



アジア債券市場の整備状況

公益財団法人 国際通貨研究所
 経済調査部 研究員
 秋山 文子
akiyama@iima.or.jp

東アジア地域の多くの債券（国債・社債）市場は銀行貸出や株式市場と比べて依然として小規模であるが（図表1）、2000年代前半に本格化した域内協力の下、域内債券市場の成長・発展に向けて地道な取組みが続けられている。

図表1 金融市場のGDP比率

	国債		社債		銀行貸出		株式	
	03年12月末	14年9月末	03年12月末	14年9月末	03年12月末	12年12月末	03年12月末	13年12月末
マレーシア	48.4%	60.0%	36.6%	42.3%	139.9%	133.9%	146.1%	166.1%
シンガポール	37.3%	50.1%	30.2%	32.7%	83.2%	94.9%	149.3%	248.6%
タイ	31.1%	57.3%	7.7%	18.7%	85.4%	99.2%	79.7%	97.4%
フィリピン	37.4%	31.3%	0.2%	6.0%	54.3%	50.9%	28.3%	83.5%
インドネシア	24.7%	13.0%	2.3%	2.2%	49.2%	41.2%	22.9%	46.4%
ベトナム	2.2%	20.6%	0.0%	0.3%	44.8%	96.8%	0.4%	23.6%
韓国	30.2%	48.4%	45.3%	74.8%	94.8%	117.6%	43.8%	90.7%
香港	9.6%	38.8%	34.8%	29.5%	143.5%	201.1%	441.5%	1132.8%
中国	26.5%	32.7%	0.8%	18.0%	142.2%	150.8%	31.3%	40.7%
(参考)日本	128.8%	203.0%	19.5%	16.8%	234.2%	249.9%	63.5%	104.9%

（出所）Asian Bonds Online、World Federation of Exchanges、世界銀行のデータを基に作成
 ※銀行貸出の内、ベトナムは世銀の国内与信データに基づく。

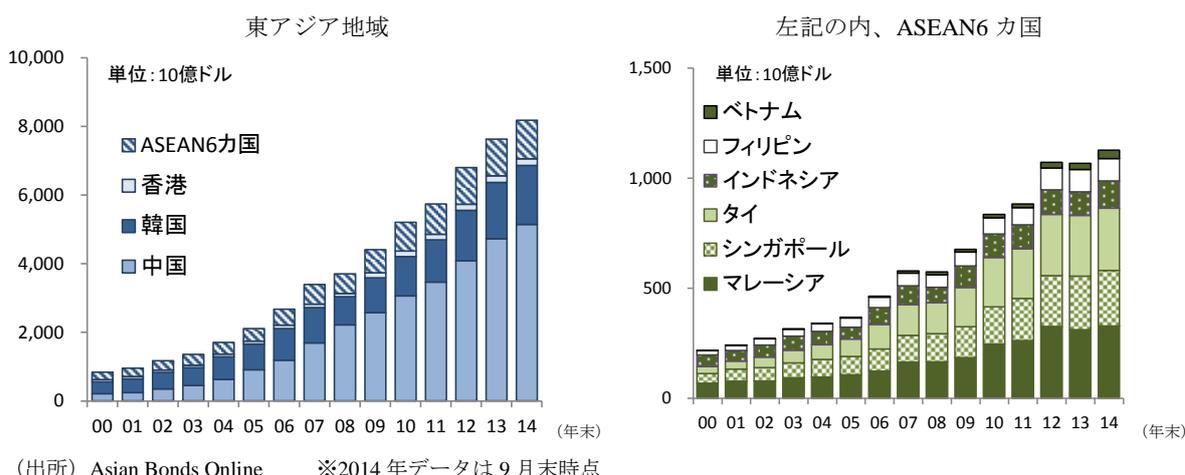
1. アジア債券市場の動向

（1）規模の推移

東アジア地域（中国、韓国、香港、マレーシア、シンガポール、タイ、フィリピン、インドネシア、ベトナム）の債券市場は2003年12月末から2014年9月末にかけて1.3

兆ドルから 8.2 兆ドルに拡大した（図表 2）。債券市場の内、社債市場は当期間に 4,651 億ドルから 3.3 兆ドルに拡大した。国際決済銀行（BIS）の推計によると世界の債券市場の規模は 2003 年末から 2013 年半ばにかけておよそ 50 兆ドルから 100 兆ドルに倍増したが、東アジアの債券市場は当局の市場育成策や経済規模の拡大によって、より速いペースで拡大したといえる。

