



July 15, 2002

フィリピン債券市場の現状と展望¹

—期待される今後の市場インフラ整備の進展—

研究員 橋本将司

(Masashi Hashimoto)

e-mail : hasimoto@iima.or.jp

1. はじめに

フィリピンでは、1991年に設立された **Capital Market Development Council(CMDC)** が、民間債を中心に国内債券市場振興のために政策提言を行うことを使命として活動して来た。**CMDC** は **FINEX(Financial Executive Institute of the Philippines)** の支援により設立され、フィリピン中央銀行 (**Bangko Sentral ng Pilipinas, BSP**)、財務省、フィリピン証券取引所 (**Philippine Stock Exchange, PSE**)、銀行協会 (**Bankers' Association of the Philippines, BAP**)、投資会社協会 (**Investment House Association, IHA**) など官民双方の組織の代表がメンバーとなっている。

長らく **CMDC** の活動は不活発であったが、2001年1月のアロヨ政権誕生に伴って就任したホセ・インドロ・カマチョ財務大臣が **CMDC** の議長となってからは、その活動が再び活発になったと評価する市場関係者が多い。現在毎月一回程度会合を開いて各種市場インフラ整備を検討しており、**CMDC** の活動活発化は国内債券市場の本格的整備に希望を抱かせるものである。公共財としての市場インフラ整備に対し、当局が予算面の措置を確保できれば、今後数年の間にかかなりのインフラ整備が進む可能性が高い。

そこで本稿では、フィリピン債券市場のこれまでの発展の経緯や問題点も含めた特徴と、今後進展の可能性が出て来たインフラ整備の展望について昨年末に行った実地調査の内容を踏まえて説明する。

¹本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1089 号 (2002.7.15 号) に掲載されたものである。

2. フィリピン債券市場の特徴

(1) 歴史の古い国債

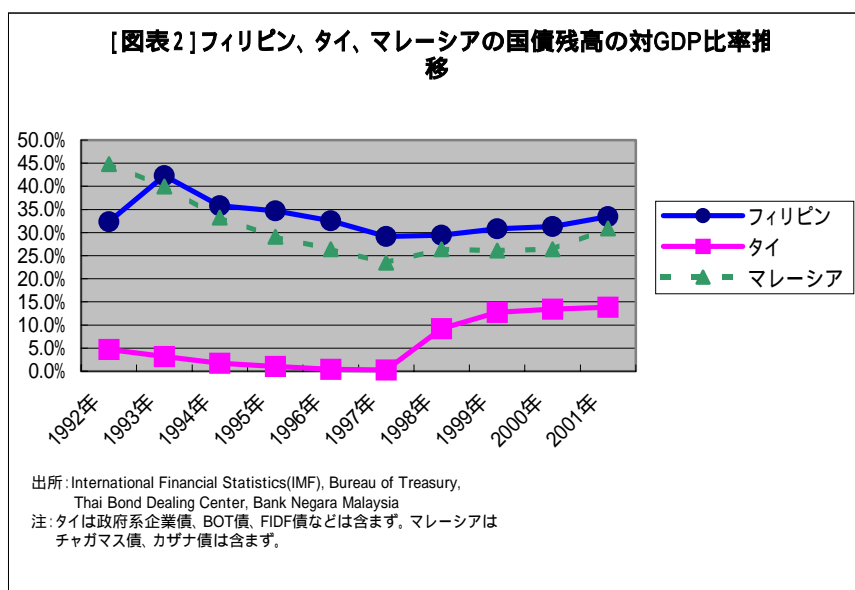
フィリピンでは **1970** 年代以降、恒常的に財政赤字の状態にあり、これをファイナンスするために国債発行が行われてきた。加えて、**1993** 年に中央銀行が破綻し²資本注入によって国債発行残高が増加した。このように通貨危機前にすでに国債市場が一定規模に達していたのが特徴である。恒常的な財政赤字は、長年にわたる **IMF** の指導の下でも顕著に減少せず、一方、海外からの資金調達にも一定の限界があった。こういう状況で、当局は効率的な国内貯蓄の動員、安定的な国債の消化を目指して国債市場の整備・工夫に力を入れざるを得なかった。それは、通貨危機をきっかけに国債発行残高が急増した韓国やタイ等の東アジア諸国との違いである。フィリピンは危機当初には大きな通貨投機を免れ、財政支出拡大や金融機関への資本注入の必要が小さく、危機以降の国債発行残高の急増は抑えられた。

[図表1]国債、及びCPの残高推移

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年
政府短期証券	213.5	338.0	413.3	368.2	391.3	393.3	392.2	442.4	464.7	467.3	425.4	443.7
中長期国債	68.8	99.6	210.7	237.5	270.7	312.9	312.9	345.4	453.6	565.5	792.5	878.1
国債合計	282.3	437.6	624.0	605.7	661.9	706.2	705.1	787.8	918.3	1,032.8	1,217.9	1,321.8
短期及び長期CP	10.6	9.4	12.5	26.1	28.9	51.5	55.0	47.7	47.5	44.6	N.A.	N.A.
計	292.9	446.9	636.5	631.8	690.8	757.7	760.1	835.5	965.8	1,077.4	N.A.	N.A.

