

なぜアジア債券市場を整備しなければならないのか

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. アジアの社債発行残高（8カ国・地域の合計）は、97年末から2010年末にかけて約11倍となったが、発行体としては政府系企業のウェイトが高く、業種は銀行やインフラ関連に偏っている。一方で、海外投資家による国債の保有比率が大幅に上昇するなど、アジア債券に対する海外からの需要は拡大している。
2. アジア債券市場整備の目的としては、バランスの取れた国内金融システムの整備、資本フローへの対処、実体経済の成長の支援、域内金融統合の促進、があげられる。市場整備の取り組みにより債券市場は一定の発展を遂げたものの、これらの目的を果たすために今後も努力を継続することが望まれる。
3. 97年の通貨危機以降、国内信用残高と社債残高（金融債を含む）は概ね同程度の伸びを示している。銀行部門に比較して、社債市場の規模は小さく、各国の発展度合いも多様である。総じて、社債市場の拡大余地は依然として大きい。
4. 2009年半ば以降、途上国への資本流入が回復し、2010年に急増した。債券市場は、急激な資本流出が生じた際の補完的な資金調達手段として、あるいは他の形態の資本流入に代替する手段として機能することが期待される。資本の急激な流入・流出に耐えられる強固な市場を構築することが、債券市場の課題である。また、債券市場に対する資本流入を規制することも、必要があれば検討すべきである。
5. 域内の内需拡大を支援することは、債券市場整備の重要な目的の一つである。これにより、グローバル・インバランスの是正、アジア諸国の主に先進国に依存した輸出主導型成長戦略の修正、投資率の回復などが期待される。
6. クロスボーダー長期債券投資における域内投資比率は、日本を除いて算出すればそれほど低くない。ただし、過去10年間の比率はほとんど横這いであり、上昇の余地があると考えられる。日本からの投資についても、増加が期待される。
7. 現在、域内金融協力のあり方について、再検討が行われている。債券市場整備についても、その目的・範囲・枠組みなどの見直しが進められている。各国債券市場の整備は依然として大きな課題であり、インフラ整備の資金調達など内需に密接に関連した分野における社債発行を推進すべきである。また、社債の発行体をいかに増やすかが、優先的に考慮すべき課題といえる。一方、クロスボーダー取引の促進に関しては、域内金融統合の将来像に関する議論を重ねながら、調和・相互承認の枠組み導入を図るとともに、クロスボーダー商品の開発、資本取引自由化の道筋の検討など、多角的な取り組みを図るべきである。域内金融協力は日本の成長戦略にとって重要な政策であり、これを主導的に推進し続けていくことが求められる。

目次

はじめに

I. アジア債券市場の現状

1. 社債市場の現状
2. クロスボーダー取引の現状
3. 現状に対する評価

II. アジア債券市場整備の目的

1. 概要
2. バランスの取れた国内金融システムの整備
3. 資本フローへの対処
4. 実体経済の成長の支援
5. 各国市場整備の意義(ここまでのまとめ)
6. 域内金融統合の促進
7. まとめ

III. バランスの取れた国内金融システムの整備

1. アジア諸国の金融システム構成の変化
2. 成熟度が高まった債券市場
3. 域内金融協力の範囲に関する検討

IV. 資本流入の拡大と債券市場整備

1. アジアにおける資本フローの推移
2. 資本流入規制をめぐる議論
3. アジアの為替政策の展望

V. 域内の内需拡大と債券市場整備

1. グローバル・インバランスの是正
2. 先進国への輸出に依存した成長戦略の修正
3. 内需促進の方策と投資の回復

VI. 域内金融統合と債券市場整備

1. 域内金融統合の現状と進め方
2. 運用対象としてのアジア債券市場

VII. 域内金融協力の今後の方向性

1. アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)を中心とした債券市場整備の進捗
2. 債券市場整備に関連した提言
3. 債券市場整備の枠組みの再検討
4. 各国市場整備の課題
5. クロスボーダー取引促進の課題
6. 域内金融協力と日本の社債市場整備

おわりに

はじめに

現在、97年のアジア通貨危機以降に本格化した域内金融協力の取り組みを今後どのように進めるべきかについて、再検討が行われている。世界経済におけるアジアのウェイトが増す中、域内の金融システムを強化し、成長の支援や金融の安定を図ることは、ますます重要となっている。

アジア経済が抱える主な課題は、①高まるインフレに配慮しつつ財政金融政策を適切に運営すること、②変動の激しい短期資本フローに対処すること、③国内金融資本市場を整備し、域内貯蓄を域内投資に結びつける金融仲介機能を高めること、④内需（投資および消費）の拡大を促進し、主に先進国に依存した輸出主導型成長戦略を修正して世界経済のけん引役となること、などである。これに対し、各国レベルで財政金融政策、為替レート政策、資本取引規制、金融資本市場整備などによる対応がなされる一方、グローバルなレベルではIMFやG20などを中心に世界経済の課題への取り組みが強化されている。域内金融協力の場においては、これらの動きを踏まえた上で地域レベルの政策を構築することが求められる。

域内金融協力の主な内容は、①緊急時の流動性支援体制の整備、②政策対話およびサーベイランスの強化、③国内金融システムの整備、である。①および②に関しては、チェン

マイ・イニシアティブのマルチ化（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralisation）が合意され、これを支援する組織として、2011年、域内経済のサーベイランス等を担うAMRO（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office）がシンガポールに設立された。CMIMはIMFなどの国際的枠組みの補完という位置付けであるが、2国間協定の付加などにより枠組みの規模拡大を図るとともに、IMFプログラムとリンクせずに発動出来る部分を借り入れ上限額の20%から拡大して制度の柔軟性を改善することが求められている。2011年2月には、IMFが有する危機の予防的融資制度（Flexible and Precautionary Credit Lines）をCMIMにも付加することが提案された。

政策対話およびサーベイランスに関しては、今後は特に為替政策を含むマクロ政策協調が目標となる。これは息の長い課題であるが、対話を継続することは不可欠である。

2011年5月のASEAN+3財務大臣会議共同声明では、アジア経済に対する新たなリスク要因として、中東情勢に加え、東日本大震災の影響があげられた。また、次回の会合より、中央銀行総裁が参加することとなった。これは、域内金融協力にとって非常に大きな進展であり、今後、マクロ政策運営・協調、通貨金融危機への対応・予防、金融規制などに関する議論が活発に行われることが期待される。

また、アジア債券市場整備に関しては、共

同声明の中で、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の今までの実績を前向きに評価した上で、これをさらに強化する方法につき、活動の目的・範囲（株式市場整備への拡大の検討を含む）・枠組みに焦点を当てて議論することが求められている。

本稿の目的は、以上を踏まえ、アジア債券市場整備に関して、なぜ域内金融協力を追求し続ける必要があるのか、また、今後、これをどのように行っていくべきかを検討することにある。構成は以下の通りである。Ⅰ. では、アジア債券市場の現状および評価について述べる。Ⅱ. では、アジア債券市場整備の目的を概観する。目的は大きく4つあり、バランスの取れた国内金融システムの整備、資本フローへの対処、实体经济の成長の支援、域内金融統合の促進である。Ⅲ. ～Ⅵ. では、それぞれの目的に関し、さらに検討を加える。Ⅲ. では、アジア諸国の金融システムの構成の変化をみるとともに、株式市場整備をABMIの範囲に含めることの是非を検討する。Ⅳ. では、アジアに対する資本フローの増加についてみた上で、債券市場整備との関連について考える。Ⅴ. では、債券市場整備による域内の内需拡大の意義と方策について検討する。Ⅵ. では、域内金融統合の現状について述べるとともに、運用対象としてのアジア債券市場について考察する。最後に、Ⅶ. において、域内金融協力の現状をみた上で、債券市場整備の今後の方向性についてまとめ

る。

4つの目的のいずれに関しても、その達成は道半ばであり、これまでの努力の成果を認めた上で、債券市場整備は今後とも域内金融協力の重要課題と考えられる。各国市場の整備、クロスボーダー取引の促進、のどちらに関しても課題は多い。特に、後者は難しいテーマであり、進め方に関する議論を重ねながら、慎重に取り組んでいく必要がある。

本稿は、これまでの研究成果をもとに、アジア債券市場整備に携わる内外の多くの方々意見を参考にしてまとめたものである。

I. アジア債券市場の現状

1. 社債市場の現状

まず、アジア債券市場の拡大状況をみておく。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2010年末には約5.0兆ドルと12.8倍に拡大した（図表1）。国債は約19倍、社債は約11倍、金融債は約8倍となった。図表2をみると、2008年以降、社債の伸びが国債を上回っている。ただし、ウェイトの大きな中国を除くと、2009年、2010年は国債の伸びの方が大きい。

リーマン・ショック発生直後には、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、その後は国債・社債とも発行残高が増加傾向にある。その要

因として、公共債に関しては、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、があげられる。中央銀行債の発行は、国債を大きく上回って推移している。

一方、社債に関しては、①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、②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、などがあげられる。

以上は発行体側の要因であるが、先進国の景気回復が遅れ、金融緩和が継続される一方、アジアの景気回復が著しいものとなったため、アジアに対する投資意欲が回復したことも重要である。この現象は、先進国の投資家、域内の投資家の双方に当てはまる。高格付け社債の信用スプレッドが縮小傾向にあり、投資意欲が高まったことを示している。

国ごとにみると、社債市場に関しては、中国・インドネシア・韓国・フィリピン・ベトナムにおいて拡大が著しい。このうち、韓国

図表1 アジア債券市場の発行残高

(10億ドル、倍)

	1997年末(A)	2010年末(B)	B/A
国債	142.0	2,669.0	18.8
金融債	147.7	1,242.4	8.4
社債	97.9	1,048.1	10.7
合計	387.7	4,959.5	12.8

(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8カ国・地域の合計。
(資料) BIS

図表2 債券市場の拡大状況 (前年末比、現地通貨ベース)

(%)

		2005年	06年	07年	08年	09年	10年
中国	国債	35.9	24.9	32.9	19.4	8.0	10.3
	社債	157.1	59.4	38.8	52.8	77.5	37.2
香港	国債	3.4	4.0	3.7	15.4	242.2	25.5
	社債	10.7	14.8	1.8	▲10.9	3.3	3.2
インドネシア	国債	▲5.7	32.5	18.4	▲2.2	19.2	▲0.0
	社債	▲1.8	6.5	28.6	▲7.7	21.2	29.8
韓国	国債	21.3	11.0	3.4	▲0.4	11.4	7.2
	社債	5.2	12.6	21.6	14.1	18.0	11.1
マレーシア	国債	8.0	9.0	36.2	▲0.5	10.9	28.5
	社債	11.3	3.5	17.3	14.2	9.6	7.4
フィリピン	国債	8.3	▲0.1	2.2	10.4	3.1	10.1
	社債	72.8	81.3	52.3	46.6	66.5	4.8
シンガポール	国債	8.0	10.0	14.3	6.6	18.3	7.0
	社債	3.3	10.8	7.9	0.9	12.1	30.9
タイ	国債	29.0	18.7	21.1	3.6	21.0	16.7
	社債	16.1	31.7	4.3	7.2	18.8	5.3
ベトナム	国債	12.2	8.2	83.5	45.0	▲9.8	33.5
	社債	466.7	306.2	251.3	94.7	68.4	41.4
合計	国債	25.7	18.3	21.4	13.6	11.2	10.8
	社債	13.3	17.6	20.3	18.3	31.6	20.3
合計 (中国を除く)	国債	n.a.	n.a.	n.a.	2.0	18.5	11.8
	社債	n.a.	n.a.	n.a.	9.6	14.3	11.2

(資料) Asian Development Bank, Asia Bond Monitor 各号

図表3 債券発行残高の対GDP比率

(%)

	1995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に近いためABOを優先したが、フィリピンは現地データが確認出来ず、ABOを優先したのはABOの方が値が大きい。

(資料) BIS、Asian Bonds Online

はかなり発展した市場であるが、それ以外は発展の初期段階における急成長と評価することが出来よう。ただし、後者の国における債券発行残高の対GDP比率は、社債市場が相対的に発展している香港・韓国・マレーシア・シンガポールなどに比較すればまだ低い(図表3)。

アジア債券の2010年の発行額は、前年比10.2%増の3.8兆ドルであったが、国債が同12.3%増の3.1兆ドル、社債が同1.1%増の6,340億ドルと、社債に伸び悩みがみられた。

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いる。たとえば韓国では、政府系企業による発行が、社債発行残高の約3分の1を占めている。その他の国でも、政府系企業が社債発行残高の上位企業であることが多い。

図表4 社債発行残高上位企業の業種(2010年末)

	中国	韓国	インドネシア	マレーシア
1位	鉄道	不動産	エネルギー	不動産
2位	公益事業	銀行	通信	銀行
3位	石油	住宅金融	銀行	金融
4位	銀行	銀行	銀行	銀行
5位	銀行	保険	道路・空港	保険
6位	石油	金融	銀行	金融
7位	銀行	電力	銀行	公益事業
8位	銀行	証券	食品	証券
9位	石油	銀行	銀行	銀行
10位	アルミ	銀行	銀行	銀行

(資料) Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, Mar.2011

業種は、銀行やインフラ関連(通信・運輸・エネルギーなど)に偏っている。これは、発行残高が多い企業の業種をみれば明らかである(図表4)。また、最近の新規発行に関しても、インドネシアでは大半が銀行によるものであり、シンガポールでは銀行・不動産・インフラ関連が多い。マレーシアでも、金融機関によるMTN(Medium Term Note)の発

行が多くみられる。

さらに、一部の企業に発行残高が集中していることも指摘される。この傾向は、巨大国有企業が発行の中心となっている中国において特に顕著であるが、程度の差はあるものの、各国において共通してみられる特徴である。

流通市場の流動性を2009年と2010年で比較すると、国債は各国において改善している（図表5）。特に、フィリピンで改善が顕著である。一方、社債に関しては、中国以外では流動性が極めて低く、2010年にも大きな変化はみられない。流動性の向上に最も重要なのは投資家の多様化であることが指摘されており、多様な投資家をひきつけるためには、市場整備に向けた包括的な取り組みが不可欠

である。

2. クロスボーダー取引の現状

アジア債券に対する海外からの需要が強いことを反映し、2010年の外貨建て債券発行額は、9カ国・地域の合計で前年比38.0%増の872億ドル（2009年は前年比89.8%増）となった（図表6）。ただしこれは、国内債の発行額に比較すれば小さい。

一方、海外投資家による国債の保有比率は2010年に急上昇し、同年末にインドネシア30.5%（前年末は18.6%）、マレーシア21.5%（同13.3%）、韓国9.9%（同7.0%）、タイ7.2%（同3.2%）となった。ちなみに、日本は4.8%（同5.1%）と、やや低下している。各国にお

図表5 債券市場の取引回転率

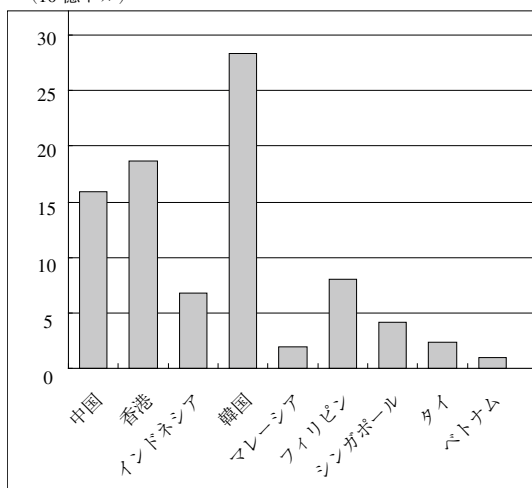
(回、bps)

		2001年	04年	07年	08年	09年	10年	売買スプレッド
中 国	国債	0.1	0.7	1.5	2.9	2.7	3.1	5.1
	社債	n.a.	0.1	2.3	3.4	5.2	5.3	8.4
香 港	国債	48.1	34.7	90.6	86.6	129.9	144.6	4.3
	社債	n.a.	0.5	0.2	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	1.2	26.6
	社債	0.0	0.2	0.5	0.3	0.3	0.5	112.5
韓 国	国債	5.9	2.9	1.5	2.3	3.2	4.2	1.1
	社債	1.4	0.6	0.4	0.6	0.7	0.7	8.4
マレーシア	国債	2.5	1.8	2.5	2.6	2.3	2.5	2.3
	社債	1.1	0.8	0.5	0.3	0.2	0.3	10.3
フィリピン	国債	n.a.	2.1	1.4	1.2	1.5	3.2	6.6
	社債	n.a.	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	3.2	2.9
	社債	n.a.	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	3.2	3.4
	社債	0.4	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	8.6
日 本	国債	4.5	5.0	7.8	7.2	5.4	4.5	n.a.
	社債	0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	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

図表6 主要3通貨建て債券発行額（2010年）
（10億ドル）



（資料）Asian Development Bank, Asia Bond Monitor, Mar. 2011

ける急上昇の背景には、投資家が高金利と通貨の増価による収益を得ようとしていることがある。また、韓国では、債券先物市場が整備されて投資ポジションのヘッジが容易になるとともに、2009年5月に海外投資家に対する源泉徴収課税が廃止されたことが、海外からの投資の増加に寄与した。ただし、資本流入を抑制するために源泉徴収課税は再導入されており、その影響が出る懸念される。

3. 現状に対する評価

清水 [2010] では、社債市場整備の課題として、①各国ごとの市場規模や発展段階の相違に対処すること、②社債市場を一層拡大すること（アジア社債市場の有する特徴を踏まえ、インフラ整備の資金調達における利用な

どを重視すること）、③流通市場の流動性を改善すること、④クロスボーダー取引を拡大すること、をあげた。GDPに対する市場規模が小さい国では、発行体の拡大を主要な目標として市場整備を実施していくことが求められよう。また、これを促進するための技術支援も重要であろう。こうして各国市場の発展段階の底上げを行った上で、クロスボーダー取引の促進を図っていく必要があると考えられる。

21世紀政策研究所 [2011a] は、2002年以降、世界金融危機に至るまで、社債市場の拡大が限定的であったことを指摘するとともに、その原因として、企業の資金調達方法の特徴をあげている。第1に、マネー・フローにおける金融仲介の比重が大きいにもかかわらず、主要企業の負債比率は先進国よりも低い。同時期に、商業銀行による製造業向け融資は減少し、不動産・金融・消費などの部門への関与が強まっている。第2に、製造業の中核を担っているのは外資系企業であるが、これらの企業は内部留保に依存する傾向が強く、また、直接投資や内部資本市場（親子ローンなど）からの資金調達への依存度も高い一方、銀行融資や社債発行の利用は少なく、現地での上場もあまりしていない。

これらのことから、銀行融資と社債発行を代替関係ととらえるのではなく、内部留保に依存する企業にいかん外部金融を利用させるかという観点が必要であり、その意味で銀行

融資と社債発行は補完的と考えられると述べている。

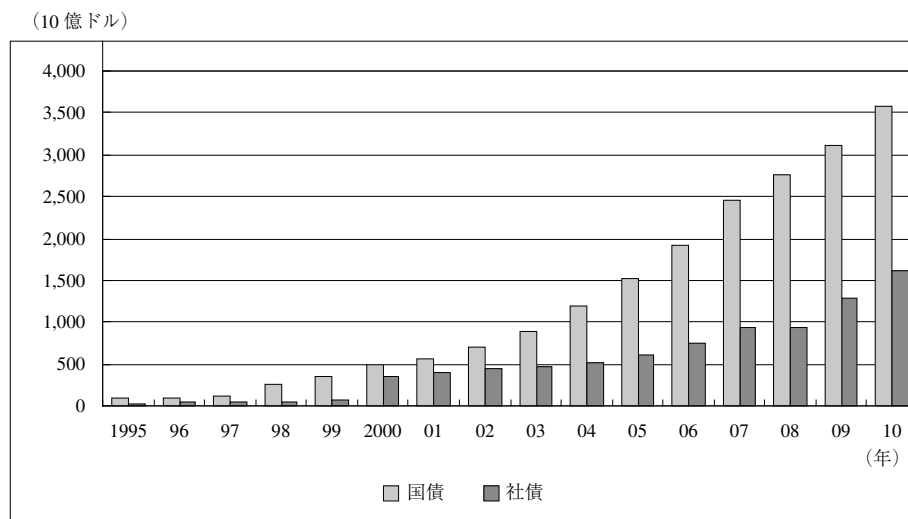
以上のような企業の資金調達方法の選択に関する問題に加えて、アジア金融システム研究会〔2009〕は、通貨危機以降、アジア諸国の投資率が低下したため、資金調達総額が減少し、社債市場も拡大しなかったことを指摘している。これら2つの要因は、通貨危機以降のアジアにおいて国内投資が減少する一方、輸出主導型成長戦略が強化されたことを反映しており、相互に密接に関連したものであるといえよう。

Felman et al.〔2011〕は、以上の分析を踏まえた上で、このような状況にもかかわらず社債市場は一定の拡大を示しており、それは政策の効果によるものであるとして、各国政

府およびABMIの努力を高く評価している。これらの努力の成果として、マレーシアにおけるイスラム社債発行の拡大や、シンガポールにおける非居住者による社債発行の増加などをあげている。この論文は、IMFが日本人の研究を踏まえてASEAN5諸国の債券市場を本格的に分析した画期的なものである。

また、この論文では、世界金融危機に際し、アジア債券市場が平時の機能を比較的維持し、危機後も着実に拡大していることが、債券市場が一定の成熟を遂げた証左としてあげられている（図表7）。危機発生直後には国債や社債の発行を控える動きがみられたが、その後、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。このことは、国際金融市

図表7 アジア債券市場発行残高の推移



(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・ベトナムの合計。
(資料) Asian Bonds Online

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。さらに、IMFは、危機に際してアジア諸国においても銀行融資が抑制され、大企業が社債発行を拡大したことから、社債市場が銀行部門の「スペア・タイヤ」として機能したと指摘している。

