

21世紀政策研究所新書—16

シンポジウム

# アジア債券市場整備 と域内金融協力

# 第80回シンポジウム（2011年3月3日開催）

基調講演

## アジア債券市場育成の現状

7

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ  
アジア地区リージョナルディレクター

ホン・チエン

報告

## アジア債券市場整備と域内金融協力

31

21世紀政策研究所研究主幹／  
アジア開発銀行研究所所長

河合正弘

## アジア債券市場の発展に向けて

### 【パネリスト】

日本大学経済学部教授

黒沢義孝

三井住友銀行証券ファイナンス営業部副部長

飯田 純

野村総合研究所未来創発センター第2戦略研究室長

広瀬真人

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ

ホン・チエン

アジア地区リージョナルディレクター

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

### 【モデレータ】

21世紀政策研究所研究主幹

河合正弘

## ごあいさつ

21世紀政策研究所は、わが国が当面するさまざまな課題に取り組んでいます。

今回のテーマである「アジア債券市場整備と域内金融協力」については、経団連が二〇一〇年三月、アジア11の国・地域の経済団体代表者の参加を得て、東京で第1回アジア・ビジネス・サミットを開催した経緯<sup>(注1)</sup>があります。そこで「アジアの持続的成長により世界の繁栄を築く」という共同声明<sup>(注1)</sup>が発表され、その中でアジア債券市場の問題について、格付機関など必要なインフラ整備のあり方を検討することが合意されました。

これを受け、21世紀政策研究所では二〇一〇年六月、アジア開発銀行研究所の河合正弘所長に研究主幹をお願いして研究会を立ち上げ、主に民間としてどのような

(注1) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/016.html> をご参照

協力ができるかという視点から議論を重ねるとともに、8カ国を訪問して意見交換をしてきました。その成果が、今回の報告書にまとめられています。この報告書は英訳して、第2回アジア・ビジネス・サミットに提出することになっています。

二〇一一年三月三日に開催しましたシンポジウムでは、当研究所の研究成果をご報告するとともに、「アジア債券市場整備と域内金融協力」について幅広く議論をしていただきました。

初めに、シンガポールからお招きしたステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズのホン・チェンさんから「アジア債券市場育成の現状」についてお話しいただきました。そのあと河合研究主幹から報告書の概要をご説明いただき、引き続き、当研究会のメンバーである日本大学の黒沢義孝教授、野村総合研究所の広瀬真人さん、大和総研の鈴木典之さん、並びにホン・チェンさん、三井住友銀行の飯田純さんに加わっていただき、パネルディスカッションを行いました。

「アジア債券市場」に関する活発な議論が、アジア債券市場育成の一助となることを祈念しております。

二〇一一年四月

21世紀政策研究所理事長 森田富治郎

基調講演

# アジア債券市場育成の現状

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ  
アジア地区リージョナルディレクター

ホン・チエン

本日のテーマは、アジア債券市場の発展です。債券はあまりおもしろくないアセツトクラス（投資対象資産）だと思われるかもしれませんが、実はそうではありません。

2011年は債券市場もいろいろな発展が予想されており、多くの企業にとって、大きなビジネスチャンスになります。私が所属するステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、全世界で機関投資家を中心に、ソブリン・ウエルス・ファンドや、アジア各国の中央銀行関係をカバーする運用会社で、世界中でおよそ2兆ドルの資産預かり規模になっています。

### ここ数年で大きく進捗したアジア債券市場整備

まず、ここ数年間に起こったアジア債券関係の発展、それから将来の発展について多少述べて、なぜこの発展が重要なのか、特に日本の企業や機関にとってどうし





ホン・チェン氏

て重要なのかを説明したいと思います。

図表1（10ページ）は、過去5、6年のアジア債券市場における主な推移を示したものです。主要分野についていくつかイニシアチブがとられているので、ここにまとめました。その中には、より広範な市場の発展に目を向けたものもありますし、マーケットのインフラに重点を置いたものもあります。また、プロジェクトやイニシアチブの中には、域内の金融安定を主眼としたもの、アジア域内で貯蓄をどう還流させるかという話も入っています。

最初に「アジア・ボンド・オンライン」につ

图表 1 Key Achievements and Development Focus

Date	Achievements	Main Areas of Influence			
		Broad Market Development	Improving Market Infrastructure	Regional Financial Stability	Recycling Savings in the Region
2004	Asian Bonds Online	✓	✓		
2005	ADB Global MTN program	✓			✓
2005	ABF2 launched	✓	✓		✓
2009	ABF2: PAIF cross-listing on TSE				✓
2009	Chiang Mai Initiative Multilateralization			✓	
2010	ASEAN+3 Macroeconomic and Research Office			✓	
2010	ABMI GoE report	✓	✓		
2010	Credit Guarantee & Investment Facility		✓		✓
2010	Establishment of ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF)	✓	✓		✓

Source: SSgA

いて説明します。そもそもこのプロジェクトは、ADB（アジア開発銀行）が主宰してASEAN+3で走り出しました。アジア債券についての情報を持ち寄る形で、民間部門の方々も利用できるようになっているので、のぞいたことのない方はぜひオンラインに入って見てください。アジアの債券について、いろいろなデータがありますし、広範な情報が掲載されていますので、投資家の方々には貴重なツールセットになると思います。

さらに主要な展開が2005年に見られました。ADBのグローバルな「ミディ・ム・タム・ノート（MTN）プログラム」です。その目的は、市場を広範に育成することですが、それに加えて、アジアの貯蓄をアジア域内で回そうという概念が入っています。ADBは、MTN（中期手形）の起債の標準化、集約化などを行ったわけです。特に契約書類、トレーディング、決済などさまざまな事項に関して標準化を進めたのです。ですから、アジアの投資家からすれば、ADBのグローバ

ルMTNがずっと買いやすくなり、アジア域内の貯蓄をアジアで回すことができるようになったのです。

もう一つ重要なことが2005年に起こりました。第2回目のABF（アジア債券ファンド）である「ABF2」です。これは11のアジアの中央銀行——もちろん日銀も入っていますが——が集まったイニシアチブで、9つの現地通貨建て債券で運用するファンドを対象に、アジアの中央銀行が共同で20億ドルを投資しました。そのうちの一つのファンドをわが社が運用しています。「汎アジア債券インデックス・ファンド（PAIF）」として10億ドルでスタートし、いまは25億ドルぐらいになっています。

ABFには重要な特徴があります。それは政府の投資のみならず、民間の投資も誘引するものだということです。本日お話があると思いますが、社債についても似たような構想が出ています。これによって、公的部門だけではなく民間部門からも

投資を増進していきたいという狙いがあります。

私どもは2009年にPAIFを東証に重複上場させていただいて大成功を収め、数々の日本の機関投資家がこのファンドに投資してくださいました。重複上場の目的は、なんといってもクロスボーダーの投資を増進することです。個人投資家、機関投資家を問わず、日本の投資家がアジアの現地通貨建ての債券に投資を行います。ABF2によってさらに、アジア発の貯蓄をアジア域内で使うことが可能になりました。

2009年にはまた、非常に重要なことが起こりました。「チェンマイ・イニシアチブ・マルチ化」の発表です。このイニシアチブは、通貨スワップのメカニズムをつくることを目的とし、1200億ドル規模がコミットされており、米ドル建ての通貨を現地通貨建てにスワップする——これによって各国は、米ドルベースの短期流動性を確保でき、域内金融安定化を図ることが可能となります。

そして2010年に起こったのが、ASEAN+3の「マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO）」の設立です。これはチェンマイ・イニシアチブの下でいろいろなサーベイランスを行っていくことから、サーベイランス・メカニズムの一環としてつくられたものです。AMROの目的は、第一義的には各国・地域における経済状況の審査を行うこと（どういう経済の脆弱性があるのかの検証）です。そして万が一、チェンマイ・イニシアチブ・マルチ化の資金が必要になって発動させるときには、その国がきちんと融資条件を守っているかどうかを審査されることになります。これは、世界全体の金融安定にも寄与する動きです。

さらに2010年、非常に広範な調査に基づいた「ABM」（アジア債券市場育成イニシアチブ）の専門家グループ報告（GOE report）が出ています。市場インフラと広範な市場という二つの点をテーマに、オペレーションや決済上の問題で、アジアでどのようなバリアがあるのかを特定したものです。重要な提言も出ていま

す。これに関しては、各国の政府としても検討しており、アイデアがたくさん出てきました。事務的なオペレーションの効率を、どうすればさらに向上させることができるのか、その方策についても考えられています。この報告書もやはり、広範な市場を開拓・育成していきたい、さらに市場インフラも整備していきたいという狙いを込めています。

2010年は、「信用保証・投資ファシリティ（CGIF）」の設立という重要な出来事もありました。これはASEAN+3の下でつくられたものです。コミットされた資本は7億ドル。債券の起債などをするときにこのファシリティを使って、信用補完を行うことになっています。これを使ってさらにクロスボーダー投資を促進する、そしてアジア発の貯蓄をアジア域内で使うことが目途とされています。

最後に2010年に起こったことは、これもABMの延長線上の努力で、「ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）」ができたことです。設立の理由

は、アジア債券について官民の対話を促進して、イニシアチブ間のコーディネートを行っていくとともに、今後さらにアジア債券市場の発展をみようというものです。この点は後ほどもう少し詳しくお話しさせていただきます。

この5年間にこのようなイニシアチブがとられてきたわけで、アジアの各政府はとてもよくやったと評価されるべきです。いろいろな努力を払い、それが奏功して大きな進展につながったのです。そして忘れてはならないのは、ここに入っているプロジェクトの多くに民間部門が絡んでいること、そのおかげでアジア債券の環境が改善されているということです。今後、特にアジア債券が育成されるにつれ、この点がさらに重要なテーマになってくるでしょう。

## 現在進行中、検討中の多彩なプロジェクト

将来的なプロジェクトについて、少し考えてみたいと思います。ABMFを例に



して、いくつかのイニシアチブをご覧いただきます（18ページ図表2参照）。まず、ここでの大きな問題、特に政策担当者にとっての問題は、せっかくついたこの勢いをどうやってキープしていくか、この6年間の成果をどうやって今後も続けていくかです。

例えば、アジアの債券市場をさらに改善していくために、現在、ASEAN+3の枠組み、もしくはその他のアジアのフォーラムにおいて、(0)から(5)が検討されています。

一番上の(0)は、すでに稼働中のものです。3カ月前にABMFで決定が下され、市場構造や規制について情報収集をして、近々公表される予定になっています。目的は、法的なルールとか、オペレーション上の慣行とか、いま分散しているアジア債券の情報を集約しようというものです。

検討中の新しいイニシアチブとしては、(1)新しい債券指数（ボンド・インデックス）

図表 2 ABMF Initiatives Under Discussion

Initiative	Main Areas of Influence			
	Broad Market Development	Improving Market Infrastructure	Regional Financial Stability	Recycling Savings the Region
(0) Information Collection on Regulations and Market Structure	✓ (underway)	✓ (underway)		
(1) New bond indices	✓			✓
(2) Regional common issuance program	✓	✓		✓
(3) Asian Funds Passporting	✓	✓		✓
(4) Public capital projects: [a] Corporate Bond Fund [b] Cross Holding Fund [c] Pathfinder Fund	✓ ✓ ✓		✓	✓
(5) Regional credit rating agencies		✓		✓

Source: SSgA

の作成があります。指数はとても重要で、これがあると指数を活用する人たちは、目に見える形でアイデアを出すことができ、アセットクラスが何を代表しているのかわかりやすくなります。さらに重要なのは、ファンドマネージャーはそれをベースにして、商品開発・組成を行えます。ただ、政策担当者の持っている懸念は、これはアジアの話ですが、多くの既存の指数はあっても広範性に欠けることです。代表性が足りない、いまのASEAN+3の地域全体を網羅する形にはなっていないことが問題になっています。それから、特にアジアでは、インフラ・プロジェクトなど、アセットクラスとして興味深いものがあるのに入っていないことが問題です。ですから、アジアのもっとふさわしい新しい債券指数をつくろうということで、いま検討が進んでいるわけです。

(2)のイニシアチブは、地域ベースで共通の起債を、アジア債券としてやったらいいのではないかという話です。現在のところ、投資銀行はアジア市場用にアジア債

券を起債するうまみがないとして、あまり意欲がありません。投資銀行は、どちらかというとユーロボンド起債とか、非アジア市場で起債するほうが、うまみがあると思っています。そこで、共通プログラムをつくり、アジア各国の発行体に共通の規制の下で起債してもらい、それに投資する。それをアジア全体の市場で、より容易に、より広範に売り出す。こうした考え方はアジア発の貯蓄をアジア域内で還流させていくということで、重要な意味を持ちます。投資銀行もそれだけやりやすくなるし、アジア債券をアジアの投資家にも買ってもらうこともやりやすくなります。

(3)のイニシアチブもおもしろいと思います。アジア・ファンド・パスポートイングと呼ばれる考え方で、投資信託をつくって、それをアジア域内で広範に販売できるようにしようというものです。アジア域内の相互認証制度です。考え方は非常に簡単です。例えば在シンガポールの投資家は、香港もしくは日本で組成したファンドになかなか投資できません。また、日本では、日本の特別な登録要件が課せ

