

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
公益財団法人 国際通貨研究所

## 成長著しいアジア債券市場 ～期待される本邦投資家の積極参入～

公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部長  
伊達 信夫  
[date@iima.or.jp](mailto:date@iima.or.jp)

### <要 旨>

- ① アジアにおける債券市場育成の取組が着実な成果を上げ、アジア債券市場の拡大が続いている。市場流動性の向上や、取得可能な市場情報の充実により、海外からの投資も増えている。
- ② アジアにおける国債市場及び社債市場共通の課題は、投資家層の裾野拡大。本邦機関投資家の積極参入は、アジア債券市場育成への大きな貢献となる。
- ③ 国際的債券ポートフォリオにおけるソブリンリスク分散・軽減の重要度は増しており、アジア社債市場はポートフォリオシフト先の筆頭有力候補である。
- ④ 本邦投資家の債券ポートフォリオにおいても、アジア通貨及びアジアのクレジット資産への分散投資の本格的拡充を見据えた対応が必要である。

### <本 文>

アジア域内金融協力の一つの柱として、アジア債券市場育成の努力が続けられている。アジア経済の目覚ましい発展と共に、近年その債券市場は順調な拡大を見せている。債券市場の発展はアジア経済にとって重要であると同時に、本邦投資家にとって魅力的な分散投資対象の出現を意味する。本項ではアジア債券市場の現状を概観し、本邦投資家としてどのように取り組んでいくべきか

について考えてみたい。

### アジア債券市場育成の意義

1997年のアジア通貨危機においては、各国銀行セクターが「外貨建て短期債務による現地通貨建て長期貸出」という、通貨と期間の「ダブルミスマッチ」を抱えていたため、現地通貨の暴落により対外債務が急増し、銀行システムが機能不全に陥った。当時の教訓を活かすべく、その後のアジア域内における金融協力においては、ダブルミスマッチ問題解決のためアジア債券市場育成の取組が続けられている。現地通貨建て国内債市場の発展は、債務者の外貨建て短期債務への依存からの脱却を促すだけでなく、債権者のリスク分散を可能にする。また、アジア域内の貯蓄を、欧米の金融商品ではなく、アジア域内の投資に振り向けることにもなる。結果として、資金調達・運用方法の多様化を通じた金融システムの安定化、ひいては通貨危機の再発防止につながるものと期待される。

### 拡大するアジア債券市場

アジア主要国の現地通貨建て国内債市場規模及びその世界シェアを1996年末と2010年3月末とで比較したものが図表1である。中国、韓国を中心に国内債市場は大きく拡大し、世界に占めるシェアも高まっている。特に中国国内債市場規模はドイツ、フランス等と並ぶ水準にまで拡大しており、本邦機関投資家としても無視できない市場となりつつある。

図表1：主要国国内債市場の規模と世界シェア

	1996年12月末		2010年3月末	
	残高 (10億ドル)	世界シェア (%)	残高 (10億ドル)	世界シェア (%)
日本	4,456	17.5%	9,754	15.5%
中国	62	0.2%	2,648	4.2%
韓国	283	1.1%	1,095	1.7%
インドネシア	7	0.0%	108	0.2%
マレーシア	71	0.3%	199	0.3%
フィリピン	28	0.1%	66	0.1%
シンガポール	25	0.1%	159	0.3%
タイ	18	0.1%	191	0.3%
ベトナム	-	-	12	0.0%
米国	10,926	42.9%	24,978	39.8%
ドイツ	1,888	7.4%	2,632	4.2%
フランス	1,261	4.9%	3,094	4.9%
イギリス	678	2.7%	1,525	2.4%
インド	81	0.3%	652	1.0%
ブラジル	299	1.2%	1,218	1.9%
ロシア	43	0.2%	51	0.1%

(出所) ADB Asia Bond Monitor, Nov 2010

アジア主要国国内債市場規模の対 GDP 比を見ると、インドネシア以外の国々でいずれも大きく伸びている（図表 2）。2010 年末現在、日本を除く表中の 9 カ国合計ベースでは、国債が GDP 比約 6 割、社債が同約 2 割となっている。インドネシアにおいては、銀行以外の機関投資家がなかなか育たない上、発行体も社債より株式発行を愛好する傾向が強いため、債券市場の発展が相対的に遅れている。加えて同国はアジア通貨危機以降、堅実な財政運営に努めており、国債の発行が相対的に抑制されている。近年名目 GDP の高い伸びが続く中、同国債券市場の GDP 比は低下傾向にある。

図表 2：アジア主要国国内債市場残高の対 GDP 比率

	2000年12月末			2010年12月末		
	国債	社債	国内債計	国債	社債	国内債計
日本	79.6%	24.0%	103.6%	179.6%	18.8%	198.4%
中国	16.6%	0.3%	16.9%	40.0%	10.7%	50.7%
香港	8.2%	27.6%	35.8%	38.7%	34.1%	72.8%
韓国	25.7%	48.8%	74.4%	49.3%	65.8%	115.2%
インドネシア	35.4%	1.4%	36.8%	13.1%	1.8%	14.9%
マレーシア	38.0%	35.2%	73.3%	58.2%	40.4%	98.6%
フィリピン	31.1%	0.2%	31.3%	33.1%	4.3%	37.4%
シンガポール	26.6%	20.9%	47.5%	43.6%	31.9%	75.5%
タイ	22.8%	4.5%	27.4%	54.4%	12.4%	66.8%
ベトナム	0.3%	0.0%	0.3%	13.6%	1.5%	15.1%

（出所）ADB Asian Bonds Online, Asia Bond Monitor, Mar 2011

### 改善する資金調達構造バランス

多くのアジア諸国においては伝統的に銀行貸出が企業の資金調達の中心的役割を担ってきた。金融監督当局にとって、銀行システムの方が、証券市場（株式、債券）より監督、操作しやすいという面もあった。しかし金融システム全体の安定化のためは、間接金融（銀行貸出）と直接金融（株式、債券）のバランスを取ることが重要である。

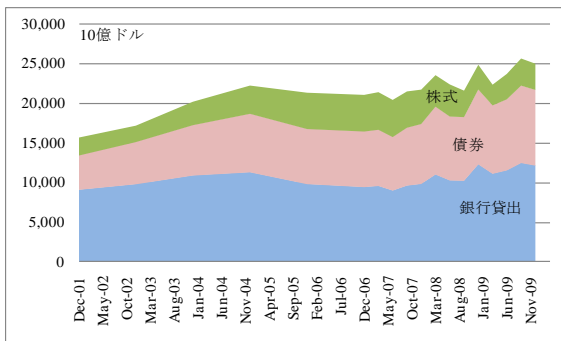
企業が株式や債券を発行できるためには、一定の企業規模が必要である。また貯蓄総量が増え、国民が豊かにならないと、投資多様化のニーズは高まらない。従って銀行貸出から証券市場へのシフトが起こるためには、ある程度の経済成長が必要条件となる。多くのアジア諸国は、近年の目覚ましい経済成長によりこの条件をクリアしつつあるように思われる。しかし、豊かになっただけでは証券市場は発展しない。投資家保護制度を整備した上で、ある程度の投資リテラシー水準を確保しないと、元本保証付き銀行預金以外のハイリスク・ハイリターン投資の普及は危険である。また、証券市場への外国証券会社の参入障壁を低くする等の規制緩和を進め、低コストの決済・クリアリングインフラ