図表 2 債券市場の規模の推移



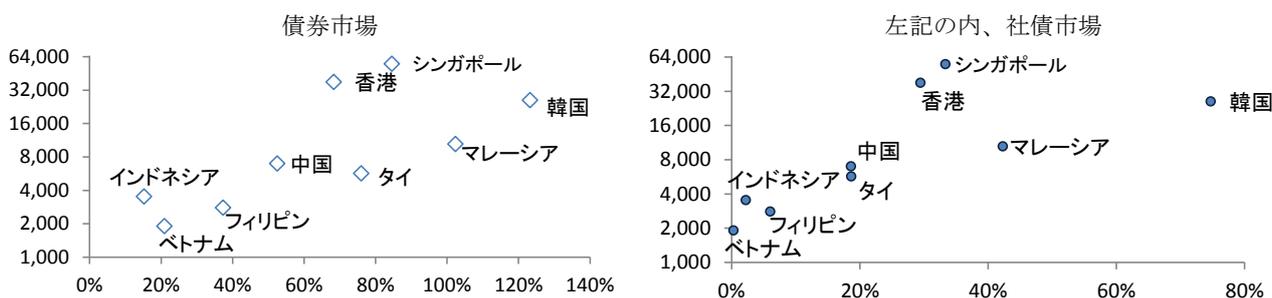
国・地域別にみると、中国の債券市場は東アジア債券市場全体の 6 割を占める。同国社債市場は 2000 年代前半までごく小規模であったが、商品の多様化や地方政府のインフラ・不動産投資に伴う地方融資平台の社債発行の活発化などによって GDP 比 2 割近くまで拡大した。韓国の債券市場は東アジア債券市場の 2 割を占め、対 GDP 比率は 2014 年 9 月末時点で 123%と、東アジア諸国の中で最も高い。また、本報告書で主に使用した Asian Bonds Online (ABO) のデータに基づくと社債市場が国債市場の 1.5 倍の規模だが、ここには公営企業発行の社債や金融債が含まれており、民間非金融法人企業の発行に限れば社債市場の規模はそれほど大きくない¹。香港とシンガポールは人口が 1 千万人未満の小国であるため、実額でみた債券市場の規模は小さい。しかし、両政府はベンチマークとなるイールドカーブ形成のために公債（香港は為替基金証券、シンガポールは国債）を計画的に発行するなど、国際金融センターとして債券市場育成に努めており、市場規模の GDP 比率はそれぞれ 68%、83%に上る。

シンガポール以外の ASEAN 諸国) の債券市場では、相対的に経済水準が低い国において市場規模、特に社債市場の規模が小さい傾向がある（図表 3）。世界銀行の基準で

¹ 韓国証券取引所のデータに基づくと、上場債券の内訳は 2014 年 9 月末時点で国債 34%・地方債 1%・通貨安定化債券 12%・金融債 14%・特別法に基づく公営企業等の発行社債 23%・その他社債 16%である。

高所得国に移行しつつあるマレーシアでは国債市場が GDP 比 6 割、1980 年代に育成の取組みが始まった社債市場は同 4 割と、いずれも域内では高水準である。また、イスラム金融の国際ハブ化の一環でスクーク（イスラム債）が相応の割合を占めているのが特徴で、特に 2000 年代後半以来、企業にはスクーク発行のインセンティブが与えられているため、2014 年半ば時点でスクークは社債発行残高の 5 割を占める。一方、タイではアジア通貨危機後の財政支出拡大をきっかけに国債市場が拡大したが、社債市場の拡大ペースは緩やかで、GDP 比 2 割未満に止まる。インドネシアではアジア通貨危機後に国債発行が解禁されたが、市場規模は GDP の 1 割余りに止まり、社債市場も GDP 比 1-2% 台で低迷している。フィリピンでは 1970 年代以来の恒常的な財政赤字を補うために国債市場が比較的早い段階で整備されたが、社債市場は 2014 年 9 月末時点で GDP 比 6% に止まる。ベトナムでは国債市場が拡大しているが GDP 比およそ 2 割と未だ小さく、社債市場は 2006 年に社債発行に関する法令が制定されたばかりという黎明期にある。

図表 3 債券市場の GDP 比率（横軸）と一人あたり GDP（縦軸、単位：USD）の比較



(出所) Asian Bonds Online、IMF

各国・地域の社債の発行体をみると、発行残高が上位 10 社の発行体の業種は、図表 4 の通り、殆どが金融、運輸、通信、公共事業、不動産であり、国有企業も多く含まれる。また、2014 年 9 月末時点のこれら発行体の発行残高が各国・地域の社債発行残高に占めるシェアをみると、中国と香港では 10% 台だが、韓国、シンガポール、タイ、マレーシアでは 30% 台、インドネシア、フィリピンでは 40% 台、ベトナムでは 100% に上る。公共性を信用力の裏付けとする少数の機関が発行体の中心を占める状態であり、その他の民間企業へと発行体のすそ野が拡大していくことが課題である。

