アセアン地域債券市場育成読本

公益財団法人　国際通貨研究所
Institute for International Monetary Affairs

Occasional Paper No.28

IIMA
Institute for International Monetary Affairs

はじめに

国際通貨研究所（IIMA）は、国際協力機構（JICA）の委託を受け、日本国際協力センター（JICE）と共同して 2014 年 9 月末から 10 月にかけて 2 週間、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムの 4 カ国の財務省、中銀、証券監督委員会などの債券関係職員向けに債券市場育成の研修を実施した。研修目的は、如何に社債市場を発展させるかであるが、社債の前に国債市場が未発達、あるいは債券以前に銀行システムがまだしっかり出来上がっていない。いや銀行システムどころか自国通貨の信認が確立していないと、各国金融の発展度合いはバラバラであり、社債市場が出来るにはまだ相当距離のある国が集まっての研修であった。

本冊子は、この 2 週間の研修の内容をまとめたものである。一国の基本的な金融システムの在り方、証券決済インフラ、資金決済インフラ、外銀が途上国金融の発展に果たす役割、アジア通貨危機やグローバル金融危機の教訓など、これから債券市場を育成しようとする途上国の政策担当者の参考になるテーマを幅広く集めた。政策担当者、研究者、民間金融ビジネス関係者、また、これから金融を学ぼうとする学生に参考になれば幸いである。

研修の実施、ならびに本冊子の執筆には、政府・中銀関係者、格付け機関、金融関係者など多くの方に多大なお力添えを頂いた。これらの関係各位に対し、深く感謝申し上げる。

【研修基本情報】

研修名：	アセアン地域債券市場整備（Ⅱ）
研修目的：	今後特に債券市場の整備･発展が求められるカンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムの債券市場育成整備の政策立案者を対象に、債券市場育成のための法制度･インフラ整備や市場参加者育成に関する講義･討議･視察等を通じ、各国の債券市場整備･発展のための政策提案を作成すること。
研修員：	カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナムの、財務省、金融監督庁、中央銀行、証券取引委員会などの政策担当者
研修期間：	2014 年 9 月 29 日　–　10 月 10 日
場所：	国際協力機構東京国際センター（JICA 東京）

2015 年 3 月

公益財団法人　国際通貨研究所

目次

第１部　金融分野における基礎情報と近年の国際金融動向

第１章　債券市場育成　イントロダクション

佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発経済調査部 部長）

１．世界の金融の全体量 1

２．金融システムの構造は国によって様々 3

３．銀行と債券の機能の対比 5

４．金融における政府の役割 8

コラム１：　債券の世界 11

コラム２：　債券ファイナンスはどのようにスタートするか 12

第２章　資金決済システムについて

石嶋　和志（三菱東京 UFJ 銀行　決済事業部決済管理 Gr.　上席調査役）

１．資金決済システムの枠組み 13

２．資金決済の仕組み 14

３．決済システムに関するグローバルなトレンド 18

４．日本の決済システムの状況 19

５．日本の決済システム高度化の動向 25

第３章　日本の証券決済状況

森　剛敏（三菱東京 UFJ 銀行　決済事業部決済管理 Gr.　上席調査役）

１．決済システムの決済金額・件数 27

２．証券決済のインフラの状況 27

３．証券の電子化の状況 28

４．振替構造 29

５．国債の決済期間の短縮化の状況 29

６．日銀の取組み 30

７．ほふりの取組 32

８．日本証券クリアリング機構の取り組み 32

９．債券税制の見直し 34

第４章　グローバル金融危機とその後の国際金融規制の議論

佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発経済調査部 部長）

はじめに 35

１．金融危機とは 36

２．グローバル金融危機の経緯 36

３．金融危機の原因 39

４．なぜ危機は繰り返されるのか 52

５．国際的な金融規制改革の動き 53
第５章　ファイナンシャル・インクルージョンと G20 の動向
福田　幸正（国際通貨研究所　開発経済調査部　主任研究員）
１. Financial Inclusion の前提：途上国貧困層の家計の実態について～“Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on $2 a Day”～ 63
２．グローバル金融危機を乗り切った新興国・途上国 67
３．国際協調のプラットフォームは G7 から G20 へ 68
４．G20 サミットで採り上げられたファイナンシャル・インクルージョンとは 68

第２部　日本、アジア諸国での金融セクターにおける教訓
第１章　日本における長期資金調達
佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発経済調査部 部長）
１．金融資産の推移 75
２．長期資金供給における公的機関と民間機関の役割 75
３．住宅ローン供給 77
４．債券発行か銀行融資か 78
第２章　アジア通貨危機とその教訓
佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発経済調査部 部長）
１．アジア通貨危機の経緯 81
２．なぜ経済が好調なアジアで通貨危機が起きたのか 87
第３章　債券市場の発展:アセアン５カ国の経験と CMLV への教訓
J.C.　パレナス（野村資本市場研究所　シニア・アドバイザー）
はじめに 93
１．ASEAN 債券市場の発展に向けた主な課題 94
２．CMLV に対する教訓 97

第３部　アジアの債券市場と金融協力
第１章　東アジア債券市場：発展と課題
山口　綾子（国際通貨研究所　経済調査部　上席研究員）
１．なぜ地場通貨建て債券市場育成が必要か 101
２．アジア債券市場育成のための国際的な枠組み 102
３．東アジア地域の債券市場の現状 105
４．展望・課題 114
第２章　Asian Bond Markets Initiative: A Primer
津田尊弘（財務省　国際局調査課　課長補佐）
はじめに 119

１．立上げから新ロードマップ策定まで（2003 年 8 月～2008 年 5 月）.....121
２．「新ロードマップ」策定以降の取組み（2008 年 5 月～）.....123
３．現在の ABMI の諸活動.....126
４．結び.....134
第３章　CLMV 諸国の金融システム安定
山田　隆人（日本銀行　国際局国際連携課　企画役）
大島　祐也（日本銀行　国際局国際連携課　企画役補佐）
１．CLMV 諸国の金融システムの現状.....137
２．通貨危機に対する頑健性.....140
３．参加者からの質問への回答.....143
（参考）アジア・ボンド・ファンド（ABF）の解説.....145
第４章　アジアの格付け機能の拡充
仲川　聡（株式会社日本格付研究所）
１．東アジアにおける格付制度の強化に向けた地域協力.....147
２．格付とは？.....148
３．アジア格付機関連合（ACRAA）.....153
４．ACRAA の地場格付機関の基本行動規範.....156
第５章　アジアのインフラ需要と債券による調達の可能性
中村　明（国際通貨研究所　経済調査部　副部長）
１．アジアにおけるインフラ投資の資金需要.....159
２．インフラファイナンスの仕組み.....161
３．インフラプロジェクトの多様な資金調達手段.....162
４．インフラプロジェクトの実施時期ごとの特徴と主な資金調達手段.....165
５．官民連携による資金手当て～民間資金の活用.....166
第６章　最近の中国における社債市場の発展について
五味　佑子（国際通貨研究所　開発経済調査部　研究員）
１．中国の債券市場と社債.....169
２．中国の社債市場の特徴.....171
３．中国の社債市場の問題点.....176
４．今後の展望.....177

第４部　アジア債券市場育成に向けた日本の公的金融や民間銀行の取り組み
第１章　日本の公的金融：国際ビジネス支援とアジア債券市場育成への取り組み
西沢　利郎（東京大学公共政策大学院 教授）
１．日本の公的金融.....179
２．国際協力銀行の機能と役割.....180

３．国際協力銀行の過去 60 年と業務分野の変遷 182
４．国際協力銀行のアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）への貢献 183
５．ASEAN 諸国における債券市場育成に向けてどのように協力できるか？.....188
第２章　債券市場における MUFG の役割とアジアビジネス戦略 191
板垣　靖士（三菱東京 UFJ 銀行　ｱｼﾞｱ･ｵｾｱﾆｱ本部ｱｼﾞｱ･ｵｾｱﾆｱ企画部 部長）
１．三菱 UFJ フィナンシャルグループについて 191
２．債券市場における MUFG の役割 193
３．BTMU のアジア戦略 198
４．アジア債券市場の発展に向けて 200
最後に 206

第１部　金融分野における基礎情報と近年の国際金融動向
第１章　債券市場育成　イントロダクション
佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発経済調査部 部長）

1. 世界の金融の全体量

コース全体のテーマは債券市場育成であり、本稿はそのイントロダクションだが、最初に、金融とは何かという全体像や、そこに流れる基本原則的な事柄にふれたい。2007 年のグローバル金融危機を引き起こした市場の過ちはいずれも初歩的なものであったが、金融が証券化・デリバティブズによるリスク移転などを含んだ複雑な構造に発展して全体像がみえにくくなったため、金融関係者は多くの専門的な知識を持ちながら、過ちを見過してしまったのである。こうした危機の教訓を踏まえ、第１章では、債券市場という狭い範囲にとらわれず、金融全体を見ていきたい。

世界中の金融活動の量はいったいどれくらいか、という漠然とした質問にどう答えればよいだろうか。金融活動を量的に表す基本的な測り方は「実行額」「残高」「売買高」の 3 つがある。実行額は英語で Flow といい、一定の期間に流入・流出した資金の規模を捉える概念である。貸出や投資の実行額、あるいは回収金額がこれに当たる。「一定の期間」の単位は通常、月・四半期・年である。Flow（資金の流出入）の結果、月末や年末時点の静態的な量が幾らであったかを捉えるのが残高である。英語では Outstanding や Stock という。売買高は成立した売買取引の規模を捉える概念で、一日の売買高が特に注目される。

一般に、マクロの政策担当者が貸出や債券の量の大きさを捉えるのに便利なのは「残高」である。また実額と同時に重要なのが GDP 対比での大きさだ。金融の過度な膨張によって危機が起こり銀行に大量の不良債権が発生した場合、その処理は不良債権の買取機構の設立や銀行への資本注入など、ともかく財政の負担になる。この時、財政の大きさは GDP に依存し、不良債権の大きさは金融資産の大きさに左右される。このため、貸出や債券発行の残高は、GDP の大きさとの対比で監視していくことが重要なのである。

実際に世界全体の金融資産をみよう。IMF が毎年 4 月と 10 月の年二回発表する Global Financial Stability Report の中では、Capital Market Size という名称の便利なデータが発表される。（下図）

Table 1. Capital Market Size: Selected Indicators, 2012
(In billions of U.S. dollars unless noted otherwise)

	GDP	Total Reserves Minus Gold	Stock Market Capitalization	Debt Securities Total	Bank Assets	Bonds, Equities, and Bank Assets	Bonds, Equities, and Bank Assets (In percent of GDP)
World	72,105.80	11,405.70	52,848.50	98,973.90	121,946.50	273,768.90	379.7
European Union	15,515.10	498	10,085.90	29,296.60	47,856.30	87,238.70	562.3
Euro area	12,191.60	332.5	5,845.70	21,822.90	34,969.70	62,638.30	513.8
North America	18,066.00	207.5	18,883.20	37,292.40	18,679.00	74,854.60	414.3
Canada	1,821.40	68.4	2,027.60	2,100.60	3,856.50	7,984.70	438.4
United States	16,244.60	139.1	16,855.60	35,191.70	14,822.50	66,869.90	411.6
Japan	5,937.80	1,227.10	3,638.60	14,592.40	12,324.30	30,555.40	514.6
Memorandum items:							
EU countries							
Austria	394.7	12.2	112.3	637.4	1,295.70	2,045.40	518.2
Belgium	483.2	18.6	297.8	736.2	1,330.40	2,364.30	489.3
Denmark	315.2	86.1	243.8	920.2	1,188.20	2,352.10	746.3
Finland	247.3	8.5	163	281.8	583.7	1,028.50	415.9
France	2,612.70	54.2	1,662.70	4,533.00	9,458.20	15,653.90	599.2
Germany	3,427.90	67.4	1,567.10	4,355.20	8,743.80	14,666.10	427.9
Greece	248.6	1.3	44.9	237.5	445.1	727.5	292.7
Ireland	210.8	1.4	107.2	1,204.60	1,151.40	2,463.30	1,168.80
Italy	2,014.40	50.5	509.7	3,895.40	3,212.90	7,618.00	378.2
Luxembourg	55.2	0.9	70.3	729.7	969.8	1,769.90	3,207.90
Netherlands	770.5	22.1	651	2,285.30	2,673.70	5,610.00	728.1
Portugal	212.3	2.2	70.9	395.7	656.4	1,123.10	529.1
Spain	1,323.20	35.5	567.9	2,422.10	4,246.60	7,236.70	546.9
Sweden	523.9	45.5	580.6	775.3	816.4	2,172.40	414.6
United Kingdom	2,484.40	88.6	3,415.70	5,778.20	10,882.00	20,075.90	808.1
Newly industrialized Asian economies	2,151.90	1,302.70	5,943.60	2,316.50	5,043.30	13,303.40	618.2
Emerging market economies	26,834.40	7,378.40	11,196.30	10,834.10	30,412.80	52,443.30	195.4
Of which:							
Asia	12,383.30	4,187.30	5,852.70	5,491.50	21,081.30	32,425.60	261.8
Latin America and the Caribbean	5,632.60	798.3	2,475.60	3,590.00	3,947.70	10,013.30	177.8
Middle East and North Africa	3,084.20	1,278.20	895.3	221.1	1,921.30	3,037.60	98.5
Sub-Saharan Africa	1,275.70	201.9	606.1	259.8	631.1	1,497.00	117.4
Europe	4,458.60	912.7	1,366.60	1,271.70	2,831.50	5,469.80	122.7

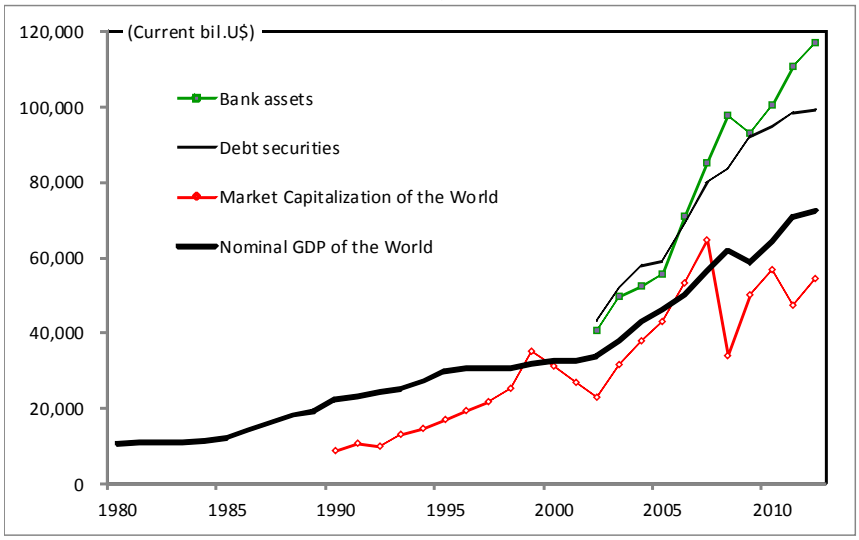
IMF のデータを時系列でつなげたのが次の図である。金融資産は時間の経過とともに、残高でも GDP 対比でも拡大していることがわかる。株式は価格変動の影響を大きく受けたためグローバル金融危機の 2007 年から 2012 年までほぼ横ばいだが、銀行資産や債券市場残高は順調に伸びている。金融資産は国の発展とともに拡大する傾向があり、一般に先進国の方が金融資産 GDP 比率は高く、途上国は低い。理由は様々だが、一般的には、経済が発展するほどに富が蓄積されていく面や、経済ガバナンスの発展、金融システムや信用秩序への信認向上により、金融活動がより活発になるという要因が考えられる。

その中で、アジアは一人当たり所得水準の割に金融資産 GDP 比率は高いという特徴がある。これは、勤勉な国民性と高い貯蓄率といった経済文化的な要素もあるし、国、体制、また国が管理する金融システムへの信頼が高いことなども関係していると考えられる。特に国への信頼という点では、これが低いゆえに金融資産の積み上がりも低いのがロシアである。

金融界では、金融が高度化するにつれて間接金融（銀行を仲介とした金融）から直接金

融（証券を仲介とした金融）へと比重が移っていくという通念があり、ある程度は正しい。しかし、ビジネスモデルとしての間接金融から直接金融への移行は、必ずしも商業銀行が減少して投資銀行が増加することを意味しない。グローバル金融危機で経営難に陥った中に多くの商業銀行がいたことが示す通り、債券市場が拡大する中で、商業銀行まで含めて多くの大手銀行が、債券保有や証券化など様々な形で直接金融に関与している。

Financial assets and Real economies
金融資産と実体経済



(Source) IMF, WFE

2. 金融システムの構造は国によって様々

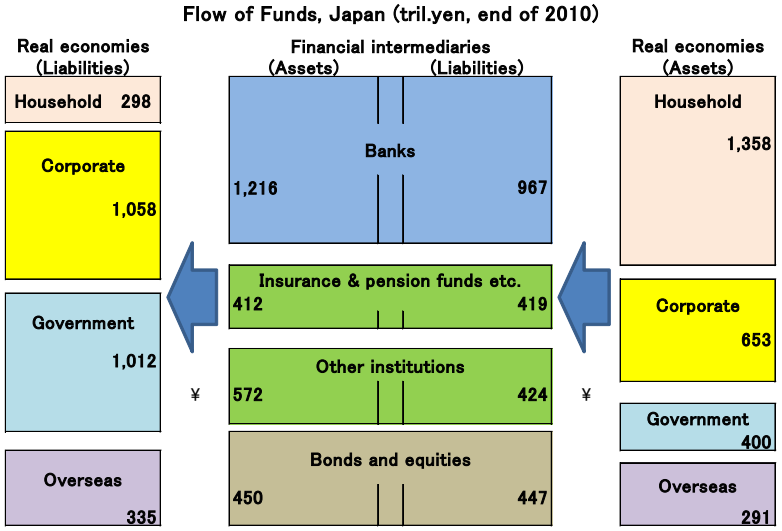
資金調達・運用手段には既述の通り、銀行の金融仲介機能、債券、株の 3 つがあるが、一国の中でのその構成比は様々だ。米国では比較的、銀行融資の規模が小さく、債券市場の規模が大きい。債券市場では政府債、社債のどちらの市場も大きな存在感がある。日本とイタリアも債券市場が大きいが、政府債務残高が大きく、国債発行によって財源を穴埋めしているためであって社債市場の発展が主因ではない。NIEs 諸国では株式市場の存在が目立つが、これは主に香港とシンガポール市場において株式市場の存在が大きいためだ。

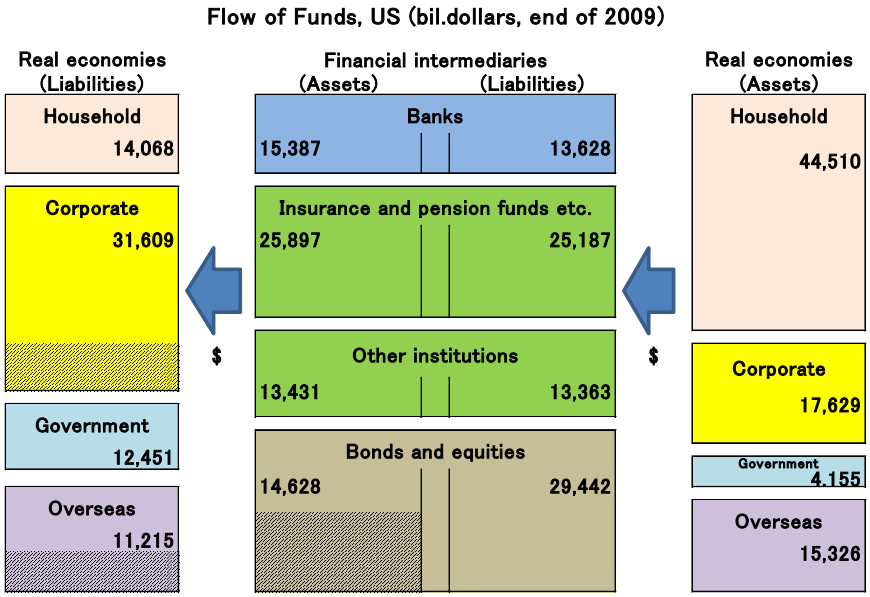
国全体の金融構造をつかむには、「資金循環表（Flow of Funds）」と呼ばれる統計をみる。これは「国民所得統計（National Accounts）」、「国際収支表（Balance of Payment）」と並んで、一国のマクロ経済金融の状況をつかむのに不可欠な統計である。国民所得統計が生産活動やその結果生まれた付加価値が、誰に分配されどう使われたかという実体経済の流れを表す統計で、国際収支表が国の海外との取引を輸出入から金融取引まですべて表した統計であるのに対し、資金循環表は一国のすべての金融取引をフローとストックの両面で捉えた統計である。あらゆるお金について、誰のお金か、誰が借りているのか、誰が両者の債券債務関係を仲介しているのかが一覧になっている。もちろん「一覧」といっても、

たとえば米国の資金循環表は、160 ページに及ぶ膨大な冊子となる。

以下に資金循環表から作成した日本と米国の資金の流れを残高ベースで示した。両国に共通しているのは、その他の多くの諸国と同様に、家計部門が金融資産の最大の保有者という点である。金融システム構築の初期段階で重要なのは、家計部門に対して、国内の金融システムに資産を委ねようという積極的な気持ちを抱かせることだ。これが健全な経済発展の必要最低限の条件であろう。なぜなら、金融監督の未整備が原因で銀行危機を経験してしまうと、その後では、なかなか家計は個人の資産を銀行に預けようという気持ちにはなれない。金のような実物資産や現金によって保管したり、外国の銀行に預けてしまい、その分が国内産業の育成に回らなくなってしまうからである。

最大の借り手は企業である。これもほとんどの国で共通した現象である。企業に資金が十分に流入して生産活動が起こり、企業の生産の積み上げが国の成長であり、勤労者の所得も成長の中で増加し、結果として家計資産も増加する。ASEAN 諸国の現状からはかなりかけ離れた未来のことだが、今の日本では、資金循環表でみれば企業に代わって政府が家計の資金を受け入れている。これは主に家計向けの社会保障として支払われており、企業の生産活動にはつながっていない。その結果、成長率が伸び悩んでいる。規制緩和など、企業の活動意欲を高めるような改革を進めなければ、低成長と社会保障負担増の悪循環に陥る可能性がある。





金融監督者が資金循環表の中で注意を払わなければならないのが、図の真ん中の金融仲介の部分である。債権者と債務者の間には無数の金融チャネルがあり、銀行、保険やファンド、その他金融会社、証券によって複線化しているのは、リスク分散の点で都合がよい反面、複線が度を越えて複雑になりすぎると、問題が起きた際に問題の特定や対応がそれだけ難しくなる。

グローバル金融危機の教訓のひとつは、上記の 4 つのチャネルは互いに独立しているわけではなく、子会社などを通じて相互に乗り入れており、大きな金融の「波」が来たときには、それが上昇の波だろうが落ち込みの波だろうが、共鳴し合うことが多いということである。さらに、危機発生の際はすべてのタイプの金融機関が危機発生に関与したにも関わらず、預金保険や資本注入など政府のセーフティネットで保護されるのは商業銀行が中心である。財政余力には自ずと量的限界があり、すべての金融機関を救うわけにはいかない。このため、顧客から預金を預かり、決済という重要な経済インフラの役割を持つ商業銀行が優先的な扱いを受けることになる。

3. 銀行と債券の機能の対比

債券について理解を深めるには、銀行との機能の対比をとらえるのが良策である。与信判断、リスク管理、危機的な状況に陥った時に誰がどう対応するのかなど、ひとつひとつの金融における重要なポイントを両者比較でとらえると分かりやすい。

（1）銀行の機能

銀行は預金者から集めた預金を家計や企業向けに貸出する。日々の過不足はインターバ

ンク市場にて調整し、例えば預金の引き出しが発生して貸出に対してに預金が不足する場合は、同市場で短期的な資金借り入れを行うことで預貸のバランスをとる。また銀行は伝統的に、貸出先の信用状況について満期まで責任を持って監督する（今日では貸出債権も流通市場が発達し、満期までの与信管理がすべての貸出で行われるわけではないが)。この銀行の役割は至って当然のことのように思われるだろうが、金融サービスが細かく分断されて各々が専門化するなかで、この基本的役割が忘れられたために発生したのが、サブプライム危機の一因である。

金融業とは、つまるところ貸出が返済されない事態をどのように避けるか、あるいはそれが起きてしまったときに被害をどう最小化するかという工夫の連続である。銀行金融においてこの工夫がどう行われるかを以下の 3 つの問題提起にそって考えたい。

i. 債務者の信用情報は誰がどうやって集めるか
ii. 債務者の信用が不足しているとき、銀行はそれをどう補完するか
iii. 債務不履行が起きたらどうなるのか

i: 債務者の信用情報収集は銀行の本業であり、銀行は貸出前から返済まで収集を続ける。銀行は債務者の預金の動きを通して債務者がどのような経済状況にあるか常に把握できるため、このようなモニタリングの実施力を十分に有している。

ii : 銀行は日々の預金の動きを通して債務者の信用状態を詳細に把握し、悪化の場合は債務者に預金の積み上げや、それが難しい場合は他の担保の差し入れを要求する。銀行は債権保全のために債務者の預金を凍結することも可能で、債務者の信用管理において圧倒的に強い立場にある。

iii : それでも債務不履行が起きた場合、銀行は早急に債務者の住宅、事務所や工場の機械など現金化出来そうな物件を差し押さえ、できるだけ貸し倒れの損失を抑える。これら資産の処分によっても補てん出来なかった分は銀行の損失として計上しなければならない。

銀行の損失が銀行の自己資本を超えるほど大きくなりそうな場合、政府主導で預金保険による預金保護が実施され、同時に銀行に対して、減価した自己資本を回復させるために公的資金を使った資本注入が検討される。政府がこうした迅速な対応を示さなければ当該銀行の預金者はパニックに陥る。取り付け騒ぎは他の銀行の預金者にも伝播しやすい。

いくつもの銀行が同時に債務超過に陥り、政府の財政では必要な資本注入に応じられない場合、IMF や当該国と関係の深い国の政府が資金的な支援を差し伸べる。先進国では滅多にない事象だが、2010 年にユーロ圏のギリシャでは起きた。

（２）債券の機能

銀行が大勢の従業員を抱える「機関」であるのに対し、債券は契約が書かれた「紙」であり、その契約に基づいて投資家と発行体の間に債権債務関係が成立する。投資家にとって魅力的な企業は、社債発行によって銀行借入の場合と比べて低い金利で多くの資金を調達できる。投資家は社債購入によって預金を銀行に預けるよりも高い利回りを得ることが出来る。社債にはいつでも流通市場で売却して現金化できる魅力もある。

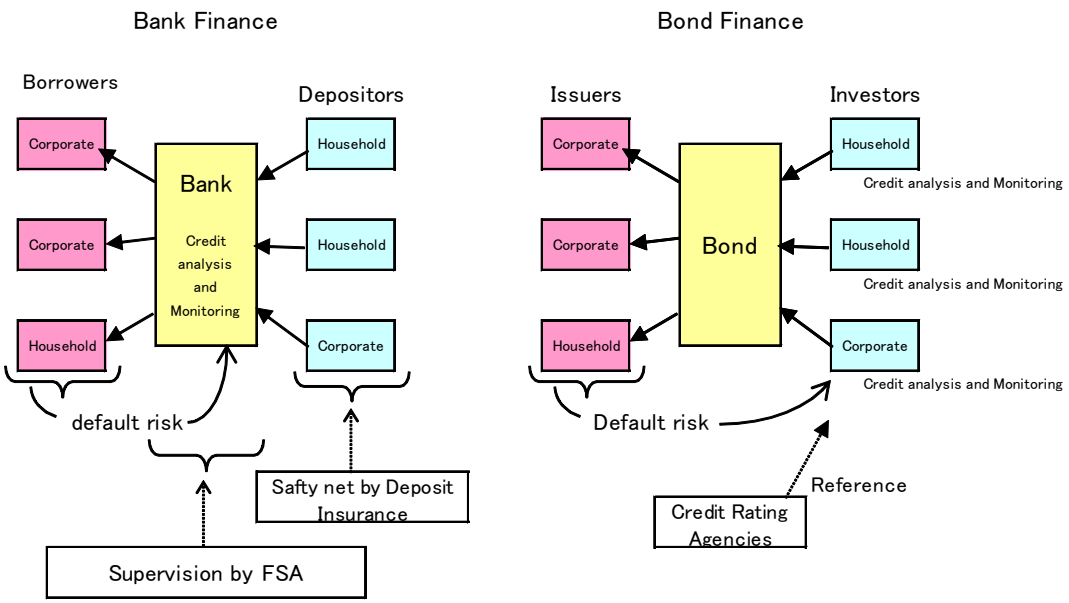
債券発行において信用補完はどう行われるか、上述の銀行融資に関連して記した i、ii、iii の項目に沿って考えよう。

i : 発行体（債務者）に債券発行を持ちかける証券会社が、発行体に目論見書、すなわち発行体が発行前に投資家に対して自社の信用情報を説明する資料を用意させ、投資家がこれに基づいて与信判断をする。

ii : 発行体の信用不足に際しては、資産担保証券のように担保を付けることができる。ドイツで古くからある Pfandbrief という金融債も、銀行の不動産ローンを担保に発行する債券である。しかし、いったん発行されてしまった後では、発行体の信用状況が悪化したからといって担保を追加徴収することは非常に難しい。発行体の信用状況についてのモニタリングは原則的には投資家自身の役割だが、実際、実効性のあるモニタリングを続ける投資家は少ない。

