



June 15, 2002

東アジア債券市場のインフラ整備の推進役は誰か¹

主任研究員 絹川 直良

(Naoyoshi Kinukawa)

e-mail: kinukawa@iima.or.jp

東アジアの債券市場は、ここ数年で量的拡大に加え質的な変化を遂げた。即ち、国債市場に加え社債市場の発展、拡大が進み、インフラ整備も進んでいる。

筆者の勤務先では、東アジアの各為替、資金、債券市場のインフラを継続して調査している。ここでは、タイ、マレーシアの債券市場を中心に、東アジアの主要金融市場のインフラ整備充実について、最近の動きを紹介する。特に、インフラ整備のイニシアティブがどのように取られているのか、という点に重点を置く。

東アジア各国債券市場の発展のためには、債券市場育成の必要性を再認識するだけでなく、それぞれの市場のインフラ整備進捗状況や問題点を把握し、個別の問題それぞれについて具体的なアドバイスを与えることが必要であろう。

通貨危機後の教訓として、各国金融システムの再建・強化と並んで、債券市場の整備・充実が取り上げられた。この点、99年にはAPECが、一部民間との対話も踏まえて「国内債券市場発展のイニシアティブ²」を明らかにしている。このイニシアティブは一部民間の市場関係者との意見交換もふまえて、実務的な指針として香港金融管理局が取り纏めた物である。このイニシアティブは、通貨危機後の債券市場インフラ整備の動きを域内で後押ししようとするものだが、東アジア各国での整備充実の動きの本格化とほぼ時期を同じくして登場した。むろん各市場は、それぞれの市場のおかれた制約条件の下で変化していく。

1 タイ

タイでは、98年秋より債券市場整備の動きが本格化している。即ち、財務省に公的債務

¹本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1087 号 (2002.7.15 付) に掲載されたものである。

² “APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets, Compendium of Sound Practices in APEC Member Economies”は <http://www.adb.org/APEC/DBM/cover.asp> から download 可能。

管理室が設置され、同室が旗振り役となって国債市場整備を中心に活動を開始した。ほぼ同時期に、金融機関開発基金(Financial Institutions Development Fund, FIDF)の資金調達を目的として総額五千億バーツの国債が順次発行され、タイにも漸く国債市場が現れた。

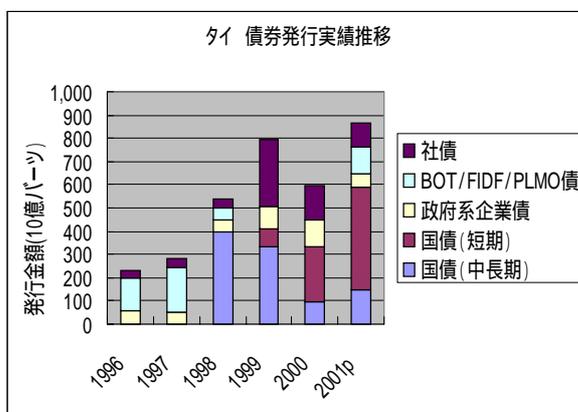
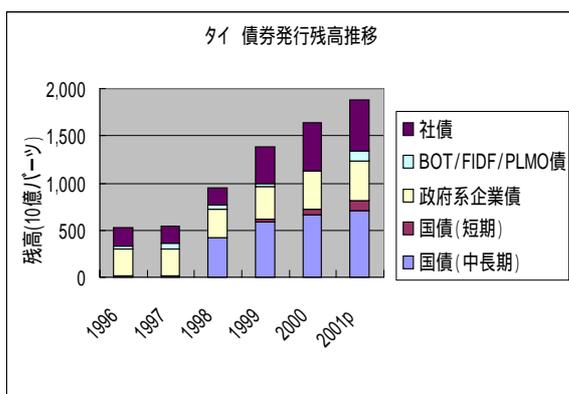
しかし、98年秋に「債券市場発展マスタープラン」下で発足した8のタスクフォース、即ち、①債券発行市場の育成、②債券流通市場の育成、③DvPの実現、④債券商品課税の見直し、⑤商品情報技術システムの開発、⑥流通市場取引基準の整備、⑦債務管理室の設置、⑧レポ市場の育成、のうち、公的債務管理室の発足を以って活動を終了した⑦を除いて(特に②、④等について)当初計画されたスケジュール通りには目立った進捗を確認でき

