



Feb. 15, 2002

シンガポールの債券市場：現状と課題¹

主任研究員 吉田頼且

(Yorikatsu Yoshida)

e-mail : yoshida@iima.or.jp

1. はじめに

シンガポールは、外国為替市場として、1995年には既に日本に次ぐ世界第4位の外国為替取引高を占めていた。しかしその後1997年7月のタイに端を発するアジア通貨危機により、シンガポール市場における近隣諸国通貨の為替取引が大幅に減少した。シンガポール政府は、リージョナル・ファイナンシャル・ハブとして生き残るためには、国内債券市場を発展させる必要があるとの判断のもとに、1998年8月シンガポール金融庁(MAS)が、非居住者にシンガポールドル建て債券発行を解禁すると発表した。それ以降、政府当局は、計画的な国債発行によるベンチマーク・イールドの形成に努めるとともに、債券市場育成のためのインフラ整備に注力して来た。その結果として、国債、社債合計発行額は、1997年末比2000年末までの3年間で3.1倍と急速な伸びを示した。

2001年も順調な伸長を示しているが、一方で、短期間に政府主導による急激な市場の拡大を遂げたことから、国債市場、社債市場ともに市場参加者の経験不足、市場流動性の不足、ヘッジ市場の整備不足、通貨の非国際化政策とのバランス等いくつかの課題を抱えている。

政府当局は、今後の課題について十分認識しており、そのための対応策のみならず、経済面全般で自国の比較優位性を高める施策を講じつつ、東南アジアのファイナンシャル・センターとしての地位向上をめざしている。

本稿では、シンガポールの債券市場の現状を分析するとともに、債券市場がさらに発展するための課題と展望について考察することとしたい。

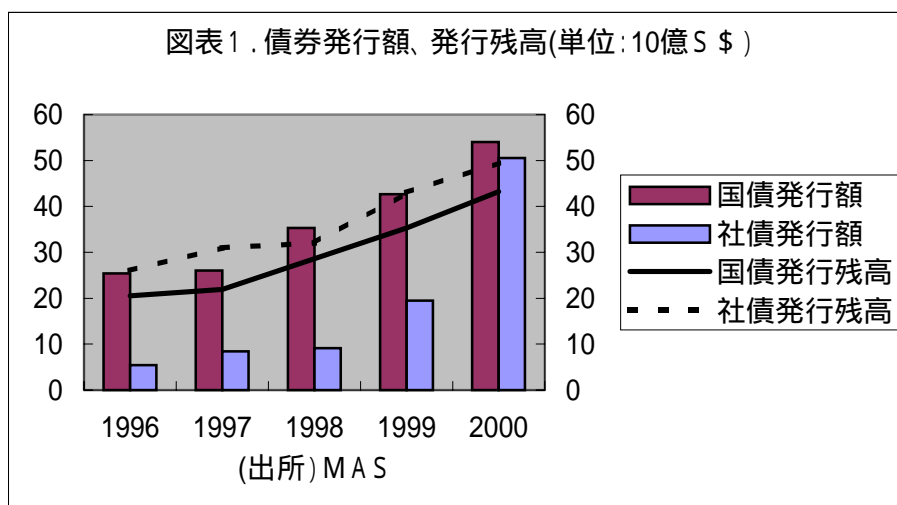
¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第1080号(2002.2.15号)に掲載されたものである。

2. 債券市場の現状

(1) 債券発行実績

イ. 国債、社債の発行額と発行残高

国債、社債の発行額は、双方とも 1998 年以降大幅な伸びを示し合計額で 1998 年末 444 億シンガポールドル(以下 S\$)から 2000 年末 1045 億 S\$に達し、特に社債²発行額は、2000 年に前年比で 159%伸びて 505 億 S\$に達した。発行残高も順調な伸びを示し、2000 年末で国債 432 億 S\$、社債 495 億 S\$合計 927 億 S\$まで積み上がった(図表 1)。



