル・バイアス—距離・情報の観点から—

リージョナル・バイアスは、距離との関係が強いと考えられる。そこで次に、シンガポールのリージョナル・バイアスが、リージョナル・バイアスの尺度、対外証券投資残高結合度の分析から前節で明らかになった①、②、③の3つの特徴を持つ理由について、距離の観点から検討する。

なお、リージョナル・バイアスと距離との関係が強いと考えられる理由として、先行研究において、リージョナル・バイアスと距離との関係の深さを指摘する場合が少なくないことを挙げることができる。その場合、距離は、親近感、文化的類似性等もさることながら、情報の入手し易さの代理変数と捉えられることが多い。実際、アジアにおいてリージョナル・バイアスが存在することを指摘する論者は、その理由として、「地理的な距離が近いほど、多くの情報が得られる」という点を、主たる要因の一つとして指摘している（伊藤 [2009]；高阪 [2013]）。そうした考え方の背景にはそもそも、過去の証券投資に関する実証分析において、距離が重要な役割を担うこと、そして距離が情報の入手し易さの代理変数と見做されることは少なくないことがあると考えられる。そして、距離を情報の入手し易さの代理変数と考える場合、その代表的な情報として、「対面接触

によって得られる情報」を挙げることができる (Coval and Moskowitz [1999]; Portes and Rey [2005])。電子メール、テレビ会議システム、情報ベンダーなど、多様な情報源が発達している現代においても、対面接触は、地理的距離が大きいほど、移動に伴う金銭的成本、時間的コスト等が高くなることから、依然として地理的な距離に依存すると考えられるためである。

対面接触によって得られる固有の情報としては、入手において対面接触が重要な役割を果たすタイプの情報がある。その代表例としてはこれまで、「定性データ」(「質的データ」)が、幅広い調査の分野において指摘されてきた¹⁸⁾。「定性データ」(「質的データ」)の入手において対面接触が重要な役割を果たすという考え方は、金融取引、そして証券投資理論の一分野である証券分析の分野において指摘されてきたことでもある (Graham and Dodd [1934]; Fischer and Jordan [1983]; 榊原 [2013])。また、特に金融取引においては、入手の際に対面接触が重要な役割を果たすと考えられる情報として「標準化されていない情報 (non-standardized information)」が指摘される場合もある (Porteous [1995]; Zhao, Zhang, and Wang [2004])¹⁹⁾。

以下では、時間の経過によらない概ね一貫した傾向である、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さ、次いで時間の経過による変化である、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、について順に、距離の観点から検討する。

