

Newsletter



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

ASEAN 地域の国内債券市場

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

山口 綾子

yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

▶ なぜ債券市場育成が必要か

1990年代後半のアジア通貨金融危機の原因の一つとして、危機に陥った国共通に、金融セクターの通貨・満期構成のダブルミスマッチ、すなわち、短期外貨資金を調達して、国内で長期運用をしていたことがあった。そのミスマッチ改善策の一環として、アジアの豊富な貯蓄をアジアの投資に向けることを目指し、地場通貨債券市場の育成が求められている。

▶ 育成のための国際的な枠組み

アジア債券市場育成のための国際的枠組みとして、ASEAN+3（日中韓）のなかでアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が2003年から開始された。また東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）によるアジア債券ファンド・イニシアティブ（ABFI）がある。さらにはグローバル金融危機を受けて、よりグローバルな枠組みとしてG20アクションプラン（2011年10月）がある。ABMIの取組みの一環としてASEAN+3債券市場ガイドが4月に公表された。

▶ 現状・展望

以上のような政策的後押しを受けて、アジア債券市場は規模の点では着実な発展を続けてきている。社債は、企業の資金調達需要そのものの低下もあり未だ十分発達しているとは言い難いが、インフラ投資などのアジア域内での資金需要は根強く、債券発行需要が拡大する素地は十分ある。また、先進国が、財政悪化や通貨価値の下落などに苦し

む中で、アジアは投資対象としても注目されており、資金の受け手、出し手両サイドからアジア債券市場発展への期待は大きい。

＜本文＞

1. なぜ地場通貨建て債券市場育成が必要か

アジア通貨危機の原因の一つとされたアジア各国の金融市場全体の通貨・満期構成のミスマッチを解消し、域内の金融の安定化を目指すというのがもともとのアジア債券市場育成の動機であった¹。

しかし、今般のグローバル金融危機を通じて、その背景にアジアの貯蓄過剰と米国の投資・消費過剰というグローバル・インバランスがあったことが指摘された。図表1からわかるように、この地域は貯蓄率が高い。国によっては投資超過のケース（ベトナム、インドネシア）もみられるが、域内全体としてみれば、大きな貯蓄超過となっている。このインバランス解消の一助としても、アジアに適切な投資機会を増やし、アジアの貯蓄を、アジア企業の成長やインフラ投資に直接つなげる債券市場育成の重要性が再認識されるに至っている。

図表1：東アジア地域の貯蓄と投資

(2010年、単位:10億ドル)

	GDP	貯蓄	投資	ネット貯蓄	GDP比		
					貯蓄率	投資率	ネット貯蓄率
中国	5,879	2,999	2,654	345	51%	45%	6%
香港	224	67	53	14	30%	24%	6%
韓国	1,014	251	216	36	25%	21%	3%
マレーシア	238	60	28	32	25%	12%	13%
タイ	319	98	83	15	31%	26%	5%
シンガポール	223	103	53	50	46%	24%	22%
インドネシア	707	226	230	-4	32%	33%	-1%
フィリピン	200	54	41	13	27%	21%	7%
ベトナム	104	29	39	-10	28%	38%	-10%
ASEAN6計	1,791	570	474	96	32%	26%	5%
日本	5,498	1,173	1,032	141	21%	19%	3%

(注) 日本、韓国、マレーシアは2009年。(資料)ADBデータより作成

¹ 債券市場育成は必ずしも金融の安定化をもたらしてくれるとは限らない。債券市場の発展に伴い域内貯蓄の還流だけでなく、外国資本のポートフォリオ投資の流出も増える。従って、かえって海外の資金フローによる影響を受けやすくなる可能性がある。危機予防と金融の安定という観点からいえば、マクロ、ミクロ両面でのプルデンシャル規制・監督や、マクロ経済政策運営の安定化も重要である。危機後のアジア新興国では、こうした面での対応が進み、金融面での安定度は高まっているようだ。グローバル金融危機の影響もこれまでのところ概ね軽微にとどまっている。

アジア開発銀行（ADB）のレポート²でも、アジアの貯蓄超過の原因として、単なる企業サイドの資金需要の低迷というよりは、金融法制やインフラが未発達な結果、資金需要が掘り起こされていないという面が指摘されている。同レポートは、具体的なアジア金融セクターの問題点として以下を挙げている。

- ① 実物セクターの成長に金融セクターが追いついておらず、結果として十分な資金仲介機能を果たしていない。
- ② 資本市場が十分に発達せず、銀行システムへの依存度が高い。
- ③ 金融インフラや規制・法的フレームワークが整備されていない。
- ④ 金融セクターが国毎に分断されており、地域としての金融市場の発展・深化の妨げになっている。

