

# 世界金融危機後の アジア債券市場整備の意義と課題

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. アジア債券市場の発行残高（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・タイの合計）は、97年末から2009年末にかけて11.3倍に拡大した。国債は約17倍、金融債と社債は約8倍となった。金融債を含めた社債の発行残高は概ね国内信用残高並みに拡大し、金融深化に貢献してきた。しかし、両者を比較すると社債市場の規模は小さく、対GDP比率でみた国ごとの発展度合いも多様である。総じて、アジアの社債市場の拡大余地は依然として大きいとみられる。社債市場においては、発行体の多くが政府系企業や限られた業種の民間企業となっている。また、投資家の多様化がなかなか進まず、流通市場の流動性も改善していない。
2. アジア債券市場整備のための域内金融協力は、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）を中心に着実に行われてきた。最近も、域内で発行される債券を対象とした保証機関（CGIF）の設立、クロスボーダー取引を促進するための議論を行うアジア債券市場フォーラム（ABMF）の設立などの成果が上がっている。市場整備をさらに推進するには、民間部門も巻き込み、2008年に作られた新ロードマップの課題解決に向けて地道に努力することが重要である。また、クロスボーダー取引の促進に関しては、ASEANにおいて行われている株式市場統合の努力との連携を図ることが求められよう。
3. アジア債券市場整備の目的は、次第に変化している。世界金融危機以降、資本フローへの過度の依存には問題があり、債券市場を含めた国内金融資本市場の整備が重要であることが再認識された。同時に、アジア諸国の内需拡大が今後の世界経済の成長に大きな役割を果たすとみられるようになってきている。消費や投資を促進するために、社債市場を中心とする金融システムの整備が重要な役割を果たすと考えられる。特に、インフラ整備の資金調達における債券発行の役割が増加することが期待される。
4. 各国の内需拡大により、実体経済面の域内統合が一層進展することが予想されることから、金融面の域内統合を推進する重要性も高まっているとみられる。欧州の経験と比較すると、アジアでは各国市場の発展段階が大きく異なり、また、地域統合に向けた強い意思統一も存在しない状況である。当面は、決済システムを中心とした市場インフラの調和を図りながら、アジア債券市場フォーラムなどで域内金融統合に関する議論を深めることが重要であろう。
5. 日本は、域内金融協力において大きな役割を果たしているが、同時に、自国の債券市場を整備し、アジアの発行体や投資家の利用を促していくことも重要な課題である。この点に関しては、アジア諸国との間での競争と協調のバランスをどのように考えるかがポイントであり、日本としての政策姿勢を明確に打ち出していくことが不可欠である。なお、「競争と協調のバランス」は域内金融協力を推進する上でアジア全体の問題であり、これについての各国の考え方がアジア金融資本市場の将来像を決定していくことになる。

## 目次

### はじめに

#### I. アジア金融資本市場の現状

1. 金融システムの構成
2. 株式市場
3. 債券市場

#### II. アジア債券市場整備のための域内金融協力

1. ASEAN+3における動き
2. 債券市場整備に向けたその他の動き
3. ASEANにおける株式市場統合に向けた動き
4. アジア債券市場整備の課題

#### III. アジア債券市場整備の目的の変化

1. 97年の通貨危機後の議論
2. 世界金融危機に対するアジア金融システムの対応
3. グローバル・インバランスの変化とアジア内需拡大の重要性
4. 内需の拡大と債券市場整備

#### IV. 域内金融統合の展望

1. 域内金融統合の意義と現状
2. クロスボーダー取引拡大のために必要な規制・制度の調和
3. オフショア債券市場設立の主張
4. アジア債券市場整備と日本

### おわりに

#### (補論) 各国債券市場の現状

### はじめに

97年の通貨危機以降、アジアでは金融システム整備の努力が進められてきた。その目的は危機直後にはその処理や予防が中心であったが、2000年以降、中国やインドを中心にアジア経済がプレゼンスを高めるなど、経済環境が大きく変化する中、金融システム整備の意義はどのように変化したであろうか。それを探ることは、今後の整備の方向性に示唆を与えることになる。

本稿では、アジア債券市場整備について論じる。債券市場を整備する目的として、「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」ということが一貫していわれている。しかし、その意味は世界金融危機を経て変わりつつある。

通貨危機直後は、先進国を中心とする域外諸国からの借り入れを減らし、外貨建ての短期借り入れを国内の長期投資に充当する「ダブル・ミスマッチ」を削減することが重視された。また、銀行部門に偏った金融システムが問題を増幅したとされた。これらの問題認識が正当なものであったかについては議論があるが、少なくとも途上国にとって先進国からの不安定な資本フローが対処を要するものであることは確かであろう。そこでは、「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」ことにより、海外からの借り入れを減らすことがポイントであった。

しかし、世界金融危機に至る以前の数年間に、資本フローへの依存はむしろ高まった。世界金融危機が第2のアジア通貨金融危機に結びつかなかったのは、金融規制監督や資本取引規制の強化、為替政策の柔軟化（事実上のドル・ペッグ制からの変更）、外貨準備の蓄積などが機能したことによる部分が大きく、債券市場の拡大が果たした役割は限定的であったといわざるを得ない。

一方、世界金融危機に際し、アジア債券の発行額は大きくは減少しなかった。このことは、国際金融市場が混乱に陥った場合の避難先として国内金融資本市場を整備しておくことの重要性を再認識させたといえる。可能であれば、やはり資本フローへの依存度は引き下げた方がよいということである。

また、世界金融危機後は、実体経済面に注目することが重要となった。先進国の景気回復が緩やかなものにとどまる一方で中国やインドなどを中心とした途上国が高成長を回復する中、アジア諸国は従来の輸出依存型の経済構造を修正し、内需の拡大を図るべきであるという見方が出てきている。また、日本では、経済成長を維持するためにアジア諸国との関係を一段と深めるとともに、アジア諸国の内需をターゲットとしたビジネスに注力する必要があるという認識が高まっている。

輸出主導型成長戦略の修正を図る中で、アジア諸国が内需拡大に注力することにより、域内の最終製品貿易が拡大することも考えら

れる。域内でのFTA・EPAの拡大や各国における所得水準の上昇も、最終製品貿易を促進する要因となる。これによりアジアは中国を中心とした「世界の工場」の役割を失うことはないが、同時に「世界の消費市場」としての役割を強め、世界経済をけん引していくことが期待される。その結果、輸出面での先進国依存度の低下が加速するとともに、域内経済の緊密化が一層進む可能性がある。

以上のことから、債券市場整備の意義として、従来の「資本フローへの依存度の引き下げ」に加え、「内需拡大への貢献」および「域内金融統合の推進」が重要になっているとみられる。内需を拡大するための政策は多様であるが、債券市場などの金融仲介機能を整備して国内貯蓄を少しでも多く国内投資に向かわせることが出来れば、内需の拡大、貯蓄超過の縮小、外需依存度の低下につながる可能性がある。また、域内経済の緊密化が進展すれば、域内クロスボーダー金融取引の拡大により、域内における金融サービスの向上や資金配分の効率性の改善をもたらす域内金融統合を推進する重要性が高まる。「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」目的は、「国内貯蓄を国内投資に結びつける」ことによる内需の拡大、そして「域内貯蓄を域内投資に結びつける」ことによる域内金融統合の促進、という2つの側面に重点が移りつつあると考えられる。

通貨危機以降、アジア債券市場整備の重要

性が一貫して主張されてきたが、その意義はアジア経済の置かれた状況とともに変化してきたといえる。ただし、そこに共通するのは、債券市場の整備により経済成長を促進しようとするスタンスである。

本稿では、これらの点について詳しく述べるとともに、債券市場の現状と域内金融協力の現状を踏まえ、今後の整備の方向性を探る(注1)。構成は以下の通りである。Ⅰ. では、域内の金融システムの現状につき、債券市場を中心に述べる。Ⅱ. では、市場整備の大きな部分を担っている域内金融協力の現状を説明するとともに、今後の課題を指摘する。Ⅲ. では、債券市場整備の目的が変化してきたこと、内需拡大への貢献が重要になってきたことについて述べる。Ⅳ. では、域内金融統合の促進について検討する。

(注1) 同様の問題意識は、2010年5月のASEAN+3財務大臣会議の共同声明にみられる。ここでは、域内金融協力をより高く戦略的な水準に引き上げるため、組織的に今までの実績を評価するとともに今後の戦略的な方向性を策定する方針が示された。

## I. アジア金融資本市場の現状

### 1. 金融システムの構成

まず、通貨危機以降のアジアの金融システムにつき、債券市場を中心に概観する。アジア債券市場の発行残高(8カ国・地域の合計)は、97年末の約4,000億ドルから2009年末には約4.4兆ドルと11.3倍に拡大した(図表1)。

国債は約17倍、金融債と社債は約8倍となった。

図表2は、同期間の国内信用残高、国債残高、(金融債+社債)残高の伸びを国別にみたものである。この中で、国債市場のウェイトが高まったことは間違いない。インドネシアとタイの国債市場について示していないが、97年末の残高が小さかったために伸び率が高く、前者は93.8倍、後者は90.7倍となっ

図表1 アジア債券市場の発行残高

(10億ドル、倍)

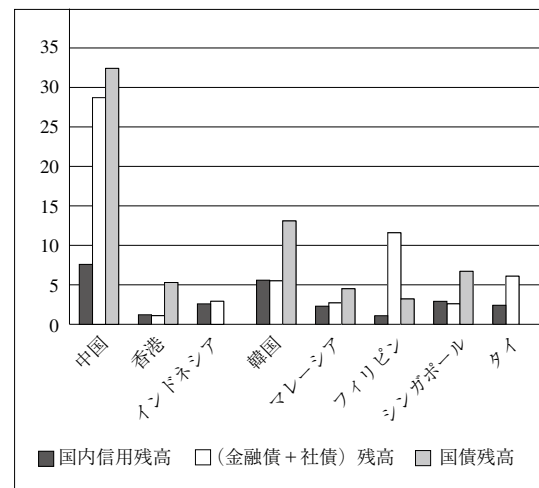
	97年末(A)	2009年末(B)	B/A
国債	142.0	2,397.3	16.9
金融債	147.7	1,173.2	7.9
社債	97.9	811.8	8.3
合計	387.7	4,382.3	11.3

(注) 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・タイの合計。

(資料) BIS

図表2 金融資本市場の拡大状況

(倍)



(注) 97年末と2009年末の比較で残高が何倍に拡大したかをみたもの。

(資料) IMF-IFS, BIS

ている。

企業の資金調達方法の変化をみるために国内信用残高と（金融債＋社債）残高の伸びを比較すると、中国・フィリピン・タイで後者の伸び率がかなり上回るが、その他の国では両者に大きな違いが認められない。したがって、少なくとも残高ベースでは、上記3カ国以外で債務性の資金調達における債券発行の重要性が高まったとはいえない。

このように、一部の例外を除いて（金融債＋社債）残高は国内信用残高並みに増加してきた。現状、（金融債＋社債）残高の国内信用残高に対する割合を各国で比較すると、韓国とマレーシアの高さが目立つ（図表3）。この2カ国では、金融債・社債市場が相対的に成熟していると考えられる。一方、中国で

は、（金融債＋社債）残高の過去12年間の伸び率が非常に高いが、国内信用残高に対する割合をみると拡大余地が大きいといえる。

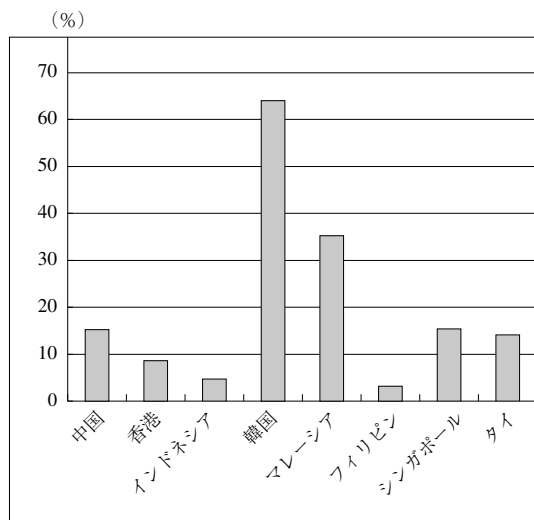
社債発行残高の対GDP比率は各国において一定の上昇を遂げており、社債市場が金融深化の一翼を担ってきたといつてよい（図表4）。しかし、その水準を国ごとに比較すると、香港・韓国・マレーシア・シンガポールが高く、他の5カ国はまだ低い。

中国は後者のグループに属するが、市場規模では存在感が急速に増している（図表5）。8カ国・地域の残高に占める中国の割合は、市場全体では58.5%、金融債＋社債では55.7%に達している。

このように、通貨危機以降、金融債を含めた社債の発行残高は概ね国内信用残高並みに拡大し、金融深化に貢献してきた。しかし、両者を比較すると社債市場の規模は小さく、対GDP比率からみた国ごとの発展度合いも多様である。総じて、アジア社債市場の拡大余地は依然として大きいとみられる。Lee and Park [2009] は、通貨危機以降の金融改革により域内の金融部門が深化し拡大した（deepen and broaden）ものの、金融システムの発展段階は高いとはいえず、特に債券市場や機関投資家の整備が遅れた国が多いとしている（図表6）。

こうした中、中国の債券市場拡大の速度は突出している。市場規模はすでにアジア債券市場の50%を超えており、その動向が域内全

図表3 （金融債＋社債）残高／国内信用残高（2009年末）



(資料) IMF-IFS, BIS

図表4 債券発行残高の対GDP比率

(%)

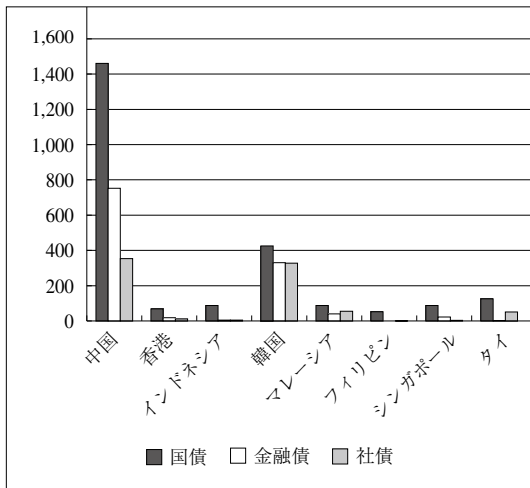
	95年末			2002年末			09年末		
	国債	金融債	社債	国債	金融債	社債	国債	金融債	社債
中国	3.5	2.9	0.0	17.4	9.6	0.6	29.3	15.1	7.1
香港	5.3	11.6	2.6	10.0	32.4		33.1	35.4	
インドネシア	0.0	0.7	0.9	32.2	0.5	0.9	15.6	0.9	0.9
韓国	13.2	19.8	20.0	33.9	25.0	53.2	45.8	35.6	35.3
マレーシア	37.0	16.4	17.8	35.8	16.7	21.7	44.4	20.6	27.9
フィリピン	35.3	0.0	0.3	35.4	0.0	0.5	33.0	0.0	4.6
シンガポール	15.5	8.6	3.0	38.4	19.0	11.3	46.9	12.3	20.6
タイ	1.3	0.0	7.9	24.9	0.1	12.1	47.3	1.2	19.4
ベトナム	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	0.0		12.2	1.0	

(注1) ベトナムはBISのデータに含まれないため、Asian Bonds Onlineによる。  
 (注2) 金融債・社債に関し、2002年末の香港・シンガポール、2009年末の香港・フィリピン・シンガポールはBISとAsian Bonds Online（以下ABO）の差異が大きい。このため、以下のように修正し、ABOを優先した。①香港は非居住者を含めるか否かが原因となっているため、合計比率のみを記した。②フィリピンはBISデータで金融債がゼロになっているため、差異をすべて社債に含めた。③シンガポールは、便宜的に差異をすべて社債に含めた。④なお、シンガポールはMASのデータがABOに近いABOを優先したが、フィリピンは現地データが確認できず、ABOを優先したのはABOの方が値が大きいため。

(資料) BIS, Asian Bonds Online

図表5 各国債券市場の発行残高（2009年末）

(10億ドル)



(資料) BIS

体に与える影響は大きい。地域全体で議論する場合には、この点に十分留意しなければならない。

なお、企業の資金調達方法をより詳しく調べるには、資金循環表（flow of funds）によりフローの動きをみる必要がある。清水[2009a]では、韓国・マレーシア・タイ（韓国・マレーシアは2007年まで、タイは2006年まで）について分析し、マレーシアとタイで社債発行が一定の地位を占めるに至る一方、韓国では伸び悩んでいることを示した。

アジア金融システム研究会[2009]も、同様の分析により、3カ国で社債発行があまり伸びていないことに加え、マレーシアとタイでは銀行融資も伸びていないことを指摘している。本項でみた国内信用にはあらゆる種類の銀行融資が含まれるため、その中で企業融資がどの程度伸びているかを確認する必要がある。また、今後、金融システム整備を推進する中で、企業の資金調達方法に関する研究

図表6 金融システムの規模と構成（対GDP比率）

(%)

	預金金融機関		ノンバンク		株式時価総額		債券市場残高	
	2000年	08年	2000年	08年	2000年	08年	2000年	08年
中国	168.8	204.5	8.8	33.9	27.1	32.3	16.9	50.3
香港	505.5	640.7	196.4	573.8	363.9	610.9	35.8	42.9
インド	61.6	91.6	15.4	32.8	33.3	59.7	24.6	35.3
インドネシア	63.6	48.6	8.8	13.7	18.7	21.7	31.9	13.4
韓国	147.9	192.7	44.1	62.6	31.2	56.3	66.5	86.2
マレーシア	154.2	190.3	16.5	20.2	124.7	89.6	74.8	73.5
フィリピン	99.2	78.8	22.4	18.5	76.8	54.3	27.6	33.7
シンガポール	683.8	707.9	39.1	47.1	243.7	148.0	48.0	70.8
台湾	259.9	289.6	29.8	80.6	81.7	94.7	7.7	7.7
タイ	132.3	137.7	10.7	33.0	26.0	39.2	25.3	51.6
ユーロ圏	230.0	315.8	142.1	169.3	-	-	124.2	69.4
日本	227.5	230.9	118.5	132.1	71.7	55.8	97.4	193.4
アメリカ	78.3	104.8	283.2	306.1	117.5	64.6	41.8	55.3

(資料) Lee and Park [2009]

を一層深める必要があろう。その際には、資金調達方法が金融システムの構造変化に加えて景気や国際金融環境にも左右されることを考慮しなければならない。

## 2. 株式市場

近年、アジア諸国の株式市場は急速に拡大してきた（図表7）。世界金融危機の発生により株価が大きく下落した後、世界景気の回復とともに再び上昇した結果、株式時価総額は2007年末の水準までは戻っていないものの、10カ国・地域の合計で2002年末の2.0兆ドルから2009年末には11.1兆ドルとなり、世界全体に占める割合は8.6%から23.3%に上昇した。

2007年以降、上場企業数は概ね増加傾向にあり、また、2007年と2009年の取引回転率を比較すると各国とも概ね横這いである。株式発行額に関しては、中国・香港・インドで大

半を占める。中国では、堅調な消費需要や不動産価格の上昇を反映し、小売業や不動産業による新規発行が多くなっている。

株式時価総額の対GDP比率を一つの尺度とすれば、ASEAN諸国の株式市場は拡大余地が大きい（図表8）。2009年末時点でASEAN 6カ国の株式時価総額の合計は約1.3兆ドルであり、ニューヨーク市場の10.8%に相当する。後述する通り、ASEANでは、株式市場統合に向けた努力の一環としてASEANが一つの資産クラスとみなされることを目指している。こうした努力は納得出来るものではあるが、容易ではないと思われる。

株式市場では、海外からの資本流入が重要な役割を果たしており、市場を拡大させるとともにその不安定化や各国株価の連動性の上昇などをもたらしている。株式時価総額に占める海外投資家比率は、平均2割程度となっている。

図表7 各国株式市場の状況

(10億ドル)

	株式時価総額				上場企業数			
	2002年末	07年末	08年末	09年末	02年末	07年末	08年末	09年末
中国	463	4,479	1,779	3,573	1,223	1,530	1,604	1,700
香港	463	2,654	1,329	2,305	978( 10)	1,241( 9)	1,261	1,319
インド	243	3,479	1,247	2,531	6,566	6,217	6,327	6,408
インドネシア	30	212	99	215	331	383	396	398
韓国	216	1,123	471	835	683	1,757( 2)	1,793	1,788
マレーシア	123	325	189	286	861( 3)	986( 3)	976	959
フィリピン	18	103	52	86	234( 2)	244( 2)	246	248
シンガポール	101	539	265	481	501( 67)	762(290)	767	773
台湾	261	664	357	658	641( 3)	703( 5)	722	755
タイ	45	197	103	177	398	523	525	535

	年間取引額/時価総額 (%)				株式発行額			
	2002年	07年	08年	09年	02年	07年	08年	09年
中国	83.9	228.3	216.4	219.3	8	101	50	73
香港	39.7	75.5	122.6	65.2	14	70	55	81
インド	63.2	45.7	82.4	41.5	6	45	63	n.a.
インドネシア	41.6	54.8	110.8	43.9	1	5	8	1
韓国	254.4	170.5	304.3	186.8	6	7	4	2
マレーシア	24.9	51.6	49.4	30.1	3	2	2	8
フィリピン	13.6	28.6	32.8	24.1	1	2	1	1
シンガポール	53.8	67.9	98.1	51.0	1	10	3	14
台湾	217.4	142.7	232.7	137.6	2	2	0	3
タイ	90.4	65.3	112.5	71.3	2	3	3	1

(注1) 中国は上海と深圳の2取引所、インドはボンベイとナショナルの2取引所の合計。

(注2) 上場企業数のカッコ内は外国企業。株式発行額はIPOと追加発行の合計。

(資料) World Federation of Exchanges

市場インフラやコーポレート・ガバナンスの改善、会計基準や情報開示ルール国際標準化などが進められているが、市場の整備状況は国ごとに差が大きい。タイ・フィリピン・インドネシアなどを中心に、少数の企業が時価総額の大半を占める、上場企業数が少ない、上場企業が特定の業種に偏り株価が一方に振れやすい、などの問題点が指摘される。市場整備を進める中で、これらを解決していくことが望まれる。

株式市場整備の課題は、第1に、国内機関投資家を育成することである。長期的な観点

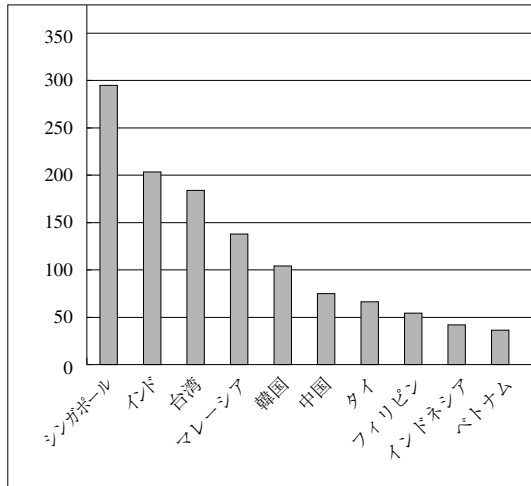
から投資する国内投資家が拡大すれば、市場動向が海外投資家に左右される程度は小さくなる。もちろん、短期売買を行うヘッジファンドなどの投資家も、市場の流動性を高めるためには重要な存在である。

第2に、デリバティブを含め、商品の多様化を図ることである。これは、投資家の多様なニーズに応えるという意味で、投資家育成と表裏の関係にある。

第3に、法律・規制・制度の枠組みをさらに整備することである。市場に対する当局の規制監督強化および裁量的政策の排除、会計



図表8 株式時価総額の対GDP比率 (2009年末)  
(%)



(注) 香港は1,104%である。  
(資料) World Federation of Exchanges

基準の国際標準化などが求められる。

第4に、証券取引所が中心となり、市場の透明性を高めることである。そのためには、情報開示の徹底や不正取引の排除など、市場ルールの確立が求められる。また、各企業におけるコーポレート・ガバナンスの向上も重要な課題である。

第5に、市場インフラを整備することである。取引処理能力の向上、レポ・スワップ・証券貸借等の市場整備、取引・決済・預託等のシステム整備、などがこれに含まれる。

### 3. 債券市場

#### (1) 近年の状況

次に、近年の債券市場の状況を見る。債

図表9 アジア債券市場の発行残高伸び率  
(2009年末/07年末)

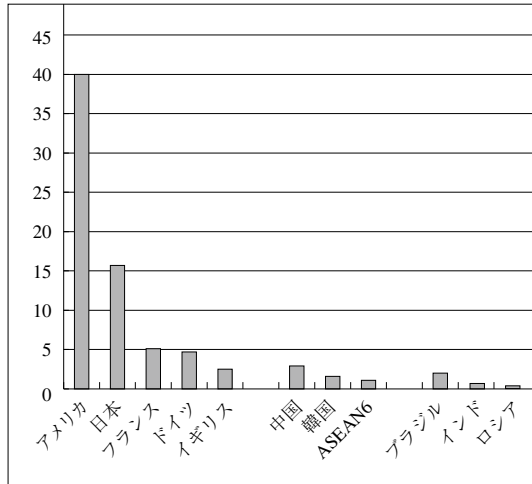
	(%)	
	国債	社債
中国	28.4	100.8
香港	277.1	▲7.4
インドネシア	15.0	7.0
韓国	▲8.6	8.0
マレーシア	25.6	8.2
フィリピン	0.9	117.8
シンガポール	29.4	15.7
タイ	29.5	26.7
ベトナム	14.1	245.5