られているので、それを満たさないと、香港やシンガポールで設立されたファンドを買いだいたいと思っても買えず、ハードルが高いのです。しかしそれでは域内の協力の点であまりにもよろしくない。もっと改善できるのではないか。そこで、あとで詳しくお話したいと思いますが、相互認証をやるうではないかということになったのです。新たな信託商品について、アジア域内で相互認証制度が促進できれば、アジア域内で貯蓄をもっと有効活用できることになります。

(4)はアジア域内政府から資本を出してもらう、公的資本プロジェクトと呼ばれるものです。いま数々のアイデアが出てきていますが、政府から資金を出してもらう、インフラ整備を立ち上げ、効率をアップするのが主眼点になっています。

まず「a」は、政府が社債ファンドをつくるというアイデアです。この目的は、アジア域内で社債の流動性を上げる。発行体に対して、もっと容易に社債の起債を考えてもらう。もってアジア全体で社債に対する投資を促進するというものです。

これについてものちほど詳しく述べさせていただきます。

「b」は、域内の政府が対象になっているクロス・ホールディング・ファンドと呼ばれているアイデアです。私も興味を持っていますのですが、この目的とするところは、政府が外貨準備を最適化できるようにし、もっと効率よく使えるようにすることです。いまアジアの中央銀行間には6兆ドル分の外貨準備がたまっていますが、ほとんどが米ドル建て、もしくはユーロ建てで持たされています。環境的には、アメリカの経済や財政状況はかなり懸念を持たれる状況になっています。ユーロも非常に問題が多い。ということは、外貨準備をもっとアジアの現地通貨建ての債券に入れることを考えるべきだということではないでしょうか。

ただ、アジア現地通貨建ての債券はまだ少量しかありません。いまのところアジア債券市場は5兆ドル規模ですから、受け皿としてはまだ小規模です。そこで、クロス・ホールディング・ファンドを使って政府が債券を起債し、相互に持ち合うと

いうものです。そして、相互持ち合いで最適化を図るのです。

「C」は、パスファインダー・ファンドをつくることです。ストレステストと呼んでもいいと思いますが、アジア市場でファンドをつくり、広範な投資ガイドラインを適用してみて、どこまで行けるか見てみるというイメージです。市場がたくさんできるかもしれないし、結果として投資ガイドラインで非常に複雑な構造ができてくるかもしれませんが、あくまでも現在のルールをストレステストし、どこまで行けるかを見るわけです。本当にバリアになっているのか、バリアだったらどうすれば除去できるのかということも併せて考えていくことを目指しています。

最後の(5)は、まさにいま検討中ですが、域内格付機関をつくったかどうかという考え方です。一般的に言ってアジアの政府は、現状の格付けのあり方について、その役割や質に大いに憂慮の念を抱いています。特にリーマンショックのあと、世界的に格付機関が問題視されていることから、アジアの多くの政策担当者たちは、域

内格付機関ができないか、もっとアジアにフォーカスし、アジアの発行体にフォーカスを当てるような形にできないかと考えています。また、アジアの外にある格付機関はどうしてもバイアスを持ちやすいので、そのバイアスを除去したいと思っています。域内で格付機関ができれば、アジア発の貯蓄はさらにアジア域内で使うことができるようになります。

このようにアジア債券を取り巻く環境は、これまでさまざまな展開があり、にぎやかです。市場インフラの展開、市場の育成などについても、いろいろな作業が行われています。広範な市場インフラ及び市場構築についての取り組みが進んでおり、これは今後もさらに維持していかなければいけません。まだまだ途半ばです。また、せっかく実績を積んで市場インフラや市場そのものもだんだん育ってきたわけですから、これを土台にし、もう少しフォーカスをシフトしていくこともできるだろうと思っています。



アジアにおける金融協力・協調の余地は大きい

私は域内の政策担当者と話をして感じるのですが、貯蓄を還流させようというところがさらに注目を集めています。その際いろいろなことが留意点となってきました。

第1に域内で、目に見える形で投資家に便益を届けることができれば、投資家の選択肢が広がり、投資家はいろいろなオプションを持って行動することが可能になります。

また、民間部門の果たす役割が増します。例えば効率を上げて投資家にも使いやすくさせる。そしてそれによって投資がもつとこの地域に集まることになれば、それだけ民間部門も大きな役割を果たし、新しい商品を組成して、この地域内で相互販売を図る道が拓けることになります。

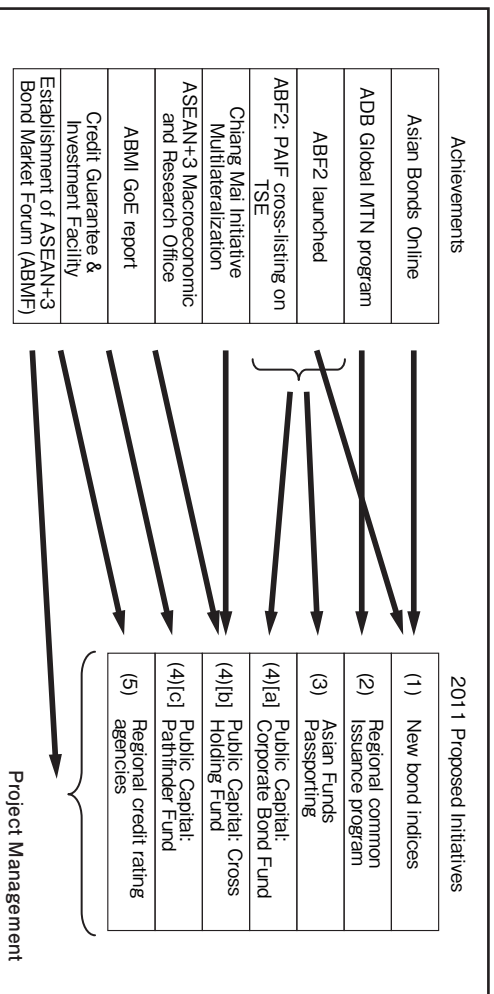
これはアドホックで暫定的に起こっていることではなく、大きな流れの中で起こ

っていることです。新しい指数づくりも、アジア・ボンド・オンラインから出てきたデータをベースにして展開してきた話です。アジア・ボンド・オンラインがせっかくあるわけですから、これを使って簡単にインデックス商品、もしくはインデックスをつくっていくこともできると思います。

ほかにもいろいろイニシアチブが進行中で。それは過去の土台、実績をベースにここまで来たわけで、皆つながっています（図表3参照）。ABMFもできて、これが調整機関を務めています。その位置づけとしては、いろいろな管理・運営をやっており、コーディネーター的な役割を担っていると言えます。

過去の実績を土台にして、こういうものをさらに膨らませていくべきです。今後これをテコにしてより成功を収める展開を実現すべきです。お互いの相互連関度が強いので、協力・協調の余地も大きいのです。アジアでは強力な金融協力の余地がまだまだ残されています。

表 3 Linkages Between Past Achievements and Future Initiatives



Source: SSGA

例えば、アジア・ファンド・パスポートの話申しあげました。P A I F の重複上場にあたり、東証もいろいろ研究されました。P A I F はシンガポールで設立されたファンドではありますが、重複上場により、日本投資家向けのプロダクトにもなることができました。そのほかにもいろいろな教訓を得ています。今後、外貨準備を有効活用していかなければいけないので、その面でも民間部門は必ず大きな役割を果たしていくでしょう。したがって、官民協力の可能性は、強く有望だと思っています。

今後数年、わくわくする展開が期待される

域内の当局は、アジアで金融危機が起こって以来、この13～14年でかなりの実績を積み重ねてきました。これは大きく評価すべきであると思います。

さまざまなイニシアチブがありますが、2010年に特に弾みがつきました。重

要なのは、過去においてもそうでしたが、今後、さまざまなイニシアチブにおいて民間部門の果たす役割がますます重要になるということです。

最後に、経団連にとってこうした努力がどうして重要かということをしあげたいと思います。より効率的な、そしてより広範な土台を持ったアジア通貨建ての債券市場ができれば、企業の財務担当者の方々もよりハッピーになるのではないのでしょうか。各企業のファイナンスング・オプションも幅広くなるうえ、対象国も広がり、したがって流動性も高まります。現地通貨建て債券についても、また、海外のオペレーションにも役立つことになるのではないのでしょうか。

企業人は政府に対して、常にバリアを撤去してほしいと望んでいます。今日申しあげたさまざまなイニシアチブは、ビジネスのためにどうやってバリアを撤去していくか、アジア・太平洋域内でどうやって国際資本取引を円滑化していくかということにつながりますから、その意味でも企業にとってハッピーなことではないかと

思います。

また、特に金融サービスに従事なさっている方々はそうだと思いますが、やはり新しい事業機会をどこに見出すか、どういう商品をどう提供していくか、新しいフアンドをつくって民間にどう参加してもらうかを考えていると思います。その観点からも、いままでの展開はとても心強いものではないでしょうか。今後数年、かなりわくわくするような展開があると思っています。

報告

# 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主幹／  
アジア開発銀行研究所所長

河合正弘

私のプレゼンテーションでは、「アジア債券市場整備と域内金融協力」研究会を立ち上げた背景、アジアの債券市場の発展の現状、これまでの債券市場育成のための政策イニシアチブの評価、そして将来に向けた10の提言について、それぞれ説明を行い、最後に全体のまとめをさせていただきたいと思います。

最初に司会者からお話がありました、2010年の3月、経団連が主催して第1回アジア・ビジネス・サミットが開かれ、そこでアジア債券市場の重要性がうたわれました。その後、2010年3月と12月に、経団連から、「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」<sup>(注2)</sup>と「アジア債券市場整備の加速を求める」<sup>(注3)</sup>という、アジア債券市場に関する二つの提言が出ています。

それを受けて2010年6月、21世紀政策研究所では、アジア債券市場と域内金融協力に関する研究会を立ち上げました。この研究会では、主に市場参加者の行動、

(注2) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/021.html> をご参照





河合研究主幹

市場慣行、市場インフラ、社債市場、クロスボ  
ーダー発行・投資といった側面に焦点を当てる  
ことにしました。

また、この研究会では、新興アジア諸国のさ  
まざまな市場参加者に対するアンケート調査も  
行うことにしました。あるいは、新興アジア諸  
国の政策当局者、証券取引所、格付機関、投資  
家、発行体などからもヒアリングを行いました。  
そして一番重要な点ですが、民間の視点から提  
言を行うということ。これがこの研究会の背景  
です。

(注3) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/116.html> をご参照

なぜいま、アジア債券市場なのか

アジア債券市場の重要性が本格的に議論され始めたのは、アジア金融危機以降のことでした。それ以前にも債券市場の重要性についてはいろいろな形でうたわれていましたが、政策担当者が本気になって市場育成策を進めたのはアジア金融危機を経ってからです。

アジア金融危機以前の時期には、タイ、マレーシア、インドネシア、韓国といった危機に陥った国は、海外から短期性の資金を借り、国内で長期投資を行っていました。通貨面は外貨建てで短期性の資金を借りるということですから、通貨と期間の、いわゆるダブルミスマッチが起こっていたのです。同時に、各国とも銀行部門が非常に重要な役割を果たしていたので、危機になって銀行部門がだめになると、企業にとって外部資金調達の道が途絶えてしまいました。

もし債券市場が発展していたならば、アジアの金融システムはもっとうまく機能

していたかもしれないということです。かつてアラン・グリーンズパンFRB議長が言ったように、金融システムの中に銀行部門と債券市場の二つが車の両輪のようにバランスをとった形で存在していれば、深刻な危機のときにも片方の車輪が動くのではないか。そういった認識が持たれ、アジア金融危機以降、アジア債券市場を発展させるというモメンタムが生まれてきたのです。

そしてその後、新しい展開がアジア債券市場を後押しすることになります。

その第1が、新興アジア諸国、特に中国、インド、ASEAN諸国のダイナミックスな経済成長です。その中で旺盛な資金需要が出てきて、債券市場の重要性が増しました。

第2は、アジア域内でインフラ開発のためのニーズが高まってきたことです。さらにインフラだけではなく、環境改善、省エネ、気候変動への対応をしていかなければならないということから、巨額の資金ニーズに応えるべく資金調達の仕方を多

様化していく必要が出てきたのです。

第3に、日本をはじめとした先進諸国の多国籍企業、あるいはアジアNIEsの企業が、新興アジア諸国に進出していき、直接投資が活発化しています。そうした企業にとっては、現地通貨建てのファイナンスングが必要になっており、やはり債券市場が発展することが望ましいということです。

第4に、新興アジア諸国が発展してきて中間所得層が生まれ、社会保障制度を準備していかねばならなくなっています。年金基金をつくり、生命保険制度も整備するということになる、それらは機関投資家の目から、やはり長期安定的な資産運用の対象を必要とするようになる。そのようなことでアジア債券市場の重要性が非常に高まってきたわけです。