債券市場育成は、これらの問題への対応と同時に、市場による金利形成機能の向上、それに伴う効率的資源配分の実現、金融政策の波及メカニズムの向上などで、経済発展に寄与する。

2. アジア債券市場育成のための国際的な枠組み

(1) アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）

アジア債券市場育成のための国際的枠組みとして、ASEAN+3（日中韓）のなかでアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Market Initiative）が2003年に開始された。当初は6つのワーキンググループでスタートし、これまでに、①国際的な債券担保証券（CBO）の発行、②海外投資家に対する債券投資に係る源泉課税の免除（マレーシア、タイ³）、③ADBのAsian Bonds Onlineによる情報発信、④国際機関（ADB、世界銀行、国際金融公社など）によるアジア現地通貨建て債券発行、⑤地域の格付け機関の調和に向けた基準作りなどの具体的成果があった。

2008年には新たなロードマップが作成され、このロードマップのもとで、以下の4つのタスク・フォース（TF）と、技術支援調整チームおよびこれらの活動をモニターし、タスク・フォース間の総合調整などを行うステアリング・グループによってABMIは検討・実施されている。

- ① TF1：現地通貨建て債券発行の促進
 - ・信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の設立（2010年11月）：ASEAN+3域内企業の発行する地場通貨建て社債に保証を供与する機関。資金規模7億ドルを日中韓各国とASEAN、ADBが拠出。2012年中に実際に保証業務を開始することが期待されている⁴。

² Cyn-Young Park, “Asian Financial System: Development and Challenges” ADB WP, Nov.2011

³ なお、グローバル金融危機を背景とした外国資本フローの不安定性を受けて、タイでは2010年10月に海外投資家の国債などへの投資に関する源泉課税の復活が決定された。

⁴ 2012年3月30日付ASEAN財務大臣会合ステートメント。

- ・インフラ・ファイナンスのための債券の発行促進。
- ② TF2：現地通貨建て債券の需要の促進
 - ・Asian Bonds Online による域内のマーケットや ABMI の進展に係る情報発信。
 - ・機関投資家向けセミナーの開催。
- ③ TF3：規制枠組みの改善
 - ・域内のクロスボーダー債券取引を促進することを目的として、クロスボーダー債券取引に係る市場慣行の標準化や、規制の調和化を図るため、官民一体のフォーラムとして ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) を設置 (2010 年 9 月)。ABMF の成果として ASEAN+3 債券市場ガイドを発行 (詳細については後述)。
- ④ TF4：債券市場関連インフラの整備
 - ・域内決済機関の実現可能性に関する検討：民間部門専門家による報告書 (2010 年 4 月)。

(2) アジア債券ファンド・イニシアティブ (ABFI)

ABMI に並ぶアジア債券市場発展を目指す試みとして、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP : Executives Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) ⁵ による ABFI (Asian Bond Fund Initiative) がある。

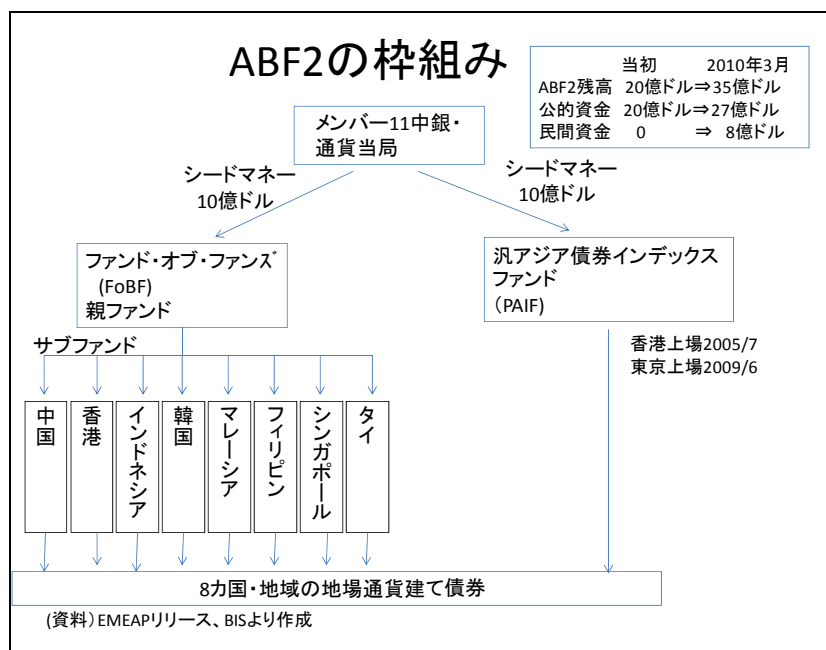
2003 年に、EMEAP 各メンバーが計 10 億ドルを投資して、8 カ国・地域 (中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ) の、ドル建て国債もしくは政府機関債を購入するファンド ABF を創設した。ABF への投資は EMEAP メンバーである中央銀行 (以下、中銀)・通貨当局のみが可能であった。ABF の成功を受け、2005 年にはその第 2 弾として、ABF2 が開始された。

