

■連載（全3回）——■

## アジア債券市場のいま



財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 アジア債券市場の概況

No. **301**  
(2010年9月号)

第2回 アジア債券市場育成を目指した枠組みと取組み

No. **302**  
(2010年10月号)

第3回 アジア債券市場育成に向けての今後の課題

No. **303**  
(2010年11月号)

財団法人 資本市場研究会  
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

# アジア債券市場のいま

## —第1回 アジア債券市場の概況



財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

「アジア株式市場のいま」に続いて、これから3回に亘って、アジア債券市場の姿、育成に向けた取組みを概観していく。アジア通貨危機以降、ASEAN+3（ASEAN+日中韓）などの枠組みでアジア域内資本市場の育成は進められてきた。本年、日本が議長国を務めるAPEC（アジア太平洋経済協力会議）においても、アジアの資本市場育成は課題の一つとなっている。そこで11月に開催されるAPEC首脳会合に向けて、今一度、アジア債券市場の現状を整理しておきたい。

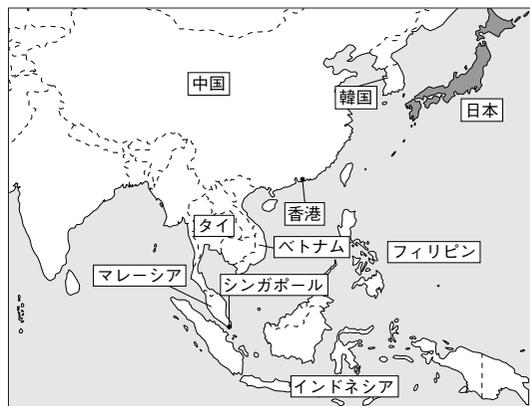
連載初回の今回は、アジア債券市場の姿を統計資料から概観する（注）。

### ■ 1. アジア債券市場拡大の様子

アジア債券市場はどの程度拡大してきたのか。（図表1）は国内債市場残高を1996年末と2009年第3四半期末で比較したものである。インドを含めたアジア新興国では国内債市場残高は5,370億ドルから4兆8,730億ドルへと約9倍に急増した。世界シェアを見ると、

#### —目次—

1. アジア債券市場拡大の様子
2. 国際債市場の推移
3. 資金調達手段としての社債発行と株式発行
4. 投資動向から見たアジア債券市場
5. 投資家の構成から見たアジア国債市場



(図表1) アジア国内債市場残高の世界シェア

国・地域	1996年末		2009年第3四半期末	
	残高(10億ドル)	世界シェア(%)	残高(10億ドル)	世界シェア(%)
アジア新興国	537	2.1	4,873	7.8
うち中国	62	0.2	2,415	3.8
韓国	283	1.1	1,001	1.6
ASEAN 6 各国	158	0.6	665	1.1
インド	81	0.3	664	1.1
日本	4,456	17.4	9,831	15.6
米国	10,926	42.8	25,105	40.0

注：ASEAN 6 各国：インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム。

(出所) ADB, "Asia Capital Markets Monitor", May 2010

(図表2) アジア新興国の地場通貨建て国内債市場残高の対GDP比率(%)

	2000年12月末			2010年3月末		
	国債	社債	国内債	国債	社債	国内債
中国	11.5	0.2	11.7	42.4	9.7	52.1
香港	8.2	27.6	35.8	37.4	34.8	72.2
インドネシア	35.4	1.4	36.8	15.4	1.6	17.0
韓国	25.7	48.8	74.4	48.6	62.6	111.3
マレーシア	38.0	35.2	73.3	51.3	40.4	91.7
フィリピン	31.1	0.2	31.3	33.5	4.5	38.0
シンガポール	27.1	21.3	48.3	46.1	34.7	80.7
タイ	22.8	4.5	27.4	52.7	12.9	65.5
日本	79.6	24.0	103.6	172.7	18.8	191.5