ないまま数年を経過した。

しかし、③については、昨年12月に「パーツネットII」が稼働を開始し、国債及び政府機関債のDvP決済がほぼ可能になった。98年のマスタープランではより早い段階でのDvP実現が計画されていたが、基本的なインフラの構築に加え、銀行間の電子資金決済システムであるパーツネットの利用の促進といった慣行面の整備等も必要であった。中銀内ではチャトモンコン前総裁が、この決済インフラ整備を強く推進したという。

①の中心は国債発行市場の整備であるが、発行スケジュール開示やre-open発行方式の採用等具体的な見直しが進んでいる。

本年に入り、ソムキッド財務相がタイ資本市場マスタープランを改めて発表した。昨年春に資本市場発展の発展プランを策定する構想は明らかにされていたが、更に、



Note : 残高は各年12月末現在。発行実績は1-12月累計。
Source : The Thai Bond Dealing Centre

役員の常勤化や政治家の排除等により証券取引委員会の組織の強化も図られた。また、「資本市場」について株式、債券(社債)、銀行融資間のバランスを取るという方針も打ち出されている³。

タイの債券市場には二つの大きな問題がある。

第一は、中央銀行が全てのレポ取引に介入するという慣行である。これは市場での金利

³2002年5月16日付 Asia Africa Intelligence Wire , Thai Daily Digest

形成を歪め、中銀の金融調節に対する不要の憶測を招く。そこで、中銀が介在しないレポの開始を目指して、市場参加者の協力の下、中銀が正常なレポの導入、開始の準備を進めている。

レポ取引のマスター契約や会計記帳上のガイドラインの策定、レポを後述の特定ビジネス税の対象から外すこと等については、ほぼ目処が付いたようである。日々の値洗いに必要な価格情報はタイ債券取引センター（**Thai Bond Dealing Center**、以下 **TBDC**）が提供しているし、受渡決済もパーツネットⅡの利用が可能になっている。今後、ミューチュアル・ファンド等の機関投資家にもレポによる資金調達を認める（現行規制下では禁止）等の措置が取られれば、流通市場の厚みが増し、一層の活性化が見込まれる。

タイでは、レポ市場の活性化なくしては本格的な厚みのある短期金融市場は成立しないことから一刻も早い正常化が必要である。

第二は、タイでは、金利の受け渡しを伴う金融取引について **3.3%**の特定ビジネス税 (**Specific Business Tax**) が課される。その撤廃の必要性については関係者がほぼ一致を見ているものの具体的な解決が進んでいない。税を管掌する歳入局が歳入減をおそれこの廃止に強硬に反対しており、関係者の中にも金利の絶対水準が低いことから取引コストの上昇に与える特定ビジネス税の影響は以前に比べれば小さいと考えている者もあって、解決を遅らせている様だ。

さて、タイでは、先述の **TBDC** が、社債の「登録」の他、債券取引情報、格付等に加え国債の価格情報の提供を行っているが、特に財務省や中銀が数年前まで市場インフラ整備に十分なリーダーシップを発揮して来なかった分、**TBDC** の活動は高く評価されるべきである。