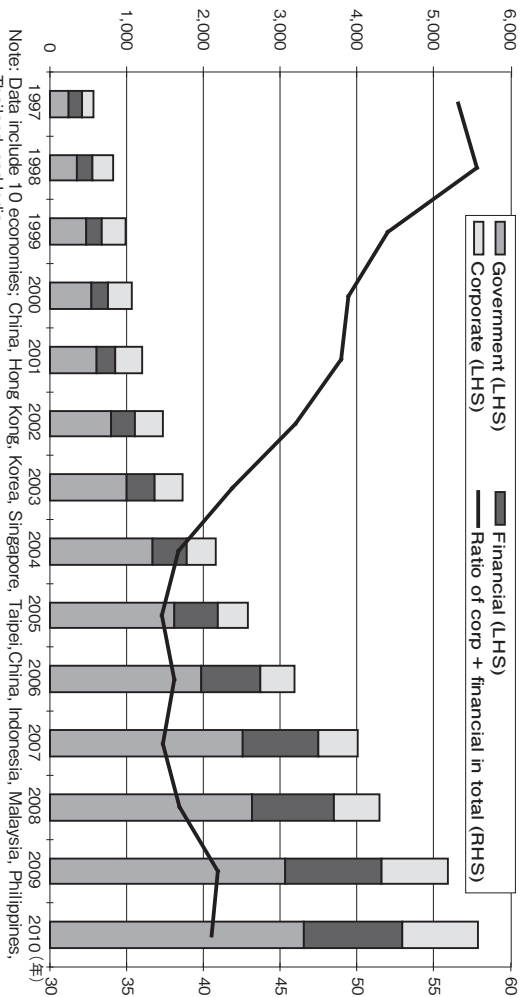
## アジア債券市場の発展と深化

これまでアジア債券市場はどうなっていたのでしょうか。アジア債券市場は、金額面では着実に拡大してきました。ただ、拡大のボリュームとして大きいのは公的部門が発行する債券です。民間部門など非政府部門が発行する債券の額はまだ限られています。特に民間部門の社債は伸びてきてはいるものの、全体から見るとまだ小さく、市場の流動性はもっと限られています（38ページ図表4）。

図表5（39ページ）は、縦軸にアジア各国の公社債残高の対GDP比率、横軸に1人当たり所得をとり、2009年のデータをプロットしたものです。OECD諸国と、アジアを含む、データが入手可能な新興諸国がプロットされています。公社債市場を見ると、日本の残高の比率は非常に高いのですが、これは、ご存じのように国債の発行残高が非常に高いからで、社債残高の対GDP比が大きいからではありません。図表では世界的な平均線と、それから1標準偏差離れた上下の線がプロ

(10億米ドル)

図表 4 新興アジア経済での債券市場の発展

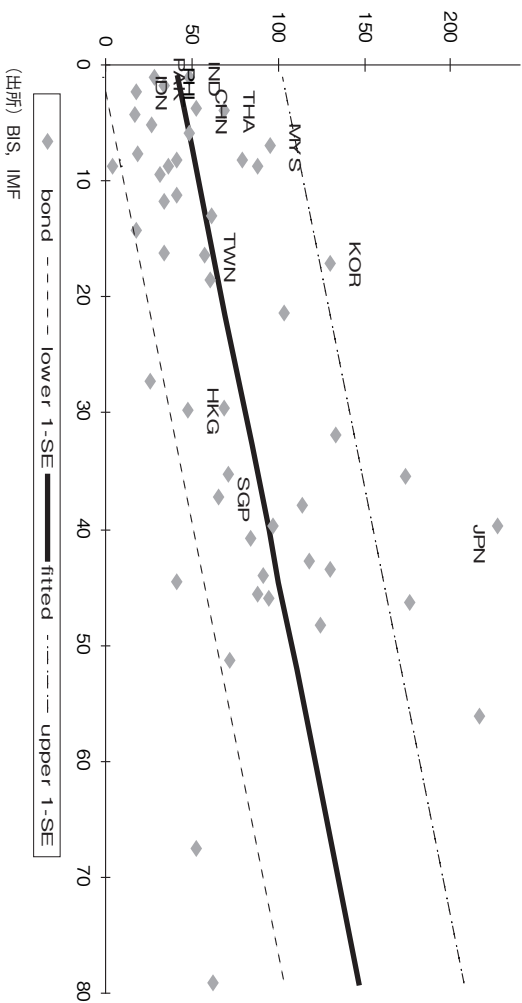


Note: Data include 10 economies: China, Hong Kong, Korea, Singapore, Taipei, China, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and India

Source: Bank for International Settlements

図表5 アジア債券市場（公社債）の発展・深化

Total Bond Outstanding as a % of GDP against Per Capita GDP (2009)



ットされていますが、韓国やマレーシアはその世界的な平均線を大きく超える水準にあります。

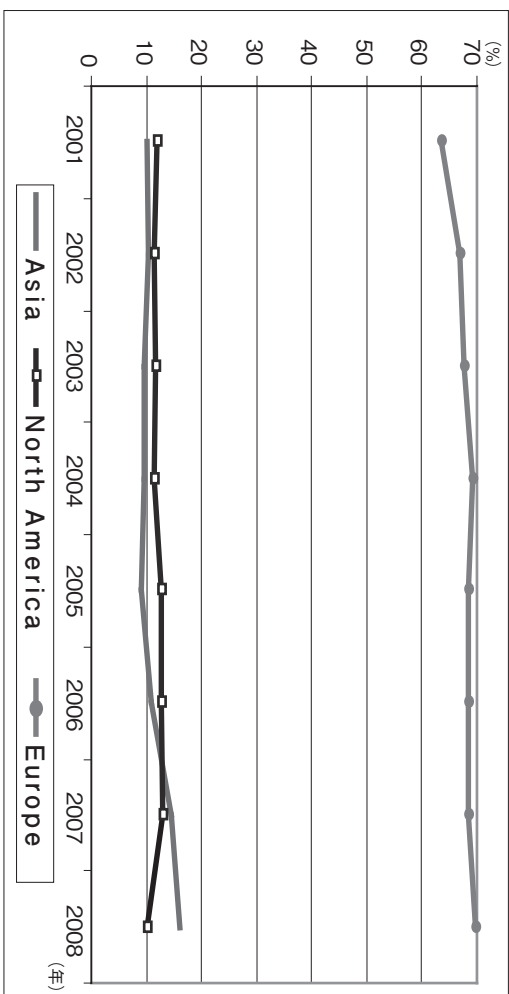
図表としては示されていませんが、社債に焦点を当てても同じようなことが言えます。韓国やマレーシアは、その所得レベルに比べて、社債の対GDP比率は世界的に見ても高い水準にあります。しかし、まだまだ後れている国もあります。平均線の下の方にある中国、インドネシア、インド、フィリピンといった諸国です。要するに、アジア債券市場は発展してきたものの、各国の間にまだバラツキが大きいということです。

まだ発展が後れている国は、やはり市場の流動性が欠けています。債券のバイ・アンド・ホールドで、いったん買ったなら満期までずっと持つ、市場に出て行って取引しない。そういうことで市場の流動性が限られているのです。

また、債券の国際取引であるクロスボーダー発行や国際債券投資も限られています。



図表 6 国際証券投資の域内比率の比較



Source: International Monetary Fund, Coordinated Portfolio Investment Survey

す。ヨーロッパ、北米、アジアについて国際証券投資の域内比率を見てみると（41ページ図表6）、ヨーロッパの場合は70%に当たる国際投資がヨーロッパ域内で行われています。それに対して、北米やアジアでは10%から20%程度です。アジア域内での国際債券投資は、この10年ほどの間に17%から約20%（2008年）まで若干高まってきていますが、アジアの国際債券投資の投資先はまだ50%以上が欧米市場です。このように、アジア域内の国際債券投資は伸びてきているものの、ヨーロッパ域内の投資比率と比べるとまだ低い水準にあるのです。

### アジア債券市場構想とアジア債券ファンド

これまでの政策イニシアチブとして重要なものが二つあります。一つは「アジア債券市場育成構想（ABMI）」で、ASEAN+3の財務大臣が中心になってきたものです。もう一つは、EMEA Pという中央銀行グループが行ってきた「アジ

ア債券ファンド（ABF）」です。

まずアジア債券市場育成構想（ABM）について見ると、これは、これまでかなりの成果を上げてきたと言っているかと思えます。債券市場を拡大させるために、国際機関を使ったりして、意識的に現地通貨建て債券の発行を拡大させてきたり、国内で障害になるような規制を改善しようとしてきたのです。直近の成果は「信用保証・投資ファシリティ（CGIF）」をつくったことだといえます。これは、特に高格付けではない社債に信用保証を与え、社債発行を促しているというものです。

現在は、市場インフラ強化のためのさまざまな議論がなされているところです。クロスボーダー債券取引をどう促進できるのか、域内の格付機関をどうしたらもっと強化できるのか、域内の決済システムをどう構築していったらよいのか、そのようなことを議論してきたわけです。

2010年には、ホン・チェンさんの説明にもあった「ASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）」が発足しています。クロスボーダー債券取引にとっているバリアになるものを取り除いていこうということが、重要な課題になっているということです。

次に、中央銀行グループが行ってきた「アジア債券ファンド（ABF）」についてですが、その第二弾であるABF2では、EMEAのグループに入っている11の中央銀行が外貨準備から計20億ドルを持ち寄り、新興諸国のメンバーの現地通貨建てのソブリン債や準ソブリン債に投資して、上場投資信託をつくっていくということを行ったのです。この枠組みの中で、「汎アジア債券指数ファンド（PAIF）」をつくる、あるいは各国のサブファンドを統合する親ファンドもつくるなどといった形で進めてきたわけです。アジア債券ファンドをワークさせるためには、参加する各国がそれぞれの国内で規制改革を行う必要があったことから、規制改革

を促すという成果がありました。さらに、アジア債券市場を国際的に認知させる意味でも大きな貢献があったかと思っています。

これらの政策イニシアチブに加えて、アジア域内の格付機関強化の努力が挙げられます。世界には合計113の格付機関があり、そのうちアジアに39の機関があります。

グローバルな格付機関としては、ムーディーズ、S & P、フィッチ、あるいは日本、R & I、J C Rといったものがあります。こうした格付機関は、ソブリンかソブリンでないかにかかわらず、世界の投資家が注目するような発行体を、グローバルなスケールを用いて格付けします。グローバルな格付機関は、当然のことながら、ソブリン格付けを行っています。

新興アジア諸国の格付機関は、グローバルな観点からのソブリン格付けは行いません。基本的に自国政府（ソブリン）を最優良（AAA）の発行体と考え、それを

基準に自国の発行体の格付けを行っているわけです。ただ、多くのメリットがあります。それは格付けをする発行体の数が多いことです。グローバルな格付機関は、いわば本当においしいところ、大手企業だけを格付けして、それより下のグループに入る企業の格付けはしていません。それは地場の格付機関がやっているサービスなのです。しかしデメリットは、各国の地場の格付機関による格付けの間で比較可能性がないということです。格付手法もそれぞれ違うので、アジアの中で潜在的に投資対象になるような発行体（大企業以外）に対する統一的な格付けが、行われていないということが現状です。

## 10の提言

こうした点を踏まえて、この研究会では10の提言を行うことにしました（図表7参照）。その基本的な考え方は、民間の視点からものごとを考える、新興アジア諸

図表7 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
- 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
- 提言3. CGIFを活用したクロスボーダー商品開発の促進
- 提言4. アジア社債インデックスの組成
- 提言5. クロスボーダー債券投資情報の提供

《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
- 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
- 提言8. MTN発行に関する汎アジアルールの設定
- 提言9. アジア通貨バスケット(ACU)建て債券発行
- 提言10. 日本の債券市場の国際競争力強化

国に国内市場整備を行ってもらう、社債に焦点を当てる、域内のクロスボーダー発行や取引を活性化させる、そして、民と民で協力できるところを促進する、といった点が中心になっています。

まず、民間主体として取り組める点についての提言から説明します。

「提言1 アジア格付機関（仮称ACRA）の設立」。アジアの企業を統一的な視点から格付けして、国際的な投資家にとって比較可能な格付けができるようにするということです。

「提言2 民間版国別債券市場のピアレビューの立ち上げと改善要望の枠組み」。多少難しい言い方ですが、民間の観点から各国の債券市場をレビューして各国の政策当局者に改善要望を行っていく、ということです。各国の規制や慣行にさまざまな問題があるわけですが、民間の視点からバリアになるような規制はやめてもらい、いい制度をもっと導入してもらい、そうしたことを民間同士で考えて政府に要望し



ていこうということです。

「提言3 C G I Fを活用したクロスボーダー商品開発の促進」。C G I FはA S E A N + 3の下でできつつある保証機関ですが、それを活用して、クロスボーダー商品開発を促すということです。この中には証券化商品の開発も入ってきます。

「提言4 アジア社債インデックスの組成」。アジアの債券インデックスとしては、これまではソブリン債、準ソブリン債のインデックスが中心でしたが、アジアの社債に焦点を当てた社債インデックスをつくっていけば、もっと社債市場が活性化していくのではないかという考え方です。