(注) 社債には金融機関債を含む。  
(資料) BIS, Asian Bonds Online

券市場は、世界金融危機後も着実に拡大している(図表9)。2009年の発行残高(9カ国・地域の合計)は前年比16.5%増加し、約4.4兆ドルとなった(伸び率は現地通貨ベース)。国債は11.2%伸びて約3.1兆ドル、社債は31.6%伸びて約1.3兆ドルとなった。発行残高が世界全体に占める割合は、96年末の2.1%から2009年9月末には6.7%となった(図表10)。

危機発生直後には、国際金融市場の混乱を受け、国債や社債の発行を控える動きがみられた。しかしその後は、①景気刺激策の実施に伴って国債発行が増加したこと、②資本流入の回復によりアジア通貨が増価したため、不胎化介入に伴う中央銀行債発行が増加したこと、③海外市場で資金調達していた政府や大企業が国内市場に回帰したこと、④国内景気が順調に回復し、企業の資金需要が拡大したこと、などを背景に発行残高が増加傾向にある。低金利環境や投資家の投資意欲の回復

図表10 各国債券発行残高が世界全体に占める割合 (%)



(注) 2009年9月末の残高による。

(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Mar.2010

も好材料となった。高格付け社債の信用スプレッドが縮小傾向にあり、これは投資意欲が高まったことを示している。

図表9で社債の伸び率をみると、中国・フィリピン・ベトナムで特に高くなっているが、これらの国は市場拡大の初期段階にあり、政府による市場整備などを背景に企業が資金調達手段としての社債発行に注目し始めている。特に中国では、社債発行に関する規制緩和が多く実施され、2008年以降、期間3～5年のMTN (Medium Term Note) の発行が急増している。なお、各国の市場動向の概略につき、補論に述べた。

2009年の債券発行額は前年比39.3%増の約3.3兆ドルであり、内訳は中央銀行債が2兆ドル、国債が7,260億ドル、社債が6,130億ド

ルであった。アジア通貨が増価する中、不胎化介入に伴う中央銀行債発行が6割を占め、債券市場の拡大をけん引した。特に、香港とインドネシアでは、年間債券発行額の95%以上が中央銀行債であった。また、社債発行の中心となっているのは主にエネルギー・インフラ部門であるが、その一部は各国における景気対策の実施にかかわるものである。

2009年の外貨建て債券発行額は、アメリカの低金利やそれに伴う投資意欲の回復などから前年比89.8%増となった。ただし、9カ国・地域の合計で632億ドルと、国内の国債・社債発行額の5%弱にとどまる。また、発行残高は2009年末に2,350億ドルと、これも国内市場の5%程度であり、国債・金融機関債・社債がほぼ3分の1ずつとなっている。

一方、海外投資家による国債の保有比率は近年上昇傾向にあり、2010年3月にインドネシア22.3%、マレーシア17.1%、韓国7.4%、タイ3.9%となっている（日本は4.6%）。背景には、各国における資本取引規制の緩和、高金利、景気回復、通貨の増価に伴う投資収益率の上昇などがある。外貨建てのアジア銘柄債券に対しても、投資意欲が高まることが予想される。海外投資家の増加により、資金の急激な流入が生じる懸念があるものの、運用技術の向上、市場流動性の改善、企業情報開示の促進、などの効果が期待出来る。

## (2) 市場整備の課題

市場整備の課題としてあげられるのは、第

1に、各国ごとの市場規模や発展段階の相違に対処することである。これは域内金融協力の場において各国の立場の違いを生み、協力を阻む要因ともなっている。技術支援の強化などにより、相対的に発展の遅れた国の底上げを図っていくことが求められる。

第2に、社債市場を一層拡大することである。国債市場の拡大に対して、社債市場の拡大は相対的に遅れている。社債の発行体としては政府系企業が大きな役割を果たしており、民間企業の発行には拡大余地がある。また、業種が銀行やインフラ関連に偏っている。低格付け企業の発行もみられないなど、社債市場には多様性が不足している。特に、民間部門の非金融企業による発行をいかに増やすかが重要な課題となっている。

銀行による債券発行の増加は、政府の景気刺激策と足並みを揃えて融資の拡大を図る銀行が、自己資本比率を維持するために多くの劣後債を発行していることが主な要因となっている。また、中国やマレーシアを中心にエネルギー・インフラ関連の社債発行が多くなっていることは、政府系企業の発行が多いこととも関連するといえよう。

もちろん、発行体の多様化を図るといっても、エネルギー・インフラ関連などの企業の資金調達手段として社債発行が適していることは間違いなく、その拡大を促進することも重要である。なお、補論に述べた通り、社債の発行体にみられる上記の特徴は、各国では

ば共通している。

第3に、流通市場の流動性を改善することである（図表11）。国債市場は一定の流動性を有しているが、改善の余地がある。香港では、為替基金証券（Exchange Fund Bills、Exchange Fund Notes）がカレンシー・ボード制の運営に用いられるため、例外的に国債市場の流動性が高くなっている。また、短期国債や中央銀行債の流動性は一般的に高い。一方、社債市場の流動性は、中国と韓国以外では極めて低い。中国では、発行が急増しているMTNの流動性が特に高くなっている。

流通市場の流動性が低い背景として重要なのは、国債や政府系企業債を中心に投資家が銀行などの金融機関に偏っていることである。Asian Bonds Onlineにおいて行われたアンケートによれば、国債・社債市場とも、流動性向上のために最も重要なのは投資家の多様化となっている。そのほか、国債市場では源泉徴収税の廃止やヘッジ手段の整備などのクロスボーダー投資促進策が、社債市場では取引価格・企業情報・規制などに関する市場の透明性の改善が重視されている。

流動性改善のため、機関投資家の育成を推進して投資家の多様性を確保することが求められる。多様な投資家を市場にひきつけるには規制や市場インフラの整備が不可欠であり、結局、市場整備に向けた包括的な取り組みが重要になる。

第4に、情報開示の向上などにより市場の

図表11 各国債券市場の取引回転率

(回、bps)

		2001年	04年	07年	08年	09年	売買スプレッド
中国	国債	0.1	0.7	1.5	2.9	2.7	5.1
	社債	n.a.	0.1	2.3	3.4	5.2	8.4
香港	国債	48.1	34.7	90.6	86.6	129.9	4.3
	社債	n.a.	0.5	0.2	0.2	0.2	26.3
インドネシア	国債	0.7	0.7	1.4	0.9	0.7	26.6
	社債	0.0	0.2	0.5	0.3	0.3	112.5
韓国	国債	5.9	2.9	1.5	2.3	3.2	1.1
	社債	1.4	0.6	0.4	0.6	0.7	8.4
マレーシア	国債	2.5	1.8	2.5	2.6	2.3	2.3
	社債	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2	10.3
フィリピン	国債	n.a.	2.1	1.4	1.2	1.5	6.6
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	43.8
シンガポール	国債	5.0	3.2	3.0	3.9	2.6	2.9
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.5
タイ	国債	1.7	1.7	3.5	4.3	3.3	3.4
	社債	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	8.6
日本	国債	4.5	5.0	7.8	7.2	5.4	n.a.
	社債	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	n.a.

(注) 売買スプレッドは、国債は指標銘柄、社債は新発銘柄に関する平均値。Asian Bonds Onlineの最新調査によるもの。

(資料) Asian Bonds Online

透明性を高めるとともに規制の調和を図り、投資家の信認を改善することである。現状、域内クロスボーダー債券取引はそれほど活発とはいえない。これらの措置により、クロスボーダー取引を増加させ、各国の市場規模を拡大することが可能となる。

以上に述べた債券市場整備の課題は、Ⅲ節、Ⅳ節で述べる「アジア内需の拡大」および「域内金融統合の促進」という目的にも合致するものである。

## Ⅱ. アジア債券市場整備のための域内金融協力

本節では、ASEAN+3、EMEAP、APEC、

ASEANにおける域内金融協力の現状について述べる。前3者は主に債券市場にかかわるものであるが、ASEAN+3に重点を置いて述べ、他は補足的に触れる。他方、ASEANの活動は加盟国の株式市場の統合を目指すものである。これらの現状を述べた上で、今後の課題について検討する。

### 1. ASEAN+3における動き

#### (1) チェンマイ・イニシアティブ (CMI : Chiang Mai Initiative)

ASEAN+3における域内金融協力は、①国内金融システムの整備、②緊急時の流動性支援体制の整備、③政策対話およびサーベイランスの強化、④為替政策協調に関する検討、

について行われている。債券市場整備は①に属するが、域内金融統合を促進するにはすべての項目が重要となるため、②～④についても適宜触れる。

緊急時の流動性支援体制については、2000年5月に締結されたチェンマイ・イニシアティブ（CMI）の枠組みがある。2009年5月、枠組みのマルチ化（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralisation）が具体的に合意された。従来のCMIは、総額20億ドルのASEAN通貨スワップ協定に加えてアジア諸国が2国間のスワップおよびレポの取り決めを個別に締結する仕組みであったが、今般の合意により、単一の契約の下に合計1,200億ドルの資金を拠出し、そこから各国が「貢献額×借り入れ乗数」を上限として支援を受けることが可能となった（図表12）。イニシア

ティブの目的が①域内の短期流動性問題への対応、②既存の国際的枠組みの補完、である点に変わりはないが、その規模は従来の実質合計810億ドル（2009年4月現在）から約1.5倍に増額された。また、2国間取り決めの問題点、すなわち機動的な発動が難しい可能性があること、借り入れ上限額が取り決めに応じて多様であること、などの点はかなり改善された（注2）。

CMIMは、サーベイランス・メカニズムを伴うことが不可欠である。一般的に、短期流動性支援においては、モラル・ハザードの発生が重要な問題となる。途上国が流動性危機に陥った場合に容易に支援を受けられるとすれば、被支援国の政府が危機を回避するために適切なマクロ経済政策を実施しない可能性や、海外投資家が当該国に対して過大な投資を行う可能性が生じる。これを防ぐためには、支援制度の参加国が相互に経済・金融情勢を監視し、必要に応じて助言を行うサーベイランスの仕組みを強化しなければならない。助言は一定の強制力を伴うことが望ましく、また、流動性支援を実施する場合にはその条件を適正なものとするのが重要である。

2006年5月、ASEAN+3財務大臣代理会議における域内経済サーベイランスをCMIの枠組みに統合・強化することになった。2009年5月には、CMIMの意思決定を支援するために域内経済の監視・分析を行う独立した機関を早急に設立すること、またその準備として

図表12 CMIMの主な内容 (10億ドル)

国名	貢献額	借入乗数
中国（注）	38.400	0.5
日本	38.400	0.5
韓国	19.200	1
インドネシア	4.552	2.5
マレーシア	4.552	2.5
シンガポール	4.552	2.5
タイ	4.552	2.5
フィリピン	4.552	2.5
ベトナム	1.000	5
カンボジア	0.120	5
ミャンマー	0.060	5
ブルネイ	0.030	5
ラオス	0.030	5
合計	120.000	—

（注）中国の38.4のうち4.2は新たに参加する香港が拠出する。香港はIMFの加盟国ではなく、IMF融資にリンクして支援を受ける部分がないため、借入乗数は2.5となっているが借入上限額は $4.2 \times 2.5 \times 20\%$ となる。

（資料）2010年5月ASEAN+3財務大臣会議共同声明

専門家による助言グループを設けることが合意された。さらに、2010年5月のASEAN+3財務大臣会議共同声明において、CMIMを支援する域内の独立したサーベイランス・ユニット（AMRO：ASEAN+3 Macroeconomic Surveillance Office）を2011年初めごろまでにシンガポールに設立することが表明されている。

CMIM以外にも、通貨スワップ協定は数多く結ばれている。リーマン・ショック後に締結された例として、①韓国・シンガポールがFRBとの間で締結した300億ドルのスワップ、②日本がアジア諸国に対して提案した6兆円規模の円スワップ、③中国が韓国・香港・マレーシア・ベラルーシ・インドネシア・アルゼンチンとの間で締結した総額6,500億元規模の人民元スワップ、などがある。こうした中、IMFとのプログラムなしでは借り入れ上限額の20%しか引き出せないCMIMの使い勝手を改善することは不可欠である。そのためにはサーベイランス強化が伴わなければならないが、それには協調に向けた各国の意欲の高まりが必要であるため、これは長期的な取り組みとなろう。

## (2) アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI：Asian Bond Markets Initiative)

2003年に発足したABMIは、当初6つのワーキング・グループでスタートした。発足時の主な目的は、債券発行主体の拡大、発行通貨の多様化、市場インフラ整備であった。

その後の主な成果をワーキング・グループごとにみると、以下の通りである。

### ①新たな債務担保証券開発

第1に、各国において資産担保証券（ABS）の発行が促進されるとともに、タイにおいて多国籍企業の現地法人により債券が発行された。第2に、マレーシアやタイで海外投資家に対する源泉徴収課税の免除が実施された。第3に、韓国の中小企業が発行した債券を原資産とした円建てクロスボーダーCBOの発行が実現した。第4に、通貨バスケット建て債券の発行が検討された。ただし、これは実現していない。

今後の課題として、インフラ整備関連の債券発行の拡大、MTNの発行促進などがあげられる。

### ②信用保証および投資メカニズム

2009年5月、域内の信用保証・投資メカニズム（CGIF：Credit Guarantee and Investment Facility）の創設が合意された。これは、アジア諸国で発行される現地通貨建て社債に対する保証業務を行う機関であり、アジア開発銀行の信託基金として当初資金規模7億ドルで設立し、需要に応じて増額することが想定されている。その後、具体的な業務範囲や保証の方法、国別上限額などについて事務レベルで協議が進められた。2010年5月のASEAN+3財務大臣会議共同声明では、年内に実働を開始すると表明している（注3）。

アジアにおいては発行体の信用力の低さが

---

債券市場拡大のネックとなっており、低格付け債の市場もほとんどないため、信用保証の活用はこれを克服するための有効な手段である。しかし、発行体のモラル・ハザードの問題が存在するため、保証はあくまでも時間的な手段とするなどの対応が求められる。CGIFにおいても、事業内容を慎重に検討し、健全な運営を維持することが不可欠である。

### ③外国為替取引と決済システム

第1に、清算・決済システムの地域的なリネージュに関する検討が続けられている。第2に、日本銀行とバンク・ネガラ・マレーシアの努力により、2005年にクロスボーダー債券取引の障害に関する報告書が提出された。これらのテーマについては、2010年4月に新たな報告書が発表された（本項（3）②において後述）。

### ④国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行

第1に、2004年以降、国際機関などによるアジア通貨建て債券発行が多数実施された。その中には、2005年9月に発行された日本の国際協力銀行によるタイ・バーツ債（30億バーツ、期間5年）も含まれ、代わり金は邦銀バンコク支店を通じて現地日系企業にツー・ステップ・ローンの形で供与された。

国際機関による債券発行は、発行体の多様化や市場流動性の向上、投資家への新たな商品提供につながる。また、他の非居住者の発行増加を促進する可能性もある。

第2に、2006年9月、アジア開発銀行は、100億ドル相当のアジア通貨建て債券発行プログラム（Asian Currency Note Program）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。英国法に準拠した同一の枠組みにより、各国で市場タイミングに応じて機動的に発行することを目指したものであり、規制の調和を促す効果も期待される。

タイは結局この枠組みに参加せず、一方、2009年4月にフィリピンと台湾が加わり、参加国は現在5カ国となっている。ただし、発行実績はシンガポール・ドル債と香港ドル債にとどまっており、他の国での発行を早期に実現することが課題である。

### ⑤地域の格付け機関整備と情報発信

第1に、各国格付け機関の能力向上のための研修や格付けの調和に関する研究が実施されている。2008年12月には、格付けに関し遵守すべき基準（Handbook on International Best Practices in Credit Rating）が発表された。格付けの手法は各国ごとに異なり、また、グローバルな基準とも異なる。その調和は、格付けの基礎となる財務諸表等に関する調和を前提とするため、極めて難しい。

第2に、情報発信手段として、2004年5月にAsian Bonds Onlineが立ち上げられた。

### ⑥技術支援

各国市場を整備するための技術支援が、当初より継続的に実施されている。

2005年5月にはABMIロードマップが作られ、ワーキング・グループが再編成されるとともに、新たな取り組み課題として、①通貨バスケット建て債券の発行、②各国の市場育成策実施の状況に関する自己審査、③アジア・ボンド・スタンダードの検討、があげられた。

2008年5月には、より包括的な取り組みを目指すために新たなロードマップが作られ、取り組み課題が4つ（債券の供給拡大、債券の需要拡大、規制枠組みの改善、関連する市場インフラの整備）に整理された（図表13）。新ロードマップには、今後の課題と考えられ

る①通貨バスケット建て債券の発行、②インフラ関連債券発行の拡大、③MTNの発行促進、④清算・決済システムの地域的なリンクージュおよびクロスボーダー取引の障害の除去、⑤Asian Currency Note Programの促進、⑥アジア・ボンド・スタンダードの検討は、③と⑤を類似したものとみなせばすべて含まれている。引き続き、このロードマップをもとに市場整備を推進していくことが望まれる。

図表13 ABMIの新たなロードマップ

<p><b>タスク・フォース1：現地通貨建て債券の発行促進（供給側）</b></p> <p>(1) 信用保証および投資メカニズム①  (2) Asian Currency Note Programの促進①  (3) 債券の発行促進：インフラ関連債券①、証券化商品②、通貨バスケット債券③  (4) デリバティブおよびスワップ市場の整備②  (5) 地域の引受業者の育成②</p> <p><b>タスク・フォース2：現地通貨建て債券の需要の促進（需要側）</b></p> <p>(1) 機関投資家の投資環境の整備①  (2) 個人投資家の投資環境の整備②  (3) レボ・証券貸借市場の整備②  (4) クロスボーダー取引の強化：資本取引規制③、非居住者関連税制③  (5) 域内の機関投資家向けの広報活動①</p> <p><b>タスク・フォース3：規制枠組みの改善</b></p> <p>(1) 規制監督：IOSCO原則の適用促進①、債券発行・上場・開示に関する透明な法規制の促進②、規制監督者の能力構築①  (2) 証券業者協会・自主規制機関：域内の諸機関の相互協力①、アジア・ボンド・スタンダードの促進②  (3) 破産手続きの改善③  (4) 会計監査の国際基準の適用促進②</p> <p><b>タスク・フォース4：債券市場のインフラ改善</b></p> <p>(1) 証券決済インフラ：IOSCO提言の適用促進①、民間部門の参加者による議論促進①  (2) 市場流動性の向上：国債のプライマリー・ディーラー制度の採用強化①、ベンチマーク・イールドカーブの整備維持①、取引プラットフォームの改善②、流通市場の情報開示の整備③  (3) クレジット文化の育成：債券市場関連のデータ整備②、信用リスクデータベースの整備②、現地格付け機関の信頼性強化②  (4) アナリストなどの専門職の育成②</p>
--

(注) ①、②、③は設定された取り組み優先順位を示す。

(資料) ASEAN+3 NEW ABMI Roadmap



### (3) ABMIにおけるクロスボーダー債券取引 促進

#### ①アジア・ボンド・スタンダードの議論

ABMIにおいて2005年に提案されたアジア・ボンド・スタンダードの考え方は、以下の通りである。「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ユーロ債券市場、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。」

このような試みは実際にはあまり進んでいないが、クロスボーダー取引の促進は重要課題と認識され続けており、2010年5月のASEAN+3財務大臣会議共同声明にも、「域内の貯蓄を域内の投資に充当する観点からクロスボーダー取引の促進が必要であり、その方法の検討を組織的に行う」と表明されている。

今般、ABMIのタスク・フォース3（規制枠組みの改善）において、域内の規制監督機関や自主規制機関を集めてアジア債券市場フォーラム（ABMF：ASEAN+3 Bond Market Forum）という組織を作り、域内市場

の調和・統合の方法や国際債券市場（オフショア市場）としてのプロ向け私募債市場の設立について検討することが提案された。オフショア市場の提案の基本的な発想はアジア・ボンド・スタンダードの考え方と同様であり、ボトム・アップよりはトップ・ダウン、調和（Harmonization）よりは標準化（Standardization）が相対的に容易であるというものである。

しかし、市場の発展段階が十分に高いとはいえ、機関投資家の育成も不十分なアジアにおいて、現時点でプロ向け私募債市場の構築・拡大を図ることが優先課題といえるかは検討の余地がある。また、詳細はIV節で述べるが、国際債券市場を設立する場合にもクロスボーダー取引の障害の多くを解決することが前提となり、特に、多くのアジア通貨が国際化していないことは大きな制約要因となる。したがって、国際債券市場の設立については十分に議論することが必要であろう。

#### ②クロスボーダー投資・決済の障害への対処

ABMIのタスク・フォース4（債券市場のインフラ改善）においては、域内決済機関（RSI：Regional Settlement Intermediary）の構築方法と、クロスボーダー債券投資・決済の障害に関する検討が民間部門の専門家（GOE：Group of Experts）によって行われ、2010年4月に最終報告書が発表された。報告書は3部に分かれ、第1部が域内クロスボーダー債券取引のコスト推計、第2部が域内決

済機関の構築に関するフィージビリティ・スタディ、第3部がクロスボーダー債券投資・決済に関する障害の分析・提言となっている。

第1部では、域内クロスボーダー取引に関する多様なコストの中で、グローバル・カストディアンに支払われる取引・保管手数料の調査が実施され、それらが欧米地域に比較して高く、国ごとの違いも大きいという結論が得られた。原因として、カストディの技術、一般的な意味での各国市場の効率性、各国ごとに異なる規制の存在などが指摘されている。

第2部では、①Asian ICSD（アジア版ユーロクリア）、②CSD Linkage（各国の決済機関の接続）、③現状維持（グローバル・カストディアン利用）、を選択肢とする検討が行われ、①、②とも採算面などから実施が難しいため、フィージビリティ・スタディを継続することとされた。

第3部では、クロスボーダー投資の障害として、規制に関する8項目と決済に関する5項目が指摘された（図表14）。規制上の障害は主に政府が、決済上の障害は主に民間部門が対処すべきものであるとの認識から、後者については域内諸国において5年を目途に国際標準の採用等を完了し、円滑な決済（STP：Straight-through Processing）を可能とすることを求めている。第2部・第3部の内容については、IV節で詳しく述べる。

③**アジア債券市場フォーラム（ABMF）の設立**  
以上の成果を踏まえ、2010年5月の

図表14 クロスボーダー投資に関する障害

(規制上の障害) ①海外投資家への投資額割り当て ②海外投資家の登録義務 ③外国為替規制 ④余剰資金の運用や不足資金の調達に関する規制 ⑤源泉徴収課税 ⑥オムニバス勘定の設定規制 ⑦規制枠組みの突然の変更 ⑧法律の未整備（決済のファイナリティ、破産法など）
(決済上の障害) ①メッセージング標準：SWIFTやISO基準の不採用 ②証券ナンバリング：ISINコードの不採用 ③標準外の決済サイクル ④取引マッチング：自動化されたマッチングの不採用 ⑤現物証券の使用（電子化されていない）

（資料）Asian Development Bank [2010a]

ASEAN+3財務大臣会議共同声明において、域内決済機関に関するテクニカル・ワーキング・グループの設立が確認されるとともに、ABMFの設立が承認（endorse）された。タスク・フォース4の報告書においても、クロスボーダー取引の障害の除去を推進するために調整機関（coordinating body）を設立すべきであるとしており、ABMFの設立はこれも勘案したものと思われる。今後、ABMFにおいて何が議論されるのか、調和と標準化のいずれを目指すのかなどは、まだ不透明である。

## 2. 債券市場整備に向けたその他の動き

### (1) 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）

EMEAPにおけるアジア・ボンド・ファンド（ABF）設立の取り組みは、ABMIと並ぶ重要なものであった。2003年にABF1、2004

---

年にABF2が立ち上げられた。これらは、加盟11カ国・地域の外貨準備を同8カ国・地域のソブリン・準ソブリン債券に投資するものであり、ABF1はドル建て、ABF2は現地通貨建ての債券を対象としている。ABF創設の努力は、アジア債券の認知度の向上、新たな投資商品の提供による投資家層の拡大、市場インフラ整備や規制改革の促進、などの効果を持つ画期的なものであった。ABMIが発行体の拡大や市場インフラ整備を主な目的としてきたのに対し、ABFは債券に対する投資の拡大を図るアプローチであったといえる。

## (2) アジア太平洋経済協力 (APEC)

96年、APECの正式諮問機関として、ビジネス関係者から構成されるAPECビジネス諮問委員会 (ABAC: APEC Business Advisory Council) が設立された。そこでは、Advisory Group on APEC Financial System Capacity Buildingと呼ばれる会合の場で、域内の金融システム整備に関する多様な議論が行われている (注4)。

ABACの「APEC首脳への提言 (2009年版)」は19項目からなるが、金融関連の項目として、「域内資本市場の強化および深化」、「金融システム強化のためのキャパシティ・ビルディングの促進」、が含まれている。具体的には、中小企業向け金融の拡大を促す金融制度基盤の構築、債券市場の発展に対する障害への対処、インフラ整備に関する官民連携の促進、などに関する提案が示されている。2010年に