注：韓国の直近データは2009年12月末。

(出所) Asian Bonds Online

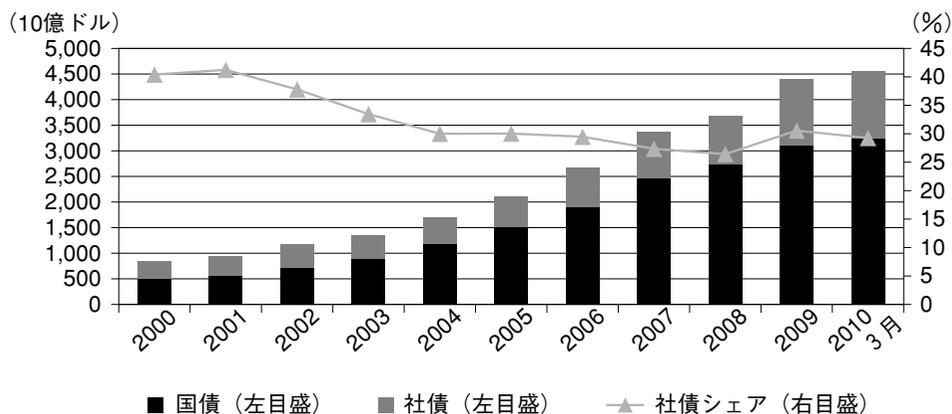
日本、米国の先進国がシェアを低下させる一方で、アジア新興国のシェアは1996年末の2.1%から2009年第3四半期末には7.8%に上昇した。なかでも中国のシェアは0.2%から3.8%へと大きく上昇している。

経済成長に伴い債券市場も拡大することが多いが、アジア新興国ではどうであろうか。(図表2)は2000年12月末と2010年3月末のアジア新興国の地場通貨建て国内債市場残高の対GDP比率を比べたものである。インド

ネシアを除く、アジア新興国すべてにおいて、国内債市場残高の対GDP比率は上昇しており、経済成長を上回るスピードで債券市場が拡大している様子が窺える。

しかし拡大の程度、内容は各国によって異なる。中国、香港、韓国、シンガポール、タイでは国内債市場は大きく拡大しており、特に国債市場の拡大が大きい。タイ、中国については社債市場も大きく拡大している。マレーシア、フィリピンも国内債市場は拡大してい

(図表3) アジア新興国における地場通貨建て国内債市場残高の推移



注：中国、香港、韓国、シンガポール、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ベトナムの9か国・地域の各年／月末残高。  
(出所) Asian Bonds Online

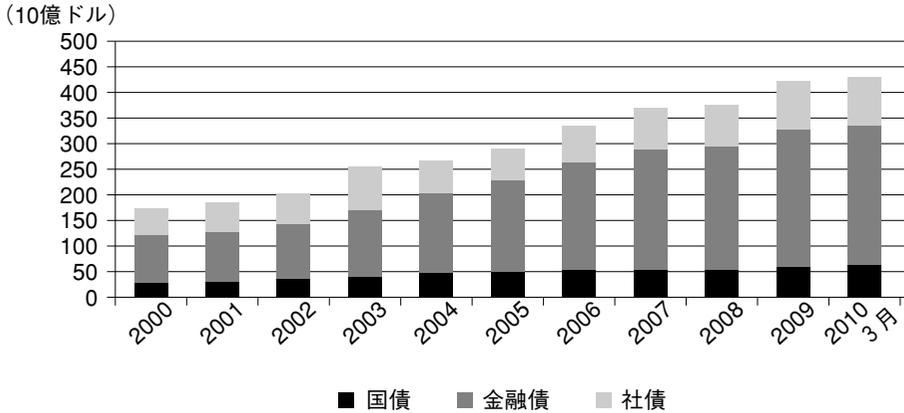
るが、前記5か国に比べれば、拡大のペースは緩やかである。インドネシアはこの10年で国内債市場残高の対GDP比率が低下したが、これは国債市場の縮小によるものであり、社債市場の規模はほとんど変わっていない。インドネシアでは、2008年上半期以降、起債環境の悪化を受けて、中央銀行債の発行額が急減した(2008年第1四半期の中央銀行債発行額911億5,000万ドルから第2四半期には531億8,000万ドルに)。その後、2009年第4四半期以降、中央銀行債の発行額は再び増加しており、さらに2010年第1四半期には中央政府発行国債も急増している。

参考までに同期間の日本の状況を見ると、国内債市場残高の対GDP比率は103.6%から191.5%へとほぼ2倍となったが、これは国債残高が79.6%から172.7%へと急増したことによる。反対に社債市場残高は24%から

18.8%へと低下しており、同比率は韓国、マレーシア、香港、シンガポールを大きく下回るものである。急速な国債市場の拡大と社債市場の縮小という日本の債券市場の歪な構造が浮かび上がっていると見えよう。

次に、アジア新興国における国債と社債の地場通貨建て国内債市場残高の推移を見てみると、国内債市場残高は一貫して大きく増加しているが、特に国債の残高の増加が大きい(図表3)。このため国内債市場残高に占める社債のシェアは2000年末の41%から2005年末には28%に低下した。さらに2008年には世界金融危機の影響を受けて25.6%まで低下した後、再び上昇しているが、2005年以降は30%を下回る状態が続いている。アジア債券市場育成へ向けてさまざまな施策が検討、実施されているが、社債市場の拡大に関しては道半ばであると言えよう。

