

東アジアの域内クロスボーダー債券取引を促進するための課題

調査部 環太平洋戦略研究センター
主任研究員 清水 聡

要 旨

1. 経済発展段階の低い国では国内債券市場の育成が難しいため、むしろ域内の国際債券市場の育成に注力すべきであるという議論がある。そのような市場を作るためには、多様な市場インフラに関して調和（harmonization）を図る必要があり、また債券の発行通貨が大きな問題となる。当面は、各国の国内債券市場の育成に注力するとともに、域内クロスボーダー債券取引、すなわち各国市場における非居住者の対内債券投資や非居住者による債券発行を拡大することが目標となろう。これにより、債券市場の整備と金融統合の強化が相乗的に進むことが期待される。
2. 域内の証券投資の状況を見ると、東アジアの投資家が域内の債券市場に投資する割合は低い。その大きな要因は、日本の機関投資家の規模が突出して大きいにもかかわらず、東アジア向けの債券投資をあまり行っていないことにある。一方、域内債券投資の割合を高めているのは香港とシンガポールの資産運用業者であるが、その背景には国際金融センターの構築を目指す戦略があり、必ずしも域内の貯蓄が有効に活用されているとはいえない。
3. 非居住者による債券発行は、香港、シンガポール、日本の市場でみられる。特に香港では、発行手続きが簡略化され迅速な発行が可能となっているため、債券の発行体に占める非居住者の割合が上昇している。また、日本のサムライ債市場では、近年、発行手続きに関する規制緩和が進み、ユーロ円債との発行額の差が縮小する傾向にある。
4. 域内のクロスボーダー取引を促進するためには、国内債券市場の育成により、発行体の規模の拡大や信用力の向上を図るとともに流通市場の流動性を高めることが必要である。これに加えて、資本取引規制の緩和、源泉徴収税などの税制の改善、海外投資家にとっての規制の透明性の向上、非居住者による発行手続きの簡略化などが求められる。さらに、域内の機関投資家の育成がきわめて重要であり、ABMIなどの地域協力の場における取り組みを強化すべきであろう。日本の投資家による東アジア向け債券投資を増やすことも、重要な課題である。
5. クロスボーダー取引に伴う信用リスクや為替リスクへの対処も重要である。現在、地域の信用保証機関の設立が検討されており、議論の進展が待たれる。また、信用補完の手法として、証券化の利用が域内に広く浸透することも期待される。為替リスクに関しては、現在もいくつかの国で通貨の非国際化政策がとられており、為替ヘッジ手段に対する非居住者のアクセスがかなり制約されている。域内クロスボーダー債券取引を本格化させるためには、各国が通貨の国際化を実現することが不可欠である。通貨バスケット債券の発行も課題となっているが、その実現のためには、域内で行われている為替政策協調の議論との連携が必要となつてこよう。

目次

はじめに

I. 域内クロスボーダー債券取引を促進する意義

1. 促進に向けた取り組み
2. 地域債券市場（regional bond market）の構築に関する二つの考え方
3. クロスボーダー債券取引を促進する意義

II. 域内クロスボーダー債券取引の現状

1. 域内クロスボーダー債券投資
2. 日本の投資家の行動
3. アジア諸国の投資家の行動
4. 域内市場における非居住者の債券発行

III. 域内クロスボーダー債券取引の阻害要因と対策

1. 市場インフラの整備
2. 信用保証や証券化の利用による信用補完
3. 為替リスクへの対処

おわりに

一 域内クロスボーダー債券取引を促進するための戦略

（補論）域内の貯蓄の活用について

はじめに

アジア債券市場において各国の国債市場は大きく拡大したが、社債市場には依然多くの課題が残されている。このような中、経済発展段階が低い国では国内債券市場を自ら育成することは難しく、むしろそのような国の発行体が利用出来る域内の国際債券市場（ユーロ債市場のように多くの国の発行体や投資家が参加する市場）の構築を目指すべきではないかという議論が出てきている。また、域内の豊富な貯蓄を活用し、規模の経済や発行コストの低下を実現するために、このような市場の構築が望ましいという主張もなされる。

一方で国内債券市場の育成は、各国の金融システムを整備するために不可欠なものである。域内の国際債券市場は、国内債券市場を代替するものではなく、補完するものと考えべきであろう。そして、域内の国際債券市場の構築には多くの障害を伴うことを考慮すれば、当面は域内諸国間のクロスボーダー債券取引を促進するアプローチを優先すべきである。ここでクロスボーダー債券取引とは、①国内債券市場への非居住者による投資、②国内の投資家による対外債券投資、③国内債券市場における非居住者の発行、④国内の発行体による海外債券市場での発行、を意味する。

本稿では、域内クロスボーダー債券取引の促進について、多様な角度から議論する。構成は以下の通りである。第 I 節では、域内

クロスボーダー債券取引を促進する意義について、域内に国際債券市場を構築する考え方と比較しながら述べる。第Ⅱ節では、域内のクロスボーダー債券投資と各国の投資家の状況、ならびに域内各国市場における非居住者による債券発行の現状を説明する。第Ⅲ節では、クロスボーダー債券取引を拡大するための対策として、市場インフラの整備、信用保証や証券化の利用による信用補完、為替リスクへの対処について述べる。最後に、本稿全体を総括する。

結論を先取りすれば、域内クロスボーダー債券取引を促進するためには以下の戦略が求められる。①各国の債券市場を整備し、発行体の規模の拡大、信用力の向上、流通市場の流動性の改善などを実現すること。②資本取引規制の緩和、源泉徴収税などの税制の変更、規制の透明性の向上、非居住者による発行手続きの簡略化などを実施すること。③域内の機関投資家の育成に注力すること。④債券の発行に対し、信用保証や証券化の活用による信用補完の拡充を検討すること。⑤各国が為替リスクヘッジ手段を整備するとともに、通貨の国際化を実現すること。各国債券市場の整備と域内クロスボーダー債券取引の促進を並行して行うことにより、債券市場の拡大と域内金融統合の強化が相乗的に進むこととなる。

I. 域内クロスボーダー債券取引を促進する意義

1. 促進に向けた取り組み

アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) における域内のクロスボーダー債券取引の促進、あるいは域内の国際債券市場の構築に関する具体的な動きは、以下の通りである。

第1に、国際機関等によるアジア通貨建て債券発行が推進されている (図表1)。これは、各国の市場において発行体の多様化や市場流動性の向上を促進する要因となる。また、これをきっかけに国際機関以外の非居住者の発行が増加することも期待され、実際に、各国において規制緩和により非居住者の発行拡大

図表1 国際機関等によるアジア通貨建て債券の発行

	発行体	発行時期	金額	期間等
マレーシア	ADB	2004年11月	4億リング	5年
	IFC	2004年12月	5億リング	3年、イスラム債
	世界銀行	2005年5月	7.6億リング	5年、イスラム債
	ADB	2006年4月	5億リング	5年、MTN
タイ	ADB	2005年5月	40億バーツ	5年
	JBIC	2005年9月	30億バーツ	5年
	ADB	2006年9月	65億バーツ	5年 (55億バーツ)、10年 (10億バーツ)
フィリピン	ADB	2005年10月	25億ペソ	5年と1日
中国	ADB	2005年10月	10億元	10年
	IFC	2005年10月	11.3億元	10年
インド	ADB	2004年2月	50億ルピー	10年

(注) ADBは、2004年6月に10億香港ドルおよび2億シンガポールドル (いずれも3年) の発行も行っている。

(資料) 各種資料

を図る動きが生まれている。

2006年9月には、アジア開発銀行が10億ドル相当の債券発行プログラムをシンガポール、香港、マレーシア、タイの市場で設定することを発表した。これは、東アジアにおいて初の複数通貨による債券発行プログラムであり、英国法に準拠した同一の枠組みにより、それぞれの市場において発行が行われる。同一のタイミングで、複数市場での発行が可能である。この試みは、債券取引に関する各国の規制の調和 (harmonization) (注1) を促す効果を持つと考えられる。

第2に、2004年12月、韓国の中小企業46社が新規発行した円建て債券を原資産とした円建てクロスボーダー CBO77億円 (3年物変動利付債) が発行された (詳細は後述する)。このスキームでは、韓国とシンガポールで2段階の証券化が行われたが、シンガポールの特定目的会社 (SPC) を発行体とするシニア債は、英国法に準拠している点や国際的な格付け機関が格付けしている点などから、ユーロ債と類似した性格を持つとされる。

第3に、ABMIの2005年5月以降の新たな検討課題として、アジア通貨バスケット建て債券の発行やアジア・ボンド・スタンダードの策定などが合意された。アジア・ボンド・スタンダードとは、債券発行手続きにおける国際基準の採用や市場インフラの構築などにより、東アジア域内に国際債券市場を創設する可能性を探る試みである。

また、アジアボンドファンド (ABF) の設立も、クロスボーダー取引の阻害要因を軽減する役割を果たしたと評価出来る。

このように、地域協力の場において、域内クロスボーダー債券取引の促進や国際債券市場の構築が重要な検討テーマとなっている。

2. 地域債券市場 (regional bond market) の構築に関する二つの考え方

「域内の国際債券市場」に関連して、「地域債券市場」という表現もしばしば用いられる。この用語には明確な定義がないが、地域債券市場の構築に関しては概ね以下の二つの考え方があると思われる。

第1は、域内の各国債券市場におけるクロスボーダー取引の拡大が、地域債券市場の構築に結びつくというものである (注2)。この考え方では、いずれかの国内債券市場において域内諸国とのクロスボーダー取引が拡大することにより、域内の中心的な債券市場 (= 地域債券市場) として機能するようになることを想定している (注3)。また、このような市場が域内に複数出現し、それらが市場としてリンクしていくことを想定している場合もある。

第2は、当初より、ユーロ債市場と並び立つようなグローバルな債券市場 (= 国際債券市場) を東アジアに構築することを目指すべきであるというものであり、これを地域債券市場と呼んでいる場合がある。本稿では混乱

を避けるため、第1の考え方により構築される市場を「地域債券市場」、第2の考え方により構築される市場を「国際債券市場」と呼ぶことにする。

ABMIにおいて作成されたアジア・ボンド・スタンダードの提案書は、以下のように述べている。「東アジアの発行体は、①自国の債券市場、②（非居住者による発行を認める）他のアジア諸国の債券市場、③ユーロ債市場、で債券を発行出来る可能性がある。各国の債券市場を十分に整備し、海外の発行体および投資家に開放した上で、各国の規制を調和させて地域債券市場を構築するのが理想的な方法であろう。しかし、各国の市場の発展度合いは多様であり、このアプローチには時間がかかる。そこで、各国の市場を育成するボトム・アップ・アプローチに加えて、域内に新たな国際債券市場を構築することを試みるべきである。」

そして、ユーロ債市場の発展の経緯を踏まえ、アジア・ボンド・スタンダードの確立に向けた以下の3段階のアプローチを提案している（図表2）。（1）国際債券市場の構築に必要なインフラ（信用保証機関、決済システム、格付け制度等）を決定する。（2）一定の優先順位に従ってインフラを整備するとともに、自主規制機関（SROs）が規制の制定や調和を図る。（3）規制の調和を強制的なものとする。

アジア・ボンド・スタンダードの提案の背

図表2 アジア・ボンド・スタンダードへのロードマップ

項目	初期段階	中期目標	長期目標
発行手続き	IPMA ルール	アジアのSROにより調和	立法措置により調和
準拠法	英国法	英国法またはアジア各国法	アジア各国法
決済	ユーロクリア、クリアストリーム	地域の集中決済機構	地域の集中決済機構
上場・情報開示	証券取引所（主にロンドン、ルクセンブルク）	アジアの証券取引所	アジアの証券取引所
ドキュメンテーション、シンジケーション、流通市場のルール	ユーロ債のルール	アジアのSROが定めるルール	アジアのSROが定めるルール
会計基準	発行体の所属国の基準	特定の基準に統一	特定の基準に統一

（注）初期段階ではユーロ債のルールに従い、段階的にアジアの基準に移行する考え方。IPMA（International Primary Market Association）はユーロ債市場のSRO（自主規制機関）。

（資料）Asian Bond Standardsより一部抜粋

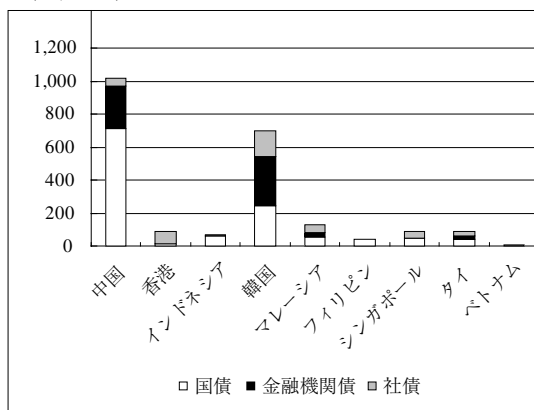
景には、多くのアジア諸国は経済規模が小さいため、単独で十分に成熟した国内債券市場を作ることは難しいという考え方がある。Park and Park [2003] は、日本と中国を除くアジア諸国の債券市場は規模が小さく（図表3）、規模の経済やコスト競争力を得ることは難しいと指摘している。

新たに構築される国際債券市場は国内債券市場を代替することになるが、このような考え方では、国内債券市場の重要性が軽視されているように思われる。

東アジアにおいて債券市場を育成する目的として考えられるのは、①銀行と資本市場のバランスの取れた国内金融システムの形成、

図表3 各国の債券市場の規模

(10億ドル)



(注) 2006年3月末のデータによる。なお、日本は合計8兆9,580億ドル。

(資料) Asian Bonds Online

②ダブル・ミスマッチの改善、③各国の貯蓄の域内への還流、④域内金融統合の促進、である。国内債券市場の育成によってこれらすべてをある程度達成出来るのに対して、国内債券市場の代わりに国際債券市場を構築しても、①を達成することは出来ない。また、国際債券市場において、発行体が属する国の通貨で発行出来なければ、②も達成することが出来ない。後述するように、アジア諸国の発行体が海外の市場で自国通貨建て債券を発行することは難しい。

したがって、国際債券市場を国内債券市場の代替と考えることには、やや無理がある。基本的には、各国の国内債券市場を整備する努力が不可欠であり、それが国際債券市場を構築する前提条件となろう。債券市場の規模

と流動性には密接な関係があり、国際債券市場での発行が増加すれば国内市場の流動性が悪影響を受ける恐れもある。国際債券市場の構築を図るとしても、国内市場の成長と相乗効果を持たせることを考える必要がある。

国内債券市場が発展途上にある現状では、その育成を優先し、国際債券市場は国内債券市場を補完するものと位置付けるべきである。また、国際債券市場を構築するためには、市場インフラの調和の実現や発行通貨の選択など困難な課題をクリアしなければならない(注4)。これらのことを考慮すれば、当面は新たな市場の構築を試みるよりも、域内各国の債券市場においてクロスボーダー取引の拡大を図るべきであると考えられる。

現状、ABMIにおいて債券市場のインフラ整備のために多様な取り組みが行われており、これは各国の債券市場の整備につながると同時に、国際債券市場創設の下地を作るものであるともいえる(注5)。このような取り組みを否定するものではないが、格付け制度や決済システムなどの市場インフラを地域で調和させ、国際債券市場を創設することに関しては、その目的について十分に議論しながら進めるべきであろう。

3. クロスボーダー債券取引を促進する意義

(1) クロスボーダー債券取引を促進する意義

クロスボーダー債券取引の促進は、域内の金融統合（financial integration）を強めることにつながる。ここで金融統合とは、国内市場が対外開放されてすべての市場参加者が平等にアクセス出来るようになり、海外市場との結びつきが強まることである（注6）。その状況を把握する方法としては、①金融資産収益率の相関をみる方法（price-based measures）、②資本フローの大きさをみる方法（quantity-based measures）、③資本取引規制や海外の金融機関に対する金融業の開放の状況をみる方法（institutional/regulatory measures）、④その他（金利裁定の成立、貯蓄と投資の相関、各国の消費の相関などをみる方法）、がある。②が最も直接的であるが、域内資本フローに関する統計の未整備が障害となる。

域内貿易比率の上昇や各国マクロ経済指標の連動性の高まりなどの实体经济の緊密化の進展に伴い、金融統合が進むことが望ましいと考えられるが、そのためには域内諸国の金融市場や金融機関の強化が不可欠である。現状、欧米の大銀行がアジア諸国の多様な金融市場に進出していることや、金融機関の実力や資本市場の成熟度の面でアジア諸国と欧米

諸国の差が大きいことなどから、域内の金融統合の進展に悲観的な意見もあるが、これを促進する努力は重要である。

域内の金融統合、特にクロスボーダー債券取引の拡大が進むことによって得られる効果は、以下の通りである。第1に、資本フローの増加により域内の資金配分の効率性が改善する。クロスボーダー債券取引を促進する意義は、域内の豊富な貯蓄を活用して規模の経済や発行コストの低下を実現することにあるといわれる。これは、市場参加者の増加により、市場の拡大が促進されてそのプレゼンスが高まることや、投資家の多様なニーズが反映されることなどによりもたらされると考えられる。「域内の豊富な貯蓄の活用」の正確な意味は、「通貨危機以降、東アジアで定着した貯蓄超過の傾向を和らげる」ことである（注7）。

第2に、域内の個人や企業の金融サービスへのアクセスが改善する。海外からの投資の拡大は、国内の資金調達者にとって利用可能な資金の増加をもたらす。資金調達コストが下がる場合もあろう。その結果、投資率や経済成長率が上昇する可能性がある。ただし、流入した資金が適切に配分されることが前提となる。

一方、投資家は、国際分散投資によりポートフォリオの多様化や投資リスクの削減を実現出来る。また、非居住者による発行の拡大は、国内の投資家に投資機会の多様化をもた

らす。

第3に、非居住者との取引により、国内の金融改革や金融システムの整備が進む。多様な投資手法を持つ投資家の受け入れにより、投資家の多様化や流通市場の流動性の向上が実現する。また、新しい金融商品やリスク管理手法、企業の情報開示やガバナンスに関する海外のスタンダードが導入され、市場の成熟度や信頼性が向上する効果も期待出来る。

このように、クロスボーダー債券取引の拡大により、債券市場の整備と金融統合の強化が相乗的に進むことが期待される。この動きが資本取引規制の緩和を伴う場合には、規制に関する管理コストも低下する。域内の金融統合が一段と進めば、アジア諸国の金融面での国際的発言力が増す効果も期待出来るかもしれない。

このように、クロスボーダー取引の拡大により多くの効果が期待出来るため、これを促進することは非常に重要な課題である。もちろん、マクロ経済政策運営や国内金融システム整備が適切に行われない場合には金融市場の不安定化に結びつく危険性もあるため、その点には十分な配慮が必要である。

なお、域内のクロスボーダー債券取引拡大の意義に関して、市場参加者間の情報の非対称性が相対的に小さいことを根拠とした見方も主張されている(注8)。第1に、グローバルな債券市場では国際的な格付け機関から投資適格の格付けを取得しないと発行が難し

く、格付けの上限となるソブリン格付けが低いアジアの発行体にとってはハードルが高い(図表4)。しかし、域内では、グローバル市場で発行が不可能な発行体でも発行出来る可能性がある。その背景には、域内の投資家や仲介業者は、域内の発行体に関する詳細な情報を入手することが比較的容易であると考えられることがある。

第2に、域内取引の拡大が、通貨危機による影響の軽減に結びつくことが主張される。域内の投資家は情報不足による群集行動(herd behavior)を起こしにくいいため、それに伴う危機の深刻化が回避出来るという(注9)。

これらの議論の妥当性に関しては、十分に検証すべきであろう。域内クロスボーダー債券取引の拡大がもたらす効果については、さらに研究を深める必要がある。

図表4 各国のソブリン格付け(S&P)

	長期自国通貨建て	長期外貨建て	更新日
中国	A / Stable	A / Stable	2006.7.27
香港	AA / Stable	AA / Stable	2006.7.27
インドネシア	BB+ / Stable	BB- / Stable	2006.11.6
日本	AA- / Positive	AA- / Positive	2006.5.23
韓国	A+ / Stable	A / Stable	2005.7.27
マレーシア	A+ / Stable	A- / Stable	2003.10.8
フィリピン	BB+ / Stable	BB- / Stable	2006.2.9
シンガポール	AAA / Stable	AAA / Stable	1995.3.6
タイ	A / Stable	BBB+ / Stable	2006.7.21
ベトナム	BB / Positive	BB- / Positive	2005.10.18

(資料) Asian Bonds Online

(2) 域内クロスボーダー取引の促進と地域主義 (regionalism)

地域金融協力全般に当てはまることであるが、域内取引の促進は域外との取引の排除を意図したものであると指摘される場合がある。たとえば、アジア・ボンド・スタンダードの提案書には、「アジアの発行体が欧米の投資家に過度に依存することなく資金を調達出来れば、アジアの貯蓄を域内で活用するABMIの目標が達成出来る」と述べられている(注10)。

