

Newsletter



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

東アジア債券市場整備の進捗状況

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>

➤ 債券市場育成の必要性を巡る議論

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域内の投資に向けることを目指し、地場通貨建て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（東南アジア諸国連合）+3（日中韓）の下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。これまで、アジア開発銀行（ADB）によるAsian Bonds Onlineによるデータ提供、アジア債券市場フォーラム（ABMF）、信用保証・投資ファシリティ（CGIF）などが実現した。アジア太平洋経済協力（APEC）のもとではアジア太平洋金融フォーラム（APFF）の設立準備が進められている。

➤ 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、中長期的に中間層の増加が期待されるアジア地域は、投資対象のみならず、個人投資家層の供給地としても成長が見込まれる。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指摘されている。この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。

図表 1：東アジア地域の貯蓄と投資

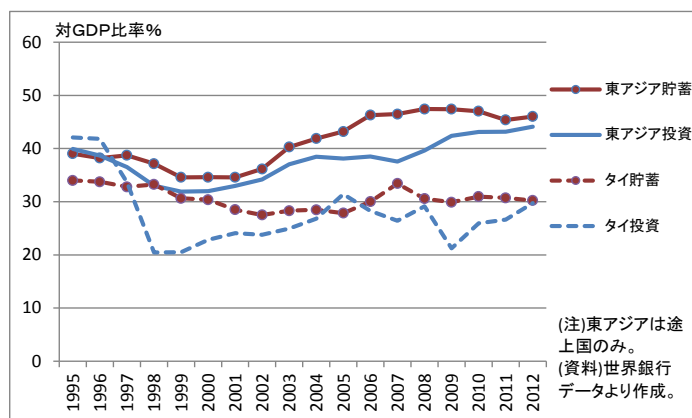
	GDP 10億ドル 2012	貯蓄 % of GDP		投資 % of GDP		貯蓄-投資 % of GDP	
		2000	2012	2000	2012	2000	2012
A インドネシア	878	25	31	22	35	3	-4
S マレーシア	305	36	32	27	25	9	7
E フィリピン	250	23	23	18	18	5	5
A シンガポール	275	44	46	33	27	11	19
N タイ	366	30	30	23	30	7	0
6 ベトナム	156	31	31	30	31	1	0
中国	8227	37	49	35	48	2	1
香港	263	32	27	28	26	4	1
韓国	1130	33	31	31	28	2	3
日本	5960	28	22	25	20	3	2

(資料) 世界銀行データより作成

さらに、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問題とされた。アジア危機後、地域各国は危機への反省から国内投資を相対的に抑制し、外国資本への依存を低下させる政策をとってきた。図表 1、2 に示されているように、この地域は貯蓄率が高く、域内全体としてみれば、大きな貯蓄超過となっている。図表 2 には東アジア全体の貯蓄投資バランスの変化と、そのなかでも特徴的な、アジア通貨危機の発端となったタイの危機前後の変化（投資超過⇒投資抑制による貯蓄超過へ）が示されている。こうしたイン

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、アジアの貯蓄を直接アジア企業の成長やインフラ投資に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 2：東アジアの貯蓄と投資（アジア危機から現在まで）



またアジアの金融市場の問題として、金融法制やインフラが未整備なため、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ことが問題視されている。

流動性の高い債券市場の育成は、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ことが期待されている。

2. アジア債券市場育成のための国際的な枠組み¹

(1) アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) とアジア債券ファンドイニシアティブ (ABFI)

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。

2008年にはABMIの新たなロードマップが作成され、4つのタスク・フォース（TF）、

¹ アジア債券市場育成の国際的取組みの詳細については、IIMA ニュースレター「ASEAN 地域の国内債券市場」http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo_10_j.pdf 同「アジア債券市場育成の取り組み状況」http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo_16_j.pdf 参照。

TF I：現地通貨建て債券発行の促進、TF II：現地通貨建て債券需要の促進、TF III：規制枠組みの改善、TF IV：債券市場関連インフラの改善、が立ち上げられた。2012年にはさらに新ロードマップ・プラスが採用され、以下の9つの優先分野が指摘された。①信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の保証業務開始、②インフラ・ファイナンス・スキームの育成、③機関投資家向けの投資環境整備および ABMI 情報の共有、④ ASEAN+3 債券市場フォーラム（ABMF）の活動の強化、⑤域内決済機関の設立に向けた取組みの促進、⑥国債市場のさらなる発展、⑦消費者や中小企業の金融アクセス強化、⑧地域格付けシステムの基盤の強化、⑨金融知識の向上である。