については、9月中に財務大臣提言が発表される予定である。

ABAC Japan [2009] は、今後の活動において、資本市場整備に関して民間部門から意見を吸い上げ活用することや、社債市場の拡大と金融統合の促進を中心とした債券市場整備に加え株式市場の整備を検討することなどが重要であると指摘している。

## 3. ASEANにおける株式市場統合に向けた動き

### (1) ASEAN資本市場の統合

次に、ASEANの株式市場統合に向けた動きについてみる。2007年11月、ASEAN諸国の間で、2015年までにASEAN経済共同体 (AEC: ASEAN Economic Community) を単一市場ならびに生産基地とする計画 (ブルー・プリント) で合意がなされた。そこでは、財・サービス・投資・熟練労働者の自由な移動が可能になるとともに、資本移動もより自由になることが想定されている (注5)。

これに基づき、多くの分野で市場統合に向けた努力が進められている。2004年に証券規制当局の間で域内の資本市場整備について議論する場として設立されたASEAN資本市場フォーラム (ACMF: ASEAN Capital Markets Forum) において、2008年4月から2009年4月にかけて、資本市場統合実施計画 (Implementation Plan) がアジア開発銀行などの支援を得て検討され、ASEAN財務大臣会合

(AFMM: ASEAN Finance Ministers' Meeting) の場で正式決定された。これは、2015年までに域内資本市場の統合を目指すものである。各国証券取引所間では個別に連携の動きがみられるが、実施計画はこれらの動きを収斂させようとするものである。

ASEAN諸国の資本市場は単独では十分な規模を備えていないため、各国証券取引所における域内クロスボーダー取引を増やすべく、市場インフラの調和を図ることなどを具体的な内容とする。大別して、基礎環境作り(①調和と相互承認の枠組み)、市場インフラ整備(②証券取引所の連携とガバナンスの枠組み、③新商品開発、④債券市場強化)、統合プロセス強化(⑤各国の資本市場育成計画の調整、⑥ASEAN内の体制強化)、からなる(図表15)。

実際には2国間で統合を促進することから開始し、また、個人投資家よりも機関投資家を優先して進めることが想定されている。さらに、計画の管轄外にある資本取引自由化や税制改正が前提となること、クロスボーダー取引の拡大に伴いリスク管理が不可欠であること、発展段階の低い国に対する技術支援が必要となること、などが指摘されている。

## (2) 情報開示基準の調和 (ASEAN and Plus Standards Scheme)

市場統合の具体的な成果としてあげられるのが、ASEAN and Plus Standards Schemeである。これは、ACMFにおいて考案された、域内ク

ロスボーダー証券(株式・債券)発行に適用される情報開示基準の枠組みである。クロスボーダー発行を容易にするとともに域内証券の透明性を高め、ASEANが単一の資産クラスとして認識されることを促そうとするものである。

ASEAN Standardsは各国に共通の内容を意味し、IOSCOの国際標準に基づいている。会計監査基準についても、国際標準を完全に採用している。一方、Plus Standardsは、各国独自の慣行や法規制に基づいて必要となる追加的な基準である。これらの基準を採用するとともに、各国において証券登録の所要時間を大幅に短縮・統一することが検討されている。

2009年6月、マレーシア・シンガポール・タイの証券当局は、この枠組みを採用することを発表した。その他の国も準備が整い次第参加することになっているが、具体的な期限は定められていない。

### (3) 域内証券取引所の相互接続など

ACMFと並列という位置付けで、域内証券市場連携に関するタスク・フォースならびにASEAN100タスク・フォースが存在する。ACMFが証券監督当局により構成されているのに対し、2つのタスク・フォースは証券取引所によって構成されている。域内証券市場連携に関するタスク・フォースは、2005年4月のASEAN財務大臣会合の合意を受けて2010年までに域内証券取引所の取引・決済システムの相互接続を目指すものであり、シン

図表15 ASEAN資本市場統合実施計画の詳細

<p><b>A. 域内統合を可能とする環境作り</b>  <b>(1) 調和と相互承認の枠組み</b>  <b>①クロスボーダー資金調達の支援</b>          ・情報開示基準の調和、販売ルールの調整、新規発行枠組みの相互承認。          ・新規発行に関わる市場プロフェッショナルの相互承認。  <b>②クロスボーダーの商品販売の支援</b>          ・証券会社に販売を認可するとともにマーケティングを支援。          ・関係する市場プロフェッショナルの相互承認。          ・販売のフレームワークに関する相互承認。  <b>③クロスボーダー投資の支援</b>          ・地域の仲介機関を通じたクロスボーダー投資の促進。          ・機関投資家に関する基準の調和の促進。          ・域内の取引所をホスト国のルールにより承認。          ・投資家に域内で自由に投資することを認める自由化計画の採用。  <b>④仲介業者の市場アクセスの支援</b>          ・仲介業者の機関投資家に対する商品・サービス供与に関する相互承認の枠組み。          ・親元国の承認に基づくシングル・パスポートの促進。</p>
<p><b>B. 市場インフラ、域内に焦点を当てた商品・仲介業者の育成</b>  <b>(2) 証券取引所の連携とガバナンスの枠組み</b>          (取引所連携の枠組み作り)  <b>①域内証券取引所の中期ビジョンの作成</b>          ・中期ビジョンの作成。          ・域内取引所の連携の実施。  <b>②インフラ整備</b>          ・域内証券取引所の電子的リンクの実現。          ・域内のクリアリング・ハウスをクロスボーダー取引のセントラルCPに。          ・クロスボーダー決済・保管のため預託のリンクを形成。          ・銀行サービスに関する域内連携。  <b>③クロスボーダー取引の促進、域内市場の育成</b>          ・ASEANマーケティング委員会を設立。          ・包括的なマーケティング計画(投資家教育、市場情報・データ提供などを含む)を作成。          ・触媒取引を実施。クロスボーダー取引の障害排除。商品・証券会社・代表的企業を育成。          (取引所と企業のガバナンス強化)  <b>①すべての取引所の株式会社化</b>  <b>②上場ルール、コーポレート・ガバナンス基準、情報開示基準の調整を実施</b>  <b>③取引所のリンケージ強化のため、取引所間の情報交換や協力を強化</b></p>
<p><b>(3) 新商品の開発、域内の仲介業者の育成</b>  <b>①域内商品の開発</b>          ・域内商品(E T F、証券化商品、インデックス先物などのヘッジ商品)の開発を促進。ASEANを1つの資産クラスにする。  <b>②域内で広く活動する証券会社を育成する環境作り</b></p>
<p><b>(4) 債券市場の強化および統合</b>  <b>①現在進行中の債券市場イニシアティブのレビュー</b>          ・他の域内イニシアティブと、優先順位に関する合意に向けた対話を開始。          ・域内ベースでの債券発行・投資の障害に対処するためのメカニズムを確立。  <b>②インフラ整備・リンクおよび市場流動性の改善</b>          ・クロスボーダー取引・決済・情報リンクの促進。          ・格付けを比較可能とするための域内戦略を形成。          ・取引報告システムの統合に向け、情報開示基準を整備。          ・債券のマーケット・メーカーを域内でプール。</p>
<p><b>C. 実行プロセスの強化</b>  <b>(5) 各国の資本市場育成計画</b>  <b>①統合を促進するため、各国の資本市場育成計画を見直すとともに加速</b>          ・金融危機の教訓を生かして国内金融セクターを強化し、それにより資本市場統合を促進。          ・各国の資本市場育成計画を、相互承認と調和のイニシアティブと調整。  <b>②クロスボーダー取引の増加に伴うリスクを削減するための適切なリスク管理技術の確立</b>          ・金融危機の教訓を生かしつつ、資本市場統合の進展とともに金融セクターの安定性を確保</p>
<p><b>(6) ASEAN事務局を通じた、ASEAN実施・調整プロセスの強化</b>  <b>①統合に向けた専任チームの設置</b>          ・ASEAN事務局内に専門チームを設置。また、各国も専任のコンタクト・パーソンを設置。          ・専門チームの活動に関する詳細を検討。  <b>②ACMFの権限外の提言の実施を支援</b>          ・ASEAN事務局は、そのために必要な調整や作業を行う。</p>

(資料) ASEAN Capital Markets Forum [2009]

ガポール・マレーシア・タイ・フィリピン・インドネシア・ベトナムが参加して開始することが表明されていたが、2009年12月に準備が間に合わないとの理由からインドネシアが参加延期を発表するなど、進捗は遅れ気味である（注6）。

一方、ASEAN100タスク・フォースは、ASEAN株価指数やETFの開発を通じて、ASEANの資産クラスとしての確立を目指すものである。2005年9月には、シンガポール・マレーシア・タイ・フィリピン・インドネシアの取引所が英FTSEグループと共同でFTSE・ASEAN180指数およびFTSE・ASEAN40指数を開発し、関連するETFも作られた。また、今後、各証券取引所に設けられるASEANボードにおいて、域内有力銘柄のリアルタイム取引情報を提供することになっている。

これらの努力においても、域内諸国の資本取引規制が障害となるほか、以下の問題が指摘出来る（注7）。①各国の市場発展段階が異なるため、制度インフラで先行するシンガポールの基準に各国がどこまで合わせられるか、不透明である。②現状では、取引システムの相互接続に対する需要は限られる。③市場の連携によりASEANの存在感を高めることは容易ではなく、基本的には各国市場の整備・拡大が前提となる。④政府が証券取引所を所有・管理する国が多いため、欧米にみられるような統合は起こりにくい。

今後、アジア債券市場整備においてクロスボーダー取引の障害の除去や法規制等の調和を図るに際しては、ASEANの株式市場統合の動きと連携することが望ましい。ASEAN資本市場統合実施計画では、「④債券市場強化」において他のイニシアティブとの連携を図るとしており、その速やかな実施が求められる。

#### 4. アジア債券市場整備の課題

現状におけるアジア債券市場整備の主な目標は、市場間の発展段階格差の縮小、社債市場の拡大、域内金融統合の促進、であろう。市場間格差の縮小のためには、技術支援の果たす役割が引き続き重要である。また、債券市場整備の具体的な内容は、市場参加者の拡大を図ることや直接・間接インフラの整備などであるが、I節でみた通り、社債の発行体が限定されていること、流通市場の流動性向上のために投資家の多様化が求められることなどを考慮すると、発行体の拡大と投資家の育成が特に重要な課題であるといえよう（図表16）（注8）。さらに、クロスボーダー債券取引の拡大には多くの課題があり、長期的な取り組みが必要である（図表17）。

これらの点については、ABMIの2008年の新ロードマップに示された課題を中心に、地道に取り組んでいくことが求められる。そのためには、各国の市場育成策との連携を密にすることや、市場整備の進捗状況を把握し、

図表16 社債市場育成と金融統合に関する課題

<p>①前提</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・発行体の業種は金融機関、インフラ、エネルギーに偏っている。</li> <li>・社債発行が拡大するかは、他の資金調達手段との関係もある。(銀行融資との関係、株式発行や内部資本調達との関係)</li> <li>・投資についても、リスク・リターン観点から、市場としての魅力が不足しているという面もある。</li> </ul> <p>②発行体→拡大が望まれる(「投資家を呼び込む品揃え」という観点が必要)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・信用保証メカニズム→発行体を中小企業に拡大すること</li> <li>・新商品開発             <ul style="list-style-type: none"> <li>→投資信託、個人向け債券、イスラム金融商品、MTN</li> <li>→証券化の活用(例:海外送金の証券化)</li> <li>→インフラ整備への債券市場利用を円滑化する商品</li> <li>→その他(通貨バスケット建て債券)</li> </ul> </li> </ul> <p>③投資家→多様化が望まれる</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・機関投資家の育成(機関投資家向けの広報活動を含む)</li> <li>・個人投資家に対する投資家教育</li> </ul> <p>④その他の市場参加者:証券会社、証券取引所、規制当局</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・証券会社の育成</li> <li>・証券会社や取引所間の情報交換</li> <li>・市場監視の強化、規制当局者の能力構築</li> </ul> <p>⑤直接インフラ→流動性の改善</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ベンチマーク・イールドの確立(国債市場の問題)</li> <li>・社債市場におけるマーケット・メーカーの確立</li> <li>・デリバティブやレポ市場の整備</li> <li>・決済システムの整備</li> <li>・市場情報システム(債券価格付け機関)の整備</li> </ul> <p>⑥間接インフラ→投資家保護の観点</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・法律や規制の強化、域内での標準化、国際基準の採用             <ul style="list-style-type: none"> <li>→規制の透明性、参加者の平等および法的な保護が保証されること</li> </ul> </li> <li>・破産法(債権者保護)</li> <li>・企業情報開示・会計監査基準、ガバナンス、格付け機関、信用リスクデータベース構築</li> <li>・税制(源泉徴収)</li> <li>・アナリストなどの整備</li> </ul> <p>⑦域内クロスボーダー取引の促進</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・資本取引規制(非居住者による発行・投資)</li> <li>・為替政策(固定か変動か、通貨の国際化をどうするか)</li> </ul> <p>⑧その他:基礎研究(特に企業の資金調達構造)、基礎データ整備、日本の金融市場整備</p>
---

(資料) 日本総合研究所作成

適切な政策を実施することが重要である。

今後、アジア債券市場の拡大に弾みをつけるためには、民間部門の関与が一層重要となる(図表18)。この点で注目されるのは、日本経団連が2010年3月16日付で「豊かなア

ジアを築く金融協力の推進を求める～債券市場整備でアジアの成長を支える～」を発表し、具体的な取り組み事項を提案していることである(注9)。3月15日付「アジア・ビジネス・サミット共同声明」においても、「地域通貨

金融協力の推進」が提案項目に含まれている。日本経団連は、これらに従って域内金融協力推進の取り組みを継続し、具体化させつつある。

また、ABMIのアジア債券市場フォーラムにおいても、多くの民間部門市場関係者が参加し、活発な議論が展開されることが期待される。

図表17 クロスボーダー取引を促進するための必要事項

1. 各国債券市場の整備による市場発展段階格差の縮小（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、リスクヘッジ手段、決済システムなど）
2. 諸制度ならびに市場インフラの変更・調和（資本取引規制、税制、市場関連法規制、格付け等の信用リスクデータ、会計監査基準、決済システムなど）
3. 地域に焦点を当てた商品開発（例：アジア・ボンド・ファンド）
4. 証券化や信用保証の活用による発行体の信用補完
5. 域内機関投資家の育成および投資家への情報提供（広報活動）
6. 通貨に関する諸問題の解決（資本取引の自由化、域内通貨の国際化）
7. 域内・域外との経済・金融統合のあり方に関する議論の進展（金融統合のコスト・ベネフィットの議論）、各国の立場・意見の違いの克服

（資料）日本総合研究所作成

- （注2）CMIMは、2010年3月24日に発効した。流動性支援の期間は基本的には90日であるが、最大7回まで（合計約2年間）延長することが出来る。
- （注3）保証の対象はBBB格以上の債券であり、7億ドルの拠出額の分担は中国と日本が各2億ドル、韓国が1億ドル、ASEANが0.7億ドル、ADBが1.3億ドルとなる予定である。
- （注4）関連資料は、<https://www.abaconline.org/v4/content.php?ContentID=1304>で入手出来る。
- （注5）ただし、資本取引の自由化に対する姿勢は、各国の実情に配慮して行うという及び腰なものである。
- （注6）域内クロスボーダー取引システム（電子取引網）の構築については、タイとマレーシアが2012年7月を目途に有力銘柄の電子取引を開始し、半年後にシンガポール、2013年後半にフィリピンが参加する予定となっている。インドネシアとベトナムについては未定である（2010年6月14日付日本経済新聞）。
- （注7）浦出 [2007] による。
- （注8）一方、*Asia Bond Monitor* 2009年11月号に掲載されたサーベイ結果によれば、国債・社債の流通市場の流

図表18 アジア債券市場育成における民間部門の役割

1. 市場育成の取り組み主体
  - (1) 各国政府、国際機関、国際的なフォーラム
  - (2) 市場参加者
    - ① 一般民間企業
    - ② 市場関係者（金融機関、証券取引所、格付け機関、会計士、アナリストなど）
  - (3) コンサルタント、学者、研究者（シンクタンク、大学）
2. 民間部門の役割
  - (1) 市場拡大…プレーヤー（発行体、投資家、仲介業者、取引所等）としての参加、意見提供・交換など
  - (2) 技術支援…制度構築や金融技術の提供
    - ① 金融機関、証券アナリスト、格付け機関、信用保証機関、会計士、税理士、弁護士などによる技術支援
    - ② 触媒案件や新種取引の組成
    - ③ 教育…市場人材の育成や投資家教育
  - (3) 金融協力の長期目標についての議論、アジア金融・資本市場に関する広報活動、ABMIやABACなど官民による多様なイニシアティブとの連携（たとえば日本経団連など）
  - (4) 債券基礎データの充実、基礎研究（シンクタンク、大学等）
  - (5) 日本国内債券市場の整備（金融機関等）

（資料）日本総合研究所作成



動性を高めるための最大の課題は、投資家の多様化である。

(注9) その内容は域内の内需拡大と金融統合推進という目的に沿ったものであり、1. 各国の債券・株式市場整備（市場インフラの整備と規制の緩和、アクターの育成）、2. 広域インフラ整備のための民間資金の活用、3. 日本の債券市場の積極的な活用促進（サムライ債市場の活用、アジア金融資産の対日投資の促進）、4. 通貨の安定、5. 東アジア経済共同体に向けた金融協力の中長期的課題（債券取引関連の法制の整備と調和、会計制度を含むディスクロージャーに関する制度の調和、信用保証機能の創設・強化、域内の決済システムの整備、域内の格付け機能の整備、情報共有機能の拡充）、となっている。

### Ⅲ. アジア債券市場整備の目的の変化

#### 1. 97年の通貨危機後の議論

##### (1) 通貨危機対策としての債券市場整備

次に、世界金融危機を経て、アジア債券市場整備の目的がどのように変化してきたかを検討する。アジアの金融システムを整備する最大の目的は、経済成長のために効率的かつ安全に資金を調達・配分することである。この場合の資金は、国内資金と海外からの資金に分けられる。さらに後者は、域内の資金と域外（主に先進国）からの資金に分けて考えることが出来よう。

97年の通貨危機や今般の世界金融危機を想起すれば、「海外からの資金は突然流出するリスクがあり、不安定である」、「資本流入に過度に依存すべきではない」、という考え方がなされるのは当然といえる。CMIとABMIを柱とする域内金融協力が開始された目的

も、通貨危機対策であった。

ABMIが取り組むべきであるとされた問題について、アジア金融システム研究会 [2009] は、①資本フローへの依存、②ダブル・ミスマッチ（通貨と期間のミスマッチ）、③銀行一辺倒の金融システム、に分けて議論している。①と②は重なる部分が大いだが、これらは海外からの資金と国内債券市場からの資金を代替的にとらえている。一方、③では、銀行借入れと債券発行を代替的にとらえている。

この報告書は、②や③の問題が本当に存在したかという点に疑問を呈している。②に関しては、外貨建ての短期借入れが通貨危機発生の大い原因となったことは事実であるが、現地通貨建ての長期投資がどの程度行われていたかを実証した研究成果は見当たらないため、ダブル・ミスマッチが存在したことは確認出来ないとしている。③に関しては、アジアで重要な役割を果たしている日系を中心とする外資系企業は、資金調達を主に直接投資や内部資本調達（親子ローンなど）に依存しており、銀行融資の果たす役割は小さかったと指摘している。

さらに、これらの問題が存在したとしても、社債市場の拡大が不十分であれば、債券市場整備の努力によって問題が改善したとはいえない。I節で述べた債券市場の現状を考慮すると、劇的な改善があったとみることは難しいであろう。上記の報告書も、アジア諸国の

BIS報告銀行からの借り入れにおいて現地通貨建て比率が上昇した（図表19-1、図表19-2）一方、社債市場の拡大による債務の現地通貨建て化は限定的であったとみている。また、債務に占める銀行融資の比率に関しても、明確に低下した事実は認められないとしている。この点は、I節で述べたことと符合しているといえよう。

近年の国際金融情勢をみれば、資本フローへの依存は途上国にとって大きな問題である。世界金融危機が発生する以前の数年間、アジアを含む途上国への資本流入は急増しており、資本フローへの依存度が低下したとはいえない。一方、世界金融危機が第2のアジア通貨金融危機に結びつかなかったという意味では、97年の危機の教訓は生きたことになる。そもそも、急激な資本流出を招いた原因が、97年の危機ではアジア諸国の不適切なマクロ政策運営にあったのに対して、世界金融危機ではアメリカを中心とする先進国の問題にあったことを忘れるべきではない。

ただし、このような事態の改善には債券市場の拡大のみが寄与したわけではなく、以下の諸点が重要であった。第1に、短期外貨建て借り入れの問題点が各国当局によって認識され、金融規制監督や資本取引規制が強化されたことである。第2に、為替政策が柔軟化したことである。通貨危機以前には、事実上のドル・ペッグ制が海外からの借り入れを増加させていた。第3に、投資率の低下に伴っ

て各国の経常収支が黒字に転換するとともに、各国が通貨の増価を抑制したために外貨準備が拡大し、対外的な脆弱性が顕著に改善したことである（図表20）。これらの対策により急激な資本流入・流出に対処出来るようになったということであり、債券市場整備についてもこうした全体像の中で考えなければならない。

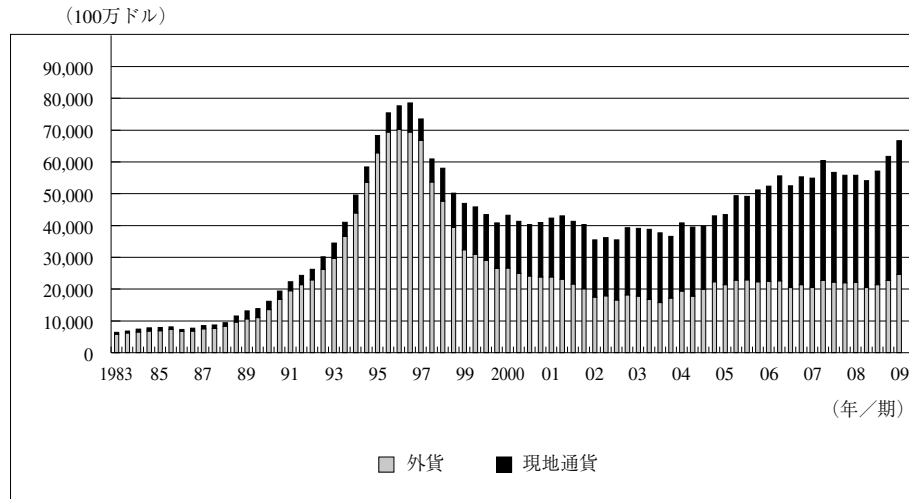
結論としては、当初期待された通貨金融危機予防の目的に関し、債券市場の拡大が果たした役割は限定的であったといえよう。

## (2) 「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」ということの意味

この表現は頻繁に用いられるが、その意味は、第1に「自国の貯蓄を自国の投資に結びつける」こと、第2に「域内の貯蓄を域内の投資に結びつける（域内金融統合を拡大する）」ことであろう。これを主張する根底にあるのは、「アジアには資金がたくさんあるのに、なぜ危機になれば逃げていく海外の貸し手から借りなければならないのか」という疑問である。また、「アジアの貯蓄はいったん海外に向かい、先進国を経由して戻ってきている」という理解がなされる。

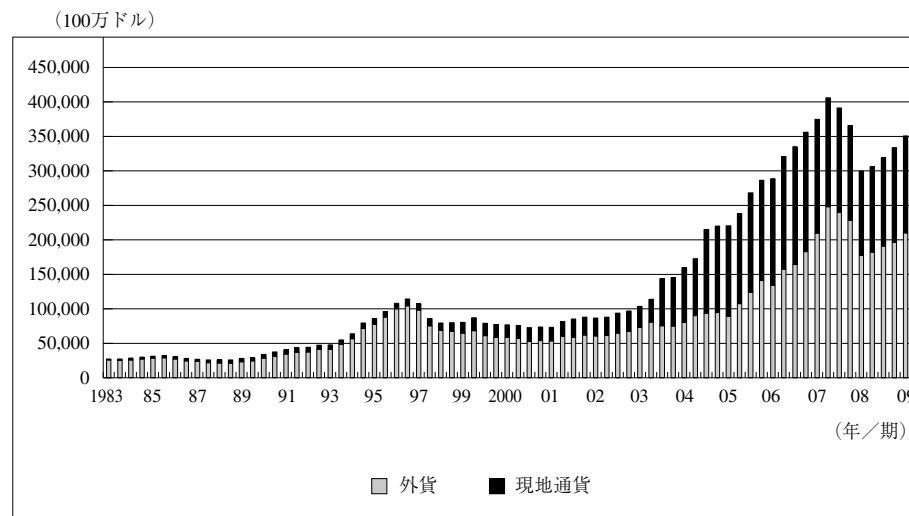
これらの見方には、いくつか留意点がある。第1に、97年の通貨危機以前には、多くの国が投資超過であった（図表21）。したがって、「97年の危機の際にアジアの貯蓄をアジアの投資に結びつけるべきであった」という議論には無理がある。

図表19-1 BIS報告銀行からの債務残高の推移（タイ）



(資料) BIS, Consolidated Banking Statistics

図表19-2 BIS報告銀行からの債務残高の推移（韓国）



(資料) BIS, Consolidated Banking Statistics

図表20 経常収支の対GDP比率

(%)

