

■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。

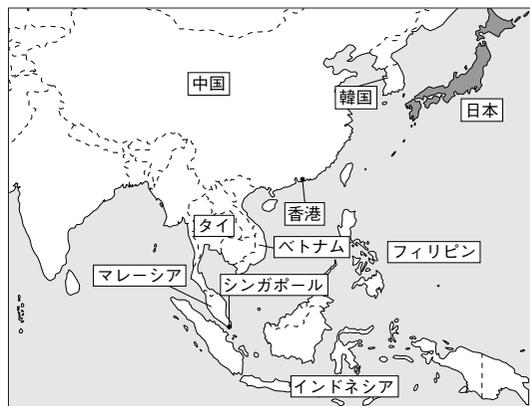
連載初回の今回は、アジア債券市場の姿を統計資料から概観する（注）。

■ 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

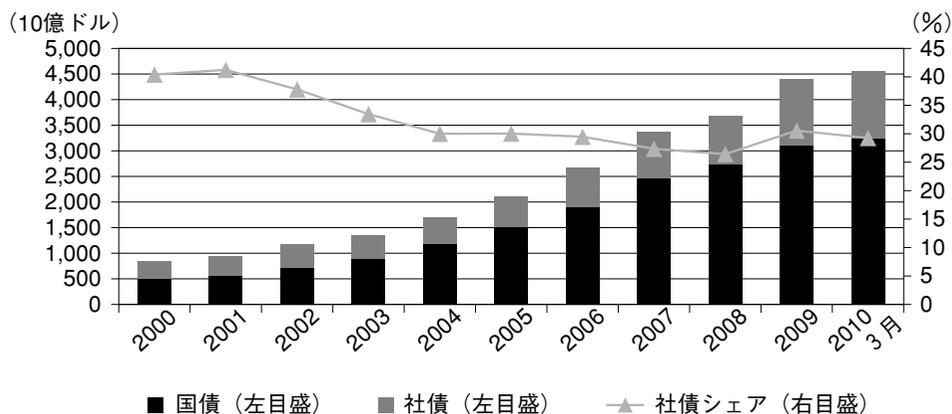
日本、米国の先進国がシェアを低下させる一方で、アジア新興国のシェアは1996年末の2.1%から2009年第3四半期末には7.8%に上昇した。なかでも中国のシェアは0.2%から3.8%へと大きく上昇している。

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

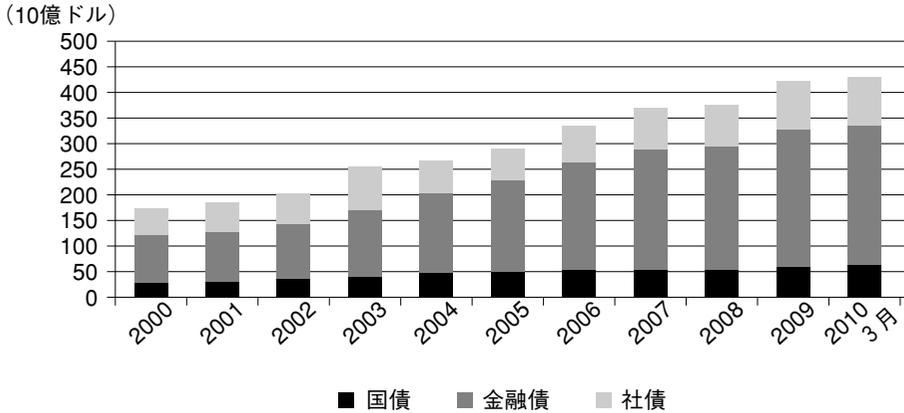
るが、前記5か国に比べれば、拡大のペースは緩やかである。インドネシアはこの10年で国内債市場残高の対GDP比率が低下したが、これは国債市場の縮小によるものであり、社債市場の規模はほとんど変わっていない。インドネシアでは、2008年上半期以降、起債環境の悪化を受けて、中央銀行債の発行額が急減した（2008年第1四半期の中央銀行債発行額911億5,000万ドルから第2四半期には531億8,000万ドルに）。その後、2009年第4四半期以降、中央銀行債の発行額は再び増加しており、さらに2010年第1四半期には中央政府発行国債も急増している。