「提言5 クロスボーダー債券投資情報の提供」。クロスボーダー債券投資情報を民間の立場からきちんと提供できるような仕組みをつくっていこうということです。

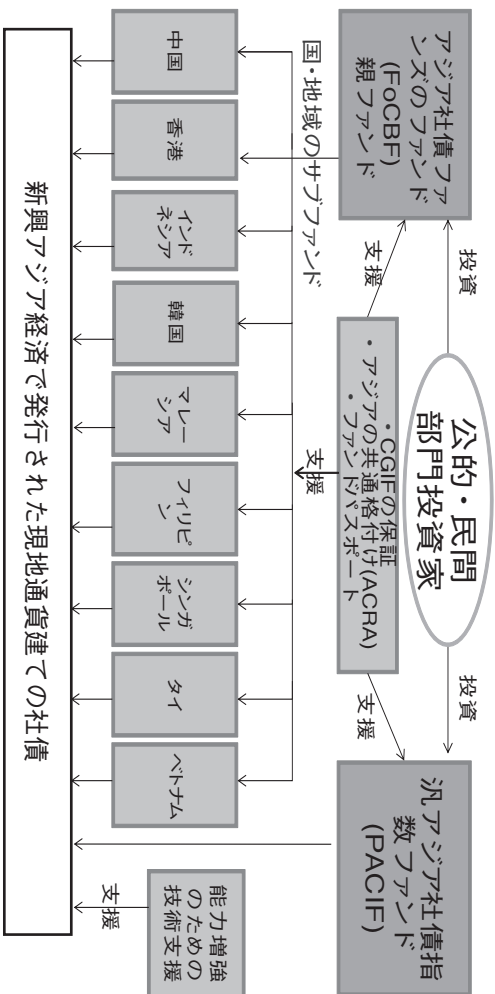
次に、政府、中央銀行、国際機関等、公的機関への政策提言も行っています。

「提言6 アジア社債ファンド（官民連携型A B F 3）の創設」。先ほど、A B F

2の話をしました。これはA B F 3と呼べる、官民連携型の「アジア社債ファンド」創設に向けた提言です（図表8参照）。A B F 2の場合は、E M E A Pの中央銀行の外貨準備を使い、現地通貨建てのソブリン債、準ソブリン債に投資していくというものでした。この提言は、中央銀行の外貨準備だけでなく、もう少し幅広くお金を集め、それを社債を中心に投資し、各国で社債のサブファンドをつくるというものです。

こうしたアジア社債ファンドをつくっていくうえでは、C G I Fの保証機能をきちんと使っていく、アジアの共通格付けを行っていく、ファンド・パスポートの制度を導入していくといったことが必要です。そして、国によってはさまざまなキャッシュティ・ビルディングのニーズ、例えば法制度や規制のあり方、市場インフラの構築などサポートの必要な国があるので、こういった国に対して支援できる体制もつくっていくということなのです。

図表8 アジア社債フアンド（官民連携型ABF3）



Note: (1) BIS が公的・民間部門投資家による社債フアンド投資のフアンド管理機関として機能する余地がある。  
(2) ■の部分はいずれの投資家にも開放される予定。

「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」。アジア域内で相互認証制度をつくっていいものというものです。ホン・チェンさんのお話にありましたが、香港やシンガポールなどでリスティングされた投資信託を、例えば東京でも認めていく、その逆も行うという考え方です。

「提言8 MTN発行に関する汎アジアルールの設定」。MTN (Medium Term Note ≡ 中期手形) の発行に関する汎アジアルールを設定すべきだということです。そのために民間サイドがスタンディグループをつくって、汎アジアルールの設定原案を作成するということです。

「提言9 アジア通貨バスケット（ACU）建て債券発行」。これはなかなか難しいわけですが、先ほどのアジア社債ファンド、あるいは、そもそもABF2がある種のアジア通貨建て債券のバスケットなので、それをもっと本格的にやるべきだという提言です。

「提言10 日本の債券市場の国際競争力強化」。金融庁、財務省、日本銀行が相互連携をし、日本の金融市場をもっと国際化させ、東京を中心に国際競争力のある国際金融センターをつくっていく努力を払うべきだということです。そのためには、いま財務省、金融庁、日銀で分かれてしまっている機能を統合して考え、国際金融センター化のための政策の立案や実施を行い、債券市場をその中にきちんと位置づけていくということです。

## まとめ

アジアの債券市場はこれまで発展してきましたが、各国の間でまだバラツキがあります。社債市場の発展や域内市場統合の点で、まだ非常に多くの問題が残されています。アジアで健全な債券市場を發展させることは、日本にとっても、そしてアジア全体にとっても、持続的な経済成長に役立つ有意義なことです。そのためには、

特に民間の観点から債券市場の発展を図ることが重要です。そこで、民間ができることは積極的に行い、同時に政策当局者に対してもさまざまな提言をしていくということです。

この研究会の提言の柱は、アジア社債ファンドをつくることです。それに向け地域的な市場インフラを構築していく、アジア格付機関をつくる、アジア社債インデックスをつくる、アジア・ファンド・パスポートを導入する、そして日本の市場を競争力のある国際金融センターにして、日本の膨大な、半ば眠っている家計部門の金融資産をアジアの成長のために振り向けるといった努力が必要です。例えば、アジアの発展のために高い収益率で投資できるようなインフラ・プロジェクトに資金が回っていくようなシステム（アジア・インフラ投資ファンドなど）をつくっていくことは、日本にとっても非常に重要なことではないかということです。債券市場はそれを支える有効な道具の一つだといえます。

パネルディスカッション

# アジア債券市場の発展に向けて

【パネリスト】 日本大学経済学部教授

黒沢 義孝

三井住友銀行証券ファイナンス  
営業部副部長

飯田 純

野村総合研究所未来創発センター  
第2戦略研究室長

広瀬 真人

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ  
アジア地区リージョナルディレクター

ホシ・チエン

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

【モデレータ】 21世紀政策研究所研究主幹

河合 正弘

河合 それではパネルディスカッションに移りたいと思います。基本的には、ホン・チエンさんの基調講演と私の報告が全体的な考え方の枠組みを設定するものになっていると思います。アジアでの社債市場の発展に焦点を当てる、発展途上国の債券市場全体の底上げができてくればアジアの金融システム全体もしっかりしてくるはずだということが基本的な考え方です。そして、貿易や直接投資がこれだけアジアの中で活発になってきているのに、金融の面では相互的な取引がまだまだ活発化していないのが現状です。クロスボーダー取引やクロスボーダー発行をもっと促進させること、債券市場を発展させるためにアジアでの債券市場の域内統合をもっと進めていくべきです。そのためには多くの努力が必要だと考えています。

はじめに、パネリストの方々からそれぞれ重要と考えておられる課題についてお話しただきたいと思います。





黒沢委員

クロスボーダー債券の発行と格付けについて  
黒沢 私からはクロスボーダー債券の発行と格  
付けの問題をプレゼンテーションさせていただ  
きます。

最初にクロスボーダー債券発行です。その一  
つの目的は、アジアの貯蓄をアジアの投資に向  
かわせようとするものです。クロスボーダーと  
は、平たく言えば、それぞれの国から見て外債  
発行になります。それぞれのキャピタルマー  
ケットの市場の26%ぐらいのウエートを占めて  
いますが、このほとんどはアジア開発銀行（A  
DB）や金融機関が発行しているものです。

では域内で発行されているものがどのくらいあるかといいますと、日本を除くアジア11カ国で2・4%と非常に少ない金額になります（図表9参照）。これは2008年で見ると40億ドルぐらいです。2008年の各国の貯蓄超過額、つまり貯蓄と投資との差が約4240億ドル。アジアで発行して調達しているのはそのうちの40億ドルですから、アジアの域内では域内貯蓄超過額の1%しか債券を通じた資金調達をしていないことになります。私の数字の見間違いか、あるいは計算違いであってくれればいいと思うぐらいに、アジアの貯蓄がアジアの投資に回っていない現状があります。

その理由は、機関投資家が育っていない、決済機構が不備、あるいは資本取引規制、為替の問題、通貨の問題等があるかと思います。しかし、いろいろな規制が仮に緩和されたとしても情報が正しく伝わらないと、クロスボーダーの債券取引はそのモメンタムを得ないだろうと思いますので、私は情報の問題を取り扱ってみよう

図表9 アジア 11 カ国 (除く日本) のクロスボーダー債券発行

	2001～2005年	2006～2010年
国内市場発行額 (10億USドル)	352	1119
外国市場発行額 (外貨建て：10億USドル)	176	296
外国市場／国内市場 (%)	50.0	26.4
アジア内の外国市場 (除く日本) ／外国市場 (%)	1.7	2.4
アジア外の外国市場 (除く日本) ／外国市場 (%)	95.2	94.0
日本市場／外国市場 (%)	3.1	3.7

(データ出所) Thomson Reuters

と思っています。

そこで格付けの問題です。情報の問題における一つの大きな要素は、信用リスク情報を各国に提供することが必要だということです。その意味で、先ほど河合先生からアジア格付機関の創設という提案がありました。が、まさにそれが必要になってくるだろうと考えています。

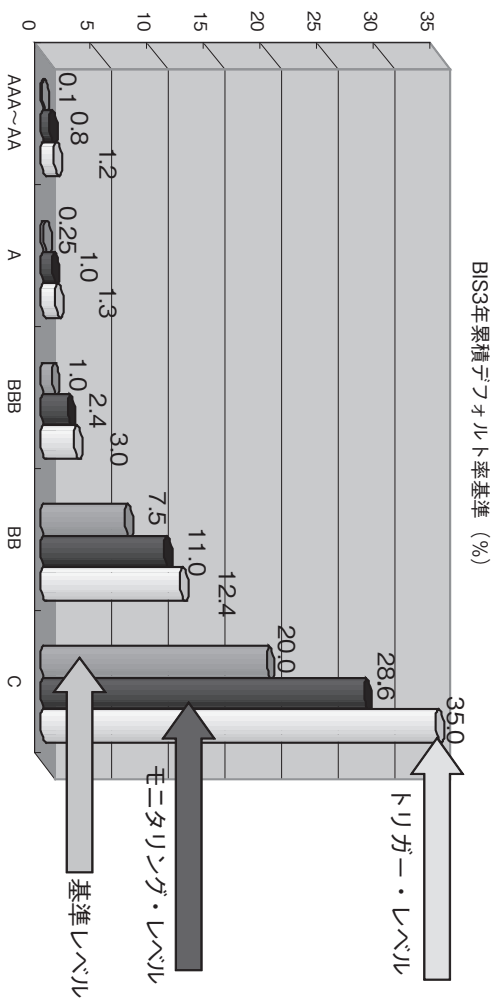
現在、アジアの中では15カ国、39の格付機関がすでに存在しています。世界では、ごく最近ずいぶん増えてきて格付機関が113になりましたが、30％をアジアで占めている。日本に2つありますから、日本を除いても37の格付機関がすでにアジアで

活動しているのです。

どういう情報を出しているのか、何のための格付機関として活動しているのか、その中身を見てみますと、一つは、日本がかつてやっておりました社債発行、つまり起債の秩序を形成するための格付けです。ドミナントなマーケットですから、銀行側からの要請もあるのでしょう。2番目が、企業評価のランキングが必要であるということでの格付け。もう一つは、国債をAAAとして、金利のスプレッド形成の序列をつくるための格付けが行われています。仮にクロスボーダーの債券発行が域内で消化されるためには、その情報がほかの国で信頼される情報でなければいけない。また、使われる目的が信用リスクを表すものでなければ、発行国以外の投資家がそれを受け入れるのは非常に難しくなってきます。

ここに示した図表10「バーゼルⅡの累積デフォルト率基準」は、バーゼルⅡに則って日本の金融庁が決めている基準です。これは格付け後3年経った時点の数値を

図表 10 バゼルⅡの累積デフォルト率基準（日本・金融庁）



示しておりますが、信頼される格付機関とは、たとえばＢＢＢと格付けしたら、そのＢＢＢと格付けされた債券の１％ぐらいがデフォルトになるという意味であると理解されます。

仮に３年経ったときに３％がデフォルトになってしまうと、その格付機関はバーゼルルールによって適格でないとされ、除外されることになります。そのような信用リスクを測定するような格付機関でなければならぬ。ということになりますと、日本を除いて３７ある格付機関が、ほかの国において信頼される情報を出すというのは非常に難しいでしょう。そういう意味では、日本を含めて３９の格付機関が協力し、信用リスク情報を提供するという単一の目的に則って新しい格付機関を設立するところが、クロスボーダー債券の促進を促すのではないかと思います。

情報を出せる格付機関を設立するというのはなかなか難しいことですけれども、現在、２８の機関が参加したアジア格付機関連合というものがありますので、ここの

協力を得る。もう一つは、すでに日本で活動している J C R、R & I という格付機関が、アジアのやり方とよく似た形の格付手法をとっておりますので、これらを中心に協力を仰ぎ、それぞれの国が納得できるような手法をとり、かつあとで見た場合に正しい情報が提供されていたというような格付機関、言ってみればアジア格付機関というものを設立することが、クロスボーダー債券の促進にとって大変重要なことではないかと思えます。