この i と ii の点は、債務者の信用情報がどのように債権者によって収集・加工され、与信に至るか、またその後の債務者の変化をどのようにモニタリングするかという情報収集加工の主体や手法の違いが、如何に銀行と債券では際立っているかを示している。

iii : 債券のデフォルトは、発行体の信用に決定的なダメージを与える。発行体は資本市場から長期間締め出されるだろう。投資家にとっても大きなダメージである。債務者の預金やその他資産を差し押さえたりするような銀行の債権保全の行動を、投資家が債務者に対して実施することは不可能に近い。銀行ファイナンスと債券ファイナンスは、景気が悪化し、企業の業況が悪くなって、このデフォルト状態が発生した時に、本質的な違いが表面化する。



4. 金融における政府の役割

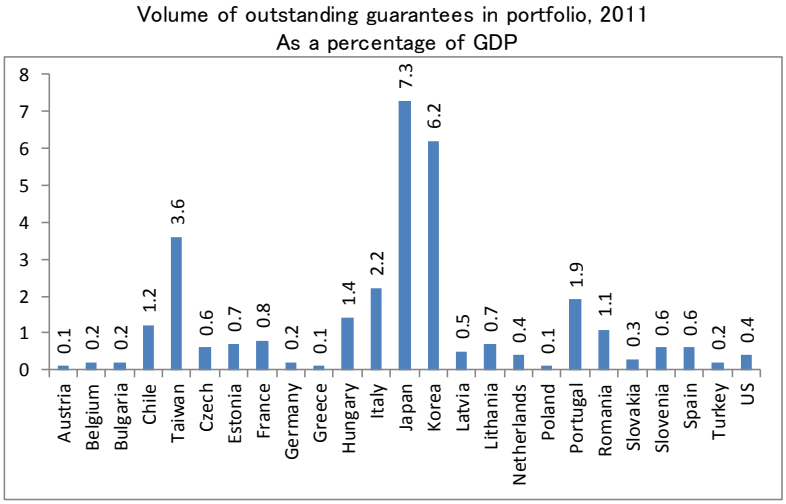
金融は重要な経済インフラである。政府は金融システム全体の安定と国民に対する金融サービスの質の向上に多くの面で関与しなければならない。技術的なサポートから金融監督まで非常に幅広いが、ここでは、市場原理だけに任せっきりにしないという意味で重要な役割を 2 点述べたい。

（1）中小企業金融における政府の役割

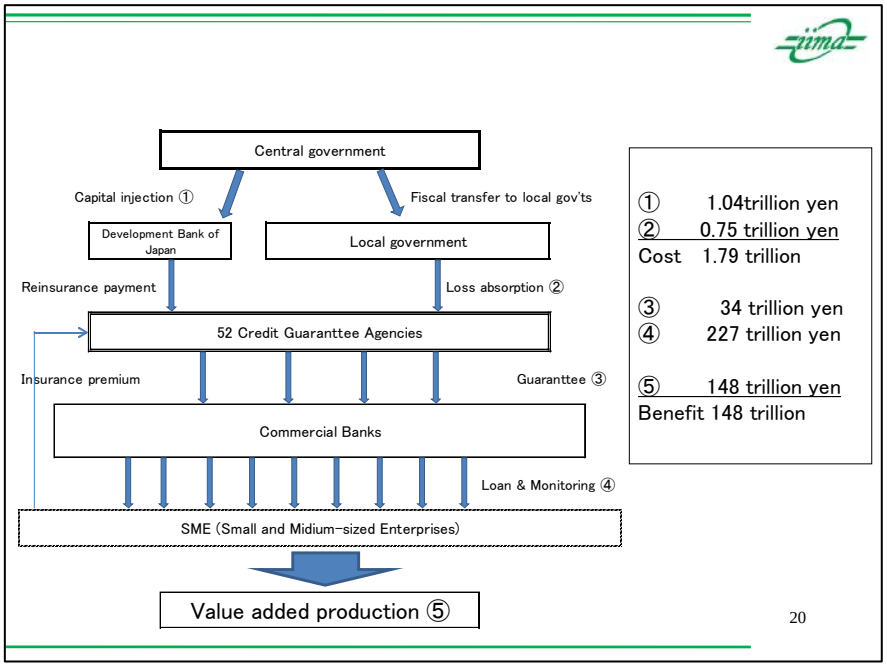
これは債券と直接関係のない話だが、どの国の政府も非常に関心の強いことなので触れておきたい。どの国でも、中小企業は経済の中で大企業にはない役割を担っている。彼らは経済の活力とイノベーションの源である。小規模であるからこそ、社会のニーズの変化を敏感にとらえた直観的に小回りのきく経営判断を時に下し、短期間で会社全体のビジネスモデルを変えることができる。一方、循環的な経済の波には弱い。大企業が事業の多様化によって、一部の部門の不調を他の部門でカバーできるという複線化したビジネスモデルであるのに対し、中小企業はしばしばひとつのビジネスモデルに依存しているため、倒産に追い込まれ易い。

市場原理による淘汰と称して中小企業の運命を景気の波に任せていては、不況の度に倒産と失業が増加し、経済全体としても社会コストがかさんで非効率である。このため、中小企業にはある程度の公的な支援が必要であるが、いくらまでの税金を投入してどこまで支援できるかが、どこの国でも問題になる。

日本の場合は、比較的大規模に支援している。2011 年時点で GDP 比 7.3%相当の中小企業向け貸出に政府の保証が付けられている。これは金額で 34 兆円、中小企業向け金融 227 兆円の 15%に相当する。実際に倒産が起こって投入された税金の額は 1.79 兆円である。この国民の負担に対してどれだけのメリットがあるかは、中小企業全体の同じ年の付加価値生産額が 148 兆円という GDP の約 30%に相当する規模であったことと照らし合わせるのが良いだろう。税金投入によって中小企業金融全体が安定し、雇用も創出される。政府が要所要所で関与することで、市場原理だけでは生まれない金融の安定が作り出されていると評価できる。



(Source) OECD



（２）債券市場における政府の関与の例

債券市場に政府が関与した例として、韓国政府の対応を取り上げる。アジア通貨危機発生時に多くの韓国企業が 3 年満期の社債を発行することによってひとまず資金難を乗り切った。しかし、その満期が集中した 2001 年、再び社債市場に債務不履行が増えるのではないかという不安が投資家の間に強まった。債券ファイナンスの特徴は、投資家の不安心理が広まると、市場全体の需要が崩れるために、経営不振の企業の債券のみならず、優良な企業すら債券発行が難しくなることである（福島原発事故による東京電力の社債の需給の崩れが、日本の社債市場全体に一時広まったことも同じケースである）。

韓国政府は、この時 Korea Development Bank（KDB）を使って迅速に債券市場に介入した。この政策は「Quick Underwriting Measure」と呼ばれ、政府は、満期分の 20%を償還可能な社債に対し、残り 80%の部分を KDB の引き受けで新たな社債に乗り換えさせた。これによって多くの健全な企業が市場心理の悪化に巻き込まれることなく、長期資金の調達を続けることができた。

この様な対応の際に問題になるのは、政府による支援が発行体や投資家のモラルハザードにつながらないかという点だが、韓国政府は当時、対象となる社債に以下の 4 つの条件を付けた。

- 対象は、一時的な流動性危機に陥った企業であり、少なくとも償還額の 20%は支払える能力がある。
- 債務整理のための管理下にある企業は対象外。
- 実現性のある経営再建計画を示すことができる。
- 乗り換え社債の満期は 1 年とする。

韓国政府の関与がなければ、支払い能力のある企業も一時的な債券市場の信認喪失の波に巻き込まれて倒産し、韓国経済の損失は甚大だったであろう。特に債券ファイナンスでは、市場のセンチメントが相手なだけに迅速さが求められるが、当時の韓国政府の対応の速さは高く評価されている。

コラム１：　債券の世界

債券取引に関わるキーワードと債券市場におけるキープレイヤーは以下の通りである：

キーワード	解説
クーポン	債券の金利のことをクーポンと呼ぶ。特に断りがない限りは固定金利であり、利払いは普通は６カ月ごとである。
元本金額	債券の額面金額
満期	元本金額と最後のクーポンが支払われる日
変動利付債	変動金利がついている債券で、英語で FRN（Floating Rate Note）と略されることが多い。
ディスカウント／プレミアム	債券は常に市場で価格が立っているが、額面通り 100%の価格の状態を「パー」と呼び、101.25 などそれ以上の価格の状態を「プレミアム」、99.75 などそれ以下の価格の状態を「ディスカウント」と呼ぶ。
満期利回り	市場での購入はパーバリューでないことの方が普通であり、ディスカウントやプレミアムの価格で買ったときに利回りが何%であるかが常に投資家の関心時である、これを満期利回り、英語では Yield to maturity(YTM)と呼ぶ。例えば、1 年後に満期がくるクーポン 5%の債券を 98.5 の価格で購入した投資家にとって、YTM は　YTM: (100+5) / 98.5 - 1 = 6.59%　となる。
格付け	格付けは債券発行体の信用度合を表す情報で、格付け機関が呈示する。典型的には AAA（トリプル A）が最高位であり、AA、A、BBB、BB、B、CCC と下がってくる。

キープレイヤー	解説
発行体	債券発行者。Debtor とも言う。銀行ファイナンスにおける Borrower に相当。
主幹事	債券を引き受ける金融機関のうち、中心となる金融機関。銀行ファイナンスにおける貸出実行の係に相当する。主幹事や引き受け業者（下記参照）が発行額全額を投資家に販売することができなかった場合、残額は主幹事が引き取る。これにより、発行体は予定通り発行額全額を調達することができる。
投資家	債券に投資する者。銀行ファイナンスでは預金者（Depositor）に相当。投資家と預金者の最大の違いは与信判断についての責任の所在である。投資家は債務不履行の信用リスクを負うが、預金者は銀行が支払い不能になった場合、一定額までは預金保険によって保護される。
引き受け業者	発行市場で主幹事から直接新発債を購入する金融機関。購入した債券を自社とコンタクトのある投資家に販売する。新規発行に際して何社の引き受け業者を立てるかは、主幹事の判断による。
カストディアン	証券を預かり、売買が起こるたびに所有者変更を実施するほか、元本やクーポンの利

	払い事務を行うなど、バックオフィス機能を提供する機関である。
格付け機関	一本ごとの社債や、社債発行者に格付けを行う機関。格付けは、投資家が投資の際の判断材料にする重要な信用情報であるが、あくまで投資家自身の投資判断のレファレンスとしての位置づけである。したがって格付け機関は格付けに対し責任は負わず、格付けが間違っていた結果、投資家が損失を被っても、格付け機関が求償されることはない。しかし、当然、そのような格付け機関の評判は落ち、繰り返しの内にやがて信用を失い、倒産する。

コラム２：　債券ファイナンスはどのようにスタートするか

債券が発行される時のことをローンチ（Launch）という。銀行貸出と違い、ローンチは、その都度、成功か失敗かを市場参加者の間で評価される。成功したローンチとは、引き合いが強く発行して短期間に債券全額が売却されることである。

ローンチの成功は２つの要素に依存する。ひとつはプライシングの適切さである。投資家が適当だと思う利回りを正確に当てて正しいプライシングされた債券は順調に市場で売却される。もちろん、投資家を喜ばせるために割安に値付けすれば、発行企業からは逆に評判を落とし、割高に値付けすれば、投資家に買ってもらえない。

もうひとつは、当該市場全般のセンチメントだ。これは発行企業各社の状況とは全く関係なく決まってしまう要素で、発行市場の難しい点のひとつだ。値付けが適切でも、例えば中銀が突然利上げを発表するなどの市場のセンチメントを冷やす出来事が起きてしまえば、債券の発行は失敗することがある。

最後に債券の値付けについて簡単に説明しよう。投資家は当該通貨の中央政府の債券の利回りよりどれくらい利回りが上乗せされているかに関心がある。一方発行体は、同じ期間の銀行貸出金利よりどれくらい金利が低いかという点に関心があるが、より技術的に言うと、金利スワップの金利対比で±何%か、すなわち Libor±何%で調達できるかということに関心がある。。この両者の関心を計りながら、主幹事は適正な発行価格を決めていくのだが、優先的に考慮されるのは投資家の関心である政府債に上乗せするスプレッドだ。この点で、市場のレベル感を外した債券を発行しても誰も買ってくれない。これに基づいて価格を決め、それで発行体が満足すれば発行するし、満足しなければ価格を調整するのではなく、発行自体を見合わせる。

第２章　資金決済システムについて

石嶋　和志（三菱東京 UFJ 銀行　決済事業部決済管理 Gr.　上席調査役）

本章では資金決済システムに関し、資金決済システムの枠組みと仕組み、グローバルトレンド、日本の資金決済の状況、及び日本の決済システムの高度化の動向について説明する。

1. 資金決済システムの枠組み

（１）資金決済システムの使命

資金決済システムは市民生活や経済活動を支える社会インフラとして極めて重要な使命を帯びており、安全性、効率性、利便性が重要な要素である。資金移動が依頼人から受取人の間で安全確実に実施されなければ、市民生活や経済活動は成り立たない。確実に実施されたとしても、長い時間を要する、またはいつ完了するのか分からないという状態であれば、市民生活や経済活動を安定的に行うことは難しい。近年は ICT（情報通信技術）の発展によって利便性の高い決済手段が次々と登場しており、人々のライフスタイルや企業活動が変化する中で、利便性の向上が一層重要なテーマとなっている。

（２）決済システムを取り巻く利害関係者

決済システムがその使命を果たすためには、様々な利害関係者（ステークホルダー）の関与が必要である。

金融監督当局：法的枠組みの策定、および法令順守を指導・監督する。

中央銀行：決済システムのオーバーサイトと運用を行う。

決済サービスの提供者：かつては主に銀行であったが、昨今はその他の事業者の存在感も増している。

決済システム利用者：個人、法人、公的機関の他、金融機関も含まれる。

FMI（Financial Market Infrastructure：金融市場インフラ）：支払システム、清算機関などの総称であり、制度ルールの策定と共に決済制度の運用を担う。

ICT プロバイダー：送金依頼から入金通知まで（End-to-end）の一連の手続きの電子化が進む中、重要性が高まっている。決済システムの運営には莫大な保守費用が必要であり、一度構築した決済システム基盤は長期に亘って利用される場合が多いため、プロバイダーは先を見据えて選定する必要がある。

安全で効率的かつ利便性の高い資金決済システムの構築・運営を実現するには、様々なレベルでの枠組みが必要である。下表に規制、標準、市場慣行の３つのレイヤーにおける関係機関とその具体的な事例を示す。

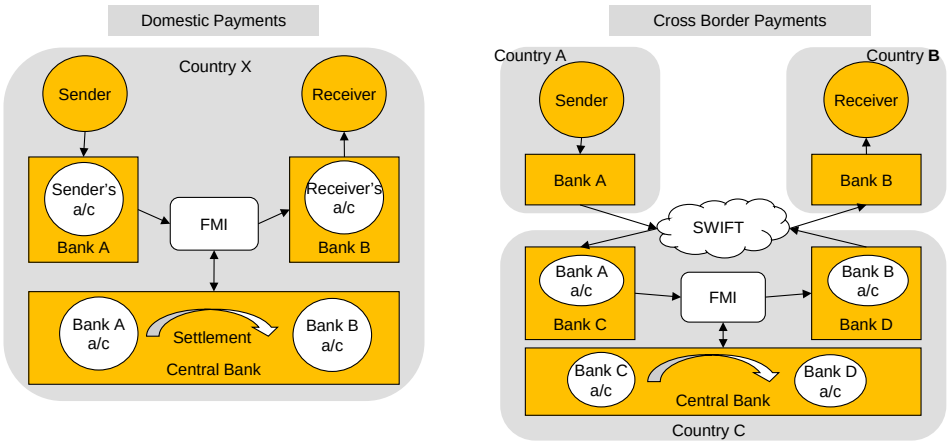
	Regulation	Standards	Practice
Governing body	- BIS/CPSS - FATF - National Regulators and Central banks	- ISO - SWIFT - National Bankers Association - NACHA (US), EPC (EU), etc.	- National or international private communities - SWIFT
Examples	- *Principles for FMI* - *FATF Rec.16* - *PSA (JP)* - *Dodd-Frank 1073 (US)* - *PSD (EU)*	- *ISO20022/XML* - *BIC* - *IBAN* - *SSI*	- *PMPG* - *Wolfsburg Group (for AML/CTF)*

- SWIFT = Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications
- BIC = Business Identifier Code
- IBAN = International Bank Account Number
- SSI = Standing Settlement Instruction
- PMPG = Payment Market Practice Group

2. 資金決済の仕組み

（1）内為と外為

下記は、内為と外為の処理フローの俯瞰図である。内為では原則として利害関係者が同一国内に存在し、同一の法体系、制度（ルール）、電文書式、言語、時間帯、商習慣で決済が行われる。一方、外為には複数の国の利害関係者が関与し、異なる法体系、制度（ルール）、電文書式、言語、時間帯、商習慣で決済が行われるため、プロセスがより複雑である。



（2）シングルペイメントとバルクペイメント

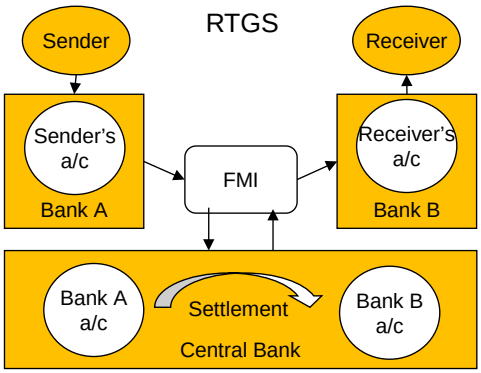
決済データの送信方法はシングルペイメントとバルクペイメントに大別される。シングルペイメントでは一つの支払指図が単体で送信されるのにたいして、バルクペイメントでは複数の支払指図がまとめて送信される。それぞれの用途や特徴は下表の通りである。

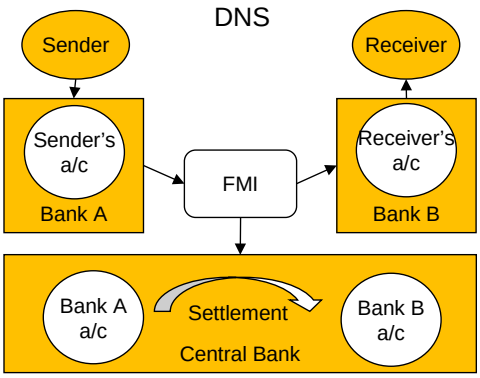
	Single payment	Bulk payment
Usage	Domestic HVP (High Value Payment) and Cross-border payment	Domestic LVP (Low Value Payment)
Business scope	Treasury payment, Import/export settlement, foreign remittance, etc.	Salary, pension, utility bills, rent, dividend, etc.
Other characteristics	- One transaction per message - Settlement by transaction	- Multiple transaction per message - Settlement in bulk

（3）RTGS と DNS

銀行間の主な資金決済方法は、RTGS（Real-time Gross Settlement：即時グロス決済）と DTNS（Designated Time Net Settlement：時点ネット決済）の 2 つである。下図の通り、仕向銀行から FMI に発信された支払指図は、RTGS では中央銀行で一件ずつ即時決済された上で、FMI 経由で受取銀行に届く。一方、DTNS では受取銀行に転送された上で、毎日一定の決済時刻に FMI が算出したその時点の各行の受取総額と支払総額の差額部分が中央銀行にて決済される。

DTNS では決済時刻に引落資金が不足する銀行がひとつでもあれば、すべての決済が停止する可能性があるが、RTGS では連鎖的な決済リスクを回避できる。このため、世界的な流れとして DTNS から RTGS への移行が進んでいる。しかし、RTGS では支払指図のグロス金額が必要となるため、より多くの手元資金（流動性）が必要となる。特に、取扱いピーク日には支払銀行の引落資金または担保の不足によって支払指図の受取が遅延する可能性が高まる。このため、日中流動性を供与する仕組みが不可欠である。

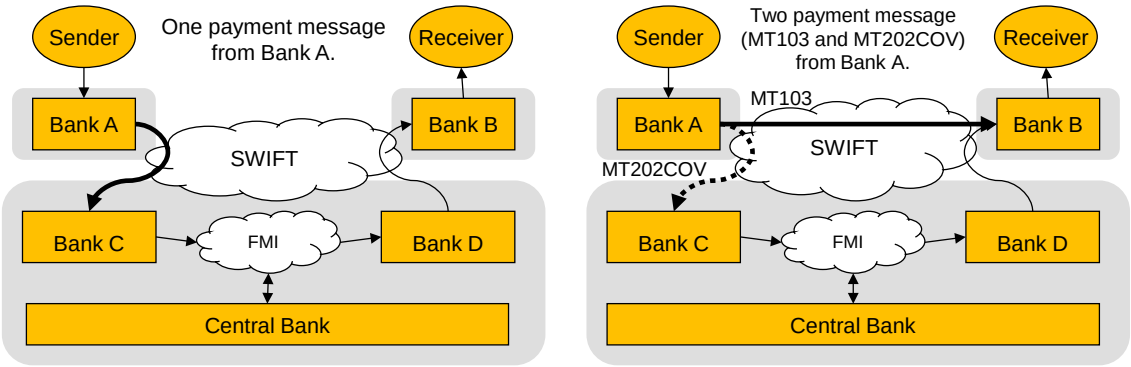




（4）ワンペイメント方式とツーペイメント方式

海外宛ての顧客送金の送金指図には、国際銀行間通信協会（SWIFT）の MT（message type） 103 のみを使用するワンペイメント方式と MT202COV を併用するツーペイメント方式がある。それぞれのスキーム俯瞰図とメリット・デメリットは下図の通りである。い

ずれも一長一短があり、どちらを利用するかは各銀行の判断に委ねられる。



	One Payment (or Serial Payment)	Two Payment
Pros	・Simpler operations. ・Immediate credit will be possible for Bank B as the settlement already completed.	・Faster arrival of the message to Bank B. ・No fee deduction by the intermediary bank.
Cons	・Longer payment chain may take time. ・Fees may be deducted from the principal by the intermediary banks.	・MT202COV may be stopped by the intermediary banks. ・Complicated operations.

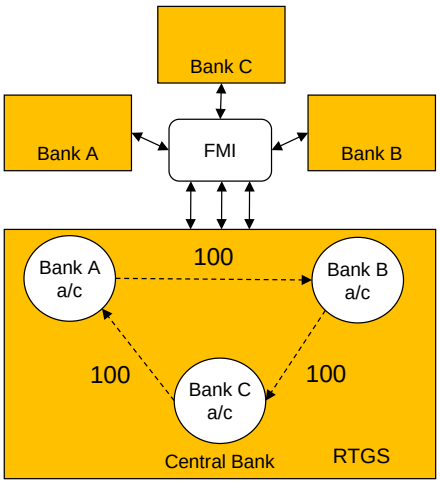
（5）日中流動性（オーバードラフトまたはレポ）

決済システムが RTGS 化した多くの国では、日中流動性供給策として主にオーバードラフト（日中当座貸越）、レポが用いられている。オーバードラフト方式の場合、決済システムの参加銀行は中央銀行に差し入れた担保の範囲内で日中流動性を受けられる。レポ方式の場合、参加銀行は必要に応じて中央銀行とレポ取引を行い、国債を中心とする債券を担保に流動性資金を調達する。なお、当日の決済終了時点までに資金を返済がされなかった場合、これらはオーバーナイト取引となり、中央銀行は通常ペナルティ金利を適用する。

（6）すくみ

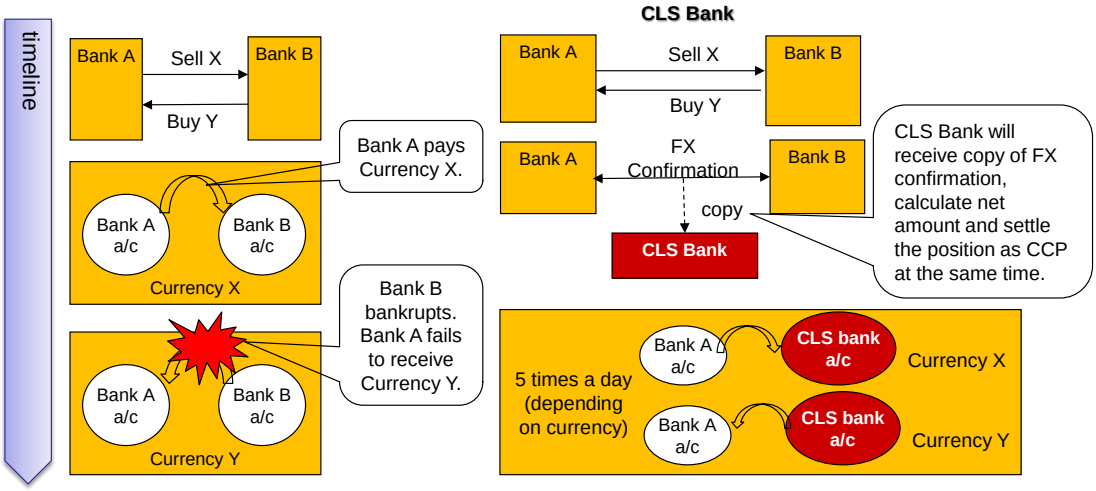
RTGS 化した決済システムにおいて、すくみの解消は極めて重要な課題である。下図にすくみの事例を示す。参加行 A、B、C があり、A が B に 100 を、B が C に 100 を、C が A に 100 を支払う指図を同時に FMI に送付し、各参加行の残高がいずれもゼロであった場合、３つの支払指図はすべて残高不足のために決済不能となる。もし A、B、C が同時に金融市場から調達を試みた場合、本来不要な 300 の流動性が市場から吸い取られるため、金利の上昇が引き起される可能性がある。レポ取引によって中央銀行から資金調達した場合は担保となる国債の需給が逼迫する可能性がある。こうしたすくみを回避・解消するために、流動性節約機能[1]を装備している決済システムも存在する。

[1]本邦の場合、流動性節約機能の下では、「資金不足であっても即座に拒絶・返戻せず、日銀ネット内に設ける金融機関ごとの待ち行列に待機させておく（待ち行列機能）とともに、新規に送信された支払指図や、待ち行列機能により待機している支払指図のなかから、二者間または多者間で同時に決済できる組合せを探し出し、その都度、当該組合せにかかる複数の決済を同時に行う（複数指図同時決済機能）ことにより、



（7）ヘルシュタットリスクと CLS

1974 年、旧西ドイツのヘルシュタット銀行が経営破綻した際、同行とドル・マルク取引を行っていた一部の銀行は同行の破綻当日の午前中にマルク資金を支払ったが、同行破綻のため同日午後に受け取るはずだったドル資金を受領できず、損失を被るという事象が発生した。このように、異なる通貨間の決済に時差が存在することで生じる決済リスクを、ヘルシュタットリスクと呼ぶ。同リスクへの対応として 2002 年、世界のリーディングバンクの出資によって CLS（Continuous Limited Settlement）銀行が設立された。下図は CLS 決済の概要である。CLS 銀行は銀行間で行われた外為取引のデータを受け取り、一日数回、受取通貨と支払通貨の同時決済を行う。CLS 銀行は決済の保証を行ってはいないが、このような Payment-versus-Payment（PvP）と呼ばれる同時決済によって、一方の通貨のみが決済されるリスクを防いでいる。現在、17 の通貨が CLS 銀行の決済対象となっている。