(1) リージョナル・バイアスの一貫した傾向と距離

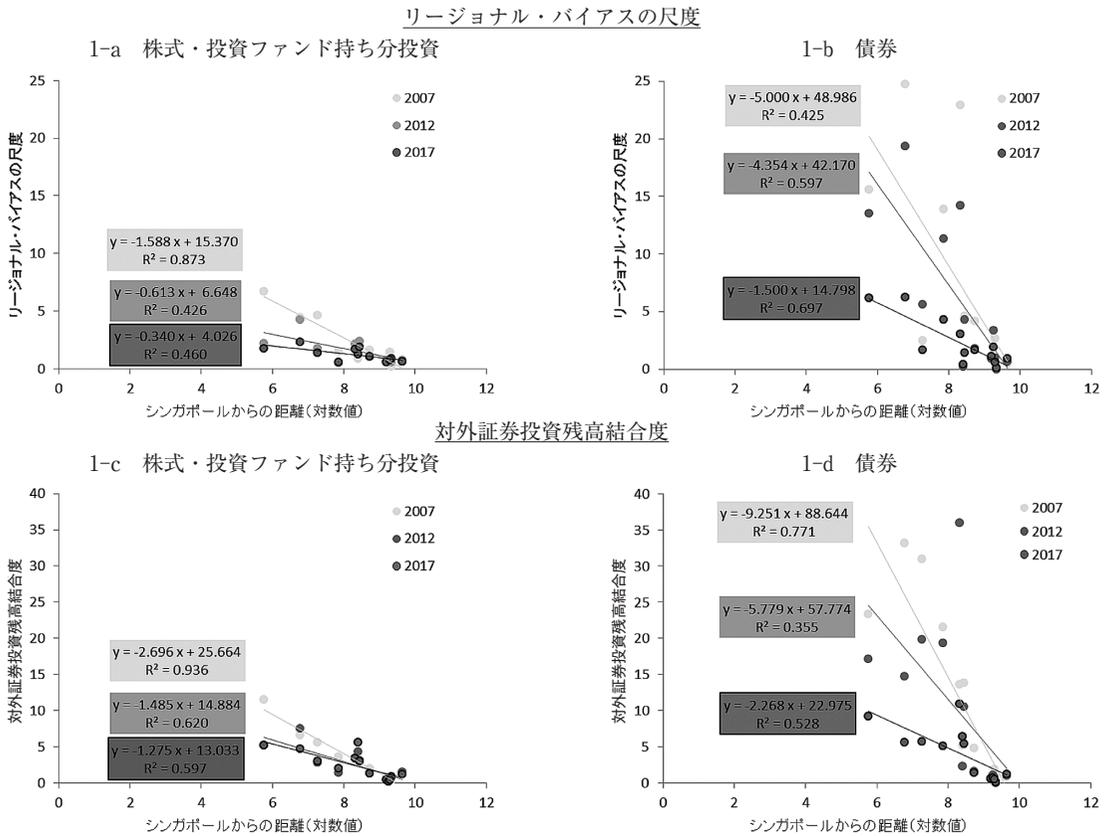
データの制約がある中で、一定のサンプルを確保するため、アジア・オセアニア以外の国にも対象を広げ、シンガポールのリージョナル・バイアスの指標と、同国から投資国への距離と

の関係をみると、概ね一貫して、同国のリージョナル・バイアスの尺度、対外証券投資残高結合度ともに、同国から各投資対象国への距離が近いほど値が大きく、遠いほど値が小さいという関係が観察される (図1-a, 1-b, 1-c, 1-d)。このことから、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さについては、シンガポールからのアジアへの距離が近いこと、が理由であると考えることができる。アジア向けのバイアスがオセアニア向けに比して強い理由は、オセアニア2カ国へのシンガポールからの距離が、どのアジアの国よりも大きいことが理由と考えられる。また、前述のように、アジアの中で日本へのバイアスが相対的に弱い理由は、アジアの中では最もシンガポールからの距離が遠いことが理由と考えることができる。

先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数であると考えられてきたことを踏まえると、①については、オセアニアに比して、シンガポールからのアジアへの距離が近いことから、情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し易いこと、が理由であると考えられることもできる。また、アジアの中で日本へのバイアスが相対的に弱い理由は、アジアの中では最もシンガポールからの距離が遠く、情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し難いこと、が理由と考えることができる。

シンガポールにおいて、オセアニアに比べ、アジアの情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し易いこと、アジアの中では日本の情報、とりわけ対面接触によって得られる情報が入手し難いことを直接的に表す事例として、証券の投資家と発行体の間における対面での情報交換の代表的な場の一つである IR ロードショーの事例が挙げられる²⁰⁾。実際、BNY MELLON, *Global Trends in Investor Relations 2015* によって、IR ロードショー目的で費やした日数が多い5都市/地域の順位をみると、シンガポールは、東南アジア企業、インド企業にとっては、ニューヨークシティ (以下、ニュー