### アジア債券市場における銀行の役割

飯田 私からは債券市場における銀行の役割といった観点から簡単に述べさせていただきます。

債券市場における金融機関の役割として、一般的には証券会社の引受販売がありますが、私ども銀行としても二つの機能を有しております。

一つ目は、投資家、いわゆる社債市場における資金の出し手としての機能です。国内外で発行される社債（主に私募債）の購入があります。二つ目の機能は、銀行の決済機能を活用して、発行企業の元利金支払いを、投資家側が受け取る際の仲介役です。これらの機能として、まず発行企業の元利金の支払いに関しては、いわゆる社債管理会社や財務代理人（FA）といったもの、それから投資家側の元利金の受け取りに関しては、口座管理機関業務、または海外の投資家向けのカスタディ業務という機能があります。もちろん銀行は債券市場における発行体という側面も持ちますが、ここでは割愛させていただきます。

債券市場における銀行の役割を、投資家の立場（資金の出し手）から見た場合、日本を含めたアジアにおいては、「日本国内で完結する銀行と企業との取引」「アジアの同一国内で完結する銀行と企業との取引」「日本からアジアの国へのクロスボーダーの取引」という3パターンに大きく分けられます。



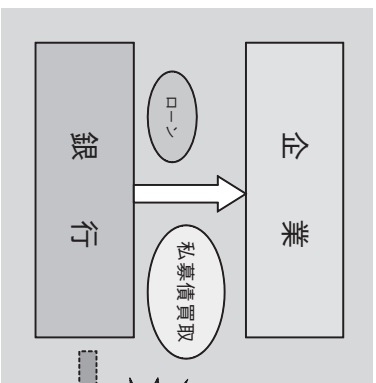


飯田氏

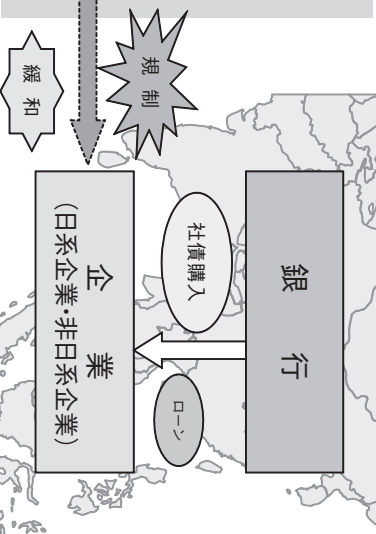
図表11（66ページ）の左側が、日本国内で完結する取引で、一般的に企業が銀行から資金調達する場合は、ローンという形態をとっています。しかし、銀行には私募債の取り扱いが認められていることから、これが発展した形態として、現在は企業が発行する私募債を銀行が全額買い取るといったスキームが普及しています。

この方式の債券発行（資金調達）は企業にとってどのようなメリットがあるかといいますと、一つは、銀行と企業との相対で条件を決定して債券が発行できるということです。二つ目は、私どもの銀行でも商品として提供していま

日本



アジア



社債スキームによるソリューション

- ◆社債利子の源泉税免除等、ローンよりも調達が有利なケース
- ◆クロスボーダー取引がローンよりも容易なケース

(出所) 三井住友銀行

図表 11 債券市場における銀行の役割

すが、環境配慮評価私募債（通称エコ私募債）など、企業のCSRの観点にも合った社債の発行を柔軟にアレンジできるということも挙げられます。次に、アジア国内の取引を見てみましても、銀行と企業の間では、ローンの形態や、現地で発行した社債を銀行が購入するという形態があります。

また、三つ目のパターンとして、アジア域内のクロスボーダー取引をわれわれ銀行から見ますと、日本からアジアの企業に資金を提供するケースがあります（「アジアの企業」には、日系企業も非日系企業も含まれます）。しかしながら一般的にアジアの国々は、資本規制や税制といったさまざまな障壁があります。こういう障壁が多いためクロスボーダーの取引は、国内取引等と比べるとやはり少ないのが現状です。

しかしながらクロスボーダー取引においても、例えば日本から銀行が企業に対してクロスボーダーでローンの形態をとった場合、銀行が受け取る金利に対し、現地

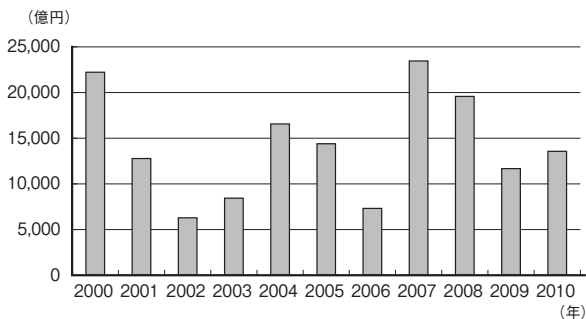
で源泉税がかかるケースでも、これを社債方式にする——具体的には、海外の企業が日本国内でサムライ債、シヨーグン債といった形態で発行したものを銀行が購入すると、この利金にかかる源泉税は免除されるといったケースもあります。企業にとっては資金調達コストが削減できるというメリットがありますので、私どもの銀行でも現在、このような社債を使ったソリューションを提供しています。

しかしながら、このようなクロスボーダー取引の場合には、やはり各国によって規制が違いうえに、制度も将来的には変わる可能性がありますので、調査やモニタリングといったコストと時間がかかるのが現状です。したがって、このようなクロスボーダー取引が普及しているかという点、まだまだこれからということなのです。

## 規制緩和の効果

飯田　銀行のもう一つの役割として発行企業の社債管理や海外投資家のカスタディ

図表 12 サムライ債発行額推移



(出所) IN情報センター

といった業務を行っていますので、この観点から海外から見た国内の債券市場についても簡単に触れさせていただきます。

図表12はサムライ債の発行額推移を表しています。凹凸はありますが、過去10年ほど見てもそれほど大きく変わっていません。もちろん市場環境や金利水準等いろいろな要因に左右されますが、先ほども指摘いたしましたとおり、国内で（クロスボーダー取引となる）サムライ債を発行するとしても、海外企業の現地税制等にも規制を受けるため、現状の制度のままでは、市場が右肩上がりには伸びていくのは難しいと見ています。一方で海

図表13 国内債券市場の制度改正

税制改正(クロスボーダー取引関連:租税特別措置法5条の2、3)

- ☐平成11年 非居住者保有の日本国債利子非課税措置導入
- ☐平成20年 非居住者保有の地方債利子非課税措置導入
- ☐平成22年 非居住者保有の社債利子非課税化措置導入  
(時限措置)

債券発行形式の変更(本券、登録制度から振替制度へ移行)

- ☐平成15年 日本国債電子化(日銀)
- ☐平成18年 地方債・社債電子化(保振)

(出所) 三井住友銀行

外から日本への投資という観点で見た場合、海外投資家の日本国内債券(国債を含む)の保有残高比率は、2010年9月現在でもまだ5・4%と非常に低い水準です。事業債だけに限ると1%強といったレベルですが、これは税制等の障壁が大きくかかわっています。

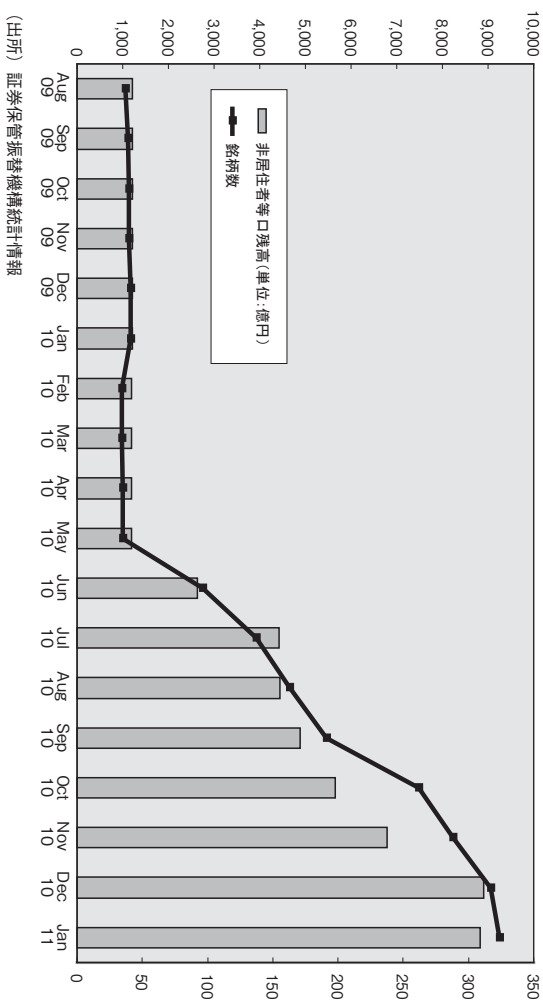
例えば海外の投資家の対日証券投資という点に関しても、日本で非居住者が保有する債券利子に対する非課税制度が導入されたのは、国債を含めてもまだ10年余りです(図表13参照)。実際に社債利

子が非課税化されたのも2010年6月と、つい最近のことです。日本では地方債や社債が電子化されるなど市場の整備はされてきていますが、ユーロ債市場などと比べるとまだまだこれからといった段階だと思われます。

このような規制がある中で、規制緩和による国内社債市場への効果の例として、地方債・事業債等の一般債利子の非課税化制度導入による効果が挙げられます。図表14（72ページ）は、証券保管振替機構に保管されている、海外の投資家が保有する非居住者等口にある残高と銘柄数の推移を表しています。

先ほど、社債の非課税制度が2010年6月に導入されたと申しましたが、地方債の非課税化制度は2008年にすでに導入されていました。しかしながら、地方債の非課税化制度を利用するにはかなり煩雑な手続きが必要でした。その手続きも併せて2010年6月に税制が改正されています。それに伴い、地方債及び事業債の海外投資家の保有残高が順調に伸びてきていることがこの表からも見てとれます。

図表 14 保振非居住者等口社債残高・銘柄数推移





国内債券市場では、いわゆる課税玉と非課税玉という2通りの流通形式がありますが、このように海外の投資家が非課税で保有できるようになれば、ますます流通市場の発展にもつながりますし、プライマリーのマーケットにも好影響をもたらすものと考えています。

### 地域的なMTNと地域協力について

広瀬 私ども野村総合研究所は、ホン・チェンさんからご紹介のあったABMIの活動の中で、各国の債券市場育成のコンサルタント、あるいは、今日ご紹介するMTNプログラムの普及促進に向けたプロジェクトに、コンサルタントとして参加しています。

MTNプログラムと称されるものは、例えば発行予定期間内の発行限度額の範囲、発行条件、発行形式をある程度プログラムという形で決めておき、あとは発行体の



広瀬委員

資金調達のニーズ、特定の投資家の資金ニーズに合ってタイミングが生じたときに、タイミングよく、機動的に債券が発行できるような形にした、債券発行のスキームのことを指します。

通常はユーロのMTNで、欧米や一部の日系企業が大規模な起債をヨーロッパ等で行い、それを欧米全体の投資家が吸収していく、あるいはアジアの投資家が一部吸収していくというスキームで成り立っていました。

今回、目的とするのは、クロスボーダーMTNというものです。アジア地域の中でアジアの現地通貨により、しかもアジア企業によって、

できればアジアの投資家によって吸収されるようなMTNプログラムをつくることにより、アジア全体の資金循環を期することになりますし、アジアの大企業にとって、あるいはアジア中小企業にとってもメリットがあるのではないかと考えています。

どのような企業にメリットがあるかと言いますと、通常、ユーロやグローバルなMTNについては、世界的な大企業、あるいは金融機関にとって大規模な資金調達のメリットがあると位置づけられています。しかし、最近では、日本企業だけではなく、韓国、中国、あるいはASEAN諸国の大企業も成長し、それが国内だけではなくアジア諸国全体にオペレーションを広げてきています。そのために、ある程度大規模な資金調達、域内の大規模な発行体でも必要になってきている。こういう企業に対してユーロMTNと同様の資金調達のメリットを与えることによって、アジアの企業がさらに発展するのではないかと考えています。さらにグローバルな

大企業にとっても、何らかの形で国際金融市場がクラッシュしてしまったり、あるいは例えば韓国やASEAN諸国の企業が、自国の格付けが下がったことによって信用スプレッドがグローバルで上がってしまったりしたようなときに、ドルを調達するためアジア地域の通貨で発行し、それをドルにスワップすることで外貨を調達できる。そういう形の調達機会の多様化にもつながってくるでしょう。

図表15は、金融危機当時（2008年）のマレーシアにおけるMTNの発行体です。基本的にはグローバルな企業が多いのですが、韓国産業銀行、韓国輸出入銀行など韓国の企業が多い。あるいはステートバンク・オブ・インドियाのようなインドの企業、そのほかに国際機関のKfW（ドイツ復興銀行）、ADB（アジア開発銀行）、IBRD（国際復興開発銀行）。国際機関だけではなく、アジア各国の企業がローカルなMTNを利用して債券を発行している。韓国輸出入銀行、ステートバンク・オブ・インドियाはわれわれが事後的に計算したのですが、その当時の国際市場

図表 15 Example of Cost Advantage of Cross Border Issuance

Issuer	Deal Value (MUSD)	Year	Note
Overseas-Chinese Banking Corp.	314.57	2008	
Industrial Bank of Korea	313.91	2008	
Export-Import Bank of Korea	312.75	2008	4.08% (5yr) and 4.5% (10yr) + swap cost, totaling Libor + 100bp Cf. USD funding costs Libor + 120bp
Gulf Investment Corp. GSC	305.71	2008	
State Bank of India	157.50	2008	4.9% interest + swap cost, totaling Libor + 200bp Cf. USD funding costs Libor + 260bp
KfW	170.66	2007	
Asian Development Bank	142.76	2007	
IBRD - World Bank	43.46	2007	

(出所) 野村総合研究所

でドルを調達するよりも安く調達できている。いわゆるリングィット建て債券を発行し、それをドルにスワップする形によって資金調達を達成している。そういう意味ではある程度の代替市場にもなっているのではないかとということで、今後、この市場をさらに発展させていくことが必要ではないかと考えています。

### 信用スプレッドが縮小する

広瀬 黒沢先生からお話がありましたとおり、アジアの格付機関はまだまだ発展途上です。しかし、アジア地域のことについては、アジアの格付機関が熟知している可能性が高いのではないのでしょうか。

図表16は、日本のR&Iの例です。グローバルな格付機関であるムーディーズのデフォルト（倒産）確率と比較してみました。通常はグローバルな格付機関は、グローバルなその国の格付けをもとにそれぞれの企業を評価していくので、どうして

図表 16 Comparison of default probability between local and international credit rating

	R&I	Moody's
AAA	0.000045%	0.000000%
AA	0.001585%	0.008317%
A	0.040314%	0.021794%
BBB	0.062242%	0.185261%
BB	1.971599%	1.276494%
B	13.160087%	5.863267%
C	7.777742%	22.099091%
Samples	1978-2005	1970-2005

Sovereign rating is usually the ceiling of local credit rating

Source: The data is calculated by NRI based on published data of R&I and Moody's.