Rhee [2003] は、この点に関し、柔軟に考えるべきことを強調している。域内の国際債券市場の構築を考える場合に考慮すべき要素として、①発行体がアジアに属すること、②投資家がアジアに属すること、③アジア通貨建ての債券であること、④引受業者がアジアに属すること、⑤アジアの金融センターにおいて発行されること、⑥アジアの格付け機関が格付けすること、などがあるが、過度の地域主義は経済合理性に反するとして、発行体がアジアに属し、かつ投資家の半数以上がアジアに属すればよく、その他の要素にこだわる必要はないとしている。

これは、閉鎖的な市場の構築に反対する意見であり、妥当なものであろう。筆者は、これらのことにこだわるよりも、域内における信用補完スキームや共通通貨の実現を検討することが重要であると述べている。この点は、

第Ⅲ節で述べる域内クロスボーダー債券取引の阻害要因に関連している。

- (注1) この場合の「調和」は、金融制度・規制などを各国間で調整することを指して用いられる用語であり、各国間での統一、同一化といった意味である。
- (注2) たとえば、Asian Bankers' Association [2006] がこのような考え方を示している。
- (注3) このような形で拡大する市場を、山上 [2006] は「クロスボーダー債券市場」、横山 [2006] は「域内クロスボーダー市場」と呼んでいる。
- (注4) Park and Park [2003]は、以下のように述べる。「信用力が低いなどの理由により各国債券市場で発行出来ない場合でも、地域債券市場では域内の投資家が購入する可能性がある。域内の投資家が各国債券市場に投資を行うことも考えられるが、資本取引規制、市場流動性、税制、デリバティブの未整備など多くの問題があり、現実にはこのような投資は行われにくい。」しかし、この主張は地域債券市場を国内市場と独立して整備出来ることを前提としたものであり、地域債券市場における自国通貨建て発行を前提とすれば、そのようなことは不可能であろう。
- (注5) ABMIによる取り組みは、清水 [2006] に詳しい。
- (注6) de Brouwer [1999]の定義による。
- (注7) 域内の貯蓄の活用については、補論において詳しく述べた。
- (注8) 以下の内容は、Park and Park [2003] による。
- (注9) アジア通貨危機に際しては、先進国の投資家が情報不足から他の投資家の行動をみて投資を引き揚げたことが、危機を深刻化させたといわれる。
- (注10) ただし、「アジア債券市場はアジアの投資家と発行体だけのものではない」との記述もあり、全体的なスタンスはやや不明確である。

Ⅱ. 域内クロスボーダー債券取引の現状

1. 域内クロスボーダー債券投資

(1) クロスボーダー債券投資の現状

本節では、域内のクロスボーダー債券投資と、各国市場における非居住者による債券発行の現状をみる。また、クロスボーダー取引においては域内の投資家の行動が極めて重要であるため、日本をはじめアジア諸国の投資家の現状についても詳しくみる。

東アジアでは、域内の金融統合よりも域外の先進諸国との金融統合が進んでいるという見方も多い。Cowen et al. [2006] は、2000年以降、途上国向けのネット資本フローが拡大する（図表5）中での証券投資や銀行融資の

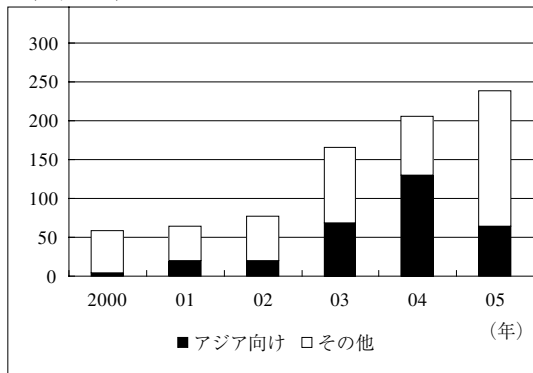
推移を分析し、そのような見解を示している。通貨危機による邦銀のアジア諸国向け融資の落ち込み幅が欧米の銀行よりも大きかったことが、域内資本フローが減少する大きな要因となった。一方、2001年以降、香港やシンガポールの銀行が中国、タイ、インドネシアなどの銀行の買収を活発に行っていることは、域内資本フローの増加につながっている（注11）。

ADB [2005] は、域内の金融資産収益率の相関に関して、以下の点を指摘した。①アジア諸国間のインターバンク金利（短期金利）および債券金利（長期金利）の差は大きいですが、近年は縮小傾向にある。②99年から2005年にかけて、域内金利の連動性が高まっている。③域内の株式収益率の連動性は、アメリカ市場の影響などを調整してもある程度高く、金利の連動性を上回る。ただし、中国の株式市場は他の市場との連動性が低い（図表6）。④株式収益率の各国間の差は縮小傾向にある。

これらの結果から、域内の金融統合が進んでいるもののその水準はまだ低く、これを促進するために資本取引の自由化や債券市場の拡大が有効であると述べられている。Ghosh et al. [2006] も、域内の株価の連動性から判断して統合の水準はまだ低いとしている。

なお、金融資産収益率の連動性の上昇は金融統合の進展を示していると解釈出来るが、その背景には、各国のマクロ経済指標の連動性が高まっていることや、先進国の投資家が

図表5 途上国向けネット資本フローの推移
(10億ドル)



(注) 直接投資、証券投資、その他投資の合計。
(資料) IMF, *World Economic Outlook*, Sep. 2006

図表6 2002～2005年の東アジアの株価指数の相関係数
(米国の影響を除いた場合)

	中国	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	日本	香港
中国	1	▲ 0.096	0.091	0.285	▲ 0.241	▲ 0.154	▲ 0.045	0.020	0.212
インドネシア		1	0.333	0.315	0.528	0.377	0.295	0.299	0.254
韓国			1	0.427	0.331	0.581	0.395	0.486	0.568
マレーシア				1	0.171	0.632	0.293	0.236	0.555
フィリピン					1	0.453	0.484	0.257	0.029
シンガポール						1	0.446	0.227	0.489
タイ							1	0.353	0.384
日本								1	0.429
香港									1

(資料) ADB [2005]

図表7 世界のクロスボーダー証券投資の残高 (2005年末)

(長期債券)

(10億ドル、%)

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU15		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	244	22.4	1,100	14.8	669	33.9	1,432	48.9	3,444	25.7
EU15	441	40.4	5,008	67.5	717	36.4	1,041	35.5	7,207	53.7
東アジア	58	5.3	151	2.0	51	2.6	73	2.5	332	2.5
その他	348	31.9	1,157	15.6	536	27.2	386	13.2	2,427	18.1
合計	1,091	100.0	7,415	100.0	1,972	100.0	2,931	100.0	13,409	100.0

(株式)

(受け入れ国)	(投資国)									
	NAFTA		EU15		東アジア		その他		合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	499	13.5	1,027	21.0	226	31.3	284	25.1	2,036	19.5
EU15	1,449	39.3	2,584	52.7	197	27.3	464	41.0	4,694	45.0
東アジア	769	20.9	510	10.4	106	14.7	73	6.4	1,458	14.0
その他	967	26.2	780	15.9	193	26.8	311	27.4	2,250	21.6
合計	3,684	100.0	4,901	100.0	721	100.0	1,133	100.0	10,439	100.0

(注) 東アジアは中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの10カ国。ただし、中国とベトナムは投資国としてのデータがないため、投資国としての東アジアは8カ国。

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, 2005 より作成

各国の市場を「アジア市場」として同一視していることなどもあると考えられる。後者は、通貨危機に際して危機の波及 (contagion) をもたらした一因と考えられるものであり、アジア域内の金融統合の進展が望ましいものと

して評価されるためには、各国の金融システムの強化が大前提となる。

次に、域内証券投資の状況を、IMFのCPIS (Coordinated Portfolio Investment Survey) の2005年末のデータからみる (図表7) (注12)。

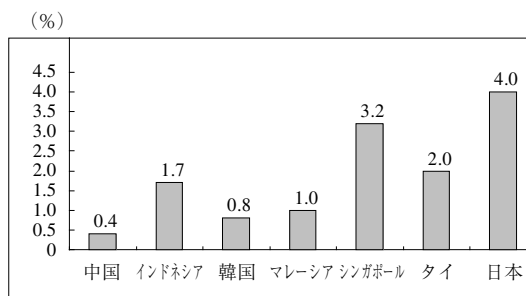
東アジア8カ国・地域（香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）の投資家によるクロスボーダー証券投資残高（債券と株式の合計）は世界の投資残高の11.3%を占めるが、そのうち73.2%が債券投資であり（世界全体では56.2%）、安全志向の強さがうかがわれる。

一方、これら8カ国・地域の投資家による債券投資に占める域内向けの割合は2.6%に過ぎない。域内投資比率はNAFTAでは22.4%、EU15カ国では67.5%となっており、東アジアの水準は極めて低いといえる。世界の債券投資残高に占める東アジア向けの割合は2.5%であり、東アジアの投資家が域内向け投資を重視しているとはいえない。

また、東アジアの域内投資比率は2001年末が3.2%、2003年末が2.7%であり、緩やかな低下傾向にある。この間、アジア諸国の債券市場は急速に拡大したが、それに対するクロスボーダー投資の貢献度は低いといわざるを得ない。実際、アジア諸国の国債市場における海外からの投資の割合は全般に低く、比較的高い日本でも2004年9月時点で発行残高の4.0%に過ぎない（図表8）。

以上のデータは、さらに詳しくみる必要がある。図表9は、東アジア域内のクロスボーダー証券投資残高を国・地域ごとに示したものである。債券、株式ともに残高の大きさは香港、シンガポール、日本、韓国の順であり、これら4カ国・地域で98.6%を占める。

図表8 国債の保有者に占める外国人の割合
(2004年9月時点)



(注) オーストラリアは49.7%、ニュージーランドは39.0%である。また、日本の値は日本銀行「資金循環勘定」による。

(資料) 竹内 [2006]

日本の域内投資比率は、債券が0.7%、株式が4.1%と極めて低い。また、日本の域内からの投資受け入れ国としての地位も、市場規模を考慮すれば高いとはいえない。このように、日本が東アジアの域内証券投資比率を低下させる要因となっている。図表7において日本を除く東アジアの域内向け投資比率を算出すると、債券は13.5%、株式は28.7%となり、EU15カ国の水準には及ばないものの、株式ではNAFTAを大幅に上回る。日本の投資家の行動に関しては後述する。

(2) ユーロ債市場における東アジアの投資家の域内志向 (regional bias)

ユーロ債市場においてはアジア諸国の投資家の域内投資比率が高いことが、いくつかの研究によって指摘されている。発行市場での債券購入者のデータを入手することは容易で

図表9 東アジアのクロスボーダー証券投資の残高（2005年末）

(長期債券)		(投資国)								(百万ドル)
(受け入れ国)	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計	
中国	2,535	102	425	86	5	-	786	-	3,938	
香港	-	-	727	437	26	53	2,680	36	3,958	
インドネシア	140	-	355	6	17	-	1,197	-	1,715	
日本	2,917	16	-	584	30	18	1,684	16	5,265	
韓国	7,603	1	5,321	-	39	-	3,806	84	16,854	
マレーシア	3,490	-	1,065	179	-	-	3,359	10	8,103	
フィリピン	617	5	1,339	20	4	-	590	-	2,574	
シンガポール	3,875	4	1,985	258	77	17	-	54	6,269	
タイ	734	-	200	31	58	17	1,003	-	2,042	
ベトナム	-	-	12	-	-	-	-	-	12	
合計	21,910	127	11,429	1,599	256	106	15,104	199	50,730	
域内向け比率(%)	12.5	25.0	0.7	5.4	11.9	4.0	18.9	16.7	2.6	

(株式)		(投資国)							
(受け入れ国)	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計
中国	34,788	-	3,650	15	9	-	2,357	1	40,819
香港	-	-	8,166	582	170	-	10,954	109	19,981
インドネシア	239	-	187	1	8	-	1,279	157	1,871
日本	9,129	-	-	878	21	-	4,546	74	14,647
韓国	2,723	-	2,065	-	31	-	4,476	13	9,309
マレーシア	517	-	197	99	-	-	8,013	9	8,835
フィリピン	155	-	43	2	6	-	327	4	537
シンガポール	2,269	61	1,902	59	640	4	-	126	5,060
タイ	1,374	-	528	9	18	2	3,223	-	5,154
ベトナム	4	-	-	-	-	-	-	37	41
合計	51,198	61	16,738	1,644	903	6	35,175	530	106,255
域内向け比率(%)	22.5	65.5	4.1	11.8	58.3	3.3	52.0	43.5	14.7

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, 2005 より作成

はないが、これらの研究では業界誌のコメントを基に推定がなされている。

ADB[2005]は、*EuroWeek*および*FinanceAsia*を用いた推定により、2002年8月から2005年8月までにユーロ債市場において発行された東アジアの発行体によるドル建てまたはユーロ建ての債券178銘柄のうち、46.8%（発行金額ベース）が東アジアの投資家によって購入されたと述べている。その中で投資家の国

籍が判明しているものは73銘柄であり、そのうち60.1%が発行体と異なる国の投資家によって購入されている。ADBは、これらの数字が東アジアの投資家のアジア銘柄に対する購入意欲の強さ（いわゆるregional bias、この場合はAsian bidともいわれる）を示すとしている。

これに対し、Park and Park [2003]は、引受業者の情報から得られるこれらのデータ

は、たとえば香港やシンガポール所在の金融機関が購入し、欧米諸国の投資家に転売するケースも考えられるため、必ずしも最終投資家の行動を示すものではないと指摘する。

確かに、この指摘は考慮に値しよう。しかし、前述のCPISを用いた分析でも日本を除いた場合には一定の域内志向が示されていることを踏まえると、ユーロ市場の債券は、主要通貨建てであり格付けも平均的に高いなどアジア諸国市場の債券よりも相対的に投資リスクが低いと、域内志向がより強く表れることはそれほど不自然ではないように思われる。仮に、域内の投資家がこのような行動をとっているとすれば、阻害要因を軽減することによって域内のクロスボーダー債券取引が

拡大する潜在力は大きいと解釈することも出来よう。

2. 日本の投資家の行動

(1) 日本の投資家によるクロスボーダー債券投資の現状

次に、日本およびその他のアジア諸国の投資家の行動についてみる。一般に、機関投資家が成長することにより優れた運用技術に基づいた取引が活発化し、①証券市場の拡大、流動性の改善、金融技術の進歩などにつながる、②金融システムの銀行への依存度が低下する、③市場の透明性、情報開示、少数株主の保護などが改善する、などの効果がもたら

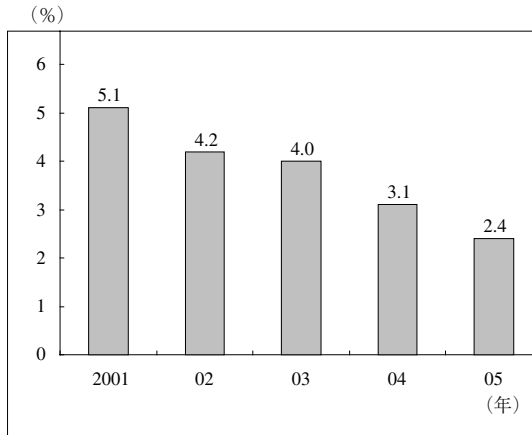
図表 10 日本のクロスボーダー長期債券投資の残高

(百万ドル、%)

(受け入れ国)	1997年		2001年		2002年		2003年		2004年		2005年	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
NAFTA	261,310	36.7	368,874	36.7	397,203	35.0	491,350	34.9	534,312	33.2	578,268	34.4
EU15	292,043	41.0	401,876	40.0	454,009	40.0	550,062	39.1	634,646	39.4	628,778	37.4
東アジア	20,497	2.9	12,925	1.3	11,586	1.0	10,759	0.8	10,815	0.7	11,429	0.7
中国	4,157		880		578		422		529		425	
香港	2,261		1,254		1,137		1,574		547		727	
インドネシア	262		106		49		50		74		355	
韓国	8,073		5,435		5,348		4,555		5,234		5,321	
マレーシア	3,207		2,197		1,823		1,409		1,140		1,065	
フィリピン	504		1,347		1,389		1,156		1,237		1,339	
シンガポール	659		928		680		969		1,320		1,985	
タイ	1,371		748		550		591		693		200	
ベトナム	4		30		32		32		41		12	
その他	138,311	19.4	221,202	22.0	272,721	24.0	355,003	25.2	430,244	26.7	462,638	27.5
合計	712,161	100.0	1,004,878	100.0	1,135,519	100.0	1,407,173	100.0	1,610,016	100.0	1,681,112	100.0

(資料) IMF, *Coordinated Portfolio Investment Survey*, 2005 より作成

図表11 日本への長期債券投資残高に占める東アジアからの割合



(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Surveyより作成

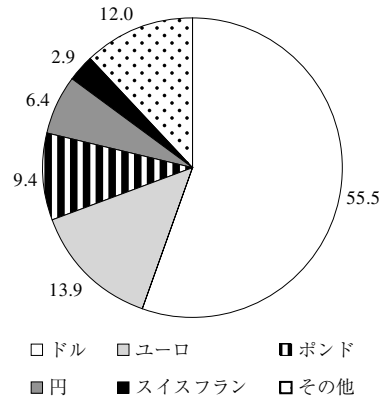
される。

日本の投資家によるクロスボーダー長期債券投資残高は、97年の7,122億ドルから2005年には1兆6,811億ドルに増加した(図表10)。地域別では、NAFTAおよびEU15カ国向けが合わせて7割以上を占める一方、東アジア向けは1%前後にとどまっている。東アジア向けの投資残高は通貨危機により大きく減少した後、2001年の129億ドルから2005年には114億ドルとほぼ横這いとなっている。

一方、世界から日本への長期債券投資残高は2001年の1,693億ドルから2005年には2,189億ドルに増加したが、伸び率は日本の対外投資残高のそれに比較して低い。また、日本への投資に占める東アジアからの割合は次第に低下している(図表11)。

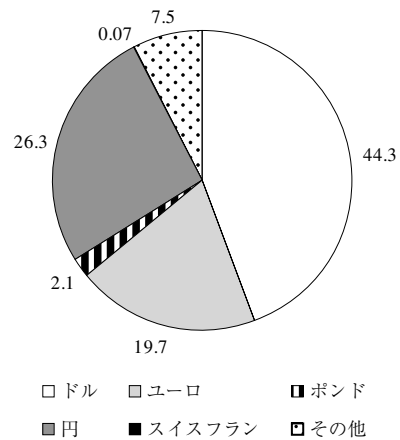
日本の投資家によるクロスボーダー証券投

図表12-1 日本のクロスボーダー株式投資残高の通貨別比率(2005年末、%)



(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey, 2005より作成

図表12-2 日本のクロスボーダー債券投資残高の通貨別比率(2005年末、%)



(注) 債券は長期、短期の合計。
(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey, 2005より作成

資残高を通貨別にみると、株式、債券ともに主要通貨の比率が高い(図表12-1、図表12-2)。その他の通貨の比率は株式で12.0%、債券で7.5%にとどまる。株式に比較して債

図表 13 日本のクロスボーダー証券投資残高の投資家別内訳

(株式) (百万ドル)

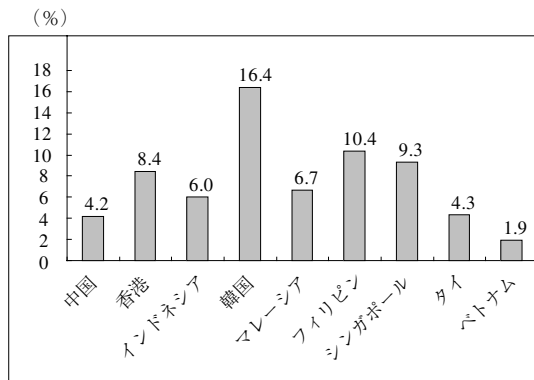
	2002年	2003年	2004年	2005年
銀行	4,509	5,149	5,846	6,856
保険会社	27,436	25,352	27,164	29,482
投資信託	11,178	18,784	43,550	66,694
その他の金融機関	149,106	196,127	253,518	269,169
政府	0	29	2	2
一般企業、個人等	18,588	29,016	34,618	36,372
合計	210,817	274,457	364,690	408,575

(長期債券)

	2002年	2003年	2004年	2005年
銀行	341,861	422,951	491,316	565,254
保険会社	228,212	331,881	362,699	345,990
投資信託	55,316	92,354	123,506	179,903
その他の金融機関	217,790	246,118	285,062	298,680
政府	46,925	17,980	16,072	7,361
一般企業、個人等	245,420	295,890	331,367	283,925
合計	1,135,519	1,407,173	1,610,016	1,681,112

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey より作成

図表 14 各国のクロスボーダー長期債券投資受け入れ残高に占める日本からの割合 (2005年末)



(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey, 2005 より作成

券は円建ての割合が高く、ドル、円、ユーロの合計で90.3%に達している。

2005年末の日本の長期債券投資残高を投資家別にみると、銀行、保険会社、投資信託、その他の金融機関で約83%を占めており、銀行が最大の投資家である (図表13)。

また、各国のクロスボーダー長期債券投資受け入れ残高に占める日本からの投資の割合は、ある程度大きい国が多い (図表14)。アジア諸国にとって日本の存在は大きなものであると考えられ、日本からの投資の増加は投資先の市場に一定の影響を与える可能性がある。