	1996年	97年	98年	99年	2001年	03年	05年	07年	09年
中国	0.8	3.9	3.1	1.4	1.3	2.8	7.2	11.0	5.8
香港	▲ 2.5	▲ 4.4	1.5	6.3	5.9	10.4	11.4	12.3	11.1
インドネシア	▲ 2.9	▲ 1.6	3.8	3.7	4.3	3.5	0.1	2.4	2.0
韓国	▲ 4.0	▲ 1.6	11.3	5.3	1.6	1.9	1.8	0.6	5.1
マレーシア	▲ 4.4	▲ 5.8	13.0	15.7	7.9	12.0	15.0	15.7	16.7
フィリピン	▲ 4.6	▲ 5.2	2.3	▲ 3.8	▲ 2.4	0.4	2.0	4.9	5.3
シンガポール	15.0	15.5	22.2	17.4	13.0	23.4	22.0	27.6	19.1
台湾	3.8	2.4	1.2	2.7	6.4	9.8	4.8	8.4	11.2
タイ	▲ 7.9	▲ 2.1	12.8	10.2	4.4	3.4	▲ 4.3	6.3	7.7

(資料) IMF, WEO Database

図表21 貯蓄率と投資率 (対GDP比率)

(%)

		1995年	97年	99年	2001年	03年	05年	07年	08年
中国	貯蓄率	39.6	39.0	38.0	39.0	43.0	46.6	49.9	50.4
	投資率	41.9	37.9	36.7	36.3	41.2	44.0	43.1	44.4
	貯蓄超過	▲ 2.3	1.1	1.2	2.7	1.8	2.6	6.8	6.0
香港	貯蓄率	29.6	30.7	30.1	29.8	31.2	33.0	31.8	31.2
	投資率	34.1	34.0	24.8	25.3	21.9	20.6	20.9	20.4
	貯蓄超過	▲ 4.4	▲ 3.4	5.3	4.5	9.2	12.4	10.8	10.8
韓国	貯蓄率	36.5	35.8	35.8	31.3	32.2	32.3	30.9	30.3
	投資率	37.7	36.0	29.1	29.2	29.9	29.7	29.4	31.4
	貯蓄超過	▲ 1.1	▲ 0.2	6.6	2.2	2.3	2.7	1.5	▲ 1.1
台湾	貯蓄率	26.8	26.1	26.2	23.6	25.7	25.6	29.0	26.0
	投資率	25.2	24.1	23.6	18.4	18.4	21.4	21.5	21.2
	貯蓄超過	1.6	2.1	2.5	5.2	7.3	4.2	7.5	4.8
インドネシア	貯蓄率	30.6	31.5	19.5	31.5	23.7	27.5	28.1	30.6
	投資率	31.9	31.8	11.4	22.0	25.6	25.1	24.9	27.8
	貯蓄超過	▲ 1.3	▲ 0.3	8.1	9.5	▲ 1.9	2.4	3.2	2.8
マレーシア	貯蓄率	39.7	43.9	47.4	41.8	42.5	42.8	42.0	42.2
	投資率	43.6	43.0	22.4	24.4	22.8	20.0	21.7	19.1
	貯蓄超過	▲ 3.9	0.9	25.1	17.4	19.7	22.8	20.3	23.1
フィリピン	貯蓄率	14.5	14.2	14.3	17.1	19.7	21.0	20.8	19.2
	投資率	22.5	24.8	18.8	19.0	16.8	14.6	15.4	15.2
	貯蓄超過	▲ 7.9	▲ 10.6	▲ 4.4	▲ 1.9	2.9	6.4	5.4	4.0
シンガポール	貯蓄率	50.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	48.8	52.4	50.0
	投資率	34.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20.2	20.7	30.9
	貯蓄超過	15.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	28.6	31.7	19.1
タイ	貯蓄率	36.9	35.3	32.5	31.4	32.0	30.9	34.1	33.2
	投資率	42.1	33.7	20.5	24.1	25.0	31.4	26.6	28.8
	貯蓄超過	▲ 5.2	1.6	12.0	7.3	7.1	▲ 0.6	7.5	4.5

(資料) ADB, Key Indicators

第2に、現状においても内外市場は完全代替ではなく、アジアの金融資本市場を拡大すれば海外の資金は一切使わなくなる、という

関係にはない。

その主な理由は、為替政策（為替介入や資本取引規制）が内外市場を分断していること

であろう。アジア諸国では、貯蓄過剰による経常収支黒字と多額の資本流入による資本収支黒字という形で、いわば「双子の黒字」がみられることが多いが、為替レートが自由に変動していればこうはならないはずである(図表22)。為替レートの増価抑制が経常収支黒字をもたらし、資本流入の増加とあいまって外貨準備が拡大している。外貨準備は、安全性の観点からある程度低利の運用とならざるを得ない。

この状況では、「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」ために最も有効な政策は、為替政策であると思われる。

ただし、補完的な政策として、債券市場整備が有効である可能性がある。これにより国内貯蓄を国内投資により多く向かわせることが出来れば、経常収支黒字や外貨準備が減ることはありうる。これは、内需拡大のために債券市場を整備するということである。

また、外貨準備を中心とした海外への流出

資金の平均運用利回りが低いという点に関しては、国内の機関投資家を育成することにより、民間部門の資本流出を拡大するとともに運用利回りを向上させることが考えられる。

このように、債券市場整備は、為替政策(CMIMなどの他国との協調のための政策を含む)、機関投資家育成、金融システム全体の強化、資本取引自由化などと併せて実施しなければならない。

もう一つの問題意識である「域内金融統合の拡大」についてみると、「アジアの金融資本市場が整備されていれば対外投資は域内に向かい、欧米先進国の市場に投資する必要はないはずだ」というコメントがしばしばなされる。アジアの市場を先進国並みに整備することは極めて難しい課題であるが、理想的には、少なくとも实体经济の規模に比例する程度に域内金融資本市場を拡大すべきであるといえよう。ただし、域内の資金であるからといって、危機的状況において流出しない保証はない、という点には留意すべきである。

### (3) まとめ

以上から債券市場整備の目的をまとめると、①通貨危機の予防、②内需の拡大、③域内金融統合の促進、となろう。また、④債券市場の本来のメリットの活用、も考えられる。これは、資金運用・調達方法の多様化、金融システム全体のリスク分散、金利体系の確立などを意味する。

本稿では、今後の目的として②と③を重視

図表22 各国の為替制度

中国	クローリング・ベッグ
香港	カレンシー・ボード
インド	管理変動相場制
インドネシア	管理変動相場制
韓国	自由変動相場制
マレーシア	管理変動相場制
フィリピン	自由変動相場制
シンガポール	管理変動相場制
タイ	管理変動相場制

(注) 以下の資料の要約一覧表に基づく。

(資料) IMF *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* 2007

しているが、①も一定の重要性を維持していると考えられることから、まず、世界金融危機によりアジアの金融システムが受けた影響について述べる。

## 2. 世界金融危機に対するアジア金融システムの対応

### (1) 世界金融危機の教訓

世界金融危機がアジアの金融システムにもたらした影響は、以下のようなものである。①資本流入が大幅に減少し、通貨や株価の下落につながった。②海外でドルの調達がほぼ不可能となり、ドル建て債券のスプレッドも拡大した。国内の流動性にも影響が及んだが、銀行間市場の機能が失われることはなかった。③国内資本市場にも一定の影響があった。特に、株式、証券化、CP、低格付けの社債発行などへの影響が大きかった。一方、金融システムの主な部分を占める銀行部門に大きな影響が生じることはなかった。

この経験から、今後も、国際金融市場において生じる混乱の波及を食い止めることが重要であると考えられる。そのために検討すべきことは、第1に、資本流入規制を強化し、資本フローへの依存度を引き下げることである(後述)。第2に、ドルを中心に流動性供給を強化することである。そのためには、海外中央銀行との通貨スワップを拡充することも考えられるが、外貨準備を確保することが優先的な課題である。アジアの外貨準備は過

大であると批判されることもあるが、危機時には流動性供給や自国通貨を下支えする為替介入実施のために有効であることが示された。もちろん、中期的には、CMIMによる地域的な対応やドル基軸通貨体制の見直しが検討されるべきである(注10)。外貨準備の蓄積は、内需主導型成長戦略への転換と矛盾する可能性がある点にも注意が必要であろう。

第3に、国内資本市場を整備することである。国際金融市場が危機に陥った際に国内金融システムの機能を維持することが重要である。I節でみた通り、アジア債券市場は、世界金融危機に際し平時の機能を比較的維持することが出来た。海外で資金調達出来なくなった金融機関や大企業の多くが、国内市場への回帰を試みることとなった。このことから、資本フローへの過度の依存には問題があり、その改善のために債券市場整備が有効な対策となることが再認識されたといえよう。

第4に、金融システムの信認を維持するため、金融規制監督を強化することである。特に、銀行が市場からの資金調達に過度に依存しないこと、金融技術の進歩について当局が正しく把握すること(証券化や格付けの問題など)、貿易金融を確保することなどが重要であるといえよう。金融規制監督の強化について、域内金融協力の場で議論することも考えられる。特に、証券化や格付けの問題は、債券市場整備と深くかかわっている。

## (2) 資本流入規制の強化

世界金融危機に際し、途上国への資本流入は大幅に減少したが、2009年半ば以降、株式投資を中心に急増している。これは、中国・インド・インドネシア・韓国などで特に顕著であるが、その背景としては、①先進国の投資家が投資意欲を回復したこと、②先進国の景気回復の遅れに対し途上国経済の強さが鮮明になったこと、③途上国の金利が相対的に高いこと、などが指摘出来る。資本流入の拡大は過剰流動性やバブルにつながる可能性があり、途上国は先進国からの資本流入・流出の繰り返しに翻弄され続けているといえよう。

インポシブル・トリニティの観点からみると、アジアには比較的厳しい資本取引規制を維持し、金融政策の自由度を確保しつつ、自国通貨の増価を抑制している国が多い。また、最近、世界金融危機の経験やその後の資本流入拡大に対応し、資本取引規制を強化する動きがみられる。2010年6月、韓国は、①銀行の為替先物取引ポジションを自己資本の一定割合までに抑える、②キャリー取引を抑制するために企業の外貨建て借入れを海外での利用目的に限定する、という規制強化を実施した。また、インドネシアも、中銀債に投資した場合に1カ月以上保有し続けることを義務付けるとともに、9カ月物・1年物など期間の長い中銀債の発行を増やす方針を強化した。

資本取引の自由化に向かうには、為替レートの柔軟化を含めた健全なマクロ政策運営や国内金融システム整備が前提となる。資本取引の自由化には、世界的な資金配分の効率化や先進国から途上国への金融技術の移転など多くのメリットがあるが、一方で投機的な資本フローとそれ以外の資本フローを峻別することは難しく、前者を中心とした急激な資本流入・流出は大きな影響をもたらす。前提条件をある程度整えたとしても、市場規模の小さな途上国が資本取引を完全自由化することは大きなリスクを伴うと考えられる。

資本取引自由化の前提条件を満たしてこれを実現することが望ましく、資本取引規制は短期的なものに限定すべきである、というのが一般的な主張である（注11）。しかし、規制の頻繁な変更は投資家の信託を損なう可能性もあり、自由化は長い時間をかけて慎重に進めなければならないと考えられる。

一方、資本取引規制を実施する場合、その有効性を長期間維持することは難しいという意見も根強い。規制の運用に関するコストが高いこと、規制が市場を歪めること、市場参加者が抜け道を発見すること、などの問題がある。資本取引規制の是非に関しても、域内金融協力の場で議論すべきである。

債券市場の整備に関し、クロスボーダー取引の促進やオフショア市場の創設が検討されているが、それらを実現するには資本取引の自由化が不可欠である。その意味でも、域内

でこれを議論する意義は大きい。また、資本取引自由化の前提として国内金融システム整備が不可欠であるということは、オフショア市場の創設に際して各国市場整備が前提になるということでもある。発展段階が一定以下の国では国内債券市場を作らない、という選択肢も考えられるが、これはかなり思い切った判断といえる。オフショア市場の創設に関しては、IV節で改めて論じる。

### (3) 基軸通貨に関する議論 (注12)

世界金融危機を経てドルの価値に対する疑問が高まったことから、基軸通貨の交代に関する議論がなされるようになった。また、97年の通貨危機後にアジアを中心とした途上国の外貨準備が急増したことから、危機の予防手段として各国による外貨準備の蓄積に代わる新たなシステムを模索すべきであるという声も出てきた。

世界経済における新興国のプレゼンスが高まり、大きな構造変化が起こっていることは確かであり、基軸通貨も今のままではありえないと考えられる。しかし、現状でドルに代わる決定的な通貨が存在しない一方、慣性の法則が働くこともあり、短期間で基軸通貨が交代する可能性は極めて小さい。

ある通貨が基軸通貨となるには、民間経済主体による利用頻度が重要な判断材料となるものの、決定的なのは政治経済学的要因である。政治的・軍事的側面を考慮すれば、基軸通貨としてのドルの重要性が揺らいでいると

は考えにくい。経済面でも、ユーロや円にはそれらの使用国の将来の経済成長に懸念がある一方、人民元はようやく国際化を模索し始めた段階にある。また、基軸通貨の候補として議論されるようになったSDRの存在量は世界の外貨準備の5%以下であり、これを管理する政府も存在しない。要するに、現時点でドルに代わる基軸通貨の有力候補は存在しない。したがって、アジアがドル圏であり、各国が自国通貨の対ドルレートを重視して為替政策を運営する状況も、当面変化しないであろう。

## 3. グローバル・インバランスの変化とアジア内需拡大の重要性

### (1) 世界金融危機の発生に伴うグローバル・インバランスの変化とアジア諸国の対応

次に、実体経済面の変化について述べる。世界金融危機以降、先進国の景気回復が緩やかなものにとどまる一方、中国・インドなどを中心とした途上国が高成長を回復する中、アジア諸国は従来の輸出依存型の経済構造を修正し、内需の拡大を図るべきであるという見方が出てきている。また、日本では、経済成長を維持するためにアジア諸国との関係を一段と深めるとともに、アジアの内需をターゲットとしたビジネスに注力する必要があるという認識が高まっている。

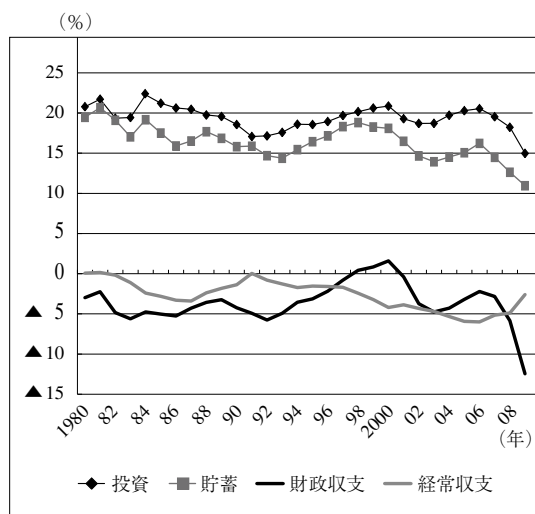
このような変化の背景には、世界金融危機の発生に伴う世界不均衡（グローバル・イン



バランス) の変化がある。世界不均衡とは、近年、アメリカを中心とする一部の国が大きな経常収支赤字を計上する一方、アジアや中東などの新興諸国を中心に経常収支黒字が拡大してきたことを意味する。一般に、経常収支の不均衡が発生する要因は①貯蓄投資バランス、②貿易収支、③為替レート、④資本収支、の側面から説明されるが、特にアメリカは基軸通貨国であるため、対外取引の支払いを自国通貨で実施出来ることなどから経常収支赤字が拡大しやすく、80年以降、赤字が続いてきた。2006年には、個人消費の対GDP比率の高止まりや住宅投資の増加などを背景に、経常収支赤字の対GDP比率が▲6.0%に達した(図表23)。

一方、97年の通貨危機以降、ほとんどのア

図表23 アメリカの貯蓄投資バランス  
(対GDP比率)

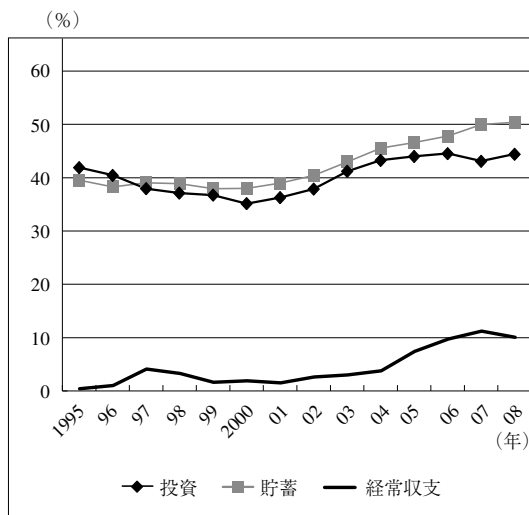


(注) 2008年、2009年は推計。  
(資料) IMF, WEO Database

ジア諸国で経常収支が黒字に転じ、年々拡大してきた。背景には、投資率が大幅に低下し、貯蓄投資バランスがプラスに転じたことや、通貨危機の教訓から、自国通貨の増価を抑制して輸出促進策を強化するとともに外貨準備の蓄積を図るようになったことなどがある。特にその傾向が顕著なのは中国で、過去10年間の外貨準備増加額は2兆ドルを超えている。中国において特徴的なのは、貯蓄率、投資率がともに非常に高く、特に近年、貯蓄率の上昇が顕著なことである(図表24)(注13)。

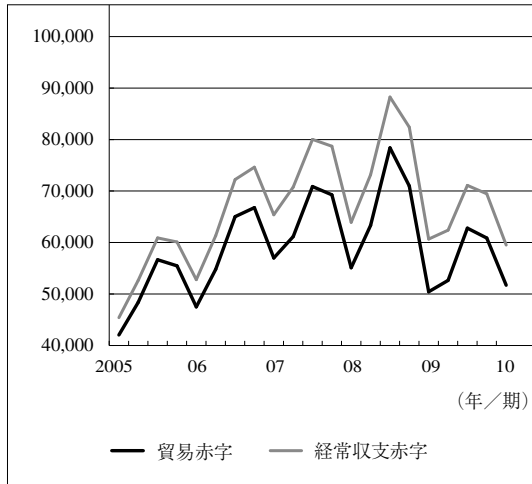
世界金融危機を経て、アメリカでは内需が落ち込み、2009年の経常収支赤字の対GDP比率は▲2.9%に縮小した(図表25)。内外需要が低迷する中、輸出入がともに減少したが、

図表24 中国の貯蓄投資バランスと経常収支  
(対GDP比率)



(資料) ADB, Key Indicators, IMF, WEO Database

図表25 アメリカの国際収支の推移  
(100万ドル)



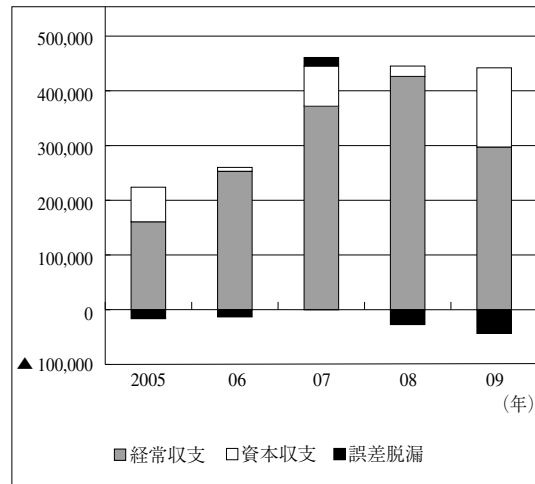
(資料) Bureau of Economic Analysis

輸入の減少がより大幅であったため、貿易赤字が急速に縮小した。これが主因となり、サービス収支や所得収支が黒字を維持する中で経常収支赤字が縮小した。

IMFは、今後数年間にわたり、アメリカの経常収支赤字が現在の水準から大きく拡大することはないと予測している。オバマ政権は今後の経済成長のけん引役として輸出拡大の重要性を明確に打ち出しており、そのことも経常収支赤字の拡大を抑制する可能性がある。

国内の貯蓄投資バランスからは、民間部門の貯蓄が増加する一方で財政赤字が拡大し、投資超過が民間部門から公共部門にシフトしている。貿易の回復もあり、短期的には経常収支赤字が再拡大する可能性があるだろう。ただ

図表26 中国の国際収支の推移  
(100万ドル)



(資料) IMF-IFS

し、個人貯蓄は資産の減少を補うために増加し続ける可能性があり、財政赤字も中期的には減少すると考えられることから、経常収支赤字は抑制されるものとみられる。

このことは、経常収支黒字国の経済に大きな影響を与えることになる。従来、中国から欧米諸国へのエレクトロニクス関連などの最終製品輸出を中心にアジアの生産ネットワークが構築され、域内貿易は部品や中間財が主体となってきた。その結果、域内貿易比率が55～60%程度となり、欧米向け輸出は中国に集中して全体的には低下傾向にある一方、ASEAN+3諸国の輸出のうち、日本・アメリカ・欧州諸国の最終需要によって誘発される割合が78.8%に達するという分析もある(注14)。

しかし、アメリカの経常収支赤字が低位安定するという前提の下では、その姿は若干変わらざるを得ないであろう。中国では、2009年の経常収支黒字が前年比30.3%減の2,971億ドルとなっている（図表26）。中国は、数年前から投資・輸出主導型の成長を修正する政策を採り始めているが、そのような動きが加速する可能性がある。

従来、アジア諸国の付加価値が外需に依存する割合は、世界平均からみて高かった。したがって、内需の拡大によりこれを修正することが自然であり、それはグローバル・インバランスの是正にも資することになる。その中で、中国は投資比率が高いことから個人消費を拡大する必要がある一方、ASEAN諸国は投資環境の改善などにより投資を拡大することが望ましい（注15）。輸出指向の大企業の投資が拡大する一方で、中小企業の投資が伸び悩んでいるという指摘もある。また、産業別にみれば、鉱工業（貿易財）からサービス業（非貿易財）へのシフトを図る必要がある。

輸出主導型成長戦略の修正を図る中で、アジア諸国が内需を拡大することにより、域内の最終製品貿易が拡大することも考えられる。EUやNAFTAに比較して、アジアでは最終財輸出の域内向けの割合が相対的に低い水準にある（注16）。域内でのFTA・EPAの拡大や、各国における所得水準の上昇なども、最終製品貿易を促進する要因となる。これに

よりアジアは従来中国を中心とした「世界の工場」の役割を失うことはないが、同時に「世界の消費市場」としての役割を強め、世界の経済成長をけん引していくことが期待される。その結果、輸出面での先進国依存度の低下が加速するとともに、域内経済の緊密化（実体経済面の統合）が一層進む可能性がある。

## (2) アジア諸国の内需拡大策

内需の拡大とは、消費や投資を増やし、貯蓄超過を減らすことである。これを実現するために必要な政策は、第1に、消費や投資の促進およびそれらの阻害要因の削減である。具体的には、①医療・教育・年金制度などの社会的セーフティ・ネットの整備により、予備的貯蓄を減らし消費を促進すること、②投資環境を整備すること、③財政支出を社会政策やインフラ整備に重点的に配分すること、などが重要となる。ただし、中国では投資は過剰とみられ、その抑制と効率性の向上が求められる（図表27）。

第2に、生産構造を変えるための政策である。具体的には、産業構造をより柔軟に変化させるための競争促進、規制緩和、労働市場改革、技術革新、人的資源の蓄積などがあげられる。従来は製造業を中心とした輸出産業を優遇してきたが、今後はサービス業を重視することが重要となる。

第3に、金融システムの整備である。「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」こ

図表27 中国の経済成長リバランス政策の内容

1. マクロ政策	(1) 医療・教育・社会保障などの財政支出の拡大（地方に特に配慮）。
	(2) 金融改革（銀行・資本市場改革）による資源配分の効率性の向上。
	(3) 国有企業改革（配当政策の確立、ガバナンスの改善など）。
2. 価格政策、税制	(1) 為替レートの変動性の拡大。
	(2) 製造業生産に用いられる土地、エネルギー、水、天然資源、環境などの価格を市場ベースとすること、あるいは利用抑制のために課税すること。
	(3) 直接投資に対する税制優遇など、製造業に対し補助的・促進的な税制の削減。特に、内外企業に対する法人税率の統一、サービス産業への増徴税の導入など。
	(4) サービス産業の規制緩和。
3. 労働移動・土地取引に関する規制緩和	(1) 移住者を受け入れる都市における社会サービスの充実。
4. 地方政府にインセンティブを与える制度改革	(1) 官僚の業績評価の改善。
	(2) 地方政府予算における土地取引関連収入の取り扱いの透明化。
5. 生産構造・技術向上の支援策	(1) 研究開発支援やベンチャー・キャピタルへの資金提供など。
6. その他	(1) 健康保険・年金・教育などの制度改革。
	(2) エネルギー・環境基準の強化。

（資料）World Bank Office, Beijing, *China Quarterly Update*, Nov. 2006

とについて前述したが、金融仲介機能の存在は、消費や投資の促進のために不可欠である。特に、内需を主なターゲットとする中小企業の投資が伸び悩んでいることを考慮すれば、中小企業金融の改善が重要課題であるといえよう。