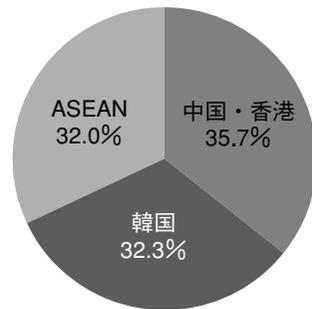
(図表 4) アジア新興国の国際債発行残高の推移



注：アジア新興国＝中国、香港、韓国、シンガポール、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ベトナム。

(出所) BIS

(図表 5) アジア新興国における国際債発行残高のシェア (2010年3月末)



注：対象国は (図表 4) と同じ。

(出所) BIS

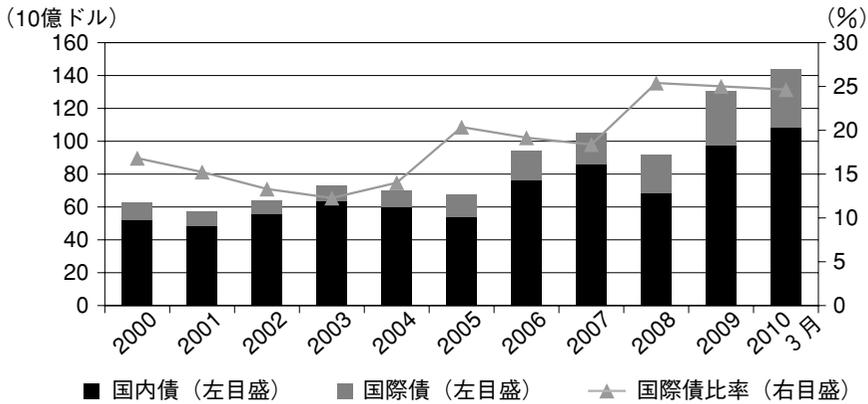
## 2. 国際債市場の推移

債券は国内市場のみではなく、海外市場でも国際債として発行される。国際債市場においてもアジア新興国の国際債発行残高は2000年以降、一貫して増加している (図表 4)。国際債市場においてもっとも大きなシェアを占めるのは金融債である (国債は一般に国内債市場で発行される)。2010年3月末の国際債市場における金融債の発行残高を地域別に見ると、中国+香港が971億3,300万ドル、韓国が878億9,200万ドル、ASEAN 6 各国 (シンガポール、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ベトナム) が868億8,200万ドルとなっている。アジア新興国の3地域・国で、ほぼ均衡している状態にある (図表 5)。国別では韓国が圧倒的に大きく、国際金融センターである香港 (591億300万ドル)、シンガ

ポール (357億7,600万ドル)、マレーシア (271億7,200万ドル) の順となっている。反対にフィリピン (46億6,200万ドル)、タイ (39億8,700万ドル) の金融債残高は相対的に小さい。

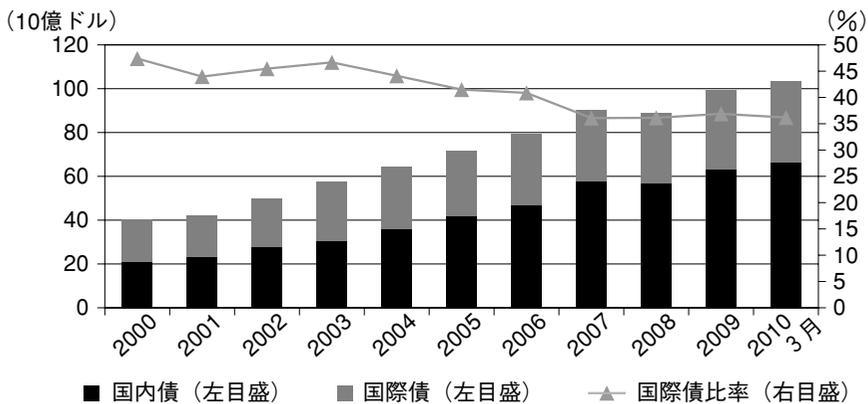
また国際債市場における国債の発行残高の推移を見ると、インドネシア、フィリピンの発行残高が増加傾向にある一方で、マレーシア、