ロ. 社債の発行体

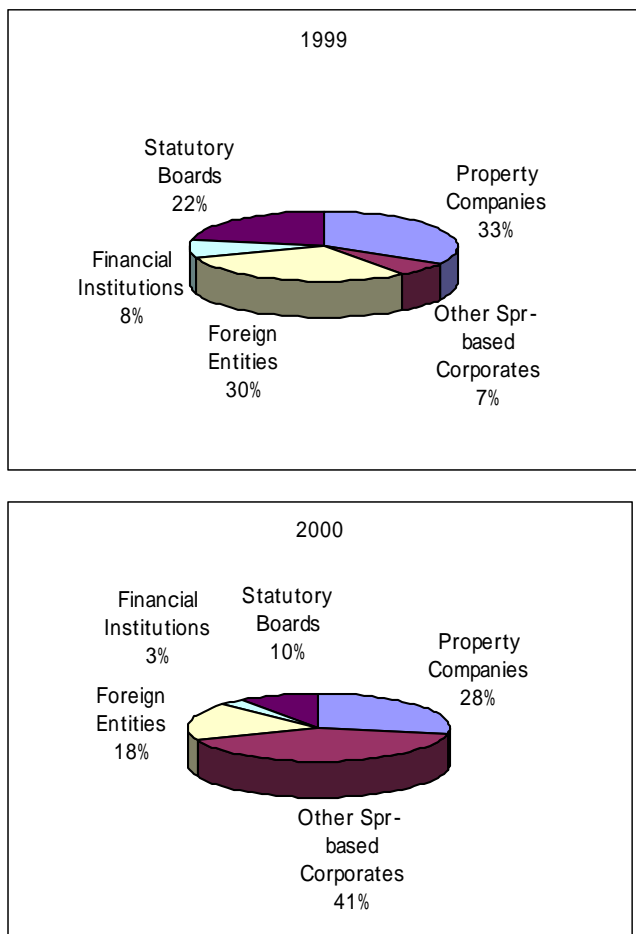
S\$建て社債発行件数は、1999 年の 216 件から 2000 年には 72%増の 372 件となり、件数に占める発行体別シェアは、以前は不動産会社のシェアが大きかったが、2000 年にはエンジニアリング、流通、食品等他業種企業の発行が増加し、発行体の多様化が実現している(図表 2)。また資産担保証券(ABS)等ストラクチャード・プロダクトも増え、S\$建て社債件数の 18%を占めた。

海外発行体³および公営企業 (Statutory Board) は、2000 年に S\$建て社債発行件数の各々 18%、10%を占めた。2001 年 4 月には、公営企業の LTA が、初の 15 年物社債 5 億 S\$を発行した。

² 社債は、ボンド、ノート、コマーシャル・ペーパー、譲渡可能定期預金証書で構成され、社債の発行体には、公営企業 (Statutory Board) や政府系企業(GLCs)を含む。

³ 海外発行体による S\$建て社債は、1998 年 IFC (International Finance Corporation、3 年物 3 億 S\$) を第 1 号として、2000 年末までに計 43 件 56 億 S\$が発行されている。

図表 2. S \$ 建て社債発行体別内訳



(出所)MAS

(2) 債券市場についての基本政策

イ. 当局のスタンスと施策

1998 年以降下記施策を採用し、国債ベンチマーク銘柄の発行とそれに伴う債券市場の育成に注力している。

(1998 年から 2000 年に採用された施策)

- 国債の発行プログラムを策定し、新発国債の大量発行と既発債のリ・オープニング⁴を通じて、大規模かつ流動性の高いベンチマーク銘柄育成をめざすとともに、その結果としての国債流通市場の拡大を図った。
- オフ・ザ・ランの国債（小規模のベンチマーク銘柄以外のもの）から、オン・ザ・ランの国債（より規模の大きいベンチマーク銘柄）への流動性のシフトを促すため、政府に