図表 3： アジアにおける地域間金融協力

1997/7	タイの為替相場切り下げ（変動相場制移行）をきっかけとしたアジア通貨危機発生。
1997/12	第一回ASEAN+3（日中韓）首脳会議：通貨・金融問題を中心とする地域の課題等について意見交換。
1999/4	第一回ASEAN+3財務大臣会議。
2000/5	第二回ASEAN+3財務大臣会議：チェンマイ・イニシアティブ（CMI）について合意。
2002/1	域内経済情勢に関する政策対話（ERPD）開始。ASEN+3財務大臣代理レベルで年2回。
○ 2003/6	東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）がアジア債券ファンド（ABF）創設。
○ 2003/8	アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）開始。
○ 2003/10	ABMI技術支援協力調整チーム（TACT）開始：日ASEAN技術支援基金を通じ、債券市場育成のための技術支援を実施。
○ 2004/12	EMEAP、ABF2を創設。
○ 2007/4	ABMIの下のAsianBondsOnLineにて、Asia Bond Monitorの公表開始。
○ 2008/5	ABMI新ロードマップ公表。
2010/3	チェンマイイニシアティブのマルチ化（CMIM）発効。
○ 2010/4	ABMIの枠組みのもとで域内決済機関の実現可能性についての報告書公表。
○ 2010/9	ABMIの下にASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）設置。ASEAN+3各国当局および域内外の民間の市場専門家による官民合同の取り組み。
○ 2010/11	信用保証・投資ファシリティ（CGIF）設立。
2011/4	ASEAN+3マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO）設立。
○ 2012/4	ABMFの成果としてASEN+3債券市場ガイド公表。
2012/4	ASEAN、ADBの協力のもとASEANインフラファンド（AIF）設立。当初資本金4.9億ドル。
2012/5	CMIMの強化策で合意（資金枠倍増、危機予防機能の導入）。
○ 2012/5	ABMI新ロードマップ・プラス公表。
○ 2012/5	CGIF 保証業務開始。
○ 2013/4	CGIF 第一号保証案件執行。タイパーツ建て債券。
○ 2013/12	CGIF インドネシア債券について保証実行。投資家は日本の機関投資家。

（注）○は債券市場育成関連。（資料）財務省ホームページ、その他報道より作成。

優先分野として取り上げられたもののうち、CGIFは2012年より債券保証業務を開始（第一号案件は2013年実施）、その後も実績をあげている。ABMFは2010年にTF IIIの下に設置された、各国債券市場の規制・インフラ面での標準化・調和化を進めるための実務レベルでの官民の協議の場であり、現在までに15回の国際会合が行われている。

ABMFのもとで、第1段階(2011年末まで)では、①規制の調和化・市場慣行の標準化、②債券決済の調和化・標準化についての検討がなされ、2012年4月に債券市場関連情報を網羅したASEAN+3債券市場ガイドが公表された。第2段階では、ASEAN+3共通の債券発行フレームワーク(AMBIF)²の導入検討、クロスボーダー債券取引の決済合理化・効率化などが議論された。

ABMIの一環として、2003年より日本の出資による日・ASEAN技術支援基金を通じて、債券市場育成のための技術支援(TACT)が行われている。これまでに、カンボジア、インドネシア、ベトナム、ラオス、フィリピン、ミャンマーに対し民間金融コンサルタント派遣による技術支援が行われた。

また、ABMIと同時進行する形で、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2003年より開始されている。

(2)アジア太平洋金融フォーラム(APFF)

アジア太平洋経済協力(APEC)の諮問機関であるAPECビジネス諮問委員会(ABAC)は、地域の金融協力・統合を進めるための官民の協力/対話の場としてのアジア太平洋金融フォーラム(APFF)の設立準備を進めている。2013年4月には設立準備のためのシンポジウムが開催された。

シンポジウム後に公表された報告書によれば、APFFは、「非公式(informal)」、「政策アドバイスをを行う(advisory)」、「包括的(inclusive)」という性格をもつべきとされ、参加者は、政府当局者(APEC、必要に応じASEAN+3、太平洋同盟)、国際機関、民間(金融機関、研究機関、学識経験者など)など広い範囲を想定している。APFFの優先課題としては以下の9つが挙げられている。①長期資金供給者としての保険産業の発展、②年金政策の発展、③網羅的で包括的かつ一般にアクセス可能な信用情報システムの構築、④有担保貸出の法的フレームワーク改善、⑤貿易金融の促進、⑥クロスボーダー投資を促進するための、市場アクセス・本国送金・金融市場などの問題、⑦資本市場の統合強化、⑧資本市場の質向上、⑨主要市場での規制強化のアジア太平洋地域への影響への対応。また、債券市場整備については、①深み・流動性のある国内債券市場の育成、②市場中小企業・個人投資家の債券市場への参加促進、③市場インフラ整備によるクロスボーダー債券投資促進が必要とされている。

² ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework：プロ投資家を対象に、標準化されたドキュメンテーションと情報開示条件に基づき、どの参加国でも容易に債券を発行できるようにすることを目指すもの。

(3)ASEAN 金融統合の枠組み

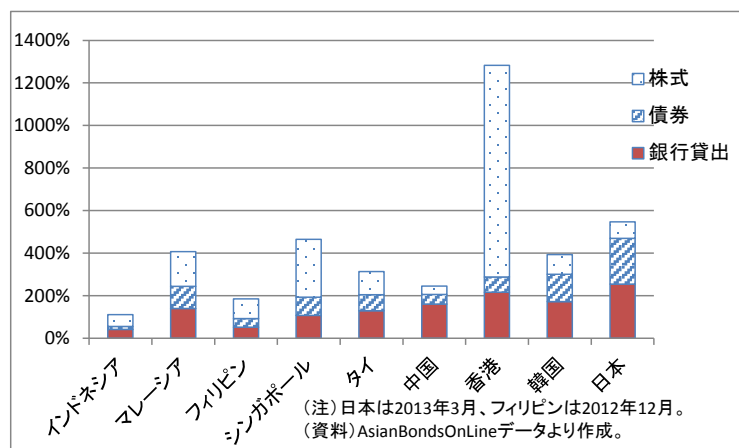
ABMIの枠組みとは別に、ASEAN独自の取組みも進んでいる。ASEANでは2015年までにASEAN経済共同体（AEC）構築を目指している。その構想のなかで、物の貿易自由化ばかりでなく、資本市場についても域内統合を目指し、会計基準や決済システムの標準化・共通化に取り組んでいる。具体的にはASEAN資本市場フォーラム（ACMF）を2004年に立ち上げ、加盟各国の規制当局からなるメンバーが年2回会合を行ってきた。これまでに、域内共通のASEAN開示基準³、市場専門家の資格の相互承認、ASEANコーポレート・ガバナンス・スコアカードの導入などが一部の国で実現している。