図表4 社債発行残高上位10社（2014年9月末時点、金額単位10億ドル）

中国			韓国			シンガポール		
発行残高	国有	業種	発行残高	国有	業種	発行残高	国有	業種
China Railway	97.6	○ 運輸	Korea Land & Housing Corp.	54.3	○ 不動産	Housing and Development Board	15.9	○ 金融
State Grid Corporation of China	41.5	○ 公共事業	Korea Housing Finance Corp.	51.7	○ 金融	CapitaLand	4.1	× 不動産
China National Petroleum	41.0	○ 公共事業	Korea Finance Corp.	44.5	○ 金融	United Overseas Bank	3.2	× 金融
Industrial and Commercial Bank of China	18.3	○ 金融	Korea Deposit Insurance Corp.	39.7	○ 金融	Temasek Financial I	2.8	× 金融
Bank of China	15.3	○ 金融	KDB Daewoo Securities	38.7	○ 金融	DBS Bank	2.6	× 金融
China Construction Bank	13.8	○ 金融	Woori Investment and Securities	36.5	○ 金融	SP PowerAssets	1.9	× 公共事業
Agricultural Bank of China	13.5	○ 金融	Korea Investment and Securities	36.5	× 金融	Public Utilities Board	1.6	○ 公共事業
China Minsheng Bank	11.7	× 金融	Korea Electric Power	29.0	○ 公共事業	GLL IHT	1.4	× 不動産
Central Huijin Investment	10.9	○ 投資会社	Hana Daetoo Securities	26.2	× 金融	Land Transport Authority	1.4	○ 陸上交通
China Power Investment	10.2	○ 公共事業	Mirae Asset Securities	26.1	× 金融	City Developments	1.3	× 不動産
上記合計	273.8	上位10社のシェア	上記合計	383.2	上位10社のシェア	上記合計	36.2	上位10社のシェア
社債発行額合計	1828.2	15%	社債発行額合計	1041.0	37%	社債発行額合計	99.6	36%
香港			マレーシア			タイ		
発行残高	国有	業種	発行残高	国有	業種	発行残高	国有	業種
The Hong Kong Mortgage Corporate	1.9	○ 金融	Project Lebuhraya Usahasama Bhd.	9.3	× 道路建設	PTT	5.9	○ エネルギー
CLP Power Hong Kong Financing	1.4	× 公共事業	Cagamas	7.1	○ 金融	The Siam Cement	4.5	○ 建設資材
Sun Hung Kai Properties (Capital Market)	1.3	× 不動産	Khazanah	6.1	○ 政府系基金	CP All	4.0	× 商社
Wharf Finance	0.9	× 金融	Prasarana	4.2	○ 運輸	Charoen Pokphand Foods	2.1	× 飲食品
The Link Finance (Cayman) 2009	0.8	× 金融	Pengurusan Air	3.6	○ 公共事業	Bank of Ayudhya	1.9	× 金融
MTR Corporation (C.I.)	0.7	○ 運輸	Danainfra Nasional	3.6	○ 金融	Krung Thai Bank	1.5	○ 金融
HKCG (Finance)	0.7	× 公共事業	Maybank	3.5	× 金融	Thai Airways International	1.3	○ 運輸・物流
Swire Pacific	0.7	× 複合企業	Perbadanan Tabung Pendidikan Tinggi Nasional	2.9	○ 政府系基金	Toyota Leasing Thailand	1.3	× 金融
Hongkong Electric Finance	0.7	× 公共事業	CIMB Bank	2.5	× 金融	The Siam Commercial Bank	1.2	× 金融
NWD (MTN)	0.7	× 不動産	Public Bank	2.5	× 金融	True Corporation	1.2	× 通信
上記合計	9.8	上位10社のシェア	上記合計	45.2	上位10社のシェア	上記合計	24.9	上位10社のシェア
社債発行額合計	83.2	12%	社債発行額合計	136.1	33%	社債発行額合計	68.9	36%
フィリピン			インドネシア			ベトナム		
発行残高	国有	業種	発行残高	国有	業種	発行残高	国有	業種
Ayala Land Inc.	1.3	× 不動産	PLN	1.3	○ エネルギー	Techcombank	0.14	× 金融
SM Investments Corporation	1.0	× 複合企業	Indonesia Eximbank	1.1	○ 金融	Asia Commercial Joint Stock Bank	0.14	× 金融
Ayala Corporation	0.9	× 複合企業	Astra Sedaya Finance	1.0	× 金融	HAGL JSC	0.12	× 不動産
JG Summit Holdings	0.9	× 複合企業	Adira Dinamika Multifinance	1.0	× 金融	Vincom	0.05	× 不動産
San Miguel Brewery Inc.	0.9	× 酒醸造	Bank Internasional Indonesia	0.7	× 金融	Vinpearl	0.05	× リゾート開発
Metrobank	0.7	× 金融	Bank Tabungan Negara	0.7	○ 金融	Kinh Bac City Development	0.02	× 不動産
Philippine Long Distance Telephone Co.	0.7	× 通信	Bank CIMB Niaga	0.7	× 金融	Saigon Telecommunication	0.01	× 通信
Philippine National Bank	0.6	× 金融	Bank Pan Indonesia	0.6	× 金融	Binh Chanh Construction	0.01	× 建設・開発
RCBC	0.6	× 金融	Jasa Marga	0.5	○ 運輸	Tan Tao Investment	0.01	× 不動産
SM Prime Holdings	0.6	× 不動産	Bank Permata	0.5	× 金融	Ho Chi Minh City Securities	0.01	× 金融
上記合計	8.2	上位10社のシェア	上記合計	7.9	上位10社のシェア	上記合計	0.56	上位10社のシェア
社債発行額合計	17.2	47%	社債発行額合計	18.1	44%	社債発行額合計	0.56	100%