第4に、為替政策である。各国が自国通貨の増価を容認することにより、生産資源が貿易財から非貿易財にシフトする。また、消費者の購買力が上昇し、消費が促進される。さらに、柔軟な為替政策は金融政策実施の自由度を高める効果もある。これらにより、内需が拡大する効果が期待される。

また、域内貿易比率が上昇すれば、域内の為替レート安定の重要性が増すため、為替政策協調を実施する意義が高まる。その実現に向けては、現在、CMIMという形で進められ

ている緊急時の流動性支援体制整備が不可欠であるとともに、今後の中国の為替制度変更が影響を与えることとなろう。人民元が最終的には国際通貨となることを望む中国にとって、より柔軟な制度への移行は必須条件である。制度変更に際しては、根強い切り上げ期待への対処が大きな課題となる。

為替政策協調は長期的課題とされるが、協調に向けての障害としては、①政治的な合意の欠如、②各国の経済発展度の違い、③協調に伴う通貨危機発生の可能性、があげられる（注17）。

前述の通り、アジア諸国は対ドルレート重視政策を採っているが、仮に基軸通貨の変更が実現すれば、為替政策協調の議論を前進させる重要なきっかけとなろう。

### (3) アジアと日本の経済成長戦略

東アジア首脳会議などの場で世界金融危機後のアジアの成長戦略が議論されているが、アジアの内需拡大や域内経済統合強化の重要性に対する認識は共通のものとなっているように思われる。たとえば、河合・木村・大木[2010]の中で、河合は、今後のアジアの成長のための課題として、①広域インフラ整備、②省エネ・環境保全の推進、③社会政策(医療・保健・教育)強化、④域内の経済連携協定の拡大、⑤通貨・金融協力の促進、をあげており、これらは概ね前述の内需拡大策の範囲内にある。また、内閣府[2010]は、アジアの長期自律的発展の条件として、①社会保障整備、②所得格差是正、③教育の充実(労働の質の向上)、④インフラ整備、⑤生産性向上(直接投資やODAによる技術移転、研究開発投資の拡大、貿易・投資の自由化、ビジネス環境改善)、⑥金融システム強化、をあげている。

日本は、アジアの成長に協力することで自らの成長を確保しようとしている。6月に閣議決定された「新成長戦略」では、アジアへの展開のため、①貿易・投資の自由化・円滑化や知的財産権保護の促進によるアジア太平洋自由貿易圏(FTAAP)の構築(「アジア太平洋自由貿易圏(FTAAP)の構築を通じた経済連携戦略」、②環境技術の提供や途上国人材の育成などを伴うインフラ整備への注力(「パッケージ型インフラ海外展開」、③国内

の運輸・物流インフラ整備や教育の対外開放などによるヒト・モノ・カネの流れの拡大(「法人実効税率引き下げとアジア拠点化の推進等」「グローバル人材の育成と高度人材等の受け入れ拡大」、④アジア市場における日本の成長機会の創出(「知的財産・標準化戦略とクール・ジャパンの海外展開」)などを打ち出した。企業のアジア市場への進出に加え、日本の産業空洞化を防ぐことが大きな課題となっている。

一方、民間部門では、日本経団連が『危機を乗り越え、アジアから世界経済の成長を切り拓く』(2009年10月20日付)という提言を発表するとともに、具体的なアクション・プランとして、①地域経済統合による経済活動の円滑化、②安定した中長期資金の供給、③広域インフラ開発の促進、④ソフト・インフラ整備の促進(具体的には法制度、知的財産権、研究開発など)、⑤アジア内需の拡大、⑥環境と経済成長の両立、⑦わが国ODAならびにその他公的資金改革の推進、を掲げている。

## 4. 内需の拡大と債券市場整備

### (1) 内需の拡大と社債市場の拡大

ここで、内需の拡大と債券市場整備の関係について述べる。これは、社債市場整備の方法にもかかわる論点である。

社債市場の拡大が緩やかである理由について、アジア金融システム研究会[2009]は3

点を指摘している。第1に、通貨危機以降、アジア諸国の投資率が低下したため、資金調達総額が減少し、社債市場も拡大しなかったことである（図表21）。なぜ投資率が低下したかについて、現在も明快な回答は示されていない。

第2に、外資系を中心とするアジアの企業は、直接投資を含めた株式や内部資本市場（親子ローンなど）からの資金調達への依存度が高く、銀行融資や社債発行の利用が少ないことである。これは、資金調達手段の選択の問題である。

第3に、社債発行企業の業種をみると、金融やエネルギー・インフラ関係を中心とした非製造業が大きな部分を占め、製造業の割合が低下していることである。社債を多く発行している業種には、①大規模かつ長期の資金を必要とする点で債券発行に適している、②海外からの資金調達が規制によって制約されている、などの特徴がある。

今後、社債市場の一層の拡大が求められる中で、これらの要因に留意することが重要である。内需が拡大すれば資金調達総額が増加する可能性があり、また、債券市場整備が進めば資金調達手段の選択が変化することも考えられる。さらに、業種の問題については、製造業の企業による発行増加が期待される一方、発行額の多い業種に注目することが市場拡大のヒントになる。金融やエネルギー・インフラ関係を中心とした非製造業は、内需拡

大に密接に関連した分野である。

内需拡大のための金融システム整備において社債市場の活用を重視することが必要であり、そのことが市場の拡大につながるという形で、内需の拡大と社債市場の拡大が相乗的に進展することが期待される。

社債市場の具体的な活用方法としては、以下に述べるインフラ整備の資金調達への利用拡大のほか、内需の拡大に重要な役割を果たす中小企業の資金調達への利用を証券化の活用などにより工夫すること、住宅ローンやカード債権の証券化など内需・サービス産業関連の債券発行を拡大すること、機関投資家の社債投資を増やすこと、などを検討すべきであろう。また、日本企業がアジア諸国の内需関連ビジネスに注力する過程で、現地通貨の調達ニーズが高まり、現地で債券を発行するケースが増加することも予想される。

## (2) インフラ整備の資金調達

内需を拡大し経済成長を加速するための投資の中で重要な位置を占めるのが、インフラ整備である。インフラ整備は経済成長のモメンタムを維持するとともに、高成長の利益をより多くの国民に分配し、地域間の所得格差を縮小することに役立つ。一方、インフラ・プロジェクトは、規模が大きいこと、建設期間が長いこと、収益が完成後長期間にわたって発生することなど、資金調達の観点からは難しい点が多い。域内のインフラ整備に注目が集まる中、資金調達を支援していくことは

極めて重要である。

Asian Development Bank and Asian Development Bank Institute [2009] は、域内のインフラ整備について多角的に議論しており、特に、整備の難易度がより高いと考えられる複数国にまたがるプロジェクトに焦点を当てている。これによると、アジアの途上国30カ国において2010～2020年に必要なインフラ整備資金は、約8兆ドルである(図表28)。このうち68%が新規整備、32%が既存設備の維持管理等に要する部分である。一方、経済産業省[2010b]によれば、2007年にアジアのインフラ・プロジェクトに供与された公的援助資金は約70億ドル、民間資金は約220億ドルに過ぎない。

インフラ・プロジェクトにおいては、政府

による設備接取などのカントリー・リスク、設備建設・運営の各プロセスでのガバナンス・リスク、海外から投資する場合の為替リスクなど、多様なリスクが伴う。このようなリスクを負担するのは、基本的には設備の所在国およびこれを支援する国の政府、あるいは国際機関ということになる。

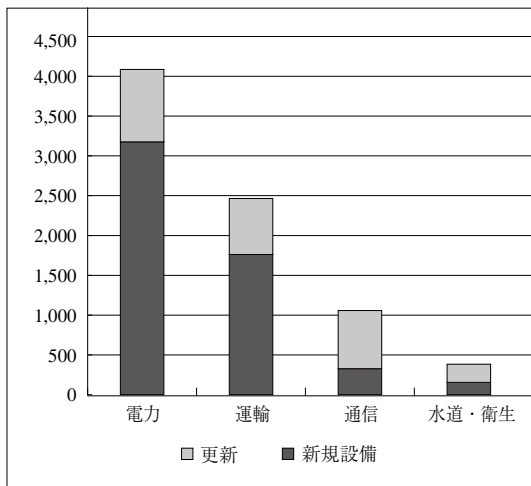
インフラ整備に膨大な資金が必要となる中、財政資金にも限界があることから、民間部門の役割が増しており、官民連携(PPPs: Public-Private Partnerships)による実施が拡大している。これにより、公共部門の限られた資源を補うとともに、民間部門の有する専門性や効率性を活用することが可能となる。ただし、実施の阻害要因となる政策や規制の存在、長期的な資金調達手段の未整備、公共部門における資源・人材不足、PPPに対する理解不足など、多くの障害が存在するため、これらへの取り組みが必要である。

民間部門が単独でリスクを負担出来るケースは必ずしも多くないと考えられ、民間部門による投資を促すために公共部門において保証などのリスク軽減手段を提供することが不可欠である。そのような仕組みとして、たとえばアジア開発銀行によるアジア・インフラ・ファンド(AIF)の設立が検討されている。加えて、リスクを引き下げるための技術支援が不可欠であることはいうまでもない。

民間資金の活用においては、プロジェクト・ファイナンスなどの従来からの手法に加え、

図表28 アジアのインフラ投資所要額  
(2010～2020年)

(10億ドル、2008年基準)



(資料) Asian Development Bank and Asian Development Bank Institute [2009]

今まであまり利用されていない手法の拡充が一つのポイントになると考えられる。第1に、インフラ・ファンドの設立である。インフラ・ファンドは、80年代以降、財政赤字に苦しむイギリスやオーストラリアにおいて民間資金の導入を図るために活発化した手法で、投資家からみるとファンドを介した投資という意味で間接投資となる。インフラ・ファンドには多様な種類があるが、重要な分類方法として、グリーン・フィールド型（建設段階を含むもの）とブラウン・フィールド型（建設完了後の運営段階のみを含むもの）がある。インフラ・プロジェクトは、初期段階ほど完成に至るまでのリスクが高いため、相対的に前者はハイリスク・ハイリターン、後者はローリスク・ローリターンということになる。

森・藤井 [2009] によると、世界のインフラ・ファンドへの投資家の約半分は年金基金である。もちろん、この場合も投資に対して公的な保証が付与されることは十分に考えられる。年金基金といっても、日本からの投資はまだ極めて少ない。機関投資家の資金を活用するための商品作りや投資の支援体制作りを、官民の協力により実施していく必要がある。投資家にとって受け入れ可能なリスク＝リターンのバランスを作り出すことが重要である。他の運用資産との相関が低いことが、インフラ投資の魅力の一つでもある。

第2に、資本市場の整備である。もちろん、銀行融資（特にプロジェクト・ファイナンス）

は重要であるが、銀行の負債（預金や借り入れなど）は短期比率が高く、リスク管理の観点からインフラ整備への資金運用には限界がある。したがって、株式や債券を用いた資金調達を活用することが欠かせない。

経済産業省 [2010a] では、従来インフラ整備に活用されていない資金調達手法として、インフラ・ファンドとプロジェクト・ボンドについて論じている。プロジェクト・ボンドとは、インフラ整備を行う事業者が発行する債券であり、返済原資が事業から得られる収益に限定される点に特徴がある。債券発行により、投資家の資金運用手段および発行体の資金調達手段の多様化につながる。

投資家がプロジェクト・ボンドのリスクを評価出来ることが重要であり、格付け機関の役割が重要となる。また、信用補完のメカニズムも求められるなど、アジアでプロジェクト・ボンドの発行を増やすには、多くの債券市場インフラが必要となる。

アジア債券市場整備は、この観点からも喫緊の課題といえる。社債市場の拡大により、長期資金をインフラ投資に結びつけるとともに、インフラ投資のリスクを金融システム全体に広く分散することが可能となる。また、インフラ・プロジェクトにかかわる債券を証券化しやすくするような法的整備なども必要であろう。さらに、インフラ投資のリスクをヘッジするため、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）や金利先物などのデリバティ



ブ市場を整備することも重要と考えられる。なお、公的な保証という点では、アジア開発銀行において近々設立が見込まれるCGIFによる保証の活用を検討すべきであろう。

(注10) 基軸通貨とは、国際的な経済取引において中心的に利用される国際通貨の中で特に信頼性が高く、世界的に用いられる通貨である。

(注11) たとえば、IMF [2010b] は、他の資本流入抑制策が有効でない場合に資本流入規制を実施すべきであるが、資本流入の性格がファンダメンタルズに即した持続的なものである場合には、構造的な対策を実施することが望ましいとしている。

(注12) 主にCohen [2009] を参考とした。

(注13) このようなグローバル・インバランスの存在が、世界金融危機の重要な原因であったという意見がみられる。途上国のプレゼンスの拡大という世界的な経済構造変化を背景にアメリカの低インフレ、低金利、高利回りの追求がもたらされたこと、中国の為替政策やそれに伴う資本フロー（外貨準備の運用）がその一因となったことは確かであろう。しかし、低インフレそのものは悪いことではない。世界金融危機の発生に関するより直接的な責任は、資産価格の上昇に対応しなかった金融政策やサブプライム関連の商品の存在を認めてきた金融規制などにあると考えるのが自然であろう。

(注14) Asian Development Bank, *Asian Development Outlook 2007*による。

(注15) IMF [2010a] による。

(注16) 内閣府 [2010] (第2章第1節) による。以下の議論に関しては、経済産業省 [2010b] 第2章第2節も参考になる。

(注17) 清水 [2005] による。

## IV. 域内金融統合の展望

### 1. 域内金融統合の意義と現状

#### (1) 域内金融統合の意義と現状

本節では、今後の債券市場整備の重要課題である域内金融統合の促進について検討する。金融統合 (financial integration) は、多くの要素を含む概念である。統合の進捗度合

いを測る方法として、第1に、金融資本市場価格の連動性をみる方法がある (Price-Based Measures)。第2に、資本フローの大きさをみる方法がある (Quantity-Based Measures)。第3に、資本取引規制や外国金融機関に対する金融業の開放状況をみる方法がある (Institutional / Regulatory Measures)。

これらは、各国市場の存在を前提にその関係が強まるプロセスといえるが、さらに強い統合として、各国の金融規制の調和、外国銀行進出の本格化や新たなオフショア市場の創設による金融システムの変化、などが考えられる。実体経済の統合や通貨統合 (monetary integration) が進めば、域内金融統合は大いに促進されることとなる。

域内金融統合が進捗する意義として、第1に、対外開放によって競争が促進され、域内の金融資本市場や金融機関が強化されることがあげられる。債券市場でいえば、投資家が多様化して流通市場の流動性が向上する、新しい金融商品や金融技術ならびに情報開示等に関する国際標準などが導入される、などが期待される。第2に、域内の個人や企業が新たな金融サービスを受けられるようになる。第3に、「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」ことにより、域内の資金配分の効率性が改善する可能性がある。「ASEANを一つの資産クラスに」という目的にみられるように、市場統合が進めば規模の経済を得ることが出来、新たな投資を招き入れ資金調達コ

ストを引き下げることにも可能となる。

ただし、異なる市場の統合や規制の調和は非常に困難であり、実現することに非常に大きな意味がある状況にならなければ、本格的に進展させることは出来ない。また、対外開放が金融面の不安定性を高めることは途上国が再三経験してきたことであり、考慮しな

ればならない重要なポイントである。

ここで、域内金融統合の現状につき、IMFのCoordinated Portfolio Investment Surveyによってみる(図表29)。2008年末時点で、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

図表29 東アジアのクロスボーダー証券投資の残高(2008年末)

(長期債券)		(100万ドル)								
受け入れ国	投資国								合計	総受け入れ残高
	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		
中国	5,713	—	496	161	1	—	1,123	21	7,515	14,344
香港	—	103	992	473	49	99	3,139	107	4,962	13,634
インドネシア	—	—	837	152	105	—	2,595	5	3,695	14,838
日本	2,602	—	—	220	2	13	2,149	40	5,026	258,149
韓国	11,269	9	11,129	—	823	—	9,788	3,689	36,707	80,888
マレーシア	3,368	2	2,171	166	—	—	3,227	87	9,022	22,401
フィリピン	468	1	1,388	3	184	—	980	1	3,026	13,062
シンガポール	2,512	261	2,854	163	524	173	—	67	6,555	24,426
タイ	306	—	452	59	2	29	753	—	1,601	3,972
ベトナム	339	—	22	—	—	—	359	—	720	1,358
合計	26,578	376	20,342	1,397	1,690	313	24,114	4,017	78,827	447,074
総投資残高	197,959	1,582	1,952,628	26,906	4,453	3,608	86,651	7,855	2,281,642	18,396,893

(株式)		(100万ドル)								
受け入れ国	投資国								合計	総受け入れ残高
	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		
中国	89,656	—	5,499	7,217	94	—	9,621	18	112,104	226,873
香港	—	2	8,915	7,292	1,506	—	13,241	50	31,006	165,473
インドネシア	205	—	264	105	189	—	1,632	19	2,414	22,635
日本	5,842	1	—	3,098	92	—	7,670	10	16,713	626,077
韓国	1,557	—	6,799	—	131	—	5,897	6	14,389	112,278
マレーシア	1,189	1	529	204	—	—	5,775	4	7,702	25,278
フィリピン	195	—	165	36	11	—	474	1	882	7,574
シンガポール	2,484	8	3,074	564	1,201	5	—	151	7,487	60,188
タイ	494	10	683	110	208	2	2,392	—	3,900	24,211
ベトナム	41	—	—	409	12	—	396	4	862	2,454
合計	101,662	21	25,928	19,036	3,445	6	47,098	262	197,458	1,273,040
総投資残高	272,376	216	394,678	47,879	11,601	42	150,739	2,184	879,715	9,848,594

(注1) 投資国に中国とベトナムが含まれていないのは、投資国としてのデータがないため。

(注2) 各表の右下隅の数字は、世界の証券投資残高の合計を示す。

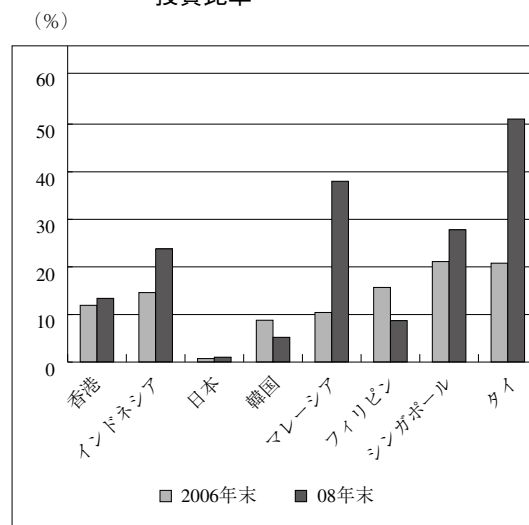
(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

投資残高（長期債券と株式の合計）は世界の投資残高の11.2%を占めた。これは2006年末の10.4%からやや上昇しているが、これには世界金融危機の影響も多少あるものと思われる。投資残高に占める長期債券の割合はアジアでは72.2%、全世界では65.1%であり、アジアの投資家の安全志向が示されている。

アジアの投資家の域内投資比率は、長期債券では2006年末の2.7%から2008年末には3.5%に、株式では20.3%から22.4%に上昇した。長期債券投資については、ASEAN諸国の比率上昇が大きい（図表30-1）。また、日本も、比率は小さいものの金額の増加は大きい。日本を除いた場合の比率は12.4%から16.2%に上昇したことになり、比率の絶対水準は高まるが、その変化率は日本を含めた場合とほぼ同じである。なお、株式については、日本を除いた場合の比率は32.6%から31.9%に低下しており、日本は比率の上昇に貢献している。

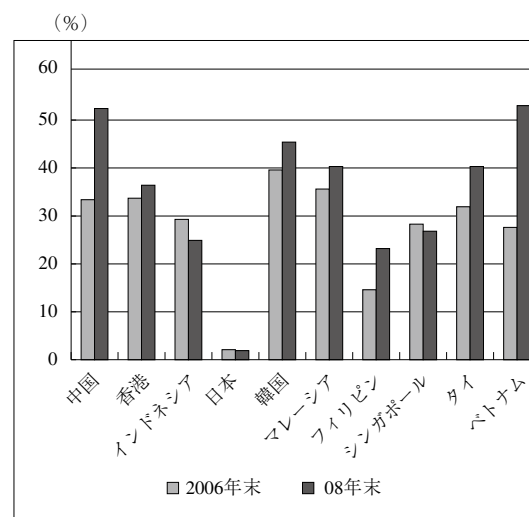
投資の受け入れ側からみると、特に中国と韓国で域内からの受け入れ金額が増加している。域内比率の上昇幅は中国が最大であるが、金額では韓国が上回る（図表30-2）。一方、日本の域内からの受け入れ金額はほぼ横這いである。この統計では投資国に中国が含まれないという問題はあるが、日本は域内債券投資の受け入れにおいて中国や韓国の後塵を拝しているといわざるを得ない。

図表30-1 各国の長期債券投資における域内投資比率



(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

図表30-2 各国の長期債券投資の受け入れにおける域内からの比率



(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

(2) 日本の投資家のアジア債券投資

日本のクロスボーダー長期債券投資の東アジア向け比率 (①/②) は、回復傾向にある (図表31)。国別では、インドネシア・韓国・マレーシア・シンガポール向けの伸びが目立つ。ただし、全世界の投資残高に占める日本の割合 (②/③) は低下している。

東アジア向け比率の上昇傾向もあり、債券投資 (短期債券を含む) における主要通貨以外の比率は、2005年末の7.5%から2008年末には9.0%に上昇している。

クロスボーダー長期債券投資残高を投資家別にみると、投資信託の伸び率が高いが、最近では保険会社なども伸びている (図表32)。東アジア向けに限ると、投資信託以外で韓国向けが伸びており、多様な業態でアジア債券投資が拡大している (図表33)。

投資信託は、長期にわたる低金利を背景に

図表31 日本のクロスボーダー長期債券投資残高 (100万ドル、%)

	2002年	04年	06年	08年
中国	578	529	414	496
香港	1,137	547	701	992
インドネシア	49	74	435	837
韓国	5,348	5,234	5,752	11,129
マレーシア	1,823	1,140	1,038	2,171
フィリピン	1,389	1,237	1,493	1,388
シンガポール	680	1,320	3,136	2,854
タイ	550	693	111	452
ベトナム	32	41	37	22
合計：①	11,586	10,815	13,116	20,342
全世界向け：②	1,135,519	1,610,016	1,811,986	1,952,628
①/②	1.02	0.67	0.72	1.04
全世界の投資残高：③	8,039,429	12,693,951	16,295,314	18,396,893
②/③	14.1	12.7	11.1	10.6

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

拡大が続いており、特に外国株式・債券に投資する商品が増加している。アジア債券についても、市場整備が進んできたことや格付けが上昇傾向にあることなどから、投資信託の対象となりうる条件が整ってきている。

一般的に途上国への債券投資について考えてみると、アジアを中心とする途上国におい

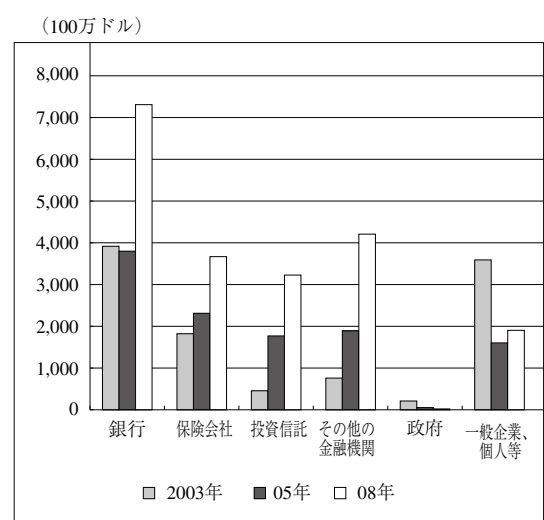
図表32 日本のクロスボーダー長期債券投資残高の投資家別内訳 (100万ドル)

	2002年	04年	06年	08年
銀行	341,861	491,316	558,599	590,534
保険会社	228,212	362,699	356,280	399,923
投資信託	55,316	123,506	252,310	273,983
その他の金融機関	217,790	285,062	325,315	338,799
政府	46,925	16,072	6,390	5,091
一般企業、個人等	245,420	331,367	313,149	344,419
合計	1,135,519	1,610,016	1,812,043	1,952,749

(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

(注) 2006年、2008年の合計が図表31の②と一致しないが、これはIMFのデータの不整合によるもの。

図表33 日本の投資家別の東アジア向け長期債券投資残高 (100万ドル)



(資料) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

ては経済発展に伴って政情、経済ファンダメンタルズ、マクロ政策運営などが大きく改善するとともに、債券市場が拡大している。国内機関投資家の拡大に加え、資本取引規制の緩和などにより海外からの投資が増加している。アジアの場合、世界金融危機後は成長率の高さが対内投資増加の一つの背景となっている。

途上国債券投資のメリットは、以下の通りである。①国際分散投資により、最適なリスク＝リターンのバランスが実現出来る。②名目金利が相対的に高い。③経済発展に伴い構造的なインフレ率低下やバラサ＝サミュエルソン効果が期待されることから、長期的な金利低下や実質為替レート増価が見込まれ、これらが債券投資収益率を高める。