3. 東アジア地域の債券市場の現状

(1)市場規模

東アジア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4である。東アジア各国の経済規模と比較した債券市場の発展度合いは低位にとどまっていることがわかる。特に、インドネシア、フィリピン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。

図表4：東アジア地域の金融市場規模（2013年6月末、各国のGDP比）



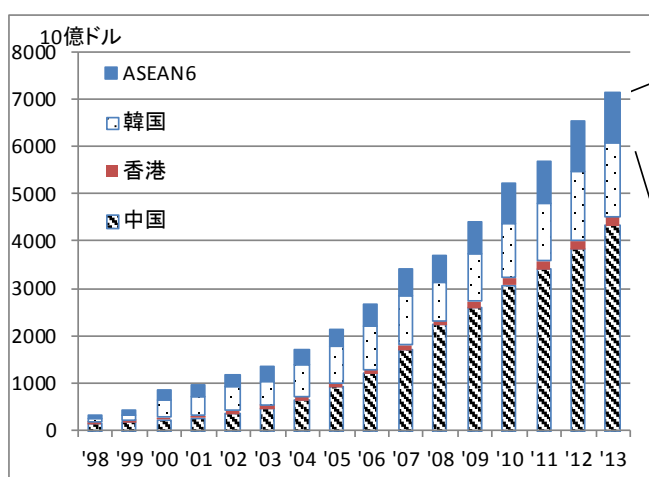
さらに東アジア各国におおむね共通する特徴として、銀行貸出のシェアが高い。銀行貸出依存度が高いことが必ずしも問題であるわけではないが、アジア通貨危機の例にもみられたように、ひとたび銀行部門にショックが起こった場合、企業の資金調達に大き

³ 同基準に基づいた目論見書を作成すれば、将来域内のどこの国でも、個別に目論見書を作成することなく、社債を発行することが可能になる。

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。

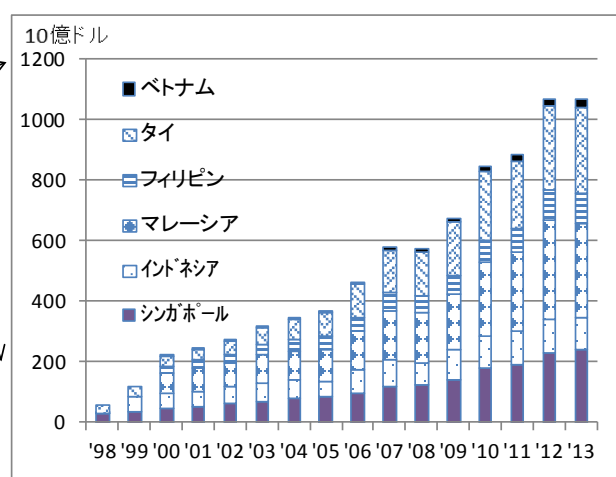
日本を除く東アジアの債券市場は全体で2000年の8,359億ドルから2013年(9月末)には7.1兆ドルへと8.5倍に増加し(図表5)、世界の債券市場の1割近くを占めるようになっていた。そのうちASEAN6カ国の債券市場は同時期に2,180億ドルから1兆670億ドルとほぼ5倍になった(図表6)。

図表5：東アジア地域の債券市場



(注)各年末、2013年は9月末。(資料)AsianBondsOnline

図表6：ASEAN6カ国の債券市場



(注)各年末、2013年は9月末。(資料)AsianBondsOnline

東アジア各国の債券市場は、ABMI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り、イスラム債券の市場としては世界一になった⁴。タイはマレーシア、シンガポールと並ぶ大きな市場に成長しつつある。フィリピン、インドネシアは他のASEANと比べると見劣りがする。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。

インドネシア、フィリピン、タイの債券市場では、グローバル金融危機の影響で、2008年には残高の若干減少がみられたが、概して軽微の減少にとどまり、その後は順調に拡大を続けている。

債券市場の内訳をみると、韓国、マレーシア、シンガポールを除くと、社債の発行残高は小さく、大半は国債が占める(図表7)。多くの国について、①そもそも社債を発

⁴ ADBによれば、2013年末現在、世界のイスラム債券(スクーク)のうち6割がマレーシア・リンギ建てとなっている。

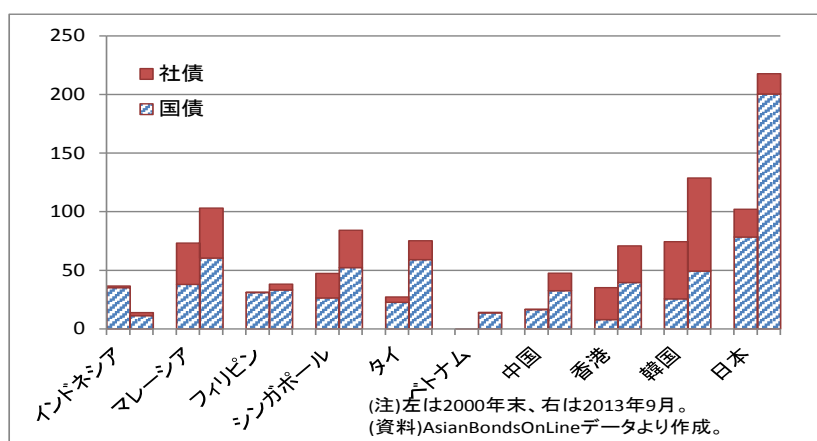
行する企業が未発達である、②格付け機関・取引所など金融インフラが十分に整備されていない、などの問題がある。特にアジア通貨危機後は、危機を招いた反省から、多くの地場企業が投資率を低下させ、負債を減らす努力を行った。このため、地場企業による資金需要そのものが低下したことも、社債発行市場の低迷に影響している。

