

21世紀政策研究所 研究プロジェクト

---

# アジア債券市場整備と 域内金融協力

報告書

2011年2月



## はじめに

アジア経済の持続的な経済成長と発展を実現すべく、アジア域内の民間部門は、民間の活力とより緊密な域内協力を通じて、主導的な役割を果たさなければならない。このような認識のもと、経団連は2010年3月15日に東京で第一回アジア・ビジネス・サミットを開催した。サミットでは、「アジアの持続的成長により世界の繁栄を築く」と題し、積極的な議論が交わされた。また「域内の金融通貨協力の推進」の一環として、アジア債券市場の問題を積極的に議論し、共同声明において「決済システム、信用保証機関、格付機関、および関連する法制度などの必要なインフラストラクチャーの創設を検討する」ことを合意した。

共同声明を受けて、経団連の21世紀政策研究所は「アジア債券市場整備と域内金融協力に関する研究会」（研究主幹：河合正弘（アジア開発銀行研究所所長）、事務局：株式会社大和総研、メンバー：大学教授や民間研究機関のコンサルタントなどの有識者）を発足させた。本研究会では、市場参加者の動向や、市場慣行、市場インフラに焦点を当て、議論・研究を進めてきた。さらに、各国の経済団体の協力のもと、アジアの金融機関や事業会社へのアンケート調査を実施し、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、インドを訪問し、現地の政策当局者、証券取引所、格付機関、市場参加者、シンクタンクなどとの意見交換を行なった。

本報告書は、この研究会の活動をまとめたものであり、金融システムや法制度の改善などの政策提言も掲げている。

本報告書がアジア債券市場のさらなる発展に貢献できれば幸いである。

2011年2月  
21世紀政策研究所研究主幹  
河合 正弘

## 目次

研究委員一覧 .....	4
提言一覧 .....	5
<b>第1章 アジア債券市場の意義 .....</b>	<b>7</b>
1.1 世界経済の構造変化 .....	7
1.2 アジア経済に必要な債券市場 .....	7
1.3 アジア債券市場の発展 .....	9
1.4 民間による域内金融協力の意義 .....	11
<b>第2章 アジア金融資本市場の現状 .....</b>	<b>12</b>
2.1 アジア債券市場の概況 .....	12
2.2 株式市場、銀行部門の現状 .....	19
2.3 アジアの信用格付け制度 .....	22
2.4 考察と課題 .....	32
<b>第3章 企業の資金需要と債券市場の構造 .....</b>	<b>34</b>
3.1 資金調達手段に関する理論的整理 .....	34
3.2 アジア企業の資金調達の基本構造 .....	42
3.3 企業の資金需要と債券市場—現状観察 .....	50
<b>第4章 債券のクロスボーダー発行と国際債券投資 .....</b>	<b>61</b>
4.1 資本フローの現状 .....	61
4.2 クロスボーダー発行の現状 .....	68
4.3 投資家の現状 .....	75
<b>第5章 アジア金融協力の現状 .....</b>	<b>79</b>
5.1 ASEAN+3 .....	79
5.2 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP） .....	89
5.3 アジア太平洋経済協力（APEC） .....	90
5.4 ASEAN における株式市場統合 .....	91

<b>第6章 新たなアジア金融協力のための課題 .....</b>	<b>96</b>
6.1 域内クロスボーダー取引の促進 .....	96
6.2 各国社債市場の拡大 .....	104
6.3 民間協力の推進 .....	114
<b>第7章 アジア金融協力に関する提言 .....</b>	<b>116</b>
7.1 提言内容 .....	117
7.2 将来展望 .....	131
<b>参考文献 .....</b>	<b>133</b>
<b>参考：アジア各国訪問先一覧 .....</b>	<b>136</b>

## 研究委員一覧

(敬称略)

### 研究主幹

アジア開発銀行研究所 所長

河合 正弘

### 研究委員

日本大学 経済学部 教授

黒沢 義孝

一橋大学大学院 教授

奥田 英信

神戸大学大学院 教授

三重野文晴

日本総合研究所 調査部 主任研究員

清水 聡

野村総合研究所 未来創発センター 第二戦略研究室長

広瀬 真人

日本経済団体連合会 国際協力本部 本部長

横尾賢一郎

21世紀政策研究所 主席研究員

篠原 俊光

21世紀政策研究所 主任研究員

梶宗 一郎

### 研究委員兼事務局

大和総研 経済調査部 部長

保志 泰

大和総研 経済調査部 次長

溝端 幹雄

大和総研 アジア事業開発部 シニアコンサルタント

松島 光男

大和総研 アジア事業開発部 シニアコンサルタント

鈴木 典之

大和総研 アジア事業開発部 コンサルタント

圓 真耶子

大和総研 アジア事業開発部 コンサルタント

吉田 仁

以 上

## 提言一覧

### 《民間主体の取り組み》

#### 提言 1. アジア格付機関（仮称 ACRA）の設立

アジア格付機関（仮称 ACRA）を設立し、アジア域内の格付けの調和を図る。

#### 提言 2. 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

民間レベルで非居住者の債券発行や債券投資に係る課題などをとりまとめ、アジア各国の制度改革を促すための枠組みを作る。

#### 提言 3. CGIF を活用したクロスボーダー商品開発の促進

CGIF のクロスボーダー発行支援により、証券化案件の開発や発行促進を図る。

#### 提言 4. アジア社債インデックスの組成

インデックスを利用した金融商品が提供できるように、アジア社債市場の動きを示すインデックスを作成・公表し、利用していく。

#### 提言 5. クロスボーダー債券投資情報の提供

各国の債券市場関連情報を、投資情報として活用できる仕組みをつくる。

### 《国際機関、政府、公的機関への働きかけ》

#### 提言 6. アジア社債ファンド（官民連携型 ABF3）の創設

アジア域内の企業（公共インフラ・エネルギー企業体などを含む）の発行する社債に投資するファンドを、域内官民共同プロジェクトとして立ち上げる。

#### 提言 7. 投資信託のアジア域内相互認証制度（ファンドパスポート）の導入

投資信託のアジア域内相互認証制度を導入し、域内の投資信託市場の統合を促す。

#### 提言 8. MTN 発行に関する汎アジアルールの設定

民間企業、専門家からなるスタディグループによって、MTN 発行に関する汎アジアルールの設定原案を作成する。

#### 提言 9. アジア通貨バスケット（ACU）建て債券発行

アジア通貨バスケット（ACU）建て債券を発行し、市場育成を図る（国際機関から始める）。

#### 提言 10. 日本の債券市場の国際競争力強化

金融庁、財務省、日本銀行などが相互連携を強化して、日本における債券市場整備のための政策立案・実施を推進する。

## 第1章 アジア債券市場の意義

### 1.1 世界経済の構造変化

世界金融危機を契機に、世界経済の重心は先進諸国から新興諸国—とくに新興アジア諸経済—へと大きくシフトしつつある。米国・欧州を中心にした先進国経済は、2011 年に入っても、民間過剰債務の縮小、金融システムの再構築、財政再建などの面で課題を残しており、雇用を大幅に改善させて金融危機から回復するには時間がかかるものと思われる。その一方で、中国、インド、ASEAN など新興アジア経済は着実な成長経路への回復を歩んでおり、経済成長を支える中間層の台頭にも著しいものがある<sup>1</sup>。

日本としては、こうした世界経済の構造的変化を踏まえ、アジア経済との連携を軸にした新成長戦略を実行に移していく必要がある。つまり、国内の市場と資源だけで経済成長を取り戻そうとするのではなく、むしろアジア全域を広域市場ととらえて、新興アジア経済の成長に積極的に協力しつつ、そのダイナミズム（活力）を取り込むことで、日本経済を立て直すという発想をもつべきだ。具体的には、以下の点が挙げられる：

- アジアを包括する経済連携協定（EPA）を結んで日本と新興アジアの経済的な融合を図ること
- 新興アジアにおける交通・エネルギー網など広域インフラストラクチャーの構築を支援すること
- 環境に優しい低炭素型経済への移行を支援していくこと
- 東京を競争力のある国際金融センターに育て、新興アジアでの拡大する資金需要に応えていくこと
- 域内の金融市場が安定的に発展するよう新興アジア諸国と金融協力の枠組みを強化させていくこと。

こうした事情を背景に、アジア域内では、現地通貨建ての長期債券市場を育成していくことの意義が高まっている。

### 1.2 アジア経済に必要な債券市場

アジア債券市場の重要性が本格的に認識されるようになった契機は、1997－98 年のアジア通貨危機である。それまでの新興アジア諸国は国内の長期投資に必要な資金を海外からの大量の外貨建て短期資金の取り入れに頼っていた—そのため通貨と満期の「ダブル・ミ

---

<sup>1</sup> Kawai and Lee [2010] を参照のこと。成長率・インフレのトレンドは先進諸国と新興諸国の間でデカップリングの様相を呈しており、先進諸国は依然として超緩和金融政策をとり、多くの新興諸国は金融引き締めへと転じている。その結果、アジアをはじめとする新興経済に向けて大量の資本流入が起きている。

スマッチ」が存在していた—ことから、海外資金が引き上げられると為替レートが大幅に切り下がり、企業活動と金融システムが極めて深刻な状況に陥った。また、銀行部門に対する監督・規制の枠組みも十分ではなく、不健全な融資が銀行部門のバランスシートを脆弱なものにしていた。そこで、アジア通貨建ての長期債券市場を発展させて、アジア域内の膨大な貯蓄がアジア通貨建てでアジア域内に長期投資されるようになれば、「ダブル・ミスマッチ」の問題が軽減されるとともに、過度に銀行依存型の金融システムも改善され、よりバランスのとれた金融システムが作りだされていくことが期待されたのである。

これに加えて、アジア経済にとって近年さらに債券市場が必要になってきた理由として四点挙げることができる。第一に、中国、インド、ASEAN など新興アジア諸経済では、ダイナミックな経済成長を果たすに伴い、旺盛な資金需要が拡大していくことが見込まれ、債券市場の役割が高まりつつある。第二に、アジア域内のインフラ、環境改善・省エネ、気候変動適応のための投資の重要性が高まっており、そのための資金ファイナンスの手段として債券市場が注目されている。第三に、新興アジア諸国に進出している多国籍企業—とくに日系企業—にとって、現地通貨建てで長期資金を調達するにあたり、債券市場の役割に期待がもたれている。第四に、いくつかの新興アジア諸国で社会保障制度が整備されて年金・保険機関が構築され、かつ中間所得層が拡大して富の蓄積が進むにつれ、長期安定的な資産運用の場として債券市場の重要性が高まっている。

アジア開発銀行（ADB）と同研究所（ADB I）の研究によれば、アジア地域のエネルギー・運輸・通信・水・衛生関連のインフラ需要は 2020 年までに合計 8.3 兆ドル、年間 7,500 億ドルに上ると推計されている（ADB and ADB I [2009]）。この研究では、こうした資金需要を満たすために、国際的に官民の資金を動員し、収益性の高い域内インフラ・プロジェクトの優先付けを行う「アジア・インフラ基金」（AIF）が必要だとしている<sup>2</sup>。新興アジア地域では、こうしたインフラ投資だけでなく環境保全・低炭素化投資も必要であり、それらを含めると膨大な額の開発資金の調達が課題になる。各国政府・機関のほか ADB、世銀グループ、国際協力銀行（JBIC）、国際協力機構（JICA）など公的機関の協力支援が欠かせないが、これらの公的な資金だけでは不十分で、民間部門からの資金調達が必要になる。

たとえば、日本の家計部門がもつ金融資産 1,450 兆円—そのうちとくに預貯金として保有されている 800 兆円—の一部でもアジアに投資していく工夫が有用だろう。東京を魅力のある国際金融センターに育てることによって、日本の投資家が運用手段の多様化を図れるようにすることができるはずだ。その第一歩は、アジアの政府・公共機関がサムライ債（日本での円建て外債）を発行しやすくするよう環境整備を行うことだろう。あるいは、

---

<sup>2</sup> アジア各地をつなぐこのようなインフラ投資により、2010 年以降、アジア途上国の実質所得は 13 兆ドル増大するものと見込まれる。また、既存の国内インフラ計画やサブリージョナルなインフラ開発計画を「シームレス・アジア」に向けて調整・統合していくために「汎アジア・インフラ・フォーラム」を設置することも望ましい。



東京で新興アジア通貨建ての債券発行を行えるようにして、日本人が外貨建てで投資を行えるようにすることも考えられる。アジアでは、香港、シンガポールに加えて、今後は上海など、金融市場間の競争が激しさを増していこうが、そうした中で日本だけが何も努力しないしていると、東京市場は取り残されて地盤沈下してしまうことになるだろう。さらには、日本の投資家にとって魅力的な現地通貨建て債券市場を、新興アジア各国で育成・強化に励んでもらうことも課題だ。ただ各国の債券市場には、各種の制限的な規制や市場慣行が存在し、市場インフラが不十分で、流動性が欠如していたり、効率的なクロスボーダー取引が難しいという問題もあり、その克服が重要課題になっている。

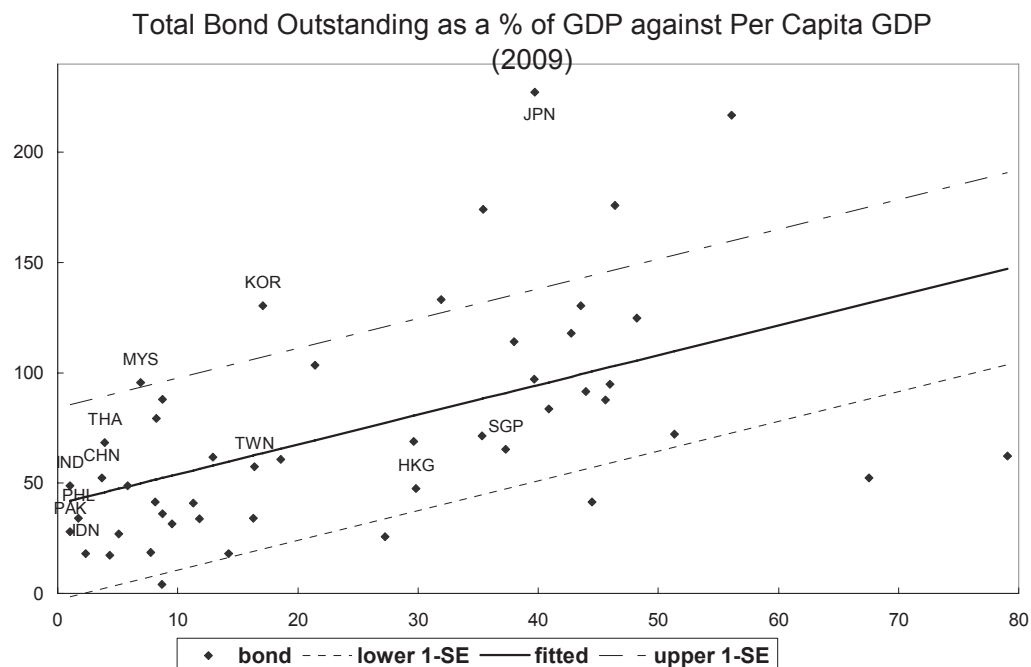
民間企業にとっても、債券市場が整備されることによって、設備投資のための長期資金調達が可能になる。さらに、高齢化が急速に進んでいる日本・韓国・香港・シンガポールなどだけでなく、これから高齢化を迎える中国やタイなどの家計部門にとっては、現地通貨建て債券を長期安定的な資金運用の手段とすべく発展させることが有用だ。とりわけ、長期債券市場は、年金基金や生命保険会社など機関投資家にとって有用な資産運用の場を提供することから、その整備・拡大が喫緊の課題となっている。

### 1.3 アジア債券市場の発展

アジア債券市場の発展・育成は、市場の供給サイドを重視する「アジア債券市場構想」(ABMI)と市場の需要サイドを重視する「アジア債券ファンド」(ABF)プロジェクトの両面から後押しがあり、目に見えるかたちで着実な進展を示してきた。前者は ASEAN+3 財務大臣の、後者は中央銀行グループである「東アジア・オセアニア中央銀行役員会議」(EMEAP)のイニシアティブである。アジア太平洋協力会議 (APEC) の財務大臣プロセスでも、アジア債券市場の発展・促進について強い関心がもたれている。

このような政策努力の大きな成果として、ソブリン債・準ソブリン債の発行市場が拡大し、ベンチマークとなるイールドカーブが描けるようになってきた。図表 1-1 は、2009 年についてデータが入手可能な世界各国・地域 (OECD 加盟諸国や主要な新興諸経済を含む) の現地通貨建て債券発行残高の対 GDP 比率を縦軸に、一人当たり GDP を横軸にそれぞれにとってプロットしたものである。太い実線はサンプル全体の平均線であり、図の点線は、平均線から標準偏差で上下一単位ずつ離れたものである。この図から、一人当たり所得の高い国・地域ほど債券市場の深化が進むことがわかる。また、韓国とマレーシアの債券市場の大きさについては、国際的な平均線を大幅に上回っていることがみてとれる。社債残高について同様のプロットを行うと (図示していない)、やはり韓国とマレーシアが抜きん出て高く、タイもそれに次ぐ発展を示しているが、中国、インド、インドネシア、フィリピンなどは国際的な平均線を下回っていることがわかる。つまり、アジアの債券市場はそれなりに発展してきたが、国によってまだバラツキが大きいといえる。

図表 1-1 債券市場(公社債)の発展・深化 (2009 年のデータ)



(出所) BIS, IMF.

次に、アジアにおける債券のクロスボーダー取引は極めて限られているという問題がある。2008 年のデータを見ると、アジアのクロスボーダー債券投資の 41%がヨーロッパに向かっており、アジア域内に向かっていているのは 20%に過ぎない。その一つの理由はアジアで最大の投資国である日本が新興アジアに対して活発な債券投資を行なっていないからだ。これに対して、欧州のクロスボーダー債券投資の実に 73%がヨーロッパ域内に向かっており、域内比率がアジアと比べて格段に高い。北米の域内投資比率（14%）と比べると、アジアの域内投資比率は遜色ない水準にあるが、北米の場合は米国の膨大な債券投資が世界的に国際分散されていることからカナダ・メキシコに向かう比率が低いことに注意する必要がある。要するに、アジアでの域内債券投資は近年高まっているものの、まだその水準は低く、今後高まっていく潜在性が大きいといえる。

ABMI の政策努力としてめざましい進捗を見せてきたのが、地域的な信用補完機構である「信用保証・投資ファシリティ」(CGIF)をつくる作業である。これは、現地格付けで比較的定格付けの企業の債券発行に信用補完を行って社債発行を後押しし、社債市場の厚みを増すことを意図するものだ。もう一つ成果を挙げたのが、EMEAP による ABF 組成であり、民間金融機関がアジア債券市場に連動した投信をつくりやすい環境を整えることに力点がおかれた。またクロスボーダー発行・投資、格付機関の強化、証券化などについても様々な議論が行なわれている。

証券のクロスボーダー決済を行う市場インフラをつくる作業も進みつつある。証券のクロスボーダー決済は、これまでユーロクリアやユーロストリームなどの国際証券決済システム機関によって担われたり、欧米の金融機関をグローバル・カストディアンとして行われてきたが、こうした従来型の国際決済方法は、効率的ではあるものの、アジアにとって「ヘルシュタット・リスク」といわれる時差リスクが大きいという問題がある。資金の支払いと証券決済との間に時差が存在するため、その間に相手方の金融機関が経営危機に陥ったり破綻した場合、資金回収が難しくなるのである。アジアの中でクロスボーダー証券取引のボリュームが増えつつあり、健全なかたちでのクロスボーダー証券取引をさらに促していくためには、アジア時間帯で決済できる共通の決済システムを設立することが必要になる。

#### 1.4 民間による域内金融協力の意義

このように、アジア債券市場の発展をめざす域内金融協力は、これまで ASEAN+3 や EMEAP など公的部門によって進められてきた。しかし、今後は民間部門（発行体、投資家、仲介機関、格付機関）を中心にした金融協力の態勢を強化していくことが課題だ。民間の様々なアイデアを ABF や ABMI に反映させたり、民間自身が独自の金融協力態勢をつくり出していくべきである。新たに設立された「ASEAN+3 債券市場フォーラム」は、こうした民間部門のアイデアを打ち出していく上で重要な役割を果たすことが期待される。

今後の課題は、アジア債券市場のさらなる発展・深化と、アジア域内での債券市場統合を進めていくことだ。債券市場の発展・深化を進めるために、各国で民間企業が発行体となる社債市場の規模を拡大させること、投資家のクラスを多様化させて債券市場の流動性を高めること、そのために各国の市場インフラ（法制度、ルール、市場慣行）を強化させ、アジア共通の市場インフラをつくっていくことが欠かせない。たとえば、「アジア社債ファンド」の設立に向けて、これらの課題に焦点を合わせた政策対応を行っていくことが有効だろう。

アジア債券市場の域内統合を進めるためには、資本移動規制・為替管理の自由化や、制度・ルール・慣行の平準化が欠かせない。そうした観点から、東アジア域内でクロスボーダー債券投資を活発化させてアジア債券市場の域内統合を促すために、官民一体で努力を行うべきだろう。とりわけ、民間の視点から、民・民でできる域内金融協力も打ち出して、必要に応じて政策当局者（政府、中央銀行、国際機関等）に適切な政策提言を行なっていくことが望ましい。

## 第2章 アジア金融資本市場の現状

### 2.1 アジア債券市場の概況

#### 2.1.1 アジア通貨危機以降の流れ

アジア通貨危機の一因として、先進国からの外貨の短期借入で、国内の長期投資の現地通貨建て資金をまかなうという「ダブル・ミスマッチ」の問題が指摘された。これを解決すべく、海外からの借入を削減し、国内の貯蓄を活用して債券市場を活性化しようという機運が高まった。ABMI や ABF が設立され、各国が連携して債券市場の育成に注力している（詳細は第5章を参照）。実際、図表 2-1 のように、アジア通貨危機以降、国債・社債ともに市場が拡大している。両者合わせると、1997 年末の 0.56 兆ドルから 2010 年 6 月の 5.57 兆ドルへと約 10 倍にも増加している。

図表 2-1 拡大する新興アジア債券市場

	(10億USD)		
	Dec. 1997 (A)	Jun. 2010 (B)	(B) ÷ (A)
国債	246	3,313	13.4倍
金融債	173	1,276	7.4倍
社債	148	985	6.6倍
合計	568	5,575	9.8倍

(注1) 対象国は中国、台湾、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、インド。

(注2) 対象債券は国内発行のものに限る。(海外発行の債券は除く)

(出所) BIS より大和総研作成

国債発行の増加要因は、通貨危機からの金融機関救済や景気回復などを目的とした財政投入だけでなく、シンガポールなどにみられるような、債券市場育成を見据えた国債の流動性供給を目的とした戦略的な債券発行もある。社債発行の増加要因は、経済発展に伴い資金調達ニーズが増加したことはもちろん、金融発展に伴い資金調達手段としての銀行の優位性が低下し、銀行融資の代替として社債発行が注目されつつあると考えられる（資金調達手段に関する理論的な詳細は第3章を参照）。

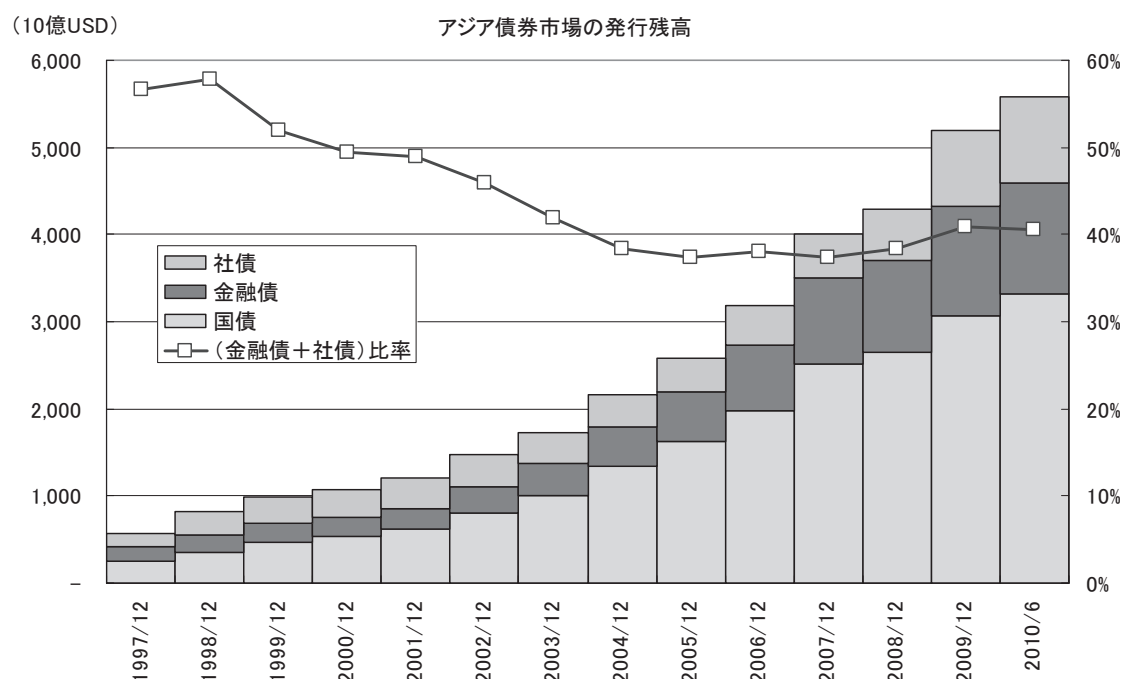
社債よりも国債の伸び率が大きい理由は、債券市場拡大の初期段階においては、国債が市場拡大の牽引役となる傾向にあるからだ。国債の発行増加はベンチマークを提供し、社債の発行環境を改善する効果があることから、社債市場の拡大のためには、国債市場の成熟化が必要条件だと考えられる。

2007 年の世界金融危機においては信用収縮に伴いスプレッドが上昇したが、それでもアジアの債券残高は減少するどころか、むしろ増加した（図表 2-2）。債券市場が金融市場の

混乱時においても資金供給としての機能を提供することや、投資資金の逃避先として機能を担うことが示されたといえよう。

また 2005～2007 年ごろを底に、債券発行残高に占める金融債と社債の比率が上昇しつつある。2007 年からの世界金融危機の影響もあろうが、国債のベンチマーク提供の役割が浸透し、国債増加のフェーズから社債増加のフェーズに移る素地ができつつある可能性を示唆している。

図表 2-2 2007 年の世界金融危機においても債券残高は増加



(注1) 対象国は中国、台湾、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、インド。

(注2) 対象債券は国内発行のものに限る。(海外発行の債券は除く)

(出所) BIS より大和総研作成

## 2.1.2 各国市場の状況

アジア全体で俯瞰すればアジア通貨危機以降、債券市場は拡大を続けてきたが、その発展の度合いや経緯は各国さまざまである（各国の債券市場の規模は図表 2-3、2-4 を参照）。国債市場の対 GDP 比率は、1997 年時点では各国でその規模が異なっていたが、足元では概ね 30～50% 台に収束しつつある。一方、社債市場の対 GDP 比率は韓国、マレーシア、タイで高まっているものの、インドネシアやフィリピンではさほど伸びておらず、各国の進展状況は大きく異なる。

以下、各国の発展の経緯や現状などを簡単にまとめる。

- (1) 中国：97 年に社債が発行されていなかったことから比べると、社債市場は急速に発展した。CP や ABS の解禁、08 年からの MTN<sup>3</sup>の解禁と多彩な債券が発行可能となり、他にも発行認可手続きの緩和などの規制緩和が、社債市場の発展を後押ししている。現在、アジアの債券市場の約半分を占めるまでに拡大している。
- (2) 香港：シンガポールと並び、効率的かつ透明な市場。カレンシー・ボード制の運営手段として、また現地通貨建債券市場の育成のため、90 年から為替基金証券が発行された。ベンチマーク確立のため、為替基金証券の発行期間が長期化されている。また香港市場の国際的地位の向上や人民元の国際化を目論み、09 年には中国政府によって人民元建て国債が発行された。
- (3) 韓国：97 年の時点で既に社債市場が活性化されていた。むしろ、その後、99 年の大宇グループの破綻、03 年の SK グループの会計スキャンダルなどにより信用不安が高まり、00 年代前半から社債市場は伸び悩んでいる。現在においても、『10 年間デフォルトしない』と言い切れる企業など韓国には存在しない」（関係者からのヒアリング）ということから窺い知れるように、社債の満期など随所に影響を及ぼしている。
- (4) シンガポール：香港と並び、効率的かつ透明な市場。財政黒字でありながら、ベンチマーク形成や債券取引促進のために、継続的に国債を発行している。
- (5) インドネシア：アジア通貨危機以前は財政均衡が義務付けられ、国債を発行できず、それゆえ債券市場も非常に小さかった。99 年に銀行再建のための国債が発行されて以降、市場整備が進み、国債・社債ともに拡大している。08 年よりイスラム債の発行が開始された。
- (6) マレーシア：97 年の時点から GDP 比で債券市場が比較的発展していた。イスラ

---

<sup>3</sup> MTN について詳しくは節末のコラムを参照。

ム金融の拡大に注力しており、09年にマレーシア証券取引所はイスラム債上場金額で世界最大となった。

- (7) フィリピン：アジア通貨危機以前から財政赤字のために国債を発行していたが、社債市場は依然として小さい。05年に債券取引所が国債の電子的な流通市場として開設され、国債の流動性は改善している。
- (8) タイ：87年から97年まで国債発行が行われなかったが、アジア通貨危機以降、市場整備が進み、国債・社債ともに市場が拡大している。海外企業によるバーツ建債券の発行も認められている。
- (9) ベトナム：まだ債券市場は小さいが、急速に拡大している。03年、国家証券委員会はADBの協力を得て2012年までの資本市場ロードマップを作成した。国債市場については、プライマリー・ディーラー制度の導入、資本流入規制の緩和など、社債市場については、地場格付機関の設立などを計画している。
- (10) インド：資本規制の厳しさからアジア通貨危機の影響は免れたものの、それが裏目となって、特に社債市場が依然として小さい。



図表 2-3 新興アジア諸経済の債券発行残高

(10億USD)

	Dec. 1997				Jun. 2010			
	債券合計				債券合計			
		国債	金融債	社債		国債	金融債	社債
中国	83.6	45.1	38.5	—	2,843.0	1,591.1	808.7	443.2
香港	41.1	13.1	24.4	3.6	117.1	85.9	19.3	11.9
台湾	105.2	32.1	23.8	49.4	225.3	135.6	31.9	57.8
韓国	153.2	32.5	52.6	68.2	1,049.1	444.8	275.6	328.7
シンガポール	23.7	13.1	7.9	2.7	115.3	91.4	21.4	2.4
インドネシア	4.3	0.9	1.4	1.9	105.5	95.4	4.7	5.4
マレーシア	54.5	19.4	22.9	12.3	205.4	105.0	42.7	57.7
フィリピン	16.7	16.6	—	0.1	58.1	55.7	—	2.4
タイ	10.4	1.4	0.0	9.0	201.3	144.0	3.1	54.2
インド	75.2	72.4	1.7	1.2	654.6	564.1	69.0	21.4
新興アジア合計	568.1	246.5	173.2	148.5	5,574.6	3,313.0	1,276.5	985.2
日本	4,148.5	2,284.3	1,405.3	458.9	12,456.9	10,536.0	1,116.2	804.8
アメリカ	11,604.6	4,455.7	5,288.7	1,860.3	25,081.5	10,326.9	11,909.1	2,845.5
イギリス	701.4	465.4	203.6	32.4	1,549.9	1,223.2	306.4	20.4

(出所) BIS 資料より大和総研作成

図表 2-4 新興アジア諸経済の債券発行残高(対 GDP 比)

	Dec. 1997				Jun. 2010			
	債券合計				債券合計			
		国債	金融債	社債		国債	金融債	社債
中国	9%	5%	4%	—	60%	33%	17%	9%
香港	23%	7%	14%	2%	56%	41%	9%	6%
台湾	35%	11%	8%	16%	63%	38%	9%	16%
韓国	28%	6%	10%	13%	131%	56%	34%	41%
シンガポール	25%	14%	8%	3%	71%	56%	13%	1%
インドネシア	2%	0%	1%	1%	20%	19%	1%	1%
マレーシア	54%	19%	22%	12%	99%	51%	21%	28%
フィリピン	20%	20%	—	0%	37%	35%	—	2%
タイ	7%	1%	0%	6%	76%	54%	1%	20%
インド	18%	18%	0%	0%	53%	45%	6%	2%
新興アジア合計	19%	8%	6%	5%	64%	38%	15%	11%
日本	97%	54%	33%	11%	247%	209%	22%	16%
アメリカ	139%	53%	63%	22%	176%	72%	83%	20%
イギリス	52%	34%	15%	2%	71%	56%	14%	1%

(注) 2010 年 6 月時点の債券市場の GDP 比率は、2009 年の GDP を使用

(出所) BIS、IMF 資料より大和総研作成



アジアの債券市場は先進国と比べ流動性が低い傾向にある。セカンダリーマーケットの厚みが十分でないと、投資家が債券売買を行う際の障害となるため、市場拡大の阻害要因として指摘されている。図表 2-5 では流動性をみるために取引回転率を用いた。ただし、取引回転率は売買される債券の満期に依存するため、各国の債券の期間構造の違いから単純に取引回転率を各国比較できない（例えば、香港の国債の取引回転率が異常に高い理由は、為替基金証券がカレンシー・ボード制の運営に用いられており、短期取引が多いため）。また、期間構造が時間とともに変わってしまうため（例えば中国の MTN 解禁など）、単純に取引回転率を時系列で比較できないという点に注意しなければならない。

流動性を表すその他の指標として、売買スプレッドにも注目する（図表 2-6）。売買スプレッドが低ければ取引コストが抑えられ、結果として流動性が高まることから、売買スプレッドは流動性の間接的な指標となりうるだろう。

図表 2-5 各国・経済の取引回転率(四半期ベース)

	国債		社債	
	Mar. 2005	Sep. 2010	Mar. 2005	Sep. 2010
中国	0.25	0.99	0.08	1.41
香港	12.30	34.71	0.06	0.05
韓国	0.86	1.19	0.16	0.25
インドネシア	0.19	0.27	0.06	0.13
マレーシア	0.41	0.65	0.24	0.07
フィリピン	1.32	0.99	N.A.	N.A.
シンガポール	0.68	1.01	N.A.	N.A.
タイ	0.42	0.83	0.05	0.04
日本	1.16	1.18	0.19	0.07

(出所) AsianBonds Online より大和総研作成

図表 2-6 各国・経済の売買スプレッド

(bps)

	国債		社債	
	2000	2010	2000	2010
中国	15.0	2.2	n.a.	5.7
香港	3.5	5.1	8.0	12.5
韓国	1.8	1.1	5.0	2.6
インドネシア	100.0	31.7	100.0	99.7
マレーシア	4.9	2.6	15.0	16.0
フィリピン	47.5	3.1	40.0	30.5
シンガポール	1.6	3.0	10.5	10.4
タイ	2.8	3.1	10.0	11.1
ベトナム	n.a.	13.2	n.a.	25.0

(出所) ADB "Asia Bond Monitor – 2010 November"、  
"Asia Bond Monitor – 2006 November"より大和総研作成

まず国債の流動性についてみると、取引回転率はフィリピンを除き上昇しており、流動性が高まっている傾向にあるとみられる。売買スプレッドも香港やシンガポール、タイで増加しているが、全体的には改善の傾向にあるといえよう。

一方、社債の流動性は全体的に明確に改善しているとはいいがたい。中国や韓国、インドネシアを除けば取引回転率が低下していること（中国の取引回転率の上昇も MTN によるマチュリティ短縮の寄与がある）、売買スプレッドも明確な改善傾向があるのは韓国、フィリピンくらいである。

また各国の売買スプレッドを比較すると、インドネシアやベトナムは国債・社債ともにスプレッドが大きく、改善の余地が大きいだろう。またマレーシアやフィリピンは国債のスプレッドが抑えられている一方、社債のスプレッドが大きく、社債市場の流動性改善の余地があるとみられる。

このように国債の流動性が高まっている一方で、社債の流動性が必ずしも改善していない理由は、単に発行残高の多寡だけでなく、社債の場合は 1 銘柄あたりの社債発行規模が機関投資家の投資規模と比べて小さいことが多く、機関投資家が投資しにくいことなどが挙げられよう。

#### コラム：MTN について

MTN プログラムは、発行体の資金ニーズに合わせて随時機動的に債券発行が可能となる中期手形のスキームである。日本企業も金融機関や大手事業会社の大規模な外貨調達手段として、活発に活用している。今までは、主に、ロンドンなど欧州での発行が主流を占めている。（ヨーロッパでは、EMTN がかつて ICMA（International Capital Market Association）の自主ルールに基づいて運営されていた。政府の監督機関に服するのではなく、自主ルールを守ることによって秩序が図られていた。2000 年以降は英国金融市場法において、FSA がリスティングオーソリティとなっている。）

しかし、2008 年金融危機によって、欧州での市場混乱によって、資金調達が困難となった時期にアジア地域での現地通貨建てによる MTN の発行が見られるようになっている。また、ドル転換した場合でも調達コスト上有利になっている。

中国では、2008 年 4 月、銀行間債券市場において、自主規制機関（銀行間市場取引者協会）が制定する自主ルールに基づき、中期手形（MTN）を発行することが認められた。この制度変更により、期間 3～5 年の MTN が、エネルギー・電力、工業、素材、不動産などの業種の企業を中心に続々と発行された。多様な社債が発行される中、MTN の残高増加は群を抜いている（図表 2-7）。また、マレーシアでは、2009 年末にイスラム債が社債発行残高の 59%を占めたが、イスラム債の 52%がイスラム MTN となっている。

さらに、インドネシアでは、現状、私募債として扱われている MTN の発行が増えているため、証券取引所と規制当局が共同で MTN を上場させることにより、発行体の透明性を高める規制変更に取り組んでいる。

図表 2-7 中国の社債発行残高の内訳

(10 億元)

	2008 年 3 月	2008 年 12 月	2009 年 12 月
商業銀行による債券	314.5	388.7	588.4
国有事業による債券	376.1	521.9	720.2
民間企業による債券	92.8	158.4	376.9
CP	371.6	420.3	456.1
ABS	37.2	55.1	39.9
MTN	0.0	167.2	862.2

(出所) Asian Development Bank, Asia Bond Monitor

## 2.2 株式市場、銀行部門の現状

各国の銀行部門、株式市場、債券市場の規模を金額と GDP 比率で図表 2-8、2-9 に示した。

対政府向けでは、銀行融資残高よりも債券残高（国債）のほうがほとんどの国で大きい。しかし企業の資金調達という観点では、よく知られているように各国とも社債や金融債残高と比べて銀行融資残高（民間向け）が圧倒的に優位となっており、企業は銀行融資中心の資金調達を行なっていることが分かる。

ただし銀行部門は債券市場よりも大きいものの、過去 8 年間の成長率をみると、多くの国で銀行部門よりも債券市場のほうが成長している。まだ債券市場は発展の初期段階にあるため、成長の牽引役は国債であるが、債券市場は着実に発展していると考えられよう。

株式市場の GDP 比率に目を向けると、香港やシンガポールが際立っている（図表 2-9）。これは香港やシンガポールが金融立国としての地位を確立しつつあり、海外企業の上場が多いことや、上場企業の成長期待が高いことなどが要因として考えられる。

図表 2-8 各国・経済の銀行、株式、債券市場（金額ベース）

(bil USD)

	2001/12						
	銀行融資残高		債券残高			株式 時価総額	合計
	政府向け	民間向け	国債	金融債	社債		
中国	133	1,472	133	102	4	526	2,369
香港	27	252	16	22	7	506	831
インド	85	138	128	0	2	259	612
インドネシア	67	34	47	1	1	23	173
日本	1,778	7,516	3,631	1,235	614	2,265	17,038
韓国	17	396	130	70	239	194	1,047
マレーシア	8	139	32	13	22	119	333
フィリピン	10	30	24	n.a.	0	21	85
シンガポール	22	100	29	15	6	117	289
タイ	15	144	21	0	15	36	231

(bil USD)

	2009/12						
	銀行融資残高		債券残高			株式 時価総額	合計
	政府向け	民間向け	国債	金融債	社債		
中国	557	6,349	1,460	752	354	3,573	13,045
香港	84	333	70	19	12	2,305	2,822
インド	295	656	564	69	21	2,524	4,130
インドネシア	62	164	88	5	5	215	539
日本	3,968	8,571	9,654	1,085	783	3,306	27,367
韓国	60	971	426	331	311	835	2,933
マレーシア	32	258	94	41	55	289	769
フィリピン	23	61	53	n.a.	2	86	226
シンガポール	58	195	88	22	3	481	847
タイ	34	292	126	3	52	177	683