今後も、途上国債券投資の増加が予想される。ただし、ヘッジ手段の未整備、突然の規制変更のリスク、価格変動率の高さなど、改善すべき点も多く残されている。

## 2. クロスボーダー取引拡大のために必要な規制・制度の調和

### (1) クロスボーダー取引の拡大と規制・制度の調和

クロスボーダー取引の拡大策を図表17に示したが、改めてその内容を整理すると、①各国市場の直接・間接インフラを整備するとともに資本取引を自由化すること、②クロスボーダー取引を行う発行体や投資家を増やす

こと、③規制・制度を変更・調和すること、となる。

Dalla [2003] は域内債券市場整備のために調和を図るべき分野として7項目をあげているが、これは(1)直接インフラ関連(取引プラットフォーム、清算・決済システム)、(2)間接インフラ関連(法規制、格付け機関、会計監査基準、税制)、(3)外国為替規制、に大別することが出来る。特に、金融規制監督の調和は、困難ではあるがリスク管理の観点からは重要と考えられる。また、調和を実現するためには、各国が国際標準(global standards and best practices)を採用することが一つの重要な手段となる。

ABMIの活動の一環として実施されたTakeuchi [2005]の分析では、クロスボーダー取引の障害として、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、をあげている。これらも、直前に示した3分類に当てはめることが可能であろう。

ABMIのタスク・フォース4の報告書(Asian Development Bank [2010a])は、主に法規制に関心を絞り、クロスボーダー投資の規制上の障害として、①海外投資家への投資額割り当て、②海外投資家の登録義務、③外国為替規制、④余剰資金の運用や不足資金の調達に関する規制、⑤源泉徴収課税、⑥オムニバス勘定の設定規制、⑦規制枠組みの突然の変更、

⑧法律の未整備（決済のファイナリティや破産法など）、をあげている。また、決済上の障害として、①メッセージング標準（SWIFTやISO基準の不採用）、②証券ナンバリング（ISINコードの不採用）、③標準外の決済サイクル、④取引マッチング（自動化されたマッチングの不採用）、⑤現物証券の使用（電子化されていないこと）、が指摘されている。

規制上の障害は主に政府が、決済上の障害は主に民間部門が対処すべきものであるとの認識から、後者については域内諸国において5年を目途に国際標準の採用等を完了し、円滑な決済（STP：Straight-through Processing）を可能とすることを求めている。

これらの障害の調査方法としては、市場参加者に対する調査（市場サーベイ、市場インタビュー）とともに自ら行う調査（市場プロフィール）を実施し、その結果を評価（市場アセスメント）した上で、障害を除去するための提言を行っている。

全体的な提言としては、①障害の除去を目的とする新たな組織を作り、規制監督機関と市場参加者の連携を図ること、②規制監督機関は障害除去のロードマップを作成するとともに、市場を評価する活動を続けること、③認識ギャップ（規制を緩和した事実が市場参加者に周知されないこと）に対処するため、アジア開発銀行、規制監督機関、業界団体（証券業協会など）が役割を果たすこと、などがあげられている。

規制上の障害に対する提言は、以下の通りである。①②海外投資家への投資額割り当て・登録義務：投資額割り当ては、債券ではあまりみられない。登録義務は、中国・韓国・ベトナムに存在する。登録関連規制の明確化・透明化に加え、登録作業の迅速化が必要である。③外国為替規制：多くの規制が存在する。これに関しても、規制の透明化や規制を受ける投資家の負担軽減、ヘッジ手段の整備などが求められる。④資金過不足の調整に関する規制：各国において制約が存在する。規制の透明化・緩和が求められる。⑤税制：源泉税負担が投資収益率を引き下げるとともに、複雑な課税が投資家の負担を重くしている。税制の透明化・単純化、投資家の関連事務負担の軽減が求められる。手続きの電子化が望ましい。非居住者に対する源泉徴収廃止を検討すべきである。⑥オムニバス勘定（複数の市場参加者による共同口座）：中国と韓国に非居住者の利用に関する制約が存在し、決済手続きのコストを高めている。制約の緩和および規制の透明化が求められる。⑦規制枠組み：規制が好ましくない方向に変更されるリスクが障害となる。規制の透明化、長期方針の明示、細心の注意を払った上での変更が求められる。⑧法律の枠組み：決済のファイナリティ（取消不能性）の確保、破産法の改善などが求められる。

以上では、規制の透明性を高めること、海外投資家に周知すること、取引者の利便性に

配慮して可能な限り簡素化すること、長期的な政策目的を明確にすること、などが強調されている。調和という概念は持ち込まれていないが、各国が望ましい方向に向かうことで自ずと共通化してくる面がある。

## (2) 決済システム

決済上の障害に対する提言は、以下の通りである。①メッセージング標準：ISO20022などの国際標準フォーマットを用いていないと、翻訳の手間・リスクが生じる。5年以内(2015年3月末まで)にASEAN+3各国でISOフォーマットを用いることが望ましい。②証券ナンバリング：国際標準であるISINコードの利用を国内市場に徹底させることが望ましい。③決済サイクル：標準的なサイクルは国債がT+1、社債・株式がT+2あるいはT+3である。少なくとも、T+2あるいはT+3での決済を可能とすることが望ましい。④取引照合(取引直後の取引者間での照合および決済前のカストディアン間での照合)：決済サイクルを短縮し、ミスを減らすために、極力自動化・電子化することが望ましい。⑤現物証券：3年以内を目途に廃止することが望ましい。

次に、決済システムの域内統合について検討する。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(ローカル・エージェント)を経由する方法、②グローバル・カストディアンと呼ばれる国際的な商業銀行(および各国の決済業者)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 Depository)を用いる方法、④各国の決済機関(NCSD)のネットワークを構築し、アジアクリアなどと呼ばれる域内決済機関を設立する方法、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。ICSD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。

Asian Development Bank [2010a] の第2部では、①Asian ICSD(アジア版ユーロクリア)、②CSD Linkage(各国の決済機関(NCSD)の接続)、③現状維持(グローバル・カストディアン利用)、を選択肢とする検討が行われ、①、②ともに採算面などから実施が難しいため、フィージビリティ・スタディ(以下FS)を継続することとされた。

ここで行われたFSは、Operational FS(提供されるサービスの範囲やそれによる便益の

検討)、Legal FS (法律・規制に関する障害の特定)、Business FS (採算の検討) である。

ICSDは独立した組織(一種の商業銀行)であり、短期信用や外国為替サービスなども提供するため、多様なリスクの削減が図れる。ただし、既存のNCSDと業務が重複することは避けられない。設立場所の決定にも時間を要しよう。設立費用もNCSD接続の場合より高い。一方、NCSD接続では、サービス範囲や技術的なインフラに関して各NCSDの調和が求められる。

いずれの場合も法律・規制に関する障害(たとえばオムニバス勘定の設定に関する制約など)を除去する必要がある、これを克服しなければ決済システムの統合は実現出来ない。また、採算は債券市場やクロスボーダー取引の拡大状況に大きく依存する。

今後のFSは、ABMIのタスク・フォースの中で、決済システムの統合に実際の利害関係を有するメンバーにより行われることになっている。採算面からは、ASEANにおける株式市場統合の動きとの連携を検討することが必要であろう。

### (3) 格付け機関

クロスボーダー債券取引を拡大するには地域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。東アジアの格付け機関の協力体制を強化するため、2001年にアジア格付け機関連合(ACRAA)が設立された(図表34)。また、ABMIの「域

図表34 ACRAAに加盟する格付け機関

中国	Dagong Global Credit Rating Co. Ltd. Shanghai Far East Credit Rating Co. Ltd. China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.
インドネシア	PT PEFINDO Credit Rating Indonesia PT Moody's Indonesia
日本	Japan Credit Rating Agency Ltd. (日本格付研究所)
韓国	Korea Investors Service, Inc. Korean Ratings Corporation Seoul Credit Rating & Information Inc. NICE Investors Service Co., Ltd.
マレーシア	Malaysian Rating Corporation Berhad Rating Agency Malaysia Berhad
フィリピン	Philippine Rating Services Corporation
タイ	Thai Rating & Information Services Co Ltd.

(資料) Asian Bonds Online

内の格付けに関するワーキング・グループ」において、格付け機関の能力向上を目的とした研修や各国の格付けの調和を図るための研究が行われてきた。

しかし、これらの取り組みはあまり進んでいない。背景には、格付けの調和が極めて難しいことがある。国際的な格付け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、アジアの格付け機関は自国企業のみを対象としたナショナル・スケールを用いている。グローバル・スケールは各国のソブリン・リスクを考慮するため、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。

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が望ましい。そのためには、格付けの



基礎となる各国の会計監査基準や情報開示基準の調和が求められることになり、これは長期的な課題ととらえざるを得ない。

代替案として、地域の格付け機関を設立することも考えられるが、リージョナル・スケールの構築という課題を避けて通れるわけではない。また、既存の格付け機関との業務の重複をどのように解決するかも考えなければならない。

### 3. オフショア債券市場設立の主張

#### (1) 欧州金融統合の経験

オフショア債券市場の創設を主張する論者は、規制調和の難しさを強調する。図表17に示した通り、規制調和はクロスボーダー取引促進策の重要な要素である。しかし、規制に関する各国の方針が異なり、また、規制変更に向けて多くのプロセスを必要とするため、容易に実現するものではない。「規制調和かオフショア債券市場か」という議論を検討するため、まず欧州の経験についてみる。

欧州では、財・サービス・資本・労働の域内自由移動を定めた85～92年EC市場統合計画を実現する中で、金融統合への取り組みが実施された。その内容は、①資本取引の完全自由化、②金融機関の域内単一免許および域内証券取引所への会員証券会社の自由なアクセス、③各国金融規制の最低限の調和、などである。

資本取引の自由化は、60年代初頭以降停

滞していたものの、86年以降、ECの指令(Directives)に基づく段階的な自由化が実施され、90年7月に完全に達成することが定められた(スペインなどは92年まで)。インボシブル・トリニティの観点からみると、域内の為替レートが安定する中での自由化は、金融政策の自律性の放棄を伴う必要があった。

通貨統合の実現による金利低下を期待して、イギリスやスペインなどの周辺諸国に資本が流入したが、通貨統合への疑念が生じると資本が流出し、92年に欧州通貨危機が発生した。その解決策として為替変動幅が15%に拡大されたが、このことは、金融政策の自律性が残る中での自由な資本移動が為替変動を伴わざるを得ないことを示していた。

次に、規制調和についてみると、EU諸国は当初、加盟国の法律の調和を目指していたが、85年の欧州委員会の『域内市場の完成』(Completing the Internal Market)という白書の中で、そのためには300の新しい法律が必要であり、極めて長い時間がかかるとの指摘があり、新たに最低限の調和と「相互承認」(mutual recognition)を組み合わせる戦略が打ち出された。相互承認とは、たとえばA国内でB国の発行体が債券を発行する場合に、B国の規制に基づく発行を容認するということである。

しかし、この戦略は成功したとはいえない。前述の場合にA国の当局が独自の条件を追加することが許容されており、クロスボーダー

取引が容易に増加しなかったためである。加えて、欧州にはユーロ債市場という低コストで債券を発行出来る効率的なオフショア市場がすでに存在していたことも、各国市場の統合が進捗しない重要な要因となった。

99年の通貨統合実現に伴い、域内で共通の金融政策が実施されることになったことから、短期金融市場や国債市場を中心に金融統合を実現する重要性が高まった。同年5月、欧州委員会は「金融サービス行動計画」を発表した。4つの戦略目標（単一EUホールセール市場、開放的で安全なリテール市場、最新の健全性規制監督、その他（税制等））が設定され、このうち単一ホールセール市場に関しては、EU規模での資金調達、上場企業の財務諸表統一、証券決済におけるシステムミック・リスクの回避などを目指した規制変更が盛り込まれた。全体で42項目の目標のほとんどに関し、一定の達成がみられた。

さらに、証券市場に限定したものとして、2001年、「欧州証券市場規制に関する賢人委員会最終報告書」（ラムファルシー報告）がまとめられた。これは、欧州金融統合を進めるにあたり、既存の複雑な証券関連立法プロセスに問題があると指摘し、改善提案を行ったものである。この提案により、欧州証券委員会（ESC）、欧州証券監督者委員会（ESRC）の2つの規制監督組織が新たに設立された。

このような規制監督体制の見直しは2002年に銀行・保険分野にも拡大され、ラムファル

シー・プロセスと呼ばれる。これに基づく規制監督の調和の実績は、必ずしも十分なものではない（注18）。通貨統合や金融政策の一本化などの明確な目標と異なり、規制監督に関しては適切なモデルに関する合意が存在しないため、調和は極めて難しい。ルクセンブルクやイギリスなどの金融センターは、他国と規制が異なることを競争力の源泉にしているという問題もある。ただし、世界金融危機の発生に伴い、各国間の規制監督体制調和の重要性が再認識されたことが、調和に向けた新たな推進力となる可能性がある（注19）。

一方、市場インフラなどの実態面で金融統合を促進する努力として、①金融政策の効果波及を図るためのプログラム、②株式・債券市場を強化・統合するためのプログラム、③企業・個人向け金融を統合するためのプログラム、が実施されている。①に関しては、99年の通貨統合と同時に、銀行間の大口資金決済のための即時グロス決済システムであるTARGET（Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system）が導入され、欧州中央銀行により管理運営されている。2007年11月から2008年5月にかけてTARGET 2が導入され、単一のプラットフォーム（single technical platform）の採用により効率性の向上とコストの低減がさらに進んだ。また、共通の金融政策を実施するために不可欠な短期金融市場および短期証券市場の統合も促進されている。短期証券について

はSTEP (Short-Term European Paper) というイニシアティブを欧州金融市場協会と欧州銀行連盟が主導しており、市場慣行 (standards and practices) の収斂が図られている。

②に関しては、証券決済の一元化を図るため、TARGET2-Securities (T2S) System の導入が図られている。これにより、域内クロスボーダー証券決済の手数料が大幅に引き下げられ、域内資本市場の効率化も進むものと期待されている。また、③に関しては、2008年1月にSEPA (Single European Payment Area) と呼ばれるイニシアティブが立ち上げられ、企業・個人・公共機関がユーロ圏のどこにおいても単一の銀行口座で決済が可能となる仕組みが構築されつつある。

金融統合の進捗状況を市場別に評価すると、短期金融市場が最も進んでいる (注20)。各国の翌日物貸出金利の差は、ほとんどなくなった。金融統合は、共通の金融政策との関連が密接である市場ほど、また、市場インフラの統合が進んだ市場ほど進んでいる。国債市場では、通貨統合の実現に加えてマクロ経済の強化・統合を反映した域内のインフレ予想の収斂に伴い、統合が著しく進んだ。社債市場でも、発行国間の利回り格差が縮小する傾向がみられる。また、株式市場に関しても、各国の業種別収益率の相関が高まるなど、統合が進んでいる。2001年から2008年まで、域内クロスボーダー株式投資の割合は上昇し続けている。さらに、銀行部門をみると、法人

向け・資本市場関連業務で統合が着実に進む一方、個人向け業務ではあまり進んでいない。この分野では、前述のSEPAの進捗に期待がかけられているものの、その採用の進捗状況は国により多様となっている。

なお、短期金融市場や国債市場を中心に世界金融危機の深刻な影響 (統合の逆行) が生じたが、市場が正常化するに伴い、危機以前の統合の状況が回復しつつある。欧州中央銀行は、危機以前の金融統合の進展が統合の逆行を最小限にとどめたと評価している。

## (2) オフショア債券市場設立の主張

以上を踏まえて、「規制調和かオフショア債券市場か」という議論を検討する。まず、規制調和の実現が難しいことは、欧州の例でみた通りである。アジアの場合、第1に、各国市場の発展段階が大きく異なり、クロスボーダー取引の割合も多様であるため、規制を調和させることは欧州の場合以上に難しいと考えられる。市場の発展段階が相対的に低い場合には、規制の調和が望ましくない可能性もある。第2に、市場統合を推進する機関が存在しないことも障害となる。この点では、ASEAN事務局やABMI、あるいはABMIにおいて設立予定のアジア債券市場フォーラムなどがその役割を果たすことが期待されるが、政策決定権限の大きさ等に関して、欧州の諸組織とは比較にならない。その背景には、市場統合推進の合意という点に関して欧州の場合と隔たりが大きいことがある。域内金融協

力に関しても、各国の思惑は多様である。

規制調和や相互承認が政治的に困難であることから、オフショア債券市場の構築の方が相対的に容易であるとの主張がなされる。ただし、欧州の例でみた通り、あるいは図表17に示した通り、各国市場の統合を推進する要因は規制調和のみではなく、各国における市場整備、資本取引の自由化、市場インフラの統合なども重要な役割を果たす。したがって、規制調和对オフショア市場ではなく、各国市場の統合（クロスボーダー取引の拡大）対オフショア市場の構築という選択肢を考える必要がある。

オフショア市場の創設にも、考慮すべき点が多い。第1に、オフショア市場をどこに作るのか、あるいは既存のどの市場をオフショア市場として整備するのが問題となる。市場統合の合意が不十分な現状では、市場の創設に時間がかかる可能性がある。

第2に、多くの国で資本取引が完全自由化されていないため、債券発行通貨が限られる。外貨建ての発行によっては、ABMIの本来の目的であるダブル・ミスマッチの軽減は果たせない。

第3に、オフショア市場と各国市場が競争関係に立つ可能性がある。A国の発行体がA国通貨建ての債券発行をオフショア市場で行い、それにA国の投資家が投資するケースでは、なぜオフショア市場でなければならないのか、ということになる。非常に使い勝手の

よいオフショア市場が構築されれば、各国市場が使われなくなって流動性が失われたり、市場整備の努力が放棄されたりする可能性がある。これは、各国金融システム整備の観点からは大きな問題である。債券市場が国内金融システムの重要な構成要素である以上、オフショア市場を整備するとしても、各国市場の整備を放棄すべきではない。オフショア市場と各国市場のバランスを維持するには、各国市場が十分に整備されていることが前提になるといえよう。

欧州の例をみても、資本取引自由化が大きくなりリスクを伴うこと、通貨統合や金融政策の共通化が金融統合に大きな影響を与えることが明らかである。これらの点に関する議論が進んでいないアジアでは、各国金融資本市場の統合に向けた努力を、時間をかけて進める必要がある。

## 4. アジア債券市場整備と日本

### (1) 日本の実績

最後に、日本がアジア債券市場整備にどのようにかかわるべきかについて述べる。日本政府はABMIなどの域内金融協力に深くかかわってきているが、ここでは主にそれ以外の動きについて述べる。日本としては、アジア各国の債券市場を多様な市場参加者の立場から利用するとともに、国内市場を整備して域内クロスボーダー取引を活発化させることを検討しなければならない。

債券市場整備に関する日本の実績をみると、第1に、日系企業のアジア通貨建て債券発行に対する政策支援が実施されている。2004年6月、三菱商事といすゞ自動車の合弁タイ現地法人が発行する35億バーツの社債を日本の親会社や民間金融機関が保証するに当たり、三菱商事が保証する部分に対して国際協力銀行（JBIC）が再保証を供与した。その後、2006年から2008年にかけて、タイ・マレーシア・インドネシアでの現地通貨建て債券発行に保証が供与されている（図表35）。また、2004年以降、独立行政法人日本貿易保険（NEXI）による保証も行われている（注21）。

第2に、世界金融危機に際し、日本政府はアジア諸国との間で6兆円規模の円スワップを提案するとともに、国際債券発行の縮小を踏まえ、アジア諸国政府のサムライ債発行に対して最大5,000億円規模の国際協力銀行保証を供与することを表明した。これはMASF

（Market Access Support Facility）と呼ばれ、国際金融秩序の混乱への対処を主な目的としているが、域内クロスボーダー取引を拡大させる効果も持っている。日本政府としては、アジアにおける円の利用拡大やサムライ債市場の活性化につながることも期待している。

サムライ債発行に対する保証は、インドネシア・コロンビア・メキシコ・フィリピン各政府に対して実施された（図表36）。国際協力銀行は当初、保証申請期限を2009年度末としていたが、これを撤廃し、2010年4月以降も引き続き実施することを表明した。

さらに、サムライ債発行に対する部分保証に加え、債券の一部取得を行うことを表明した（GATE：Guarantee and Acquisition toward Tokyo market Enhancement）。これはMASFと異なり、国際競争力の維持および向上を目的に、海外発行体の増加、国内投資家の投資機会の拡大、東京市場の活性化などを前面に打

図表35 国際協力銀行による現地通貨建て債券に対する保証

発行国	発行体	発行金額	発行時期
タイ	Tri Petch Isuzu Sales co., Ltd	35億バーツ (約100億円)	2004年
	AEON Thana Sinsap	10億バーツ (約34億円)	2008年
マレーシア	ORIX Leasing Malaysia Berhad	1.5億リンギ (約45億円)	2006年
	ORIX Leasing Malaysia Berhad	2億リンギ (約69億円)	2007年
インドネシア	P. T. Summit Oto Finance	1兆ルピア (約120億円)	2006年
	P. T. Summit Oto Finance	1兆ルピア (約130億円)	2007年

（資料）国際協力銀行

図表36 国際協力銀行によるサムライ債発行支援実績

発行体	契約締結時期	保証枠	発行時期	発行金額
インドネシア政府	2009年4月	15億ドル相当円	2009年7月	350億円
コロンビア政府	2009年11月	8億ドル相当円	2009年11月	450億円
メキシコ政府	2009年12月	1,500億円	2009年12月	1,500億円
フィリピン政府	2010年2月	1,000億円	2010年3月	1,000億円

（資料）国際協力銀行

ち出した枠組みとなっている。

## (2) 日本市場の国際金融センターとしての地位に関する議論

国内市場の整備に関連し、従来しばしば行われてきた「国際金融センターとしての東京の地位向上」という議論の枠組みについても検討しておく。国際金融センターとは、金融商品の取引が国際化し、所在金融機関も国際化している場所と考えられる（注22）。

この議論については、図表17で示したクロスボーダー取引促進策をもとに考えることが出来る。日本市場の課題としては、日本市場の整備、諸制度の変更および調和（特に関連規制の緩和、実効性・効率性・透明性の向上）、日本市場に関する広報活動および背景となる政策的な強い意思、があげられよう。広報活動の延長としては、アジア企業による債券発行・株式上場の誘致や海外投資家向けの優遇策実施などが考えられる。

これに加え、国際金融センターの議論に独自の要因として、①日本市場における企業や個人投資家の厚み、②交通手段・言語・人材等のインフラの問題点、などが指摘出来る。前者は究極的には日本経済・市場の魅力の問題であり、制度的要因を整備しただけでは必ずしも市場は拡大しないことを意味する。また、後者は周辺的な条件であるが、言語の問題はドキュメンテーションなど市場インフラの一部でもある。これらの議論も、日本市場におけるクロスボーダー取引促進について考

える上で、参考となろう。

## (3) 日本の債券市場の問題点

日本の債券市場には、どのような改善が求められるのか。Asian Development Bank [2010a]によると、日本の債券市場へのクロスボーダー投資に関し、障害はほとんどない。海外からの投資に関する制限や外国為替規制は存在しない。非居住者の国債投資の利子収入に対する源泉課税は免除される。社債に関しては15%課税が行われていたが、2010年6月より、国内・海外で日本企業が発行する社債等に海外投資家が投資した場合の利子に対する課税が撤廃された。なお、国債は日銀ネットで決済され、決済日は取引の3営業日後（T+3）である（注23）。

一方、対GDP比率でみた社債市場の規模は、アメリカに比較して大幅に小さい。市場が未成熟であることが指摘されており、民間企業の自主的な団体である企業財務協議会から改善要望が数回出されている。また、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置され、議論が行われた。

それによると、社債市場の課題は以下の通りである。第1に、発行を増やすため、①MTNやプロ向け市場における社債の発行など、発行される債券の多様化や発行手続きの簡略化を図ること、②年間100営業日程度しかない起債可能期間を情報開示頻度の削減などにより拡大すること、などが考えられる。

第2に、投資家を増やすため、①社債デ

フォルト時の投資家保護の枠組みを強化すること、②個人向け社債や社債ファンドの拡大、投資家教育の拡充、証券会社による情報提供の強化などにより個人投資家を増やすこと、③英文情報開示の実現やIRの強化などにより海外からの投資を増やすこと、などが必要である。日本にはハイ・イールド債市場がなく、低格付け債券の発行金利は非常に高い。この状況を改善するには、リスクを取れる海外投資家を増やすことが一つの方法である。

第3に、市場インフラに関して、①価格情報インフラの整備、②マーケット・メーカー機能の整備、③電子取引システムの普及、④決済制度の改善、⑤クレジット・アナリストの充実、などが求められる。決済制度の改善に関しては、社債・地方債などの決済を担当する証券保管振替機構（JASDEC：Japan Securities Depository Center, Inc.）が証券貸借・レポ取引のセントラル・カウンター・パーティ（CCP）となれば業者が安心してショート出来るため、流通市場が活性化するものと期待される。

以上の議論をまとめた日本証券業協会[2010]によれば、主な提言は以下の通りである。①社債の発行期間を増やすため、証券会社の引受審査を簡素化・弾力化する。②低格付け社債の発行を可能とするため、資金回収などの投資家保護を強化するコベナンツ（財務制限条項などの制約条項）の整備を図る。低格付け社債の発行に当たり、社債管理

