

アジアにおける債券市場育成を巡る動き～テーパリングへの備えは万全か？

経済調査部 上席研究員 福地 亜希
aki_fukuchi@iima.or.jp

米連邦準備理事会（FRB）をはじめとする先進国の中央銀行による金融政策の正常化が視野に入りつつある中、米欧の金利上昇に伴う新興諸国からの資金流出への警戒が強まりつつある。特に東南アジア諸国連合（ASEAN）では、ワクチン接種の遅れもあり、新型コロナウイルスの感染収束および経済回復についてなお予断を許さない中、金融市場の不安定化や、通貨価値安定に向けた早期の利上げは景気回復の重石となりかねない。

以下では、アジア通貨危機以降、危機の再発防止に向け取り組んできた債券市場育成の進捗や課題、金融協力の枠組みの構築などを整理し、危機への対応能力を考察したい。

地場通貨建て債券市場は概ね順調に拡大

アジア通貨危機以降、危機の再発を防ぐ安定的な通貨・金融システムの構築と、域内貯蓄の有効活用に向け、アジア開発銀行（ADB）などを中心に地場通貨建て債券市場（LCBM）の育成に取り組んできた。2003年に発足した「アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative: ABMI）」の枠組みにおいては、優先して取り組むべき課題と実施のためのロードマップの策定と定期的な見直しが行われている。

2019年5月に承認された「2019-2022年 ABMI 中期ロードマップ（ABMI Medium-Term Road Map, 2019-2022）」¹では、域内における債券市場の発展水準の格差に加えて、インフラ投資ギャップやサステナブルファイナンスへの需要、低調な域内のクロスボーダー証券投資といった課題を踏まえ、インフラファイナンスへの支援、グリーンボンドや「ASEAN+3 債券共通発行フレームワーク（AMBIF）」に基づく域内クロスボーダー債券発行の促進などに重点が置かれている。また、ABMI の下部組織として2010年に設立された「ASEAN+3 債券市場フォーラム（ASEAN+3 Bond Market Forum: ABMF）」では、域内におけるクロスボーダーの債券取引推進に向けて、規制やインフラなどの標準化・調和化などが進められている。ASEAN+3における債券市場の課題は、その発展段階に応じて異なっており、ASEANの中でも市場の発展が遅れている BCLM²では地場通貨建て債券発行の初期段階にある一方、相対的に市場の発展が進んでいる ASEAN³では、さらなる地場通貨建て債券発行（特にインドネシア、フィリピン）のほか、発行体や投資家の裾野拡大、債券の種類の多様化などが課題として指摘されている（第1表）。

¹ https://asianbondsonline.adb.org/documents/abmi_medium_term_road_map.pdf

² BCLM は、ブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマーの4カ国。

³ ASEAN6 は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの6カ国。

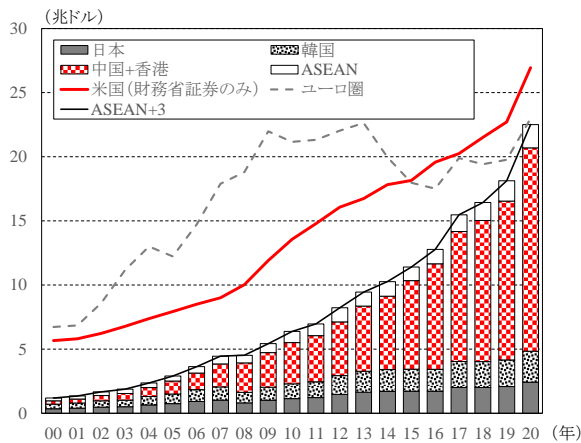
第1表: ASEAN+3 における債券市場育成に向けた主な課題

	発行体	市場・投資家
ASEAN6 (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)	<ul style="list-style-type: none"> ■ さらなる地場通貨建て債券の発行 (特にインドネシア、フィリピン) ■ 発行体の裾野拡大 ■ +3市場における債券発行の支援 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 債券の種類の多様化 (期間の長期化、新たな地場通貨建て債券 (プロジェクトボンド、グリーンボンド、証券化等)) ■ 投資家の裾野拡大
BCLM (ブルネイ、カンボジア、 ラオス、ミャンマー)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 自国あるいはASEAN市場における債券発行促進 ■ +3市場における債券発行支援 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 新たな (初期の) 地場通貨建て債券市場の育成
+3 (日本、中国、韓国)	<ul style="list-style-type: none"> ■ +3各国の発行体によるASEAN市場での債券発行 	<ul style="list-style-type: none"> ■ +3投資家に対するASEAN地場通貨建て債券への投資促進 ■ ASEAN発行体による+3通貨建て債券の購入