この経験から、危機に際して海外からの資本流入や国内銀行融資が減少した場合に、これを補完するものとして債券市場が重要な役割を果たすことが示されたといえる。

このように、Felman et al. [2011] は、社債市場はそれほど拡大しなかったものの、成熟度は大いに高まったと評価している。一方、結論としては、各国市場に一段の発展余地が残っており、それを目指すべきであるとともに、海外からの投資意欲の高まりに応じて、クロスボーダー取引の障害の軽減を図るべきであると述べている。この結論は、清水[2010]の認識に近いものである。

II. アジア債券市場整備の目的

1. 概要

これまでの債券市場整備の努力に一定の評価は与えられそうであるが、それでは債券市場整備は何のために行われてきたのか。また、今後も続けていく意義は何か。その検討が、本稿の重要な目的の一つである。

「はじめに」でも述べた通り、域内の金融システムを整備することは極めて重要である。その最大の目的は、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が、これを実現するための課題は広範囲に及ぶ(図表8)。債券市場の整備は、このような全体像の一部であることを念頭に置いて考えなければならない。

今までの経緯からまとめると、債券市場整備の目的は大きく4つある。第1に、十分に拡大していない資金調達手段としての整備である。各国においては、銀行部門、債券市場、株式市場をバランスの取れた形で整備することが望ましい。97年に通貨危機が発生した際、アジア諸国の債券市場は全般に未整備であった。

第2に、資本フローへの対処である。アジア諸国において調達される資金は国内資金と海外資金に分けられ、さらに後者は域内から

図表8 アジアの金融システム整備の課題

- ・財政政策運営、債務管理
- ・中央銀行運営
- ・銀行改革
- ・資本市場整備
- ・強制貯蓄、社会保障
- ・金融へのアクセス:マイクロ・ファイナンス、中小企業金融、貿易金融
- ・住宅金融
- ・金融インフラ
 - －規制、監督、会計、コーポレート・ガバナンス
 - －支払・決済システム、取引システム、担保登録、信用情報システム
- ・外貨準備、ソブリン・ウェルス・ファンド運営
- ・域内金融統合
- ・イスラム金融

(資料) Asian Development Bank

の資金と域外（主に先進国）からの資金に分けられる。債券市場の整備により、資本フローへの依存度を引き下げることが求められる。

第3に、実体経済の成長の支援である。金融仲介手段としての債券市場の整備により、域内の内需拡大が促進されることが期待される。

第4に、域内金融統合の促進である。世界金融危機の発生に伴う世界経済・金融情勢の変化を受けて、その重要性は高まったと考えられる。

21世紀政策研究所〔2011a〕では、危機対応（ダブル・ミスマッチの軽減や銀行依存の金融システムからの脱却）に加え、近年、債券市場整備の必要性が高まっている理由として、①アジア経済が急成長して資金需要が高まっていること、②インフラ・環境改善・省エネ・気候変動対応などのファイナンス手段として期待されること、③アジアに進出した日系企業などの多国籍企業の資金調達手段として期待されること、④社会保障制度の整備や中間層の拡大に伴い、資産運用手段として債券市場の重要性が高まっていること、があげられている。さらに、日本としても、1,450兆円の個人資産の中からアジア投資に振り向ける部分を増やしアジアの資金需要に応えることが重要であること、日本市場の整備も進めなければならないこと、が言及されている。これらの点は、第3の目的としてあげた実体経済の成長の支援に関連するものといえよ

う。

ここで、日本政府の政策についてみると、2010年12月に金融庁が発表した「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」において、「アジアと日本とをつなぐ金融」が柱の一つとされ、その方策として「アジアの主たる市場（メイン・マーケット）たる日本市場の実現」と「我が国金融機関のアジア域内での活動拡大」があげられている。後者を実現するための具体策に「アジア諸国の金融・資本市場に関する政策協定の推進」が含まれており、アジア債券市場整備は日本の金融機関の活動拡大と結びつけて考えられている（注1）。

ちなみに、全国銀行協会〔2011〕は、銀行の業務分野として、インフラ整備関連融資や現地進出した日本企業および現地地場企業の成長支援が重要であるとする一方、その目的を果たすために、①法制度の整備および透明化（一定の調和）、②現地通貨関連規制などの金融規制の緩和、③地場企業の信用情報の整備や公的信用補完、などを求めている。これらは、銀行が現地進出を含めたクロスボーダー取引を実施する場合に障害として認識される要因を明らかにしているが、債券市場整備を考える場合にも類似の障害を考慮する必要がある（詳細は後述する）。

2. バランスの取れた国内金融システムの整備

(1) 銀行部門中心の金融システム

域内金融協力の出発点は、97年のアジア通貨危機であった。危機の原因として、①事実上のドル・ペッグ制、②資本流入の急増、③不健全な銀行・企業部門、などが指摘された結果、域内金融協力の課題として、①緊急時の流動性支援体制の整備、②政策対話とサーベイランス、③債券市場の整備、④為替制度変更の検討、などへの取り組みが行われることとなった（注2）。

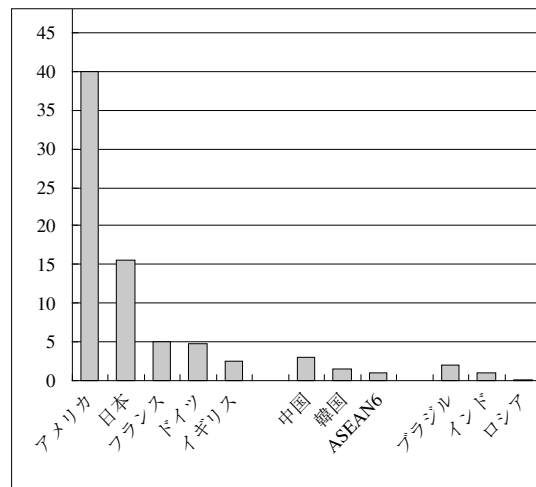
事実上のドル・ペッグ制はアジア諸国通貨の過大評価につながり、輸出の急減を招いた。また、為替リスクに対する意識を希薄にし、急激な資本取引自由化とともに資本流入の急増をもたらす要因となった。資本流入に伴い、外貨準備残高に比較して対外債務が急増し、いわゆるダブル・ミスマッチ（通貨と期間のミスマッチ）が生じた。

金融システムに関して付言すれば、銀行部門中心の金融システムであったことが通貨危機を招く要因となった。銀行と資本市場は相互補完的に経済成長を促進するため、両者のバランスの取れた金融システムの形成が望ましい。通貨危機以前のアジア諸国では、企業は国内外の銀行からの借入をを主要な資金調達手段としていた。図表7に示した9カ国・地域の債券発行残高が世界全体に占める割合

は、2009年9月末には6.7%となっているが（図表9）、96年末には2.1%に過ぎなかった。急速な経済成長が実現する中で、金融システムには脆弱性が残されていたといえる。

政府、銀行、企業の間には緊密な関係が存在し、融資先企業に対する銀行の審査やモニタリングは不十分であった。具体的には、①融資先企業の選択に政府が関与していたこと、②政府が銀行融資に対して暗黙の保証を行っており、借り入れ企業が倒産した場合には無条件で救済するケースもみられたこと、③銀行が同じビジネス・グループ内の企業に対して十分な審査をせずに融資を行う場合が多かったこと、などが指摘出来る。そのため、銀行融資の急速な拡大が過剰な設備投資や不動産バブルにつながり、それが通貨危機の原

図表9 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

因の一つになったとみられる。通貨危機以降、債券市場の形成によってこのような緊密な関係が変化し、金融システムの健全性の向上につながることを期待された。

このように、金融システムに欠けている部分を補完することが、債券市場整備の大きな目的であった。

(2) 債券市場が果たす役割

一般的にも、債券市場の整備は多くのメリットをもたらす。第1に、資金調達・運用手段の多様化が可能となる。アジア諸国ではインフラ整備や設備投資などの長期投資が重要課題であり、債券の発行により投資期間に見合った資金を固定金利で調達することは、大きな意味を持っている。一方、投資家は新たな運用手段を獲得することになるが、このことは長期資金を運用する年金基金・保険会社などの機関投資家にとって特に重要である。アジア諸国においては、機関投資家が今後拡大すると考えられる。加えて、アジア諸国の貯蓄率は全般に高く、個人投資家の豊富な資金の運用対象としても債券市場は重要な役割を果たす（注3）。

第2に、社債市場では、信用リスクや市場リスクが数多くの投資家に分散されることや、企業の標準化された情報開示を前提とすることなどから、透明性と信用力において評価が確立した大企業であれば、銀行借入れよりも低いコストでの資金調達も可能となる。そして、流通市場の発展が、リスクの分

散・低減とコストの低下を促進する。さらに、債券市場の成長による情報開示の改善などが銀行部門にも好影響をもたらすこと、あるいは社債市場と銀行部門の間に競争関係が生じて銀行部門の効率性が改善することなどにより、銀行からの資金調達コストが低下する可能性もある。

第3に、債券市場で形成される金利は、様々な役割を果たす。債券市場における適正な価格（金利）形成は、効率的な資金配分を行うためのシグナルとなる。これに対し、銀行融資は個別性が強く、すべての融資において適正な価格（金利）・取引金額が成立するとは限らない。債券市場において市場原理が的確に機能すれば、資金配分の効率化を促進することが出来る。特に、アジア諸国の銀行中心の金融システムにおいては、政府の関与により効率的な配分が阻害されていた可能性が強く、その改善が期待される。

また、債券市場の整備により、長短金利体系が確立する。そのためには流通市場の発展が前提となるが、金利に関するデリバティブ市場（先物市場、スワップ市場など）が整備され、金利リスクのヘッジが容易となり、国内金融システムがより充実したものとなる。その結果、金融機関などのリスク管理が改善し、危機管理能力も高まる。長期金利を割引率の目安にすることも可能となり、株式や不動産などの価格形成もより合理的なものとなる。このように、市場で形成される金利は多

くの情報をもたらす。債券の値動きやイールドカーブを参照することにより、外部環境の変化が企業の信用力に及ぼす影響や将来の金利期待を知ることも出来る。

なお、社債市場では不特定多数の投資家にリスクを負担させることから、企業の情報開示が強化され、その信用力が国債金利との金利スプレッドとして明確化される。このことが企業の資金調達コスト引き下げの意欲を強め、マネジメントの改善にもつながると考えられる。

このように、債券市場の整備によって様々な形で金融システムの効率化が促進され、ひいては経済成長に貢献すると考えられる。特に社債市場に関しては、資金調達・運用方法が多様化・効率化出来ること、企業情報開示やガバナンスの改善が期待出来ることなどが、重要な点といえる。

さらに、経済発展に関連付けて金融システムの発展を論じることも重要である（注4）。上記の通り、債券市場整備には多様なメリットが期待されるが、経済発展段階が低い状況では、銀行部門が金融システムにおいて果たしうる役割が大きい。しかし、経済発展が進むにつれて、法制度整備の進捗や市場認知度が高い大企業の増加などにより、社債や株式による資金調達需要が拡大すると考えられる。また、家計資産の蓄積とともに、投資信託業や保険業などの機関投資家の重要性も高まる。

アジアにおいては、経済発展に伴い、まさにこのような状況が展開しつつある。市場の発展段階は国ごとに異なるが、それぞれの段階において、社債市場整備の必要性が存在すると考えられる。また、経済発展とは異なる要因であるが、BIS規制の強化など多様な形で銀行規制が強化される傾向にあることも、銀行部門と債券市場の関係に影響を与える可能性がある。

なお、Felman et al. [2011] は、一般的に社債市場整備が有意義である理由として、リスク分散・移転が容易であるため大規模・長期のプロジェクトに対する資金仲介が銀行融資に比べて容易であること、外国為替ポジションの制限や自己資本比率規制など多様な規制に服する銀行融資よりもクロスボーダー取引が拡大しやすいこと、の2点を強調している。

3. 資本フローへの対処

通貨危機の原因として銀行依存度の高さとともに指摘されたのが、ダブル・ミスマッチの存在である。債券発行は、国内銀行融資に加え資本フローに代替する資金調達手段として考えられた。

過度の銀行依存やダブル・ミスマッチという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（注5）、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る

う（注6）。

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度はむしろ高まった。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、97年の危機とは異なり急激な資本流出を招いた原因がアメリカなど先進国側にあったことに加えて、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の変化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、すでにみた通り、世界金融危機に際し、アジア債券市場は平時の機能を比較的維持し、危機後も着実に拡大している。IMFは、社債発行が資本流入や国内銀行融資の「スペア・タイヤ」として機能したと評価している。

これらの経験から、債券市場の拡大に平時の資本フローの増加を抑制する力はあまりないとしても、危機に際して海外からの資本流入や国内銀行融資が減少した場合に、これを補完するものとして債券市場が重要な役割を果たすことが示されたといえる。ここから、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、という教訓を得ることも出来よう。

債券発行と資本フローの関係についてはより厳密な分析が必要と思われるが、債券市場を拡大しても資本フローの増加が抑制されな

い要因の一つとして、内外市場が完全代替でなく、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ことが考えられる。

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のような現象は起こりにくいはずである。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。

この状況では、資本フローに影響を与えるために債券発行を拡大するだけでは必ずしも十分ではない。為替介入や資本取引規制についても、併せて考える必要があるといえよう。

4. 実体経済の成長の支援

(1) 為替政策の変化とその影響

以上の目的は、国内金融システムの整備や金融の安定に関するものであるが、実体経済との関連にも注目しなければならない。

通貨危機を経て、危機に見舞われた諸国は事実上のドル・ペッグ制を放棄し、変動相場制に移行した。これにより、適正水準から乖離した水準に為替レートが固定されて通貨危機が起こる可能性は低下した。

さらに各国は、実質実効為替レートの増価

図表10 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	10年
中国	0.8	3.9	3.1	1.4	1.3	2.8	7.1	10.6	6.0	5.2
香港	▲2.5	▲4.4	1.5	6.3	5.9	10.4	11.4	12.3	8.6	6.6
インドネシア	▲2.9	▲1.6	3.8	3.7	4.3	3.5	0.1	2.4	2.6	0.9
韓国	▲4.0	▲1.6	11.3	5.3	1.6	1.9	2.2	2.1	3.9	2.8
マレーシア	▲4.4	▲5.8	13.0	15.7	7.9	12.0	15.0	15.9	16.5	11.8
フィリピン	▲4.6	▲5.2	2.3	▲3.8	▲2.4	0.4	2.0	4.9	5.8	4.5
シンガポール	15.0	15.5	22.2	17.4	13.0	23.4	21.1	27.3	19.0	22.2
台湾	3.8	2.4	1.2	2.7	6.4	9.8	4.8	8.9	11.4	9.4
タイ	▲7.9	▲2.1	12.8	10.2	4.4	3.4	▲4.3	6.3	8.3	4.6

(注) 2009年の韓国とタイ、2010年のすべての国は推計。

(資料) IMF, *World Economic Outlook Database*

図表11 外貨準備額の推移

(億ドル)

	1997年	2010年
中国	1,399	28,473
香港	928	2,687
インドネシア	174	929
韓国	204	2,915
マレーシア	210	1,066
フィリピン	88	554
シンガポール	713	2,258
台湾	835	3,820
タイ	270	1,721
合計	4,821	44,423

(資料) 各国資料

を抑制し、外貨準備の蓄積を図るとともに、輸出主導型成長戦略を採用した。これにより各国の経常収支は黒字に転換し、外貨の安定的な供給源となった(図表10)。同時に、対外債務が減少するとともに外貨準備が増加し、対外的な脆弱性(外貨が枯渇するリスク)は低下した(図表11)。

この点に関連し、好ましくない結果が生じたという指摘もある。第1に、外貨準備の蓄積は過剰であり、低利回り運用により膨大なコストが生じているという見方である。第2

に、アジア諸国の経常収支黒字の持続がグローバル・インバランスの拡大につながり、これが世界金融危機の一因になったという見方である(注7)。

外貨準備の蓄積は危機に際しての流動性供給や為替介入のために有効なものであり、低利回りはやむを得ない面があるが、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、一つの対処法となろう。

(2) 投資率の低下と債券市場整備

経常収支黒字の持続と表裏をなす問題として、投資率の低下がある。97年の通貨危機以前、危機に見舞われた国では投資率が貯蓄率を上回り、海外から資金を調達することは不可欠であった。通貨危機を経て、これらの国では投資率が大幅に低下した(図表12)。

その原因として指摘されたのは、以下の点である(注8)。第1に、通貨危機以前に設備投資や建設投資が過剰に拡大していたことである。第2に、通貨危機以降に銀行や企業

図表12 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	09年	10年
中国	貯蓄率	42.1	41.8	38.0	37.6	44.0	49.2	52.4	54.2	54.0
	投資率	41.9	37.9	36.6	36.3	41.2	42.1	41.7	48.2	48.8
	貯蓄超過	0.2	3.9	1.4	1.3	2.8	7.1	10.6	6.0	5.2
香港	貯蓄率	31.5	29.6	31.1	30.9	32.3	31.9	33.3	29.9	30.4
	投資率	34.1	34.0	24.8	25.3	21.9	20.6	20.9	21.3	23.8
	貯蓄超過	▲2.6	▲4.4	6.3	5.6	10.4	11.4	12.3	8.6	6.6
韓国	貯蓄率	35.4	33.9	34.2	30.8	32.3	31.9	31.5	29.9	31.5
	投資率	36.9	35.4	28.9	29.2	29.9	29.7	29.4	25.9	28.7
	貯蓄超過	▲1.5	▲1.5	5.3	1.7	2.4	2.2	2.1	3.9	2.8
台湾	貯蓄率	28.7	27.4	27.6	26.3	29.1	28.4	31.7	29.0	32.3
	投資率	26.7	25.1	25.0	19.8	19.9	22.7	22.1	17.7	22.6
	貯蓄超過	2.0	2.4	2.7	6.5	9.2	5.7	9.6	11.4	9.7
インドネシア	貯蓄率	36.2	37.5	24.3	26.8	29.1	25.2	27.3	33.6	33.4
	投資率	39.3	39.1	20.6	22.5	25.6	25.1	24.9	31.0	32.5
	貯蓄超過	▲3.0	▲1.6	3.7	4.3	3.5	0.1	2.4	2.6	0.9
マレーシア	貯蓄率	34.1	37.1	38.1	32.3	34.7	35.0	37.5	31.0	33.1
	投資率	43.6	43.0	22.4	24.4	22.8	20.0	21.6	14.5	21.3
	貯蓄超過	▲9.6	▲5.8	15.7	7.9	12.0	15.1	15.9	16.5	11.8
フィリピン	貯蓄率	17.8	19.5	15.0	16.5	17.2	16.6	20.3	20.5	20.1
	投資率	22.5	24.8	18.8	19.0	16.8	14.6	15.4	14.6	15.6
	貯蓄超過	▲4.6	▲5.3	▲3.8	▲2.4	0.4	2.0	4.9	5.8	4.5
シンガポール	貯蓄率	49.6	52.6	48.3	39.6	38.8	41.1	48.4	45.4	46.0
	投資率	33.3	37.2	31.3	26.8	16.1	20.0	21.1	26.4	23.8
	貯蓄超過	16.4	15.4	17.1	12.9	22.7	21.1	27.3	19.0	22.2
タイ	貯蓄率	34.1	32.9	30.7	28.5	28.3	27.1	32.8	29.5	30.7
	投資率	42.1	33.7	20.5	24.1	25.0	31.4	26.4	21.2	26.0
	貯蓄超過	▲8.0	▲0.8	10.2	4.4	3.4	▲4.3	6.3	8.3	4.6

（注）2009年の韓国とタイ、2010年のすべての国は推計。

（資料）IMF, *World Economic Outlook Database*

のリストラクチャリングが進められ、投資が抑制されたことである。特に、中小企業は主に内需に依存しているため業況の回復が遅れ、信用力の低さから新規投資に必要な資金調達が困難であった。第3に、中国に直接投資が集中し、他の国での投資が抑制されたことである。第4に、企業が投資リスクの上昇を認識したことである。その背景には、各国の輸出依存度の上昇により、景気見通しの不確実性が高まったことがある。

ただし、これらが構造的な投資率低下の原

因としてどの程度説得力を持つかについては、やや疑問がある。投資率はその後も大きく回復することはなく、原因は十分に解き明かされないままとなっている。少なくとも、アジア経済に構造変化が起きていることは間違いない。

投資率を回復させるために、債券市場などの国内金融システムの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がありうる。こ

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。これを実現するには、債券市場の主要な投資家である機関投資家の育成に努め、リスク許容度の高い資金の供給を増やすことも必要となる。

(3) 世界金融危機の発生とアジア内需の重要性の高まり

世界金融危機の発生に伴い、アジアの内需拡大を重視する見方が増えている。第1に、危機以降、グローバル・インバランスの本格的な是正が必要ではないかと主張されるようになった。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とされる（注9）。輸出志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。

第2に、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で途上国が高成長を回復する中、アジア諸国は域内の内需を拡大し、従来の先進国を主な最終消費地とする輸出に依存した経済構造を修正すべきである

という見方が出てきた。

日本にとっても、アジアの内需拡大は重要な意味を持っている。日本では、成長を維持するためにアジア諸国との経済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。債券市場整備も、これらのニーズに応えるものとする必要がある。

5. 各国市場整備の意義(ここまでのまとめ)

各国市場整備の意義は、第1に、バランスの取れた国内金融システムの整備、すなわち金融システムに欠けている要素を補完する、あるいはすでに存在する市場をより効率化する、ということである。この意義は、非常に重要なものである。

第2に、資本フローに対処することである。従来の経緯をみると、平時にはこの役割に多くを期待することは難しいかもしれないが、近年、債券市場への資本流入は急拡大しており、外貨建ての銀行融資などに代替している可能性があるともみることが出来よう。