しかし、**TBDC** は元々自主規制機関として発足しており、その持つ力も限られる。タイでは、諸政府機関をまたぐような問題については概して解決、改善のテンポは遅いと言われるが、債券市場もその一例であった。むしろ、通貨危機の打撃より経済が回復すればいずれ政府の財政赤字も縮小し国債の恒常的な発行の必要はなくなる、といった楽観的な見方も、債券市場の本格的な整備の動きに水を差していた様だ。従来、財務省が発行市場を中心に国債市場の整備を、また、中央銀行が国債・政府機関債の受渡決済インフラ整備をそれぞれ担当するものの、社債市場の整備についてはその明確な推進主体を欠いていた。また、タイでは、一般的に金融市場インフラ改革について、民間の市場参加者より活発な意見、提案は出るものの、意見がまとまらず、関係する当局が強力なリーダーシップを発揮しない限り、実際の改革が具体化しない傾向があった。

この点、今回の一連の動きの中で、社債市場の振興について証券取引委員会 (**Securities and Exchange Commission**) に明確なアサインメントが与えられたようだ。実際に昨年秋には、同委員会によって、社債発行審査手続が大幅に修正された他、審査期間短縮などの措置が取られた。このように、社債市場インフラの整備・充実と市場の発展に向けて、証券

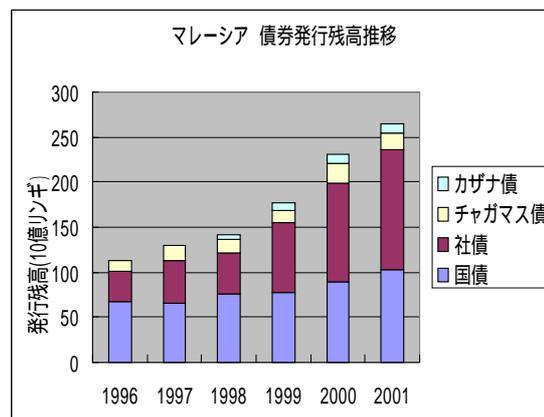
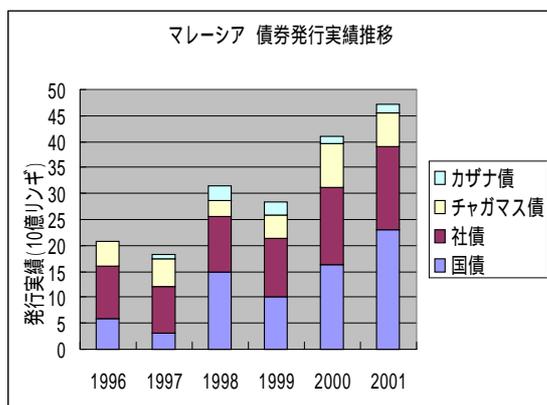
取引委員会が本格的なリーダーシップを発揮してきている。また、以前に比べより具体化された債券市場インフラ整備の工程表が関係者間で共有されているが、ここでも、国債発行市場→財務省、国債流通市場→財務省・中銀、社債発行・流通市場→証券取引委員会という分担が明確化されたことが窺われる。

タイでは、従来特に社債市場のインフラ整備面では相当遅れた状況が続くのではないかと考えられてきたが、証券取引委員会によるイニシアティブ発揮もあり状況は変化している。

2 マレーシア

通貨危機以降国債、社債市場とも順調に成長を続けている。流通市場も拡大している。国債の発行残高の増加や潤沢な流動性の存在に加え、中銀が、従来プリンシパル・ディーラーにのみ認められていた非金融機関との短期レポ取引を全金融機関に認め、同ディーラー資格を定期的に見直しする際の手法を変更したことも大きい。

一方、中央銀行の金融調節は、主として、午前中実施される無担保の資金貸借入札と午後行われる流動性調節操作の二つの調節に依っている。この前者に四月よりレポ入札が加わった。入札できるのはプリンシパル・ディーラーに限らず全金融機関である。国債の流通市場が一定の厚みを持ち、市場参加者がその取り扱いに慣れてくれば、今後はレポが徐々に金融調節の中心になっていこう。これまでマレーシアでは無担保の資金貸借が銀行間のみならず中銀の金融調節手段となっていた。均衡財政主義から国債の増発は難しいとして、中銀関係者ですら数年前までレポの利用可能性には否定的なコメントを示していただけに、大きな変化である。



