

■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2回 アジア債券市場育成を目指した枠組みと取組み



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

今回は主に統計資料からアジア債券市場の姿を見た。続く今回はアジア債券市場育成に向けて、どのような枠組みでどのような取組みがなされているのかを見ていこう。なお、市場の育成という観点からすれば、債券市場のみではなく、株式市場も含めた資本市場の育成が必要とされるものである。したがって本稿では株式市場も含めて、アジア資本市場の育成に向けて、どのような施策が展開されているのかを概観する。

■ 1. 様々なレベルで育成が急がれるアジア債券市場

アジアでは、アジア諸国を中心とした様々な枠組みの下で、アジア域内の金融協力、アジア資本市場育成に向けた施策が進められている。主な枠組みは(図表1)の通りである。

アジア資本市場育成という観点から、中心的な役割を担っているのはASEANとASEANに日本、中国、韓国を加えたASEAN+3である。後述するように

—目次—

1. 様々なレベルで育成が急がれる
アジア債券市場
2. アジア債券市場育成の背景とメリット
3. ABMIとABF
4. ASEANにおける取組み



(図表1) アジア資本市場育成を目指す各種枠組み

名称	参加国	資本市場育成に向けての主な取組み
ASEAN	インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ブルネイ、ベトナム、ラオス、カンボジア、ミャンマー	ASEAN and Plus Standard ASEAN Linkage
ASEAN+3	ASEAN諸国、日本、中国、韓国	ABMI, CMI
EAS	ASEAN諸国、日本、中国、韓国、オーストラリア、ニュージーランド、インド	—
EMEAP	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	ABF
APEC	インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ブルネイ、ベトナム、日本、中国、香港、台湾、韓国、オーストラリア、ニュージーランド、米国、カナダ、ロシア、パプアニューギニア、ペルー、メキシコ、チリ	—

(出所) 各種資料

ASEAN+3では、その出発点はアジア通貨危機の再発防止であり、このことからアジア域内の金融協力を重点が置かれ、その施策の1つとして、アジア域内の資本市場育成が進められている。より具体的には社債市場を含めたアジア債券市場の育成が目標とされている。

一方、ASEANでは、ASEAN経済共同体設立の一環として、ASEAN域内の資本市場の連携が進められている。その作業部会では各国の証券取引所が担う役割が大きく、結果的に株式市場に力点が置かれていると言える。債券市場はASEAN+3の枠組みで、株式市場はASEANの枠組みで域内市場の連携・育成が進められていると捉えられる。

東アジア・サミット(EAS)については、2009年10月のEAS首脳会議の議長声明を受けて、EAS財務大臣非公式会議が2010年5月2日に開催された。EASはASEAN+3にオーストラリア、ニュージーランド、インド

を加えた16か国であり、未だ発足したばかりであり、今後、具体的にどのような役割を担っていくのかが注目されよう。

アジア・オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP: Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks)はその名が示す通り、域内の中央銀行による枠組みであり、政府によるその他の枠組みとは様相を異にするものである。域内金融協力を担う枠組みであり、アジア資本市場の育成に関しても、後述するアジア債券ファンド(ABF)を組成することでアジア資本市場育成の支援を行っている。

2010年はASEAN+3の議長国が中国、G20の議長国が韓国、APECの議長国が日本と日中韓の国際会議における役割が重要なものとなっている。また2011年のASEAN+3財務大臣会議は日本とインドネシアが共同議長を務める。

なお、APECに関しては、第3回で紹介する。

■ 2. アジア債券市場育成の背景とメリット

アジア債券市場育成に向けた動きが進められた背景は、1997年のアジア通貨危機であり、危機の再発を防ぐために域内金融協力が進められることになった。これは主にASEAN+3財務大臣会議（AFMM+3：ASEAN+3 Finance Minister's Meeting）を中心に行われ、その具体的な進展としてアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative）、チェンマイ・イニシアティブ（CMI：Chiang Mai Initiative）が生まれた。

アジア通貨危機の原因の1つに、アジア諸国が銀行部門中心の金融システムであったことが指摘される。アジア諸国間で資本市場を育成し、銀行と資本市場が相互補完的に金融を提供し、経済成長に貢献していくことが期待されるのである。

それでは資本市場育成にはどのようなメリットがあるのだろうか。資本市場の育成は前述の通り危機再発防止のための域内金融協力の1つであるが、そこからさらに進み、アジアの今後の経済成長に不可欠なものと認識されるようになっていく。