ABF2 は各国の地場通貨建て債券への投資を目指したファンドである。ABF2 は汎アジア債券インデックス・ファンド (PAIF : Pan-Asian Bond Index Fund) とファンド・オブ・ファンズ (FoBF : Fund of Bond Funds) からなる。PAIF は 8 カ国・地域の国債・政府機関債にクロスボーダーで投資する。FoBF は親ファンドが 8 カ国・地域のサブ・ファンドへ投資する形となる。EMEAP の 11 の中銀・通貨当局が合計 20 億ドルのシードマネーを拠出し、PAIF と FoBF に半分ずつ投資する。

ABF2 は、創設当初は EMEAP メンバーの中銀・通貨当局の投資に限られるが、準備が整い次第、外部の投資家にも開かれることとされた。PAIF はシンガポールで登録され、2005 年 7 月に香港取引所、2009 年 6 月には東京証券取引所に上場され、広く一般投資家にも開かれている。また、2011 年 5 月に中国のサブ・ファンドが外部の投資家にも開かれ、8 つのサブ・ファンドはすべて外部の官民の投資家にも開かれることになった。

⁵ オーストラリア準備銀行 (以下、準銀)、中国人民銀行、香港金融管理局、インドネシア中銀、韓国銀行、マレーシア中銀、ニュージーランド準銀、フィリピン中銀、シンガポール通貨庁、タイ中銀および日本銀行の 11 中銀・通貨当局が参加。

ABF2 は中銀・通貨当局によるファンドへの投資を通じ、地場通貨建て債券市場への内外投資家の呼び水となるとともに、市場・規制改革を加速させることを目指している。ABF2 の残高は 2005 年創設時の 20 億ドルから 2010 年 3 月には 35 億ドルにまで拡大、うち中銀・通貨当局分は 20 億ドルから 27 億ドルに拡大、民間資金は 8 億ドルの増加となった。この民間資金のほとんどは PAIF に対する投資である。



ABFIはこれまでのところ、規制改革や市場インフラの整備、市場取引慣行の確立などを促進する触媒としての効果、および市場取引制度・書類の国際的ハーモナイゼーションに効果があったと評価されている（BIS：国際決済銀行による評価レポート）⁶。

(3)G20 アクションプラン

国際金融危機に備えるためには、厚みがあり、効率的で、適切に規制された現地通貨建て債券市場の発展が、国内経済にとってもグローバル経済にとっても重要である。このため各国の国内債券市場の発展支援を目的として、2011年10月に「地場通貨建て債券市場の発展サポートのためのアクションプラン」がG20の財務大臣・中銀総裁会合で採択された。11月のG20カンヌサミットのコミュニケ、および最終宣言にもこのアクションプランが言及されている。

行動計画の主な内容は、①様々な国際機関からの技術支援を拡大し、②データベースを改善し、③G20への共同年次進捗報告書を提出する、となっている。具体的には、「世

⁶ Eric Chan, Michael Chui, Frank Packer and Eli Remolona, "Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative", BIS Nov. 2011

界銀行、地域開発銀行、IMF（国際通貨基金）、UNCTAD（国際連合貿易開発会議）、OECD（経済協力開発機構）、BIS 及び FSB（金融安定理事会）に対し、この計画の実施を支援するために協同し、G20 の次回会合までにその進捗について報告するよう求める。」（2011 年カンヌ G20 サミット最終宣言）とされている。