(図表6) インドネシア：国内債と国際債の残高推移



注：国内債は地場通貨建て債。  
 (出所) BIS, Asian Bonds Online

(図表7) フィリピン：国内債と国際債の残高推移



注：国内債は地場通貨建て債。  
 (出所) BIS, Asian Bonds Online

タイは減少している。国内債市場が相対的に小さいインドネシア、フィリピンでは国債の発行が国際債市場へも向かう傾向にある。2010年3月末の国債残高における国際債のシェアはインドネシアで15%、フィリピンでは31%にも上っている。

国内債・国際債全体の残高推移を見ると、

インドネシアでは国際債のシェアが上昇傾向にあり、2010年3月末で約4分の1が国際債となっている(図表6)。一方、フィリピンでは国際債のシェアは低下傾向にあるものの、2010年3月末で35%強が国際債となっている(図表7)。

両国における国際債の割合が大きいことの

背景には、それぞれの通貨であるインドネシア・ルピア、フィリピン・ペソに対する投資家の信頼感が比較的低いため、両国が米ドル等の国際通貨建てで国際債を発行することが多いという側面がある。

### ■ 3. 資金調達手段としての社債発行と株式発行

ASEAN 4 各国（インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ）の社債発行の動向を見ると、2006年の453億ドルから2007年には737億ドルに急増し、その後、2008年には741億ドル、2009年は633億ドルと比較的安定的に推移している。一方、株式発行（新規発行：IPOと追加発行の合計）は2006年には79億ドルだったが、2007年には155億ドルと社債と同様に発行が急増し、その後2008年136億ドル、2009年106億ドルと減少傾向にある。発行規模としては株式は社債の20%弱という水準である。

社債には金融債が含まれ、また株式にも金融株が含まれるが、一般的に銀行は金融債発行で資金調達を行うため、社債の発行額の割合が大きくなる。また株式市場は先進諸国や中国などの株価変動の影響を大きく受け、各国の株価も変動する。株式の発行は株式市場の株価動向に左右されるため、社債の発行以上に変動が大きなものとなる。

こうした前提を踏まえて、ASEAN 4 各国のここ数年の社債発行と株式発行を比較して

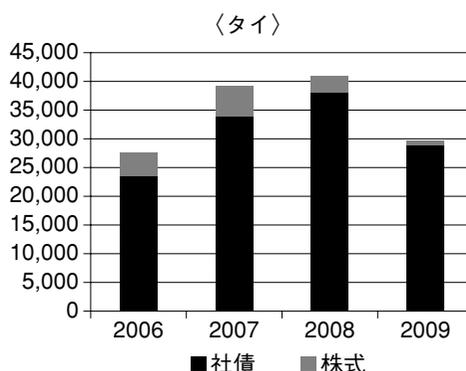
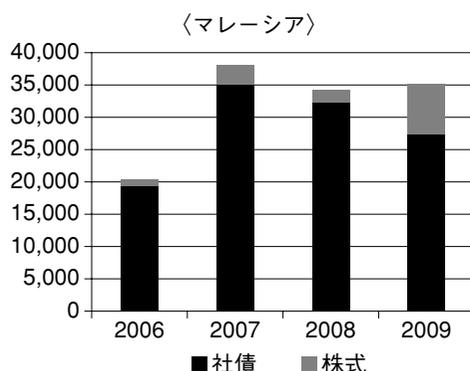
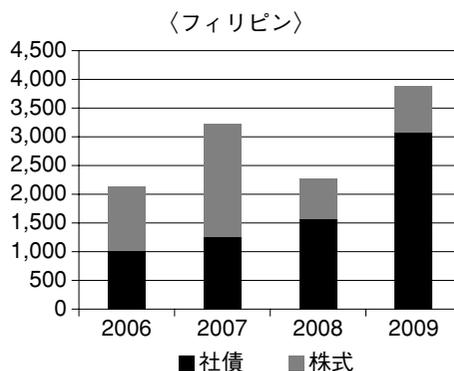
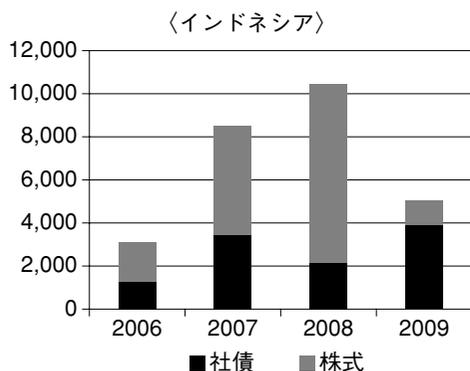
みると、国によって大きく状況が異なる（図表8）。インドネシア、フィリピンでは相対的に株式発行の割合が大きく、マレーシア、タイは圧倒的に社債発行の割合が大きい。インドネシア、フィリピンは社債市場の発展が遅れており、株式市場からの資金調達に依存する割合が大きくなる。マレーシアは債券市場が相対的に発達しているために、イスラム債券を含めて社債での資金調達が多い。タイについては資金調達で銀行融資のシェアが特に大きいのが特徴であり、2010年3月で国内資金調達における銀行融資のシェアは52.4%と過半に上る。またタイで社債発行額が株式発行額を大きく上回るのは、逆説的に株式市場の発展が遅れているためとも言えよう。