も格付けのシーリング（制約）の問題が生じてしまいます。逆に地域の格付機関はそれに基づかず、どちらかというとその企業の信用リスクを判定していく形になります。今後、地域格付機関が育成されることによって、地域の大企業にとっては、その地域で債券を発行することが、グローバルな発行よりも信用スプレッドを縮小させる可能性を秘めているのではないかということです。アジアの発行体のデフォルト確率は、R & Iの結果によれば低い傾向にあるのではないか。アジアの企業にとって信用スプレッドが縮小することが、メリットの一つとして挙げられると思います。

国際金融市場が混乱期に入った2007年以降、アジア企業によるアジア地域の国内での債券発行が増え、国際金融危機によってやや縮小したグローバル市場の代替市場として機能しました。これにはABM等の活動が寄与しています。この機会に、さらにMTNプログラム等を拡充させていくことのメリットがあるのではない

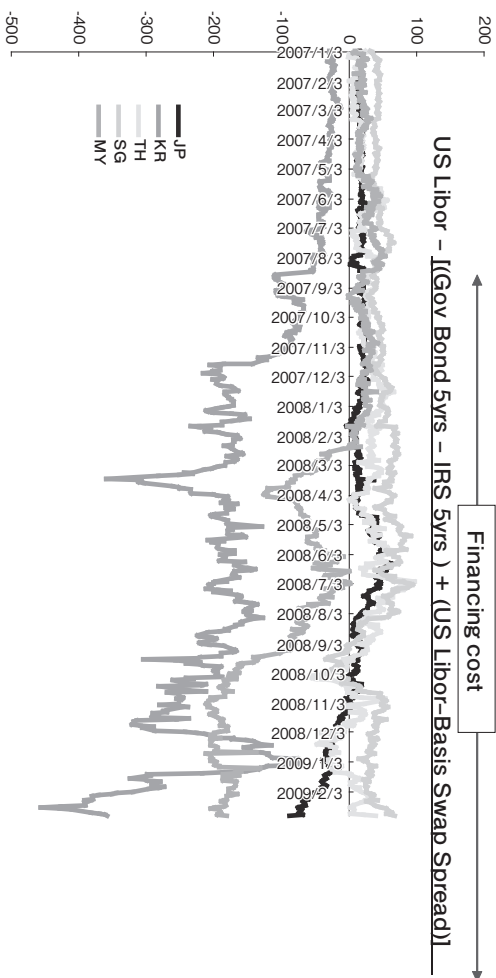


いでしょうか。

アジア地域でクロスボーダーの債券発行を行うもう一つのメリットとして、ユーロMTN発行と比べたコストメリットもあると思います。通常、比較するときにはベンチマークに信用スプレッドが乗って、さらにスワップコストが加わる。これは固定金利から変動金利への金利スワップと、それから為替ですね、現地通貨からドルへの通貨スワップの両方入っているわけですが、それを足し合わせたものが通常のグローバルなドル調達と比べてどの程度有利なのか。それによってアジアの大企業にとっても、その地域の通貨で発行するメリットが出てくるのではないかと考えています。

米ドル・Libor（ロンドン銀行間貸出金利）と比較したコストメリットを試算したところ、現地通貨で発行してドルに転換したほうが有利だったという結果が出ています（82ページ図表17参照）。2007年中は韓国を除くアジア各国でコス

図表 17 Cost Advantage over US Libor (unit: bp)



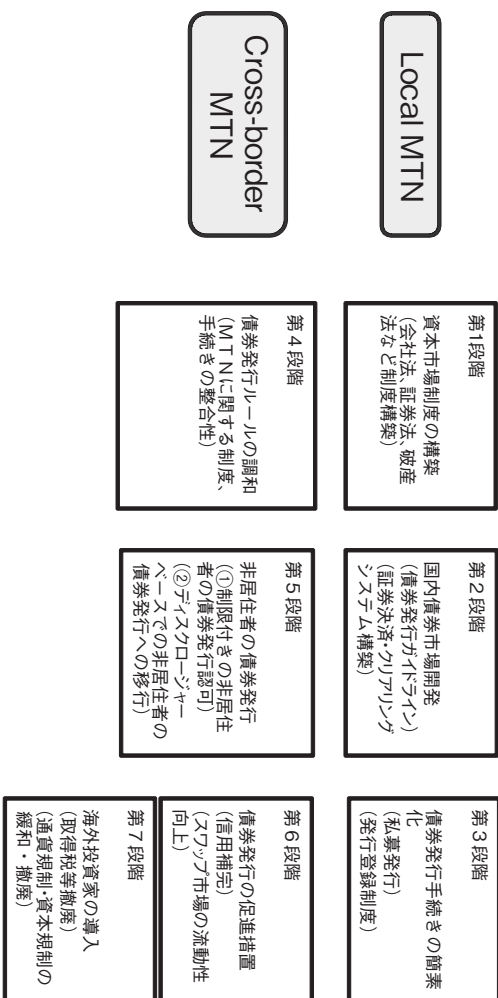
(出所) 野村総合研究所

トメリットが発生していて、2008年以降でもシンガポール、タイでメリットが発生している形になりますので、やはりMTNプログラムのスキームをさらに拡充してアジア企業に提供することにより、実際のメリットも享受できるのではないかと考えています。

最後に政策の課題です。今まで挙げられたものですが、一つは各国の債券市場を育成していく（図表18参照）。ただ、かなりの国ですでに第2段階の国内の債券市場開発までは達成できていると考えますと、第3段階の債券市場における債券の発行手続きの簡素化と、第4段階（債券発行ルールの調和）、第5段階（非居住者の債券発行）をある程度地域で統一させていく必要があるのではないかと考えています。ここに官の取り組みと民側の取り組みの両方の共同作業が発生してくると考えています。

そういう意味では、ABMIの活動やABMFの活動に加えて、さらなる活性化

図表 18 債券市場育成の政策課題



(出所) 野村総合研究所

が必要になってくるという形です。第6段階では、債券発行の促進措置として信用補完措置、C G I Fとか、スワップ市場の流動性の向上とかいう部分では、チェンマイ・イニシアチブの拡充というような貢献も必要になってきます。

さらに第7段階では、非居住者の債券発行だけではなく、非居住者の債券投資も重要になる形ですので、ここは官の取り組みになってしまおうのですが、当然、源泉税の撤廃は前提として進めていただく。もう一つは、各国の通貨政策上の問題になります。通貨規制や資本規制をできるだけ緩和していく。さらに、撤廃が難しいのであれば予見可能性を高めていく。そのような官の取り組み、あるいは民側の要請が必要になってくるのではないかと思います。

#### アジア・ファンド・パスポート構想について

ホン・チェン 私からは、アジア・ファンド・パスポート構想についてお話しした

いと思います。ここで図表2（18ページ）をもう一度ご覧ください。新しいイニシアチブについての留意点です。貯蓄をアジア域内で活用するという構想がなぜ重要なのでしょうか。その理由の一つは、アジアはまだ域内で貯蓄をうまく使いこなせていないからです。域内の投資は15%ぐらいで、ヨーロッパはもう70%ぐらいになっていますから、アジアがヨーロッパ並みになるにはまだまだです。

アジアはなぜこんなに後れをとっているのでしょうか。アジア域内でなぜ投資運用できていないのか。その理由の一つは、アジアはヨーロッパと異なり、国境を越えて商品を売るのがなかなか難しいという現実があります。だからこそ、このアジア・フアンド・パスポート構想が出てきたのです。つまり、投信のアジア域内での国際化をもっと高め、国境を越えて持ち込みやすくするということです。日本から見れば、日本発のフアンドをアジアで売りやすくするための構想です。そうすると、貯蓄がアジア域内で有効活用できることになります。アジア・フアンド・パスポート

トの構想は、アジアで設定されたファンドをお互いに認証し合うという、相互認証の制度です。日本の投資信託をより広範にアジアの個人投資家を買ってもらうため、オフアードできるようにする。そのために相互認証を行う。これは双方向であり、アジアで設定されたファンドを広範に売り出すこともできるようになります。

その一例としてPAIF（汎アジア債券インデックス・ファンド）があります。法律的には、もともとシンガポール投資家用としてシンガポールで設定されたものです。しかし、香港で上場されているから、香港の投資家も買えます。2年前に東証にも上場しましたので、日本でも買えます。その目的は明確で、クロスボーダーで投資を推進することです。その一つのやり方として、金融の仲介機能を有効活用し、金融サービス企業が仲立ちをする。そしてアジア債券市場を通じて、シンガポールでも香港でも、また日本でも買えるようにしたわけです。

もう一つは、金融仲介機能が充実することによる便益です。ご存じのように国際

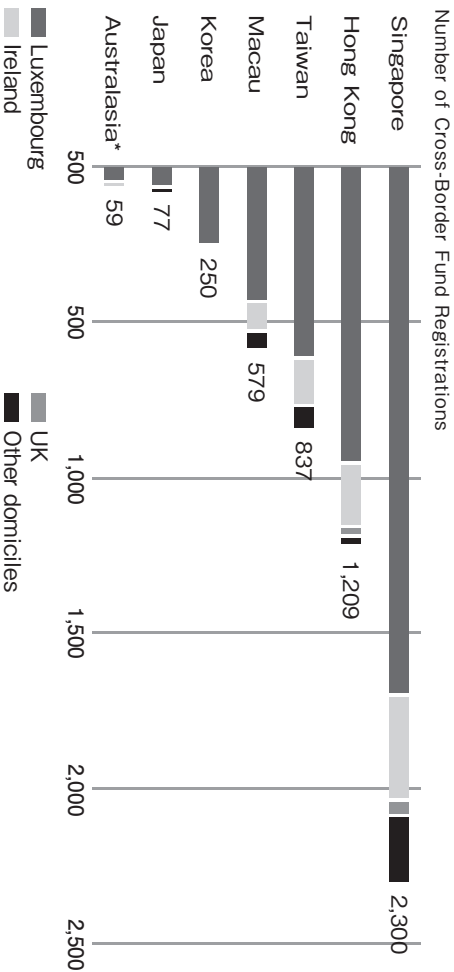
資本取引は本当に重要です。アジア全域で取引が高まれば、それだけ富が生まれます。そうすると、金融の仲介機能がさらに必要となります。その結果、アジア全域に雇用をもたらすことができ、ファンド業界もアジア全域で栄えることになります。アジア・ファンド・パスポートは、現実はまだまだで、これから話です。

クロスボーダーファンドの利用は国によってばらばらです。図表19にあるように、シンガポールや香港はかなりクロスボーダーファンドを活用しています。でも日本、オーストラリアとなると、利用度が少ないことがわかります。クロスボーダー投資が行われることは、投資家にとっては選択肢が広がることを意味します。投資家の選択肢が増え、投資コストが減ることになるのです。

図表19が示すように、クロスボーダープロダクトをたくさん利用しているような市場でも、実はほとんどがヨーロッパ組成のものになっています。シンガポールの場合は2300ファンドが登録されていますが、これはオフショアファンドであり、



図表 19 Cross-Border Funds in Asia Pacific: Distribution Markets and Fund Domiciles

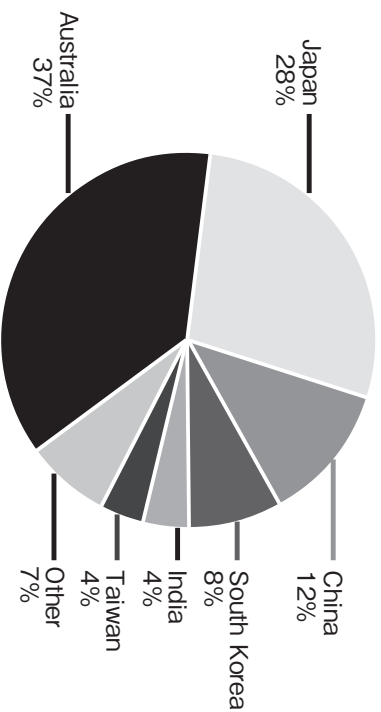


\*Includes Australia, New Zealand and Cook Islands  
Sources: State Street, PricewaterhouseCoopers, Global Fund Distribution 2010

つまり非シンガポールファンドなのです。イギリス及びその他設定国が一部入っていますが、その大半が実はルクセンブルクやアイルランドから来ているものです。ですからアジア・ファンドといっても、アジア域内での利用がまだまだ低いのです。シンガポールにおいても、2300本のファンドのうち、アジア域外が結局、全ファンドの7／8割を占めています。香港では1209ファンドとありますが、売られている香港でのファンドから見ると、こちらもアジア域外が全体の8／9割を占めています。

なぜここが重要なのでしょうか。それは、地域にまだまだチャンスが残っているからです。現在のファンドマーケット業界はおよそ3・9兆ドルの規模を持っています（図表20参照）。そしてご存じのように、これは急速に増えつつあります。例えば、アジアにおいては強力なファンダメンタルズがあります。経済成長も人口構造の変化もある。だからこそ、特に年金の分野においてもっと高い貯蓄が必要なの

図表 20 Asia-Pacific Collective Funds Market: Estimated Total Assets of US\$3.9 Trillion



Other includes Malaysia, Hong Kong, Thailand, Singapore, New Zealand, Indonesia and the Philippines.