Note: 残高は各年12月末現在、発行実績は1-12月累計。

Source: Bank Negara Malaysia, Rating Agency Malaysia

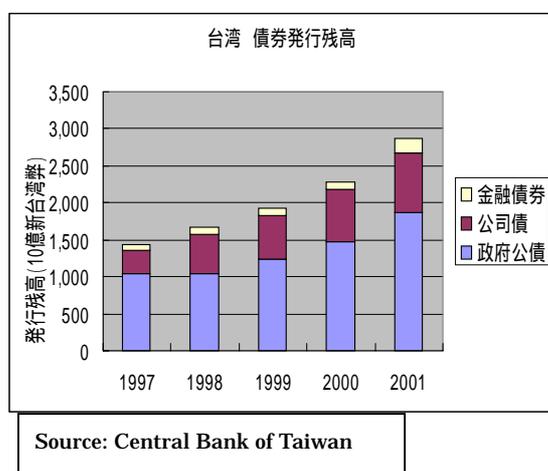
さて、同国では93年に設立された証券委員会(Securities Commission)の存在が大きい。同国では通貨危機前から債券市場整備の必要性が当局にもよく理解されていたが、危機後さらにその認識は強まり、98年8月発表の「国家経済回復計画」で既に青写真の骨格が定められた。証券委員会は、中銀との間で調整を行い、2000年7月には社債の発行手続を同委員会に一元化し、手続きの簡素化も行って社債市場の成長を後押ししている。昨年二月

に公表された資本市場マスタープランは、官民の密接な協議を踏まえながら同委員会が練り上げたものだが、計画を策定しつつ並行的にその実現を図るという **on-going** のプランであることが強調されている。筆者の見るところ同プランは、証券委員会のスタッフのみならず主要市場関係者のバイブルと化しており、具体的問題についてもまずこれに依って説明を行う場合が多い⁴。

マレーシアについては、官主導色が非常に強く、一元化された強力なリーダーシップという面では信頼できるものの、マーケット・メカニズムを通しての社債市場育成は難しいのではないかと考えられてきた。金融機関の力が強く、優良企業サイドでも銀行借入か社債発行かを選択する余地が少ないと思われることもその理由の一つである。しかし、マスタープランの市場参加者への浸透、当局・市場間の粘り強い対話をベースに状況は変化している。金融セクターを含めて段階的に金融市場の自由化を進めていく方針が打ち出されているが、社債市場を含めた債券市場の発展がその基礎の一つと考えられていることにも留意すべきだろう。

3 その他の国々

台湾では、ここ数年の財政赤字による国債の発行残高増加に加えて、社債市場も大きく成長している。もっとも、同国でユニークなのは、**bond fund** と呼ばれる国債、社債等の債券投資に特化したファンドが近年急成長しこれを支えたことである。この間株式市場が不況であったことに加え、キャピタルゲイン課税の対象外であったことも同ファンドの成長を助けたが、社債市場と国債市場の利回りが一時急接近するなど、市場としては健全とは言えない状況ももたらしている。現在、**bond fund** もキャピタルゲイン課税の対象に含める方向で検討が進められているが、これは問題の一角にすぎない。国債を中心とする流通市場は、中央銀行の金融調節手段としてレポがほとんど用いられていないこと、取引税（証券取引税、料率 **0.1%**）が取引コストを引き上げていることから、未発達である。このうち取引税についてはその廃止に向けた動きが具体化している。



マスタープランの様なものは作られていないが、財務省、証券取引委員会（財務省下にあって株式、債券市場について相当部分を授権されている）、及び、中央銀行間で個々の問題毎に検討がされているが、実現すれば取引

⁴主要な市場関係者は、マスタープランにはこう書かれているがここまで具体化しており、次の課題はこれこれだ、といったいい方をする。例えば、格付機関関係者は、同プラン上格付取得義務の撤廃が **2004-2005** 年のいわゆる第二ステージの初期段階で計画されていることで、その計画通りの実施を前提にしたビジネスプランを練っている。

