

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## アジア債券市場をいかに育てていくか

-アジア債券市場イニシアティブを成功させるためのポイント-

(財)国際通貨研究所

経済調査部長 森 純一

### 盛り上がるアジア債券市場を巡る議論

アジア債券市場について、複数の地域フォーラムで議論が盛り上がっている。アジア・オセアニアの中央銀行の集まりである EMEAP では、Asian Bond Fund として、参加中央銀行が 10 億米ドルのファンドを創設し、アジアの各国政府が発行する債券へ投資する構想につき合意を見ている。またアジアの財務省の集まりである ASEAN+3 の財務大臣会合でもアジア債券イニシアティブ (ABMI) が打ち出された。7 月バリ島で開催された ASEM 財務大臣会合でも活発に討議された。これらの動きはこれから具体化されるわけで、ビジネスとして結実するには多少の時間を要しようが、アジア通貨危機勃発から満 6 年を経ていよいよ強固な具体的な市場構築が本格化してきたということができよう。

これらの議論は多方面にわたり、多くの重要な視点が含まれている。これらの様々な議論をしっかりと整理して、適切な方策を打っていけば豊富な貯蓄を誇るアジア地域に効率的な債券市場が出来上がるだろう。アジア地域における債券市場構築は壮大な金融インフラの構築であり、じっくりと時間をかけて取り組む覚悟が必要である。

ここでは建設的な視点を持って、なぜ今アジア債券市場の議論が隆盛を得ているのか、そして ABMI を中心とする現在の取組みが地域の証券市場の育成という目標のなかでどう位置付けられるのかを見てみよう。またこれらの取組みを実現させるために必要とされる視点を提案したい。

### アジア危機の反省と証券市場

多くの苦難を伴ったアジア危機は、アジア各国が共同して問題に対処することの重要性を認識させた。その結果、チェンマイ・イニシアティブの合意に代表される ASEAN+3 の東アジア地域金融協力の枠組みが成立した。即ち二国間のスワップ協定の締結が進み、危機における流動性供給スキームが構築されたのである。

東アジアの金融危機では、民間企業が、自国の債券市場が未発達であったために自国通貨建ての長期資金を調達できず、投資資金を短期ドル資金に過度に依存していた。アジアの多くの国が採用していた対ドルペッグ制が投機を契機として崩壊すると、多くの民間企業や金融機関が自国通貨に対するドルの為替相場が上昇したことに伴う為替差損をこうむり、同時に短期借入れ債務であることから、その返済資金の調達が不可能となり、いわゆる通貨と期間のダブル・ミスマッチのために支払い不能の状況に陥ったのである。

社債市場の発展を図り、通常時から長期資金を潤沢に域内の通貨で域内の民間セクターに供給しておくことが、民間セクターにおける通貨と期間のミスマッチを減らし、危機に強い経済を作る大事なポイントであるとの視点から、各国での債券市場の強化のための取組みが既に行われてきた。各国の社債市場の育成には財政黒字基調からアジア金融危機発生まで未発達であった国債市場の整備から着手された。各国国債のイールドカーブを確立することが民間企業債券発行の条件決定のために不可欠だからである。さらに円滑な証券決済のための決済機構の整備も進んできている。このような努力の結果、国債市場については多くの進展が見られており、域内の各国では総じて流動性のある市場が実現しつつあるが、社債市場の規模は拡大しつつあるものの、依然端緒についた状態である。以下に述べる ABF 構想や、ABMI 構想はこのような各国ベースの取組みに加え、チェンマイ・イニシアティブにより成立した ASEAN+3 の枠組みに基づくアジア地域における債券市場の育成を計ろうとするものである。

## 2つのアプローチ、ABF と ABMI

地域の中央銀行の集まりである EMEAP によるアジアボンドファンド (ABF) 構想は各国中銀が外貨準備の一部から総額 10 億ドルをプールし、これまで米国財務省証券等を中心とするポートフォリオではなくドル建てのアジア各国政府発行の国債に投資するものだ。将来的にはアジア各国現地通貨建ての債券を購入することを展望している。ABF が柔軟に運用されていけば、これまで限定されていたアジア各国政府のドル建て国債発行量には大きな影響を与える可能性がある。このような取組みは各国債券市場の発展を地域国際債券市場の発展から計っていこうというトップ・ダウン的アプローチと言えよう。

一方各国の債券市場の強化を地域協力の枠組みの下でより包括的に進めようというのが、ASEAN+3 の財務大臣プロセスにおいて検討されているアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) である。同イニシアティブは、以下にみるように国内債券市場の強化を基盤に据えて、その上でアジアの域内における債券市場の発展を展望しているようだ。このイニシアティブは非常に包括的なものであるが、その構成要素を見ておくことはこれからのアジアの資本市場の発展を考えるには重要なことと思われる。