Sources: State Street, Cerulli Associates, Investment Company Institute and other industry associations, as of December 31, 2009

です。そういうところもあれば、中国、インドなど富をどんどん積み増している国があります。本当に富の伸びが著しい。だから、金融商品が必要としているということです。

3・9兆ドル規模と言いましたが、向こう数年でこれはさらに急増する可能性を持っています。この地域を示す円グラフの中には、日本、オーストラリアといった先進国も入っていますし、韓国、香港、シンガポール等、あるいは高成長地域の中  
国、インドも入っています。

アジア・フアンド・パスポート制度が進むと、クロスボーダー金融サービス活動がそれだけ増えて、アジア全体に裨益することができるよう。市場によっては、規制上の構造とかフアンド設定に適している国があります。日本のような市場は、先行できるのです。ほかの市場、特に途上国の市場ではアウトソーシングの機会も生まれるでしょう。管理などをアウトソーシングし、投資家にとってのコストを下

げるといことです。投資の選択肢が増え、かつ投資コストも減るので、投資家自体も裨益できるのです。これは組成側のコストを下げるができるからです。

そういうことから、この相互認証制度のアジアファンド・パスポートを、ぜひ始めるべきだと強く申しあげたい。この5、6年、出ては消え、出ては消えてきたアイデアで、まだ本格的に立ち上がっていませんが、私は重要だと思っています。現在の経済状況、アジアの持っている大きな経済力を考えますと、これが導入されれば、アジア経済はさらによくなるのではないか。手始めに少数の国・地域が集まって、共同で相互認証していくのです。ある程度の前提条件を満たすことを条件にして、アジアにおける相互認証制度を進められると思っています。

アジアの中にはすでにいいファンド産業も育っていて、実績もあります。規制体系も揃っていて、強い金融サービスの要素を持っているところもあります。その中にはもちろん日本、シンガポール、香港、オーストラリアの市場が入るでしょう。

たぶん韓国も入ると思います。ですから、これらの少数グループが先行して取り組み始めるべきです。

まず、そのグループを中心に、お互いに容認できるような標準について合意し、投信商品について認証制度を始めるのです。最初、小グループで始め、だんだんと拡大していく構想です。次第にキャパシティが普及してきて、まだそこまでいいない国もだんだんと実力をつけてくれば、そのグループに参加できるようになります。そうやって土台をつくれれば、さらに協力が増進するのではないのでしょうか。

### 域内金融協力タスクフォースについて

鈴木 私は大和総研アジア事業開発部に所属し、担当は資本市場関係のコンサルタントです。アジア債券市場育成の分野では、先ほどの広瀬さんと同じく、ABMIというプロジェクトの中で、各国の中央銀行、証券の当局者、あるいは市場参加者

の方々と協力しながら、個別の国における債券市場の制度整備のお手伝いをしていきます。ABMーにおいては、2006年から2008年にかけて、プレゼンテーションの中で何度か出てきた信用保証機構の創設に関わるコンサルティングに従事してきました。

また、経団連主催の域内金融協力のタスクフォースのメンバーに参加し、その中で活動をしてきました。本日の私のプレゼンテーションは、域内金融協力の具体的な一つの事例として、経団連のタスクフォースの活動をご報告したいと思います。

2010年3月に東京で開催されたアジア・ビジネス・サミットで、域内の11カ国の経済団体の代表が集まり、経済成長の持続をいかに図るかなどについて議論をしました。その結果出された共同声明と、それに次いで取りまとめられた経団連の「豊かなアジアを築く金融協力の推進を求める」という提言の二つをフォローアップし、提言実現のためのアクションプランの策定と実行を行うことを目的に、経団



鈴木委員

連にタスクフォースが創設されました。加えてタスクフォースは、第一次ASEANミッションにおいてシンガポール通貨庁(MAS)との連携が話題になりましたが、その連携提案の具体化を図ることも、ミッションとしています。

共同声明の中で、アジア債券市場整備については、「アジア域内における民間の貯蓄が投資資金として循環するよう、市場の整備をすることが急務である。そのため、われわれは決済システム等さまざまな必要インフラ整備のあり方を検討する」という提言がなされています。

この提言が、今回ここで発表させていただ



ている21世紀政策研究所の研究の土台となっている部分です。加えて、「機関投資家の育成等で民間セクターの知見を提供し、アジア債券・株式市場の整備と市場参加者の拡大に貢献していく」。ここにある「民間セクターの知見を提供し」というのが、まさにタスクフォースのミッションになります。

具体的には、2010年4月、福林憲二郎国際協力委員会政策部会長を座長とし、商社、メーカー、銀行、証券、保険、あるいは私どものようなシンクタンク15社をメンバーとしたタスクフォースが創設されまして、8回にわたって内外の諸機関の方々から現状についてご報告していただき、討議を進めました。その結果が12月の「アジア債券市場整備の加速を求める」という政策提言です。

この政策提言について特に申しあげたいのは、もちろんアジアの債券市場育成です。すからフォーカスはアジアにあります。域内の経済成長、あるいは金融インフラを整備するというテーマを考えると、アジアにおいて日本の市場の役割をどう発揮

するかということが極めて大きなテーマになると認識しています。

そこで、提言の5番目<sup>(注4)</sup>に、わが国債券市場の活用促進として2点ほど触れています。一つ目はサムライ市場の活用促進。飯田さんからのお話にもありましたように、アジアの国、あるいは企業の発行市場だけではなく、もうすでにサムライ市場が極めて重要な発行市場になりつつあります。二つ目は、最近の金融商品取引法の改正で可能になりました居住者及び非居住者向けの域内のプロ投資家に向けた債券市場の創設。その育成がわれわれの重要な責務であると提言しました。

本日の日経新聞にも報じられているとおり、プロ向け市場の上場市場でもある東京A・M取引所において、コンベンショナルな債券だけではなく、取扱商品にいわゆるイスラム債を含むこととし、アジアにおいて東京が中心的な役割を果たす。そういうことについて一段の進展が見られるということです。それに加えてシンガポールとの政策協力という観点で、2010年10月1日にシンガポール通貨監督庁

(注4) 33 ページ脚注ご参照

(MAS)とのジョイントのセミナーも開催しています。

最後に私なりに申しあげると、もともとアジア債券市場育成は、97～98年のアジア危機に端を発し、かつ再発防止ということで間接金融依存からの脱却を目指し、まさに金融協力として推進されてきました。どちらかというと言主導で、金融専門家の議論と捉えられがちでした。しかしいまここに来て、日本がアジアの成長とともに成長するという位置づけの中で債券市場を考えた場合、やはり官だけではなく官民が連携する構図が確立されなければならないだろうと考えています。

さらには、金融の専門家の議論だけではないでしょう。先ほどのタスクフォースのメンバー15社は、まさに業界を超えた連携というフォーメーションをとっています。21世紀政策研究所で2010年にアジアの債券市場関係先を回りましたが、こういう形で民間の経済団体が債券市場整備に取り組んでいる事例は、どこの国にもないように思います。そういう意味では、アジアにおいてリーダーシップをとりな

がら、こういった取り組みを積極的に進めていくべきではないかと思っています。

### アジア域内の新しい格付機関の位置づけ

河合 これからQ & Aのセッションに移りたいと思いますが、私がお話を伺って、もう少し聞きたいというようなところがありましたので、最初に取り上げさせていただきます。

黒沢先生は、アジア域内の新しい統一格付機関をつくるべきだということを主張されました。これは私たちの研究会の提言の中に重要な項目として入っています。しかし、アジア地域版の統一的な格付機関をつくるということになると、いったい現地のローカルな格付機関とのビジネスの棲み分けはどうなるのか、そのビジネスが侵されるので反対だという意見が出てくる可能性はないのでしょうか。

黒沢 これからつくろうとする域内格付機関の格付対象は、クロスボーダー債券と

証券化商品です。これには、例えば、今後活動が始まるC G I Fが行う保証の対象のものが入ります。あるいは域内での金融証券化商品。例えば銀行ローンをまとめたり、オートローンをまとめたり、クレジットローンをまとめたりした証券化で、その証券が域内を転々と流通する可能性を持つものに対する格付けを、域内格付機関が担当します。

既存の格付機関は当面、それぞれの国の目的、例えば起債秩序のために必要であればそれを行い、金利秩序形成のために国債を頂点とする格付けが必要であれば、それはそれでやる。おそらく将来、域内格付機関がしかるべき機関になったときに既存の格付機関との統合もあり得るでしょう。そういう前提において域内格付機関をつくったらいいのではないかと思います。

## 債券市場の発展を銀行業界はどう受け止めるか

河合 学者の方々がよく言うことですが、債券市場と銀行部門とは競争相手である。債券市場が発展するということは、銀行にとっては融資ビジネスを圧迫するもので必ずしもよいことではない、という考え方です。今日のお話では、債券市場の発展のためには税制が重要だというお話をされました。各国ごとに規制のあり方や税制も違うので、さまざまなビジネスのやり方があると思います。銀行としては、規制や税制のギャップがあるなかで、ビジネスチャンスも生まれるのでしょうか。債券市場の発展は、銀行にとってはむしろプラスの面もあるのでしょうか。根本的なところで、銀行の方々はどのように考えておられるのでしょうか。

飯田 私は、銀行員生活約25年のほとんどで証券関連業務を担当していましたので、どこまで銀行という立場を反映できるのかわかりませんが、個人的には、アジア経済全体が発展する、すなわち企業等の資金需要が増えるということであれば、それ



は銀行にとっても大いにプラスであると考えています。ですから、どのような形態で債券市場が発展するかというところにかかってくると考えています。

もう少し細かい話をしますと、例えば銀行の拠点がないアジアの地域もたくさんありますが、そのような現地企業には、やはり債券の形で資金を出していく、といったビジネスチャンスが生まれることも考えられます。また場合によって、現地通貨建ての長期のファイナンスについては、銀行も一定期間保有したのちにパートアウト（一部売却）することも考えられますが、

そのような形で債券市場を利用できる可能性もあります。したがって、無条件では言いませんが、全体的に見ますとプラスの面もかなりあるのではないかと考えています。

### 域内MTNの体制が整わない理由

河合 広瀬さんは、アジア地域の中でMTNプログラム、特にクロスボーダーのMTNプログラムをつくっていくべきだ、そうすればアジアとして一つの大きな市場になっていくはずだというお話をされました。これがいま、できていない原因はどのようなところにあるのでしょうか。今後どのような点に取り組んでいけば実現できるのでしょうか。

広瀬 もともとアジアの地域で債券市場、あるいは債券について認識が高まったのは、97～98年のアジア通貨危機以降です。それ以前は日本の国債市場であるとか、



あるいはシンガポール、香港の開かれた市場があつた以外は、ほとんど債券市場はありませんでした。それが経済の発展とともに、またABMの取り組みとともに、国内の債券市場がまず発達してきた。それが前提条件としてあります。

それから、2007年から2008年にかけての金融危機。これによって国際金融市場がクラッシュしてしまった。あるいは自国が通貨危機以来の危機に陥り、国内で資金調達ができなくなつてしまつた企業が発生している。これによってアジアの国で、アジアの大企業が資金調達できる手段があるのは極めて重要だということが再認識されてきたのではないかと思います。国内の債券市場さえ育成していればいいというところから、やはりアジア地域の中でグローバルな債券市場を育成すべきであるという認識が高まつたのは、私の感じでは2008年以降ではないかと思つています。

したがって、今後、クロスボーダー債券取引についてのルールを統一する、非居

住者に対する債券発行の取り組みを強化していくというのは、うまいタイミングでできるのではないかと思います。しかも日本、韓国、シンガポール、それからASEANの中進国を全部取り込んだ取り組みができるのではないかと思います。今後に期待しています。