(倍)

	2001/12 → '2009/12						
	銀行融資残高		債券残高			株式 時価総額	合計
	政府向け	民間向け	国債	金融債	社債		
中国	4.2	4.3	11.0	7.4	87.1	6.8	5.5
香港	3.1	1.3	4.3	0.8	1.7	4.6	3.4
インド	3.5	4.8	4.4	396.6	12.3	9.7	6.8
インドネシア	0.9	4.9	1.9	6.3	4.0	9.3	3.1
日本	2.2	1.1	2.7	0.9	1.3	1.5	1.6
韓国	3.4	2.4	3.3	4.7	1.3	4.3	2.8
マレーシア	4.0	1.9	2.9	3.1	2.5	2.4	2.3
フィリピン	2.3	2.0	2.2	n.a.	4.2	4.2	2.7
シンガポール	2.6	1.9	3.0	1.5	0.5	4.1	2.9
タイ	2.3	2.0	6.0	17.6	3.5	4.9	3.0

(出所) AsianBondsOnline、IMF、BIS、SEBI 資料を元に大和総研作成

図表 2-9 各国・経済の銀行、株式、債券市場(対 GDP 比)

	2001/12						
	銀行融資残高		債券残高			株式 時価総額	合計
	政府向け	民間向け	国債	金融債	社債		
中国	11%	123%	11%	8%	0%	44%	198%
香港	16%	149%	10%	13%	4%	299%	491%
インド	18%	29%	27%	0%	0%	55%	129%
インドネシア	14%	7%	10%	0%	0%	5%	37%
日本	38%	161%	78%	26%	13%	49%	365%
韓国	3%	74%	24%	13%	45%	36%	196%
マレーシア	8%	148%	34%	14%	23%	127%	355%
フィリピン	13%	40%	31%	—	1%	27%	112%
シンガポール	24%	108%	31%	16%	7%	127%	311%
タイ	12%	117%	17%	0%	12%	29%	188%

	2009/12						
	銀行融資残高		債券残高			株式 時価総額	合計
	政府向け	民間向け	国債	金融債	社債		
中国	12%	133%	31%	16%	7%	75%	274%
香港	40%	159%	33%	9%	6%	1104%	1351%
インド	22%	49%	42%	5%	2%	189%	309%
インドネシア	5%	13%	7%	0%	0%	17%	43%
日本	79%	170%	191%	21%	16%	65%	542%
韓国	7%	121%	53%	41%	39%	104%	367%
マレーシア	15%	125%	45%	20%	26%	139%	371%
フィリピン	15%	39%	33%	—	1%	54%	142%
シンガポール	36%	119%	54%	14%	2%	295%	519%
タイ	13%	110%	47%	1%	19%	66%	256%

	2001/12 → '2009/12						
	銀行融資残高		債券残高			株式 時価総額	合計
	政府向け	民間向け	国債	金融債	社債		
中国	1.1	1.1	2.8	1.9	21.9	1.7	1.4
香港	2.5	1.1	3.5	0.7	1.3	3.7	2.8
インド	1.2	1.7	1.6	140.5	4.4	3.4	2.4
インドネシア	0.3	1.8	0.7	2.4	1.5	3.5	1.2
日本	2.1	1.1	2.5	0.8	1.2	1.3	1.5
韓国	2.3	1.6	2.2	3.1	0.9	2.9	1.9
マレーシア	1.8	0.8	1.3	1.4	1.1	1.1	1.0
フィリピン	1.1	1.0	1.1	n.a.	2.0	2.0	1.3
シンガポール	1.5	1.1	1.7	0.9	0.3	2.3	1.7
タイ	1.0	0.9	2.8	8.1	1.6	2.3	1.4

(出所) AsianBondsOnline、IMF、BIS、SEBI 資料を元に大和総研作成

企業は銀行融資中心の資金調達を行なっているとはいえ、その中で韓国の社債・金融債市場は銀行融資と比べ、さほど見劣りしない。銀行部門（民間向け）に対して債券市場（金融債＋社債）の規模は7割強もあり、株式時価総額と比べても債券市場の規模は8割弱もある。総じて見ると、韓国では、株式市場や銀行部門といった他の金融部門に比べ、社債・金融債市場が比較的発展している。

また各国の銀行部門のGDP比率を比較すると、インドネシアとフィリピンが極めて低い。銀行の融資残高のGDP比率はマーシャルの $k$ （マネーサプライ÷名目GDP）と連動するものと考えられる<sup>4</sup>。マーシャルの $k$ はバブルを表す指標であるとともに、金融深化度を表す指標でもある。後者を踏まえれば、インドネシアとフィリピンの数値は低すぎると考えられ、債券市場はもちろん銀行部門についても発展の上で課題があることを示唆していよう。

以上にみたように、株式市場の発展している香港、シンガポール、社債・金融債市場の発展している韓国、銀行部門がまだ小さいインドネシアとフィリピンなど、各国に特徴がある。

## 2.3 アジアの信用格付け制度<sup>5</sup>

### 2.3.1 アジアの資本(社債)市場

信用格付けのビジネス面における役割は、投資家が資金を安定的および適切な利回りで運用するために個々の債券の信用リスク（契約通り償還されないリスク）をできるだけ正確に事前に把握することである。また、その社会的役割は、信用リスクについての情報の非対称性を取り除き、資本市場における金利秩序の構成（信用リスクプレミアムに応じた利回り構成）と市場の効率性（非効率なエイジェンシーコストを排除する）を向上させ、クロスボーダーの資本移動を円滑にすることである。

多くのアジア諸国における企業の外部資金調達は、運転資金も設備資金も銀行市場を通じる調達が支配的であり、歴史的にも銀行と企業の顧客関係を重視するファイナンス形態が定着している。そのため長期資金の調達と運用に以下のような非効率性が存在している可能性がある。すなわち、企業においては設備投資や長期運転資金などの長期性資金を短中期の銀行市場で調達し、期間のミスマッチによる借り換えリスクを負担することから効率的な企業経営能力を十分発揮できていないことが懸念される。また仮に、銀行が中長期資金を供給しているとすればこのミスマッチを補完するためのストレスがかかり健全な銀行経営の阻害要因になっている可能性がある。一方、資本の運用についても生命保険会社や年金基金などにとって長期資金の運用手段が自国に乏しいため、米ドル市場などにおけ

---

<sup>4</sup> 融資残高と預金残高は異なり、現金などその他のマネーサプライの要素も計上していないので、マーシャルの $k$ とはもちろん同一ではない。

<sup>5</sup> 本論は日本格付け制度および格付け機関を除くアジア地域の信用格付け制度を対象としたものである。



る運用のウェイトが高くなり、為替リスクを負担せざるを得ない状況が発生させる要因にもなりうる。長期性資金を仲介するアジアの資本市場において、アジア通貨危機（1997～98年）後、マレーシア、韓国、タイなどでは社債発行残高の対 GDP 比率が急速に高まっているが、シングルカスタマー与信規制を回避するための私募社債の比率が比較的高いこともあり、情報の非対称性の排除など健全な資本市場の条件が整った結果の社債発行比率上昇であるかどうかについての検討を要する。

信用リスク情報を発信するアジア諸国の格付機関<sup>6</sup>で構成するアジア格付機関連合（ACRAA）<sup>7</sup>加盟 15 カ国のうち、日本を除く 11 カ国<sup>8</sup>の社債に関する状況を概観すると、社債発行残高の対 GDP 比率が高いのはマレーシア（2007 年 40.9%）、韓国（同 24.0%）、タイ（同 14.4%）、台湾（同 9.2%）で、その他の国はいずれも 3%台以下である。また社債について政府による関与が強く社債発行が許可制になっているのは 5 カ国（韓国、中国、インドネシア、ウズベキスタン、バングラデシュ）であるが、いずれの国についても金融当局は社債発行および社債制度整備について前向きの姿勢を示している。しかしながら 7 カ国（インド、中国、インドネシア、フィリピン、パキスタン、ウズベキスタン、バングラデシュ）については格付機関が存在しているものの、信用リスクに関する情報の非対称性が高く、今後リスク情報の手法および制度の整備が必要であると思われる。

### 2.3.2 アジアの格付機関

信用リスクに対する格付けは米国のムーディーズ（1909 年）を嚆矢とし、以後約 60 年間は米国のみで格付けが行われてきたが、1972 年にカナダで（CBRS および DBRS の 2 社設立）、1978 年に英国で（エクステル社）、1981 年にオーストラリアで格付会社が設立されて以降、格付けが米国外でも行われるようになった<sup>9</sup>。その後米国外における格付機関の設立は続き、2010 年現在世界の格付機関数は 112（46 カ国・地域）で、うちアジア地域に 38（15 カ国・地域）の格付機関が存在している<sup>10</sup>。

---

<sup>6</sup>格付けを行う機関は通常の株式会社である場合が多いので「格付会社」と表記されるのが普通であるが、最近の信用格付けにおいては規制法ができるなど公共性を帯びる度合いが強くなったこともあり本論では「格付機関」と表記した。

<sup>7</sup>Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA)は東アジアの格付け機関の協力体制を強化するためにアジア開発銀行の支援を受けて 2001 年に設立されたアジア格付機関連合で、日本を含む 15 カ国・地域、28 格付機関で構成されている（2010 年 11 月現在）。

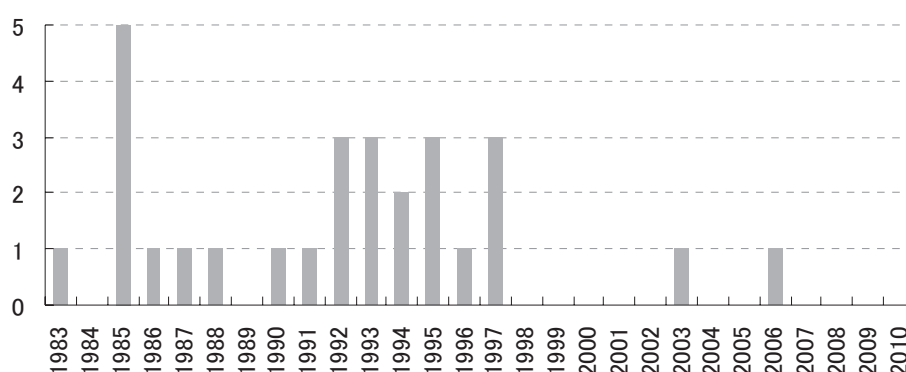
<sup>8</sup>日本以外の 11 カ国・地域は、マレーシア、韓国、タイ、台湾、インド、中国、インドネシア、フィリピン、パキスタン、ウズベキスタン、バングラデシュである。本文中この 11 カ国・地域に関する資本市場および格付制度・機関についての記述は日本大学経済学部・中国アジア研究センターより 2011 年に出版予定（英文）の“Structuring a Credit Risk Rating Model in Asia” edited by Yoshitaka Kurosawa の原稿参照を含むものである。

<sup>9</sup>黒沢 [1985] 167～191 頁参照。

<sup>10</sup> アジアおよび世界の格付機関については NPO フェア・レーティングのホームページ

アジアで最初に設立された格付機関は韓国の KRC（1983 年）と言われているが、日本において民族系・外国系あわせて 5 つの格付け会社が 1985 年に誕生<sup>11</sup>して以降、証券化の機運が高まった 1980 年代に韓国、フィリピン、インド、中国、マレーシアなどで設立された（80 年代合計 10 機関）。1991 年以降アジア通貨危機発生まで（1997 年）の期間は、米国、日本、華僑資本などの直接投資による高成長を背景に格付機関の設立ラッシュ（16 機関設立）の時期となった。2000 年代はアジア通貨危機で露呈された既存格付機関の格付けミスジャッジの反省期間となったため新規設立は 2 機関にとどまったが、アジア開発銀行による格付会社育成政策を背景にしてアジア格付機関連合（ACRAA）がスタートし、格付け手法の精度向上および域内共通化などが課題とされている。なおアジアの格付機関設立に際して、あるいは設立後においても 14 の格付機関がムーディーズ、S&P、Fitch、R&I、JCR などの出資や支援を受けている。

図表 2-10 格付機関・年別設立数(アジア)



(注) 設立年が明らかな合計 28 機関について表示

(出所) 図表 2-11 をもとに筆者作成

(<http://www.fair-rating.jp>) を参照。

<sup>11</sup>民族系は日本公社債研究所（現在の R&I）、日本格付研究所（JCR）、日本インベスター・サービス（現在の R&I）の 3 社、外国系はムーディーズ・ジャパン、S & P 東京オフィスの 2 社であるが、図表には日本の 2 社合併（1998 年）後の民族系 2 社として計上した。米国の Fitch は 1989 年に東京オフィスを開設した。外国系格付会社はアジアの格付け会社の図表に含まれていない。したがって図表の 1985 年設立の格付会社は日本 2 社のほか韓国の KIS、フィリピンの CIB の合計 4 社である。



図表 2-11 アジアの格付機関(2010 年 11 月現在)

Country	Name of Rating Agency
Azerbaijan (1)	AzeriRating
Bahrain (1)	Islamic International Rating Agency*
Bangladesh(2) <1995>	Credit Rating Information & Services Ltd* <1995>
	Credit Rating Agency Bangladesh* <2003>
China(9) <1988>	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd* <1988>
	Shanghai Brilliant Credit Rating Co., Ltd* <1992>
	China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd (CCXI)* <1992>
	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd* <1994>
	China Lianhe Credit Rating Co., Ltd* <1995>
	Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.
	Centrus Credit Rating Co., Ltd
	Shanghai Wanglong Co., Ltd
	Shanghai Tiancheng Co., Ltd
India(5) <1987>	Credit Rating Information Services of India Ltd (CRISIL)* <1987>
	Investment Information & Credit Rating Agency Ltd (ICRA)* <1991>
	Credit Analysis & Research Ltd (CARE)* <1993>
	Brickwork Ratings India Pvt. Ltd.*
	SME Rating Agency of India Limited (SMERA)
Indonesia(2) <1993>	Pefindo Credit Rating Indonesia* <1993>
	P.T. Moody's Indonesia* <1997>
Japan (2) <1985>	Rating and Investment Information, Inc. (R&I: 格付投資情報センター) <1985>
	Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR: 日本格付研究所)* <1985>
Kazakhstan (3)	RFSA
	JSC*
	KzRating <2006>
Korea (4) <1983>	Seoul Credit Rating & Information, Inc (SCRI)* <1992>
	Korea Investors Service, Inc (KIS)* <1985>
	Korea Ratings Corporation* <1983>
	National Information and Credit Evaluation (NICE)* <1986>
Malaysia(2) <1990>	Rating Agency Malaysia Berhard (RAM)* <1990>
	Malaysia Rating Corp (MARC) (MARC)* <1995>
Pakistan(2) <1994>	JCR-Vis Credit Rating Co. Ltd* <1997>
	The Pakistan Credit Rating Agency Ltd (PACRA)* <1994>
Philippines(2) <1985>	Philippine Rating Services Corp (PhilRatings) * <1985>
	Credit Information Bureau, Inc <1985>
Taipei, China (1) <1997>	Taiwan Rating Corporation (TRC)* <1997>
Thailand(1) <1993>	Thai Rating & Information Services Co. Ltd (TRIS)* <1993>
Uzbekistan(1) <1996>	Ahbor Rating* <1996>
15 countries	38 rating agencies

(注) \* 印は: ACRAA 加盟の 28 機関。国名欄の ( ) は格付機関の数、< > は最初に設立された年。  
格付機関名の< > は設立年。

(出所) 各格付機関のホームページ等より筆者作成

格付機関を有するアジアのほとんどの国が格付け制度に関する法制度を保有している<sup>12</sup>。2008 年のサブプライム関連証券を背景とするリーマンショックを契機にアメリカ、日本、EU などが格付機関の設立・運営について競争促進の観点から従来の許可ないし指定制度を登録制に変更したが、日本を除くアジア諸国（11 カ国）においてはいずれも許可制がとられている。また、アメリカおよび日本では格付機関同士の情報交換が厳格に禁止されているがアジアにおいては格付機関同士の ACRAA の会合などにおいて定期的な意見交換の場がもたれている。格付けの対象は社債や公共債に限定せず、銀行ローンおよび私募債などその国の実情に応じて格付け対象が広く、商業銀行が利用することを目的に企業体の格付けも行っている（パキスタン、ウズベキスタン、バングラデシュなど）。また、マレーシアおよびインドネシアにおいてはイスラム債（スクーク）に対する格付けも行われている。格付け手法はほとんどの格付け機関がアメリカないし日本の手法を取り入れているが、結果としての格付情報は必ずしも債券のデフォルト予測を表すものではなく、金融当局による社債発行の調整や業界団体による企業序列などを目的とし、当該国の国債を最上位（AAA）として定量的指標と定性要因をもとにランキング（序列）を示す格付けをおこなっているケースもある（マレーシアの一部、中国、インドネシア、フィリピン、パキスタン、ウズベキスタン、バングラデシュ）。信用リスクの程度を表す格付け別の累積デフォルト率（後述）を公表している国は日本を除く 11 カ国中 6 カ国（マレーシア、タイ、韓国、インド、インドネシア、フィリピン）にとどまっている。格付け情報の利用者は機関投資家（必ずしも資金運用規模が大きい投資家も含む）が主だが、社債の発行者である企業が経営管理を目的に利用し、また商業銀行が貸出管理の基準として使用することもしばしば見受けられる（インド、中国）。

### 2.3.3 域内の格付制度整備

アジア域内で格付け情報を共通して利用するためには格付け情報がもつ意味を共通化させる必要がある。共通化されるべき格付け情報の意味（内容）は「期待（予想：expected）デフォルト率」である。格付けが国内の社債発行順位づけや発行制限（あるいは奨励）を目的としている場合、国内はもとより他の国の投資家はそれを金融資産の運用管理のために使うことはできない。経済原則に基づいて債券（社債・国債・公共債）を域内で流通・発行させるためには域内各国で信頼される予想デフォルト率を表す格付け情報（信用リスク情報）が発信されることが必要である。そのためには格付け情報の利用方法についての共通認識をもち、信用リスクと利回りの適切な関係をベースにした債券市場が形成され、格付け情報の累積デフォルト率や格付け変更トランジション留保率などの正確性と安定性

---

<sup>12</sup> アジアの格付機関の特徴については注 7 に記載した日本を除く 11 カ国・地域の調査および筆者のヒアリング調査等による。

が求められる。以下では格付け情報に求められる条件と望ましい格付け制度整備について概観する。

#### （１）投資家による格付け情報の使い方

国内や海外の債券に投資する投資家が、将来の収益率を科学的に管理（運用）するためには、債券のデフォルトの可能性についての情報を入手しなければならない。投資家による格付け情報の利用方法をモデル的に説明すると次のようになる。3つのタイプの投資家（図表 2-12 参照）を想定し、リスク回避型の投資家（ポートフォリオ A）は収益率は低くてもデフォルト率の低い債券を選好し、リスク愛好的な投資家（同 C）はリスクが高くても高い収益率の債券に投資する。リスクニュートラルな投資家（同 B : A と C の中間）はリスクも収益率もほどほどの債券に投資する。いずれの投資家も 1000 万円の債券投資をするとし、格付機関がデフォルト率（リスク）を正しく予測し、市場でそのデフォルト率に見合った利回り（金利）が付けられている（リスクと利回りの関係は後述）とする。格付機関の予想通りのデフォルトが発生した場合には、投資家の収益はいずれのタイプも 1060 万円（収益率 6 %）となり（計算方法は各蘭の元利受取額の下に計算式を参照）、実際のデフォルト率が格付機関の予想よりも低かった場合は（図表ではデフォルト率=0%）リスク愛好家（C）の収益率が最も高くなり、実際のデフォルトが格付機関の予想よりも高かった場合（AAA を除いて BB および B は 5%アップ、その他は 1%アップ）はリスク回避型の投資家（A）の収益率が最も高くなる。格付機関が生産するリスク情報は、日々変化するリスクの状況に合わせたデフォルト率を予想するものではなく、図表 2-12 の「予定通りのデフォルト率の場合の期待収益」欄のように中長期的なベンチマークとしてのデフォルト率である。基準となるベンチマークとしての格付け情報が提供されると、投資家はそれを基準としてみずからの選好に見合った投資を行い、異なったリスクを複数組み合わせるポートフォリオを作ることが可能になる。

図表 2-12 投資家の選好に応じた格付け情報の利用方法

	ポートフォリオA (リスク回避的)	ポートフォリオB (リスク・ニュートラル)	ポートフォリオC (リスク愛好的)
格付け	AAA AA	A BBB	BB B
信用リスク(10年)	0% 1.5%	2.0% 5%	30% 50%
金利	6% 7.6%	8.2% 11.6%	51.4% 112%
投資額(万円)	800 200	500 500	200 800
予定通りのデフォルト率の 場合の期待収益 (万円:収益率)	1060万円 (6%)	1060万円 (6%)	1060万円 (6%)
計算式	$800 \times (1+0.06) \times (1-0) + 200 \times (1+0.076) \times (1-0.015)$	$500 \times (1+0.082) \times (1-0.02) + 500 \times (1+0.116) \times (1-0.05)$	$200 \times (1+0.514) \times (1-0.3) + 800 \times (1+1.12) \times (1-0.5)$
デフォルトがない場合の 期待収益 (万円:収益率)	1063万円 (6.3%)	1099万円 (9.9%)	1999万円 (99.9%)
計算式 (Pd=0)	$800 \times (1+0.06) \times (1-0) + 200 \times (1+0.076) \times (1-0)$	$500 \times (1+0.082) \times (1-0) + 500 \times (1+0.116) \times (1-0)$	$200 \times (1+0.514) \times (1-0) + 800 \times (1+1.12) \times (1-0)$
デフォルト率が高かった 場合の期待収益 (万円:収益率)	1058万円 (5.8%)	1049万円 (4.9%)	960万円 (-4%)
条件 (Pdの変化)	AAA: Pd=0, AA: Pd=1% up	A, BBB とも Pd=1% up	BB, B とも Pd=5% up
計算式	$800 \times (1+0.06) \times (1-0) + 200 \times (1+0.076) \times (1-0.025)$	$500 \times (1+0.082) \times (1-0.03) + 500 \times (1+0.116) \times (1-0.06)$	$200 \times (1+0.514) \times (1-0.35) + 800 \times (1+1.12) \times (1-0.55)$

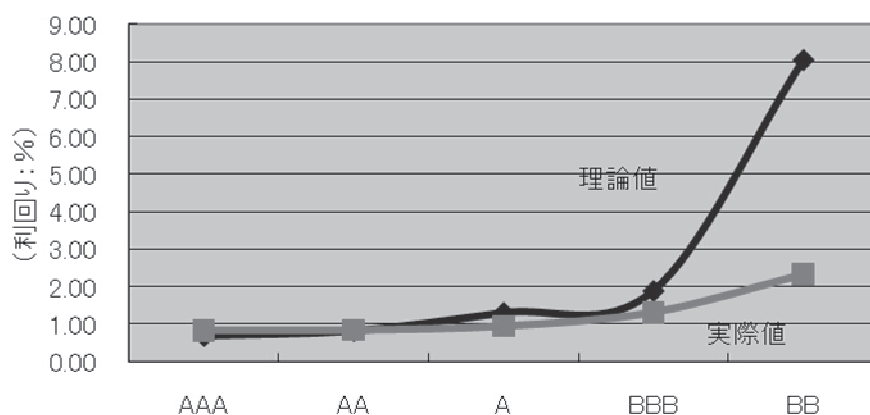
(出所) 黒沢 [2007] 85 頁

## (2) リスクに応じた債券利回りの決まり方

効率的で公正な資本市場（効率的資本市場仮説<sup>13)</sup>）では投資家がどのリスクレベルの債券に投資をしてもそのリスクに見合う金利が付くことによって同じ利回りが期待できる。リスクに見合う金利  $q$ （投資家が要求する期待利回り）は、リスクフリーの金利を  $rf$ （例えば AAA 国債の利回り）、信用リスクを  $Pd$  ( $0 < Pd < 1.0$ ) とすると  $q = (rf + Pd) / (1 - Pd)$  となる。したがってリスクフリー金利  $rf$  に対するリスクプレミアム  $rp$  は  $rp = q - rf = (1 + rf)Pd / (1 - Pd)$  となる。図表 2-13 は日本の社債市場における社債（残存期間 4 年：R&I 格付け）の理論値（上記の  $q$ ）と実際の市場における利回りを対比したものである。日本では BB およびそれ以下の格付け社債の市場が事実上存在していない（市場にある BB 債はもともと BBB 以上の社債が業績の悪化等によって格下げされた社債）ので理論値と実際値に乖離があるが、AAA~BBB についてはおおむね理論値通りの利回りが反映されており図表 2-12 のような投資家の格付け利用が可能になっている。格付機関が正しく格付けを行えば投資家が理論値に従ってどれだけのプレミアムを付ければよいか分かるが、格付け情報が正しくないと信用リスクに従った利回り構成ができなくなり市場は混乱することになる。

<sup>13)</sup>債券についての効率的資本市場仮説については黒沢義孝 [2007] 79 頁を参照。アメリカ、カナダ、日本の債券市場では「仮説」の域を出て現実に対応する利回り市場が形成されている。

図表 2-13 理論値と実際値（日本市場：残存期間4年の社債）



（出所）黒沢 [2007] 91 頁

### （３）格付けと累積デフォルト率の関係<sup>14</sup>

格付け情報が債券投資の管理情報として有効に使用されるためには発信される格付け情報の正確性および安定性が重要である。図表 2-14 は格付け後（新規格付けおよび格付け変更後）の累積デフォルト率をモデル化したものであるが、たとえばシングル A と格付けされた債券のグループは新規格付けあるいは格付け変更後 1～2 年間はデフォルトがなく、3 年後は累積で 0.2%が、5 年後は 1.5%がデフォルトになることを示している。格付機関が格付け情報を発信したあと、各年の累積デフォルト率が予定していたデフォルト率に近く（正確性）それが毎年安定していれば（安定性）投資家は予想情報としてその格付けを債券投資の管理情報として使用できる。仮にシングル A と格付けした債券の 3 年後のデフォルト率が 0.3%であったとすると投資家は予定していた利回りを得ることができず、あるいは 0%であったとすると AA でもよかったことになり起債者は余分の金利を払わされたことになる。格付機関自体は格付け別の予想デフォルト率を格付けの定義とはしていないが投資家はそれが毎年大きく変化しないことを期待しており、累積デフォルト率の正確性（発信された格付けと実際のデフォルト率が各レベルの間で逆転しないこと）と安定性（長期間にわたって各レベルの実績デフォルト率が一定の水準を保つこと）のパフォーマンスが良い格付機関を高く評価する。しかし実際問題として格付け情報の正確性と安定性を長期間にわたって維持することは困難であり、5 割以上の正確性と安定性を保てる期間はムーディーズおよび S&P であっても投資家が許容する限界の AAA～BBB については 5 年程度（累積 5 年）、BB 以下においては 2 年程度（累積 2 年）である。

<sup>14</sup>累積デフォルト率、変更トランジション、市場利回りとの関係については黒沢義孝 [2009] を参照。

図表 2-14 格付け別累積デフォルト率

Ratings symbols	yr 1	yr 2	yr 3	yr 4	yr 5	yr 6	yr 7	yr 8	yr 9	yr 10
AAA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
AA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.5
A	0.0	0.0	0.2	0.7	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
BBB	0.0	0.2	0.3	1.0	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	5.0
BB	2.0	3.5	5.0	7.5	10.0	14.0	18.0	22.0	26.0	30.0
B	8.0	10.0	12.5	16.0	20.0	26.0	32.0	38.0	44.0	50.0

(出所) ムーディーズ、S&P の累積デフォルト率の実績（それぞれのホームページに掲載）をもとに筆者作成

#### （４）格付け変更トランジション

格付機関は格付け後、基本的な見通しの条件が変化したときに格付けを変更する。しかし、あまり頻繁に変更すると信用リスク情報としての価値が低下する。図表 2-15 はムーディーズ・ジャパンが公表した社債格付けの 1 年間（2005 年）の変更トランジションで、年初時点の格付けが年末までにどれだけ変更になったかを示すものである。たとえばシングル A 格については 0.1%が格付け後 1 年以内に Aaa に格上げされ、89%が変更されずに A に留まり（留保率 89%）、3.7%が Baa に格下げされ、5.3%が格付けリストから外された（取り下げ）ことを示している。基本的な見通しが変化したにもかかわらず変更が遅れると累積デフォルト率の正確性と安定性が崩れ、逆に累積デフォルト率の安定性を保つためにあまり頻繁に変更すると情報としての価値が毀損される。投資家に信頼される格付け情報を発信するために、格付機関は格付け後 1～5 年の留保率をできるだけ高く保つ必要がある。



図表 2-15 格付け後 1 年間のトランジション・マトリックス(%:2005 年)

年初時点の格付け	年末時点の格付け									合計
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	デフォルト	取り下げ	
Aaa	89.2	5.8	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2	100.0
Aa	0.0	92.5	2.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	5.3	100.0
A	0.1	1.8	89.0	3.7	0.1	0.0	0.0	0.0	5.3	100.0
Baa	0.0	0.3	6.4	84.3	3.2	0.8	0.0	0.2	4.8	100.0
Ba	0.0	0.0	0.7	9.3	74.2	7.3	0.5	0.0	7.9	100.0
B	0.0	0.0	0.1	0.0	7.9	75.9	4.4	1.1	10.6	100.0
Caa-C	0.0	0.0	0.4	0.7	1.4	21.4	55.1	7.7	13.3	100.0

(出所) ムーディーズ・ジャパンのホームページ「スペシャルコメント 2005 年」

#### (5) 望ましい格付制度整備

現存する格付機関（図表 2-11 の格付機関）が債券のクロスボーダー取引における信用リスク情報の提供を行うのは困難が予想される。既存の格付け機関の目的は、自国の国債の格付け（AAA）を頂点とする財務内容等の基準によるランキング、行政による起債調整のための手段、銀行融資に関するサポート情報などの役割を担っており、必ずしも債券の信用リスクの測定を主要な任務としているとは限らない。また格付け手法が不統一であり、将来のデフォルトリスクを予測するための過去の財務データが蓄積されていないなどの問題点を抱えている。投資家に信頼される格付け情報を提供するためには、格付機関が過去の累積デフォルト率や格付け変更のトランジション・マトリックスなどを公表してそれが債券投資の運用に使用できるものであることを示す説明責任がある。クロスボーダー取引のための格付け情報は、その信頼性についての不信感を取り除かなければ投資家から有用な情報として使ってもらえない。

一つの案として、アジアにおける既存の格付機関が参加する ACRAA を改組して、あるいは複数の格付機関の協力によってアジア格付機関（仮称 ACRA）を設立して、クロスボーダー取引のためのアジアの格付機関とすることが考えられる<sup>15</sup>。既存の格付機関は信用リスクの測定を含む国内目的（起債調整など）のための格付機関としての役割を果たすこととし、ACRA は信用リスクの測定を専門的に行う格付機関として、既存格付機関から企業財務データの提供など協力を得ながら共通の手法で国債（自国通貨建ておよび外貨建て国債）およびクロスボーダー取引が行われる社債を対象に格付けを行うのである。また、アジア地域では銀行ファイナンスが定着しているのでそのメリットを生かし、インフラ設備や企業成長のための長期ファイナンス、ならびに年金・保険など長期で資金を運用したい

<sup>15</sup> 現在の ACRAA（28 格付機関）は日本の格付投資情報センター（R&I）が参加していないなど必ずしも包括的でない面がみられるので ACRAA をアジア共通の格付機関とするためには一定の条件のもとに参加を自由にするのが求められる。なお、EU において 5 つの格付機関（ドイツ 2、スペイン、ウクライナ、トルコ 1）が参加するヨーロッパ格付機関協会（EACRA）が 2010 年 5 月にパリに設立された（フランス法上の法人）。

機関投資家のために銀行ローンの証券化を進め ACRA がそれに適切な格付けを付与することも意義のあることと考えられる。それによって資本市場の資金を銀行市場に振り向けることができるようになる。

## 2.4 考察と課題

アジアの債券市場の課題として以下の4点が挙げられよう。

第一に各国の債券市場の規模や発展のスピードにバラツキがあること。これが各国の立場の違いを生み、アジア域内での金融協力の阻害要因となっている。

第二に債券市場、特に社債市場の発展が途上であること。銀行部門や株式市場と比べて、債券市場の規模が小さい国が多く、債券市場の成長率が低い国が多い。まだ社債市場は発展初期の段階にあり、国債が債券市場発展の牽引役となっている。国債が徐々に浸透していくことにより、社債市場が発展する素地が与えられるようになるといえる。

第三に流動性が低いこと。国債の流動性は改善傾向にあるものの、社債についてはまだ改善の余地が大きいと考えられる。

第四に各国で格付け情報をもつ意味が異なり、必ずしも格付けが予想デフォルト率を表していない場合がある。

最後に、第四の論点である格付けについて、さらに踏み込んで言及したい。ACRAA を改組して、あるいは ACRA (2.3.3 の (5) 参照) を設立して専門的な地域格付機関をつくるためには、定量分析を行うためのデータ蓄積、専門知識を有するアナリストの育成、健全な組織の運営のための財政基盤（十分な資本金）が必要である。データ蓄積はバーゼルⅡで先進的手法を採用した銀行が行った方法が最低限必要である。過去3～5年間の企業財務データと業績悪化・改善などの時間的關係を実績データとして蓄積し、主要データとデフォルトの時系列的な数量データとイベントデータを業種別・規模別・経済環境別にモデル化する必要がある。図表 2-16 は日本の上場会社（製造業）を念頭においてモデル的に作成した格付け定量分析のためのマトリックス表であるが、過去の実績データをもとに国別・業種別・規模別・経済環境別にこのような格付け判断の基準を持つ必要がある。この基準は実際にデフォルトが発生するときに図表 2-11 の格付け別累積デフォルト率の正確性と安定性を維持できるものでなければならないので作成には相応の時間とノウハウと経験が必要である。さらにデフォルトが発生した場合のロス率（債権者の損失率）を推計するために実績データの蓄積を欠かすことはできない。格付けは定量分析だけでは不十分であるので（過去何十年にわたり統計的・数量的判断のみによる格付けが試みられたが成功した例は一例もない）、累積デフォルト率の正確性と安定性を維持するために定量分析に加えて定性判断を付加することができるアナリストの養成が必要である。格付機関が収益を上げることに傾倒し過ぎると良い格付けを提供するビジネスモデルが損なわれやすくなり、正確性・安定性の判断が揺らぐことになるので、財政基盤を堅固なものにしておく必要がある。なおクロスボーダーの債券が発行される場合、域内相手国の現地通貨建て債券では為替リ



スクが障害になり格付けが低位になる可能性もあるので、大型のクロスボーダー型債券のための共通通貨単位（Asian currency unit: ACU）の導入についての検討も必要であろう。

図表 2-16 格付け定量分析のためのモデル的マトリックス表

長期優先 債務 格付け	純有利子 負債営業 CF倍率	純有利子 負債 EBITDA 倍率	EBITDA/ 支払利息	インタレスト カバレッジ	ROA	ROBA	純有利子 負債 構成比	自己資本 比率	利払後 事業利益	EBITDA	営業CF
AAA	1.76	1.05	97.54	60.50	9.86%	36.45%	-18.99	57.15	6,243	9,909	6,201
AA+	1.76	1.05	57.71	37.03	7.80%	16.58%	-11.06	51.54	1,551	3,007	2,951
AA	1.76	1.05	55.74	36.18	6.76%	14.64%	7.40	51.28	1,104	2,224	1,795
AA-	2.41	1.46	55.74	36.18	6.76%	14.08%	9.61	51.28	537	1,198	900
A+	2.41	1.46	37.28	20.82	5.58%	14.08%	10.56	51.07	374	865	615
A	4.48	1.46	37.28	20.82	5.58%	14.08%	10.56	46.01	237	526	347
A-	4.48	2.27	35.12	20.82	5.58%	14.08%	15.14	42.96	237	477	344
BBB+	6.10	2.67	22.18	12.46	3.69%	8.11%	28.61	41.47	84	216	161
BBB	9.18	3.48	19.65	10.89	3.69%	6.49%	28.85	41.47	62	182	136
BBB-	9.18	4.76	11.45	4.94	2.94%	5.10%	40.87	34.68	62	182	136
BB+	13.94	10.52	6.92	3.13	2.46%	5.10%	58.29	25.43	50	182	136
BB	19.13	10.52	4.70	2.02	2.46%	5.10%	67.90	20.33	50	182	104
BB-	19.90	13.60	4.09	1.64	0.84%	0.29%	67.90	20.33	9	80	97
B+	19.90	13.60	3.15	1.64	0.36%	0.29%	73.35	18.98	9	80	19
B	19.90	13.60	3.15	1.64	0.36%	0.29%	73.35	18.98	9	80	19

（出所）筆者作成

## 第3章 企業の資金需要と債券市場の構造

### 3.1 資金調達手段に関する理論的整理

#### 3.1.1 債券市場の機能と意義

##### (1) 途上国における銀行の優位性

途上国における銀行優位の構造には幾つかの合理的な理由がある (World Bank [2001])。第一に、銀行取引では借手企業に関する情報は銀行に内部化されるため、借手企業にとって取引銀行を変更するには大きなスイッチングコストがかかる (「ホールドアップ問題」)。このため、少なくとも短期的には銀行は借手企業に対して、事実上の独占的資金供給者としてある種の支配力を持つと考えられる (Rajan and Zingales [2001])。独占的資金供給者としての支配力を活用できるので、経済・法制度が未整備の途上国でも、銀行は取引先企業に関して有効な情報生産を行うことができる。また、債権の回収や保全についても、支配力を利用することで障害を軽減できる。一方、公開情報と契約による権利の執行が前提とされる証券市場は、制度が未整備な途上国では、その機能を著しく制限される。

第二に、銀行が情報生産を内部化していることも、銀行の証券市場に対する情報生産の優越性を生み出している (Levine [2004])。市場では、自ら情報生産を行わず他の投資家の情報生産にただ乗りしようとする投資家が生じやすいため、市場の情報生産量が過小となる (「フリーライダー問題」)。また、格付機関や証券会社が投資家に提供している有料の情報は、利用した後でないとその正しい価値が分からないため、そもそも市場の取引になじまない (「レモンの問題」)。これに対して、銀行は生産した情報を自ら利用するので、フリーライダー問題やレモンの問題と無縁である。

第三に、銀行は、多数の預金者の代理人として情報生産を行うことで、情報生産の重複を避け情報生産コストを節約できる (Allen and Gale [2000])。その一方で、銀行が預金者の代理人を勤めることには、銀行の望ましいと考える投資先が預金者の希望と一致しなくなるかもしれないというデメリットもある。しかし一般に途上国の産業では既存技術や営業方式を利用したものが中心で、投資家の判断は比較的一致しやすい。総合的に見て、預金者が情報生産と投資先選別を銀行に委ねることは、そのデメリットをメリットが上回ると考えられる。

第四に、投資先の経営が不振に陥った場合、銀行と社債や株式とでは、経営不振企業への対応の仕方が大きく異なっている。銀行は融資先と相対市場で取引を行うので、事後的に不都合が生じた場合、融資先との間で再交渉を行うことが容易になり、柔軟かつ適切な対応策を策定しやすい (Rajan and Zingales *ibid.*)。これに対して社債や株式の場合には、たとえ企業経営に問題が生じたとしても、多数の投資家と企業の間で再交渉を行うことは困難である。銀行の特性は、適切に事態を判断し柔軟に問題に対処して行けるという意味で、社債や株式よりも優れている。何故なら、追加支援によって十分に再建が可能で、事業を再生できるにもかかわらず、多数の関係者の間の利害が調整できずに企業が倒産し清

算されてしまうという事態を避けることができるからである<sup>16</sup>。

第五に、銀行が独占的資金供給者となることは、一面では、銀行が長期的な視点から企業との取引を判断できるので、経営基盤の弱い中小企業や新興企業にとって望ましいという見解もある（Rajan and Zingales *ibid.*）。銀行は、特定企業と長期に渡って独占的取引関係を維持できるので、将来得られる利益を前提として、経営不振による企業の損失を一時的に肩代わりしてやることができるからである。投資家が特定企業に対して独占的取引関係を維持できない証券市場では、このようなことは不可能である。