(2) 東アジア向けの債券投資増加の意義

経済産業省編 [2006] によれば、近年、日本の所得収支黒字が増加し、対GDP比率が上昇しているが、対外資産収益率は、①対外資産に占める証券投資の割合が高い、②証券投資に占める先進国向けの割合が高い、③直接投資収益率が低い、などの要因から、アメリカやイギリスよりも低い。

これを改善するには、直接投資の割合を高めることが最も効果的であるが、東アジア向けの証券投資を増やすことも一つの対策となる。域内証券投資を促進するための具体策として、対内投資を増やすために国際金融センターとしての地位の向上を図ること (注13)、対外投資を増やすためにアジア債券市場の育成や為替リスクの低減を図ることなどがあげ

られている。

(3) 東アジア向けの債券投資によるリスク分散効果

アジア諸国の債券への投資により、現地債券市場の整備が促されることはすでに述べたが、これとともに投資家はリスク分散効果や超過収益などのメリットを得ることが出来る。特に、システムティック・リスク（特定の市場において投資銘柄数を増やしても減少しない、市場に固有のリスク）を減らすためには国際分散投資が有効であるといわれており（注14）、東アジア向けの債券投資は、グローバルに債券投資を行う投資家にとって有効なリスク分散の手段となる可能性がある。

Jiang and McCauley [2004]によると、2001年1月～2004年3月のアジア諸国の国債の収益率（香港上海銀行のアジア債券収益率インデックスによる、ドル建て、ヘッジなし）は、おおむね米国債を上回った。ただし、同期間では、オーストラリアやドイツの国債の収益率はさらに高かった。McCauley and Jiang [2004]は、この分析を拡張し、アジア諸国の債券と米国債のドルベース収益率の相関が0.2付近に集中しており（ただし香港は0.8、シンガポールは0.6と例外的に高い）、日本国債と米国債の収益率の相関よりはやや高いものの、ユーロ地域やオーストラリアの国債と米国債の収益率の相関（いずれも0.7と0.8の間）よりは大幅に低いことを指摘した。この

ことは、アジア諸国の債券が新たな分散投資の機会を提供することを示している。

このように、アメリカ・欧州・豪州の債券の収益率の相関が高いのに対して、日本やアジア諸国の債券の収益率は米国債との相関が低い。このような関係は、円建てのパフォーマンスにおいてもおおむね当てはまるであろう。また、日本とアジア諸国の債券の収益率（円建て）を考えると、近年、日本の長期金利が上昇傾向にある一方、アジア諸国の債券のパフォーマンスは好調であり、円安も進んでいるため、両者の相関は低くなっている。以上の関係から、日本の投資家がアジア諸国の債券に投資することは、リスク分散の観点から意味を持つと考えられる。ただし、ここで論じているのは価格変動リスクのみであり、アジア諸国の債券への投資に伴う信用リスク、流動性リスク、政治リスク、金融制度リスクなどをどのように考えるかは別の問題である。

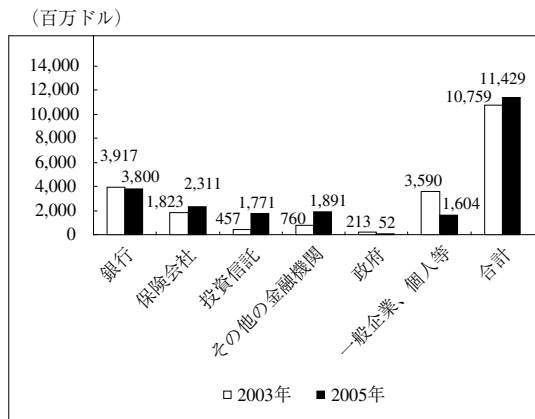
なお、域内投資比率の上昇や各国のソブリン格付けの上昇などにより債券市場の収益率の相関が高まれば、リスク分散効果は低下するが、各国市場の整備により市場間の相関が低下したり、債券価格のボラティリティが低下してリスク調整後の収益率が上昇したりする可能性もあろう。そうなれば、債券市場の整備がリスクリターン観点からもクロスボーダー投資を促すことになる。

(4) 今後の展望

もう一度、日本のクロスボーダー証券投資の状況を確認する。図表10に示したように、クロスボーダー長期債券投資残高は着実に伸びているが、そのほとんどが欧米市場に向かっており、東アジア向けの伸びは限定的である。

クロスボーダー債券投資を最も増やしているのは銀行であり、次いで投資信託や保険会社である（図表13）。伸び率が最も大きいのは投資信託であり、2002年から2005年にかけて3倍以上になっている。投資信託の急増は、クロスボーダー株式投資においても同様である。また、東アジア向けの債券投資を最も増やしているのは投資信託であり、その他の金融機関および保険会社がこれに次いでいる（図表15）。

図表15 日本の東アジア向け
長期債券投資残高の内訳



(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey より作成

2005年半ば以降、アジア債券ファンド(ABF)(注15)のうち現地通貨建て債券に投資するABF2が民間投資家に開放されたことも促進要因となり、外資系証券会社を中心にアジア諸国の債券を組み入れた投信の設定・販売が拡大した。また、機関投資家の場合、外資系運用機関にエマージング債券運用を委託する例もみられる。低金利が続く中、個人投資家が外貨での運用志向を強めており、このことが外貨建て投信急増の背景となっている。家計資産に占める外貨建て運用の割合は2%台であり、今後、さらに増加する可能性が高い(注16)。

外貨建て投信の需要増加に伴い、提供される商品も多様化している。商品の組成に際し、エマージング債券に第一に求められる要素は高クーポンであるが、リスクとリターンのバランスを考えれば、東アジアの債券への投資もさらに増加する可能性があると思われる。

3. アジア諸国の投資家の行動(注17)

(1) 概要

アジア諸国の債券市場では銀行が重要な投資家であり、流動性の維持や自己資本比率の向上などを目的に、短期国債を主体とした投資を行っている。一方、機関投資家も拡大しているが、国により、また投資家の種類によりその程度は様々である(図表16)。特に、投資信託の残高が急速に拡大している。ま

た、香港、シンガポール、マレーシア、韓国などで機関投資家の資産残高の対GDP比率が大きく、債券市場の発展と機関投資家の拡大は密接に関連していると考えられる。中国では、機関投資家の総資産額が急速に拡大している。

アジア諸国の機関投資家は、アメリカやイギリスの機関投資家に比較して全般に安全志向が強いため、投資資産に占める株式の割合

が低く、債券の割合が高い（注18）。各国の域内証券投資の状況は図表9でみた通りであるが、これを図表16と比較すると、香港やシンガポールの域内投資比率が高いことがわかる。

(2) 年金基金 (Pension Funds)

年金制度の歴史が古く、基金の規模が大きいのはマレーシアとシンガポールである（図表17）。政府による強制貯蓄である積み立て基金（provident fund）が確立しており、その資金量はGDPの6割前後に達している。また、香港では、2000年に年金改革の実施によりMandatory Provident Fundsが導入され、それ以前からの制度と併存することになった。韓国では、86年に民間企業の従業員と自営業者を対象とした公的年金制度（National Pension Scheme）が創設され、資産が急速に拡大しているほか、公務員、軍人、教員を対象とした制度が別々に存在する。

しかし、総じて域内の年金資産は大きいと

図表 16 アジア諸国の機関投資家の規模
(2004 年末)

	(10 億ドル、%)				
	年金基金	生命保険	投資信託	合計	対 GDP 比率
中国	28.0	136.0	27.0	191.0	11.1
香港	38.0	9.0	465.6	512.6	308.6
インドネシア	5.4	10.5	11.1	27.0	10.9
韓国	161.0	133.0	186.0	480.0	63.8
マレーシア	70.0	21.0	23.0	114.0	96.4
フィリピン	7.9	2.7	1.4	12.0	14.0
シンガポール	68.0	33.0	28.0	129.0	116.0
タイ	20.0	17.0	19.0	56.0	33.6
合計	398.2	362.2	761.2	1,521.7	45.2
日本	2,981.0	3,452.0	524.0	6,957.0	151.7

(資料) Dalla [2006]

図表 17 アジア諸国の年金制度

	(10 億ドル、%)					
	年金資産全体		最も重要な制度			
	金額	対 GDP 比率	制度名	資産額	設立年	拠出率
香港	38.0	23.3	Mandatory Provident Funds	15.5	2000 年	10.0
インドネシア	11.5	4.6	Jamsostek	3.8	1995 年	5.7
韓国	161.0	21.4	National Pension Scheme	128.6	1986 年	9.0
マレーシア	70.0	59.4	Employees Provident Fund	63.3	1951 年	23.0
フィリピン	10.0	10.2	Social Security System	3.5	1948 年	9.4
シンガポール	68.0	63.7	Central Provident Fund	68.0	1955 年	33.0
タイ	20.0	12.2	Social Security Fund	6.7	1990 年	6.0

(注) 拠出率は従業員と雇用者の合計。

(資料) Ghosh ed. [2006]

はいえない。対GDP比率が50%を超えているのはマレーシアとシンガポールのみであるが、これらの制度は年金以外の機能（保険、持ち家所有などのための積み立て）を含むため、実質的な年金資産はさらに小さい。韓国、フィリピン、タイには政府による確定給付型のスキームがあるが、いずれも未成熟であり、証券投資の需要はまだ小さい。

これらの基金の運用は、株式運用の割合が高い香港以外では国債や銀行預金中心の保守的なものであり、債券市場の発展に十分に貢献してきたとはいえない（図表18）。また、域内証券投資の拡大にもほとんど寄与していない。年金資産の保守的な運用は途上国全般にみられる特徴であり、株式や外国資産に運用する割合が高い先進国とは対照的である。また、アジア諸国において資金運用の外部委託が行われなかったことが、資産運用業の発展を妨げる一因になった可能性がある（注19）。

その他の問題として、運用が保守的であるために運用成績が総じて不振であること、公的な資金であるために政策目的に利用されるなど不透明な部分があること（注20）、などが指摘出来る。

年金基金の運用に関する規制は、香港を除き極めて保守的であり、国債比率の下限が定められている場合も多い。例えば、マレーシアのEmployees Provident Fund（以下EPF）は、毎年の投資可能財産の70%を国債に投資することが義務付けられていたが、91年の法律改正によって事実上自由化された。EPFは資産の25%まで株式に投資することが可能であり、対外投資も許容されているが、そのシェアは極めて低い。

タイでは、Government Pension Fund（97年に設立された公務員の年金基金、以下GPF）に対して、資産の60%以上を「極めて安全な証券」（株式や格付けのない社債などが除外

図表 18 年金資産のアロケーション

(%)

	公共部門 向け債権	金融機関 向け債権	社債	株式	海外資産	その他
香港	n.a.	20.0	0.0	54.0	0.0	26.0
インドネシア	13.5	49.4	23.0	5.2	0.0	8.9
韓国	43.5	0.9	11.1	3.2	2.8	38.5
マレーシア	38.5	8.8	31.0	19.7	n.a.	2.0
フィリピン	15.0	0.0	0.0	33.0	0.0	3.8
シンガポール	96.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.8
タイ	39.9	29.0	14.2	11.3	2.8	2.8

(注)「その他」に含まれるのは債券のみ。香港、マレーシア、フィリピンの値は、図表17に示した「最も重要な制度」のみによる。

(資料) Ghosh ed. [2006]

される)に投資することが義務付けられる一方、株式や海外資産は10%を超えないことが求められている。GPFは、これらの制約に基づいて資産配分の自主ルールを定めているが、リスク管理の具体的な方法やベンチマークなどは定めていない。

今後、投資規制の緩和や運用技術の向上により、年金基金の資産配分が多様化することが期待されるが、併せてガバナンスやリスク管理を確立することが不可欠である。運用に関するリスク管理では、信用リスクが比較的適切に管理されているのに対し、金利リスクや為替リスクの管理は不十分とみられ、対外投資の拡大のためには、特にこの点の改善が求められよう。

(3) 保険会社 (Insurance Sector)

各国の保険会社の資産は着実に拡大しているが、年間保険料の対GDP比率が高いのは香港、韓国、シンガポールなどである(図表19)。

資産規模は全般に小さく、国民所得水準の上昇に伴い、今後の拡大が期待される。特に、中国、インドネシア、フィリピン、タイなどで拡大の余地が大きい。

保険商品の販売経路 (distribution channels) の多様化が資産の拡大につながっており、銀行の店舗網も利用されている。死亡保険、傷害保険、貯蓄商品など、商品の多様化が各国で進んでいる。

保険会社の資金運用に関しては、香港のように投資規制がほとんどない国もあるが、全般に運用の安全性が重視され、引当金の設定や投資商品・銘柄の数量規制などが実施されている。例えばマレーシアでは、国債への投資比率が25%以上でなければならない。香港やシンガポール以外では資産の大半が国内債券に投資されており、株式、不動産、外貨建て資産は少ない。一方、香港には米ドル建ての生命保険商品が多く、保険会社による米ドル建て債券への投資が行われている。シンガ

図表 19 保険業の発展状況

(%、ドル)

	1997年		2000年		2004年	
	penetration	density	penetration	density	penetration	density
中国	1.4	10.8	1.8	15.2	3.3	40.2
香港	3.5	945.5	4.8	1,162.0	9.3	2,217.2
インドネシア	1.3	13.1	1.2	8.6	1.3	15.6
韓国	15.4	1,232.3	13.1	1,234.1	9.6	1,419.3
マレーシア	4.4	198.8	3.7	151.0	5.4	256.6
フィリピン	1.5	17.1	1.4	13.5	1.5	15.5
シンガポール	5.1	1,327.3	4.2	966.3	7.5	1,849.4
タイ	2.4	52.5	2.5	49.3	3.5	92.2

(注) penetration は、年間保険料の対 GDP 比率。density は、一人当たり年間保険料。
(資料) Ghosh ed. [2006]

ポールでも資産配分は多様化しており、総資産の20%まで対外投資が認められている。

保険は年金と同様に長期的な性格の資金であり、保険会社は長期債の主要な投資家となっている。ただし、売買は活発とはいえない。その要因としては、資産の時価評価の頻度が低いこと、インデックス運用がほとんど行われていないことなどがあげられる。

機関投資家という観点での保険会社特有の問題は、各国において最低資本金規制が緩やかなため、会社数が多く、規模が小さいことである（注21）。かつては、日本や韓国で経営不振に陥る保険会社が多発し、それ以外の国でも不健全あるいは非効率な経営がみられた。保険会社が資本市場において重要な役割を果たすためには、当局による規制監督を強化（注22）するとともに、買収合併などにより企業規模を拡大することが有効であろう。さらに、リスク管理技術の向上などにより投資規制の緩和が実施されれば、リスク資産に対する投資が増加しよう。

（4）投資信託 (Mutual Funds)

投資信託は、資本市場に個人投資家を呼び込む役割を果たすことから、その育成は東アジアにおいて重要な政策目的となっている（注23）。投資信託の残高は多くのアジア諸国で急速に増加しており、2004年末には世界の残高の約1割を占めた（図表20）。残高が増加していることは先進国と同様であるが、先

進国では株式ファンドが主力であるのに対して、途上国では債券ファンドが主力となっている場合が多い。その背景には、途上国の個人投資家が銀行預金に代わるものとして債券投資信託を利用する傾向が強いことがある。

投資信託の残高が多く、品揃えの点でも進んでいるのは、香港、韓国、シンガポールである。3カ国・地域はいずれも資産運用業に関して域内のセンターを形成する方針を打ち出しており、香港とシンガポールでは投資信託の購入者の半分以上（2004年に香港は約6割、シンガポールは約7割）が海外の投資家となっている。

香港、シンガポール、台湾、タイなどで、投資信託に対する税制優遇措置がとられてい

図表 20 投資信託の純資産の推移

	(10億ドル)		
	2000年	2002年	2004年
オーストラリア	342.0	356.3	635.1
香港	195.9	164.3	343.6
インド	13.5	20.4	32.8
日本	432.0	303.2	399.5
韓国	110.6	149.5	177.4
ニュージーランド	7.8	7.5	11.2
フィリピン	0.1	0.5	1.0
台湾	32.1	62.2	77.3
合計（アジア太平洋）	1,134.0	1,063.9	1,677.9
米州（北米・中米・南米）	7,424.1	6,776.3	8,792.4
欧州	3,296.0	3,463.0	5,628.2
南アフリカ	16.9	21.0	54.0
総計	11,871.1	11,324.1	16,152.4

	2000年	2002年	2003年6月
マレーシア	11.4	14.1	18.6
シンガポール	95.9	105.7	n.a.
タイ	3.2	5.0	7.0

（資料）Park et al. [2006]、ただし下の3カ国はIMF [2004]

る。タイでは、債券投資信託に関する金利やキャピタル・ゲインを非課税とする措置がとられ、残高が急増した。タイの債券市場において、投資信託は重要な投資家となっている。

香港の資産運用業（年金基金、投資信託、投資顧問業、プライベート・バンキングなどの合計）の総資産は、2002年末の1.6兆香港ドルから2005年末には4.5兆香港ドルに拡大した（注24）。このうち投資信託は、アジア諸国の中で最も株式ファンドの割合が高い（図表21）。香港の資産運用業を担っているのは主に海外の資産運用会社であり、地場の運用会社は限定的な役割しか果たしていない。預託された資金のうち国内の拠点で運用されている金額は2005年に全体の53.2%にとどま

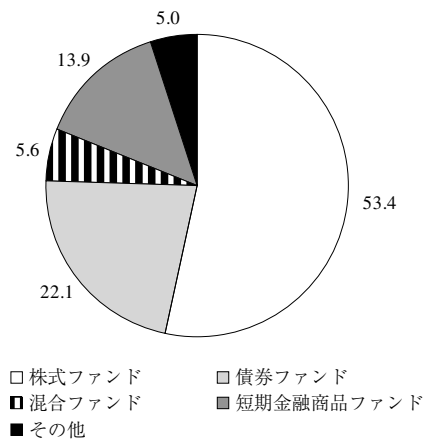
る。投資信託などの運用商品の販売経路は銀行が中心であるが、多様化が進んでおり、最近では保険会社も重要となっている。

2005年に、国内で運用されている投資信託資産の79.3%が自地域を含むアジア地域に投資された。一方、資産運用業全体の運用資産配分は22.2%が国内、残りが海外となっている。

次に、シンガポールでは、98年以降政府が資産運用業の育成を支援しており、通貨当局であるMAS（Monetary Authority of Singapore）やCPF（Central Provident Fund）の資金運用の外部委託や、海外の資産運用会社に対する税制優遇措置などが実施されている。2001年4月には、海外の資産運用会社が国内で直接、ファンド運用を行うことを認めた。資産運用業の規模は、2002年末の3,438億シンガポールドルから2005年末には7,204億シンガポールドルに拡大した（注25）。そのうち、地場（居住者の株式保有割合が50%以上）の運用会社の資産は1,295億シンガポールドルとなっている。

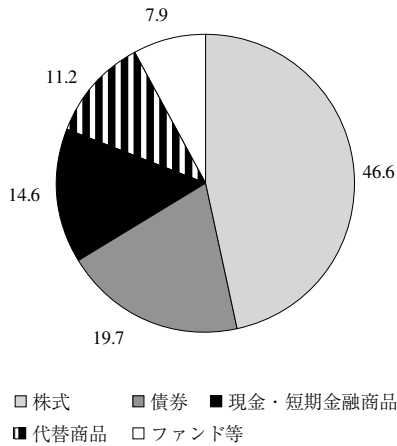
資産配分をみると、香港ほどではないものの株式の割合がかなり高い（図表22-1）。また、地域別ではアジア太平洋向けが53%を占めている（図表22-2）。このうち国内向けは20%前後と推測され、香港と同様、域内投資の割合が高いと考えられる。このように、香港とシンガポールの資産運用業の投資行動が域内証券投資を拡大する最大の要因になっているといえよう。

図表21 香港の投資信託純資産額の内訳
(2005年末、%)



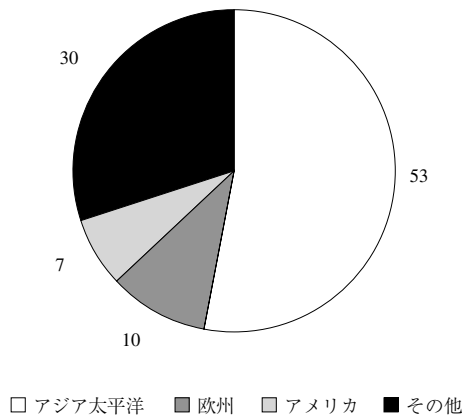
(注) 純資産額の合計は6,675.9億香港ドル。
(資料) Hong Kong Investment Funds Association ウェブサイトより作成

図表22-1 シンガポールの資産運用業の資産配分（商品別、2005年末、%）



(資料) Monetary Authority of Singapore [2006]

図表22-2 シンガポールの資産運用業の資産配分（地域別、2005年末、%）



(資料) Monetary Authority of Singapore [2006]