（出所）Asian Bonds Online ※中国の発行体別残高は桁を修正して記載（例：1位 China Railway 976b→97.6b）。

（2）流動性

域内の債券市場が抱える大きな課題のひとつは、流動性向上である。図表5は、ABOが域内の債券市場関係者に対して毎年実施している流動性サーベイに基づく、債券の売買スプレッドの推移である。各国・地域の債券の売買スプレッドは韓国を除いて概して大きく、変動も大きい。2013年から2014年にかけては、米国の量的金融緩和の縮小観測を巡る市場の不透明感の解消が一因とみられるスプレッドの縮小が起きた。社債の売買スプレッドが特に大きい背景には、発行量が相対的に少ない点に加えて、流通市場が小さいことが挙げられる。Asia Bonds Monitor 2014年11月号によると、社債は未だに発行後1-2カ月という短期間でバイ・アンド・ホールド（買い持ち）の投資家によって購入されるケースが大半とのことである。

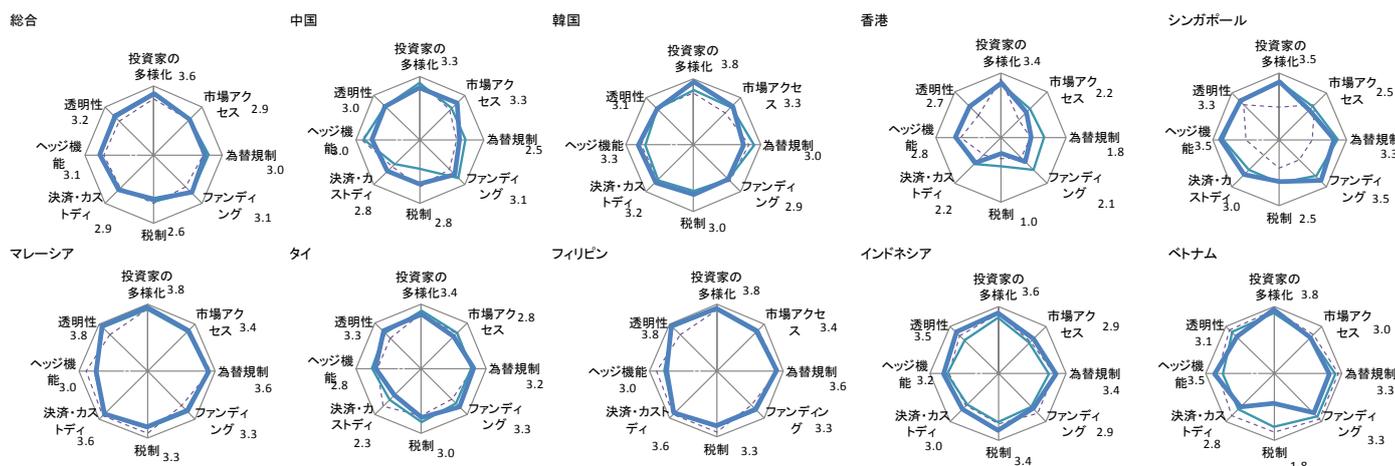
図表 5 債券の平均売買スプレッド (単位: ベーシスポイント)

	国債					社債				
	2010	2011	2012	2013	2014	2010	2011	2012	2013	2014
韓国	1.1	0.7	0.6	0.7	0.7	2.6	1.7	1.9	4.4	3.1
中国	2.2	4.0	2.7	4.1	3.4	5.7	6.9	10.4	11.4	6.9
香港	5.1	4.7	6.4	7.3	4.6	12.5	28.1	21.3	31.9	5.8
シンガポール	3.0	3.8	3.1	2.6	2.3	10.4	19.0	15.9	21.9	6.3
マレーシア	2.6	3.3	2.7	3.8	1.7	16.0	8.2	9.4	9.8	7.5
タイ	3.1	3.3	3.2	2.4	1.9	11.1	9.9	10.3	8.6	5.4
フィリピン	3.1	5.3	2.1	5.4	3.3	30.5	52.9	34.5	36.6	16.9
インドネシア	-	-	6.6	8.6	6.0	-	-	18.7	26.1	23.1
ベトナム	13.2	33.5	30.5	21.7	11.7	25.0	103.1	138.3	na	47.5

(出所) Asian Bonds Online/Asia Bonds Monitor 2011年-2014年の各11月号
 ※インドネシア債券の平均売買スプレッドについてはAsia Bonds Monitor 2012年11月号から cent と bpp が併記されている。2011年以前の掲載データの単位は cent とみられるため省略。

上述の ABO サーベイでは、国債・社債市場の各市場の流動性改善に必要と考えられる8要素について問うアンケートも実施されている(図表6)。結果をみると2009年以来、「投資家の多様化」(2014年結果 国債市場:3.6、社債市場3.4)が、「透明性」(同3.2、3.2)、「ヘッジ機能」(同3.1、3.1)、「ファンディング(短期金融市場、レポ市場の拡大発展)」(同3.1、3.1)「為替規制」(同3.0、3.1)、「決済およびカストディ」(同2.9、3.1)、「市場アクセス」(同2.9、3.0)、「税制」(同2.6、3.1)を抑えて流動性改善のための最重要項目に挙がっている。国・地域別に見ても、投資家の多様化は特に重要視されている。