第六に、途上国において、銀行はリスクを負担できる最も簡単で実現可能な装置である。途上国の家計は資産が乏しくリスク回避的傾向が強い。また、制度が未整備で専門的職業人が不足するため、金融市場の機能は低い。このような状況の下では、銀行がリスク管理を担うことになるのは自然である（Levine [1997]）。

## （２）金融発展と銀行の優位性の低下

企業から見た証券市場の必要性：

上述したような銀行の優位性は、経済が発展するにつれて、企業にとって低下する。その理由は、第一に、銀行が独占的な資金供給者としての支配力を行使することが、借手企業にとって深刻な不利益になるためである（Rajan and Zingales *ibid.*）。一般に、情報開示制度など制度インフラが整備されるにつれて、また経営市場での認知度が高い大企業ほど、市場に対する銀行の情報生産の優位性は弱まる。経営基盤の安定した大企業にとっては、銀行による損失の一時的肩代わりのメリットは小さい。経済が発展し、法制度や金融制度が整備されるに連れて、また市場認知度が高い大企業が増加するに連れて、企業による社債や株式による資金調達への需要が高まる。

第二の理由は、途上国の銀行貸出は短期のロールオーバーであることが多く、長期貸出でも融資条件の見直しを頻繁に行う事実上のロールオーバーとなっていることによる弊害である。情報の非対称性が著しい途上国では、貸出先企業へのモニタリングを頻繁に行いそこで得た情報を融資条件に反映できるようにするため、銀行は貸出期間を短く設定する（福田[2004]）。もし、銀行の情報生産能力が満足すべきものであれば、短期資金を繰り返し調達しても企業にとって不利にはならない<sup>17</sup>。しかしながら、もし銀行の情報生産が劣悪である場合、銀行からの短期借入れに依存することは、企業活動の障害になる。短期資金への依存を高めるとは、借手企業はロールオーバーが行われず流動性不足に陥るというリスクに晒されることになる。

東南アジア諸国では、近年、市場制度の整備が進み、企業活動・財務に関する情報の非対称性が改善され、同時に市場認知度の高い大企業の数も増加している。また、今後は銀

---

<sup>16</sup> 企業と再交渉が難しいという市場性資金の特性が、企業経営に対して厳しい規律付けを与えるのに有効だと言う見解もある。しかし、途上国ではその前提となる法制度や専門職業人を欠いている。

<sup>17</sup> 情報の非対称性が無く契約が完備されているならば、短期資金を繰り返して調達しても、長期資金を調達しても、企業の価値は同等である。

行による代理人機能に馴染まないような新しいビジネスモデルも重要性を増加して行くものと予想される。その一方で、これらの諸国では依然として資本市場の整備には尚改善の余地が大きく、短期資金と長期資金との裁定が十分に機能しているとは言えない。このような状況から判断すると、東南アジア諸国において、企業による債券発行へのニーズは高まりつつあるといえる（BIS [2006]）。

家計から見た証券市場の必要性：

家計所得が上昇し資産蓄積が進むと、経済主体のリスク負担力が高まり、家計の資産需要が多様化する（藪下[1995], World Bank *ibid.*）。比較的所得が低く資産の乏しい家計は、安全性をより重視した資産選択を行うのに対して、所得が高く資産の豊かな家計は、リスクを許容して収益性の高い資産の保有を望む。このため、経済発展が進むに連れて、リスクは高いが収益性に優れた証券保有への需要が強くなる傾向があり、安全性は高いが収益性が乏しい銀行預金は家計の資産需要に対応することに限界が生じてくる。

実際、経済発展に伴い、銀行の代理人機能が低下すると（Allen and Gale [2000]）、家計の銀行離れが進みやすくなる。途上国の産業構造が高度化し、革新的な技術やビジネスモデルが重要になるにつれて、預金者とその代理人である銀行との間で、貸出先選別の判断が食い違いやすくなるのである。これとは逆に、社債や株式は、最終的な資金提供者が投資先を直接に選別できるという点で、その有利性が高まっていく<sup>18</sup>。

新興アジア諸国では相当に厚い中間所得層が形成されつつあり、これらの家計ではリスク資産に対する潜在的需要が高まっていると考えられる。経済が発展して家計のリスク許容度が高まるほど、家計は市場でより積極的に投資しようとするようになり、家計から資産運用を委託された機関投資家の重要性も高まってくる。

また、経済が発展するにつれて、家計の経済的な基盤を維持するための装置としての保険業や年金制度の重要性が増してくる。経済制度の未整備な途上国では、家計の基盤保証は、主として血縁や地縁に基づく助け合いをベースとした社会的な制度に強く依存している。しかし、経済が発展するにつれて、社会的な制度による助け合いの重要性は一般に低下し、生命保険や年金基金などの組織化された近代的な保険制度の重要性が高まっていく。特に、中所得レベルの経済では、こうした機関投資家が急激に発展する傾向があり、長期資産の安定的な運用対象としての債券の役割が高まることになる。

### （３）金融自由化と銀行の脆弱性

銀行は途上国に適した多くの特徴を持っているが、金融制度にとって脆弱性を抱えているという難点をもつ。銀行は資金仲介と同時に資金の期間転換（長期化）を行っている。このため、銀行は、パニックによる取付で倒産する可能性を常に抱えている（Diamond and Dybvig [1983]）。また、銀行が倒産した場合、内部化された情報が失われるため、連鎖的な

<sup>18</sup> Boot and Thakor [1997]は、やや異なった視点から、経済発展の初期段階ではスクリーニングよりもモニタリングに相対的な優位性を持つ銀行が重要であるが、経済発展が進むとスクリーニング機能で優位に立つ市場の重要性が高まるとしている。

企業倒産が発生し経済全体に大打撃を与える<sup>19</sup>。このため、金融自由化以前には、銀行の倒産を回避するために金融システム全体に多くの規制がかけられた。

金融自由化以降、銀行による資金仲介にはリスク引受能力（信用リスクと市場リスク）に強い制約が生じている。銀行は BIS 規制の制約から、自己資本に見合ったレベルで信用リスクおよび金利リスクを制御しなければならないからである。銀行には融資が大型または長期化した場合に、それに含まれるリスクに対する負担力に問題があり、従って銀行のリスク引き受け能力は、市場に比べて限定的になる。また、自己資本比率規制によって一定レベル以上の自己資本を維持しなければならないため、銀行の資金調達コストは、一般投資家から直接に資金を調達する証券市場と比較して高くなる。更に、銀行は資金の重要な部分を預金で調達しているため、長期の金利リスクを引き受ける能力が低く、途上国においては短期性預金の比率が高いためこの傾向が一層強まる。

新 BIS 規制（Basel II）の導入も、途上国の銀行行動に少なからぬ影響を与えると予想される（吉井・古頭[2007]）。新 BIS 規制では、信用リスクやオペレーショナルリスクなどの計測がより精緻化され組み込まれており、銀行毎に明確な経営戦略を立てることが要求される。銀行の経営方針に対応して、最適なリスク資産ポートフォリオを構築するためには、証券化商品や社債など多様な金融商品が取引されている大規模で流通市場を備えた債券市場が必要になる。

経済全体のリスク引受能力を高めるには、市場の活用が不可欠である。何故なら、証券市場で重要な参加者となる機関投資家は、銀行とは異なる特徴を備えているからだ。年金基金や保険会社は、運用規則が銀行と比較して緩やかであり、資金調達コストが相対的に低い。同時に、年金契約や生命保険契約によって調達された資金は長期資金であり、長期の金利リスクを引き受ける能力も高い。また、機関投資家は大規模な運用資産を保有しているので、個別のリスクについても分散投資を通じてリスクを負担しやすい。このような銀行と証券市場のリスク引き受け能力の差が、より大規模でより長期の資金を調達する場合に、銀行に対する証券市場の潜在的な優位性をもたらす。

ノンバンクにとっても、債券市場の整備は必要である。途上国の証券会社は、市場の売買手数料に依存した経営構造になっており、株式市況によって収益が大きく変動する不安定な経営構造になっている（Asian Development Bank [1999]）。債券市場の充実、株式以外の商品の品揃えを広げると同時に、証券会社の営業の安定化や近代化にも役立つ。更に、債券市場を利用できることによって、自己勘定での証券売買をやり易くなり、株式と債券を組み込んだ新商品の開発も可能になる。また、債券市場の投資を通じて、より長期的な視点からの投資のための情報生産が拡大することも期待できる。ファイナンス会社など市場性資金の調達に依存しているノンバンクにとっても、債券市場が整備されれば、資金の円滑な調達が可能になり、経営の安定化や多様なサービスの提供を進めることができる。年金基金やファンド会社など、市場で資産運用を行っているノンバンクにとって、

---

<sup>19</sup> 銀行の倒産がアジア危機の深刻化の重要な要因である(Stiglitz and Greenwald [2003], Yoshitomi and Shirai [2001])。



債券市場の整備は、非投機的かつ安定的な収入が確保できる資産運用手段を提供するもので、営業の安定化と近代化に資することになる。

### 3.1.2 債券の機能と企業の資金ニーズ

経済が発展するにつれて金融制度における証券市場の役割が拡大し、企業にとっても証券発行による資金調達が重要性を増してくる。しかし、すべての企業にとって証券発行が重要であるわけではなく、しかも社債発行へのニーズが発生するのは一定の条件を備えた企業だけである。企業にとって外部資金の調達手段は、銀行借入、社債発行、株式発行が代表的である。この3つを比較した場合、社債発行による資金調達は、市場を通じる資金調達であること、債務性資金の調達であること、さらに多くの場合長期性資金の調達であることという特徴を持っている<sup>20</sup>。社債発行のニーズを持つ企業を考える際には、社債の持つこれら3つの特徴のそれぞれについて、どのような企業がそれを選好するかを整理する必要がある<sup>21</sup>。

#### (1) 負債による資金調達を選好する企業

初めに、社債の債務性資金としての特徴に注目し、どのような企業が負債（債務や株式）による資金調達を選好するか整理しよう。情報の非対称性や不完備契約はないと想定したトレードオフ・アプローチによれば、債務性資金の調達を増やすと法人税控除の効果により資本コストが低下するメリットがある反面で、倒産確率の上昇を反映してリスクプレミアムが加算されるデメリットが生まれる。企業は両者のバランスを勘案して企業価値を最大化するように、負債比率を選択する。従って、①法人税が高いほど、また②財務が健全で倒産確率が低い企業ほど、債務性資金による資金調達を行う傾向がある。

情報の非対称性や不完備契約があると想定したエージェンシーコスト・アプローチでは、更に多くの要素が企業の資金調達に影響してくる。それによれば、③株主（＝プリンシパル）と経営者（＝エージェント）との利害対立が深刻な場合には、株主は経営者が私的目的に会社の資金を浪費することを防ぐ必要がある。このため、株主は、経営者が私的目的に流用しやすいフリーキャッシュフローを圧縮させ、逆に経営者が私的流用しにくい債務性資金を増やすように、企業の資金調達構造を変えていくことになる。また、④債権者と株主との利害対立が深刻で、株主が有限責任性を悪用してモラルハザードを起こし易い場合には、非債務性の資金での資金調達が増加する。この他にも、⑤経営者の行動が外部から観察困難であり、⑥企業の成長・投資機会が乏しく、⑦企業を清算したときの価値が大き

---

<sup>20</sup> アジア金融危機後の東南アジア諸国の金融改革で債券市場の整備が重要課題として取り上げられたのは、通貨と期間の2重のミスマッチを避けるため、国内の長期資金市場の整備が重要であるという認識に基づくものである。社債には長期社債だけでなく短期社債もあるが、東南アジア諸国における債券市場の整備に関しては、長期性資金の調達力強化という側面が強い。

<sup>21</sup> 東南アジアにおける社債発行企業の実証研究については永野[2005]を参照。

い時には、債務性資金での資金調達が増加する。逆に、⑧株主による配当政策変更や資産代替が行われ易い時には、非債務性の資金調達が増加する。

## （２）銀行借入よりも市場性資金を選好する企業

次に債務性資金を需要する企業の中で、どのような企業が銀行借入よりも社債発行を選好するか整理してみよう。銀行と社債の情報生産機能の違いに注目した Diamond[1991]によれば、社債発行は①収益性が高く負債比率が小さいといった財務健全性が高い企業や、②過去の良好な債務返済記録によって信用力が高い企業など、情報生産の必要性が低い企業に限定される。同じく情報生産機能の差に着目した Bolton and Freixas [2000]は、企業の資金調達手段には、内部留保、ベンチャーキャピタル、銀行借入、社債・株式発行の順に序列があり、社債・株式発行を利用するのは、③高収益企業に限られるとしているとしている。同様に Hoshi et al. [1993] は、社債発行が有利になるのは、モラルハザードを起こす危険性が低くモニタリングする必要性が小さい企業であり、④有望な投資機会を持ち、⑤担保価値の高い資産をもち、⑥負債額が小額な企業が該当するとしている。Allen and Gale ibid.は、銀行の代理人機能に注目して、⑦高度技術情報や革新的ビジネスモデルが企業価値の中核になっている企業は、市場での資金調達が優越する可能性があるとしている。

## （３）長期債務性資金を選好する企業

最後に、社債の長期債務性資金としての特徴に注目してみよう。この点について、福田[2003]は、不完備契約と情報の非対称性を前提とする場合、①プロジェクトが成功した場合の収益が大きいほど、②経営者の固有の利益が大きくエージェンシーコストが大きいほど、③総負債額が高いほど、企業は長期資金（社債）を短期資金（銀行借入）よりも選択するとしている<sup>22</sup>。また Hart and Moore [1994]も、経営者と株主の間に契約の不完備があり、同時に株主には立証できないが自分固有の利益が経営者に発生するような場合、短期資金を繰り返し利用すると経営者が不利益を蒙る可能性があるため、企業は社債発行を選好するとしている。

---

<sup>22</sup> 企業自身が情報の非対称性に直面している場合には、企業は短期資金を選択する (Flannery [1986])。企業の経営者は情報を出来るだけ頻繁に修正しながら、投資を行った方が望ましいからである。そのためには、長期借入れよりも短期借入を利用した方が、追加的に入手した情報をより有効に利用できる。

### 3.1.3 市場整備と経路依存性

比較制度分析によれば、制度発展には経路依存性があるといわれている(Aoki [2001])<sup>23</sup>。このため、銀行中心型から債券市場中心型の金融システムへと制度転換のニーズが高まっても、それが直ちに制度転換や債券市場の拡大につながるわけではない。何故なら、既存の制度を短期間に転換するには、新たに互いに外部性の働くサブシステムをパッケージとして組み込まなくてはならないので、それを実現するには大きなコストが掛かるからである。合理的な資金供給の場としての証券市場の機能を高めるには、少数株主の権利の保護、企業情報の生産と提供（情報開示義務の厳格化・格付け会社の整備・証券会社の情報生産能力の改善）、機関投資家の整備、などの諸施策を実施することが求められる。しかし、証券市場の障害となっている要素は互いに原因となり結果となって依存し合う関係にあるため、問題改善のためには総合的な政策パッケージが必要である。東南アジア諸国では銀行中心型システムが形成されてきたため、英米型の証券市場を短期間で整備するのには政策的な努力が必要だと考えられる(奥田・三重野[2009])<sup>24</sup>。

経路依存性を克服して債券市場を整備するには、政府による積極的な政策的支援が不可欠である。市場型システムが円滑に機能するためには、投資家が信頼できる公開情報にアクセスできることが不可欠で、法律・会計制度の整備や専門家の育成、各種の金融機関の存在などが前提とされる。更にこれらの制度的インフラを整備し、相互が補完的に機能するように全体をコーディネートする必要がある。政府にはコーディネーターとしての役割を積極的に担うことが期待され、さらに、国際金融機関からの資金面・技術面の支援を活用する努力が望まれる<sup>25</sup>。

新たな債券市場インフラの整備においては、民間サイドからの政策提言が必要である。新しいインフラの構築は、既存のプレーヤーと新たなプレーヤーとの利害の衝突という側面を持つので、既存プレーヤーの意見だけでなく将来のプレーヤーの意見についても十分な配慮が必要である。経路依存性を克服して、パッケージとして円滑に機能する市場インフラを構築するには、政府による政策を受動的に受け取るのではなく、主要なプレーヤーとなる民間サイドが政策形成に能動的に参加し、政策コーディネーションに関与することが望ましい。

---

<sup>23</sup> アジア危機、銀行市場の対外開放、バーゼルⅡの導入は、従来の銀行経営の根本的な見直しと経済システム転換のチャンスを与えるものと言える。

<sup>24</sup> 制度発展における経路依存性を考慮すると、アジア諸国の債券市場整備に際しては、銀行の役割を積極的に利用しつつ、いわゆる市場型間接金融を目標とすることも検討に値する。(池尾[2006]) 途上国の情報の非対称性は依然として大きく、市場の情報生産は十分ではない。そこで、市場の役割を拡大するための橋渡しとして、銀行の情報生産能力を活用して、当面の債券発行の円滑化を図ることが有効であろう。銀行の情報生産を活用する方法としては、社債発行に対する銀行の保証という方法と、銀行貸出債権の証券化という方法が考えられる。

<sup>25</sup> ASEAN+3 のフレームワークで ABMI、EMEAP の枠組みで Asian Bond Fund による債券市場整備が進められている。また ADB は、決済、信用保証、証券化、格付など 6 つのワーキングチームを立ち上げ債券市場整備を支援している（第 5 章参照）。



東南アジアにおける債券市場整備に関しては、我が国の民間サイドからの政策提言が重要である。近年、新興アジア市場への日系企業の浸透や、現地金融市場への日系金融機関や外国格付機関の進出が、急速に進んでいる。現地市場をターゲットとした日系企業は、現地通貨建ての長期資金ニーズを拡大していくものと考えられ、将来的にも重要な債券発行体となりうる。一方、日系金融機関や格付機関は、我が国投資家への情報生産を通じて現地債券の新たな需要者を拡大することができる。これらの企業と金融機関は、新しい市場参加者として、どちらも従来の銀行中心型のアジア金融制度を転換させる上で、重要なプレーヤーになる可能性を持っている。その意味で、我が国の民間サイドの要望を、新興アジア諸国の金融制度の転換に適切に反映させることが強く望まれる。

## 3.2 アジア企業の資金調達の基本構造

### 3.2.1 基本的特徴

次に、債券市場の発展・育成を考えていく際に基礎となる、過去および現在の東アジアの金融構造についての基本認識を整理したい。また、それを踏まえて将来における構造の変容の可能性についても指摘を行う。整理の基本的視点は、資金の需要主体、すなわち企業金融側の問題である。

アジアでは、アジア金融危機の検証の過程で、コーポレート・ガバナンスの観点から過度な銀行借入への依存と資本市場の未発達が構造的問題として指摘されてきた。同様に、債券市場の必要性という観点から、銀行借入への過度な依存が、期間と通貨の両面におけるミスマッチの問題を深刻化させていると理解されてきた。これらの認識は、マクロ経済のマネー・フローとしてみた場合、相当程度の妥当性と説得力を持っている。しかし、企業金融の視点から観察すると、現実は少し違って見える。社債市場の育成を資金需要者への便益の問題としてとらえて、企業金融の視点からの観察することが有用だろう。

#### (1) 不活発な負債ファイナンス

図表 3-1、3-2 は、これまでの東アジアおよび先進国についての既存研究に依拠して、各国主要企業の負債比率を比較したものである。東アジア各国の上場主要企業の資本構成（バランスシートの負債・資本側の構成）を平均値として見れば、負債比率は先進国と比較してむしろ低い傾向にある<sup>26</sup>。

この事実は、しばしば指摘されるマネー・フローにおける金融仲介の比重の大きさととは裏腹に、各国の主要上場企業の資金調達のソースとして外部資金は限定的な役割しか果たしていないことを意味している。主要企業はむしろ自己資本に強く依存する体質をもっているのである。この体質はアジア金融危機によって生じたものではない。むしろ、東アジア（特に東南アジア）における伝統的な構造として、危機を挟んで維持されてきたものである。

---

<sup>26</sup> 先進国企業の資本構成の包括的な比較研究としては、Rajan & Zingales (1995)が知られているが、サンプルは 1991 年時点と若干古い点に留意が必要である。過去 20 年の証券市場の進歩を考慮すると、負債比率はこれより低下している可能性がある。

図表 3-1 既存研究における東アジア各国の主要企業の負債比率(負債／総資産)

	1989	1992	1995	1996	1997	1999	2000	2002	2004
<b>タイ</b>									
Claessens et.al [1998]	65.6%	64.8%	69.0%	70.2%					
Mieno [2006], 三重野 [2006]		57.1%	60.7%				59.9%	55.9%	53.3%
Mieno [2006], 三重野 [2006] ※注1		45.1%	47.7%				24.7%	21.4%	20.1%
<b>マレーシア</b>									
Claessens et.al [1998]	44.8%	38.5%	52.4%	54.0%					
首藤 [2008]			21.7%	24.2%	26.7%	36.4%			
三重野 [2006]							47.9%	46.1%	49.2%
三重野 [2006] ※注1							11.9%	14.6%	15.8%
<b>韓国</b>									
Claessens et.al [1998]	72.6%	77.1%	79.1%	78.0%					
Lee et. al. [2000]	66.1%	69.0%			71.1%				
<b>フィリピン</b>									
Claessens et.al [1998] ※注2		54.3%	53.5%	56.2%					
<b>インドネシア</b>									
Claessens et.al [1998] ※注2		67.7%	67.9%	65.3%					

(注1) (銀行借入比率) = (銀行借入) ÷ (総資産)

(注2) Claessens et. al [1998]はサンプル数から判断して、サンプルに金融機関が含まれる可能性がある(明記なし)。三重野 [2006]のサンプルは製造業企業

(出所) Claessens et. al [1998], Mieno [2006], Lee et al. [2000], 三重野 [2006], 首藤 [2008]

図表 3-2 先進国主要企業の負債比率(1991 年時点)

	Booth et.al.[2001]		Classens et.al. [1998]	
	負債比率	サンプル数	負債比率	サンプル数
日本	69.0%	514	67.0%	392
フランス	71.0%	225		
イタリア	70.0%	118		
ドイツ	73.0%	191	61.4%	明記無し
アメリカ	58.0%	2,580	49.3%	明記無し
イギリス	54.0%	608		
カナダ	56.0%	318		

(出所) Booth et al. [2001], Claessens et al. [1998], Rajan & Zingales [1995]

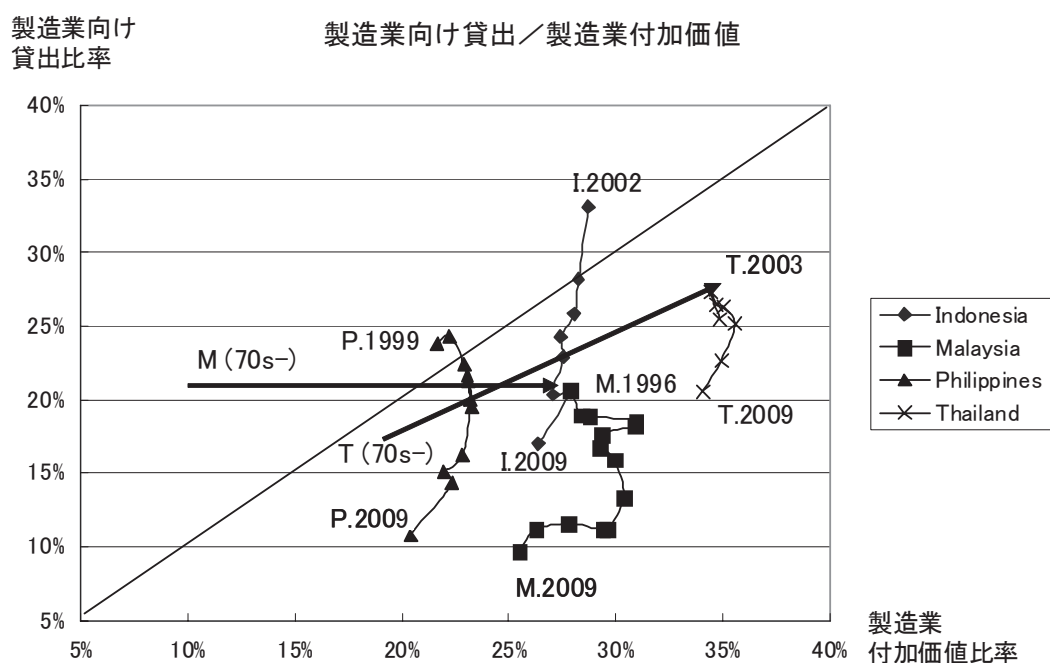
## (2) 金融仲介（商業銀行）の成長部門からの撤退

アジア金融危機以降、商業銀行の貸出活動に大きな変化がみられる。よく知られているように、東アジアの商業銀行セクターは、2000年代前半に不良債権問題から回復する過程で、業務の縮小や一時国営化・外資による買収といった所有構造の変容を経験した。預金・貸出残高は2002年頃から回復し、商業銀行の経営は全体的にみると危機から脱して安定性を取り戻している。この回復期は、各国の実物経済では、製造業の輸出に牽引されて高い成長率を達成した時期にあたる。問題は、商業銀行の業務がこうした時期、実物部門の回復過程への関与をむしろ弱め、不動産、金融、消費部門といった内需部門へシフトしてきたことである。

図表3-3は、アセアン4カ国の商業銀行の全貸出に占める製造業への貸出比率を、経済活動に占める製造業の付加価値の比率と比較してまとめたものである。図では横軸に付加価値比率が、縦軸に貸出比率がとられている。45度線の下の部分には、商業銀行の貸出活動が、相対的にその経済全体に製造業が占めるほどには、その産業に関わっていないことを意味している。一見してわかるように、4カ国とも1990年代後半ないし2000年代初頭から最近まで、製造業の付加価値比率はそれほど変化していないのに対し、商業銀行の製造業向け貸出比率が急速に低下していることがわかる。

この事実は、東アジアの成長を支えている製造業部門の企業が負債ファイナンスへの依存をますます弱め、おそらくは、ますます自己金融へと「回帰」していることを示唆している。

図表 3-3 製造業向け貸出／製造業付加価値

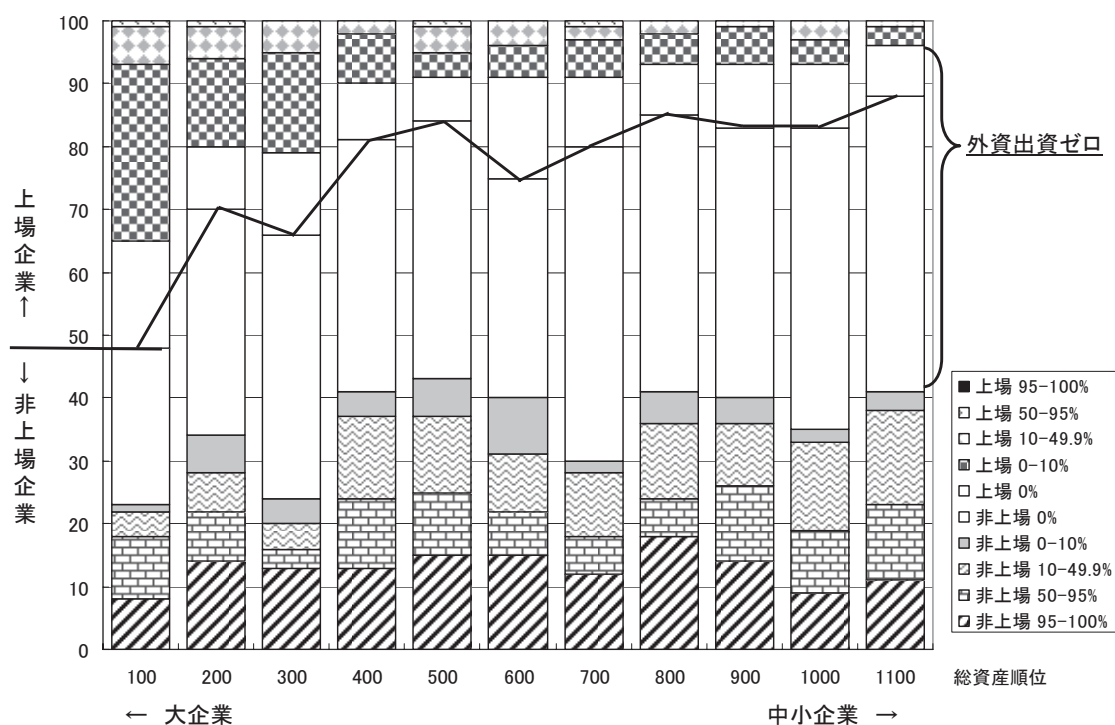


(出所) Key Indicators, Asian Development Bank, CEIC Database から筆者計算

### (3) 証券市場の役割の限定性

負債ファイナンスにおけるこうした傾向に対して、証券市場がそれに変わる役割を果たしているとも言い難い。2004－05 年頃から東アジアに対する国際資金フローの流入が回復し、多くの国でポートフォリオ投資も流入に転じている。この傾向は、リーマンショックで一時的に弱まったが、2010 年初頭には回復をはじめ、最近では過熱する傾向にある。しかし、こうした動きと企業の資金調達における証券市場の役割の変化との関係は単純ではない。これを考えるためには、証券市場との関係における主要企業の分布を考慮することが重要である。図表 3-4 はタイを例として、主要企業（2005 年時点の総資産規模）の上場・非上場の分布を、外資の出資比率の情報とあわせて描いたものである。

図表 3-4 タイ企業の分布：総資産規模・外資出資



(注) 折れ線は上場企業と非上場企業の境界を示したものの。折れ線を挟んで上側が上場企業、下側が非上場企業のグループを示す

(出所) 三重野、布田 [2010]、 原データは、商務省登記局の企業登記情報。(2005 年現在のもの。Business on Line 社による電子化情報から整理計算)

この図表は、タイ大企業の上場・非上場別かつ外資出資比率別の分布状況を示したものである。総資産の順位を基準として、企業数を左から各縦棒 100 社ずつに並べ、それらの縦棒毎に上場・非上場の別、また外資出資比率別に整理している。分割線を挟んで上側が上場企業、下側が非上場企業のグループを示し、さらに、それぞれのグループにつき、そ

の分割線の近くに外資出資比率のより低い企業が、遠くにより高い企業が並ぶように整理されている（外資出資比率は、0%、0-10%、10-49.9%、50-95%、95-100%の5つのカテゴリーで凡例化されている）。例えば、分割線のすぐ上とすぐ下の凡例は、それぞれ上場企業と非上場企業における外資出資ゼロの企業（純粋な地場企業）の数を、図表の最上部と最下部の両端は、同様にそれぞれの外資出資比率 95%以上の企業の数を示している。

図からわかるように、証券市場に参加（上場）し、資本市場から資金調達を積極的に行っていると見られる企業は全体から見て限定的である<sup>27</sup>。そして外資出資比率の高い合弁企業や子会社のほとんどは非上場企業のグループに偏在しており、証券市場に関与していない。こうした外資系企業の多くは実物市場における高成長を担っている製造業であると考えられる。これらの企業は、国内市場における外部ファイナンスとも無縁で（上述のように負債ファイナンスとも縁が薄い）、自己金融に依存する傾向が強いのである。さらには、外部ファイナンスを積極的に行っているグループは主に上場企業のうちの外資出資 10%未満の層であると考えられる。国内に流入するポートフォリオ資金の増加は、現在の成長構造の「基幹」部分には直接的には影響を与えていない可能性が高い。

以上、東アジア企業の資金調達の基本構造の特徴として、①負債ファイナンスの全般的な不活発さと自己資本への依存の強さ、②過去 10 年における銀行貸出の成長部門からの後退傾向、③証券市場の企業の資金調達場としての未成熟さを指摘した。こうした企業側の資金調達の現状は、しかしおそらくは、必ずしも資金需要側が停滞していることを直接的に意味しているものではない。自己金融への強い依存は、① 需要される資金の質に応じた外部金融手段の制度面での未整備と、② 現状における実物経済の構造に、よるところが大きいと考えられるからである。債券市場の「必要性」のありかは、これらの点に沿って整理されるべきである。この点を順に指摘したい。

### 3.2.2 社債ファイナンスの位置づけ ―需要される資金の質に応じた外部金融手段―

#### (1) 外部金融と自己金融の比較

以上のような企業金融側から見た金融構造は、社債による資金需要のありかたを考える上で重要な示唆を含んでいる。すなわち、銀行借入から証券市場（すなわち資本市場ないし債券市場）へのシフトの問題とは別の視点の必要性が浮上するのである。銀行借入を含む外部金融（External Finance）が、自己金融（Self Finance）に対してあまりにも利用されないことが現実の問題である場合、銀行借入（金融仲介）と証券市場には、代替的な関

---

<sup>27</sup> 他のアセアン諸国で比較すると、総資産規模で見た主要企業の上場企業数の比重は、マレーシアではかなり高い（例えば上位 600 社中 445 社－74.1%）が、インドネシア（上位 500 社中 89 社－17.8%）、フィリピン（同、177 社－35.4%）では、タイよりも低い。また、外資系企業の比重はマレーシアでは上位 600 社中 99 社の 16.5%とタイよりも相当に低いものの、現地法人のほとんどが非上場である傾向は同じである（国際協力銀行調査）。

係だけでなく、補完的な関係、言い換えれば育成・活性化していくために共通の課題もあると考えられるのである。

すなわち、企業による社債ファイナンスの選択は外部金融の一形態であるから、現在の課題として、社債を銀行借入から代替する対象としてとらえるよりは、企業が外部金融を全体として促進していく方策を探ること、あるいはその共通のボトルネックとなっている要因を取り除いていくことも考慮に入れていく必要がある。

## (2) 金融仲介、債券市場、株式市場の機能の違い

アジア債券市場育成における社債市場の強調点は、資金の期間構造についてのものである。すなわち、社債は銀行借入とは異なって長期性の資金を供給するものであり、これが「期間ミスマッチ」の解消に寄与するという理解である。他方、コーポレート・ガバナンスと資本市場の役割を重視する立場からは、少数株主の権利保護の問題が強調されてきた。

外部金融を金融仲介、社債市場、資本市場に区分して、それらの役割や特徴を整理してみると、こうした強調点は全体的な構図から見てかなり焦点が絞られたものであることに気づく。

図表 3-5 は、3つの資金調達手段の特徴・役割を4つの観点から整理したものである。

図表 3-5 資金調達手段と産業分野

	1. 情報の非対称性 情報生産		2. 権利保護と履行強制		3. 期間		4. リスク許容度	適した産業分野	
		情報生産コスト	資金提供者の権利保護の必要性	破綻時のコントロール問題		途中精算リスク		産業特性	東南アジアの発展段階において
金融仲介	集中的	低	低	中	短期	高	低	成熟した産業	製造業一般？
債券市場	競争的	高	高	中	(主に)長期	低	中	中程度のリスク 長期資金の需要	インフラ 消費(金融)
株式市場	競争的	高	高	一	長期	低	高	新規産業	高付加価値サービス業 (典型例として通信産業) 研究開発型製造業

(出所) 奥田、三重野、生島 [2007]、奥田 [2007]などを参照に筆者作成

3つの資金調達手段は、第一に、情報生産コストの面で異なる。一般に金融仲介で低く、証券市場で高い。第二に、契約の履行強制性や出資者の権利保護の必要性において異なる。一般に金融仲介と比較して証券市場を通じる際には、履行強制にコストがかかり、これが十全に機能するためには高いレベルの出資者の権利保護が必要である。第三に、資金の期間構造が異なる<sup>28</sup>。第四に、出資者のリスク許容度が異なる。

<sup>28</sup> アジア債券市場をめぐる議論では、「期間ミスマッチ」の解消という観点に見られるように、従来は社債の長期資金としての機能を重視することが多かった。しかし、現在の取り



このような全体的構図から考えてみると、従来のコーポレート・ガバナンスや債券市場育成に関わる議論では第二、第三の観点が特に強調されてきたことが指摘できよう。かつまた、第三の観点については、現実が前述のように外部金融全体の需要が停滞している中で、長期資金の需要が所与とみなされていることにも問題がある。

さらには、社債の需要を考えていく際には、第一・第二の観点が、経済構造全体の問題であるのに対し、第三・第四の観点は技術的なあるいは産業構造的な問題であることに留意が必要である。たとえば社債ファイナンスは、金融仲介や資本ファイナンスと比較して、①「長期性」の資金を必要とし、②比較的リスクの少ない産業に適合している、と考えることもできよう。最近、消費金融部門（割賦金融等）、インフラ部門あるいは金融部門一般において社債ファイナンスが伸びつつあるが、こうした傾向は上述の観点からの理解が可能である。

### 3.2.3 アジアの経済成長と債券市場 ―現状における実物経済の構造とその変化―

このように、債券市場の発展は、実物経済の産業部門との関係における企業の資金需要に規定されるところが大きい。しかし、以上は現状に鑑みた短期的視点からの議論である。アジア債券市場の育成の動機は、必ずしも、「いま現在の経済的な合理性」だけにあるわけではなく、より長期的な視点から、東アジアの将来像を踏まえて、進められているものである。その場合、東アジアの中期、長期にわたる経済構造の変化との対応関係を、債券市場の発展において考慮することは重要であろう。

民間企業におけるこれまでの社債ファイナンスの停滞（あるいは外部金融全体の停滞）は、東アジアの成長構造＝伝統的な成長パターンと関係が深いと見ることもできる。すなわち、直接投資によって輸出製造業によって牽引される成長パターンのもとでは、基本的には比較的良好に知られた（情報の非対称性が比較的低い）技術に依存した生産が主であり、外部金融であっても金融仲介が果たしうる余地が大きい。しかも現実には、特に外資系企業において親子ローンや自己増資といった独特の資金チャンネル<sup>29</sup>が、金融仲介以上に機能していると考えられる。社債ファイナンス停滞の本質的な背景には、本質的には実物経済におけるこのような成長構造があると考えられる。

#### ■ 短期的課題：インフラ投資のファイナンス

しかし、アジア経済は変容している。まず、ごく短期的な課題として、おそらくはインフラ投資の莫大な需要が見込まれている。インフラに関わる資金調達は、資金需要の長期性や、リスクの中位性から見て、まさに債券ファイナンスが期待される場所である。インフラ投資に関わる債券発行の主体は公的・民間の両方の可能性があるだろう。公債の方がす

---

組みでは、MTNの拡大のように、短期、中期の資金調達手段としての機能も期待されている。

<sup>29</sup> これらも自己金融の一種と見なすことができよう。

でに発展してきており、次の課題として社債が挙げられよう。

■ 中期的課題：消費経済化への対応

中期的な課題としては、東アジアが今後輸出への過度な依存から緩やかに脱して、消費経済化していく過程に関するものがある。東アジアの都市部において、豊かな消費生活が育ちつつある。消費・内需部門の相対的な比重は、いまだ輸出と比較して上昇してはいないものの、確実に成長をつづけている。社債ファイナンスは、消費部門や消費金融部門の中で役割を果たしていく可能性が考えられる。

■ 長期的課題：製造業の高度化・環境対応への技術変化

より長期的な見通しとしては、この地域の製造業が先進国企業の生産拠点としての位置を脱し、新規技術への大規模な投資が生じる段階において、債券市場（あるいは証券市場全体の一部として）の機能が要請される可能性を指摘しうる。特に東南アジアでは、バイオ資源や太陽光発電などで、世界的にも比較優位をもつ可能性がしばしば指摘される。そのような産業構造の変容が生じるとすれば、それは労働集約型から資本集約型への技術構造の大きなジャンプとして現れるかもしれず、債券市場を含めた証券市場の機能が要請されることになるかもしれない。

我が国企業の立場から見れば、今後、環境技術の輸出が成長戦略の中で一つの位置を占めている。このようなビジネスにおいて債券市場をどのように利用するかといった観点も、今後真剣かつ慎重に検討されるべきであろう。

### 3.3 企業の資金需要と債券市場—現状観察<sup>30</sup>

#### 3.3.1. アジア債券市場:5カ国の鳥瞰

ここでは、債券市場の成長のもっとも基礎的な情報というべき債券市場の規模について、できるだけ正確な情報を整理したい。アジア債券市場の規模の拡大については、最近では、国際通貨基金、世界銀行あるいは国際決済銀行等のレポートとして多く報告されている。また、アジア開発銀行は、市場育成の基礎的な取り組みとして債券市場についての情報提供をつづけている（AsianBondsOnline, <http://asianbondsonline.adb.org/>）。これは各国別の債券市場の価格、規模についての情報をマクロ的な集計量として提供するものであり、国のカバレッジの高さや、更新の逐次性を考えると、現在もっとも包括的な情報の一つである。市場の規模に関する情報については残高とそのGDP比が、社債・公債の別、内貨・外貨の別にも提供されている。