図表7：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	2013年	2000年	2013年	2000年	2013年	
中国	198.8	2,959.9	3.5	1,347.3	202.3	4,307.2	(47.7)
香港	13.9	108.0	46.6	84.9	60.5	192.8	(71.0)
韓国	122.4	600.5	232.6	963.4	355.0	1,564.0	(128.9)
マレーシア	35.7	181.1	33.0	129.3	68.7	310.3	(103.2)
タイ	25.9	224.2	5.2	61.3	31.1	285.5	(75.3)
シンガポール	24.9	148.8	19.6	90.9	44.5	239.7	(84.3)
インドネシア	50.8	88.7	2.0	18.8	52.8	107.5	(13.9)
フィリピン	20.8	86.5	0.2	12.5	21.0	99.1	(38.2)
ベトナム	0.1	24.2	0.0	0.7	0.1	25.0	(14.3)
ASEAN6	158.3	753.6	59.9	313.6	218.1	1,067.1	
日本	3,499.4	9,750.6	1,053.1	842.6	4,552.5	11,991.3	(217.7)

(注) 2013年は9月末現在。()内の数値はGDP比、%。(資料) Asian Bonds Online

図表8：東アジアの国内債券市場規模(対GDP比%)



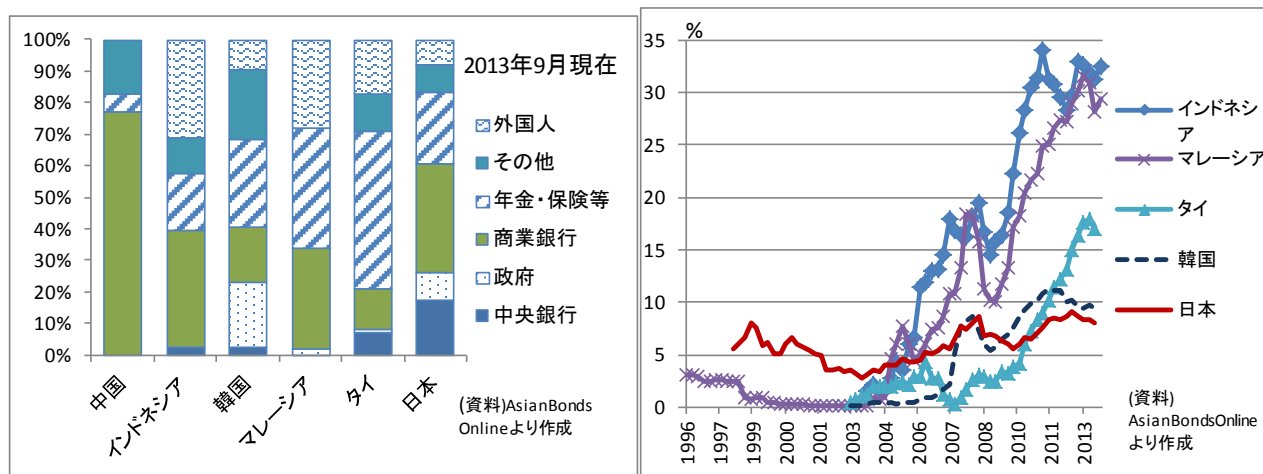
社債の発行を増やすためにも、発行体のすそ野の拡大が求められているが、これらの国の社債の発行残高の上位をみると、国営企業、公益・インフラ事業、金融・不動産会社が大半を占めている。各国とも上位30社程度で過半を占める状況となっている。ベトナムは、発行残高上位15社で100%近くを占める。上位30社で8割程度のフィリピン

ン、インドネシア、5-6割を占めるタイ、韓国、シンガポール、マレーシア、中国もほぼ5割となっており、例外は香港（上位27社で16%）のみである。

(2)投資家層

投資家の多様化もこの地域の債券市場にとり引き続き重要な課題である。図表9はAsian Bonds Onlineでデータ入手可能な国について投資家別の国債保有残高をみたものだが、タイ、マレーシア、韓国を除くと、銀行のプレゼンスが高い国が多い。タイは貯蓄ファンド、マレーシアは年金が相応のプレゼンスを持っている。他の国については、年金・保険、投資信託など機関投資家の成長が望まれるところである。

図表9：各国国債の保有者別残高シェア 図表10：各国国債の外国人保有状況



他方、外国人保有比率の推移をみると、グローバル金融危機後には外国資本の引き上げがみられ、比率は低下、各国の国債利回りは上昇したが、近年では、外国人の国債投資は再び高まりをみせている（図表10）。インドネシア、マレーシアでは外国人保有比率は3割に達している。Asia Bond Monitor（2013年3月）によれば、近年の外国資本の流入は、内外成長率格差、為替相場の先高感、地場債券市場の成長による流動性の高まりなどで説明ができるが、他方で先進国の金融緩和の継続による低金利がアジア向けの資本流入を押し上げた部分もあり、今後グローバル市場の変動に影響を受けるリスクは高く、資本の急な流出には注意が必要としている。実際インドネシアでは、2013年前半に米国の金融緩和の縮小が議論されるなかで外国人の債券投資が引き上げられ、国債利回りの上昇に見舞われた。