図表 6 国債市場の流動性改善のために重要な要素 (点線: 2010年、細線: 2012年、太線: 2014年)



(出所) Asian Bonds Online/Asia Bonds Monitor
 ※本アンケートでは市場参加者が市場の流動性向上における各要素の重要性について、1=重要でない、2=幾らか重要、3=重要、4=とても重要、の4段階で評点。図表上の数値は2014年調査における各要素の点数(平均値)。

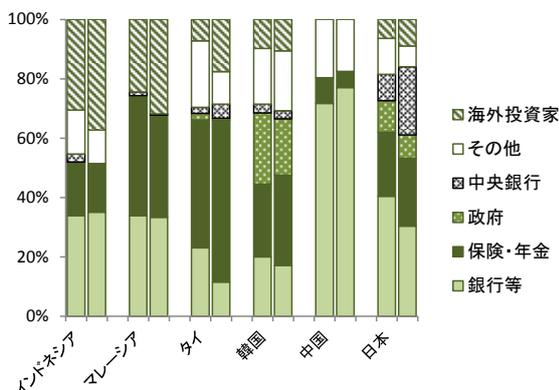
(3) 投資家

ABO がまとめた中国、韓国、マレーシア、タイ、インドネシアにおける国債の保有者別残高によると、ASEAN3 カ国では海外投資家の保有比率の上昇が顕著である（図表7、8）。この傾向はグローバル金融危機で一旦弱まったが、すぐ復活した。インドネシアとマレーシアでは海外投資家の保有比率が3-4割と高いシェアを占める。一方で海外投資家は一般に国内投資家よりも市場環境の変化に応じて機動的に行動する傾向があるため、市場の安定的発展には国内投資家の多様化を伴ったシェア拡大が課題となる。

国別にみると、インドネシアでは海外投資家に次いで銀行等の保有比率が3割超と大きい。長期投資を基本とする保険・年金のシェアは2割弱に低下しているが、2014年1月に国民皆保険の導入を含む国家社会保障制度が始動しており、将来的に国債の国内需要の増加に結び付くか注目される。マレーシアでは海外投資家、銀行、および従業員積立基金（EPF）を中心とする保険・年金が約3割ずつを占める。民間の保険会社、および個人投資家のシェアが拡大すれば、国内投資家の多様化とシェア拡大に寄与しよう。タイでは保険・年金が5割余り、海外投資家が2割未満を占めており、今後は残りの商業銀行、個人投資家などのシェア拡大が課題といえる。韓国では保険・年金が3割、政府と銀行等がそれぞれ2割弱、海外投資家1割、その他2割と比較的分散している。中国では8割近くを銀行等が占めており、シェアが1割未満に止まる保険・年金をはじめ、その他投資家のシェア拡大余地が大きい。

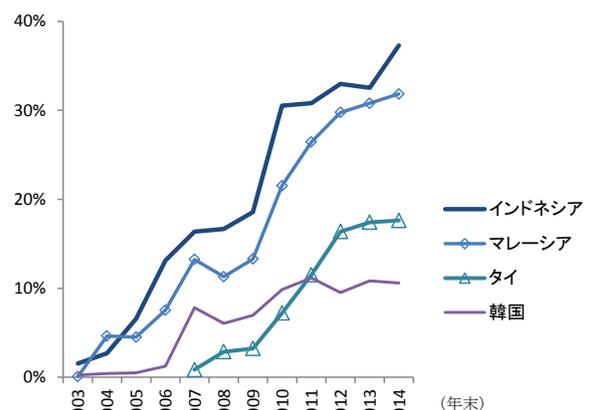
図表7 国債の保有者別残高シェア

(左：2010年12月末、右：2014年9月末)



(出所) Asian Bonds Online
 ※中国の右側グラフは2013年12月末データ

図表8 海外投資家による国債保有比率



(出所) Asian Bonds Online ※2014年データは9月末時点
 ※マレーシアのデータの連続性は2012年と2013年の間で分断。

(4) 域内投資

域内クロスボーダー債券投資の拡大は、当該地域の債券市場の活性化策のひとつである。IMF データによると、域内諸国²間のクロスボーダー債券投資残高は 2013 年末時点で 4,328 億ドル（香港→中国本土向けを除くと 2,470 億ドル）と 2003 年末時点の 596 億ドルと比べて増加した。図表 9 の通り、域内諸国を資金の出し手とするクロスボーダー債券投資残高の総額（B）の内、域内クロスボーダー債券投資残高（A）が占める割合は広く上昇した。しかし、域内クロスボーダー債券投資残高が世界全体のクロスボーダー債券投資残高である 26.8 兆ドルに占める比率は、1%余りに過ぎない。前述の通り、東アジア地域の債券市場の規模が世界の債券市場の 1 割弱に達していることに鑑みても、域内クロスボーダー債券投資の規模は小さい。