図3-6は、World Bank, Financial Development and Structure Dataset に依拠して、韓国、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンについての債券発行残高の対GDP比の推移をまとめたものである。

アジア金融危機前後の1997年の水準と比較すると、債券市場は全体として2000年代にかなりの拡大を遂げていると見ることができる。この10年で民間信用の比重が継続して低下し、資本市場の伸長には国ごとにバラツキがある。その中で、債券の残高は5カ国とも明らかな上昇を見せている。

その一方、この表は、債券市場の伸長について2つの留保が必要なことを示している。第一に、1990年代末にはアジア各国は金融危機の渦中にあり、金融取引が急激に収縮していた時期である。アジア債券市場育成の成果としてとらえるならば、その取り組みの試みがはじめられた2002年頃と比較する必要があるだろう。2002年と07年との比較では、債券市場の伸長はインドネシアでマイナス、他の4カ国で微増といったところで、かなり限定的である。ただし、リーマンショック後の2009年には、韓国、タイ、マレーシアでは債券残高は伸長をみせている。

第二に、「期間ミスマッチ」の解消という観点からいえば、債券市場全体ではなく、社債（民間企業債）の推移に注目する必要がある。社債は韓国、マレーシアでは大きな比重を占め、タイがそれに続いているが、フィリピン、インドネシアではまだ十分発展していない。その推移を2002年と07年で比較した場合には、すべての国でほぼ横ばいに留まっている。2009年の数値と比較すると、各国で民間企業債がはっきりとした伸長を見せ始めたのはリーマンショック後であることがわかる。

---

<sup>30</sup> サブセクションの執筆にあたっては、データの作成・整理に際して、神戸大学大学院 Tran Van Anh 氏の助力を得た。

図表 3-6 各国の債券残高（全て対 GDP 比）

韓国

	1997	2002	2007	2009
債券残高	42.5%	89.4%	106.9%	117.5%
民間債残高*	33.0%	62.6%	58.8%	69.2%
公債残高**	9.6%	26.8%	48.1%	48.3%
民間信用	54.1%	84.3%	100.9%	116.0%
株式時価総額	18.0%	43.2%	101.5%	138.9%

タイ

	1997	2002	2007	2009
債券残高	9.6%	32.7%	50.7%	63.1%
民間債残高*	8.3%	12.0%	16.0%	18.1%
公債残高**	1.2%	20.8%	34.7%	45.0%
民間信用	154.1%	97.1%	82.7%	73.3%
株式時価総額	41.2%	32.7%	68.9%	78.6%

マレーシア

	1997	2002	2007	2009
債券残高	65.3%	88.4%	90.4%	96.7%
民間債残高*	40.4%	53.4%	54.5%	60.8%
公債残高**	24.9%	34.9%	35.9%	35.9%
民間信用	139.5%	119.5%	100.7%	92.9%
株式時価総額	201.7%	128.9%	156.0%	210.6%

インドネシア

	1997	2002	2007	2009
債券残高	2.6%	27.6%	18.9%	21.1%
民間債残高*	1.7%	1.1%	2.0%	1.9%
公債残高**	0.8%	26.4%	17.0%	19.2%
民間信用	53.5%	17.9%	22.7%	23.0%
株式時価総額	28.1%	13.6%	40.7%	74.1%

フィリピン

	1997	2002	2007	2009
債券残高	27.2%	33.9%	34.6%	30.1%
民間債残高*	0.2%	0.5%	1.1%	1.2%
公債残高**	27.0%	33.4%	33.5%	29.0%
民間信用	48.7%	32.8%	23.3%	20.9%
株式時価総額	68.5%	52.8%	59.8%	98.6%

\*Private Bond  
\*\*Public Bond

（出所）World Bank, Financial Development and Structure Dataset

### 3.3.2. 観察の範囲と情報ソース

資金需要サイドの観点から債券市場の拡大の意味合いをとらえるためには、以上のような鳥瞰的情報を前提として、どのような主体が債券の発行体となっているのかについてのより詳細な情報が不可欠である。すなわち、公債と社債の峻別はもとより、公債についてはそれが国債であるか中央銀行債であるかによって、また、社債についてはそれが民間企業、国営企業のいずれによるものかによって、債券市場が果たしている機能についての意味合いが違ってくる。現状の鳥瞰的情報からはこうした詳細を知ることはできない<sup>31</sup>。

さらに、社債については発行体の産業や業態についての情報が重要である。第一に、金融機関と非金融機関の峻別は、債券市場が、期待された「期間ミスマッチ」の解消についての役割を果たす形で成長を見せているのか否かを判断する上で、重要である。第二に、非金融部門による発行の中で、それが東アジアの成長を牽引してきた製造業部門による資金調達であるのか、あるいはインフラや内需など非製造業によるものであるのかなど、産業の詳細を理解する必要がある。第三に、東アジアの成長の一特徴である、外資系企業の存在と社債市場がどのような関係を持っているのかを理解することは、製造業の成長との観点、そして東アジアに展開する本邦企業にとっての債券市場の活用可能性という観点からも重要であろう。

このような情報を整理するためには、それぞれの国の情報ソースに依拠する必要がある。各国別の情報としてもっとも基本的なものは各国の中央銀行が発行する金融統計である。

<sup>31</sup> 特に国営企業発行の債券については、それが公債・社債のどちらに分類されているかについて、明記されていないことが多い。

国によってバラツキがあるが、中央銀行の金融統計からは、公債についての国債・中央銀行債の峻別、社債についての金融機関と非金融機関の峻別が部分的に可能である。しかし、それ以上の詳細は、企業別あるいは債券別の個票情報を集計する必要がある。その場合、Thomson Reuter や Bloomberg などが提供するデータベースを利用する方法が一つであるが、データソースによっては、カバレッジが十分でない可能性がある<sup>32</sup>。

個票情報の一次データとしては、各国の証券業協会、債券関係協会あるいは格付け会社に所蔵されるダイレクトリーがある。ここでは、これらを可能な範囲で収集して、集計することで観察に供している。ただし、こうした機関に把握される情報は「公募債」に限られたり、公債・国営企業の債券が含まれていたりするなど、さまざまな情報の欠損も考えられる。以下では、AsianBondsOnline と各国の中央銀行統計による集計情報を基礎とし、ダイレクトリーからの個票情報の集計をこれとつきあわせて、それぞれの情報の「くせ」を精査しながら整理を行った。

観察の対象国は、タイ、韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピンの5カ国である。タイについては他に群を抜いて詳細な情報が入手できて、以下の説明では観察のベンチマークとして相対的に大きなウェイトを割く。韓国については個票の情報ソースが入手可能だったので、集計情報を参考に示すに留まっている。

### 3.3.3 債券の構成：公債・社債の詳細分類

#### (1) タイ

まずここでは、公債、社債をより詳細に分類した時系列的推移を観察する。図表 3-7 は、タイの対 GDP 比債券残高の推移である。タイについては、1998 年以降の個票がすべて入手できたため悉皆情報の集計が可能である。

この表からいくつかの特徴を指摘することができる。第一に、債券市場の全体の伸長には継続的な傾向があるが、その解釈には、一定の留保が必要である。債券全体のうち公債が大きな進捗を見せているが、その実質は 2003－07 年の時期には中央銀行債の発行によるものが大きな要因となっている。国債は 2004 年頃までは微増するものの、その後は横ばいをつづけ、リーマンショック後の景気後退期に急増している。第二に、アジア開発銀行の AsianBondOnline や国際機関のレポートの多くで「社債」(corporate bond)として報告されているもののほぼ半分程度が、国営企業による発行であることが確認できる<sup>33</sup>。民間部門からの社債発行需要は、微増しつつあるものの、リーマンショックまでは、その増加幅は相対的に小さなものとどまっている。リーマンショック後の 2008、09 年には顕著な伸びが認

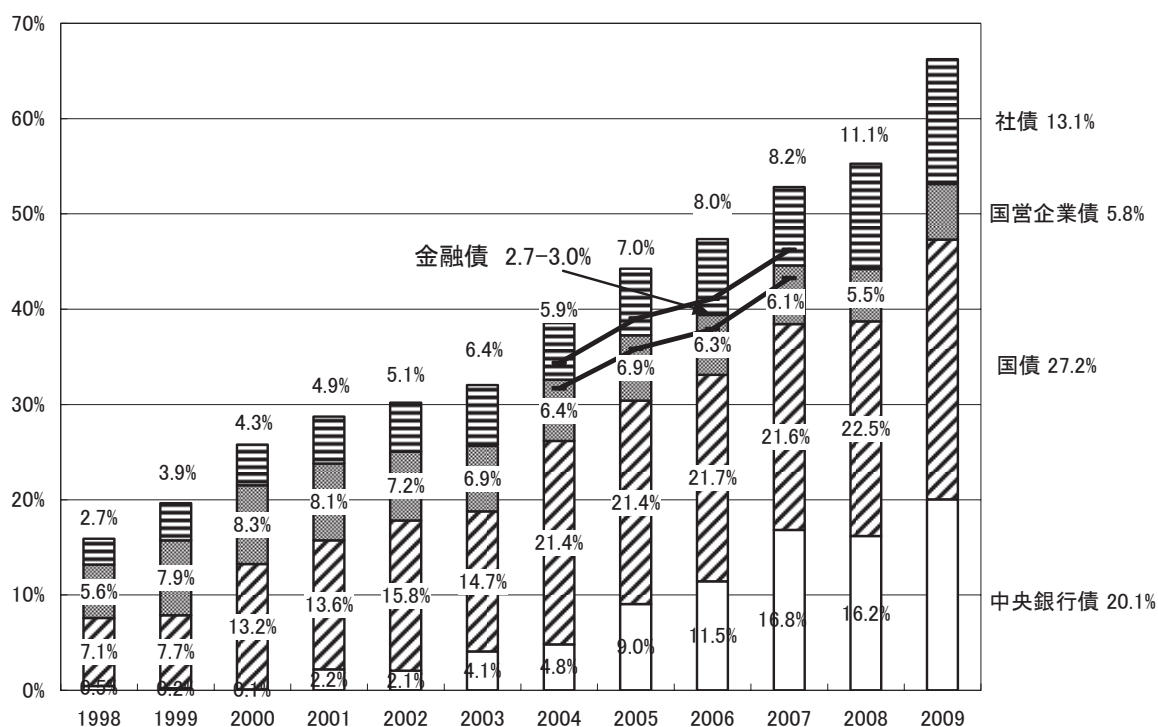
<sup>32</sup> このような商業データベースの欠点は、それらが高価なことに加え、一般に、債券の発行情報に比べ、残高の情報が少ないことにある。また、データのカバレッジが必ずしも明らかでない点も問題である。

<sup>33</sup> したがって、民間企業と国営企業のそれぞれについての社債の意義が検討される必要があるだろう。



められる。第三に、金融債の比重は、2004－07 年で 2.7－3.0%とさほど高くはない。ただし民間銀行とは別に国営銀行 3 行（タイ輸出銀行、タイ住宅銀行、農業・農協銀行）が債券発行によって資金調達を行っている。

図表 3-7 タイ:債券残高（対 GDP 比）



（出所）Thai Bond Market Association “Thai Bond Market Directory” 各年版から集計

## (2) 韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピン

図表 3-8 は、韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピンについて時系列変化を整理したものである。時系列的な個票情報がないため、AsianBondsOnline を基礎とし、各国の中央銀行の公表統計から必要部分をつきあわせて計算したものである。社債については金融債と事業債の峻別が可能である一方、社債に含まれると考えられる国営企業債を区別できていない。

この 4 カ国についても、図表 3-6 のような鳥瞰情報からは看取り難い事実を見いだすことができる。第一に、債券残高は 2000 年代を通じて、せいぜい微増（韓国）か横ばい（マレーシア）であり、インドネシア、フィリピンではむしろ縮小している。

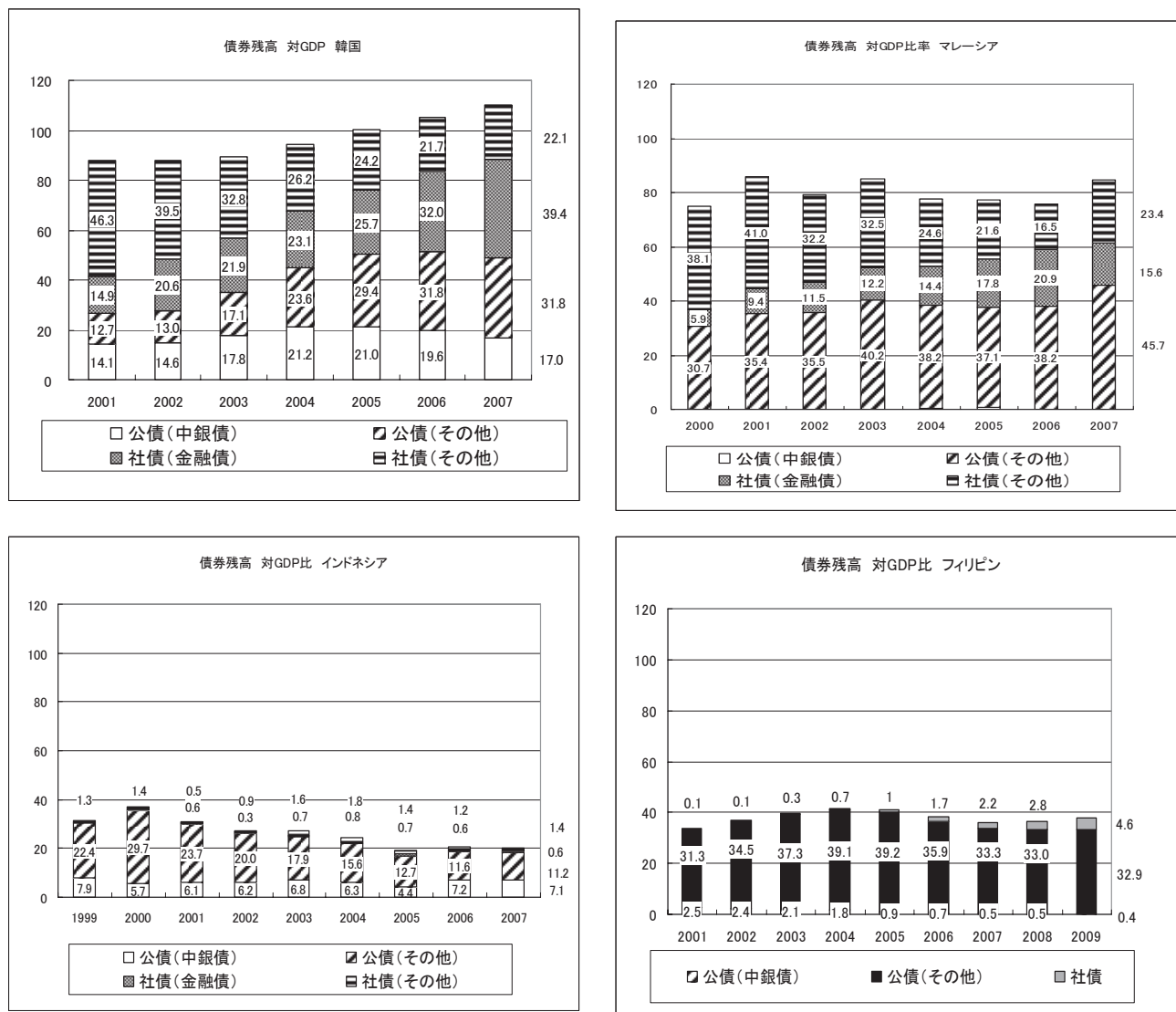
第二に、社債に着目すると、インドネシア、フィリピンは債券全体に対して小さなシェアしか占めていない（図表 3-6 と同様）。社債の規模が比較的大きい韓国、マレーシアについても、2000 年代にはほとんど横ばいであり、大きな伸長があったとは言い難い。

第三に、この韓国、マレーシアについては、金融債の残高が大きく伸長しており、事業



債の発行残高はむしろ低下している。事業会社における銀行借入から社債への代替という観点から期待された機能とはかなり違う形で、債券市場の発展は推移してきたことになる。

図表 3-8 韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピン：債券残高の構成(対GDP比)



(出所) Asian Bond Online(Local Source)を基礎とし、各国中央銀行統計の債券残高情報、中央銀行貸借対照表、商業銀行貸借対照表などから算出。

(注) インドネシアについては金融債は商業銀行貸借対照表における保有債券から算出。したがって、非銀行金融機関分は含まれていない。

### 3.3.4 民間企業社債の構成:産業別、業態別分類

次に、利用可能な年次に限って、社債の発行体についてより詳細に観察する。

#### (1) タイ

図表 3-9 は、タイの 2007 年末の社債の発行残高を①発行企業の業態別②産業別に分類し、それらをクロスで整理したものである。これらからいくつかの傾向を看取することができる。

第一に、社債残高のうち、国営企業によるものが 43.2%と半分近くの比重を占めることが再確認できる。

図表 3-9 タイ:社債残高の業種、企業形態別分布(2007 年末)

	国営企業	民間企業				総計
		上場企業	非上場 地場企業	非上場 外資系企業		
社債残高（百万バーツ）						
非製造業	356,448	318,802	297,418	20,585	800	675,251
金融	163,260	159,765	121,967	24,700	13,099	323,025
製造業	0	155,694	133,157	3,500	19,038	155,694
SPV	0	49,161	14,176	34,985	0	49,161
合計	519,708	683,423	566,717	83,769	32,936	1,203,131
発行体の業種、業態別比重（全社債に対する比率）						
非製造業	29.6%	26.5%	24.7%	1.7%	0.1%	57.6%
金融	13.6%	13.3%	10.1%	2.1%	1.1%	26.3%
製造業	0	12.9%	11.1%	0.3%	1.6%	12.7%
SPV	0	4.1%	1.2%	2.9%	0.0%	3.4%
合計	43.2%	56.8%	47.1%	7.0%	2.7%	
発行体の業種、業態別比重（民間企業社債に対する比率）						
非製造業		46.6%	43.5%	3.0%	0.1%	
金融		23.4%	17.8%	3.6%	1.9%	
製造業		22.8%	19.5%	0.5%	2.8%	
SPV		7.2%	2.1%	5.1%	0.0%	
合計		100.0%	82.9%	12.3%	4.8%	

(出所) Thai Bond Market Association “Thai Bond Market 2008” p.364-p.373 (Appendix 1, List of ThaiBMA Registered Bonds) より筆者計算

(注 1) 産業分類は以下の通り。非製造業: Commerce, Energy & Utilities, Information & Communication Technology, Media & Publishing, Property Development, Tourism & Leisure, Transportation & Logistics, 金融: Banking, Finance & Securities, 製造業: Agribusiness, Automotive, Construction

(注 2) 外資系企業で上場している以下の企業の社債は、上場企業のカテゴリーに分類した。Easy Buy Plc. 6, 255 百万バーツ, Aromatics (Thailand) Plc. 2, 427. 35 百万バーツ

第二に、民間企業の発行体のほとんどは地場上場企業であり、外資系企業の比重は極めて小さい。前節（3.2）で見たように、タイの主要企業には極めて多くの外資系企業が分布しているので、このことは、債券の発行体が地場企業への大きな偏りを持っていることを意味している。

第三に、産業別では、非製造業の比重がもっとも大きく、それに金融業がつづく。製造業の比重は相対的に小さい。実物部門の成長が製造業に支えられていることを考慮すると、ここにも大きな偏りがあることが確認できる。また金融業は、その産業としての付加価値比重と比較して、相当に大きいといえることができる。

第四に、国営企業においても金融業からの債券発行がかなりの比重を占めている。

タイでは、個票情報について時系列的な観察が可能である。図表 3-10 は、2003－09 年の期間における社債発行企業の産業別分類の推移をまとめたものである。この表から図表 3-9 で確認された傾向が、比較的安定したものであり、また、過去数年間の間に、いくつかの小さな変化を経験していることが確認できる。

第一に、製造業企業の債券残高の比重は低いものの、2006－07 年にはそれなりの伸長をみせており、リーマンショック後の 08 年以降再び低下している。これは、リーマンショックまでの高成長の過程で、発行企業の裾野が製造業まで広がりを見せてきている可能性を示唆している。

第二に、非製造業＝インフラ部門の企業の債券残高の比重は圧倒的に大きいものの、2005 年をピークに低下傾向にある。2008 年秋のリーマンショック後も緩やかではあるが低下傾向を維持しているように見受けられる。

第三に、金融部門の債券残高の比重は、2007 年まで徐々に低下する傾向があったが、リーマンショック後、急速に上昇している。この傾向は、金融業の中でも、とりわけ、銀行に顕著であり、リーマンショック後は、銀行が金融部門の中で主要な発行体となってきている。

図表 3-10 タイ:社債発行企業の産業別分類一時系列推移

(1) 発行残高 (百万バーツ)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
総計	377,259	385,279	487,621	577,590	678,668	795,386	1,048,957
製造業	53,625	44,490	60,392	143,400	166,894	177,080	189,580
非製造業	197,656	223,115	281,905	263,478	318,802	333,472	494,773
非製造業インフラ	168,066	196,919	260,053	242,722	305,142	314,367	470,158
非製造業その他	29,590	26,196	21,852	20,755	13,660	19,105	24,615
金融業	125,978	112,826	124,998	132,375	147,923	245,133	331,253
銀行	72,465	51,008	54,147	57,861	76,870	172,801	226,828
その他金融	53,513	61,818	70,852	74,514	71,053	72,333	104,425
SPV (特別目的会社)	0	4,849	20,325	38,338	45,048	39,701	33,351

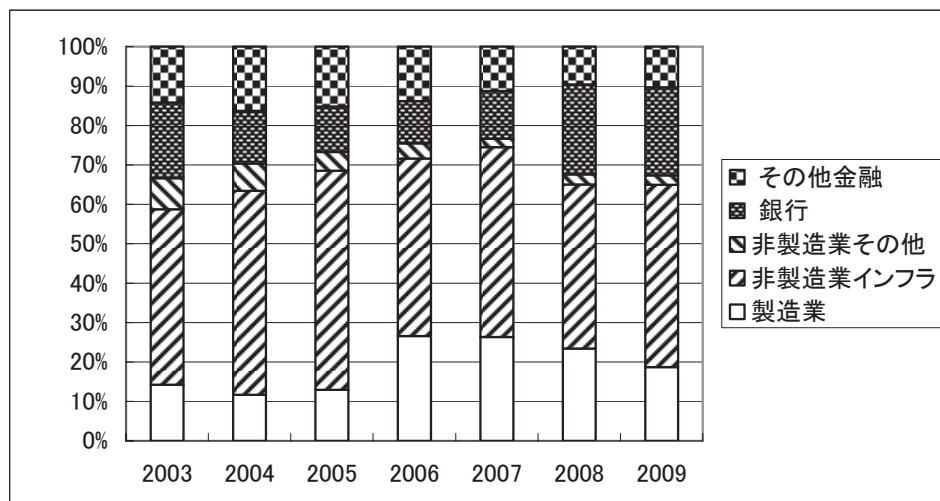
(2) 構成比

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
製造業	14.2%	11.5%	12.4%	24.8%	24.6%	22.3%	18.1%
非製造業	52.4%	57.9%	57.8%	45.6%	47.0%	41.9%	47.2%
非製造業インフラ	44.5%	51.1%	53.3%	42.0%	45.0%	39.5%	44.8%
非製造業その他	7.8%	6.8%	4.5%	3.6%	2.0%	2.4%	2.3%
金融業	33.4%	29.3%	25.6%	22.9%	21.8%	30.8%	31.6%
銀行	19.2%	13.2%	11.1%	10.0%	11.3%	21.7%	21.6%
その他金融	14.2%	16.0%	14.5%	12.9%	10.5%	9.1%	10.0%
SPV (特別目的会社)	0.0%	1.3%	4.2%	6.6%	6.6%	5.0%	3.2%

(3) 発行企業数

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
総計	145	168	218	265	292	72	78
製造業	14	19	31	43	50	12	9
非製造業	77	92	109	123	136	31	39
非製造業インフラ	61	75	89	102	121	26	32
非製造業その他	16	17	20	21	15	5	7
金融業	54	53	67	80	83	20	21
銀行	24	15	13	22	31	10	12
その他金融	30	38	54	58	52	10	9
SPV (特別目的会社)	0	4	11	19	23	9	9

(4) 構成比 グラフ



(注) 非製造業インフラには SPV も含む

(出所) Thai Bond Market Association “Thai Bond Market 2008” p.364-p.373 (Appendix 1, List of ThaiBMA Registered Bonds) より筆者計算

## (2) マレーシア、インドネシア、フィリピン

マレーシア、インドネシア、フィリピンについての個票情報は限られているが、利用可能な情報から一定の傾向をつかむことができる。図表 3-11 は、3 か国について可能な限り最近の状況を整理したものである。タイとは異なり対象は民間企業による発行債券だけであり、また上場・非上場の別についての情報は十分ではなかった。マレーシアについては外資系企業が比較的多く見受けられたので、地場・外資の別の集計を行った。

これらの国でも一定程度タイと類似した傾向があることがわかる。第一に、発行体としてはいずれの国もインフラ事業に関係する非製造業と金融業の比重が大きい。タイと比較して3 か国では金融業の比重が大きく、特に、インドネシアではインフラを含めた非製造業のそれを上回っている。また、製造業の比重はフィリピン、インドネシアでタイと同程度であるが、マレーシアでは極端に小さい。

第二に、マレーシアにおいては外資系企業の発行が全体の 18.9%を占め、相当程度に活発である。発行体の産業が非製造業および金融業の両者にわたっていることも特徴として指摘しうる。インドネシア、フィリピンではほとんど外資系企業の発行が見られなかったことを考慮すると、これはマレーシアにおける特徴と見ることができる。もっとも外資系企業の識別は容易ではなく、定義をより慎重に吟味する余地は残っている。また、2009 年においては外資系企業の比重が高いのはインフラ関連の 1 社（通信事業）が大規模な発行を行ったからである。

なお、社債市場が相対的に小さなフィリピンとインドネシアを比較すると、フィリピンでは発行企業数は 25 社と少ない。一方で、インドネシアでは発行残高の水準は低いのに対して発行企業数は 105 社とアセアン 4 カ国ではもっとも多く、社債が比較的小規模な資金調達に利用されていることを意味している。

図表 3-11 マレーシア、インドネシア、フィリピン:社債残高の産業別、業態別構成

マレーシア 2009年末 (百万リングギット)

	債券残高	構成比	発行企業数
合計	137,720		92
製造業	797	0.6%	5
非製造業インフラ	79,203	57.5%	42
非製造業その他	10,342	7.5%	14
金融業	45,533	33.1%	29
銀行	31,351	21.4%	18
その他	16,027	11.6%	13

	うち地場企業			うち外資企業		
	債券残高	構成比	発行企業数	債券残高	構成比	発行企業数
合計	111,663		92	26,057	18.9%	16
製造業	365	0.3%	3	432	0.3%	2
非製造業インフラ	67,960	14.4%	41	11,243	43.1%	1
非製造業その他	8,917	2.0%	12	1,425	5.5%	2
金融業	34,176	24.8%	19	11,357	8.2%	10
銀行	19,660	14.1%	9	11,691	7.3%	9
その他	14,761	10.7%	11	1,266	0.9%	2

フィリピン 2010年7月 (百万ペソ)

	債券残高	構成比	発行企業数
合計	234,221		25
製造業	45,690	19.5%	2
非製造業インフラ	64,800	27.7%	10
非製造業その他	10,000	4.3%	1
金融	75,631	32.3%	4
銀行	3,500	1.5%	4
その他金融	75,631	32.3%	4
持株会社	26,000	11.1%	2
特別目的会社	600	0.3%	1

インドネシア 2006年末 (十億ルピー)

	債券残高	構成比	発行企業数
合計	62,790		105
製造業	11,750	18.7%	31
非製造業インフラ	19,054	30.3%	23
非製造業その他	5,633	9.0%	11
金融	26,353	42.0%	40
銀行	13,886	22.1%	21
その他金融	12,467	19.9%	19

(注)「非製造業インフラ」に分類される業種は以下の通り。通信、電力、エネルギー、水道事業、公益サービス (Public Utilities)、有料道路事業、不動産、建設

(出所) Malaysia Corporate Bond Handbook 2010、フィリピンの Domestic Credit Rating Report,2010、Indonesian Bond Market Director 2006 より筆者計算



### 3.3.5 まとめ

2000年代を通じて、アジア各国で債券市場の成長は一定程度実現してきた。しかし、その拡大過程は見かけほど安定的ではなく、むしろ解釈には様々な留保を必要とする。

まず、債券市場全体の伸長にはかなり限定性がある。2007年までは、韓国では伸びが着実であった一方で、マレーシアでは横ばい、タイでは不胎化政策の一環と考えられる中央銀行債の急増の要素を除くと、伸びは限られている。インドネシア、フィリピンではむしろ縮小していた。リーマンショック以降のここ数年は、財政拡大を受けて韓国、タイ、インドネシアで国債の発行増加によって拡大しているものの、持続的な動きとしてとらえることができるかどうか、即断はむずかしい。

社債市場に絞って見た場合、2007年までは、観察対象の5カ国のうち、タイ以外のすべての国で、伸びは非常に限定されていた。マレーシア、韓国など、社債の規模が比較的大きい市場は2000年代当初からもともと大きかったにすぎない。ただし、リーマンショック後、タイ、マレーシア、韓国では社債の発行が拡大しつつある。なお、近年では、社債のうち、金融債の占める比重が大きくなってきている（韓国、マレーシア）ことも特徴である。

社債の業種、業態別構成にも大きな特徴があることが明らかになった。まず、注意を要することは多くの統計で、国営企業の発行する債券が、公債と社債のどちらに分類されているかは、十分には明らかでないことである。タイを例にとった分析では、AsianBondsOnlineを含む多くの集計情報では、国営企業債は社債に算入されていることが明らかになり、その比重が相当に高いものである（2007年で42%）ことが確認された。この点は、他の国についても慎重に吟味される必要がある。

民間企業による社債の発行体は、各国に共通の特徴がある。すなわち、発行体としては非製造業のインフラ部門が各国で大きな比重を持ち、多くの国で圧倒的な発行主体となっている。また、商業銀行を含む金融業も発行体として大きな比重を占めている。これに対して、製造業企業の社債発行への動きは鈍い。

オーナーシップにおける地場系、外資系の別、あるいは上場・非上場の別と発行体との関係をみると、本サブセクションで検討が可能であったタイおよびマレーシアにおいては、地場の上場企業が主たる発行体であり、外資系企業（多くは地場証券市場に非上場である）は社債の発行に消極的である構造が看取できる。

以上のように、東アジアにおける債券市場の発展は、着実ではあるものの、安定的あるいは飛躍的というまでには至っておらず、またかなりの偏在性をともなって進行してきた。アジア債券市場のさらなる拡大のためには、需要側の構造に十分に着目し、資金需要の側に効果的であるような市場のあり方にも配慮しながら、さらなる制度整備を図っていく必要がある。

## 第4章 債券のクロスボーダー発行と国際債券投資

### 4.1 資本フローの現状

#### 4.1.1 域内の資本フローの状況

東アジアの証券投資の状況を IMF の証券投資残高調査 (CPIS : Coordinated Portfolio Investment Survey) のデータでみてみよう。東アジア 8 カ国・地域(香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ)の投資家による 2009 年末のクロスボーダー証券投資残高(長期債券と株式の合計)は、世界の東アジア向け投資残高の 15.9%を占める。そのうち 66.2%が長期債券投資である。ちなみに 2001 年末の世界残高比は 9.1%、長期債券投資の割合は 76.2%だった。一方、世界全体では、長期債の割合は 01 年 55.3%、09 年 59.8%であり、東アジア地域の投資家の安全志向の強さがうかがえる。

図表 4-1 東アジアのクロスボーダー証券投資残高(長期債券)

受入国	投資国									2009年末(暫定値)、単位: 百万米ドル		
	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	英国	米国	総受入残高
中国	8,231	....	521	144	....	c	1,514	....	10,410	2,102	670	15,985
香港	....	90	1,390	385	100	67	3,595	184	5,811	1,781	1,456	11,059
インド	3,327	87	739	81	104	c	5,030	34	9,402	6,436	3,352	28,176
インドネシア	225	....	1,792	166	48	c	5,298	8	7,537	883	7,261	24,345
日本	3,664	....	....	212	....	7	1,992	90	5,965	28,892	26,576	216,576
韓国	10,483	10	8,440	....	1,296	153	13,965	8,332	42,679	9,516	16,328	97,469
マレーシア	2,929	5	2,509	130	....	56	4,429	201	10,259	2,458	6,769	27,595
フィリピン	648	4	1,477	56	196	....	1,246	29	3,656	390	3,216	17,289
シンガポール	2,770	298	3,595	102	605	c	....	10	7,380	2,466	6,649	25,970
台湾	957	....	11	..	1	c	1,632	..	2,601	246	227	5,569
タイ	174	....	684	74	104	18	1,226	..	2,280	131	1,239	5,474
ベトナム	96	....	33	2	2	....	210	..	343	630	243	1,475
合計(A)	33,504	494	21,191	1,352	2,456	301	40,137	8,888	108,323	115,931	59,290	476,982
総投資残高(B)	246,458	2,625	2,224,756	25,032	6,493	3,829	120,999	12,988	2,643,170	1,815,134	1,570,340	20,404,695
アジア向け比率 A/B (%)	13.6	18.9	1.0	5.4	37.8	7.9	33.2	68.4	4.1	6.4	3.8	2.3
英国	30,549	342	131,469	1,396	237	253	10,296	277	174,819	....	240,252	1,624,695
米国	67,189	458	681,610	12,881	728	1,413	24,188	1,480	789,947	532,626	....	4,526,378

(注) ① ・・・残高がゼロまたは 50 万ドル未満

② ・・・データなし

③ (c) データ公表されず

(出所) IMF・CPIS より大和総研作成

東アジア域内 8 カ国・地域の長期債券投資に占める域内向けの割合は、01 年 3.4%、05 年 2.8%、08 年 3.8%、09 年 4.1%と徐々にではあるが、その比率は増加傾向を示している。

この間、東アジア地域の債券市場の規模は国債を中心に急速に拡大しているが、その拡大テンポを僅かに上回って域内クロスボーダー投資は増加している。09 年の世界全体の長期債券投資残高に占める東アジア地域向けの割合は、2.3%であるから、僅かではあるが、東アジア地域では域内志向がみられるといつてよからう。

図表 4-2 東アジアのクロスボーダー証券投資残高(株式)

受入国	投資国									2009年末(暫定値)、単位:百万米ドル		
	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	英国	米国	総受入 残高
中国	134,279	....	12600	12559	240	c	15,788	58	175,524	19,808	101,616	382,138
香港	....	9	15,055	6791	2246	....	12,888	121	37,110	32,228	91,391	238,279
インド	971	759	4432	3372	53	c	16,921	....	26,508	7,702	62,045	279,587
インドネシア	192	....	663	245	482	c	2,908	19	4,509	2993	15,467	44,738
日本	5,763	1	....	2574	110	....	15,210	12	23,670	110,163	370,850	730,572
韓国	1,841	....	4,508	....	540	....	6,565	1	13,455	28,986	87,915	191,990
マレーシア	889	2	587	208	....	....	5,898	8	7,590	3,948	12,133	37,446
フィリピン	213	....	163	72	16	....	604	2	1,070	1195	6,110	11,592
シンガポール	3,983	7	6,061	663	2251	c	....	244	13,209	10,164	45,424	103,316
台湾	3553	....	2900	469	778	....	3,375	....	11,075	19031	76631	150,112
タイ	621	39	1054	181	230	2	3,026	....	5,153	4198	12,962	43,923
ベトナム	43	....	22	522	685	....	235	11	1518	374	176	2,563
合計(A)	152,348	817	48,045	27,656	7,631	2	83,418	476	320,393	240,790	882,720	2,216,256
総投資残高(B)	498,880	852	594,069	76,889	20,150	26	153,639	3,323	1,347,828	1,109,924	3,995,298	13,683,551
アジア向け比率 A/B (%)	30.5	95.9	8.1	36.0	37.9	7.7	54.3	14.3	23.8	21.7	22.1	16.2
英国	53,009	1	48,045	8,651	1439	..	13,181	13	124,339	....	561,670	1,323,776
米国	18,501	12	230,339	19,738	4965	10	24,252	483	298,300	299,813	....	2,037,013

(注) ① ・・残高がゼロまたは 50 万ドル未満

② ・・・データなし

③ (c) データ公表されず

(出所) IMF・CPIS より大和総研作成

09 年末の域内の長期債券の投資残高を、国別にみると、シンガポール 401 億ドル(総投資残高に占める東アジア向け比率 33.2%)、香港 335 億ドル(同 13.6%)、日本 212 億ドル(同 1.0%)、タイ 89 億ドル(同 68.4%)。香港、シンガポールの存在の大きさは、アジアにおける国際金融センターとして、自国はもとより、欧米の資産運用の拠点としてのなせる技だろう。特にシンガポールはここ数年、国際金融機能の拡充策の一環として、資本規制を緩和し、外国の資産運用会社の誘致を積極的に行なっている。

投資残高の前年比伸び率をみると、域内全体では 25.9%増だったが、タイ 121%増、シンガポール 44%増、マレーシア 36.5%増となっている。日本の残高は前年比 0.8%増と僅かな伸びにとどまっている。01 年から 09 年までの東アジア地域の域内クロスボーダー長期債券投資残高は 393 億ドルから 1,083 億ドルと 2.76 倍に増加している。その間の主な国・地域の動きは、香港 146 億ドルから 335 億ドル、シンガポール 98 億ドルから 401 億ドル、

日本 131 億ドルから 212 億ドル、タイ 0.6 億ドルから 89 億ドル、マレーシア 1.4 億ドルから 24.6 億ドルという伸びである。特にタイは、韓国向けの債券投資が本格化し、僅か 2 年間で韓国向け投資残高が、09 年末 83 億ドルと域内投資残高の 93% を占めるに及んでいる。高利回りに魅力を感じた個人投資家の資金が、ファンドを通じて韓国債券に流れ込んだ結果である。中間所得層の資金の受け皿を提供した仲介機関の役割は大きい。日本にとっても参考になりそうだ。

域内の資金の流入先として、01 年から 09 年末までみると、中国 (31→104 億ドル)、韓国 (98→427 億ドル)、インド (5→94 億ドル) への投資が目立っている。

米国、英国の東アジア域内への長期債券投資動向をみると、米国の 09 年末残高は 593 億ドル (総投資残高比 3.8%、前年 772 億ドル、同 6.2%)。日本向け投資を除くと域内投資残高は 327 億ドル、総投資残高比 2.1% (前年 375 億ドル、同 3.0%)。一方、英国の 09 年末の域内向け投資残高は 1,159 億ドル (総投資残高比 6.4%) と米国を上回って首位の座にある。東アジア域内向け投資残高は前年比 65% 増と著しい伸びを示している。全体の投資残高が 21% 増えているのに加え、金融危機からの回復による債券価格の上昇、ソブリンリスクの高まった EU 諸国の一部の債券からアジアにシフトした結果と思われる。英国の日本向けを除いた域内投資比率は 4.8% となっている。

次に東アジア域内の株式投資についてみる。

**図表 4-3 東アジアのクロスボーダー証券投資残高 (株式)**

09 年末(暫定値)

		域内投資比率 (%)	08 年残高比	01 年残高比
香港	1,523 億ドル	30.5%	+45%	11.7 倍
シンガポール	834	54.3	+44	5.4
日本	480	8.1	+62	5.8
韓国	277	36.0	+30	72.9
マレーシア	76	37.9	+105	11.3

(出所) IMF・CPIS より大和総研作成

東アジア地域全体の株式投資残高は、01 年末の 379 億ドルから 09 年末には 3,204 億ドル、8.5 倍と著増している。域内諸国・地域のアジア域内向け投資比率は、01 年末の 10.6% から 09 年末には 23.8% と域内関係度を高めている。

#### 4.1.2 日本からの投資

日本から東アジアの域内長期債券投資残高は、09 年末 212 億ドルで、域内投資比率は 1.0%、株式投資残高は 480 億ドル、域内投資比率は 8.1%となっている。01 年末の長期債券の域内投資残高は 312 億ドルで、この間投資残高は 1.6 倍の伸びを示している。01 年の域内投資比率は 1.3%。同じく 01 年末の株式投資残高は 83 億ドル、域内投資比率は 3.2%。一方、東アジア地域からの日本の長期債券投資受け入れ額は、09 年末 60 億ドル、全体比 2.8%、株式 237 億ドル、全体比 3.2%となっている。長期債、株式ともに日本の市場規模に比べて相対的に低い比率である。