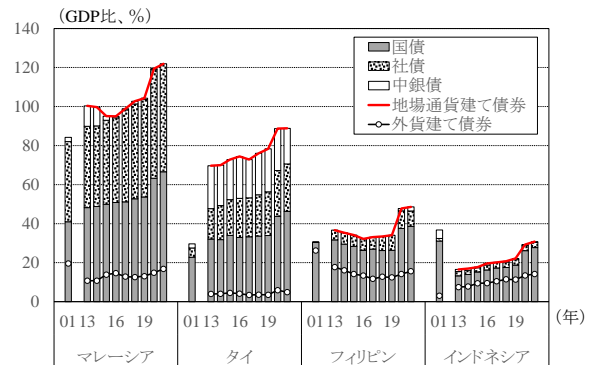
(資料) ABMF資料より国際通貨研究所作成

2020年以降の新型コロナウイルス感染拡大を受け、欧米を含む多くの国・地域においては、大規模な経済支援策の財源を賄うべく国債発行を加速させたこともあり、足元、いずれの国・地域においても地場通貨建て債券発行残高は増加ペースが加速している (第1図)。アジアについては、中国の押し上げによる影響が大きいものの、上記のような取り組みによる後押しもあり、ASEAN+3 (日本、中国・香港、韓国) を合わせた地場通貨建て債券発行残高は、米国 (財務省証券のみ) やユーロ圏に並ぶ規模まで拡大している。なお、ASEAN諸国の中では、マレーシアやタイが社債市場を含めて緩やかな拡大基調を辿る一方、フィリピンやインドネシアでは国債中心かつ発行残高 (GDP比) も低水準にとどまるなど、市場拡大に向けた支援の余地はまだ大きい (第2図)。

第1図: 主要国地域における地場通貨建て債券発行残高の推移



第2図: ASEAN諸国における債券発行残高の推移



海外投資家への依存度は足元若干低下

アジア主要国における金融市場の安定にとって、海外投資家の動向が鍵を握る。先進国などの成熟した債券市場では、海外投資家の参加が高まっても総じて安定を維持できるが、市場規模が小さい未成熟のLCBMでは、海外投資家の投資フローの影響を受け易い⁴。この点に関連して、近年、アジア主要国では、国債保有に占める海外投資家の割

⁴ John Beirne, Nuobu Renzhi and Ulrich Volz [2021a]

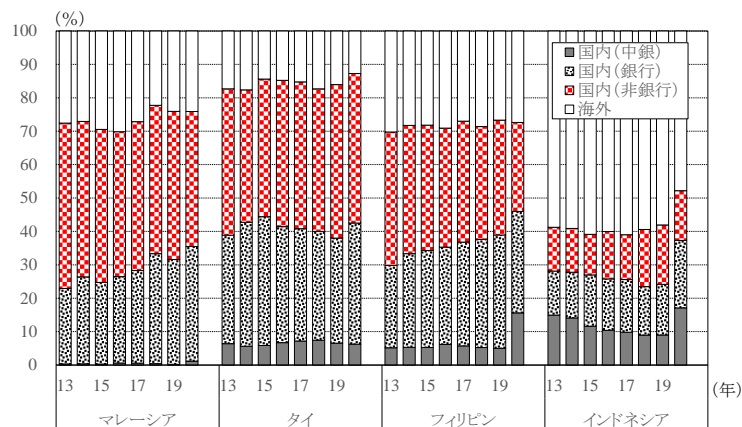
割合が縮小する一方、国内銀行や中銀の割合が拡大している点が注目される（第3図）。

特にインドネシアでは、ジョコウィ大統領が2020年3月末に政令⁵を施行、2022年までの3年間は、「2003年国家財政法」で規定される財政赤字の上限（GDP比3%）を超えた歳出拡大や、中銀(BI)をはじめ企業や個人による国債等の直接購入を可能とした。また、BIは2020年4月、コロナ禍での経済支援策の一環として、政策金利や預金準備率を引き下げるとともに、国債の円滑な消化を狙い、5月から流動性準備率（Macroprudential Liquidity Buffer: MLB）を2%ポイント引き上げ（4.0%→6.0%）、国債プライマリー市場での国債買入によりMLBを満たすことを義務付けたほか、7月には、政府がBIとの間でコロナ対策に関わる財政負担の軽減策で合意⁶するなど、異例の措置を導入した。