第3に、金融仲介の効率化により、域内の内需拡大を促進することである。世界金融危機を経て、この役割は重要性を増しているといえよう。

このように、各国債券市場の整備は、①金融システムの効率化、②危機への備え、③消費や投資の促進、に役立つことになる。危機

への備えとは、主に資本フローや国内銀行融資が縮小した際にこれを債券発行が補完するという意味である。

6. 域内金融統合の促進

(1) 域内金融統合の促進が主張されたきっかけ

ABMIにおいては、当初より「アジアの貯蓄をアジアの投資に」という主張がなされた。これには、「国内の貯蓄を国内の投資に充当し、貯蓄超過を減らす」という意味に加えて、「域内の貯蓄を域内の投資に充当する」という域内金融統合促進の意味が含まれている。

これが主張された背景には、「資本フローの非対称性」という見方がある。通貨危機以降、ASEANを中心とするアジア諸国が投資の減少により貯蓄超過となる中、「アジアの貯蓄はいったん域外に向かい、先進国を経由して戻ってきている。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である」という見解がしばしば示された。また、アジアからの投資は外貨準備による債券投資など低利回りの投資が多いのに対し、アジアへの投資は直接投資や株式投資など高利回りの投資が多い、という点が問題視された。

最近では、先進国の金融緩和やアジアの高成長期待から資本流入が大きく拡大しており、域内クロスボーダー取引を拡大して先進

国からの資本フローへの依存度を引き下げる意義が増しているとも考えられる。

アジアの貯蓄が域外に向かうことや先進国から資本が流入することは、必ずしも悪いことではない。特に、対内直接投資はアジアの成長を支援しているといえる。また、貯蓄投資バランスや資本フローの現状には、前述の通り、為替政策など金融システム以外の要因も作用している。さらに、域内では情報の非対称性が小さい可能性があるものの、域内の資金であれば危機に際して流出する可能性がない、というわけではない。

これらの現象を問題視する裏には、なるべくアジア諸国が利益を得るべきであるという地域主義的な考え方が存在するといえそうである。

アメリカを中心とする先進国への投資を減らすことは、容易ではない。しかし、少なくとも、機関投資家など域内の金融システムを整備し、リスク許容度の高い資金の供給を増やすことには、大いに意義がある。域内の豊富な貯蓄をアジア・マネーと呼ぶならば、その拡大とともに「アジア・マネーの域内での運用」が重要なテーマとなることは間違いない。

(2) 域内金融統合を強化する意義

域内金融統合の促進は、各国市場の整備と同様に、①金融システムの効率化、②危機への備え、③消費や投資の促進、に役立つと考えられるであろうか。

このうち、危機への備えに関しては、議論の余地がある。すでに指摘した通り、域内では情報の非対称性が小さい可能性があるものの、域内資金であれば危機に際して流出する可能性がゼロというわけではない。規制上、域内投資家は域外投資家と区別して取り扱ってよい、あるいは、域内クロスボーダー取引に関しては資本取引規制は必要ない、というような考え方がなされることがあるが、これは慎重に検討する必要がある。

一方、金融システムの効率化や、消費や投資の促進に役立つということはいえるであろう。まず、金融システムの効率化に関しては、第1に、クロスボーダー取引の拡大により競争が促進されるため、域内の金融資本市場や金融機関が強化される。債券市場についてみると、多様な投資手法を持つ投資家の受け入れにより、投資家の多様化や流通市場の流動性の向上が実現する。また、新しい金融商品やリスク管理手法、企業の情報開示やガバナンスに関する国際標準などが導入され、市場の成熟度や信頼性が向上する効果も期待出来る。

第2に、域内の個人や企業が、より優れた新たな金融サービスを受けられるようになる。海外からの投資の拡大は、国内の資金調達者にとって利用可能な資金の増加や資金調達コストの低下をもたらす。各国の資本取引自由化が進めば、域内諸通貨による資金調達も可能となる。一方、投資家は、国際分散投

資によりポートフォリオの多様化や投資リスクの軽減を実現出来る。また、非居住者による発行の拡大は、国内の投資家にとって新たな投資機会の獲得を意味する。

第3に、域内の資金配分の効率性が改善する。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も可能となる。

次に、消費や投資の促進に関しては、域内金融統合の促進により、各国の内需拡大を支援することが容易になると考えられる。各国の内需が拡大することにより、域内経済の緊密化、すなわち実体経済の統合が進むことが期待される。このように、域内において金融統合と実体経済の統合が相互促進的に進むシナリオが考えられる。

(3) 域内金融統合の重要性の高まり

世界金融危機以降、域内金融統合を促進する意義は高まったと考えられる。第1に、アジア諸国が輸出主導型成長戦略の修正を図り、内需を拡大すれば、域内で最終製品貿易が拡大する可能性が高い。EUやNAFTAに比較して、アジアでは最終財輸出における域内向けの割合が低い（注10）。貿易規制など制度面の要因から最終財の貿易が妨げられてきた面もあり、域内におけるFTAやEPAの締結増加が最終財貿易を促進することも考えられる。また、所得水準の上昇に伴う中間層や富裕層の増加が消費構造の変化をもたらしていることも、促進材料となる。所得格差の改善

が実現出来れば、一層の支援要因となる。アジアは、従来の中国を中心とした「世界の工場」の役割を失うことはないが、同時に「世界の市場」としての役割を強め、世界経済の成長をけん引していくことが期待される。その結果、先進国に対する輸出依存度の低下が加速するとともに、アジアの経済緊密化（実体経済の統合）が一層進む可能性がある。

こうした中、企業活動もクロスボーダー化してきており、域内金融統合を同時に進めることで、金融システムの強化、新たな金融サービスの提供、資金配分の効率化などを実現していく意義が高まっていると考えられる。

第2に、アジアへの投資意欲が、先進国からも域内からも極めて旺盛となっている。これを市場拡大や経済成長に適切に利用することが重要であり、そのためにクロスボーダー取引の障害を軽減することが求められる。アジアの資金が潤沢であるならば、これをなるべくアジアに投資させるべきであるとも考えられる。

域内金融統合の強化は、長期的な課題である。今後、これをどのような形で実現していくかについては、そのメリット、デメリットを含め、十分な議論が必要である。

7. まとめ

ここに述べたいずれの目的に関しても、債券市場整備が果たしうる役割は多く残っていると考えられ、引き続き、域内金融協力の重

要なテーマとして推進していくべきである。

各国債券市場の整備は、①金融システムの効率化、②危機への備え、③消費や投資の促進、に役立つことが期待され、その推進には何の問題もない。整備が不十分であれば、努力を継続すべきである。

一方、域内金融統合には、金融システムの効率化や、消費や投資の促進の効果が期待出来るが、対外開放のリスクを伴うため、危機への備えとして有効かは議論があろう。域内の資本取引を優先的に自由化して推進すべきか否かは、慎重な検討を要する。域内金融統合は長期的な課題であり、制度構築などの面で早急に成果を出すことに過度にこだわる必要はないと思われる。

なお、危機対策には多くの手段を組み合わせることが必要であり、債券市場整備に加えて為替政策、資本取引規制、CMIMなどにつき併せて考えることが不可欠である。

(注1) アクションプランの3本柱は、I. 企業等の規模・成長段階に応じた適切な資金供給、II. アジアと日本をつなぐ金融、III. 国民が資産を安心して有効に活用出来る環境整備、である。II. のうち「アジアの主たる市場（メインマーケット）たる日本市場の実現」には①総合的な取引所の創設、②英文開示の範囲拡大、③企業における会計実務の充実、④株式等のブロックレートの円滑化、⑤公募増資に関連した不正な取引への対応、⑥クロスボーダー取引に係る税制の見直し、⑦非居住者債券所得非課税制度の恒久化・拡充、⑧会計基準の国際的な取崩への対応、⑨国際金融規制改革への積極的な対応、⑩クロスボーダー取引の監視強化、が含まれ、「我が国金融機関のアジア域内での活動拡大」には①アジア諸国の金融・資本市場に関する政策協調の推進、②金融機関による中堅・中小企業のアジア地域等への進出支援、③保険会社による海外不動産投資や外国保険会社買収の障壁となる規制の見直し、が含まれる。

- (注2) 危機の原因の詳細は、清水 [2009]、2ページを参照。
 (注3) 奥田 [2007] は、証券会社、市場性資金調達に依存するノンバンク、機関投資家など、多様な金融機関にとって債券市場の拡大が有益であることを指摘している。
 (注4) 以下は、奥田 [2007] による。
 (注5) アジア金融システム研究会 [2009] は、どちらの問題もその存在を確認することは難しいと述べている。
 (注6) 最近の動きをみても、先進国の金融緩和やアジアの高成長期待から資本流入が急増しており、これに対する対策がASEAN+3において議論されている。
 (注7) ただし、これを検証することは困難である。危機の原因としては、アメリカのサブプライム・ローン問題に代表される金融システムの不備をまず考えるべきであろう。
 (注8) IMF [2005]、IMF [2006] による。
 (注9) IMF [2010a] による。
 (注10) 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 [2010] 第2章第2節も参考になる。

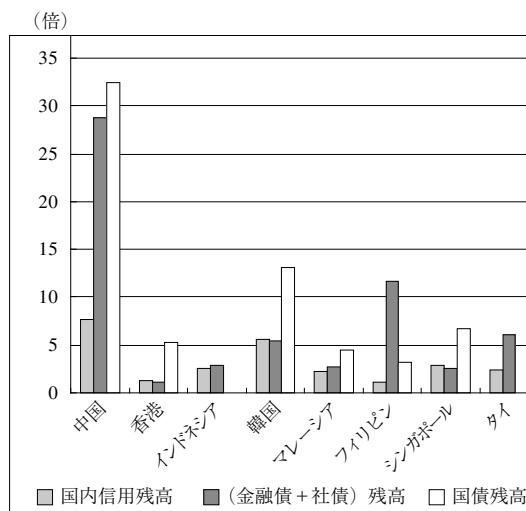
Ⅲ. バランスの取れた国内金融システムの整備

1. アジア諸国の金融システム構成の変化

通貨危機以降、各国の金融システムの構成はどのように変化したであろうか。図表13は、97年末から2009年末にかけての国内信用残高、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は示していないが、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

図表13 金融資本市場の拡大状況



- (注1) 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。
 (注2) インドネシアとタイの国債については、値が非常に大きいため省略した。
 (資料) IMF-IFS、BIS

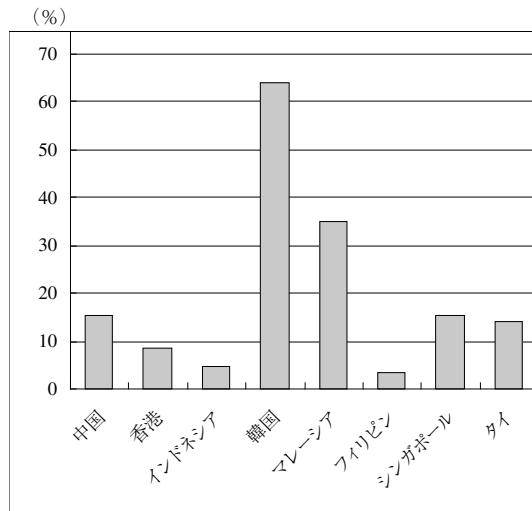
比較すると、中国・フィリピン・タイで後者の伸び率がかなり上回るが、その他の国では両者に大きな違いが認められない。したがって、少なくとも残高ベースでは、上記3カ国以外で債務性の資金調達における債券発行の重要性が高まったとはいえない。

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14)。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年間の伸び率は非常に高いが、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。

社債市場の相対的な規模は小さく、また、図表3で示した通り、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。

図表14 (金融債+社債) 残高/国内信用残高 (2009年末)



(資料) IMF-IFS、BIS

Asian Bonds Onlineには、国内資金調達構成比率 (domestic financing profile) が時系列で掲載されている(図表15)。これをみると、多くの国で債券発行の割合が上昇しているが、これには国債が含まれているため、注意が必要である。

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 [2009] 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、企業向け融資が

図表15 国内資金調達の構成比率

(%)

	1995年末			2004年末			2010年9月		
	銀行	債券	株式	銀行	債券	株式	銀行	債券	株式
中国	85.5	8.9	5.6	74.7	13.1	12.2	56.1	20.0	23.9
香港	38.3	5.2	56.5	20.9	5.3	73.8	14.2	5.1	80.6
インドネシア	61.6	1.7	36.7	33.5	29.3	37.2	34.8	16.7	48.6
日本	43.4	32.4	24.2	37.4	44.8	17.8	48.4	39.5	12.1
韓国	57.6	23.6	18.9	48.4	30.4	21.3	34.1	35.1	30.9
マレーシア	30.7	15.7	53.6	36.3	23.6	40.1	35.1	25.2	39.7
フィリピン	35.5	19.9	44.6	46.4	25.1	28.5	21.3	28.2	50.5
シンガポール	26.9	9.6	63.5	23.3	19.2	57.5	19.0	15.8	65.2
タイ	60.9	4.0	35.1	52.3	17.4	30.3	48.5	23.4	28.2

(注) 銀行融資残高、債券発行残高、株式時価総額による比較。

(資料) Asian Bonds Online

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を一層深める必要がある。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. 成熟度が高まった債券市場

前項の分析は債券市場の規模によるものであるが、Felman et al. [2011] は、①市場の集中度や、②企業の総資産に対する社債発行額の大きさを用いて、市場の成熟度を分析している。市場が成熟するとともに、より多くの企業が債券を発行するようになるため、市場の集中度(発行体が少数であれば概ね高い)は低下する。また、当初は固定的な発行費用がかかることやベンチマークを作ろうとする意図などから総資産に対する発行規模は大きくなるが、次第に必要なときに必要な金額を調達する機動的な発行となるため、この値は小さくなると考えられている。

結論として、アジア債券市場の成熟度は高まっているが、先進国市場と比較すれば、発行体がさらに多様化するとともに、債券発行がより日常的な資金調達手段となる必要があるとしている。

これは、社債市場の構造や発行の動機などに踏み込んだ分析であり、資金循環表や企業のバランスシートを用いた資金調達構造の分

析とともに、今後、研究を深めるべき分野であるといえよう。

3. 域内金融協力の範囲に関する検討

現在行われているABMIの見直しにおいて、イニシアティブの範囲に株式市場整備を含めることが検討されている。これについては、ASEANにおける株式市場統合に向けた動きとの関係を考慮する必要がある。これを無視してABMIに株式市場整備を含めることは、完全な重複となり現実的ではない。

ASEAN諸国の間では、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)で合意がなされており、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。

資本市場に関しては、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、2015年までに域内資本市場の統合を目指す資本市場統合実施計画(Implementation Plan)が2009年に採択された(図表16)。

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

図表16 ASEAN資本市場統合実施計画の詳細

<p>A. 域内統合を可能とする環境作り (1) 調和と相互承認の枠組み ①クロスボーダー資金調達の支援 ・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。 ②クロスボーダーの商品販売の支援 ・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。 ③クロスボーダー投資の支援 ・地場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。 ④仲介業者の市場アクセスの支援 ・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. 市場インフラ、域内に焦点を当てた商品・仲介業者の育成 (2) 証券取引所の連携とガバナンスの枠組み (取引所連携の枠組み作り) ①域内証券取引所の中期ビジョンの作成 ・中期ビジョンの作成。 ・域内取引所の連携の実施。 ②インフラ整備 ・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。 ③クロスボーダー取引の促進、域内市場の育成 ・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) ①すべての取引所の株式会社化 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 ③取引所のリンク強化のため、取引所間の情報交換や協力を強化</p>
<p>(3) 新商品の開発、域内の仲介業者の育成 ①域内商品の開発 ・域内商品（ETF、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。 ②域内で広く活動する証券会社を育成する環境作り</p>
<p>(4) 債券市場の強化および統合 ①現在進行中の債券市場イニシアティブのレビュー ・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。 ②インフラ整備・リンクおよび市場流動性の改善 ・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>C. 統合プロセスの強化 (5) 各国の資本市場育成計画 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 ・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。 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 ・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>(6) ASEAN事務局を通じた、ASEAN実施・調整プロセスの強化 ①統合に向けた専任チームの設置 ・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。 ②ACMFの権限外の提言の実施を支援 ・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] "The Implementation Plan"

(①調和と相互承認(注11)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債券市場の強化・統合)、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。

これに基づき、情報開示基準の調和(ASEAN and Plus Standards Scheme)、域内証券取引所の相互接続、ASEAN株価指数やETFの開発を通じたASEANの単一資産クラスとしての確立、などに向けた努力が実施されている。

資本市場統合実施計画には、ABMIと重複する部分がある。特に、①調和と相互承認の枠組み、④債券市場の強化・統合、がそれに該当しよう。したがって、別々に活動を続けることも、重複につながる可能性が高い(注12)。清水[2010]でも連携の必要性を指摘したが、重複する部分につき協働を実現していくことが現実的ではないかと思われる。そのための組織改編についても、検討する必要がある。資本市場統合実施計画でも、④債券市場の強化・統合において、他のイニシアティブとの連携を図るとしている。

今後、債券市場整備においてクロスボーダー取引の障害の軽減や法規制等の調和を図るに当たり、ASEANの株式市場統合の動きと可能な範囲で連携することが望ましい。債券市場と株式市場では当局の担当者が異なり調整が難しいとの意見があり、また、株式市

場に関して日中韓がASEANの議論にどのような形で加わるか、といった問題点も指摘されるが、両者には証券関連法制など共通する部分も多いとみられる。特に、決済システムの統合を実現するためには、債券と株式を併せて考えることがコスト面から不可欠であるという見方もある。

少なくとも、ABMIにおいて、企業の資金調達方法に関する調査研究機能を拡充することが必要であろう。この点は、21世紀政策研究所[2011a]でも触れられている(「6.2.5発行体増加に資する基礎研究」)。調査研究に必要なデータの整備に関し、域内協力を強化することも考えられる。たとえば、資金循環表が十分に整備されているのは一部の国に限られるなど、障害となる問題は多い。

(注11) 相互承認 (mutual recognition) 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。

(注12) ASEANではクロスボーダー債券取引の障害の特定および軽減に向けた取り組みが始まっている模様であり、これはABMIの取り組みと重複する可能性が高い。

IV. 資本流入の拡大と債券市場整備

1. アジアにおける資本フローの推移

(1) 国際収支統計による分析

次に、アジアに対する資本フローの増加と債券市場の関係について考える。まず、国際収支統計により、アジアへの資本フローの推

移をみる（図表17）。中国の資本収支の流入額合計をみると、2004年に1,000億ドルを超え、2007年には2,412億ドルとなった。この時期は、アメリカを中心に世界経済が活況を呈する一方、高利回りを求めて資金が途上国に流れ込んだ。その後、世界金融危機により2008年、2009年と流入額は低水準にとどまったが、2009年半ば以降、途上国への資本流入が回復したことから、2010年には4,055億ドルと急増した。

香港・韓国・シンガポール・タイ・インドネシア・フィリピンの流入額合計をみると、やはり2004年から2007年にかけて増加しており、2008年、2009年と落ち込んだ後、2010年に急増している。中国との相違点は、2008年の落ち込みが大きく、2010年の流入額合計が2007年の水準を下回っていることである。ただし、2010年の流入額が2009年に比較して急増した点は共通している。

中国では、資本取引規制の影響もあって証券投資の流入額は相対的に小さく、直接投資が主体となっている。2010年を2007年と比較すれば、流入額増加の最大の要因はその他投資（借入れが主体）である。ただし、直接投資や証券投資もある程度伸びている。

その他の国をみると、香港・韓国・シンガポールでは2010年の流入額が2007年を超えておらず、やや勢いに欠ける。2007年以降の動きでは、香港で対内証券投資の減少がみられる一方、韓国ではその他投資が減少する中、

証券投資は好調である。シンガポールでは直接投資が伸びており、それぞれ異なる動きとなっている。

タイ・インドネシア・フィリピンでは2010年の流入額が2007年を上回っており、ASEAN諸国の景気的好調ぶりを反映した動きとなっている。顕著に増加している項目は、タイでは証券投資とその他投資、インドネシアは3項目すべて、フィリピンでは証券投資である。このように、各国の動きは多様であるが、先進国・地域である香港・シンガポール以外で証券投資が好調である点は共通しており、途上国アジアの株式・債券市場に対する海外投資家の関心が高まっていることが明らかである。

IMF [2011] は、今回の資本流入の回復が、アジア通貨危機や世界金融危機に先立つ時期と比較して、極めて短期間に起こったことを指摘している。また、香港への銀行融資やインドネシア・韓国・マレーシアへの債券投資など、債務性のフローの増加が著しいことが最近の特徴であるという。

中国・香港・ベトナムなどで信用の急激な伸びが懸念されているものの、資産価格は総じてそれほど割高とはなっていない。不動産バブルの兆候がみられるのは、中国や香港などに限られる。

見方を変えれば、資本流入のサイクルは始まったばかりということかもしれない。アジアへの資本フローのボラティリティは趨勢的

図表17 国際収支の推移

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	31,472	21,115	20,518	17,401	35,422	45,875	68,659	160,818	253,268	371,833	436,107	297,142	305,400
貿易	46,614	35,982	34,474	34,017	44,167	44,652	58,982	134,189	217,746	315,381	360,682	249,509	254,200
資本収支	▲6,275	5,204	1,958	34,832	32,341	52,726	110,660	62,964	6,662	73,509	18,964	146,714	226,000
流入	35,230	41,908	58,045	41,557	50,031	67,561	104,067	145,272	166,074	241,215	142,709	165,480	405,500
直接投資	43,751	38,753	38,399	44,241	49,308	47,077	54,936	79,127	78,095	138,413	147,791	78,193	185,100
証券投資	98	▲699	7,317	1,249	1,752	8,444	13,203	21,224	42,861	20,996	9,910	28,804	31,700
その他投資	▲8,619	3,854	12,329	▲3,933	▲1,029	12,040	35,928	44,921	45,118	81,806	▲14,992	58,483	188,700
流出	▲41,505	▲36,704	▲56,087	▲6,725	▲17,690	▲14,787	6,661	▲86,410	▲163,432	▲170,805	▲126,795	▲22,723	▲184,100
直接投資	▲2,634	▲1,775	▲916	▲6,884	▲2,518	152	▲1,805	▲11,306	▲21,160	▲16,995	▲53,471	▲43,898	▲60,200
証券投資	▲3,830	▲10,535	▲11,307	▲20,654	▲12,095	2,983	6,486	▲26,157	▲110,419	▲2,324	32,750	9,888	▲7,600
その他投資	▲35,041	▲24,394	▲43,864	20,813	▲3,077	▲17,922	1,980	▲48,947	▲31,853	▲151,486	▲106,074	11,287	▲116,300