流動性を節約」（以上、日本銀行 HP からの抜粋）する方法が採用されている。待ち行列機能は Queue、複数指図同時決済機能は Offset ともいう。

3. 決済システムに関するグローバルなトレンド

（1）資金移動サービスおよびその課題

世界経済の発展および ICT の技術革新によって、リテールの資金決済や海外送金における資金移動サービス（Western Union、PayPAL など）の利用が拡大した。一方、同サービスは消費者保護という大きな課題を抱える。資金移動サービスに対する規制として、日本は「資金決済に関する法律」、EU は「決済サービス指令」を導入した。日本では送金額に対する上限の設定や、送金途中の資金と同額以上の履行保証金の保全の義務付けが行われている。資金移動サービスは業者間のネットワークが確立されておらず、ネットワークとして相対的に閉ざされているため、市場競争が働きにくい。消費者の観点に立つと、より開かれたネットワークの構築を通じて、ユビキタスな資金移動サービスが提供されることが望ましい。

（2）国内送金の迅速化

一部の国では振込の完了に数日を要するが、世界的には迅速化が進められている。日本では即日振込が実現済である。英国では旧システムの BACS では 3 日を要したが、2008 年に FPS（Faster Payment Service）が導入され、支払人が振込を依頼後 2 時間以内に受取人の預金口座に入金されるようになった。シンガポール、中国、メキシコなども決済の迅速化・即時化のために、決済の所要時間に上限を設けている。米国と豪州でも決済迅速化に向けた検討が行われている。

（3）新国際標準書式 ISO20022/XML を用いた相互運用

決済システムの相互運用性を高めるため、金融業務で利用される通信メッセージは、国際標準規格である ISO20022 様式[2]に対応した XML （eXtensible Markup Language：拡張可能なマークアップ言語）電文が採用されつつある（下図）。ISO20022/XML 導入の意義のひとつには、決済に際して送信可能な電子データ（EDI、Electronic Data Interchange）の容量が 140 桁（さらに繰返しの使用も可能）に拡張される点がある。

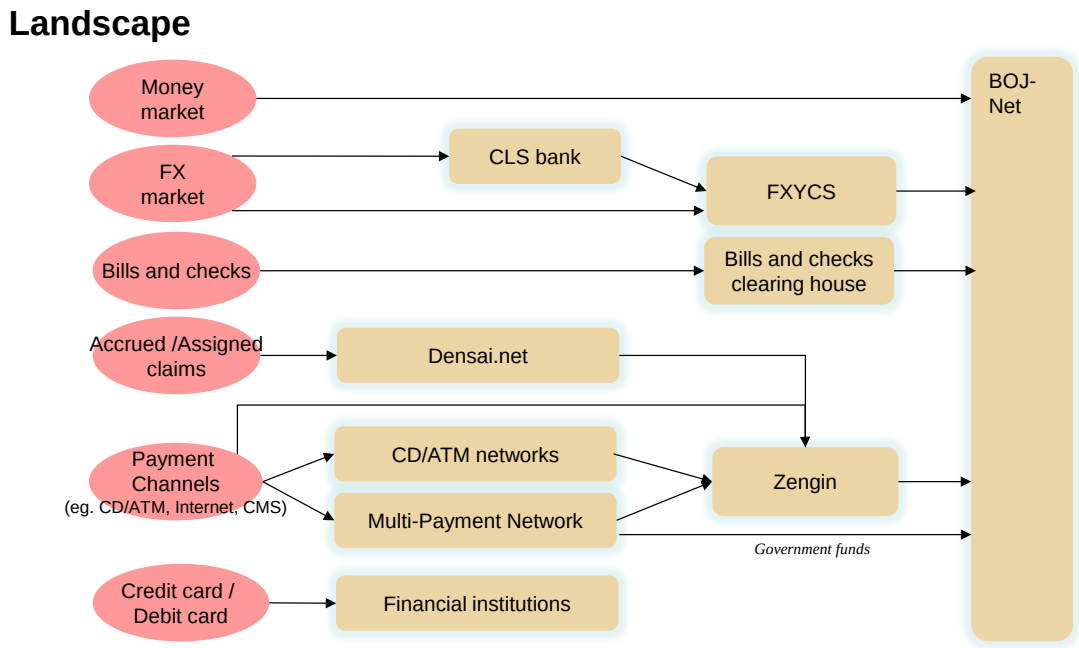
Country, Region	Payment system	Implementation Timing
Europe	SEPA	2008
Japan	Zengin	2011
China	CNAPS	2013
Singapore	G3	2014
Japan	BOJ-Net	2015
Europe	TARGET2/Euro1	2017

[2]国際標準化機構・金融サービス専門委員会（ISO/TC68）によって 2004 年に策定された。

4. 日本の決済システムの状況

（1）決済システムの概要

下図は日本における決済システムの概観である。日本銀行金融ネットワークシステム（BOJ-Net：日銀ネット）は日本銀行が提供する資金や国債の決済システムであり、原則、全ての資金・国債の最終決済は同システムで行われる。



以下に主要な銀行決済システムの概要を示す。

Payment system	BOJ-NET	FXYCS	Zengin	Bills and checks clearing
Main Business coverage	Domestic Wholesale	Cross-border Retail & Wholesale	Domestic Retail	Commercial bills and checks
Governing body	Bank of Japan	Japanese Bankers Association	Zengin-Net (100% subsidiary of the Japanese Bankers Association)	Local Clearing House
Settlement type	RTGS	RTGS	Hybrid settlement	Net Settlement
Daily Avg. Volume and value in 2013 (annual increase %)	66 thd (+7.7%) 116 trio (+6.1%)	27 thd (+7.8%) 12 trio (+19.9%)	6,044 thd (+2.6%) 12 trio (+9.0%)	298 thd (-4.8%) 1 trio (+0.2%)

日銀ネットは国内大口決済システムとして主に金融機関取引に利用されており、2013 年時点（以下同）、1 営業日平均で 66 千件、116.5 兆円を決済している。外国為替円決済制度（FXYCS、外国為替円決済システム）はクロスボーダー円決済システムとして個人・法人を含めた取引の決済に利用されており、1 営業日平均で 27 千件、11.9 兆円を決済している。全国銀行内国為替制度は日本の商取引・市民生活を直接支える小口および大口の内為決済の基盤として個人・法人によって幅広く利用されており、1 営業日平均で 604 万件、11.9 兆円を決済している。手形・小切手は主に企業間取引の決済手段として利用されており、東京手形交換所では 1 営業日平均 95 千件、1 兆円の決済を処理している。

（2）銀行間システム

各銀行間システムの概要は次の通りである。

①日銀ネット

日銀ネットは 1988 年に稼動開始した。日本銀行とその取引先金融機関との間の資金や日本国債のオンライン決済を行っている。稼働時間は 9 時～19 時、参加行数は 2014 年 6 月末現在で 512 である。2001 年の RTGS 化を経て、「次世代 RTGS プロジェクト」として日本銀行当座預金の RTGS への流動性節約機能の導入、および民間決済システムにて時点ネット決済されている大口資金取引の内、外為円決済取引の RTGS 処理が 2008 年に、同大口内為取引の RTGS 処理が 2011 年に実現された。流動性節約型の RTGS は「同時決済」とよばれ、従来の RTGS 決済である「通常決済」とは別に設けられた口座で提供されている。コンピュータ・ネットワークの障害対策としては、ホスト・コンピュータをはじめとする重要機器類の二重化、バックアップ機能の整備が実施されている。

日銀ネットは目下、2009 年 9 月に始まった「新日銀ネット構築プロジェクト」によってシステム基盤や対象業務・機能が抜本的に更改されつつある。プロジェクトの第 1 段階開発分は 2014 年 1 月に稼働した。残る第 2 段階開発分は 2015 年 10 月に稼働し、XML 電文の採用、ISO20022 対応、システム接続性の向上、稼動時間の大幅な拡大が行われる予定である。

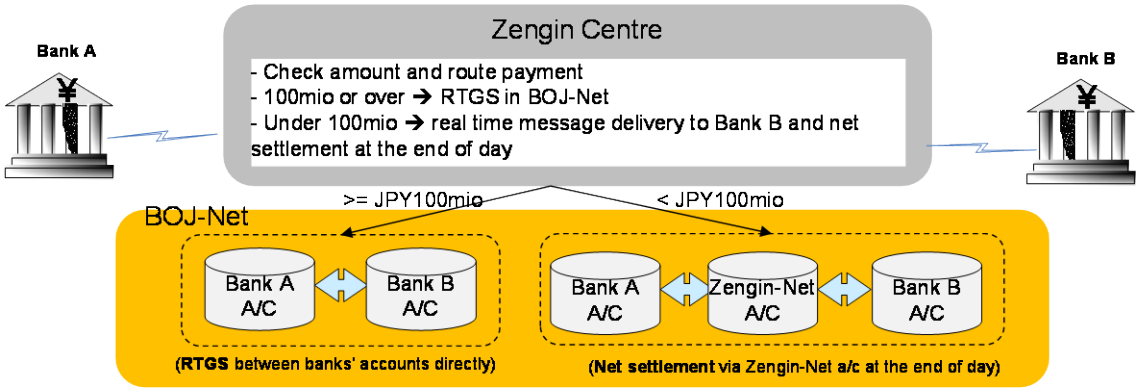
②外国為替円決済制度

外為円決済制度は 1989 年に日銀ネットにおいて稼動開始した。支払指図の伝送等の事務は日銀ネットのインフラを活用している。加盟銀行数は 2014 年 8 月時点で 203 行、運用時間は日銀ネット（当預系）に準じて 9 時～19 時である。現状、14 時以降の送信には被仕向銀行の了解が必要なため、9～14 時が「コアタイム」となっている。15 時から 18 時の間は CLS の円資金決済が行われている。外為円決済制度は決済リスク削減のため、2008 年に時点ネット決済から RTGS に移行した。コアタイム中は日銀ネットの流動性節約型 RTGS が使用されている。

③全銀システム

全国銀行データ通信システム（全銀システム）は 1973 年に稼動開始した銀行間ネットワークシステムで、一般社団法人全国銀行資金決済ネットワーク（全銀ネット）[3]によって運営されている。稼働時間は午前 8 時 30 分～午後 3 時 30 分、加盟行数は 2014 年 8 月時点で 1,343 である。金融機関の為替取引に関するデータ処理は全銀システムのセンターを通じて行われる。決済のスピードは受取銀行の対応にも拠るが、通常、送金依頼から受取人口座への入金まで、ほぼリアルタイムの処理が可能である。背景には、受取人口座番号を送金依頼時に確認してエラー処理を回避するなど、円滑な処理のための仕組みを備えていることが挙げられる。

同システムはほぼ 8 年おきに更改されており、2011 年の第 6 次全銀システム稼動に際しては ISO20022/XML 対応や大口取引の RTGS 化などの機能強化が行われた。主要国に準じて、2 つの決済方法を組み合わせる「ハイブリッド決済」が導入された結果、一件あたり 1 億円以上の大口送金は日銀ネットを通じた RTGS 決済、1 億円未満の送金はこれまで通り DNS 決済によって実施されている。全銀ネットによると、2013 年 12 月時点で 1 億円以上の為替取引の件数は全体の 0.2%に満たないが、金額では 7 割程度を占めた。これに鑑みると RTGS 化による決済リスクの削減効果は大きいといえる。



全銀システムではハイブリッド決済の導入の他にも、各加盟行がネット仕向超過限度額を設定してこれに応じた担保を拠出するというリスク対応策がなされている。

全銀システムでは夕刻に DNS を行う際、まずネット支払銀行から資金を受け取り、その後、ネット受取銀行に支払いを行う。連鎖的なフェイルが発生するリスクを回避するため、支払銀行がフェイルしても、全銀システムがセントラル・カウンターパーティとして受取銀行への支払を保証する。その際の原資は各銀行が拠出している担保であるが、原資が不

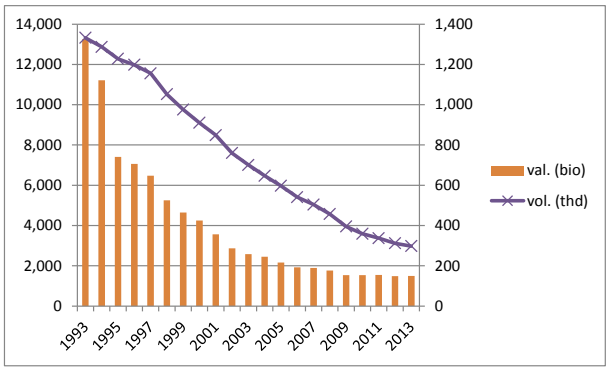
[3]全銀ネットが全国銀行内国為替制度を運営しており、同制度を運営するためのシステムが全銀システムである。

足する事態に備えて、資金を緊急拠出する複数の銀行と各行の最大拠出金額も決められている。その結果、全銀システムは取引規模で上位 2 行の銀行が同時に破綻しても未決済金額をカバー出来る仕組みとなっており、ランファルシー・プラス基準[4]を満たしている。

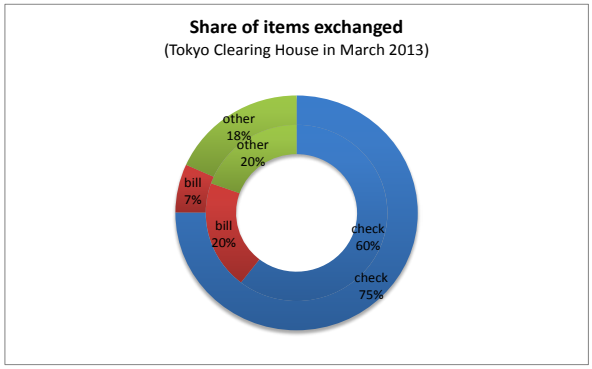
業務継続性（BCP=Business Continuity Plan）の観点でも、全銀システムは堅牢性・安全性・冗長性に富むシステムである。運用サイトは東京と大阪に設置され、それぞれ 3 セットのホスト・コンピューターを備えている。通信回線は二重化されている。2011 年 3 月、の東日本大震災に際して、全銀システムは日銀ネットと共に安定的な稼働を続けた。

④手形・小切手交換システム

手形・小切手は、主に企業間の決済で利用されている。全国 119 ヶ所の交換所にて交換業務が行われている。東京手形交換所は取扱金額ベースで全体の 7 割と最大のシェアを占める。交換尻の資金決済は、日銀ネットを通じて行われている。下図の通り、近年は ICT 発展と電子化の拡大によって紙ベースの手形・小切手取引は減少している。



(Source, JBA)



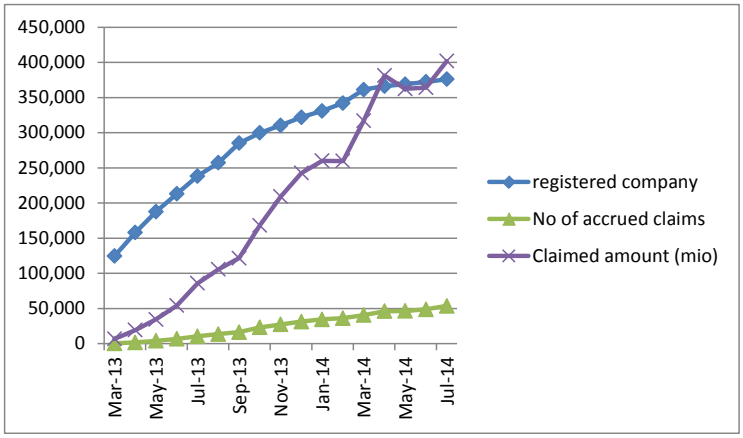
(Source, JBA)

⑤でんさいネット

でんさいネットは全国銀行協会が設立した電子債権記録機関であり、2013 年 2 月に稼動開始した。電子記録債権（でんさい）とは、手形・指名債権（売掛債権等）のリスク・コストなどの問題点に着目して生み出された新たな決済手段である。同システムは主に中小企業の資金調達の円滑化に資するシステムとして期待されている。具体的には、でんさい導入による手形や小切手など現物の紛失リスクの回避、印紙税が不要となることによる節税、手形譲渡がでんさい譲渡に置き換わることによる事務コスト・事務リスクの削減などの効果が想定されている。決済は全銀システムを通じて完了し、支払い指図の作業は不要

[4] ランファルシー基準とは「1990 年に G-10 諸国の中央銀行によって定められたクロスボーダーで多通貨の多角的ネッティングシステムが最低限満たすべき 6 つの基準」(証券保管振替機構 HP より抜粋) である。「プラス」はプラスワンともいわれ、上述の基準に加えて仕向超過限度額の上位 2 行の債務不履行にも対応可能であるべき、という考え方である。

である。同システムは稼動後間も無いが、でんさいネットのデータによると、利用企業数、取引件数・金額は下図の通り順調に伸びている。

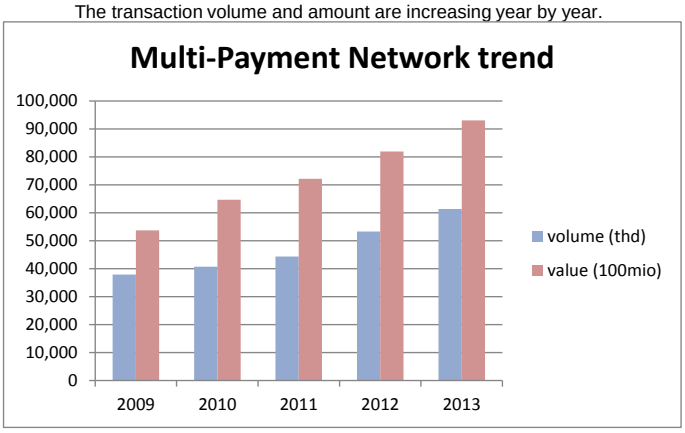


（出所）でんさいネット

⑥マルチペイメントネットワーク

収納機関と金融機関を共同のネットワークで結ぶマルチペイメントネットワーク（MPN）は、2001 年に「Pay-easy」というサービス名で稼動開始し、税金、光熱・通信費などの徴収に利用されている。同サービスの利用者は手数料を負担せずに振込が出来、収納機関は消しこみ作業を効率化できる。下図の通り、同サービスの利用は拡大している。

The transaction volume and amount are increasing year by year.

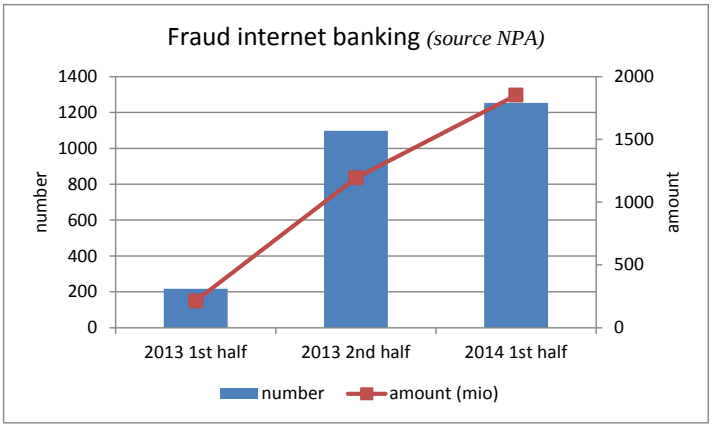


(Source, JBA)

⑦ペイメントチャネル（CD/ATM、電話、インターネット）

キャッシュディスペンサー（CD）は 1969 年に日本に導入された。全国銀行協会によると、2013 年 9 月時点で 1,312 の金融機関が CD/ATM ネットワークに加盟し、111,198 台の CD/ATM が接続されている。1 営業日当たりの取引件数は 1,104 千件、金額は 0.05 兆円で

ある。全国銀行協会が実施した 2012 年度のアンケート調査によると、個人の銀行チャネルの利用率を調査した結果、ATM が 9 割以上、インターネットバンキングが 6 割以上、テレフォンバンキングおよびモバイルバンキングは 1 割未満であった。この内、インターネットバンキングでは情報セキュリティが重要な課題である。ID やパスワードを盗んで不正送金などに利用する犯罪件数は下図の通り急増し、社会問題化している。なお、法人の主な決済チャネルは、各銀行が独自に提供する CMS や銀行が共同して提供する Shared CMS、および Fax 振込受付サービスである。



（出所）全国銀行協会

⑧その他のリテール決済手段（電子マネー、クレジットカード）

リテール決済には電子マネーとクレジットカードが広く利用されている。金融広報中央委員会の 2013 年度「家計の金融行動に関する世論調査」によると、下図の通り、日常の決済手段は金額によって異なる。5 千円以下では 8 割以上が現金を利用し、50 千円を超えるとクレジットカード利用が 5 割以上になる。

Payment method (%)

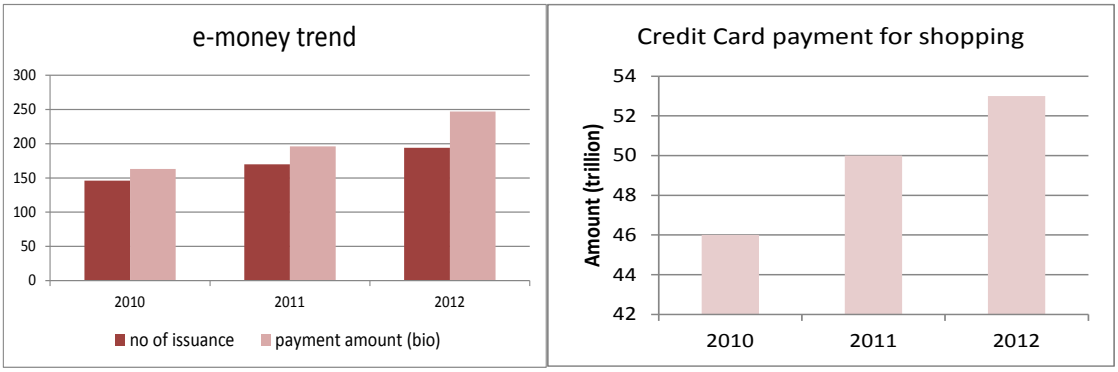
Amount (thd)	Cash	Credit Card	e-Money (incl.debit card)	others
<1	88.0	4.5	8.7	0.4
1-5	83.9	17.2	6.4	0.4
5-10	75.2	29.0	3.4	0.6
10-50	58.4	48.7	1.7	1.7
50<	45.5	55.5	1.1	3.9

（出所）金融広報中央委員会

電子マネーは流通系と交通系が主な発行体で、前払い式のカードが主流である。総務省が 2011 年に公表した「2 人以上の世帯における電子マネーの利用状況」によると、電子マネー利用者は全世帯の 3 割以上を占める。利用場所は鉄道・バスが 16.2%、スーパーマー

ケットが 7.4%、コンビニ 5.5%であった。クレジットカードはインターネットショッピングの拡大に伴って利用が拡大している。下図は日本銀行の決済システムレポートに基づいて作成した電子マネーの発行枚数・年間決済金額、およびクレジットカードの年間決済金額の推移である。

（金額通貨：円）



（出所）総務省

⑩日本国内の米ドル決済

米ドルは日本国内においても企業間の決済通貨として利用されている。銀行間決済は JP モルガン・チェース・アンド・カンパニーの東京ドル・クリアリング（TDC）によって行われており、各行は JP モルガン・チェース銀行東京支店に米ドル口座を開設している。受取人口座への入金は当日中に行うのが市場慣行である。米ドルはアジアの他の国でも広く利用されており、下表の通り、各国でそれぞれ独自の国内決済システムを構築している。

	System Name	Operator	Clearing	Settlement
China	CDFCPS	PBOC	CNCC	Bank of China
Korea	FCFTS	Private banks	N/A	Private banks
Taiwan	TFEICL	Taiwan Central Bank	FISC	Mega Int'l
Hong Kong	CHATS	HKMA	HKICL	HSBC
Singapore	USDCCS	BCS	BCS	Citibank
Phillipines	PDDTS	Bankers Association, etc.	PCHC	Citibank
Indonesia	unknown	Private banks	N/A	Private banks

5. 日本の決済システム高度化の動向

日本の決済システム高度化に関し特記すべき動向は次の通りである。

（1）新日銀ネット構築と ISO20022/XML への移行

日本銀行はグローバル決済の円滑化を念頭に新日銀ネットの構築を進めており、前述の通り ISO20022 準拠の XML 電文を採用、また国債銘柄コードおよび金融機関等（店舗）コ

ードにそれぞれ国際標準である ISIN コードおよび BIC コードを採用する予定である。新日銀ネットへの移行によって稼働時間は現行の 9:00-19:00 から 2015 年 10 月に 8:30-19:00 に、2016 年 2 月に 8:30-21:00 まで拡大・延長される予定である。また、外為円決済制度のコアタイムは 2015 年 10 月から 1 時間延長されて終了時間は 15:00 となる予定である。

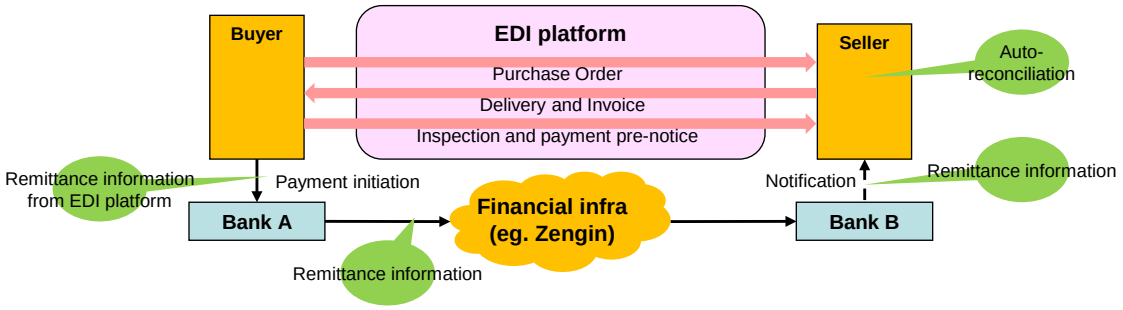
（2）全銀システムの稼働時間延長

個人のライフスタイルが変化、また、企業活動のグローバル化が進展している中で顧客ニーズに適切に対応するために、全銀システムでは稼働時間の延長が検討されている。しかし、システム変更と労働時間の拡大に伴って増加するコストをどのように削減するか、誰が負担するかといった点は大きな課題である。

（3）金融 EDI

「金融 EDI」とは、企業間の電子商取引に利用されている、産業界の標準化された EDI（電子データ交換）に銀行が参加することで、商取引に関わる全ての処理を EDI によって完結させる仕組みである。金融 EDI は世界各地で構築が進められており、効果には企業、特に中小企業の事務コストの削減のほか、価格競争力の向上、融資機会の増加が期待されている。

日本では 2011 年、金融 EDI を含めた企業間決済の高度化に向けた取組みのあり方などを検討するため、全国銀行協会が事務局を務める「企業決済高度化研究会」が設立された。2014 年 11 月には金融業界と流通業界が連携して実用に向けた共同実証を行った。目下、最も期待されている効果は、企業にとって負担の大きい売掛金の消込作業の自動化であり、具体的には企業間の EDI 取引データと銀行から企業に送信された EDI 情報（振込情報）の自動照合によって実現する（下図）。ISO20022/XML の採用によって EDI 情報が 20 桁[5]から 140 桁に拡大する点は、金融 EDI の発展に寄与する可能性がある。この他、金融 EDI の発展には依頼人・受取人に対する決済通知の伝達の迅速化も必要である。



[5] 1996 年、企業の売掛金の消込作業の軽減を目指して全銀システムの振込データに 20 桁の商流情報を付加できる金融 EDI 欄が追加されたが、利用は限定的であった。

第３章　日本の証券決済状況

森　剛敏（三菱東京 UFJ 銀行　決済事業部決済管理 Gr.　上席調査役）

1. 決済システムの決済金額･件数

主要な決済システムの 2012 年度中の 1 営業日平均の決済金額は下記の表の通りである。国債の決済金額は合計 130.5 兆円と大半を占める一方、1 件当りの決済金額が大きいため、決済件数は 17.2 千件と相対的に少ない。

	金額（兆円）	件数（千件）
国債登録・振替決済制度	84.9	17.2
日本国債清算機関[6]	45.6	－
日本証券クリアリング機構	1.8	－
ほふりクリアリング[7]	0.9	80.2
証券保管振替機構		
うち 株式等振替制度	－	343.6
短期社債振替制度	5	1.2
一般債振替制度	0.9	2.2
投資信託振替制度	0.8	18.9

（出所）日本銀行決済システムレポート 2012 - 2013

2. 証券決済のインフラの状況

下図の通り、証券決済には約定、照合、清算[8]、決済というプロセスがあり、使用される決済インフラは証券の種類と売買方法で異なる。

4 大証券取引所（東京・名古屋・札幌・福岡）および証券会社の売買システムである PTS（Chi-X Japan PTS およびジャパンネクスト PTS）が取扱う株式・転換社債型新株予約権付社債（CB）・REIT（不動産投資信託）・ETF（上場投資信託）の売買取引の内、証券会社間で決済される取引（ストリートサイド）は、約定・照合が各取引所にて行われ、清算は日本証券クリアリング機構（JSCC）にて行われる。