日本の投資家のクロスボーダー長期債券投資残高は、2001 年末 1 兆 49 億ドルから 09 年末 2 兆 2,248 億ドルと 2.21 倍の規模になっている。その間最大の投資先である米国向けは 34.6%から 30.6%と比重はやや低下、東アジア地域向けは 1.3%から 1.0%と低水準のまま推移している。一方、株式投資残高は、2001 年末 2,274 億ドルから 09 年末 5,941 億ドルと 2.61 倍に増加。米国向け投資残高は、その間 1,235 億ドルから 2,303 億ドルと相対的に比重を落としている。東アジア地域の株式の比率は 3.2%から 8.1%と比重を高めている。

世界の投資家による日本向けの長期債券投資残高は、2001 年末 1,693 億ドルから 09 年末 2,166 億ドルと僅か 28%の増加にとどまっている。一方、日本株への投資残高は 6,261 億ドルから 7,306 億ドルとこれまた僅か 16.7%の増加にすぎない。これは、この間日本では超金融緩和期で長期金利も低い水準のまま推移したこと、株式市場も世界の主要市場に比べて、相対的に低迷し、投資家にとって投資魅力が小さかったことが要因と思われる。日本の長期債券投資残高に占める東アジア地域からの投資の比率は、01 年末 5.1%(87 億ドル)から 09 年末 2.8%(60 億ドル)と低下している。域内諸国では韓国への投資額が著増しており、韓国の東アジアからの投資依存度は 44%と非常に高い。米国、英国からの分を加えると 70%に達する。

図表 4-4 日本のクロスボーダー証券投資残高の通貨別比率（2009 年末、暫定値）

百万ドル相当		
通貨	株 式	長 期 債 券
US ドル	289,442( 48.7% )	824,745( 37.1% )
EMU ユーロ	84,619 ( 14.7 )	415,653 ( 18.7 )
英ポンド	49,294 ( 8.3 )	47,284 ( 2.1 )
日本円	45,427 ( 7.6 )	693,167 ( 31.2 )
スイスフラン	16,044 ( 2.7 )	1,466 ( 0.1 )
その他	109,201 ( 18.4 )	242,440 ( 10.9 )
合 計	594,069 (100.0)	2,224,756 (100.0)

(出所)IMF・CPIS より大和総研作成

日本からの長期債券投資残高を通貨別にみると、米ドル 37.1%、円建て 31.2%、ユーロ

18.7%と円建て債の割合が多く、上位3通貨で87%を占める。

次に日本のクロスボーダー証券投資残高のうち、2009年末時点の長期債券の投資家別保有状況をみると、銀行31.3%、保険会社19.6%、投資信託16.0%、一般企業・個人等16.3%、という内訳になっている。2002年末から2009年末の7年間で全体の残高は1.96倍に増えているが、投資信託は、6.44倍と著しい伸びを示している。但し、投資信託協会から発表される外貨建て純資産総額の内訳をみると、東アジア域内への債券投資残高はあまり増加しておらず、もっぱら欧米先進諸国の債券投資に集中していることがみてとれる(図表4-7)。

**図表 4-5 日本のクロスボーダー証券投資残高の投資家別内訳**

(長期債) 年末、百万ドル、%

	2002 年	2006 年	2009 年(暫定値)
銀行	341,861 (30.1)	558,599 (30.8)	697,078 (31.3)
保険会社	228,212 (20.0)	356,280 (19.7)	436,748 (19.6)
投資信託	55,316 (4.9)	252,310 (13.9)	356,583 (16.0)
その他の金融機関	217,790 (19.2)	325,315 (18.0)	366,087 (16.5)
政府	46,925 (4.1)	6,390 (0.4)	5,095 (0.2)
一般企業・個人等	245,420 (21.6)	313,149 (17.3)	363,122 (16.3)
合 計	1,135,519 (100.0)	1,811,986 (100.0)	2,224,756 (100.0)

**図表 4-6 東アジア各国のクロスボーダー証券投資残高に占める日本からの割合**

年末、%

	株 式			長 期 債 券		
	2001	2005	2009	2001	2005	2009
中国	5.9	3.7	3.3	16.0	4.2	3.3
香港	6.1	6.3	6.3	8.0	8.7	12.6
インド	0.2	2.6	1.6	9.3	2.7	2.6
インドネシア	1.4	1.0	1.5	6.6	5.5	7.4
韓国	0.7	1.0	2.3	24.1	12.7	8.7
マレーシア	2.6	0.8	1.6	23.7	5.3	9.1
フィリピン	6.2	0.7	1.4	15.3	10.6	8.5
シンガポール	2.6	3.2	5.9	7.0	8.9	13.8
台湾	1.0	1.2	1.9	4.1	0.7	0.2
タイ	3.7	1.9	2.4	20.7	4.5	12.5
ベトナム	1.2	NA	0.9	29.7	1.8	2.2
域内全体	1.4	1.9	2.2	5.2	3.2	4.4

(出所) 4-5, 4-6 とともに IMF・CPIS より大和総研作成



図表 4-7 投資信託・外貨建て純資産総額における通貨別構成

	株式			債券		
	2000	2007	2009	2000	2007	2009
合計	1,102	10,288	6,078	1,802	20,208	17,418
米国	585	3,218	1,952	1,003	6,127	4,239
カナダ	11	151	98	26	1,553	1,068
豪	16	393	203	11	2,573	3,327
英国	91	750	349	96	1,449	670
ユーロ	160	1,419	606	579	6,105	4,447
ニュージーランド	1	17	4	12	543	382
ブラジル	NA	346	508	NA	53	1,205
南ア	NA	54	70	NA	52	149

年末、10億円

(アジア諸国)						
香港	95	1,719	1,058	NA	20	5
シンガポール	26	269	119	NA	36	21
マレーシア	3	92	32	NA	35	32
タイ	12	76	39	NA	1	7
フィリピン	2	26	9	NA	7	5
インドネシア	1	61	44	NA	17	62
韓国	15	206	124	NA	16	14
中国	NA	163	82	NA	NA	2
インド	1	612	348	NA	NA	3
台湾	21	233	150	NA	1	1
ベトナム	NA	NA	5	NA	NA	1

(出所) 投資信託協会の統計数字から大和総研作成

東アジア域内各国のクロスボーダー長期債投資受け入れ残高に占める日本の比重、すなわち日本の貢献度(図表 4-6)をみると、2009 年末で 0.2%~13.8%とバラツキがみられるが、香港、シンガポール、タイは 10%を超えている。地域全体でみると 4.4%と株式の 2.2%を上回っている。米国、英国についてみると、09 年末で米国 12.4%、英国 24.3%と東アジア地域にとって大きな資金供給国である。日本向け投資分を除いてみると、それぞれ 6.9%、18.2%という比率になる。

#### 4.1.3 課題

これまでみてきたように、日本から東アジア域内への証券投資は、域内の高い経済成長を取り込む形で、株式投資が順調に増えてきている。一方、域内の長期債券への投資は、日本の資産規模に比べて、その比率が小さい。日本の年金基金の運用スタンスは、保守的な運用に終始しており、これに追随する投資主体が多い。機関投資家も社内の投資基準が厳しく、社内稟議が必要なため、リスクを積極的にとる投資はむずかしい。投資家と市場を仲介する機能を果たすべき証券会社等も東アジア地域への株式投資は活発に仲介しているものの、地域の債券投資への仲介機能を十分果たしているといえず、投資情報の収集・調査分析等の体制も現状では不十分といえよう。機関投資家にあっても一部を除くと域内債券投資に必要な情報を収集し切れていない。今後、これらの状況は変わっていくものと思われる。

ただし、これまで保守的な運用スタンスを取ってきた年金基金の運用姿勢に、変化の兆しが見られ始めている。公的年金の積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、2011年夏をメドに、外国株の投資対象を中国、インドなど新興国市場に上場する企業の株式まで拡大する方針のようだ（日経新聞 2010年10月11日付）。現在は、外国株の投資対象は原則先進国の企業に限っている。10年6月末で、GPIFは公的年金積立金のうち約1.4兆ドル（1ドル＝83円換算）を運用している。基本的な資産構成の大枠は国内債券67%、国内株式11%、外国債券8%、外国株式9%、短期資産5%となっている。団塊の世代の公的年金受給が本格化する12年以降、受給額は急速に増加する。GPIFは多少リスクがあっても、経済成長率の高い新興国の企業にも投資対象を広げることで、運用成績を高める必要があると判断したものと思われる。この動きはいずれ債券投資についても波及する可能性があるだろう。国内にあっては、歴史的な低金利の状況がしばらく続く見込みである。為替リスクがあるものの、外債投資についても相対的に高金利の新興国の債券に投資せざるを得なくなるだろう。最近、豪州、ブラジル、南アフリカ、韓国、インドネシアといった諸国の債券で運用する投資信託が個人投資家の間で人気を呼んでいる一方、新興国の社債のみで運用する投資信託が登場するなど、個人投資家の間でリスク許容度が徐々に大きくなりつつある。年金基金の運用姿勢の変化に加え、これまで東アジア域内のクロスボーダー投資の障害となっていた諸要因が徐々に改善され、投資家のリスク許容度の拡大、その受け皿となるような多様な商品の提供（タイの韓国向けファンドが好例）、仲介者たる証券会社等の体制強化、債券の発行体のより一層の情報開示等が実現すれば、日本からの東アジア地域へのクロスボーダー債券投資は、今後増加していくものと思われる。

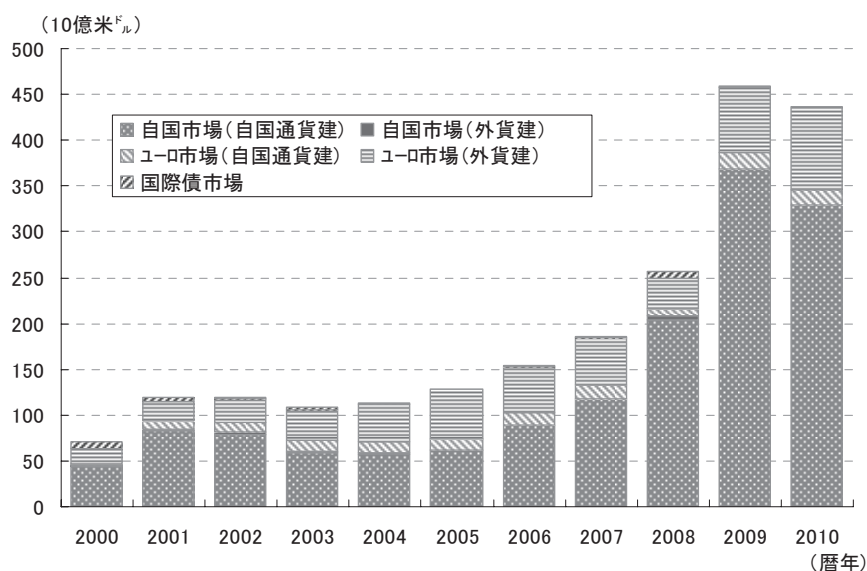
## 4.2 クロスボーダー発行の現状

### 4.2.1 各国の特徴とパターン分類

近年、アジア（日本を除く）の債券市場は急速に伸びているが、その大半は自国市場における自国通貨建て債券発行の増加である（図表 4-8）。特に中国やインドで債券発行の増加が著しく、その他、韓国などでも増えている（図表 4-9）。一方、図表 4-8 で見るように、クロスボーダー型の債券発行（ユーロ市場もしくは、外貨建てで発行する債券）はまだ少ないのが現状である。

クロスボーダー型の発行に関しては、ユーロ市場（海外のオフショア債券市場）で発行する外貨建て債券が多い。ユーロ市場における外貨建ての債券発行市場では、韓国やフィリピン、香港などの発行額の割合が多い（図表 4-10）。しかし、ユーロ市場で自国通貨建てにより発行している債券については、香港の規模が圧倒的に大きくなっている（図表 4-11）。

図表 4-8 アジアの債券発行市場（日本を除く）



（注）国際債市場とは自国市場・自国通貨建てで非居住者により発行されるもの

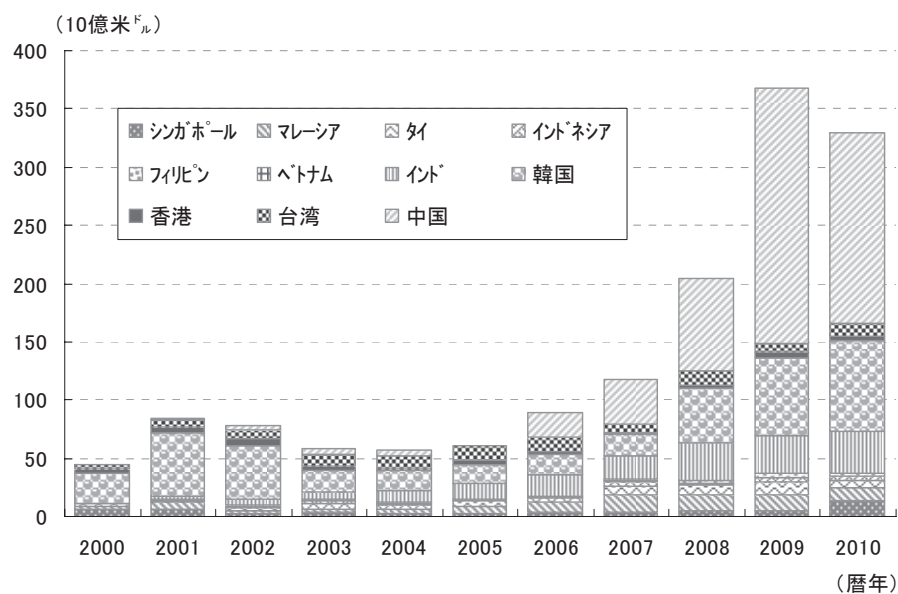
（出所）Thomson Reuters より大和総研作成

アジアの債券発行市場は、主に3つのタイプ、すなわち、(1) 自国市場＋自国通貨建て（非クロスボーダー型）、(2) ユーロ市場＋外貨建て（クロスボーダー型）、そして両方のタイプを含む (3) バランス型（クロスボーダー型）、に分類できる。中国やインドは (1) の自国市場＋自国通貨建て、フィリピンやインドネシアは (2) のユーロ市場＋外貨建て、そして香港やシンガポール、日本は (3) のバランス型、に当てはまる。

後述するように、全体的な特徴として、自国市場・自国通貨建て債券では相対的に社債の発行額が多いものの、クロスボーダー型では準ソブリン債や金融債の発行額が多くなっている。クロスボーダー・非クロスボーダーの両タイプで共通しているのは、社債に関し

てはエネルギー・電力等のインフラ関連で発行額が多いことである。その一方で、債券の発行が活発な業種には国によって違いも見られ、各国で比較的競争力の高い業種が債券を発行しているようである。

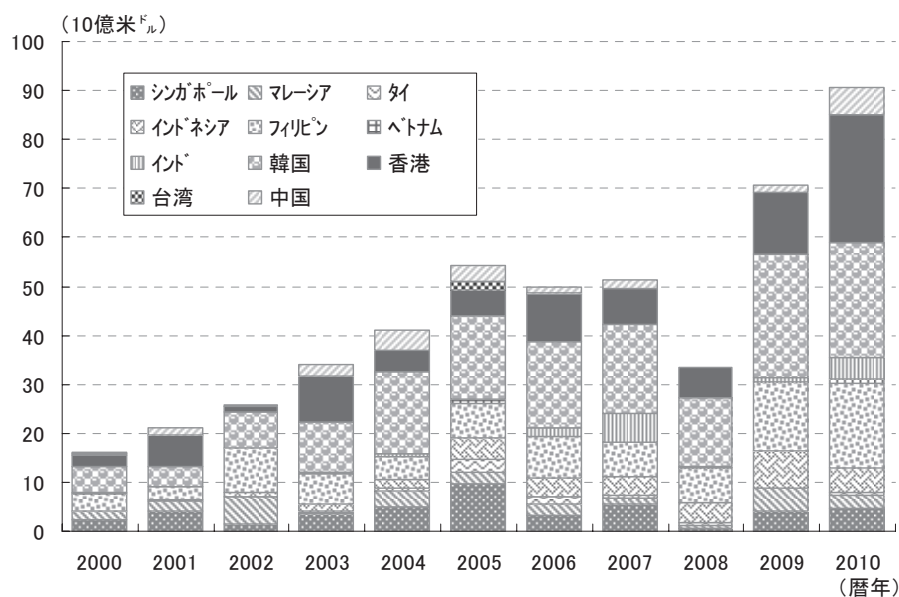
図表 4-9 アジアにおける自国市場での自国通貨建て債券発行市場(日本を除く)



(注) 非居住者により発行される国際債市場を含まない

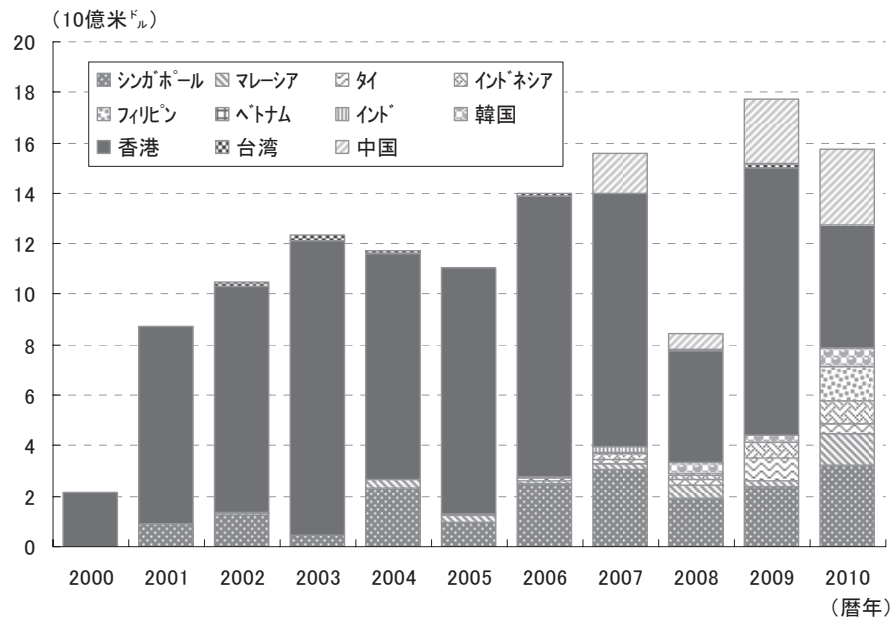
(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

図表 4-10 アジアによるユーロ市場での外貨建て債券発行(日本を除く)



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

図表 4-11 アジアによるユーロ市場での自国通貨建て債券発行(日本を除く)



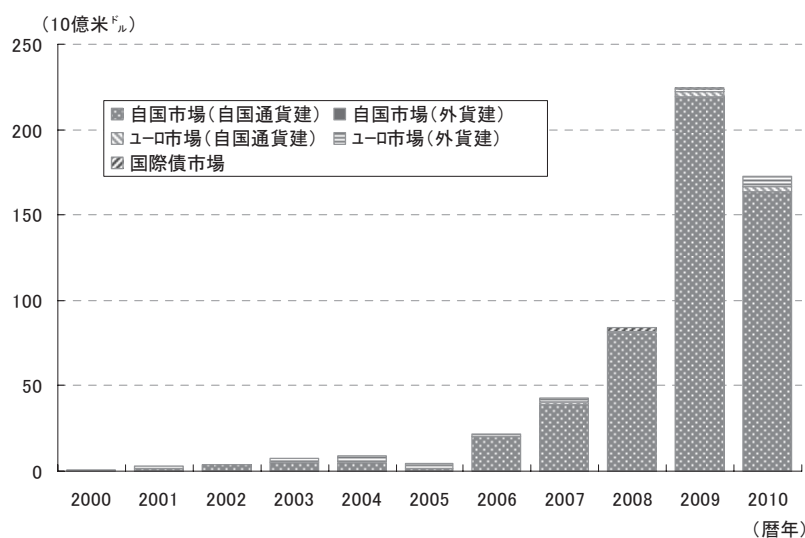
(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

#### (1) 自国市場＋自国通貨建て型

アジアにおける債券発行市場は、国毎に発展段階や歴史的経緯も異なるため、その発行形態は実に多様であると言える。しかし、大きく分けて 3 つの分類化が可能であり、主に自国市場において自国通貨建てで債券を発行するグループとしては、中国（図表 4-12）やインド、台湾、そしてタイが挙げられる。タイは若干のクロスボーダー発行も見られるものの、他の国は自国市場内での発行がほとんどである。

図表 4-13 で業種別にみると、中国では金融債やエネルギー・電力関連で社債の発行が多いものの、最近では工業（製造業）や素材（資源関連）においても、社債発行額が増えている。インドについては、国内市場の大半が金融債の発行で占められているが、エネルギー・電力や工業で社債を発行する例が出てきた。次に、台湾はここ数年において債券発行額が伸び悩む中、従来は多かった金融債の割合が減少し、代わってエネルギー・電力や素材（化学等）、ハイテクなどの業種が発行する社債の割合が増えている。また、タイの債券発行市場の特徴は、他国と比べて金融債の割合が少ないことである。2007 年以降、エネルギー・電力、通信、工業等での社債発行が目立っている。

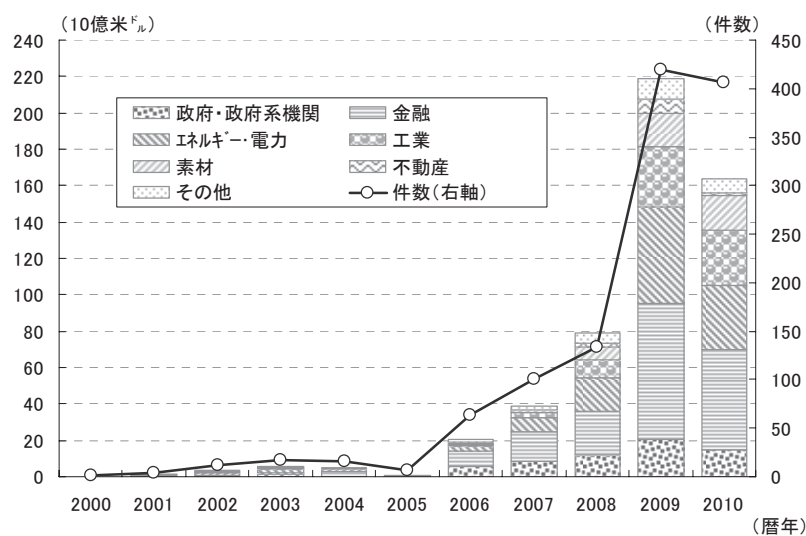
図表 4-12 中国の債券発行市場(市場・通貨別)



(注) 国際債市場とは国内市場・本国通貨建てで非居住者により発行されるもの

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

図表 4-13 中国企業の本国通貨建て債券発行市場(国内市場、業種別)



(注) パンダ債(海外企業が中国市場で発行する元建て債券)は含まない

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

## (2) ユーロ市場+外貨建て型

次に、ユーロ市場において外貨建てによる債券発行が中心のグループがある。例えば、フィリピンやインドネシア、ベトナムがそれに該当する。

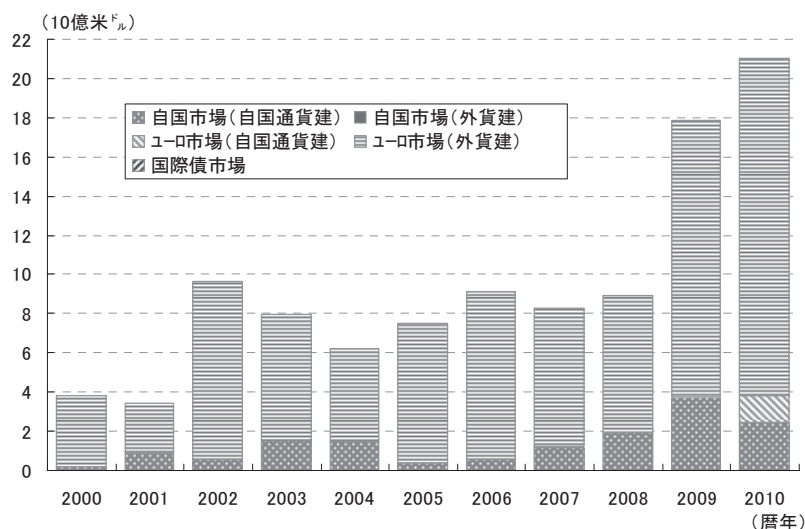
図表 4-14 で見ると、フィリピンの債券発行市場のほとんどは、ユーロ市場+外貨建てで説明できるが、その大半は ADB による外貨建て準ソブリン債の発行である(図表 4-15)。



ベトナムもフィリピンと同様だが、発行市場そのものがかなり小さい。一方、インドネシアではフィリピンに比べると、自国市場＋自国通貨建てによる発行割合も高いが、その多くは金融債の発行であり、社債の発行は少ない。クロスボーダー（ユーロ市場＋外貨建て）では、エネルギー・電力や素材（資源関連）企業で社債が発行されている。

尚、フィリピンの国内市場においては、金融債だけでなく、食品・日用品や不動産での社債発行も見られる。インドネシアでも、食品・日用品や通信で社債の発行があり、概して各国で競争力のある企業が国内で社債発行を増やしているようである。

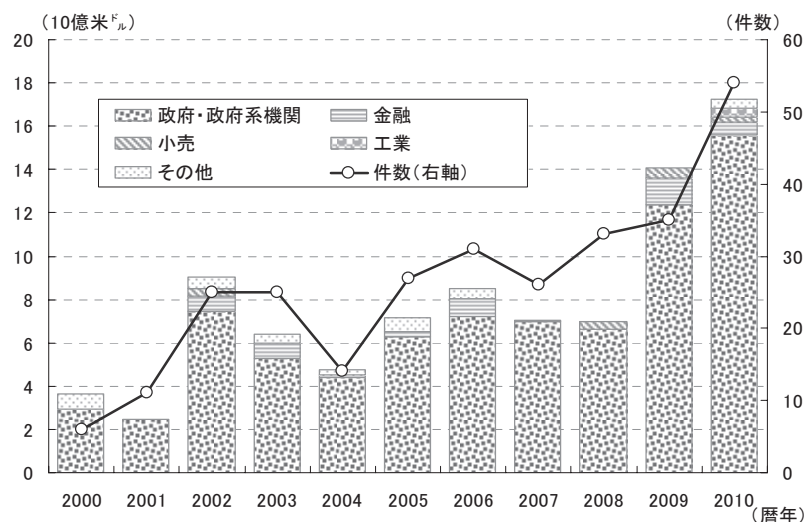
図表 4-14 フィリピンの債券発行市場（市場・業種別）



(注) 国際債市場とは自国市場・自国通貨建てで非居住者により発行されるもの

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

図表 4-15 フィリピン企業の外貨建て債券発行市場（ユーロ市場、業種別）



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

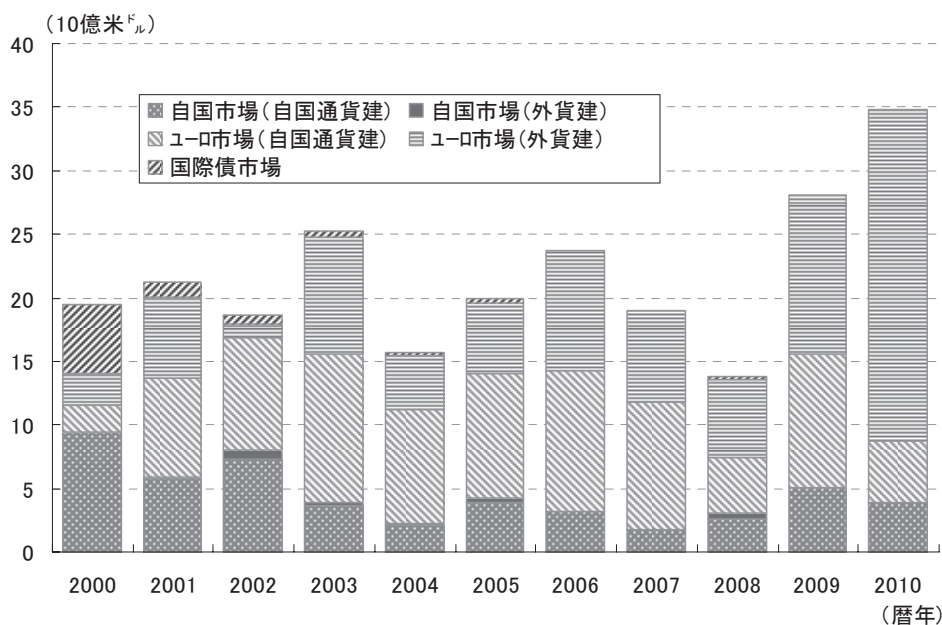
### (3) バランス型

最後に、自国/ユーロ市場や自国通貨/外貨建の債券を比較的バランスよく発行している市場グループもある。例えば、香港、シンガポール、日本、マレーシア、そして韓国がこの部類に属するが、その中でも香港（図表 4-16）とシンガポールはユーロ市場での発行額が多く、その一方で、日本、マレーシア、韓国はどちらかというと自国市場が中心、という違いがある。

また、ユーロ市場である程度の自国通貨建債券を発行している国は、香港やシンガポール、日本に限られており、マレーシアや韓国のユーロ市場における発行は外貨建てに偏っている。これは各国通貨の国際取引の厚みの違いが影響しているのと思われる。

香港の社債発行はユーロ市場において外貨建てで行われることが多い（図表 4-17）が、シンガポールの社債については自国市場＋自国通貨建が中心であり、日本の社債も自国市場＋自国通貨での発行がメインとなっている。また、マレーシアでは社債の発行額そのものが減少しており、一方で金融債の発行が増えている。そして韓国では、国内/ユーロ市場のいずれでも社債発行が見られるが、やはりエネルギー・電力が中心で、国内市場では工業（製造業）の発行も比較的多い。

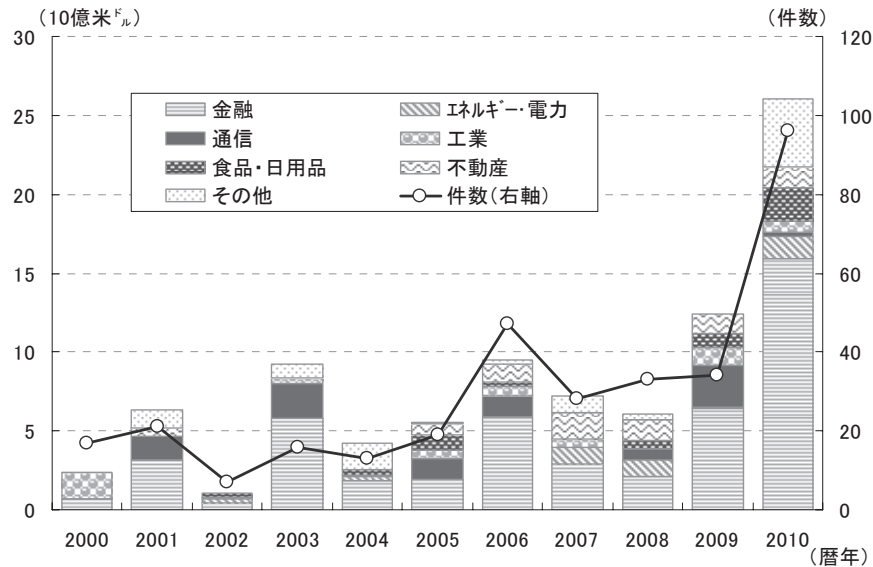
図表 4-16 香港の債券発行市場(市場・業種別)



(注) 国際債市場とは自国市場・自国通貨建てで非居住者により発行されるもの

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

図表 4-17 香港企業の外貨建て債券発行市場(ユーロ市場、業種別)



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

#### 4.2.2 結論と考察

現状を見ると、最近のアジアでの債券発行市場はかなり拡大してきており、特に国内市場において社債の発行が増えている。その一方で、クロスボーダーでの債券発行は限られている。そもそもクロスボーダーでは、海外の投資家がアジアの発行体企業の情報を入手するのは難しく、しかもアジア企業に関する公開情報の少なさや企業規模が小さいところも多い。そのため、クロスボーダー型では社債の発行は少なく、むしろ準ソブリン債や金融債の発行が中心になっているものと思われる。さらに、アジアでは国内の機関投資家が十分に育っていないため、規模の大きな資金調達を必要とする準ソブリン債や金融債は海外で資金を調達し、一方、規模の小さい社債は国内で調達するという棲み分けが出来ている可能性がある。

但し、発行体の業種や規模によっては、発行体と投資家との間の情報の非対称性が幾分和らぐ可能性がある。例えば、電力やエネルギー企業は各国を代表する大企業であり、将来にわたり安定的なキャッシュフローが予想されるので、比較的信用力も高く、クロスボーダーでも社債を発行しやすいものと考えられる。さらに、タイの製造業（工業）や台湾のハイテク企業などの例が示すように、当該国で競争力の高い業種では社債発行が多いことから、これも同様の理由でクロスボーダー型の社債発行が期待できる。

クロスボーダーでの社債発行を増やす一つの方法は、こうした情報の非対称性が小さい業種から社債発行を増やし、徐々に市場規模を拡大していくことではないかと思われる。さらに、アジアの経済規模が一層拡大すれば、サムソンのような世界的な企業も生まれるようになるので、次第に情報の非対称性も弱まり、様々な業種において社債発行が進んでいくものと考えられる。

### 4.3 投資家の現状

債券市場を活性化させるためには、投資家という側面では、①各国内の投資家の規模を拡大させること、②海外資金を各国に誘導する仕組みを構築することが重要である。②については5.2節で述べるとして、本節では①のために、各国内の投資家の現状について俯瞰し、その課題について述べる。また各国内の投資家育成は、海外からの資金誘導を招くための必要条件の1つと考えられよう。各国の投資家の層を暑くしなくては、海外からの資金誘導は望みがたい。

投資家の中でもインパクトの大きい機関投資家について、2004年末と古いデータであるが、各国別の規模をみている（図表4-18）。機関投資家全体の規模が大きかったのは香港や韓国であるが、それでも日本と比べると規模が1桁以上も小さい。アジア8カ国を合計してもなお日本の4分の1以下であり、各国内の投資家規模の拡大が望まれる。GDP比でみると、多少違った側面が見えてくる。GDP比で機関投資家の規模が大きいのは香港、シンガポール、マレーシアである。特に香港は日本よりも機関投資家の規模が大きい。香港やシンガポールは国際金融拠点としての地位を確立しつつあり、海外から投資信託に資金流入している。またシンガポールやマレーシアはイギリスの植民地時代の1951年と古くから年金制度が創設されたこともあり、年金基金の規模が大きい。

図表 4-18 各国の機関投資家の規模(2004 年末)

	(10億USD)				(% )			
	金額				対GDP比			
	年金 基金	生命 保険	投資 信託	合計	年金 基金	生命 保険	投資 信託	合計
中国	28.0	136.0	27.0	191.0	1.6	7.9	1.6	11.1
香港	38.0	9.0	465.6	512.6	22.9	5.4	280.3	308.6
インドネシア	5.4	10.5	11.1	27.0	2.2	4.2	4.5	10.9
韓国	161.0	133.0	186.0	480.0	21.4	17.7	24.7	63.8
マレーシア	70.0	21.0	23.0	114.0	59.2	17.8	19.4	96.4
フィリピン	7.9	2.7	1.4	12.0	9.2	3.2	1.6	14.0
シンガポール	68.0	33.0	28.0	129.0	61.1	29.7	25.2	116.0
タイ	20.0	17.0	19.0	56.0	12.0	10.2	11.4	33.6
合計	398.2	362.2	761.2	1,521.6	11.8	10.8	22.6	45.2
日本	2,981.0	3,452.0	524.0	6,957.0	65.0	75.3	11.4	151.7

(出所) Dalla Ismail, East Asian Finance, World Bank [2006]

逆に GDP 比で機関投資家の規模が小さいのは、中国、インドネシア、フィリピンである。中国、インドネシアは年金基金の規模拡大が課題だ。年金制度をさらに整備し、年金基金の規模を高めていくことが望まれる。フィリピンにおいては生命保険や投資信託が特に小さく、これらを活性化させる努力が求められよう。

また、各国の国債に投資している投資家構成比を図表 4-19 に示した。国債に限定される点に留意しなければならないが、直近の各国の機関投資家構成とその推移を窺い知る事ができる。

各国で共通して言えることは、銀行が主要な機関投資家であるという点だ。第 2 章や 3 章でみたように、銀行は企業の資金調達における主要なプレーヤーだが、それだけでなく投資家としても主要なプレーヤーとなっている。

ただし 03 年からの推移をみると、国によってバラツキがあるものの、銀行のウエイトが低下する一方、年金、保険、海外などのウエイトが上昇し、投資家の多様化が進んでいる。例えば、韓国、インドネシア、タイでは銀行のウエイトが明らかに低下している。マレーシアでは銀行のウエイトが上昇しており、投資家の多様化が後退しているように見えるが、これは年金基金が国債投資から株や社債・貸出など高利回り商品にシフトし、国債投資に占める年金のウエイトが低下しているためである。必ずしも投資家の多様化が後退しているわけではない。

ここ 2 年程度の短期で見れば、金融危機を通じて一部の銀行はリスク投資を回避すべく、国債などの安全資産へ投資を切り替えていたとみられるが、03 年からの長期的推移を見れば、大勢として投資家の多様化が進んでいると考えてよい。投資家の多様化が進めば、多様な投資行動が現れ、市場の流動性が高まってくるものと期待できる。

図表 4-19 各国国債に投資している投資家構成比

		中国		韓国		インドネシア		タイ		マレーシア		日本	
		03/12	10/9	03/12	10/9	03/12	10/9	03/12	10/9	03/12	10/9	03/12	10/9
機関投資家	銀行	62%	62%	32%	19%	82%	37%	33%	26%	21%	44%	35%	38%
	年金	3%	1%	22%	22%	1%	6%	28%	31%	64%	28%	21%	24%
	保険	2%	6%			4%	12%			9%	6%		
	投信	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11%	8%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
個人		0%	0%	5%	4%	n.a.	n.a.	26%	18%	n.a.	n.a.	2%	5%
官	政府	0%	0%	21%	26%	n.a.	n.a.	4%	19%	7%	1%	8%	11%
	中央銀行	0%	0%	2%	3%	0%	2%	8%	0%	0%	1%	15%	8%
海外		n.a.	n.a.	0%	9%	2%	28%	1%	6%	0%	20%	3%	5%
その他		32%	32%	18%	17%	2%	7%	1%	0%	0%	0%	19%	9%

(出所) Asian Bond Online より大和総研作成

年金、保険については、マレーシアや中国を除きウエイトが上昇している<sup>34</sup>。これは、アジア各国で日本を除き軒並み生産年齢（15-64 歳）の人口構成比率が上昇していることが一因だろう（図表 4-20）。今後も生産年齢人口の比率上昇が見込まれ、年金制度がいつそう整備されることと相まって、年金資産の拡大が見込まれている。

個人の保有する金融資産については、アジア各国でのデータが十分でないが、生産年齢人口の比率が上昇していることもあり、個人資産のさらなる増加に期待がもてる。投資家の多様化という観点から、増大する個人資産を債券市場に誘導することの意義は大きい。フィリピンでは個人資産を債券市場へ誘導することを国策に謳っており、リテール・ボンドが 01 年より開始され、個人の国債投資を促している。日本でも個人向け国債が 03 年より開始されており、個人投資家が注目されている。

図表 4-20 各国の年齢構成比の推移

Year	1997			2009		
Ages	0-14	15-64	65-	0-14	15-64	65-
中国	27	67	6	20	72	8
香港	18	71	10	12	75	13
インド	36	60	4	31	64	5
インドネシア	32	64	5	27	67	6
韓国	22	72	6	17	73	11
マレーシア	35	61	4	29	66	5
フィリピン	39	58	3	34	62	4
シンガポール	22	71	7	16	74	10
タイ	26	68	6	22	71	8
ベトナム	36	59	5	26	68	6
日本	15	69	16	13	65	22