出所: Bureau of Treasury, Securities Exchange Commission

注: 国債発行残高はBTRより、CP発行残高はSECよりそれぞれ直接聴取。但し2002年の国債残高は3月末時点の数字。CP残高は2000年(但し5月末)までしか聴取できず。



² フィリピンでは、マルコス政権の経済政策の失敗から、**1983** 年に対外債務デフォルトと国内金融危機が発生した。これにより多数の銀行が倒産、あるいは深刻な経営危機に陥った。旧フィリピン中央銀行は、これら金融機関に多額の支援を行い、その結果多額の損失を自ら抱え込んだ。巨額の損失を抱えたままでは、機動的な金融政策の実施に支障が出ると考えられたため、**1993** 年に旧中央銀行に代わって新たな中央銀行、現在の **Bangko Sentral ng Pilipinas** が設立された。新中銀は **500** 億ペソの資本金でスタートしたが、旧中銀の損失 **2,200** 億ペソの処理と併せ、国債発行によって賄われた。この国債発行が市場拡大をもたらした。

国債は、中長期国債 (**Treasury bonds**) と政府短期証券 (**Treasury bills**) に分けられる。中長期国債には、2年物、5年物、7年物、10年物、20年物、及び25年物がある。一方、政府短期証券は91日物、182日物、及び、364日物が発行されているが、これ以外に発行市場環境がタイトな時に発行される期間1, 2ヶ月の **Cash Management Bill** がある。

[図表3] 国債発行推移

(単位:10億ペソ)

	1998年	1999年	2000年	2001年
政府短期証券				
91日物	77.9	60.6	44.7	47.2
182日物	72.3	62.2	49.2	51.2
364日物	70.6	63.8	55.4	53.8
計	220.8	186.6	149.4	152.2
国債				
2年物	22.0	18.4	22.6	29.8
3年物				14.2
5年物	10.0	9.6	20.0	2.1
7年物	5.6	10.6	23.0	20.3
10年物	5.4	14.1	25.5	6.0
20年物				8.3
25年物			5.3	
計	43.0	52.7	96.3	80.6
合計	263.7	239.3	245.7	232.8

出所: Bureau of Treasury

国債の発行・償還、国債市場に関する監督については、長く **BSP** が管轄していたが、中央銀行改革の一環として **1995** 年に財務省の下部機構である **Bureau of Treasury(BTR)** に移管された。国債の販売は大部分が競争入札により行われるが、入札には、電子入札システム (**Automated Debt Auction Processing System, ADAPS**) が導入されている。入札参加者はこの **ADAPS** によって **BTR** とつながっている各自の端末に、希望の条件を入力する。落札者は、財務省、**BSP**、証券取引委員会 (**Securities Exchange Commission, SEC**) の代表者などにより構成される入札委員会によって決定され、結果は **ADAPS** の各端末あてに配信される。入札に参加できるのは **BTR** が認定した政府証券取扱適格ディーラー (**Government Securities Eligible Dealers, GSED**)³であり、他の購入希望者は **GSED** 経由で購入する。入札は、政府短期証券は毎週月曜日、2年物国債は毎月第二火曜日、5年、7年、10年物国債は四半期毎の最終木曜日に先立つ火曜日にそれぞれ行われる。

国債はスクリップレス化されており、**BTR** が **1996** 年に設立した **ROSS(Registry of**

³ **GSED** の適格要件は、**SEC** から免許を取得した証券ディーラーで、**SEC**、保険委員会(**Insurance Commission**)のいずれかに監督されている業界に属し、(イ) ネット資本金1億ペソ以上、(ロ) 属している業界で決められている指標・比率(**statutory ratio**)をクリアしている、(ハ) 電子入札システムに参加できるインフラを持っている、という条件を満たし、**BTR** より国債の入札に参加するに適格と認められることである。2002年6月末時点で、**GSED** の数は46。