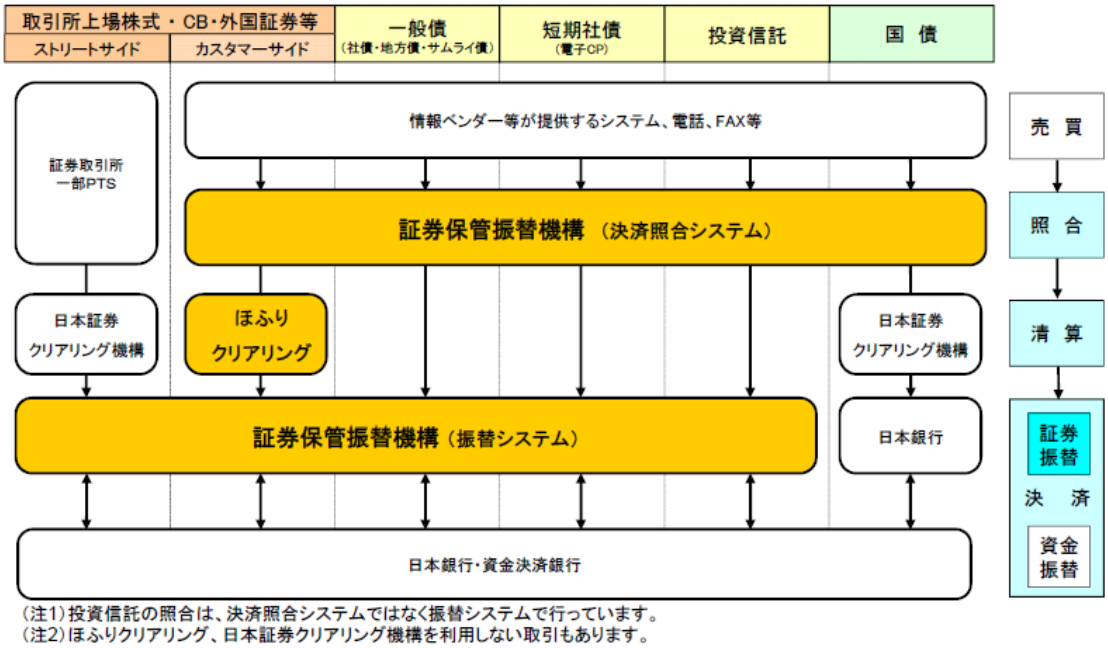
上記取引所取引の内、注文の出し手が機関投資家の取引（カスタマーサイド）、および相対売買取引では、約定が電話や FAX の他、ロイター、テレレート、ブルームバーグなどの情報ベンダーが提供するシステムに通じて行われる。照合はほふりで行われ、ストリート

[6]日本国債清算機関は 2013 年 10 月に日本証券クリアリング機構と合併した。
[7]ほふりクリアリングは証券保管振替機構の 100%子会社である。
[8]決済の条件を決済当事者間で照合すると共に、証券と資金を決済日毎に集約する作業である。

サイドを除く取引には「決済照合システム」が利用される。カスタマーサイドの株式等の取引（注：例外あり）ほふりクリアリングにて、国債の清算は日本証券クリアリング機構で行われる。

決済は、株式や転換社債型新株予約権付社債等の場合は証券保管振替機構（ほふり）にて、国債は日本銀行において、資金は日本銀行または日本証券クリアリング機構が指定する市中銀行にて、それぞれ DVP（Delivery Versus Payment）決済、すなわち資金と証券の接受をリンクさせた方式で行われる。

＜証券決済が完了するまでの流れと証券保管振替機構の役割＞（ほふり HP より転載）



3. 証券の電子化の状況

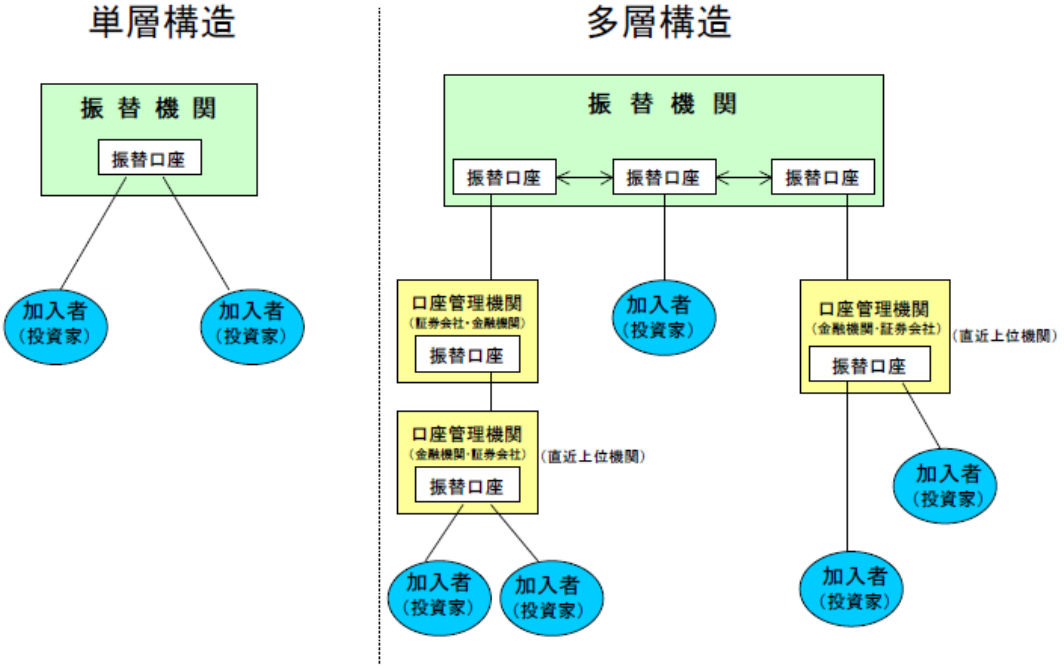
証券電子化の主な歩みは以下の通りである。

2003年 1月	「社債等の振替に関する法律」に基づく新しい国債振替決済制度が開始され、国債や社債などが完全ペーパーレス化された。
2003 年 3 月	短期社債振替制度が開始され、CP が電子化された。
2006 年 1 月	一般債振替制度が開始され、社債、地方債などいわゆる一般債が電子化された。
2009 年 1 月	2004 年 6 月成立・公布の「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」にもとづき、株券がペーパーレス化された。株主情報はほふりの一元的な管理下におかれた。

4. 振替構造

振替構造は 2000 年代の証券決済システム改革によって、振替機関と振替機関に口座を保有する加入者（投資家）で構成される単層構造から、振替機関に口座を開設する「口座管理機関」（証券会社・金融機関）に別の口座管理機関がぶら下がることが可能な多層階構造に移行した。「社債、株式等の振替に関する法律」に基づく国債振替決済制度、短期社債振替制度、一般債振替制度、投資信託振替制度、株式等振替制度の内、国債振替決済制度の振替機関は日本銀行、国債振替決済制度以外の制度の振替機関はほふりである。振替機関に口座を保有する口座管理機関を直接口座管理機関と呼び、口座管理機関を経由して振替機関に接続する金融機関を間接口座管理機関と言う。

＜振替構造の比較＞（金融庁資料より転載）



5. 国債の決済期間の短縮化の状況

国債の決済慣行は 1996 年 10 月に「五・十日決済」から約定日の 7 営業日後に決済する「T+7 ローリング決済」に、さらに 1997 年 4 月に約定日の 3 営業日後に決済する「T+3 ローリング決済」に移行した。2008 年にリーマン・ブラザース証券が破綻した際に国債レポ市場の市場流動性が低下したことを受けて、現在はリスク管理強化の一環として国債を約定日の翌営業日に決済する「T＋1」の実現が目指されており、証券決済制度改革を推進する「証券受渡・決済制度改革懇談会」・「証券決済制度改革推進会議」の下に 2009 年に設置された「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ」が検討を進めて

いる。2012 年 4 月に国債アウトライト（売買）取引は T+2 化、GC レポ（国債を担保とした資金取引）は T+1 化された。今後の GC レポの T+0 化にあたっては、日本証券クリアリング機構にて担保の個別銘柄の割振を行う「銘柄後決め方式」のスキームが検討されている。本邦で「レポ取引」と呼ばれている現金担保付き債券貸借取引は、海外・クロスボーダーで標準的な条件付売買形式（「新現先取引」）に一本化される予定である。この他、非居住者取引の短縮化も検討されている。国債決済の T+1 化は 2017 年以降実現する予定である。

＜欧米主要国の国債決済サイクルと清算・決済インフラ＞（国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ 第 29 回資料より転載）

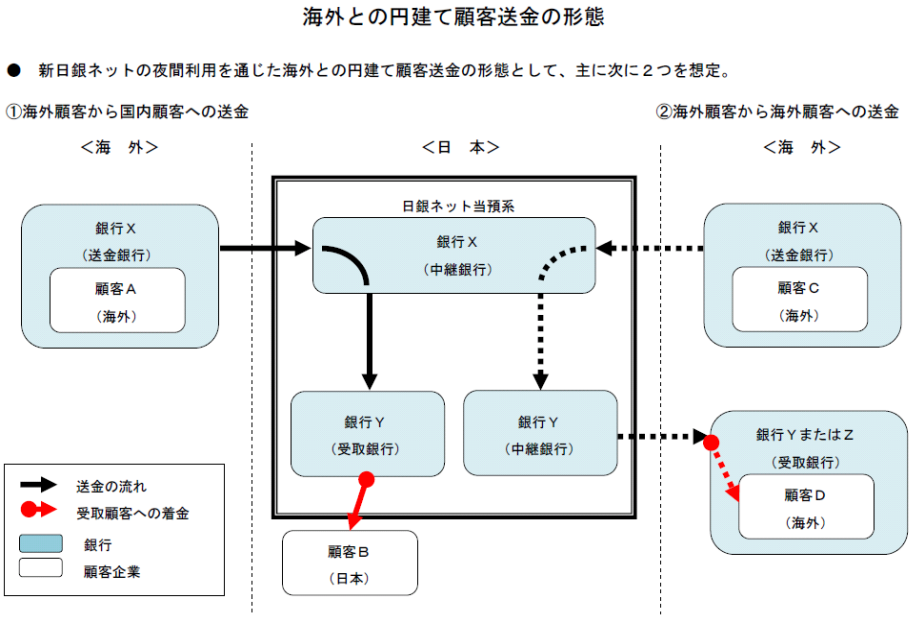
	米国	英国	フランス	ドイツ	日本
アウトライト取引 ()はGCレポ取引	T＋1 （T＋0）	T＋1 （T＋0）	T＋3 (注1) （T＋0）	T＋2 （T＋1）	T＋2 （T＋1）
決済機関	連邦準備制度・大手銀2行(注2)	Euroclear UK&Ireland	Euroclear France SA	Clearstream Frankfurt	日本銀行
CCP （清算機関）	FICC	LCH.Clearnet		Eurex Clearing	JSCC
レポ担保管理サービス	大手銀2行(注2)	各決済機関等			なし

（注１）短期国債（ＢＴＦ）はＴ＋２
（注２）JP Morgan Chase 及び BNY Mellon の２行に集約
出所：ＷＧ最終報告書を基に作成

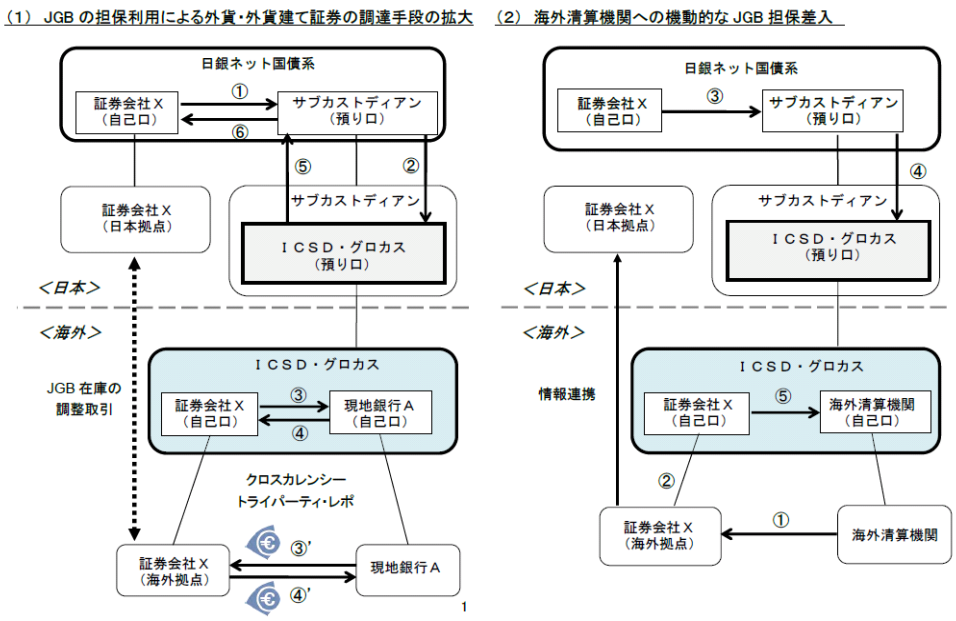
6. 日銀の取組み（新日銀ネット、稼働時間拡大）

新日銀ネットの構築は STP 化の促進に寄与する取組みである。通信メッセージには XML 電文（国際標準 ISO20022）が採用され、内外の決済システムや海外との取引を行う金融機関との接続性の向上の為、金融機関コードには国際標準である BIC、国債銘柄コードには国際標準である ISIN が導入される。国債の元利払いに伴う振替停止期間（2 営業日）は廃止される。日銀主催の「新日銀ネット有効活用に向けた協議会」は、新日銀ネットの稼働時間を 21 時迄延長させる方針である。2014 年 11 月に開催された同協議会の第 10 回会合では、夜間における有効活用の例に、グローバルベースでの日本国債の有効活用（欧州市場での日本国債を担保とした外貨調達や欧州の清算機関・取引相手とのデリバティブ担保の機動的な受払など）と、海外との円建て顧客送金の迅速化（アジア夕刻や欧州午前中の本邦企業の海外拠点等からの送金依頼の当日中処理や資金のプーリング・サービスの提供）が挙がった。検討課題には事務処理態勢、夜間の資金繰り等への対応が挙がった。

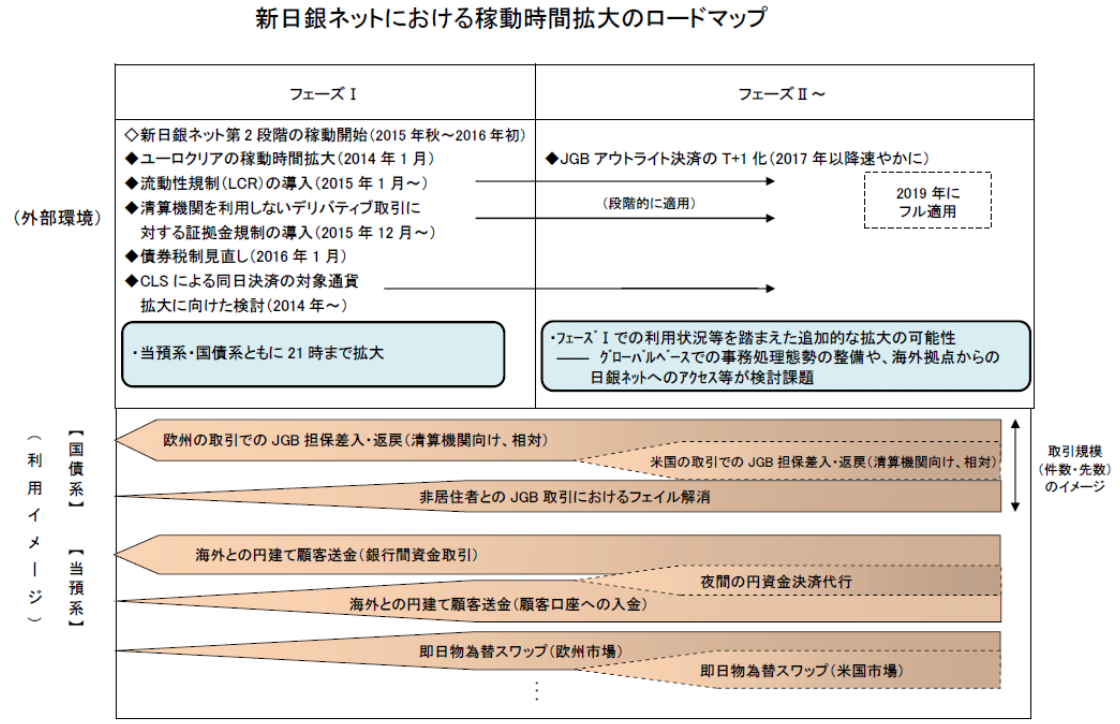
＜海外との円建て顧客送金の形態転載＞（新日銀ネットの有効活用に向けた協議会第 10 回会合の議事概要より転載）



＜グローバルベースでの JGB の有効活用の形態＞（新日銀ネットの有効活用に向けた協議会第 10 回会合の議事概要より転載）



＜新日銀ネットにおける稼働時間拡大のロードマップ＞（新日銀ネットの有効活用に向けた協議会第 10 回会合の議事概要より転載）



7. ほふりの取組

ほふりは 2014 年 1 月にシステムの更改を行い、ISO20022 対応や SWIFT Net 経由でのシステム接続などの国際標準化を進めた。当面は ISO15022 と ISO20022 が併存するが、2019 年 1 月以降は ISO20022 に一本化されるため、金融機関はこれに対応しなければならない。2014 年に導入された新機能には他に 2008 年のリーマン・ブラザース証券の破綻時における貸株取引の決済の混乱に鑑みた、貸株取引に係る証券担保（株式・国債）の DVP 化や、売り方と買い方の決済金額の指図が異なっている場合でも差額が 100 円以内であれば、決済照合が一致したとみなす誤差照合機能などがある。誤差照合は欧米の証券決済機関にて導入済みで、ほふりでは同機能の導入によって決済金額が不一致となる件数が 9 割以上減少した。

8. 日本証券クリアリング機構の取り組み

日本証券クリアリング機構における近年の主な動きは下記の通りである。

世界的な店頭デリバティブ市場改革に伴い、2012 年 7 月、変動金利を LIBOR とするプレーンバニラ型の円建て金利スワップについては日本証券クリアリング機構での清算が当局によって義務付けられた。同年 10 月、日本証券クリアリング機構は円建て金利スワップ

取引の清算業務を開始した。2013 年 9 月末時点で日本証券クリアリング機構の債務負担残高（想定元本ベース）は 443 兆円で、LCH. Clearnet Group（2,637 兆円）に次ぎ第 2 位である。金利スワップ取引全体では、LCH. ClearnetGroup（421 兆ドル）、CME Group（6.4 兆ドル）に次ぐ水準である。

2014 年の 2 月にクライアントクリアリング業務（清算委託者からの委託に基づく有価証券等清算取次ぎ）が開始され、2014 年 12 月時点でシティグループ証券、野村證券、みずほ銀行、モルガン・スタンレーMUFG 証券、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド・ピーエルシーが同業務に登録している。

現在、国債先物取引と金利スワップ取引のクロスマージンによる、証拠金削減が検討されている。

日本証券クリアリング機構は 2011 年 7 月よりインデックス CDS 取引に対する清算業務を開始し、2014 年 12 月からはより規模の大きいシングルネーム CDS 取引（単一の参照組織を対象とする CDS）に対する清算業務を開始した。

支払・決済システム委員会（CPSS）と証券監督者国際機構（IOSCO）が定める金融インフラ原則（FMI）強化や日本銀行による新日銀ネット構築などに対応するため、2013 年 10 月に旧日本国債清算機関（JGBCC）は JSCC と合併した。

国債決済で大きなシェアを占める資産管理専業信託銀行の制度参加は、信託銀行の特性に配慮した制度設計の検討を経て、2014 年 6 月に実現した。今後、連鎖フェイル対策が強化されれば、JSCC での取扱が国債 DVP 決済額市場全体の 7、8 割程度を占めると想定される。

2014 年 10 月、国債店頭取引清算業務における業務が改正され、清算基金制度が導入されたほか、損失補填制度においては非破綻清算参加者による損失負担方法（原取引按分方式と清算基金所要額按分方式に区分）、損失補填の財源（第 1 順位から第 7 順位まで設定）が修正された。

義務付け調達（破綻先と取引を行っていた参加者からの調達）における各清算参加者に対する調達金額の割当ては、各清算参加者の不履行参加者との原取引金額の割合に応じて決定されていたが、2014 年 6 月からは、不履行清算参加者以外の全清算参加者に対して、各清算参加者の当初証拠金所要額に応じて割り当てられるように改正された[9]。

[9]具体的には、①資金調達必要額が基礎負担額（清算参加者の当初証拠金基礎所要額の過去 120 営業日の

9. 債券税制の見直し(金融所得一体課税関連)

「金融所得課税の一体化」によって、2016 年 1 月から特定公社債（国債・地方債・外国国債・外国地方債・公募公社債など）および公募公社債投資信託等の総称である「特定公社債等」には上場株式等と同じ税制が適用される。また、これら債券は上場株式等と同様に特定口座の対象になり、利子・収益分配金および譲渡損益・償還損益は上場株式等との通算が可能になる。譲渡損失は 3 年間、繰越控除が出来ようになる。

現在、公社債の利子について所得税等の源泉徴収が免除されるのは、利子の計算期間中、非課税対象である金融機関等が保有していた場合に限られ、一部期間でも課税対象者が保有していた場合は按分計算による所得税等の源泉徴収が行われる。しかし、2016 年 1 月以降、金融機関等が保有する公社債の利払いは保有期間に関わらず、所得税等の源泉徴収が免除される。

2016 年 1 月から特定公社債の利子および特定割引債の償還金の源泉徴収義務者は、当該利子の支払をする者（発行者）から、顧客に利子等の配分を行う口座管理機関に改定される。例えば国債の場合、口座管理機関が顧客に利子等の配分を行う際は、所得税を徴収して国に納付する。

補足：決済システムの推移（参考資料：日本銀行「わが国決済システム等に関する主な動き」）

年	内容
1980	日銀による国債振替制度の開始
1988	日銀ネット（当預系）稼動
1990	日銀ネット（国債系）稼動
1991	ほふりの株式振替業務開始
1994	国債の DVP 決済稼動
2001	日銀の当預決済と国債決済の RTGS 機能フル稼働
2003	社債等振替法施行、国債の振替決済制度開始、日本証券クリアリング機構の業務開始
2005	日本国債清算機関（現、日本証券クリアリング機構）業務開始
2007	金融商品取引法の施行
2009	社債、株式等振替法施行
2011	日本証券クリアリング機構の CDS 取引の業務開始
2013	日本取引所グループ発足、日本証券クリアリング機構と日本国債清算機関が合併

平均額に、基礎負担倍率を乗じて算出した額）の全参加者合計額を上回らない場合：資金調達必要額が各清算参加者の平均当初証拠金所要額の大きい順に、基礎負担額を上限として 50 億円単位で各清算参加者に対して割り当てられる。②資金調達必要額が清算参加者の基礎負担額の合計額を上回った場合：資金調達必要額が各清算参加者の基礎負担額によって 1 億円単位で按分して割当てられる。

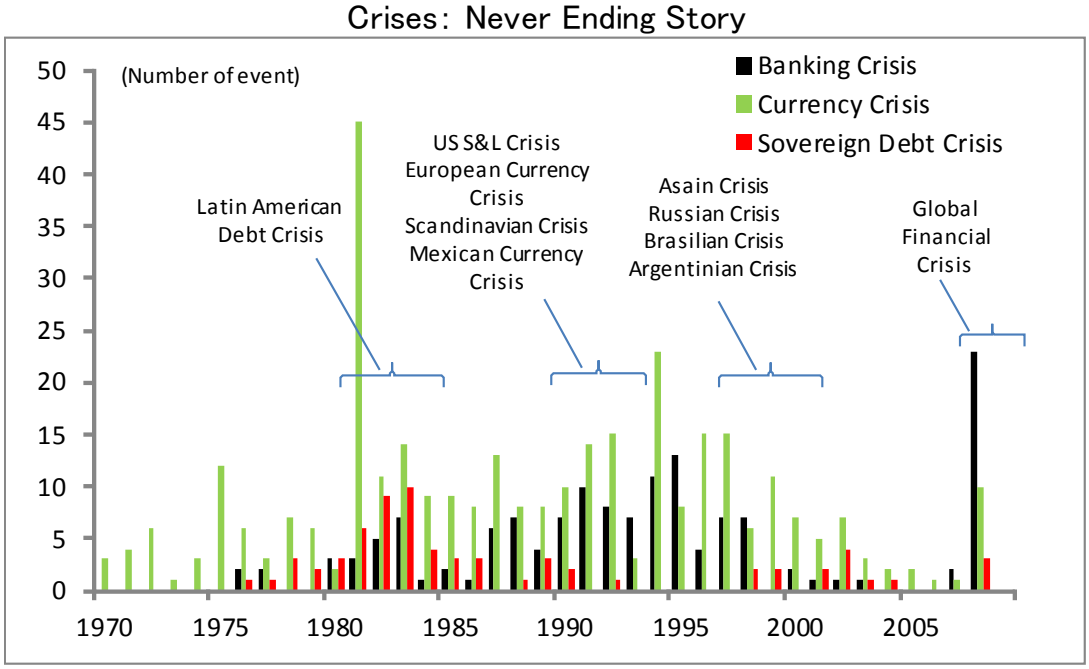
第４章　グローバル金融危機とその後の国際金融規制の議論

佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発調査部 部長）

はじめに

IMF の調査によれば、1970-2012 年の 43 年間に世界全体で銀行危機が 147 件、通貨危機が 218 件、ソブリン債務危機が 67 件の合計 432 件の金融危機が起きた（Laeven and Valencia, 2008, 2012）。時代によって危機のタイプはやや異なる。1980 年代前半にラテンアメリカで発生したのは、政府の債務危機であった。1990 年代前半における米国の S&L（貯蓄貸付組合）危機、欧州の通貨危機は、いずれも先進国を舞台とする危機であった。1990 年代後半、危機の舞台はエマージング諸国に戻ったが、この時はアジア、ロシア、ブラジル、最後はアルゼンチンへと遠隔地域に次々と伝播した。その後しばらく、国際金融には平穏な時間が流れたが、米国、欧州など先進国で膨れ上がった住宅不動産バブルは 2007 年から次々と弾け、グローバル金融危機に至った。欧米金融機関を中心にこれほどの多くの金融機関の経営危機がドミノ倒し的に起きたのは、1929 年の米国の大恐慌以来と言われた。その後の金融規制の議論が、1980 年代以降のイノベーションと成長の素とみられた金融の自由化に対して否定的な視点に立って行われている点は、欧米の国民が受けた衝撃が如何に大きかったかを物語っている。

金融危機の発生件数の推移



（Source）IMF

1. 金融危機とは

大きなマクロ経済ショックが発生し、資産劣化に伴って支払能力（Solvency）が低下した銀行が増えると、金融市場の参加者全員が互いの支払能力に疑念を抱くようになるため、金融市場から貸し手が消える。ドミノ倒し的に銀行倒産が発生、あるいはそうなるとだれもが予想する場合も同様である。貸し手不在で金融市場の流動性が（Liquidity）逼迫した状態を、金融危機という。

そもそも銀行は短期の流動負債で調達して長期の固定資産に運用しているため、常に流動性危機にさらされている。銀行が預金者から預金を預かり、これを原資により満期までの期間が長い貸出を実行するという満期の変換機能を提供しうるのは、預金の一斉引出しは起こらないという前提があるためである。その意味で金融危機は銀行の基本的機能に絡む、根の深い問題である。

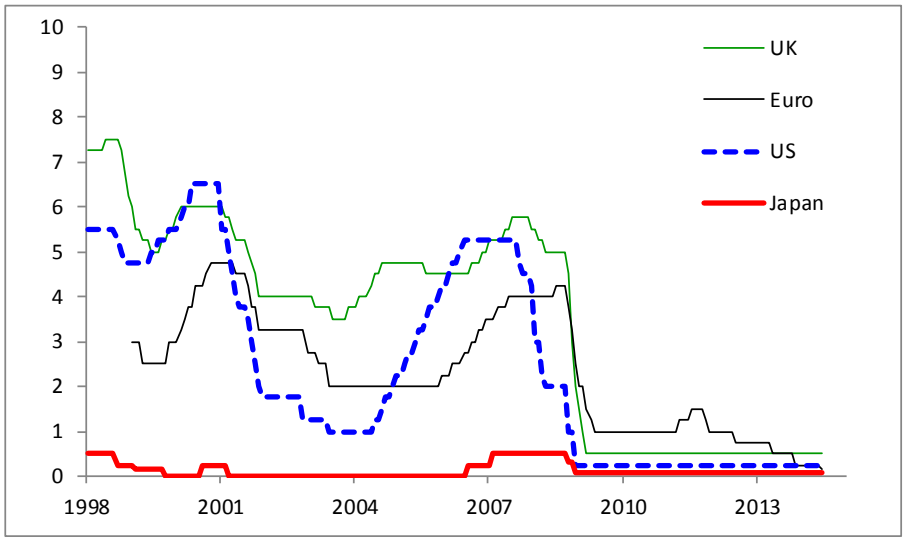
2. グローバル金融危機の経緯（巻末年表参照）

（1）2006 年までの動向

危機の発端は 2000 年末の IT バブル崩壊まで遡る。この時、設備投資の大幅な落ち込みへの対応として、米国、ユーロ圏、英国など多くの先進国で政策金利が引き下げられた。中でも米国では、2000 年末時点で 6.5%だった政策金利がわずか一年の間に 1.75%に、更に一年半後には 1%まで引き下げられた。

低金利政策の結果、企業の設備投資は回復しなかったが、家計部門では借入を伴う住宅投資が活発化した。日本とドイツを除く大半の先進国では、住宅投資の増加で高騰した住宅資産がさらなる借入・投資のための担保に利用されるという、住宅市場バブルが形成されていった。住宅バブルを抑えるため、英国では 2003 年 11 月に利上げが開始され、半年後に米国も追随した。しかし、日本がバブルの鎮静化を徹底し過ぎてデフレに陥った教訓から、これら先進国における利上げは恐る恐る、非常に緩やかなペースで実施され、あとからみると Behind the curve（後追い的で効果小）であった。加えて、金融引き締めによる長期金利上昇の効果はみられなかった。当時、グリーンスパン FRB（米連邦準備理事会）議長はこの事象について「Conundrum（謎）」と述べた。実際には、2000 年代に入ってアジアを中心とするエマージング諸国が外貨準備を積み上げた結果、米国債市場に資金が大量流入し、金利上昇を抑えていたのである。

主要先進国の政策金利
Policy Interest Rates in Major Advanced Countries



(Source) Datastream

しかし、米国の政策金利が 1%から 5.5%まで引き上げられると住宅投資にもブレーキがかかった。住宅価格は下落に転じ、ローンを払えなくなる債務者が増え始めた。2006 年には、低金利でもたらされた楽観的な見方に基づく信用拡大が近いうちに大きな混乱を引き起こす、という記事を米国経済誌が盛んに書くようになった。

（2）2007 年の動向

2007 年に入ると、米国の住宅ローン会社が倒産し始めた。同年 7 月、FRB のバーナンキ新議長は信用力の低い低所得者向けの住宅ローンであるサブプライムローンに絡む損失が、1000 億ドルに上るだろうと発言した。

同年 8 月、仏大手銀行の BNP パリバが傘下のサブプライムローン関連の投資ファンドの凍結を投資家に通告した。これが、サブプライムローン問題によって世界中が最初に震撼した出来事で、また、世界金融危機のはじまりであった。世界の投資家はサブプライムローン問題が噴出する可能性は認識していたが、その影響は米国外には及ばないと考えていた。しかし、発端の米国と地理的に離れた欧州で起きたことで、投資家の間では漠とした不安が広がった。投資家が受けた衝撃はたちまち欧州の銀行間市場で流動性危機を引き起こし、ECB（欧州中央銀行）は資金供給を余儀なくされ、950 億ユーロの供給を即日実施、さらにその後数日で合計 1087 億ユーロを追加実施した。この市場の混乱が「パリバ・ショック」と呼ばれる。

さらに欧州では同年 9 月、英国の預金機関であるノーザンロックが資本市場からの資金

調達難に陥った結果、取り付け騒ぎを起こした。米国のサブプライム問題が立て続けに欧州の金融市場の緊張となって表れたことで、世界の投資家は、極めて大きな問題が見えないところで進行しているとの確信を得るようになった。2007 年第四四半期にはスイスの UBS や米国のメリルリンチといった金融機関が巨額の損失や不良債権を相次ぎ発表した。FRB は利下げを開始し、また米国、ユーロ圏、英国、日本、スイスの 5 つの中央銀行は同年 12 月、各国（地域）の短期金融市場に大量の資金を供給する緊急声明を発表した。

（3）2008 年の動向

2008 年 3 月、米国第 5 位の投資銀行ベア・スターンズが破綻し、同国の金融グループ JP モルガン・チェースに救済買収されたことは、国際金融市場にパリバ・ショック以来の大きな衝撃を与えた。

IMF は同年 4 月、サブプライムローン問題に関連する損失が全世界で少なくとも 1 兆ドルに上ぼると発表した。前年にバーナンキ FRB 議長が発表した 1000 億ドルという損失予想は、わずか 9 ヶ月のうちに 10 倍に膨れ上がったことになる。IMF は同問題が商業用不動産ローン、消費者ローン、企業向けローンへに波及しつつあるとも警告した。

同年 9 月 15 日、米国の大手投資銀行リーマン・ブラザーズが倒産したが、金融機関による救済買収も、同国政府による公的資金を用いた救済も行われなかった。センチメントがすでに相当に悪化していた金融市場は遂に完全に凍りつき、リーマン・ブラザーズ･ショック（あるいは短縮形でリーマン･ショック）と呼ばれる、未曾有の大混乱が発生した。同日、米国の大手投資銀行メリルリンチが経営危機のため、同国大手銀行バンク・オブ・アメリカに救済買収された。9 月 17 日に英国の大手銀行 HBOS が同国金融グループ Lloyds TSB に、9 月 25 日に米国最大の民間住宅金融機関ワシントンミューチュアルが JP モルガン・チェースに買収された。

（4）リーマン・ショック以後、2009 年までの動向

リーマン･ショックの発生後、各国政府は財政規律を守るどころではなくなり、経済危機、金融危機を止めるため、巨額の公的資金を使った経営危機の銀行の救済や大型景気対策を次々に実施した。

2008 年 10 月 3 日、米国では金融機関の救済に最大 7000 億ドル規模の公的資金を導入する金融安定化法が成立し、11 月に同国金融大手シティバンクの救済が決まった。さらに政府は同法に基づいて同年 12 月、経営難に陥った同国自動車大手のゼネラル･モーターズおよびクライスラーにも、合計 174 億ドルの資金繰り支援を行うことを決定した。この他、FRB は 11 月 25 日、住宅ローン担保証券の買い支えや消費者ローン市場の安定化のための

総額 8000 億ドルの金融市場対策を発表した。

欧州ではオランダの金融グループであるフォルティス、ドイツの大手行ヒポ･リアルエステートが政府に救済された。また、フランスで 260 億ユーロ、ドイツで 200 億ユーロといった大規模な景気対策が発表された。こうした中、中国も 4 兆元という、実額で米国に次ぐ（また、日本を上回る）大規模な景気刺激策を発表して世界を驚かせた。

最終的な金融危機の損失は、各国で危機収束の線引きがなされないと確定できない。しかし、IMF が 2009 年 4 月に発表した、全世界で 4 兆ドル規模という値はひとつの目安となろう。これは前述の、バーナンキ FRB 議長（当時）が発表した当初予想の 40 倍である。各国政府が講じた景気対策も大規模であった。主要 17 カ国の景気対策の合計は約 2 兆ドルで、平均すると各国 GDP の 5.3%に相当する。こうした対応によって金融市場は 2009 年半ばには一応の落ち着きを取り戻し、OECD も同年 6 月、先進国の戦後最大の景気後退は底打ちに近づきつつあると発表した。

グローバル危機に際しての各国の景気対策規模

Fiscal Stimulus Policies taken by major countries (2008-2010)

	(% of GDP)	($bn)
France	0.6	17.2
Germany	3.0	110.0
Iceland	9.4	1.6
Ireland	4.4	12.0
Spain	3.5	56.4
UK	1.4	37.4
US	5.6	798.8
Czech	3.0	6.5
Hungary	4.4	6.9
Australia	4.6	46.5
Japan	5.0	246.2
Korea	7.4	70.1
China	13.0	572.2
Malaysia	9.0	20.0
Indonesia	1.4	7.2
Thailand	6.0	16.4
Singapore	8.4	15.3
Total of the above 17	5.3	2,040.8

3. 金融危機の原因

グローバル金融危機は、従来の危機発生要因に新規の危機発生要因が加わって発生した。

（1）従来の要因

金融とは、実体経済の取引を媒介するマネーを供給するメカニズムである。その供給の

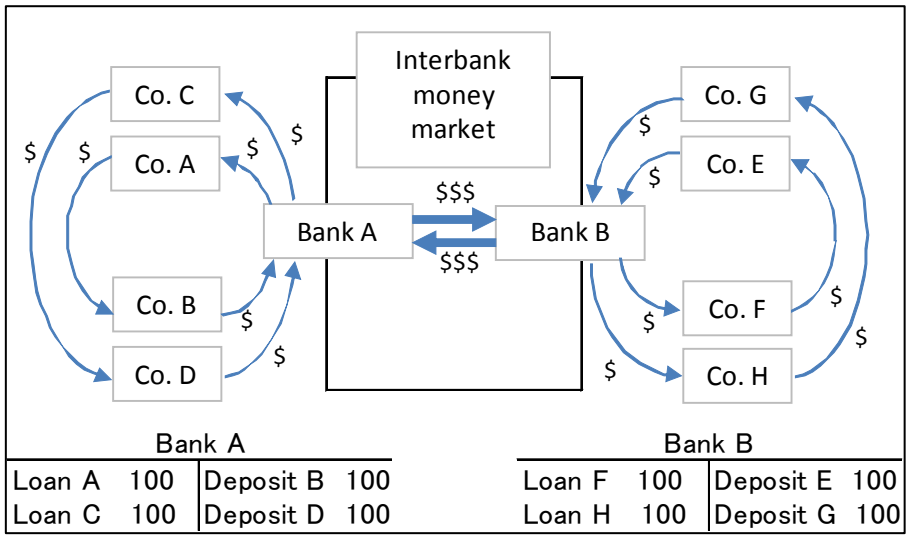
仕組みの根幹には信用創造という、強気になっては膨らみ、弱気になっては縮む要素がある。この強気・弱気というセンチメントは、実体経済のセンチメントをそのまま映す。経済が好調で企業や家計が強気の時には金融機関の活動が活発化し、信用創造は盛んになる。逆に経済が不調で企業・家計が弱気になれば金融機関の活動も低下し、信用創造は下火になる。

金融には景気の波の振れ幅を大きくする景気循環増幅効果（Pro cyclicality）があると言われるが、これは金融が経済に一方向に働きかけて生じるのではない。経済取引が増えて人々が将来に強気になれば信用創造が起こり（マネーが増加）、逆に経済取引が減って人々が将来の経済環境に弱気になれば信用創造が起こりにくくなる（マネーが減少）という、金融と実体経済の相互作用である。

実体経済の活動に不動産や株式といった資産価格の上昇が関わると、値上がりした資産を担保にした信用創造が起こりやすくなり、Pro cyclicality はますます大きくなる。しかし、Pro cyclicality によって異常なほどに押し上げられた価格や経済活動はやがてピークを過ぎ、景気悪化、金融機関の資産劣化、信用収縮がスパイラル的に発生する。これが金融危機の従来の発生要因である。

下図は企業取引と銀行の信用創造の関係である。経済が強気の時には企業間の取引が活発に起こり、銀行の介在によって預金と貸出の循環的な創造が引き起こされる。Bank A と Bank B のバランスシートは好況時に膨み、不況時に縮小する。

貸出と預金のスパイラル的な拡大

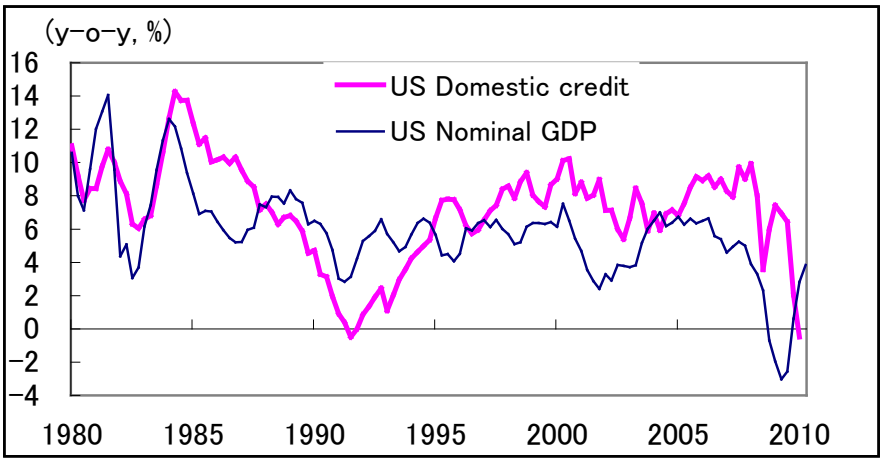


Bank A			
Loan A	100	Deposit B	100
Loan C	100	Deposit D	100

Bank B			
Loan F	100	Deposit E	100
Loan H	100	Deposit G	100

下図の通り、実体経済と与信拡大の拡大ペースには相関がある。

経済成長と信用拡大



（２）新しい危機発生要因

グローバル金融危機がかつてないほど大規模であったのは、従来の危機発生要因に加えて、金融の証券化、および金融のグローバル化という新しい危機発生要因が加わったためである。

①金融の証券化

証券化には様々な定義があるが、本稿では広義・狭義に区分した上で次の通り定義する。

(i)広義の証券化

広義の証券化とは、企業等の資金調達手段の中心が銀行融資から証券発行に移っていくことである。基礎的な事柄だが両者の違いを押さえておこう。ここでは証券について、債券の場合を用いて説明する。

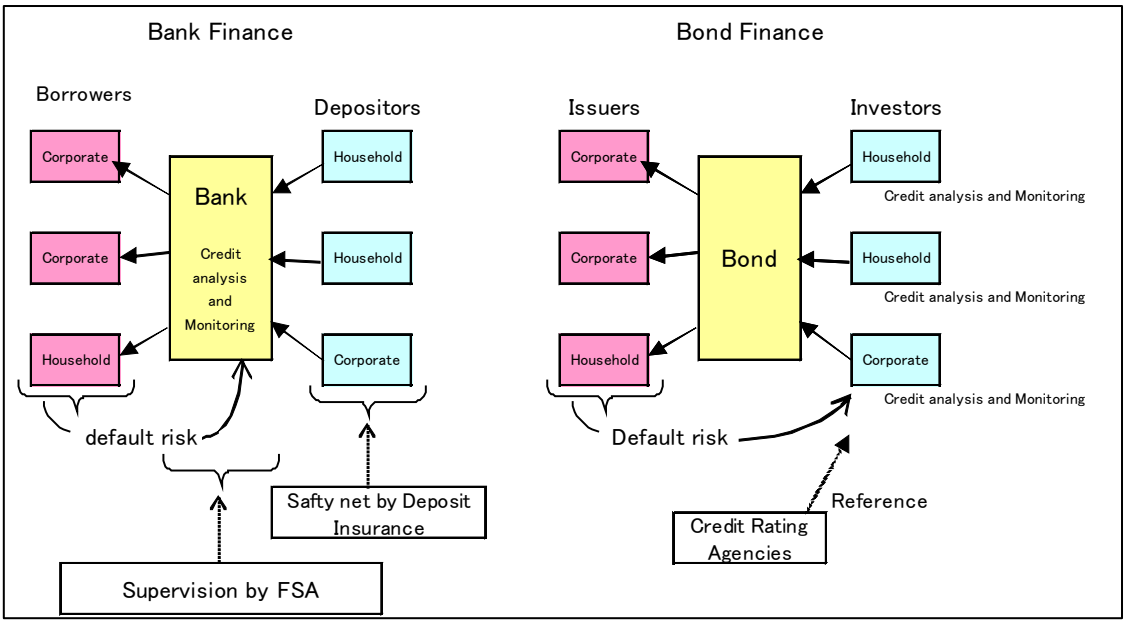
融資業務は銀行の預金業務、為替業務と並ぶ基本機能のひとつである。銀行は融資に際して債務者となる企業等の業績・財務状況等の審査を行い、返済完了まで当該債務者をモニタリングする。銀行という、大勢の従業員が従事する組織における業務は多岐にわたるが、融資に伴うこうした一連の信用リスク管理は、とりわけ重要性が高いといえよう。融資に損失が発生した場合、銀行はまず自行の収益でカバーし、それができない場合は自行の資本金で吸収する。預金者は、銀行破たんの場合を除いて自らの預金が元金保証されているため、銀行の融資状況が相当に悪化しても、それとは無関係でいられる。

さらに、銀行は預金取扱金融機関として資金決済機能という重要なインフラを社会および経済に提供しているため、銀行には円滑な運営を保全するための様々なセーフティネッ

トが張り巡らされている。例えば、金融当局は銀行に厳格な金融監督を定期的に実施している。また、銀行破たんの発生による取り付け騒ぎ、連鎖破たんを防ぐためにたいていの国では預金保険制度を備えている。

一方、債券発行による資金調達では、企業等が発行した債券が通常、募集・引受を行う証券会社を通じて、多数の投資家に販売される。発行体は債券に明示された償還・利払い条件等を順守する義務を負うが、財務状況の悪化などによってそれら条件を守れない状況、すなわち銀行融資における貸し倒れにあたる、債務不履行に陥る可能性もある。債券の投資家は自ら投資判断を下し、債務不履行による損失は自ら負わねばならない。格付け機関は投資家に対して発行体の信用状況に関する参考情報を提供するが、投資家の投資判断に対する責任は負わない。

銀行融資と債券発行の対比



（資料）筆者作成

広義の証券化、すなわち資金調達手段の中心が債券発行に移行すること自体には、金融危機を起きやすくする要素がないと言ってよい。後述の「金融のグローバル化」の下、グローバルな投資商品を生み出して世界の投資家に投資機会を与えるのには、債券を通じた資金調達の方が適した面があるが、これは金融のグローバル化がもたらす危機である。

債券の債権者は多数の投資家であるため、債務不履行が発生した場合、債券発行を通じた資金調達は、銀行融資と比べて解決策がまとまりにくい性質がある。債権者が銀行であれば、たとえシンジケート団を組む大がかりな融資であっても、債務再編の協議は限られ

た数の銀行によって進められる。しかし、これも金融危機の発生原因ではない。

金融の証券化によって債券市場が発達すると、投資家センチメントの悪化による債券の投げ売りが起こり易くなる。発行体の信用力低下によって債券価格は即座に低下し、投資家の過剰反応による過度な価格下落もしばしば起こるようになる。これに対して銀行の融資は、経済・金融が低迷した場合も、それらが一時的かつ小幅にとどまると判断されれば、ほとんど影響を受けずに続行されうる。しかし、この判断が誤りであった場合、不採算融資がズルズルと続いて不良債権が拡大し、結局、銀行自体の経営悪化によって金融危機を長引かせることもある。バブル崩壊後の日本、グローバル金融危機後の欧州がその例である。つまり債券市場の混乱は短期間で、銀行ファイナンスの危機は時間をかけて進行するという違いはあるが、どちらを選んでも金融危機がより発生し易くなる、あるいは金融危機が回避できるということは無い。

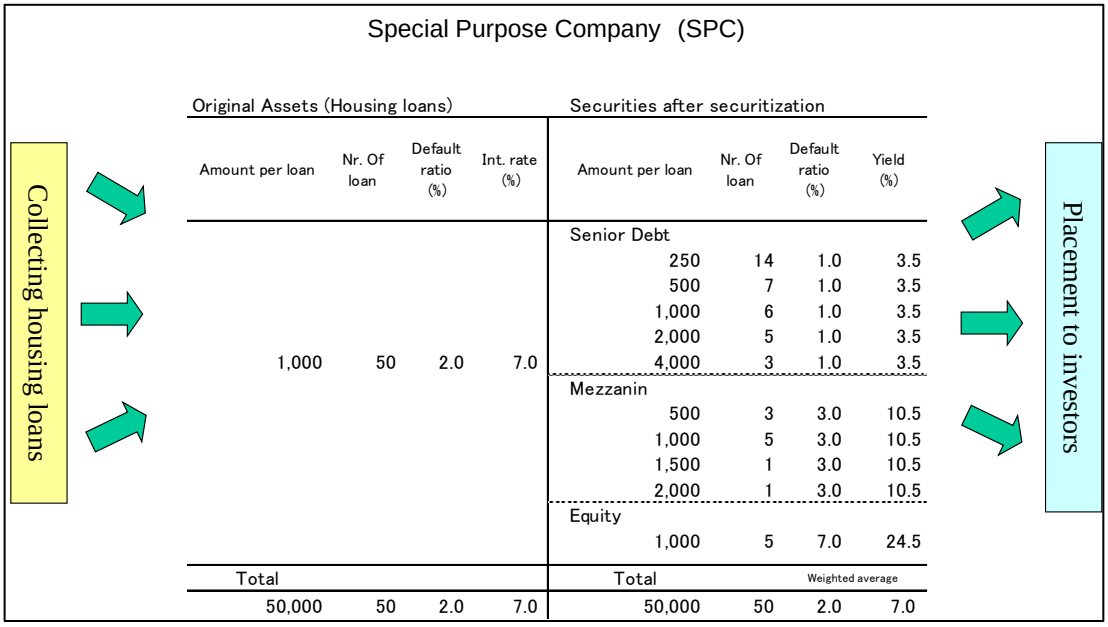
(ii)狭義の証券化

狭義の証券化とは、証券発行を伴う資産の流動化を指す。大まかには、①債権者が債権（流動化対象の資産）を特別目的会社（Special Purpose Company/SPC）に譲渡する。②特別目的会社は譲渡された資産を裏付けとして証券を発行する。③特別目的会社は投資家から集めた資金を債権者に支払う、という仕組みである。

発行される証券は通常、リスクとリターンのレベルに応じて低リスク・低リターンの Senior debt、中リスク・中リターンの Mezzanine、高リスク・高リターンの Equity の 3 種類に分類される。狭義の証券化の利点は、原債権を分解して投資家が選好するリスク度合い・期間・金額に仕立て直すため、より幅広い投資家から資金を集められる点である。

原債権の種類が住宅ローン債権、自動車ローン債権、カードローン債権など小口で数が多い債権であれば、大数の法則によって倒産率は予測し易くなる。次頁図は、一件 1000 千円、金利 7%の住宅ローン 50 件を原債権として集めた場合の証券化の姿である。倒産確率は過去のデータから 2.0%と導かれたとする。原債権は倒産確率 1%利回り 3.5%の Senior debt、倒産確率 3.0%利回り 10.5%の Mezzanine、倒産確率 7.0%利回り 24.5%の Equity に分解され、それぞれ好みの投資家に販売するが、すべての商品のリスクとリターンの加重平均は、元の住宅ローンと同じ利回りと倒産確率になっている。

証券化商品の組成イメージ

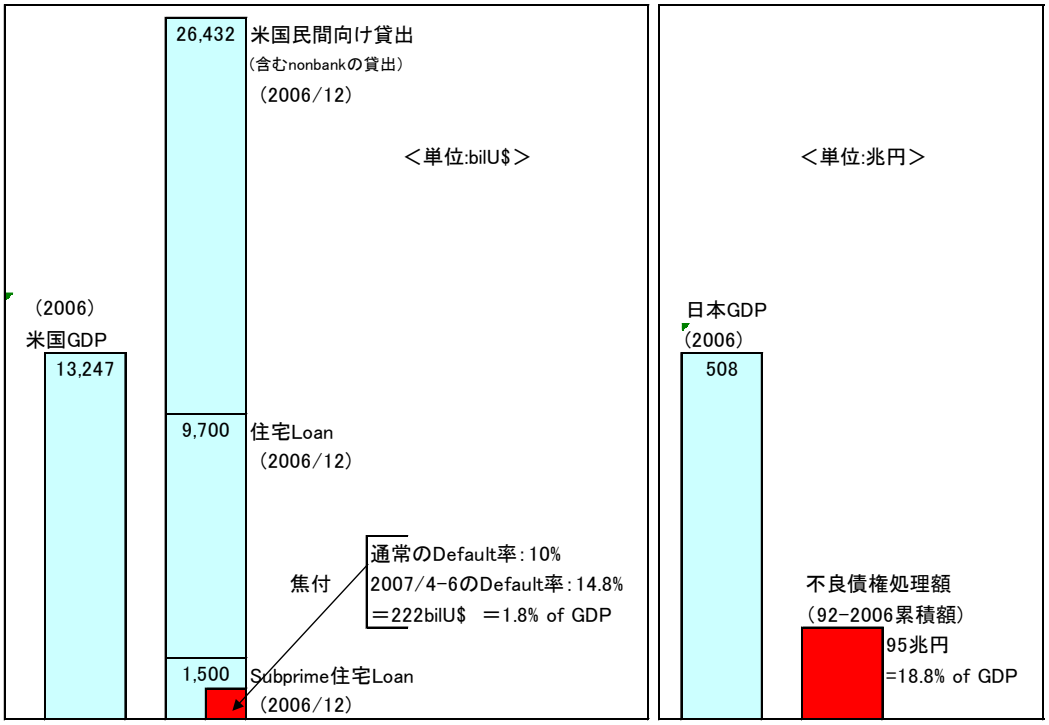


（資料）筆者作成

(iii)米国のサブプライムローンと証券化

狭義の証券化は、世界金融危機のきっかけとなったサブプライムローン問題に深くかかわった。まず、サブプライムローン危機の前夜にあたる 2006 年末時点の住宅ローン市場の規模を確認すると、住宅ローンは 9.7 兆ドルと米国の民間部門向け与信総額 26 兆ドル（同国 GDP の約 2 倍）の 4 割を占めた。サブプライムローンは 1.5 兆ドルであった。サブプライムローンの倒産確率は平常時でも 10%と住宅ローンとしては非常に高かった上、金融引き締めによって 2007 年第 2 四半期には 14.8%まで上昇した。しかし、損失 100%と仮定した場合でも不良債権の実額は約 2200 億ドルと米国の GDP 比では 1.8%に止まり、日本のバブル崩壊後の不良債権償却に要した GDP 比 19%というコストと比較すれば遥かに小規模であった。サブプライムローン自体は、世界規模の危機の原因となり得る規模ではなかった。

サブプライム問題の当初の規模

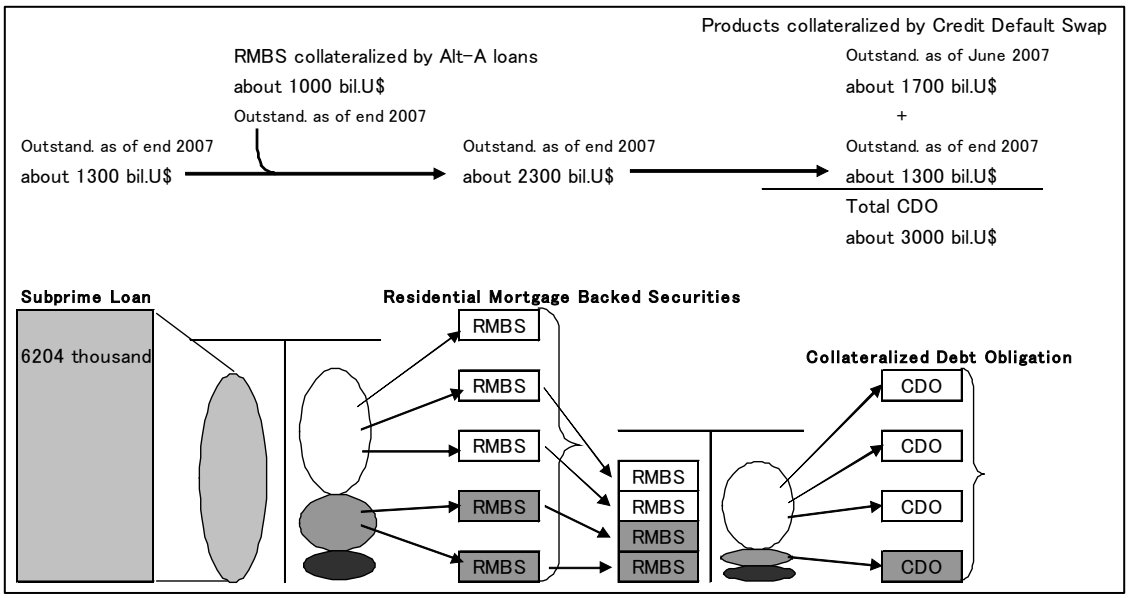


（資料）FRB、内閣府等

サブプライムローン問題が拡大したのは、同ローン債権が証券化商品の原債権に含まれたためである。まず、サブプライムローン 13 億ドルと、同ローンと同等に信用の低い貸出債権 Alt-A Loan 約 10 億ドルを原債権として、合計 23 億ドルの RMBS（Residential Mortgage Backed Securities 住宅ローン担保証券）が組成された。この RMBS の内、10 億ドルは最終投資家によって保有されたが、13 億ドルは更に別の金融業者が買い取り、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）取引で発生する手数料などで高利回りに仕立てた別の債券 17 億ドルと合わせて、合計 30 億ドルの CDO（Collateralized Debt Obligations、債務担保証券）が新たに組成された、なお、RMBS は一回の証券化で生まれるので一次証券化商品、CDO は二回の証券化を経て生まれるので二次証券化商品と呼ばれる。

