

アジア債券市場のグローバル化の進展状況  
～市場のさらなる発展に不可欠な外国人投資家～

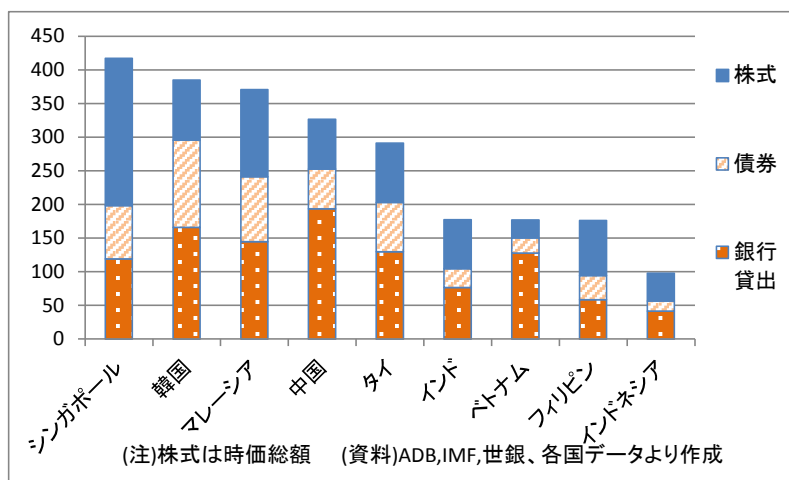
経済調査部 上席研究員 山口 綾子  
[yamaguchi@iima.or.jp](mailto:yamaguchi@iima.or.jp)

アジア通貨危機の再来を防ぐための債券市場育成

アジア新興国・開発途上国では、概ね商業銀行を中心とした間接金融が国内金融において大きなウェイトを占めている。

1990年代には国内金融セクターが十分に発達していないなかで、金融の自由化・国際化が急速に進展したことから、アジア各国の国内貯蓄が欧米金融機関を通じて対外投資に向かい、他方で、国内金融セクターは資金調達を外国からの短期資本の流入に頼りがちであった。このため、アジアの金融セクターでは「自国通貨建ての長期国内債権と外国通貨建ての短期債務」という形で、通貨・期間のミスマッチが起こった。多くの国が米ドルにペッグした固定的な為替相場制度をとっていたことも、短期資本の流入に拍車をかけた。1997年にタイが急激な資本流出から変動相場制への移行を余儀なくされたことをきっかけに、急激な資本流出が周辺国へも伝播し、アジア通貨金融危機が起こった。危機を踏まえた反省からアジア各国では外貨準備を積み上げるとともに、アジアの域内の貯蓄を域内の投資に向けるべく、地場通貨建ての債券市場を育成することが喫緊の課題とされ、ASEAN+3（日中韓）の金融協力の一環として、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）のもと、さまざまな取り組みがなされてきた。

図表1：アジア諸国の金融市場規模（2015年末、GDP比、%）



ABMI での取り組みや、各国当局の努力もあって、各国の自国通貨建て債券市場は、程度の差はあれ、制度面では徐々に整備が進んできた。しかし他方で、機関投資家の参加の少なさ、投資家の厚みの不足、流動性の欠如（アジアでは国内投資家は債券投資においてはバイ・アンド・ホールド投資戦略をとることが多い）、発行体の多様性の無さなど、多くの国で共通する課題をかかえている。こうした課題への対処のひとつとして、外国人投資家の存在が注目されている。

### グローバル化が進むアジア債券市場だが、まだ道半ば

金融のグローバル化の進展に伴い、各国の債券市場への外国人投資家の参加も徐々に拡大している。外国人投資家の参加は、投資家の厚みを増し、取引の活発化を通じて、市場の透明性・情報量の増加という形で市場の効率性向上につながることを期待される。

世界のクロス・ボーダー債券投資のうち、アジア地域に向けられたものは、2001年の3,024億ドルから、2010年1兆358億ドル、2016年には1兆6,138億ドルと15年間で5.3倍に増加したものの、世界全体（この間3.7倍に増加）に占めるシェアで見ると、4%であったものが、6%に拡大したにすぎない（図表2）。世界の債券投資は圧倒的に米国（2016年でシェア47%）や英国（同14%）に向けられるものが多い。アジアで債券投資の受け手としてもっとも多い日本でもそのシェアは2016年で3%にすぎない。