フィリピンでも、中銀（BSP）による直接的な財政ファイナンスは原則認められていないものの、中銀法では歳入（過去3年平均）の2割まで、2020年3月に施行された「バヤニハン法（Bayanihan Act）」⁷ではさらに歳入（過去3年平均）の1割まで（最長2年間）、BSPによる政府への一時的な信用供与を可能としている。これらに基づき政府は、2020年3月から2021年1月にかけてBSPとの間で国債のレポ取引を実施した。

こうしたことなどを背景に、両国では国債保有に占める中銀の割合が拡大している。またインドネシアでは、国内銀行の割合も拡大する一方、海外投資家の割合は大きく縮小している。もっとも、国債保有に占める海外投資家の割合はなお無視できない水準にあり、海外投資家の動向が市場の安定を左右する状況に変わりはない。中銀は、国際信認維持への配慮もあり、国債プライマリー市場での直接引受はあくまで「最後の手段」かつ時限的措置と位置付けている。加えて、財政ポジションや外貨準備の蓄積といったマクロファンダメンタルズの改善・維持に併せて取り組む必要がある。

第3図：アジア主要国における投資家別にみた国債保有比率の推移



(注)「海外」は、海外の公的機関、銀行、非銀行を含む。
(資料)IMF統計より国際通貨研究所作成

⁵ 「新型コロナウイルス感染症に対する金融システムの安定化と財政政策に関する代替政令（Government Regulation in lieu of law (Perppu)） (<https://www.kemenkeu.go.id/media/14788/perpu-nomor-1-tahun-2020.pdf>)

⁶ 公共の利益(医療や社会保障、地方政府への財政支援等)を目的に発行する国債(397.56兆ルピア)を中銀が直接引き受けるほか、零細・中小企業支援を目的に市中発行する国債(177兆ルピア)の利払いを中銀が一部負担する。中銀が直接引き受ける国債の利率をゼロとするほか、市中発行分については政策金利(リバースレポレート)を1%下回る利率で発行し、中銀は金利差の部分を負担する(<https://setkab.go.id/en/govt-bank-indonesia-agree-on-burden-sharing-scheme/>)。

⁷ 「バヤニハン法(Bayanihan Act)」大統領に対しCOVID-19の感染拡大を防止するために必要な権限行使を認めるために制定。

概ね良好なファンダメンタルズを維持

海外投資家が着目する対外バランスや財政ポジションといった主な経済指標をみると、アジア主要国は概ね良好なファンダメンタルズを維持していると言える（第2表）。特に、対外債務残高は安定的な水準に抑えられているほか、外貨準備高は高水準を維持している。2020年の経常収支については、コロナ禍を受けたサプライチェーンの停滞や内需の縮小などの影響を割り引いてみる必要があるものの、総じて懸念は小さい。

他方、財政ポジションについては財政収支や政府債務残高など多くの国で悪化がみられるものの、コロナショックという未曾有の危機への対応として、財政および金融面からの大規模な支援策は、経済悪化や企業の倒産増加等に伴う金融機関のバランスシート悪化の程度を和らげるという点でも不可欠なものとして位置付けられる。コロナ収束後には、財政健全化に向けた改革への着手が求められよう。

第2表：主要新興国のファンダメンタルズ比較

	経常収支 (名目GDP比、%)		財政収支 (名目GDP比、%)		一般政府債務残高 (GDP比、%)		対外債務残高 (GNI比、%)		外貨準備高の ARA比率(%)	
	2013年	2020年	2013年	2020年	2013年	2020年	2013年	2019年	2013年	2020年
インドネシア	▲ 3.2	▲ 0.4	▲ 2.2	▲ 5.9	24.8	36.6	29.8	37.0	123.3	121.4
マレーシア	3.4	4.4	▲ 3.5	▲ 5.1	55.7	67.5	33.5	62.6	98.6	118.1
タイ	▲ 2.1	3.3	0.5	▲ 4.7	42.2	49.6	38.5	34.4	209.6	241.4
フィリピン	4.0	3.2	0.2	▲ 5.5	43.8	47.1	20.9	20.2	243.2	233.8
インド	▲ 1.7	1.0	▲ 7.0	▲ 12.3	67.4	89.6	23.3	19.7	143.7	197.2
中国	1.5	2.0	▲ 0.8	▲ 11.4	37.0	66.8	15.6	14.8	152.4	74.6
メキシコ	▲ 2.5	2.5	▲ 3.7	▲ 4.6	45.9	60.6	32.8	38.1	122.6	128.4
ブラジル	▲ 3.2	▲ 0.9	▲ 3.0	▲ 13.4	60.2	98.9	19.8	31.8	159.4	160.8
ロシア	1.5	2.2	▲ 1.5	▲ 5.4	12.3	19.3	30.2	29.8	151.0	360.7
南アフリカ	▲ 5.8	2.2	▲ 4.3	▲ 12.2	44.1	77.1	39.3	55.0	81.8	74.4
トルコ	▲ 5.8	▲ 5.1	▲ 1.5	▲ 5.4	31.2	36.8	41.1	58.9	100.4	74.7
アルゼンチン	▲ 2.1	1.0	▲ 3.3	▲ 8.9	43.5	103.0	27.9	65.3	68.4	90.3