を整備する必要がある。

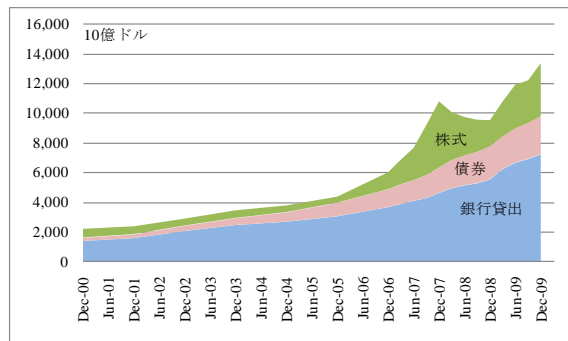
近年の債券市場の成長は、これらのハードルをアジア諸国が着実にこなしてきていることを示唆している。結果として、多くの国で直接金融と間接金融のバランスが改善している（図表 3）。韓国、マレーシア、フィリピンでは銀行貸出、債券、株式がほぼ同じシェアとなっている。

図表 3：アジア主要国金融市場構成

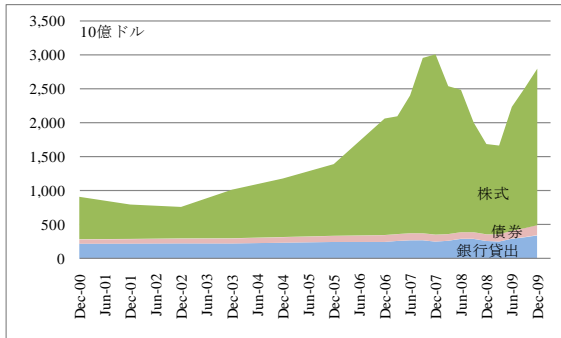
①日本～株式市場が相対的に小さい



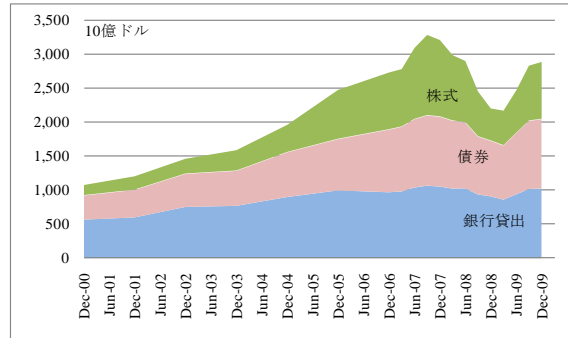
②中国～3市場とも急拡大中



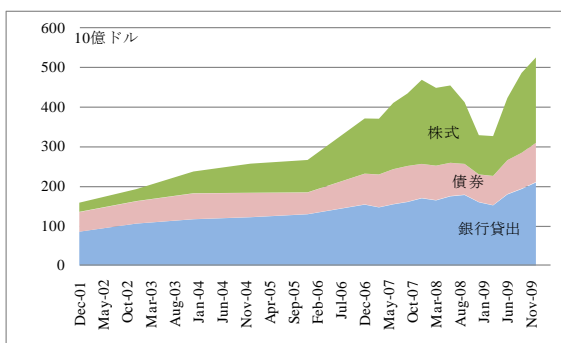
③香港～株式市場が突出して大きい



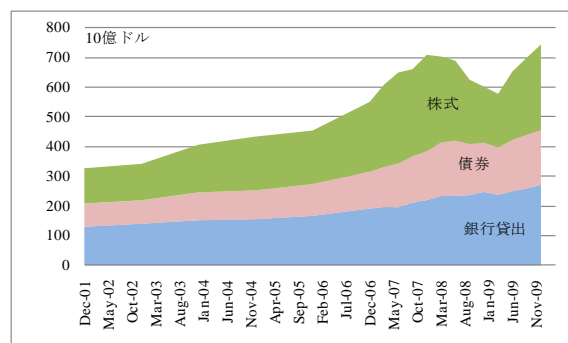
④韓国～バランスが良い



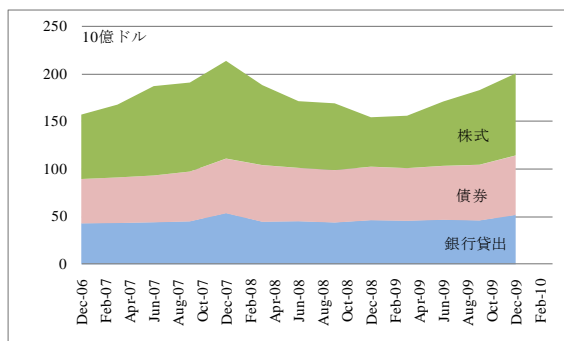
⑤インドネシア～債券市場が未発達



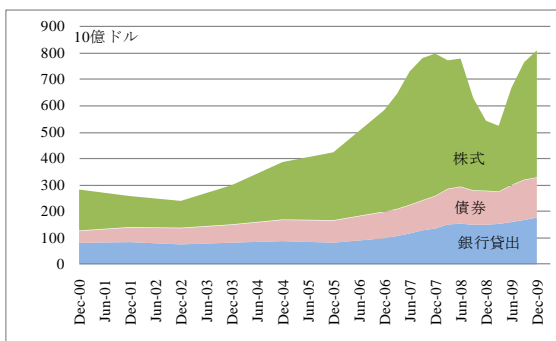
⑥マレーシア～バランスが良い



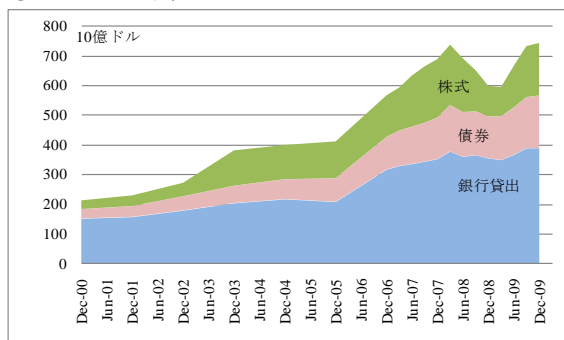
⑦ フィリピン～バランスが良い（但し規模は小）



⑧ シンガポール～株式市場が中心



⑨ タイ～銀行貸出が中心



（出所） ADB Asian Bonds Online

## 格付けと金利水準

アジア主要諸国のソブリン格付けと金利水準を比較したものが図表4である。好調な経済と相対的に健全な財政を背景に、日本とベトナム以外の格付けの方向性は安定的もしくはポジティブである。10年物金利は概ね格付けの序列に対応しており（格付けの低い国ほど金利が高い）、トリプルB格未満の非投資適格であるインドネシア、フィリピンでは、長期金利の水準が高めになっている。最も格付けの低いベトナムは最も高い金利となっているが、通貨切り下げが続いており、格付けの方向性もネガティブであることから、海外投資家としては手を出しにくい市場となっている。