今後も、アジア諸国における投資信託資産の増加や商品の多様化が続くものとみられる。投資信託の健全な発展のためには、運用成果の時価評価の浸透やファンド・マネー

ジャーの育成に加えて、個人投資家の商品知識を深めることや、規制監督の枠組みを確立して商品の透明性を確保することなどが欠かせない。

投資信託の販売に際しては、個人投資家に証券投資に伴うリスクを正しく理解させることが不可欠である。タイでは、2002年3月から2003年7月の金利低下局面で債券投資信託の残高が急増したが、その後金利が上昇すると大量の解約が発生した。これに対応するために債券の売却が増大し、市場のボラティリティの高まりと金利上昇を増幅する結果となった。韓国でも、2003年3月のSKグループの会計スキャンダルに関連して投資信託の解約が急増するなど、混乱が起きている。

規制監督に関しては、以下のことが求められよう。①政府が資産運用業の育成を推進する姿勢を明確にし、公平な税制や適切な参入規制を行うこと。②投資信託の成長に対応して規制を柔軟に変更し、着実に実施すること。また、銀行を窓口とした投資信託の販売が各国で行われるようになっているが、銀行業と証券業の監督当局が異なることが一般的であり、また資産運用業にも多様な業態がみられるため、規制監督の枠組みを整理することが望ましい。③投資家の信頼を得るために、ファンドの種類ごとの法的性格や投資家の権利を明確に定めるとともに、ファンドの情報開示ルールを整備すること。また、アジア各国において投資信託業の倫理基準 (code of ethics)

が監督当局や業界団体などによって定められており、その遵守が求められる。

4. 域内市場における非居住者の債券発行

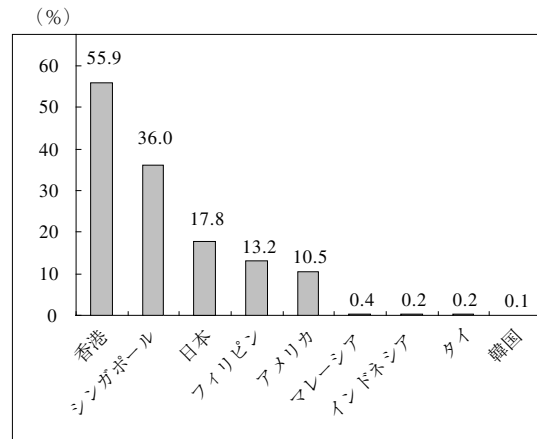
(1) 非居住者による債券発行と国際機関の役割

国内債券市場の規模は経済の規模や発展段階に大きく左右されるが、非居住者による発行を増やすことにより、これを拡大することが出来る。もちろん、非居住者は未成熟な市場では債券を発行しないため、市場の整備が前提となる。アジア諸国では、香港とシンガポールで非居住者による発行の割合が高い(図表23)。

第I節で言及した国際機関による発行が果たす役割も重要である(注26)。これは、各国の債券市場に国際標準の規制や高度な金融技術を持ち込む、新たなベンチマークとなる、長期債の発行によりイールドカーブを延ばす、投資家に新たな投資対象を提供するなどの効果を持つ。また、国際機関の債券に対しては海外の投資家による投資も期待出来るため、クロスボーダー投資の拡大を促進するとともに、国内債券市場の存在を海外の投資家に知らせ、地場の発行体による発行を容易にする道筋ともなろう。

たとえばアジア開発銀行は、70年代初めに初のサムライ債を発行したのを始め、オーストラリア、香港、インドなど多くの債券市場

図表23 社債発行残高に占める非居住者による発行の割合



(注) 中国、インドは0%である。

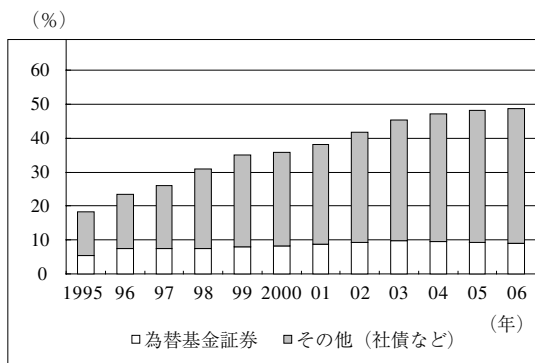
(資料) Gyntelberg et al. [2005]

において起債してきた。今後も、債券市場の育成における国際機関の発行体としての役割は、重要なものとなろう(注27)。

(2) 香港市場

香港では、銀行や株式市場が発達しており、またカレンシーボード制が採用されていることもあって米ドル建て債券への依存が強く(注28)、国内債券市場の整備は遅れていた。しかし、90年に香港金融管理局(HKMA: Hong Kong Monetary Authority)が発行を開始した為替基金証券(Exchange Fund Bills, Exchange Fund Notes)の発行期間がベンチマークを確立するために次第に長期化される(注29)など、市場育成策が実施された結果、通貨危機以降、債券市場が拡大している(図表24)。

図表24 香港の債券発行残高の対GDP比率



(注) 2006年は3月末。
(資料) Asian Bonds Online

92年にアジア開発銀行が起債するなど、国際機関による発行も行われている。債券の発行に関する認可手続きは、発行体の種類にかかわらず不要である。また、規制枠組みの透明性や市場インフラの整備状況は極めて優れており、居住者と非居住者の扱いも平等となっている。

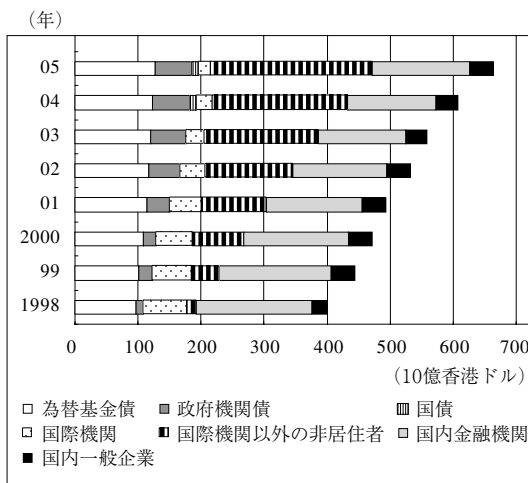
94年1月、HKMAは債券市場育成のため、民間の発行体による香港ドル債の集中決済機構 (CMU: Central Moneymarkets Unit) を稼働させ、同年12月にはユーロクリアおよびセデル (当時) と連結させて、海外の発行体および投資家の利便性向上を図った。現在は、香港ドル、米ドル、ユーロの決済が可能となっている。また、域内の決済システムとのリンクも図られており、たとえばマレーシアのリングの資金決済システムと香港の米ドルの資金決済システムを連結する試みなどが行われ

ている。なお、海外の投資家による国内の外国為替市場での売買や債券市場への投資に関し、制限はまったくない。

債券市場の主な投資家は、為替基金証券の約85%を保有する銀行であるが、2000年に公的年金制度 (Mandatory Provident Funds) が導入され、機関投資家の比重が拡大している。また、個人投資家向けの債券が、HKMAに加えてHKMC (Hong Kong Mortgage Corporation) により発行されている。

債券残高の発行体別内訳をみると、為替基金債が伸び悩んでいること、非居住者の占める割合が大きく上昇していること、居住者では金融機関が社債発行の中心となっていること、などがわかる (図表25)。国際機関を含めた非居住者による債券の発行残高に占める

図表25 香港ドル建て債券残高の発行体別内訳



(資料) HKMA, Quarterly Bulletin, Mar.2006

割合は、98年の21.1%から2005年に41.8%へ上昇した。国際機関以外の非居住者は、海外の銀行などが中心である。欧州諸国、オーストラリア、中国、韓国（韓国産業銀行、韓国輸出入銀行等）などに発行実績がある（注30）。香港で発行する場合、金額が小さく期間も短い債券となりがちである（注31）が、米ドルにスワップするコストを含めても、他の市場で発行するよりも有利な条件で発行出来る場合がある。同じ発行体が、金額が大きく期間の長い債券を発行する場合には、ユーロ市場などを利用することになる。

非居住者による債券発行が増加している背景として、香港が資本取引規制のない国際金融センターとして確立していることがあることはいままでのない。最近の動きとしては、中国における対外投資規制の緩和（注32）により、中国から香港への債券投資が増加することが期待される。

(3) シンガポール市場

シンガポールの債券市場も、香港と並ぶ効率的かつ透明な市場である。通貨危機以降、国際金融センターとしての地位を維持するために包括的な金融改革が実施される中で、債券市場の育成が一つの柱となった。香港と同様、財政収支が黒字を維持してきたにもかかわらず、MASが市場育成のために国債を継続的に発行している。99年に10年債、2001年に15年債が発行されるなど発行年限も長期化

され、2007年3月には20年債が発行されることになった（注33）。これは、インフラ・プロジェクト関連などの債券発行のベンチマークとなることが期待される。

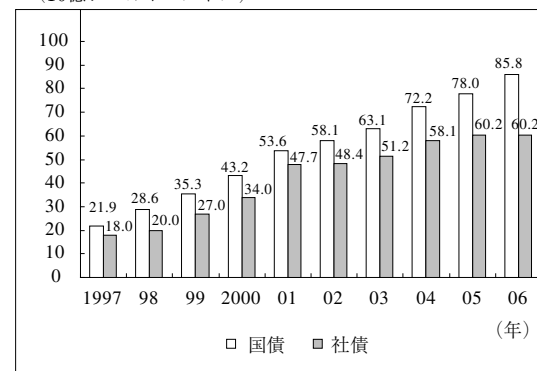
債券市場は着実に拡大しており、債券発行残高の対GDP比率は97年末の24.8%から2006年6月末には73.9%となった（図表26）。発行年限は、国債、社債とも5年以内が大半である。

国内の主要銀行が国債の60%以上を保有し、CPFとともに重要な投資家となっている。ただし、取引は活発ではない。近年は投資信託などの資産運用業が拡大しており、国債市場の流動性の改善に寄与することが期待される。

シンガポールでは、通貨の非国際化政策、すなわち通貨価値の安定性を重視する観点から非居住者によるシンガポールドルの取引

図表26 シンガポールの債券発行残高

(10億シンガポールドル)



(注) 2006年の社債の値は6月末時点。社債は、シンガポールドル建てのみの値。

(資料) Dalla [2003]、MAS、2005年以降の社債の値はAsian Bonds Online

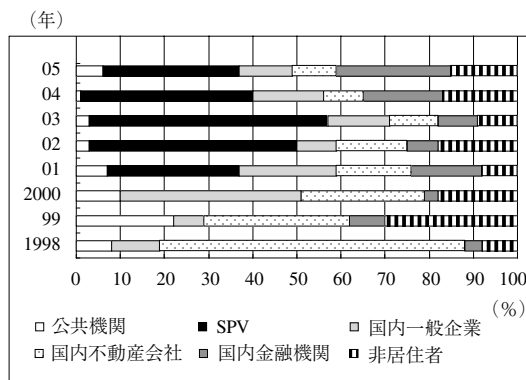
(借り入れや売買)を制限する政策が実施されているが、通貨危機以降、段階的に緩和されている。98年8月にMAS通達757号が出され、銀行以外の非居住者にシンガポールドル建ての資金調達を行う道が開かれた。その後、数回の制度改正を経て、現在では、非居住者である金融機関が代わり金を国外で運用するためにシンガポールドル建て債券を発行する場合、海外に送金する前に外貨にスワップしなければならないという規制が残されている(注34)。ただし、非居住者がシンガポールで債券を発行することに関しては何ら制約はない。また、非居住者がシンガポールの債券市場に投資することも自由であり、そのためにシンガポールの金融機関から資金を借り入れることも出来る。海外から投資を行っているのは、主にヘッジ・ファンドや資産運用業者である。

社債の発行体としては、①公共機関(Statutory Boards)、②SPV(Special Purpose Vehicles)、③一般企業、④不動産会社、⑤金融機関、⑥非居住者、がある(図表27-1)。SPVは、銀行などが仕組み債(structured products)を組成・販売する際に設立するものであり、近年、社債市場において急速に重要性が高まっている。また、国内の発行体では不動産会社の割合が低下し、金融機関の割合が上昇している。非居住者の割合は平均して2割弱程度である。また、非居住者による発行のうち東アジア域内の発行体によるもの

は、香港や韓国などを中心に2割前後である(図表27-2)。国際機関による発行は、98年にIFCによって開始された。

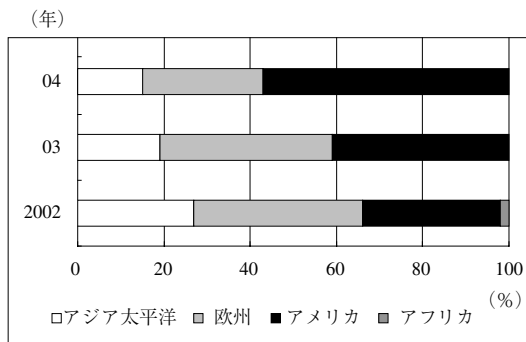
シンガポールのオフショア市場における外貨建て社債発行も活発である(図表28)。2004年の発行通貨別内訳は、米ドル84.9%、ユーロ7.0%、円2.7%、豪ドル2.7%、香港ドル1.3%、その他1.4%となっており、基本的

図表27-1 シンガポールの社債発行額の内訳



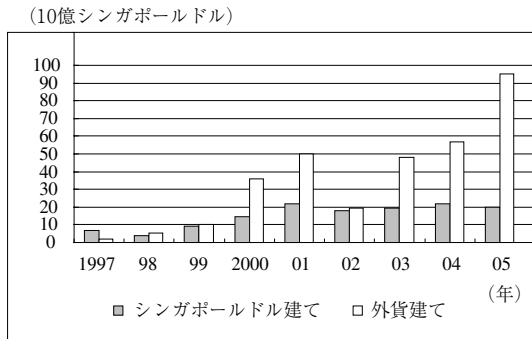
(注) 2004年以降は資料の表示方法が変更されたため、概算。
(資料) MAS, Survey of the Singapore Corporate Debt Market, various issues

図表27-2 非居住者の社債発行体の地域分布



(資料) MAS, Survey of the Singapore Corporate Debt Market, various issues

図表28 シンガポールの社債発行額



(資料) MAS, *Survey of the Singapore Corporate Debt Market*, 2005

に米ドル債の市場であるといえる。また、発行体の国籍（2002年）は、日本22%、欧州諸国20%、シンガポール12%、アメリカ11%、アジア域内諸国4%、不明31%となっている。

BIS [2006] においてMASは、債券市場整備の今後の課題として、証券化の活用等による中小企業の債券市場からの資金調達の促進と、クロスボーダーの投資家および発行体の増加をあげており、クロスボーダー取引の促進を重視していることがわかる。

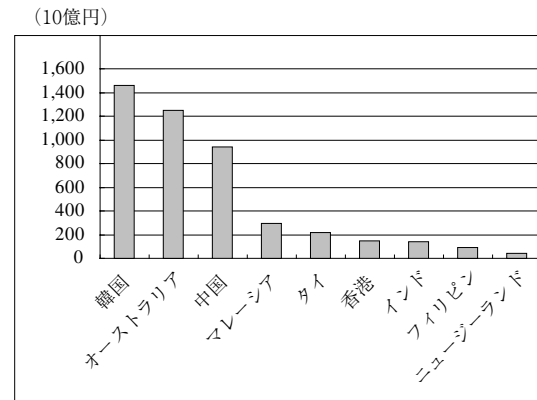
(4) サムライ債市場

日本の国内債券市場において非居住者が発行する円建ての債券（公募円建て外債）をサムライ債と呼ぶ。60年代の経済成長により円の切り上げ圧力が増し、日本は資本流出規制の緩和を迫られ、その一環として非居住者による円建て債券発行を認めることになった。70年にアジア開発銀行が初のサムライ債を発

行したが、当初は発行体の資格（適債基準）が厳しく定められていたため、政府や政府機関が主体であった。シンガポール政府や韓国産業銀行をはじめ、東アジアの発行体もサムライ債市場を利用するようになった（図表29）。適債基準は最低格付け制限に集約されるなど段階的に緩和され、96年には全廃されたが、発行額は年間1兆円前後で伸び悩んでいる（図表30）。

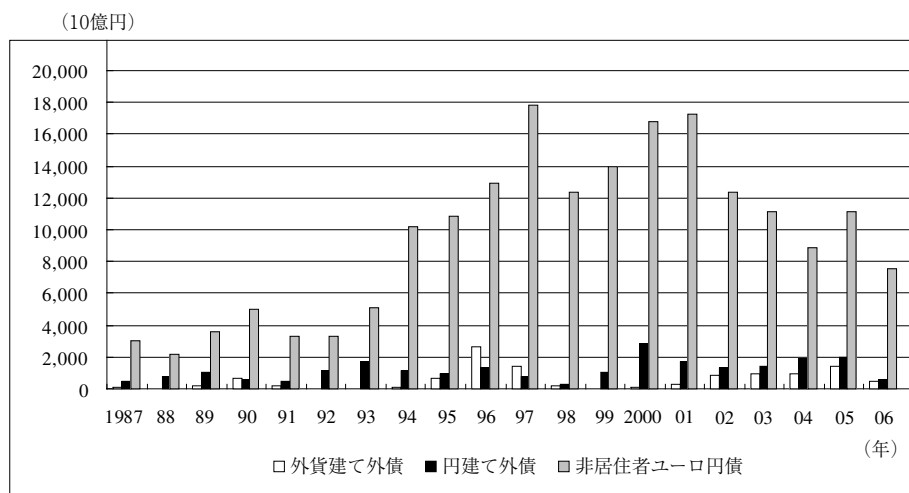
一方、77年に、欧州投資銀行（EIB）がユーロ市場において初の円建て債券（ユーロ円債）を発行した。80年代に発行手続きが簡略化されたことやグローバルに投資家を集められることなどから発行が増加し、ユーロ円債は87年にはユーロ市場における発行額の17%を占めた。その後、日本経済の低迷によりユーロ市場におけるウェイトは低下したが、発行額ではサムライ債を大幅に上回る状況が続いた。

図表29 サムライ債の発行実績
(市場設立時からの累計)



(資料) Nishi and Vergus [2006]

図表30 サムライ債等の発行額



(注) 2006年は11月まで。
 (資料) 財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」

サムライ債の発行が伸び悩んでいる理由として、①非居住者の投資家が少ないこと、②発行手続きにおいて日本語の書類作成を求められるなど、弁護士費用や銀行手数料などの発行コストが高いこと、③発行手続きに時間がかかるために、機動的な発行が難しく弾力的な条件決定が出来ないこと、などが指摘される(注35)。

近年、一定以上の信用力を有する発行体に発行登録制度(shelf registration)の利用が認められ、また、国内の証券取引所への上場要件が廃止されるなど規制緩和が進んだこともあり、ユーロ円債との発行額の差は縮小傾向にある。発行規模や流動性などユーロ円債に劣る面はあるものの、国内市場においてまと

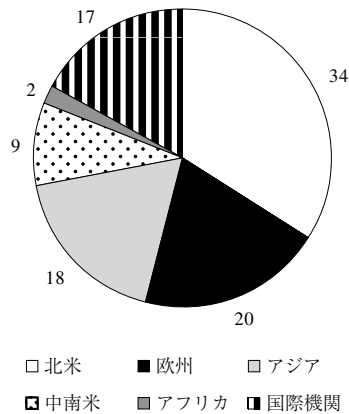
まった金額の調達が可能でサムライ債が見直されているといえよう。

その中で、東アジアの発行体も一定の割合を占めている(図表31)。国別では韓国が最も多く、そのほかには中国、マレーシア、タイ、フィリピン、香港などの発行体に発行実績がある(注36)。なお、サムライ債市場の一般的な特徴としては、以下の点があげられる(注37)。

- ①発行体は、事業法人、政府・政府系機関、金融機関、国際機関がほぼ同じ割合である。
- ②格付けは、発行額の9割近くがBBB以上である。
- ③債券の種類は、普通社債が約8割、仕組み債が約2割である。

2006年のサムライ債の発行額(1~11月)は、前年同期比72%減の5,364億円となった。

図表31 サムライ債の発行体の地域別分布 (%)



(注) 99年～2003年半ばの発行を対象とする。
(資料) 木越 [2003]

これは、債券の券面を廃止する「一般債振替制度」が導入されたため、アメリカで従来免除されていた利息に対する30%の源泉徴収が免除されない可能性が指摘され、アメリカ企業が発行を控えたことによる。源泉徴収の免除は当面継続されることとなったが、クロスボーダー取引に関する制度面の対応の難しさを示す一例となった(注38)。

- (注11) 通貨危機後の東アジアにおける先進国銀行の行動変化については、清水 [2004a]、[2004b] に詳しい。
- (注12) 以下は、ADB [2005] の分析を2005年のデータによって更新したものである。
- (注13) この点については、過去、財務省などを中心に多くの検討が重ねられてきた。最近では、経済財政諮問会議のグローバル化改革専門調査会が、東京をロンドンやニューヨークと並ぶ金融・資本市場にするという問題意識の下、金融監督体制、証券取引所改革、会計基準、金融税制、コーポレート・ガバナンス、金融人材の育成などにつき検討することになった(2007年1月9日付日本経済新聞「東京に金融特区創設」による)。