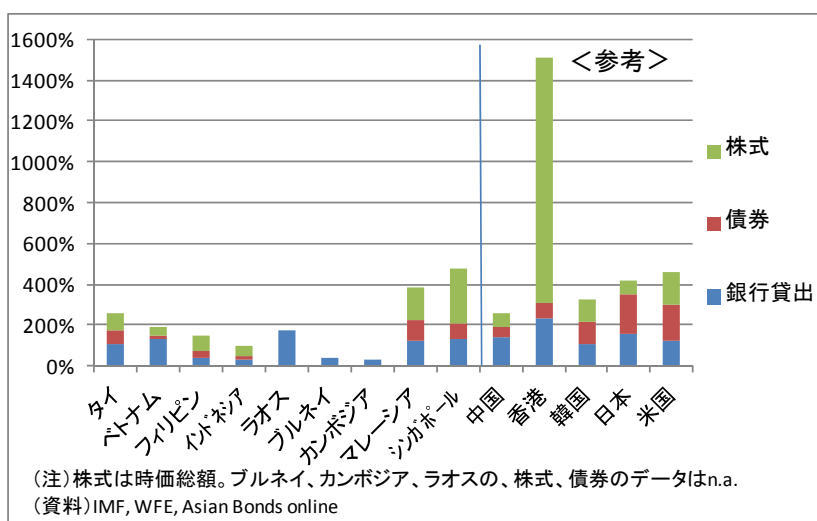
(4) アジア太平洋経済協力（APEC）

APEC の諮問機関としてビジネス関係者から構成される APEC ビジネス諮問委員会（ABAC）では、Advisory Group on APEC Financial System Capacity Building という会合で、域内の金融システム整備に関する様々な議論が行われてきた。2011 年には金融システム・金融統合およびアジア・太平洋協力の強化という枠組みのなかで、地域の債券・資本市場の発展を図ることが検討されている。

3. ASEAN 地域の債券市場の現状

ASEAN 各国の債券市場の発展段階をみるため、債券市場と銀行貸出、株式市場などの市場規模比較をみたものが、図表 2 である。国際金融センターである香港、シンガポールは別格として、これを除くと、先進国日米はもとより、韓国と比較しても、ASEAN 各国の経済規模と比較した債券市場の発展度合いは不十分なことがわかる。インドネシアは債券市場のみでなく、金融市場全体が経済規模と比較して小さい。ブルネイ、カンボジア、ラオスでは、国債・中銀債など債券の発行実績はあるものの、債券市場のデータは全く整備されていない。

図表 2：東アジア地域の金融市場規模（2010 年、各国の GDP 比）

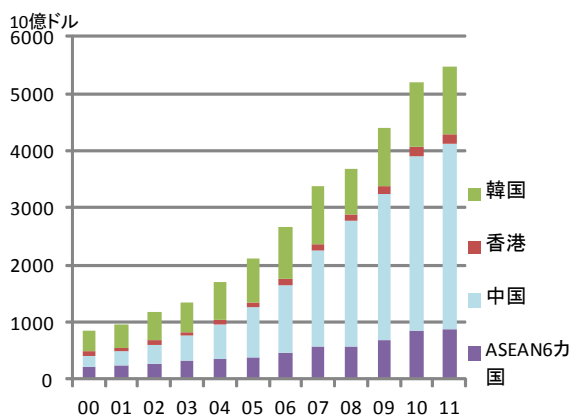


さらに ASEAN 各国に概ね共通する特徴として、銀行貸出のシェアが高く、間接金融

依存度が高い姿となっている。間接金融依存が高いことが必ずしも問題であるわけではないが、ひとたび銀行部門にショックが起こった場合、企業の資金調達に大きな影響が及ぶリスクがある。このため、債券市場の育成が急がれている。

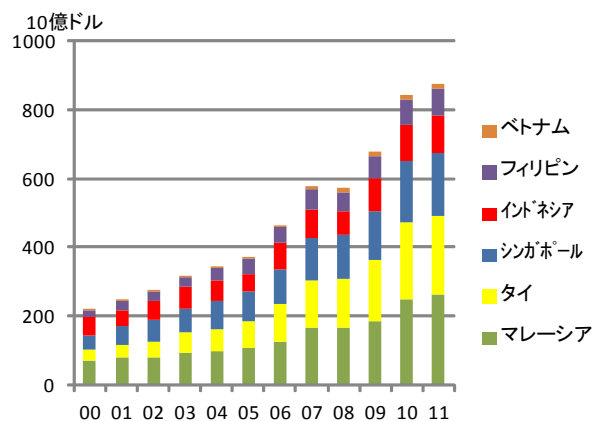
日本を除く東アジアの債券市場は全体で2000年の7,750億ドルから2011年(9月末)には5.3兆ドルへと6.8倍に増加している(図表3)。一方、そのうちASEAN6カ国の債券市場は同時期に2,180億ドルから8,750億ドルとほぼ4倍になった。日本を除く東アジアの債券市場は世界の8%、ASEAN6カ国は1.3%、世界の米国は25.5兆ドル、38%、日本は11.5兆ドル、17%となっている(2011年3月現在)。

図表3：東アジア地域の債券市場



(注)各年末。2011年は9月末。(資料)ADB, Asian Bonds Online

図表4：ASEAN6カ国の債券市場



(注)各年末。2011年は9月末。(出所)ADB, AsianBondsOnline

ASEAN 各国の債券市場は、ABMI、ABFI などの政策の後押しもあって、発展・拡大を続けてきたが、その発展度合いには国によって大きな違いがある。ASEAN 加盟国のうち、国際金融センターであるシンガポールは別格として、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンについては、債券市場のデータも整備され、一定の規模の債券市場が存在している(図表4)。マレーシアは既にイスラム金融センターとして地位を確立しつつある。タイはASEANのなかでもマレーシア、シンガポールと並ぶ大きな市場に成長しつつある。他方、ベトナムではようやく債券市場のデータ整備が始まったところである。カンボジア、ブルネイ、ラオスは、発行市場、流通市場、投資家のすべての面において、育成の準備段階にある。