アジア諸国ではインフラ整備等の経済開発に当たって長期資金調達が課題となっている。資金需要が高まる一方で、アジアは膨大な貯蓄を抱えており、その対外投資は主に欧米

先進国に向けられているのが現状である。このためアジアの貯蓄をアジアの投資に向ける必要性が指摘され、そのために資本市場の育成が急がれている。

債券市場が育成されれば、資金を必要とするアジア企業等は債券の発行によって長期の資金調達が可能となる。また投資家サイドからすれば、新たな資金運用手段が生まれることになる。さらに起債のためには情報開示が必要となり、これは企業等の透明性を高め、コーポレートガバナンスの強化にも繋がることになる。発行企業が信用力を高めれば、起債コストが減少することになり、効率的な資金配分が促進される。またリスクも数多くの投資家（債券保有者）に分散されることになる。このように債券市場の育成は、アジア経済全体の体質強化、安定的、持続的、効率的な経済成長に繋がるものと期待されるのである。

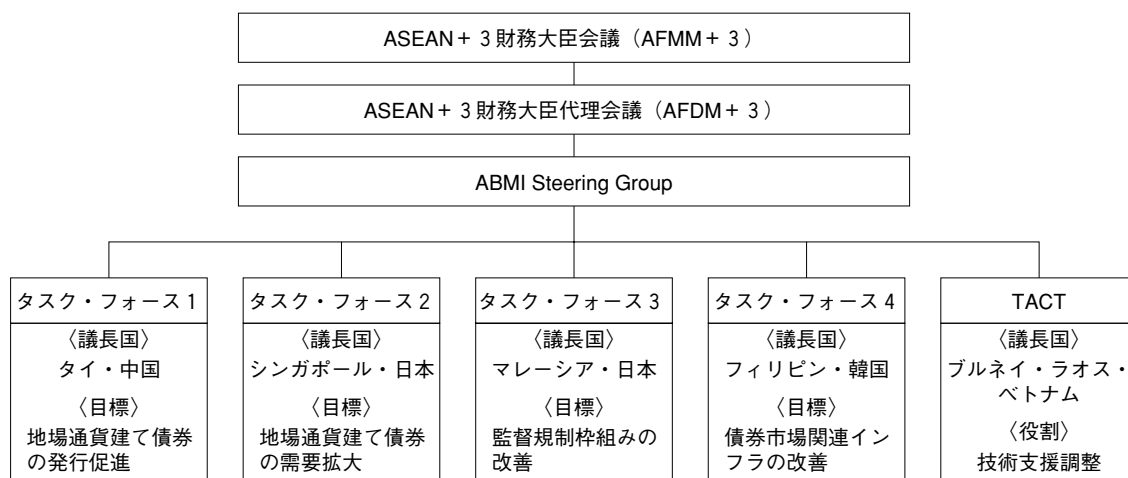
■ 3. ABMIとABF

(1) ASEAN+3によるABMI

アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Markets Initiative）は、2002年12月のASEAN+3非公式セッションで日本によって提案され、2003年のASEAN+3財務大臣会議において承認された。その後、2005年にABMIの工程表（ロードマップ）が公表され、多層的なレベルで債券市場育成に向けた施策が進められた。

2008年5月には、ASEAN+3財務大臣会議

(図表 2) 新ABMIの枠組み



(出所) Asian Bonds Online

共同声明で、それまでのABMIの取組み体制を見直した新たなロードマップが示された。その具体的な枠組みは(図表2)の通りである。4つのタスク・フォースがそれぞれの目標に向けた幅広い施策の検討を行った。

タスク・フォース1は、発行者サイド(サプライ・サイド)から検討を進めるもので、具体的には、信用補完メカニズム、インフラ・ファイナンス、証券化、デリバティブ市場の発展などを担当した。

タスク・フォース2は、投資家サイド(ダイヤモンド・サイド)から、機関投資家・個人投資家のための投資環境の改善、レポ・証券貸借市場の発展、クロスボーダー取引の拡大、投資家への広報活動などを行った。