⁴ 以前発行された銘柄を、その後異なる時期に発行統合を行い、発行量を増やす方法。

よるオフ・ザ・ランの国債購入取引を開始した。この購入取引は、オークション形式でオン・ザ・ランの国債発行の直前に行われる。

- ・ プライマリー・ディーラーのための国債レポ・ファシリティを導入した。このファシリティは、プライマリー・ディーラーが、マーケットメイクを行う際に生じるショート・ポジションをカバーするために借り入れ可能な証券枠を設定するものである。
- ・ 公認債券ディーラー（ABI）⁵に税インセンティブを与え、社債発行の案件発掘、プレースメント等を行わせるとともに、公営企業や政府系企業に対し、社債発行による自己資金調達を行わせる方針を打ち出した。
- ・ 債券市場育成のため、通貨の非国際化政策を徐々に緩和した。非居住者は、S\$建ての債券を発行できるほか、国債レポ取引や金利スワップ、S\$建て資産投資のためのS\$建て銀行借入れが可能となった。
- ・ 債券市場拡大のため税インセンティブを実施した。シンガポールでは、キャピタルゲインには課税されないが、債券利子には原則として15%課税される。非居住者に対するインセンティブとして、国債利子が非課税となるほか、ABIがアレンジした適格証券の金利収入も非課税とした。シンガポール在の金融機関および企業に対しては、適格証券の金利収入について10%に税率を軽減する。プライマリー業務については、金融機関のアレンジ、引き受け、売り捌きから得られる手数料収入が課税対象外である。セカンダリー業務では、金融機関の債券トレーディングから生じる利益に対して、税率を10%に軽減している。プライマリー・ディーラーの国債トレーディングは、課税対象外である。スワップ市場を拡大する目的で、金融機関が行うスワップ・トレーディングから生じる利益に対して税率を10%に軽減している。

(2001年に採用された施策)

- ・ 投資家に対するヘッジ手段やトレーディング手段の提供を目的として、6月にシンガポール取引所(SGX)で5年物国債先物取引が開始された。
- ・ 9月に15年物国債の発行を開始した。それまでは、10年物国債が最長であったが、これにより、社債市場において同様の長期社債発行を容易にし、企業の長期資金調達を促すことをめざしている。
- ・ 4月にシンガポール国債が、ジェーピー・モルガン・グローバル・ボンド・インデックス（ブロード）に採用された。シンガポールは、このインデックスに採用された第22番目の国であり、アジアでは日本に続き第2番目である。これにより、海外市場におけるシンガポール国債の知名度を高め、海外投資家のより積極的な参加が期待される。

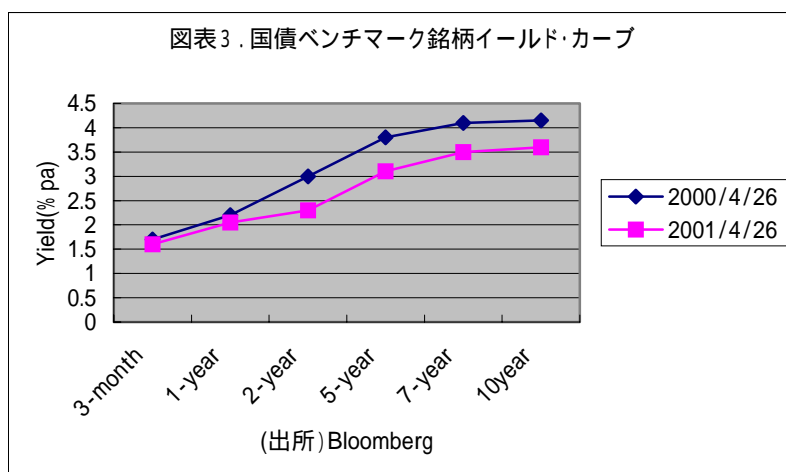
⁵ 1999年3月にABIスキーム（The Approved Bond Intermediary scheme,ABI）により、税インセンティブが導入された。MASは、金融機関の案件組成能力、トレーディング能力を総合的に判断してABIのステータスを与える。現在22社が取得している。

ロ. 国債発行の方式とベンチマーク・イールド形成

国債は、短期の国債（トレジャリー・ビル）と長期の国債(ボンド)の 2 つに分類される。短期国債は割引形態で 3 ヶ月物と 1 年物があり、オークション形式で発行される。一回の発行規模は、7－9 億 S\$である。ボンドは、利付き形態で 2, 5, 7, 10, 15 年物が、同じくオークション形式で発行される。一回の発行規模は、22－37 億 S\$である。