グローバル金融危機の影響については、インドネシア、フィリピン、タイの債券市場で2008年には残高が若干減少するなどがみられたが、概して影響は軽微にとどまり、その後は順調に拡大を続けている。

Asian Bonds Online でデータが入手可能な国の債券市場の内訳をみると、マレーシア、シンガポールを除いたいずれの国でも社債市場は未発達であり、その発行残高は微々たるもので、大半は国債が占めている(図表5)。多くの国について、①そもそも社債を

発行する企業が未発達である、②格付け機関・取引所など金融インフラが十分に整備されていない、などの問題がある。特にアジア通貨危機後は、危機を招いた反省から、多くの地場企業が投資率を低下させ、負債を減らす努力を行った。このため、地場企業による資金需要そのものが低下したことが、社債発行市場の低迷に影響している。

図表 5：東アジア地域の国内債券市場規模 (単位：10 億ドル)

	国債		社債		国内債計	
	2000年	2011年	2000年	2011年	2000年	2011年
中国	198.8	2,474.2	3.5	772.9	202.3 (16.9)	3,247.1 (46.1)
香港	13.9	89.6	46.6	80.0	60.5 (35.8)	169.6 (70.9)
韓国	122.4	501.2	232.6	677.9	355.0 (74.5)	1,179.1 (104.2)
マレーシア	35.7	158.4	33.0	105.0	68.7 (73.2)	263.4 (100.7)
タイ	25.9	182.7	5.2	42.5	31.1 (27.3)	225.2 (64.5)
シンガポール	24.9	103.7	19.6	82.2	44.5 (47.5)	185.8 (75.7)
インドネシア	50.8	94.7	2.0	15.0	52.8 (36.8)	109.8 (13.8)
フィリピン	20.8	65.5	0.2	9.4	21.0 (31.3)	74.8 (34.3)
ベトナム	0.1	15.4	0.0	1.6	0.1 (0.3)	17.0 (15.2)
ASEAN6	158.3	620.3	59.9	255.7	218.1	876.0
日本	3,499.4	10,887.3	1,053.1	1,104.0	4,552.5 (103.6)	11,991.3 (215.7)

(注) 2011年は9月末現在。()内の数値はGDP比、%。(資料)Asian Bonds Online

図表 6：東アジア地域の債券の売買スプレッド (単位:BPS)

	国債		社債	
	2000年	2011年	2000年	2011年
中国	15.0	4.0	n.a.	6.9
香港	3.5	4.7	8.0	28.1
韓国	1.8	0.7	5.0	1.7
マレーシア	4.9	3.3	15.0	8.2
タイ	2.8	3.3	10.0	9.9
シンガポール	1.6	3.8	10.5	19.0
インドネシア	100.0	32.9	100.0	70.0
フィリピン	47.5	5.3	40.0	52.9
ベトナム	n.a.	33.5	n.a.	103.1

(資料)ADB, Asia Bond Monitor Nov.2011,Nov.2006より作成

債券市場の流動性の代表的指標としての債券の売買スプレッドをみると、ASEAN 地域の債券市場のスプレッドは、インドネシア、フィリピンで特に大きい(図表 6)。

ASEAN 地域全体でみると、特に社債については、国債と比較して売買スプレッドがさらに大きく、取引が活発に行われていない様子がうかがえる。社債については、格付けなどの情報の不足もあって、償還まで保有されるケースが多く、流通市場での取引は発達していないようである。2011 年にはグローバル経済の見通しの悪化、それに伴うアジア経済弱体化への懸念から、アジア市場のほとんどの国において売買スプレッドは前年よりも拡大した。

4. ASEAN+3 債券市場ガイド

ASEAN+3 債券市場フォーラム（ABMF）の成果として「ASEAN+3 債券市場ガイド」がまとめられ、2012 年 4 月に公表された。以下ではその概要を紹介する。本ガイドは域内各国の債券市場について、市場インフラ、規制枠組み、市場取引慣行などの情報を広くかつ詳細に網羅したもので、対象は、日中韓・香港、ASEAN6 カ国（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）の 10 カ国・地域である。このほか、ラオスが自主的に参考として情報を提供したが、地域間比較・分析の対象とはなっていない。