タスク・フォース3は、規制・監督・会計基準についての国際基準の導入促進、地域内の自主規制機関との協調促進、倒産法制等の

改善を担い、タスク・フォース4は決済インフラ、流動性の増加などを具体的な目標とした。

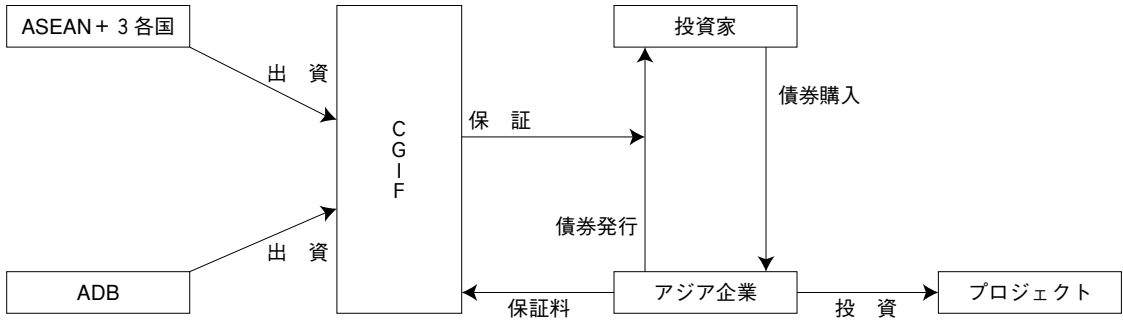
さらにタスク・フォースのモニタリングと全体の調整を行うSteering Groupを設置した。

(2) 最近の成果と今後の計画

ASEAN+3では、ABMIのこれまでの活動は成果を挙げ、域内の地場通貨建て債券市場の規模は拡大し、発行体の多様化が進んだと評価している。実際はどうであるのかは前回概観した通りであり、アジア債券市場の育成は道半ばと言えよう。

2010年5月2日にウズベキスタンのタシケントで開催されたASEAN+3財務大臣会議では、開発資金需要の増加するアジア地域において、域内の貯蓄を域内の投資に向けることの重要性が改めて認識され、地場通貨建て債券市場の育成、域内のクロスボーダー債券

(図表 3) 信用保証・投資ファシリティ (CGIF) のスキーム



取引のさらなる促進に向けた方策の検討が財務大臣代理に対して指示された。ASEAN+3 財務大臣代理会議は2002年以降、年2回開催され、各国の経済状況や政策課題などに関する政策対話が実施されている。

ASEAN+3 財務大臣会議の具体的な決定事項としては、「信用保証・投資ファシリティ (CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility)」と「ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF)」の設立が合意されたことが挙げられる。

CGIFはアジアの企業による地場通貨建て債券発行を促進することが目的であり、ASEAN+3 各国とアジア開発銀行 (ADB: Asian Development Bank) が共同出資により、ADBの信託基金としてCGIFを設立し (当初は7億ドル、日本は国際協力銀行: JBICが2億ドルを出資)、インフラ開発等を行うアジア企業が資金調達のために発行する債券を保証するものである (図表3)。

国際市場での債券発行は国際的な格付機関から投資適格の格付けを取得しないと発行が

難しい。格付けの上限となるソブリン格付けが低いアジアの発行体にとっては国際市場での債券発行のハードルは高いものとなる。しかし域内では、域内の投資家や仲介業者が域内の発行体に関する情報を比較的容易に入手できるため、国際市場で発行が不可能な発行体でも域内市場で発行できる可能性が生まれる。起債を行うアジア企業は保証料を支払うものの、保証により信用力が高められ、債券発行が円滑化するとともに、銀行融資への依存や信用収縮等の影響が低下することが期待される。

またABMFはこれまでのABMIにおける取組みを発展させるものである。当局に加え、域内外の民間市場参加者を加えたフォーラムとし、クロスボーダーの債券取引を促進させることが目的である。同フォーラムでは、各市場の課題、各国の規制や市場慣行の調和、決済に係る障害の除去、各市場間の相互認証制度の導入などが検討される。

またASEAN+3の金融協力のさらなる強化のため、その戦略的な方向性を提示するタスク・フォースの設置についても合意された。

(3) EMEAPによるABF

ABFはEMEAP加盟国・地域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、ABF 1(2003年6月)とABF 2(2004年12月)がある。EMEAP加盟国・地域のうち日本、オーストラリア、ニュージーランドを除いた加盟8か国・地域の国債及び政府機関債を投資対象としたパッシブ運用型の債券投資信託である。