図表 4：アジア主要国ソブリン格付け、金利水準

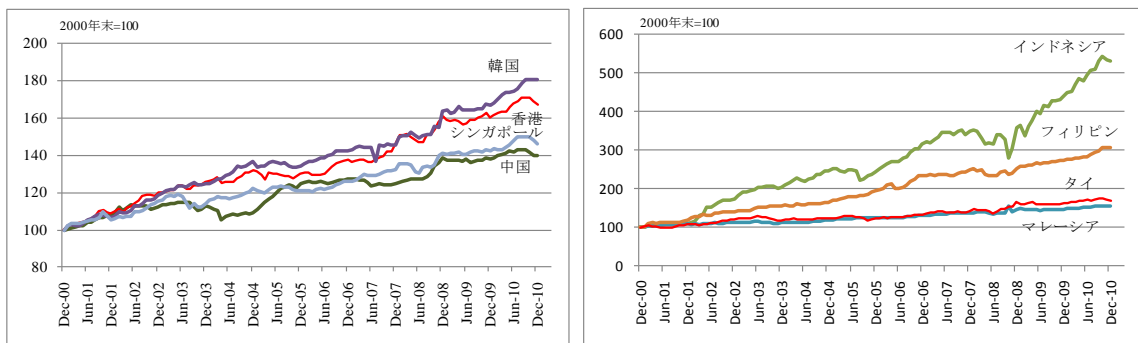
(2011/3/25時点)	ソブリン格付け (外貨長期)		政策金利		国債利回り	
	Moody's	S&P	ツール	水準	3カ月物	10年物
日本	Aa2/negative	AA-/stable	無担保コールレート	~0.10%	0.11%	1.23%
中国	Aa3/positive	AA-/stable	1Y Deposit	6.06%	2.64%	3.92%
香港	Aa1/positive	AAA/stable	Base rate	0.50%	0.21%	2.68%
韓国	A1/stable	A/stable	7-day repo rate	3.00%	3.04%	4.48%
インドネシア	Ba1/stable	BB/positive	BI rate	6.75%	7.02%	8.11%
マレーシア	A3/stable	A-/stable	O/N policy rate	2.75%	2.76%	4.04%
フィリピン	Ba3/positive	BB/stable	O/N Reverse repo rate	4.25%	0.98%	7.10%
シンガポール	Aaa/stable	AAA/stable	(為替レート)		0.24%	2.39%
タイ	Baa1/stable	BBB+/stable	1-day repo rate	2.50%	2.42%	3.70%
ベトナム	B1/negative	BB-/negative	Prime rate	9.00%	13.75%	12.00%

(出所) ADB Asian Bonds Online, Bloomberg

### アジア債券市場の魅力的リターン

現地通貨ベースで見たアジア主要国債券の過去 10 年間のトータルリターン<sup>1</sup>を示したのが図表 5 である。特にインドネシアは当初投資資金が 10 年で 5 倍以上 (年率複利ベース平均利回り+18.2%) になるという素晴らしいパフォーマンスを示している。フィリピンは利回りが高い (+11.9%) だけでなく、ボラティリティが低い点で非常に魅力的である。最も利回りが低い中国でも+3.4%と日本の 1.8%<sup>2</sup>を大きく上回っている。

図表 5：アジア主要国債券トータルリターン (現地通貨建て、2000 年末=100)



	中国	香港	韓国	シンガポール	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ
年率複利ベース平均利回り	+3.4%	+5.3%	+6.1%	+3.9%	+18.2%	+4.5%	+11.9%	+5.5%

(出所) ADB Asian Bonds Online

<sup>1</sup> ここではアジア債券の代表的インデックスである HSBC の ALBI (Asian Local Bond Index) の各国サブインデックスのトータルリターンを使用。ALBI は中国、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、台湾、インド (計 10 カ国) の高い流動性を持つ現地通貨建て債券 (大半が国債) のインデックス。

<sup>2</sup> 長期データが無料で入手できる日興債券パフォーマンスインデックス (国債) で同様に計算したもの。

## アジア為替市場の市場流動性

海外投資家が現地通貨建て債券に投資する場合、母国通貨と現地通貨の交換が必要となる。本節では資本規制や適格投資家認定等の定性的な制約以外の、為替市場における市場流動性面からの制約について言及しておく。そのための材料を整理したのが図表 6 である。Bloomberg Fixing が常時クォートされている通貨（表中◎）は市場の懐も深く、価格透明性が高い。CLS<sup>3</sup>（Continuous Linked Settlement）決済対象通貨であればカウンターパーティーリスクを意識しない低リスクでの決済が可能である。また Spot や Forward 市場で 10 百万 USD 相当の金額が平均的に取引可能であれば、市場流動性は相応に高いと評価できる。

大きな金額でもあまり制約を意識せず現地通貨の取引が可能なのは、円以外では香港ドル（HKD）だけである。シンガポールドル（SGD）や韓国ウォン（KRW）は為替市場取引規模が比較的大きく、CLS 対象通貨であるので、流動性は相応に高い。それ以外の通貨の場合、10 百万ドル相当程度のまとまった現地通貨建て債券投資を実施する場合には、若干注意が必要である。

図表 6：アジア主要国為替市場流動性概要

国名	Bloomberg		日次取引高 <sup>(注2)</sup> (百万USD)	CLS 対象	平均的取引金額(USD)		為替制度（IMFの分類）
	Ticker	Fixing <sup>(注1)</sup>			Spot	Forward	
日本	JPY	◎	248,863	○	(大きな金額でも問題なし)		Free float
中国	CNY	○	12,110	×	5-20 mio	5-10 mio	Stabilized arrangement
香港	HKD	◎	72,604	○	20 mio	30-50 mio	Currency board
韓国	KRW	○	37,918	○	10 mio	20 mio	Free float
インドネシア	IDR	○	2,507	×	2-5 mio	3-5 mio	Floating
マレーシア	MYR	○	5,043	×	5 mio	10-50 mio	Floating
フィリピン	PHP	○	4,223	×	2 mio	5-10 mio	Floating
シンガポール	SGD	◎	31,741	○	5-10 mio	100-150 mio	Floating
タイ	THB	◎	6,012	×	3-5 mio	20 mio	Floating
ベトナム	VND	×	N.A.	×	1 mio	1-10 mio	Other managed arrangement