(1) 全体感

対象 10 カ国・地域の債券市場は、法的インフラ、取引・決済制度などの点で概ね先進国並みの水準にある。しかし、法制度・規制などの点でまだ現存する不透明性を改善する必要がある。デフォルト手続きについては、ディスクロージャー面で進歩がみられるものの、デフォルト認定や手続きの一部に不透明性が残り、改善を要する。破産関連法については、まだ発展段階にある地域も多い。地域をまたがった破産法・手続きの整備の重要性が認識され、検討が進められることが望ましい。

(2) 項目別の各国・地域比較調査結果

次ページの表参照。

図表 7：項目別の各国・地域比較調査結果

項目	概要	ASEANの実態
1. 店頭(OTC)市場	多くの地域で債券は証券取引所に上場が可能だが、ほとんどの債券は店頭市場で取引される。店頭市場は引き続き主要な市場。	取引所取引はインドネシアは可能だが実績なし。シンガポールは国債のみ可。その他は不可。
2. 私募債の規制	私募債発行については規制の空白のケースがあり、証券法の改善の余地あり。私募債発行のスキームは、域内共通のプロ向けの自主規制システム構築の機会となるだろう。	インドネシアとベトナムは私募債(100人未満)は規定なし。その他は規定あり。
3. 債券保有者代表・受託者	債券保有者代表、受託銀行、受託者という概念は一般的なものとなりつつある。韓国の2012年発効の新商業法では受託銀行を再定義した。	ベトナム以外の国では受託者が法的に規定されている。
4. 投資家と最終受益者	投資家と最終受益者を特定するための概念は国によって異なる。中国では国際証券預託(ISCD)で共有口座は禁止されている。韓国では最近ISCDに限って共有口座を認める改正をした。日本、ASEANではこれは認められている。しかし、地域当局は監視を強化したいとする傾向がある。	いずれの国も投資家と最終受益者を区別する規定はない。
5. 公開	公開に際し、(1)特別な例外を除いた完全なディスクロージャー、(2)明確に規定されたディスクロージャーシステムの2つが基本。私募債のディスクロージャーは一般より限定的だが、私募債が規制がなく、ディスクロージャーの必要がないわけではない。将来には、プロ投資家向けに公募債と私募債の双方をカバーする規定が生まれるだろう。調査対象地域のうち、香港とシンガポールは他の国際的な市場に近く、他のASEAN+3の国はまだ発展段階。ASEAN+3では債券の発行、投資についての共通のプラットフォームを作るのはそれほど難しくはない。これらの国では必要な理解が既に進んでいるから。オフショア、オンショアどちらの市場のアクセスを進展させるかという議論も意味がない。	インドネシアにはMTNsおよび社債について私募債市場あり。マレーシアではexempt regimeとして、上場基準を緩和。地場のAAAに加え、国際格付けのBBB+以上についてもディスクロージャーの例外。フィリピンでは19人以下向けが私募債。タイでは公開にはSECの認可が必要。ベトナムでは公開は100人以上の投資家対象。
6. プロ投資家の定義	ABMFの次の議論のなかでは、プロ投資家をどのように定義するかは重要な意味を持つ。現状では国によって定義は異なる。インドネシアでは概念としては認識されているが、法的に定義されていない。日本ではプロ向け債券市場育成のために法的に定義されている。マレーシアでは直接の定義はないが、資本市場サービス法(CMSA2007)で機関投資家や高額投資家に向けた特別の規定がある。タイでは「機関投資家」の定義がある。	プロ向け市場はインドネシアとベトナムにはなし。マレーシア(Exempt regime)、フィリピン(特定の証券取引対象)、シンガポール(目論見書の必要がないプロ市場存在)、タイ(私募債は書類登録義務軽減)
7. 英国法・大陸法の伝統	市場の規制は地域によって違いがあるがハーモナイゼーションが不可能というわけではない。英国法の伝統をひくシンガポール、マレーシア、香港は受託者の概念が共通。大陸法の伝統をひく中国、インドネシア、日本、韓国、タイ、ベトナムは受託者の概念がないが、債券保有者の代理人としての機関の概念は共通。詳細にみれば違いが多いが、さほど深刻なものではない。	マレーシア(英国法、イスラム法)、シンガポール(英国法)、インドネシア(イスラム法、大陸法)、タイ・ベトナム(大陸法)、フィリピン(スペイン法)
8. 書類の言語	書類の言語はより詳細を加えるのに重要。香港では中国語が言語として認められている。	インドネシア、タイは自国語だが、英語も可。ベトナムは自国語のみ。マレーシア、フィリピン、シンガポールは英語のみ。
9. 自主規制機関	自主規制機関の定義は地域によって違うが、機能は似通っている。	
10. イスラム債(スーク)	債券発行に際してイスラム金融の枠組みを許容しようとする試みは域内の多くの市場で行われている。イスラム債の域内最大の市場であるマレーシアに加え、インドネシア、タイ、シンガポール、香港、日本もイスラム債の発行を自国の規制の枠組みの中に入れようとしている。一般的に、スークによる発行体の債務と投資家のリスク・エクスポージャーは実体的に伝統的な債券発行と変わらない。実体的に違いがあるケースでは、書面にそれは十分にディスクロースされる。	インドネシア、マレーシア、シンガポール、タイにはイスラム金融市場が存在。フィリピンとベトナムにはイスラム金融市場は存在せず。