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。

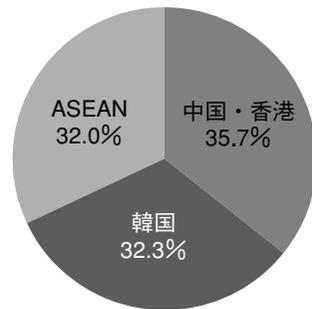
(図表 4) アジア新興国の国際債発行残高の推移



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

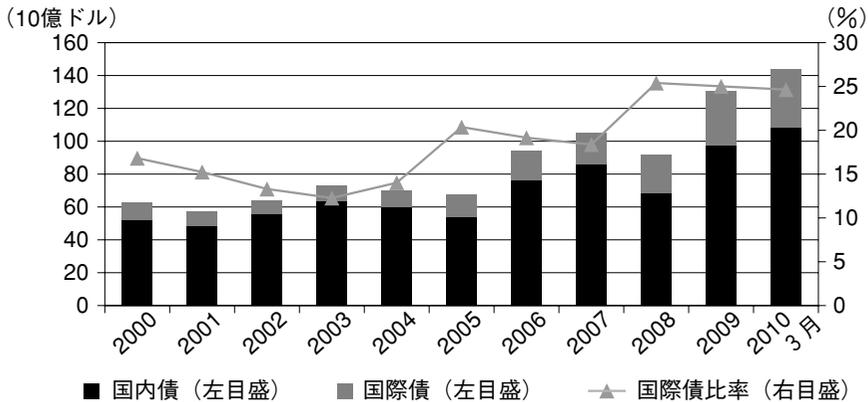
2. 国際債市場の推移

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。

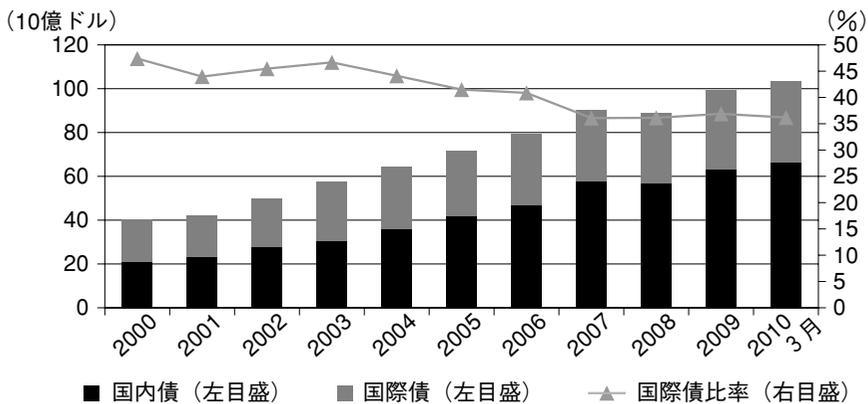
また国際債市場における国債の発行残高の推移を見ると、インドネシア、フィリピンの発行残高が増加傾向にある一方で、マレーシア、

(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

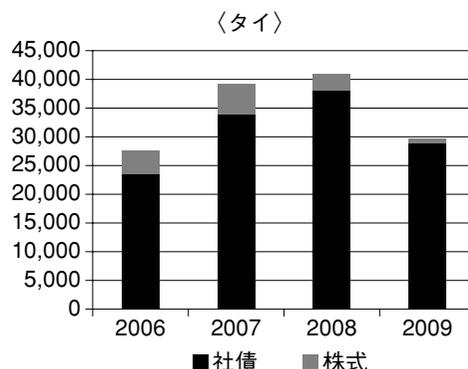
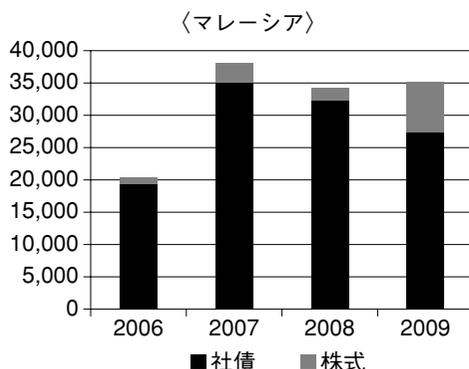
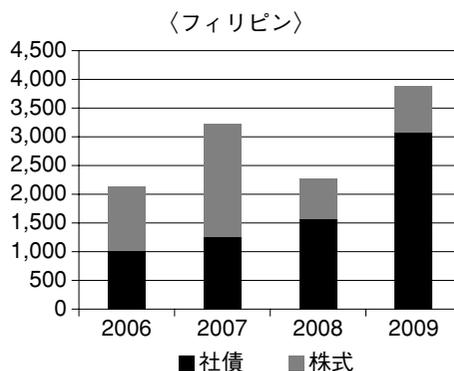
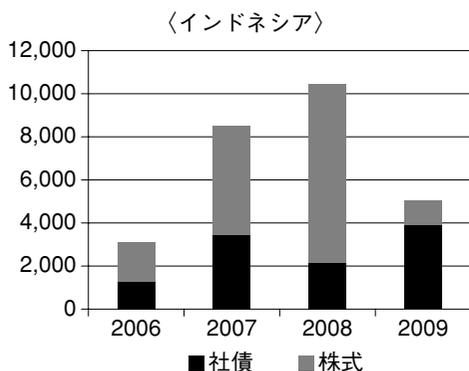
みると、国によって大きく状況が異なる（図表8）。インドネシア、フィリピンでは相対的に株式発行の割合が大きく、マレーシア、タイは圧倒的に社債発行の割合が大きい。インドネシア、フィリピンは社債市場の発展が遅れており、株式市場からの資金調達に依存する割合が大きくなる。マレーシアは債券市場が相対的に発達しているために、イスラム債券を含めて社債での資金調達が多い。タイについては資金調達で銀行融資のシェアが特に大きいのが特徴であり、2010年3月で国内資金調達における銀行融資のシェアは52.4%と過半に上る。またタイで社債発行額が株式発行額を大きく上回るのは、逆説的に株式市場の発展が遅れているためとも言え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

■ 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

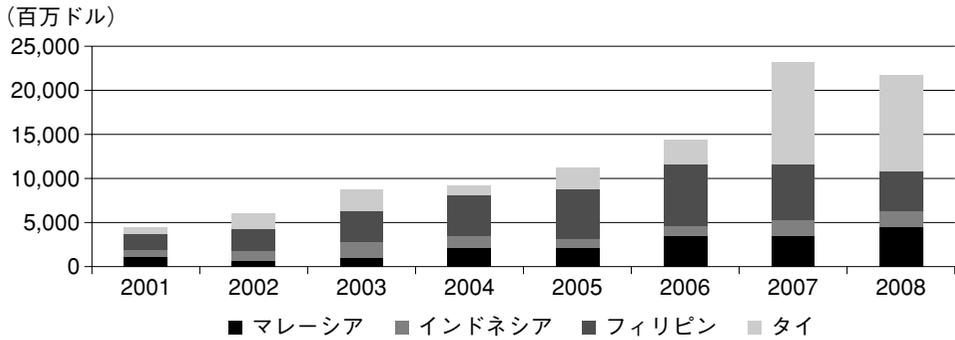
対外ポートフォリオ債券投資残高の推移を投資先の地域・国別に見ると、最大の投資先は英国であり、2008年末で英国向け投資残高のシェアは26.7%に上る(図表10)。日本を除くアジア諸国がこれに次いでシェアは22.5%である。ASEAN域内向けの投資残高シェアは、2007年にシンガポールからマレーシアへの大型投資があったため同年末には13.9%と上昇したが、翌2008年末には7.2%に急低下した。推移を見ると、英国向け、アジア諸国向け、ASEAN域内向けが増加傾向にある一方で、