MAS は、投資家の投資計画を容易にし、より効率的な国債市場を育成する目的で、1998 年より年間発行計画を公表しており、毎年 9 月に翌年の年間発行スケジュールを発表している⁶。発行計画をプレ・アナウンスすることは、市場規模の拡大と取引高の進捗に大きなインパクトを与えた⁷。1998 年から 2000 年にかけて、国債発行残高は、年率 20%を超える伸びを示し、2000 年の平均 1 日当り売買取引高(レポ取引を除く)は、前年比 60%増の 8 億 S\$超となった。

債券市場を拡大し、流動性を高め、より信頼性の高いベンチマーク・イールド・カーブを形成することを目的として、政府は、1998 年より長期国債発行を増加させるとともに、公営企業や海外発行体の S\$建て債券発行を促す施策を採用したが、その結果として、国債市場規模の拡大とともに、信頼度の高い国債ベンチマーク・イールド・カーブが形成された(図表 3)。2001 年 9 月には、より長期のベンチマーク・イールド・カーブを形成させるため 15 年物国債の発行を開始した。



ハ. 資金・証券決済

国債は、券面が発行されないスクリップレス・フォームで、受渡は、通常取引日の翌日 (T + 1) に行われているが、T + 0 も可能である。国債取引の資金決済は、1988 年 7 月

⁶ 2002 年の発行スケジュールは、2 月 1 日 (7 年リ・オープン)、4 月 1 日 (2 年リ・オープン)、5 月 2 日 (1 年新発債)、7 月 1 日 (10 年新発債)、9 月 2 日 (15 年新発債)、10 月 1 日 (5 年新発債)、11 月 1 日 (2 年リ・オープン)、12 月 2 日 (1 年新発債) となっている。

⁷ Fong, Cheng Hong (2000), "SGSBond: Can Singapore make it?", DBS Economic-Market Research.

に導入されたインターバンクの資金決済システムであるMAS電子決済システム(MEPS)を使って行われ、リアルタイムのグロス・ベース資金決済(RTGS)である。国債取引の証券決済には、MAS国債決済システムが使用される⁸。これとMEPSを併用することにより、DVPが可能となっている。

社債の決済は、T+3で行われている。社債の証券決済は、SGXの下部組織で証券決済と証券預かり業務を取り扱うCDPのシステムを通じて行われる。資金決済は、国債と同様にMEPSを通じて行われ、双方のシステムを使用しDVPを実現している。

二. レポ市場と金融調節

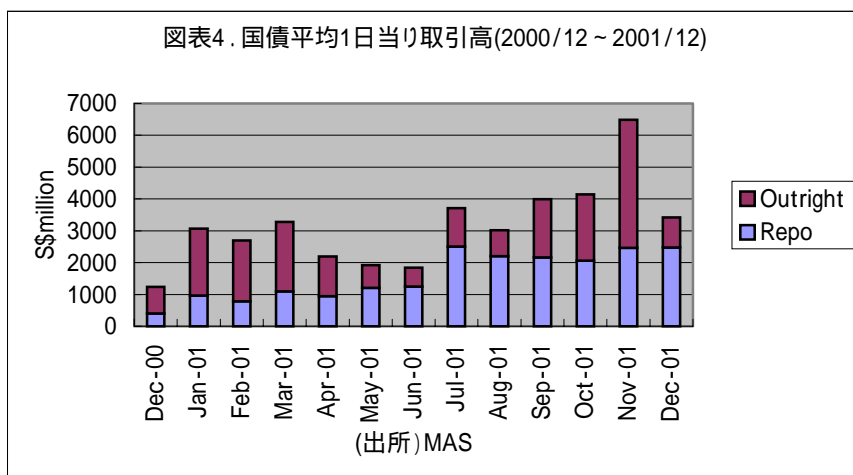
国債レポ市場は、従来から銀行の最低流動資産(MLA)保有規制を確保する手段としてのオーバーナイト取引がほとんどであった。MLA保有規制とは、銀行に対する準備預金制度の一環であり、銀行は、負債残高ベースの18%を流動資産で保有する義務があり、そのうち少なくとも10%は、国債で保有しなければならない。従来国債レポ取引は、オーバーナイトの国債調達のみが、この比率としてカウント可能であったが、2000年5月に規制が緩和され、レポ取引による国債調達は、保有期間や相手方を問わずカウント可能となった。この緩和措置により、レポ取引高が増加するとともに市場参加者が多様化した。