（注）丸印のついているのは、97 年比で 5%pt 以上上昇した項目

（出所）世界銀行より大和総研作成

次に投資家と投資期間の関係について述べたい。ALM（Asset Liability Management）による金利リスク管理の観点から、銀行は負債の多くが預金という短期資金であるため、投資期間の長期化は望みにくい。実際、アジア各国の銀行からのヒアリングでも、ALM による金利リスク管理が浸透しつつあり、今後長期の債券を買いにくくなるとのコメントが一部で聞かれた。一方で、年金基金については負債が数十年と超長期であるため、長期・超長期の投資ニーズが強まろう。

<sup>34</sup> 特にマレーシアで年金の構成比が急低下している理由は、年金資産の投資先を国債から株や社債・貸出など高利回り商品にシフトしているため。年金資産額が減少しているのではない。



銀行のウエイト低下と年金のウエイト上昇という投資家構造の変化に加え、ALM による金利リスク管理の浸透により、今後は長期の債券投資ニーズが強まることが予想される。

第2章でみたようにアジア各国の債券の流動性は低い傾向にあり、投資家の運用手法はほとんどがバイ・アンド・ホールドであると推察される。バイ・アンド・ホールド戦略自体を否定するつもりはないが、今後、運用効率を向上させるためには、多様な投資対象を取り込んで運用手法を高度化させることが必要になろう。

運用手法の高度化を促すために、商品の多様化が有効だ。詳細は第7章で記述するが、アジア各国の社債を束ねた「アジア社債ファンド」(Asian Bond Funds 3: ABF3) や MTN などの新規商品が広まることが期待される。また長期の債券投資ニーズに応えるため、インフラへの資金誘導として債券を活用する手段も真剣に考えるべきだ。特に、アジア各国の銀行からのヒアリングでは、社債ファンドの重要性について言及があった。すなわち、機関投資家の投資規模と比べ、社債発行の規模が小さすぎるため、個々の銘柄に投資するには効率が悪いというものであった。したがって ABF3 のようなクロスボーダーの社債ファンドの設立が望まれるが、たとえ 1 カ国の社債ファンドであったとしても、投資家の投資規模と社債の発行規模の間のギャップを埋めるという点で十分に意味があると言えよう。

## 第5章 アジア金融協力の現状

本章では、アジア域内金融協力の現状について述べる。本章の目的は、次章において金融協力に関する提言を行うための前提として、その現状を明らかにすることにある。

本章では、ASEAN+3、EMEAP、APEC、ASEAN における域内金融協力の現状について述べる。前 3 者は主に債券市場に関わるものであるが、APEC における動きは実際の政策実施を伴うものではないため、手短に触れる。他方、ASEAN の活動は、加盟国の株式市場の統合を目指すものである。

### 5.1 ASEAN+3

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

ASEAN+3 における域内金融協力は、①国内金融システムの整備、②緊急時の流動性支援体制の整備、③政策対話およびサーベイランスの強化について行われている。債券市場整備は①に属するが、域内金融統合を促進するにはすべての項目が重要となるため、②～③についても適宜触れる。為替政策協調はまだ進められていないが、これについても若干触れる。

緊急時の流動性支援体制については、2000 年 5 月に締結されたチェンマイ・イニシアティブ(CMI)の枠組みがある。2009 年 5 月、枠組みのマルチ化(CMIM: Chiang Mai Initiative Multilateralisation) が具体的に合意された。従来の CMI は、総額 20 億ドルの ASEAN 通貨スワップ協定に加えてアジア諸国が 2 国間のスワップおよびレポの取り決めに個別に締結する仕組みであったが、今般の合意により、単一の契約の下に合計 1,200 億ドルの資金を拠出し、そこから各国が「貢献額×借り入れ乗数」を上限として支援を受けることが可能となった(図表 5-1)。イニシアティブの目的が①域内の短期流動性問題への対応、②既存の国際的枠組みの補完、である点に変わりはないが、その規模は従来の実質合計 810 億ドル(2009 年 4 月現在)から約 1.5 倍に増額された。また、2 国間取り決めの問題点、すなわち機動的な発動が難しい可能性があること、借り入れ上限額が取り決めに応じて多様であること、などの点はかなり改善された<sup>35</sup>。

---

<sup>35</sup> CMIM は、2010 年 3 月 24 日に発効した。流動性支援の期間は基本的には 90 日であるが、最大 7 回まで(合計約 2 年間)延長することができる。

図表 5-1 CMIMの主な内容

(10 億ドル)

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

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

（出所）2010 年 5 月 ASEAN+3 財務大臣会議共同声明

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

2006 年 5 月、ASEAN+3 財務大臣代理会議における域内経済サーベイランスを CMI の枠組みに統合・強化することになった。2009 年 5 月には、CMIM の意思決定を支援するために域内経済の監視・分析を行う独立した機関を早急に設立すること、またその準備として専門家による助言グループを設けることが合意された。さらに、2010 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議共同声明において、CMIM を支援する域内の独立したサーベイランス・ユニット（AMRO : ASEAN+3 Macroeconomic Surveillance Office）を 2011 年初めごろまで

にシンガポールに設立することが表明されている。

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

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

ABMI は 2003 年に発足し、当初 6 つのワーキング・グループでスタートした。発足時の主な目的は、債券発行主体の拡大、発行通貨の多様化、市場インフラ整備であった。その後の主な成果をワーキング・グループごとにみると、以下の通りである。

#### (1)新たな債務担保証券開発

第一に、各国において資産担保証券 (ABS) の発行が促進されるとともに、タイにおいて多国籍企業の現地法人により債券が発行された。第二に、マレーシアやタイで、海外投資家に対する源泉課税の免除が実施された。第三に、韓国の中小企業が発行した債券を原資産とした円建てクロスボーダーCBO の発行が実現した。第四に、通貨バスケット建て債券の発行が検討された。ただし、これは実現していない。

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

#### (2)信用保証および投資メカニズム

2009 年 5 月、信用保証・投資ファシリティ (CGIF) の創設が合意された。これは、アジア諸国で発行される現地通貨建て社債に対する保証業務を行う機関であり、アジア開発銀行の信託基金として当初資金規模 7 億ドルで設立し、需要に応じて増額することが想定された。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 25 日、中国の西安で設立総会が開かれた。本部はマニラに置かれることになる。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 億ドルとなる。

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

維持することが不可欠である。

### (3)外国為替取引と決済システム

まず、清算・決済システムの地域的なリンケージに関する検討が続けられている。次に、日本銀行とバンク・ネガラ・マレーシアの努力により、2005年にクロスボーダー債券取引の障害に関する報告書が提出された。これらのテーマについては、2010年4月に新たな報告書が発表された（5.1.3の(2)において後述）。

### (4)国際開発金融機関等による現地通貨建て債券の発行

第一に、2004年以降、アジア開発銀行、世界銀行、国際金融公社（IFC）などの国際機関によるアジア通貨建て債券発行が多数実施された。その中には、2005年9月に発行された日本の国際協力銀行によるタイ・パーツ債（30億パーツ、期間5年）も含まれ、代わり金は邦銀バンコク支店を通じて現地日系企業にツー・ステップ・ローンの形で供与された。

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

第二に、2006年9月、アジア開発銀行は、100億ドル相当のアジア通貨建て債券発行プログラム（Asian Currency Note Program）を、シンガポール・香港・マレーシア・タイの市場で設定することを発表した。これは、英国法に準拠した同一の枠組みにより、各国で市場タイミングに応じて機動的に発行することを目指したものであり、規制の調和を促す効果も期待される。

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

### (5)地域の格付け機関整備と情報発信

第一に、各国格付け機関の能力向上のための研修や格付けの調和に関する研究が実施されている。2008年12月には、格付けに関し遵守すべき基準（Handbook on International Best Practices in Credit Rating）が発表された。

クロスボーダー債券取引を拡大するには、地場の格付け機関の整備が不可欠であるとともに、格付け手法を何らかの形で標準化することが望ましい。このような考え方にに基づき、東アジアの格付け機関の協力体制を強化するため、2001年にアジア格付機関連合（ACRAA）が設立された（詳細は第2章にて前述）。

ACRAAでは、域内格付けの能力の向上に対し、セミナーやワークショップを通じてその取り組みを積極化している。域内の格付けの調和がきわめて難しいことがあるものの、格付けプロセスの標準化を通じて、クオリティの向上を目指すと同時に調和に向けた地ならしを進めているともいえよう。

国際的な格付け機関が全世界の企業を対象としたグローバルスケールを用いているのに対し、アジアの格付け機関は自国企業のみを対象としたナショナル・スケールを用いてい

る。グローバルスケールは各国のソブリンリスクを考慮するため、ソブリン格付けの低い途上国の発行体の格付けは、ナショナル・スケールによる格付けよりも低くなるという背景があり、標準化が求められるわけである。

格付け手法の標準化は、ナショナル・スケールに代わるリージョナル・スケールの構築という形が望ましい。しかし、そのためには格付けの基礎となる各国の会計監査基準や情報開示基準の調和が求められることになり、一朝一夕に進むものではない。

代替案として、リージョナル・スケールでリスクを考慮する地域の格付け機関を設立することが考えられるが、既存の格付け機関との業務の分担をどのように行っていくのかという課題を解決する必要がある。

第二に、情報発信手段として、2004年5月に Asian Bonds Online が立ち上げられた。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。また、四半期ごとに Asia Bond Monitor が発行され、各国債券市場の概況や政策動向などが把握できるようになっている。

#### (6)技術支援

各国市場を整備するための技術支援やセミナーなどが、当初より継続的に実施されている。

#### (7)取り組み体制の推移

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

2008年5月には、より包括的な取り組みを目指すために新たなロードマップが作られ、取り組み課題が4つ（債券の供給拡大、債券の需要拡大、規制枠組みの改善、関連する市場インフラの整備）に整理された（図表 5-2）。新ロードマップには、今後の課題と考えられる①通貨バスケット建て債券の発行、②インフラ関連債券発行の拡大、③MTN の発行促進、④清算・決済システムの地域的なリンケージおよびクロスボーダー取引の障害の除去、⑤Asian Currency Note Program の推進、⑥アジア・ボンド・スタンダードが含まれている。このうち③や⑤はすでに実行に移されているが、今後ともこのロードマップをもとに市場整備を推進していくことが望まれる。



図表 5-2 ABMI の新たなロードマップ

タスク・フォース 1：現地通貨建て債券の発行促進（供給側）

- （１）信用保証および投資メカニズム①
- （２）Asian Currency Note Program の促進①
- （３）債券の発行促進：インフラ関連債券①、証券化商品②、通貨バスケット債券③
- （４）デリバティブおよびスワップ市場の整備②
- （５）地域の引受業者の育成②

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）

- （１）機関投資家の投資環境の整備①
- （２）個人投資家の投資環境の整備②
- （３）レポ・証券貸借市場の整備②
- （４）クロスボーダー取引の強化：資本取引規制③、非居住者関連税制③
- （５）域内の機関投資家向けの広報活動①

タスク・フォース 3：規制枠組みの改善

- （１）規制監督：IOSCO 原則の適用促進①、債券発行・上場・開示に関する透明な法規制の促進②、規制監督者の能力構築①
- （２）証券業者協会・自主規制機関：域内の諸機関の相互協力①、アジア・ボンド・スタンダードの促進②
- （３）破産手続きの改善③
- （４）会計監査の国際基準の適用促進②

タスク・フォース 4：債券市場のインフラ改善

- （１）証券決済インフラ：IOSCO 提言の適用促進①、民間部門の参加者による議論促進①
- （２）市場流動性の向上：国債のプライマリー・ディーラー制度の採用強化①、ベンチマーク・イールドカーブの整備維持①、取引プラットフォームの改善②、流通市場の情報開示の整備③
- （３）クレジット文化の育成：債券市場関連のデータ整備②、信用リスクデータベースの整備②、現地格付け機関の信頼性強化②
- （４）アナリストなどの専門職の育成②

（注）①、②、③は設定された取り組み優先順位を示す。

（出所）ASEAN+3 NEW ABMI Roadmap

### 5.1.3 ABMIにおけるクロスボーダー債券取引促進

#### (1) アジア・ボンド・スタンダードの議論

ABMIにおいて2005年に提案されたアジア・ボンド・スタンダードの考え方は、以下の通りである。「東アジアの発行体は、①自国の債券市場、②（非居住者による発行を認める）他のアジア諸国の債券市場、③ユーロ債券市場、で債券を発行できる可能性がある。各国の債券市場を十分に整備し、海外の発行体および投資家に開放した上で、各国の規制を調和させて地域債券市場を構築するのが理想的な方法であろう。しかし、各国の市場の発展度合いは多様であり、このアプローチには時間がかかる。そこで、各国の市場を育成するボトム・アップ・アプローチに加えて、域内に新たな国際債券市場を構築することを試みるべきである。」

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

今般、ABMIのタスク・フォース3（規制枠組みの改善）において、域内の規制監督機関や自主規制機関を集めてASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF: ASEAN+3 Bond Market Forum）という組織を作り、域内市場の調和・統合の方法や国際債券市場（オフショア市場）としてのプロ向け私募債市場の設立などについて検討することが提案された。この提案の基本的な発想はアジア・ボンド・スタンダードの考え方と同様であり、ボトム・アップよりはトップ・ダウン、調和（Harmonization）よりは標準化（Standardization）が相対的に容易であるというものである。

しかし、市場の発展段階が十分に高いとはいえず、機関投資家の育成も不十分なアジアにおいて、現時点でプロ向け私募債市場の構築・拡大を図ることが優先課題といえるかは検討の余地がある。国際債券市場を設立する場合にはクロスボーダー取引の阻害要因の多くを解決することが前提となるが、特に、多くのアジア通貨が国際化していない現状では、さらなる資本移動規制・為替制限の自由化を進める必要がある。したがって、市場が十分に発展している国で、ある程度国際取引のできる通貨建ての債券発行から進めていくことが出発点になろう。

#### (2) クロスボーダー投資・決済の障害への対処

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

第1部では、域内クロスボーダー債券取引に関する多様なコストの中で、グローバル・

カストディアンに支払われる取引・保管手数料の調査が実施され、それらが欧米地域に比較して高く、国ごとの違いも大きいという結論が得られた。原因として、カストディの技術、一般的な意味での各国市場の効率性、各国ごとに異なる規制の存在などが指摘されている。

第2部では、①Asian ICSD（アジア版ユーロクリア）、②CSD Linkage（各国の決済機関の接続）、③現状維持（グローバル・カストディアン利用）、を選択肢とする検討が行われ、①、②とも採算面などから実施が難しいため、フィージビリティ・スタディを継続することとされた<sup>36</sup>。ここで行われたFSは、Operational FS（提供されるサービスの範囲やそれによる便益の検討）、Legal FS（法律・規制に関する障害の特定）、Business FS（採算の検討）である。

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

どちらの場合も法律・規制に関する障害（たとえばオムニバス勘定[複数の市場参加者による共同口座]の設定に関する制約など）を除去する必要がある、これを克服しなければ決済システムの統合は実現できない。また、採算は債券市場やクロスボーダー取引の拡大状況に大きく依存する。

今後のFSは、ABMIのタスク・フォースの中で、決済システムの統合に実際の利害関係を有するメンバーにより行われることになった。

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

---

<sup>36</sup> クロスボーダー債券取引の決済方法は、①各国の決済業者（ローカル・カストディアン）を経由する方法、②グローバル・カストディアンと呼ばれる国際的な商業銀行（および各国の決済業者）を経由する方法、③ユーロクリアやクリアストリームなどの国際的な決済機関（ICSD：International Central Securities Depository）を用いる方法、④他国の決済機関（NCSD）やICSDとリンクしたNCSDを用いる方法、に大別される。

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

図表 5-3 クロスボーダー投資に関する障害

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

(出所) Asian Development Bank [2010]

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

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

規制上の障害に対する提言は、以下の通りである。①②海外投資家への投資額割り当て・登録義務：投資額割り当ては、債券ではあまりみられない。登録義務は、中国・韓国・ベトナムに存在する。登録関連規制の明確化・透明化に加え、登録作業の迅速化が必要である。③外国為替規制：多くの規制が存在する。これに関しても、規制の透明化や規制を受ける投資家の負担軽減、ヘッジ手段の整備などが求められる。④資金過不足の調整に関する規制：各国において制約が存在する。規制の透明化・緩和が求められる。⑤税制：源泉税負担が投資収益率を引き下げるとともに、複雑な課税が投資家の負担を重くしている。税制の透明化・単純化、投資家の関連事務負担軽減が求められる。手続きの電子化が望ましい。非居住者に対する源泉徴収廃止を検討すべきである。⑥オムニバス勘定：中国と韓国に非居住者の利用に関する制約が存在し、決済手続きのコストを高めている。制約の緩和および規制の透明化が求められる。⑦規制枠組み：規制が好ましくない方向に変更され

るリスクが、障害となる。規制の透明化、長期方針の明示、細心の注意を払った上での変更が求められる。⑧法律の枠組み：決済のファイナリティ（取消不能性）の確保、破産法の改善などが求められる。

以上では、規制の透明性を高めること、海外投資家に周知すること、取引者の利便性に配慮して可能な限り簡素化すること、長期的な政策目的を明確にすること、などが強調されている。調和という概念は持ち込まれていないが、各国が望ましい方向に向かうことで自ずと共通化してくる面がある。

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

### (3) ASEAN+3 債券市場フォーラム（ABMF）の設立

以上の成果を踏まえ、2010 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議共同声明において、域内決済機関に関するテクニカル・ワーキング・グループの設立が確認されるとともに、ABMF の設立が承認された。タスク・フォース 4 の報告書においても、クロスボーダー取引の障害の除去を推進するために調整機関（coordinating body）を設立すべきであるとされており、ABMF の設立はこれも勘案したものと思われる。

ABMF では、当面、2 つのサブ・フォーラムが設立されることになった。サブ・フォーラム 1 は、情報の認識ギャップを埋めることにより、クロスボーダー投資の障害を軽減することを目的としている。そのために、各国の規制・市場構造・市場慣行等に関する情報を収集整理し、その概要を Asian Bonds Online に掲載することになった。一方、サブ・フォーラム 2 は、決済の円滑化によりクロスボーダー取引のコストを削減することを目的としている。そのために、各国の決済プロセスの現状について詳細に検証した上で、メッセージングなどの共通化を図ることになった。

今後、多くの民間部門市場関係者が参加し、活発な議論が展開されることが期待される。従来、どちらかといえば官主導で行われてきた債券市場育成に、民間の声が十分に反映されるようになれば、市場の拡大が加速するであろう。



## 5.2 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP)

EMEAP におけるアジア・ボンド・ファンド (ABF) 設立の取り組みは、ABMI と並ぶ重要なものであった。ABF は、EMEAP 加盟 11 カ国・地域 (オーストラリア、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイ) の中央銀行が外貨準備の一部をアジア債券投資に振り向けるものであり、ABF1 (2003 年 6 月発表) と ABF2 (2004 年 12 月発表) がある。これらは、オーストラリア、日本、ニュージーランドを除いた加盟 8 カ国・地域の国債 (ソブリン) および政府機関債 (準ソブリン) を投資対象とするパッシブ運用型の債券投資信託である。

ABF1 は、国際債券市場においてアジア諸国の政府・政府機関が発行したドル建ての債券を投資対象とする約 10 億ドルのファンドであり、投資を実行することによる経験の蓄積を主な目的としていた。

これに対し ABF2 は、現地通貨建ての債券を投資対象とするファンドであり、アジア債券市場の整備に積極的にかかわる性格のものである。その内容は、8 カ国・地域の債券にクロスボーダーで投資を行う「汎アジア債券インデックス・ファンド」(PAIF、設立時約 10 億ドル、ドル建て) と各国のファンド (設立時合計約 10 億ドル) からなる。ABF1 と異なり、運用者、ベンチマーク・インデックスおよび投資家を民間に開放した点が特徴である。

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

EMEAP は、ABF の具体的な目的として、アジアの債券に対する投資家の認知度の向上と、域内および各国の市場・規制改革の加速をあげている。これらは、ある程度実現されたといえる。ABF において導入されたインデックスがアジア債券運用のベンチマークとして利用されるようになっていくほか、ABF2 の実現のために、各国で法律・税制の改正やインフラ整備などが進んだ。また、PAIF がトラックする汎アジア・インデックスの国別ウェイトの決定に際し、債券発行残高、売買回転率、自国通貨建てソブリン格付け、市場アクセス (法律、規制、市場インフラなどから評価) の 4 点が勘案されており、各国が市場改革を進めて自国のウェイトを高めるインセンティブを内包している。

すなわち、ABF2 は、実際にファンドを立ち上げることにより債券取引の阻害要因を特定し、軽減する効果を持った。特に、PAIF はクロスボーダーの性格を有するため、クロスボーダー取引の阻害要因が問題となった。

EMEAP によると、ABF2 の具体的な成果としてあげられるのは、第一に、資本取引規制の緩和である。中国では、PAIF が海外の投資家としては初めて銀行間債券市場への参加を認められた。マレーシアでは、非居住者によるヘッジ取引が自由化されるなど、規制緩和が進んだ。タイでも、機関投資家の対外投資規制が緩和されるなどの動きがみられた。第二に、マレーシアとタイで非居住者の対内投資に関する源泉徴収課税が廃止された。第



三に、債券インデックス連動型上場投資信託（ETF）は従来存在しなかったため、マレーシアとタイで ETF に関するガイドラインが制定された。また、ファンドの投資家保護などの問題について、EMEAP が各国当局に提案を行った。これらが、規制の調和を促進することが期待される。第四に、PAIF の契約書類は国際標準に基づいて作成され、各国の国際標準の導入を促進した。第五に、ABF2 の導入により、各国の証券決済システムおよびそのネットワークが強化された。また、ファンドが ETF であることが市場価格の透明性の向上に役立っている。

より直接的な効果として、外貨準備の域内への還流や運用収益率の向上などに寄与していることも重要である。このように、ABF は、新たな投資商品の提供による投資家層の拡大や市場インフラの整備という点で、重要な役割を果たしたといえよう。

クロスボーダー取引を促進するためには、地域的な商品を開発することが一つの重要な手段であり、後述する ASEAN の株式市場統合の努力においてもそのように位置付けられている。ABF は、その先駆けとなる商品であった。

### 5.3 アジア太平洋経済協力(APEC)

96 年、APEC の正式諮問機関として、ビジネス関係者から構成される APEC ビジネス諮問委員会（ABAC : APEC Business Advisory Council）が設立された。そこでは、Advisory Group on APEC Financial System Capacity Building と呼ばれる会合の場で、域内の金融システム整備に関する多様な議論が行われている<sup>37</sup>。

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

2010 年度においては、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・スキームの導入、国際財務報告基準（IFRS）の採用、環境ファイナンスや SME ファイナンスの促進、などに関する提言が行われている（図表 5-4）。

---

<sup>37</sup> 関連資料は、<https://www.abaconline.org/v4/content.php?ContentID=1304> で入手できる。

図表 5-4 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</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ CMIM の強化などによる域内金融統合の促進</li> </ul> <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</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ホールセール証券市場の発展</li> <li>・ クロスボーダー決済の障害の軽減</li> <li>・ クロスボーダー担保市場の育成</li> <li>・ 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</li> <li>・ ファンドパスポート・スキームの導入</li> </ul>
<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</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 信用情報システム・法的枠組みの発展支援</li> <li>・ 信用保証の提供、よりよい規制枠組みの導入</li> <li>・ 融資担保制度の整備</li> </ul> <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</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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</li> </ul>

(出所) 2010 年 APEC 首脳への提言

## 5.4 ASEAN における株式市場統合

### 5.4.1 ASEAN 資本市場の統合

次に、ASEAN の株式市場統合に向けた動きについてみる。2007 年 11 月、ASEAN 諸国の間で、2015 年までに ASEAN 経済共同体 (AEC : ASEAN Economic Community) を単一市場ならびに生産基地とする計画 (ブルー・プリント) で合意がなされた。そこでは、財・サービス・投資・熟練労働者の自由な移動が可能になるとともに、資本移動もより自由になることが想定されている<sup>38</sup>。資本市場についても、統合の達成を目標としている。

これに基づき、多くの分野で市場統合に向けた努力が進められている。2004 年、証券規

<sup>38</sup> ただし、資本取引の自由化に対する姿勢は、各国の実情に配慮して行うというものである。

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、ASEAN 資本市場フォーラム（ACMF : ASEAN Capital Markets Forum）が設立された。当初、市場プロフェッショナルの資格・教育、②会計・監査制度、③株式関連商品に関する情報開示、④リテール業務関連規則、について制度の調和が議論された。その後、⑤債券関連商品に関する情報開示、が加えられた。

2008 年 4 月から 2009 年 4 月にかけ、資本市場統合実施計画(The Implementation Plan) がアジア開発銀行などの支援を得て検討され、ASEAN 財務大臣会合（AFMM : ASEAN Finance Ministers' Meeting）の場で正式決定された（ASEAN Capital Markets Forum [2009] <sup>39</sup>）。これは、前述のブルー・プリントの内容に基づき、2015 年までに域内資本市場の統合を達成することを目的としたものである。各国証券取引所間では個別に連携の動きがみられるが、実施計画はこれらの動きを収斂させようとするものである。

実施計画は、6 つの原則に従っている。①国際標準を可能な限り採用すること。②市場の自由化を大原則とすること。③計画の実施順序を明確にすること。④ASEAN 事務局が調整役となって進めること。⑤各国レベルの政策を域内統合の目的と整合的に実施すること。⑥実施計画につき合意し優先順位を定めるために、十分に議論すること。

実施計画の骨子は、ASEAN 諸国の資本市場が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にある。具体的な項目は、第一に、域内統合を可能とする基礎環境作り（①調和と相互承認の枠組み）、第二に、市場インフラや域内に焦点を当てた商品・仲介機関の整備（②証券取引所の連携とガバナンスの枠組み、③新商品開発と ASEAN の単一資産クラスとしての確立、④債券市場の強化）、第三に、実施プロセスの強化（⑤域内統合を支援するための各国資本市場育成計画の調整、⑥ASEAN 内の作業体制の強化）、からなる。要約すれば、規制調和、市場インフラ整備、商品開発の 3 面から統合を図るものといえる。

当実施計画は 3 段階（2009～2010 年、2011～2012 年、2013～2015 年）での実施を図る。中核となる戦略は、カバーする範囲・国を拡大するための、調和および相互承認のプロセスである。このプロセスは、証券取引所の連携とも密接な関係がある。相互承認とは、たとえば A 国内で B 国の発行体が債券を発行する場合に、B 国の規制に基づく発行を容認するということである。

AEC ブルー・プリントが目指す統合とは、①域内で資本が自由に移動すること、②発行体は域内のどこでも発行できること、③投資家は域内のどこにでも投資できること、を意味する。域内のどの国の商品も、域内のすべての国で取引できる。仲介業者は、自国で認可を受ければ域内のどの国においてもサービスを提供できる。

このような市場を実現するためには、調和や相互承認により市場参加者の負担を軽減することが不可欠である。これには、2 つのアプローチがある。第一に、主に国際標準に基づいて法規制等を完全に調和させる方法である。調和しないわずかな部分のみを、相互承認でカ

---

<sup>39</sup> 詳細は WEB を参照。 <http://www.theacmf.org/ACMF/report/ImplementationPlan.pdf>

バーする。資本取引規制は完全に自由化する。これは、EU でとられてきたアプローチである。

第二に、調和を大筋で達成し、補完的に相互承認を用い、資本移動を現在よりも自由化するといった方法であり、こちらが AEC ブルー・プリントで暗黙に前提とするビジョンないしアプローチである。

ここで留意すべきことは、関係する 2 カ国の規制がある程度類似したものとなっていなければ、相互承認は難しいということである。また、2 カ国のうち相対的に優れたシステムを有する国が譲歩して相互承認に応じることは、金融システムに関する多様なリスク管理の観点から考えにくい。そのため、相互承認とは、基本的にはより優れたシステムへの調和が進むプロセスであると考えることができよう。換言すれば、市場発展段階格差の縮小が不可欠ということである。

調和や相互承認を促進するため、ASEAN 相互承認ガイドラインが策定される予定である。ただし、この枠組み導入の最終的な目的は、規制変更そのものではなく、クロスボーダー取引の拡大にある。したがって、より効果的な部分から着手するという、計画実施に関する優先順位の決定がきわめて重要である。そのほか、以下の点が言及されている。①極力、IOSCO 原則との合致を図り、相互承認を容易にすること。②国内市場の健全性維持、投資家保護、システミック・リスクの管理を確保しつつ、相互承認を最大限に拡大すること。③そのため、規制当局間の協力や情報交換を強化すること。

調和・相互承認の枠組みを適用する具体的な取引としては、①クロスボーダー資金調達の支援、②クロスボーダー商品販売の支援、③クロスボーダー投資の支援、④仲介業者の市場アクセスの支援、が対象となる。

実際には 2 国間で統合を促進することから開始し、次第に多国間のアレンジメントに向かう予定である。各国の市場発展段階が異なるため、参加できる国から参加する方針 (an opt-in approach) をとっているということである。また、個人投資家よりも機関投資家を優先して進めることが想定されている。さらに、計画の管轄外にある資本取引自由化や税制の調和が、規制の調和・相互承認の枠組みを推進する上での前提となる。ASEAN 事務局は、該当する当局と連携してこれらの実現を図らなければならない。クロスボーダー取引の拡大に伴いリスク管理が不可欠であること、発展段階の低い国に対する技術支援が必要となること、などにも留意すべきである。

ASEAN 事務局のウェブサイトによれば、資本市場統合計画の実際の進捗状況として、株式に関する情報開示や販売ルールに関する調和、会計・監査基準の調和、市場プロフェッショナルの相互承認、債券や CIS (集团的投資スキーム) のクロスボーダー発行、などに関する取り組みが行われている。また、特に債券市場強化に関し、市場発展の状況を評価するためのスコアカードの作成が進められている。

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

市場統合の具体的成果としてあげられるのが、ASEAN and Plus Standards Scheme である。これは、ACMF において考案された、域内クロスボーダー証券（株式・債券）発行に適用される情報開示基準の枠組みである。クロスボーダー発行を容易にするとともに域内証券の透明性を高め、ASEAN が単一の資産クラスとして認識されることを促そうとするものである。

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

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

#### 5.4.3 域内証券取引所の相互接続など

ACMF と並列という位置付けで、域内証券市場連携に関するタスク・フォースならびに ASEAN100 タスク・フォースが存在する。ACMF が証券監督当局により構成されているのに対し、2 つのタスク・フォースは証券取引所によって構成されている。域内証券市場連携に関するタスク・フォースは、2005 年 4 月の ASEAN 財務大臣会合の合意を受けて 2010 年までに域内証券取引所の取引・決済システムの相互接続（interlinked ASEAN securities market）を目指すものであり、シンガポール・マレーシア・タイ・フィリピン・インドネシア・ベトナムが参加して開始することが表明されていたが、2009 年 12 月に準備が間に合わないとの理由からインドネシアが参加延期を発表するなど、進捗は遅れ気味である<sup>40</sup>。

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

これらの努力においても、域内諸国の資本取引規制が障害となるほか、以下の問題が指摘できる<sup>41</sup>。①各国の市場発展段階が異なるため、制度インフラで先行するシンガポールの

<sup>40</sup> 域内クロスボーダー取引システム（電子取引網）の構築については、2011 年後半からシンガポール・マレーシア・タイが参加し、2012 年前半にフィリピンが加わる見通しとなっている。インドネシアとベトナムについては未定である（2010 年 12 月 5 日付日本経済新聞）。

<sup>41</sup> 浦出[2007]による。

基準に各国がどこまで合わせられるか、不透明である。②現状では、取引システムの相互接続に対する需要は限られる（大口機関投資家は別ルートで発注が可能である一方、個人投資家のクロスボーダー取引は限定的である）。③市場の連携により ASEAN の存在感を高めることは容易ではなく、基本的には各国市場の整備・拡大が前提となる。④株式取引は債券と異なり証券取引所を介するため、クロスボーダー取引の拡大には証券取引所に関する制度の調和が不可欠となるが、政府が証券取引所を所有・管理する国が多いことから、欧米で進展してきた統合とは異なるものになる可能性がある。

#### **5.4.4 ABMI と ASEAN 株式市場統合の連携の必要性**

今後、アジア債券市場整備においてクロスボーダー取引の阻害要因の軽減や法規制等の調和を図るに際しては、ASEAN の株式市場統合の動きと可能な範囲で連携することが望ましい。両者は、証券関連法制など共有部分も多いとみられる。ASEAN 資本市場統合実施計画では、「④債券市場強化」において他のイニシアティブとの連携を図るとしており、その実現が求められる。



## 第6章 新たなアジア金融協力のための課題

前章で述べた域内金融協力は、アジア通貨危機からの反省を踏まえて実施されたものが中心であった。ところが時代は変わり、現在のアジアは力強い経済成長下にある。域内金融協力の枠組みもパラダイムシフトさせていく必要があるだろう。本章では新しい金融協力の課題について、①域内クロスボーダー取引の促進、②各国社債市場の拡大、③民間協力の推進、の3点を軸に説明する。

特に、①域内クロスボーダー取引の促進と②各国社債市場の拡大は相互発展的な位置づけと考えられる。クロスボーダー取引が促進されることにより、各国の債券市場は流動性が高まり、各国の債券市場の拡大が、各国の債券市場の信認をもたらし、クロスボーダー取引を促進することとなるだろう。

### 6.1 域内クロスボーダー取引の促進

#### 6.1.1 域内クロスボーダー取引促進が目指すところ

域内クロスボーダー取引を拡大し、域内金融統合（regional financial integration）を促進すべき背景として考えられることは、第一に、世界金融危機後の経済情勢変化など、実体経済面の要因である。先進国経済の低迷が続く中、アジア諸国は域内需要を拡大して欧米への輸出主導型成長戦略の修正を図ることが必要であるといわれており、その手段としての金融システム整備が重要となりつつある。これにより、各国の貯蓄投資バランスが変化する可能性があるとともに、内需拡大に伴って実体経済面の域内統合が強まることから、域内金融統合を促進する必要性も増すことになる。

第二に、資本取引面の要因である。先進国からの資本フローへの対処は、アジアにおいて一貫して問題となっている。97年の通貨危機直後は、域内の金融システムを整備して「アジアの貯蓄をアジアの投資に結びつける」ことにより先進国を中心とする域外諸国からの借り入れを減らし、短期外貨借り入れを国内の長期投資に充当する「ダブル・ミスマッチ」を軽減することが重視された。

通貨危機以降、ASEANを中心とする諸国が投資の減少により貯蓄超過となっている（図表 6-1）。その中で、「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だ」という見解がしばしば示された。また、アジアからの対外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、アジアへの対内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。

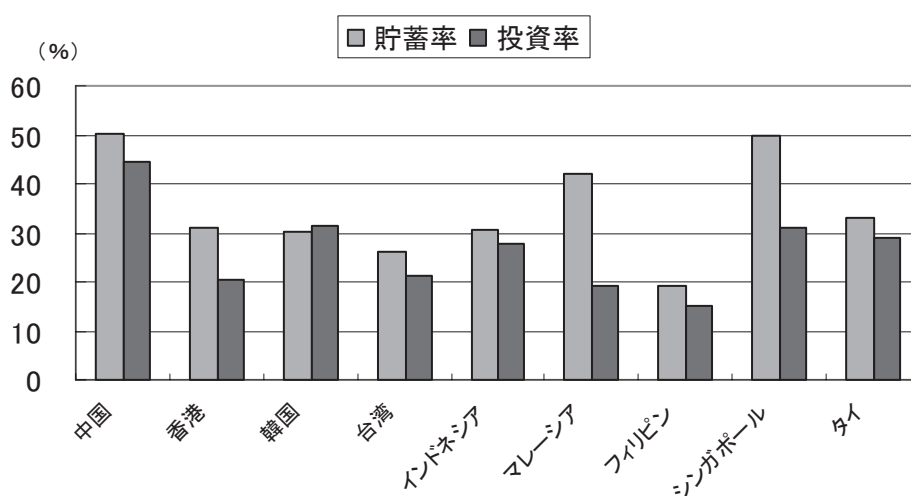
最近では、先進国の金融緩和やアジアの高成長期待から資本流入が大きく拡大しており、域内クロスボーダー取引を拡大して先進国からの資本フローへの依存度を引き下げる意義が増しているとも考えられる。

もちろん、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には、デメリットとともにメリットもある。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、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。

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。以上のことをまとめると、域内金融統合を強化する主な意義は、域内の金融資本市場・金融機関を強化し、(1)域内諸国の投資拡大による経済成長率の上昇や実体経済統合の促進、(2)資本フローを変化させることによる金融面の安定性の確保、を図ることであるといえよう。

図表 6-1 各国の貯蓄率と投資率（対 GDP 比、2008 年）



（出所）ADB, Key Indicators

域内クロスボーダー取引の促進が目指すところは、以下の4点にまとめられる。

第一に、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できる。

第二に、域内の個人や企業が、新たな、より優れた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できる。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。

第三に、アジアでは多くの国が貯蓄超過となっているが、「アジアの貯蓄をアジアの投資に活用する」ことにより、域内の資金配分の効率性が改善する可能性がある。「ASEAN を

一つの資産クラスに」という目的にみられるように、市場統合が進めば規模の経済を得ることができ、新たな投資を招き入れ資金調達コストを引き下げることにも可能となる。

第四に、資金需給の側面からクロスボーダー取引が求められている。先進国は高成長が見込まれる新興アジア地域に対する投資意欲が旺盛であることに加え、アジア諸国はインフラ投資などへの資金需要が強い。資金の出し手・受け手の思いは一致しているのだが、法規制や為替などが障害となっている。障害を取り除き、円滑な資金フローの実現を目指す。

### 6.1.2 求められる各国市場の整備：ボトム・アップ・アプローチ

クロスボーダー取引の拡大を促進するために何が必要かについて、図表 6-2 に示した。このうちの何点かを、以下、本節 6.1.2 から 6.1.5 節にわたって説明する。まず注意すべき点として、異なる市場の統合や規制の調和は非常に困難であり、実現することに大きな意味がある状況にならないければ本格的に進展させることはできない。また、重要なことは、各国市場の整備（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）による発展段階格差の縮小が、統合を推進するための前提になることである。

図表 6-2 クロスボーダー取引を促進するための必要事項

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"><li>1. 各国債券市場の整備による市場発展段階格差の縮小（発行体の規模の拡大、信用力の向上、流通市場の流動性の改善、リスクヘッジ手段、決済システムなど）</li><li>2. 諸制度ならびに市場インフラの変更・調和（資本取引規制、税制、市場関連法規制、格付け等の信用リスクデータ、会計監査基準、決済システムなど）</li><li>3. 地域に焦点を当てた商品開発（例：アジア社債ファンド）</li><li>4. 証券化や信用保証の活用による発行体の信用補完</li><li>5. 域内機関投資家の育成および投資家への情報提供（広報活動）</li><li>6. 通貨に関する諸問題の解決（資本取引の自由化、域内通貨の国際化）</li><li>7. 域内・域外との経済・金融統合のあり方に関する議論の進展（金融統合の費用・便益の議論）、各国の立場・意見の違いの克服</li></ol> |
|--|

（出所）清水 [2010]

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。すなわち、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育成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育成の努力として特に重要なことは、(1)

投資家の売買を容易にするための流通市場の拡大（流動性の向上）、(2)取引コストを引き下げるためのヘッジ手段の整備（特に為替関連デリバティブや通貨スワップなど）、(3)投資家が用いる運用のベンチマーク・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や規制緩和、あるいは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・投資家の育成という観点を常に念頭に置く必要がある。

### 6.1.3 調和・相互承認の枠組みの拡大

調和・相互承認の枠組みの導入・拡大は、ボトム・アップ・アプローチの中核をなす方策である。

調和・相互承認の対象となる分野は、(1)直接インフラ関連（取引プラットフォーム、清算・決済システム）、(2)間接インフラ関連（法規制、格付け機関、会計監査基準、税制）、(3)外国為替規制、に大別することができる。特に、金融規制監督の調和は、困難ではあるがリスク管理の観点からは重要と考えられる。また、調和を実現するためには、各国が国際標準（global standards and best practices）を採用することが一つの選択肢となる。

これらに関し、ABMIにおいて蓄積された重要な成果が、Takeuchi [2005]および Asian Development Bank [2010]（タスク・フォース 4 の GOE 報告書）である。

前者は、日本銀行とマレーシア中央銀行の共同作業として行われ、市場参加者へのアンケート結果をまとめたものである。非居住者の対内投資、居住者の対外投資、非居住者の国内市場での発行に関する阻害要因の検討が実施されている。検討された項目は、①資本取引規制、②税制、③規制の透明性、④ヘッジ手段の利用可能性、⑤清算・決済システム、⑥市場価格の透明性、⑦投資家保護と情報開示、である。全体として、阻害要因に関する包括的な報告書となっている。