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。

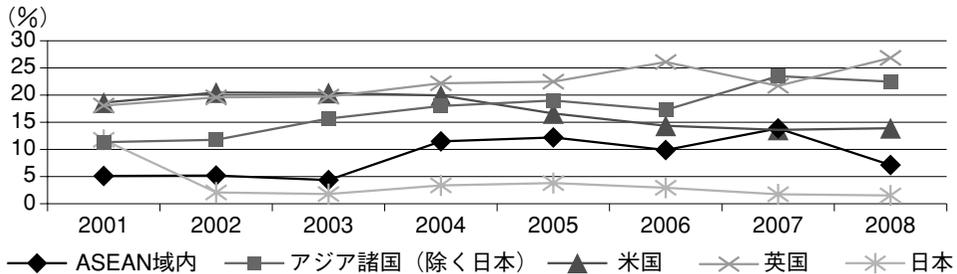
各国別に2008年末の対外・対内ポートフォ

(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)

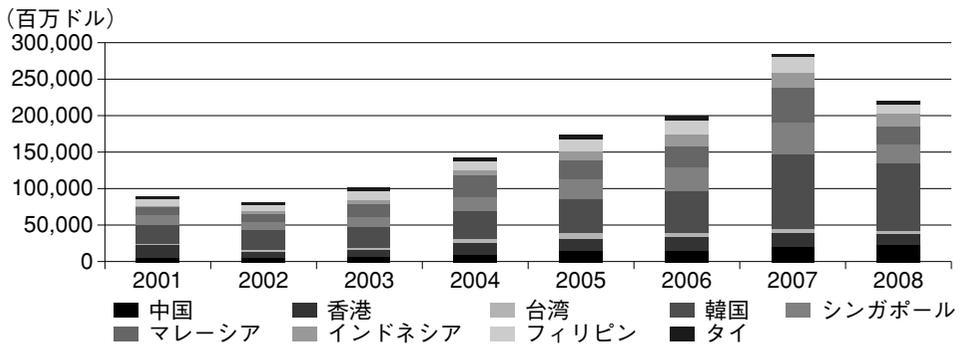


注: ASEAN 5 各国: シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイ

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。

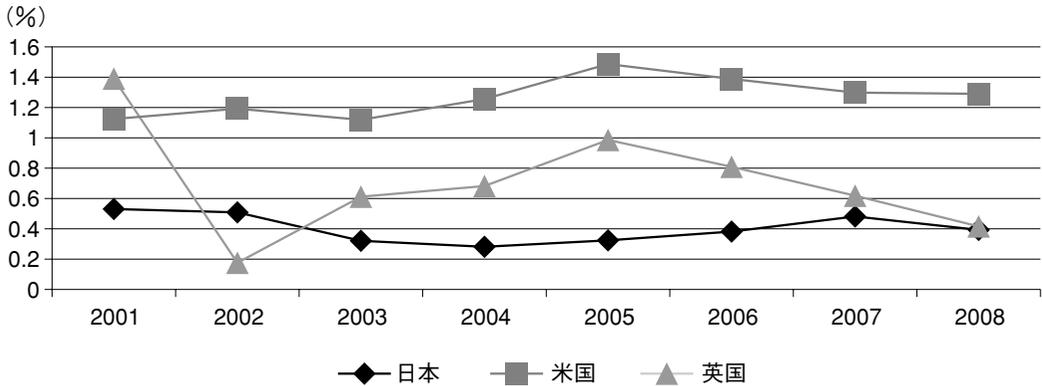
それでは日本、米国、英国のASEAN 5 国向け対外ポートフォリオ債券投資残高シェアの推移はどうであろうか。2005年にかけては米国、英国ともにASEAN向け投資残高シェアが増加傾向にあったものの、2006年以降は

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。

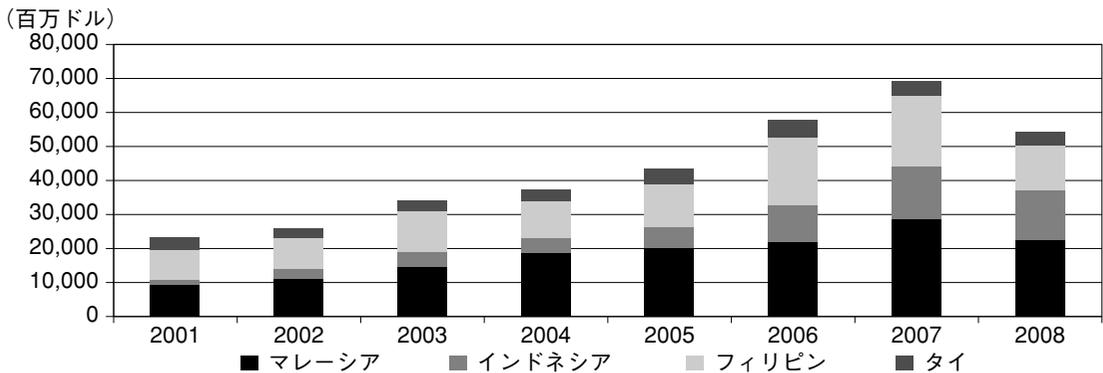
ASEAN 4 か国の対内ポートフォリオ長期債券投資残高の推移を見ると、相対的にマレーシアの投資受入額が大きく、フィリピン、インドネシアがこれに続いている(図表14)。またインドネシア向けのポートフォリオ長期債券投資が増加傾向にあることが窺える。ASEAN 4 か国のなかでもタイは圧倒的に対内債券投資額が少ない。また前述した通り、タイの場合、対外ポートフォリオ債券投資残高

(図表13) 日米英のASEAN 5 各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 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
(出所) IMF