Scriptless Securities)に登録されている。流通市場での売買に伴う債券・証券の受渡はすべてこの **ROSS** における所有権登録の変更により行われる。

(2) 国債と中央銀行の金融調節

BSP の主な金融調節手段としては、「公開市場操作(**open market operation, OMO**)」、「預金準備率 (**reserve requirement**)操作⁴」、「窓口再割引(**rediscount window**)」、「中銀貸出/預かり金利操作(**interest policy**)」があるが、**BSP** はこのうち「公開市場操作」を最も重要な政策手段としている。

公開市場操作は、政府短期証券を主な対象としている。即ち、政府短期証券の売り切り/買い切りや、レポ取引(**BSP** が後日売却する取極めの下で当初証券を購入するものを **RP** [**repurchase agreement**]、逆に **BSP** が後日購入する取極めの下で当初証券を売却するものを **RRP** [**reverse repurchase agreement**] と呼ぶ) などにより、市中の流動性供給量をコントロールしている。

この中で特にオーバーナイトの **RP** 金利、**RRP** 金利は **BSP** の金融政策スタンスを表す政策金利とされており、アナウンスメント効果も狙って、その変更の都度 **BSP** により発表されている。インターバンクコール市場では、資金余剰となった金融機関は、**BSP** か他の金融機関に資金をオーバーナイトで放出するため、**BSP** の **RRP** 金利はこの市場における金利のフロアーにもなる。**BSP** は、**RRP** 金利によりインターバンク市場に金融政策スタンスのシグナルを送り、インターバンク金利を誘導している。さらに政策金利の変更は政府短期証券、国債の発行市場における金利にも影響を与える。**91** 日物政府短期証券金利が銀行の貸出金利のベースとなっており、政策金利変更は銀行貸出金利にも影響を与える。

(3) 国債市場の問題点

では、国債市場についてはどのような問題点があるか。

第一に、国債市場は、償還年限の多様化が図られて来ており、原則として定期発行がなされているが、国内の政治経済情勢の不安定化などを引き金に発行環境が悪化することが少なくなく、入札金利が急上昇するなどの事態が起きている⁵。市場の厚みがなく、その消化には相当の神経を使っている。

また、政府短期証券・中長期国債は、銘柄数こそ多いが、個々の銘柄の発行額が小さく、流通市場での個別銘柄毎の流動性を低くしている。小口投資家のみならずディーラーにとってもわかりにくい市場と言われている⁶。

⁴預金準備はペソ建の普通預金や定期預金、さらには預金代替物とみなされるものに対して積むことが求められ、法定準備(**statutory reserve**)と流動性準備(**liquidity reserve**)に分かれる。流動性準備は手持ち現金、**BSP** への預金その他、短期政府証券保有により充足される。

⁵また、落札で決定された金利の条件次第では **BTR** の方から入札の一部または全部を中止することもあり、発行市場の金利形成を歪める恐れがあるとの批判も市場関係者から聞かれる。

⁶ Cesar Saldana (2001) *Philippines, Chapter 10, "Government Bond Market Development in Asia"*,

さらに、国債が流通市場で売買される際は、**ROSS** で証券の所有権移転が行われるが、当日の証券のネット決済尻が **ROSS** から **BSP** に伝えられ、その後、資金決済が **BSP** における決済口座を使って行われる。**ROSS** は、**DvP(Delivery versus Payment)** 決済が可能なシステム設計になっているものの、**BSP** の資金決済システムとのリンケージが実現していない。

(4) 社債の役割を果たす **CP (Commercial Paper)**

国債の発行残高が増加しているのに対し、民間債市場は極めて限られている。流通市場取引のコストを上昇させる税制・規制などが存在したこと、長らく政治・経済情勢が安定せず不確実性が常に大きかったこと、高インフレ率が続いたこと、金融市場に厚みがなく投資家層も限られていること、国債の発行が相対的に高水準で推移しクラウドディング・アウトを発生させて来たこと等が、民間債の発展を妨げてきた。民間部門における資金調達には銀行融資と株式によるものが圧倒的なシェアを占めている。

民間債は **CP** の発行が中心である。フィリピンでは、会社法により社債発行のためには株主の **3分の2** 以上の同意が必要とされているのに対し、**CP** については取締役会の議決のみで可能となっている。このように **CP** は社債に比べて機動的な発行ができることから、企業は長期の資金調達においても、銀行融資や株式発行によらないものは、社債ではなく **CP** 発行によっており、その結果発行されている民間債のほとんどは **CP** である。