一方、後者（GOE 報告書）についての詳細は第 5 章で述べたとおりで、格付け機関・会計監査基準についてあまり議論されていないと思われる点を除けば、この報告書も、ある程度包括的なものと評価できる。

その他の努力としては、第一に、格付け機関に関する ACRAA の活動があげられる。既に第 6 章で述べたように、ACRAA では、各国格付け機関の能力向上のための研修や格付けの調和に関する研究が実施されている。第二に、ABF2 の設立に伴い、資本取引規制の緩和、税制の変更、市場関連法規制・証券決済システム・市場価格の透明性などに関する改善、が実現したことがあげられる。

このように、クロスボーダー取引の拡大に関し、すでに多様な成果が蓄積されたといえよう。ABMF は、GOE レポートの提言に示された目的を果たすために設立されたものだといってよい。

以上の背景を踏まえ、基本的な考え方をまとめる。

第一に、今後、ABMFにおいて、GOE 報告書との連続性を持たせた調査を行っていくことが必要である。ただし、GOE 報告書は、表題が示すように「投資と決済の障害」を示すにとどまり、あらゆる法規制をカバーしているわけではない。したがって、今後、多様なクロスボーダー取引を拡大する上で必要な法規制の変更に関して丁寧に検証し、ルールの変更・調和を図ることが求められる。

第二に、法規制以外の阻害要因に関しては、個別の取り組みが必要である。ABMF のサブ・フォーラムを、現在の 2 つからさらに増やす方法も考えられる。たとえば、格付けの問題については、ACRAA との連携を図り、蓄積されてきた成果を可能な限り生かして調和（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重要である。多様な価値観を取り入れる観点から、新たなサブ・フォーラム（格付け関連に限らない）は、日本以外の国が主導することも検討すべきである。

第三に、これらの努力において、調和に比較すれば相対的に容易と考えられる相互承認の枠組み構築の可能性を探るべきである。特に、非居住者によるクロスボーダー発行を容易にすることや、ファンドパスポート制度<sup>42</sup>を導入することなどが重要な課題となる。

ASEAN が実施している調和・相互承認の枠組み導入の努力との連携も可能な限り実施し、ASEAN のノウハウを生かしていくことが必要である。すでに実現した ASEAN and Plus Standards Scheme の活用などを検討すべきである。

また、欧州の経験を参考にして、調和・相互承認の枠組み導入の戦略を構築することも重要であろう。

第四に、特に決済システムについては、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 のサブ・フォーラム 2 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とともに、長期的な課題として、域内共通決済機関（RSI）の設立に向けて努力しなければならない。

第五に、ABF2 の実績を考慮すれば、ABF の第 3 弾を打ち出してクロスボーダー取引拡大の阻害要因の軽減を実現していくことが期待される。

---

<sup>42</sup> ファンドパスポートについての詳細はコラムを参照。



#### コラム：ファンドパスポート（投資信託の域内相互認証制度）

投資信託委託会社（運用会社）は金融仲介業として、資本市場と投資家の間に立ち、運用判断を通じて分散投資による資金の配分を行いリスクの分散を図っている。これにより資本市場の機能の向上を図る。

近年、新興国においても投資信託制度の発展が著しい。IOSCO（証券監督者国際機構）によれば、新興国の投資信託（対象 31 カ国）の投資信託残高の合計は 07 年末現在 1.94 兆ドル（約 160 兆円）で、同時期の日本の投信残高の 2.7 倍に達していた。特に経済成長著しいアジアでの伸びが著しい。米国や欧州と比較しアジア域内の投資信託市場規模はまだ小さいが、域内投資家層の拡大に伴い着実にその資産残高は増加している。

投資信託は運用においてはグローバルな投資手段であるが、一方販売においては投資家保護の理念の下当該国の規制の枠組みの中で流通するのが基本である。そのため、域内で見ると、投資信託市場が異なった法律体系により市場の細分化が起こる。投資信託ビジネスはその規模に大きく左右されるため、このことは重要な点である。

投資家保護やコンプライアンスなどの商品品質を保持し（あるいはクオリティの高さをブランド化し）かつ域内標準的規制の適用により経済規模を梃子に域内自由販売を可能にし、さらに欧州投資信託市場の拡大に寄与したのが UCITS ファンドといわれるタイプの投信である。

UCITS ファンドとは、「Undertaking for a Collective Investment in Transferable Securities（投資信託に関する欧州委員会指令）」に従って組成されたファンドのことである。投資家保護や開示について共通の要件が定義され EU 加盟国のどこでも販売できる。さらに、その基準がグローバルな標準化となり、域外での販売も増やしている。

オーストラリア政府は、その資本市場強化策（Australia as a Financial Center : Building on our strengths, November 2009）において「投資信託の相互認証」を提言しており、アジアにおけるファンドパスポートの導入の機運が高まっている（第 7 章 提言 7 参照）。

#### 6.1.4 非居住者による発行の拡大

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いく。

しかし、これらはいずれも限定的なものであり、ほとんどの場合、調達した現地通貨は国外に持ち出せない。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いくが、社債発行額に占める割合は数%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の手組み方針となろう。

以上の背景を踏まえ、基本的な考え方をまとめる。

まず各国は、資本取引自由化や通貨の国際化に関する戦略を検討し、その中でクロスボーダー発行の拡大を図るべきである。同時に、通貨スワップなどのヘッジ手段の整備に努め、クロスボーダー発行のコストを引き下げることが重要である。

次いで、国際機関がアジア通貨建て債券発行をタイミングよく実施し、これを市場拡大の触媒とすることが引き続き有効である。特に、アジア開発銀行の **Asian Currency Note Program** を効果的に利用していくことが望まれる。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。

#### 6.1.5 資本取引の自由化や通貨の国際化の必要性

現状、日本・香港・シンガポール以外の域内諸国では、資本取引規制の残存により、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。クロスボーダー取引の拡大を促進するためには、資本取引の自由化や通貨の国際化が不可欠である。通貨の国際化とは、他の通貨との自由な交換が認められることを前提として、貿易取引や資本取引（海外での銀行融資や債券発行など）に用いられるようになることを意味する。

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

債券取引の国際化が進んだオーストラリアの例などをみると、国際化が進む背景として、(1) 国内債券市場が発達していること、(2) 信用力の高い発行体が多く存在すること、(3) 通貨スワップ市場が整備されていること、(4) 長期金利が高いこと、などが指摘できる。このように、国内の金融資本市場および外国為替市場の整備が、通貨の国際化の前提条件となっている。

さらに、外国為替・資本取引の自由化、通貨価値への信頼の確立などが求められる。資本取引の自由化に向かうには、為替レートの柔軟化を含めた健全なマクロ政策運営や国内金融システム整備が前提となる。規制の頻繁な変更は投資家の信認を損なう可能性が高いことから、自由化は長い時間をかけて慎重に進めなければならないと考えられる。

特に、現在、アジアへの資本流入が拡大し、流入規制の強化や債券取引への課税の再導入などを実施する国が増えている<sup>43</sup>。資本取引規制や課税の存在は、クロスボーダー取引拡

---

<sup>43</sup> インドネシアでは、中銀債に投資した場合に 1 カ月以上保有し続けることを義務付けるなどの措置が 2010 年 7 月に実施された。韓国では、6 月と 11 月に銀行の為替先物取引の

大の障害として投資家に最も強く認識されている要因である。

以上の背景を踏まえ、基本的な考え方をまとめておこう。

第一に、各国は、①国内の金融資本市場および外国為替市場の整備（特に、多様な為替関連デリバティブ市場の整備）、②健全なマクロ経済政策運営の確立、③資本取引自由化に関する戦略の立案、などを実施することにより、資本フローの管理と自由化の両立という課題に取り組むことが求められる。

第二に、この問題に関し、域内金融協力場で議論を深めるべきである。クロスボーダー取引の拡大やオフショア市場の創設を実現するには、資本取引の自由化がきわめて重要な課題となる。その意味でも、域内でこれを議論する意義は大きい。

第三に、資本取引の自由化に伴い、緊急時の流動性支援が重要性を増すと考えられ、CMIM を強化することが不可欠である。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強化により 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。まずは AMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office) の早期立ち上げが求められる。

第四に、国内の金融資本市場整備に関しては、社債市場拡大の前提となる無リスクのイールドカーブを確立するため、国債市場の整備を重視すべきである。また、域内諸国の外貨準備の主要な運用対象になるという観点から、国債市場の対外開放を図ることが重要である。国内債券市場に対する海外からの投資を制限している国は、その緩和を真剣に検討する必要がある。

#### コラム：グローバル・ペソ・ボンド

2010 年 9 月、フィリピン政府はグローバル・ペソ・ボンド 10 億ドル相当（期間 10 年）を発行した。額面金額はペソ建てであるが、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、すべて投資家負担となる。

フィリピン国外ではペソ取引が行われないため、資本取引規制の存在とは無関係に債券発行が可能となる。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。

投資家が為替リスクを負担するため、発行体にとってはドル建て発行よりも望ましい。一方、投資家が受ける経済効果はペソで決済する場合と同じであり、また、投資家がこの債券を売却する場合のことを考えれば、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。

グローバル・ペソ・ボンドの発行が画期的なものであることは疑いがなく、為替管理の観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ることも確かであり、当面、

ポジション枠を縮小するなどの規制強化が行われたほか、2009 年に廃止された海外投資家の国債等への投資に関する源泉課税の復活が決定された。また、タイでも、10 月に非居住者の債券投資に関する 15%の源泉課税が再導入されている。

無制限に発行を認めるわけにはいかないであろう。

しかしながら一方で、投資家のアジア投資ニーズは強く、グローバル・ペソ・ボンドなどの形態の債券は、資本取引規制を回避してアジアへの投資需要に応える有効な方法である。発行国の通貨当局が負担するリスクについての議論と併せて、注目されるテーマである。

## 6.2 各国社債市場の拡大

発行体の拡大と投資家の育成に特に留意しつつ、各国ごとの社債市場を一層拡大することが重要である。図表 6-3 は各国社債市場の拡大に関する課題をまとめたもので、このうちの一部について、以下 6.2.1～6.2.6 にて詳述する。

国債市場の拡大に対して、社債市場の拡大は相対的に遅れている。社債の発行体としては政府系企業が大きな役割を果たしており、民間企業の発行には拡大の余地がある。また、業種が銀行やエネルギー・インフラ関連に偏っていることや、低格付け企業の発行もほとんどみられないなど、社債市場には多様性が不足している。特に、民間部門の非金融企業による発行をいかに増やすかが、重要な課題といえる。

もちろん、発行体の多様化を図るといっても、エネルギー・インフラ関連などの企業の資金調達手段として社債発行が適していることは間違いなく、その拡大を促進することも重要である。

図表 6-3 社債市場育成と金融統合に関する課題

### ①前提

- ・発行体の業種は金融機関、インフラ、エネルギーに偏っている
- ・社債発行が拡大するかは、他の資金調達手段との関係もある（銀行融資との関係、株式発行や内部資本調達との関係）
- ・投資についても、リスク・リターン観点から、市場としての魅力が不足している

### ②発行体の拡大が望まれる（「投資家を呼び込む品揃え」という観点が必要）

- ・信用保証メカニズムについては発行体を中小企業に拡大すること
- ・新商品開発
  - 投資信託、個人向け債券、イスラム金融商品、MTN
  - 証券化の活用（例：海外送金の証券化）
  - インフラ整備への債券市場利用を円滑化する商品
  - その他（通貨バスケット建て債券）

### ③投資家については多様化が望まれる

- ・機関投資家の育成（機関投資家向けの広報活動を含む）
- ・個人投資家に対する投資家教育

### ④その他の市場参加者：証券会社、証券取引所、規制当局

- ・証券会社の育成
- ・証券会社や取引所間の情報交換
- ・市場監視の強化、規制当局者の能力構築

⑤直接的な市場インフラを強化させて流動性の改善を図ること

- ・ベンチマーク・イールドの確立（国債市場の問題）
- ・社債市場におけるマーケット・メーカーの確立
- ・デリバティブやレポ市場の整備
- ・決済システムの整備
- ・市場情報システム（債券価格付け機関）の整備

⑥間接的な市場インフラとしては投資家保護の観点を強化

- ・法律や規制の強化、域内での標準化、国際基準の採用  
→規制の透明性、参加者の平等および法律的な保護が保証されること
- ・破産法（債権者保護）
- ・企業情報開示・会計監査基準、ガバナンス、格付け機関、信用リスクデータベース構築
- ・税制（源泉徴収）
- ・アナリストなどの整備

⑦域内クロスボーダー取引の促進

- ・資本取引規制（非居住者による発行・投資）
- ・為替政策（固定か変動か、通貨の国際化をどうするか）

⑧その他：基礎研究（特に企業の資金調達構造）、基礎データ整備、日本の金融市場整備

（出所）清水［2010］をもとに筆者作成

## 6.2.1 内需拡大関連分野での債券市場の利用増加

現在、アジア諸国は、欧米市場への輸出主導型の経済成長戦略を見直し、域内需要を拡大することを求められているが、社債市場の拡大をこの動きと関連づけて考えることが重要である。

内需が拡大すれば資金調達総額が増加する可能性があり、これとともに債券市場整備が進めば、資金調達手段の選択が変化して社債発行が増加することも考えられる。社債発行業種については、製造業の企業による発行増加が期待される一方、発行額の多い業種に注目することが市場拡大のヒントになる。これに該当する金融やエネルギー・インフラ関連などの業種は、内需拡大に密接に関連した分野である。

内需を拡大し経済成長を加速するための投資の中で、重要な位置を占めるのがインフラ整備である。その資金調達のための債券の発行形態としては多様なものが考えられるが、プロジェクト・ボンド（インフラ整備を行う事業体が発行する債券であり、返済原資が事業から得られる収益に限定される点に特徴がある）の発行もその一つである。

内需拡大のための金融システム整備において社債市場の活用を重視することが必要であり、そのことが市場の拡大につながるという形で、内需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。

以上の背景を踏まえ、基本的な考え方をまとめる。

第一に、各国は、社債市場の具体的な活用方法として、インフラ整備の資金調達への利用拡大を重視すべきである。これを支援するために、プロジェクトのリスク評価を行う格付け機関、信用補完の仕組み、証券化の手法、リスクヘッジの手段などを整備することが

必要である。

第二に、各国は、内需拡大に重要な役割を果たす中小企業の資金調達への債券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る。

第三に、日本企業がアジア諸国の内需関連ビジネスに注力する過程で、現地通貨の調達ニーズが高まり、現地で債券を発行するケースが増加することも予想され、日本政府はこれに対する支援を強化することが重要である。

## 6.2.2 発行体のインセンティブを改善する市場インフラ・法規制等の整備

アジアでは、平均的な社債の発行コストが高い。発行コストに関する問題として、①煩雑な発行ルール、②引受業者などに関わる手数料等、③市場の効率性に依存する発行条件の変化、がある。

第一に、発行ルールに関しては、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。たとえばフィリピンでは、公募債の場合、発行認可に3カ月程度を要するのに対して、私募債（投資家が適格機関投資家19社以内の場合）は1カ月以内で発行できるという。このような規制は、私募債発行の柔軟性を確保できる反面、公募債の発行増加を妨げている。私募債は開示義務も少ないため、発行体の透明性という面で問題が生じる可能性もある。

第二に、発行に関する手数料の詳細は、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。これらは国により異なり、また一部の費用は初回発行の場合に高い。さらに、固定費的な性格から、発行額が大きいほど負担は少ない。発行コストが高い場合、中小企業や低格付け企業の発行意欲は損なわれる。

第三に、市場の効率性の問題は、市場を整備することにより参加者が自然に拡大する可能性を意味している。特に、投資家ベースが充実している市場では、発行条件が発行体に相対的に有利になり、発行が増加することが期待できる。投資家に関する問題点としては、以下の点があげられる。①機関投資家については、特に公的な性格を有する年金基金などの社債投資において、格付けや上場の有無などによって投資対象が制限されている場合が多い。②個人投資家については、株式投資を志向する場合が多い、債券の商品内容について十分に理解していない個人が多い、投資できる商品が少ない、などの問題がある。今後、アジア諸国では内需の拡大や所得水準の上昇が見込まれることもあり、個人による投資の拡大余地は大きいと考えられる。たとえば、シンガポール証券取引所は、小口の社債投資を取引所への上場を通じて可能とする仕組みを構築している。③海外投資家については、債券投資に伴う源泉課税が重要な障害となっている場合が多い。



以上の背景を踏まえ、基本的な考え方をまとめる。

第一に、各国は、発行規制の一層の緩和・簡略化に努めるべきである。発行認可・登録等に要する期間の短縮がポイントとなる。最終的には、香港市場のように認可を不要とすることが望ましい。

ただし、一方では、発行体の透明性を確保し、投資リスクを抑制することが不可欠である。たとえば、格付け取得を免除することにより発行コストは低下するが、それは投資家が発行体の信用力を十分に把握できる場合に限定すべきである。

公募・私募のルールをどのように変更すべきかは国により異なるであろうが、ある程度公募債発行が増加するインセンティブを創造する必要がある。

第二に、各国は、引受業者の競争促進に努めるべきである。諸手数料の引き下げは既得権益に抵触する場合もあろうが、証券業者を育成し、競争的な環境を確保することは重要課題である。

第三に、各国は、以下の対策により、投資家育成に努めるべきである。

- ① 機関投資家の育成を強化すること。その資産運用能力やリスク管理能力が向上し、低格付け債に投資することが可能となれば、発行体の信用補完を行うのと同様の効果を持ち、発行体ベースが拡大する。
- ② 個人投資家向けの商品開発や投資家教育の強化などにより、個人投資家を社債市場に取り込むこと。
- ③ 海外からの債券投資を、これに伴う源泉徴収課税の廃止などにより拡大すること。

### 6.2.3 発行体の市場参加能力を高める信用補完

企業が社債発行に参加できない要因としては、企業規模が小さいこと、信用力が低いことなどが大きなものである。したがって、信用保証や証券化を活用した信用補完により市場参加能力を高めることが、発行体ベースを拡大する重要な手段となる。

単独では社債発行が難しい企業に対し、信用補完のために証券化を利用する方法として、債券を原資産とする社債担保証券（CBO）の発行があげられる。多くの債券を集めることでリスクが分散され、投資家のニーズに合った債券を組成できることに加えて、優先劣後構造や第三者による信用補完を利用すれば、個々の債券よりも格付けを高めることも可能となる。これに対し、住宅ローンやクレジットカード債権の証券化においては、原資産の流動性を高めることが主な目的となる。

アジア地域でも、世界金融危機以前には後者のタイプを中心に証券化取引が拡大していたが、危機により証券化や格付けに対する信認が低下し、取引が急減した。しかし、これらの問題はアジアで直接発生したわけではなく、今後、規制強化や情報開示の向上などの世界的な対応を踏まえた上で、証券化取引を活用していくことは可能なはずである。

アジアにおいて証券化取引拡大の障害となっているのは、リスク許容度の高い投資家が少ないこと、法律・規制・税制・会計基準・格付けなどの面で取引の必要条件となるイン



フラが整備されていないこと、などである。具体的な問題として、金融資産の譲渡に関する制約、資産譲渡益に関する認識や課税方法、特別目的会社の活動に関する法律・会計上の規定（たとえば真正譲渡や倒産隔離など）、などがあげられる。

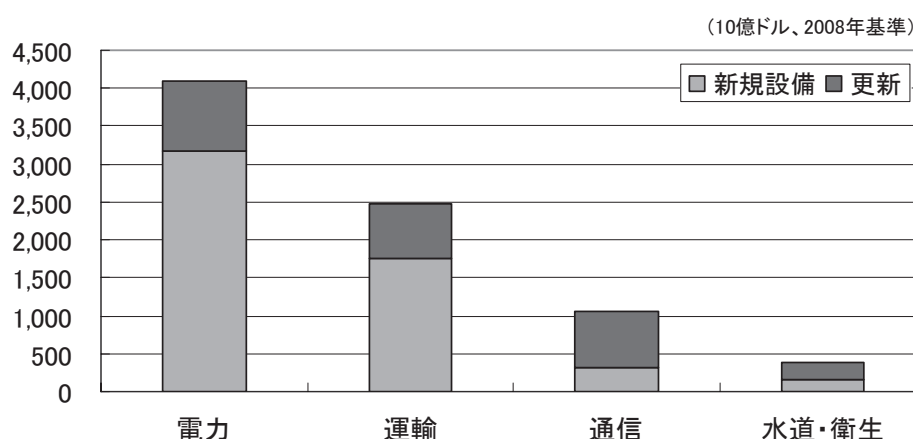
たとえばインドネシアでは、資産の譲渡に関して二重課税の問題が存在する。このため、証券化案件はきわめて少ない状況となっている。フィリピンでも、資産譲渡に関する課税制度の変更について税当局との間で議論が進まないため、証券化に適合した制度の構築が進んでいない。

以上の背景を踏まえ、基本的な考え方をまとめる。

第一に、新設された **CGIF** は、域内諸国の社債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、インフラ整備に関連した債券と中小企業が発行する債券を有力候補として検討すべきである。今後、アジア地域では多額のインフラ需要が見込まれており（図表 6-4）、また、インフラ整備は内需拡大や地域振興などの波及効果があることから、**CGIF** による保証対象としても適切と考えられる。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ている中で、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。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。

図表 6-4 アジアのインフラ投資所用額(2010～2020 年)



(出所) ADB and ADBI [2009] “Infrastructure for a Seamless Asia”

第二に、現状、アジアの流動性は潤沢であり、証券化の拡大が緊急に求められる状況ではないが、各国は中期的な観点に立ち、債券市場の拡大や資金調達手段の整備を図るため、多様な証券化商品の拡大の可能性を探ることが不可欠である。証券化取引を拡大するために、組成者であるオリジネーターの役割を政府機関が担うことも検討に値する。また、証券化技術の進歩が速いこともあり、ABMF など ABMI の多様なフォーラムの場で、これに関する研究や議論を一層深めることが望まれる。

第三に、各国は、信用補完に類似した効果が得られる、企業や市場の透明性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ため、①証券取引法、会社法、破産法などを整備し、投資家の権利に関する透明性を改善すること、②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を含む、企業情報開示の向上を図ること一が必要である。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。

社債市場拡大のために特に重要なのは、格付け制度の整備である。格付け手法などの技術水準は国ごとに異なることから、整備の遅れた国の底上げを図る必要がある。それにより格付けの調和（リージョナル・スケールの構築）が可能となれば、クロスボーダー取引の促進に大いに貢献することになる。

また、信用リスク関連のデータ整備は、これにより原資産のキャッシュフローの予測可能性が高まるなどの効果が得られるため、証券化取引の拡大を促進する上でも重要である。

## 6.2.4 アジアにおける証券化市場の現状と課題

2000 年代に入り、アジアにおける証券化市場は活発な動きを見せ始めた。特に、香港、日本、韓国、マレーシアなどの国々では、住宅ローンや商業用不動産を裏付け資産とした証券化が、韓国では金融機関の不良債権処理を目的とした証券化が活発であった。しかし、それ以外の国々では銀行中心の金融システムに立脚した状況などや証券化に関する法律制度の未整備から証券化の動きはあまり見られない。

証券化とは、属性の類似した資産をプールし、その資産から生み出されるキャッシュフローを、リスクに応じて切り分けし、市場を通じて多数の投資家に転売する。これにより、資産の流動化を可能とし、投資家に対して要求されるリスク・リターンレベルに応じ商品を組成・提供することで、リスクの大幅な分散が可能となるものである。

証券化商品では格付けが大きな役割を果たす。すなわち、証券化案件では、オリジネーターからの信用リスク隔離（倒産隔離）を確保することで、証券化目的会社が独立した信用力を持って資金調達が可能となることから、倒産隔離について法律的な側面も含め検討が加えられる。さらに、証券化された資産から生み出されるキャッシュフローについての評価が格付けに対し大きな判断材料となる。分析ではシナリオ分析を行い、将来予想を加味した格付け評価が加えられる。

図表 6-5 アジア各国における証券化関連の法律・制度整備の状況

	証券化目的会社の設立・資産移転・所有権の対抗要件	証券化適格資産	資産の移転に係る税制	特定の資産について契約不履行時の担保権行使や再所有	証券化目的会社の倒産隔離	証券化目的会社の課税および登記	証券化目的会社による多種類債券（トランシェ）発行制限
中国	1-2	1	1	1	1	1	1
インドネシア	2-3	2	2	2	2	2	2
韓国	5	4	4	3-4	4	4	5
フィリピン	2-3	2-3	1-2	2-3	2-3	2-3	2-3
タイ	3-4	3	3-4	3-4	2-3	4-5	2-3
香港	5	5	4	5	5	5	5
シンガポール	5	5	5	4	5	5	5

（注）1 から 5 で評価。5 は制度整備が十分な程度にあることを示す

（出所）世界銀行

資産の証券化は高度な金融技術（法律の整備体制も含む）が必要となる金融手法であるが、アジアにおいて一部の国を除き、さらに市場整備が必要である。このため、各国とも法律・規則など以下に挙げるように整備を進めているところにある。

図表 6-6 アジア各国における証券化関連の法律・制度整備の状況

中国	証券化関連法の準備段階（2007 年銀行による実験的発行が行われた）
インドネシア	1997 年証券化規則
フィリピン	2002 年証券化目的会社法 2004 年証券化法 2005 年証券化法規則
タイ	1997 年証券化規則 2003 年資産証券化法 2004 年証券化特別目的会社法

（出所）ADB

アジアにおける証券化は有望な市場である。アジア経済の成長は、証券化対象資産の種類やそのボリュームの拡大をもたらす可能性を有する。金融機関においてはリスク管理の高度化に従い証券化手法の取り組みを強化してゆくことが考えられ、また投資家の運用手

段の多様化の中で証券化商品が活用されよう。

一方、証券化をめぐる法律の整備が大きな課題である。また格付け機関の証券化商品の格付けについて、その能力強化も図られる必要があろう。これらの課題解決については、域内協力の枠組みを積極的に活用し市場育成を図って行くことが望まれる。

#### 6.2.5 発行体増加に資する基礎研究

アジア企業の資金調達に関しては、特にアジア通貨危機以降、研究が深められてきた。その一部は、第3章で述べられたところだ。

第一に、エージェンシー・コスト理論に立脚し、企業の財務諸表データを用いた資金調達構造の分析が行われてきた。その成果として、所有の集中度や企業の種類（上場企業、外資系企業、財閥系企業など）により資金調達方法に特徴があるという結論が導き出されている。

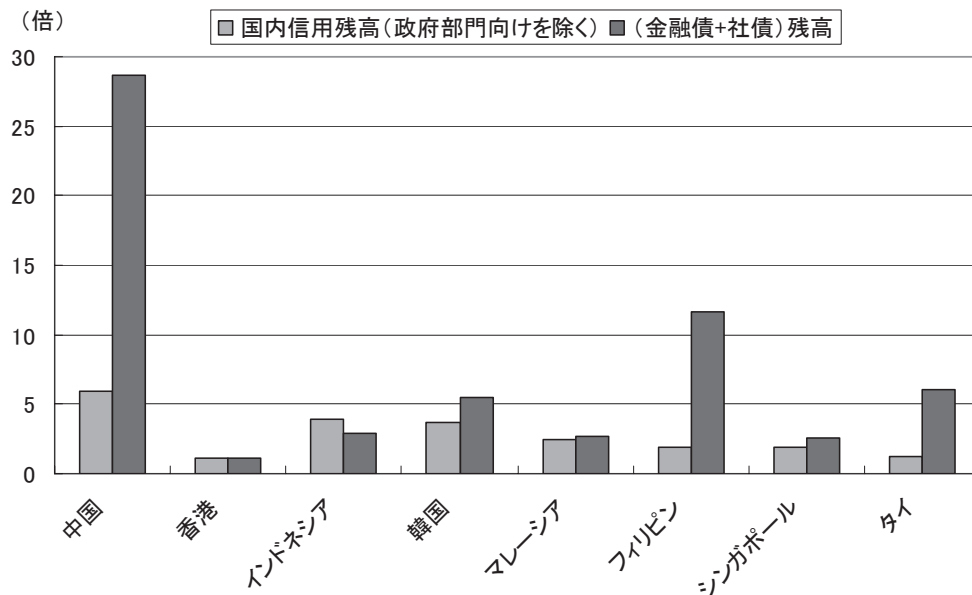
第二に、資金調達源としての銀行部門、債券市場、株式市場、国際金融市場などの関係について、理論的あるいは政策的な観点から、考察が加えられてきた。1997-98年のアジア通貨危機以降、債券市場育成の目的とされてきたのは、海外からの短期資本フローへの依存度を引き下げることに加え、銀行部門に過度に依存した金融システムを変化させることであった。

このように、銀行融資と社債発行は、競合するもの、代替的なものとしてとらえられることが多い。しかし、これは平時を想定した場合であり、金融危機に際しては、両者は補完的なものとしてとらえられる場合もある。

IMFは、世界金融安定報告（Global Financial Stability Report）2010年10月号において、今般の世界金融危機に際し、アジア諸国において銀行融資が抑制され、大企業がその代わりに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。2009年以降、社債発行金利が信用スプレッドの拡大にもかかわらず大きく低下する一方、銀行の最優遇貸出金利が下げ渋る現象が、インドや韓国などで顕著にみられた。

もちろん、このことは、アジア債券市場の整備が完了したことを意味するわけではない。IMFは、社債市場の今後の課題として、平時においても確立した資金調達手段（viable and deep source of funding）となること、特に中小企業の発行を可能とすることをあげている。ちなみに、ASEAN+3諸国の中で1997年末から2009年末までの国内信用残高（政府部門向けを除く）と社債残高（金融債を含む）の伸びを比較した場合、大幅に後者が上回っている国は、中国、フィリピン、タイに限られる（図表6-7）。

図表 6-7 金融資本市場の拡大状況



(注) 97 年末と 2009 年末の比較で残高が何倍に拡大したかをみたもの。

(出所) IMF, BIS

以上の背景を踏まえ、基本的な考え方をまとめる。

第一に、各国は、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。これには、発行体としての企業の立場からの研究、機関投資家の研究、仲介業者の研究など、多様なものが考えられる。

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が果たしている役割についての考察も重要であろう。これは、銀行部門の融資行動やそれに影響を与える規制の動向、金利体系の動向など、多面的な観点から考察することが必要である。また、アジア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、そのことが社債発行の拡大とどのように関係しているか、という点も興味深い。

第二に、欧米先進国の金融システムとの比較も重要である。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。

## 6.2.6 日本市場の拡大への動き

アジア諸国の債券市場の拡大を考慮するうえで、日本自身の市場拡大についても、最近の動きをレビューしておくことにする。

第一に、世界金融危機の発生に伴う国際債券発行の縮小を踏まえ、日本政府はアジア諸国政府のサムライ債発行に対して最大 5,000 億円規模の国際協力銀行保証を供与すること

を表明した。これは MASF（Market Access Support Facility）と呼ばれる（図表 6-8）。国際協力銀行は当初、保証申請期限を 2009 年度末としたが、これを撤廃し、2010 年 4 月以降も引き続き実施することを表明した。さらに、サムライ債発行に対する部分保証に加え、債券の一部取得を行うことを表明した（GATE：Guarantee and Acquisition toward Tokyo market Enhancement）。

図表 6-8 国際協力銀行によるサムライ債発行支援実績

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

（注）これらは、MASF（Market Access Support Facility）と呼ばれる、GATE の前身の枠組みによる実績である。

（出所）国際協力銀行

第二に、TOKYO AIM を活用したプロ向け社債市場の創設が検討されている。これは、2008 年 12 月の金融商品取引法改正法施行により可能となったものである。日本の社債市場には多くの制度的な問題が残っており、それを改善していくことが大きな目的である。

新市場では、英語による情報開示、国際会計基準の採用、開示審査手続きの簡略化などの実施を目指している。発行体としては、公募債、ユーロ債、サムライ債などを発行する企業を想定している。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、プロ向け社債市場は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。

第三に、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」が設置され、公募債市場の問題点に関する議論が行われた。2010 年 6 月 22 日付で、報告書「社債市場の活性化に向けて」が発表されている。

日本証券業協会が指摘した社債市場の課題のうち、新市場の創設に関わるものとして、①MTN やプロ向け市場における社債の発行など、発行される債券の多様化や発行手続きの簡略化を図ること、②低格付け債券の発行が可能となる起債市場の育成、③年間 100 営業日程度しかない起債可能期間を情報開示負担の軽減などにより拡大すること、④英文情報開示の実現や IR の強化などにより海外からの投資を増やすこと、などがあげられる。

第四に、イスラム金融商品への対応が挙げられる。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シンガポール、インドネシア、香港などにおいて取り組みが広がっている。

日本においても、国内でイスラム債発行を可能とするための枠組み（資産流動化法における特定目的信託の制度を利用したもの）が動き始めており、2011 年度の税制改正におい



て税制措置がとられる見込みである。これに向けた関係法改正の検討も、開始されようとしている。

### 6.3 民間協力の推進

アジア債券市場の拡大に弾みをつけるためには、民間部門の関与が一層重要となろう。またアジア内需が拡大する中で、民間が主体的に関わるインセンティブは生じていると考えられる。図表 6-9 はアジア債券市場育成における民間部門の役割をまとめたもので、これらをより具体化していくことが望ましい。

図表 6-9 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、ABMF 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) 日本国内の債券市場の整備（金融機関等）</p> |
|--|

（出所）清水 [2010]

民間の主体的な活動の一例として、日本経団連は 2010 年 3 月 15 日付「アジア・ビジネス・サミット共同声明」の中で「地域通貨金融協力の推進」を提案するとともに、3 月 16 日付「豊かなアジアを築く金融協力の推進を求める～債券市場整備でアジアの成長を支える～」において具体的な取り組み事項を提案した<sup>44</sup>。さらに、域内金融協力推進の取り組み

<sup>44</sup> その内容は域内の内需拡大と金融統合推進という目的に沿ったものであり、① 各国の債券・株式市場整備（市場インフラの整備と規制の緩和、アクターの育成）、② 広域インフラ整備のための民間資金の活用、③ 日本の債券市場の積極的な活用促進（サムライ債市場

継続の結果として、12月14日付「アジア債券市場整備の加速を求める」を発表し、①機関投資家の育成、②金融当局・取引所関係者等の育成、③アジア発のアジア企業の格付けに強みを持つ格付け機関の育成支援、④ABMI の推進、⑤わが国債券市場の活用促進、⑥広域インフラ整備のための民間資金の活用、の6項目に関し提言している。

---

の活用、アジア金融資産の対日投資の促進)、④ 通貨の安定、⑤ 東アジア経済共同体に向けた金融協力の中長期的課題 (債券取引関連の法制の整備と調和、会計制度を含むディスクロージャーに関する制度の調和、信用保証機能の創設・強化、域内の決済システムの整備、域内の格付け機能の整備、情報共有機能の拡充)、となっている。

## 第7章 アジア金融協力に関する提言

冒頭第1章でも述べたように、本研究プロジェクトでは「民間」でどのような金融協力ができるかを研究・議論し、その結果を本章において提言としてとりまとめた。提言をまとめる上で以下の5点を基本的な考え方として重視した。

- (1) 民間の視点から、アジア域内の金融協力の強化を図る
- (2) 新興アジアの市場インフラ整備を促し、域内金融統合の条件を整える
- (3) 域内のクロスボーダー債券取引を活性化させる
- (4) 民間協力を推進する
- (5) 東京市場の国際競争力を向上させる

(1)～(3)の提言は、日本を含むアジア全体に向けたものであり、それらを実現するにあたっては、官・民が一体となって取り組んでいく必要がある。(4)はアジアの民間部門が相互連携を促していくことをめざす。最後の(5)はアジア各国に向けた提言ではなく、あくまで日本に向けた提言である。

## 7.1 提言内容

### 提言概要

#### 《民間主体の取り組み》

##### 提言 1. アジア格付機関（仮称 ACRA）の設立

アジア格付機関（仮称 ACRA）を設立し、アジア域内の格付けの調和を図る。

##### 提言 2. 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

民間レベルで非居住者の債券発行や債券投資に係る課題などを取りまとめ、アジア各国の制度改革を促すための枠組みを作る。

##### 提言 3. CGIF を活用したクロスボーダー商品開発の促進

CGIF のクロスボーダー発行支援により、社債の発行促進や証券化案件の開発を図る。

##### 提言 4. アジア社債インデックス（指数）の組成

インデックス（指数）を利用した金融商品が提供できるように、アジア社債市場の動きを示すインデックスを作成・公表し、利用していく。

##### 提言 5. クロスボーダー債券投資情報の提供

各国の債券市場関連情報を、投資情報として活用できる仕組みをつくる。

#### 《国際機関、政府、公的機関への働きかけ》

##### 提言 6. アジア社債ファンド（官民連携型 ABF3）の創設

アジア域内の企業（公共インフラ・エネルギー企業体などを含む）の発行する社債に投資するファンドを、域内官民共同プロジェクトとして立ち上げる。

##### 提言 7. 投資信託のアジア域内相互認証制度（ファンドパスポート）の導入

投資信託のアジア域内相互認証制度を導入し、域内の投資信託市場の統合を促す。

##### 提言 8. MTN 発行に関する汎アジアルールの設定

民間企業、専門家からなるスタディグループによって、MTN 発行に関する汎アジアルールの設定原案を作成する。

##### 提言 9. アジア通貨バスケット（ACU）建て債券発行

アジア通貨バスケット（ACU）建て債券を発行し、市場育成を図る（国際機関から始める）。

##### 提言 10. 日本の債券市場の国際競争力強化

金融庁、財務省、日本銀行などが相互連携を強化して、日本における債券市場整備のための政策立案・実施を推進する。

## 《民間主体の取り組み》

### 7.1.1 アジア格付機関(仮称 ACRA)の設立

#### (提言)

**アジア格付機関(仮称 ACRA)を設立し、アジア域内の格付けの調和を図る。**

アジア域内において、クロスボーダー取引のための「比較可能な」格付け情報を提供することがますます必要になっている。そこで ACRAA を改組して、あるいは複数の格付機関の協力によるアジア格付機関（仮称 ACRA）を設立して、アジアで発行される債券の信用リスク（デフォルトリスク）の測定を目的とする格付け情報を提供することが考えられる。その際3つの観点が重要だ。第一は、定量分析を行うためのデータ蓄積である。過去3～5年間の企業財務データと業績悪化・改善などの時系列の数量データやイベントデータを実績データとして蓄積し、主要データとデフォルトの時間的関係を国別、業種別、規模別、経済環境別にモデル化して将来実際に発生する累積デフォルト率を安定的に予想する必要がある（累積デフォルト率の正確性と安定性の維持）。さらにデフォルトが発生した場合のロス率（債券保有者の損失率）を推計するためのデータ蓄積も必要になる（バーゼルⅡで使用された先進的手法を参考にすることが推奨される）。第二は専門的なアナリストの養成である。格付けは定量分析だけでは不十分であり、累積デフォルト率の正確性と安定性を維持し、格付けの変更をできるだけ適確かつタイミングよくするために、アナリストによる定性判断が必要である。そのためには、アジアの資本市場やビジネス環境および企業行動などについての専門知識を有するアナリストを養成する必要がある。第三は、健全な組織運営のための財政基盤の充実である。格付機関が格付け手数料から収益を上げることに傾倒し過ぎると、正確かつタイミングのよい格付けを提供するビジネスモデルの追及が損なわれやすくなるからだ。また各国の金融当局には、クロスボーダー債券が発行される場合、他の域内国のローカルカレンシー（自国通貨）建て債券では為替リスクが障害になり格付けが低位になる可能性があるので、この点を克服するための工夫（たとえば大型のクロスボーダー型債券のための共通通貨単位（Asian Currency Unit: ACU）の導入）を行うべきだ。

クロスボーダー取引のための新たな格付機関（ACRA）を設立するに際して、日本の経験を活用することが効率的だろう。日本の主要格付け2社<sup>45</sup>は、グローバルスケールで格付けを行う一方で、アジア企業と似通った日本企業のファイナンスの特徴や慣習を考慮した格付け手法開発の経験を持ち、バーゼルⅡにおける格付け情報の利用などを通じて累積デフォルト率の正確性と安定性を達成する技法を習得している。それらの経験を新たな格付機関設立に役立てることができよう。特に、ACRAA の改組、あるいは新たなアジア格付機関（ACRA）の設立・スタートのためのコストと時間を節約するために、日本の格付け関係者および格付け2社による協力が不可欠であろう。