レポ取引の平均1日当たり取引高は、2000年に引き続き2001年に更に大幅な伸びを示した(図表4)。これは、2000年11月銀行が、非居住者との間で国債レポ取引を行うことが可能となったこと⁹の効果が大きい。

金融調節手段としてのレポ市場の位置付けは、当局が為替市場への介入を行った場合の不胎化政策の手段として、市場流動性をニュートラルに保つために使われている。物価安定のためにシンガポール政府が採用している政策は、外国為替相場政策が中心で、金利政策は採っておらず、金利水準の決定は市場に委ねている。外国為替相場制度は、為替相場を一定のバンド幅内に保つ管理フロート制であり、バンド内で為替市場への介入を行っているが、為替介入を行った場合の不胎化政策の手段として、レポ市場を活用している。

⁸ 国債の投資家は、国債のカストディー勘定を国債ディーリングを行う銀行に開設し、ディーリング銀行は、投資家のカストディー勘定見合いに、MASに決済勘定を保有している。

⁹ MASは、レポ取引市場を国際標準に合致させることを目的として、市場参加者に、国際的に広く使用されているレポ契約書(PSA-ISMA Global Master Repurchase Agreement)を使うよう勧めており、MASは、既にこの契約書を使っている。海外プレーヤーがより参加しやすくなる効果が期待されている。



ホ. 格付機関

シンガポールに地場系格付機関は存在しない。地場格付機関の要否について **MAS** 内部でも検討されたが、現状では必要性についての議論は後退している。格付そのものが国内投資家に重視されていない点や、主要機関投資家や海外投資家が、スタンダード・プアーズやムーディーズ等主要格付機関の格付のみを重視する点が影響している。

発行体の格付取得については、**MAS** は勧めてはいるが義務ではなく **MAS** も強制的な姿勢ではない。国内投資家が、発行体のネームやクーポン・レートを重視し、格付を重視していない。債券のデフォルトが問題となったケースが少ないことが大きな理由であり、国内投資家が格付を重視するようになるのは、そうした問題が発生する場合や、あるいは海外から債券ファンド・マネージャーがさらに流入し、適切なプライシングを開始する場合であろう。また国内発行体が、格付を重視するのは、国際債市場にアクセスする場合や、海外投資家をもっとシンガポール市場に流入してくる場合であろう。