### ■ 4. 投資動向から見たアジア債券市場

アジア債券市場を投資動向の側面から見るとどうであろうか。ASEAN 4 各国の対外ポートフォリオ債券投資残高の推移を見たのが（図表9）である。2008年は前年比で小幅に減少したものの、対外債券投資残高は2001年末の44億1,500万ドルから2008年末には220億4,100万ドルと約5倍に増加している。各国別に見ると、フィリピンが安定的に大きな残高を持つ一方で、2007年、2008年にはタイの残高が急増している。一方でインドネシアの対外債券投資残高は極めて小さい。

シンガポールを含めたASEAN 5 各国での

(図表 8) ASEAN 4 各国の株式・社債発行額の推移 (単位: 百万ドル)



注: 株式発行は新規発行 (IPO) と追加発行の合計。  
(出所) WFE、Asian Bonds Online

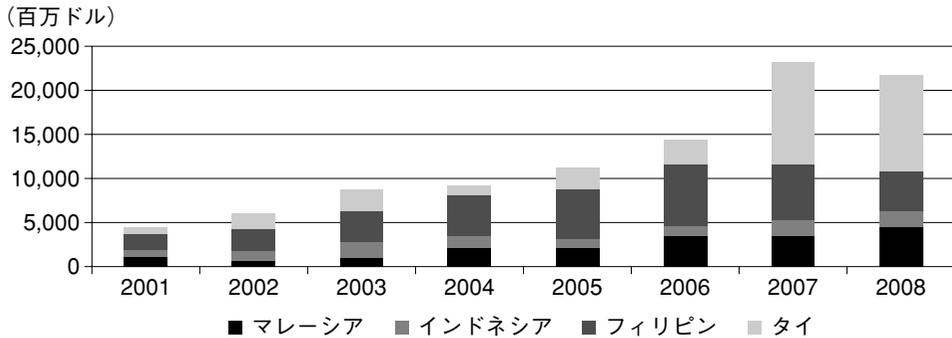
対外ポートフォリオ債券投資残高の推移を投資先の地域・国別に見ると、最大の投資先は英国であり、2008年末で英国向け投資残高のシェアは26.7%に上る(図表10)。日本を除くアジア諸国がこれに次いでシェアは22.5%である。ASEAN域内向けの投資残高シェアは、2007年にシンガポールからマレーシアへの大型投資があったため同年末には13.9%と上昇したが、翌2008年末には7.2%に急低下した。推移を見ると、英国向け、アジア諸国向け、ASEAN域内向けが増加傾向にある一方で、

米国向け投資は減少傾向にあり、日本向けは低迷した状態がずっと続いている。

次にアジア諸国の対内ポートフォリオ債券投資残高(投資流入)の推移を見ると、2002年から2007年にかけて急増している(図表11)。韓国、シンガポール、マレーシアへの投資が多い一方で、タイ向けの投資は極端に少ない。また国際金融センターである香港への投資も相対的に少なく、フィリピンと同程度の残高規模となっている。

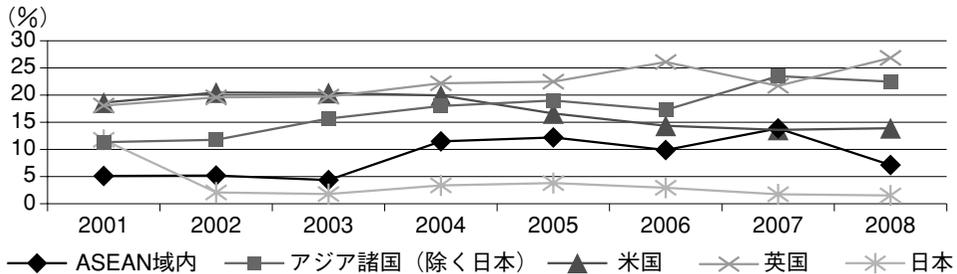
各国別に2008年末の対外・対内ポートフォ

(図表9) ASEAN 4 国の対外ポートフォリオ債券投資残高の推移 (各年末)



(出所) IMF

(図表10) ASEAN 5 国の地域別対外ポートフォリオ債券投資残高シェアの推移 (各年末)