(注 1) Bloomberg Fixing レート (対 USD) のクォートが、◎：常時あり、○：日中のみ、×なし

(注 2) BIS, Triennial Central Bank Survey, Dec 2010。対地元通貨取引量。データは 2010 年 4 月時点

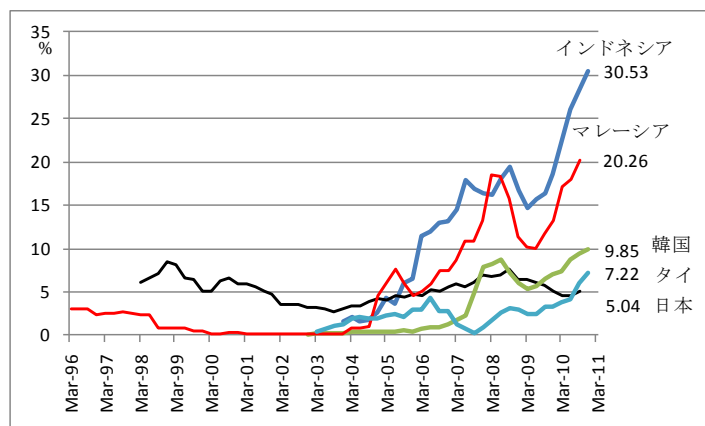
(出所) Bloomberg, BIS, ADB, IMF

## 高まる外国人投資家シェア

日本債券以外のアジア債券市場の魅力の高まりを反映するかのようにより、国内債の外国人投資家による保有割合は日本以外で近年上昇傾向にある。特に 2010 年に入ってからの上昇が顕著である（図表 7）。

<sup>3</sup> Continuous Linked Settlement の略。2002 年に外為決済リスクを軽減する決済システムとして稼働を開始し、その後も業容拡大を続けている。当初の決済対象通貨は円、米ドル、ユーロ、英ポンド、スイスフラン、カナダドル、豪ドルの 7 通貨であったが、現在では 17 通貨まで拡大している。

図表 7：アジア主要国国内債の外国人保有シェア



(出所) ADB Asian Bonds Online

インドネシアではファンダメンタルズが良好な中で長短金利が共に高水準にあるため、海外からの投資が急増している<sup>4</sup>。マレーシアでも同様に金利上昇と通貨高への思惑が海外投資家を引きつけているようだ。韓国では2009年5月の利子源泉税撤廃と国債先物市場の発展を背景に外人投資家シェアが拡大していたが、今後は源泉税復活により増加ペースは鈍化する可能性がある。

全体としてみれば、相対的に健全な財政と現地通貨高期待に着目した海外からの資金流入は今後も当面継続し、結果としてアジア債券は市場としての厚みを増していくものと予想される。

### 取引高も増加中

債券残高の拡大に伴い、取引高（年間売買高）も増加傾向にある（図表 8）。特に中国の社債市場は5年前の19.5倍、香港の国債市場は17.2倍と急拡大しただけでなく、絶対的な金額としても大きい。まだ金額としては小さいが、タイやインドネシアの取引増加も顕著である。

<sup>4</sup> インドネシア当局は、投機筋によるインドネシア・ルピア買いを抑制するため、短期国債の1ヶ月以上の保有義務づけ等を中心とした資本規制に動いている。



図表 8：アジア主要国国内市場年間売買高

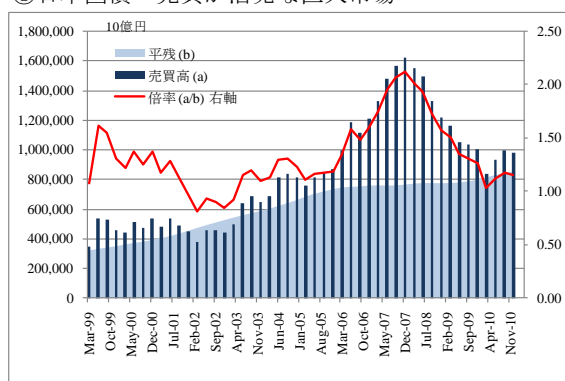
(単位：10億ドル)	2005年12月末			2010年12月末		
	国債	社債	国内債計	国債	社債	国内債計
日本	7,402.8	130.0	7,532.8	12,122.5	76.9	12,199.4
中国	214.2	40.1	254.3	2,317.6	782.2	3,099.7
香港	250.7	2.3	253.0	4,304.3	4.4	4,308.7
韓国	270.0	57.1	327.2	575.4	118.6	694.0
インドネシア	3.1	0.2	3.3	19.1	1.2	20.3
マレーシア	19.5	7.4	26.9	85.9	6.9	92.8
フィリピン	12.2	N.A.	N.A.	39.5	N.A.	N.A.
シンガポール	29.8	N.A.	N.A.	82.5	N.A.	N.A.
タイ	22.1	0.6	22.7	157.3	1.4	158.7

(出所) ADB Asian Bonds Online

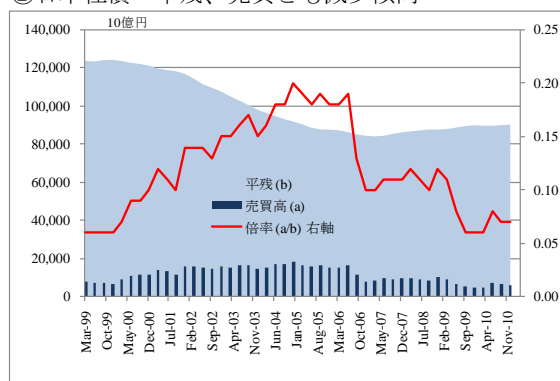
各国国内債市場の平均残高（以下は平残）に対する年間売買高の倍率の推移を見たものが図表 9 である。中国においては国債、社債市場とも活発な取引を伴いながら市場の規模が急拡大している。また、香港では規制が少ないこともあって、平残に比べて売買高が非常に大きくなっている。中国、シンガポール以外の社債市場は平残比で見た売買が非常に少なく、多くの投資家が Buy&Hold スタンスに徹していることを示唆している。債券市場における売買を一段と活発化するためには、国内外から多様な取引参加者を市場に呼び込み、市場流動性を高めることが最も重要である。