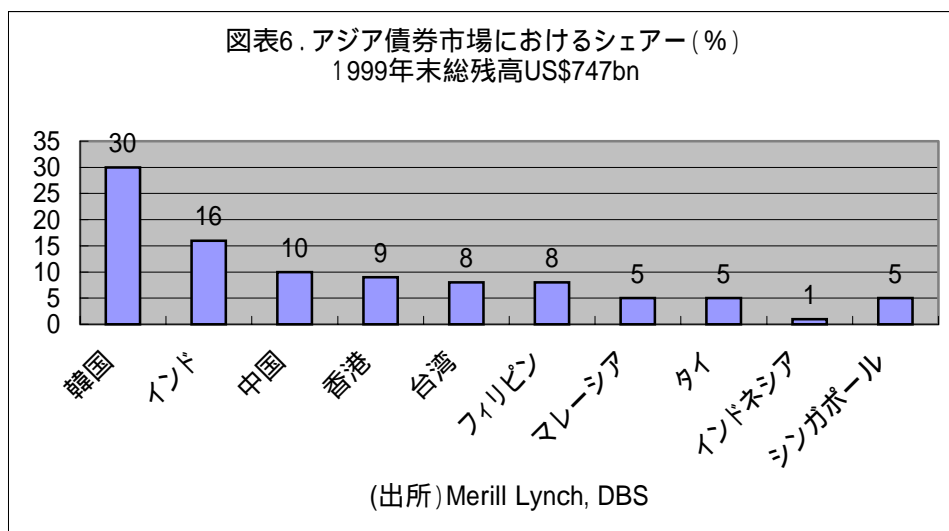
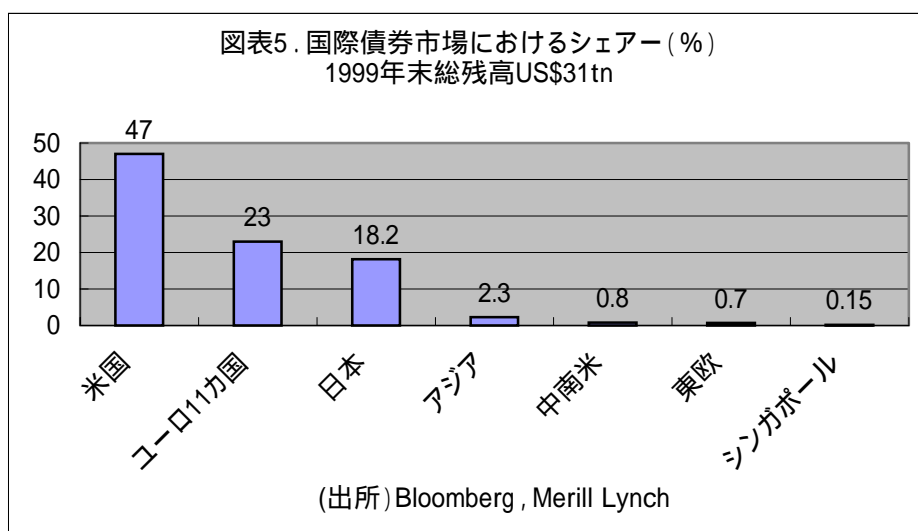
3. 課題と展望

(1) 小規模の市場、財政黒字による資金調達ニーズの不足

シンガポール債券市場の規模が、伸びてはいるが未だ小さくクリティカル・マスに達していない。世界全体の債券市場に占めるシェアは、**0.15%**に過ぎず、アジア地域で見ても**5%**を占めるに過ぎない(図表 5 と 6)。シンガポールは人口 **4** 百万人に満たない小国であり、自国のみで充実した債券市場を形成するには経済規模が小さすぎる。自国のみならず近隣諸国の投資家や発行体を吸収し、市場規模を拡大できるかが課題となる。

国債市場の拡大のためには、国債発行の増額が必要だが、シンガポールは財政収支が黒字であり、本来国債発行による財政資金調達は不要である。国債発行は、もともと銀行の

準備率義務を充足させることと、中央厚生年金基金(CPF)¹⁰の余剰資金吸収を主たる目的として開始されたため、政府が国債市場育成に注力するまでは、国債取引のイールド・カーブも形成されなかった。ベンチマーク・イールド・カーブがなければ、社債市場の拡大にも限度がある。政府は、今後も国債市場育成とそれによって生じる金融ビジネス機会の提供を目的として、発行スケジュールに沿った国債の大量発行を継続する方針であるが、国債の発行コストと国債市場育成によって生じる金融ビジネス、投資家への商品供給等のプラス効果とのバランスをいかに考えるかが課題となる。



¹⁰ 1955年に創設された公的年金基金で、毎月雇用者と被雇用者がCPFに一定割合の金額を積み立てることにより、被雇用者の退職金や就労不能となった場合の資金確保を目的とする。