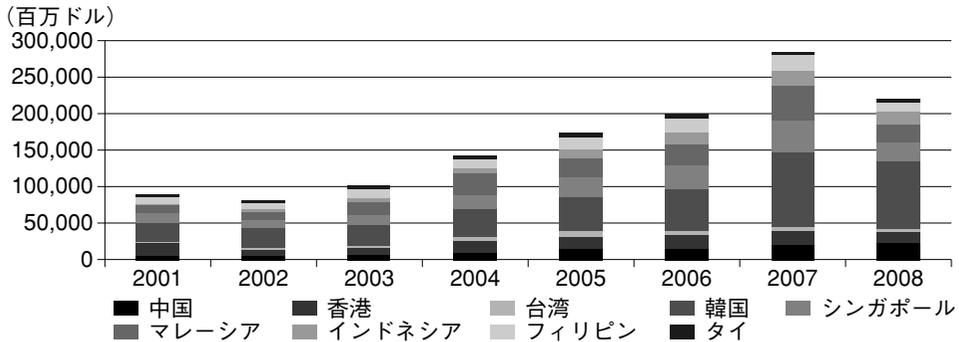


注: ASEAN 5 各国: シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイ

アジア諸国: ASEAN 5 各国、中国、台湾、香港、韓国

(出所) IMF

(図表11) アジア諸国の対内ポートフォリオ債券投資残高の推移 (各年末)



(出所) IMF

(図表12) アジア新興国の対外・対内債券ポートフォリオ投資残高 (2008年末、単位：百万ドル)

国名	対外投資残高	対内投資残高
香港	282,894	14,770
韓国	27,234	92,007
シンガポール	156,552	26,687
マレーシア	4,535	24,579
インドネシア	1,701	17,592
フィリピン	4,567	13,224
タイ	11,238	4,241

(出所) IMF

リオ債券投資残高を見ると、国際金融センターである香港、シンガポールは圧倒的に対外投資が大きい(図表12)。香港、シンガポールは資本の回転台となっており、自国の債券市場の規模は大きくない。2009年末の地場通貨建て債券の発行残高は香港が1,440億ドル、シンガポールが1,500億ドルであり、韓国(1兆210億ドル)、マレーシア(1,850億ドル)、タイ(1,770億ドル)を下回っている。韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピンは対内投資残高が相対的に大きく、なかでも韓国はアジア新興国では最大の債券投資受入国となっている。これに対して、タイは債券市場の規模はアジア新興国のなかでは相対的に大きいものの、対内投資は極めて少ない。タイ債券市場はほぼ国内市場となっていると言える。

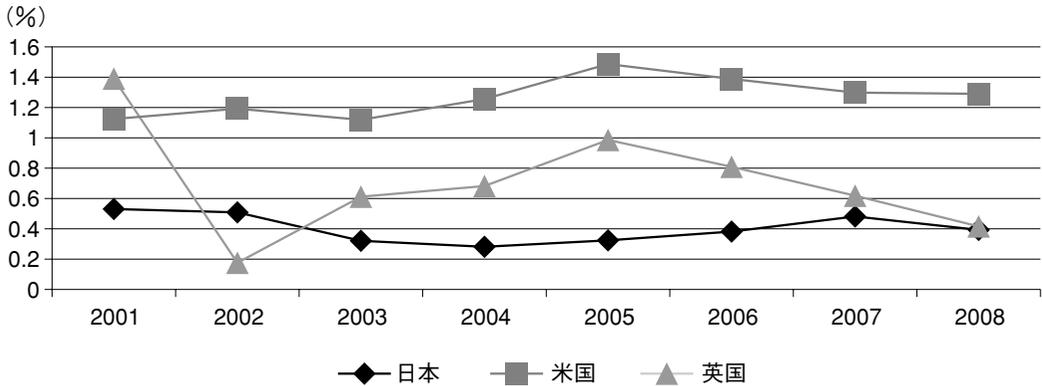
それでは日本、米国、英国のASEAN 5 国向け対外ポートフォリオ債券投資残高シェアの推移はどうであろうか。2005年にかけては米国、英国ともにASEAN向け投資残高シェアが増加傾向にあったものの、2006年以降は

一貫して低下している(図表13)。但し、ASEANからの投資とは逆に、英国に比べ、米国の方がASEAN向け投資残高のシェアが高い。日本の対ASEAN投資残高は低迷しており、日本とASEAN間での債券投資が進んでいない状況が窺える。