図表 9 クロスボーダー債券投資残高（2013 年末時点、単位：百万ドル）

	投資の出し手									C 左記合計	D 世界からの投資 合計	C/D	【C/D、 2003年末 時点】
	香港	マカオ	シンガポール	マレーシア	タイ	インドネシア	フィリピン	韓国	日本				
中国	185,848	19,399	6,112	184	379	433	203	398	1,367	214,323	264,745	81%	72%
香港		1,913	14,163	989	3,391	101	198	1,409	3,051	25,217	61,010	41%	51%
マカオ	668		非公開	na	328	0	na	0	0	996	1,024	97%	0%
シンガポール	9,707	619		6,284	69	189	55	895	8,666	26,483	96,713	27%	39%
マレーシア	10,079	196		25,677	141	495	47	455	3,550	40,640	96,746	42%	51%
タイ	707	32	6,627	379		12	119	177	2,800	10,853	25,867	42%	55%
インドネシア	719	1	7,842	678	16		932	120	3,487	13,793	51,898	27%	33%
フィリピン	587	na	4,511	116	5	4		27	2,093	7,343	27,721	26%	22%
ベトナム	474	na	97	21	na	1	na	1	34	628	2,828	22%	20%
ラオス	0	na	非公開	na	99	0	na	0	0	99	120	83%	0%
台湾	1,025	na	2,097	1	0	2	非公開	7	98	3,232	30,878	10%	46%
韓国	16,938	398	25,932	1,439	3,129	151	281		20,413	68,682	182,076	38%	65%
日本	19,130	20	非公開	80	47	30	48	1,156		20,510	535,382	4%	3%
A 上記合計	245,882	22,578	93,058	10,171	7,604	1,419	1,883	4,643	45,560	432,799	1,377,008	31%	18%
B 世界への投資合計	434,929	27,472	434,708	19,739	22,541	12,325	5,531	45,857	2,701,376	3,704,478			
A/B	57%	82%	21%	52%	34%	12%	34%	10%	2%	12%			
【A/B、2003年末時点】	16%	21%	13%	12%	2%	11%	7%	8%	1%	3%			

(出所) IMF

※投資の受け手側を含めた東アジア諸国・地域の内、中国、ベトナム、ラオス、台湾の出し手としてのデータは公表されていない。

2. 国際的取組み

(1) ABMI

東アジア地域における債券市場育成の国際的取組みは、アジア通貨危機の一因が欧米金融機関による外貨建て短期資金の急速な引き揚げであり、「通貨と期間のダブルミスマッチ」を抑制するため、また、域内貯蓄を域内投資に効率的に活用するために現地通貨建て債券市場を整備すべきという見解から生まれた。

² 域内諸国としてデータに含めた国・地域は図表 9 ご参照。

ASEAN+3（インドネシア、カンボジア、シンガポール、タイ、フィリピン、ブルネイ、ベトナム、マレーシア、ミャンマー、ラオスで構成される ASEAN10 カ国と日本、中国、韓国）財務大臣・中央銀行総裁会議傘下のアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Market Initiative）は、国際的取組みの代表格である³。活動体制は2003年の設立以後、活動強化のため幾度か見直されており、現在は2008年発表の「新ロードマップ」を若干発展させた2012年発表の「新ロードマップ・プラス」に基づいて、①現地通貨建て債券発行の促進、②現地通貨建て債券の需要の促進、③規制枠組みの改善、④債券市場関連インフラの改善という4つのタスクフォース（TF）が、図表10に示す諸課題にそれぞれ取り組んでいる⁴。

図表10 新ロードマップ・プラス（2012年5月時点）

課題	優先順位	
	第一	第二
<TF1> 現地通貨建て債券発行の促進（議長国：中国、タイ）		
信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の保証業務の開始	✓	
インフラ・ファイナンス・スキームの育成 - ラオス・タイのパイロット・プロジェクトを含む	✓	
デリバティブ・スワップ市場の整備		✓
<TF2> 現地通貨建て債券の需要の促進（議長国：日本、シンガポール）		
国債市場の更なる発展 - レボ市場及び証券貸借市場の整備	✓	
機関投資家向けの投資環境の整備及び ABMI 情報の共有	✓	
クロスボーダー債券取引の促進		✓
<TF3> 規制枠組みの改善（議長国：マレーシア、日本）		
ASEAN+3 債券市場フォーラム（ABMF）の活動の強化 - 債券共通発行プログラム	✓	
消費者や中小企業（SMEs）の金融アクセスの強化	✓	
債券取引に係る破産手続の改善		✓
<TF4> 債券市場関連インフラの改善（議長国：韓国、フィリピン）		
域内決済機関（RSI）の設立に向けた取組みの促進	✓	
地域格付けシステムの基盤の強化	✓	
金融知識教育の向上		✓
<TACT> 技術協力調整チーム（議長国：ブルネイ、ラオス、ベトナム）		
債券市場育成に向け当局の能力強化に向け、ASEAN メンバー国への技術協力の促進	✓	

（出所）財務省

³ 2000年代の代表的な国際的取組みには、EMEAP（アジア・オセアニアの計11中銀・通貨当局の非公式会合）による「アジア・ボンド・ファンド（ABF：Asian Bond Fund）」プロジェクトも挙げられる。同プロジェクトが開発した投資信託商品であるABF1（運用開始：2003年）とABF2（同2005年）の投資対象に、日本、豪州、ニュージーランドを除くEMEAP参加国・地域（中国、香港、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア）の国債・政府機関債が定められたことは、当該国・地域の債券市場の規制改革の前進に寄与したと評価されている。