### アジアで組成されたファンドはなぜ信頼を得にくいのか

河合 ホン・チェンさんにはアジア・ファンド・パスポートのお話をしていただきました。私から見ても非常に不思議なことですが、シンガポールや香港では、ユーロ市場で組成されたファンドは自分の市場でもきちんと登録を許している。だから、それを自分の国の投資家に売れる。しかし、アジアのほかの国で組成されたファンドはなかなか登録を許さない。その結果、アジアのお金はまずヨーロッパに流れてしまう。昔、日本でも見られたことですが、日本の企業が債券を発行するときに、

ユーロ市場に行って円建て債券を発行し、日本の投資家がそこに行って買うという現象がありました。ファンドの世界ではいま、アジアの金融機関などがユーロ市場に行ってファンドをつくり、アジア人がそこで投資するということも起こっていると聞いています。

どうしてそうなのか。例えば、東京で組成したファンドをシンガポールではなぜ登録しないのか。これは信頼感の問題で、ヨーロッパで組成されたものは信頼するけれども、ほかのアジアの国で組成されたものは信頼しないということなのか。その根本的な原因はどこにあるのでしょうか。

ホン・チェン 基本的なご質問は、クロスボーダー投資がどうしてアジアでもっと伸びないのかということだと思います。信頼の話と言われましたが、実はもつと悪い話です。いろいろ理由はあるのですが、歴史的にバリアが高いということだと思います。例えばファンドにしても、香港でもシンガポールでも相互認証が認められ

ていない。だから、クロスセールができないという状況にあります。

さらに悪いことに、ファンドマネージャーの人たちは、あえてアジア商品はつくりたくないのです。例えば世界で1000ドルの売上有るとします。そうしたら1つのファンドをヨーロッパで組成すればいいのです。そして800をヨーロッパで売り、200をアジアで売ればいい。ヨーロッパで組成したあと、なぜさらに4つか5つのファンドをアジアで組成しなければいけないのかということになります。組成者にとってはアジア商品をつくらないほうがいいのです。つくってしまうと利益が下がってしまうのです。つまり、アジアではあまり広範に売れないということもあるわけです。

### 民間主導の金融協力の具体的なイメージは

河合 鈴木さんは、民間主導の金融協力をやっていくべきだというお話をされまし

た。民間のフレームワークでやるというのは、具体的にはどういうことをイメージしているのでしょうか。民間の金融機関同士が集まって、いろいろなことを一緒に考えていくというようなことを想定しているのでしょうか。

**鈴木** 民間による金融協力にどんな形があるのかといえ、どういうフレームワークに、どういうリソースを乗せるかということだと思います。

フレームワークとしましては、例えば、経団連タスクフォースのように、業界を超えたビジネスの世界の方が集まるものがあります。あるいは、公的なフレームワークの中では、アジア・ボンド・マーケット・フォーラムがあります。これもまた民間の、アジアをカバーするマーケットプレイヤーが集まって議論する場がすでにできています。また、大学のチャネルも極めて有効なフレームワークになろうかと思っています。すでに日本の数ある大学も、かなりの形でアジア債券市場育成にインボルブされています。例えば、今般の競争戦略の中で、日本の債券市場育成という

テーマで、プロ向け市場があります。これも、大学の周りに民間のビジネスパーソンが集まって提言している。それがさらに戦略につながったと聞いています。お隣の韓国の例をとると、最近、発展途上国の中で取引所を創設するとか、極めて活発な動きをしています。これも聞いてみると、政府とビジネスとアカデミーとが一体になって金融戦略を展開しています。

リソースの観点で考えなければいけないのは、企業の立場からいうと、やはり現場で一生懸命稼いでいる人を、技術支援の形で海外に送ることは、現実にはなかなか難しい。そういう中で、日本の国際化を担った方々がちょうどいま現役を退き、定年に向かっていきます。私もほぼそういう年代に入っていますが、過去、国際部門で極めて優秀な働きをされた、まだまだ働ける方々を人材プールして、技術協力をする。かつ、人的貢献の中で日本のリーダーシップをとっていく。そういう役割を担う新たな人材を一つのプールとして活用することが、大きな課題ではないかと思

います。

河合 シルバー人材を活用するというお話は、非常にパワーのある世代で元気な方々が大変多いと思いますので、アジアとの連携では期待したいと思います。

### 事業債における非居住者からの投資について

河合 ここでフロアからご意見、コメント等をいただきたいと思います。

質問1 飯田さんに質問します。今年から一般債について源泉徴収が撤廃されましたが、今後、地方債や国債のみならず一般債についても非居住者からの投資が期待できるのでしょうか。もし期待できない場合、アジアの投資家が日本の一般債等に投資するために、それをもう少し容易化する措置として何か考えられることはないのでしょうか。そういう意味ではいろいろなインターミディアリな措置というか、決済、清算、カストディといった機能があるわけです。このあたりについて現状の

ご認識と今後の判断、特に銀行部門の展望について教えていただきたいと思います。

飯田 銀行界からの展望というよりも、証券会社からの意見もかなり出てくる課題であると思いますが、いままで海外投資家が課税扱いでしか取引できなかった国内事業債についても、今回の税制改正で海外投資家もセカンダリーマーケット（流通市場）でも非課税扱いの（国内事業債）取引がようやく可能となった段階です。海外投資家に国内事業債の非課税制度が認知されてくれば、時間はかかると思いますが、海外からの投資も増えてくると考えています。

ただし、すべての事業債が海外投資家に受け入れられるかといえますと、やはり発行量、それから、実際にそれをマーケットメークする証券会社がどれだけあるかにもかかってくると思います。いずれにせよ、証券会社から見ても、海外投資家との取引も従来は課税扱いとなる債券のみが対象となっていましたので、これが改善されたことは、まずは第一歩ではないかと考えています。



格付会社のビジネスモデルは利益相反ではないか

質問2 黒沢先生に伺います。統一的な域内の格付会社をつくるというお話でした。それは結構なことだと思います。ただ、私はもう7年ぐらい前から言っているのですが、もともと格付会社のビジネスモデル自体が非常に利益相反です。要するに債券の資金の借り手が顧客です。それでは不正行為のもとになります。したがって、会員制か何かにして投資家（ボンド・ホルダー）を顧客にする必要があります。そうすると、債券格付会社のパフォーマンスを上げた格付会社は投資家の会員数が増える。そういう健全な競争原理が働くと思います。

それをしないとほとんど意味がありません。これまでの債券格付会社は、特に欧米はそうですが、非常にパフォーマンスが悪いと思います。2007年、2008年に97年のアジア通貨危機のときと同じ間違いを犯した。それはビジネスモデル自

体が問題だった。このことは、2008年危機のあとのEUのレポートでも指摘されています。ですから、そういうビジネスモデル自体を変えないという意味がないと思います。その点はいかがお考えですか。

河合 この質問は、発行体が自分の発行する債券を格付けしてくださいと格付機関に頼んで発行体がお金を払うので、格付機関は発行体に有利になるように格付けしてしまうのではないか。むしろ、それを買う投資家サイドがお金を払って発行体の格付けをやってもらうほうがいいのではないか。投資家の代理人として格付会社が機能するようになれば、格付機関はもっと本来的な機能を発揮できるのではないか、そういう趣旨の質問だったように思いました。いかがでしょうか。

黒沢 私も全くそのとおりだと思います。というのは、もともと格付けは100年ちよつと前にアメリカで発生し、1960年までは投資家がすべて格付機関の存在を支えてきましたが、60年代からいろいろ事情があり、起債者が格付料を払うこと

になってきています。格付料を払って格付けを評価することになれば、そこに利益相反が発生するのは当然です。

今度のサブプライムローン問題が発生したのは、まさにそれが顕在化したと言っても過言ではありません。アメリカの議会で今回の改革をやるうとしたときに、格付料を廃止しろ、格付料を起債者からとってはいけないような法律にしろという過激な議員もたくさんいましたけれども、結局、どうなるのか。

域内格付機関をつくるときは、格付け本来の基本に立ち返って、投資家が支えるものにする。そういうふうにするためにはやはり官の協力が必要です。それから、格付け情報自体が非常に公共財的な役割を果たすようになってきました。一つの間違いが、マクロ経済を動かすほどの大きなものにもなってきている。そういうところから格付料を公共料金的なものとして考える。そしてクオリティで競争する。つまり、累積デフォルト率がどれだけ予想したとおりのものになっていくかということ

ころを厳しく判定する。モニタリングする形で行われる。資金的には、起債者に対しては公共料金的なもの、それから、主として投資家が資金を支える。したがって、外国の投資家がアジアで債券を購入する場合には、その投資家は域内格付機関に格付け購読料を払う。あるいは出資する。どういう形になるかは研究をしてみらうとして、資金を支えるのは投資家であるという形のモデルにしないと、また同じようなことが起こると思います。

河合　ありがとうございます。債券、ボンドというと、それに携わっていない方々にとっては何でボンドが重要なのかと思われる方が多いのではないかと思います。現実には、債券市場をアジアの中でしっかりしたものにしていかないと、これからのアジア経済はなかなかうまく回っていかない。そしてアジア発の貯蓄が有効な形でアジア域内に投資されていないということではないかと思っています。

ですから、アジア域内で各国がさまざまな形で協調し、アジア共通の市場インフラ、枠組み、制度づくりをやっていくことが非常に重要ではないかと、このパネルを通じて私も改めて思った次第です。今日のこのシンポジウムが皆様のお役に立てれば、この研究会のメンバーとして大変にうれしく思います。

---

## 黒沢 義孝 (くろさわ・よしとか)

日本大学経済学部教授

1943 年生まれ。1967 年 北海道大学経済学部卒業、1991 年 北海道大学大学院経済学博士号取得、1967 年 日本開発銀行入行（現、日本政策投資銀行）、1991 年より現職。その間、日本格付研究所主席審査役、米国ハーバード大学客員研究員・客員教授、英国ケンブリッジ大学客員研究員・客員教授、アジア経済研究所・開発スクール大学院客員教授を歴任するとともに、現在、早稲田大学大学院アジア太平洋センター研究科非常勤講師、NPO フェア・レーティング代表などを兼務。

---

## 飯田 純 (いいた・じゅん)

三井住友銀行 証券ファイナンス営業部副部長

1964 年生まれ。1987 年 一橋大学経済学部卒業、住友銀行入行、1989 年 証券部、市場営業部、住友キャピタル証券、国際業務部。2001 年 三井住友銀行国際投資サービス部、証券ファイナンス営業部、2009 年 4 月より現職。証券子会社等にて証券業務に従事、その後は主にカスタディ、証券ファイナンス業務等を担当。

---

## 広瀬 真人 (ひろせ・まさと)

野村総合研究所 未来創発センター 第2戦略研究室長

1962 年生まれ。1985 年 慶應義塾大学経済学部卒業、野村総合研究所入社、2009 年 金融戦略コンサルティング二部部長、2010 年未来創発センター 第2戦略研究室長、現在に至る。

---

## 鈴木 典之 (すずき・のりゆき)

大和総研アジア事業開発部・資本市場コンサルタント

1954 年生まれ。1977 年 日本大学商学部卒業後、日興証券株式会社（現日興コーディアル証券）入社。1990 年 ロスアンゼルス支店長、1995 年 日興ニューヨーク株式部長、2001 年 ナスダックジャパン副社長を経て2003 年 大和総研入社。現在に至る。

---

ホン・チェン (Hon Cheung)

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ  
アジア地区リージョナル・ディレクター兼公的機関担当  
1960年生まれ。インペリアル・カレッジ・ロンドンにて数学の優等学位を、またケンブリッジ大学にて統計学位を取得。1996年 ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズに入社。ロンドン、香港およびシンガポールオフィスにて上級職を歴任。アジア地域の証券取引所、政府機関、年金基金、その他機関投資家等に対して投資運用ビジネスに関する助言を行っている。また、「ABF 汎アジア債券インデックス・ファンド（アジア国債・公債 ETF）」には設立時より携わっており、現在もその運営チームを指揮している。イングランドとウェールズにおける勅許会計士会 (Institute of Chartered Accountants) のメンバーである。

---

河合 正弘 (かわい・まさひろ)

21世紀政策研究所研究主幹／アジア開発銀行研究所 (ADB) 所長

1947年生まれ。1971年 東京大学経済学部卒業、1973年 東京大学大学院経済学修士号 (MA) 取得、1976年 スタンフォード大学統計学 MS (修士号) 取得、1978年 スタンフォード大学経済学 Ph.D (博士号) の学位授与。1977年 ブルッキングス研究所リサーチフェロー、1978年 ジョーンズ・ホプキンス大学政治経済学部助教授 (1984年 同准教授)、1986年 東京大学社会科学研究所助教授 (1993年 同教授、2008年退官)、1998年 世界銀行東アジア大洋州地域担当チーフエコノミスト、2001年 財務省副財務官 (2003年 同財務総合政策研究所長)、2005年 アジア開発銀行 (ADB) 総裁特別顧問、2007年よりアジア開発銀行研究所 (ADB) 所長。

---

第80回 シンポジウム

# アジア債券市場整備と 域内金融協力

---

2011 年 4 月 30 日発行

編集 21世紀政策研究所

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-3-2  
経団連会館19階

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