アジア債券市場育成イニシアティブの基本的な考え方は、「多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し、市場に厚みを持たせることで、債券発行企業・投資家双方にとって使いやすい、流動性の高い債券市場を育成する。そのために ASEAN+3 のなかで各国が協

力して、中長期的な措置も含め、様々な項目を包括的に検討することである。」としている。そのため以下のような検討項目が挙げられている。ベンチマーク形成のための各国政府の国債発行、政府・政府機関による債券発行の促進と調達した資金の民間への融資、多数のローン債権をバックとした債券発行とそのための保証の活用、国際機関、他国の公的機関による現地通貨建て債券の発行、海外直接投資を行う企業の現地での債券発行、債券発行通貨の多様化や通貨バスケットによる債券導入である。

このため、保証の活用、域内格付け機関の設立、域内優良企業などについての情報発信、決済システムの強化、域内での技術支援、を環境整備のための項目としてあげている。現在は、ABMI のなかではそれぞれの項目を深く検討するために、国際機関や多国籍企業によるアジア各国地場通貨建て債券の発行、証券化、信用補完など、6つの主要テーマについてワーキング・グループによる議論が始まっている。

ABMI の各項目をよく見るならば、実はアジア債券市場育成イニシアティブの基本は東アジアの各国債券市場を強化し、効率的な市場を実現することにある。その意味では各市場の効率化から進めようとする、よりボトムアップ的なアプローチである。

効率的な債券市場は、機動性のある起債市場、流動性のある流通市場、透明性のある規制、税制、市場ルール、優れた決済・保管システム、信頼できる格付け制度などを持つ必要がある。このような観点からはアジア債券市場イニシアティブはどう評価できるのだろうか。

### **機動的な起債市場と流動性ある市場**

債券市場は本来的に銀行のローン市場とは異なる。それは必要なときに売却をし、資金を回収できるという点である。そのような流動性重視の投資家の視点がなければ、債券市場は機能し得ない。

なかには流動性を重視しない債券投資もないわけではない。私募債にはそのようなものもある。たとえば特殊な特性を持たせた仕組み債と言われる私募債にはほとんど売却不可能なものが多い。どのようなものにも確かに例外はある。しかし債券投資の原則は購入した投資家が容易に売却を行い、投下資本を回収できることである。アジア債券市場を論じるときにはこの視点を忘れてはならない。流動性を語るときにやはり各国の国内債券市場の一層に充実がやはり重要な視点になるだろう。

ABMI は流動性の向上を大きな目標に掲げ、いかにそれを実現するかに大きな比重を置いている。既に述べたように国債市場の効率化はアジア危機が各国で図られてきた。このイニシアティブでは債券市場の一層の効率化のために国債や国の機関債の発行を増やすことを謳っている。社債市場の育成のためにはどうしてもベンチマークとしての国債市場が必要である。アジア各国では危機後不良債権処理などのために国債の発行量が増えているが、国によっては国債の発行が再び頭打ちの場合もある。そのような場合にはベンチマークとしての国債残高をどう維持するか工夫が必要となる。

また国内債市場を非居住者のその他の国あるいは国際機関に公開して、国際機関債を梃子に国内債市場の改革促進を図るというイニシアティブは効率的な国内債市場を作り上げるために有効な手段となろう。そのために ABMI では必要であれば、国債と並んで各国の市場で国際機関あるいは他国の公的な機関が債券を発行することも検討するとしている。優良な債券発行は投資の機会を広げ、債券市場の流動性を高める上で効果が期待できる。直接投資を行った企業が進出先での長期債券の発行を行うことも有効な手段であろう。安定した投資資金の確保は長い設備投資を必要とする進出企業にとっては非常に切実な問題である。ぜひとも推進されるべきであり、また技術力を持つそのような企業の起債は地場市場を一層活性化させることになるだろう。

以上のように機動的な起債市場あるいは流動性のある市場を作る上でこの面での ABMI の行き方は支持できるだろう。

### ガバナンスと市場インフラ

債券市場を支えるより幅広いインフラ面での改革、いわゆるガバナンスについては地域の問題として取り組む必要がある。

資本市場の育成の目標は社債市場の育成である。そのためには企業のガバナンスの改革がもっとも主要な課題となる。どうしたら市場全体の透明性を高めることができるかである。これには発行者のガバナンス、投資家のガバナンス、あるいは市場のガバナンスという幅広い問題がある。たとえば発行者の財務諸表の透明性をいかに高めていくかなどの問題は引き続きアジア各国にとって大事な課題である。債券市場は銀行ローンと異なり、多くの不特定多数の投資家に債券を販売することを前提としており、透明性が必要なのである。

ABMI は資産の証券化とそれに伴う保証の問題を取り上げている。アジアで共同保証機関を設立することもすでに合意されており、また保証の役割と限界についてシンポジウムが開催されてもいる。確かに現在のアジアの起債市場では保証なしで発行のできるような大企業はごく限定されている。ただし保証については極力最小とすべきこともまた重要である。コーポレート・ガバナンスの促進が目的で、信用リスクを保証によって包み隠すことはガバナンス促進とはならない。たとえば部分保証や、債券の満期分のみ保証などさまざまな工夫が可能である。ABMI のなかで、債権の証券化を行い投資家へのハメ込みを促進する方法についてさまざまな工夫が行われている。是非ともこのようなアイデアは推進されるべきである。