図1 距離とリージョナル・バイアスとの関係



(注) 1) 対象とする国は、2007年、2012年及び2017年において、株式・投資ファンド持ち分投資及び債券のリージョナル・バイアスの尺度、対外証券投資残高結合度がいずれも算出できる13カ国（オーストラリア、香港、中国、ドイツ、インド、インドネシア、韓国、ルクセンブルグ、マレーシア、スペイン、タイ、英国、米国）とした。ただし、リージョナル・バイアスの尺度の株式・投資ファンド持ち分投資の図については、他の値から大きく外れた値を取る場合があるルクセンブルグを除く12カ国とした。

2) 「各国からの距離」は首都間の距離を表す（CEPII, *The GeoDist Database*, http://www.cepii.fr/CEPII/en/bdd_modele/presentation.asp?id=6）。

(出所) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)*, BIS, *Debt Securities Statistics*, World Bank, *Market capitalization of listed domestic companies*, CEPII, *The GeoDist Database* より作成（データはいずれも、2018年9月15日アクセス）

ヨーク）やロンドンを上回る日数を費やす1位の訪問先であるほか、中華圏（中国本土、台湾、香港）企業にとっては、香港、ニューヨークに次ぐ3位の訪問先であるのに対し、オセアニア企業、そして日本企業にとっては、有力な訪問先の一つではあるものの、いずれも5位の訪問先にとどまっている（表5）。なお、ニューヨーク、ロンドンについては、アジア太平洋の企業だけでなく、北米、西欧、ラテンアメリカ、中東、ロシア、東欧・アフリカ企業などに

についても上位の訪問先となっている。

表5 アジア太平洋企業によるロードショー
(2015年調査)

企業所在地		アジア太平洋の企業				
		日本	中華圏	東南アジア	インド	豪州/NZ
アジア太平洋	シンガポール	5	3	1	1	5
	香港	4	1	2	2	3
	東京	1		5		
	シドニー					1
北米	ニューヨークシティ	3	2	3	3	4
	ボストン		5		5	
	サンフランシスコ					
	シカゴ					
	ロスアンゼルス/サンディエゴ					
	米国中部大西洋岸					
西欧	ロンドン	2	4	3	3	2
	フランクフルト					
	パリ					
	アムステルダム					
	ストックホルム					

(注) 1) 数値は、過去12ヶ月平均で、IRロードショー目的で費やした日数が多い5都市/地域の順位。調査期間は、2015年2月から4月。

2) 中華圏は、中国本土、台湾、香港。

(出所) BNY MELLON, *Global Trends in Investor Relations 2015*より作成

(2) リージョナル・バイアスの時間の経過による変化と距離

次に、シンガポールのリージョナル・バイアスの指標と、同国から投資国への距離との関係を、時間の経過による変化という観点から捉えると、リージョナル・バイアスの距離に対する感応度、すなわち回帰直線の傾きが低下しつつあること、ただし、株式・投資ファンド持ち分投資については、感応度の低下傾向に歯止めが掛かりつつあること、を指摘することができる(前掲図1-a, 1-b, 1-c, 1-d)。これらのことから、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向については、そもそも証券投資において、距離の重要性が低下していること、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息については、そもそも証券投資において距離の重要性は低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、が理由であると考えられることができる。

前述のように、先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数であると考えられてきた

ことを踏まえると、②については、証券投資において、ICT(情報通信技術)分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性が低下していること、③については、証券投資において、ICT(情報通信技術)分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性は低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、が理由であると考えられることもできる。③についてはさらに、先行研究において対面接触によって得られる固有の情報の代表例として挙げられてきた「定性データ」(「質的データ」)や「標準化されていない情報」などの金融取引における重要性が低下していないと考えられることを踏まえると、それら情報の入手において、対面接触の果たす重要性は低下しているものの、依然として一定の重要性が残っており、それが証券投資における距離の重要性に歯止めを掛ける要因となっていると考えられることができる。