者を設置する。③流通市場を整備するため、社債価格情報インフラの整備を図る。社債レポ市場を整備するとともに、清算・決済システムの機能拡充（社債清算機関の設置等）を進める。④投資家拡大のため、非居住者の社債利子非課税措置を定着させる。個人投資家を増やすため、金融所得課税の一体化を検討する。投資家教育、基礎データ整備、IR促進を図る。⑤ABMIとの協力強化などにより、社債市場の国際化に向けた取り組みを加速させる。

これらの改革には実施が困難なものもあり、また、銀行融資との代替関係もあって、社債市場の拡大は容易ではないとの見方も根強い（注24）（注25）。

#### **(4) 今後の検討事項**

日本の新たな成長戦略を策定する中で、TOKYO AIMを活用したプロ向け社債市場の創設が検討されている。これは、2008年12月に金融商品取引法改正法が施行されたことにより可能となったものである。日本の社債市場には多くの制度的な問題が残っており、それを補完することが大きな目的である。具体的には、英語による情報開示、国際会計基準の採用、開示審査手続きの簡略化などの実施を目指している。発行体としては、公募債、ユーロ債、サムライ債などを発行する企業を想定している。

前述の通り、海外投資家に対する社債利子課税が撤廃されており、プロ向け社債市場は、

この措置と併せてアジアの発行体や投資家によるクロスボーダー取引を拡大することも視野に入れている。

このような市場が出来たととしても、実際にどれだけ利用されるかは使い勝手や発行コスト、投資収益率などに依存する。また、クロスボーダー取引の拡大には、日本の市場や通貨に対する信頼が不可欠である。さらに、日本市場においてアジア通貨で取引が行われるためには、通貨の国際化が前提として求められる。

今後、既存の市場と補完的なものとなりうるのか、どのような形のオフショア市場を目指すのかなどにつき、議論の継続が必要であろう。

これに類似した取り組みとして、アジアMTNプログラムの構築に向けた検討がある(注26)。これは、極めて弾力的に発行が行われているユーロMTN市場をモデルとし、日本を含めたアジア市場の発行登録制度や税制等を改革してアジア市場標準を構築することにより、アジアMTNの発行拡大を図るものである。これを実現するためには個別の制度改正とともに市場統合の合意を醸成することが必要であり、これも息の長い取り組みとなる。

一連の市場改革案がどの程度実現するかは不透明であるが、日本政府には、アジア債券・株式市場整備の動きを十分に踏まえた上で、それに可能な限り協力しつつ、アジアの一員

として日本市場の整備を図るスタンスが求められる。

(注18) Winkler [2010] の記述による。

(注19) なお、欧州金融統合においては、96年に欧州委員会によって設立されたジョバニーニ・グループと呼ばれる金融市場参加者・専門家をメンバーとする民間組織の存在が重要である(ジョバニーニ氏は前マサチューセッツ工科大学教授)。同グループは欧州委員会に対して金融面の多様な政策提言を行っており、97年には「ユーロ導入の資本市場への影響」、2001年には「EUにおけるクロスボーダー清算・決済の仕組み」を発表している。

(注20) 以下の記述は、European Central Bank [2009] [2010] による。

(注21) 清水 [2009a]、64ページ。

(注22) 対木 [2009] による。

(注23) 2012年前半を目途に、国債の決済はT+2に移行する。最終的にはT+1への移行を目指す(2010年6月8日付日本経済新聞)。

(注24) 2010年6月27日付日経ヴェリタス「社債市場改革、解けぬ銀証対立」などによる。

(注25) 6月18日付「新成長戦略」は、金融の成長産業化を目指すとした。国際競争力のある金融市場を構築するため、外国企業の株式・社債発行に関する英語での情報開示(有価証券届出書)や、四半期報告の簡素化などを実施するとしている。また、株式や商品先物を一体で取り扱う「総合取引所」を2013年度までに創設し、海外から資金を呼び込み「アジアの資産運用センター」を目指す方針を打ち出した。その実現には問題もあり、たとえば2010年6月23日付日本経済新聞「総合取引所構想、省庁の壁」に述べられている。

(注26) 犬飼 [2009] による。

## おわりに

アジア債券市場の整備は、ABMIを中心に着実に進められてきた。最近も、CGIFの設立、Group of Expertsによるクロスボーダー投資の障害に関する報告書の発表、アジア債券市場フォーラム(ABMF)の設立など、多くの成果が上がっている。

一方、債券市場は拡大しているものの、多くの課題を残している。市場の発展段階が国



ごとに大きく異なること、社債市場の拡大が不十分とみられること、クロスボーダー取引が伸び悩んでいること、などである。社債市場においては、発行体の多くが政府系企業や限られた業種の民間企業となっている。また、投資家の多様化が十分に進んでおらず、流通市場の流動性も改善していない。

市場整備を一段と推進するには、2008年に策定された新ロードマップの課題を解決すべく、民間部門も巻き込んだ地道な努力が求められよう。また、クロスボーダー取引の促進に関しては、ASEANの株式市場統合の動きとの連携を図ることが課題である。

世界金融危機以降、資本フローへの過度の依存には問題があり、債券市場を含めた国内金融資本市場の整備が重要であることが再認識された。同時に、アジア諸国の内需拡大が今後の世界経済の成長に大きな役割を果たすとみられるようになってきている。消費や投資の促進のために、社債市場を中心とする金融システム整備が重要な役割を果たすと考えられる。特に、インフラ整備の資金調達における債券発行の役割の拡大が期待される。

また、各国の内需拡大により、実体経済面の域内統合が一層進展することが予想され、金融面の域内統合を検討し推進する重要性も高まっているとみられる。当面、決済システムを中心とした市場インフラの調和を図りながら、欧州の経験も参考に、域内金融統合に関する議論を深めることが重要であろう。

日本は、域内金融協力に大きな役割を果たしているが、日本の債券市場整備を図り、アジアの発行体や投資家の利用を促すことも重要な課題である。この点に関しては、アジア諸国との競争と協調のバランスをどのように考えるかがポイントであり、日本の政策姿勢を明確にしていくことが求められる。なお、「競争と協調のバランス」は域内金融協力を推進する上でアジア全体の問題であり、これに関する各国のスタンスがアジアの金融資本市場の将来像を決定していくことになる。

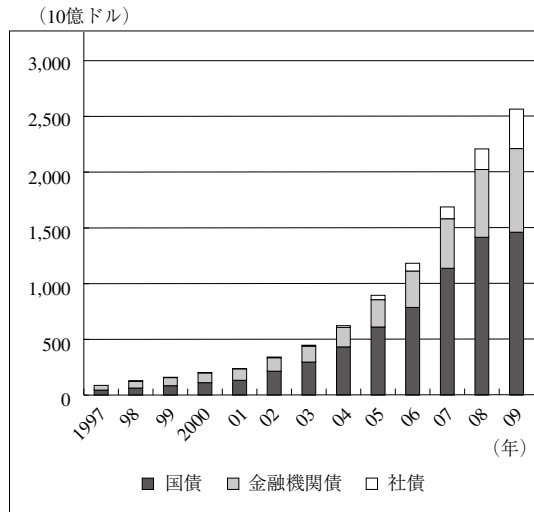
## (補論) 各国債券市場の現状

### 1. 中国

中国の債券市場は、急速に拡大している(図表37)。2009年末の残高を2006年末と比較すると、国債が約1.9倍、金融債が約2.3倍、社債が約5.0倍となっている。主な債券は、①財務省が発行する国債、②中央銀行(人民銀行)債券、③政府系の政策銀行および金融機関が発行する金融債、④国内企業が発行する社債、⑤証券会社や民間企業が発行するコマーシャル・ペーパー、の5種類である。社債発行のほとんどは、国有企業によってなされている。発行が急増している社債市場の流動性が高いことが特徴的であり、特にCPやMTNの流動性が高くなっている。

国債の発行残高が積極的な財政政策を背景

図表37 中国の債券発行残高



に着実に増加しているのに対し、社債は厳しい発行規制の下に置かれてきた。起債目的が政府の産業政策に合致しなければならず、発行は優良な国有大企業によるものや政府主導のプロジェクトの資金調達に限定されていた。

2005年ごろから金融機関債や社債の発行が急増したが、これは発行認可手続きが緩和・簡略化されたことに加え、商業銀行による普通債や劣後債、一般企業による短期融資債券（CP）、資産担保証券（ABS）などの発行が認められるようになったことによる。2005年10月には、アジア開発銀行が人民元建て債券（パンダ債）を発行した。

従来からある社債は企業債と呼ばれ、国家発展改革委員会が発行を監督していたが、

2007年に公司債と呼ばれる証券監督管理委員会が管轄する社債が認められ、より柔軟な発行が可能となった（注27）。これらの債券は取引所市場で流通していたが、それぞれ2005年と2007年に銀行間債券市場での取引が可能となり、債券取引のほとんどが銀行間債券市場で行われるようになった。

2008年4月には、銀行間債券市場において、人民銀行が認可するCPに加え、自主規制機関（銀行間市場取引者協会）が制定する自主ルールに基づき中期手形（MTN）を発行することが認められた。この制度変更により、期間3～5年のMTNが、エネルギー・電力、工業、素材、不動産などの業種の企業を中心に続々と発行された。多様な社債が発行される中、MTNの残高増加は群を抜いている（図表38）。また、商業銀行は、融資を拡大するために劣後債を中心とする債券を発行している。

さらに、多様な規制緩和が進展している。2009年5月には、香港上海銀行と東亜銀行による香港での人民元建て債券発行が認可された。本土での発行体も次第に拡大されており、2010年5月には三菱東京UFJ銀行の中国現地法人が銀行間債券市場で10億元の金融債を発行し、外資系銀行の現地法人による初の発行となった。2009年11月には、香港上海銀行が国内での債券発行において外資系として初めて引き受けに参加するなど、証券業者の対外開放も進んでいる。

図表38 中国の社債発行残高の内訳

(10億元)

	2008年3月	08年12月	09年12月
商業銀行による債券	314.5	388.7	588.4
国有企業による債券	376.1	521.9	720.2
民間企業による債券	92.8	158.4	376.9
CP	371.6	420.3	456.1
ABS	37.2	55.1	39.9
MTN	0.0	167.2	862.2

(資料) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*

今後の課題としては、社債市場を拡大して銀行融資に依存した金融システムのバランスを改善すること、格付け制度を強化すること、非居住者の発行を増やすこと、取引所市場と銀行間債券市場の融合を図ることなどがあげられる。急拡大するリスクをヘッジするため、デリバティブ市場の整備も急務である。

債券市場の主な投資家は、国有商業銀行を初めとする金融機関、機関投資家、一般企業、海外投資家（QFII）、個人投資家などである。商業銀行は債券市場における最大の投資家であり、国債の60%、社債の30%程度を保有している。年金基金としては、社会保障基金が2000年に設立された。資産の50%以上を銀行預金と国債で運用しなければならず、株式は40%まで、社債は10%までに制限されている。

保険会社は、格付けがAA+以上の債券に投資出来る。国債の5%程度、社債の45%程度を保有している。2009年10月には社債投資上限が資産の30%から40%に引き上げられたが、銘柄は大規模国有企業に限定されている。また、投資信託業も拡大しており、株式・債券への投資を活発に行っている。

## 2. 香港

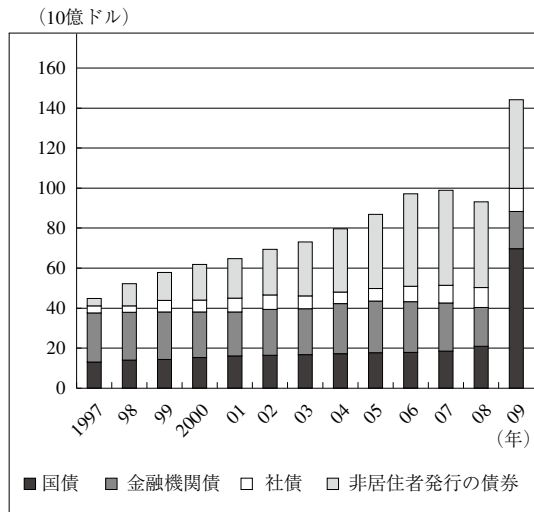
香港では、銀行や株式市場が発達しており、また米ドル建て債券への依存が強く、国内債券市場の整備は遅れた。90年に香港金融管理局（HKMA：Hong Kong Monetary Authority）が発行を開始した為替基金証券の発行期間がベンチマークを確立するために次第に長期化されるなど、市場育成策が実施された結果、通貨危機以降、債券市場が拡大している。

債券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。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ても、制限はない。

為替基金証券の発行は伸び悩んでいたが、2009年に短期債を中心に急増した（図表39）。これは、世界金融危機で銀行間市場が機能しなくなり、銀行が余剰資金の運用先として為替基金証券を選択したためである。また、同年9月以降、5年ぶりに国債（2、5、10年債）が発行された。これは、ベンチマークを作り債券市場を整備することを目的としている。背景には、国内機関投資家の資産増加に対して香港ドル建て債（為替基金証券を除く）の発行額が小さいという当局の認識がある。

同年10月、中国政府は香港で人民元建て国債を発行した。これは、香港市場の国際金融

図表39 香港の債券発行残高



(資料) BIS、Asian Bonds Online

センターとしての地位向上と人民元の国際化を目指したものである。

社債の発行は伸び悩んでいる。特に2008年は、非居住者による発行や証券化取引が激減した。国内の発行体による発行の3分の2程度は、金融機関によるものである。ただし、2009年には、公益事業・不動産・運輸など多くの業種において発行が増加した。30年債、40年債といった超長期の発行もみられた。また、2009年末の債券発行残高全体の30%を非居住者（国際機関や海外の銀行など）が占めた。香港は、国際的な資金調達センターとしての地位を維持しているといえよう。

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。2000年に公的年金制度（Mandatory Provident Funds）

が導入され、機関投資家の比重も増加している。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。

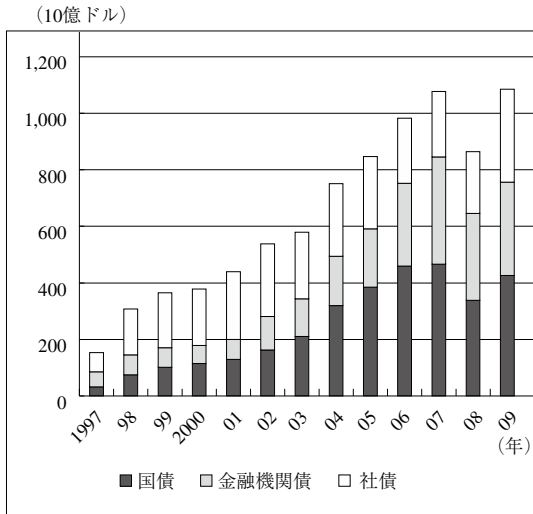
香港の資産運用業（年金基金、投資信託、投資顧問業、プライベート・バンキングなどの合計）の総資産は、2002年末の1.6兆香港ドルから2007年末に9.6兆香港ドルに拡大した後、2008年末には5.9兆香港ドルとなった。このうち投資信託は、アジア諸国の中で最も株式ファンドの割合が高い。香港の資産運用業を担っているのは主に海外の資産運用会社であり、地場の運用会社は限定的な役割しか果たしていない。

### 3. 韓国

韓国の債券市場は、中国に次ぐ大きさを持つ（図表40）。中央政府債には、政府が発行する国債のほか、国民住宅債券（National Housing Bonds）、ソウル地下鉄公債（Seoul Metropolitan Subway Bonds）、中央銀行が発行する通貨安定証券（Monetary Stabilization Bonds）、韓国産業銀行（KDB）などが発行する産業金融債（industrial finance debentures）が含まれる。

政府は、3、5、10年の国債を定期的に発行している。財政支出の増加と市場整備により国債市場は着実に拡大してきたが、2007年以降は残高が頭打ちとなっている。世界金融危機の影響を受け、2008年の発行額は前年比

図表40 韓国の債券発行残高



16.6%減の2,168億ドルとなったが、2009年には景気対策の実施に伴い4,011億ドルに急増した。

社債は、97年の通貨危機前後まで債券市場の中核をなしていたが、99年7月の大宇グループの破綻、2003年3月のSKグループの会計スキャンダルとカード会社の経営悪化など、度重なる信用リスクの顕在化により発行額が減少した。社債の発行が伸び悩んだのは、資金需要の回復が遅れたことに加え、銀行融資主体の資金調達構造に大きな変化がみられないことも原因となった。社債発行額は2008年に前年比8.3%減の2,026億ドルとなったが、2009年には2,288億ドルに回復した。

社債発行企業をみると、97年には製造業の割合が7割を超えていたが、近年は2割程度

に低下し、代わって金融機関の割合が5割超に高まっている。Asia Bond Monitorによると、2009年末の社債発行残高の内訳は、政府系企業（エネルギー、運輸関連など）、金融機関、非金融民間企業が約3分の1ずつとなっている（注28）。

2009年には、海外投資家に対し、国債および通貨安定証券に投資した場合の利子・キャピタルゲインの源泉徴収課税が免除された。また、2009年2月には金融投資サービス・資本市場法（Financial Investment Services and Capital Markets Act）が発効し、総合的な金融サービスの提供、投資商品や運用ファンドの多様化などを可能とする規制緩和が実施された。

債券市場の主な投資家は、内外の銀行・投資銀行、投資信託会社（investment trust companies）、その他の金融機関であり、個人投資家による債券保有は少ない。

国民年金（National Pension Service）の総資産は、2007年末に約220兆ウォンであった。金融商品による運用額のうち、約80%を債券に投資している。また、保険会社（生損保）の運用資産は約5,000億ドルであり、アジアでは日本に次いで規模が大きい。さらに、資産運用業は、投資信託会社のほかに商業銀行の信託勘定や証券会社など、金融監督委員会の認可を受けた約50社からなっている。免税措置を受けたハイ・イールド債特化ファンドなども存在する。

2009年9月末の国債の投資家構成は、商業銀行21%、保険・年金22%、その他金融機関17%、中央銀行などの政府部門31%、非居住者6%などとなっており、ある程度多様化が進んでいる。一方、社債は、商業銀行31%、保険・年金29%、その他金融機関27%、中央銀行などの政府部門12%などとなっている。

#### 4. シンガポール

シンガポールの債券市場は香港と並んで効率的・透明な市場であり、通貨危機以降の市場整備により着実に拡大している（図表41）。財政黒字でありながら、MASが市場整備（取引促進、ベンチマーク形成）のために国債を継続的に発行している。発行年限は、国債・

社債とも5年以内が大半である。

社債の発行体としては、①公共機関（Statutory Boards）（7%）、②SPV（Special Purpose Vehicles）（24%）、③一般企業（18%）、④不動産会社（20%）、⑤金融機関（31%）、⑥非居住者、がある。このうち最も流動性があるのは、公共機関が発行した債券である。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、社債市場において重要性が高まっている。①～⑤のカッコ内は、2008年の発行額に占める比率を示している。また、発行額に占める転換社債や株式リンク債などの割合が比較的高い。

2009年末のシンガポール・ドル（以下Sドル）建て社債発行残高をみると、上位20社で約37%を占めている。業種は、公益事業（電力・水道など）、不動産業、銀行などが中心となっている。不動産業の割合が高いことが特徴的である。

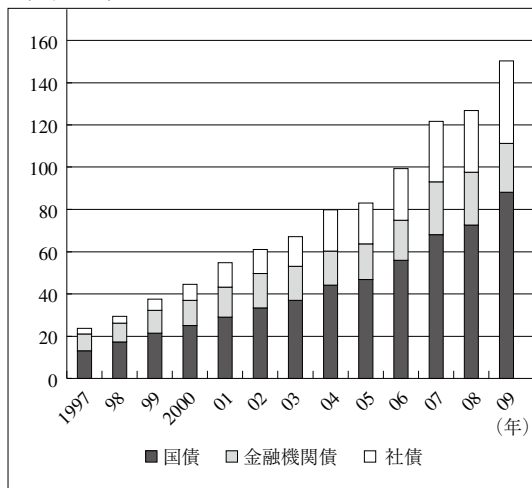
非居住者の割合は平均して社債全体の2割程度であり（2008年は28%）、そのうち東アジア域内の発行体によるものは香港や韓国などを中心に2割前後となっている。

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（大半は米ドル建て）も活発である。その残高は2003年末以降Sドル建て市場を上回り、2008年末に906億Sドル相当（Sドル建て市場は778億Sドル）となっている。

シンガポールは2005年にイスラム金融サー

図表41 シンガポールの債券発行残高

（10億ドル）



（注）社債残高は、Asian Bonds Onlineの社債残高からBISの金融機関債残高を差し引いて算出している。

（資料）BIS、Asian Bonds Online

ビス委員会（IFSB）のフル・メンバーとなっており、2009年1月には初のイスラム国債（ソブリン・スクーク）プログラム2億Sドルを設定した。これは、イスラム金融機関の資産運用ニーズに対応してスクークを発行するスキームである。また、MASは国債市場における権限を強化しており、プライマリー・ディーラーに対する監督強化などを実施している。さらに、II節で述べた通り、2009年6月に企業情報開示のASEAN and Plus Standards Schemeを採用するなど、域内資本市場の統合に向けた動きを主導している。

債券市場の主な投資家は、国内主要銀行、政府系ファンド、その他の機関投資家である。公的年金制度として、中央積立基金（CPF）がある。CPFはクロスボーダー投資も自由に行うことが出来、その規模は1,400億Sドルを超えている。保険会社も重要な投資家であり、投資手段は多様化しているが、対外投資は総資産の20%以下に制限されている。

国際金融センターとしての地位を確保するため、資産運用業の育成が重視されている。海外の資産運用会社に対する税制優遇措置が実施されているほか、国内市場への参入条件も緩和されている。

## 5. マレーシア

マレーシアの債券市場は域内で相対的に進んだ市場の一つであり、国債市場と金融機関債・社債市場の規模がほぼ同じとなっている

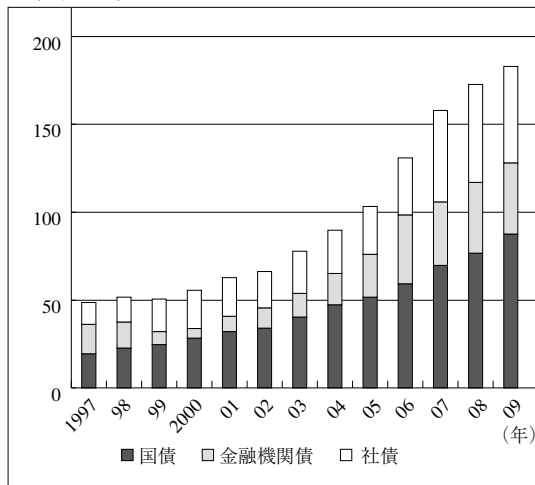
（図表42）。マレーシアはイスラム金融の拡大に注力しており、債券市場においてもイスラム債が重要な役割を果たしている。2009年に、マレーシア取引所（Bursa Malaysia）のイスラム債上場金額は世界の証券取引所の中で最大となった。

国債市場は、着実に拡大している。第9次5カ年計画（2006～2010年）の実施や、世界金融危機後の景気刺激策実施に伴う財政支出増加が背景にある。国債発行残高の2割弱は、イスラム国債（Government Investment Issues）である。中央銀行が発行する短期債の残高は、2009年末に87億ドルと小さい。

社債発行は着実に増加し、銀行融資と肩を並べる調達手段に成長したが、2008年以降、残高が横這いとなっている。社債発行残

図表42 マレーシアの債券発行残高

(10億ドル)



(資料) BIS

高（金融機関債を含む）をみると、通常の（Conventional）債券が横這いとなる一方、イスラム債は2001年末の395億リングから2009年末には1,698億リングと4倍以上に増加した。2006年末には通常の債券を上回り、2009年末には社債発行残高の58.8%を占めた。近年、伸びが著しいのはイスラムMTNであり、その発行残高はイスラム債全体の52%に達している。

社債発行企業の業種は、もともとインフラ建設などが主体であった。通貨危機の前後から、金融・保険・不動産も増えている。最近、第9次5カ年計画においてインフラ整備が重要課題とされたこともあり、インフラ関連が再び増加し、電力会社・有料道路会社・通信サービス業者などによる発行が増えている。発行期間は5～10年が中心であるが、インフラ建設などを中心に10～15年の発行も増えている。2009年末時点で、発行体の上位20社が社債発行残高の47.7%を占めている。

中央銀行によれば、2009年の社債発行額の業種別内訳は、金融・保険・不動産業46.9%、公共サービス業35.4%、運輸・倉庫・通信業10.5%、建設業4.1%などとなっており、製造業や卸小売業などのサービス業は少ない。公共サービス業には、インフラ整備や投資を担当する政府系機関による発行が含まれるとみられる。

2009年3月には、転換社債・他社株転換可

能債（exchangeable bonds）・イスラム債に対する格付け取得義務が免除されることになった。これは、コストの削減と発行に要する期間の短縮を図るものであり、これらの債券の発行増加につながっている。2009年5月には、公的な信用保証機関としてダナジャミン（Danajamin Nasional Berhad）が設立された。ダナジャミンは、BBB格以上の社債およびイスラム債に対し、総額150億リングを上限に保証を実施することになっている。保証された債券の格付けはAAAとなる。これにより、社債市場の拡大が一層促進されることとなる。