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	83,268	77,172	58,199	51,117	61,573	63,918	71,411	58,187	81,697	104,745	74,666	124,834	121,926
貿易	78,777	72,063	55,297	44,406	54,563	68,080	75,234	63,651	81,196	94,954	36,088	95,227	98,542
資本収支	▲52,704	▲35,571	▲7,439	▲42,506	▲47,718	▲37,658	▲20,010	▲20,930	▲9,893	▲31,041	▲64,060	56,805	30,506
流入	▲160,860	34,340	107,415	▲3,069	328	85,436	174,272	155,686	280,502	462,427	49,181	154,202	375,488
直接投資	37,194	52,227	83,815	39,771	22,278	33,947	71,537	74,087	88,735	105,646	93,230	83,269	127,614
証券投資	▲4,885	74,460	55,015	11,279	4,534	33,784	30,061	45,232	49,237	115,988	▲54,743	66,686	84,640
その他投資	▲193,169	▲92,347	▲31,415	▲54,119	▲26,484	17,705	72,674	36,367	142,530	240,793	10,694	4,247	163,234
流出	108,156	▲69,911	▲114,854	▲39,437	▲48,046	▲123,094	▲194,282	▲176,616	▲290,395	▲493,468	▲113,241	▲97,397	▲344,982
直接投資	▲22,397	▲29,284	▲70,282	▲23,499	▲24,641	▲12,546	▲62,502	▲40,310	▲62,809	▲90,885	▲72,570	▲93,892	▲123,721
証券投資	13,169	▲36,600	▲34,464	▲57,163	▲52,750	▲56,323	▲61,035	▲71,355	▲102,878	▲141,797	▲30,124	▲86,243	▲97,900
その他投資	117,384	▲4,027	▲10,108	41,225	29,345	▲54,225	▲70,745	▲64,951	▲124,708	▲260,786	▲10,547	82,738	▲123,361

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	4,426	12,041	9,107	12,283	17,483	16,470	15,728	20,233	20,575	28,043	29,494	18,004	14,803
貿易	▲7,833	▲3,159	▲8,193	▲8,331	▲5,131	▲5,773	▲9,309	▲7,628	▲14,026	▲19,702	▲23,117	▲26,862	▲42,965
資本収支	▲8,476	1,061	4,165	▲6,626	▲24,906	▲22,018	▲20,423	▲22,082	▲19,945	▲17,410	4,244	50,818	▲8,541
流入	▲140,112	▲7,307	67,057	▲19,370	▲13,749	38,549	95,752	61,306	119,710	252,718	23,809	62,046	188,529
直接投資	14,765	24,578	61,924	23,776	13,718	13,624	34,032	33,618	42,891	59,899	59,614	52,395	68,915
証券投資	▲3,407	58,525	46,508	▲1,161	▲906	1,386	3,882	9,256	17,376	69,518	▲12,799	9,197	5,791
その他投資	▲151,470	▲90,410	▲41,375	▲41,985	▲26,561	23,539	57,838	18,432	59,443	123,301	▲23,006	454	113,823
流出	128,337	▲1,846	▲63,095	7,659	▲12,518	▲69,549	▲121,538	▲86,674	▲144,373	▲278,993	▲29,797	▲19,068	▲206,053
直接投資	▲16,985	▲19,369	▲59,352	▲11,345	▲17,694	▲5,492	▲45,715	▲27,201	▲43,459	▲53,188	▲50,549	▲63,994	▲76,093
証券投資	25,492	▲25,440	▲22,022	▲40,133	▲36,375	▲35,386	▲43,214	▲40,723	▲50,563	▲64,798	▲25,353	▲52,086	▲66,663
その他投資	119,830	42,963	18,279	59,137	41,551	▲28,671	▲32,609	▲18,750	▲50,351	▲161,007	46,105	97,012	▲63,297

韓国

(百万ドル)

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	40,365	24,477	12,241	8,239	6,092	11,950	28,174	14,981	5,385	5,954	3,197	32,791	28,214
貿易	41,627	28,371	16,872	13,492	14,180	21,952	37,569	32,683	27,905	29,409	5,174	37,862	41,876
資本収支	▲3,197	2,040	12,110	▲3,275	1,523	13,910	7,606	4,764	18,621	6,232	▲57,600	34,058	1,763
流入	▲3,735	7,549	20,001	▲2,165	11,421	28,650	31,903	29,896	68,518	84,736	▲32,430	50,935	36,973
直接投資	5,412	9,333	9,283	3,528	1,972	3,526	9,246	6,309	3,645	1,579	3,311	2,249	▲150
証券投資	▲292	6,993	11,986	11,641	3,911	22,690	18,375	14,114	8,435	23,321	▲25,890	48,292	42,094
その他投資	▲8,855	▲8,777	▲1,268	▲17,334	5,538	2,434	4,282	9,473	56,438	59,836	▲9,851	394	▲4,971
流出	366	▲5,121	▲7,277	▲379	▲8,806	▲12,948	▲22,706	▲21,085	▲42,793	▲76,114	▲10,509	▲14,073	▲35,030
直接投資	▲4,740	▲4,198	▲4,999	▲2,420	▲2,674	▲3,426	▲4,650	▲4,291	▲7,126	▲15,276	▲20,251	▲17,197	▲19,230
証券投資	▲1,587	1,683	11	▲5,058	▲3,728	▲4,390	▲9,918	▲14,136	▲26,908	▲42,414	23,484	1,436	▲3,542
その他投資	6,693	▲2,606	▲2,289	7,099	▲2,404	▲5,132	▲8,138	▲2,658	▲8,759	▲18,424	▲13,742	1,688	▲12,258

シンガポール

(百万ドル)

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	18,544	15,184	13,280	16,137	18,704	22,331	21,559	28,569	36,325	39,160	36,011	32,628	49,454
貿易	14,347	11,976	12,298	14,768	18,549	29,430	31,045	37,088	43,394	49,168	26,615	30,231	46,642
資本収支	▲18,663	▲12,747	▲1,926	▲15,389	▲15,655	▲17,644	▲7,577	▲19,152	▲20,981	▲18,649	▲24,277	▲20,580	▲6,937
流入	▲1,500	28,628	24,069	16,626	90	21,131	37,685	28,262	58,694	84,222	44,085	14,253	75,607
直接投資	7,594	13,245	12,463	10,949	6,097	11,671	19,815	15,005	24,190	24,139	10,912	16,809	38,638
証券投資	702	3,159	▲2,036	187	▲1,272	5,225	1,604	5,532	7,276	6,007	▲12,136	▲5,716	3,265
その他投資	▲9,796	12,224	13,642	5,490	▲4,735	4,235	16,266	7,725	27,228	54,076	45,309	3,160	33,704
流出	▲17,163	▲41,375	▲25,995	▲32,015	▲15,745	▲38,607	▲45,080	▲47,213	▲79,449	▲102,612	▲68,054	▲34,528	▲82,211
直接投資	▲380	▲5,397	▲6,061	▲9,548	▲4,082	▲2,702	▲8,073	▲5,014	▲8,631	▲12,301	8,478	▲5,979	▲19,740
証券投資	▲10,149	▲12,036	▲11,482	▲11,284	▲11,374	▲14,790	▲8,626	▲13,819	▲21,450	▲22,602	▲28,145	▲24,444	▲25,132
その他投資	▲6,634	▲23,942	▲8,452	▲11,183	▲289	▲21,115	▲28,381	▲28,380	▲49,368	▲67,709	▲48,387	▲4,105	▲37,339

タイ

(百万ドル)

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	14,291	12,466	9,328	6,236	7,647	4,772	2,759	▲7,857	3,230	14,922	2,211	21,861	14,696
貿易	12,235	9,272	5,466	2,525	3,436	3,759	1,460	▲8,254	994	11,572	17,385	32,691	32,280
資本収支	▲9,742	▲7,908	▲10,261	▲4,854	▲3,987	▲4,385	3,661	12,557	7,874	▲925	11,867	▲2,776	15,919
流入	▲6,356	▲5,828	▲7,941	▲4,414	▲7,178	▲2,872	4,306	16,810	20,163	13,499	4,310	6,548	26,158
直接投資	7,492	6,091	3,350	3,814	893	5,232	5,860	8,964	10,750	10,173	8,531	4,976	5,762
証券投資	315	▲106	▲553	▲594	▲702	851	1,856	7,614	5,771	3,593	▲2,561	2,343	8,048
その他投資	▲14,163	▲11,813	▲10,738	▲7,634	▲7,369	▲8,955	▲3,410	232	3,642	▲267	▲1,660	▲771	12,348
流出	▲3,386	▲2,080	▲2,320	▲440	3,191	▲1,607	▲540	▲3,728	▲12,289	▲14,423	8,233	▲10,442	▲9,976
直接投資	▲132	▲349	22	▲346	▲106	▲623	▲77	▲550	▲787	▲1,888	▲4,089	▲4,114	▲5,271
証券投資	16	0	▲159	▲289	▲904	▲939	1,232	▲1,452	▲1,564	▲8,337	395	▲8,290	1,371
その他投資	▲3,270	▲1,731	▲2,183	195	4,201	▲45	▲1,695	▲1,726	▲9,938	▲4,198	11,927	1,962	▲6,076

インドネシア

(百万ドル)

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	4,096	5,785	7,985	6,899	7,450	8,107	1,563	277	10,835	10,365	126	10,192	6,294
貿易	18,429	20,644	25,040	22,695	23,121	24,563	20,153	17,535	29,661	32,718	22,916	30,147	31,093
資本収支	▲9,638	▲5,941	▲7,896	▲7,614	▲1,685	▲949	1,851	346	2,944	3,322	▲1,832	5,002	26,217
流入	▲9,594	▲5,869	▲7,746	▲7,489	▲1,184	▲945	3,922	12,803	8,816	16,618	15,823	19,151	31,695
直接投資	▲356	▲2,745	▲4,550	▲3,278	▲1,513	▲597	1,896	8,337	4,914	6,928	9,318	4,877	12,736
証券投資	▲1,878	▲1,792	▲1,909	▲243	1,222	2,251	4,056	5,270	6,106	9,980	3,059	10,480	15,697
その他投資	▲7,360	▲1,332	▲1,287	▲3,968	▲893	▲2,599	▲2,030	▲804	▲2,204	▲290	3,446	3,794	3,262
流出	▲44	▲72	▲150	▲125	▲500	▲5	▲2,070	▲12,791	▲6,222	▲13,845	▲17,949	▲14,245	▲5,510
直接投資	0	0	0	0	0	0	▲3,408	▲3,065	▲2,703	▲4,790	▲5,900	▲2,249	▲2,900
証券投資	0	0	0	0	0	0	353	▲1,080	▲1,932	▲4,459	▲1,294	▲144	▲492
その他投資	▲44	▲72	▲150	▲125	▲500	▲5	985	▲8,646	▲1,587	▲4,596	▲10,755	▲11,852	▲2,118

フィリピン

(百万ドル)

	1998年	99年	2000年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年
経常収支	1,546	7,219	6,258	1,323	4,197	288	1,628	1,984	5,347	6,301	3,627	9,358	8,465
貿易	▲28	4,959	3,814	▲743	408	▲5,851	▲5,684	▲7,773	▲6,732	▲8,211	▲12,885	▲8,842	▲10,384
資本収支	483	▲2,250	▲4,042	▲394	▲2,740	535	▲1,654	1,481	▲670	2,889	▲1,641	▲3,636	10,231
流入	437	17,167	11,975	13,743	10,928	923	704	6,609	4,601	10,634	▲6,416	1,269	16,526
直接投資	2,287	1,725	1,345	982	1,111	491	688	1,854	2,345	2,928	1,544	1,963	1,713
証券投資	▲325	7,681	1,019	1,449	2,281	1,381	288	3,446	4,273	3,569	▲4,416	2,090	9,745
その他投資	▲1,525	7,761	9,611	11,312	7,536	▲949	▲272	1,309	▲2,017	4,137	▲3,544	▲2,784	5,068
流出	46	▲19,417	▲16,017	▲14,137	▲13,668	▲378	▲2,348	▲5,125	▲5,269	▲7,481	4,835	▲5,041	▲6,202
直接投資	▲160	29	108	160	▲85	▲303	▲579	▲189	▲103	▲3,442	▲259	▲359	▲487
証券投資	▲603	▲807	▲812	▲399	▲369	▲818	▲862	▲145	▲461	813	789	▲2,715	▲3,442
その他投資	809	▲18,639	▲15,313	▲13,898	▲13,214	743	▲907	▲4,791	▲4,705	▲4,852	4,305	▲1,967	▲2,273

(資料) IMF-IFS

に上昇傾向にあり、資産価格バブルとその崩壊が起こる危険性は常にある。

(2) 債券市場への資本流入

Felman et al. [2011] は、ASEAN5諸国に対する証券投資が伸びる中で、債券投資の伸びが株式投資を上回っていると述べている。これには、金利差等の短期的な要因に加えて、海外投資家の途上国債券保有が趨勢的に増加していることが影響している。一方、同地域の社債発行額において外貨建ての発行が占める割合は、2002年の約3分の1から2010年には約5分の1に低下している。

債券投資が増加している要因は、第1に、市場の拡大や海外投資家に対する規制緩和が進んでいることである。第2に、経済ファンダメンタルズが改善していることである。多くの先進国よりも財政状態が良好であるにもかかわらず、長期金利が相対的に高く、通貨の増価期待も強い。投資適格の格付けを有する社債の銘柄数も、増加傾向にある。これらの状況から、途上国債券・株式市場の過去10年間のリスク調整後収益率は、全般的に先進国を上回っている。

途上国債券ファンドへの年間資金流入額は、2005年の約50億ドルから2010年には約350億ドルに増加している。海外からの資本流入の拡大は、アジア債券市場の成長に大きく貢献していると考えられる。

2. 資本流入規制をめぐる議論

(1) 資本取引規制の必要性と実態

世界金融危機は、アジアの金融システムに大きな影響をもたらした。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り、そのための方策の一つとして、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が考えられる。

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、世界金融危機の経験やアジアに対する資本流入の急増を受け、資本フローに対する管理を強めようとする動きがみられる（図表18）。

インドネシアでは、中央銀行債（SBI）に対する海外からの需要が強く、2009年以降、資本流入の増加への対策としての不胎化介入に伴ってSBIを発行すると、さらに資本流入を招く状況となっていた。2010年6月、中央銀行はSBIへの投資に関して1カ月以上の保有を義務付けるとともに、SBIの発行期間を従来の1～3カ月物から9～12カ月物に移した。また、2011年1月には、銀行の短期対外借り入れを自己資本の30%以内に制限する規制を再導入した。

これらの規制は資本流入の抑制には有効であるが、債券市場の流動性維持や金融政策の

図表18 アジアにおける資本取引規制の実施状況

政策手段	近年の事例
為替エクスポージャーの規制	韓国（2010年6月）：銀行の為替先物ポジションの自己資本に対する比率に上限を設けた。また、企業の為替ヘッジの上限を、輸出代金の125%から100%に引き下げた。
対外借入れの規制強化	インド（2009年12月）：世界金融危機対策として廃止された対外商業借入れの金利上限を復活させた。
中央銀行債の最低保有期間	インドネシア（2010年6月）：国内・海外の投資家に対し、中央銀行債の保有期間を1カ月以上とした。
中央銀行債への海外からのアクセスの制限	インドネシア（2010年6月以降現在まで）：中央銀行債を1～3カ月から9～12カ月にシフトするとともに、インドネシアで営業する銀行のみ利用可能な定期預金を拡大した。
一般的な海外からのアクセスの制限	台湾（2009年11月）：金融監督委員会は、海外投資家の定期預金の利用を禁止した。 台湾（2010年11月）：金融監督委員会は、非居住者の国内証券への投資に関する制限規定に、残存期間1年超の国債を含めることとした。
対外投資の促進	マレーシア（2010年10月）：EPFの対外投資上限を7%から20%に引き上げた。 フィリピン（2010年11月）：居住者の為替および海外資産購入の上限を引き上げた。民間部門の外貨融資の期前返済を認めた。 タイ（2010年2月、9月）：居住者の対外直接投資、対外融資、外貨保有の上限を引き上げた。
外貨預金・非居住者預金の準備率	台湾（2011年1月）：非居住者が保有する台湾ドル預金のうち12月末の残高を超える部分につき、準備率を90%に引き上げた（超えない部分は25%）。 インドネシア（2011年3月）：外貨預金の準備率を1%から5%に引き上げた。6月には8%に引き上げられる予定。
海外投資家の国債保有に対する源泉課税	タイ（2010年10月）：海外投資家の国債保有に関する15%の源泉課税（2005年に廃止）を再導入した。 韓国（2011年1月）：海外投資家の国債・中央銀行債保有に関する14%の源泉課税を再導入した。

（資料）IMF, Asia and Pacific Department [2011]

有効性確保には逆行しかねない。そのため政府は、2011年3月より、3カ月国債の発行を開始した。

タイと韓国では、海外投資家による国債の保有に関して、源泉徴収課税を再導入した（タイは2010年10月、韓国は2011年1月に実施）。ただし、両国とも二重課税防止条約を多く結んでいるため、投資行動に対する影響は限定的なものにとどまっている。

韓国では、2010年6月と10月に、銀行・企業の為替デリバティブ取引を規制し、外貨調達を抑制する措置がとられた。これは短期対外債務の削減に貢献しているが、NDF（Non Deliverable Forwards）や国債投資など規制が

及ばない取引があるため、外貨ポジションの縮小には限度がある。

台湾では、2009年11月から2011年1月にかけて、為替市場における投機的取引を規制する措置がとられた。国内銀行の外国為替ポジションをNDFも含めて規制するとともに、非居住者の外貨預金、台湾ドル建て預金、国債投資に対する規制を強化した。しかし、これらの措置は、実需に基づく台湾ドルの増価に対しては効果がなかった。

さらに、健全性規制の強化も数多く実施されている。中国・香港・インド・韓国・マレーシア・シンガポール・台湾・タイにおいて、不動産バブルの発生を懸念した規制強化が行

われた。この結果、多くの国で懸念は後退している。一方、株価の変動による国内経済への影響は相対的に小さいと考えられるため、株式市場に関する資本流入規制の強化はあまり行われていない。

(2) 資本取引の自由化に対する考え方

クロスボーダー債券取引を促進するには、資本取引の自由化を進めなければならない。自由化のメリットは大きいですが、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に自由化することは、大きなリスクを伴うと考えられる。

規制の頻繁な変更は投資家の信認を損なう可能性もあり、自由化は長期的な戦略に基づいて慎重に進めなければならない。最終的には、流入規制に加えて流出規制の自由化も実現する必要がある。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。この考え方を、IMFはintegrated approachと呼んでいる。

前提条件としてのマクロ政策とは、どのようなものか。第1に、為替政策に関してみると、為替介入に為替レート水準をコントロールする効果は明確には期待出来ず、また、不胎化に伴う債券発行の必要性なども生じるため、介入の目的はボラティリティの抑制に限

定し、資本流入に伴う増価をある程度容認するなど、柔軟な為替政策を採用することが望ましいと考えられる。ただし、その前提として、外国為替市場の整備が求められるとともに、輸出産業の支援策などが併せて必要となる可能性がある。

第2に、金融政策に関してみると、資本流入に伴い、金融引き締めが対策の一つとなる。ただし、金利の引き上げは流入をさらに促進する可能性があるため、金利はむしろ引き下げ、預金準備率など他の手段を用いて実質的な引き締めを実現する方法も考えられる。資本流入の自由化により、金融政策運営が複雑化することは否定出来ない。

第3に、財政政策に関してみると、資本流入に伴う金融緩和効果を減殺するため、財政支出を抑制することが考えられる。これは、金利が低下傾向となる点で、資本流入対策として適切である。また、財政支出は非貿易財に向かう傾向が強いため、これを抑制することにより自国通貨の増価を防ぐ効果も期待出来る。さらに、財政引き締めは対外債務の減少にもつながる。財政政策は実施までのタイムラグが長い場合、機動的な利用は難しいが、財政状態を健全に維持することは重要である。

資本流入により経済成長が促進される状況では、歳入以上に歳出が増加することになりやすいため、注意が必要である。また、中国などで不動産価格や株価の上昇を抑制するた

めに関連する課税の強化が実施されることがあるが、これは財政政策による個別対応といえる。

もう一つの前提条件である国内金融システム整備に関しては、金融資本市場の育成に努めると同時に、市場や市場参加者に対する規制監督を強化することが有効である。規制監督の強化については、資本が急激な流出に転じた場合への備えを強化することに重点を置くことになる。たとえば、銀行の外貨取引を制限し、通貨のミスマッチを抑制することである。また、国内信用が非生産的な分野に向かうことを防ぐことが重要であり、銀行による株式や不動産への投機的な投資やこれに関連した融資などについて、モニタリングを行い厳しく取り締まらなければならない。さらに、金融商品の複雑化や金融サービスの多様化が進む中で、金融機関のリスク管理能力の向上が重要となっている。規制監督を効果的に実施するためには、当局の人材育成や制度構築にも注力する必要がある。

なお、規制の整備においては、世界金融危機の教訓を生かすという観点も重要である。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。規制監督の強化について、域内金融協力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

と深く関わっている。

また、店頭デリバティブ市場など、債券市場に関連する多くの金融商品・インフラの整備においても、世界金融危機の経験に配慮することが望ましいといえよう（注13）。

(3) 資本フローと債券市場

Ⅱ節で述べた通り、急激な資本流入の減少あるいは流出の増加が生じた際、債券市場が整備されていれば、資本フローを補完する手段として機能することが期待出来る。また、債券市場の整備によって平時における資本流入を減らすことは難しいと述べたが、流入額の内容に影響を与えることは期待出来る。すなわち、よりリスクの高い資本流入に代替する手段として、債券市場が機能する可能性があるといえよう。