18) 社会科学の分野において情報の分類を行う場合、「定量データ」(あるいは「量的データ」)と「定性データ」(あるいは「質的データ」)といった区分は広く用いられており、定量データを扱う調査は定量(的)調査あるいは量的調査(quantitative research)、定性データを扱う調査は定性(的)調査あるいは質的調査(qualitative research)などと呼ばれる(伊藤[2011]、西山・鈴木・大西[2013]、杉野[2017])。

19) 「標準化されていない情報(non-standardized information)」は、論者によって様々である。Porteous[1995]は、「標準化されていない情報」は、対面接触による特別な監視や確認によって得られるものであることを指摘しており、その一例として、倒産しつつある借手手のモニタリングを挙げている。Zhao, Zhang, and Wang[2004]は、その一例として規制に関する情報を挙げ、中国においては、政策の実施・執行が行政当局の解釈や言葉による明確な表現によることが多いが、それらが当局との頻繁な対面接触によって得られるものであることを指摘している。

20) 日本IR協議会によれば、ロードショーとは、「企業が、主に株式の上場や発行、売り出しの際に、機関投資家を訪問して説明する活動。一定の期間内に各地に点在する投資家を訪問することから、『ロードショー』と呼ばれるようになった。転じて通常のIR活動においても、海外の機関投資家などを訪問することを『海外ロードショー』と呼ぶ」(https://www.jira.or.jp/guide/term.html#select_ra, 2016年9月30日アクセス)としている。

IRロードショーは、証券の投資家と発行体の間にお

ける対面での情報交換の代表的な場である。この点に関して Solomon and Soltes [2015] は、証券投資家が投資対象とする企業との間で行う対面接触の代表的な事例である「1対1の会談 (one-on-one meeting)」の場として、産業界や投資銀行によって開催されるカンファレンス、企業の経営陣による投資家の訪問 (IR ロードショー)、投資家による企業の訪問、を指摘している。

5. まとめに代えて

本稿では、シンガポールの対外証券投資、とりわけシェアの高いアジア向け投資について、第一に、どのような特徴を持つか、第二に、そのような特徴を持つ理由は何か、について分析することを通じて、同国はそもそも「アジアに関する専門的知識・技術 (expertise)」を持つか、持つならそれは何か、を明らかにすることを試みた。分析に際しては、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスに焦点を当てた。分析の結果、明らかになったことは、以下の通りである。

第一の「どのような特徴を持つか」という点については、株式・投資ファンド持ち分投資、債券投資のいずれにも共通する特徴として、時間の経過によらない概ね一貫した傾向と時間の経過による変化があることが明らかになった。前者としては、①アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアス、とりわけアジア・バイアスの強さ、後者としては、②アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向、③株式・投資ファンド持ち分投資における、アジア・オセアニアへのリージョナル・バイアスの低下傾向の終息、を挙げることができる。

第二の「そのような特徴を持つ理由は何か」については、先行研究において、リージョナル・バイアスと距離との関係の強さが示唆される場合が少なくないことを踏まえ、距離の視点に基づいて分析した。その結果、①が生じる理由として、シンガポールからアジアへの距離の近さ、を挙げられることが明らかになった。そのことは、概ね一貫して、同国のリージョナル・バイアスが実際に、投資国への距離が近いほど大きく、遠いほど小さいという関係がある

ことによって示唆される。また、②と③が生じる理由として、証券投資において、距離の重要性が低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、を挙げられることが明らかになった。そのことは、時間の経過につれて、リージョナル・バイアスの距離に対する感応度が低下しつつあるものの、相対的にリージョナル・バイアスの弱い株式・投資ファンド持ち分投資については、感応度の低下傾向に歯止めが掛かりつつあることによって示唆される。先行研究において、距離は情報、とりわけ対面接触によって得られる情報の入手し易さの代理変数と見做されることが多いことを踏まえると、①については、対面接触によるアジア情報の入手の容易さ、②と③については、証券投資において、ICT (情報通信技術) 分野の技術進歩等により、対面接触によって得られる情報の重要性が低下しているものの、依然として一定の重要性が残っていること、が理由であると考えることもできる。