(2) 市場流動性の向上とヘッジ市場の整備

国債は **SGX** に上場されておらず、通常、国債、社債とも店頭市場で取引されている。国債の流動性については、プライマリー・ディーラーによるオファー、ビッドの双方向コミットやマーケット・メイクの努力により相当向上している。社債市場では、公営企業や政府系企業が政府の意を受けて **10-12** 年の長期債を発行し、イールド・カーブを形成している。セカンダリー市場の流動性を向上させるには、さらに流動性のあるスワップ市場やヘッジ市場を育成する必要がある。**MAS** は、スワップ市場の参加者を増やす必要性を認識し、**2001** 年 **3** 月に、オフショア銀行に対し課していたスワップ取引の目的や金額の制限を外した。同時期に、銀行がノンバンクや企業とのスワップ取引を行う際に課していた支払準備金の積み立てを免除した。これらの措置により、オフショア銀行の活発な市場参加や、銀行とノンバンクのスワップ市場でのイコール・フットイングが実現し、金利スワップ市場規模は、数年前の **1-2** 億 **S\$** から **10-15** 億 **S\$** まで増加している。

さらにセカンダリー市場の流動性向上のためには、市場参加者のリスク・ヘッジ・メカニズムを整備する必要がある。**2001** 年 **6** 月に、**5** 年物国債先物取引が **SGX** に上場され、ヘッジ手段として活用され始めた。未だ市場としては小さく、**2001** 年 **9** 月 **11** 日の同時多発テロ事件以降、米国債の金利乱高下につられ、シンガポール国債が同様に乱高下した際に、先物市場が極端に細りマーケットの小ささを露呈した。ヘッジ市場の成熟度を増すためには、マーケットの厚みや市場参加者の経験不足を満たすための時日の経過を要することと、市場がスムーズに機能するよう当局がきめ細かい政策の改善や機動的な市場介入を行うことが必要である。

(3) 内外投資家層の拡大

主要な国内投資家層は、保険会社、金融機関、運用資金の豊富な一般企業、**CPF**、ファンド・マネージメント・カンパニーである。国内投資家層の拡大のためには、リーテール部門の投資家層や機関投資家層双方に債券投資を売り込むためのファンド・マネージャーの養成が課題である。**MAS** は、ファンド・マネージャー業務を育成するために、自身の運用資金 **100** 億 **S\$** のうち **80** 億 **S\$** を外部に運用委託している。さらに **CPF** 運用資金のうち約 **350** 億 **S\$** が債券運用ファンドとして認められた¹¹。プロとしての経験が豊富な海外ファンド・マネージャーも招聘しており、国内投資家層の発掘拡大が期待されている。

リーテール部門の投資家層は、債券よりも株式志向が強い。また発行体のネームと利回りにのみ関心を示し、格付を重視しない。信用リスクを重視するカルチャーの養成が必要である。この点は、海外発行体の吸収を図るためにも重要なポイントである。現状は、格

¹¹ Koh Yong Guan(2001), "Challenge ahead for the Singapore debt market", Opening address at the DBS Singapore dollar bond conference 2001, MAS

付によるプライシングの差がなく、海外発行体に不利になっている。国内投資家が未だ経験不足で、ソフィスティケートされていない点が課題である。

債券市場拡大のためには、国内投資家層の拡大とともに、海外投資家層により、資産運用手段として認知される必要がある。そのためには、流通市場における流動性の向上や国債知名度の向上とともに、為替相場の安定が必要である。管理フロート制による為替相場制度の信頼は高いが、基本的には為替変動リスクが存在しており、より安定的な為替相場をめざし信頼を高める必要がある。

(4) 通貨の非国際化政策の緩和

シンガポール政府は、長年にわたり自国通貨が広く国際的に使用されないよう制限を課してきた。一般的に通貨の非国際化政策と呼ばれているが、通常の貿易為替取引や資本取引を規制しようとするものではない。居住者、非居住者とも **SS**建て仕向け送金や受取を自由に行うことが可能であり、外国為替市場において **SS**売買を行うことは自由である。ただし政府は、自国通貨が広く海外で使われたり、リザーブ・カレンシーとして使われることを積極的に進める意思はない。政府は、為替相場コントロールを主たる金融政策の手段としており、為替相場の安定を目的として、通貨が投機対象にされないように、国内資本市場における非居住者の **SS**取引参加を制限してきた。しかし、債券市場育成の見地より、徐々に制限を緩和し、非居住者による **SS**建て社債発行、国債レポ取引、スワップ取引、**SS**建て資産投資のための **SS**建て銀行借入れを認めた。