<sup>45</sup>日本格付研究所（JCR）および格付投資情報センター（R&I）

### 7.1.2 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

#### (提言)

**民間レベルで非居住者の債券発行や債券投資に係る課題などをとりまとめて、アジア各国の制度改革を促すための枠組みをつくる。**

債券市場の整備は各国の発展段階に応じて、発行体の拡大や投資家の育成を図っていくことが望ましい。日系企業が、各国市場で事業展開したり、日本の投資家が資産運用を検討する場合に課題となる点についてとりまとめておくことは、新興アジア諸国の債券市場の発展状況を評価し、利便性の高い市場とするための提案を行う際に有効であると考えられる。

ABMI では、すでに ASEAN 諸国の個別市場の発展のための技術支援 (TACT、JAFTA) や各国別の債券市場報告 (レビュー)、域内のクロスボーダー債券取引に係る市場慣行の標準化及び規制の調和のために設置された ABMF の会合での活動を通じて、各国政府担当で課題を共有し、改善に向けた取り組みをおこなっている。

その動きを促進するためにも民間企業レベルで非居住者の債券発行や債券投資に係る課題などをとりまとめて、ABMI 等の地域協力イニシアティブ活動への提言を行ったり、各国の経済団体を通じて、政策当局者に伝え、技術支援も併せて制度改革に結び付けていくことも一方策として考えられる。

例えば、以下のような事項について現状・課題などを定期的にとりまとめておくことが考えられる。(項目は 日本銀行委託調査 野村総合研究所 『EMEAP8 市場における投資障壁の洗い出しに関する調査』2008 年より)

#### (1) 各種規制

- 外国為替規制：為替取引に関する規制
- 資本規制：証券の取得に関する規制、元本・利益の送金に関する規制
- 信用供与規制：投資に際しての国内金融機関からの信用供与に関する規制
- その他

#### (2) 法制度の整備状況

- 会計基準：国際的なベストプラクティスの適用度合い
- 情報開示の範囲・適時性：国際的なベストプラクティスの適用度合い
- コーポレート・ガバナンス：国際的なベストプラクティスの適用度合い
- 格付け：格付け取得の範囲、格付けに対する信頼など

#### (3) 税務・財政の状況

- 税制：外国人投資家に対する利子の源泉徴収課税、取引税など



- 手続き：税務申請手続きの簡素さなど

#### (4) インフラの整備状況

- 価格情報：民間（Bloomberg 等）、自主規制機関（取引所等）、公共（中銀等）による価格情報の整備状況
- デリバティブ市場：為替デリバティブなどヘッジ手段の整備状況
- 清算・決済：無券面化、DVP、決済サイクル短縮等、国際的なベストプラクティスの適用度合い

#### (5) その他

- 取引慣行
- 言語障壁
- 規制の透明性

### 7.1.3 CGIF を活用したクロスボーダー商品開発の促進

#### (提言)

**CGIF のクロスボーダー発行支援により、社債の発行促進や証券化案件の開発を図る。**

CGIF の信用保証により、社債の新規発行案件が増加するとともに、新たな債券形態による資金調達が増加が期待される。その一つが資産の証券化である。

アジアにおける資産の証券化は、未だ発展途上にある極めて有望な分野だと考えられる。経済成長とともに証券化の対象となる資産の増大が期待されるからである。

近年、所得水準の上昇とともに住宅取得が増加し、住宅を担保とした抵当債権が拡大している。また、消費の活発化に伴いクレジットを利用した消費が拡大しており、銀行におけるクレジットカード債権が増大している。これらの債権は証券化の対象資産となるものである。これらの資産をプール化し、さらにそのキャッシュフローを担保にして元本や金利の支払いを債券として組成されたものが証券化商品である。

CGIF の信用保証に対しては、次の 3 点が期待される。

第一点は、証券化に関する制度整備の推進役となることである。アジアにおいては、証券化市場がまだ発展段階にあり、破産法や特別会社法など証券化をめぐる法律や規則の整備が不十分だ。また証券化商品市場が小さいため、投資家が積極的に投資する規模へ育っておらず、投資判断を行うためのデータの蓄積がなく信用格付けにも困難さがある。

第二点目は、アジア域内のクロスボーダー取引の推進役としての期待である。実物面で、域内経済の相互依存関係が進展すると、資産（証券化商品の対象）のクロスボーダー取引が進み、証券化商品による資金調達のクロスボーダー取引も並行して進むからである。

第三点目は、域内債券市場育成とともに中小企業支援や途上国開発支援を促すことができる。欧米における信用保証制度は、債券市場育成とともに経済政策のツールとしてその役割を担ってきた。中小企業向けの保証を活用した金融支援としては、ヨーロッパ投資ファンドや米国中小企業庁（SBA）の保証プログラムなどが例としてあげられる。発展途上国の経済開発支援の手段としては、海外労働者送金を担保として発行された債券（労働者送金の証券化）があげられる。すでにブラジル、ジャマイカ、カザフスタン、メキシコ、ペルー、トルコなどで 150 億ドル以上の発行実績があり、アジアにおいてもその可能性が議論されている。

#### 7.1.4 アジア社債インデックス(指数)の組成

##### (提言)

**インデックス(指数)を利用した金融商品が提供できるよう、アジア社債市場の動きを示すインデックスを作成・公表し、利用していく。**

すでにいくつかの投資商品組成において債券インデックスが利用されている。たとえばアジア債券ファンド(ABF)は、中国、香港、韓国、タイ、マレーシア、シンガポール、インドネシア、フィリピンの現地通貨建ての政府および準政府機関が発行する債券で運用される債券型上場投資信託であり、アジア債券インデックスをベンチマークにしている。このインデックスは、インターナショナル・インデックス・カンパニー・リミテッド(IIC)により組成、公表されている「iBoxx ABF 汎アジア指数」をベンチマークとしている。

アジア社債インデックスは次の利点をもつ。①投資家は社債インデックスによりアジア社債市場の動きをモニターできる。②投資家は社債インデックスとの比較により保有するアジア社債関連の金融商品との運用収益率の比較が可能となる。③運用会社や金融機関はこれらの社債インデックスを利用しアジア社債向け投資の金融商品の開発が可能となる。

一方、アジア諸国の債券市場は発展段階が多様であるため、単純に社債市場時価総額で投資配分を決定することができない。そこで「iBoxx ABF 汎アジア指数」では、「時価総額だけでなく、市場の流動性、国のソブリン格付け、市場の開放性を考慮し、規制、法的および財政状況、各市場の取引や決済のインフラ等を考慮に入れる」(<http://www.abf-paif.com/>から引用) ことにより修正を加え、投資可能なインデックス(Tradable Index)の策定を行っている。

このようにしてインデックスを組成していけば、アジア債券市場への相互理解を深めることができ、域内市場統合形成を促す一つのステップにもなると考えられる。

#### 7.1.5 クロスボーダー債券投資情報の提供

##### (提言)

**各国の債券市場関連情報を、投資情報として活用できる仕組みを構築する。**

近年、特に世界的な低金利傾向により機関投資家のみならず個人投資家も債券への投資スタンスを強めている。世界的な金融危機以降、間接金融依存から直接金融へのシフトを反映し、2009年に入りアジアにおいて社債発行が活発となっている。

このような環境を背景として、アジアのいくつかの証券取引所は債券取引情報の提供体制の整備を進めている。タイ債券協会、シンガポール証取、インドネシア証取、フィリピン債券取引所は、債券市場関連情報の提供強化を重要な課題としており、進展も見られるところである。ADBは、すでにAsian Bonds Onlineを通じ、各国の債券市場に関するデータの提供を行っている。

そこで、各国の債券市場関連情報を集約して、アジア域内の投資情報として提供していけば、潜在的な投資需要を掘り起こせるものと考えられる。とりわけ、クロスボーダー取引を活性化させるための投資情報を発信していくことが必要である。

まず、域内クロスボーダー取引を仲介するブローカーズ・ブローカーの仕組みの導入の検討を提言したい。域内業者間の債券取引を仲介するとともに、各取引所と連携して、債券情報や取引価格情報を提供することで透明性の高いクロスボーダー取引の推進をはかることができるようになるだろう。

将来的には、アジアにおける債券市場関連情報を一元的に集約し価格情報を公表することにより透明性の高い債券市場の育成を目指すことが望ましい。

## 《国際機関、政府、公的機関への働きかけ》

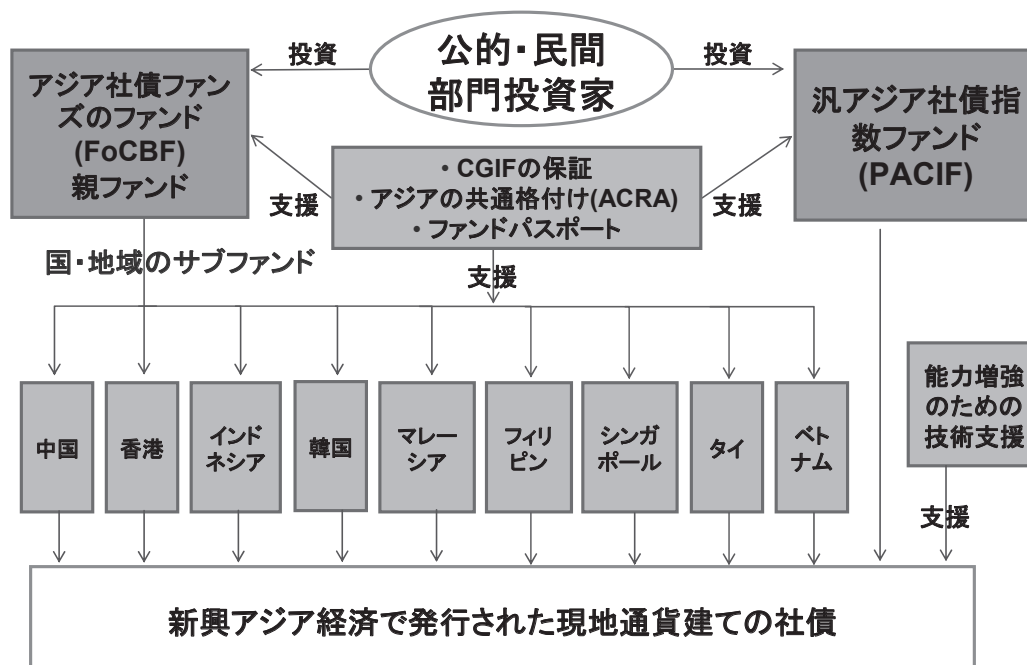
### 7.1.6 アジア社債ファンド(官民連携型 ABF3)の創設

#### (提言)

アジア域内の企業(公共インフラ・エネルギー企業体などを含む)の発行する社債に投資するファンドを、域内官民共同プロジェクトとして立ち上げる

アジア債券ファンド(ABF2)をさらに発展させた「アジア社債ファンド」を創設することにより、社債のクロスボーダー取引の活性化を促進し、新たな投資対象の開発を目指すことができる。

図表 7-1 官民連携型 ABF3



(注 1) 投資対象国は検討課題。段階的に組成を進めることも検討

(注 2) BIS が公的・民間部門投資家による社債ファンド投資のファンド管理機関として機能する余地がある

(注 3)  の部分はすべての投資家に開放される予定

(出所) 筆者作成

「アジア社債ファンド」はその名の通り、アジア域内の企業（公共企業体を含む）の発行する社債に投資するファンドである。運用は投資証券の有利性、流動性、安全性などを考慮した運用を行い、新たな投資家層の開拓を図るとともに、市場の流動性強化を通じた市場育成を目指す。また域内において運用会社やインデックス組成会社さらには域内格付けを活用することも含め域内の機関を積極的に活用することで仲介機関の能力向上も期待

される。以下アジア社債ファンドの特徴を列挙する。

第一に、それは民間がイニシアティブをとって各国の政府・中央銀行や国際機関などとともに進めるによるプロジェクトである。ABF2 が官主導によるプロジェクトであったのに対し、「アジア社債ファンド」創設は域内官民共同プロジェクトとして立ち上げることで、市場参加者の相互理解を一層進展させることが可能となり、域内投資家へのアクセスも効率的に高めることができる。

第二に、ファンド運用やインデックス組成にあたり利用される信用格付けについてリージョナル・スケールを行っていく。投資対象や投資家を主としてアジア域内で想定しており、リージョナル・スケールでの格付け基準を採用する。

第三に、ファンドの組成地での証券登録が域内で相互的に認証される仕組み（通称：ファンドパスポート）を導入する。投資家の参加を幅広く募ること、現地投資家の運用力の強化を目指すこと、域内投資家の協力体制の確立を図ることを目途として、域内の投資信託登録制度の相互認証制度を進める。

第四に、投資可能性（投資家・投資対象）の拡大を図るために CGIF を積極的に活用する。2011 年にも開業が予定されている CGIF を活用することで多様な発行体需要を顕在化し、域内での地名度が低い社債でも投資家の積極的な投資を促すことが可能となる。その発行者情報の蓄積は格付け能力の向上にもつながる。

第五に、社債市場の育成に向け、国際機関を通じた技術支援を行う。アジア域内の社債市場の育成について、民間の視点から技術支援プログラムを行うことがその主眼だが、技術支援負担については国際機関の参加を仰ぐ。

官民連携型 ABF3 を中央銀行の外貨準備やソブリン・ウェルス・ファンドの運用対象とすることは、アジアにおける社債市場の発展を加速させることはもとより、金融システムの安定化政策の観点からも効果的であると考えられる。



### 7.1.7 投資信託のアジア域内相互認証制度(ファンドパスポート)<sup>46</sup>の導入

#### (提言)

投資信託についてアジア域内相互認証制度を導入し、域内の投資信託市場の統合を促す。

アジアにおけるファンドパスポートの導入を提言する。その意義は以下の3点にある。  
①国内およびクロスボーダーファンド産業（運用会社などファンドビジネスに関連する産業）を創造することにより金融証券市場の育成・強化を図れる。②域内貯蓄の投資への転換を図る。③域内の仲介機関の専門性の向上を図る。

ファンドパスポートを具体的に推進するに際して留意すべき点として、ファンドパスポートは二国間での当事者国の規制の調和を重ねるアプローチの帰結として成立する枠組みではなく、アジアの細分化された投資信託市場を段階的に統合してゆくプロセスとして捉えられるべきである。そのためには多国間の議論の中で将来的なビジョンを共有しながら、域内諸国の異なる投資信託市場の発展段階や証券規制のレベル等を踏まえつつ、進めてゆく必要がある。さらに、規制当局者間の連携はもとより、実務者レベルも関与した形での証券登録、ディスクロージャー、商品の適合性、投資家保護等についての合意形成が必要となる。

---

<sup>46</sup> 本提言は、APEC 債券市場育成フォーラム（2010年5月）における発表を参考としている。

#### 7.1.8 MTN 発行に関する汎アジアルールの設定

**(提言)**

**民間企業、専門家からなるスタディグループによって、MTN 発行に関する汎アジアルールの設定原案を作成する。**

現在は、アジア域内で MTN を発行しようとする、個別国での現地通貨建て債券発行となるため、各国の債券市場の規制当局によって監督されている。しかし、アジア全体でのクロスボーダー債券取引の整合性ある発展のためには、汎アジアで自主的な発行ルールを作り、それをもとに、各国規制の見直しを同時に進めていく活動を図ることが必要である。

現状では、ABMF の活動を通じて、制度の標準化・規制の調和を図っていく方法があるが、その活動を促進するために、MTN の発行経験のある国の民間企業、専門家からなるスタディグループをつくり、そこで規制の調和の推進とともに標準化、自主規制の在り方などの検討をしていくことが有用である。

### 7.1.9 アジア通貨バスケット(ACU)建て債券発行

#### (提言)

**アジア通貨バスケット(ACU)建て債券を発行し市場育成を図る(国際機関からはじめる)。**

東京証券取引所上場後の ABF2 の資産増の動向から、通貨リスクの分散された商品へのニーズが観察されている。このニーズを汲み取り、さらに流動性の高い商品を提供すべく、ACU 建てによる債券発行を提言する。

ただし、ACU 建て債券発行には多くの課題が存在する。

第一に、オフショア市場で ACU 建て債券を発行することになるため、通貨の国際化が実現していない場合には、大きな障害になる。しかし、こうした通貨に対しては、ABF2 の際に人民元建て債券への対応で見られたように、特例を設けてクロスボーダー取引を認めていくことが考えられ、それが本格的な資本取引自由化への契機となる可能性がある。

第二に、原資産はアジア諸国の国債、政府機関債、社債等とされているが、その他にも域内金融機関のローン債権や資産担保証券 (ABS) などが考えられる。原資産の信用力評価基準や法律関係などについては共通化させていくことが望ましい。すなわち、ACU 建て債券を組成する前提として、原資産を提供する各国の市場インフラの整備および調和が求められる。原資産の価格の透明性も確保される必要がある。

こうした課題は、民間の創意工夫と官との協力により、乗り越えていくことができよう。まずは地ならしとして、アジアの複数通貨を含む証券の構築から始めることが考えられよう。例えば、提言6の「官民連携型 ABF3」もその好例と言えよう。

ただ ACU が構成されても、それが信認を得るにはやはり時間を要するため、国際機関などが率先して ACU 建て債券を発行していくことが望ましい。また、通貨バスケット建て債券が議論される際には、通貨制度も合わせて議論する必要があると考える。為替制度は、将来のアジア債券市場を展望するに際して、最も重要な観点の一つであるからである。

#### 7.1.10 日本の債券市場の国際競争力強化

##### (提言)

**金融庁、財務省、日本銀行などが相互連携を強化して、日本における債券市場整備の政策立案・実施を推進する。**

日本は、域内金融協力に大きな役割を果たしているが、国内の債券市場整備を図り、アジアの発行体や投資家の利用を促すことも重要な課題である。

このような努力として、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の保証供与、②日本証券業協会による「社債市場の活性化に関する懇談会」の設置、③TOKYO AIM を活用したプロ向け社債市場の創設が検討、などの動きが見られる。

これに加えて、さらなる社債市場整備の努力が必要だ。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連する利便性などが判断材料となるが、より一層の市場整備を進めることにより、海外の発行体・投資家にとっても魅力的な市場が形成されることが期待される。

第一に、アジア域内の金融システム整備は着実に進捗しており、市場間競争は激化している。こうした中、日本でも関係省庁等（金融庁、財務省、日本銀行など）が連携を強化し、強固な政策意思の下、海外の発行体・投資家にとって使い勝手のよい市場の整備を進めることが必要である。加えて、日本市場に関する広報活動の強化、アジア企業による債券発行・株式上場の誘致、海外投資家向けの優遇策実施などが重要と考えられる。

第二に、海外の市場参加者にとって、日本経済・市場が何物にも代えがたい魅力を持つようになる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が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、実体経済面で域内統合が強化されることが、円への需要を高め、クロスボーダー取引を拡大させるために不可欠だろう。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。

第三に、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。これを実現するために、前提となる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。

第四に、その際、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。現状、ABMF において、各国市場の存在を前提にその調和を図るボトム・アップ・アプローチに基づき、クロスボーダー取引促進に向けた取り組みが進展している。日本としては、この動きを十分に踏まえ、それに可能な限り協力しつつ、アジアの一員として日本市場の整備を図るスタンスが求められる。アジア諸国との「競争と協調のバランス」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という視点が重要である。すなわち、すでに述べた日本市場の諸問題を解決するとともに、必要な法規制や市場インフラの変更および調和（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。

「アジアの基準」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調査し、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 のサブ・フォーラム 1 における各国制度の調査の進展が注目される。

## 7.2 将来展望

新興アジアの経済成長とともに、域内の金融資本市場の整備も急速な展開を見せている。そこに 2 つの特徴が観察される。第一は、域内の金融資本市場が、高成長を背景とした旺盛な資金調達需要と豊富な域内貯蓄に基づく投資意欲を仲介する場として、実体経済の裏付けのもとで急速に拡大・発展していることである。第二は、域内での経済の相互依存の緊密化とともに域内通貨での資金循環が増加していることである。債券市場の発展と域内統合深化のためには、民間部門の視点からの金融協力が必要とされる。

本研究報告では様々な提言を行っているが、重要なことは、いかにして迅速にその実現を図っていくかにある。すでに ASEAN+3 の ABMI や EMEAP の ABF あるいは APEC など官によるイニシアティブでは、一定の成果が挙げられている。その上で、民間部門が積極的に参加することで、アジア債券市場育成のスピードがさらに加速することが期待される。

特に本研究プロジェクトの過程で明らかになった一つのことは、格付けのグローバルスタンダードがアジアの実情を反映していないこと。その解決に向けての方策として、格付け基準の域内標準化が重要だということである。格付けは債券の発行費用に直接影響し、投資における重要な判断基準として利用され、さらに金融商品開発や金融機関のリスク管理においても重要な役割を果たす。格付けはデフォルト確率を通じてリスクスプレッドを形成する役割が期待されている。格付け基準を域内で標準化することは、アジア債券市場育成の根幹部分をなすという認識は、今回の研究過程で行ったアジアの実務家とのヒアリングにおいても多く聞かれたところである。

さらにアジア経済の高成長を背景とした民間の資金需要の高まりによって、域内の新規の社債発行額が大幅に増大していることも明らかになった。社債発行は、2010 年第 3 四半期に前年同期比で 5.7% の増加を示した。発行体の内訳を見ると、金融部門とともにインフラ向けや、消費財メーカーの資金調達ニーズが大きくなっている。特にインドネシアやシンガポールの社債市場では海外ファンドを通じた投資が拡大している。市場開放によって、海外投資家が参入し、市場流動性の改善につながっていることが注目される。

アジア債券市場の将来を展望すると、社債市場の育成が喫緊の課題である。そのための市場インフラの一層の整備が求められる中、CGIF が創設されることになり、官民連携の市場育成の場として ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) の活動が進んでいる。こうした努力を後押しするために、さらなる官民連携を通じた「市場による市場育成支援」が重要だ。

本研究報告では、アジアの発行体と投資家双方のニーズに立脚した上で、官民連携型のプロジェクトとして「アジア社債ファンド」(ABF3) の創設を提言している。「アジア社債ファンド」の創設は、この報告書で掲げた多くの提言を実行に移さなければ、実現できないため、象徴的な重要性をもっている。

「アジア社債ファンド」の目的は、アジア域内の格付けの標準化、アジア社債指数の創設、ファンドパスポートの導入などを通じて、アジアをより有力な投資対象とし市場育成



を図ろうとするものである。CGIFの信用保証機能を活用することにより、モラルハザードに留意しつつも域内の新たな発行ニーズの顕在化を図るとともに、信用データの蓄積を進めることも可能となる。新興アジア諸国・経済に進出している日系企業にとっては社債発行が容易になり、日本の投資家にとっては投資機会の拡大になる。また、市場の発展が遅れている途上国に対しては技術支援で貢献することもできる。

2010年にアジア諸国のビジネス界のトップが一堂に会し開催された「第一回アジア・ビジネス・サミット」では、債券市場育成の重要性、特に格付けの問題について議論されたところだ。この問題意識をさらに発展させるために、2011年の「第二回アジア・ビジネス・サミット」に向けて、本研究報告に基づいた積極的な提言がなされることを期待する。アジアのビジネス界が一丸となって、アジア債券市場の発展と地域統合に向けた行動を早急にとっていくべきだと考える。

以 上

## 参考文献

- ADB and ADBI [2009], *Infrastructure for a Seamless Asia*. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Allen, Franklin and Douglas Gale [2000], *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, Cambridge: Massachusetts.
- Aoki, Masahiko [2001], *Towards a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press, Cambridge: Massachusetts.
- ASEAN Capital Markets Forum [2009], *The Implementation Plan*.
- Asian Development Bank [1999], *Rising to the Challenge in Asia: A Study of Financial Markets*, Vol.1 An Overview, Manila: Asian Development Bank.
- Asian Development Bank [2010], *Asian Bond Markets Initiative Group of Experts (GoE) Report for Task Force 4*, Apr.
- BIS [2002], *The Development of Bond Markets in Emerging Economies*, BIS Paper, No.11.
- BIS [2006], *Developing Corporate Bond Markets in Asia*, BIS Paper, No.26.
- Bolton, P. and X. Freixas [1999], *Equity, Bonds and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information*, Journal of Finance, 56, pp.87-130.
- Boot, Arnoud W.A. and Anjan V. Thakor [1997], *Financial System Architecture*, The Review of Financial Studies, Vol.10, No.3, pp.693-733.
- Booth et al. [2001], *Capital Structures in Developing Countries*, The Journal of Finance,
- Claessens et.al [1998], *Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia's Financial Crisis*, PRWP, World Bank.
- Claessens et al. [1998], *East Asian corporate growth, financing and risks over the last decade*. Policy Research Working Paper, WPS2017. The World Bank, Washington, DC.
- Diamond, D.W. [1991], *Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt*, Journal of Political Economy, Vol.99, pp.689-721.
- Diamond, D.W. and P.H. Dybvig [1983], *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, Journal of Political Economy, Vol.91, pp.401-419.
- Flannery, M.J. [1986], *Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice*, Journal of Finance, Vol.41, pp.19-38.
- Hart O. and J. Moore [1989], *A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital*, Quarterly Journal of Economics, Vol.109, pp.841-879.

- Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein [1993], *The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Financing in Japan*, NBER Working Paper, No.4421, NBER.
- Kawai, Masahiro [2009], *An Asian Currency Unit for Regional Exchange-Rate Policy Coordination*. In Duck-Koo Chung and Barry Eichengreen, eds., *Fostering Monetary & Financial Cooperation in East Asia* (Singapore: World Scientific Publishing, 2009), pp. 73-112.
- Kawai, Masahiro and Jong-Wha Lee, eds. [2010], *Rebalancing for Sustainable Growth: Asia's Postcrisis Challenges*. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Lee and Park [2009], ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration No.34
- Lee et al. [2000], *The Determination of Corporate Debt in Korea*, AEJ
- Levine, Ross [2004], *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper Series, No.10766, NBER.
- Levine, Ross. [1997], *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, Journal of Economic Literature, Vol. XXXV, pp.688-726
- Mieno [2006], *Fund Mobilization and Investment Behavior in Thai Manufacturing Firms in the Early 1990s*, AEJ.
- Phuvanatnaranubala, Thirachai [2009], *Implementation Plan for ASEAN Capital Markets Integration*, 27 Apr.
- Rajan and Zingales [1995], *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, The Journal of Finance
- Rajan Raghuram G. and Luigi Zingales [2001], *Financial System, Industrial Structure, and Growth*, Oxford Review of Economic Policy, Vol.17, No.4, pp.467-482.
- Shimizu, Satoshi [2010], *The Development of Asian Bond Markets Since the Global Financial Crisis – Significance and Challenges*, Pacific Business and Industries “RIM” No.38, Japan Research Institute, Dec.
- Stiglitz, Joseph E. and Bruce Greenwald [2003], *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press.
- Takeuchi, Atsushi [2005], *Study of Impediments to Cross-border Bond Investment and Issuance in Asian Countries*, paper from Asian Bonds Online, Dec.
- World Bank [2001], *Finance for Growth*, New York: Oxford University Press.
- Yoshitomi, Masaru and Sayuri Shirai [2001], *Designing Financial Market Structure in the Pacific Region*, ADB Institute Working Paper 15.

- 池尾和人・財務省財政総合政策研究所編 [2006]『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- 浦出隆行 [2007]「ASEANにおける市場間連携の動きと今後の課題」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』、Winter
- 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』Vol.23, No.2
- 奥田英信、三重野文晴、生島靖久 [2010]『開発金融論』日本評論社
- 奥田英信・三重野文晴 [2009]「東南アジアの金融発展：開発金融パラダイムの変化と多様性」寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴『アジアの経済発展と金融システム』東南アジア編,東洋経済新報社
- 黒沢義孝 [1985]『債券格付けの実際』東洋経済新報社
- 黒沢義孝 [2007]『格付け講義』文眞堂
- 黒沢義孝 [2009]『格付け情報のパフォーマンス評価』梓出版社
- 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
- 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
- 首藤恵 [2008]「マレーシア企業の資金調達とコーポレート・ガバナンス」『アジアの経済発展と金融システム』東洋経済新報社
- 永野護 [2005]『新アジア金融アーキテクチャ』日本評論社
- 福田慎一 [2003]『日本の長期金融』有斐閣
- 三重野文晴 [2006]「東南アジアの工業化、直接投資と企業の資金調達」経済研究
- 三重野文晴、布田功治 [2010]「タイ金融システムの変容―国際経済環境の変化、成長戦略との相互関係―」国宗浩三編『国際資金移動と東アジア新興国の経済構造変化』IDE-JETRO 研究双書 No.591 ※原データはタイ証券取引所および Business on Line Ltd., (2005 年時点)
- 藪下史郎 [1995]『金融システムと情報の理論』東京大学出版会
- 吉井一洋・古頭尚志 [2007]『よくわかる新 BIS 規制』金融財政事情研究会

## 参考:アジア各国訪問先一覧

本研究プロジェクトの活動の一環として、2010年10月18日～11月9日の期間でタイ、香港、韓国、シンガポール、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピンの8カ国に訪問した。本報告書には訪問先との議論によって得られた知見、アイデアなどが織り込まれている。ここであらためて訪問先の方々に感謝の意を表したい。

以下に訪問先の一覧を記す。

### ■ タイ

- 10/19 Thai Rating & Information Service
- 10/19 JSCCID (商業・工業・金融合同常任委員会)
- 10/19 Bangkok Bank
- 10/20 Thai Bond Market Association
- 10/20 Bank of Ayudhya PCL

### ■ 香港

- 10/21 Hong Kong Monetary Authority
- 10/22 Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

### ■ 韓国

- 10/25 Korea Capital Market Institute
- 10/25 Daiwa Capital Markets (ソウル支店)
- 10/26 Federation of Korea Industry
- 10/26 Korea Rations Corporation
- 10/26 Shinhan Financial Group

### ■ シンガポール

- 10/28 Oversea-Chinese Bkg Corp Ltd
- 10/28 State Street Global Advisors
- 10/29 PSA corp Ltd
- 10/29 Daiwa Capital Markets Singapore Limited
- 10/29 United Overseas Bank
- 10/29 Singapore Exchange Limited

■ インド

- 10/28 Bank of India
- 10/28 National Stock Exchange
- 10/29 ICRA Limited
- 10/29 Daiwa Capital Markets India Private Limited
- 10/29 Religare Asset Management

■ インドネシア

- 11/1 PT. Bank Permata Tbk
- 11/1 PEFINDO (PT Pemeringkat Efek Indonesia)
- 11/2 KADIN (The Indonesian Chamber of Commerce and Industry)
- 11/2 Indonesia Stock Exchange

■ マレーシア

- 11/3 Rating Agency Malaysia Berhard
- 11/3 AMMB Holdings Bhd
- 11/3 CIMB

■ フィリピン

- 11/5 Rizal Commercial Banking Corporation
- 11/5 日比経済協力委員会 (PEX、Trust Officer Association、Fund Manage Association、  
Philrating、Bankers Association、ALCANTRA Group)
- 11/5 Asian Development Bank
- 11/5 San Miguel Corporation
- 11/8 Bank of the Philippine Islands

以 上



## アジア債券市場整備と域内金融協力

21 世紀政策研究所 研究プロジェクト  
(研究主幹：河合 正弘)

2011 年 2 月発行  
21 世紀政策研究所

東京都千代田区大手町 1-3-2  
経団連会館 19 階 〒100-0004  
TEL: 03-6741-0901  
FAX: 03-6741-0902

ホームページ : <http://www.21ppi.org/>



21世紀政策研究所

The 21st Century Public Policy Institute

正誤表

	誤	正
23 頁 下から 2 行目	2010 年現在世界の格付機関数は <u>112</u> (46 カ国・地域) で、うちアジア地域に <u>38</u> (15 カ国・地域) の格付機関が存在している。	2010 年現在世界の格付機関数は <u>113</u> (46 カ国・地域) で、うちアジア地域に <u>39</u> (15 カ国・地域) の格付機関が存在している。
24 頁 下から 3 行目	なおアジアの格付機関設立に際して、あるいは設立後においても <u>14</u> の格付機関がムーディーズ、S&P、Fitch、R&I、JCR などの出資や支援を受けている。	なおアジアの格付機関設立に際して、あるいは設立後においても <u>15</u> の格付機関がムーディーズ、S&P、Fitch、R&I、JCR などの出資や支援を受けている。
24 頁 図表 2-10	2001 年 : <u>0</u>	2001 年 : <u>1</u>
25 頁 Thailand	Thailand( <u>1</u> ) <1993> <u>Thai Rating &amp; Information Services Co.Ltd(TRIS)※</u> <1993>	Thailand( <u>2</u> ) <1993> <u>TRIS rating Co.Ltd※</u> <1993> <u>Fitch Ratings (Thailand) Ltd. &lt;2001&gt;</u>
25 頁 15 countries	<u>38</u> rating agencies	<u>39</u> rating agencies

## 研究主幹に聞く

## 「アジア債券市場整備と域内金融協力」プロジェクト 日本からアジアの国々への発信

昨年3月のアジア・ビジネス・サミット（経団連主催）共同声明を受けてスタートしました「アジア債券市場整備と域内金融協力」プロジェクトについて、河合正弘研究主幹に聞きました。（インタビュー：鈴木典之・同プロジェクトメンバー／大和総研シニアコンサルタント）

——私どもは、本プロジェクトの一環として、昨年10月から11月にかけてアジア8か国の36関係機関・企業を訪問し、現地の金融関係者と債券市場の状況と域内の民間による連携協力の可能性について意見交換をして参りました。高い経済成長と活発な資金流入を背景に、アジアの債券市場の拡大は、今後大いに期待できるとの印象を持ちました。アジアの金融資本市場は、今どのような方向に向かっているのでしょうか。

アジア各国は、1997 - 98年にアジア通貨危機に陥りました。それまで、国内の長期投資の資金を海外からの多量の短期外貨建て資金に頼っていたために、それが引き上げられると金融システムはきわめて困難な状態に陥りました。また、銀行部門に対する規制・監督の枠組みも十分ではありませんでした。そこで、この10年間、アジア各国は、短期性資金の借入れを少なくするとともに、銀行システムの強化に努めた結果、2007年8月から始まった世界金融危機ではさほど大きな影響を受けずに済むまでにな

アジア開発銀行研究所所長

河合正弘氏



りました。そうした一環として、現地通貨建て債券市場の育成が始まり、銀行市場だけに依存するのではないシステムが次第に広がりを見せてきています。過去10年間でここまで進展したことを考えますと、今後の10年間では爆発的な拡大が期待されると思います。

——この間、河合先生は、世界銀行チーフエコノミスト、財務省財務総合政策研究所長、アジア開発銀行研究所長としてアジアの金融資本市場強化に取り組んでこられて、一番強く感じたことは何でしょうか。

アジア通貨危機当時、欧米の人たちからは、アジアの金融システムはクローニーキャピタリズムでいい加減だから危機に陥るのも当然だという声も聞かれましたが、今回の世界金融危機では、債務担保証券（CDO）のような複雑な金融商品が出てきて、格付機関のあり方も含めて欧米の金融機関も大きな問題を抱えていたことが明らかになりました。こうした実態を目の当たりにして、深みのある信頼性における金融システムを築くことがいかに重要であるか、また、金融システムは、特定の金融機関やバンカーのためにあるのではなく、実物経済の産業・サービス部門を

## What's new

11月17日▶ シンポジウム「COP16の行方と25%削減の影響」を開催しました。

11月▶ 報告書「2020年の家庭分野における二酸化炭素削減可能性に関する調査」を公表しました。

12月10日▶ シンポジウム「新しい雇用社会のビジョンを描く—競争力と安定：企業と働く人の共生を目指して」を開催しました。

12月17日▶ シンポジウム「中国経済の成長持続性—いつ頃まで、どの程度の成長が可能か？」を開催しました。

### 【シンポジウム 開催予定】

1月17日▶ 「国際租税制度の世界的動向と日本企業を取り巻く諸課題」

2月3日▶ 「戸別所得補償制度—農業強化と貿易自由化の『両立』を目指して」

2月14日▶ 「新しい社会保障の理念(仮称)」

※1月1日付けで石附賢実主任研究員、高田健太郎研究員、11日付けで浜田毅士研究員が着任しました。



タイ・ボンド・マーケット・アソシエーション（右側）との懇談

支えるためにあるべきだということを痛感しました。そのためには、銀行と債券市場が金融システムの車の両輪となるように、バランスをとって成長してい

くことが重要で、アジアは、今、その道を着実に歩んでいます。これは、新興アジア諸国に進出している日本企業にとっても、資金調達手段の多様化の上で重要です。

——アジア債券市場の育成は、実際にはどのように進捗しているのでしょうか。

新興アジア諸国の高い経済成長と、インフラ関連や環境改善関連の投資拡大を反映して、アジアの資金需要は、今後、膨大なペースで伸びていくことが見込まれます。アジア開銀および同研究所によれば、2010 - 20 年の期間で新興・途上アジアではインフラ関連のみで 8.3 兆ドルの資金需要が見込まれます。年間 7500 億ドル（約 63 兆円）にも上ります。これは世銀、アジア開銀、JBIC や JICA など公的機関だけで賄える金額ではありませんが、アジアには十分な貯蓄があります。したがって、アジアの貯蓄を域内の投資に結び付けていくことが重要な課題になっています。

アジア通貨危機後発足した ABMI（アジア債券市場育成イニシアティブ）や ABF（アジア・ボンド・ファンド）の大きな成果として、ソブリン債・準ソブリン債の発行市場が拡大して、イールドカーブが描けるようになってきました。社債市場も、当初考えられていたよりも早いペースで拡大してきています。機関投資家を育てるなど投資家の多様化も進められています。

さらに、アジアの格付けの比較的低い企業の債券発行を信用補完してバックアップする CGIF（ABMI の信用保証・投資ファシリティ）も動き出しつつあり、これによって社債発行の厚みが増すことが期待されます。

——そうしたアジア債券市場整備の動きは、日本の金融市場強化にもつながるのでしょうか。

日本の家計部門の金融資産は 1450 兆円、そのうち預貯金は 800 兆円に上っています。このいわば休眠状態の資金をダイナミックに成長していく新興アジアに投資していくことができれば、日本の家計部門の貯蓄を生産的に活用してハイリターンを得ることが可能になります。

そのためには、東京市場でアジアの経済金融情報を蓄積

するとともに、より一層開かれた市場にして、内外の企業や公共団体、機関投資家、個人投資家が資金の運用・調達を行いやすくする必要があります。東京市場でタイの政府機関や企業がバートン建債を発行したり、サムライ債市場に多くのアジアの発行体呼び込める環境をつくるべきです。アジアでは、香港、シンガポールに加えて、これからは上海など、金融市場間の競争が激しさを増していきます。そうした中で日本だけ何もしないでいると、東京市場は取り残されてしまいます。国内にこれだけの貯蓄があるので、それを有効活用して利益をあげていくべきです。

—— ABMI や ABF では、これまで政府や公的機関が中心となって推進されてきましたが、今後は民間の役割も重要になってくるのではないのでしょうか。

おっしゃる通りで、こうした公的な取り組みも民間の企業や投資家が関心を持ってくれないと機能しません。企業からすれば、債券市場が整備されることによって、設備投資やインフラ投資のための長期資金調達が可能になります。また、日本やアジア NIEs だけでなく、これから高齢化が進む中国などの家計部門にとっては、長期安定的な資金運用の手段が必要になります。したがって、民間の方々が、アジア債券市場の育成に関して様々な提言を行って、政府・公的機関の施策に民間の見方を反映させていくことが今後ますます重要となります。

——今回まとめる報告書は、英訳して第 2 回ビジネスサミットに提出される予定ですね。

アジア債券市場の育成・発展に関して、日本から発信していくことが重要です。アジアの各国で、アジア通貨建て債券市場に対する関心が高まってきており、各地で関連のシンポジウムやコンファランスが数多く開かれています。しかし、日本人の姿はあまり見られません。アジアの国々にとって、日本のとくに民間の方々がどう考えているのか知る機会が少ないのです。これは、寂しいことであり、おかしいとも思います。今回の報告書のような形で、日本の民間の人たちがどう考えているのか、アジア債券市場の育成・発展にどう関わっていきたいのか、ということを他のアジアの人々に示すことは非常に重要です。その点、大変期待しています。

## インタビューを終えて

改めてアジア債券市場の発展可能性を認識する一方、金融市場間競争において日本は取り残されてしまうという危機感を抱きました。本プロジェクトが訪問したアジアの金融関係者の期待に少しでも沿うとともに、東京市場の活性化にも役立つものになればと思っています。第 2 回ビジネスサミットでの研究報告が楽しみです。