以上の分析から、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、を挙げることができる。そのことは、より一般に、主要先進国の資本移動の自由化、ICT (情報通信技術) 分野の技術進歩がそれぞれ、規制面、情報面における国際金融センターの国際金融取引における優位性を弱める方向に作用しているものの、対面接触による距離が近い国・地域の情報の入手の容易さは、専門的知識・技術の一側面として、引き続きその優位性をサポートする要因として働いていると考えられる。

<参考文献>

- 伊藤修一郎 [2011], 『政策リサーチ入門：仮説検証による問題解決の技法』, 東京大学出版会。
- 伊藤隆敏 [2009], 「アジア・ボンド：展望－将来の通貨危機を未然に防ぐ切り札か?－」小川英治編『アジア・ボンドの経済学 債券市場の発展を目指して』, 東洋経済新報社, 第1章。
- 岩田健治 [1996], 『欧州の金融統合』, 日本経済評論社。

- 岩田健治 [2017], 「証券市場を取り巻く環境変化」証券経済学会・日本証券経済研究所編『証券事典』, 金融財政事情研究会, 第IV編第1章 [2]。
- 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。
- 熊谷聡 [2011], 「修正貿易結合度の算出と影響」野田容助・木下宗七・黒子正人編『国際貿易データを基礎とした貿易指数と国際比較・分析』, アジア経済研究所, 第4章。
- 経済産業省 [2007], 『平成19年版通商白書』, 経済産業省。
- 高阪章 [2013], 「東アジア新興市場のマクロ金融リンクと金融深化」国宗浩三編『グローバル金融危機と途上国経済の政策対応』, アジア経済研究所, 第2章。
- 榊原茂樹 [2013], 「証券と投資」榊原茂樹・城下賢吾・姜喜永・福田司文・岡村秀夫著『入門証券論第3版』, 有斐閣, 第1章。
- 清水祐希・西岡慎一・馬場直彦 [2003], 「わが国機関投資家の資産運用行動について—金融市場に与える影響を中心に—」日本銀行『日銀レビュー』J-4, 3月, 1-6頁。
- 杉野勇 [2017], 「社会調査の種類」轟亮・杉野勇編『入門・社会調査法 [第3版]: 2ステップで基礎から学ぶ』, 法律文化社, 第2章。
- 住友信託銀行インデックススクオンツ運用部編 [2011], 『投資インデックス・ハンドブック』, 金融財政事情研究会。
- 中曾宏 [2015], 『アジア経済の過去・現在・未来—日本証券アナリスト協会主催国際セミナーにおける講演—』。
(https://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2015/data/ko150424a1.pdf, 2017年3月17日アクセス)
- 西山敏樹・鈴木亮子・大西幸周 [2013], 『データ収集・分析入門—社会を効果的に読み解く技法』, 慶應義塾大学出版会。
- 日本銀行国際局アジア金融協力センター・アジア金融システム研究会 [2009], 『アジア債券市場育成について: 回顧と展望』。
(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2009/data/cem0907.pdf, 2017年3月17日アクセス)
- 日本銀行国際収支統計研究会 [2000], 『入門 国際収支—統計の見方・使い方と実践的活用法』, 東洋経済新報社。
- 野村亜紀子 [2015], 「再確認すべきアジア地域ファンド・パスポート構想の意義と成功要因」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー 2015年 春号』Vol. 18-4, 176-182頁。
- 山澤逸平 [1970], 「世界貿易の結合度分析」『一橋大学研究年報 経済学研究』第14巻, 75-123頁。
- Asian Development Bank [2013], *Asian Economic Integration Monitor-March 2013*. (<https://www.adb.org/sites/default/files/publication/30181/aem-201303.pdf>, accessed on September 22, 2019)
- Coval, J. D. and T. J. Moskowitz [1999], “Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios,” *The Journal of Finance*, Vol. 54, Issue 6, December, pp. 2045-2073.
- Fischer, D. E. and R. J. Jordan [1983], *Security analysis and portfolio management 3rd edition*, Prentice Hall. (津村英文監訳・日本証券アナリスト協会訳 [1987] 『証券分析とポートフォリオ管理』白桃書房)
- Graham, B. and D. L. Dodd [1934], *Security analysis: Principles and technique*, McGraw-Hill. (関本博英・増沢和美訳 [2002] 『証券分析 1934年版』パンローリング)
- IMF [2000], “Singapore: Selected Issues,” *IMF Staff Country Reports*, No. 00/83, July, pp. 1-86.
- Ito, T. and Y.-C. Park [2004], “Overview-challenges and strategies,” in Ito, T. and Y.-C. Park (eds.), *Developing Asian Bondmarkets*, Asia Pacific Press, Chapter 1.
- Kim, S., J.-W. Lee, and K. Shin [2006], “Regional and Global Financial Integration in East Asia,” *MPRA Paper*, No. 695, November, pp. 1-56.
- McCauley, R. N. and Y.-C. Park [2006], “Developing the bond market(s) of East Asia: global, regional or national?” *BIS Papers*, No. 30, November, pp. 19-39.
- McGuire, P. [2004], “The international banking market,” *BIS Quarterly Review*, June 2004, pp. 13-28.
- Park, C.-Y. and J.-W. Lee [2011], “Financial integration in emerging Asia: Challenges and prospects,” *Asian Economic Policy Review*, Vol. 6, Issue 2, December, pp. 176-198.
- Pongsaparn, R. and O. Unteröderdoerster [2011],