- (注14) 国際分散投資の意義については、浅野 [1992] を参考とした。
- (注15) EMEAP (東アジア・オセアニア中央銀行役員会議) のイニシアティブにより設定された中国・香港・インドネシア・韓国・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイの国債・政府機関債を投資対象とするパッシブ運用型の債券投資信託。
- (注16) 2006年9月25日付日経金融新聞「広がる個人の外貨運用」などによる。
- (注17) この項の記述に当たっては、Ghosh ed. [2006] のChapter6 (Strengthening the Investor Base) を参照した。
- (注18) Oh et al. [2003] による。
- (注19) 最近では、マレーシアにおける資産配分制限の廃止や資金運用の外部委託の開始など、改善がみられる。
- (注20) 韓国では株式市場の安定化のために、また、マレーシアでは銀行の資本強化や住宅建設の資金として、年金基金が利用された。
- (注21) 韓国は、例外的に保険会社数が少ない。
- (注22) シンガポールでは、リスク・ベースの自己資本比率規制が導入されている。これに伴って資産や負債の時価評価が浸透するため、短期的にはリスク資産への投資を減らす要因となる。
- (注23) 個人投資家を債券市場に取り込む動きは拡大しており、タイ、フィリピン、中国、香港、シンガポールなどで、政府または政府系機関が個人向け債券を発行している。
- (注24) 香港の資産運用業に関する記述は、主にHong Kong Securities and Futures Commission [2006] による。
- (注25) シンガポールの資産運用業に関する記述は、主にMonetary Authority of Singapore [2006] による。
- (注26) 以下の内容は、Hoschka [2005] による。
- (注27) なお、国際機関により調達された資金は、現地プロジェクトへの投融資に用いられることが多い。たとえば、2005年10月に発行されたIFCおよびADBのパンダ債(人民元建て債)の場合、代わり金はすべて中国国内のプロジェクトに貸し付けられた。
- (注28) Asian Bonds Onlineによれば、香港の債券発行残高に占める外貨建て債券の割合は、2006年3月末に36.1%と、東アジアではフィリピンの42.7%に次いで高い。
- (注29) 現在、期間10年までの債券が発行されている。
- (注30) Schmidt [2004] による。
- (注31) 香港で発行される債券(為替基金証券を除く)の平均年限は、99年の2.2年から2005年には4.2年と、短いものの次第に延びている。
- (注32) 2006年4月、QDII (適格国内機関投資家) に認定された国内金融機関に対し、対外証券投資が認められた。2006年末までに認可された海外運用枠は商業銀行が131億ドル、基金管理会社(年金基金の運用会社)が5億ドルとなった。同年12月には、保険会社のQDIIIに関する規定が新たに発表された。
- (注33) 2006年10月18日付日経金融新聞「シンガポール、20年債発行へ」による。
- (注34) 金融機関以外の非居住者は発行金額が少ないため、2004年5月にこの規制から除外された。また、非居住

者である金融機関に対する銀行貸し出しは、現在も1機関あたり500万シンガポールドルが上限とされている。

(注35) 財務省 [2003] などによる。

(注36) Nishi and Vergus [2006] などによる。

(注37) 木越 [2003] による。

(注38) 2006年12月18日付日本経済新聞「円建て外債発行、今年65%減」などによる。

Ⅲ. 域内クロスボーダー債券取引の阻害要因と対策

本節では、域内クロスボーダー債券取引の阻害要因とそれを軽減する方法について検討する。非居住者による債券投資を阻害している要因として、以下の点があげられる。①発行市場の未成熟、すなわち、域内の債券市場の規模が小さいこと、発行体の信用リスクが高いこと、国家の信用力が低いことなどから、海外の投資家が投資するインセンティブを持たないこと。②流通市場の未成熟、すなわち、市場の流動性の低さやインフラの未整備などが障害となること。③資本取引規制や税制上の障害など、クロスボーダー投資を阻害する当局の規制が存在する場合があること。④投資家に為替リスクが発生すること。このように、途上国債券への投資には多様な阻害要因があるため、その促進は長期的な取り組みとならざるを得ない。非居住者の発行に関しても、同様の問題が伴う。

また、クロスボーダー取引を拡大するためには阻害要因の軽減のみでは不十分であり、発行コストやリスクリターン観点からの投

資妙味などの経済的なインセンティブがなければ、本格的な拡大には至らない。その点で重要なのは、取引の促進に関する各国当局の明確な姿勢であろう。

図表32は国内社債市場の発展をもたらす要因をまとめたものであるが、クロスボーダー債券取引の促進について考察する際にも役立つものと思われる。

図表 32 社債市場発展の決定要因

1. 市場発展の前提となる経済の状態 (1) 一定の経済発展段階の達成、一定の経済成長の持続 (2) マクロ経済の安定、金利自由化の完了
2. 他の金融部門の整備状況：銀行、株式市場
3. 市場参加者の存在：発行体、投資家、仲介業者、規制当局 (1) 参加が可能であること (2) 参加するための十分なインセンティブを持つこと (発行体の拡大方法) ・ 企業の自己努力による信用力の強化 ・ 関連するインフラ整備（発行に関する規制の簡略化、情報開示の充実、破産法の整備など） ・ 非居住者（国際機関、多国籍企業など）による発行の増加 ・ 証券化や信用保証の利用 ・ 投資家の投資対象の拡大
4. 直接的なインフラ (1) 国債市場、短期金融市場 (2) 取引プラットフォーム (3) 市場情報インフラ (4) ヘッジ手段：デリバティブ、レボ (5) 債券の取引・決済システム (6) 外国為替市場
5. 間接的なインフラ (1) 法律や規制の整備：証券取引法、会社法、破産法：資本取引規制 (2) 企業の情報開示（格付けを含む） (3) インフラとしての経済主体：会計士、証券アナリスト、格付け機関、裁判所 (4) 税制

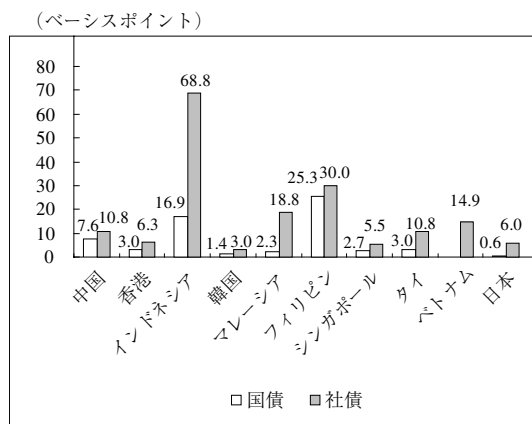
(資料) 各種資料

1. 市場インフラの整備

(1) 流通市場の流動性を高めるための課題

アジア諸国の債券発行市場は大きく拡大したが、流通市場の流動性は全般に低い（図表33）。このことが、クロスボーダー債券取引の拡大を阻む大きな要因となっている。流動性が低い要因としては、市場インフラに関する問題のほかに、市場規模や個別の発行額が小さいこと、投資家の多様化が進んでいないことなどがある。このうち、投資家の現状については第Ⅱ節で述べた。また、発行体の問題については後述することとし、ここでは市場インフラの問題について述べる。市場インフラの具体的な内容は、図表32の「4. 直接的なインフラ」「5. 間接的なインフラ」に

図表33 流通市場における売買スプレッド (2006年)



(注) ベトナムの国債はデータがない。
(資料) ADB [2006]

示した。

ADB [2006] は、2006年9月に東アジアの債券市場のマーケット・メーカー45社に対して実施したアンケート結果を示している（図表34）。市場流動性を改善するための手段として重要性が高い項目に高得点が与えられており、特徴的な点は以下の通りである。(1) 最も重視されているのは、投資家の多様化である。(2) 市場インフラの中では、レポ取引やデリバティブなどのヘッジ手段が重視されている。これらに関する各国の整備状況には差があり、整備が遅れている国においてよ

図表34 流動性改善のために必要な改革 (マーケット・メーカーに対するアンケート結果)

(国債市場)

	平均点
投資家の多様化	3.58
ヘッジ手段の整備	3.20
レポ市場の整備	3.16
マーケット・メーカーの建値の固定	2.82
市場価格の透明性の強化	2.80
租税優遇措置の拡大	2.69
清算・決済システムの改善	2.60

(社債市場)

	平均点
投資家の多様化	3.52
市場価格の整合性の改善	3.16
ヘッジ手段の整備	3.09
クレジット・デリバティブの整備	3.05
租税優遇措置の拡大	2.81
格付けの調和	2.70
プライシング機関の導入	2.58
保証の拡大	2.37
国際機関による発行の拡大	2.32

(原注) 4 = 大変重要、3 = 重要、2 = やや重要、1 = 重要ではない、0 = わからない

(資料) ADB [2006]

図表 35 各国デリバティブ市場の整備状況

	オーストラリア	日本	香港	シンガポール	韓国	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア	中国	ベトナム
(上場)											
国債先物	○	○	○	△	○	○	×	×	×	×	×
金利先物	○	○	○	○	○	○	×	×	×	△	×
金利・債券オプション	○	○	×	△	○	×	×	×	×	×	×
(店頭)											
金利スワップ	○	○	○	○	○	○	○	△	○	○	△
金利キャップ・カラー	○	○	×	○	○	△	△	×	×	×	×
FRA	○	○	○	○	○	○	○	△	△	×	×
CDS	○	△	○	○	△	×	×	×	×	×	×

(注) FRA = Forward Rate Agreements、CDS = Credit Default Swaps : ○ = active、△ = limited、× = not available
 (資料) ADB [2005] より抜粋

り重視される傾向にある(図表35)。(3) 社債市場に関しては「市場価格の整合性の改善」が重視されており、全般に市場価格の透明性が欠如していることを反映したものとみられる。なお、併せて実施された投資家に対するアンケートでは、流動性が低い要因として、発行体が少ないことやデリバティブ市場の未整備などが指摘されている。以上をまとめると、市場インフラに関しては、市場価格の透明性の確保とヘッジ手段の整備が特に重視されているといえよう。

(2) クロスボーダー債券取引の阻害要因としての市場インフラの未整備

Takeuchi [2005] は、ABMIにおいて日本銀行とマレーシア中央銀行の共同作業として行われた市場参加者へのアンケートの結果をまとめたものである。非居住者の対内投資、居住者の対外投資、非居住者の国内市場での発行に関する阻害要因を検討しており、以下、

その内容をみる。

第1に、非居住者の対内投資に関する阻害要因として、①資本取引規制、②税制、③規制の透明性、④ヘッジ手段の利用可能性、⑤清算・決済システム、⑥市場価格の透明性、⑦投資家保護と情報開示、があげられている。このうち④～⑦に関しては、クロスボーダー取引に固有の部分は少ないと考えられる。④では為替リスクのヘッジ、⑤ではグローバルな決済システムとのリンク、⑦では投資家保護における内外投資家の平等な扱い、などが該当するが、為替リスクのヘッジを除き、深刻な問題とはとらえられていない。為替リスクのヘッジについては後述する。また、④～⑦に対する市場参加者の評価は、清算・決済システムおよび投資家保護に関して比較的高く、それ以外の項目はやや低い。

①の資本取引規制は、通貨危機以降全般に強化され、その後次第に緩和される傾向にあるものの、現在もある程度残されている

(図表36)。非居住者の対内投資に関しては著しく煩雑な規制は少ないが、中国ではQFII(適格外国機関投資家)による対内投資が認められているものの上場債券にしか投資出来ないため、最も流動性のある銀行間市場(機関投資家が参加する店頭市場)に参加出来ないという問題がある。韓国やフィリピンでは、当局への登録手続きが必要である。一方、投資代金の回収に関しても、中国において制限的で

ある以外には大きな不自由はないとみられる。

外国為替取引に関する規制として、通貨の非国際化政策がシンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、韓国などで採用されている。これは、自国通貨の海外市場における流通を抑制する政策であり、自国通貨の非居住者への貸し付けや非居住者との外国為替取引を制限することにより実施される(注39)。これにより非居住者の対内投資が不可能とな

図表 36 債券関連の資本取引規制

	非居住者の対内投資	居住者の海外発行	非居住者の国内発行	居住者の対外投資	非居住者の資金回収
中国	QFII(適格外国機関投資家)制度により、割当金額以内で上場債券に投資可能	要許可(調達した外貨は国内に回金すること)	禁止	要許可(銀行が手持ちの外貨で購入する場合のみ可能)	要許可(クローズド・エンドの場合3年間、その他の場合1年間は回収不可)
韓国	自由(ただし登録)	要届出	要届出	自由	自由
香港	自由	自由	自由	自由(機関投資家は金額制限あり)	自由
シンガポール	自由	自由	自由(資金を海外で使う場合は外貨にスワップすること)	自由	自由(外貨にスワップすること)
マレーシア	自由	要許可	要許可	限定的(リングからの交換額、機関投資家の投資額などに制限あり。原則的に要事前登録)	自由
タイ	自由	要許可	要許可	要許可	要事前報告
フィリピン	自由(ただし回収に際し地場銀行で為替取引を行う場合は要登録)	要許可	要許可	年間600万ドルを超える場合は要許可。ペソからの交換は登録が必要	投資時の登録書類が提示されれば自由(回収に際し地場銀行で為替取引を行う場合は要許可)
インドネシア	要許可、限定的に承認	要許可(銀行のみ)	自由	限定的(保険・再保険会社による対外投資、銀行による非居住者発行ルピア債の購入などは禁止)	自由(要報告)

(資料) ADB [2005]、Takeuchi [2005]

るわけではないが、本格的な拡大のためには制約要因となる可能性がある。

②の税制は、海外投資家の金利収入に対する源泉徴収税およびキャピタル・ゲイン税が問題となる。マレーシアでは2004年に、タイでは2005年にこれらの税が廃止された。日本でも、2005年4月に国債に関する非居住者の源泉徴収免除申請手続きが簡略化された。香港やシンガポールでは、非居住者に対してこれらの税は課されない。一方、中国、インドネシア、韓国、フィリピンでは、これらの課税が残されている。これは債券取引の拡大を妨げる要因であり、課税の廃止に向けた各国の努力が求められる。

③の規制の透明性は、非居住者が投資に必要な情報を集める際のコストに反映される(注40)。海外の投資家は、規制の内容を十分に理解せずに投資しているケースも多いと考えられる。当局には、規制の内容を明確なものとすること、必要な情報を英語で提供すること、問い合わせ窓口を一本化すること、などが求められる。また、アジア債券市場育成のためのウェブサイトであるAsian Bonds Onlineでも、各国債券の購入方法に関する情報が提供されているが、このような地域レベルの努力を一層強化する必要がある。

第2に、居住者の対外投資に関する阻害要因として、①資本取引規制、②税制、③規制の透明性、④ヘッジ手段の利用可能性、があげられている。対外投資に関する資本取引

規制は、多くの国でみられる。たとえば、マレーシアでは投資家ごとに上限が決められており、また中央銀行への事前届出が必要である。タイでは、中央銀行からの認可に時間がかかることや、上限金額の決定が裁量的であることなどが指摘されている。

税制に関しては大きな問題はないが、規制の透明性やヘッジ手段の利用可能性に関しては、非居住者による対内投資の場合と同様の問題がある。

第3に、非居住者の国内市場での発行については、中国とタイ以外では禁止されていないが、実際には発行例がほとんどないと述べられている(注41)。これは、国内での格付けや上場、その国の言語による書類作成などが求められ、発行コストが高いためである。非居住者による発行が多い香港やシンガポールでは、これらの負担が軽減されている。特に香港では、発行手続きが簡略化され、迅速な発行が可能である。調達した資金を国内で運用することも海外に送金することも自由であり、ヘッジ手段も利用出来る。上場や格付けは求められず、課税もなされない。

以上をまとめると、(1) アジア諸国へのクロスボーダー債券投資を増やすためには、①市場価格の透明性、情報開示の詳細性、ヘッジ手段の利用可能性などに留意した国内市場の整備、②資本取引規制や税制の見直し、③規制の透明性の改善、などが必要である(注42)。(2) 国内機関投資家の育成などを前提

として、規制緩和により居住者の対外投資の拡大を図るべきである。(3) 非居住者の国内市場での発行を増やすには、当局の積極的な支援が不可欠である。

(3) アジア債券ファンド (ABF) の取り組みの成果

次に、阻害要因の軽減という観点から、ABFの取り組みに言及する。東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP: Executives' Meeting of Asia-Pacific Central Banks) によるABFには、ABF1とABF2がある。ABF2は、現地通貨建て債券を投資対象とし、8カ国・地域 (中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ) の債券にクロスボーダーで投資を行う「汎アジア債券インデックス・ファンド」(PAIF: Pan-Asia Bond Index Fund、設立時約10億ドル、ドル建て) (図表37) と、各国それぞれのファンド (設立時合計約10億ドル) からなる。ABF1と異なり、運用者、ベンチマーク・インデックスおよび投資家を民間に開放した点が特徴的である。

ABF2の商品設計においては、ファンド管理コストが安いこと、幅広い投資家に販売出来ること、ファンドの流動性が高いことなどから、パッシブ運用を行うオープン・エンド型上場ファンドが選択された (注43)。PAIFの設立国には関係各国と租税条約を結んでいるシンガポールが、また、上場地には債券市

図表 37 Pan-Asian Bond Index Fund (PAIF) の主な特徴

当初の運用金額	約 10 億ドル
ファンドの構造	上場オープン・エンド型ファンド
投資家	第1フェーズ: EMEAP 中銀のみ 第2フェーズ: その他の公共・民間投資家にも開放
運用対象	アジアの政府・政府系機関が発行する8カ国・地域の現地通貨建て債券 (中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ)
表示通貨	米ドル
投資スタイル	指定されたベンチマーク・インデックスに対するパッシブ運用
ベンチマークとするインデックス	International Index Company が提供する iBoxx Asian Bond インデックスの中の Pan-Asia インデックス)
設立地	シンガポール
上場地	香港証券取引所 (追加上場も検討)

(資料) EMEAP [2006]

場の流動性の高さなどから香港が選ばれた (注44)。

ABF2は、実際にファンドを立ち上げることにより債券取引の阻害要因を特定し、軽減する効果を持った。特に、PAIFはクロスボーダーの性格を有するため、クロスボーダー取引の阻害要因が問題となった。また、PAIFがトラックするPan-Asia Indexの国別ウェイトの決定に際し、①債券発行残高、②売買回転率、③自国通貨建てソブリン格付け、④市場アクセス (法律、規制、市場インフラなどから評価) が勘案されるため、各国が市場改革を進めて自国のウェイトを高めるインセンティブが内包されている。国別ウェイトの見直しは、毎年9月に実施される。

ABF2の成果としてあげられるのは、第1に、資本取引規制の緩和である。中国では、

PAIFが海外の投資家としては初めて銀行間市場への参加を認められた。マレーシアでは、非居住者のヘッジ取引が自由化されるなど、規制緩和が進んだ。タイでも、機関投資家の対外投資規制が緩和されるなどの動きがみられる（注45）。第2に、マレーシアとタイで非居住者の対内投資に対する源泉徴収課税が廃止された。第3に、債券ETF（Exchange-Traded Fund）は従来存在しなかったため、マレーシアとタイでETFに関するガイドラインが制定された。また、ファンドの投資家保護などの問題について、EMEAPが各国当局に提案を行った。これらが、規制の調和を促進することが期待される。第4に、PAIFの契約書類は国際標準に基づいて作成され、各国の国際標準の導入を促進した。第5に、ABF2の導入により、各国の証券決済システムおよびネットワークが強化された。また、ファンドがETFであることが市場価格の透明性の向上に役立っている。

ABFの今後の重要な課題は、投資対象を拡大し、各国の社債をファンドに組み入れることであろう。

(4) 市場インフラの調和の可能性と格付け機関・証券決済システム改革

Dalla [2003] は、域内に国際債券市場を構築するためには、①法律や規制の枠組み、②格付け制度、③取引プラットフォームおよび取引慣行、④清算・決済手続き、⑤会計監査

基準、⑥金利収入やキャピタル・ゲイン等に関する税制、⑦外国為替規制、に関して調和を図る必要があるとしている。

しかし、その実現は容易ではない。取引プラットフォームや決済システムなどの物理的なインフラは、市場構築の合意があれば調和させることが可能かもしれないが、法律、規制、税制などは極めて難しい。国際債券市場の構築よりもクロスボーダー取引の拡大を優先的に考える本稿の立場からは、「調和」よりも「阻害要因の軽減」という考え方をより重視すべきであろう。

ここでは、上記の項目の中でABMIの主要な検討課題とされている格付け制度と証券決済システムについてみる。

クロスボーダー債券投資を拡大するためには地場の格付け機関の整備が不可欠であり、格付け手法を標準化することが望ましい（注46）。通貨危機前後から格付け機関の重要性に対する認識が高まり、2001年9月、東アジアの格付け機関の協力体制を強化するため、アジア開発銀行の支援の下でアジア格付け機関連合（ACRAA：Asian Credit Ratings Agency Association）が設立された。また、ABMIの「域内の格付けに関するワーキング・グループ」（議長：シンガポール、日本）において、各国格付け機関の能力向上を目的とした研修・会議・セミナーや、各国の格付けの調和を図るための研究が行われている。

アジア諸国の格付け機関の発展度合いは多

様であるが、総じて投資家の信認が確立しているとはいえない。格付け手法の標準化は、デフォルトの定義、格付けカテゴリー（AAAなどの表示方法）、レビューの頻度、手法の透明性、レポートの内容、適時性などについて行う必要がある。しかし、各国債券市場の発展段階、会計基準等の制度インフラ、格付け機関の能力レベルなどが相違するために、標準化の実現は容易ではない。また、地域の格付け機関（regional credit rating agency）の設立も検討されているが、既存の機関のビジネスを奪う危険性もあり、これはさらに将来の話となる。