また、金融部門の自由化が政府の成長戦略として打ち出されており、2009年にはユニット・トラストや株式仲介業者に対する外資出資制限が49%から70%に引き上げられた。そのほか、プライベート・エクイティ投資を行う政府系投資機関としてエクイナス（Ekuinas : Ekuiti Nasional Berhad）が設立された。

2009年末の国債市場の投資家構成は、金融機関46.4%、社会保障機関31.6%、保険会社6.6%、中央銀行等2.1%、海外投資家13.3%となっている。

社会保障機関の代表的なものは被雇用者年金基金（EPF）であり、年金基金（Provident Funds）の総資産の85%以上を占める。EPFが総資産の30%以上を国債に投資することを義務付けられるなど、これらの基金は国債お



よび社債の中心的な投資家となっている。保険会社は、2008年末に1,310億リンギの運用資産の半分以上を債券に投資している。2009年1月より自己資本規制が緩和されており、社債投資の拡大が期待される。

ユニット・トラストに対する規制緩和などにより資産運用業は拡大しており、運用資産は650億ドルを超えている。これらのファンドは、主に持ち切りの運用形態をとっている。なお、海外投資家の社債への投資意欲はまだ低い。

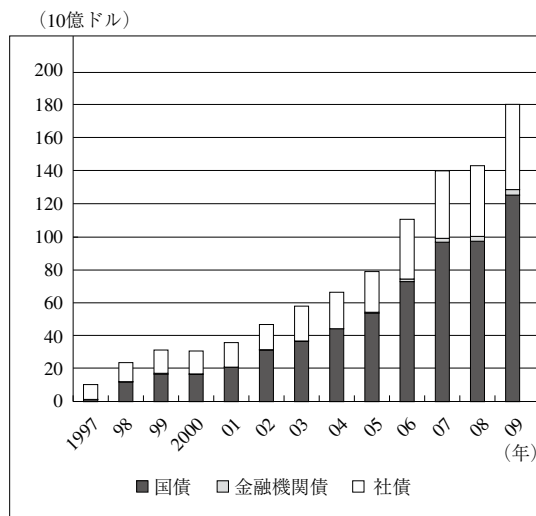
## 6. タイ

タイでは87年から97年まで国債発行が行われなかったが、通貨危機以降、市場整備が進み、期間20年までの債券が発行されている。

近年、国債・社債とも発行残高の拡大が続いている（図表43）。インフラ整備のための国債発行が増えているほか、中央銀行債の発行が急増している。これは、個人向けの貯蓄債券（Retail Savings Bonds）と、不胎化を目的とした債券である。2009年末に通常为国債の発行残高は2004年末の1.6倍となったが、同期間に中央銀行債は5.8倍となった。2009年には、景気対策（社会政策やインフラ整備）の実施に伴い通常为国債発行も急増している。

通貨危機以降、金利の低下や銀行借り入れからの転換を背景に、社債発行が増加してきた。発行残高の伸びは国債に比較して緩やか

図表43 タイの債券発行残高



であるが、近年も発行額は着実に増加している。発行体の業種は、従来から金融機関（銀行・保険会社・リース会社など）が中心であった。近年は、これに加えて建設資材（主にサイアム・セメント社）、通信、エネルギー・公益などの企業による発行がみられる。

2008年末の長期社債発行残高の業種別割合をみると、銀行21%、エネルギー20%、建設資材14%、金融機関9%、不動産7%、運輸7%、情報通信6%、その他16%となっている。格付け別では、A格以上が96%、B格以上が3%、格付けのないものが1%となっている。また、2009年末に社債および国営企業債の発行残高上位10社が市場全体の48.6%を占めているが、業種は銀行・建設資材・エネルギー・運輸が中心となっている。

海外企業によるバツ債発行も認められており、2009年にはオーストラリア・コモンウェルス銀行、スウェーデン輸出信用会社などが発行している。

2009年11月、第2段階（2010～2014年）の金融部門マスタープランが発表された。金融機関の効率性を高めるため、営業費用の削減、競争の促進、金融インフラの強化などを図るとしている。また、アジア開発銀行の支援の下、資本市場マスタープランの策定も進められている模様である。

2010年2月には、対外投資の自由化措置が発表された。直接投資の完全自由化、証券投資の300億ドルから500億ドルへの拡大などが含まれている。

債券市場の主な投資家は、商業銀行と機関投資家である。商業銀行は、国債あるいは国営企業債の保有を義務付けられている。また、97年に設立された公務員年金基金（GPF）はタイ最大の投資家であり、資産の大半を債券投資に振り向けている。保険会社は約100社存在し、主に国債・国営企業債に投資している。さらに、投資信託も急拡大している。

2009年末の国債の投資家構成をみると、商業銀行25.7%、年金基金25.3%、保険会社17.5%、個人15.7%、非居住者3.2%などとなっており、多様化が進んでいる。一方、社債市場の投資家構成は、商業銀行を含む機関投資家37.5%、企業・個人投資家51.1%、その他11.4%、となっている。

機関投資家の数は限られており、特に社債市場において主要な投資家は5機関程度にとどまる。機関投資家ベースの拡大は、依然として大きな課題である。

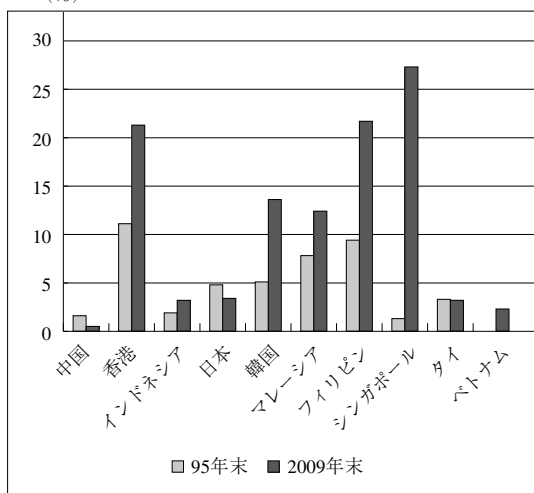
## 7. フィリピン

フィリピンの債券市場は、アジア諸国の中で相対的に未成熟である。通貨危機以前から財政赤字を背景とした国債発行が行われる一方、社債市場は発展しなかった。通貨危機以前には、国債発行残高の対GDP比率がアジア諸国の中で最も高かったが、図表2でみた通り、その後の拡大の程度は最も低い。債券種類は多様化しており、特に個人向け国債の増加が著しい。2010年4月には、個人向けにドル建ておよびユーロ建ての国債が販売されるようになった。

一方、外貨建て債券発行残高の対GDP比率が2009年末に21.7%と、シンガポールに次いで高い（図表44）。これには、国債発行を国内外に分散する意図があると考えられる。IV節でみた通り、政府はサムライ債も発行している。外貨建て債券発行は、ほとんどが政府または政府系機関によるものである。

近年、国債発行残高がほぼ横這いで推移する一方、社債市場は規模が小さいものの拡大している（図表45）。2009年末の社債発行残高は、前年比66.5%増と急増した。サンミゲルによる大口発行（約390億ペソ）などもあったが、発行条件が悪化した海外市場からの回

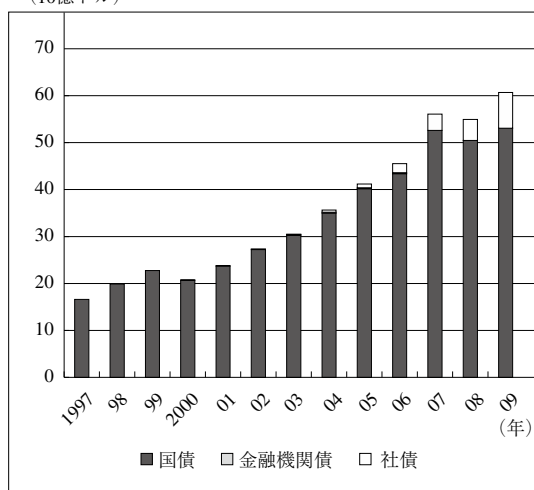
図表44 外貨建て債券発行残高の対GDP比率  
(%)



(資料) Asian Bonds Online

図表45 フィリピンの債券発行残高

(10億ドル)



(注) 2003年以降の社債残高は、Asian Bonds Onlineの社債残高からBISの金融機関債残高を差し引いて算出している。

(資料) BIS, Asian Bonds Online

帰も要因の一つと思われる。社債発行が重要性を増していることは間違いなく、今後、市場整備を進めることが必要である。

社債発行企業の業種は、主に銀行、不動産、エネルギー、その他（最大の社債発行体であるサンミゲルやJGサミットなどの大企業）、である。2009年末時点で上位20社の発行残高が全体の82%を占めており、かなり集中した市場となっている。

債券市場や証券取引所の規制監督を担当するのは、証券取引委員会（SEC）である。国債発行は財務省が、金融機関の監督は中央銀行が担当している。また、資本市場整備の基本計画として、ブルー・プリント（2005～2010年）が存在する。2005年10月には、アジア開発銀行が国際機関による初のペソ建て債となる5年物ゼロクーポン債（25億ペソ）を発行している。

2005年3月には、債券取引所（FIE：Fixed Income Exchange）が国債の電子的な流通市場として開設され、売買、清算・決済、登録、保管などの機能を担うこととなり、流動性が著しく改善した。2008年2月には、この市場に個人投資家も参加出来るようになった。また、債券貸借やレポ取引も行うことが出来るようになっている。

安全資産としての国債に対する投資意欲が強い銀行が、国債発行残高の4割弱を保有していると推定される。また、社債に関しては、2009年末発行残高の36%を内外の商業銀行が

保有している（注29）。

そのほかの投資家としては、中央銀行やフィリピン開発銀行などの公的機関や一般企業、個人などが重要である。機関投資家では、公的年金基金（Government Service Insurance System、Social Security System等）や生命保険会社を中心であり、投資信託や生命保険以外の保険会社の存在感は小さい。

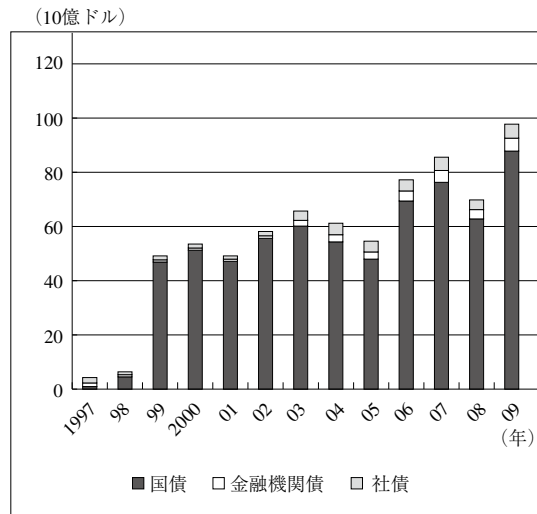
投資規制は全般に厳格であり、公的年金基金の資金運用先は、国債や大企業の株式および一部のCPに限定されている。生命保険会社は32社存在し、国債やCPの中心的な投資家となっている。投資信託の拡大は、ASEAN諸国の中でも遅れている。約150の投資信託ファンドの運用資産は、1,600億ペソ程度にとどまる。

主な投資家は、GSISやSSSのほか、商業銀行上位10行の運用部門、一部の保険会社など全部で20機関程度であり、機関投資家ベースの拡大が課題となっている。

## 8. インドネシア

インドネシアでは、通貨危機以前は財政均衡が義務付けられ、国債を発行することは出来なかった。99年に、銀行再建のための国債（Recapitalization Bonds）が発行された。その後、政府が国債を定期的に発行するなど市場整備を進めており、国債・社債とも発行残高が着実に増加している（図表46）。世界金融危機の影響を受け、2008年には発行残高が減

図表46 インドネシアの債券発行残高



少したが、2009年には急増した。国債に関しては、中央銀行が不胎化のために発行する短期債（SBI）の発行が、為替レートの変動に応じて2008年に減少する一方、2009年には増加した。一方、政府は国債を継続的に発行している。社債に関しては、世界金融危機に際し、グローバル市場の不安定から、銀行を中心に発行を見合わせる企業が多かった。

2008年4月、政府によるイスラム債発行を認める法律が制定され、8月より発行が開始された。個人向けイスラム国債やイスラムSBIも発行されるなど、国債・社債市場においてイスラム債が重要な役割を果たすようになってきている。2009年10月には、イスラム国債の定期入札が始まった。また、政府はドル建てグローバル債やサムライ債など、海外市場

での発行も実施している。

近年、社債市場の育成が本格化している。流通市場における価格の透明性の向上、上場企業の発行に対する税制優遇措置の実施、投資家の会計基準の明確化などが発行増加につながっている。社債は、格付け取得が義務付けられている。

2009年末時点で、発行体上位10社が社債発行残高の50%を占めている。業種は銀行が最も多く、その他には電力・通信・運輸などのエネルギー・インフラ関連が多い。特に、2008年以降の発行において金融業のウェイトが高まっている。

2009年12月には、2008年7月に設立された債券価格付け機関（Indonesia Bond Pricing Agency）において、国債の日次の価格付けに加え、社債やイスラム債の日次参照価格、信用スプレッドや社債のイールドカーブに関する情報などが発表されるようになった。これにより、社債市場の透明性の向上が期待される。また、債券発行を検討する企業にとっても、借入れコストの推定が容易になる利点がある。

債券市場の主な投資家は、銀行、機関投資家、個人、海外投資家である。商業銀行は準備資産保有などの観点から安全志向が強く、2009年末時点で国債発行残高の44%を保有している（注30）。年金基金には、民間労働者のためのJamsostekと公務員のためのTaspensがある。これらの運用資産は100億ドルを超え、

国債の6%を保有している。

保険業は着実に成長している。保険会社の運用資産は約150億ドルであり、国債の12%を保有している。投資信託も成長が目覚しく、純資産額は約100億ドルに達し、国債の保有比率は8%となっている。

非居住者は、国債・社債に自由に投資することが出来る。相対的に高金利であることもあり、国債の保有比率は19%に達している。

## 9. ベトナム

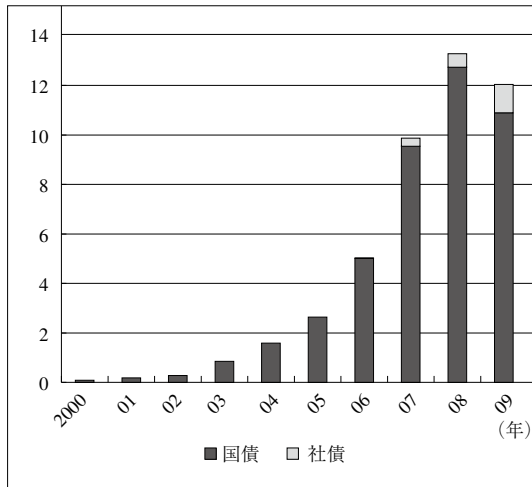
ベトナムの債券市場は、政府の継続的な市場整備により発展しつつある。期間15年までの債券が発行されており、転換社債なども導入されている。政府は、ドル資金調達と国民への貯蓄手段の提供を目的に、国内でドル建て国債を発行している。2009年5月、国家証券委員会（SSC）は、ドル建て国債についてもハノイ証券取引センターで上場・取引することを発表した。同年7月には、商業銀行が中央銀行からドンを借り入れる際に外貨建て債券を担保に供することが認められた。

債券市場は小さいが、急速に拡大している（図表47）。国債の銘柄が500を超えており、流動性改善のために整理が必要である。また、地場の格付け機関は今のところ存在しない。

社債の主な発行体は国有企業・銀行であり、業種は不動産・電力・造船などが多い。具体的には、ベトナム電力（EVN）、ベトナム造船（Vinashin）、ベトナム石油（PVN）、ベト

図表47 ベトナムの債券発行残高

(10億ドル)



(資料) Asian Bonds Online

ナム産業開発銀行(BIDV)などがあげられる。社債の発行期間は2～10年である。インフレ懸念が強いため、変動金利による発行が多い。

2003年、国家証券委員会は、アジア開発銀行の協力を得て2012年までの資本市場ロードマップを作成した。その中で、国債市場についてはプライマリー・ディーラー制度の導入、資本流入規制の緩和、レポ・デリバティブ取引の導入などを、社債市場については地場格付け機関の設立や店頭市場における取引の促進などを図るとしている。

2009年8月には、50社を超える内外の商業銀行や証券会社によりベトナム債券市場協会(VBMA)が設立され、国内債券市場の強化、加盟機関の能力強化、市場の効率性向上など

を図ることになった。今後、市場インフラや市場慣行の整備、加盟機関の研修などを実施する予定である。

2009年9月には、ハノイ証券取引所が国債の電子債券取引システムを導入した。これにより、債券市場に関する多様な情報提供が可能となった。

債券市場の主な投資家は、商業銀行と保険会社である。保険会社は、資産の約半分を国債に投資している。その他の投資家としては、社会保障基金(SSF)、ファイナンス会社、証券会社などがある。最近では、資産運用業(investment funds)も成長し始めている。

(注27) この部分の記述は、関根[2009]を参考とした。

(注28) BISによれば金融機関債と社債が半々であり、両者の分類方法が異なるものと思われる。

(注29) Asian Development Bank, *Asia Bond Monitor*, Mar.2010による。

(注30) ただし、2002年の82%に比較すれば大幅に低下している。

#### 主要参考文献

1. 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」(日本銀行アジア金融協力センター、7月)
2. 犬飼重仁 [2009] 「アジア版MTN (Medium Term Note) プログラムの実行可能性に関する調査報告と提言」(国際協力銀行よりの受託研究、11月28日)
3. 岩田健治 [2008] 「金融グローバル化とEU」(田中素香・岩田健治編『現代国際金融』、有斐閣)
4. 浦出隆行 [2007] 「ASEANにおける市場間連携の動きと今後の課題」(野村資本市場研究所『資本市場クォーターリ-』、Winter)
5. APECビジネス諮問委員会 [2009] 「APEC首脳への提言(2009年版)」(10月)
6. 大泉啓一郎 [2007] 『老いてゆくアジア』(中公新書)
7. 大森隆雄 [2009] 「投資信託を通じたアジア債券市場への投資機会」(小川英治編『アジアボンドの経済学』、東洋経済新報社)
8. 奥田英信 [2007] 「東南アジア諸国の債券市場整備の前提条件について」(『国際協力研究』10月号)

9. フェデリコ・カウネ [2009] 「現地通貨建て債券：エマージング市場投資の新たなフロンティア」（モルガン・スタンレー・アセット・マネジメント投信株式会社『フラッシュ・レポート』、12月）
10. 河合正弘・木村福成・大木博巳 [2010] 「「アジア内需」は日本経済のフロンティアたりえるか」（（社）世界経済研究協会『世界経済評論』5/6月号）
11. 関志雄 [2009] 『チャイナ・アズ・ナンバーワン』（東洋経済新報社）
12. 経済産業省 [2009] 「アジアPPP政策研究会報告書」（4月）
13. 経済産業省 [2010a] 「グローバル金融メカニズム分科会報告書」（3月）
14. 経済産業省 [2010b] 「通商白書2010」（6月）
15. 経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会 [2007] 「第一次報告—グローバル化の活力を成長へ—」（5月）
16. 国際銀行協会 [2007] 「提言：グローバル金融センターとしての東京に向けて」（3月）
17. 国際通貨研究所 [2009] 「東アジア地域における資本市場（株式及び外為規制等）の地域協力の可能性等に関する調査」（財務相委嘱調査、1月）
18. 佐藤清一郎 [2005] 「欧州金融レポート—経済金融統合下の変化—」（大和総研資本市場調査部情報、4月5日）
19. 清水聡 [2005] 「東アジアの為替政策協調」（日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.5 No.17）
20. 清水聡 [2006] 「人民元の再切り上げはあるか」（日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.6 No.20）
21. 清水聡 [2008] 「東アジアにおける資本フローの動向と対策」（日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.8 No.29）
22. 清水聡 [2009a] 『アジアの域内金融協力—金融「地産地消」モデルの模索』（東洋経済新報社）
23. 清水聡 [2009b] 「アジア域内金融協力の進展」（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』6月号、Vol.9 No.99）
24. 清水聡 [2009c] 「世界同時不況下でのインドの為替金融政策」（日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.9 No.35）
25. 清水聡 [2010a] 「アジアの地域経済統合と域内金融協力」（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』3月号、Vol.10 No.108）
26. 清水聡 [2010b] 「高成長を支えるインド銀行部門の現状と課題」（日本総研調査部環太平洋戦略研究センター『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.10 No.37）
27. 宿輪純一 [2006] 『アジア金融システムの経済学』（日本経済新聞社）
28. 白井早由里 [2002] 『入門現代の国際金融』（東洋経済新報社）
29. 白井さゆり [2009] 「世界経済危機とグローバル・マネーの変動」（11月）
30. 関根栄一 [2009] 「中国の社債発行制度改革」（野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Spring）
31. 関根栄一 [2010a] 「中国の人民元建て貿易決済の導入と人民元の国際化」（野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Winter）
32. 関根栄一 [2010b] 「アジアにおけるインフラファイナンスに向けた提言」（野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Spring）
33. 村木さおり [2009] [2010] 「国際金融センターとしての東京の地位と課題（その1、その2）」（三菱総合研究所 所報51号、52号）
34. 露口洋介 [2009] 「近年の中国におけるホットマネーの動き」（日本銀行アジア金融協力センター、7月）
35. 内閣府 [2010] 「世界経済の潮流」（I、5月）
36. 日本経団連 [2010] 「豊かなアジアを築く金融協力の推進を求める～債券市場整備でアジアの成長を支える～」（3月16日）
37. 日本証券業協会 [2010] 「社債市場の活性化に向けて」（6月22日）
38. 日本証券経済研究所 [2010] 『図説アジアの証券市場2010年版』（日本証券経済研究所）
39. 野村敦子 [2010] 「決済システムの高度化と国際標準をめぐる動向」（日本総研Business & Economic Review Vol.20 No.9）
40. 三重野文晴 [2009a] 「タイ—経済危機からの10年」（アジア経済研究所）
41. 三重野文晴 [2009b] 「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達」（国際協力銀行『国際調査室報』、8月）
42. 森祐司・藤井佑二 [2009] 「インフラストラクチャー投資と機関投資家」（大和総研『DIR Market Bulletin』秋季号）
43. 山下英次編著 [2010] 『東アジア共同体を考える』（ミネルヴァ書房）
44. ABAC Japan [2009]. "Capital Market Development : Considerations for the Advisory Group's 2010 Agenda," Document AGFSCB29-046, Nov.
45. ASEAN Capital Markets Forum [2009]. "The Implementation Plan."
46. Asian Development Bank. *Asia Bond Monitor*, various issues.
47. Asian Development Bank. *Asia Capital Markets Monitor*, various issues.
48. Asian Development Bank [2009a]. "Rebalancing Asia's Growth," in *Asian Development Outlook 2009*.
49. Asian Development Bank [2009b]. "The Global Economic Crisis : Challenges for Developing Asia and ADB's Response," Apr.
50. Asian Development Bank [2010a]. "Asian Bond Markets Initiative Group of Experts (GoE) Report for Task Force 4," Apr.
51. Asian Development Bank [2010b]. "ABMI Directory of institutional investors in the ASEAN+3 bond markets 2009 Edition," Apr.
52. Asian Development Bank and Asian Development Bank Institute [2009]. "Infrastructure for a Seamless Asia."

53. BIS [2006]. "Asian Bond Markets : Issues and Prospects," BIS Papers No.30, Nov.
54. Black, Susan and Anella Munro [2009]. "Why Issue Bonds Offshore?" BIS Representative Office for Asia and the Pacific, Aug.
55. Cohen, Benjamin J. [2009]. "The Future of Reserve Currencies," in *Finance & Development*, Sep.
56. 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.
57. Dalla, Ismail. [2003]. "Harmonization of Bond Market Rules and Regulations in Selected APEC Economies," Asian Development Bank, Nov.
58. European Central Bank [2009] [2010]. "Financial Integration in Europe," Apr.
59. Genberg, Hans [2009]. "Currency Internationalization : Analytical and Policy Issues," Hong Kong Monetary Authority, Mar.
60. Hong Kong Monetary Authority [2010]. "Hong Kong-dollar debt-market development in 2009," in *Quarterly Bulletin*, Mar.
61. IMF [2010a]. "Does Asia Need Rebalancing?" in *Regional Economic Outlook Asia and Pacific*, Apr.
62. IMF [2010b]. "Global Liquidity Expansion : Effects on "Receiving" Economies and Policy Response Options," in *Global Financial Stability Report*, Apr.
63. Lee, Chee Sung and Cyn-Young Park [2009]. "Beyond the Crisis : Financial Regulatory Reform in Emerging Asia," ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration No.34, Sep.
64. Phuvanatanarubala, Thirachai [2009]. "Implementation Plan for ASEAN Capital Markets Integration," 27 Apr.
65. Scot, Hal S. [2007]. "The Development of Asian Bond Markets : The Offshore Option," Harvard Law School, Apr.
66. Spiegel, Mark M. [2009]. "Developing Asian Local Currency Bond Markets : Why and How?" ADBI Working Paper Series No.182, Dec.
67. Takeuchi, Atsushi [2005]. "Study of Impediments to Cross-border Bond Investment and Issuance in Asian Countries," paper from Asian Bonds Online, Dec.
68. Winkler, Adalbert [2010]. "The Financial Crisis : A Wake-Up Call for Strengthening Regional Monitoring of Financial Markets and Regional Coordination of Financial Sector Policies?" ADBI Working Paper Series No.199, Feb.