図表 9：アジア主要国国内債市場売買高

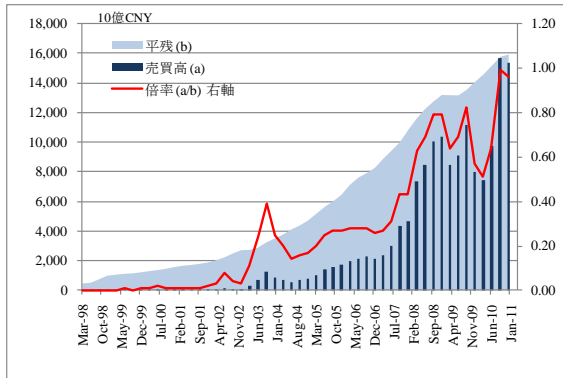
① 日本国債～売買が活発な巨大市場



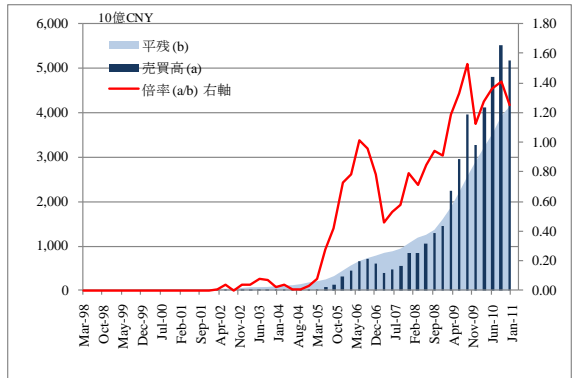
② 日本社債～平残、売買とも減少傾向



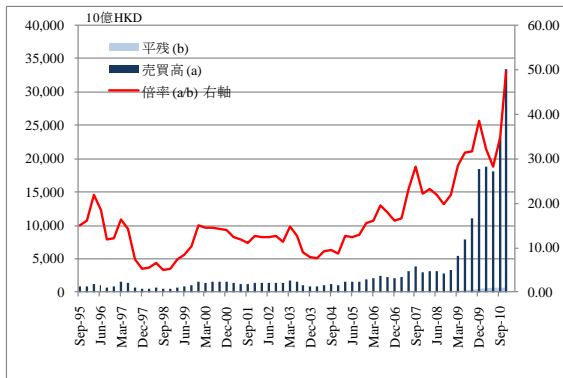
③中国国債～活発な売買を伴って急拡大中



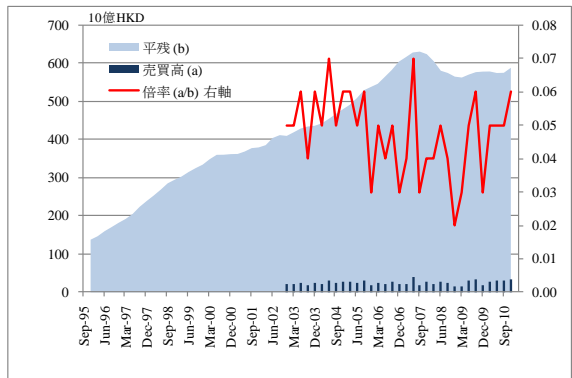
④中国社債～活発な売買を伴って急拡大中



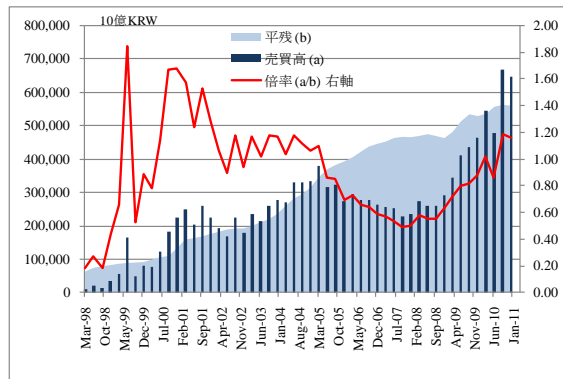
⑤香港国債～平残比売買が非常に活発 (倍率大)