税廃止はその一つの具体的な成果となろう。

韓国では、通貨危機直後に 3 年債を中心にしたイールドカーブ形成が財政経済部と中銀の協力の下強力に推進されたが、今や、投資家よりの要請を受けて 5、7、10 年といったより期間の長い国債のウェイトを高める努力がされている。異種国債の整理、統一の問題にめどがつけば、残るのは流通市場育成である。社債市場は一時機能不全に陥っていたが、証券化他のスキームの具体化で機能回復の兆しも見られる。

フィリピンは、金融市場の量的厚みに欠けるが、金融取引に係る様々な税金が債券市場の発展を阻害している。債券の発行や取得に際して課される印紙税(**Documentary Stamp Tax**)、債券保有に伴う利子所得に課されるグロス受取税、源泉税等であるが、これら諸税が取引・仲介コストを高めており、社債を中心とする受渡決済システムの不備も加わって市場の発展が阻害されている。もっとも、九十年代前半に発足の後活動が途絶えかかっていた **Capital Market Development Council(CMDC)**が、アロヨ政権下で就任したカマチョ財務相のもと、活動を再開している。フィリピン証券取引所下に債券取引所を創設する計画が実現すると、国債の他、同国の企業の資金調達手段の中心となっている **CP** の電子取引が可能になる見込みであるが、これも **CMDC** の支持の下に構想が具体化したものと言われる。

4 最後に

東アジア各国の金融市場インフラ整備のプロセスは、様々である。韓国、台湾では伝統的に官主導のトップダウン型であったが、最近では市場メカニズムを引き出そうとしており、特に韓国については財政経済部と韓国銀行(中央銀行)が以前に比べて意見交換を密にし、国債市場については相当程度まで方針の摺り合わせが進んできているようだ。官主導という点ではマレーシアも類似しているが、民間との緊密な対話によって市場メカニズムの機能に相当留意しており、基本方針について民間の市場参加者とほぼ意見の一致を見ているのが注目される。

日本では、アジア開銀研究所が研究・調査を進め、ワークショップ開催等によって東アジア各市場の当局者との対話を続けている。実地に各国当局者と面談を行うと、参加したワークショップについて言及されることも度々である。

香港やシンガポールにとって周辺国との金融ビジネス面での関係強化は、これら金融センターが生き延びていくための布石である。むろん、香港であれば基本的に中国本土あるいは台湾を含めた **Greater China** であり、シンガポールであればアセアン諸国といった違いはあり、また、通貨危機や技術革新によって特にシンガポールについてはアセアンに依存するというこれまでの戦略の見直しを迫られていることは事実だ。しかし、この二つの金融センターでは、金融当局や証券管理当局と民間の市場参加者双方が、周辺国の市場について深い理解と強い関心を持ち続けており、技術支援等に前向きである。

香港やシンガポールの金融市場関係者の中には、リタイアした後タイやマレーシアに移

って金融コンサルタントとなる例が散見されるのも興味深い。

こういった中で日本の存在感は薄い。

例えばタイの **TBDC** は、欧米機関とのジョイントで新しい電子トレーディングシステムを立ち上げようとしており、ゆくゆくはここにレポ取引も取り込んでいこうとしている。このように、ハード・ソフト両面で先進金融市場よりのサポートが期待されている案件も見受けられる。また、マレーシアのようにマーケット・メカニズムを生かす中で日本の金融市場の経験に耳を傾けようとする動きもある。これらに対して、民間金融機関が長い目で見てビジネスチャンスの開拓として取り組むことは当然必要であろう。しかし更に進んで、当局関係者と民間の市場参加者が連携して、東アジア各国の経験を持ち寄り、相互に比較しつつそれぞれの処方箋を考える、そういった枠組みを作ることはできないだろうか⁵。

⁵ たとえば、森純一「レポ市場とアジアの債券市場改革」国際金融第 1077 号所載を参照。