Ⅰ節でみた通り、域内の国債に対する海外からの投資比率が上昇するなど、アジア債券市場への資本流入は急増している。こうした中、資本流入の便益だけでなく、リスクを意識した市場整備や規制の運営に配慮する必要性が高まっている。

リスクとして考えられるのは、資本フローの不安定性、すなわち債券市場から資本が急激に流出する可能性と、流入や流出が金融政策に与える影響である。資本流入に伴い、金融引き締め局面においても長期金利が低下し、イールドカーブがフラット化する可能性がある。また、資本流出局面での金利上昇は、实体经济に悪影響を与えかねない（注14）。

海外からの債券投資が基本的に金利差を重視したものであるとすれば、金利動向には敏感に反応すると考えられる。格付けが特に低い途上国では、資本流出に伴う長期金利変動が大きくなる可能性が高い。

資本流入の安定を図るために、為替政策、財政金融政策、金融規制、資本取引規制をフルに活用し、過剰な流入・流出を抑制するとともに、それらが発生した際には適切に対処することが重要である。加えて、国内金融システム整備を継続することが不可欠である。Felman et al. [2011] によれば、債券金利のボラティリティに影響する要因としてより重要なのは、海外投資家比率ではなく市場発展の程度であり、その証拠に、シンガポールは極めて開放的な市場であるが、金利のボラティリティは小さい。また、海外投資家の増加が短期的にはボラティリティを高めるとしても、長期的には市場整備に資することでボラティリティの低下要因になるという。

アジア債券市場は着実に成長し、資本の急激な流入・流出に耐えられるようになってきているとみられるが、市場を一層強固なものとする努力が必要である。

特に重要なことは、様々な性格の海外投資家を受け入れるとともに、国内投資家の育成によって投資家の多様化を図り、市場価格の安定や市場流動性の改善を実現することである。それにより、市場価格の一方向への急激な変動を抑制することが出来る。流動性の改

善のためには、ベンチマーク金利の確立や取引価格の透明性の向上、マーケット・メーカー機能の強化、債券・金利デリバティブ市場の整備なども不可欠である。デリバティブ市場の未整備は、アジア債券市場の弱点の一つとなっている。

さらに、資本フローの増加に伴い外国為替取引額が急増することから、為替レートの柔軟性の向上（為替介入の削減）や為替デリバティブ市場の整備などにより、為替市場を強化することも重要と考えられる。

前述の通り、近年のアジアでは、資本フローに対し、マクロ政策や健全性規制に加えて多様な資本取引規制が実施されている。資本取引規制は、最近ではCFM (Capital Flow Management) measuresとも呼ばれている。Ostry et al. [2010] にみられるように、資本取引規制に対するIMFの評価も肯定的なものに変化しており、規制がもたらす歪みや実施のコストを考慮した上で、一時的な資本流入の急増に対しては実施してもよいとされている。ただし、必要なマクロ政策が実施されることが大前提である。一方、長期的・構造的な流入増加に対しては、CFM measures以外的手段で対応するのが基本であるとされる。

アジアにおける実施例をみても、規制の実施による効果とコストを比較した上で、流入規制も選択肢の一つに加え、いろいろな政策の組み合わせを検討して実施すべきであろう（注15）。債券市場に対する資本流入を抑

制する規制の実施も、当然考えられる。

3. アジアの為替政策の展望

(1) 基軸通貨に関する議論

資本取引規制は、為替政策と密接な関連を有する。97年の通貨危機を経て、危機に見舞われた諸国の為替制度は変動相場制に変更されたが、実際にはドルに対する変動を重視した政策がとられており、比較的厳しい資本取引規制と固定的な為替政策の組み合わせが選択されている。仮に為替政策が変化すれば、資本取引自由化の進展にも影響が及ぶことになるため、ここで前者に密接に関連する基軸通貨の問題と人民元の動向について述べる。

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活発化した。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、短時間で基軸通貨が交代する可能性は小さい。

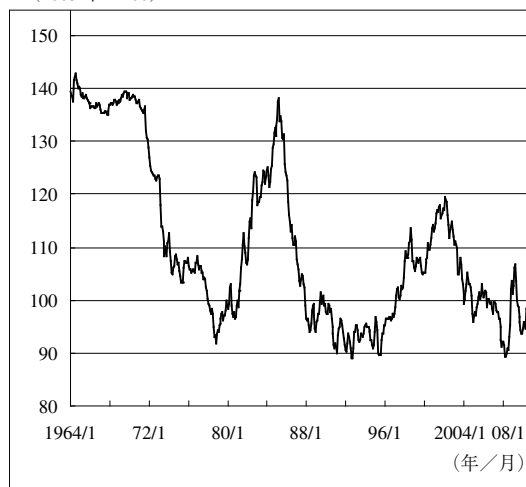
ある通貨が基軸通貨となるには、民間経済主体による利用頻度が重要な判断材料となるものの、決定的なのは政治経済的要因である。政治的・軍事的側面を考慮すれば、基軸通貨としてのドルの地位が大きく揺らいでいるとは考えにくい。

アメリカの財政赤字の維持可能性に関する懸念が高まり、スタンダード・アンド・プアーズ社は長期国債格付けの一段階引き下げに踏み切った。各国が外貨準備運用の多様化を図っており、また、アメリカの金融緩和が続いていることもあって、ドルの価値は低下を続けている（図表19）。

一方、ユーロや円についても、それらの使用国の経済状況に懸念があり、また、人民元は国際化を模索し始めて間もない段階にある。さらに、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

図表19 ドルの実質実効レート

(2005年 = 100)



(資料) BIS

通貨の対ドルレートを重視して為替政策を運営する現在の状況も、当面は変化しないであろう。

(2) 人民元の動向（注16）

①人民元建て貿易決済の急増

アジアの為替政策について考える場合、人民元の国際化の動向を無視出来ない。一般的に通貨の国際化とは、他の通貨との自由な交換を前提に、貿易取引や資本取引（海外での銀行融資や債券発行など）における利用が著しく拡大することを意味する。アジアでは日本円、香港ドル、シンガポール・ドル以外の通貨は国際通貨とはいえ、人民元が国際通貨となれば、政策協調の可能性を含めたアジアの為替政策の将来像に大きな影響が生じる。

中国政府は、人民元の国際化を戦略的に進めている。その一例として、リーマン・ショック以降、2008年12月から2009年4月にかけて、人民元と相手国通貨による総額6,500億元の通貨スワップ協定を、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結んだ。これは、短期流動性支援と同時に、相手国の企業が中国からの輸入代金の支払いに人民元を用いることを想定したものである。

人民元の国際化の進展を示す現象としてあげられるのは、第1に、国境貿易における利用や、中国人観光客の増加による香港・マカオでの流通量が拡大していることである。人

民元のオフショア・センターと位置付けられた香港では、2004年2月から人民元預金の取り扱いが始まっている。

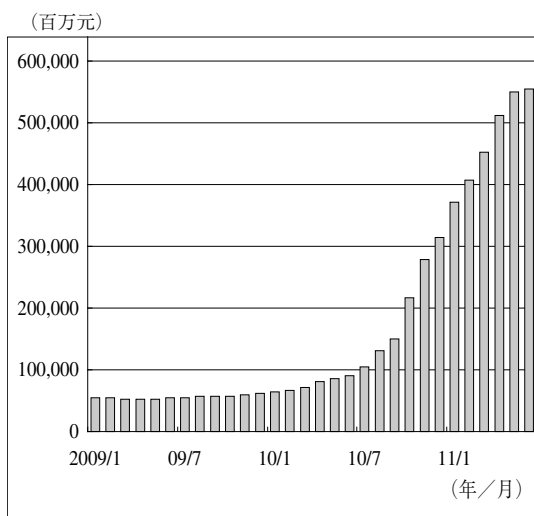
第2に、2008年12月以降、特定国・地域との財貿易で人民元建て決済が導入されたことである。広東省・長江デルタ地区（上海市・江蘇省・浙江省）と香港・マカオ間、および広西チワン族自治区・雲南省とASEANとの貿易取引について、人民元建て決済が試験的に導入されることになった。実際には、2009年7月より開始された。

中国政府は、2010年6月22日、人民元の対ドルレート変動の再開とほぼ同時に、国内の地域を20の省・特別市・自治区に、また、相手国を全世界に広げると発表した。

当初、人民元建て決済を認められたのはテスト企業365社のみであり、銀行側にも多くの追加コストがかかることから、貿易額全体に占める人民元建て決済の割合は無視出来る大きさとどまった。しかし、2010年末には対象企業が67,724社となり、決済額は2009年の35.8億元から2010年には5,063.4億元に増加した。2010年の貿易額の約2.6%が人民元建てで行われたことになる。この比率は、2011年1～3月期には7%を超えたという。

人民元建て貿易決済の主な目的は中国の輸出企業の為替リスク回避であるが、実際には8割が輸入決済となっており、主な相手先は香港である。2010年10～12月期には、人民元建て貿易決済の84%が香港相手となってい

図表20 香港の人民元預金残高



(資料) Hong Kong Monetary Authority

る。この結果、香港の人民元建て預金残高は、2009年7月の559億元から2011年6月には5,536億元に増加した(注17)(図表20)。

ただし、引き続き試験段階であり、国際通貨とはいえない人民元建ての貿易を相手の企業などが許容する程度は、香港以外では限定的と考えられる。

②香港における人民元建て債券市場の拡大

第3に、資本取引面での利用が増加していることである。2005年、アジア開発銀行および国際金融公社が人民元建て外債(パンダ債)を発行した。

2007年には、香港で本土の一部銀行による人民元建て債券発行が認められた。7月に国家開発銀行が発行し、中国輸出入銀行・中国銀行・交通銀行なども追随した。2009年には、

本土に進出している外国銀行の現地法人による発行が認可・実施され、また、同年10月には、中国政府による国債発行も行われた。なお、2009年には本土における発行資格も拡大され、11月に三菱東京UFJ銀行が債券発行を実施した。

香港における人民元建て金融商品を拡大する観点から、2010年7月以降、本土からみた非居住者に人民元建て債券発行が認められた。当初、発行体となったのはホープウェル、マクドナルドなどであり、以後、この種の債券は点心債(Dim Sum Bond)と呼ばれることになった(注18)。

これを機に、香港の人民元オフショア市場が本格的に稼働するとともに、香港の人民元相場(CNH、本土に比較して対ドル人民元高、これに対し本土の相場はCNYと表される)が形成されるようになった。従来、海外での為替取引はNDFのみであったが、これに加えて香港に人民元の外国為替市場が成立したのである。厳しく管理されている国内為替市場(非居住者は直接には参加出来ない)に比較して香港市場は規制が少なく、非居住者間の取引に用いられるCNHは自由変動相場制でCNYと乖離しうるため、人民元は事実上、二重相場制の状態にある。

2010年7月の規制緩和により、香港では多様な人民元建て金融商品を組成販売することが可能となった。日本企業が香港で人民元建て社債を発行し、あるいは、日本から香港の

人民元建て債券に投資することが出来るようになった。規制緩和を受けて新たに発行された債券には、額面は人民元建てであるが取引はドル建てで行う債券も含まれる。これは、後述するグローバル・ペソ・ボンドと共通の性格を持つものと考えることが出来る。

このように、香港において人民元オフショア市場が拡大しているが、本土の資本取引自由化を漸進的に進めるという方針の下、完全自由化までの一時的な仕組みとして、基本的に本土とは分離した市場であり、人民元の本土への還流手段は限定的なものとなるように規制されている。この点に関しては、2010年8月以降、人民元建て貿易決済を取り扱う海外の銀行に対し、本土の銀行間債券市場での資金運用が解禁された（ライセンスと運用枠の取得が必要）。

なお、資本取引に関しては、対外直接投資を人民元建てで実施することも認められ始めている。

本土の金利が引き締め政策により上昇しているため、国内調達とオフショア人民元調達のコスト差は2～3%に拡大しており、点心債の発行が急増している。2011年1～4月の発行の74%は、本土企業によるものとなった。ドイツ銀行は、2011年の発行額が1,500億元、年末発行残高が2,000億元になると予想している。一方、ドル金利が低いことや、点心債の発行代わり金を本土に送金出来るかが不透明であることなどから、非居住者による発行

は小規模で短期のことが多い。最近、ようやく5年以上の発行がみられるようになった。

③今後の展望

このように、人民元は「管理された国際化」が進められている。国際通貨の条件としては、為替・資本取引の自由化、国内金融資本市場・外国為替市場の整備に加え、通貨価値に対する信認の確立が不可欠である。中国の資本取引自由化の進捗は緩やかであり、また、国内金融資本市場の整備も不十分と考えられることから、人民元の国際化は急速には進展しないであろう。村瀬 [2011] は、香港が人民元決済など多くの面で優位に立つ一方、国内の資本取引自由化が容易に進まないことから、上海は国際金融センターとなりえず、香港のオフショア市場としての優位性は揺らがないとしている。

金融政策の独立性を維持しつつ資本取引を自由化するためには、為替政策を柔軟化することが不可欠であり、最終的には変動相場制の採用を実現する必要がある。従来、高成長にもかかわらず低インフレが維持される中では、固定的な制度の維持が可能であったが、インフレの悪化に伴い人民元の急速な増価を余儀なくされている現状をみれば、今後、為替政策の変更は加速されるものと考えられる。

アジアの為替政策協調に関する議論の中で、人民元が中心的な通貨の一つとして位置付けられることは当然であるが、国際化の遅

れは重要な制約要因となりうる。資本取引の自由化に先行して通貨の国際化を図る試みは独自のものであり、その先行きは不透明である（注19）。

為替政策協調については、金融政策の自由度の低下を伴うため、ユーロ圏の現状をみても、当面、実現の可能性は低いと考えざるを得ない。人民元の国際化が進められているのは、世界金融危機を経て中国がドル依存からの脱却を図っていることによる部分が大きいですが、このような「ドル離れ」の動きがアジアにおいて急速に進むとも考えにくい。

一方、金融政策の自由度を維持しながら資本取引を自由化するには、為替政策の柔軟化が求められる。アジア各国におけるこのような変化も、資本取引規制が各国で強化されている現状では、容易には進まないであろう。したがって、当面、現在の政策が維持されると考えられ、クロスボーダー債券取引の拡大には粘り強い取り組みが不可欠となろう。

（注13）この点は、Gray et al. [2011] に詳しい。

（注14）Gray et al. [2011] では、金融政策（流動性管理）に問題がある場合に債券金利のボラティリティが高まる、逆の因果関係について指摘している。

（注15）資本流入規制がもたらしうる副作用として、①市場の発展が遅れること、②為替レートの安定を図ることで一層の資本流入を招くこと、③規制による信認の低下が資本流出を招くこと、などが考えられる。

（注16）この部分の記述は、関根 [2011]、村瀬 [2011] を参考とした。

（注17）HSBCは、2011年末に1兆元、2012年末に2.3兆元に達すると予測している。

（注18）これに対し、本土で非居住者が発行する債券はパンダ債と呼ばれる。

（注19）村瀬 [2011] は、内外分離政策に伴う問題として、①分離体制を維持するための取引管理コストが高いこと、②二重相場、二重金利が弊害を生みかねないこと、③

本土の金利自由化や資本取引自由化が遅れる可能性が高いこと、をあげている。

また、中国政府は完全な交換性を目指しながらも出来る限り為替取引の監視を続ける方針であり、これは自由に取引される現在の国際通貨のあり方と大きく異なる目標であることから、「国際金融秩序への挑戦」であると指摘している。

V. 域内の内需拡大と債券市場整備

1. グローバル・インバランスの是正

次に、域内の内需拡大の意義と方策について、詳しく検討する。まず、グローバル・インバランス（以下インバランス）の問題についてみる。インバランスとは、世界各国の経常収支不均衡が拡大した状態を指している。経常収支赤字国は、赤字全体の約8割を占めるアメリカのほか、イギリス・南欧（ギリシャ・イタリア・ポルトガル・スペイン）・中東欧などである。一方、黒字国は、中国・日本・その他のアジア諸国・ドイツ・石油輸出国などであり、このうち中国の黒字が全体の3割を超えている。

アメリカの赤字は新しいものではないが、途上国の黒字は2000年以降に急速に拡大したものであり、これに大きな役割を果たしてきたのは中国である。経常収支不均衡の存在自体は必ずしも問題ではないが、大規模な不均衡が特定の国に関して持続することにより、対外債務国が借り入れを維持出来なくなり、

最悪の場合には債務不履行に陥るリスクがある。

インバランスは世界金融危機の発生によって2009年に縮小したが、2010年には再拡大した。アメリカの経常収支赤字の対GDP比率は、2006年に▲6.0%（8,026億ドル）に達した後、内需の落ち込みに伴う輸入の減少などから2009年に▲2.7%（3,784億ドル）となったものの、2010年には▲3.2%（4,702億ドル）に拡大した（図表21）。一方、中国の経常収支黒字の対GDP比率は、2007年に10.1%となった後、2009年、2010年ともに5.2%となっている。

その主要因としてあげられるのは、アメリカにおいて家計部門が貯蓄超過であるものの財政赤字が拡大していること、中国におい

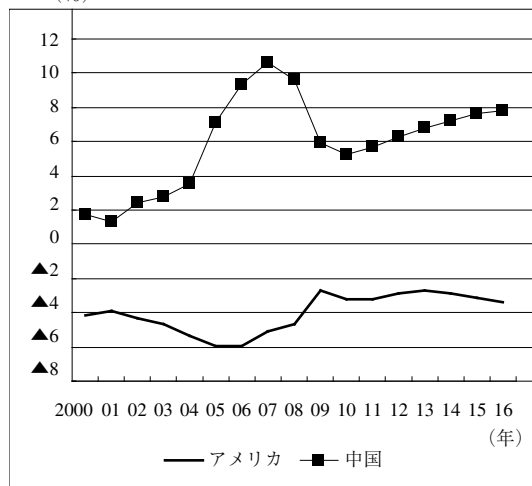
て貯蓄率の上昇傾向が続いていること、などである。IMFの見通しでは、2010年から2016年にかけて、アメリカの経常収支赤字は1.4倍、中国の経常収支黒字は2.9倍に拡大するとされている。また、IMF [2011] は、構造的な対策を講じなければアジア諸国の成長のリバランス（内需主導の成長への転換）は生じないであろうとしている（注20）。

インバランスを考える際のポイントは、結局のところ、アメリカの対外債務の維持可能性にある。海外投資家による国債保有が伸び悩むなど、これに疑念を生じさせる現象もみられる。ドルが基軸通貨の地位を保持する限り、対外債務は維持可能とも考えられるが、この点に関しては多角的な検討が必要である（注21）。

このように、アメリカの経常収支赤字が維持可能か否かは容易に結論の出ない問題であるが、少なくとも経済・金融のグローバル化に伴い、インバランスが世界経済・金融に不安定をもたらすリスクが高まっていることは確かであろう。したがって、可能ならばインバランスは減らした方がよいと考えられる。もちろん、それが世界金融危機の際のように急激に起こってはならないことはいうまでもない。

途上国の経済規模は、先進国に比較すれば依然として小さい。しかし、途上国の内需拡大により貯蓄超過の改善（成長のリバランス）が進展すれば、インバランスの緩やかな改善

図表21 アメリカと中国の経常収支の対GDP比率（%）



(注) 2011年以降は推計。

(資料) IMF, World Economic Outlook Database

に結びつく可能性はあろう。そのように考えると、世界経済が抱えるリスクを削減する観点から、途上国が内需拡大を図ることは望ましいといえよう。

2. 先進国への輸出に依存した成長戦略の修正

次に、内需の拡大がアジアにもたらす意味について考える。一般的に、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、の側面から説明することが出来る。

このうち、貿易収支に重点を置いて考えると、80年代後半以降、アジアは輸出主導で高度成長を遂げてきた。世界の輸出額に占めるアジア（中国・韓国・ASEAN）のシェアは、90年の約1割から最近では約3割に拡大した。特に輸出が伸びたのは、2000年以降である。その過程で、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域内の生産ネットワークが構築され、部品や中間財を主体とする域内貿易が増加した。これにより域内貿易比率は上昇したが、輸出の大半は日本や欧米先進国の最終需要に誘発される形となっていた。

世界金融危機に際し、その影響が明確に表れた。欧米諸国の内需が縮小した結果、アジアの輸出が大幅に落ち込み、輸出の対GDP比率が高い国で景気が特に悪化した。今後、世界貿易に占めるアジアの割合がさらに上昇す

ればこうしたリスクは高まるし、先進国に依存した輸出主導型の成長戦略をとることが次第に難しくなることも考えられる。

このようなリスクを避けるためには、域内の内需拡大を実現して経済成長の源を分散させることが有効であろう。これによって最終財の域内貿易が増加し、域内貿易比率が上昇して輸出の先進国依存度が低下する可能性がある。アジアは、「世界の工場」としての役割に加え、「世界の市場」としての役割を強めることが期待される。

3. 内需促進の方策と投資の回復

(1) 内需促進の方策

内需促進の方策は、①需要を促進するための政策、②生産構造を変えるための政策（主に製造業からサービス業へ）、③国内金融システムの整備、④為替政策、などである。やや詳しく述べると、以下の通りである。

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。

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、今後はサービス業の成長を促進することが重要となる。

第3に、国内金融システムの整備である。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。

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の整備が不可欠であるとともに、前述の通り、今後の中国の為替制度変更が影響を与えることとなる。最終的に人民元が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、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、などがあげられ

る。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る。

(2) 国内金融システム整備と投資の回復

債券市場を含む国内金融システム整備に関しては、中小企業や新規設立企業などを含む多様な企業の資金調達を可能とし、あるいは将来の不確実性を軽減することで設備投資を促進するとともに、消費者信用や住宅金融などの利用可能性を広げることで、個人の予備的貯蓄を削減し、消費を促進することが期待される（注22）。