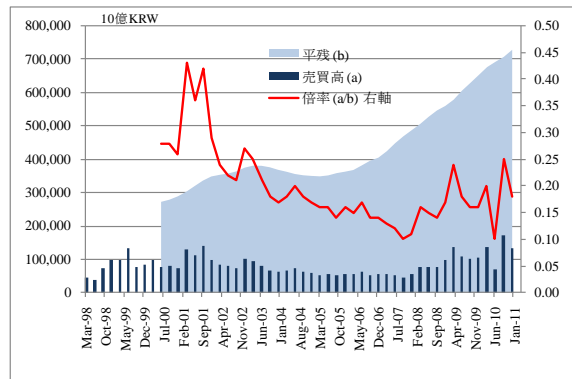
⑥香港社債～売買は低調



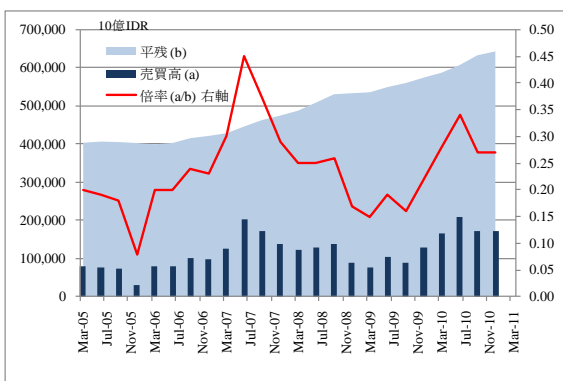
⑦韓国国債～売買は再び活発化



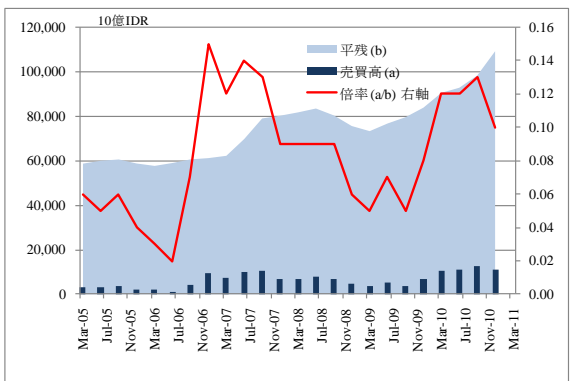
⑧韓国社債～平残は大きいが売買は活発でない



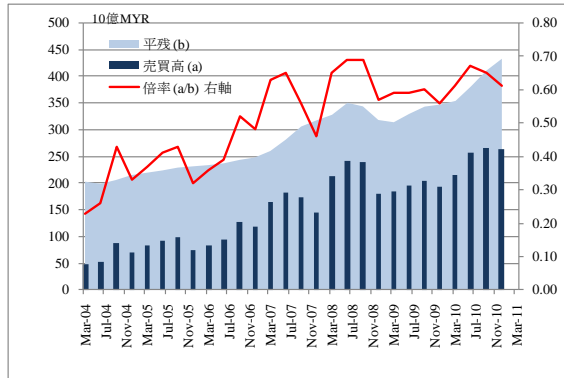
⑨インドネシア国債～売買低調



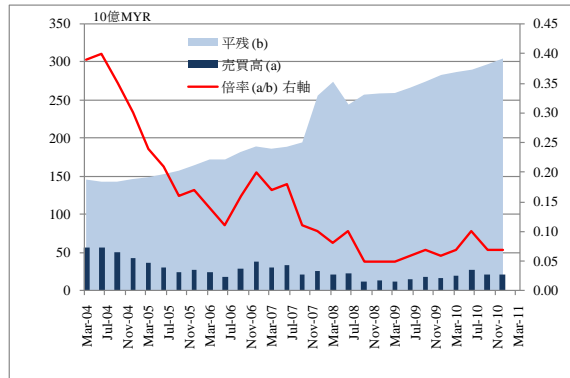
⑩インドネシア社債～売買低調



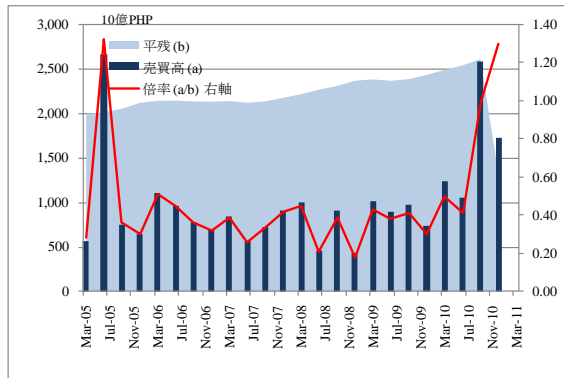
⑪マレーシア国債～平残と並行して売買増加



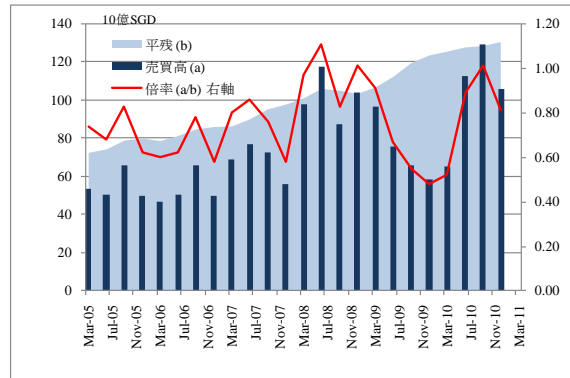
⑫マレーシア社債～平残増加も売買低調



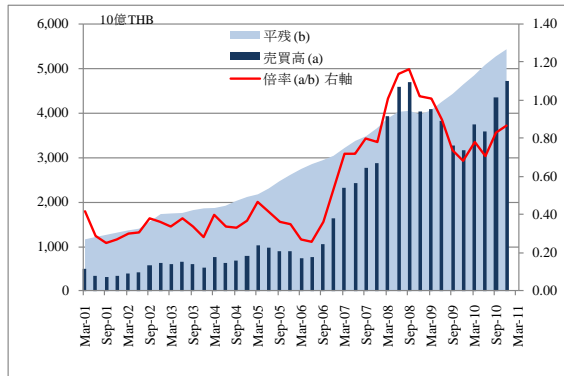
⑬フィリピン国債～散発的に売買増加



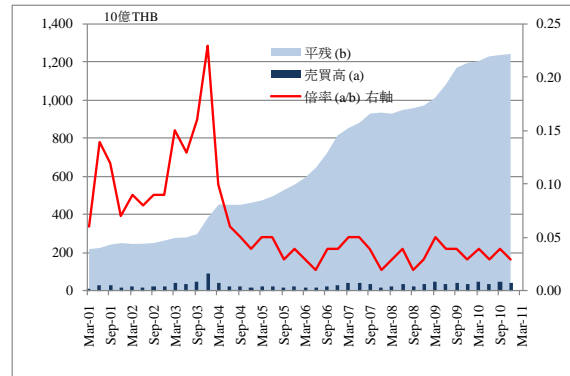
⑭シンガポール国債～概ね横ばい



⑮タイ国債～活発な売買を伴って拡大中



⑯タイ社債～売買はほとんどない



(出所) ADB Asian Bonds Online

## アジア債券市場の市場流動性

債券市場の市場流動性を測る客観的データは一般的に入手が難しいものであるが、アジア開発銀行（ADB）が毎年実施している市場サーベイ<sup>5</sup>の中に貴重なデータがあるのでその概要を以下紹介する。

<sup>5</sup> Annual Bond Market Liquidity Survey : 2010年はトレーダー、ポートフォリオマネージャー、ストラテジスト、プライシング担当者等112名が参加。

Bid/Ask スプレッドは金融商品の市場流動性を測る上での有力な指標の一つである。スプレッドは小さいほど市場流動性が高い。現在の金利水準であれば 5bp 以内であればまあ合格と言える。また、ベンチマーク銘柄 (on-the-run) と非ベンチマーク銘柄 (off-the-run) の Bid/Ask スプレッド格差が小さいほど、イールドカーブ全体にわたって市場流動性が高いことを示す。取引可能金額については大きいほど市場の懐が深い。国債市場の流動性については、総合的に見て韓国、中国、シンガポール、香港の順で高い。それ以外の市場では取引可能金額がやや小さい。また、インドネシア、ベトナムでは高い金利水準を勘案しても Bid/Ask スプレッドが非常に大きいので、実際の取引にあたっては念頭に置いておく必要がある (図表 10)。

図表 10：アジア主要国国債市場の流動性指標

国債市場	中国	香港	韓国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	ベトナム	平均
ベンチマーク国債の典型的Bid/Askスプレッド(bp)	2.2	5.1	1.1	31.7	2.6	3.1	3.0	3.1	13.2	7.2
非ベンチマーク国債の典型的Bid/Askスプレッド(bp)	5.1	5.8	1.7	38.2	6.2	12.4	3.5	7.7	25.7	11.8
上記スプレッドの格差	2.9	0.7	0.6	6.5	3.6	9.3	0.5	4.6	12.5	4.6
ベンチマーク国債の取引可能金額 (百万ドル)	16.9	15.7	8.6	1.9	2.0	4.5	8.6	1.9	2.3	6.9
非ベンチマーク国債の取引可能金額 (百万ドル)	11.0	11.6	8.5	1.4	1.5	1.3	8.9	1.2	2.2	5.3

(出所) ADB Asia Bond Monitor, Nov 2010

社債については国債ほどセカンダリー市場での取引が活発でないため、新発市場に的を絞ったサーベイとなっている。典型的起債金額を見ると、香港、韓国よりもむしろ ASEAN 諸国の方が大きい。韓国、中国以外での新発社債の Bid/Ask スプレッドは大きく、また取引金額においてはインドネシア、フィリピン、タイで非常に小さくなっているため注意が必要である (図表 11)。