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



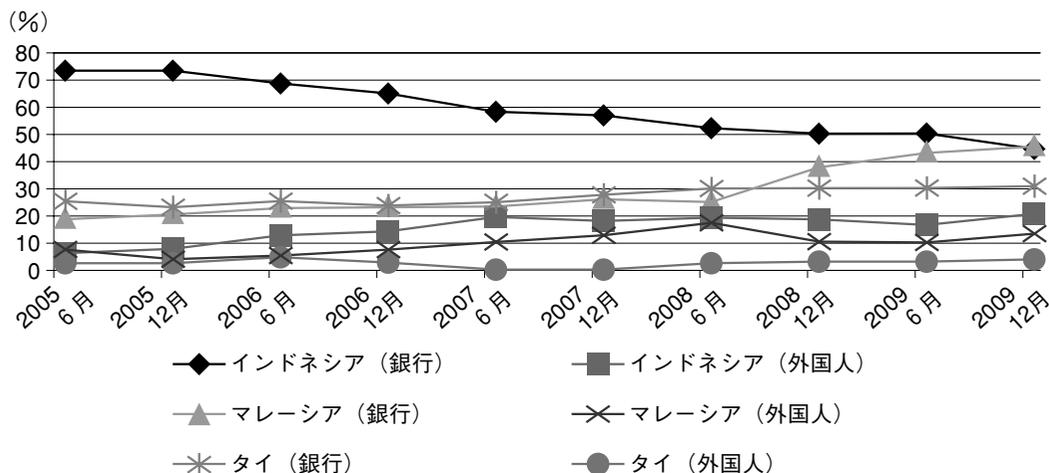
(出所) IMF

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。

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。

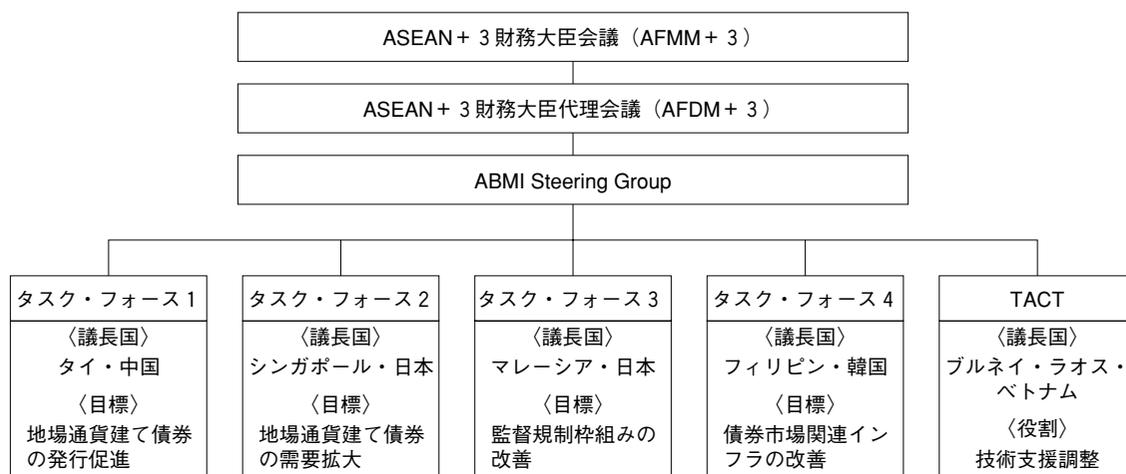
■ 3. ABMIとABF

(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。

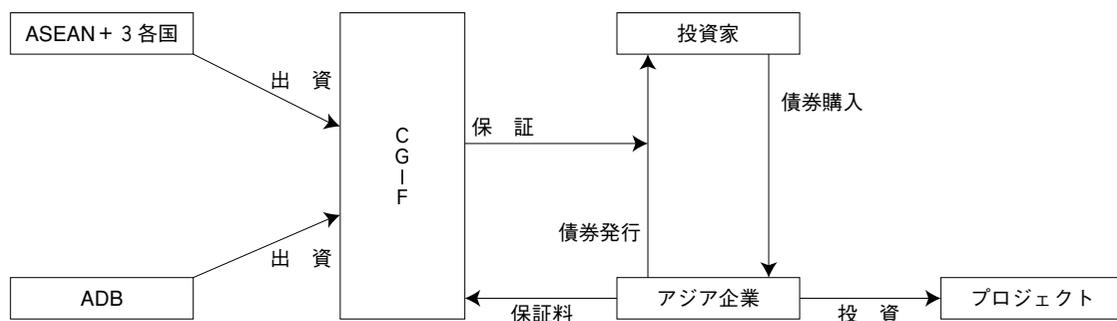
さらにタスク・フォースのモニタリングと全体の調整を行うSteering Groupを設置した。