97年の通貨危機以降、中国を除くアジア諸国では投資率が大幅に低下し、一部の国では国際的にみても低水準となっている。その大半は、民間部門の投資の落ち込みによるものである（注23）。また、民間投資の回復は、輸出志向の製造業企業によるものが中心となっており、内需志向の企業、あるいはサービス業の企業による投資は相対的に伸びていない。このような現象は日本でもみられ、非製造業の投資が全体に占める割合は、2000年の70%から2007年には50%に低下した。これは、割合が上昇しているアメリカ・イギリス・ドイツなどと対照的である。投資が増えていない企業は、生産性が相対的に低く競争力が弱いこと、資金調達が難しいこと、などの問題がある。

アジア諸国では、中小企業の投資も相対的

に伸びていない。中小企業は、競争の激化、過剰設備、低生産性などに直面してきた。

この状況を踏まえると、内需拡大効果の高い投資を増やすことが重要であり、金融システム整備においてもその点を考慮する必要がある。債券市場、株式市場、ベンチャー・キャピタルなど多様な金融システムを整備することで、多様な企業の資金調達が可能となり、成長への制約が緩和されることになる。証券化取引の拡充や、信用情報の整備なども重要である。

そのほか、労働市場の柔軟性の向上や投資規制の緩和などによる投資環境整備も、投資を促進するために欠かせない。ASEAN諸国においては、投資環境がNIEs諸国などに依然として劣後しているという見方もある。

さらに、域内でその必要性が強調されているインフラ整備は、投資環境を改善して投資を促進するとともに、それ自体が投資の拡大につながるため、内需拡大に大きな役割を果たす（詳細は後述）。インフラ整備は、南米など他の途上国地域に遅れを取っており、経済の急成長に伴ってその必要性が増している。これを推進するために、公的資金に加えて官民連携（PPP）スキームの利用などによる民間資金の活用が不可欠となっている。

IMF [2011] は、通貨危機後に投資率が低下した原因として、投資の収益率が低下したこと、経済成長が不安定化したこと、投資家のビジネス環境に対する認識が悪化したこ

と、をあげている。アジア諸国の景気回復に伴い、これらの点はかなり改善したと考えられ、今後、投資率の上昇が期待出来よう。

(注20) また、内需促進策の一部はインフレ抑制など短期的な政策目的と矛盾する可能性があるとして、経常的な財政支出の削減などを併せて実施することを提案している。

(注21) 2011年8月5日にスタンダード・アンド・プアーズ社がアメリカ国債の格付けをAAAからAA+に引き下げたことは、この問題に一定の影響を与える可能性がある。

(注22) 一方、金融自由化に伴う金利水準の上昇が貯蓄を促進するなど、理論的には金融システム整備と消費の関係は必ずしも明らかではない。IMF [2011] は、24カ国を対象とした分析により、金融自由化および金融システムの拡大（民間部門信用の対GDP比率により分析）が消費を促進するという結論を導いている。

(注23) 以下の記述は、IMF [2011] を参考とした。

VI. 域内金融統合と債券市場整備

1. 域内金融統合の現状と進め方

(1) 域内金融統合の現状

本節では、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（Price-Based Measures）、第2に、資本フローの大きさをみる方法（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（Institutional / Regulatory Measures）、がある。

このうち、第1の方法については、市場価格が多くの要因に影響されることから、その

連動性の変化によって統合の進捗状況を把握することは、必ずしも容易ではない。

第2の方法については、域内の資本フローに関する詳細なデータを得ることが難しいという問題がある。ここでは、域内クロスボーダー債券取引の現状につき、IMFのCoordinated Portfolio Investment Surveyによってみる(図表22)。このデータには、投資国に中国が含まれないという大きな問題がある。中国では金融資産が急拡大し、对外投资も急増している。これを含めれば、分析結果はかなり変わる可能性がある。

2009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長期債券投資残高は、世界の投資残高の12.9%を占める。この割合は、2001年の17.7%から低下しているが、これは日本の投資の伸び悩みによる。投資国から日本を除くと、2001年に2.1%、2009年に2.0%となり、ほとんど変化がない。

世界全体の長期債券投資におけるアジア域内(上記8カ国・地域に中国とベトナムを加えた地域)への投資比率をみると、2001年に3.9%、2009年に2.2%(受け入れ国から日本を除くとそれぞれ1.2%、1.1%)と、大きな値ではない。

一方、アジアの投資家の域内投資比率は、2001年末の3.3%から2009年末には3.7%と、わずかに上昇している。受け入れ国から日本

を除くと、それぞれ2.6%、3.4%となる。2009年末の比率を世界全体と比較すれば、アジアの投資家に域内投資志向があるといえよう。

投資国から日本を除くと、域内投資比率は2001年、2009年とも18.3%となる(さらに受け入れ国からも除けば、それぞれ14.4%、16.8%となる)。2009年のNAFTA(カナダ・アメリカ・メキシコ)の域内投資比率は20.0%であり、アジアの水準はそれほど低くはない。

ただし、注意すべき点がいくつかある。第1に、域内投資比率を国別にみると、マレーシア・シンガポール・タイの伸びが顕著である。ただし、これには韓国向け投資の伸びが大きく寄与しており、域内クロスボーダー投資が全般的に拡大しているわけではない。また、2001年から2009年にかけて比率は大きく上昇したとはいえ、域内金融統合が進展していると判断することは難しい。

第2に、中国の域内投資比率に関し、何らかの検証が必要である。

第3に、香港やシンガポールによる投資の大半は、実際には欧米諸国の資産運用業者が担っており、域内投資比率の値がすべて域内金融統合を反映したものであるとはいえない。

第4に、日本の域内投資比率が極端に低い。もちろん、日本の投資額は大きいため、他の国と同水準の比率を実現することは難しい。

図表22 東アジアのクロスボーダー長期債券投資残高

2001年 (百万ドル)

受け入れ国	投資国									総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
中国	1,776	--	880	118	--	--	325	--	3,099	5,504	56.3
香港	--	95	1,254	288	28	25	920	47	2,657	15,625	17.0
インドネシア	--	--	106	40	8	3	260	--	418	1,613	25.9
日本	4,980	1	--	75	15	5	3,606	--	8,682	169,196	5.1
韓国	2,680	--	5,435	--	3	7	1,670	--	9,794	22,389	43.7
マレーシア	1,766	--	2,197	295	--	9	1,392	--	5,660	9,263	61.1
フィリピン	1,152	--	1,347	89	41	--	577	--	3,207	8,843	36.3
シンガポール	1,225	35	928	141	7	59	--	9	2,404	13,227	18.2
タイ	530	--	748	159	21	--	500	--	1,958	3,613	54.2
ベトナム	--	--	30	15	--	--	--	--	45	101	44.6
合計	14,109	131	12,925	1,221	122	108	9,251	56	37,924	249,374	15.2
総投資残高	85,877	687	1,004,878	5,284	551	1,641	41,960	327	1,141,205	6,430,125	17.7
域内投資比率(%)	16.4	19.1	1.3	23.1	22.2	6.6	22.0	17.1	3.3	3.9	

2005年 (百万ドル)

受け入れ国	投資国									総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
中国	2,535	102	425	86	5	--	684	--	3,837	10,119	37.9
香港	--	--	727	437	26	90	2,389	2	3,670	8,420	43.6
インドネシア	140	--	355	6	17	--	1,397	--	1,914	6,417	29.8
日本	2,917	16	--	584	30	18	1,513	48	5,125	228,250	2.2
韓国	7,603	1	5,321	--	39	--	4,135	75	17,175	41,772	41.1
マレーシア	3,490	--	1,065	179	--	--	2,780	10	7,524	19,970	37.7
フィリピン	617	5	1,339	20	4	--	417	--	2,402	12,655	19.0
シンガポール	3,875	4	1,985	258	77	474	--	393	7,065	22,210	31.8
タイ	734	--	200	31	58	16	794	--	1,832	4,487	40.8
ベトナム	--	--	12	--	--	--	24	--	36	676	5.3
合計	21,910	127	11,429	1,599	256	598	14,133	528	50,581	354,977	14.2
総投資残高	175,103	508	1,681,112	29,580	2,157	3,646	69,570	1,583	1,963,259	13,478,956	14.6
域内投資比率(%)	12.5	25.0	0.7	5.4	11.9	16.4	20.3	33.4	2.6	2.6	

2009年 (百万ドル)

受け入れ国	投資国									総受け入れ残高	域内からの受け入れ比率(%)
	香港	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	合計		
中国	8,271	--	521	144	--	--	1,514	--	10,450	16,088	65.0
香港	--	90	1,390	385	100	67	3,595	184	5,810	11,312	51.4
インドネシア	203	--	1,792	166	48	--	5,298	8	7,515	24,455	30.7
日本	3,742	--	--	212	--	7	1,992	90	6,043	218,071	2.8
韓国	10,671	10	8,440	--	1,296	153	13,965	8,332	42,867	98,017	43.7
マレーシア	2,987	5	2,509	130	--	56	4,429	201	10,318	27,624	37.4
フィリピン	651	4	1,477	56	196	--	1,246	29	3,659	17,357	21.1
シンガポール	2,896	298	3,595	102	605	--	--	10	7,506	27,220	27.6
タイ	173	--	684	74	104	18	1,226	--	2,280	5,539	41.2
ベトナム	96	--	33	2	2	--	210	--	343	1,453	23.6
合計	29,691	406	20,443	1,270	2,352	301	33,474	8,855	96,792	447,135	21.6
総投資残高	244,908	2,615	2,224,756	25,032	6,493	3,829	120,999	12,988	2,641,620	20,471,463	12.9
域内投資比率(%)	12.1	15.5	0.9	5.1	36.2	7.9	27.7	68.2	3.7	2.2	

(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

また、近年は、他の域内諸国並みに域内投資が伸びている様子がうかがえる。しかし、もう少しこれを拡大する余地があろう。

さらに、各国の投資の受け入れ額をみると、特に中国と韓国で域内からの投資が拡大している。一方、日本はほぼ横這いであり、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22によれば、98年から2010年までの経常収支黒字額の合計は、6カ国の合計で約1兆ドル、さらに中国を含めると3.1兆ドルとなる。このように、域内諸国の対外純資産は拡大しており、域内投資比率には上昇余地があると考えられる。

今後、域内クロスボーダー取引を一段と拡大するためには、域内各国におけるクロスボーダー債券発行・投資の状況や国内投資家の現状などを詳細に把握した上で、適切な政策を実施することが求められよう。

(2) 域内金融統合の進め方

域内金融統合を進めるための基本的な考え方として、各国市場の十分な整備を前提にクロスボーダー取引の促進を図るボトム・アップ・アプローチと、各国市場の発展段階の格差をみればボトム・アップ・アプローチには時間がかかり過ぎるとして、国際債券市場の構築やアジア基準の債券市場関連ルールの設定など、域内共通の市場インフラを作ろうとするトップ・ダウン・アプローチとがある。

後者の考え方では、各国の市場インフラや

制度を調和させることが極めて難しいことが指摘されており、それ自体は正しい。しかし、各国市場の整備も、バランスの取れた国内金融システムの整備などの観点から不可欠と考えられる。

域内金融統合は、実体経済統合の進展と密接に関連した長期的なプロセスである。これは、為替政策を含めたマクロ政策協調の議論とも関わっている。いずれのアプローチが望ましいかについては、十分な議論が必要であらう。

2. 運用対象としてのアジア債券市場

(1) アジア債券投資の魅力

クロスボーダー債券取引を拡大するための一つの観点として、投資家の行動を検討することが必要である。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、以下の点である。①国際分散投資により、最適なりスクとリターンのバランスが実現出来る（注24）（域内の債券市場金利の相関は図表23の通り

図表23 債券市場金利の相関（2009年）

	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
香港	—	▲0.57	0.58	0.62	0.81	0.62	0.79	0.51
インドネシア		—	▲0.11	▲0.53	▲0.44	0.00	▲0.81	▲0.54
日本			—	0.22	0.38	0.42	0.24	0.05
韓国				—	0.72	0.51	0.65	0.78
マレーシア					—	0.74	0.68	0.65
フィリピン						—	0.26	0.30
シンガポール							—	0.66

（資料）Asia Regional Integration Center

である)。②名目金利が相対的に高い。③経済発展に伴い、長期的な金利低下や実質為替レートの増価が見込まれ、これらが債券投資収益率を高める。

今後も、中期的に投資リスクが低下する一方、高収益率が維持されることにより、途上国債券投資のリスク調整後収益率は相対的に高水準となることが期待され、投資の増加が続くものと予想される。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ことには注意が必要である。

Felman et al. [2011] は、今後、先進国の投資家の間で、運用収益率を改善するために途上国債券投資を増やす傾向が加速すると予測している。特に、高利回りを求められる一方で途上国への投資比率が低い年金基金などが、有力な投資家として想定されるとしている。

また、アジアの域内取引に関しては、一部の中央銀行が外貨準備運用の多様化のために域内の金融商品に投資し始めていること、個

図表24-1 アジア諸国のソブリン格付け

	S&P	Moody's
中国	AA-	Aa3 (positive)
香港	AAA	Aa1 (positive)
インドネシア	BB+ (positive)	Ba1
日本	AA- (negative)	Aa3
韓国	A	A1
マレーシア	A-	A3
フィリピン	BB	Ba2
シンガポール	AAA	Aaa
タイ	BBB+	Baa1
ベトナム	BB- (negative)	B1 (negative)

（注）表記のないものはstable。

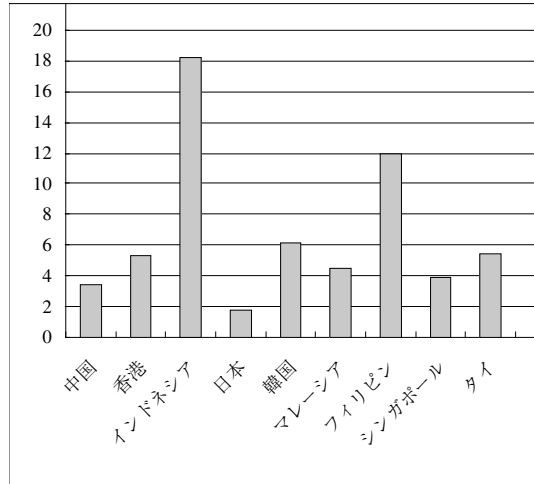
（資料）Asian Bonds Online

人投資家も投資信託を通じて韓国の債券などへの投資を拡大していること、などが指摘されている。

途上国側では、海外からの投資が増加することで投資家層の拡大・多様化や市場流動性の向上などが実現し、これらが市場の一層の拡大をもたらす好循環が期待される。

運用対象としてのアジア債券について考える場合、格付け、投資収益率、市場流動性などに配慮する必要がある（注25）（図表24）。過去10年間の投資収益率は各国とも高いが、格付けに関しては、インドネシア・フィリ

図表24-2 債券市場の収益率（現地通貨建て）
（%）



（注）2001～2010年の平均年率（複利ベース）。日本は国債のみ、日本以外は大半が国債。
（資料）伊達 [2011]

ン・ベトナムが投資不適格である点に注意すべきである。また、国債の市場流動性に関しても、インドネシアやベトナムでは売買スプレッドが非常に大きい。社債に関しては、一般的に流通市場の取引は活発でない。

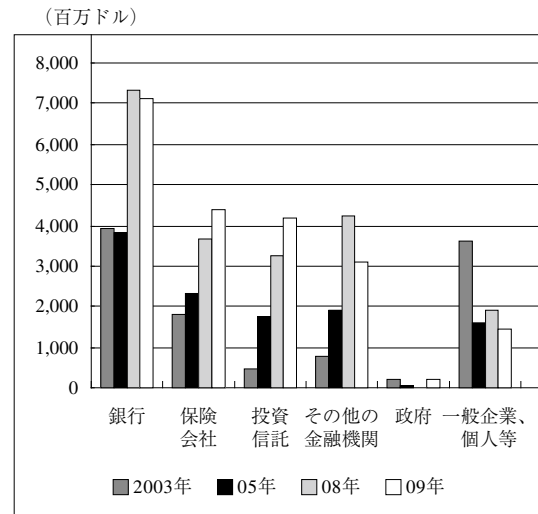
伊達 [2011] は、さらに各国為替市場の流動性にも注意が必要であると指摘し、香港・シンガポール・韓国以外の通貨の場合、1,000万ドル相当程度の債券投資を実施する場合には若干の注意が必要であると述べている。

このように、運用対象という観点から考える場合、投資のメリットと障害に関する詳細な検討が求められることになる。

（2）日本からの投資

日本の東アジア向け長期債券投資残高は、2001年の129.3億ドル（長期債券投資残高に

図表25 日本の投資家別東アジア向け長期債券投資残高
（百万ドル）



（資料）IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey

占める割合は1.3%) から2009年には204.4億ドル（同0.9%）に増加した（図表22）。この間、長期債券投資残高に占める割合は、一貫して1%前後である。さらに遡ると、97年に205.0億ドル（同2.9%）となっており、金額的にはようやく通貨危機直後の水準に回復したところである。

2009年末の投資家別東アジア向け投資残高をみると、銀行が最大であるが、伸び率は投資信託が最も高く、2003年の約9.2倍に相当する41.9億ドル（約3,230億円）となっている（図表25）。今後、各業態がいかに残高を伸ばすかがポイントとなる。ただし、円高傾向が続いていることが、外国証券投資、特に債券投資の抑制要因となることが懸念される。

(注24) 特に、システムティック・リスク(特定の市場において投資銘柄数を増やしても減少しない、市場に固有のリスク)を減らすためには国際分散投資が有効であるといわれている。

(注25) この部分の記述に関しては、伊達[2011]を参考とした。

VII. 域内金融協力の今後の方向性

1. アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)を中心とした債券市場整備の進捗

(1) 各国市場の整備

本節では、債券市場整備の取り組みの成果と今後の方向性について述べる。2003年に発足したABMIにおいては、債券発行主体の拡大、発行通貨の多様化、市場インフラ整備を主な目的として6つのワーキング・グループが立ち上げられ、①新たな債務担保証券開発、②信用保証および投資メカニズム、③外国為替取引と決済システム、④国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行、⑤地域の格付け機関整備と情報発信、⑥技術支援、をテーマに活動が行われた。

2005年5月にはABMIロードマップが発表され、それまでの実績を踏まえてワーキング・グループが再編成された。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。それぞれを担当する4つのタ

スク・フォースの下で活動が続けられ、現在に至っている(図表26)。

以下、各国市場の整備に関する実績とクロスボーダー取引の促進に関する実績に分け、ワーキング・グループごとに述べる。

まず、各国市場の整備に関する主な成果をあげると、第1に、「①新たな債務担保証券開発」に関し、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。各国当局の努力もあり、市場インフラや規制等の整備に関してそのほかにも多くの成果が上がっている。

第2に、「②信用保証および投資メカニズム」に関し、2009年5月、信用保証・投資ファシリティ(CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility)の創設が合意された。これは、域内で発行される現地通貨建て社債に対する保証を実施する機関であり、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た。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、2010年11月、設立総会が開かれた。本部はマニラに置かれた。保証の対象は各国の国内格付けが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(国際協力銀行)が各2億ドル、韓国が1億ドル、ASEANが0.7億ドル、ADBが1.3億ドルとなった。2011年中に、第1号案件の実現が期待される。

図表26 ABMIの新たなロードマップ

<p>タスク・フォース1：現地通貨建て債券の発行促進（供給側）</p> <p>(1)信用保証および投資メカニズム①</p> <p>(2)Asian Currency Note Programの促進①</p> <p>(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</p> <p>(4)デリバティブおよびスワップ市場の整備②</p> <p>(5)地域の引受業者の育成②</p> <p>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）</p> <p>(1)機関投資家の投資環境の整備①</p> <p>(2)個人投資家の投資環境の整備②</p> <p>(3)レボ・証券貸借市場の整備②</p> <p>(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</p> <p>(5)域内の機関投資家向けの広報活動①</p> <p>タスク・フォース3：規制枠組みの改善</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</p> <p>(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</p> <p>(3)破産手続きの改善③</p> <p>(4)会計監査の国際基準の適用促進②</p> <p>タスク・フォース4：債券市場のインフラ改善</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</p> <p>(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</p> <p>(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</p> <p>(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

第3に、「⑤地域の格付け機関整備と情報発信」に関し、各国格付け機関の能力向上が、研修の実施などにより達成された。2008年12月には、格付け機関の遵守基準（Handbook on International Best Practices in Credit Rating）が発表された。

また、情報発信手段として、2004年5月にウェブサイト（Asian Bonds Online）が立ち上げられた。アジア債券市場に関する多様な情報やデータが提供されており、その内容は着実に向上している。さらに、出版物として Asia Bond Monitorが定期的に発行され、各国債券市場の概況や政策動向などが把握出来る

ようになっている。

第4に、「⑥技術支援」に関し、各国市場に対する多様なテーマによる技術支援が、ABMI発足当初より継続的に実施されている。

(2) クロスボーダー取引の促進

次に、クロスボーダー取引の促進に関する成果をみる。第1に、「①新たな債務担保証券開発」に関し、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2004年に実現したほか、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。

第2に、2005年にABMIロードマップが作られた際、アジア・ボンド・スタンダードの考え方が提案された。これは、各国市場を整備するボトム・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主張したものである。

第3に、「③外国為替取引と決済システム」に関し、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。これに続き、現在のタスク・フォース4（債券市場のインフラ改善）において、域内決済機関（RSI: Regional Settlement Intermediary）の構築方法ならびに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4に、「④国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行」に関し、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。また、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。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5カ国となった。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り、他の市場での発行を早期に実施することが課題となっている。

第5に、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ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF: ASEAN+3 Bond Market Forum）という官民連携組織を作り、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。ABMFの設立は、2010年5月のASEAN+3財務大臣会議において承認された。

ABMFの活動は、前述のGOE報告書の成果を引き継ぐものである。クロスボーダー取引を拡大する重要な手段の一つとして、市場インフラ（取引プラットフォーム、清算・決済システム、ヘッジ手段等）や関連する規制・制度（法規制、格付け機関、会計監査基準、税制等）の調和・相互承認を実現することがある。ABMFでは、各国の規制や市場インフラ等の実情を詳細に調査して調和・相互承認の枠組み導入の可能性を探る作業が進められており、年内に報告書が完成する予定である。