図表 11：アジア主要国社債市場の流動性指標

社債市場	中国	香港	韓国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	ベトナム	平均
典型的起債金額 (百万ドル)	458.8	48.3	50.4	123.4	131.8	127.9	193.0	115.4	84.7	148.2
新発社債の典型的Bid/Askスプレッド(bp)	5.7	12.5	2.6	99.7	16.0	30.5	10.4	11.1	25.0	23.7
典型的取引金額 (百万ドル)	6.4	9.7	8.8	0.8	2.9	0.3	2.8	0.7	2.6	3.9

(出所) ADB Asia Bond Monitor, Nov 2010

### 市場参加者層の拡充が今後の課題

上記の ADB 市場サーベイ参加者は、アジア各国の国債及び社債市場における課題についても回答している (図表 12、13)。数字が大きいほど問題が重要であることを意味しており、表中では 3 ポイント以上の項目を色付けしてある。

ポイントの平均値を見ると、香港、シンガポール以外の国債市場では投資家

の不満が相応に残っていることが分かる。また国債市場、社債市場共通の最大の課題は、取引参加者層の厚みが足りない、ということである。日本の機関投資家がこれらの市場に積極的に参入するようになれば、取引参加者層の厚みは格段に増すはずであり、アジア債券市場育成への貢献としては大きな意義をもつものとなるであろう。

図表 12：アジア主要国国債市場の課題

国債市場	中国	香港	韓国	インド ネシア	マレー シア	フィリ ピン	シンガ ポール	タイ	ベトナム	平均
取引参加者層の厚み	3.6	3.6	2.9	3.2	3.3	3.7	2.0	3.4	3.8	3.3
海外投資家の市場アクセス	2.7	1.5	3.1	2.5	3.2	3.5	3.0	3.1	3.3	2.9
為替規制	2.3	1.8	3.4	2.3	3.4	3.7	2.0	3.2	3.8	2.9
ファンディング、レボ	2.6	1.7	2.7	2.9	2.8	2.9	1.7	2.7	3.8	2.6
税制	3.0	1.3	2.7	2.9	3.2	3.7	1.7	2.9	3.5	2.8
決済、カストディ	2.4	1.5	2.8	2.5	2.9	3.7	1.3	3.3	3.5	2.7
ヘッジツール	3.6	2.5	2.9	3.3	2.8	3.6	2.0	2.7	3.3	2.9
日中の価格透明性	2.9	2.0	2.5	2.7	2.7	3.1	3.0	2.7	3.7	2.8
平均	2.9	2.0	2.9	2.8	3.0	3.5	2.1	3.0	3.6	2.9

(出所) ADB Asia Bond Monitor, Nov 2010

図表 13：アジア主要国社債市場の課題

社債市場	中国	香港	韓国	インド ネシア	マレー シア	フィリ ピン	シンガ ポール	タイ	ベトナム	平均
取引参加者層の厚み	3.7	N.A.	3.3	3.3	N.A.	3.8	3.2	3.3	N.A.	3.4
海外投資家の市場アクセス	2.6	N.A.	2.8	2.6	N.A.	3.3	2.8	3.2	N.A.	2.9
為替規制	2.0	N.A.	2.8	2.0	N.A.	3.5	2.5	3.2	N.A.	2.7
ファンディング、レボ	2.6	N.A.	2.1	2.7	N.A.	2.9	2.4	2.8	N.A.	2.6
税制	3.2	N.A.	2.4	3.1	N.A.	3.8	2.3	3.0	N.A.	3.0
決済、カストディ	2.6	N.A.	2.3	2.9	N.A.	3.8	3.0	2.7	N.A.	2.9
ヘッジツール	3.0	N.A.	2.5	3.4	N.A.	3.3	3.0	2.6	N.A.	3.0
日中の価格透明性	2.6	N.A.	2.5	2.7	N.A.	3.4	3.2	2.7	N.A.	2.9
平均	2.8	N.A.	2.6	2.8	N.A.	3.5	2.8	2.9	N.A.	2.9

(出所) ADB Asia Bond Monitor, Nov 2010

## 拡大が期待される社債市場

債券市場の育成にあたっては、まず国債市場の整備によるベンチマークワールドカーブの整備が重要である。この点については、多くの国で滑らかなワールドカーブが引けるようになる等、既に一定の成果が上がっている。現状、相対的に発展が遅れており、育成が望まれる次のターゲットは社債市場である。

アジアにおける社債市場育成の取組は着実に進んでいる。ASEAN+3 域内の投資適格級企業が発行する現地通貨建て社債を保証する公的機関CGIF (Credit Guarantee and Investment Facility<sup>6</sup>) の設立が、2009年5月のASEAN+3 財務大臣

<sup>6</sup> アジア債券市場育成イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) の重要な成果の一つ。ASEAN+3 全ての参加国及び ADB が出資し、ADB の信託基金として設立。CGIF の資本総額 7 億 USD のうち、国際協力銀行 (JBIC) が 2 億 USD を拠出し、中国政府と並ぶ最大出資者となっている。域内債券市場の育成への貢献を目指す。

会合で合意され、本年中の業務開始に向けた準備が現在進行中である。社債市場の発展のベースとなる国債のイールドカーブは相応に整備されているので、次のステップとしては信用リスクが低い優良社債の発行を増やすことが重要である。CGIFは優良社債の供給を大きく増加させる即効薬となる可能性が高い。CGIFの稼働開始はアジア社債市場飛躍のきっかけとなるものと思われる。

### アジア社債市場に対する戦略的取組の必要性

これまで見てきたように、アジアにおける債券市場育成の取組は着実な成果を上げ、アジア債券市場は拡大している。市場流動性の向上や、取得可能な市場情報の充実により、海外からの投資も増えている。投資家層の厚み不足が課題であるが、本邦機関投資家の本格参入によって改善する可能性がある。国債市場に比べて発展がやや遅れていた社債市場についても、CGIFの稼働により社債発行の活性化が期待される。

従来は本邦機関投資家の多くが、債券ポートフォリオにおいて日米欧等先進主要国債券を中心とした運用に傾斜してきた。その背景として、市場流動性と情報収集面の制約の問題が大きかったように思われる。