域内で国際的な格付け機関の利用を拡大することも考えられるが、これらの機関が全世界の企業を対象としたグローバル・スケールを用いているのに対し、アジア諸国の格付け機関は自国の企業のみを対象としたナショナル・スケールを用いており、両者の関係が明確でないという問題がある（注47）。グローバル・スケールは各国のソブリン・リスクを考慮しているため、ソブリン格付けの低い途上国の発行体の格付けは、ナショナル・スケールによる格付けよりも低くなる。グローバル・スケールでは、アジア諸国の経済システム（企業・政府・銀行間の関係、情報開示の正確性など）が実態より低く評価されているという見方もある（注48）。

格付け手法の標準化は、ナショナル・スケールに代わるリージョナル・スケールの構築と

いう形になることが望ましい。少なくとも、域内の格付け機関が相互の能力に対する信頼を確立することが、域内クロスボーダー債券取引を促進するためには重要である。

次に、証券決済システムについてみる。クロスボーダー債券取引の決済方法は、①各国の決済業者（Local Agent）を経由する方法、②グローバル・カストディアン（Global Custodian）と呼ばれる国際的な商業銀行（およびLocal Agent）を経由する方法、③ユーロクリアやクリアストリームなどの国際的な決済機関（ICSD：International Central Securities Depositories）を用いる方法、④各国の決済機関（NCSD：National Central Securities Depositories）のネットワークを構築し、アジアクリアなどと呼ばれるRSI（Regional Settlement Intermediary）を設立する方法、に大別される。

東アジアの債券取引では、通常②の方法が用いられている。グローバル・カストディアンは複数の国にまたがる債券取引の決済を提供するため、投資家にとって利便性が高い。①は煩雑であり、現実的ではない。③は各国の多様な取引規制が障害となり、この方法を利用出来るのはアジアでは一部の国に限られる。ICSDsを利用出来る国でも、時差のために取引完了が翌日となる場合がある。④は実現すれば望ましいが、現在は各国のNCSD間のリンクはほとんど行われていない。発展段階の異なる決済システムを結びつけることが

技術的に難しい上に、各国の法律や規制の調和も必要となる。

クロスボーダー債券取引において、決済システムは現状、深刻な問題とはなっていないとみられる。域内の決済システムのリンクについては、コストと便益の比較など、引き続き議論する必要があるだろう。なお、設立するRSIをCLS（Continuous Linked Settlement）銀行とリンクし、外為決済リスクを軽減することも検討されている（注49）。

2. 信用保証や証券化の利用による信用補完

（1）信用保証の利用

次に、発行体の信用リスクの問題について検討する。信用リスクの補完には、信用保証や証券化を利用することが考えられる（注50）。投資家がクレジット・デリバティブを利用することも考えられるが、東アジアにおいては全般に未整備である。また、格付け等による信用リスクの透明性の向上が重要であることはいうまでもない。

信用リスクを軽減することの重要性は、国際機関が発行する現地通貨建て債券が投資家の高い関心を集めることから明らかであろう。このことは、信用リスクが軽減されることによって為替リスクを受容する投資家が存在することを示している。したがって、時間的な手段として信用保証を活用し、投資家

が求める信用力と発行体の信用力のギャップ（credit quality gap）を埋めることは、債券市場の発展やクロスボーダー債券取引の拡大に大いに役立つであろう。

信用保証を行う主体としては、民間企業、政府機関、国際機関などが考えられる。通貨危機以前の韓国やマレーシアでは、商業銀行による社債の保証が一般的に行われていた。しかし、通貨危機により銀行経営が悪化したため、このような慣行はほとんどなくなっている。

アメリカには、債券に対する保証を専門に行うモノライン（monoline insurance companies）と呼ばれる企業が存在するが、アジア諸国においては、市場規模が小さいこと、企業の信用力が低いこと、倒産情報の蓄積が不十分であることや法律・規制の不透明さから信用リスクの推定が難しいことなどのために、ビジネス展開は容易ではない。

各国の政府系信用保証会社による保証も考えられるが、政府系機関でも高度な信用リスク管理能力が要求されることに変わりはない。仮に、保証が補助金的な性格を帯びれば、発行体にモラル・ハザードが発生する危険性が高い。アジア諸国では、中小企業の資金調達に対して信用保証を行う機関が存在している（図表38）。これらの機関は損失を計上していることも多く、その場合は政府予算等により補填されている。ここからの教訓として、保証機関には、十分な自己資本を確保するこ

図表 38 各国の中小企業信用保証機関

	名称	内容等
日本	中小企業金融公庫 (JASME) 信用保証協会 (CGCs)	JASME は 53 年設立、政府 100% 出資。CGCs は各都道府県および主要 5 都市に所在。前者が後者をサポートする 2 段階のシステムを形成。
韓国	KCGF : Korea Credit Guarantee Fund KOTEC : Korea Technology Credit Guarantee Fund	2 社とも政府および銀行が出資する非営利金融機関。KOTEC は主に技術系企業を対象とする。
インドネシア	Perum Sarana (Perum Sarana Pengembangan Usaha) Askrindo (PT Asuransi Kredit Indonesia)	Perum Sarana は 2000 年設立、100% 政府出資。Askrindo は 71 年設立、中央銀行および財務省が出資。
マレーシア	CGCMB : Credit Guarantee Corporation Malaysia Berhad	72 年設立、中央銀行、商業銀行、ファイナンス・カンパニーが出資。
台湾	SMEG : Small and Medium Business Credit Guarantee Fund	74 年設立の非営利機関。中央・地方政府が 81% を所有。
タイ	SICGC : Small Industry Credit Guarantee Corporation	91 年設立、財務省が 93% 出資する政府系企業。

(資料) Shim [2006]

と、慎重な運営を行うこと、格付け制度や会計基準などを整備して中小企業に保証からの「卒業」を促すこと、などが求められる (注51)。

ABMIにおいて、地域の信用保証機関の設立が検討されているが、これにも同様の問題が伴う。95年に、域内の債券市場の育成を目的としてASIA (Asian Securitization and Infrastructure Assurance) Ltd.という信用保証会社が各国の参加により設立されたが、保証の対象がアジア地域に集中していたため、通貨危機後の信用不安により致命的な打撃を受けた (注52)。今後、新たな組織を設立するとしても、過去の経験を踏まえて事業内容を慎

重に検討することが必要である。

ABMIの「信用保証および投資メカニズムに関するワーキング・グループ」(共同議長：韓国、中国)において、2005年10月、地域の信用保証機関の設立を提案する報告書が提出された。そこでは、①投資適格の債券を拡大するために保証機関の設立が有意義であること、②組織形態は、独立した国際機関やADBの付属組織など多様なものが考えられること、③初期段階では、信用保証に加えて金融インフラへの投資や技術支援など多様な業務を行うべきであること、などの意見が示された。

今後、新機関の設立を目指して、より詳細な需要予測、費用便益分析、法律上の問題点の明確化などに基づき、組織形態の選択やビジネス・モデルの構築が行われる予定である。新しい組織は、AAAの格付けを前提とし、債券の元利支払いに対する保証に加えて、債券発行の前段階としてのつなぎ融資や格付け機関・決済機関等への出資など、債券市場の整備に関する多様な業務を行う見込みである。新機関は、域内各国に所在する既存の保証機関のビジネスを奪うことなく、それらとの連携により保証業務を行い、域内における信用リスク取引の確立に貢献することが期待される。

(2) 証券化の利用による信用補完とその現状

証券化とは、キャッシュフローを持つ資産（債券、ローン、その他の債権など）の集合を担保に、新たな債券を発行することである。通常、原資産の所有者または第三者が設立する Special Purpose Vehicle（SPV）が資産の譲渡を受けて債券の発行体となる。

発行体の信用力を補完するために、証券化を利用することは極めて重要である。証券化の仕組みは多様である（図表39）が、アジア諸国において特に重要と考えられるのは債券を原資産とするCBO（Collateralized Bond Obligation）である。単独では社債発行が難しい企業に対し、債券発行の道を開くことになるからである。

個々の債券の金額が小さく、信用力が低い場合においても、多くの債券を集めることでリスクが分散され、投資家のニーズに合致し

た債券を組成出来る。また、信用力の高い部分（優先部分）と低い部分（劣後部分）に分けることや、第三者による信用補完を利用することなどにより、新たに発行される債券は金額が大きくなるだけでなく、個々の債券よりも格付けの高いポーションを創出することが可能となる（注53）。また、市場における流動性も向上する。日本、韓国、シンガポールなどでは、図表38に示した政府系信用保証機関を中心に、CLOやCBOを組成して中小企業の資金調達を支援する動きがみられる。

証券化の拡大による資産担保証券（ABS）の発行増加は、社債市場の拡大や資金調達・運用手段の多様化をもたらす効果もある。証券化は韓国、マレーシア、香港、シンガポールで先行して発展しており、タイ、中国などがこれに追随しつつある（図表40）。タイなどでみられるように、インフラ整備資金の調

図表 39 ABS（資産担保証券）のタイプ

広義の ABS	Mortgage-Backed Securities (MBS)	Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS)
		Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)
	Collateralized Debt Obligations (CDO)	Collateralized Loan Obligations (CLO)
		Collateralized Bond Obligations (CBO)
	狭義の ABS	Credit-Card Receivables
		Leasing Receivables
		Trade Receivables
Consumer Loans		

(資料) Ghosh ed. [2006]

図表 40 証券化を利用した債券の発行額

		(百万ドル)				
		2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
中国	国内発行	0	0	1,087	0	0
	海外発行	0	0	0	0	0
香港	国内発行	0	0	256	387	432
	海外発行	142	0	0	43	594
韓国	国内発行	31,078	28,417	23,291	25,776	17,598
	海外発行	713	1,813	3,492	580	1,649
マレーシア	国内発行	969	1,412	151	266	350
	海外発行	0	0	600	0	0
シンガポール	国内発行	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	海外発行	125	0	290	128	1,002
タイ	国内発行	31	0	141	20	38
	海外発行	0	0	0	0	0

(資料) IMF [2005b]、Dalla [2006]

達手段としても証券化の利用が有望視されている。また、韓国、香港、シンガポールを中心に、海外でのABS発行（クロスボーダーでの証券化取引）も行われている。

証券化取引を円滑に行うためには、法律、規制、税制、会計基準、格付け機関等信用情報の透明性を確保する仕組み、などを整備する必要があるが、アジア諸国においてその整備状況は多様である。具体的な問題として、①金融資産の譲渡に関する制約、②資産譲渡益に関する認識や課税方法、③SPVの活動を制約しかねない法律・会計上の規定（真正譲渡（true sale）、倒産隔離（bankruptcy remoteness）等を含む）、などに対処しなければならない（注54）。また、原資産の市場が確立したものであること、リスクの高いトランシェを購入する投資家が存在することなども、証券化が拡大するための重要な条件となる（注55）。

証券化の発展度合いが各国で多様であることから、各国で政策的にABSの発行を促進する努力に加えて、地域的な取り組みにより各国の発展を促進することが重要である。ABMIの「新たな債務担保証券開発のためのワーキング・グループ」（議長：タイ）において各国の証券化の促進が行われているが、このような取り組みを継続・強化することが望ましい。Dalla [2006] は、ABSに関する域内の助言グループの設立や技術支援の強化、ABSに投資する地域的な投資信託の設定など

を提案している。域内の証券化を推進する専門組織の設立も、一考に値しよう。

（3）証券化利用の提案および実例

①域内の国債・社債等を原資産としたクロスボーダー CBO、CLO

Oh et al. [2003] は、域内の貯蓄を活用するための債券市場育成において、信用補完の活用が不可欠であるという認識を示した上で、各国の証券化取引拡大の必要性を強調するとともに、域内各国の国債、中小企業が発行する社債、中小企業融資などを原資産としたクロスボーダー CBOあるいはCLOの発行を提案した。また、Oh and Park [2003] は、域内の中小企業債券・融資を原資産として各国で証券化を行った上で、シニア・トランシェのみをクロスボーダーで証券化する2段階の取引を提案している（注56）。

これらを実現するには、クロスボーダーの資産売却や資本移動が認められる必要がある。また、より大きな問題は通貨スワップ市場の成熟度である。各国市場の成熟度が十分でない場合、ドル建ての原資産に基づき、CBOなどをドル建てで発行せざるを得ない。市場が十分に成熟した後に初めて、自国通貨建ての資産を原資産として任意の通貨建てでCBOなどを発行することが可能となる。前述した地域の信用保証機関などの公的機関が為替リスクを負担すれば、通貨の問題はある程度解決出来るものの、これは一時的な手段

に過ぎない。

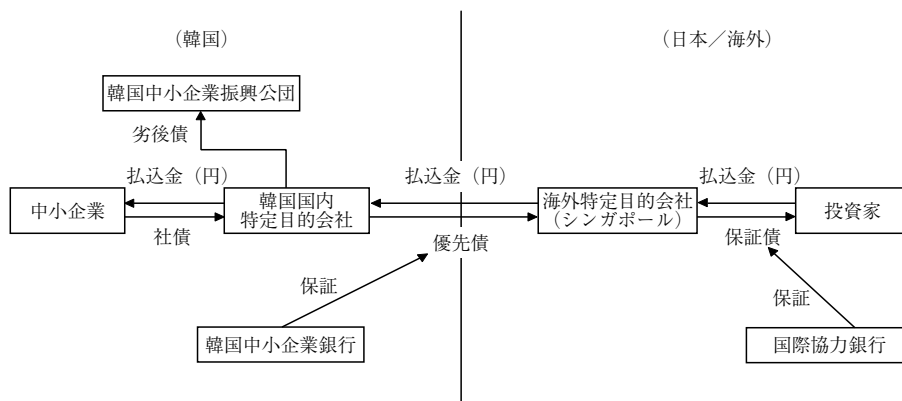
ABMIの努力により実現したクロスボーダーCBOとして、2004年12月、韓国の中小企業46社が発行した円建て債券を原資産として発行された円建てCBO77億円（3年物変動利付債、発行時0.25%、AAA）がある（図表41）。これは優先部分（全体の80%）と劣後部分に分けられ、韓国中小企業銀行（IBK：The Industrial Bank of Korea）（注57）が保証した優先部分をもとにシンガポールで再び円建て債券が発行され、これにJBICの元本部分に対する保証が付けられた。これはシンガポール取引所に上場され、日本やアジアの機関投資家に販売された。一方、劣後部分は韓国中小企業振興公団（SBC：Small Business Corporation）により引き受けられた。スキーム全体でクロスボーダーになっており、地域

債券（Pan-Asia Bond）としての性格を持っている。この事例では原資産が韓国に限定されているが、今後、このようなスキームによる発行を積み上げれば、Oh and Park [2003]が提案するような複数の国の原資産による発行も考えられよう。

②通貨バスケット建て債券

アジア通貨による債券発行の一つの方法として、通貨バスケット建て債券の発行が検討されている。具体的な提案として、たとえばIto [2004]がある。これによると、アジア諸国の協力によって東京、香港、シンガポールなどのオフショア市場に設立されるAsian Bond Corporationという公的機関が、アジア諸国の現地通貨建ての債券（国債、政府機関債、社債等）を購入する。これらを原資産として、通貨バスケット建て債券（ABC Bond）を発

図表41 クロスボーダーCBOの発行スキーム



（資料）国際協力銀行ホームページ

行するというものである。発行された債券が有する為替リスク、金利リスク、信用リスクなどは、基本的には原資産のリスクの加重平均となる。それにより、リスク調整後の収益率が投資家のニーズを満たすものとなる可能性があるという発想である。この提案は、実質的には現地通貨建ての債券を証券化するものと考えてよいであろう。

現在、通貨バスケット建て債券の発行はABMIにおいて検討されているが、おそらくはこのような証券化を利用したスキームが提案されることとなろう。通貨バスケット建て債券発行の可能性については、次項で詳しく検討する。

③海外送金に関する証券化

最近、ABMIなどで議論され始めたスキームとして、途上国の銀行が海外労働者などからの送金により将来受領する予定の外貨（ハード・カレンシー）のキャッシュフロー（future remittance receivables）を担保に提供して実施する証券化取引がある（注58）。これは、送金された資金を受領する銀行がオフショア市場にSPVを設立し、外貨建ての債券を発行するものであり、ブラジル、メキシコ、トルコなどの発行体に発行実績がある（2003年に約28億ドル）。その重要な特徴として、銀行はオフショア市場に特別な勘定を設けて資金を受領し、債券の元利支払いに直接充当するため、送金受領国のソブリン・リスクが相当程度回避出来ることがある。そのため、発行

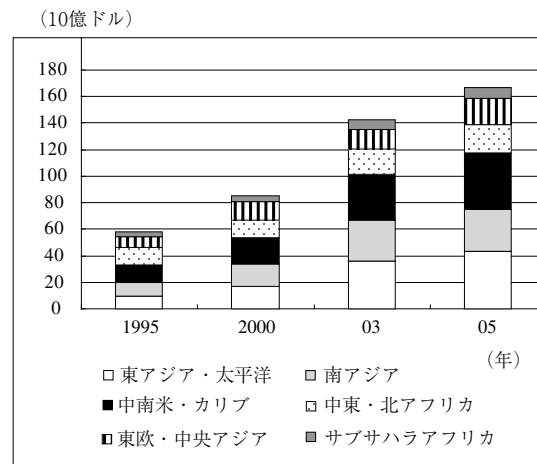
される債券は、送金受領国のソブリン格付けを上回る格付けを取得することが出来る。

このような証券化の実施に際しては、キャッシュフローの確実性や担保としての法的性格などに若干不明確な点があり、このようなリスクを受容する投資家の存在が債券発行の前提となる。発行体に資金調達ニーズがあることも当然必要であり、このような取引を近い将来に実現出来るかは不透明である。しかし、東アジアでは海外送金の規模が拡大しており、その資金を活用して債券発行の拡大を図ることには意味があろう（図表42）。

④まとめ

以上の提案は、（1）各国における証券化取引を拡大する、（2）クロスボーダーの証券化取引を拡大する、（3）通貨バスケット建ての債券を発行する、など多様な目的を含

図表42 途上国への労働者送金額



むものである。これらを同時に実現することは困難であり、各国における証券化市場の整備を図りながら、(2)や(3)の実現を模索することになる。

3. 為替リスクへの対処

(1) クロスボーダー取引の拡大と通貨の国際化

クロスボーダー取引においては、為替リスクが大きな問題となる。発行体には、海外で発行する場合にも本国通貨で発行するという選択肢があるはずであるが、途上国の発行体の場合、本国通貨での発行は難しい。国際債券の発行残高は主要通貨に集中しており、アジア通貨としては日本円、香港ドル、シンガポールドル、タイバーツ、台湾ドルなどがみられるものの、残高は全般に小さい(図表43)。

アジア通貨建て債券の発行残高が小さい要因は、為替取引の規模が小さく、通貨が国際化していない点にある(図表44)。McCauley and Park [2006] は、韓国、フィリピン、インドネシアなど、金利が相対的に高い国の通貨建ての債券には投資家の一定の需要があるはずであるが、各国の通貨当局が海外での本国通貨建ての発行を認めてこなかったと指摘している。

アジア通貨の為替取引の規模自体は、拡大している。BISのサーベイによれば、2001年から2004年にかけて、アジア通貨の取引額は

図表 43 国際債券の通貨別発行残高

(10 億ドル)

ユーロ	7,584
米ドル	6,043
イギリスポンド	1,310
日本円	477
スイスフラン	239
カナダドル	175
豪ドル	172
香港ドル	60
ニュージーランドドル	39
シンガポールドル	18
タイバーツ	2
台湾ドル	2
その他	146
合計	16,267

(注) 2006年9月末現在。
(資料) BIS

図表 44 世界の外国為替取引の通貨別比率

(%)

	1998年	2001年	2004年
米ドル	87.3	90.3	88.7
ユーロ	—	37.6	37.2
ドイツマルク	30.1	—	—
フランスフラン	5.1	—	—
ECU とその他の EMS 通貨	17.3	—	—
日本円	20.2	22.7	20.3
イギリスポンド	11.0	13.2	16.9
スイスフラン	7.1	6.1	6.1
カナダドル	3.6	4.5	4.2
豪ドル	3.1	4.2	5.5
スウェーデンクローネ	0.4	2.6	2.3
香港ドル	1.3	2.3	1.9
韓国ウォン	0.2	0.8	1.2
ニュージーランドドル	0.3	0.6	1.0
シンガポールドル	1.2	1.1	1.0
台湾ドル	0.1	0.3	0.4
インドルピー	0.1	0.2	0.3
タイバーツ	0.2	0.2	0.2
マレーシアリング	0.0	0.1	0.1
新興諸国通貨	2.1	3.1	-
その他	9.3	10.1	-
合計	200.0	200.0	200.0

(注) 一つの取引に二つの通貨が関与するため、合計は200%となっている。
(資料) BIS, *Triennial Central Bank Survey*, 2004