ABMFは、2012年以降の第2フェーズで新たなクロスボーダー取引促進策に取り組むことになる。その候補として、新たな債券インデックスの構築、債券発行ルールの域内での

共通化、域内でのファンド・パスポート制度（域内諸国で組成された投資信託商品を相互承認により域内全体で販売可能とすること）の導入、アジア社債ファンド（いわゆるAsian Bond Fund 3）の組成、域内共通格付け機関の設立、などが検討されている（図表27）。

アジア社債ファンド（Corporate Bond Fund）は、外貨準備などの公的資金の運用により何らかの目的を果たそうとするプロジェクト（Public Capital Projects）の一種である。

これは、ソブリン・準ソブリン債券を対象としたABF2（注26）の延長といえるものであるが、一般的に流動性に乏しい社債によるファンド組成を円滑に行えるかが課題となる。

ABMFでは、さらに2種類の公的資金運用プロジェクトが提案されている。第1に、相互保有ファンド（Cross Holding Fund）である。これは、域内諸国の政府間で相互に国債を保有し合うスキームである。その目的は、先進国の国債の保有割合を減らすとともに、域内

の為替レートなど金融面の安定を図ることにある。

第2に、試行ファンド（Pathfinder Fund）である。これは、公的資金を域内の国債・社債に投資し、その後に民間部門による購入を求めるものである。その目的は、域内クロスボーダー投資の障害（発行・流通市場の双方が対象）を確認することにある。

調和や相互承認は、相手国の法規制等を自国のものとして受容することを意味しており、相当の時間を要するとともに、市場の発展段階が異なれば実現は難しい。また、クロスボーダー取引の促進には、資本取引の自由化や通貨の国際化を進めることが欠かせない。このように、ABMFに与えられた課題は困難なものであるが、上記の多様な提案を前向きに検討すべきであろう。たとえば、格付けの問題に関しては、アジア格付け機関連合（ACRAA）との連携を図り、調和（とりわけリージョナル・スケールの構築）の可能性を探ることが必要である。また、ABF2の実績を考慮すれば、アジア社債ファンドを構築する過程でクロスボーダー取引の障害の軽減を図ることも、検討に値しよう。

図表27 ABMFの今後の取り組み事項

<p>(第1段階：2010～2011年)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・規制と市場構造に関する情報収集 <p>(第2段階：2012年～) (以下の中からテーマ検討中)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・新たな債券インデックスの構築 ・域内の共通発行プログラムの検討 ・アジア・ファンド・パスポート ・公的資金プロジェクト →社債ファンド、相互保有ファンド、試行ファンド ・域内格付け機関の設立

(資料) 21世紀政策研究所 [2011b]

2. 債券市場整備に関連した提言

(1) APEC首脳への提言

アジア債券市場整備に関連する提言として、「APEC首脳への提言」がある。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27）。

2010年度には、イスラム金融と従来型金融の共存、インフラに関する官民連携を促進するためのアジア太平洋地域パートナーシップの創設、プロ向け証券市場の構築、ファンド・パスポート制度の導入、国際財務報告基準（IFRS）の採用、環境ファイナンスやSME（中堅中小企業）ファイナンスの促進、などに関する提言が行われた（図表28）。

なお、図表28のクロスボーダー担保（Cross-border collateral arrangements）とは、ある国所在またはある通貨建て表示の担保を、他の国または他の通貨建てでの流動性調達に利用するスキームである。平時または緊急時における外国資産の担保受け入れは、商業銀行の日中流動性ニーズに応えるために中央銀行がとりうる選択肢の1つである（注28）。「APEC財務大臣への提言」では、域内でクロスボーダー担保取引を採用することにより、債券市場の流動性の向上に寄与することが出来ると述べている。

また、以上の提言とは無関係であるが、Shin [2011] は、域内の国債市場が拡大し、電子取引システム（ETS）が一般化していることを踏まえて、国債市場の統合に言及している。

図表28 域内資本市場の強化および深化に関するAPEC首脳への提言（2010年）

<p>1. より力強い成長の促進</p> <p>(1)サブリージョナル金融統合を通じた地域統合の促進 ・CMIMの強化などによる域内金融統合の促進</p> <p>(2)イスラム金融の活用</p> <p>(3)インフラに関する官民連携の促進</p> <p>(4)債券・株式市場の発展 ・ホールセール証券市場の発展 ・クロスボーダー決済の障害の軽減 ・クロスボーダー担保市場の育成 ・会計基準等におけるグローバル・スタンダードの採用強化 ・ファンド・パスポート・スキームの導入</p>
<p>2. より持続可能な成長の促進</p> <p>(1)規制改革の進展</p> <p>(2)国際財務報告基準（IFRS）の採用</p> <p>(3)環境ファイナンス</p>
<p>3. より均衡ある成長の達成</p> <p>(1)中小・零細企業の資金調達機会の拡大 ・信用情報システム・法的枠組みの発展支援 ・信用保証の提供、よりよい規制枠組みの導入 ・融資担保制度の整備</p> <p>(2)ソーシャル・セーフティ・ネットの拡充</p> <p>(3)ファイナンシャル・インクルージョンの促進 ・ファイナンシャル・インクルージョン・イニシアティブの立ち上げ</p>

（資料）2010年APEC首脳への提言

クロスボーダー担保や国債市場の統合は、検討には値するものの、時期尚早と考えるべきであろう。

（2）21世紀政策研究所の報告書における提言

21世紀政策研究所 [2011a] は、アジア債券市場整備に関する包括的な分析を実施するとともに、主にクロスボーダー取引促進の観点から、10項目の提言を行っている。その内容は、①アジア格付け機関の設立、②民間版国別債券ピアレビューの立ち上げと改善要望の枠組み、③CGIFを活用したクロスボーダー商品開発の促進、④アジア債券インデックスの組成、⑤クロスボーダー債券投資情報の提

供、⑥アジア社債ファンドの創設、⑦ファンド・パスポートの導入、⑧MTN発行に関する汎アジアルールの設定、⑨アジア通貨バスケット建て債券発行、⑩日本の債券市場の国際競争力強化、である。

クロスボーダー取引拡大に向けての課題(図表29)からみると、これらは以下のよう
に整理することが出来る。

- ・投資家育成・情報提供:⑤クロスボーダー債券投資情報の提供
- ・商品開発:③CGIFを活用したクロスボーダー商品開発の促進、④アジア債券インデックスの組成、⑥アジア社債ファンドの創設、⑨アジア通貨バスケット建て債券発行
- ・議論の活発化:②民間版国別債券ピアレ

図表29 クロスボーダー取引拡大に向けての課題

<p>(市場参加者の動機付け)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 各国債券市場の育成(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、リスクヘッジ手段や決済システムの整備など)により、発展段階格差の縮小を図る。 2. 証券化や信用保証の活用により、発行体の信用力を補完する。 3. 域内機関投資家の育成や投資家に対する情報提供・広報活動を実施する。 <p>(フォーラム等における努力)</p> <ol style="list-style-type: none"> 4. 地域に焦点を当てた商品(例:アジア・ボンド・ファンド)を開発し、触媒とする。 5. 域内・域外との経済・金融統合のあり方や費用・便益に関する議論を活発化させる。 <p>(取引の障害の克服)</p> <ol style="list-style-type: none"> 6. 諸制度・市場インフラ(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)の変更や調和を実現する。 7. 通貨に関する諸問題(資本取引規制や域内通貨の非国際化)を解決する。

(資料) 日本総合研究所作成

ビューの立ち上げと改善要望の枠組み
・制度・インフラの調和:①アジア格付け機関の設立、⑦ファンド・パスポートの導入、⑧MTN発行に関する汎アジアルールの設定

3. 債券市場整備の枠組みの再検討

2011年5月のASEAN+3財務大臣会議共同声明により、ABMIの目的・範囲・枠組みに関する再検討が実施されることになった。また、共同声明の中で、今後、域内協力を強化すべき分野として、①インフラ・ファイナンス、②災害保険、③域内貿易決済における現地通貨の使用、があげられたことも重要である。

ABMIの枠組みに関しては、2008年に作られた新ロードマップの見直しが行われるものと思われる(注29)。

新ロードマップにおいて、各国市場の整備ならびにクロスボーダー取引の促進に必要な取り組み事項は概ねカバーされているといえよう。しかし、いくつか問題がある。第1に、取り組み事項の背景にある枠組みあるいは基本方針といったものが明らかにされていない。今後、ABMIに関する情報開示を改善する必要があると思われ、ロードマップに関してもなるべく多くの情報を示すべきである。また、ABMIの進捗状況に関する報告(プログレス・レポート)のAsian Bonds Onlineへの掲載を再開すべきであろう。

第2に、取り組み事項を整理し、よりわか

りやすい形で示すべきである。特に、優先順位、デッドライン、実現に向けたタイム・テーブルなどを精緻化することが求められよう。

ロードマップに従って市場整備を行う前提として、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て適切な政策を実施していくことが重要である。そのためには、何らかの共通指標（スコア・シート）に基づいて進捗状況を評価することが求められる。

第3に、ロードマップは、各国市場の整備のための項目とクロスボーダー取引の促進のための項目に分けて示すことが望ましい。現在のタスク・フォースの構成を見直すことも一案であろう。

第4に、民間部門との接点を広げ、商品開発や調査研究の機能を強化することで、その役割を拡充すべきである。

4. 各国市場整備の課題

(1) 各国市場整備の重要性と求められる域内内需拡大への貢献

各国債券市場の整備は、依然として大きな課題である。各国市場は大幅に拡大したものの、特に社債市場について各国の発展度合いは多様であり、また、一般的に発行体は政府系企業や金融機関、エネルギー・インフラ関連企業などに集中している。債券市場は金融システムの重要な構成要素であり、これを整備することは不可欠である。加えて、クロス

ボーダー取引を拡大するためにも、各国市場を整備して発展段階格差の縮小を図ることが欠かせない。この場合、特に、流通市場や為替リスクヘッジ手段の整備がポイントとなる（後述）。

従来の輸出主導型成長戦略の中で成長のけん引役となった外資系企業は、直接投資や内部資本市場（親子ローンなど）からの資金調達が多く、銀行融資や社債発行の利用は一般的に少ない。一方、金融やエネルギー・インフラ関連は内需に密接に関連した分野であることを考えると、今後、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。

このような観点からの社債市場の具体的な活用方法として最も注目されるのは、インフラ整備の資金調達への利用拡大である。加えて、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、日本企業がアジアの内需関連ビジネスに注力する過程で現地通貨調達のニーズが高まり、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、これに対する日本政府の

支援を強化することも重要である。現地通貨建て社債の発行、借入れ、為替予約など多様な方法により現地通貨に関するリスクを管理することは、多くの企業にとって重要な課題となってきた（注30）。

(2) インフラ整備と債券市場

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難しい点が多い。域内のインフラ整備に注目が集まる中、その資金調達を支援していくことは極めて重要である（図表30）。

インフラ・プロジェクトにおいては、政府による設備接収などのカントリー・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。

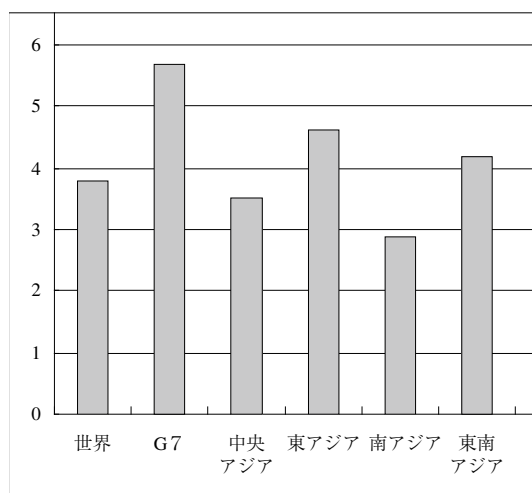
インフラ整備に膨大な資金が必要となる中、財政資金にも限界があることから、民間部門の役割が増しており、官民連携（PPP）による実施が拡大している。これにより、公共部門の限られた資源を補うとともに、民間部門の有する専門性や効率性を活用することが可能となる。

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。また、CGIFによる保証も是非活用すべきであろう。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、インフラ・ファンドの設立や資本市場の整備が重要になると考えられる。

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、

図表30 インフラの質（2008年）



(注) 原典はWorld Economic Forumの世界競争力報告。満点は7点。

(資料) Asian Development Bank and Asian Development Bank Institute [2009] "Infrastructure for a Seamless Asia"

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。インフラ・プロジェクトに関わる債券を証券化しやすくするような法的整備、インフラ投資のリスクをヘッジするための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の整備、なども重要となろう。

(3) 社債の発行体を拡大するための重要事項

①発行コストの引き下げ

各国市場の整備において主な障害となっているのは、発行体がなかなか増えないことである。したがって、この点に取り組むことが一つのポイントとなる。

そのために考えられることは、第1に、発行コストの引き下げである。これを実現する方策として、①発行ルールの簡略化、②発行に関する手数料の引き下げ、③投資家の拡大、などが考えられる。

まず、発行ルールの簡略化に関しては、発行認可に要する期間等に加え、公募・私募の区別が問題となる。公募債の発行手続きが煩雑である一方、私募債の発行が容易である仕組みは、私募債発行の柔軟性を確保出来る反面、公募債発行の増加を妨げる。私募債の発行体の透明性に問題が生じる可能性もある。社債発行の機動性と市場の健全な発展の両面から、規制の修正を検討すべきである。

次に、発行に関する手数料は、①引受手数料を含む幹事手数料、②監督当局への登録や

上場に要する費用（弁護士費用を含む）、③格付け取得費用、④投資家への販売費用（プレゼンテーション等）、⑤税金、などである。これらは固定費的な性格が強く、発行額が相対的に小さい中小企業の発行意欲を損なう可能性がある。引受業者（証券会社）を育成し、競争的な環境を確保することが一つの課題となろう。

最後に、投資家の拡大により、発行条件の改善や発行増加が期待出来る。機関投資家、個人投資家、海外投資家の育成・拡大を図るとともに、情報開示を改善することが求められる（注31）。

各国は、企業や市場の透明性の改善に努めるべきである。社債の信用力に関する透明性を高めるには、第1に、証券取引法・会社法・破産法などを整備し、投資家の権利を明確にしなければならない。第2に、会計監査基準や格付け制度の整備、信用リスクデータベースの構築などにより、企業情報開示を向上させることが必要である。これらの手段により情報の非対称性が低下すれば、信用リスクが相対的に高い企業による債券発行が可能になることも考えられる。

②信用補完の強化

第2に、発行体の市場参加能力を高める信用補完である。具体的には、CGIFを利用した信用保証や証券化取引の拡大などがあげられる（図表31）。

CGIFは、域内諸国の債券市場の発展に有

効な保証事業を実施すべきである。同時に、民間部門のノウハウを十分に活用し、組織の健全性や自身の格付けを堅持することが求められる。中期的には、出資規模の拡大やレバレッジ（保証額／出資額）の引き上げを検討することも重要である。

保証の対象としては、インフラ整備関連の債券に加え、中小企業が発行する債券を重視すべきである。近年、先進国および域内の投資家のアジア投資に対する関心が非常に強く、相対的に格付けの低い企業でも債券発行が可能となった。こうした中、債券発行が難しい中小企業の資金調達を集中的に支援することを検討すべきである。各国の国内格付け機関による格付けがBBB格以上という制約があるため、難しい面があるかもしれないが、

たとえば、証券化の活用と合わせて信用保証を利用することも考えられよう。また、将来的には、最低格付けの制約を見直すことも検討に値しよう。

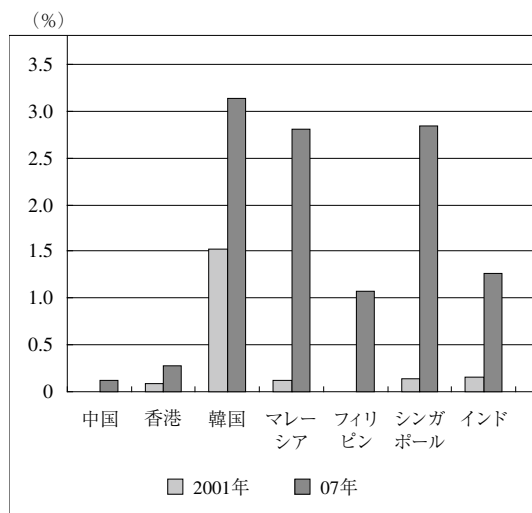
③非居住者による発行の拡大

第3に、非居住者による発行の拡大である。発行体ベースを拡大するために非居住者による発行を認めることは、重要な方法の一つである。香港やシンガポールでは非居住者による発行は自由に行われており、また、中国・マレーシア・タイなどでも少しずつ認められるようになってきている。

しかし、これらはいずれも限定的なものであり、調達した現地通貨は国外に持ち出せないケースが大半である。このため、フィリピンやインドネシアなどでは、非居住者による発行はまだほとんど行われていない。また、マレーシアは、イスラム金融に関する国際金融センターを目指す目標を掲げていることから非居住者による発行を認めるようになってきているが、社債発行全体に占める割合は数%にとどまっており、かつ、国内の潤沢な流動性に変化が生じれば、発行が難しくなることも考えられる。

このように、非居住者の発行については、当面、限定的に認めていくことが通常を取り組み方針となろう。これは、資本取引の自由化や通貨の国際化に関わる問題であり、その進捗の中で考えていくことが必要である。同時に、通貨スワップなどのヘッジ手段の整備

図表31 証券化取引額の対GDP比率



(資料) Wells and Schou-Zibell [2008]

に努め、クロスボーダー発行のコストを引き下げる事が重要である。

このような状況では、国際機関等によるアジア通貨建て債券発行をタイミングよく実施し、市場拡大の触媒として位置付けることが引き続き有効と思われる。前述したアジア開発銀行のAsian Currency Note Programについても、効果的に利用していくことが望ましい。このスキームは、規制の調和やMTN制度の浸透にも貢献することが期待される。

④基礎研究の拡充

第4に、発行体の増加に資する基礎研究の拡充である。従来、企業の財務諸表データを用いた資金調達構造の分析が多く行われてきたが、今後、銀行、債券市場、株式市場を含めたアジアの金融システムに関する研究蓄積を一層増やしていくべきである。

アジアの金融システムにおいて存在感が大きい銀行部門の役割についての研究も重要である。銀行の融資行動やそれに影響を与える規制の動向、金利体系など、多面的に考察することが必要である。また、債券市場において銀行は重要な発行体・投資家・仲介業者であり、そのことが社債市場の拡大とどのように関係するかも興味深い。

域内金融協力の調査機能であるASEAN+3リサーチ・グループにおいて、2011年度の研究テーマに「ASEAN+3地域の金融システムにおける銀行セクターの役割と機能」がとりあげられたことは、このような意味で有意義

である。

なお、アジアと欧米先進国の金融システム比較も重要である。これにより、アジアの社債市場あるいは金融システムがどのような姿を目指すべきかがみえてくるかもしれない。

(4) 流通市場の整備

以上は主に発行市場整備のための方策であるが、流通市場の整備も大変重要である（注32）。特にこれに関連するのは、デリバティブやレポ取引の市場整備である。これらの市場は、アジアにおいてあまり発達していない。これは、流通市場の整備と「鶏と卵」の関係にあり、投資家の多様化や市場価格の透明性の向上など、他の流通市場整備策と併せて考える必要がある。また、デリバティブ取引に関する法規制・会計基準・税制などの整備も重要な課題である。

社債の流通市場整備は、特に大きなチャレンジである。域内には潤沢な投資資金があるため、満期まで保有することに大きな問題はないという意見もあるが、投資家の幅を広げるためには流通市場の整備が不可欠であろう。

(5) イスラム金融への取り組み強化

イスラム債の発行拡大も、ABMIの課題として考えることが出来よう。イスラム債は、インフラ整備関連など多様な資金調達に利用可能であり、その拡大はアジア債券市場にとって意義が大きい。イスラム金融が最も発展しているのはマレーシアであり、国債・社

債市場において重要な役割を果たしているが、他のアジア諸国でも取り組みが広がっている。

シンガポールは、2005年にイスラム金融サービス委員会（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2億シンガポール・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、インドネシアでは、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（中央銀行債）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いる。2009年10月には、イスラム国債の定期入札が始まった。さらに、香港も、2007年10月にイスラム金融センターを目指すことを公式に表明し、ドバイ金融サービス局とのイスラム金融振興に関する提携などを実施している。

日本でも、イスラム債発行を可能とするための枠組み整備が動き始めている。2011年度の税制改正において、イスラム債発行を、資産流動化法における特定目的信託の制度を利用して実施するための税制措置がとられることとなった。海外投資家が受け取る収益にかかる源泉所得税を非課税とすることで、海外からイスラム・マネーを呼び込むことを可能とするものであり、これに向けた関係法改正

の検討も併せて行われることになる。

今後、アジア債券市場整備の取り組みの中でもイスラム金融に関する議論を行い、知識を深めることが望ましい。イスラム金融の課題は、イスラム法解釈に関する透明性の向上などの法規制インフラの整備、会計基準の確立、不足する人材の育成、銀行間市場の改善、イスラム債の流動性の向上、などである。日本も官民が連携してイスラム金融への取り組みを強化し、アジアでの議論に積極的に参加していくべきである。

5. クロスボーダー取引促進の課題

(1) クロスボーダー取引促進のために求められる規制等の変更

クロスボーダー取引促進のための課題は、図表29に示した通りである。ABMIでは、Takeuchi [2005]、Asian Development Bank [2010] において、債券市場関連規制、税制、資本取引規制、清算・決済システムなどに関し、クロスボーダー取引の障害の検討が行われてきた（図表32）。

これを引き継いだのが、ABMFである。ABMFが当面目指すべきことは、非居住者による現地通貨建てクロスボーダー債券発行・投資の拡大に必要な規制緩和などを実施することである。