しかし、アジア域内から域内へと向けられた債券投資はこの間531億ドルから4,611億ドルと8.7倍に増加し、この地域に向けられた債券投資全体に占めるシェアは、2001年の4%から2010年7%、2016年12%へと着実に増加している。2015年以前の統計には投資家としての中国の統計が含まれていないため、その部分を除いても、2016年には11%への増加がみられる。特にこの地域においては、香港とシンガポールの投資のハブとしての役割が大きい。香港は中国への、シンガポールは東南アジア諸国連合（ASEAN）だけでなくインドも含めた東南・南アジア地域への投資の窓口として役割を果たしている。

### 外国人投資家をひきつけるには

国際債券投資に関するアジア開発銀行（ADB）の研究<sup>1</sup>によれば、外国人投資家は債券投資に際し、先進国をオーバー・ウェイトし、新興国をアンダー・ウェイトする傾向がある。特に、ラテン・アメリカとアジアの新興国についてはアンダー・ウェイトする傾向が強い。なかでも中国については、投資規制の存在もあって、大幅にアンダー・ウェイトしている。一方、欧州の新興国については、ユーロ圏との経済統合が進んでいることもあって、アンダー・ウェイトの度合いが低い。

また、すべての市場において、ホーム・バイアス（国内債券の選好）は引き続き残っており、特に先進国より新興国の方がその傾向は強い。とはいえ、2010-2015年の5年間で、新興国・先進国ともに、外国債券の選好度はある程度上昇し、債券投資のグローバル化は進んできたとされている。実際2008年のグローバル経済金融危機の後、新興国債券の選好度が高まったが、これはより高い利回りを求める動きによる。

しかしながら、そうしたなかでも外国人投資家は、アジア新興国の債券については、

---

<sup>1</sup> 巻末参考文献参照。

その相対的な市場規模と比較しアンダー・ウェイトしている。これはいくつかのアジアの市場における資本規制のためと、この ADB の研究では説明されている。また、外国人投資家をひきつける要因としては、利回りの高さ、低ボラティリティ、規制の少なさ、マクロ経済パフォーマンスの良さ、為替相場の安定性などがあげられている。なお、自国市場が大きいほど投資家は外国債券を選好する傾向があるとも指摘されている。

図表 2：アジアのクロス・ボーダー債券投資残高

<2001> 単位：100万米ドル

投資元 投資先	香港	マカオ	中国	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															23	
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	44			1		75	15	5	7,299		14,542	41,480	27,125	208,238	7%
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	10			2	2,200	329		9	2,180		6,546	1,017	1,680	10,294	64%
フィリピン	1,179					1,347	106	41				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			1,184	287	253	2,165	55%
タイ	659					748	159	21		888		2,476	425	782	4,265	58%
ベトナム															3	
アジア計 (a)	19,405	719			137	13,462	1,404	147	121	17,514	217	53,126	65,908	42,034	302,440	18%
世界計 (b)	110,985	2,298			701	1,062,403	6,735	947	2,024	78,669	743	1,265,504	745,665	690,936	7,520,680	17%
(a)/(b)	17%	31%			20%	1%	21%	16%	6%	22%	29%	4%	9%	6%	4%	

<2010> 単位：100万米ドル

投資元 投資先	香港	マカオ	中国	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		1,198			147	1,484	450	234	217	6,581	331	10,642	6,995	2,297	23,369	46%
マカオ	286				0	0	0				0	286	24	56	366	78%
中国	50,550	468			108	494	197	9	0	1,506	1	53,333	2,548	1,602	62,040	86%
インド	8,796	35			10	1,057	124	235	0	14,519	446	25,222	14,491	5,009	64,341	39%
インドネシア	393	0				2,649	80	253	697	16,272	43	20,389	1,760	9,622	45,736	45%
日本	18,715	28		4	14		1,134	65	64	C	112	20,135	71,071	52,700	533,140	4%
韓国	18,460	187			130	12,200		2,540	250	18,173	11,238	63,177	22,497	25,772	152,571	41%
マレーシア	5,367	127			51	2,774	211		21	7,691	133	16,375	3,643	11,940	50,689	32%
フィリピン	1,146	0		0	1	2,937	195	512		2,555	46	7,393	1,020	7,506	26,509	28%
シンガポール	5,225	123		7	739	4,998	155	1,991	139		176	13,553	5,270	7,552	41,851	32%
台湾	1,712	2			5	25	15	0		6,051	0	7,810	6,070	377	17,640	44%
タイ	749	24			2	886	112	165	0	4,607		6,545	656	2,035	14,676	45%
ベトナム	281				1	38	25	0	0	139	1	485	1,117	674	2,895	17%
アジア計 (a)	111,680	2,192		12	1,207	29,542	2,698	6,003	1,387	78,095	12,527	245,343	137,164	127,142	1,035,822	24%
世界計 (b)	347,709	7,000		527	5,881	2,667,349	30,301	10,843	5,745	292,875	17,997	3,386,228	2,065,895	2,091,098	25,018,498	14%
(a)/(b)	32%	31%		2%	21%	1%	9%	55%	24%	27%	70%	7%	7%	6%	4%	