⁴ 新ロードマップ・プラスの発表時の文書に「課題の優先度合いを見直し、新たな課題を追加するため、定期的に見直し（例えば3年）を行う」とあることに鑑みると、近い時期に見直しが行われる可能性もある。

最近の主な進捗状況は下記の通りである。

信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の保証業務：

ASEAN+3 域内企業の現地通貨建て社債に対する CGIF⁵の保証は図表 11 の通り、2013 年 4 月に成立した第 1 号案件以来、2014 年 12 月までに合計 7 件（発行体数は 6 つ）、約 5 億ドル相当が実現した。CGIF の目的である域内金融部門の耐性強化、および域内金融市場の統合促進を反映して、いずれの保証案件も長期債やクロスボーダー債、または本邦機関投資家による全額投資といった、該当の債券市場あるいは発行体にとって初の、あるいは稀な形態となっている。ちなみに保証案件は 2014 年に増加したが、Global Capital 誌が 2015 年 1 月 7 日付の電子記事に掲載した CGIF の CEO の話によると、当該組織は小規模であるため、2015 年の保証案件数は人的制約を主因に前年並みの 5-6 件に止まる見込みである。

図表 11 CGIF の保証案件

年/月	発行者（事業、所属国）	金額/期間	備考
2013/4	Noble Group（資源・農産物商社、香港）	THB 2.85B / 3Y	CGIF 保証により、タイ債券市場における発行基準に満たない格付の同社の社債発行が実現。
2013/12	BCA Finance（自動車ファイナンス、インドネシア）	IDR 300B / 3Y	同社社債に初めて本邦機関投資家（第一生命）が投資。
2014/3	同上	IDR 120 B / 3Y	—
2014/8	Kolao Holdings（自動車・二輪車販売等、ラオス）	SGD 60M / 3Y	金融市場が未発達なラオスで活動する同社の資金調達手段の拡大に寄与。
2014/11	Protelindo Finance（ターリース、インドネシア）	SGD 180 M / 10Y	同社にとって固定金利による長期資金調達、および初のクロスボーダー債発行が実現。
2014/12	Masan Consumer Holdings（飲食品製造、ベトナム）	VND 2.1T / 10Y	未発達なベトナム社債市場において異例の、非金融機関による長期債発行が実現。
2014/12	Astra Sedaya Finance（消費者ローン等、インドネシア）	SGD 100M / 3Y	同社にとってシンガポール市場における債券発行の第 1 号。

（出所）CGIF

インフラ・ファイナンス：

2013 年 6 月、クロスボーダー・インフラ債のパイロット案件である、ラオス政府によるタイ債券市場における債券発行が実現した。当該債券はタイの機関投資家などに購入された。同政府はさらに 2014 年までに同市場で 2 度起債し、また 2014 年 12 月には同政府系企業である EDL-Gen（ラオス電力発電）が同市場で 65 億バーツの債券を発行した。このような同政府・同政府企業によるクロスボーダー債の発行実績の積み上げは、

⁵ ASEAN+3 域内企業の現地通貨建て社債に対する保証を行う信託ファンドで、域内各国・地域とアジア開発銀行（ADB）の共同出資によって 2010 年 11 月に設立され、2012 年 5 月に保証業務を開始した。保証可能額は 2013 年 11 月に資本金（7 億ドル）の 2.5 倍である 17.5 億ドルまで引き上げられた。S&P による長期格付は 2014 年 6 月 18 日以降 AA、見通しは「安定的」。

同国の経済インフラの投資ギャップの縮小に寄与すると期待されている。タイ政府においては、上述のパイロット案件がきっかけになったとみられ、現在はミャンマー政府と当該政府による初のバツ建て債券発行計画が進行中である。

ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) ⁶ :

ABMF の 2 つのサブ・フォーラム (SF) の内、ASEAN+3 債券共通発行フレームワーク (AMBIF) ⁷ 推進のために規制・市場慣行に関する情報収集と標準化の審議を行う SF1 は目下、債券発行の単一届出書様式およびそれに関連した実施ガイドラインを作成中である。今後は発行要件・会計基準・信用情報へと、標準化の対象を広げる予定である。AMBIF に基づくパイロットの債券発行に関しては引き続き、早期実現を目指している。

域内の債券取引・決済の効率化、STP (Straight Through Processing) 化のための市場インフラ、取引・決済に係るメッセージフォーマットなどの調和化を目指す SF2 は目下、国際標準の通信メッセージフォーマット ISO20022 や国際証券コード体系 IFIS の更なる普及に取り組んでいる。クロスボーダーレポ取引の標準化・調和化については、各国・地域間に存在する取引形態、管轄機関、税制、国際標準の取り入れ状況などの相違を踏まえて、適切な方策を模索している。