そのためには、上記の2つの報告書において議論された規制上の障害の軽減（特に発行手続きの簡略化）、規制の透明性の向上、税

図表32 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 [2010]

制変更などを目指すことが求められる。中期的には調和・相互承認の枠組み導入を実現することが重要な目標となるが、それに加え、各国の制度変更やその前提となる規制監督体制の整備に着実に取り組むことが必要である。市場の統合や規制の調和は困難な作業であり、実現すること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。

決済システムに関しては、各国の整備状況に差があることがクロスボーダー取引に伴う決済コストや決済リスクを高め、その拡大を抑制する大きな要因となっている。まずは早急に各国の決済システム整備を図り、STP (Straight Through Processing) を実現すべきである。また、ABMFにおける議論を継続し、決済システムの各国間での統合を促進することが重要である。さらに、長期的な課題とし

ては、域内決済機関 (RSI) の設立に向けて努力しなければならない。

(2) その他の課題

図表29に従ってその他の課題をあげると、第1に、各国市場の整備による発展段階格差の縮小が、統合を推進する前提となる。したがって、域内で相対的に市場の発展が進んでいる国は、クロスボーダー取引を拡大するため、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ることが不可欠である。逆に、クロスボーダー取引の促進は、各国市場の発展のためにあるともいえる。このように、ボトム・アップ・アプローチを重視し、クロスボーダー取引の促進と各国市場の整備を並行して行うべきである。

クロスボーダー取引の拡大に結びつく各国市場整備の努力として特に重要なことは、①投資家の参入を容易にするための流通市場の拡大や流動性の向上、②取引コストを引き下げるためのリスクヘッジ手段 (特に為替関連デリバティブや通貨スワップなど) や清算・決済システムの整備、③投資家が用いる運用パフォーマンスのベンチマーク・インデックスに含まれるようになるための市場規模の拡大、規制緩和、発行体の信用力の向上、④投資のインセンティブを高めるような市場インデックスの構築、などである。

また、各国は、クロスボーダー取引を担う発行体および投資家の拡大という観点を常に念頭に置くことが必要である。

第2に、クロスボーダー商品の開発が、取引拡大の触媒となることが期待される。クロスボーダーの証券化商品、通貨バスケット債券、アジア社債ファンドなど、多様な商品を検討すべきである。

第3に、域内・域外との経済・金融統合のあり方に関する議論を活発化させることが不可欠である。21世紀政策研究所 [2011a] の提言には、「民間版国別債券市場ピアレビューの立ち上げと改善要望の枠組み」が含まれているが、民間部門に議論が拡大することが望ましい。議論の活発化は、投資家の関心を引き覚ますことにもつながるであろう。また、議論の前提として、クロスボーダー取引の現状に関するデータの整備が必要である。現状では、限定的なデータの下で議論が行われている。

第4に、為替市場を整備し、大きな障害である為替・資本取引規制の問題に取り組むことが必要である。

現在、ほとんどの域内諸国では、資本取引規制の存在により、何らかの形でクロスボーダー取引の拡大が妨げられている。これを促進するためには、資本取引の自由化や通貨の国際化を推進することが不可欠である。

通貨の国際化の前提として、国内金融資本市場・外国為替市場の整備（特に為替関連デリバティブ市場の整備）、為替・資本取引の自由化、通貨価値に対する信認の確立、などが求められる。また、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む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。

各国は、これらの前提条件を満たした上で、資本取引の自由化と資本フローへの対処の両立に取り組まなければならない。この問題に関しても、域内金融協力場で議論を深めるべきであろう。

資本取引の自由化に伴い、緊急時の流動性支援体制の整備が重要性を増すと考えられ、CMIMを強化することも不可欠である。資金規模の面での強化に加え、域内経済のサーベイランスを強化してCMIMのIMFリンクを低下させ、より柔軟性の高いものにしていく必要がある。そのために、今般設立されたAMROの機能拡充が求められよう。

なお、資本取引規制との関連では、2010年9月にフィリピン政府が発行したグローバル・ペソ・ボンド（10億ドル相当、期間10年）が注目される。額面がペソ建てである一方、決済はオフショアでドルによってなされる。仲介業者は、発行時にドル売りペソ買いの為替取引を行い、発行体にペソを受け渡す。金利および為替のリスクは、すべて投資家が負担する。フィリピン国外でペソ取引が行われないため、資本取引規制の存在にもかかわらず発行が可能となる。また、国内債への投資に際して徴収される20%の源泉税もかからない。

発行体にとってはドル建て発行よりも望ま

しいが、投資家への経済効果はペソで決済する場合と同じであり、フィリピンの為替・金利相場に与える影響についても同様のことがいえる。画期的な債券であることは疑いが無いが、為替管理の点では資本取引を自由化した場合と類似したリスクがあり、無制限に発行を認めることは難しい。投資家からの需要が強く発行環境が良好であったため、その後も同様の発行が行われているが、当局はこうしたリスクを十分認識しておく必要がある。

(3) 調和・相互承認の枠組み導入への取り組み

ABMFの2012年からの第2フェーズにおいては、債券発行の枠組みの共通化が議論される可能性が高いようである。ただし、域内で共通の発行ルールが作られたとしても、それに従った債券発行をどの市場で行うかが問題となる。オフショア市場で発行するためには、通貨は国際化していなければならない。また、オフショア発行に伴い、国内市場の流動性が影響を受ける可能性がある。各国の市場発展段階に格差がある状況で新しい市場を作るとすれば、その目的や必要性に関する十分な議論が不可欠であろう。域内金融統合は長期的な課題であり、必ずしも性急に進める必要はないと思われる。

一方、アジア社債ファンド（ABF3）の設立や、それに伴う市場インデックスの構築に向けた努力も重要であろう。このようなファ

ンドの設立により、新たな投資家の開拓、市場流動性の向上、域内の運用会社の整備などの効果が期待される。市場インデックスは、運用のベンチマークになるとともに、市場育成や商品開発にも活用することが出来る。

21世紀政策研究所[2011a]の提言によれば、ABF3は以下の特徴を有する。①アジア域内の企業が発行した社債に投資するファンドである。②信用格付けのリージョナル・スケールの存在を前提とする。③ファンド・パスポートを採用する。④CGIFを活用する。

このうち、ファンド・パスポートの採用はABF2においても実現しておらず、必ずしも不可欠ではないであろう。一方、前述した通り、ファンドの構築には、各国社債市場の流動性や取引価格の透明性がある程度確保されていることが求められる。

ABF3の最大の問題点は、信用格付けにあると考えられる。国際的な格付け機関が格付けした社債の数は域内では限られる一方、域内共通の物差しとなるべきリージョナル・スケールの構築には顕著な進展がみられない。各国の格付けには国内政府機関・企業のリスク・ランキングに基づいているものもあり、また、累積デフォルト率に基づいている場合でも、分析技術レベルの差などから一般的に比較することは不可能である。リージョナル・スケールは、CGIFが域内の社債に対して保証を実施する際にも、本来必要になると考えられる。

21世紀政策研究所〔2011a〕は、各国の格付けの調和が現状では極めて難しいため、域内の新たな共通格付け機関を設立し、一括して格付けすることを提案している。

国際的な格付け機関によるアジアの発行体の格付けは全般的に低いという見方があることや、格付けの仕組みが世界金融危機発生の一因となったことなどから、域内企業の一部には国際的な格付け機関に対する根強い不信感があり、これに代わるものを作るという提案はそれほど不自然なものではない。

ただし、この提案を実現するには、ACRAAやCGIFとの調整が必要である。また、共通格付け機関を誰がどこに作るのか、という基本的な問題から始めなければならず、既存の格付け機関との競合の問題もあるため、相当の時間がかかるであろう。したがって、ABF3を構築するに当たり、とりあえず国際

格付け機関による格付けを利用することも考えられよう。CGIFも、国際的な格付けと各国の格付けをいかに調整するかという問題を抱えている。これらの問題に取り組むに当たり、格付けに関し優れた技術を有する日本の格付け機関が主導的な役割を果たすことも一案であろう。

(4) 民間部門の役割

域内クロスボーダー取引の促進には、各国市場整備のための技術支援や、金融統合に関する議論の活発化などが欠かせない。これらは、民間部門においても実施しうるものである(図表33)。民間部門による取り組みとして、アジア債券市場整備に関する日本経団連の提言が2010年3月と12月に発表されたが、引き続き、民間部門において、何らかの形で議論・基礎調査・情報提供・意見発表などの取り組みが続けられることが望ましい。

図表33 アジア債券市場育成における民間部門の役割

<p>1. 市場育成の取り組み主体</p> <p>(1)各国政府、国際機関、国際的なフォーラム</p> <p>(2)市場参加者</p> <p>①一般民間企業</p> <p>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)</p> <p>(3)コンサルタント、学者、研究者(シンクタンク、大学)</p> <p>2. 民間部門の役割</p> <p>(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</p> <p>(2)技術支援…制度構築や金融技術の提供</p> <p>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</p> <p>②触媒案件や新種取引の組成</p> <p>③教育…市場人材の育成や投資家教育</p> <p>(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)</p> <p>(4)債券基礎データの充実、基礎研究(シンクタンク、大学等)</p> <p>(5)日本国内債券市場の整備(金融機関等)</p>
--

(資料) 日本総合研究所作成

6. 域内金融協力と日本の社債市場整備

日本は域内金融協役に大きな役割を果たしているが、自国の債券市場の整備を図り、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。

このような努力として、①アジア諸国政府のサムライ債発行に対する国際協力銀行保証の供与ならびに債券の一部取得（GATE：Guarantee and Acquisition toward Tokyo market Enhancement）、②日本証券業協会における公募債市場の問題点に関する議論（2010年6月に報告書「社債市場の活性化に向けて」を発表）、③TOKYO AIMを活用したプロ向け社債市場の創設（TOKYO PRO-BOND Market）、などがあげられる（注33）。国内でイスラム債発行を可能とするための枠組み整備も、これに含まれよう。

TOKYO PRO-BOND Marketは、日本の社債市場に残る制度的な問題点を補完することを目指しており、英語による情報開示や開示審査手続きの簡略化などを実施する予定である。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。昨年6月より海外投資家に対する社債利子課税が撤廃されたことと併せ、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。

債券の発行体や投資家が市場を選択するに当たっては、発行コスト、投資収益率、市場

インフラや規制に関する利便性、などが判断材料となるが、市場整備の努力により、海外の発行体や投資家にとって魅力的な市場が形成されることが期待される。アジアの市場間競争が激化する中、日本市場に関する広報活動の強化、アジア企業に対する債券発行や株式上場の誘致、海外投資家向けの投資優遇策実施、なども重要であろう。

海外の市場参加者に対し、日本経済や日本市場が何物にも代えがたい魅力を持つことが不可欠である。そのためには、市場規模の優位性（企業や個人投資家の厚み）を生かすことが重要であり、「日本の投資家（特に機関投資家）は保守的」と評される部分を改善することは最優先課題であろう。特に、個人投資家の場合、約1,450兆円の金融資産残高に対して社債保有額は2兆円程度に過ぎないことから、アジアの発行体による債券も含め、個人向けの魅力的な社債関連商品を提供していくことが望まれる。

また、アジアとの実体経済面の統合が強化されることが、円への需要が高まり、クロスボーダー取引が拡大するために不可欠の要因である。アジアの発行体が、実体経済活動の裏付けによって円資金調達を必要とするような状況を作り出さなければならない。

中期的には、日本市場においてアジア通貨で債券発行が行われることが望ましい。自国通貨による発行でなければ、各国はダブル・ミスマッチの軽減を果たすことは出来ない。

これを実現するために、前提となるアジア諸国通貨の国際化や市場インフラの改善に向けた取り組みを強化していくことが求められる。

最後に、域内金融協力の動きとの整合性を維持することが必要である。各国市場の存在を前提にその調和を図るボトム・アップ・アプローチを尊重し、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。アジア諸国との「競争と協調のバランス」とをとるということである。

具体的には、調和・相互承認の枠組み導入に適合する市場を目指し、日本市場をアジアの域内金融統合の推進に役立てることが重要である。日本市場の多様な課題を解決するとともに、必要な市場インフラや法規制の変更および調和（特にクロスボーダー取引関連規制の緩和や実効性・効率性・透明性の向上）を図ることが求められる。「アジア基準」を模索する中で、日本市場がアジアのモデルとなることが期待されるが、それは域内の各市場の状況を十分に把握し、望ましい方向性を見据えた上での話である。その意味で、ABMFにおける各国制度調査の成果が期待される。

(注26) 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。

(注27) 関連資料は<https://www.abaconline.org/v4/content.php?ContentID=1304>で入手出来る。

(注28) 日本銀行のウェブサイトによる。日本銀行は、2009年5月22日の政策決定会合において、アメリカ・イギリス・ドイツ・フランスの国債を適格担保とすることを決定した。

(注29) Shin [2011] は、ABMIに関する課題として、①目標の優先順位やデッドラインを明確化すること、②進捗状況をはっきりさせるために共通の指標を作成すること、③アジア開発銀行が担当する事務局に、域内金融協力実施の過程で得られた知識や情報を蓄積する機能を持たせること、などをあげており、以下の記述はこれも参考になっている。

(注30) 2011年7月8日付日本経済新聞「新興国通貨建て取引拡大」による。

(注31) Gray et al. [2011] においても、情報開示の改善が重要であり、特に規制の実施の確保、重大事象の発生に際しての開示の強化などが必要であるとされている。

(注32) 以下の記述は、Gray et al. [2011] を参考としている。

(注33) 2010年6月18日に閣議決定された政府の『新成長戦略』において、アジア諸国の成長を取り込みつつ日本の成長を促進するという基本方針の下、金融戦略に関しては、アジア債券市場の構築、プロ向け社債発行・流通市場の整備、サムライ債市場の活性化、総合的な取引所の創設、アジア諸国の金融資本市場の開放、などが含められた。2011年1月25日には、『新成長戦略』のフォローアップとして、『新成長戦略実現2011』が閣議決定されている。

この流れを踏まえ、金融庁において2010年12月24日付『金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン』がとりまとめられている。

おわりに

本稿では、アジア債券市場整備の目的と今後の方向性に関する検討を行った。目的は大きく4つあり、バランスの取れた国内金融システムの整備、資本フローへの対処、实体经济の成長の支援、域内金融統合の促進、である。これらの目的を達成するために債券市場が果たすべき役割は多く残されていると考えられ、各国市場の整備ならびにクロスボーダー取引の促進に引き続き注力していくべき

である。

債券市場が金融システムの不可欠の要素である以上、バランスの取れた国内金融システムの整備を目指すことは当然である。また、資本フローへの対処は国際金融危機への備えともいえるものであり、域内金融協力の推進力となる重要な目的である。危機が繰り返し起こる以上、域内金融協力の存在意義はなくなる。この目的に関しては、グローバルな取り組みと各国レベルの取り組みを踏まえ、これに地域レベルの取り組みを組み合わせることにより効果を発揮していく必要がある。

実体経済の成長の支援に関しては、基本的には各国レベルの取り組みが中心となる。地域レベルの取り組みをどうするかはやや難しい面もあるが、債券市場整備に関していえば、企業の資金調達構造を分析し、内需拡大に有効な金融システムの構築を提案することや、相対的に発展度の低い市場に対する技術支援を実施することなどが重要と考えられる。

最後に、域内金融統合の促進は、長期的なテーマである。どの国が域内経済統合に参加するのか、金融統合をどのように進めるのか、などについて十分な議論を重ねる必要がある。

域内金融協力のモメンタムを維持することは、容易ではない。各国が経済力を高めるに従い、求心力、すなわち協力を不可欠とする共通の利害は失われがちとなる。こうした中、

この分野で推進役となってきた日本としては、現在の立場に立ち続けることが、アジアのためにも日本のためにも重要である。

特に、中国や韓国との協力関係の強化がポイントとなる。中国の債券市場は急速に拡大しており、アジアにおいて占めるウェイトは非常に大きなものとなっている。また、人民元の国際化戦略が進められる中で点心債市場が構築されていることなどにみられるように、その動向は域内金融協力の方向性に大きな影響を及ぼすであろう。一方、韓国は、域内後発国の証券取引所整備に技術支援を行うなど、金融面での域内への影響力を強める戦略を明確化させている。これら2か国の政策意図と域内金融協力推進の折り合いをどうつけていくのか、日本の力が問われる。

日本はアジア諸国との関係を深めることによって経済成長を図る戦略を明確にしており、域内金融協力の推進はこの目的を実現するために不可欠な政策の一つである。日本は、アジアの金融システム強化に全力を挙げて取り組み、アジア諸国との強固な協力関係を築き上げていかなければならない。

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. 今井一雄 [2011]「アジア債券市場育成と10周年を迎えたACRAA」(外国為替貿易研究会『国際金融』3月1日号)
3. 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)
4. 河合正弘 [2011]「成長するアジアの金融システム」(日本総研Business&Economic Review Vol.21 No.4)
5. 関志雄 [2009]『チャイナ・アズ・ナンバーワン』(東洋経済新報社)
6. 金融庁 [2010]「金融資本市場及び金融産業の活性化等のためのアクションプラン」(12月24日)
7. 経済産業省 [2010]「通商白書2010」(6月)
8. 経済産業省 [2011]「通商白書2011」(7月)
9. 清水聡 [2007]「東アジアの域内クロスボーダー債券取引を促進するための課題」(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.7 No.25)
10. 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)
11. 清水聡 [2009]『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)
12. 清水聡 [2010]「世界金融危機後のアジア債券市場整備の意義と課題」(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.39)
13. 清水聡 [2011a]「拡大するアジア債券市場と今後の課題」(日本総研Business&Economic Review Vol.21 No.4)
14. 清水聡 [2011b]「高まるアジア域内金融協力推進の意義」(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』4月号、Vol.11 No.121)
15. 関根栄一 [2010]「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)
16. 関根栄一 [2011]「人民元建て貿易決済により活性化する香港人民元オフショア市場」(野村資本市場研究所『季刊中国資本市場研究』、Spring)
17. 全国銀行協会 [2011]「アジア経済圏にとって望ましい金融・資本市場のあり方」(3月)
18. 伊達信夫 [2011]「成長著しいアジア債券市場～期待される本邦投資家の積極参入～」(国際通貨研究所 Newsletter、4月25日)
19. 内閣府 [2010]「世界経済の潮流」(2010年I、5月)
20. 内閣府 [2011]「世界経済の潮流」(2011年I、5月)
21. 21世紀政策研究所 [2011a]「アジア債券市場整備と域内金融協力」(研究プロジェクト報告書、2月)
22. 21世紀政策研究所 [2011b]『シンポジウム アジア債券市場整備と域内金融協力』(21世紀政策研究所新書—16、4月)
23. 村瀬哲司 [2011]「人民元市場の内外分離政策と「管理された」国際化～国際金融秩序への挑戦～」(国際通貨研究所「国際経済金融論考」、6月17日)
24. 李暁 [2010]「ドル体制の持続可能性、東アジア通貨協力及び人民元国際化」(外国為替貿易研究会『国際金融』10月1日号)
25. Asian Development Bank. *Asia Bond Monitor*, various issues.
26. Asian Development Bank [2009]. "Rebalancing Asia's Growth," in *Asian Development Outlook 2009*.
27. Asian Development Bank [2010]. "Asian Bond Markets Initiative Group of Experts (GoE) Report for Task Force 4," Apr.
28. Batten, Jonathan A., Warren P. Hogan and Peter G. Szilagyi [2009]. "Foreign Bond Markets and Financial Market Development: International Perspectives," ADBI Working Paper Series No.173, Dec.
29. Benzie, Richard [1992]. "The Development of the International Bond Market," BIS Economic Papers No.32, Jan.
30. Black, Susan and Anella Munro [2010]. "Why issue bonds offshore?" BIS Working Papers No.334, Dec.
31. Committee on the Global Financial System [2009]. "Capital flows and emerging market economies," CGFS Papers No.33, BIS, Jan.
32. Felman, Joshua, Simon Gray, Mangal Goswami, Andreas Jobst, Mahmood Pradhan, Shanaka Peiris and Dulani Seneviratne [2011]. "ASEAN5 Bond Market Development: Where Does it Stand? Where is it Going?" IMF Working Paper No.137, Jun.
33. Findlay, Christopher, Friska Parulian and Jenny Corbett ed. [2009]. "Linkages between Real and Financial Aspects of Economic Integration in East Asia," ERIA Research Project No.1.
34. Gray, Simon, Joshua Felman, Ana Carvajal and Andreas Jobst [2011]. "Developing ASEAN5 Bond Markets: What Still Needs to be Done?" IMF Working Paper No.135, Jun.
35. IMF [2005]. "Saving and Investment," in *Asia-Pacific Regional Outlook*, Sep.
36. IMF [2006]. "Asia's Investment Decline," in *Asia and Pacific Regional Economic Outlook*, May.
37. IMF [2010a]. "Does Asia Need Rebalancing?" in *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.
38. IMF [2010b]. "Investment and Rebalancing in Asia," in *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Oct.
39. IMF [2011]. *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, Apr.
40. IMF, Asia and Pacific Department [2011]. "Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets," Apr.
41. IMF, Strategy, Policy, and Review Department [2011]. "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," Feb.
42. Katada, Saori N. [2009]. "Political Economy of East Asian Regional Integration and Cooperation," ADBI Working Paper Series No.170, Nov.

-
43. Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi and Dennis B. S. Reinhardt [2010]. "Capital Inflows : The Role of Controls," IMF Staff Position Note, SPN/10/04, Feb.
 44. Shin, Inseok [2011]. "The Asian Bond Market Initiative : Future Agenda," conference material for *The Future Vision of ASEAN+3 Financial Cooperation*, Feb.
 45. Takeuchi, Atsushi [2005]. "Study of Impediments to Cross-border Bond Investment and Issuance in Asian Countries," paper from Asian Bonds Online, Dec.
 46. Wells, Stephen and Lotte Schou-Zibell [2008]. "India's Bond Market—Developments and Challenges Ahead," ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration No.22, Dec.