(注)IMFによる『必要とされる準備高(ARA: Assessment of Reserve Adequacy Metric)』の推計式は下記の通りで、

ARAに対し100~150%の外貨準備高の保有(充足率)が適正とされる。

$ARA = 5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{ブロード・マネー} + 30\% \times \text{短期対外債務残高} + 15\% \times \text{その他対外債務残高(中長期債務等)}$

(資料)IMF統計等より国際通貨研究所作成

危機再発防止に向けた金融協力枠組みの構築・強化でも進展

アジアでは、通貨危機の再発防止に向けた協力の枠組み構築や強化でも進展がみられる。ASEAN+3による二国間通貨スワップ取極のネットワーク「チェンマイ・イニシアティブ (Chiang Mai Initiative: CMI)」については、2010年に二国間契約に基づく個別の通貨スワップの形式を1本の多国間契約に束ねるマルチ化(CMIM)、2014年には資金規模の倍増(1,200億ドル→2,400億ドル)および危機発生前に予防的にドル流動性の供給枠を設定する機能(CMIM Precautionary Line)の導入、IMFの資金支援を伴わずにCMIM独自で支援する「IMF デリンク」割合の30%(従来20%)への引上げなど段階的に強化が図られてきた。2021年3月には、CMIMの即時性の向上や円滑化を目的に、①「IMF デリンク」割合の40%への引き上げ、②要請国・供与国双方の自発性および需要に応じたCMIMに対する現地通貨による支援の制度化などを盛り込んだCMIM契約書の改訂版が発効した⁸。

⁸ https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/financial_cooperation_in_asia/cmi/pressrelease/210331.html

また、「ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office: AMRO）」は、域内各国の経済状況の監視（サーベイランス）を行うとともに、CMIM の事務局機能としての役割を担っている。具体的には、CMIM が発動される場合の資金の引き出し条件を定める ASEAN+3 当局の議論のサポートを行うほか、IMF と連携し、毎年テストラン（机上演習）を行うなど、危機への備えを進めている。国際機関のほか、欧州安定メカニズム（ESM）やラテン・アメリカ準備基金（FLAR）といった他の地域金融取極（RFA）との研究会や協議なども重ねるなど、地域をまたいでの連携強化によりグローバルな金融市場の安定に資することも期待されている。

以上

<主な参考文献>

- 富永 剛晴[2020]、「ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス（AMRO）と地域金融協力の今後」『ファイナンス』2020年9月号 (https://www.mof.go.jp/public_relation/finance/202008/202008k.pdf)
- IMF[2016], “Development of Local Currency Bond Markets Overview of Recent Developments and Key Themes,” Staff Note for the G20 IFAWG, December 14, 2016 (<https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/121416.pdf>)
- John Beirne, Nuobu Renzhi and Ulrich Volz [2021a], “Local Currency Bond Markets, Foreign Investor Participation and Capital Flow Volatility in Emerging ASIA,” The Singapore Economic Review, June 17, 2021 (<https://doi.org/10.1142/S0217590821410083>)
- [2021b], “Foreign holdings of local currency bonds: A double-edged sword for emerging Asia,” ADBI Asia Pathways, August 27, 2021 (<https://www.asiapathways-adbi.org/2021/08/foreign-holdings-local-currency-bonds-double-edged-sword-emerging-asia/>)
- John Beirne [2021], “Should emerging Asia worry about a “taper tantrum” post-COVID-19?” Asia Pathways, September 20, 2021 (<https://www.asiapathways-adbi.org/2021/09/should-emerging-asia-worry-about-a-taper-tantrum-post-covid-19/>)

Copyright 2020 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: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

電話：03-3510-0882（代）ファックス：03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

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

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います。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。