<2016> 単位：100万米ドル

投資元 投資先	香港	マカオ	中国	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		3,141	33,434	0	38	6,979	2,842	793	740	11,904	1,555	61,426	13,304	5,852	105,537	58%
マカオ	248		94	0	0	0	0	13	C	22	107	484	287		845	57%
中国	110,622	17,017		0	295	5,245	4,118	405	408	21,180	1,702	160,991	6,686	4,200	202,771	79%
インド	6,017	13	294		41	3,384	309	69	287	19,238	151	29,804	6,840	9,743	70,567	42%
インドネシア	1,198	4	752	0		6,000	460	867	1,973	9,984	326	21,565	4,357	26,026	92,784	23%
日本	42,923	517	3,187	0	8		3,881	391	389	C	3,099	54,395	138,581	167,340	773,952	7%
韓国	13,665	439	1,154	0	2	14,127		444	235	14,135	1,161	45,363	9,584	22,748	125,920	36%
マレーシア	4,157	428	181	0	13	6,305	539		57	11,739	378	23,797	3,936	11,012	65,007	37%
フィリピン	1,102	2	37	0	1	1,743	555	122		2,612	12	6,187	2,276	6,782	28,567	22%
シンガポール	10,033	484	4,486	6	2,141	12,406	2,589	9,578	92		399	42,211	7,145	15,086	106,043	40%
台湾	2,414		343	0	6	1,118	12	3	C	276	3	4,175	4,648	84	10,923	38%
タイ	1,206	27	73	0	23	5,324	29	504	104	2,707		9,996	4,504	3,052	27,794	36%
ベトナム	325		47	0	10	25	52	2	C	209	1	671	791	546	3,058	22%
アジア計 (a)	193,909	22,071	44,082	6	2,577	62,656	15,386	13,193	4,285	94,008	8,893	461,066	202,940	272,471	1,613,768	29%
世界計 (b)	491,746	37,664	153,980	996	9,210	2,483,194	125,956	23,534	10,845	506,961	21,848	3,865,935	1,875,941	2,756,649	27,533,018	14%
(a)/(b)	39%	59%	29%	1%	28%	3%	12%	56%	40%	19%	41%	12%	11%	10%	6%	

(注) 空欄はゼロもしくはデータ不明。0は50万ドル未満もしくは0と報告されたもの。アジア計とはこの表の項目として示した13の国・地域のうち捕捉可能なものの合計。Cは非公開。(資料) IMFデータより作成。

## おわりに

債券市場の投資家ベースを拡大するうえで、対外ショックに際しての頑健性の観点からも、国内投資家が重要なことはいまでもない。しかし新興国・開発途上国の多くにみられるように、国内投資家の厚みが限られる場合には、外国人投資家の存在も無視できない。債券市場が十分に発展していないアジア新興国や開発途上国にとって、投資家ベースを拡大するには、欧州の新興国の例にみられるように、地域の経済統合を進め、地域に精通した（域内）外国人投資家を呼び込むことが早道である。その意味でも ASEAN+3 などを通じた域内金融協力の継続が不可欠であろう。また、アジア新興国・開発途上国の側では、市場の透明性を高め、経済ファンダメンタルズを強化することで、外国人投資家の信頼を高めることが重要であろう。

### 【参考文献】

Donghyun Park, Kiyoshi Taniguchi, and Shun Tian, “Foreign and Domestic Investment in Global Bond Markets”, ADB WP. No.535 2018/1

山口綾子「東アジア債券市場整備の進捗状況」IIMA ニューズレターNo.20,2014/4

[http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No\\_20\\_j.pdf](http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2014/NL2014No_20_j.pdf)

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 2018 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 Hongokuchō 1-Chōme, Chūō-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: <https://www.iima.or.jp>