(資料) ASEAN+3 Bond Market Guide April.2012より作成

なお、クロスボーダーの債券投資の阻害要因として指摘されている各国の為替規制については以下の通りにまとめられている。

図表 8 : ASEAN 各国の外為管理制度

	為替相場制度	海外送金規制 1. 本国通貨、2. 投資元本、3. 利子・配当	CLS決済
インドネシア	変動相場制	1. 制限あり(ルピア為替取引はインドネシア国内銀行を通じなければならない。外銀間のルピア送金は禁止)。 2. 投資元本の回収には報告義務なし。 3. 要報告。 実需原則は対内送金やルピア買いにのみ適用。	--
マレーシア	バスケットに対する管理変動相場	1. 制限あり(対外送金はすべて外貨建てでなければならない)。実需原則は対内送金にのみ適用。 2. 非居住者による外貨による対外送金は制限なし。 3. 非居住者による外貨による対外送金は制限なし。	--
フィリピン	変動相場制	1. 制限あり。ペソ売り、対外送金にかかわる金利の支払いには、取引ごとに中銀に取引票(BSRD)による登録が必要。 2. ペソ売り、対外送金にかかわる金利支払いには、取引ごとに中銀にBSRDによる登録が必要。 3. 元本の投資にBSRDがあれば、利子は自動的に対外送金可能。	--
シンガポール	バスケットに対する変動相場	1. 制限なし(投資家はシンガポールドルをたとえば東京で保有可)。 2. 制限なし。 3. 制限なし。	可
タイ	管理変動相場	1. 制限あり。 2. 報告が必要。 3. 報告が必要。	--
ベトナム	管理変動相場	1. 制限あり。 2. 投資開始から一定期間は制限あり。 3. 制限なし。 ベトナムの債券発行は外貨をベースとしている。	--

(資料) ASEAN+3 Bond Market Guide, April 2012より作成

(3) ABMF の次のフェーズへの期待

将来には、ASEAN+3 域内でユーロボンド市場のような共通の枠組みを検討することになるだろう。しかし、EU のルールが必ずしも現在の ASEAN+3 にふさわしいとは限らない。アジア版ルールの検討が必要である。

ABMF フェーズ 2 では地域横断的な債券の発行と投資を促進することが目的となる。ASEAN からのボトムアップと民間部門からのトップダウンの 2 つのアプローチが考えられる。当初のアプローチとして望ましいのは、私募債や特定投資家向けの市場の育成を促進することで、限定された優良投資家を対象としたプロ向け市場の整備につながることであろう。

オフショア市場創設も規制の観点からの検討課題である。国内債券市場へのクロスボーダーの投資の促進、およびその取引・手続きの共通化が直近の目的となる。

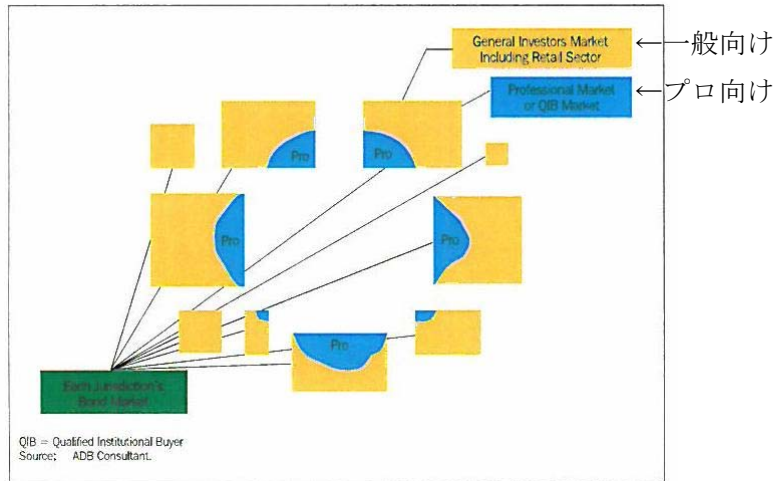
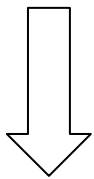
現状では、優良な発行体も投資家も多く国内市場へのアクセスが制限されているので、合理的な努力で共通のルールを作り上げることができるだろう。具体的には地域共通の MTN (ミディアム・ターム・ノート) プログラムの創設につながることを期待される。そのためには、各国の規制当局がルール作りについて共通の理解をしていることが必要である。こうしたルール作りはヨーロッパなどの国際的な資本市場業界団体や自主規制機関の経験も考慮に入れることが望ましい。各メンバー当局は各市場の投資銀行、