CP は期間1年未満の短期 **CP** と1年～7年までの長期 **CP** に分かれており、金利は長期 **CP** でも多くが **91** 日物政府短期証券の金利を基準金利とする変動金利ベースで発行されている。発行方式は公募(**public offering**)と私募(**private placement**)があり、通常はフィリピン国内で一般向けに販売されるペソ建証券として **SEC** への登録が必要とされている。

CP の利用は限られている。データが入手可能な **2000** 年5月末時点でも、**CP** 発行残高の対 **GDP** 比率は約 **1.3%** と、タイの社債発行残高の対 **GDP** 比 **10.2%**、マレーシアの同 **41.3%** (いずれも **2000** 年末) に比べても著しく低い。

CP 市場では、国債における **ROSS** のような集中登録機関は存在せず、スクリップレス化も実現していない。**CP** は物理的な券面の形で発行され、流通市場における売買に伴う決済は、**CP** 発行の際に発行人によって指定される受渡代理人(**transfer agent**)を通して行われる。このため、決済には時間とコストがかかる上に **CP** 現物の紛失などのリスクも存在する。国債と民間債の清算・決済システムが分かれていることも問題である。

(5) 高い債券取引コスト

フィリピンでは債券取引には色々なコストが付随して発生し、取引の活発化に対して大きな障害となっている。**91** 日物政府短期証券など一部銘柄については流通市場の流動性は

ADBによれば、**1999**年8月時点で、個々の銘柄の平均残高が全体の残高に占める割合は政府短期証券で約**2%**、中長期国債で約**0.9%**である。

ある程度あると言われ⁷、**ADAPS**、**ROSS** などの発行・決済システムのインフラの存在や、債券売買に際して導入されている時価評価ルールの適用もプラスに働いているが、この高い取引コストを前にしてはその影は薄い。

イ. 税

債券の発行・購入(取得)に際し、その表面価格(**face value**)に対して **0.15%**の **Documentary Stamp Tax**(以下 **DST**)が課せられる他、債券保有に伴って生じる利子所得(**interest income**)に対して **Gross Receipt Tax**(以下 **GRT**)や **20%**の **Withholding Tax** (以下 **WHT**) が課せられる⁸。特に **DST** は債券購入のたびに課税されることから、流通市場における債券の売買コストを増加させ、投資家に債券を満期まで保有させる誘因となっている。

ロ. 預金準備率規制

BSP はレポ取引を預金代替物と見なしており、銀行のレポによる資金調達には **16%**の預金準備率規制が適用される。これに加え **DST** や **WHT** も課税されることから、レポ取引のコストは非常に高く、取引量の増加を妨げている。

これらコストを回避しようと、正式なレポ取引に代えて“**Asset Swap**”と呼ばれる迂回行為が行われていると言われている。これは、書面による契約などは一切交わさず、表面的には債券のアウトライト取引の形を取るが、実際は後日買戻し・売り戻しの取極めを口約束で行うものである。リスクが大きく不健全な取引である。

3. インフラ整備・改善の展望

(1) 取引コストの削減

債券流通市場における取引の活発化を目指し、現在債券の転売についての **DST** 課税を見直す法案が、**CMDC** の働きかけもあって議会で審議されている。**GRT** については、拡大付加価値税(**Expanded VAT**)、あるいは金融機関税の新設と引き換えにこれを廃止する案がある。もっとも、**DST** の撤廃自体は歳入の減少要因であり、財政赤字の削減が計画通りに進まない中で、**DST** 撤廃の実現は難航が予想される⁹。

なお、**BSP**、**BAP**、**Investment House Association** によって **Asset Swap** に関する定型

⁷ **Saldana (2001)** によれば、流通市場では、政府短期証券が最も取引されており、**1999** 年第 1 四半期における取引高は発行残高の **43.5%** となっており、次いで、2 年物国債、5 年物国債の年間取引高がそれぞれ発行残高の **60%**、**49%** になっているという。この点、同論文は、多くの投資家が満期まで保有するという現象が一般的に観察される中で、流通市場における取引量が一見多く見える点については、“**Asset Swap**” 等が取引高をかさ上げしていることで説明がつくとしている。

⁸ **Gross Receipt Tax** の税率は、満期 2 年以下は **5%**、2 年を超えて 4 年以下は **3%**、4 年を超えて 7 年以下は **1%**、7 年を超えるものは **0%** となっている。その他債券売却時に発生した売却益には、**Capital Gain Tax** も課税される。

⁹ 流通市場への **DST** 賦課を取り止めることにより **30** 億ペソの税収減が予想されるという(**2002.5.20 Asia Pulse Pte Limited**)