(3)流動性

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、グローバル金融危機後の水準からは縮小がみられるが、依然として水準は高く、変動も大きい。なかでも社債については、国債と比較しても売買スプレッドがさらに大きく、取引が活発でない様子が見えてくる。社債については、発行後1-2カ月の間に銀行などの投資家によって取得され、その後償還まで保有されるケースが多く、流通市場での取引は活発ではないようである。実際ターンオーバー比率でみると、国債と比べても、社債は非常に低い。

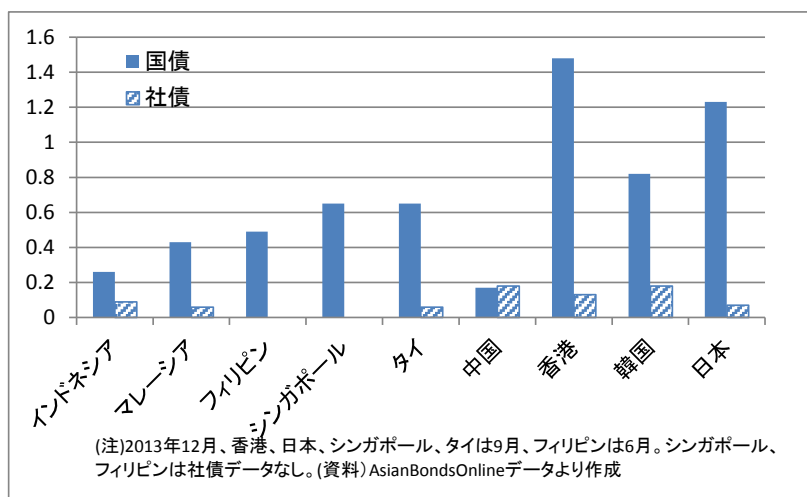
2013年には、タイ、ベトナムを除く東アジア市場において国債・社債とも売買スプレッドは前年よりも拡大し、流動性はさらに低下した模様である。中国では2013年6月の上海インターバンク市場での金利急騰（SHIBORショック）が流動性低下に影響したとみられる。

図表 11：東アジア地域の債券の売買スプレッド (単位:BPS)

	国債								社債							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国	7.6	20.0	15.0	5.1	2.2	4.0	2.7	4.1	10.8	96.3	50.0	8.4	5.7	6.9	10.4	11.4
香港	3.0	8.0	4.0	4.3	5.0	4.7	6.4	7.3	6.3	30.0	25.0	26.3	12.5	28.1	21.3	31.9
韓国	1.4	4.5	1.7	1.1	1.1	0.7	0.6	0.7	3.0	n.a.	n.a.	8.4	2.6	1.7	1.9	4.4
マレーシア	2.3	1.5	12.2	2.3	2.6	3.3	2.7	3.8	18.8	15.0	5.0	10.3	16.0	8.2	9.4	9.8
タイ	3.0	6.3	9.8	3.4	3.1	3.3	3.2	2.4	10.8	15.0	16.7	8.6	11.1	9.9	10.3	8.6
シンガポール	2.7	3.4	20.0	2.9	3.0	3.8	3.1	2.6	5.5	15.0	n.a.	12.5	10.4	19.0	15.9	21.9
インドネシア	16.9	42.0	24.5	26.6	31.7	32.9	38.8	50.0	68.8	170.8	70.0	112.5	99.7	70.0	18.7	26.1
フィリピン	25.3	10.0	19.8	6.6	3.1	5.3	2.1	5.4	30.0	40.6	37.5	43.8	30.5	52.9	34.5	36.6
ベトナム	n.a.	20.6	75.0	25.6	13.2	33.5	30.5	21.7	14.9	61.3	156.3	132.0	25.0	103.1	138.3	n.a.

(資料) AsianBondsOnline、Asia Bond Monitor各号データより作成

図表 12：各国債券市場のターンオーバー比率



(4) 域内クロスボーダー投資

図表 13 はアジア⁵のクロスボーダー債券投資残高を 2001 年と 2012 年についてみたものである。世界のクロスボーダー債券投資残高は 2001 年の 7.5 兆ドルから 2012 年には 26.6 兆ドルへ 3.5 倍となった。

投資受け入れ先としてのアジアをみると、この間アジアへの債券投資は 3,024 億ドルから 1 兆 3,707 億ドルへ 4.5 倍に拡大した。アジア全体の投資のうちアジアからの資金の占めるシェアは 20%から 48%と大きく拡大した。しかし、世界全体の債券投資に占めるアジアのシェアは 4%から 5%に拡大したにすぎない。

国別にみると、アジア各国・地域はおおむねアジアからの投資のシェアを拡大させている。例外として、この 10 年間でアジアからの投資のシェアを大きく低下させたのは、マレーシア、タイ、フィリピンの 3 カ国であるが、この 3 カ国とも金融センターとしてのルクセンブルクや欧州からの資金流入が目立つ。フィリピンにはこのほか中東の金融センターであるバーレーンからの資金流入もみられる。