先進国の通貨よりも急速に増加した（注59）。その要因としては、アジア地域への資金流入の増加などの循環的要因に加えて、アジア諸国の経済発展に伴う金融市場の拡大という構造的要因がある。特に、急速な経済発展と為替制度改革が進行している中国の人民元が、今後、取引拡大のけん引役になるとみられる。

通貨の国際化とは、他の通貨との自由な交換が認められることを前提として、貿易取引や金融取引（海外での銀行融資や債券発行など）に多く用いられるようになることを意味する。すでに述べた通り、多くのアジア諸国では通貨の非国際化政策がとられているが、韓国やインドなど、自国通貨の国際化のスケジュールを検討する国も出てきている（注60）。

各国の国内債券市場におけるクロスボーダー取引、すなわち非居住者の対内投資や債券発行において、通貨が国際化していないことはかなりの制約要因とはなるが、これらの取引が不可能なわけではない（注61）。しかし、アジア通貨建ての債券が居住者または非居住者によりオフショア市場で発行されるためには、通貨の国際化が実現している必要がある。国際化が進んだ状況では、発行体および投資家がともに非居住者となる場合も考えられる。

McCauley [2006] は、豪ドルの国際化が80年代に急速に進んだことを述べているが、この例は、一定の条件の下で通貨の国際化が短期間で進むことを示している。現状、豪ド

図表 45 豪ドル建て債券の発行残高
(2005 年末)

(10 億米ドル)

発行体	発行場所		合計
	国内	オフショア	
居住者	210	29	239
非居住者	39	78	117
合計	249	107	356

(資料) McCauley [2006]

ル建て債券取引の国際化は極めて進んでいる（注62）（図表45）。国内債券市場において、非居住者による国債の保有割合は50%近い。豪ドル建て債券取引の国際化が進んだ背景としては、①国内債券市場が発達していること、②信用力の高い発行体が多く存在すること、③通貨スワップ市場が整備されていること、④長期金利が高いこと、などが指摘されている。このように、国内の金融・資本市場および外国為替市場の整備が、通貨の国際化の前提条件となる。

(2) 為替デリバティブ市場の整備

クロスボーダー取引は為替リスクを伴うため、その拡大のためには為替ヘッジ手段の整備が不可欠である。この点で、東アジアの状況は満足出来るものではない。国内の為替先物・スワップ市場についてみると、フィリピン、インドネシア、中国などを除き、ある程度流動性のある市場が存在し、1年以内の取引であれば問題なく行える場合が多い（図表46）。しかし、非居住者はこの市場に自由に参加出

来るわけではない。香港では非居住者も自由に取引出来るが、その他の国では、程度の差はあるものの、通貨の非国際化政策が実施されていることなどに伴い、取引額や取引の種類に関する制約が存在する（注63）。

通貨スワップ（Cross-Currency Swap）市場についてみると、香港、シンガポール、韓国では非居住者が取引を行うことも可能であるが、それ以外の国では、タイで政府系企業などの限られた市場参加者による取引が行われているほかは、為替取引規制の存在や債券市場の未整備などのために取引は不活発であり、特に非居住者による取引はほとんど行われていない。クロスボーダー取引によって非居住者が資金調達を行う場合、特に自国通貨にスワップするニーズが強いため、通貨スワップ市場が整備されていることは極めて重要である。

一般に、デリバティブ市場を拡大するためには原資産の市場が整備されていなければな

らないことは当然であり、為替市場や債券市場の整備や規制緩和を進めることが、為替デリバティブ市場の発展を左右することになる。

国内の為替先物・スワップ市場に対する非居住者のアクセスが制約されていることが、シンガポールを中心とするオフショア市場においてアジア通貨のNDF（Non-Deliverable Forwards）取引が行われる大きな要因となっている（注64）。NDFは、債券や株式などに投資する海外の投資家に対し、重要なヘッジ手段を提供している。また、国内の為替先物・スワップ市場が流動性に欠けるために、居住者がNDF市場を利用している面もある。

NDF取引には、国内の為替先物・スワップ取引に比較して平均的な取引期間が長い、市場価格のボラティリティが高い、異種通貨のNDF間の連動性が高い、業者間取引の割合が高い、などの特徴がある。国内市場と完全に裁定が働くわけではないこと、決済通貨が米ドルであること、為替制度の変更等には対応

図表 46 為替デリバティブ市場の整備状況

(百万米ドル)

	香港	シンガポール	韓国	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア	中国
(為替先物・スワップ)								
流動性	○	○	○	○	○	△	△	△
1日当たり取引額	3,000 - 5,000	6,000	1,000	100 - 200	300 - 600	75	200	n.a.
(NDF)								
流動性	×	×	○	△	×	△	△	○
1日当たり取引額 (業者間)	-	-	2,000	450	-	250	250	700
(通貨スワップ)								
取引状況	活発	活発	活発	限定的	やや活発	限定的	限定的	限定的

(注) NDF = Non Deliverable Forwards ; ○ = good, △ = average, × = Market non-existent
(資料) Hohensee and Lee [2006]、Debelle [2006]、ADB [2005]

出来ないことなどから、完全なヘッジ手段にはならないが、市場の拡大とともに国内市場との裁定は高まっている。

NDFは非居住者中心の市場ではあるが、市場参加者の取引技術は着実に向上している。この点で、ヘッジ手段の提供に加えて為替取引の自由化を促進する役割を果たしていると考えられる。当局としては、投機的な取引の増大に留意しつつ、NDF市場の拡大を促すべきであろう。

(3) 通貨バスケット建て債券発行の検討

東アジアに共通通貨が出来れば、その通貨建てで発行することにより東アジアの発行体や投資家には為替リスクが生じないことになる。欧州では、通貨統合以降、市場慣行の調和や国債のユーロ建てへの転換が行われ、域内の短期金融市場や債券市場の統合が進んでいる。しかし、アジア諸国にとって、共通通貨は遠い将来の話である。

そこで、共通通貨に代わるものとして通貨バスケット建て債券の発行が検討されているが、これには多くの障害が伴う。

第1に、オフショア市場でアジア通貨建て債券を発行することになるため、通貨の国際化が実現していないことが障害となる。

第2に、原資産の性質に関する問題である。先述のIto [2004] の提案では、原資産はアジア諸国の国債、政府機関債、社債等とされているが、その他にも域内金融機関のローン債

権やABSなどが提案されている。これらの原資産を通貨バスケットの構成比率に従って組み入れることによって通貨バスケット建て債券を組成することになるが、その場合、原資産の信用力評価基準や法律関係などがなるべく共通であることが望ましい(注65)。原資産が社債であればデフォルトする可能性もあるため、各国の倒産法規が多様であることは好ましくない。このように、通貨バスケット建て債券を組成する前提として、原資産を提供する各国の市場インフラの整備および調和が求められる。原資産の価格の透明性も確保される必要がある。原資産が複雑なものであるほど、これらの障害は大きなものとなろう。

第3に、投資家のニーズの有無である。加重平均されたリスクと収益率の組み合わせに魅力を感じる投資家が存在するか否かがポイントとなる。個人投資家は、多数の通貨建て債券の「セット商品」としての通貨バスケット建て債券に魅力を感じる可能性がある(注66)。一方、機関投資家は、リスク分散にメリットを感じたとしても、自ら決定した比率で各国債券への投資を行うことを選ぶ場合が多いと考えられる。単一通貨建ての債券に投資する場合に比較して、リスク管理が煩雑になることも障害になる可能性がある。個人投資家が中心になるとすれば、通貨バスケット建て債券の流動性を高めることは難しく、需要の本格的な増加も見込めないと思われる。

第4に、最大の問題は通貨バスケットに

対する信認である。欧州では、79年に欧州通貨制度（EMS：European Monetary System）が開始された際にECU（European Currency Unit）と呼ばれるバスケット通貨が作られた（注67）。通貨制度の運営に用いられたのは「公的ECU」であるが、ほぼ同時に「民間ECU」が金融機関の間で自然発生的に誕生し、次第に金融取引の単位としての地位を確立した。これにより、ECU建てローンやECU債の発行が増加した。

ECU債の経験は通貨バスケット建て債券発行の検討において参考となるが、欧州の場合、初期にはEMSの存在による域内通貨の対ECU相場の安定が、また80年代後半以降は通貨統合の実現に対する信認の高まりが、ECU取引の強力な背景となっていた。さらに、金融商品としての魅力の高まりや決済システム等の市場インフラの整備が、ECU債取引の拡大を促した。これらの動きは基本的に民間主導で行われ、91年には国際債券の1割がECU建てで発行された。ECU債の発行が拡大した要因としては、①非居住者によるドイツマルク建て債券の発行が当局により抑制されていたため、その代わりにECU債が発行されたこと、②域内通貨に対してECUが安定している限り、ECU債の金利の高さが魅力的であったこと、などもあげられる。

これに比較すると、東アジアでは為替政策協調の議論がほとんど進展していないため、どのような通貨バスケットも投資家の信認を

得ることは難しい。通貨として正式に認知されていない以上、通貨バスケットの流動性が突然失われる危険性もある（注68）。為替政策協調の有無は極めて重要な点であり、通貨バスケット建て債券市場がECU債市場のように拡大することは当面期待出来ないであろう。

通貨バスケットに対する信認が得られない段階で、単独の発行体が通貨バスケット建て債券を発行する可能性は低いため、初期の段階では市場育成を図る各国政府や国際機関が発行することも一つの方法であろう（注69）。

通貨制度との関係を重視すると、通貨バスケットの構成通貨や比率を決める方法も問題となる。通貨バスケット建て債券の発行を急ぐならば、金融市場の整備が比較的進んだ国の通貨によって組成・発行することが現実的と考えられるが、このような試みはあくまでも「試み」ととどまり、市場の本格的発展に至るとは考えにくい（注70）。

このように多くの困難はあるが、「公的ECU」の裏付けにより「民間ECU」が発展した欧州の経験を踏まえると、東アジアにおいても、為替政策協調の議論と通貨バスケット建て債券発行の検討を並行して進めることには意義があろう。

- (注39) 韓国は、非居住者のウォン調達の上限を10億ウォンとしていたが、この規制は2006年1月に廃止された。タイは、非居住者の実需によらないパーツ調達の上限を5,000万パーツとしているほか、銀行に対し、非居住者とのパーツ建てスポット取引に関する中央銀行への報告を義務付けている。インドネシアは、①銀行と非居住者との為替スワップ取引の金額制限、②銀行による海外へのルピア送金の禁止、③非居住者ルピア勘定の資金移動の制限などを実施している。マレーシアは、98年9月の固定相場制導入に際して非居住者に対するリンギ建て貸し出しを禁止し、その後次第に規制を緩和したものの、現在も原則的には認めていない。
- (注40) 問題のある事例として、日本で投資に関する法律や規則の英語訳が提供されていないこと、マレーシアで投資に関する情報の問い合わせに対する対応が円滑でないこと、中国の規制の中でQFIIの認可基準が明記されていないこと、などがあげられている。
- (注41) ABMIのWG1のプログレス・レポート(2006年11月)によれば、2006年、タイにおいて非居住者によるパーツ建て債券発行が特定の発行体に認可された。今後、このような発行が拡大することが期待される。
- (注42) 香港上海銀行(HSBC)は、債券収益率インデックス(ALBI: Asian Local Bond Index)の構成国割合を決める際に海外からの投資のしやすさを考慮しており、これを示す数値としてimpediments indexを算出している(HSBC, Asian Local Bond Index Factsheet, 9 August 2004による)。具体的には、①外国為替・資本取引規制、②投資ファンドの設立の容易性、③源泉徴収税、④決済システム、⑤その他のインフラ(デリバティブ市場、ヘッジ手段、透明性、プライシング)、が考慮されており、各国の数値は、最もアクセスのよい香港を100として、シンガポール97、インドネシア68、タイ66、マレーシア65、フィリピン54、韓国45、台湾38、インド30、中国12となっている。
- (注43) 各国ファンドは、中国、香港、マレーシア、シンガポール、タイがETF(Exchange-Traded Fund)、インドネシア、韓国、フィリピンがオープン・エンド型未上場ファンドである。市場とファンド内で債券価格の裁定が働くことや、市場の流動性を高める効果を持つことなどから、基本的にはETFが望ましいとされた。
- (注44) 投資家がPAIFを売買する場合、取引所またはディーラー(Participating Dealers)経由で行うことができる。取引所では、PAIFのマーケット・メーカーが指名されている。
- (注45) もちろん、すべての規制緩和がABF2の効果というわけではない。阻害要因の軽減に関する記述は、EMEAP [2006] によっている。
- (注46) 以下の内容は、今井 [2006] などによる。
- (注47) もちろん、国際的な格付け機関にアジア地域でビジネスを拡大する意思があるか、という問題もある。
- (注48) JCIF [2001] による。また、Liu [2001] は、グローバル・スケールによる途上国企業の格付けにおいては企業の所在国のソブリン・リスクの影響が大き過ぎることを指摘し、改善の余地があると述べている。
- (注49) CLS銀行とは、外国為替取引に伴う2通貨の決済を同時に(Payment vs. Payment)行うための国際的な仕組みである。
- (注50) もちろん、理想的には、信用補完を用いることなく発行体の信用力のみによって債券を発行出来ることが望ましい。信用補完と併せて、発行体の信用力向上を図ることが重要であることを忘れるべきではない。
- (注51) Shim [2006] による。
- (注52) ASIAに関する記述はOh et al. [2003] による。スタンダード・アンド・プアーズによるASIAの格付けは、98年1月に設立当初のAからBBに引き下げられ、新規案件の実施が不可能となった。
- (注53) 証券化における信用補完の方法は、信用保証やクレジット・デリバティブなどの外部信用補完と、優先・劣後構造、現金担保、超過担保などの内部信用補完に分けられる。
- (注54) この点は、Ghosh ed. [2006] に詳しい。
- (注55) 2003～2005年に財務省で開催された「アジアにおける債券市場研究会」では、域内における中小企業債務の証券化の拡大が中心テーマとして議論されたが、その実現には以下の点が重要であるとされた。①原資産の市場規模の拡大。②ドキュメンテーションの定型化。③中小企業の審査基準の共通化。④ABSの取引価格の透明性の向上。⑤初期段階における外部信用補完の実施。⑥各国政府のコミットメントの明確化。たとえば、ABSを中央銀行の担保適格債に指定することなどがあげられる。
- (注56) 山上 [2006] は、2003年に提案した「クロスボーダー資産担保証券(ABS)発行構想」を紹介しているが、これも2段階の証券化であり、Oh and Park [2003] の提案に近い。
- (注57) 中小企業の育成・支援を目的とする韓国の政府系金融機関。
- (注58) 以下の内容は、World Bank [2006] による。
- (注59) Ho et al [2005] による。
- (注60) 2006年5月、韓国財政経済部は、韓国金融ハブ構想の一環として、為替・資本取引の完全自由化の期限を従来の2011年から2009年に繰り上げる計画を発表した。また、インドでは、中央銀行に設けられた資本取引の自由化を検討するタスク・フォースが、段階的な自由化を実施し2011年までに概ね完了する案を提示した。
- (注61) シンガポールでは通貨の国際化が完全には実現していないが、非居住者による債券発行が行われている。
- (注62) 非居住者がオーストラリア国内で発行する債券は、カンガルー債と呼ばれる。
- (注63) たとえばマレーシアやタイでは、ヘッジ取引に限定されている。また、フィリピンやインドネシアでは、非居住者による資金調達は困難である。
- (注64) NDFは、オフショア市場で店頭取引される為替デリバティブ商品であり、取引した価格と実現した価格の差による受払金額は通常米ドルで決済される。通貨危機後に各国の資本取引規制が強化されたことが、アジア通貨のNDF取引が拡大する一因となった。現在、中国人

民元、インドルピー、インドネシア、韓国ウォン、マレーシアリング、フィリピンペソ、台湾ドルの取引が行われている。

(注65) 山上 [2006] の「クロスボーダー資産担保証券 (ABS) 発行構想」では、「各国にて信用リスクが相対的に低い標準的な現地通貨建て原資産を集めることが必要」とし、地場銀行の与信審査能力を活用して現地企業向け貸し出し・債券を原資産にすることを提案しているが、「域内統一審査基準、モニタリング規準の制定にかなりの困難が予想される」としている。また、代替案としてクレジット・カード債権や住宅ローンも考えられるが、その場合も原資産の標準化に向けて証券化に関する法的インフラの統一が必要であると指摘している。筆者は、この構想に基づいてまず単一通貨による発行を実施し、通貨バスケット建て債券発行への足がかりにすることを提案している。

(注66) 欧州におけるECU債の取引も、ベネルクス諸国を中心とした個人向けの小額発行から開始された。

(注67) 欧州の経験については村瀬 [2004]、Dammers and McCauley [2006]などを参考とした。

(注68) ECUは、欧州各国から通貨として法的に認知されていた。

(注69) 各国政府による発行では、国内債券市場の流動性の維持に留意が必要となる。Dammers and McCauley [2006]によれば、欧州ではフランス、イタリア、スペイン、イギリスなどの国内市場でECU国債が発行され、市場の分断が生じて自国通貨建て国債の流動性が阻害された。

(注70) Shimizu and Ogawa [2006] は、経常取引の自由化が実現していることと1年以内の為替先物・スワップ市場が整備されていることを条件に、通貨バスケット建て債券の構成国・地域として日本、香港、シンガポール、韓国、タイ、インドネシアを選び、貿易額と購買力平価ベースのGDPに基づいて各通貨の構成比率を決定した。その結果、日本円の割合が58.9%と突出しており、構成国の選択や構成比率の決定方法に関して議論の余地があるように思われる。

おわりに一域内クロスボーダー債券取引を促進するための戦略

本稿では、東アジアの域内クロスボーダー債券取引の現状をみた上で、それを促進する方法について考えた。以上の内容を踏まえて、改めてクロスボーダー取引を促進するための戦略や留意点をまとめた。

第1に、各国債券市場の整備を推進することである。国内債券市場における発行体の規模の拡大、信用力の向上、流通市場の流動性の改善などが、クロスボーダー取引の拡大に結びつく効果を持つためである。この効果は、発行市場の拡大により海外の投資家はその市場を投資対象として無視出来なくなることや、流動性の向上により投資リスクの低減や取引コストの低下 (注71) が実現することなどによってもたらされる。特に、市場規模が大きくなると機関投資家の運用のベンチマーク・インデックスに入るため、その効果は大きい (注72)。また、クロスボーダー取引の阻害要因を軽減する手段としての証券化の活用、為替デリバティブ市場の整備、通貨の国際化などを推進するためにも、国内債券市場や為替市場を育成することが不可欠である。

第2に、クロスボーダー取引を促進するための制度変更を実施することである。具体的には、資本取引規制の緩和、源泉徴収税などの税制の変更、海外投資家にとっての規制の透明性の向上、非居住者による発行手続きの簡略化などがあげられる。

これらの政策を実施するには、対外開放を推進する明確なスタンスが求められる。クロスボーダー取引の拡大により海外投資家による投機の可能性も高まるため、国内金融・資本市場の強化を同時に進めることは、これに対処する意味からも不可欠である (注73)。

第3に、域内の機関投資家を育成すること

である。これは、各国において流通市場の流動性を高めるとともに、クロスボーダー取引を拡大させる効果を持つ。現在、域内のクロスボーダー債券取引を担っているのは主に香港とシンガポールの資産運用業者であり、その背景には国際金融センターの構築を目指す国家戦略がある。韓国も同様の戦略を表明している。

域内の貯蓄を活用するという観点からは、このような動きとは別に、各国で多様な機関投資家の育成を図る必要がある。ABMIにおいて、機関投資家の育成は技術支援の中で個別に行われているが、全体的な取り組みを併せて実施することも検討すべきであろう。そこでは、機関投資家の運用技術が進んでいる日本の果たすべき役割が大きいと考えられる。

日本からの東アジア向け債券投資は、機関投資家の規模を勘案すれば極めて少ない。投資行動を変えることは難しいが、アジア債券市場の育成を推進する立場から、日本の金融当局は投資家動向の把握に努め、東アジア向けの投資を増やす方法を模索すべきであろう。投資信託など一部の投資家は東アジア向け債券投資残高を増やしており、この傾向が続くことが期待される。

第4に、債券発行に対する信用補完の拡充を検討することである。アジア諸国の債券への投資には大きな信用リスクと為替リスクが伴うため、信用リスクを軽減することは投資の促進に大きな役割を果たす。現在、ABMI

において地域の信用保証機関の設立が検討されており、議論の進展が期待される。ただし、保証機関が健全に運営されることや発行体のモラル・ハザードが防止されることが不可欠である。

また、信用補完の手法として、証券化の利用拡大が望まれる。クロスボーダーの証券化取引を拡大するためには、各国市場における証券化取引の促進が前提条件となる。

第5に、各国が通貨の国際化を実現することである。債券の発行体が域内で発行市場・通貨を自由に選択出来るためには、このことが不可欠である。もちろん、これはかなり先の話であり、各国の為替政策にかかわる問題である。基本的に、域内クロスボーダー債券取引の拡大は為替政策を無視して論じることは出来ない。通貨バスケット建て債券の発行も課題となっているが、その実現のためには、域内で行われている為替政策協調の議論との連携も必要となってこよう。