具体的には **1999** 年 **11** 月に、銀行に対し、**5** 百万 **SS**までは、非居住者向け貸出を実行する際の **MAS** 事前コンサルテーション義務を外し、自由に貸出可能とした。直近では、**2000** 年 **12** 月に制限が大幅に緩和され、それまで **MAS** 事前コンサルテーションの対象であった以下項目が自由化された。

- ・ 非居住者に対するシンガポール国内の金融資産、不動産投資を目的とする銀行貸出。
- ・ 非居住者に対する **5** 百万 **SS**を超える貸出で、資金使途が借入人の海外活動のためのもの。ただし **SS**建て貸出代わり金は、外貨にカレンシー・スワップされ持ち出されることが条件であり、直物市場や先物市場で外貨に交換して持ち出してはならない。
- ・ 銀行が、シンガポール在の金融機関と行うオプション取引。
- ・ 銀行が、非居住者と行うヘッジ目的のクロス・カレンシー・スワップ、カレンシー・オプション、金利デリバティブを含むデリバティブ・プロダクツ。

従って非居住者向け貸出での残存制限は、**5** 百万 **SS**超の貸出の場合に、資金使途が国内投資でないものはカレンシー・スワップによる海外持ち出し義務が課されている点である。また資金使途が国内投資であっても通貨投機目的の貸出は禁止されている。

非居住者は、デリバティブ取引を含め **SS**建て資産トレーディングのための **5** 百万 **SS**超の借入れが無条件ではできない。このためトレーダーにとって、トレーダーが取引期限に決済できないリスクを抱えていることから、**SS**資産のショート・ポジションをとりづらく

している。その結果として、トレーダーの自由なヘッジ取引を阻害し、ひいては債券市場の流動性を高めることの障害となりうる。

通貨の非国際化政策は、債券市場拡大の見地からは障害となりうることから、今後通貨投機防止の目的とのバランスを考慮しつつ、政策の緩和をどの程度まで行うのが、政府当局にとっての課題である。

(5) 展望

今後の債券市場を展望すれば、市場が政府主導のもと短期間で育成されたために、市場としての経験が浅く、いくつかの課題を抱えてはいるが、政府当局も課題については十分認識しており、当局主導により、課題の克服を果たし、時間の経過とともに成熟した市場となるものと見られる。

債券市場の拡大や流動性の向上は、経済規模が大きなウエイトをしめることは、米国や日本の例で明らかである。シンガポールは、経済規模が 1 千億米ドル足らずであり、自国のみではクリティカル・マスを欠いている。ただしシンガポールは、東南アジア諸国連合 (ASEAN) のメンバーであり、トリプル A 格付、良好なコーポレート・ガバナンスと健全な金融システム、第一級のインフラ等の比較優位性を勘案すれば、自国市場に加え、ASEAN 地域の債券市場として発展する可能性は高い。

政府は、海外投資家の信頼を高め海外投資を吸収するためにも、国内企業の透明性向上を目的として、2001 年 10 月、国際会計基準の採用方針を決めるとともに、四半期毎の決算発表を義務付けることを決定した。新会計基準は、2002 年中に正式採用の見通しであり、上場、非上場、規模の大小を問わず、全ての企業に適用される。情報開示では、2003 年 1 月から全ての上場企業に四半期毎の決算発表と、業績見通しを修正した場合の公表を義務づけた。

2001 年 12 月には、日本との間で、証券市場監督当局が、証券と証券デリバティブについての情報を共有することを目的とした二国間協定に調印した。本協定は、先に両国が基本合意した経済連携協定の一環であり、新時代経済連携協定 (JSEPA) は、2002 年 1 月、小泉首相のシンガポール訪問時に調印され、今後の ASEAN との包括的経済連携構想のモデルとされている。

シンガポール政府は、ASEAN 地域の債券市場のハブとしての地位をめざし、着々と手段を講じてきている。シンガポールの政治的安定性、強固な経済ファンダメンタルズ、優秀な人的資本、安全で快適な生活環境等を勘案すれば、債券市場のみならず ASEAN 地域のファイナンシャル・センターとして一層の飛躍が期待されよう。