機関投資家、法律家などと協力しあう必要がある。

域内プロ向け債券市場育成プログラムの概念図
Asian Multi-Currency Bond Issuance Program (AMBIP)

Figure 2.5 Status Quo of Asean+3 Bond Markets

○現状
各国ばらばらの
制度



○プロ向け市場を
相互連関

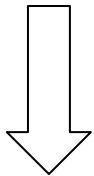
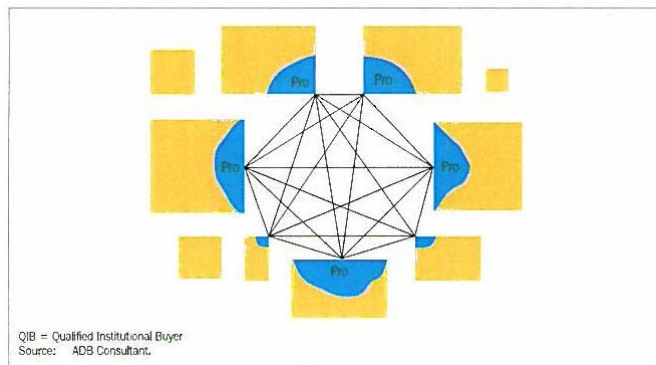
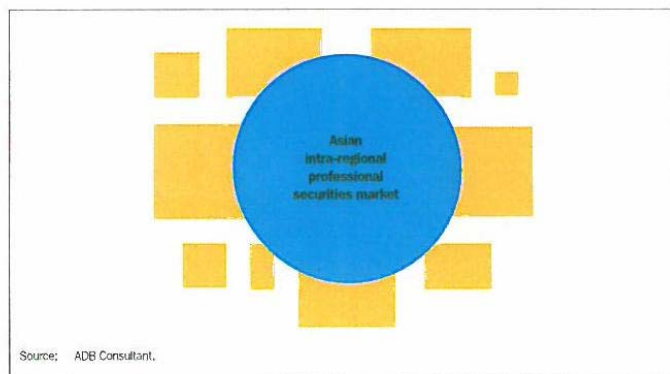


Figure 2.6 Connecting the Professional Market Elements in the Region



○地域横断的な
プロ市場創設

Figure 2.7 Creation of an Intra-Regional Bond Market



5. 展望・課題

ASEAN 地域の債券市場は拡大を続けてきたが、まだ十分とは言えない。引き続き ABMI、ABFI などによる国際的支援が必要であろう。

(1)地域としての債券市場構築の必要性

これまで ABMI のもとでの技術支援は、各国の金融発展度合いに合わせ、個別ニーズに沿った着実な成果をあげてきた。今後は各国の債券市場の育成はもとより、さらに進んでアジア地域として債券市場を構築していくことも見据えた技術支援を行っていくことが望まれる。

特に発展段階の低い国においては、市場育成、システム導入の段階から、域内他国市場とのリンケージを見据えた方策をとっていくことが重要であろう。

アジアでは外国証券投資フローのうち域内からの投資が占める割合は 1 割にも満たず、その大部分は先進国からの資本である。域内債券市場の連携を強めることで、域内の資本フローを活発化させ、「アジアの豊かな貯蓄を域内の投資に向ける」ことで、グローバルな金融資本市場に緊張が高まった場合でもその影響を抑えることにつながることを期待される。

(2)投資対象としてのアジア債券市場への期待

他方で、グローバル金融危機およびその後の欧州ソブリン危機の影響もあって先進国経済が低迷を余儀なくされるなか、グローバル経済における新興国の位置づけは変化しつつある。特にアジア新興国は新たな成長センターとして、グローバル経済のけん引役となることが期待されている。こうしたなかで、投資対象としてのアジア債券市場が注目を集め、証券投資の流入が増加している。資本流入の急増に対して、一部の国では流入規制を強化する動きもみられるが、投資対象としてのアジア債券市場への注目は今後さらに増すとみられる。

今後インフラ投資などを中心に、ASEAN 地域の資金需要は拡大が続くとみられる。ADB によれば、ASEAN 地域の今後 10 年のインフラ投資需要は年間 600 億ドルにもものぼる。一方、これらの債券市場への外国資金の流入拡大も見込まれ、債券市場の規模は拡大が期待される。

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、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、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 2012 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

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