ABMI には盛り込まれていないものの、アジアの投資家の育成という観点も重要である。アジアにおいては年金基金の蓄積などが着実に進んでいる。そしてそのなかで機関投資家が育ってきている。このような機関投資家をしっかりと育てていく必要がある。これらの機関投資家には公的機関と民間機関がある。規模の大きな公的機関は得てしてその地位に安住し、また投資の評価についても十分な開示が行われない、あるいは投資の決定過程が

不透明などの問題があり得る。このような投資家としてのガバナンスの問題はアジアのなかで考慮されていかねばならない。またこれらの投資家には不要なまでの投資制限が課せられていることもあるようである。また逆に投資をしようにも十分な投資対象もないことがある。

さらに投資家の投資活動を支援する格付機関についてであるが、ABMI が掲げるように、アジアとしての格付機関はぜひとも必要である。アジアの地域に密着した、その事情の分かっている格付機関でなければ本当の格付は不可能だろう。これは単に格付ノウハウの問題ではない。投資家の抱えるリスクは本来、その投資家の持つ背景により異なるのではないか。米国の投資家と日本の投資家がアジア債券を買う場合のリスクを同じと考えるのが適切だろうか。

ABMI にはこれら多くの問題をカバーするために、技術支援という項目が盛り込まれている。域内での証券決済制度を含めて幅広い議論が行われ、必要なものについては、積極的な技術支援が行われることを期待する。

### **真のボトムアップ・アプローチのために**

ABMI を推進することはどのような意義を持つだろう。まず ABMI を通じて各国の債券市場の強化が図られれば、域内での投資はより活発になると期待できよう。また従来にないような商品が生まれることも考えられる。ABMI には、たとえば ASEAN の貿易債権などの証券化したものを東京オフショア市場で販売するなどの可能性も含まれている。次にこのような地域としての取組みがアジア各国の証券市場改革の流れを一段と加速すると期待できることである。域内での起債や投資が活発になれば、各市場間の標準化などが大きく進むことになる。決済保管システムの改善も進むことになろう。

その過程で大事なことは、このような取組みが民間の知恵、人材、資金を生かす形で進められることである。共通証券市場を作り上げていく努力の上で先輩格の欧州では、EU の立案過程の中で、かならず民間金融界の意見が強く反映されている。それは当然のことだろう。複雑な証券取引、決済、商品設計などは民間金融機関が担うのであって、その意見を十分に汲み上げない立案過程は水泡に帰してしまうだろう。この点において欧州証券市場の統合のための民間参画の様相は大いに研究すべきである。

このようなアジア債券市場の育成のなかで日本の果たす役割は大きなものがある。まず日本は多くの経験を積んでいる。日本の資本市場はアジアの各国が今そうであるように銀行中心の金融システムのもとで発展を遂げてきた歴史がある。それは常に成功の歴史とは言えず、多くの失敗も積み重ねている。たとえば社債市場育成は 1960 年代からこれまで繰り返し喧伝されてきたが、銀行中心の間接金融体制は基本的には不変であり、成果を挙げているとは言い難い。なぜ日本で社債市場が期待通りの発展を遂げないかを問うことはアジア諸国にとっては反面教師となるだろう。長期銀行システムのように日本の金融界が長い間に造成してしまった既得権が近代化を阻んでしまった例もある。他方で近年我が国の

国債市場の整備や、決済システムを巡る日本の経験はアジアにとって貴重だと考える。

日本によってこれまで行われてきた ABMI イニシアティブは主として政府主導に留まっており、民間からの積極的な関与が見られないことは気がかりである。日本の金融界は今までのところ国内不良債権処理で十分な余力のないことがその一因ではあろう。しかしながら、アジアは今後間違いなく世界の成長をリードしていく地域である。その地域に十分な投資を行わねば、高齢化の進む日本の年金は、どうやって高い運用のリターンを確保できるのだろうか。ABMI は、政府のイニシアティブに対して、民間が呼応することが期待されている。ABMI は民間にとってさまざまな商機を生み出す萌芽をそのなかに含んでいるからである。私は ABMI をボトムアップ的なアプローチと呼んだが、商機を見出し、日本の銀行・証券、そして機関投資家が、他のアジアの民間機関とも連携して、積極的な関与を行い、真のボトムアップ・アプローチとなることを期待したい。

(本稿は外国為替貿易研究会 国際金融第 1110 号(2003.8.1)に掲載されたものである。)

Copyright 2003 Institute for International Monetary Affairs (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, Nihonbashi 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 : 03-3235-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422  
e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)  
URL: <http://www.iima.or.jp>