(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	

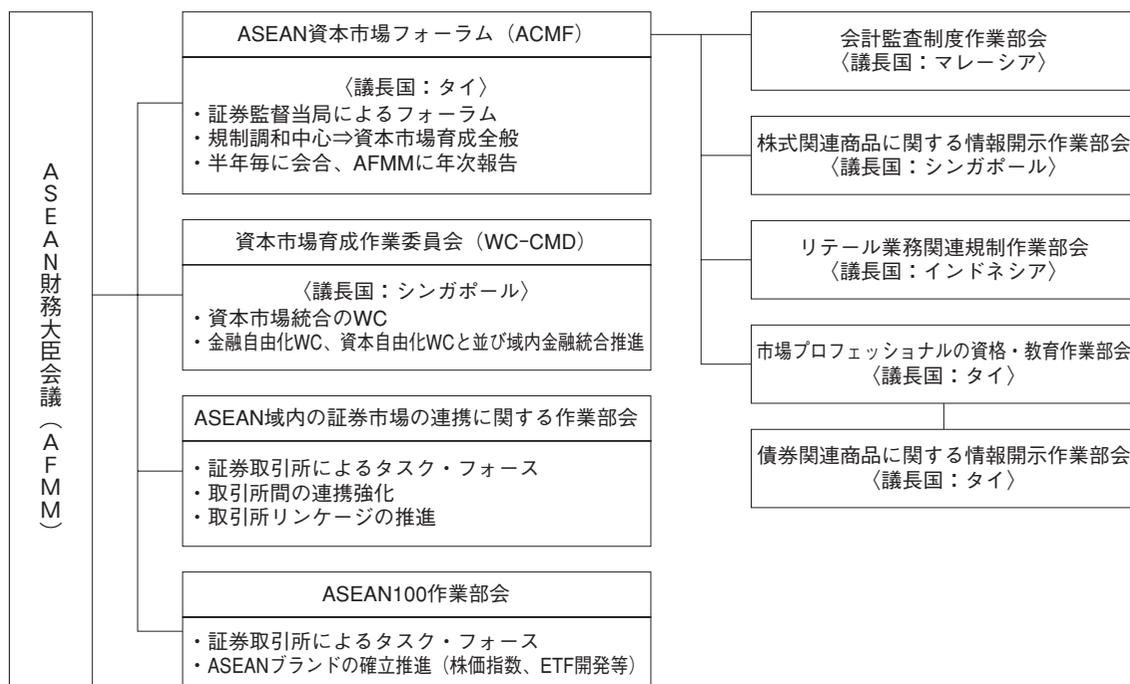
(出所) ASEAN Capital Markets Forum等

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。

アジア債券市場のいま

—第3回 アジア債券市場育成に向けての今後の課題



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

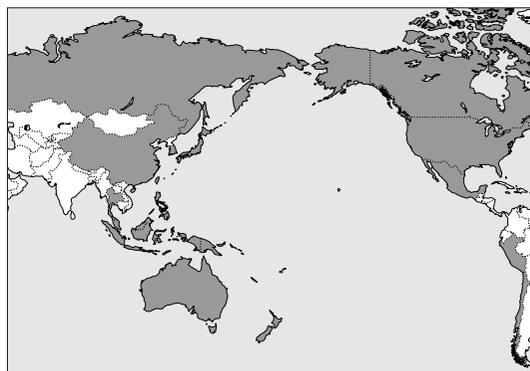
糠谷 英輝

前回、ASEANやASEAN+3の枠組みで展開されているアジア債券市場育成に向けての施策を概観した。地域的により広い枠組みであるAPEC（アジア太平洋経済協力）でも資本市場育成がテーマの1つに挙げられており、連載最終回の今回は、APECでの議論を紹介した上で、アジア債券市場育成に向けての今後の課題をまとめてみたい。

■ 1. APECにおけるアジア債券市場育成に向けた動き

(1) APECの概要と特徴

APECは1989年に日本と豪州の主導によって作られた枠組みであり、現在は21か国・地域が参加している（注1）。APEC参加国・地域全体で、世界のGDPと貿易額のおよそ半分を占めており、APECは世界の経済成長と貿易の中心に位置している。



■ APEC参加国・地域

—〈目次〉—

1. APECにおけるアジア債券市場育成に向けた動き
2. アジア債券市場育成に向けての今後の課題

APECは国際会議の枠組みであり、法的拘束力を持たないことが特徴となっている。参加国・地域の自主性やコンセンサスを重視するというAPECの行動規範は評価される反面、実効性の担保という観点からは、その限界も指摘されている。しかし多国間での合意形成が難しくなっている最近の国際政治の舞台では、APECのソフトな枠組みが見直されてもいる（注2）。

APECは、発足以来約20年間にわたって貿易・投資の自由化・円滑化を中心に協力を進めてきた。日本が議長国を務める本年のAPECでは、次の2つが主なテーマとなっている。

➤ボゴール目標の達成度評価：

ボゴール目標は1994年に採択されたものであり、2010年に先進国、2020年に途上国が貿易投資を自由化することを掲げている。今年は先進国に関する目標年に当たるためボゴール目標の達成度評価が行われる。

➤新たな長期ビジョン（成長戦略）の策定：成長戦略は今回、APECとして初めて作成するもので、成長センターとなったアジア太平洋地域が、さらに持続的な成長を遂げるための戦略を策定する。戦略の3つの柱として、地域経済統合の深化、成長戦略の策定、人間の安全保障の促進が挙げられている。

アジア債券市場の育成に関しては、域内の貿易・投資の活性化、地域経済統合の促進のための施策として継続的に掲げられてきているものである。

また、APECにおける議論の積み上げは民間等からの提言を踏まえ、分野ごとの実務者会合、大臣会合を開催し、最後に各国首脳によるAPEC首脳会議で総括を行うというスタイルである（注3）。

それでは本年度の議長国である日本と、来年度の議長国である米国で、資本市場の育成に関して具体的にどのような提言が民間からなされているのかを見てみよう。

(2) APEC 2010に向けての 日本経済団体連合会による提言

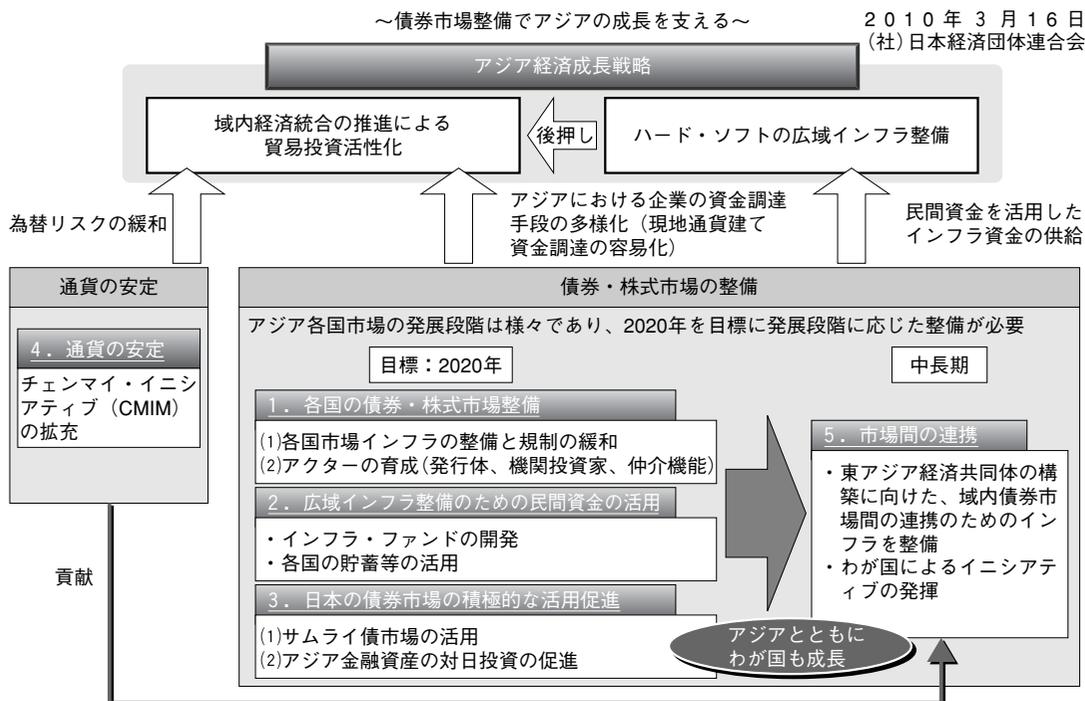
日本経済団体連合会は資本市場の育成を含めた金融協力に関する提言を2010年3月にまとめた後、続く6月には、「2010年APEC議長国 日本の責任」として、全体的な経済成長戦略をまとめている。