グローバル金融危機をきっかけに、金融商品の市場流動性の重要性が再認識される中、市場流動性に懸念のある市場には以前にも増して手を出しにくくなっている。市場情報の収集が容易で、市場流動性が高く、懐の深い先進国市場には一定の安心感があることは確かである。一方、グローバル金融危機後、先進主要国の財政状況が大幅に悪化し、ソブリンリスクを意識する必要性も高まっている。しかも金利は歴史的低水準にあり、そもそも投資対象としての魅力が低下している。国際的債券ポートフォリオにおけるソブリンリスク分散・軽減は今後ますます重要になってくるだろう。アジア諸国の社債はポートフォリオのシフト先としての筆頭有力候補である。

すぐに投資を開始できない場合でも、市場規模の拡大と共に市場流動性が改善し、情報入手も容易になっている<sup>7</sup>アジア債券市場の動向は注意深くトレースし始めておくべきだろう。特にCGIFの稼働開始後、アジア社債市場が急拡大する可能性がある。まずそのCGIF保証債を購入するための体制整備のため、関連情報の収集、分析を進めることを推奨したい。

アジア経済の順調な発展がこのまま続けば、アジア経済が世界経済に占める

---

<sup>7</sup> 16 ページ「(参考) 近年充実が著しいアジア債券市場関連情報」参照。

位置づけは格段に大きくなり、投資先として相応の対応がいずれ必要となる。分散投資先としてのアジア通貨及びアジアのクレジットの魅力が増している。日米欧の国債偏重となりがちな本邦投資家の債券ポートフォリオにおいても、アジア通貨及びアジアのクレジット資産への分散投資の本格的拡充を見据えた対応が必要な時期に来ていると考える。

以 上

### (参考) 近年充実が著しいアジア債券市場関連情報

以前はアジア債券市場の分析に必要な情報の入手が容易ではなかったが、最近インターネット上での投資関連情報がかなり充実している。特に各国中央銀行や金融監督当局のサイトには英語で有益な情報が提供されている。また、証券会社が顧客に提供するリサーチレポートの中にも、アジア経済やアジア債券市場をカバーするものが最近急激に増えてきている。

機関投資家に広く利用されている Bloomberg のメニューも非常に使いやすいものに進化してきている。図表 a は人民元為替レートの市場モニター総合画面であるが、マネーマーケット、債券現物、債券カーブのタブもあり、ひとつの画面から当該国の市場情報を効率的にチェックできるようになっている。

図表 a : Bloomberg 市場モニター画面 (中国の例)



(出所) Bloomberg

ADB が提供するアジア債券情報ポータルサイト Asian Bonds Online も無料でアクセスできる WEB サイトとして利用価値が高い。アジア債券市場関連情報を一元的に集約・発信することにより、市場の発展を支援しようとする情報サイトである。日本の提案に基づき 2004 年 5 月に開設され、ADB の WEB サイト内で運営されている (<http://asianbondsonline.adb.org>)。その概要を図表 b に示しておく。



図表 b : アジア債券情報ポータルサイト Asian Bonds Online 概要

項目	内容
<b>Asian Bonds Online の便利なページ</b>	
① 金融・経済重要ニュース	ASEAN+3域内の金融・経済ニュースが一日10件程度ピックアップされている。債券に限らず、経済や政策動向まで幅広くカバーされており、域内の重要ニュースを効率よくトレースできる。地元有力紙のWEBサイトにリンクされていることが多く、ソース元で関連記事を併せ読むこともできる。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/regional/news_research/commentary.php">http://asianbondsonline.adb.org/regional/news_research/commentary.php</a>
② マクロ経済指標 【中国の例】	GDP、CPI、マネーサプライ、経常収支、金利、為替レート等重要なマクロ経済・金融指標が直近データまで一覧表の形でアップデートされている。Excel形式でデータのダウンロードが可能。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/china/data/macroeconomic_credit.php">http://asianbondsonline.adb.org/china/data/macroeconomic_credit.php</a>
③ Asian Bonds Online トップページ	各国10年物国債利回り、域内重要ニュース、現地通貨建債券市場規模（GDP比）、域内各国のCDS（ドル5年物）推移に加えて、各種重要レポート（表内⑦、⑧、⑨等）へのリンクが表示されている。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/index.php">http://asianbondsonline.adb.org/index.php</a>
④ 国別概況 【マレーシアの例】	当該国の長短ベンチマーク及び政策金利、為替レート、格付け、イールドカーブ、ニュース、起債状況が一覧できる。なお、概況の横のTABには国毎の統計データや債券市場インフラ、規制・監督関連情報等が掲載されている。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/malaysia.php">http://asianbondsonline.adb.org/malaysia.php</a>
⑤ アジア金融専門用語集	債券関連専門用語、域内各国固有の専門用語、組織略称等の理解に役立つ（例：Ariang bonds＝海外発行体が韓国で発行するウォン建債券／BAPEPAM＝インドネシア金融監督庁）。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/regional/guides/glossary.php">http://asianbondsonline.adb.org/regional/guides/glossary.php</a>
⑥ イスラム金融関連	イスラム金融に対する国別の取組状況や現在の市場動向、実際の売買手続きガイド等、イスラム金融に関する情報が幅広く提供されている。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/islamic_finance/structure/overview.php">http://asianbondsonline.adb.org/islamic_finance/structure/overview.php</a>
<b>Asian Bonds Onlineに掲載/リンクされている便利なレポート類</b>	
⑦ Asia Economic Monitor	域内金融経済動向を詳しく分析する報告書。年2回発行（近年7月/12月）。個別国を見ているだけでは分かりにくい域内全体としての動きが理解できる。また金融危機回避を目的としたサーベイランス的な目線からの分析が多く、域内経済の異常を察知するリスク管理ツールとしても使える。 <a href="http://www.aric.adb.org/asia-economic-monitor/How">http://www.aric.adb.org/asia-economic-monitor/How</a>
⑧ Weekly Debt Highlights	毎週月曜リリースの週報。域内各債券市場の動きのレビューに加えて、重要経済指標やニュースが紹介されている。CDSや為替レートの推移を週末毎に振り返るのに便利。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/regional/weekly_debt_highlights.php?src=spotlight">http://asianbondsonline.adb.org/regional/weekly_debt_highlights.php?src=spotlight</a>
⑨ Asia Bond Monitor	域内債券市場のレビューや市場の発展度合い、政策動向についての分析、情報が豊富なデータと共にまとめられている。年4回発行。 <a href="http://asianbondsonline.adb.org/regional/abm.php?src=spotlight">http://asianbondsonline.adb.org/regional/abm.php?src=spotlight</a>
⑩ (参考：ABOではなくADB内のサイト) 金融市場日次データ	為替、金利、株価、商品価格のデータ（前日終値翌朝掲載）が一覧表示されている。「Currencies」、「Stock Indices」等の項目をクリックすると出てくる日次チャートが便利。 <a href="http://www.aric.adb.org/daily.php">http://www.aric.adb.org/daily.php</a>

(出所) ADB Asian Bonds Online より国際通貨研究所作成

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2011 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp>