



Feb. 15, 2005

アジア債券市場とバスケット通貨債についての一考察¹

上席客員研究員 阿部彰彦

(Akihiko Abe)

e-mail: akihiko_abe@iima.or.jp

はじめに

アジアの債券市場についての議論が進展している。アセアン + 3 が合意したアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) は、アジアにおける現地通貨建国内債券市場の環境整備を進めている。東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) は、アジアの現地通貨建債券に投資するための基金 (ABF) を創設した。アジア欧州会議 (ASEM) は、現地通貨建の起債に加えて、円・ユーロ・米ドルよりなる通貨バスケット “YES” 建の債券発行を提言した。これとは別に、専門家の間ではアジアにおける将来の域内共通通貨の導入が議論されている。

アジアの統合的な債券市場を展望するときには、欧州においてユーロに先行した共通バスケット通貨であった ECU 建の債券市場が参考となる。特定の国の裏づけをもたない人工的なバスケット通貨の発展には、通貨制度をはじめとする政治主導の膨大な議論と参加国のコミットメントが必要であるが、それと同時にバスケット通貨債の市場取引は、民間市場参加者にとって、便利で、リスクが少なく、収益を期待できるものでなくてはならない。本稿は民間市場参加者の視点からみたバスケット通貨債の利点と課題を、ECU と欧州現地通貨が併存していた 90 年代のユーロ債券市場を振り返りながら整理することにより、アジアにおけるバスケット通貨債市場の検討に役立てようとするものである。

1. 民間の市場参加者からみたバスケット通貨債

バスケット通貨の発展は、複数通貨の通貨指数に過ぎない段階、独立した通貨としての環境が整いつつもその将来については不確実性を残した段階、統合通貨への移行が

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会『国際金融』第 1140 号 (2005.2.15 付) に掲載されたものである。

確実となった段階、の 3 つの段階に分けて考えることができる。市場参加者の評価は、その時々バスケット通貨が上記の から のどの段階にあるのか、そのプロセスをどう評価し、将来を期待するのかによるところが大きい。バスケット通貨には、法律上の外国通貨としての認定を得た後も、市場参加者の現状分析や期待により、その価値評価が異なってくる一種のクレジットプロダクツの要素が含まれているとみることにもできる。ここでは 90 年代の ECU 債市場の実態を市場参加者の視点から投資家、発行体、証券会社に分けてみてゆきたい。

(1) 投資家からみたバスケット通貨債

投資家が ECU 債をどのように見ていたかを知るためには、90 年代のユーロ債券市場においてセールスマンたちが、ECU 債をどのようにセールスしていたかを振り返るのが早道である。

代表的なセールストーク

以下に紹介する 3 つのセールストークは、ECU 債をめぐる投資家の意識をよく反映している。

a. ECU を買うことは欧州を買うこと

世界を米国、欧州、アジアの 3 極構造として認識し、ECU を統合された欧州全体の信用力に結び付け、欧州通貨のバスケット性であり、統合通貨の前身であることを強調するもの。

b. ECU は金利の高いドイツマルクである

ECU 債はドイツマルク債よりも金利水準が高く、為替相場は ERM によりドイツマルクと一定の変動範囲にあることを強調するもの。ドイツマルクは ECU の構成ウェイトにおいて 3 割を占める中心的な構成通貨であった。

c. 通貨統合にともなうコンバージェンス（収斂）リスク回避には ECU 投資が有効

ユーロ導入にいたる過程は平坦なものではなかった。市場参加者は、通貨統合の具体化について、その時間軸、参加国の範囲、各国為替相場の取扱い、既存債務の継承手続き等様々な問題に関し、現状を分析し、将来を予想し、それにより市場における各国間の金利や為替の収斂を見越した取引を行っていた。欧州通貨は、こうした裁定取引により金利、為替ともに市場変動に晒されていた。一方、欧州通貨制度における基準平価である ECU と将来の統合通貨との関係が最も安定的なものとなることについては議論の余地は無かった。したがって欧州債のポートフォリオを保有する投資家が、そのコンバージェンスリスクを回避するために、保有する欧州現地通貨債を ECU 債にシフトするという戦略には一定の合理性があった。

懐疑的な立場からの反論

ECU は 90 年代前半には、ユーロ債券市場における主要な発行通貨としての地位を有するに至ったが、機関投資家のなかには懐疑的な考え方も根強かった。

a. ECU は通貨指数に過ぎない

ECU は中央銀行やその裏づけとなる特定の経済圏をもたない。独立した通貨としての取引実績が定着し、通貨統合プロセスが本格化するまでは、バスケット通貨が常に晒される本質的な批判である。

b. ECU の将来は統合プロセスに依存しており、政治リスクが大きい

通貨統合の議論は政治の場で行われる。投資家として大きな政治リスクを抱え込むべきではない、とする考え方である。

c. ECU はバスケット構成要素の変動リスクに晒される

ECU 債には構成通貨毎に生じる実勢市場における為替・金利変動リスクの他にも、ECU 平価を決める通貨バスケットの中身やウェイトの変更に伴うリスクがある。しかも、通貨統合の過程においては主要国が先行し、経済規模やファンダメンタルズにおいて相対的に弱い国々がこれを追う傾向にあった。したがって、バスケットにより構成されているからといってリスクの分散が利いているとはいえない、とする考え方である。

d. 投資ポートフォリオの最適通貨構成比率は投資家自らが決めるべきものである

債券ポートフォリオにおける投資通貨のウェイトは、投資家自らの責任で決定すべきものであり、また相対的に弱い通貨までをバスケットに組み込む動機に乏しい。しかも機関投資家は、運用の評価基準通貨をファンドごとに資金の寄託者や自らの債務との関係で決め、通貨を評価基準通貨として、リターンの極大化を目指している。投資家が決める最適通貨バスケットは、ECU の通貨バスケットとは必ずしも一致しない。

e. ECU 債は流動性に劣る

流動性に乏しいバスケット通貨債を購入するよりは、構成通貨毎に構成通貨建ての流動性に優れた債券を購入し、自前でポートフォリオを構成する方が有利である。

f. ECU 債は為替や金利のヘッジ手段の点で劣る

ECU にも為替先物、債券先物、金利/通貨スワップ市場は存在した。しかし、ドイツマルク、フレンチフランと比べ、經常取引の少ない ECU のデリバティブの出来高は薄く、流動性は劣っていた。

g. 欧州の統合通貨の本質はドイツマルクである

欧州各国の通貨が統合通貨に衣替えをするということは、統合に参加する欧州通貨に対しドイツマルクの地位を与えることであり、統合後も欧州におけるドイツの経済力がその価値を支える、という考え方。したがって、欧州債投資はマルク債を中心に投資してゆけば良く、ECU 債を積極的に投資する意味は無い、ということになる。ドイツの機関投資家や金融機関はフランス、イタリア、ベネルクスの市場参加者に比べ ECU 建て取引に対して出足が遅かった。域内最強通貨の母国では、隣国の弱い通貨が組み込まれた

バスケット通貨債を積極的に買う動機に乏しいからである。アジアのバスケット通貨債を考える場合に、日本の投資家動向を予想する上で重要な示唆を含んでいると思われる。

(2) 発行体からみたバスケット通貨債

バスケット通貨による起債では、バスケット通貨の為替市場における交換性が最も重要な前提条件となる。なぜなら発行体は起債により得た代わり金をそのままの形で資金使途に充当するケースは限定的で、しかも返済原資となるバスケット通貨の収入源を持たないからである。またその起債はバスケット通貨による債務の履行を市場に対しコミットすることであるから、バスケット通貨の参加国政府や国際機関、公的機関による起債は、バスケット通貨の利用促進を発行体の立場から市場に働きかける宣伝効果をもつ。

欧州の相対的に高金利の国々の発行体は、自国通貨と ECU との為替相場は欧州通貨制度を通じて一定の変動幅の範囲にあることが期待できたことから、ECU と自国通貨との金利差を ECU 起債のメリットとすることができた。また、80 年代後半から 90 年代に入ると、ECU にも通貨スワップ市場が拡大し、ECU 債による長期債務は、そのコストを米ドルやドイツマルク等の主要通貨に固定させることが可能となった。これにより ECU 債市場は、域外の発行体にとっても調達市場として機能し始めた。円や米ドルを調達していた本邦政府機関も、この頃政府保証 ECU 債をスワップ付きで公募起債している。

さらに通貨統合プロセスが具体化してゆくと、欧州の発行体にとり母国通貨だけで多額の債務を持つことにコンバージェンスリスクが生じることになり、近い将来の統合通貨市場における代表的な欧州銘柄としてのプレゼンスを高めるためにも、ECU 債の起債を積極化させ、既存の欧州通貨建債務を早めに ECU に借り替えてゆくことが戦略の一つとなり得た。こうして ECU 債は発行体にとって次第にメリットのあるものとなった。

バスケット通貨債に固有のリスク

一方、起債に固有のリスクの問題を ECU 債について考えてみると、債券市場で利用される ECU はいわゆる“民間 ECU”であるため、その造成や為替市場における交換性は、民間金融機関の商取引に全面的に依存してきたことに行き着く。しかも、欧州のみならず米国や日本の金融機関も ECU ビジネスに参加し、監督官庁も統一されていたわけではない。為替市場において ECU と他の通貨との交換が民間の商業ベースの取引として成立しなくなった場合や、ECU 取引が回避される場合には、発行体の信用状況に関係なく ECU 債市場の流動性は極端に低下し、新たな資金の流入や既発債の換金も止まり、発行市場と流通市場はその機能を停止する。そのような事態に対し一体誰がどう対応するかは、通貨当局が明確な一般の通貨危機と同様に論じることはできない。したがって、民間の銀行や証券会社が ECU 建商品の取扱いを休止してしまう可能性こそは、発行体にとり ECU というバスケット通貨で公募起債することの最大のリスクと考えられるのである。(これに対する一方策として、財務代理人に就任した銀行は、債券が償還されるまでの期間については、投

資家の要請があった場合に ECU 預金口座の開設に個別に応じる旨の一項を債券要項に設けることがある。)

もっとも、マーストリヒト条約の批准が国民投票により否決された 92 年の“デンマーク・ショック”直後の市場のように、通貨統合気運が後退し、ECU 債の起債が見送られることはあったものの、80 年代後半から 90 年代の前半のユーロ市場を総じて見れば、ECU 市場の機能停止が市場で深刻に懸念されたということはない。これは通貨統合の道筋が確立していたからである。一方、そうした道筋のないアジアにおいてバスケット通貨建の債券市場を構想する場合には、バスケット通貨の交換性を金融システムはどのように保障するかを工夫する必要があるだろう。

(3) 金融ビジネス戦略からみたバスケット通貨債

ECU 債市場の発展に民間の果たした役割は大きい。商業ベースの判断にもとづき行動する証券業者にとり、ECU 債の業務とはどのような意味があったのだろうか。

ユーロボンド市場における ECU 債ビジネス

90 年代に入ると、ユーロボンド市場における ECU 債の戦略的な重要性は大きく変化した。80 年代から 90 年代初頭までは、ECU 債の多くは発行額は小額で、償還期間は 3~5 年中心のリテール商品として設計され、ベネルクスの個人投資家層を中心に販売されていた。これは、欧州の銀行は銀証兼営のユニバーサルバンキングであり、当時 ECU 債ビジネスに最も力を入れていたのはリテール営業基盤を有するベネルクスを中心とする大陸の銀行勢であったからである。ところが 80 年代後半以降の通貨統合プロセスの進捗とともに ECU 債の市場規模が拡大するなかで、90 年代に入るとユーロボンド市場全体に、発行ロットが大きく、流動性に優れた機関投資家向けの大型起債が主流となっていった。こうしたなかで ECU 債にも機関投資家向けの起債が実現するようになり、世界の大手証券業者がしのぎをけずる引受リーグテーブルの構成要素としても重要な位置を占めるようになった。

90 年代前半は通貨統合過程が具体化してゆく時期にあたり、統合通貨の前身としての ECU 債のビジネス強化は、通貨統合を契機とする業界再編に備えた戦略としても銀証共通の重要課題となった。通貨統合とは、欧州の金融業界にとり取扱商品の統合を意味した。これまで通貨毎に自然に分断されていた国内営業基盤は、通貨統合により欧州全域を舞台とする大小金融機関の共通の競争の場となるとともに、その後の業界再編は不可避と考えられていたからである。欧州における共通通貨商品である ECU を自らの顧客基盤に浸透させ、その取扱いを増やしておくことが金融機関の統合後の市場をにらんだ顧客政策となっていた。また ECU ビジネスに強みがあることは母国通貨圏を越えた展開に重要な意味を持つとも考えられていた。アジアにおけるバスケット通貨においても、統合通貨の前身としての性格が強まるにつれて、民間金融機関の域内業務戦略上は ECU 同様に重要な役割を担うことになることが予想される。

2. アジア債券市場とバスケット通貨債

(1) ECU 債市場の発展を可能にした前提条件の整理

アジア債券市場におけるバスケット通貨債の将来を考えるにあたり、ECU 債市場の発展を支えた前提条件を整理しておこう。

- ECU 債市場の発展の前提となった政治経済上のテーマ
 - 経済共同体
 - 欧州通貨制度
 - 通貨統合
- ECU 建てリスクフリー商品の取引環境
 - 主要参加国の ECU 建て国債市場
 - ECU の合成・決済・資金取引・為替取引を支える安定した銀行システム
 - 債券先物、為替先物、スワップ等の派生商品市場
- ユーロ債券市場の債券発行・流通インフラ
 - 発行インフラ（引受業者、為替・資金市場、ヘッジ手段及びその市場、情報・通信）
 - 流通インフラ（投資家の集積、国債市場、ベンチマーク金利及び指標銘柄、マーケットメーカー）
 - 管理インフラ（財務代理・支払代理サービス）
 - 決済インフラ（決済機関）
 - 法務インフラ（弁護士、裁判所、業界自主規制組織、印刷）
 - 開示・情報インフラ（証券取引所、メディア）

この中で、特にユーロ債券市場がすでに様々なインフラを提供していたことに留意すべきである。ユーロ債券市場においては、世界的に有力な証券会社、銀行、大手機関投資家が集積していたロンドンが、起債地として必要な債券流通市場、為替・資金・デリバティブ市場からなる主要な市場機能と英法に準拠する法務サービスを提供した。また、決済機能は大陸の決済機関（ユーロクリア/セデル（現在のクリアストリーム））、開示機能はロンドン/ルクセンブルグ両証券取引所が代表し、この他大陸全域に展開する銀行ネットワークが財務代理人や支払代理人のサービスを提供することにより、欧州全体をカバーする民間中心の発行・流通システムを構築していた。ECU 債はこのユーロ債券市場の標準的なプラットフォームの上で起債され、域内全域及び域外に流通してゆくことができた。

(2) アジアにおけるバスケット通貨債市場の検討

今後議論されることが予想されるバスケット通貨のタイプを分類すると、次のように整理できる。

- 米ドル、ユーロ、日本円等の現在の基軸通貨から構成されるバスケット
- 日本円、韓国ウォン、中国元等を中心とするアジア通貨で構成されるバスケット
- 基軸通貨バスケットにアジアの主要通貨を追加する形で構成される上記 2 つのハイ

ブリッドタイプのバスケット

また、域内参加国の現地通貨建既発国債を、通貨バスケットと同じ要領でまとめることにより国債バスケットを構成し、これを担保資産として証券化することにより実質的なバスケット通貨債を市場に供給する提案もある。

域内全域を統合した市場においては、一定規模の起債ニーズに応え、域内全体の投資需要を満たすものでなければバスケット通貨債の共通通貨債としての意味は限定的なものとなる。そこで本稿ではバスケット通貨の構成方法についての議論には立ち入らず、アジア・バスケット通貨が、80年代後半以降の ECU のように市場で一定の地位を得た状態を想定した上で、バスケット通貨債が域内全域で取引されるために必要な技術的な検討課題を指摘しておきたい。

アジア諸国の努力が実を結び、現地通貨建国内債券市場が整備されてゆくと、その国々の起債インフラにしたがい現地通貨建債券の発行が活発になる。アジアの通貨制度の議論を経て、各国政府がバスケット通貨建の国債を発行すると、これに公的あるいは民間発行体が追随する可能性がある。現地通貨とバスケット通貨との為替相場の関係が市場で信認を得ることができれば、域内の投資家には外貨資産をバスケットの通貨構成比率に従って保有する動機が生まれ、域内にバスケット通貨債に対する投資需要が発生する。こうして需給関係の見込みは立つが、それだけでは規模の限られた国内市場を舞台に各国の市場慣行にもとづくバスケット通貨債が、それぞれの国内投資家向けに供給されるだけのことであり、各国の国内市場を越えた取引が自然に始まるわけではない。バスケット通貨債が域内全域で流通してゆくための共通のプラットフォームを作り上げるには、少なくとも次の2点を考えておかなければならない。