① 「豊かなアジアを築く金融協力の推進を 求める」(2010年3月16日)^(注4) (図表1)

経済統合と広域インフラ整備の推進による域内の貿易・投資の活性化のためには、域内企業が直接、現地通貨建てで長期資金を調達するなどの幅広い財務手段を提供できる、多様な機能を備えたバランスある債券・株式市場の実現が必要である。そのための具体的な課題として、2020年を目標とした課題と、その後の中長期的な課題を指摘している。

債券・株式市場の整備は2020年を目標とした課題として取り上げられ、「各国市場インフラの整備と規制の緩和」、「アクターの育成

(図表1) 豊かなアジアを築く金融協力の推進を求める【概要】



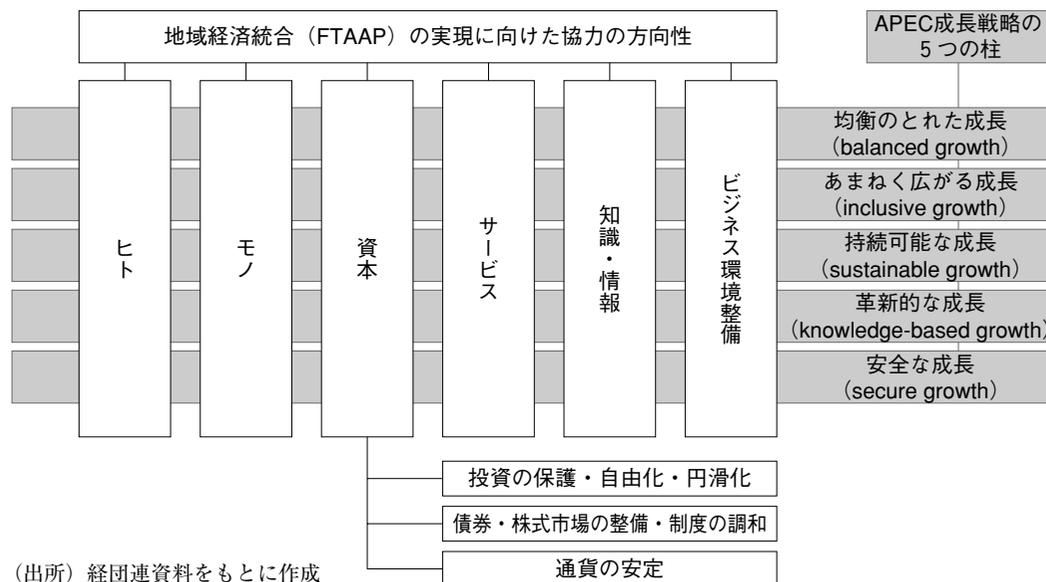
(発行体、機関投資家、仲介機能)」が具体的なポイントとして挙げられている。

「各国市場インフラの整備と規制の緩和」では、各国が発展段階に応じて、各国の国内法制度や決済システム、信用保証などを含む各種インフラ、債券流通市場におけるベンチマーク、ヘッジや裁定取引等を目的とする派生商品市場の整備が必要であるとされる。また、これを推進する各国の知的インフラとなる金融当局関係者、市場関係者、並びに学識経験者の知識向上が極めて重要であるとし、さらに将来のクロスボーダー取引の活性化のため、規制の緩和や各国間の調和を図ることを期待している（アンダーラインは筆者）。

同じく2020年を目標とする「広域インフラ整備のための民間資金の活用」(注5)において、アジアの貯蓄をインフラ整備に活用していく上で、新規に建設する通信や電力等のインフラの運営にあたる国営企業を民営化し、例えば各国政府が保証することを前提に、現地で株式や債券発行による資金調達に道を開くことも検討に値するとしている。このためにも債券・株式市場の整備が必要になると言える。

また「アジア域内では、経済成長とともに、膨大な中間所得層が生まれることが見込まれる。これに伴い、域内での公的年金や企業年金の運用資産の増大、あるいは個人投資家の

(図表 2) 成長戦略と地域経済統合の実現に向けた協力の方向性



裾野の拡大が期待され、自国内だけでなく海外への投資も活発化していくものと思われる」と述べており、投資家サイドからも債券・株式市場の整備が必要となってくる。

中長期的課題としては、各国債券市場間の連携のためのソフト・ハード両面での各種インフラ整備が求められるが、これは各国内の債券市場整備の次の段階に位置付けられている。そして具体的なポイントとしては以下が指摘されている。

- ・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

② 「アジア太平洋地域の持続的成長を目指して」(2010年6月15日)^(注6)(図表2)

資本市場の育成は、全体の枠組みのなかでは、「地域経済統合 (FTAAP) の実現に向けた協力の方向性」の「資本」において取り上げられている。概略をまとめると次の通りである。

「投資後の企業の経営の裁量を拡大し、ビジネスを活性化させるためには、外国企業、外国金融機関の資金調達・資産運用の円滑化が重要である。特に、現地通貨建て債券発行は、外国企業に為替リスクを負わずに長期資金の調達を、国内投資家に為替リスクのない金融商品の提供を可能とする。このため域内各国・地域における債券・株式市場の整備に向けて、各国・地域の発展段階に応じ、国内法制度や決済システム、信用保証を含む各種

インフラ、債券流通市場におけるベンチマークの整備に取り組むべきである。債券・株式市場が発達するために不可欠な存在である投資家の裾野を拡大するため、合理的な投資判断を行う能力を有する人材の育成も併せて推進する必要がある。さらに域内の経済統合に向けては、各国・地域の債券・株式市場間の連携のための各種インフラ整備が必要であり、債券取引関連法制の整備と調和、ディスクロージャーに関する制度の調和（株式市場基準の共通化、国際会計基準（IFRS）の導入等）に取り組むべきである」