サブプライムローン債権までが証券化商品の原債権に含まれるようになった背景には、高リターン商品に対する、投資家からの非常に強い需要があった。住宅ローンの証券化は 2000 年代に入って活発に行われ、より信用の高い通常の住宅ローン債権の証券化が一巡した結果、サブプライムローン債権が新たな原債権となったのである。サブプライムローン問題で最も非があるのは貸出を実行した金融機関の甘い与信判断とその後の無責任な債権管理だが、その背景に投資家による積極的な投資先探しがあったことは、今日の金融市場の性格を考える上で重要である。

サブプライムローンと証券化



（資料）筆者作成

(iv)証券化のどこが間違っていたのか

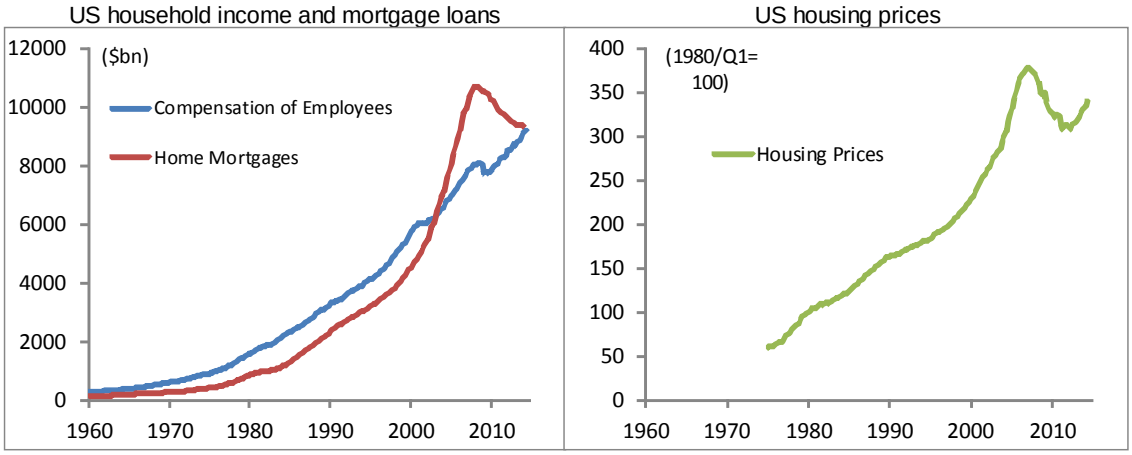
証券化によって生じた混乱の要因を整理すると、第一の要因は、本来さまざまな企業や資産への投資によって分散されるべき価格変動リスクが、証券化商品を通じた住宅ローン債権への投資の大量流入によって、住宅価格に集中してしまったことである。

第二はオリジネーターと呼ばれる住宅ローンを実行して証券化する金融機関が、証券化商品の内、Equity の部分まで投資家に売却したため、ここに分類されたリスクの高い原債務者に対してさえ、満期までモニタリングする者がいなくなったことである。一方の投資家は、原債務者も把握せずに Equity を買っても、自らのポートフォリオを地域やアセットクラスで分散させることで、リスクの顕在化をコントロールできるつもりでいた。しかし、世界中の投資家が楽観的な空気の中で積極的に投資を拡大させる裏で、世界の金融システムは過度のレバレッジが急速に巻き戻される危険性に直面していた。

第三は traceability（追跡可能性）の難しさである。CDO は RMBS をリパッケージしてできた商品であったが、その CDO をさらにリパッケージした CDO も作られ、リパッケージは最大で 4 回も行われていた。このため、米国の住宅市場で問題が起きた時、住宅ローン債権を原債権とする金融商品を持っている投資家は、自分の証券がどこまで問題に関係しているのか、即座にはわからない状態にあった。Traceability は、食の生産と消費のグローバル化によって食の安全においても指摘される問題である。

下図は米国勤労者の所得と住宅ローンのマクロ的な推移と、住宅価格の推移である。2000年代以降、住宅ローンが所得水準から離れて拡大した点、およびその背景に住宅価格の上昇と強気の金融センチメントによる、高レバレッジの相互作用があったことがうかがえる。

米国の所得、住宅ローン、住宅価格の推移



(Source) Datastream

②金融のグローバル化

金融のグローバル化が最初に新たな危機発生要因として顕著に現われたのは 1997－1998 年のアジア危機であった。グローバル金融危機では証券化との相互作用によって、その弊害が一層大きく現れた。グローバル化は、Herding、Wake-up call effect、Contagion という 3 つのキーワードで表すことができる。

(i)Herding

Herding とは群集心理的な投資行動を意味する。情報通信技術の発展によって投資家は世界の投資機会と直接結ばれるようになった。投資家が遠く離れた国々のインフレ率や経常収支などのマクロのファンダメンタルズ、個々の債務企業の業況についてある程度把握することも可能である。しかし、情報過多の中で、自分自身で正しい投資行動に資するように情報を消化することは、容易でない。こうした場合、他の大勢の投資家の行動が投資基準になりがちである。大勢の投資家が同じ行動をとることをご Herding と呼び、金融のグローバル化時代の最大の特徴と言ってよい。

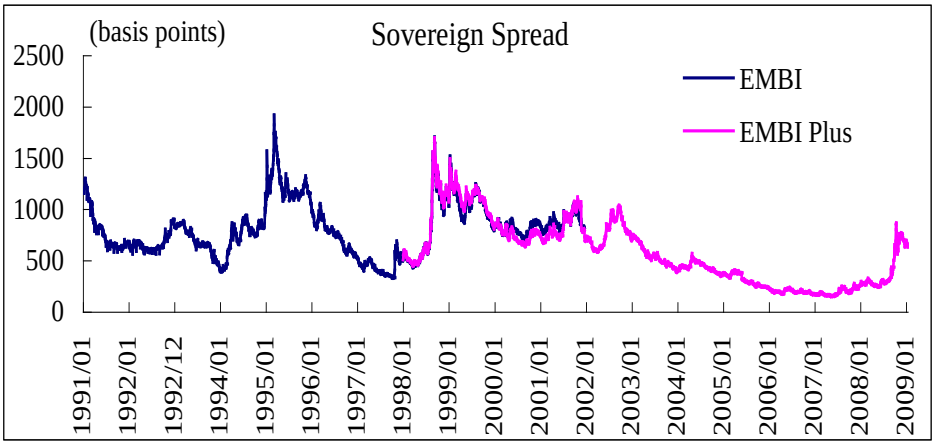
(ii) Wake-up call effect

Wake-up call effect とは、突然の市場のセンチメントの悪化を受けて危険性に目覚めた投資家が一斉に手を引こうとする現象である。Herding によって投資行動がひとたび一方向に動き出すと、その流れはますます加速する傾向がある。例えばある途上国政府の外債

に投資資金が集まり始めると、投資リスクの大きさを示す米国債との利回り格差は縮小する。利回り格差縮小は外債のリスク低下と映るため、より多くの投資家の資金が集まり、利回り格差はさらに縮小する。しかし、このサイクルが繰り返されると、どこかの時点で投資家の中に、投資過熱とリスク評価の改善はスパイラル的な自己実現に過ぎないと気づくものが現われる。これら一部の投資家が売りに転じると、これが Wake-up call となって他の大勢の投資家の売りを引き起こす場合がある。

米国債とエマージング諸国のドル建て国債の利回り格差（スプレッド）を示した下記のグラフには、この投資家心理がよく表れている。時間をかけて進むスプレッドの縮小からは、強気のセンチメントがじりじりと広がる様子が、短期間でのスプレッドの拡大からは、Wake-up call を受けて大勢の投資家が売り急ぐ様子がうかがえる。

エマージング諸国政府外債の対米国債利回り格差の推移



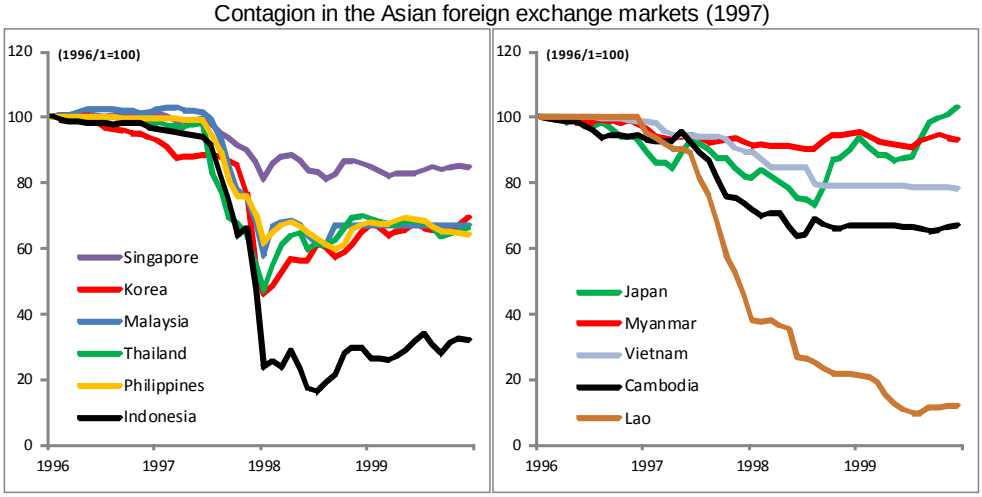
(資料)JP Morgan

(iii)Contagion

Contagion とは、通貨急落や株価の暴落などの金融市場の混乱が他国に次々と伝播することである。Wake-up call effect が起きると、大勢の投資家は売り逃げることができそうな他の資産まで投げ売りする。このため、たちまち下落トレンドが他の資産、他の通貨にも伝播する。なお、このような場合、為替市場ではスイスフランや日本円、債券市場では米国債やドイツ国債などの「安全資産」に買いが集中する。

アジア危機時に為替市場で見られた Contagion の様子

Contagion in the Asian foreign exchange markets (1997)



(Source) IMF

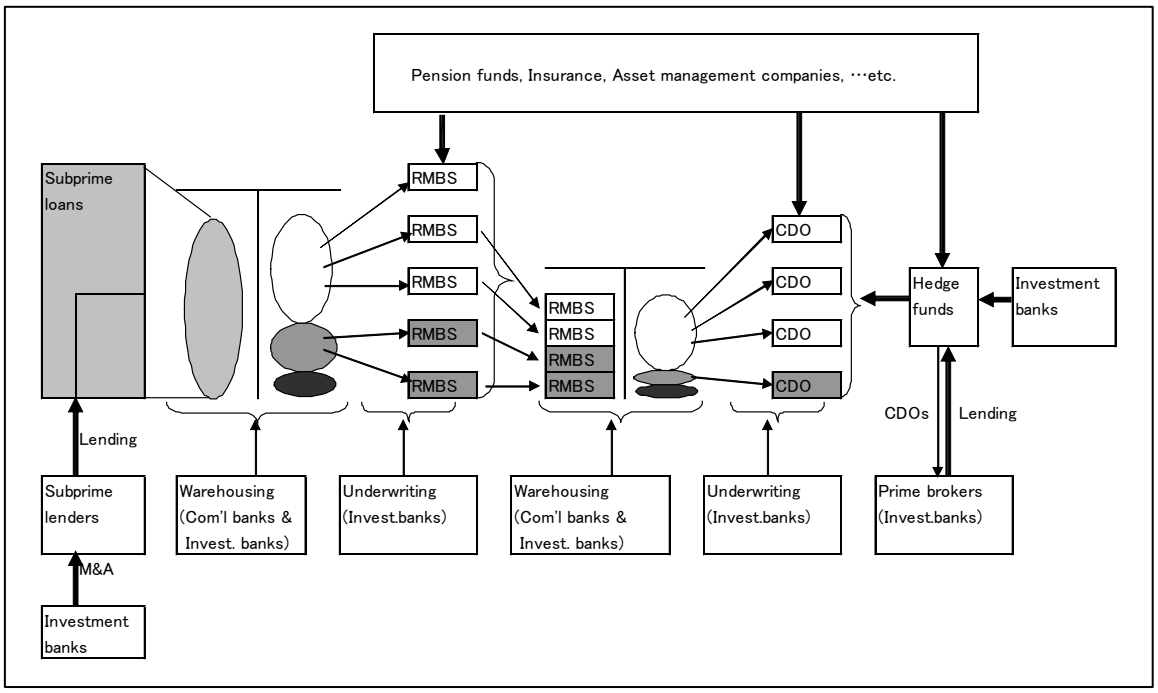
③証券化とグローバル化が合わさると

資産の証券化では、金融仲介業務の構成要素が分解される。次頁図は、先述のサブプライムローン債権の証券化の各工程にどのような金融機関が関与していたかを示している。“Warehousing”という工程では、買取られたサブプライムローン債権の証券化が可能になる一定の分量に積み上がるまで保管される。一次証券化商品（RMBS）は一旦引き受け業務を担当する金融機関に買取られ、その一部が投資家に売却される。残った商品は再度 Warehousing を担う金融機関に買い取られ、二次証券化商品（CDO）に仕立て直される。CDO の買い手は年金基金や保険会社、投資銀行が出資・設立したヘッジファンドなど、さまざまである。ヘッジファンドは投資家から預かった資金を投資するほか、投資家利回りを高めるため、購入した CDO を担保に投資銀行の“Prime Broker”部門から資金を借り入れ、更に CDO を購入するという投資手法をとる。

資産の証券化の担い手は他にも、RMBS に対する保証や RMBS 買入を行う米国の公的住宅金融機関 Fannie Mae や Freddie Mac、証券化商品を「安全商品」として保証する保証保険業務専門のモノライン（Monoline）保険会社、CDO の利回り向上に活用される CDS 取引（クレジット・デフォルト・スワップ、信用リスクを移転するデリバティブ取引の一種）などがある。

このように資産の証券化には投資銀行、ヘッジファンド、公的金融機関、民間商業銀行、年金基金、保険会社など様々な機関が関与する。証券化の主な目的のひとつはリスク分散でありながら、金融グローバル化と投資家のリスク選好の高まりの下、これら関係者は全員、住宅価格の急落リスクと過剰レバレッジの巻き戻しリスクにさらされていた。

サブプライムローンを起点とする証券化の仕組み



(資料)筆者作成

2007 年 6 月末時点で世界全体の CDO 残高は 3 兆ドルであり、内訳をみると、保有者別ではヘッジファンドが 46.4%と最大で、投資銀行・商業銀行が 24.9%であった。商品別では、最もリスクの高い Equity が 26.6%で、格付け AA 以上は 52.0%であった（以上、下図ご参照）。この Equity の比率に鑑みると、住宅ローンの不良債権比率が 26%以下であれば、シニア債の償還や利払いに支障はなかったはずである。しかし実際には、住宅ローンの不良債権比率が 15%まで上昇した時点で、パニック的な投げ売りが始まった。証券化に部分関与する機関や最終投資家が一斉に一方向に振れたことは、複雑な金融手法を用いる証券化と Traceability の低下をもたらしたグローバル化の弊害の表れであった。

銀行の保有債券の価値下落は四半期決算の都度、損失として計上される。このため、世界金融危機で債券市場が下落する中、銀行の自己資本は毀損し、それが貸し渋り、実体経済の悪化、企業向けローン債権の質の劣化に波及していくという、デレバレッジによる「負のスパイラル」が起こった。IMF が 2009 年に発表した、2007－2010 年にかけて金融機関で発生する損失の見通しに関する報告では、損失は当初、証券関連で主に発生するが、実体経済の悪化に伴って通常の住宅ローン、企業向けローンでも発生するようになるため、最終的な損失額は証券関連で 1.9 兆ドル、ローン関連で 2.0 兆ドルと同等との見解が示された（下図）。

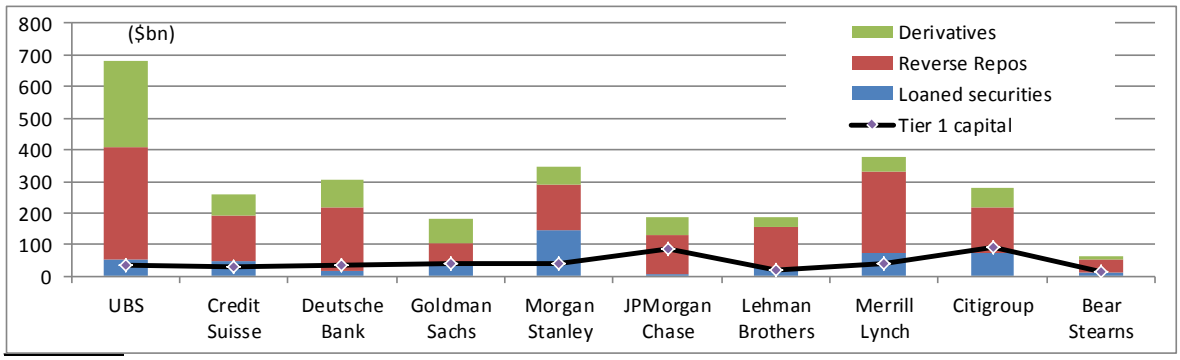
担保証券（CDO）の保有者

Who buys the CDOs (as of June 2007)

	Insurance	Hedge Funds	Bank	Asset Managers	Total	Total $bn
AAA	6.9%	12.1%	14.5%	5.8%	39.3%	1,179.4
AA	1.2%	4.0%	3.5%	4.0%	12.7%	381.1
A	0.3%	4.6%	1.4%	2.9%	9.2%	276.1
BBB	0.6%	4.3%	0.3%	4.0%	9.2%	276.1
BB	0.0%	2.3%	0.3%	0.3%	2.9%	88.2
Equity	0.9%	19.1%	4.9%	1.7%	26.6%	799.5
Total	9.9%	46.4%	24.9%	18.7%	100.0%	3,001.0
Total $bn	295.0	1,396.0	746.0	564.0	3,001.0	

(Source) OECD 2007

ヘッジファンド向けの欧米主要行のエクスポージャー



(Source) OECD 2007

IMF によるサブプライム問題発生以降の金融機関の損失推計

Estimates of Financial Sector Potential Writedowns (2007-2010) as of April 2009 by IMF

	US			Europe			Japan			Total		
	Outstading	Estimated Losses		Outstading	Estimated Losses		Outstading	Estimated Losses		Outstading	Estimated Losses	
		Apr. 2009 Loss amt.	Loss rate		Apr. 2009 Loss amt.	Loss rate		Apr. 2009 Loss amt.	Loss rate		Apr. 2009 Loss amt.	Loss rate
Loans	$bn	$bn	(%)	$bn	$bn	(%)	$bn	$bn	(%)	$bn	$bn	(%)
Residential mortgage	5,117	431		4,632	192					9,749	623	
Commercial mortgage	1,913	187		2,137	105					4,050	292	
Consumer	1,914	272		2,467	175		3,230	65		7,611	512	
Corporate	1,895	98		11,523	416		3,339	67		16,757	581	
Municipal	2,669	80								2,669	80	
Loans total	13,508	1,068	7.9	20,759	888	4.3	6,569	132	2.0	40,836	2,088	5.1
Securities												
Residential mortgage	6,940	990		1,390	195					8,330	1,185	
Commercial mortgage	640	223		181	31					821	254	
Consumer	677	96		250	18					927	114	
Corporate	4,790	335		1,227	61		789	17		6,806	413	
Securities total	13,047	1,644	12.6	3,048	305	10.0	789	17	2.2	16,884	1,966	11.6
Total	26,555	2,712	10.2	23,807	1,193	5.0	7,358	149	2.0	57,720	4,054	7.0

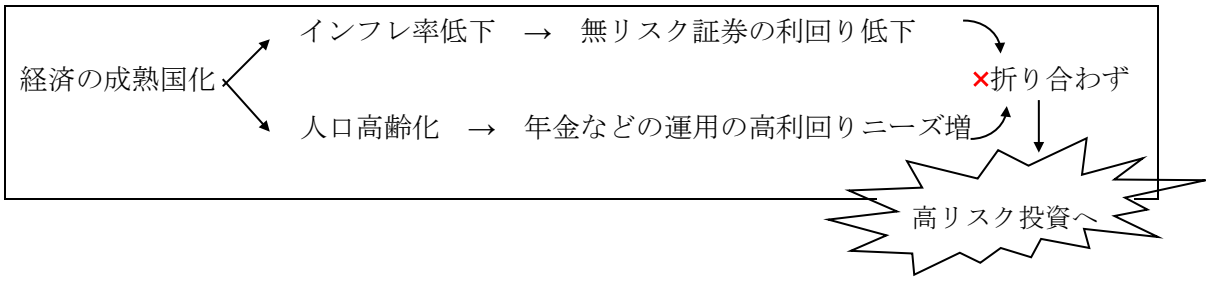
(Source) IMF, Global Financial Stability Report, April 2009

4. なぜ危機は繰り返されるのか

金融危機は前述の通り、1970-2012 年の間に 432 件も起きている。危機には大小があり、グローバル金融危機のような特大の規模に至るケースは稀としても、なぜ危機は繰り返されるのだろうか。アジア通貨危機以降、国際機関や各国間協議の場では、金融危機についてより多くの分析レポートが発表されるようになった。それらレポートは危機の原因が詳細に分析すると共に教訓を分かりやすく説明しており、金融危機の防止策など知識の共有化は進んだとの認識である。しかし、依然として金融危機は発生し続けている。この状況は、今後も金融危機が繰り返されることを示唆していると考える。

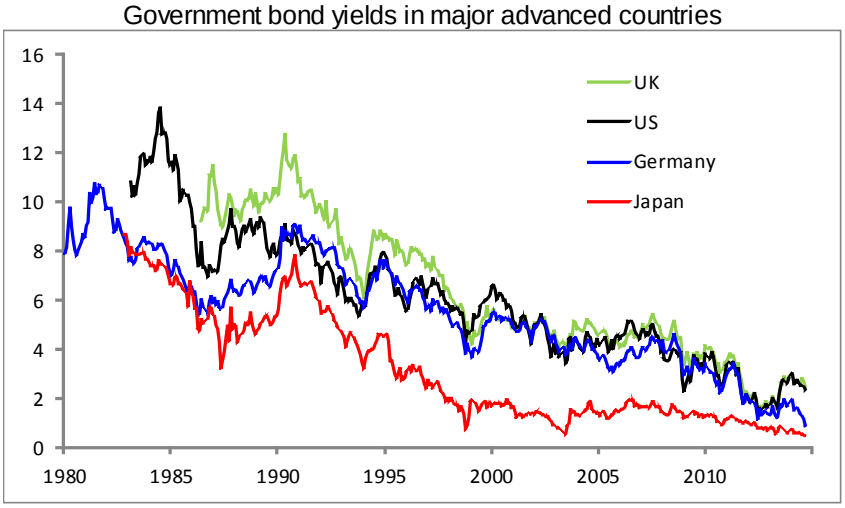
人々が金融危機の原因やメカニズムを把握しているにもかかわらず、金融危機を起こしてしまう理由は、ある行動が金融危機の発生原因になり得る危険な行動であることを理解しながら、そうせざるを得ない事情があるという以外、考えられない。今日の金融危機の原因である高リスク投資には、下図の通り、成熟国の事情があるのではないか。主に先進国ではインフレ率の低下によって無リスク証券の利回りが低下している。一方、年金基金などには、社会の高齢化に伴う財政収支の構造的な悪化によって、運用収益を引き上げねばならない圧力がかかっている。このため、高リスクであっても高リターンの投資が選択されるであろう。

危機の背景にある成熟国の事情



このような現状への対応として、金融分野では、金融システム全体のリスク把握と安全確保を重視する金融監督体制の構築、および民間銀行が社会的公器として存在するための、銀行経営者の意識改革が必要である。実務面では、金融機関による無謀で無責任なリスクテイクを防止するための金融規制改革を推進するほかない。経済全体では生産性を向上させ、少ない労働人口で多くの高齢者を支えられる経済構造を作らなければならない。

先進国の中央政府発行債券の利回りの推移



(Source) Datastream

5. 国際的な金融規制改革の動き

グローバル金融危機が発生した要因のひとつには、金融の専門化、細分化、複雑化が原因で、金融システムの保全に欠かせない基本的な対応が見過ごされたことが挙げられる。金融危機の再発防止の議論を集約し、ルール作りの指針を示す場として、2009 年に G20 の下に金融安定理事会（Financial Stability Board/FSB）が設立され中心的役割を果たすようになった。

（1）何が間違っていたのか、誰が悪いのか

危機の原因は議論の結果、多くの関係者によって次のように合意された。

✓ 金融に備わっている Pro cyclicality は完全に排除することが出来ない。しかし、欧米金融機関の役職員の報酬体系は、明らかに Pro cyclicality を助長した。例えば銀行の収益は通常、オプション、スワップ、CDS などのデリバティブ販売では取引成約時に全額認識されるため、銀行は短期的な収益拡大を目指してこれら取引を拡大させた。一方、上記取引に伴う市場リスク・信用リスクは取引の満期が到来する 5 年、10 年先まで残る。

✓ 金融のグローバル化の一方で、金融監督は国毎に行われている。金融危機への対応も基本的には同様であった。金融統合で他の地域に先行する欧州においても、預金保険制度は各国間で異なる内容であった。

✓ Origination to distribution（OTD、組成・転売）型と言われる証券化のビジネスモデルでは、ローン実行後に当該債権を流通市場で売却する。本来、ローンの実行者は債務者の返済能力を審査する際、ローン満期までの変化を予測する必要があるが、OTD

モデルの下では審査が甘くなりがちであった。

- ✓ 証券化ビジネスモデルの広がりによって、商業銀行も ABCP（資産担保コマーシャルペーパー：一般には、企業の売掛債権の流動化）など市場型間接金融を拡大させた。ABCP の発行プログラムには元本償還時の資金確保のため、流動性補完枠が設定される。グローバル金融危機に際して欧米では金融機関が流動性供与に必要な資金調達を余儀なくされ、短期金融市場の流動性が逼迫した。

- ✓ 金融の複雑化・巨大化と投資の Herding 傾向が高まる中、個々の金融取引、個々の金融機関の健全性を確保するだけではなく、金融システム全体の動向をマクロ的に捉えなければ重大な金融リスクを見落とすようになった。

- ✓ 証券化ビジネスの拡大によって、与信判断や保有するエクスポージャーに対するリスクウエイト算出において格付け会社による格付けへの依存が高まった。しかし、格付け会社による格付けも所詮、Pro cyclicality という大きなうねりに沿って行われたに過ぎず、与信判断に客観性を与えてはいなかった。

（２）危機後の金融規制改革　バーゼルⅢを中心に

危機の原因とされる上述の一連の事象への対応は、部分的にしか行われていない。例えば民間金融機関における役職員に対する高額報酬は問題視されているが、本来、給与水準は私企業の裁量領域であるため、政府による規制の実施は難航している。

しかし、欧米を中心に、各国政府は危機防止に向けた様々なルールの策定を試みている。国際的にはバーゼル委員会がバーゼルⅢの枠組みの中で新たなルール作りを進めている。詳細は多岐にわたるが、ここでは自己資本規制、レバレッジ規制、流動性規制の 3 点を紹介したい。