ABF 1はドル建て債券を投資対象とした約10億ドルのファンドで、投資に関する経験の蓄積を主目的とした。

これに対してABF 2は地場通貨建ての債券を投資対象とするファンドで、具体的には8か国・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: Pan-Asia Bond Index Fund)」(設立時約10億ドル)と各国のファンド(設立時合計で約10億ドル)の2つのファンドからなる。PAIFの設立国にはシンガポールが、上場地には香港が選ばれたが、その後、PAIFは一般の投資家が購入可能な金融商品となっている。ABF汎アジア債券インデックス・ファンドとして東京証券取引所にも上場されている。

ABFはアジアの債券に対する認知度の向上と各国の市場・規制改革の推進を目的としている。PAIFはiBoxx ABF汎アジア指数に連動するが、同指数の国別ウェイトは債券発行残高、売買回転率、自国通貨建てソブリン格付け、市場アクセスを勘案して決定される。市場改革を推進すれば自国のウェイトが高まる

ことになり、市場改革を促すことに繋がる。因みに2010年6月末のPAIFの各国毎のウェイトは中国20.87%、香港19.16%、シンガポール14.94%、韓国14.26%、マレーシア10.61%、タイ9.44%、フィリピン5.37%、インドネシア5.29%となっている。

■ 4. ASEANにおける取組み

(1) ASEANの経済統合

ASEANは、①ASEAN経済共同体(AEC)、②ASEAN安全保障共同体(ASC)、③ASEAN社会・文化共同体(ASCC)の3つの共同体を2015年までに実現することを目標にしている。

2007年11月にシンガポールで開催された第13回ASEAN首脳会議において、2015年までにAECを設立するためのロードマップとして、「ASEAN経済共同体ブループリント」が採択された。ASEAN域内の資本移動のさらなる自由化のため、各国の資本市場統合や国境を越えた資金調達の円滑化が目標として掲げられている。各国の資本市場統合では、具体的には以下のような目標が掲げられている。

- ・ASEAN資本市場基準の調和
- ・市場専門家の資格、教育、経験の相互承認
- ・証券発行における使用言語、適用法の柔軟性拡大
- ・債券投資家ベースの拡大に資する源泉徴収税制の改善
- ・証券取引所及び債券市場リネージュ推進のための市場主導による努力の支援

(図表 4) ASEAN財務大臣会議における資本市場の育成に関する動き

2004年	<ul style="list-style-type: none"> ASEAN資本市場フォーラム（ACMF：ASEAN Capital Market Forum）の設立。 ASEANの知名度向上のための宣伝活動の実施。 ASEAN域内の証券市場の連携に関する作業部会設立を承認。
2005年	<ul style="list-style-type: none"> 相互に接続されたASEAN証券市場を2010年までに育成することを合意。 アセットクラスとしてのASEANを育成するために、ASEAN100作業部会の設立を承認。
2006年	<ul style="list-style-type: none"> ASEANの金融セクターの競争力強化と厚みを深めるための優先分野を選定。
2007年	<ul style="list-style-type: none"> ASEAN域内の債券市場に関する情報を含め、ASEAN債券のポータルサイトの設立を合意。
	<ul style="list-style-type: none"> 2015年までにASEAN経済共同体（AEC：ASEAN Economic Community）を設立するためのロードマップとしてASEAN経済共同体ブループリント（ASEAN Economic Community Blueprint）を採択。
2008年	<ul style="list-style-type: none"> ASEANにおける資本市場発展の主要な阻害要因の調査を民間に委託。 ASEAN取引所戦略開発作業委員会（SWG：ASEAN Exchanges Strategy Development Working Group）の設置。
2009年	<ul style="list-style-type: none"> 資本市場統合の具体的な工程を示す実施計画（Implementation Plan）を承認。

(出所) 各種資料

(図表 5) Implementation Planにおける3つのテーマと6つの施策

テーマ	施策	これまでの成果
A：域内統合の環境整備	相互承認、各種基準・ルールの収斂	ASEAN and Plus Standard
B：市場インフラ整備、商品開発、業者の育成	取引所間協力（ガバナンスの強化を含む）	ASEAN Linkage
	新商品開発、アセットクラスとしてのASEANの確立	
	債券市場の育成強化	
C：実施プロセスの強化	各国資本市場育成計画との調整	
	ASEAN事務局による域内協調と実行力の強化	