的な取引ルール策定の検討が行われている。こういった迂回取引は出来るだけ早期に是正されるべきであり、レポ取引振興のために必須であろう。

預金準備率規制自体は、実効性ある金融調節手段を持ち合わせていない発展途上国では、調節手段としても用いられることが少なくない。しかし、フィリピンのように金融機関がレポ市場で資金調達を行うにあたって、それに預金準備率規制を課すというのは異例であり、早期に金融機関によるレポ取引を対象から外すべきである。

(2) 債券取引所 (fixed income exchange) 設立構想

国債、民間債共に OTC (Over the Counter) で取引が行われて来たが、現在 BAP が中心となって債券取引所の設立が計画されており、早期設立を目指している¹⁰。この構想は、1998年に BAP が、資本市場発展のための会計規則のガイドラインやトレーダーの技能向上のためのマニュアルなどを策定した際に、浮上したものである。政府短期証券、国債の他、社債、CP や ABS(asset-backed securities)などが上場され、電子取引を実現する予定である。市場関係者は、債券取引所の創設は、取引情報や取引慣行の透明性を向上させて流通市場の効率性増進につながるとしている。CMDC もこれを支持している。

(3) 機関投資家の育成

国債の主要な保有主体は、BSP、金融機関の他、政府管轄の年金基金である。

BSP は 1993 年に設立された際に、国債によって資本注入を受けた背景から、現在でも大量の政府短期証券を中心とした国債を保有している他、公開市場操作実施のためにかんがりの政府短期証券を保有している。一部の国債が流動性準備の適格対象資産となっていることや、税制上の特典があるために、金融機関も多くの国債を保有している。

政府管轄の年金基金には、民間企業従業員向けの年金基金である Social Security System(SSS)と、公務員向け年金基金の Government Services Insurance System(GSIS)がある。BSP、金融機関、年金基金が国債発行残高の大半を保有しているが、このうち年金基金による国債保有は全体の 1 割程度と思われる。機関投資家は債券市場の発展を支える大きな柱であり、年金基金の他保険会社の保有を含め、今後保有促進に向けた制度的な枠組みの整備が必要である。

(4) 小口投資家の教育

一方、個人投資家の育成も中長期的な課題である。国債には通常の形で発行される他に、

¹⁰取引所設立に際し、約 5 億ペソの資本金のうち 1 億ペソについては、BAP 自身が出資し、残りは国際開発機関等に出資を募っている。BAP は PSE にも 1 億ペソの出資を依頼したが、未だ了解は得られていない模様。この背景には、PSE が 1998 年に実施された Small Investor Program に基づく小口の国債 (最低単位 5,000 ペソ) を既に上場しており、さらに通常の国債の上場や PSE の下に別個に取引所を設置する計画を持っていて利害が衝突することが一因である。また、GSED も PSE の計画に対しては 10 百万ペソ以下の小口取引に限定するよう求めている (2002.5.2 付 Business World 他)

市場参加者を広げることを目的とした小口投資家プログラム (**Small Investors Program**) の下で発行される小口投資家国債(**Small Investors Program bond/bill**)がある。これは **1998** 年に **BTR** によって策定され、同年 **11** 月にこのプログラムに基づく政府短期証券の小口発行が初めて行われた。しかし、その残高はごく僅かである。

金融機関での個人預金の大半は1ヶ月物預金と言われ、個人向けに販売される国債も、償還期限の長いものでせいぜい3ヶ月の政府短期証券止まりという。中長期的な課題として、個人投資家に対する教育を組織的、計画的に進める必要がある。

(5) 証券化の推進

証券化の関連法案が議会で審議中の模様である。一般の開発プロジェクトや、**GSIS** がそのメンバーに対して持つ貸付債権を証券化するアイデアを含め、実際に証券化ビジネスにつながる可能性があるだろう。

4. おわりに

フィリピンでは金融機関の不良債権比率の上昇傾向に歯止めがかかっておらず、問題金融機関の処理を含め金融システム強化の必要性が高まっている。これに加えて、債券市場インフラ整備も今後重要なテーマとなろう。ブエナベンチャーラ中銀総裁も、最近、企業の資金調達源が著しく銀行融資に偏っているのは問題であり、資本市場の育成が必要として、**DST** の見直しや、長期債の投資家として保険会社の重要性に言及した¹¹。債券市場整備の動きが今後加速する可能性は高い。

¹¹ 2002.5.20Asia Pulse Pte Limited 報道。