また「投資の保護・自由化・円滑化」の項では、投資の自由化に向けて、外資出資比率規制などの外資参入規制の原則撤廃・緩和、外国為替に対する運用規制など金融市場の規制緩和、ロイヤルティ等の国外への送金規制の緩和、配当規制の緩和等に取り組むべきとしている（アンダーラインは筆者）。

(3) 在日米国商工会議所による提言 「APEC 2010～2011：貿易および経済成長を通じた、新規雇用拡大への日米協力に向けた提言」^(注7)

2011年に日本から議長国を引き継ぐ米国では、在日米国商工会議所が、2010～2011年にかけてのAPECに関して、以下の6つの優先課題を提言している。

(a)地域経済統合および貿易・投資の自由化のための明確な優先課題の設定

(b)金融サービスと投資の改革と協調

(c)医療革新および生命科学の推進

(d)新エネルギーと環境技術の急速な開発と利用に向けた支援

(e)インフラ開発とサプライチェーン・コンネクティビティ（接続性）の加速化

(f)インターネット・エコノミーの推進

地域経済統合の促進と加盟国・地域間の貿易・投資のさらなる自由化の促進といったAPECの目標は、5年以内に輸出を倍増するという米国の国家輸出戦略の目標達成の助けになるものである。

金融部門や資本市場関連について見れば、(a)の具体的な優先的行動項目に、「国家の安全保障上の必要がある分野だけに例外措置を限定し、金融サービス部門に適用するものを含め、外国人持株比率の上限を改善または撤廃すべき」とし、米国が国際競争力を持つ金融分野の市場開放を挙げている。

また(b)では、資本市場に関し、外国企業による資本市場へのアクセス拡大が、当該国の債券市場の流動性を増加させ、金融政策の効果促進、外貨建て債務残高の減少に繋がり、結果的に金融システム全般の健全化に貢献すると評価している。また一般の投資家に幅広い投資商品を効率的に提供できるようにするため、活力と創造力に富む投資運用産業が求められるとし、金融分野の市場開放、米国金融業の進出支援を盛り込んでいる。

(4) 民間からの提言

APECの各会合では、それに合わせてフォーラムなども開催され、民間から様々な提言が寄せられる。アジア債券市場育成のための具体的な施策として、APEC貿易担当相会合前のフォーラム(2010年5月31日、札幌)で提言されたプロ向け債券市場の設立、地域共通の投資信託ルールを2つを簡単に紹介しておく。

- アジア域内プロ向け国際債市場 (AIR-PSM) : アジアでは債券の発行基準や手続きが各国ごとに異なり、かつ煩雑なものである。また、個人投資家の保護を目線としているため、発行基準が厳しくなっている。発行基準・手続きを簡素化したプロ向けのアジア債券市場を創設することにより、発行体の負担を減らし、社債発行の活性化を狙う。
- アジア地域共通の投資信託ルールの設定 : EUでは共通の投資信託基準 (UCITS) があり、EU内のある国で認可・承認を受けた投資信託は、他の国で改めて認可・承認を受けなくても販売できるようになっている。UCITSは成功を収め、アジアからの投資資金も獲得している。アジア地域でも地域共通の投資信託基準の設定や相互承認により、地域横断的な投資信託の設定 (Asian Funds Passporting) を可能にする。アジアにはアジア債券ファンド (ABF) における汎アジア債券インデックス・ファンド (PAIF : Pan-Asia Bond Index Fund) があり、これをケース・スタディとすることができる。

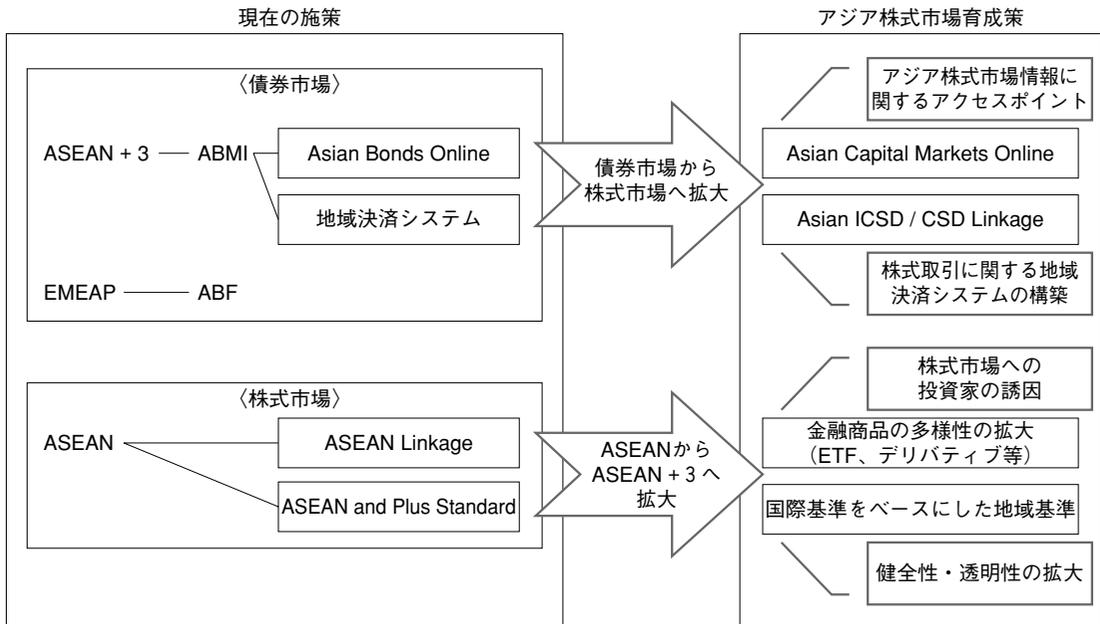
■ 2. アジア債券市場育成に向けての今後の課題

アジア債券市場育成の必要性、そのための課題は、ASEAN+3の枠組みをはじめ、APEC等でもこれまで調査、研究、議論が重ねられてきた。APECでのアジア債券市場育成に関する議論は、基本的な考え方、全体的な枠組みといった大まかなものになっている。これは参加国が多数に上ること、法的拘束力を持たない国際的枠組みであることなどによる。したがって具体的な施策は、連載第2回で概観したようにASEANやASEAN+3などのより狭い枠組みで進められている。またアジアと言っても国によって資本市場の発展段階に格差があり、各市場それぞれに特徴を持っていることは連載第1回で見た通りである。