ABMF は第 3 フェーズ (2014-15 年末、予定) 終了後に組織改編され、SF1 は ABMI の TF3 下に存続し、SF2 は次に述べるクロスボーダー決済インフラフォーラム (CSIF) と統合の上、TF4 を支援する ASEAN+3 スタンダード導入・評価グループ (ASIEG) として存続する予定である。

域内決済機関 (RSI) :

2013 年 5 月開催の第 16 回 ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議では、域内クロスボーダー決済に関する各国の中央銀行と証券集中振替機関の審議の場として、CSIF (Cross-border Settlement Infrastructure Forum) が ABMF の下に設置されることが合意された。CSIF は過去に提案された、アジア版の国際的な証券決済機関を設立する「アジア ICSD」、および各国の証券決済システム (CSD) を相互接続する「CSD リンク」の両モデルを踏まえて、新たな RSI モデルとして、各国の CSD と中央銀行の資金決済システム (RTGS) をゲートウェイ (ネットワーク接続・メッセージ変換などのための小

⁶ 2010 年秋に設立された官民合同の審議ユニットで、ASEAN+3 の域内クロスボーダー債券取引の活性化に必要な標準化・調和化 (規制・インフラ面を含む) のための実務レベルの協議・作業を行っている。

⁷ 域内プロ投資家を対象とするクロスボーダー債券市場の確立を目指す構想。詳細は当研究所 Newsletter 2012 年 No.10 「ASEAN 地域の国内債券市場」ご参照。

型装置)を通じて相互接続させて資金・証券の同時決済(DVP決済)を実現する「CSD-RTGSリンク」を策定した。2014年5月公表のCSIFに関するADB報告書によると、今後CSIFは包括的な分析を通じて「CSD-RTGSリンク」の要件を特定すると共に、短中期目標(2018年まで)である当該モデルの実施、および長期目標(2020年まで)である図表12の基本原則を満たす統合ソリューションの実施について、それぞれロードマップを策定する計画である。

図表12 CSIFが定める、RSIの計画・設計における基本原則

原則1:国内性とコスト効率(既存の決済インフラを最大限に活用する)、原則2:安全性(「金融市場インフラのための原則」⁸に従い、実務に適しかつ利用可能である場合には、資金決済に中央銀行マネーを利用する)、原則3:柔軟性(市場が十分発展し準備が整ってからの参加を可能とする)、原則4:アクセス利便性(主要・グローバル金融機関だけでなく、中小の現地金融機関も利益を享受できる仕組みとする)、原則5:段階的統合(バイラテラル・リンクの構築から着手する。長期目標として中央統合の可能性を検討する)、原則6:他のイニシアティブとの整合性と協働(域内の他のイニシアティブとの整合性の確保と協働により、より大きな利益を追求する)、原則7:標準化(コストの最小化に向けて、メンバー間の市場慣行や技術仕様を可能な限り標準化する)、原則8:規則・規制の調和化(クロスボーダー取引の障害となる規則・規制を実現可能な範囲で調和化する。資本規制や税制等、総合的な政策判断を要する規制が存在すること)

(出所)ADB報告書“Basic Principles on Establishing a Regional Settlement Intermediary and Next Steps Forward”の日本銀行仮訳「進捗報告書:域内決済インフラの構築に関する基本原則と今後の取組み」

(2) APFF

APECビジネス諮問委員会(ABAC)傘下のアジア太平洋金融フォーラム(APFF)⁹は域内債券市場の育成に関して、ABMIやABF(脚注3)の活動で十分カバーされていない分野の改善を図ろうとしている。2014年の中間報告書で示された取組み計画の内、東アジア債券市場育成に関わりが深い取組みには、クラシックレポ(買戻し・売戻し条件付きの債券売買取引)市場の発展、店頭デリバティブ市場の発展、投資情報の充実化、クロスボーダー取引の活性化、保険会社・年金基金の長期投資促進がある。

* * * * *

東アジア、特にASEAN諸国の金融制度に対しては債券市場の整備よりも銀行制度の強化が急務との見解も聞かれる。しかし、債券市場の発展による金融商品の多様化は、それら諸国においても早晚、銀行および一般企業の財務高度化に不可欠な課題になるため、長い目で見た継続的な取組みが必要である。過去のABMIの取組みは時間を要したが、域内債券市場の拡大・発展に寄与している。最近の例では、前述の通りタイにおい

⁸ BIS支払・決済システム委員会と証券監督者国際機構専門委員会による報告書

⁹ アジア太平洋地域の金融市場の発展強化を目的とする、官民学による協働プラットフォーム。2013年4月に第1回、2014年7月に第2回シンポジウムが開催された。2014年の中間報告書では①中小零細企業の金融サービスへのアクセス向上、②深みと流動性がある統合型の金融市場の育成、の2つに大別される取組み計画が示された。

て周辺新興国のクロスボーダー債券の発行が増えつつある。CGIF の保証案件候補は既に十分に存在している様子である。ABMF による域内の規制・市場慣行の標準化の取組みは、細かく具体的な作業が計画・実施される段階に至っている。ABMI や APFF などの国際的取組みは相互連携の上、今後も地道な活動によって債券市場拡大の礎を築くことが期待される。

以上

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、宜しくお願い申し上げます。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 2015 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 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：03-3245-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

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