当面は、各国市場において非居住者による対内投資や債券発行を拡大することが目標となる。ユーロ債市場において投資家の域内志向が顕著にみられることや、域内の為替レートが対主要通貨レートに比較して安定していることなどを考慮すると、クロスボーダー取引の促進により域内投資比率が上昇する可能性があると思われる。

日本は、ABMIなどの場で、クロスボーダー取引の阻害要因を軽減するための制度改革を

支援すべきである。それと同時に、東アジアの金融統合の促進という視点を持った上で、東アジア向け債券投資の増加を図るとともに、海外からの投資対象および発行市場としての国内債券市場の魅力を高めることが求められる。現在、政策的な議論の場で日本の国際金融センターとしての地位の向上に関する検討が行われているが、アジアにおける日本の役割は何かという問題意識を常に念頭に置くことが重要であろう。

(注71) 為替取引に関しては、米ドルが媒介通貨になっていることが取引コストを高めている。最近も、韓国政府がウォンと円の直接取引を行う市場の創設を検討しているという報道がなされたが、ドル建て決済が一般的であるために取引需要が少なく、このような市場の確立は難しい(2007年1月5日付日本経済新聞「韓国 ウォン・円市場創設を検討」による)。ただし、証券投資による高い期待収益率などのインセンティブがあれば、このようなコストは容認される可能性が高い。

(注72) シンガポール国債はすでに主要なインデックスに入っており、また、マレーシア国債も近く組み入れられる見通しである。インデックス運用を行っている機関投資家は、これらの債券に投資する可能性が高い。

(注73) 投機を防止するために、防衛的な規制を実施せざるを得ない場合もある。2006年12月にタイで実施された資本取引規制は、その典型的な例といえよう。タイは、多くのアジア諸国と同様、近年、投機資金を含む資本流入による自国通貨の上昇圧力にさらされてきた。株式に加え、昨年10月以降は債券にも多額の資本流入がみられた。短期の債券は価格変動が小さいため、特に投機に用いられやすい側面がある。これに対する昨年11月以降の2回の穏当な規制強化が効果を持たなかったために、当局はより強硬な措置(流入する短期資本に対して無利子の準備金積み立て義務を課すもの)に踏み切った。

(補論) 域内の貯蓄の活用について

域内の貯蓄の活用が主張される背景には、通貨危機以降、アジア諸国で投資の減少に

よる貯蓄超過が続いていることがある(図表47)。また、欧米諸国からアジア諸国への資本流入は直接投資などの相対的にリスクの高い投資が中心となる一方、アジア諸国からの資本流出は先進国の国債などリスクの低い投資が中心となる「資本フローの非対称性」がみられることが指摘された。これはアジア諸国の企業のバランスシートの改善に貢献するが、アジア諸国が資本フローから受け取る収益率は先進国が受け取る収益率よりも低くなるを得ない。そこで、国内債券市場の育成により新たな資金仲介を実現し、アジア諸国の資金をアジア諸国の投資に直接結びつけられないかという議論が出てきた。

この議論のポイントは、アジア諸国の投資家がリスク資産への投資を増やすべきであるという点にあると思われ、その主張は正しいといえよう。ただし、「資本フローの非対称性」にはプラス面もあり、また債券市場の整備がどの程度これを変化させる効果を持つかは不透明である。すなわち、①先進国からの資金の受け入れにはメリットが多く、直接投資が中心となることは通貨危機の回避や経済成長の促進の観点からは望ましい。②資本流出の担い手は外貨準備が主体であり、外貨準備の投資対象が安全資産中心となるのはある程度やむを得ない。③貯蓄投資バランスは、経済の発展段階、人口構成、財政収支、需給ギャップ、海外金利など多くの要因に影響されるものであり、債券市場などの国内金融システム

図表 47 貯蓄率と投資率（対 GDP 比率）

		(%)								
		1991年	1993年	1995年	1997年	1999年	2001年	2003年	2005年	
中国	貯蓄率	38.1	41.8	43.1	41.5	39.4	39.4	42.5	47.0	
	投資率	34.8	43.3	40.8	38.2	37.4	38.5	43.8	44.1	
	貯蓄超過	3.3	▲1.5	2.3	3.3	2.0	1.0	▲1.3	2.9	
香港	貯蓄率	33.8	34.6	30.5	30.2	29.8	29.6	31.6	33.0	
	投資率	27.2	27.6	34.8	34.5	25.3	25.9	22.8	20.5	
	貯蓄超過	6.6	7.0	▲4.3	▲4.3	4.6	3.7	8.7	12.5	
韓国	貯蓄率	36.8	35.6	35.7	35.8	35.8	31.9	33.0	33.3	
	投資率	39.9	35.5	37.2	36.0	29.1	29.3	30.0	30.1	
	貯蓄超過	▲3.1	0.1	▲1.5	▲0.2	6.6	2.6	3.1	3.2	
台湾	貯蓄率	27.4	27.2	25.7	25.6	25.2	22.2	23.5	23.0	
	投資率	23.2	26.0	25.2	24.2	23.4	17.7	16.6	20.2	
	貯蓄超過	4.2	1.2	0.5	1.4	1.8	4.5	6.9	2.8	
インドネシア	貯蓄率	33.3	32.5	30.6	31.5	19.5	31.5	24.9	26.3	
	投資率	31.6	29.5	31.9	31.8	11.4	22.0	17.6	22.2	
	貯蓄超過	1.7	3.0	▲1.3	▲0.3	8.1	9.5	7.3	4.1	
マレーシア	貯蓄率	32.0	38.2	39.2	43.9	47.4	42.3	42.3	43.3	
	投資率	35.6	38.3	43.2	43.0	22.4	23.9	21.4	19.8	
	貯蓄超過	▲3.6	▲0.1	▲4.0	0.9	25.1	18.4	21.0	23.5	
フィリピン	貯蓄率	17.2	15.5	14.6	14.2	14.3	17.1	19.5	20.1	
	投資率	20.2	24.0	22.5	24.8	18.8	19.0	16.6	15.7	
	貯蓄超過	▲3.0	▲8.5	▲7.9	▲10.6	▲4.4	▲1.9	2.9	4.4	
シンガポール	貯蓄率	45.5	45.8	50.3	52.1	49.0	44.2	46.8	48.6	
	投資率	34.8	37.9	34.6	39.2	32.0	26.0	14.8	18.6	
	貯蓄超過	10.7	7.9	15.7	12.8	17.0	18.1	32.0	30.0	
タイ	貯蓄率	36.3	36.2	35.1	35.7	32.9	31.9	33.3	29.4	
	投資率	42.8	39.9	41.9	33.7	20.5	24.1	25.0	31.6	
	貯蓄超過	▲6.5	▲3.7	▲6.8	2.0	12.4	7.8	8.3	▲2.2	

(資料) ADB, Key Indicators, various issues

の整備がどの程度バランスの改善に貢献するかははっきりしない(注74)。

また、図表47をみると、95年には9カ国中6カ国が投資超過であった。このように、「域内の貯蓄の活用」という目標は通貨危機後に当てはまるものであり、「域内の貯蓄を活用すれば通貨危機は避けられた」のではないことに留意すべきである(注75)。99年に比べて2005年に貯蓄超過率が低下したのは、危機の影響が深刻であった韓国、インドネシア、

マレーシア、タイのみであり、それ以外の国では上昇している。東アジアにおいて、貯蓄超過の傾向はかなり定着したとみることが出来る。

通貨危機後に貯蓄超過が生じたのは、民間投資を中心に投資が減少したためである(注76)。投資が減少した要因として、以下の可能性が考えられる(注77)。

第1に、通貨危機以前の投資ブームにより設備投資が過剰になるとともに、不動産ブー

ムによる過剰な建設投資も多く、多くの国でみられた。通貨危機の発生により、投資率を適正水準に戻す力が働いた。

第2に、通貨危機以降、銀行および企業のリストラクチャリングが進められ、投資が抑制された。ただし、現在では銀行部門は健全化している。また、企業の財務内容や収益も全般的には改善し、投資の抑制を強いられる状況ではないが、中小企業は主に国内市場に依存したビジネスを行っていることなどから業況の回復が遅れており、信用力の低さから資金調達も困難であるために新規投資の実施が困難となっている。

第3に、中国に直接投資が集中し、他の国での投資が抑制された可能性がある。これに対し、東アジアの生産ネットワークの中で、中国における投資の増加が他のアジア諸国に対する直接投資の増加を促しているという見方もある。

第4に、企業が投資リスクの上昇を認識していることが、投資の抑制に結びついている可能性がある。その背景には、中国以外のアジア諸国が高付加価値のエレクトロニクス製品などに生産の重点をシフトせざるを得ず、輸出依存度を高めたことがある。このことが景気見通しの不確実性を強め、投資を抑制する要因となっている。

今後は、高齢化の進展や消費者信用の整備などが貯蓄率の低下要因となる一方、投資率は緩やかに上昇することが期待される。貯蓄

投資ギャップの縮小を促進する手段として、

- ①ソーシャル・セーフティ・ネットの構築、
- ②健全な財政金融政策の実施によるマクロ経済リスクの抑制、
- ③投資環境の整備、
- ④社債市場を中心とする金融システムの整備による資金調達手段の拡充、などがあげられる。

(注74) IMF [2006]によれば、2004年以降、アジア諸国からの資本流出において対外直接投資や銀行融資の割合が増加しており、「資本フローの非対称性」がやや改善しているといえるかもしれない。

(注75) Rhee [2003]は、貯蓄と外貨準備は別物であり、債券市場の育成による貯蓄の活用と、チェンマイ・イニシアティブなどによる外貨準備の活用を混同すべきでないことを強調している。

(注76) IMF [2005]は、アジア諸国の投資率が適正水準よりも3%程度低いと評価している。

(注77) 以下の内容は、IMF [2005]、IMF [2006a]による。

文献リスト

1. 浅野幸弘 [1992] 「国際証券投資の意義」(日本証券アナリスト協会編『証券分析とポートフォリオ・マネジメント』第4回)
2. 浅見唯弘 [2003] 「東アジア金融協力推進に有効な国際債市場の育成」(国際通貨研究所Newsletter、5月1日)
3. 阿部彰彦 [2005] 「アジア債券市場とバスケット通貨債についての一考察」(国際通貨研究所『国際経済金融論考』、2月)
4. 今井一雄 [2006] 「アジア債券市場育成の展望—格付機関の現状と課題」(小川英治+財務省財務総合政策研究所編著『中国の台頭と東アジアの金融市場』所収、日本評論社)
5. 入村隆秀 [2006] 「JCRソブリン・クォーターリー・レビュー：タイ王国」(日本格付研究所、12月22日)
6. 浦出隆行 [2005] 「アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について」(野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』SUMMER)
7. 木越純 [2003] 「円債起債市場比較—サムライ債vsユーロ円債」(財務省「我が国金融・資本市場の国際化のための研究会」(第4回)配布資料、5月)
8. 経済産業省編 [2006] 『通商白書2006』
9. 国際通貨研究所 [2006a] 「本邦金融機関／多国籍企業から見た円の国際化推進のための方策に関する調査」(財務省委嘱調査、3月)

10. 国際通貨研究所 [2006b]「財務省委嘱 通貨・為替制度に関する研究会」(3月)
11. 財務省 [2003]「我が国の国際金融センターとしての地位の向上を目指して」(「我が国金融・資本市場の国際化のための研究会」座長とりまとめ, 7月)
12. 財務省 [2005]「第20回アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会」議事録および資料, 5月20日
13. 財務省 [2006]「第21回アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会」議事録および資料, 2月1日
14. 清水聡 [2004a]「アジアの国際資本フローと域内金融協力」(日本総研調査部環太平洋研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.4 No.13)
15. 清水聡 [2004b]「日米欧の銀行、アジア戦略を強化」(日本経済研究センター会報11月号、グローバルウォッチNo.61)
16. 清水聡 [2005]「シンガポール 拡大する債券市場とその課題」(日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『アジア・マンスリー』Vol.5 No.50, 5月号)
17. 清水聡 [2006]「アジア債券市場育成の現状と課題」(日本総研『Business & Economic Review』6月号)
18. 竹内淳 [2005]「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」(『日本銀行調査季報』10月号)
19. 竹内淳 [2006]「アジア諸国における債券のクロスボーダー取引阻害要因」(『日本銀行調査季報』1月号)
20. 西川幸男 [2005]「日本の対アジア証券投資、債券中心に一定の貢献」(日本経済研究センター『検証:日本の東アジアへの経済的貢献』、12月)
21. 萩野琢英 [2005]「エマージング諸国の債券への投資」(日本証券アナリスト協会『債券投資の新潮流』(第5回夏期 SAAJセミナー資料) 所収)
22. 村瀬哲司 [2004]「スネークと欧州通貨制度における市場介入と金融メカニズム(下)」(社)世界経済研究協会『世界経済評論』8月号)
23. 村瀬哲司 [2007]『東アジアの通貨・金融協力』(勁草書房)
24. 山上秀文 [2006]「東アジアの金融・資本市場のあり方—クロスボーダー債券からアジア通貨バスケット建て債券へ—」(財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第83号(5月))
25. 横山史生「アジア債券市場育成構想における市場の重層性」(日本証券経済研究所『証研レポート』1636号、6月)
26. ADB [2005]. "Asia Bond Monitor," Nov.
27. ADB [2006]. "Asia Bond Monitor," Nov.
28. Asian Bankers' Association [2006]. "A Mechanism to Facilitate the Development of Domestic and Regional Bond Markets in the Asia-Pacific," Position Paper, Sep.
29. Bae, Kee-Hong, Young SupYun and Warren Bailey [2006]. "Determinants of Bond Holdings by Foreign Investors," in *Asian Bond Markets: Issues and Prospects*, BIS Papers No.30, Nov.
30. Batten, Jonathan A. and Peter G. Szilagyi [2006]. "Developing Foreign Bond Markets: The Arirang Bond Experience in Korea," IIS Discussion Paper No.138, May
31. BIS [2006]. "Developing corporate bond markets in Asia," BIS Papers No.26, Feb.
32. Cohen, Benjamin H [2005]. "Currency Choice in International Bond Issuance," BIS Quarterly Review, Jun.
33. Cowen, David, Ranil Salgado, Hemant Shah, Leslie Teo and Alessandro Zanello [2006]. "Financial Integration in Asia: Recent Developments and Next Steps," IMF Working Paper No.196, Aug.
34. Dalla, Ismail. [2003]. "Harmonization of Bond Market Rules and Regulations in Selected APEC Economies," Asian Development Bank, Nov.
35. Dalla, Ismail. [2006]. "Asset Securitization Markets in Selected East Asian Countries," in Ghosh, Swati R. ed. *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank.
36. Dammers, Clifford R. and Robert N. McCauley [2006]. "Basket weaving: the euromarket experience with basket currency bonds," BIS Quarterly Review, Mar.
37. Debelle, Guy, Jacob Gyntelberg and Michael Plumb [2006]. "Forward Currency Markets in Asia: Lessons from the Australian Experience," BIS Quarterly Review, Sep.
38. de Brouwer, Gordon [1999]. *Financial Integration in East Asia*, Cambridge University Press.
39. EMEAP [2006]. "Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative," Jun.
40. Ghosh, Swati R. ed. [2006]. *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank.
41. Gyntelberg, Jacob, Guonan Ma and Eli M. Remolona [2005]. "Corporate bond markets in Asia," BIS Quarterly Review, Dec.
42. Gyntelberg, Jacob and Eli M. Remolona [2006]. "Securitization in Asia and the Pacific: implications for liquidity and credit risks," BIS Quarterly Review, Jun.
43. Ho, Corrinne, Guonan Ma and Robert N. McCauley [2005]. "Trading Asian Currencies," BIS Quarterly Review, Mar.
44. Hohensee, Martin and Kyungjik Lee [2006]. "A Survey on Hedging Markets in Asia: A Description of Asian Derivatives Markets from a Practical Perspective," in *Asian Bond Markets: Issues and Prospects*, BIS Papers No.30, Nov.
45. Hong Kong Monetary Authority [2006]. "The Debt Market of Hong Kong—What Can We Offer to Investors?" Speech by Y. K. Choi, Deputy Chief Executive of the HKMA, Jun.
46. Hong Kong Securities and Futures Commission [2006]. "Fund Management Activities Survey 2005," Jul.
47. Hoschka, Tobias C. [2005]. "Local Currency Financing – The Next Frontier for MDBs?" ERD Working Paper No.68, Apr.
48. IMF [2004]. "Institutional Investors in Emerging Markets," Global Financial Stability Report, Apr.
49. IMF [2005]. "Saving and Investment," Asia-Pacific Regional Outlook, Sep.
50. IMF [2006a]. "Asia's Investment Decline," Asia and Pacific Regional Economic Outlook, May
51. IMF [2006b]. "Assessing Global Financial Risks," Global Financial Stability Report, Sep.

-
52. Ito, Takatoshi [2004]. "Promoting Asian Basket Currency bonds" in Ito, Takatoshi and Yung Chul Park ed. *Developing Asian Bond Markets*, Asia Pacific Press.
 53. JCIF [2001]. "Reports on Ratings Agencies within the Region".
 54. Jiang, Guorong and Robert McCauley [2004]. "Asian local currency bond markets," *BIS Quarterly Review*, Jun.
 55. Liu, Li-Gang and Giovanni Ferri [2001]. "How Do Global Credit Rating Agencies Rate Firms from Developing Countries?" ADBI Research Paper 26, Sep.
 56. Ma, Guonan, Corrinne Ho and Robert N. McCauley [2004]. "The markets for non-deliverable forwards in Asian currencies," *BIS Quarterly Review*, Jun.
 57. Ma, Guonan and Eli M. Remolona [2005]. "Opening markets through a regional bond fund : lessons from ABF2," *BIS Quarterly Review*, Jun.
 58. McCauley, Robert and Guorong Jiang [2004]. "Diversifying with Asian local currency bonds," *BIS Quarterly Review*, Sep.
 59. McCauley, Robert N. and Yung-Chul Park [2006]. "Developing the Bond Market of East Asia : Global, Regional or National?" in *Asian Bond Markets : Issues and Prospects*, BIS Papers No.30, Nov.
 60. McCauley, Robert [2006]. "Internationalising a Currency : The Case of the Australian Dollar," *BIS Quarterly Review*, Dec.
 61. Monetary Authority of Singapore [2006]. "2005 Singapore Asset Management Industry Survey," Jul.
 62. Nishi, Fumiaki and Alexander Vergus [2006]. "Asian Bond Issues in Tokyo : History, Structure and Prospects," in *Asian Bond Markets : Issues and Prospects*, BIS Papers No.30, Nov.
 63. Oh, Gyutaeg, Daekeun Park, Jae-Ha Park, and Doo Yong Yang [2003]. "How to Mobilize the Asian Savings within the Region : Securitization and Credit Enhancement for the Development of East Asia's Bond Market," KIEP Working Paper 03-02, Mar.
 64. Oh, Gyutaeg and Jae-Ha Park [2003]. "Fostering Asian Bond Markets using Securitization and Credit Guarantee," Material for the seminar by Ministry of Finance, Japan, Mar.
 65. Oh, Gyutaeg and Jae-Ha Park [2006]. "Creation of a Regional Credit Guarantee Mechanism in Asia," in *Asian Bond Markets : Issues and Prospects*, BIS Papers No.30, Nov.
 66. Park, Daekeun and Changyong Rhee [2006]. "Building Infrastructure for Asian Bond Markets : Settlement and Credit Rating," in *Asian Bond Markets : Issues and Prospects*, BIS Papers No.30, Nov.
 67. Park, Jae-Ha, Byung-chul Lim, Jabong Kim and Jong-Ku Choi. [2006] "Fund Management Industry in East Asian Economies," in Ghosh, Swati R. ed. *East Asian Finance : The Road to Robust Markets*, World Bank.
 68. Park, Yung Chul and Daekeun Park [2003]. "Creating Regional Bond Markets in East Asia : Rationale and Strategy," for The 2nd Annual Conference of PECC Finance Forum, Jul.
 69. Parrenas, Julius Caesar [2006]. "Financial Liberalization and Integration in East Asia," paper for RIETI and TIER joint workshop, Jan.
 70. Rhee, S. Ghon [2003]. "Regional Bond Markets : Rationale, Concerns and Roadmap," revised version of a paper for the PECC Conference in July 2003, Oct.
 71. Schmidt, Florian H.A. [2004]. *Asia's Credit Markets*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
 72. Shim, Ilhyock [2006]. "Corporate Credit Guarantees in Asia," *BIS Quarterly Review*, Dec.
 73. Shimizu, Junko and Eiji Ogawa [2006]. "The core-AMU denominated Asian bonds for local investors in East Asia," Jun.
 74. Takeuchi, Atsushi [2005]. "Study of Impediments to Cross-border Bond Investment and Issuance in Asian Countries," paper from Asian Bonds Online, Dec.
 75. Tran, Hung Q. and Jorge Roldos [2003]. "Asian Bond Markets The Role of Securitization and Credit Guarantees," for The 2nd Annual Conference of PECC Finance Forum, Jul.
 76. World Bank [2006]. "Trends, Determinants, and Macroeconomic Effects of Remittances," in *Global Economic Prospects*. (Chapter 4)