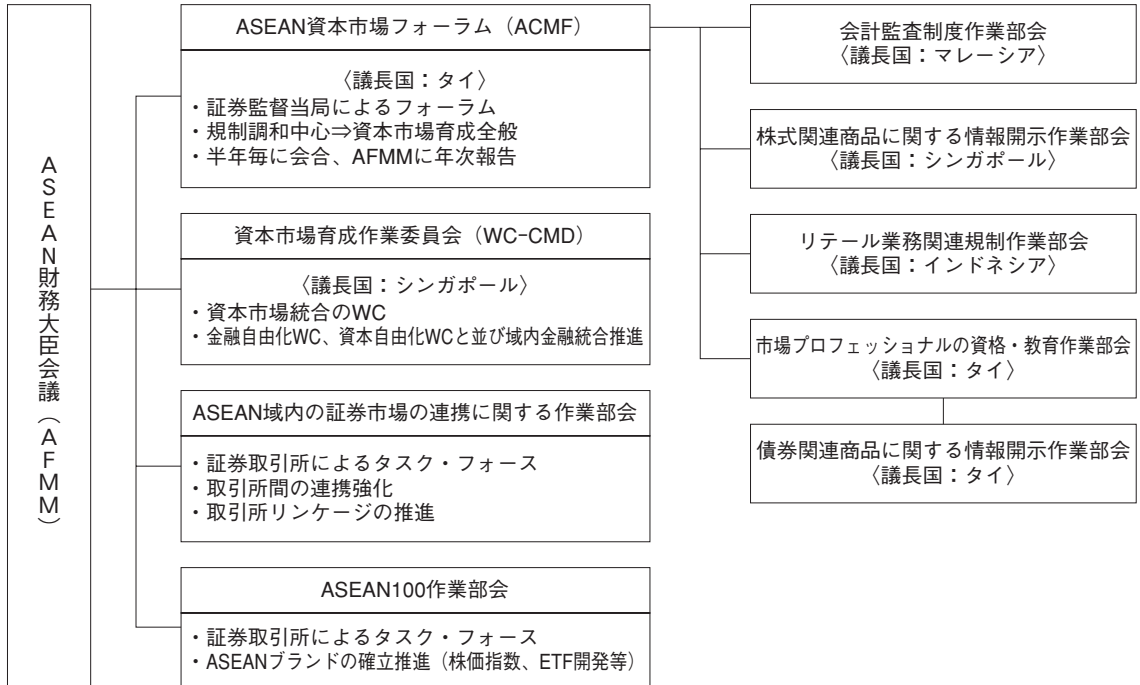
(出所) ASEAN Capital Markets Forum等

続いて2009年4月に開催された第13回ASEAN財務大臣会議では、資本市場統合の具体的な工程を示す実施計画(Implementation Plan)が承認された。これはブループリントのうち、資本市場関連部分をブレイクダウンしたものである。なお、ASEANにおける資本市場関連施策の最高意思決定機関はASEAN財務大臣会議（AFMM：ASEAN Finance Minister’s Meeting）であり、

AFMMの主な動きは(図表4)の通りである。

ブループリントでは(図表5)に示す通り、3つの中心テーマと6つの戦略施策が盛り込まれ、3段階（2009-10年／2011-12年／2013-15年）にわたって詳細な計画が定められている。最終的な目的は、ASEAN域内における資本移動が自由化され、発行体が域内のどこでも自由に資金調達ができ、投資家は域内のどこへも自由に投資ができる状況を実現

(図表 6) ASEAN資本市場育成の枠組み



(出所) 各種資料

することである。これによってASEAN域内の経済成長が強化されるとともに、外的ショックに対する域内金融市場の耐性も強化されることになる。

こうした計画を実施する枠組みは(図表6)のように構成されている。ASEAN資本市場フォーラム(ACMF)は、2003年の第7回AFMMにおける合意に基づき、2004年に各国の証券規制・監督当局が参加して創設された。ACMFの下には各国が議長を務める作業部会が設けられ、アジア開発銀行(ADB)の専門家グループが技術支援を行っている。ASEAN域内においても、資本市場の発展度合いや規制環境等が国によって大きく異なる

ため、多国間で一度に議論を進めると合意が難しい。そのため各部会では議長国が中心となってガイドラインを作成し、内容に合意した二国間で覚書を交わす形となっている。

また証券市場の連携に関しては、ASEAN域内の証券市場の連携に関する作業部会(Alliances and Linkages among securities markets in ASEAN Task Force Meeting)があり、本作業部会はASEAN域内の証券取引所のCEOをメンバーとしている。

それではこれまで具体的にはどのような成果が挙げたのであろうか。以下、ASEAN and Plus Standard、ASEAN Linkageの2つの具体的成果を紹介する。