こうしたことからアジア債券市場の育成に当たっては、経団連が指摘したように、各国が自国の債券市場育成・整備を進めることが先決だろう。その際にAPEC、ASEAN+3、ASEANなど地域の枠組みでの市場育成に向けた課題、国際機関等の国際基準をベースに各国において課題解決を模索していくことが必要である。

地域における債券市場の育成は各国における取組みと並行して進めていくものであるが、クロスボーダー取引の拡大を目標とした市場の育成では、クロスボーダー取引が二国間

(図表 3) アジア株式市場育成に向けて



あるいは多国間で、偏った方向に集中してしまうのを防ぐことも重要である。そのためにも如何に魅力的な市場を育成していくか、各国それぞれにおける取組みがカギを握ることになろう。

また債券市場と株式市場とは一体的に市場の育成を進めていくべきものであろう。ここ数年を見てもリーマン・ショックを受けた世界金融危機前までは株式市場が急拡大を示した。しかし世界不況やソブリンリスクの顕現化が表に出てきた最近では、先行きの不透明さ、リスク回避の動きから、今度は株式市場が停滞する一方で、債券市場が拡大の動きを見せている。債券市場、株式市場をともに並行的に育成していくことは、資金調達者、投資家双方にとって、時々の経済情勢や市場

環境に合わせた選択肢を広げることになる。連載第2回で指摘したように、アジア地域では株式市場の育成はASEANの枠組みで、債券市場の育成はASEAN+3の枠組みで主に進められている。それぞれの施策で先行した部分は、もう一方での施策に取り入れていくことで、迅速で効率的な市場育成が可能になっていくものと考えられる。

(図表3)はこれまでのASEANでの株式市場育成策、ASEAN+3での債券市場育成策を包含し、アジア株式市場育成策として展開していく可能性を示したものである。なお、同案は筆者が、ベトナムのダナンで開催された2009年第3回ABAC(APECビジネス諮問会議)会合(2009年8月25日)で発表したものである。

さらに各市場における発展段階や特徴の相違を踏まえれば、全ての市場が同一に連携を進めていくというスタイルは現実的には困難であろう。したがっていくつかの市場が先行して市場の連携を進め、準備が整い次第、あとの市場もこれに加わっていくという多段階での市場連携も考えていくべきであろう。こうした方法は早く先行グループに入ろうとする刺激を生み、市場の育成を加速することが期待される。

また各国がタイムスケジュール等を公表して、透明性を高め、外部監視を受けながら、市場育成を図っていくなどの施策も検討すべきであろう。

(注1) APEC参加国・地域は次の通り。

アジア：日本、韓国、中国、香港、チャイニーズ・タイペイ、ロシア。

ASEAN：ブルネイ、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。

大洋州：オーストラリア、ニュージーランド、パプア・ニューギニア。

米州：米国、カナダ、メキシコ、チリ、ペルー。

(注2) 米国がアジアに関与する観点からAPECを重視する一方で、中国はアジアのことに关しては米国を排除してアジアでまとまるASEAN+3が理想と考え、日本はこれにインド、オーストラリアを加えたASEAN+6を重視するなど、それぞれの枠組みに対する各国の姿勢も異なる。またAPECにはASEANの加盟国であるカンボジア、ラオス、ミャンマーが参加しておらず、さらにインドも未参加である。APECは開かれた地域主義を

〈コラム〉

アジア太平洋地域における自由貿易圏

2010年APECの課題に「ボゴール目標」の達成度評価があることは本文中に述べた。ボゴール目標とは関税・輸入制限等の削減により貿易・投資の自由化を目指すものである。アジア太平洋地域には様々な地域経済統合の枠組みがあり、APECでも地域経済統合（FTAAP：アジア太平洋自由貿易圏）の構築が目指されている。貿易や投資が自由化され、物や資金の域内での移動が活発化すれば、それを支えるために資本市場を含めた金融市場の連携も必要になってくる。

自由貿易圏への取組みといった観点からアジア太平洋地域を見てみると、アジア地域では日中韓FTA、ASEAN+3（EAFTA）、ASEAN+6（CEPEA）と拡大し、さらに太平洋を跨った取組みとしてTPP（環太平洋連携協定）が進められ、TPPがアジア太平洋地域における経済統合の核となる可能性が指摘されている。TPPはシンガポール、ニュージーランド、チリ、ブルネイの4か国で2006年に設立され、その後、米国、豪州、ペルー、ベトナムが参加を表明し（ベトナムは将来の参加を前提とした準メンバーの位置付け）、カナダ、メキシコ、マレーシア、韓国なども関心を示している。日本も参加を検討しているが、農業分野の開放が課題になっている。TPPはFTAAPのベースになりうるものである。

TPPを除くその他の全ての枠組みに日本は参加しており、さらにG8のメンバー国である。したがって特にアジア太平洋地域の枠組みでは、各枠組み間の調整など、日本が主導権を発揮することが期待される。

標榜しており、このようなアジアの未参加国の APEC への関与・参加を促していくことが課題となっている。

(注3) 金融部門に関する主な日程は次の通り。財務大臣会合（11月6日・京都市）、非公式高級実務者（SOM）最終会合（11月7～8日・横浜市）、APEC閣僚会議（11月10～11日・横浜市）、APEC首脳会議（11月13～14日・横浜市）。

(注4) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/021.html>

(注5) アジア域内の広域インフラ整備について、アジア開発銀行とアジア開発銀行研究所の共同研究（「シームレス・アジアに向けたインフラストラクチャー」2009年）は、2010年～2020年までの11年間に約8兆ドルの財源が必要と指摘している。

(注6) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/054/index.html>

(注7) http://www.accj.or.jp/doclib/advocacy/APEC_PP_J.pdf