債券投資には長期債投資と短期債投資があるが、アジア新興国の対外ポートフォリオ債券投資残高では長期債投資残高が短期債投資残高の約2倍に上る。外国からの投資対象となる短期債券はアジア新興国では少なく、対内投資でも長期債が大半で短期債の残高は長期債の10分の1程度に過ぎない。

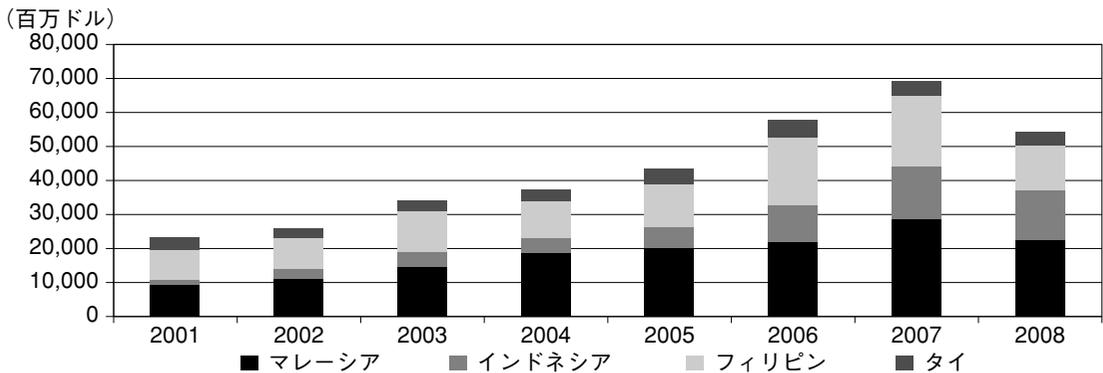
ASEAN 4 か国の対内ポートフォリオ長期債券投資残高の推移を見ると、相対的にマレーシアの投資受入額が大きく、フィリピン、インドネシアがこれに続いている(図表14)。またインドネシア向けのポートフォリオ長期債券投資が増加傾向にあることが窺える。ASEAN 4 か国のなかでもタイは圧倒的に対内債券投資額が少ない。また前述した通り、タイの場合、対外ポートフォリオ債券投資残高

(図表13) 日米英のASEAN 5 国向け対外ポートフォリオ債券投資残高シェアの推移 (各年末)



注：ASEAN 5 国：シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイ  
(出所) IMF

(図表14) ASEAN 4 国への対内ポートフォリオ長期債券投資残高の推移 (各年末)



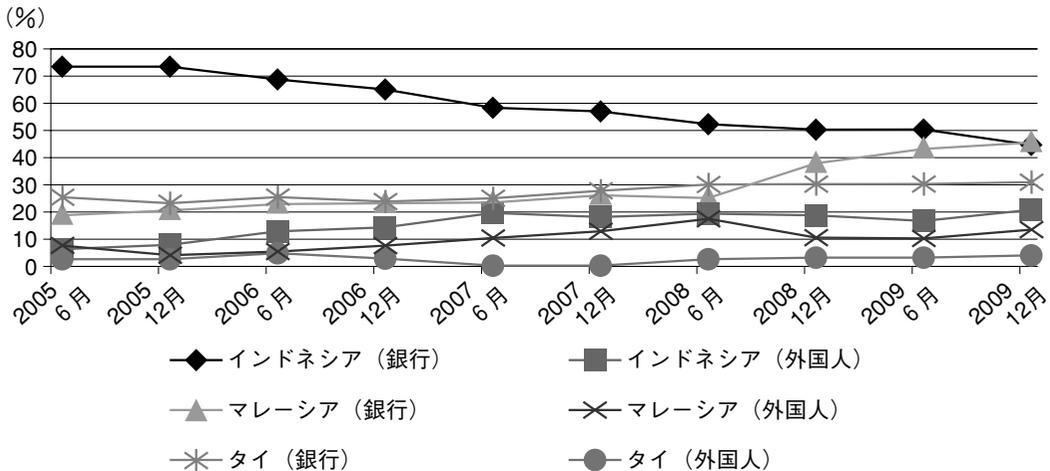
(出所) IMF

が2007年以降、ASEAN諸国のなかでも突出して急増しており、タイの債券投資は最近、国内市場よりむしろ外国市場に向かっているとも言える。タイは2010年2月に対外投資や為替ヘッジに関する規制を緩和しており、今後はさらに対外投資が増加していくものと予想される。

対内ポートフォリオ短期債券投資残高の推移を

見ても、マレーシアの残高が大きく、インドネシアがこれに続く。フィリピンは短期債券の対内投資が極めて少ない反面、短期債券の対外投資はASEAN諸国のなかでは相対的に大きいのが特徴である。