資金の出し手としてのアジアをみると、この間のアジアの債券投資残高は 1 兆 2,724 億ドルから 3 兆 9,389 億ドルへ 3.1 倍になったが、アジアからアジアへの域内投資は 600 億ドルから 6,616 億ドルと 11 倍に拡大した。この結果、資金の出し手としてのアジアのなかで、域内投資の占める比率は 5%から 17%に拡大した。欧米への債券投資が多い日本を除くと、このシェアは 22%から 56%へと高まった。

なかでも香港、マレーシア、シンガポール、フィリピンは、資金の出し手として、アジア域内債券投資のウェイトを高めている。中国は域内投資が多いが、その大部分が日本向けとみられる。

アジアの投資家の、自国債券・アジア域内債券・グローバル債券（米国債券、欧州連合加盟国債券）に対する選好度を調査した ADB の研究⁶によれば、アジアの投資家は、アジア債券、グローバル債券については、いずれについても自国債券の方を好み（ホームバイアス）、2001 年時点ではアジア債券とグローバル債券の比較ではグローバル債券を好む傾向があった。2009-2010 年時点では、ホームバイアスは引き続けているが、アジア債券とグローバル債券ではあまり差がなかったとしている。

⁵ ここではアジアとは図表 13 に「投資先」として示した 13 の国・地域のことを指す。

⁶ Iwan J. Azis and Sabyasachi Mitra, “Why do intra-regional debt investments remain low in Asia?”, ADB, Policy Brief, June 2012

図表 13 : アジアのクロスボーダー債券投資残高

<2001年>

単位: 100万米ドル

投資先	投資元														
	香港	中国+マカオ	インド	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	アジア計(c)	英国	米国	世界計(d)	(c)/(d)
香港		445		96	1,268	306	28	25	1,684	119	3,972	8,597	1,893	16,872	24%
マカオ											0			23	0%
中国	2,967	114			880	142			561		4,664	828	634	7,178	65%
インド		8			166	66	6		382		627	625	301	2,125	30%
インドネシア					108	63	8	3	476		657	319	315	1,873	35%
日本	7,103	6,881		1		75	15	5	7,299		21,379	41,480	27,125	208,238	10%
韓国	3,789	44			5,454		3	7	2,659		11,954	3,877	4,938	25,397	47%
マレーシア	1,817	11		2	2,200	329		9	2,180		6,547	1,017	1,680	10,294	64%
フィリピン	1,179				1,347	106	41		954		3,628	712	2,671	9,497	38%
シンガポール	1,282	28		38	1,209	151	10	59		98	2,875	7,741	1,442	14,508	20%
台湾	609	27			82	8	15	13	431		1,184	287	253	2,165	55%
タイ	659	1			748	159	21		888		2,477	425	782	4,265	58%
ベトナム														3	0%
アジア計(a)	19,405	7,557		137	13,462	1,404	147	121	17,514	217	59,964	65,908	42,034	302,440	20%
世界計(b)	110,985	9,157		701	1,062,403	6,735	947	2,024	78,669	743	1,272,363	745,665	690,936	7,520,680	17%
(a)/(b)	17%	83%		20%	1%	21%	16%	6%	22%	29%	5%	9%	6%	4%	

<2012年>

59,964

投資先	投資元														
	香港	中国+マカオ	インド	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	アジア計(c)	英国	米国	世界計(d)	(c)/(d)
香港		1,411		120	3,649	1,285	556	246	8,531	1,257	17,055	5,711	5,323	39,757	43%
マカオ	775			0						102	878	33		1,014	87%
中国	102,529	8,521		539	600	292	89	367	4,514	337	117,789	3,720	1,032	137,539	86%
インド	5,610	23		61	1,381	123	255		29,947	409	37,809	8,191	3,160	63,247	60%
インドネシア	450				4,133	146	901	1,022	13,923	53	20,627	2,230	14,649	61,082	34%
日本	31,339	236,847		142		385	64	36	48,256	132	317,202	111,580	79,090	654,037	48%
韓国	19,535	164	0	11	19,028		2,140	479	26,498	3,406	71,260	11,555	33,612	173,054	41%
マレーシア	10,584	306		12	3,817	374		68	17,883	93	33,137	5,787	16,974	88,647	37%
フィリピン	407		18	2	2,619	33	204		3,277	4	6,564	3,097	7,833	41,007	16%
シンガポール	8,776	179	0	334	8,782	340	5,101	80		259	23,850	5,611	13,414	72,226	33%
台湾	1,142	1		2	109	2			4,652	0	5,909	2,716	207	12,315	48%
タイ	1,644	29		4	1,361	217	378	88	5,148		8,867	841	3,410	23,497	38%
ベトナム	414			2	44	1			167		628	264	731	3,295	19%
アジア計(a)	183,204	247,481	18	1,230	45,522	3,198	9,686	2,387	162,796	6,052	661,575	161,335	179,435	1,370,716	48%
世界計(b)	374,819	253,244	19	11,762	2,838,097	38,737	17,838	6,699	375,705	21,952	3,938,872	2,331,274	2,606,258	26,606,617	15%
(a)/(b)	49%	98%	98%	10%	2%	8%	54%	36%	43%	28%	17%	7%	7%	5%	

(注) 空欄はゼロもしくはデータ不明。0は50万ドル未満。アジア計とはこの表の「投資先」として示した13の国・地域の合計。(資料)IMFデータより作成。

(5)各国市場の問題点・課題

図表14はAsian Bonds Onlineが年次流動性サーベイの一環として行っている市場参加者向けのアンケート結果である。回答者が各国の国債・社債市場について、①投資家の多様化、②市場アクセス、③為替規制、④ファンディング、⑤税制、⑥決済・カストディ、⑦ヘッジ機能、⑧透明性の8つの項目をどの程度重要だと考えているかを調査したものである。