(2) ASEAN and Plus Standard

2009年7月、シンガポール、マレーシア、タイの3か国は、上場企業が株式・債券を発行する際の情報公開ルールを統一した。クロスボーダーでの資金調達を容易にする目的であり、インドネシアなどASEAN他国も準備が整い次第、これに参加すると見られる。3か国は株式・債券の発行時に上場企業に義務付ける情報開示内容の細目を、財務情報、経営概況、発行目的など分野別に統一した。証券監督者国際機構 (IOSCO) などの国際基準を参考にしたが、一部に国別のルールも残されている。

これはASEAN and Plus Standardと呼ばれるものである。ASEAN共通部分と各国独自部分 (Plus Standard) の2階建て形式であり、Plus Standardは各国が最低限必要とする部分であり、将来的には撤廃を目指す。例えばマレーシアで株式・債券発行を行う場合、発行体は情報公開基準として、ASEAN共通基準+マレーシアのPlus Standardを充足することが求められる。

(3) ASEAN Linkage

ASEAN Linkageは「相互に接続されたASEAN証券市場」の創設に向けた証券取引所間の連携の取組みであり、具体的にはASEANボードとASEAN共通取引所ゲートウェイ (ACE) の2つが進められている。

ASEANボードは域内クロスボーダー株式取引の入り口となるもので、2009年2月23日

にタイ、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピンの5か国の証券取引所が相互に電子取引網を整備し、各取引所の有力銘柄を全取引所で売買可能にすることで合意した。仮想上の共同株式市場「ASEAN証券取引所」を設立するもので、各国30銘柄 (時価総額上位20銘柄+各取引所選定による10銘柄)、5か国で150銘柄の株式を対象とすることが目指された。その後、2012年夏にタイ、マレーシア間で先ず取引を開始し、シンガポールが2012年末までに、フィリピンが2013年後半に参加する方向で計画が進められている。タイの株式をマレーシアで取引する場合、売買はマレーシア・リングをはじめ複数通貨で可能だが、決済はタイ・バーツで行う案が有力である。

ACEはASEANボードの取引を行う各証券取引所の取引システムを連携するものであり、当初6か国 (タイ、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム) の証券取引所が参加することが合意されたが、2009年12月にインドネシアが参加延期を発表している。取引システムのリンク構築に関しては、2010年2月にNYSE Technologies (ニューヨーク証券取引所ユーロネクストの子会社) が選定され、タイ、シンガポール、マレーシア、フィリピンの4取引所との間で基本合意書が取り交わされた。2011年2月に電子取引システムを統合する予定が進められている。

このようにASEANにおいても資本市場の統合、クロスボーダー取引の拡大はなかなか進むものではない。それがASEAN+3などさらに参加国が増え、市場の状況もより一層大きく異なる枠組みでは尚更に難しいものとなる。しかし一方で、参加国が異なれば、異なった方向からのアプローチが生まれてくる。

ASEANではASEAN経済共同体を目指して主に株式市場を、ASEAN+3では域内金融協力の観点から主に債券市場を中心に域内資本市場の育成が進められている。今回は枠組みがさらに拡大したAPECにおける議論を取り上げてみたい。



〈コラム〉

アジア向け証券投資の収益性

世界経済の先行きが不透明な中、アジア新興国経済の好調さが目立っている。このため投資資金もアジアに向かっているが、アジア向け証券投資の収益性はどのようなのであろうか。

本文でも述べた汎アジア債券インデックスファンド (iBoxx Asia Bond Fund Index) の収益率を見てみると、インデックス全体では2009年5%、2010年第1四半期3.27%、第2四半期4.44%であった。しかしインドネシア (2010年第1四半期10.02%、第2四半期15.5%)、タイ (5.09%、8.6%)、マレーシア (5.96%、8.15%) とASEAN諸国債券の収益率の高さが目立っている。

また株式を見ても同様であり、2010年上半期の収益率はインドネシア13.61%、タイ8.93%、マレーシア7.91%であった。因みにフィリピン5.71%も高かった一方で、中国、香港、韓国、シンガポールはいずれもマイナスを記録している (いずれもMSCI指数ベース)。

債券、株式両方に関して、ASEAN向け投資の収益率の高さが目立っている状況であり、今後も好調な経済を背景にASEAN向け証券投資が増加するものと予想される。そうであればASEANの資本市場育成は、ASEANにとっても、ASEAN向け投資を行う投資家にとっても、より一層重要なテーマとして浮上してこよう。