(図表15) 国債の投資家別シェア推移



(出所) Asian Bonds Online

## 5. 投資家の構成から見たアジア国債市場

最後にアジア国債市場を投資家の構成から見てみよう。国債投資においては、銀行、保険会社、年金基金などが主な投資家である。国債の投資家別シェアで、銀行はインドネシア、マレーシアでは約45%、タイでも約30%に上っている。また保険会社・年金基金のシェアはマレーシア、タイで約40%、インドネシアで約20%となっている。韓国の場合は様相が異なり、国債の最大の投資家は公共部門であり、そのシェアは2009年9月末で31%に上っている。

(図表15) はデータ取得が可能なインドネシア、マレーシア、タイのASEAN 3 各国について、国債の投資家別シェアにおける銀行と外国人の推移を見たものである。インドネシ

アでは銀行のシェアが一貫して低下傾向にある一方で(2005年6月:72.25%から2009年12月:43.72%)、外国人のシェアが上昇している(2005年6月:3.58%から2009年12月:18.56%)。

またマレーシアでは銀行のシェアが上昇傾向にあり、特にリーマンショック後には銀行のシェアは急上昇を見せ(2009年6月:25.16%から2009年12月:38.42%)、その後も上昇傾向が続いている。一方、外国人の投資シェアは上昇傾向にあったが、リーマンショックを受けて、銀行のシェア上昇と合わせるようにシェアを低下させた。マレーシアの債券市場は相対的に国際化が進んでいたため、世界金融危機の影響を受けたものと見られる。

タイについて見ると、銀行のシェアも外国人のシェアも上昇傾向にはあるが、その変化は非常に小さい。

銀行などの金融機関の国債投資スタンスは、アジア新興国では持ち切りの傾向にあり、これに対して外国人は売買を積極的に行うため、外国人の投資シェアの上昇は、市場に流動性を供給し、市場活性化のためには重要な要因となる。このことからすれば、インドネシアの国債市場は市場発展に向けて進んでいるものと評価されよう。

統計資料からASEAN諸国を中心にアジア債券市場の最近の推移を見てきた。株式市場と同様、債券市場に関しても、アジア域内の国による相違は未だ大きい。おおまかに分類すると、①アジア域内で相対的に債券市場の発展が進んでいる韓国、マレーシア、②国際金融センターとして流動性確保を重視した債券市場育成に成果を上げている香港、シンガポ

ール、③市場の発展に向けて進みつつあるインドネシア、フィリピン、④債券市場の国際化で大きく遅れているタイ、といった感じで特徴付けられよう。

このような特徴を抱えた債券市場に関して、アジア域内で協働した市場育成策が進められている。今回はこうした域内の債券市場育成策を概観する。

(注) アジア各国の債券市場の統計データについては、Asian Bonds Onlineのサイトから入手可能である (<http://asianbondsonline.adb.org/>)。また国際債市場のデータについては、国際決済銀行 (<http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>)、地域別のポートフォリオ債券投資残高のデータについては、国際通貨基金 (<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/geo.htm>)からそれぞれデータ入手が可能である。



## 〈コラム〉

### マレーシアのスクーク市場

マレーシア政府は2010年5月27日、8年振りに米ドル建て国際債としてイスラム債券（スクーク）を発行した。12億5,000万ドルの5年債で、当初10億ドルの発行を計画していたが、投資家の応募が約55億ドルに達したため、発行額を増額したものである。投資家の地域別シェアでは中東が26%と最大を占め、以下、アジア21%、欧州20%、米国15%となった。投資家の種類別では銀行が41%、ファンド36%、中央銀行並びに政府投資ファンド11%、保険・年金基金6%の順番であった。

アジア新興国のなかでも相対的に発展した、規模の大きなマレーシアの債券市場では、スクークが既に確固たる地位を占めている。2010年3月末で、スクーク社債の残高は1,680億リング、社債全体に占めるスクークのシェアは57%と過半に及んでいる。社債発行額でもおよそ半分はスクークが占める状況が続いている。スクーク市場の拡大は中東をはじめとした外国からの投資流入を促し、マレーシアの債券市場の拡大・発展の大きな要因となっている。

イスラム金融のハブ市場となることを国策に掲げるマレーシアでは、スクークに加え、イスラム投資ファンド、イスラムETF、イスラムREITと、イスラム金融の投資商品は増加、広がりを見せている。イスラム金融の拡大が、今後もマレーシア金融資本市場の発展のカギを握ると言えよう。