図表14：市場参加者から見た各国市場の問題点

	平均	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	ベトナム
<国債>										
投資家の多様化	3.4	3.4	3.1	3.6	3.1	3.6	3.8	3.1	3.3	3.8
市場アクセス	2.7	3.0	2.4	2.7	2.7	2.9	3.3	2.8	2.6	2.3
為替規制	3.1	2.9	2.3	3.3	3.3	3.4	3.5	3.1	3.3	2.7
ファンディング	3.2	3.6	2.6	3.3	3.1	3.2	3.3	2.9	3.2	3.5
税制	2.5	2.2	1.5	3.0	2.8	2.9	3.3	2.0	2.8	2.3
決済・カストディ	2.8	3.0	1.9	2.7	3.0	3.3	3.5	2.8	2.7	2.6
ヘッジ機能	3.3	3.8	2.9	2.9	3.1	3.5	3.0	3.4	3.1	4.0
透明性	3.1	3.2	2.2	3.2	3.1	3.2	3.5	3.0	3.3	3.4
<社債>										
投資家の多様化	3.6	3.5	3.8	3.7	3.1	3.5	3.7	3.6	3.6	3.5
市場アクセス	2.6	3.0	1.8	2.9	2.4	2.8	3.0	2.8	2.6	2.5
為替規制	2.9	2.8	1.5	3.0	3.3	3.2	3.1	3.2	3.3	2.8
ファンディング	3.0	3.8	2.3	3.1	2.9	2.8	3.0	2.9	3.0	3.1
税制	2.5	2.3	1.5	2.9	2.3	2.5	3.0	2.0	3.1	3.0
決済・カストディ	2.9	2.7	1.8	2.9	3.1	3.1	3.3	2.8	2.9	3.4
ヘッジ機能	3.0	3.5	2.3	3.1	3.3	3.7	2.5	3.1	3.3	2.5
透明性	2.9	3.0	2.0	3.2	3.0	2.6	3.1	2.9	3.1	3.0

(注) それぞれの項目について、「1.重要でない、2.幾分重要である、3.重要である、4.とても重要である」の4段階の答えを求め、それぞれの回答を単純平均したものの。1~4の値となり、数字が高いほど回答者たちが重要視していることを意味する。(資料) AsianBondsOnlineより作成

国債市場については、市場参加者は、投資家の多様化、ヘッジ機能、ファンディング、為替規制、透明性、決済・カストディ、市場アクセス、税制の順に重要視していることがわかる。

投資家の多様化については、前掲図表9でもみたように中国では国債の8割弱を銀行が保有している。ファンディングについては、中国では前述のようにSHIBORショックおよびその後も流動性の問題が強く意識されているため、高い結果が出ているようだ。インドネシアではレポ取引ができないことがファンディングのネックとなっていると考えられる。

社債市場については、国債と同様に、投資家の多様化が最も重要視されている。次にヘッジ機能、ファンディング、為替規制、透明性、決済・カストディ、市場アクセスと

順番は国債とほぼ同じであるが、各数値は投資家の多様化と決済・カストディを除いて、国債市場より低いという結果になっている。社債は国債よりさらに保有構造が偏っているため、投資家の多様化の重要度は国債よりさらに強く感じられているようだ。ヘッジ機能が国債ほど重視されていないのは、市場参加者が「社債のリスクは発行体固有のものが多く、ヘッジになじまない、むしろリターンを上げるためにリスクを許容する」と考えていることを示しているとみられる。決済・カストディについて、重要度が高いのは、多くの国で社債の決済システムが国債と比べて整備がさらに不十分であることに起因するとみられる。

(6)地域の格付け機関

現状、東アジア各国には複数の格付け機関が存在している（図表 15）。欧米系の大手格付け機関はこの地域で直接、間接（現地格付け機関との資本提携・技術提携など）にビジネスを拡大している。

東アジアの格付けビジネス共通の課題として、①そもそも格付け対象となる社債市場の規模が小さい、②格付け機関自身の国際的信用力・認知度が低い、③グローバルな格付け機関との間に格付け格差があり、東アジアの国同士でも相互比較ができないなどの問題がある。

こうした問題に対し、アジアの格付け機関各社は、アジア格付機関連合（ACRAA：Association of Credit Rating Agencies in Asia）⁷を形成し、地域の格付けビジネスの振興を図っている。具体的には、ACRAA版共通行動規範の策定、デフォルト・データ研究による各国格付けの比較、格付けアナリスト教育の共同実施など、さまざまな試みが行われてきている。