第一は、アジアの域内取引に広く利用できる標準的な債券要項を設計するにあたり、共通の準拠法をどうするのかという問題である。

ECU 債の場合には、ロンドンが提供した英国法の法務インフラが国際的な取引の基盤を支え、部分的に大陸法に準拠する起債も受け入れられていた。ECU 債には通貨主権を主張する国はなく起債地に関する規制も及ばないので、準拠法や起債地の選定は発行体の国籍と主たる投資家層の所在地を参考に、主幹事証券会社が発行体との協議で決定することができた。アジアにおいても通貨バスケット債については同様のことが起こるとしても、国際的な債券取引に適した準拠法を域内参加国の国内法のなかから選別するのは現実的とは言えないかもしれない。その場合に考えられる解決法は次の2つである。

域内参加国はバスケット通貨債取引の準拠法については、広く国際的に利用されている英国法を準用する手続きをとるという方法。ただし、この方法はアジアの自尊と自立の見地から、当然のことながら強硬な反論が予想される。

域内参加国はバスケット通貨債取引を対象に、特別法を参加国の協議により制定し、管轄裁判所を参加国の国際機関として域内に設立するという方法。バスケット通貨

は域内の全ての国にとり通貨主権の及ばない一種のオフショア通貨となることから、法の履行や税法においても参加国がそれぞれオフショア金融商品として扱うことが容易となるはずである。特別法に準拠するバスケット通貨債の市場が各国共通のオフショア市場として出来上がると、これをプラットフォームに欧米市場へのアクセスを工夫することも可能となり、アジアに域外の発行体や投資資金を呼び込むことにも役立つはずである。

第二に考えるべき点は、バスケット通貨債が各国の現地国内発行債とともに域内において流通するためには、債券の決済機構はアジアの時間帯に、現地通貨の為替市場とリンクしたものでなければならないということである。これが実現すれば欧州の時間帯で機能するユーロボンド市場の決済機関との比較においてアジアの市場参加者の利便性は高まることになる。

3. 共通通貨をもたなかった場合のアジア債券市場の今後の姿

アジアが共通通貨を持たなかった場合の将来の展開を想像してみよう。この設問は現状を前提とするだけにそれほど難しいものではない。

アジア諸国の自国通貨建国内債券市場は着々と整備されてゆくだろう。経済成長に伴い蓄積された外貨建資産の運用ニーズが強まり、国際的にも有力な機関投資家が増加する。発行体に目をやると、現在域内において欧米市場で起債可能な信用力ある発行体は約 100 ~ 130 銘柄程度とされるが、今後国際市場に出てゆく発行体の数は増えてゆく。国際的な証券業務の担い手としては、東京以外にもシンガポール、香港等に既に 1000 人規模のアジア統括本部を持つ欧米の金融機関が展開している。それらの投資銀行部門はロンドンの本部長の指揮下にあり、働き手はユーロボンド市場で訓練を受けた人々が中心である。アジアの信用力ある発行体は、ユーロボンド市場において米ドルや EURO 債の起債を増やし、その債券の一部がアジアの投資家を求めて還流する。こうしてアジア各国の債券市場は、自国通貨債券市場であると同時に基軸通貨債のビジネスでは、ロンドンをハブ市場とするスポーク市場として機能してゆく。

また、アジアのバスケット通貨債の取引が軌道に乗り始めると、商機に鋭いユーロボンド市場の市場参加者達は「アジア版の ECU」と聞くだけで、即座にその本質を理解し、自らの市場インフラに取り込もうとするだろう。

したがって、重要なことは、アジアの債券市場を発展させてゆくためには、ユーロボンド市場との競争に打ち勝つだけの利便性とアジアの事情を反映した独自性に優れた市場インフラをアジア各国が一丸となって作り上げてゆかなければならないということである。