- “Financial Integration and Rebalancing in Asia.” *IMF Working Paper*, No. 11/243, October, pp. 1-32.
- Porteous, D. J. [1995], *The geography of finance: Spatial dimensions of intermediary behaviour*, Avebury.
- Portes, R. and H. Rey [2005], “The Determinants of Cross Border Equity Flows,” *Journal of International Economics*, Vol. 65, issue 2, March, pp. 269-296.
- PricewaterhouseCoopers [2015], *Asian Passports, the coming of age*. (<https://www.pwc.com/sg/en/publications/assets/asian-fund-passports.pdf>, accessed on September 22, 2019)
- Schoenmaker, D. and T. Bosch [2008], “Is the home bias in equities and bonds declining in Europe?” *Investment Management and Financial Innovation*, Volume 5, Issue 4, pp. 90-102.
- Solomon, D. and E. Soltes [2015], “What are we meeting for? The consequences of private meetings with investors,” *Journal of Law and Economics*, Vol. 58, No. 2, May, pp. 325-355.
- Zhao, S. X., L. Zhang, and D. T. Wang [2004], “Determining factors of the development of a national financial center: the case of China,” *Geoforum*, Vol. 35, Issue 5, September, pp. 577-592.

(投稿受付2019年3月28日、)
最終受理日2019年9月30日)

Regional Bias in Singapore's Outward Portfolio Investments

Tatsuya Torikoshi

Daiwa Asset Management Co.Ltd.

Abstract:

Singapore, which had once been said to be the “funding center”, has now become a gateway to invest in Asia, gathering funds from outside the country and making a lot of investments in Asian securities markets. The purpose of this paper is to clarify an aspect related to the specialized knowledge and technologies (expertise) of Singapore by analyzing the characteristics and the reasons for having such characteristics focusing on the outward portfolio investment which is becoming the leading role of the country's cross-border financial transactions, with a particular focus on the investment in Asia that has a high share. As a result of the analysis, although the significance has weakened compared to before, it has been revealed that Singapore has strengths in easy acquisition of the Asian information taking advantage of the proximity background, especially the Asian information obtained through face-to-face contact.

Keywords:

Singapore, Outward Portfolio Investment, Regional Bias, Asian Securities Market Integration