⁷ 南アジアなども含め、現在 13 の国・地域の 30 の格付け会社が加盟している。

図表 15：東アジアの格付け機関

国	格付会社名	グローバル機関との関係	ACRAA ¹ 加盟
インドネシア	Pefindo Credit Rating Indonesia	資本関係なし。S&Pより技術支援	○
	PT ICRA Indonesia	親会社 ICRA India は Moody's の子会社	○
	PT. Fitch Rating Indonesia	Fitch 子会社	
マレーシア	Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC)	資本関係なし	○
	RAM Rating Services Bhd	Fitch 4.9%, McGraw-Hill Asia Hldg(Singapore)4.9%	○
フィリピン	Philippine Rating Services Corporation (PhilRatings)	資本関係なし	○
	Credit Rating and Investors Services Philippines, Inc.		
シンガポール	Moody's Singapore PTE Ltd.	Moody's 子会社	
	Standard and Poors International L.L.C.	S&P 子会社	
	Fitch Ratings Singapore Private Ltd.	Fitch 子会社	
タイ	TRIS Rating Co. Ltd.	資本関係なし	○
	Fitch Thailand	Fitch 子会社	
中国 (人民銀行による ライセンス)	Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.	資本関係なし	○
	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.	partnership with Moody's	○
	China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.	Joint-venture with Fitch, IFC	○
	China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.	Fitch 49%	○
	Golden Credit Rating International Co., Ltd.		
	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.		○
中国 (証券規制委員会 による ライセンス)	Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.	資本関係なし	○
	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.	partnership with Moody's	○
	China Chengxin Credit Rating Co., Ltd.		
	China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.	Fitch 49%	
	Golden Credit Rating International Co., Ltd.		
	Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.		
香港	Moody's Asia-Pacific Ltd.	Moody's 子会社	
	Standard and Poors International L.L.C.	S&P 子会社	
	Fitch (Hong Kong) Ltd.	Fitch 子会社	
日本	株式会社日本格付研究所	資本関係なし	○
	ムーディーズ・ジャパン株式会社	Moody's 子会社	
	ムーディーズSFジャパン株式会社	Moody's 子会社	
	スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社	S&P 子会社	
	株式会社格付投資情報センター	資本関係なし	
	フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社	Fitch 子会社	
	日本スタンダード&プアーズ株式会社	S&P 子会社	
韓国	Korea Investors Service, Inc. (KIS)	Moody's 子会社	○
	Korea Ratings Corporation (Korea Ratings)	Fitch 子会社	○
	Nice Investors Service Co. Ltd. (NICE)	資本関係なし	○
	Seoul Credit Rating & Information, Inc. (SCRI)	資本関係なし	○

(注) 1. ACRAA: アジア格付機関連合

(資料) AsianBondsOnline, 金融庁資料、各社ホームページ等より作成

4. 展望・課題

東アジアの債券市場は規模の面では拡大を続けてきたが、社債発行体の多様化、投資家の育成、制度の標準化・透明性等々、課題は多く、まだ十分とは言えない。引き続き ABMI などによる国際的支援が必要であろう。

(1)投資対象としてのアジア債券市場：インフラ需要などに引き続き期待

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た。先進国の金融緩和の出口の議論を背景に、国によっては資金が流出し、為替相場下落に見舞われる新興国も散見されるが、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たが、投資対象としてのアジア債券市場への注目は今後も続くと思われる。

ADBによれば、2010年から2020年までのアジアのインフラ需要は約8兆ドル、一年あたり平均約7,300億ドルの投資需要が見込まれる（図表16）。このうち東アジアは4.7兆ドル、約6割を占める。

マレーシアなど債券市場が発達した国においては、インフラ企業による社債発行が既に行われてきたが、これまでアジア地域のインフラ部門への民間部門からのファイナンスは主として銀行融資であった。グローバル金融危機後の銀行への国際的な規制強化の動きを受けて、銀行によるインフラ部門への長期融資はハードルが高くなっている。またエネルギー、運輸などの分野は国境を越え、地域全体を対象とするようなプロジェクトも多く、ファイナンスには困難が多い。こうした点からもクロスボーダーの債券投資の活性化によって、この分野への投資資金の流れを促進することが望まれる。

図表 16：アジアのインフラ需要 2010-2020（単位：2008年価格、10億米ドル）

	新規需要	更新	合計
エネルギー	3,176	912	4,089
通信	325	730	1,056
運輸	1,762	704	2,466
水道・衛生	155	226	381
合計	5,419	2,573	7,992

（資料）ADB, "Infrastructure for a Seamless Asia" 2009より作成

(2)投資家層の多様化：投資主体としてのアジア中間層への期待

アジア・太平洋地域は多くの人口を抱えているうえ、成長が見込まれる地域であり、中期的に中間層が拡大していく地域として期待されている。このため、資金需要の観点からだけでなく、中間層の拡大に伴う投資家層の成長という観点からも注目に値する。所得水準の上昇に伴い、個人資産額も増加していくことが見込まれる。先にみたように、

現状の東アジアではまだ投資家層の厚みがないことが、市場関係者からみた一番の課題となっているが、今後、投資信託、年金・保険などのシステムの整備に伴い、投資家層が広がる余地は十分にあるとみられる。

図表 17：世界の地域別中間層の推計 (単位：百万人)

	2009		2020		2030	
	人数	シェア	人数	シェア	人数	シェア
北米	338	18%	333	10%	322	7%
欧州	664	36%	703	22%	680	14%
中南米	181	10%	251	8%	313	6%
アジア太平洋	525	28%	1,740	54%	3,228	66%
サブサハラ・アフリカ	32	2%	57	2%	107	2%
中東・北アフリカ	105	6%	165	5%	234	5%
世界	1,845	100%	3,249	100%	4,884	100%

(注) 中間層の定義は1日当たり所得10～100ドル(購買力平価ベース)のもの。

(出所) OECD "The Emerging Middle Class in Developing Countries", Jan.2010

<参考文献>

ADB, Asia Bond Monitor 各号

IIMA ニュースレター「アジア債券市場育成の取組み状況」 May 2013

IIMA ニュースレター「ASEAN 地域の債券市場」 May 2012

The ASIA-PACIFIC Financial Market Development Symposium, Conference Report, April 2013

Iwan J. Azis and Sabyasachi Mitra, "Why do intra-regional debt investments remain low in Asia?", ADB, Policy Brief, June 2012

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、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくご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 2014 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>