①自己資本規制

バーゼルⅢにおいて自己資本は、金融のグローバル化と証券化によるボラティリティーの高まりに対応するため、より厚く、また、より質を高くすることが求められている。

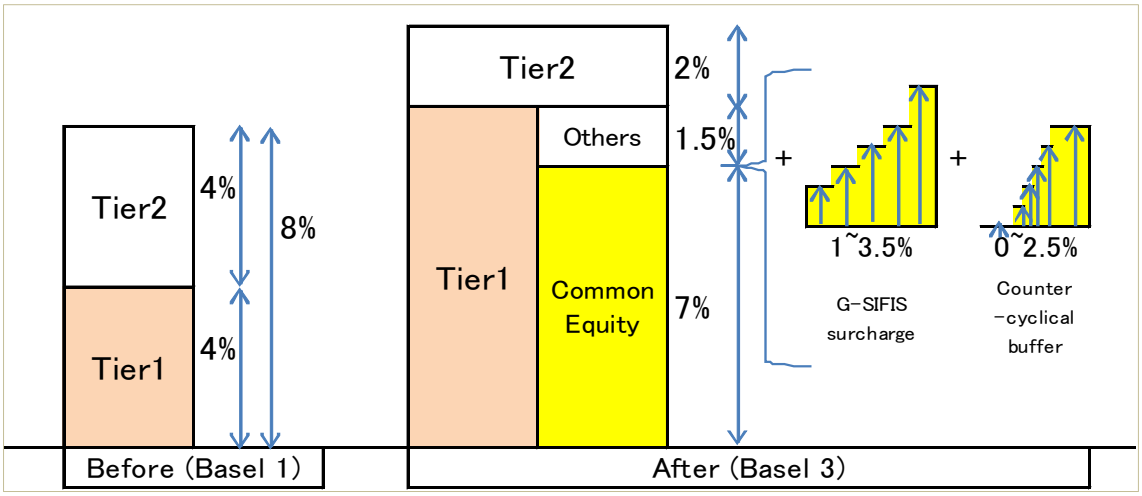
バーゼルⅠ・Ⅱではリスクアセット（Risk Weighted Assets、RWA）に対する自己資本の所要比率が 8%であった。その内訳は、Tier1 と呼ばれる自己資本の基本的項目、すなわち相対的に質の高い保有資産で 4%、Tier2 と呼ばれる自己資本の補完項目に分類される資産で 4%であった。

バーゼルⅢにおいても所要自己資本比率は 8%である。しかし、この内、普通株式と内部

留保で構成されるコモンエクィティ（普通株式等 Tier1、いわゆるコア Tier1）の所要比率は 4.5%に設定され、Tier1 の所要比率は 6%に引き上げられる。さらに、これら所要比率に加えて、コモンエクィティの所要比率に 2.5%の「資本保全バッファー」が設定される（バッファー算入後のコモンエクィティ：7%、同 Tier1： 8.5%）。このため、実際に必要な自己資本比率は 10.5%に底上げされる。

この他、バーゼルⅢでは各国の総与信の拡大状況に応じて増減される、「カウンターシクリカル・バッファー」が最大で 2.5%追加される。さらに、国際金融システムの安定にとって重要な大手銀行に区分される G-SIFIs には、コモンエクィティ比率について 1.0－2.5%[10]のサーチャージ（いわゆる G-SIBs サーチャージ）が追加される。したがって大手行は経済の好況期などにおいて、自己資本比率を 15.5%以上とすることが求められるようになる。バーゼルⅢは 2013 年 1 月から 2019 年 1 月にかけて段階的に実施される。

Basel Ⅲの自己資本規制の姿



（資料）BIS、金融庁などから作成。

②レバレッジ比率

レバレッジ比率と自己資本比率は、資産に対する自己資本の割合について規制するという点で共通するが、前者は後者と異なり、資産すなわちエクスポージャーの算定においてリスク・ウエイトを考慮しない。その狙いは、リスク・ウェイトを左右する担保資産の価値に含まれる Pro cyclicality の排除である。バーゼルⅢでは、レバレッジ比率を 3%以上に維持すること、言い換えれば、自己資本に対する掛け目なしの総合資産の上限を 33.3 倍にすることが求められている。当規制は 2013 年 1 月から 2017 年 1 月の試行期間、その後

[10] G-SIFIs Surcharge は、最大 3.5%まで想定されているが、現時点ではこのサーチャージを適用する金融機関が無いため、次の水準の 2.5%が最大となっている。

の調整機関を経て 2018 年 1 月から正式に適用される。

レバレッジ比率

$$\text{Leverage ratio} = \frac{\text{Tier1}}{\text{Quarter average total on-balance assets + off-balance position}} \geqq 3\%$$

③流動性規制（LCR、NSCR）

流動性カバレッジ比率（LCR）は 30 日間のストレス期間の資金流出額に対する良質の流動資産の比率で、100%以上とすることが求められている。安定調達比率（NSFR）は流動性が低く売却が困難な資産に対する、利用可能な安定調達額（資本および預金・市場性調達）の比率で、100%を上回るよう求められている。どちらの規制も資本市場のセンチメントの急速な悪化に備えて、銀行の資金調達体制を強化する狙いがある。導入の背景には、グローバル金融危機が資産劣化よりも、資金調達環境の激変による流動性逼迫の影響を大きく受けたとの反省がある。LCR は 2015 年 1 月より段階的に導入され、NSFR は 2018 年 1 月に実施される予定である。

2 つの流動性規制

$$\text{Liquidity coverage ratio（LCR）} = \frac{\text{Stock of high-quality liquid assets}}{\text{Total net cash outflows over the next 30 calendar days}} \geqq 100\%$$

$$\text{Net stable funding ratio（NSFR）} = \frac{\text{Available amount of stable funding}}{\text{Required amount of stable funding}} > 100\%$$

国際的に業務を展開する金融機関は当然ながら、これらバーゼルⅢの規制に加えて、各国当局が定める金融規制にも対応しなければならない。現行の規制内容で将来の危機を防止できる保障は全く無く、防げると思っている者も少ないだろう。一方でバーゼル規制の他にも、米国のドッドフランク法に代表されるような非常に厳しい法律もあり、金融ビジネスを展開する上での弊害として深刻に受け止められている。

2008 年 9 月に発生したリーマン・ショックから 6 年以上が経過したが、欧米の国民感情を反映して、議会には金融機関に対する懲罰が必要という空気が根強く残っている。このため、グローバルな金融機関は目先、現行の法律に沿って準備を進めよう。

一方、アジアをはじめとする途上国の金融機関は、自国の発展段階の低さから見れば、まだまだレバレッジを高めて実体経済の成長を支えなければならない。このため、欧米金融機関への懲罰的な規制を基に国際的な金融規制が決められては困るという思いがある。年々、こうした途上国の声は高まっており、国際金融規制の在り方を巡る攻防はまだまだ続くと予想される。

グローバル金融危機の年表（2004 - 2009）

Crisis development	Policy responses and announcements
2004-2006 米国で金融引き締め。政策金利は 1.0%から 5.35%へ。米国住宅ローン市場で金利が払えなくなるデフォルトが出始める。	
2007 ４月　米国の住宅ローン業者 New Century Financial が倒産。従業員の半分約 3200 人を解雇。 ７月　米国投資銀行 Bear Stearns が傘下のファンド２社からの資金引出し不能を投資家に通告。 ８月９日　BNP Paribas が傘下のサブプライム関連投資ファンドの凍結を投資家に通告。（パリバショック） 9月13日　Northern Rock の預金者が預金引き出しに殺到。1 日で 1bil.pounds が引き出される。英国過去 100 年の金融史最大規模の Bank run となる。 ９月 23 日　イギリスの住宅金融会社 Northern Rock が資金調達に行き詰まり Bank of England に緊急支援を要請。 10月１日　スイスの銀行 UBS がサブプライム関連投資で 3.4bilUSD の損失発生と発表。グローバル主要行の中で最初の損失発表となる。 10 月 30 日　米投資銀行 Merrill Lynch が 7.9bilUSD の資産の不良債権化を発表。	７月　FRB の Bernanke 議長、サブプライム問題の損失は 100bil.USD になると発言。 欧州金融市場に緊張が走り、ECB は即日 95bilEur の資金をインターバンク市場に供給。またその後数日にわたり追加で 108.7bilEur の資金を供給。 英国政府は Northern Rock の預金保護を発表。 ９月 18 日　FRB が政策金利を 5.25%から 4.75%に引き下げ。 12 月６日　ブッシュ大統領は抵当住宅差し押さえに直面する百万以上の世帯に対する支援プランを発表。 12 月 13 日　FRB、ECB、BOE、BOJ、SNB が前例のない緊急協調資金供給を実施。

12 月 19 日　Standard and Poor’s は債券発行保証に特化した monoline と呼ばれる保険業者多数を一斉に格下げ。	
2008 3 月 17 日　米第 5 位の商業銀行 Bear Stearns が破綻。JP Morgan Chase が救済合併。（ベアスターンズショック） 9 月 15 日　リーマンブラザーズ倒産。（リーマンショック） 9 月 15 日　米を代表する投資銀行 Merrill Lynch が経営危機に。Bank of America による救済合併で両者合意。買収規模は 50bilUSD。 9 月 17 日　英国の主要行 Lloyds TSB が英国最大の住宅金融提供銀行である HBOS の買収を決定。買収額は 12bil.pounds。 9 月 25 日　米最大の民間住宅金融機関 Washington Mutual 経営危機に。JPMorgan Chase が 307bilUSD	2 月 10 日　G7 はサブプライム関連損失が全世界で 400bilUSD に達する可能性ありと発表。 4 月 8 日　IMF はサブプライム関連損失が全世界で少なくとも 1trilUSD に上がると予想。また問題は、サブプライムローン問題から、商業用不動産市場、消費者ローン市場、企業向けローン市場に広がりつつあると警告した。 7 月 14 日　米国金融当局は、米国の２大住宅金融機関である Fannie Mae と Freddie Mac の救済を決定。２機関は、合計 5trilUSD の残高の住宅ローン（全体の約 50%）を持ち、その倒産は米国経済に深刻な影響を与えるとの判断からの決定。米国史上最大級の救済。Paulson 財務長官は、2 機関の倒産は米国金融市場全体のシステミックリスクを高め、経済金融の状況全体がより悪化する恐れがあると説明。 Greenspan 前 FRB 議長、「おそらく 100 年に一度の出来事であり、他の主要行の倒産もありうる」と発言。 9 月 16 日　米最大の保険会社 AIG が経営危機に。政府は 85bilUSD の救済案を決定。AIG 株の 80%を取得し同社を国有化。

で買収を決定。	9 月 28 日　米国議会は、700bilUSD の公的資金を金融機関からの不良債権購入に投入すると決定。1930 年代の大恐慌以来、最大の金融危機打開のための公的資金投入に。 9月28日　欧州の巨大総合金融機関 Fortis が経営危機に。国有化決定。 10 月 6 日　ドイツ政府、同国の大手銀行 Hyop Real Estate の救済を発表。規模は 50bilEur。 10 月 8 日　FRB、ECB、BOE、Canada・Sweden・Switzerland の欧米６中銀が 0.5%の緊急利下げを実施。 11 月９日　中国が４兆元(586bilUSD)の景気刺激策を発表。中国の GDP の 14%の規模。危機を通じて GDP 比では最大規模の財政投入策に。また実額でも、米国財政出費に次ぐ規模に。 11 月 23 日　米国政府、20bilUSD の Citigroup 救済策を発表。 11 月 24 日　FRB、金融市場安定化のため、さらに 800bilUSD の投入を発表。600bil は RMBS 購入に、200bil は消費者金融市場安定化のために投入と説明。 12 月４日　フランス政府、26bilEur の景気対策を発表。 12 月 16 日　FRB、利下げ実施。金利は 1%→0-0.25%に。実質的に米国もゼロ金利政策に突入。 12 月 19 日　米国政府、金融支援用の 700bilUSD のうち 17.4bil を米最大の自動車メーカーGeneral Motors の救済に振り分けると発表。

2009	2009 年 1 月 13 日　ドイツ政府、50bilEur の景気対策を発表。 2 月 17 日　米 Obama 大統領、787bilUSD の景気対策を発表。 4 月 22 日　IMF、今回の危機で全世界の不良債権規模は 4trilUSD に上ると予想。うち 1trilUSD は償却済みで、残りが 3trilUSD。 5 月 8 日　米国当局、金融機関のストレステストを実施。結果はテスト対象の 19 行のうち 10 行が自己資本不足状態であり、そのために 74.6bilUDS の資本注入が必要と発表。中でも最大の資本不足行は Bank of America。 6 月 17 日　米国政府は、危機再発防止のための新たな金融規制改革を行うと発表。 6月24日　OECDは、先進国の2009年成長率は-4.1%、しかしこの戦後最大の景気後退は底打ちに近づきつつあると発表。

＜参考資料＞

- Luc Laeven and Fabian Valencia, Systemic Banking Crises: A New Database, IMF Working Paper WP/08/224
- Luc Laeven and Fabian Valencia, Systemic Banking Crises: An Update, IMF Working Paper WP/12/163
- Briefing A short history of modern finance, The Economist October 18th 2008
- East Asia's financial crisis: causes, evolution, and prospects, World Bank, Global Development Finance 1998
- Adrian Blundell-Wignal, Structured Products: Implications for Financial Markets, OECD 2007
- Hans J. Blommestein, Ahmet Keskinler and Carrick Lucas, Outlook for the Securitization Market, OECD 2011

第５章　ファイナンシャル・インクルージョンと G20 の動向

福田　幸正（国際通貨研究所　開発経済調査部　主任研究員）

1. Financial Inclusion の前提：途上国貧困層の家計の実態について～"Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on $2 a Day"～

国際的な貧困撲滅の共通目的として合意されたミレニアム開発目標(MDGs: Millennium Development Goals)は、1 日 1 ドル 25 セント以下で生活する人口（世界人口の 5 分の 1）を半減することを、2015 年までに国際社会が達成すべき 8 項目の最初にあげている。1 日 2 ドル以下となると世界人口の半分にのぼるという。このような実態を前提に、MDGs を中心とする、途上国の貧困削減に向けた様々な施策が試みられている。一方、そもそもこのような少額で途上国の貧困層が日々の家計をいかにやりくりしているのかということについては、必ずしも実態が明らかにされてこなかった。それというのも、援助側である先進国側の国民の多くは、援助関係者も含め、そもそも実感として貧困を理解していないからではないか。

途上国の貧困層の家計実態調査をまとめたものでは、ニューヨーク大学のジョナサン・モーダック教授らによる"Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on $2 a Day"[11]（翻訳版タイトル「最底辺のポートフォリオ：1 日 2 ドルで暮らすということ」[12]）は画期的な研究結果として評価が高く、途上国の貧困層の家計の実態を興味深く炙り出している。なお、本著は、2009 年の出版だが、今でもマイクロファイナンスや financial inclusion に関する国際会議などで、"financial diaries"といば、当然のことのようにこの本を指すものとして扱われるほど、関係者の間では必読書となっている。そのような事情を知らないと、全く議論についていけない。以下に、モーダック教授らによる著書の要旨を私見とともに紹介させていただきたい[13]。

モーダック教授をはじめとする調査チームはインド、バングラデシュ、南アフリカの 3 カ国の貧困家庭、約 300 戸の家計調査を約 1 年間行った。おカネの出入り、フローに重点を置いたフィールド調査であるが、そもそも貧困層へのヒアリング調査自体、生易しいものではなかっただろう。ちょっと考えてみても、貧困層であろうとなかろうと、よそ者に家庭の内情、特にお金の使い道について詳らかにすることはまずありえない。調査チームはスラムに入り込み、1 年間の調査期間中少なくとも月 2 回各戸を訪問し、粘り強く信頼関係を培いながら、ヒアリングを重ねていったという。そういった努力の結果、貧困層の多くは意外にも、相当複雑な金融取引を日常的に行っている実態が浮かび上がってきた。

---

11 http://www.portfoliosofthepoor.com/

12 http://www.msz.co.jp/book/detail/07630.html

13 このセクションは、"Portfolios of the Poor"に対する著者の書評に加筆修正したものである。
http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2009/NLNo_14_e.pdf

その結果を紹介する前に、なぜこのような基本的なデータがこれまでまとめられてこなかったのかいう素朴な疑問が浮かぶ。それは「貧困層はその日暮らし(live from hand to mouth)」という先進国側の無意識ながら強い思い込みが邪魔をしているのではないだろうか。貧困層の多くは読み書きができない。すなわち家計簿を付けることすらできない。それにもかかわらず、驚くべきことに、正確に金銭の流れを把握していた。しかしよく考えてみれば、貧しいからこそ彼らにとっておカネに関することは全て死活的に重要なわけであり、「やりくりについて毎晩夫婦で話し合っていれば自ずとそらで覚えているものだよ」という、貧困層からの極めて単純明快な返事が返ってきたとのことである。

この調査から見えてくるものは、貧しくとも歯をくいしばり、知恵を絞り、様々な人間関係を駆使して家族とともに一生懸命生きる途上国の貧困層の力強い生活力だ。そこには貧困に打ちひしがれ、無気力と怠惰が蔓延するといった惨めさはない。1 日 2 ドルの生活とは、毎日決まって 2 ドルの収入があることを意味するわけではない。ある時は 5 ドル、次の日は 1 ドル、しばらく空けて 3 ドルといったように不確実、不定期な収入の中で、毎日ささやかな食事を食卓に並べ、子供たちを学校に通わせ、冠婚葬祭など地域社会の行事の分担金を準備し、その上で、まさかの時のための蓄えも忘れていない。ぎりぎりの生活であればこそ、自己責任、自助努力そのものの営みがそこに見えてくる。

ところで、途上国援助とはこのような生活を営む生身の人々を想起しつつ行われるべきであろうが、災害など非常時は別として、以上が途上国の貧困層の日常であるとすると、彼らに、なぜ、何を援助すべきか、とはたと考えさせられる。すなわち、このように貧困に立ち向かう人々の間に援助が介入するということは、援助する側のよかれとの思いからであったとしても、かえって自力更生の気概を削いでしまわないか？そのあたりの見極めをつけないまま無頓着に援助を行うべきではない。

この調査からわかってきた貧困層の日常的な金銭取引には次のようなものが挙げられる。これらは複数が同時並行的に用いられ、かなり複雑なやりくりとなっている。

① 親類縁者、友人、職場の同僚などとの相互の貸し借り、moneylender からの借入・返済
② 隣近所で相互に預託・引出
③ 雇用主、大家、money guard などに預託・引出
④ 回転型貯蓄信用講(RoSCA: rotating saving and credit associations)などに積立・分配
⑤ マイクロファイナンス機関からの借入・返済
⑥ 質屋への質入れ・返済・質流れ
⑦ 貴金属の購入・売却

上記①は想像に難くないだろう。人間関係によって金利、返済期間、元利の減免などの扱いはまちまちであるが、ほとんどが短期である。②、③は、手元に現金があれば使いたいという強い誘惑を断ち切るため、信頼のおける第三者に強制的に現金を預けてしまうというもの。money guard とは手数料を取って現金を預かる業者であり、ネガティブ金利の預金ともいえる。そこまでして貯蓄を志向する強いインセンティブが貧困層にあることが見て取れる。④の RoSCA とは頼母子講のような互助的金融組合であり、一時的に相当の支出を強いられる冠婚葬祭など特定の目的のためのものもあれば、特に目的を定めないものもある。いずれにしても、それなりの規模の金額を一時的に手にする機会を提供するもの。⑤のマイクロファイナンスは普及し始めたとはいえ、必ずしも広く行き渡っているものではない。マイクロファイナンス機関からの貴重な借入機会があれば、積極的にそれを活かそうとすることが多いようである。⑥は日本が貧しかった頃、質屋に厄介になるのも日常茶飯事だったことを想起させる。⑦については、いざという時に実施できるよう、金などの貴金属を少しずつ買い足していくことがよく行われている。

以上のように、途上国の貧困層は、公的な金融制度の不備もあり、インフォーマルな制度、ソーシャル・セーフティーネットを自ら編み出し、日々の生計を守っているのである。しかし、それは個人間の信頼関係に頼るところが多いだけに強固な面もある半面、持ち逃げリスクなどの脆さも同時に孕んでいる。このような貧困層の家計の実態を踏まえて、モーダック教授らは貧困層を対象とした次のような金融サービスの提供を提案している。

① 少額の預金、引出がいつでもできる銀行口座の提供
② 長期の積立定期預金などの商品の提供
③ 目的を定めない一般貸付制度の提供

上記①は日々のキャッシュフロー・マネジメントをより円滑にすることに資する。②は、冠婚葬祭、教育費、非常時などまとまった資金需要に対応するもの。③については、多くの場合マイクロファイナンスは開発志向が背景にあるためか、貸付の条件が起業、事業関係に限定されることが多い。しかし、モーダック教授らは家計の日々のキャッシュフロー・マネジメント需要に焦点を当て、より柔軟な対貧困層貸付制度を提唱している。それに、借入をしてまで起業し、かつ成功する資質が万人に備わっているわけではない、と付け加えている。

ところで、最近、世界的に BOP[14] ビジネスに関心が集まり始めている。BOP の確立した定義は今のところないが、年間所得 3,000 ドル未満を低所得者層（BOP）とすると、世界

[14] BOP: Bottom of the Pyramid　ミシガン大学経営学部 Prahalad 教授らが 90 年代後半から提唱。Prahalad (2005) “The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty through Profit”
但し、最近では”bottom”という否定的な響きを忌避して”base”という表現も使われ始めている。

人口の約 7 割に相当する約 40 億人が世界の所得別人口構成のピラミッドの底辺層をなす。BOP の市場規模は 5 兆ドル（日本の実質国内総生産に相当）を上回るといわれ、巨大な潜在市場として注目を集めている。グローバル金融危機以降の景気低迷や先進国のハイエンド市場の飽和化の中で、従来、もっぱら援助対象として扱われてきた途上国の貧困層を、ビジネスチャンスの眠る旺盛な購買意欲を持つ層として新たな位置づけを行う試みが進みつつある。

目下、BOP 向けに CSR（Corporate Social Responsibility、企業の社会的責任）ではない持続的な収益事業を展開すると共に BOP の生活改善を実現するため、官民の連携が謳われている。いくつか成功例が出始めているようだが、わが国では緒についたばかりと言っていいだろう。途上国の貧困層市場はこれまでビジネスの対象としてまともに扱われてこなかっただけに、これから BOP ビジネスを真剣に検討する際には、対象市場の綿密な調査が必要となる。その際、モーダック教授らの地道な調査手法は参考となろう。また、BOP ビジネスへの関心の広がりは、援助による貧困削減にも経営というアプローチから新たな息吹が吹き込まれることが期待される。いずれにしても、途上国の貧困層を「BOP」と呼ぼうが「最底辺の 10 億人」と呼ぶかにかかわらず、それは無機質なアルファベットや数字ではなく、そこには生身の人間の日々の生活があるという血の通った視点が基本に置かれるべきだろう。

一方、途上国側にもやってもらわなければならないことがある。最近、開発分野では inclusive growth（包摂的成長）という用語をはじめ、やたらと inclusive という形容詞が使われているようだ。本稿のテーマ、Financial Inclusion もその一つだ。Inclusive といわれれば誰も正面から否定できないため、一般の関心を集める上で効果的な標語である。しかし、同胞であるはずの自国内の貧困層を結果的に排除（exclude）し、インフォーマルセクターに追いやってきたのは、取りも直さず途上国の富裕層、特権階級、そして政府自身ではないか。

途上国の富裕層・支配層において貧困層が同胞という意識は乏しいかもしれないが、inclusive growth を追求するのであれば、モーダック教授らが提唱するような、貧困層のニーズに合致した金融サービスを提供し、貧困層が中間層に這い上がるチャンスを与える必要がある。また、貧困層に潜在的に高い貯蓄性向があるのなら、彼らの貯蓄を国の経済成長のための投資の元手として取り込まない手はない。貧困層の一人一人の貯蓄は零細でも、マスとして捉えれば莫大な規模の金額になるはずで、それを開発のための国内資源として明確に位置づけ、フォーマルな資金循環に誘うことが重要である。そうすることによって初めて名実ともに inclusive な国民経済が成り立つ。逆説的に聞こえるが貧困層の中にこそ、途上国が援助依存体質から脱却する鍵があるのかもしれない。

因みに、本著は、「貧困層の家計が繰り広げる金融的な活動を明らかにした画期的な研究成果である。」[15]など、多くの書評で高い評価を受けている。しかし、途上国側の国民、特に貧困層からすれば、彼らの日常を現実に近い姿で描いたものに過ぎず、おそらく彼らにとって画期的と言えるほどの目新しいものは無いだろう（途上国の貧困層が本著を読むことは極めて稀だろうが）。つまり、本著は優れた研究成果であることには違いないが、あたかもコロンブスのアメリカ大陸発見と同じような、先進国側から見た一方的な「ユリイカ」かもしれないと認識しておいた方がいいだろう。

2. グローバル金融危機を乗り切った新興国・途上国

2008 年のリーマン・ショックによってグローバル金融危機が深刻化すると、途上国では先進国向け輸出、出稼ぎ労働者による郷里送金、先進国からの直接投資、ODA など海外からの資金フローが激減し、途上国の貧困状態がさらに悪化すると懸念された。しかし、図表 1 の通り、2009 年と 2010 年の経済成長率を比較すると、先進国が-3.1%→3.1%であったのに対して、新興国・途上国は 3.1%→7.5%であった。特に、中国やインドを含むアジアの新興国・途上国は 2009 年も 7.5%と堅調な成長を維持した上、2010 年は 9.5%であった。このように新興国・途上国は当初の懸念に反して迅速かつ力強く危機を乗り切り、世界の成長回復に寄与した。

図表 1　世界の経済成長（GDP 成長率、%）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
世界	5.6	5.7	3.0	0.0	5.4	4.1	3.4	3.3	3.3	3.8
先進国	3.1	2.8	0.1	▲3.1	3.1	1.7	1.2	1.4	1.8	2.3
新興国・途上国	8.2	8.6	5.8	3.1	7.5	6.2	5.1	4.7	4.4	5.0
中東欧	6.4	5.3	3.2	▲3.6	4.7	5.5	1.4	2.8	2.7	2.9
CIS	8.9	9.0	5.4	▲6.2	5.0	4.8	3.4	2.2	0.8	1.6
アジア	10.1	11.2	7.1	7.5	9.5	7.7	6.7	6.6	6.5	6.6
中南米・カリブ	5.7	5.8	3.9	▲1.3	6.0	4.5	2.9	2.7	1.3	2.2
中東・北アフリカ	6.8	5.8	5.3	2.4	5.5	4.5	4.8	2.3	2.6	3.8
サブサハラ	7.0	7.9	6.3	4.1	6.9	5.1	4.4	5.1	5.1	5.8

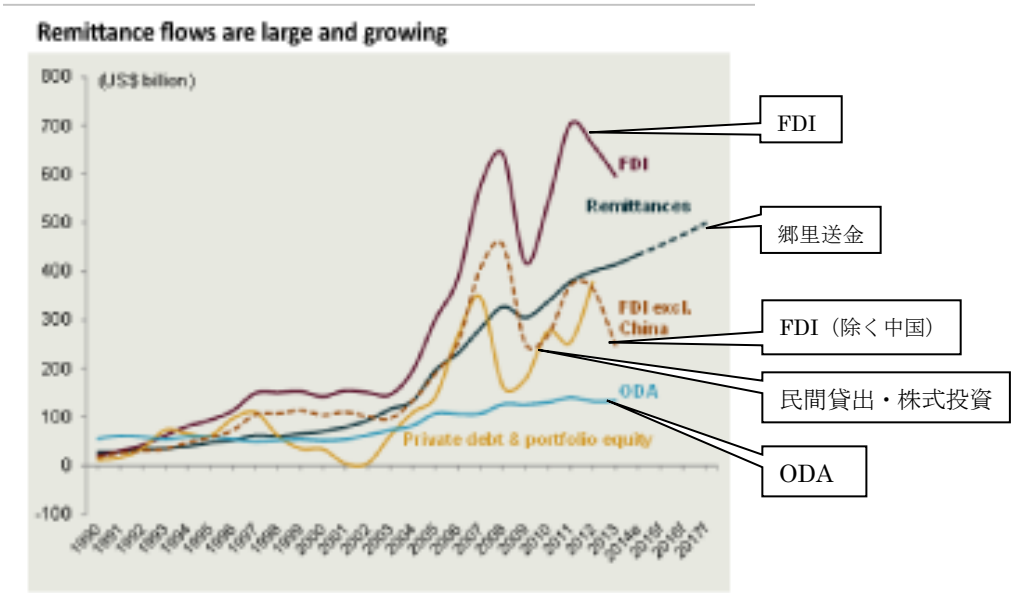
（出所）IMF World Economic Outlook Database October 2014 より作成　＊：見通し（2014、2015）

新興国・途上国の力強さの要因としては、過去の危機の経験を踏まえて経済制度や体制が強化され、経済のファンダメンタルズが改善されてきたこと、また、海外からの資本流

[15] 野上裕生監修・大川修二訳（2011）、『最底辺のポートフォリオ』、みすず書房、p.303

入が間もなく回復に向かったことなどが挙げられる。特に郷里送金と ODA の落ち込みは軽微であったため、安定的な資金源としてあらためて注目された（図表 2）。

図表 2　途上国への資金フロー



（出所）World Bank, Migration and Remmmitance Brief 23, Oct 6, 2014 より作成

3. 国際協調のプラットフォームは G7 から G20 へ

グローバル金融危機を境に、経済・金融に関する国際協調のプラットフォームは G7[16]から G20[17]へシフトした。その理由の一つは、グローバル金融危機により欧米の金融セクター、財政、そして実体経済が深刻なダメージを受けたため、新しい国際金融秩序や実体経済の回復には新興国を巻き込まざるを得なかったことである。もう一つの理由は、危機の主因に新興国の成長の過程で発生したマクロ経済不均衡があり、新たな協調体制の構築にあたっては、問題の当事者としての新興国の参加が不可欠であったことである。

国際協調のプラットフォームが G20 にシフトしたことに伴って、G7 では扱われなかったテーマが国際的な議題に上がるようになった。そのひとつがファイナンシャル・インクルージョン（financial inclusion：以後 FI）である。2009 年 9 月のピッツバーグ・サミット以来、FI は G20 サミットの主要トピックの一つとして毎回採り上げられている。

4. G20 サミットで採り上げられたファイナンシャル・インクルージョンとは

世界では成人人口の半数にあたる約 25 億人がフォーマルな金融サービスに対するアク

[16] G7 = 日、米、英、独、仏、伊、加。先進 7 カ国

[17] G20 = G8（日、米、英、独、仏、伊、加、露、EC）、メキシコ、中国、インド、ブラジル、南アフリカ、韓国、豪、インドネシア、サウジアラビア、トルコ、アルゼンチン

セスを持たない、すなわち金融機関に口座を持っていないと言われている。この数は、前述の 1 日 2 ドル以下で生活する途上国の貧困層人口とほぼ一致する。また、途上国の企業の 34%は銀行口座を持っていない。図表 3 の通り、G20 の新興国でも成人人口に占める金融アクセス比率は低い。

図表 3　G20　金融サービスへのアクセス率（%、2011 年）

アジア・大洋州		アフリカ		中東		中南米		北米		欧州	
日本	96.4	南アフリカ	53.6	トルコ	57.6	メキシコ	27.4	米	88.0	英	97.2
韓国	93.0			サウジ	46.4	ブラジル	55.9	加	95.8	独	98.1
中国	63.8					アルゼンチン	33.1			仏	97.0
インドネシア	19.6									伊	71.0
インド	35.2									露	48.2
豪	99.1										

（出所）Global Financial Indicator, GPFI, World Bank より作成

日本のように、全国に銀行の支店、郵便局、ATM があり、手軽に金融サービスにアクセスできる国は限られる。多くの途上国の国民、特に貧困層は、金融サービスを利用しようにも、次のような、先進国では考えられない途上国特有の様々な障壁に直面する。大勢の人々が、銀行取引ができないため信用情報が積み上がらず、銀行取引が出来ないという悪循環から抜け出せないでいる。

- 都市部以外では銀行支店や ATM が非常に少ないため、そこまで辿りつくために時間と交通費がかかる。また、銀行などへの距離が遠いということは、現金を狙った犯罪に遭う危険が高まることをも意味する。
- 行政能力が低く出生証明や戸籍制度が不備なため、また、貧困層は零細な自営業、内職、日雇いなどのインフォーマル部門に従事していることが多いため、公式に身分や所得を証明できるものがなく、銀行取引のための本人確認自体が困難である。
- 口座開設料や最低預金残高等の水準が貧困層にとって高過ぎる。
- 銀行借入のための担保となる資産を持たない。
- 利用額が少額で銀行としては採算が合わないため、顧客としてまともに相手にされない、あるいは、銀行員から差別的なあしらいを受ける。
- 読み書きや計算ができないため、融資などの申請に手間がかかる。申請作業の際に銀行員から賄賂を求められることもある。また、詐欺にあいやすい。

金融サービスは、教育や医療と同じように、人間が人間らしい生活を営む上で必要な基本的なサービスの一つとして位置付けられる。貧困層が金融サービスから疎外された状況を放置しておくことは、貧困層に属する個人にとっても国全体の発展のためにも決して好ましいことではない。FI とは、こうした考えから、途上国の貧困家計や零細・中小企業に

もあまねく良質かつ適正な価格の金融サービスを公器（public goods）として普及させ、彼らを経済成長に取り込むことで貧困からの脱却を図る、という試みである。金融サービスへのアクセス率の高低は、特に途上国では、金融サービスの普及推進を担う政府の意志と能力の程度を示す指標と見ることもできる。

FI がグローバルなトピックに浮上してきた背景には、多くの途上国でマイクロファイナンスが普及しきたことや、携帯電話などの情報通信技術（ICT）を活用した安価で使い勝手のよい金融サービスが編み出され、技術的に貧困層を国の資金循環の中に取り込むこと（= inclusion）が可能になったことがあげられる。

かつて世論の一部からは、FI によって貧困層がフォーマルな金融システムに大挙して押し寄せてくると、サブプライムローン問題と同じようなリスクが生れないか、という懸念の声があがった。しかし、サブプライムローンのような高リスク融資とは異なり、貧困層の生計向上や企業支援の目的で供与されたマイクロファイナンスは、グローバル金融危機に際しても、極めて高い返済率を維持した。また、FI の目的は、貧困層を高リスク・高コストなインフォーマル金融システムから、消費者保護の規制や金融リテラシー向上のための手当てを含む、より安全なフォーマル金融システムに移行させ、安定した強靭な国民経済を構築することにある。このため、G20 は FI に対して、適切に実施されれば金融の安定に資する、という前向きなスタンスを示した。FI 専門家グループがピッツバーグ・サミットで立ち上げられ、2010 年 6 月のトロント・サミットでは同グループが草稿した、途上国の政策立案者が FI 政策を推進していく際の基本的な指針が、「革新的 FI 原則」として採択された（図表 4）。

図表 4　革新的な金融包摂のための原則 [18]

（仮　訳）
Principles for Innovative Financial Inclusion
「革新的な金融包摂のための原則」
トロント、2010 年 6 月 27 日

- 革新的な金融包摂とは、新たな手法を安全に、かつ健全に普及することを通して貧困層のための金融サービスへのアクセスを向上すること。
- 以下の原則は、革新的な金融包摂の実現を可能とする政策・規制面の環境整備を促すことを目的とするもの。
- そのような政策・制度面の環境は、現在金融サービスから除外されている 20 億人以上のアクセス・ギャップを縮める速度に大きく影響を与える。
- 本原則は、世界の政策立案者、特に途上国の指導者達が得た経験と教訓によるもの。

1. Leadership：貧困削減を促進するため、金融包摂のための広範な政府のコミットメントを培う。
2. Diversity：広範な入手可能なサービス（貯蓄、融資、支払・送金、保険）や多様なサービス提供者の活用を含めた持続的な金融へのアクセスと利用のために、競争を奨励し市場に即したインセンティブを与える政策アプローチを実施すること。
3. Innovation：金融制度へのアクセス、利用拡大の手段として技術的、制度的革新を促進すること。インフラ面の脆弱性にも着目すること。
4. Protection：政府、サービス提供者、消費者それぞれの役割を峻別した包括的なアプローチによる消費者保護を奨励すること。
5. Empowerment：金融リテラシー、金融能力を開発すること。
6. Cooperation：政府内の責任の所在と調整体制が明らかな制度的環境を整備し、政府、民間、その他ステークホルダとの連携、直接協議を奨励すること。
7. Knowledge：証拠に基づく政策立案のために改善されたデータを活用し、施策の進歩を計測し、監督者とサービス提供者が認めうる試行を積み重ねるアプローチを検討すること。
8. Proportionality：政策、規制枠組み策定に際しては、革新的商品・サービスのリスクと便益がつり合いがとれたものとすること。また、それは既存の規制のギャップと障害についての理解の上に立っていること。
9. Framework：国際基準、国内事情、競争原理を反映させつつ、次の規制枠組みを検討すること。
   - 適切、柔軟かつリスクに基づく AML/CFT 体制（資金洗浄・テロ対策）
   - 顧客との接点となるエージェントの活用条件
   - electronically stored value のための明確な規制体制
   - 広範な相互運用性、互換性実現のための長期的目標を踏まえた市場に即したインセンティブ

- 以上の原則は革新的な金融包摂を促進させる条件を反映したものである、と同時に金融の安定と消費者保護を追求するもの。
- 本原則は硬直的に運用されるべきものではなく、政策立案者の意思決定プロセスに資することを目的とするもの。
- 本原則は各国の状況に応じて適用できるよう柔軟性を有している。

（出所）GPFI

「原則」は 9 項目（1. Leadership, 2. Diversity, 3. Innovation, 4. Protection, 5. Empowerment, 6. Cooperation, 7. Knowledge, 8. Proportionality, 9. Framework）から構成され、FI を推進する途上国の政策担当者の意思決定に資することを念頭に策定されてい

[18] http://www.gpfi.org/sites/default/files/documents/G20%20Principles%20for%20Innovative%20Financial%20Inclusion%20-%20AFI%20brochure.pdf

る。図表 4 の書きぶりそのままでは若干分かりにくい部分もあるため、各項目の趣旨を捕捉すると次の通りである。

1. Leadership（指導力）: financial inclusion は国づくりの根幹に係わる課題であり政府のトップによる強いコミットメントとリーダーシップが求められる。

2. Diversity（多様性）: 貧困層が求める金融サービスは多様であり（小口融資、貯蓄、支払・送金、保険など）、また、これらのサービス提供者も、銀行、マイクロファイナンス機関、携帯電話会社、エージェントなどと様々である。これらに対して自由な市場と競争を促す政策を採択・実施することが重要である。

3. Innovation（イノベーション）: 携帯電話のコスト大幅削減と急速な普及やバイオメトリクスデータ（指紋、虹彩など人体の特徴を記憶したデータ）の活用による本人確認の簡便化などの技術革新と、銀行員に限定せず多様なエージェントを活用するなどの制度改革を通して、より多くの貧困層に金融サービスを普及することが可能となった。このように技術と制度の革新があいまって初めて金融サービスのイノベーションがもたらされる。

4. Protection（保護）: 金融サービスに不慣れな貧困層に対して、消費者保護の観点からの規制が重要である。

5. Empowerment（エンパワーメント）: 金融リテラシーが低い場合、金融サービス普及の障害となる。金融リテラシーが向上すれば消費者としての意識も高まり、新たなイノベーションに対する需要を喚起し、国民一般の教育水準の向上にも資する。

6. Cooperation（協力）: 金融サービスのイノベーションには政府内外の多岐にわたる関係者・機関がかかわることになるので、権限ある部署が一元的に調整を行うことが効果的である。

7. Knowledge（知識）: financial inclusion 政策の策定、実施、実績把握、事後評価といった一連の作業を行う上で、信頼度の高いデータの収集体制の整備が必要である。また、革新的な financial innovation には、前例のない中での試行錯誤が伴うので、規制当局とサービス提供者は試行を重ねる中から知識を共有し、徐々に制度の構築を進めるべきである。

8. Proportionality（バランス）: 規制を設ける際には、リスクの度合に応じた内容とすべ

きである。過度に厳しい規制は新規サービスやサービス提供者の参入を妨げることになり、結果的に消費者をリスクの高い従来のインフォーマルなサービス（高利貸しなど）に追い返すことになる。

9. Framework（枠組）：以下の分野の規制枠組も整備する必要がある。
   - ✓ 国際協調を通した資金洗浄・テロ資金対策の推進
   - ✓ エージェントの法的地位の明確化（実績を確認しつつ段階的にエージェントの活動領域を拡大させることが効果的）
   - ✓ 電子貯蔵価値（電子マネー、モバイル・マネーなど）の急速な普及に対する明確な規制体系の構築
   - ✓ 電子決済システムの相互運用性・互換性確保（最初から高い互換性を要求することはサービス提供者の新規参入を妨げることになるので、市場の発展状況を見極めながら徐々に進めるべき）

FI の一層の深化と、G20 メンバー国以外への普及を目指して、2010 年 11 月のソウル・サミットで、G20 サミット・トロイカ（前議長国、現議長国、次期議長国）を共同議長とする「FI グローバル・パートナーシップ」（GPFI）[19]が立ち上げられた。各国の金融アクセスに関するデータの整備も含め、世界銀行が GPFI の活動を実質的に支えている模様である。FI はその後の G20 サミットで毎回、重要議題の一つとして議論され、進捗が G20 首脳宣言に言及されている。2012 年 6 月の G20 ロスカボス・サミット（メキシコ）ではデータの充実などに、2013 年 9 月のサンクトペテルブルグ（ロシア）では金融教育、消費者保護などに焦点が置かれた。

現在、GPFI には図表 5 の通り 4 つの分科会[20]が設けられており、それぞれの分野の推進を受け持っている。各分科会の共同議長（Co-chairs）は 3～4 カ国からなり、そのうち 1 カ国は G7 メンバー、その他 2～3 カ国は新興国となっている。

---

[19] GPFI 公式サイト　http://www.gpfi.org/

[20] 分科会 Financial Inclusion Data and Management（担当：金融アクセス関係データの標準化 co-chairs: オーストラリア、メキシコ、南アフリカ）が設置されていたが、2014 年初頭に任務を終えた。

図表 5　GPFI の分科会

Subgroups	Co-chairs
Regulations and Standard-Setting Bodies 【担当】:「原則」の普及、および、バーゼル銀行委員会などの国際金融規範設定機関に「原則」を取り込むことを慫慂	インド インドネシア イギリス
SME Finance 【担当】: 中小企業金融モデルの普及	韓国、ドイツ、 トルコ
Markets and Payment System 【担当】: 決裁システム、郷里送金、モバイル等 ICT 技術、クロスボーダー送金	オーストラリア フランス、メキシコ 南アフリカ
Financial Consumer Protection and Financial Literacy 【担当】消費者保護と金融リテラシー	中国、ロシア、米国

（出所）GPFI ホームページ

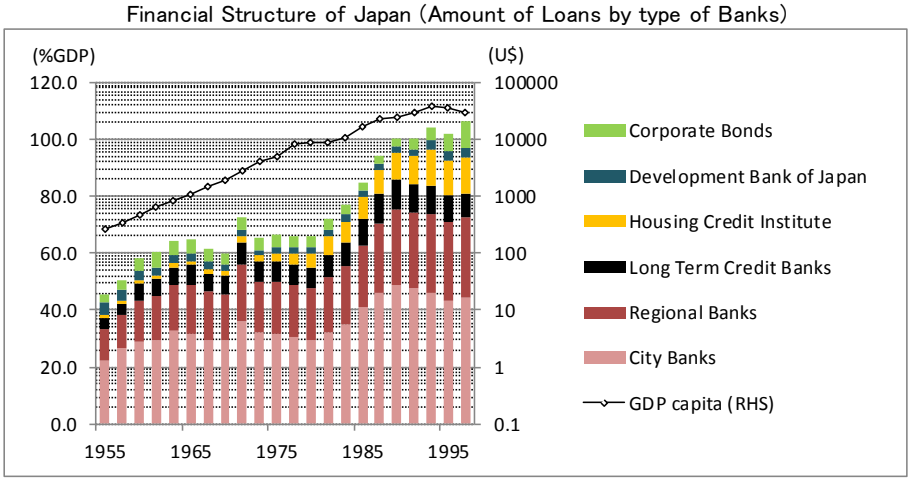
このように累次の G20 サミットでの検討と合意を経て、FI を推進する体制の強化、課題の明確化・深化とその共有と並行して、現在 FI は各途上国での実施段階に入っている。FI は途上国の開発、国づくりの根幹にかかわる課題であり、G20 での今後の議論の展開が注目される。なお、2015 年の G20 サミットの議長国であるトルコは、2014 年から副議長国として G20 プロセスに関わっている。同国には新興国と途上国を代表し、financial inclusion も含めて建設的な議論をリードしていくことを期待したい。

第２部　日本、アジア諸国での金融セクターにおける教訓
第１章　日本における長期資金調達
佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発経済調査部 部長）

1. 金融資産の推移

日本の金融資産は他の国々の金融資産と同様に、国民所得のレベルの向上に伴って増加した。一人当たり GDP が 5 百ドルに満たなかった頃、企業向けの銀行貸出と社債の合計は GDP の 6 割程度に過ぎなかった。金融資産の規模が GDP の同額以上となったのは、一人当たり GDP が 2 万ドルに到達した後である。資金調達の中心は一貫して銀行融資であり、社債の占める比率は非常に小さい。

Financial Structure of Japan (Amount of Loans by type of Banks)



(Source) Bank of Japan

2. 長期資金供給における公的機関と民間機関の役割

戦後の産業発展を支えたのは日本開発銀行による超長期貸出、民間の 3 長期信用銀行による中期貸出、都市銀行や地方銀行による短期貸出の 3 本柱であった。

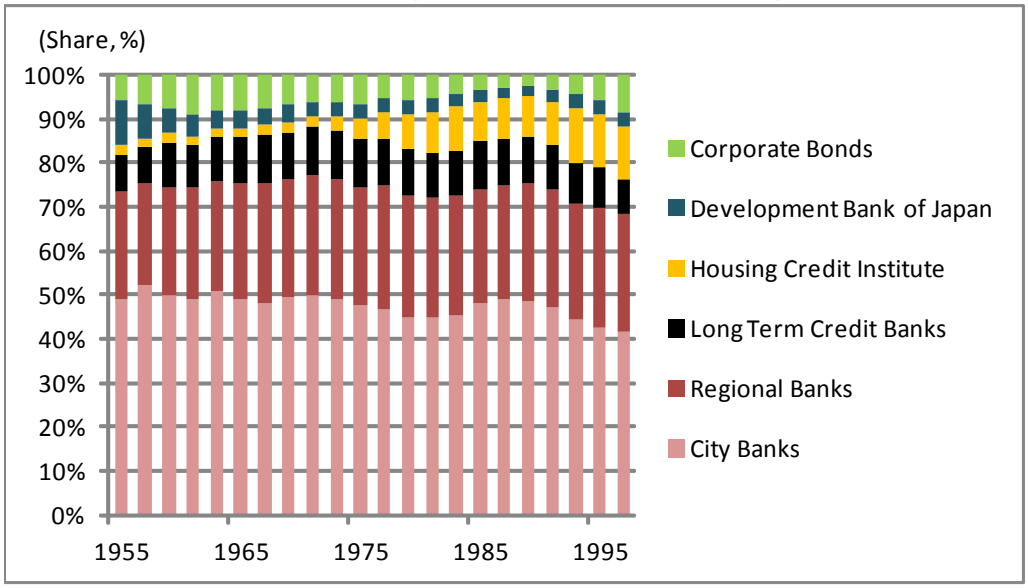
復興金融公庫を前身に 1951 年に設立された日本開発銀行（現・日本政策投資銀行）は、戦後復興期から高度成長期の初期にかけては、国の基礎インフラの整備、鉄やエネルギーなど基幹産業の育成、主要産業の技術レベル底上げなどといった最優先課題に集中的に資金を投下した。その後も、資金供給を通じて産業の構造改革を支援したほか、バブル経済崩壊後には DIP ファイナンス（debtor-in-possession financing 法的整理下にある企業向けの新たな融資）を手掛けるなど、公的機関ではなければとれないリスクをとって、日本経済に一定の役割を果たす存在であり続けた。

長期信用銀行法（1952 年制定）に基づいて設立された日本興業銀行、日本長期信用銀行、

日本不動産銀行の 3 行 [21]は高度成長期にかけて設備資金を中心とする中長期資金を供給した。日本開発銀行の特性が公的な信用を背景に大きなリスクをとる点であったのに対して、これら銀行の特性は、個々の企業およびそれらによる投資に対して商業的分析を反映した与信を与える点であったといえる。

都市銀行と地方銀行で構成される商業銀行は、銀行融資において最大の資金の出し手である。かつては企業に対する短期運転資金の供給を主に担ったが、金利自由化による利鞘縮小などが原因で、1980 年代後半からはより収益性の高い長期貸出に力を入れるようになった。1990 年代に金融自由化が一層進む中、都市銀行が提供する金融サービスも多様化した。また、支店数が少ない長期信用銀行に対して、都市銀行は充実した拠点網を持つため、顧客ニーズへの対応で強みを発揮した。1998 年に銀行持株会社が解禁されると都市銀行の統合・再編が進展し、現在まで 5 行に集約されている。この内、メガバンクグループに属する 3 行（メガ 3 行）が規模の面で圧倒的なシェアを占める。

Financial Structure of Japan (Amount of Loans by type of Banks)



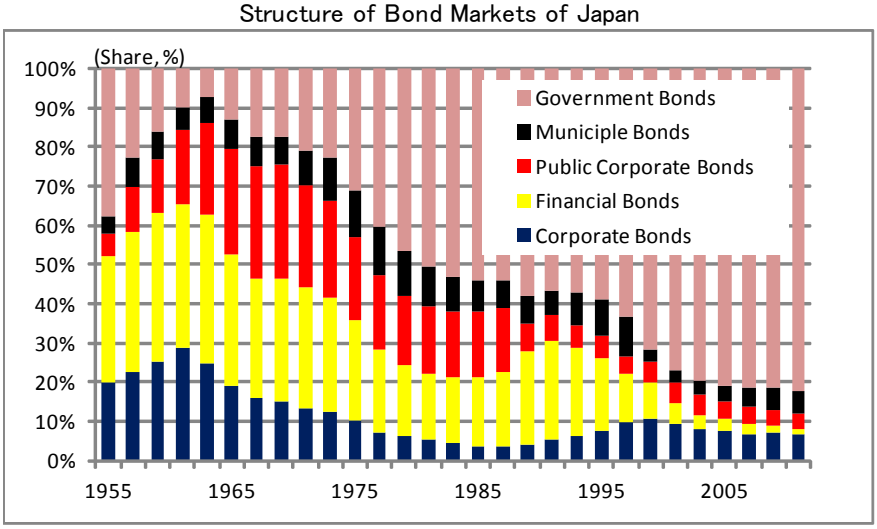
(Source) Bank of Japan

企業の資金調達の中心が銀行融資であるのに対して、上記の 3 長期信用銀行はかつて、自らの資金調達に際しては、一般の商業銀行のように預金者から預金を集めるのではなく、金融債（償還期間：最大 5 年）を発行していた。金融債の発行が認められた「債券発行銀行」にはこれら 3 行のほか、東京銀行（現・三菱東京 UFJ 銀行）、商工組合中央金庫、農

[21] 日本興業銀行は 2000 年に第一勧業銀行、富士銀行と合併して株式会社みずほホールディングスとなった。日本長期信用銀行は 1998 年の経営破たんと国有化を経て 2000 年に新生銀行として再スタートした。日本不動産銀行は 1977 年の日本債券信用銀行への改称、1998 年の経営破たんと国有化を経て 2000 年にあおぞら銀行として再スタートした。

林中央金庫、信金中央金庫があった。下図の通り、かつて金融債は債券市場において比較的大きなシェアを占めた。しかし、1999 年に普通銀行による社債発行が解禁されると、金融債の特性は薄れ、複数の銀行が金融債の発行を停止し、発行残高は大幅に減少した。

Structure of Bond Markets of Japan

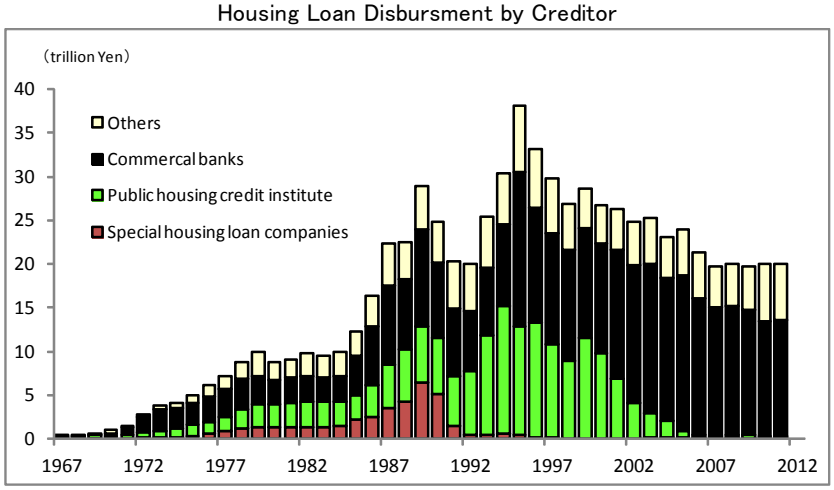


(Source) Bank of Japan

3. 住宅ローン供給

個人向けの住宅ローンの供給は主要な長期金融のひとつである。日本では、個人の住宅資金需要の増加に対応して、政府金融機関である住宅金融公庫（現・独立行政法人住宅金融支援機構）が 1970 年代から 90 年代にかけて重要な役割を担った。しかし、バブル崩壊後は企業の資金需要の減退に伴い、大手銀行が住宅ローンの取引量を拡大させた。住宅金融公庫は、相対的に甘い審査基準が原因で融資の焦げ付きが膨らんだこともあり、業務縮小の上、2007 年 4 月に独立行政法人化された。

Housing Loan Disbursment by Creditor



(Source) Bank of Japan

【コラム：住宅ローン債権の証券化】先進国において、住宅ローン債権は証券化商品の担保として重要な役割を担った。米国で証券化が最初に活発化したのは 1980 年代初頭で、住宅ブームの反動で不良債権の増加に苦しんだ銀行が、政府支援を受けながら、バランスシートから質の悪い資産を切り離す目的で行った。同時期に、証券化市場で大きな役割を担う政府系住宅金融機関 Fannie Mae や Freddie Mac も登場した。一方、2000 年代に証券化が活発化した背景には、少しでも利回りの高い投資商品を求める、世界中の投資家の強い需要があった。証券化が普通の住宅ローン（＝Prime borrower の住宅ローン）債権に止まらず、信用力の低い住宅ローン（＝Sub prime borrower の住宅ローン）債権にまで及び、世界中の投資家に売りさばかれた結果、2007 年にサブプライムショックが起きた。

4. 債券発行か銀行融資か

（１）債券発行と銀行融資の違い

非常に大雑把に言うと、債券で資金調達が可能なのは、

(a)地域の資本市場の投資家の間で知名度が高く、

(b)一回ごとの調達の資金規模が大きく、

(c)自ら情報公開ができて市場に向けて情宣していく人材と資金を有する、　という条件を満たす大企業である。社債市場の発展初期段階では、大手銀行、電力水道などのユーティリティー企業、鉄道会社などが主要な発行体となる。一方、銀行融資が適しているのは、自社の信用情報を投資家向けに用意するには人材や資金の面で規模が小さすぎる中小企業である。

（２）債券発行の長所と短所

債券発行による資金調達の長所は、発行体である企業等が、資金調達を銀行融資より低いコストで、場合によっては一度に大量に集めることができる点である。また、資本市場で知名度が向上すれば、企業のブランド戦略に資する。投資家は、債券に投資した方が銀行に預金するよりも高い利回りを期待できる。債券は流通市場で売却すれば現金化できるので、流動性の面でも好都合である。債券発行は地域金融市場の適切な金利形成にも資する。銀行貸出金利が様々なしがらみに影響されるのに対して、発行体の信用力を示す債券利回りの決定プロセスには、不特定多数の投資家の意向によって決まるという透明性があるためである。

短所は、債券発行・投資の際の条件が、発行体自体の経営状況に加えて市場のセンチメントに大きく左右される点である。市場のセンチメントは、時として極めて楽観的で強気になったり、逆にパニックに陥ったりと、合理的な判断に基づかない場合がある。また発行体がデフォルトに陥った場合の混乱は、銀行融資の返済延滞による混乱よりも大きくなることがある。銀行融資で返済延滞が発生した場合、それに伴う混乱を最小限に抑えるための対応をメインバンクがとるので、他の銀行は冷静に行動することが可能である。しか

し、債券市場では投資家の代表があいまいであるため、デフォルトの際はパニックに陥りやすい。

（３）銀行融資の長所と短所

銀行融資の長所は、債権者にとっては、銀行と継続的な取引関係を築いているため、多少の市場環境の変化であればそれに振り回されることなく、安定的に資金調達ができる点である。預金者にとっては、銀行融資の債務者がデフォルトを起こしても、一義的には銀行が損失を吸収するうえ、預金保険制度によって保護されているため、融資の債務者の動向にいちいち影響を受けることがない点である。

経済の発展段階が初期の国においては、国内の貯蓄がどのような投資に向かうべきか、選択の余地はない。基礎インフラの整備、基幹産業の育成、住宅の供給など、投資対象が明確な時代の資源配分は債券市場ではなく、緻密な連携関係にある政策当局と少数の大手銀行に任せた方が効率的であろう。

銀行融資の短所は貸出金利の算出基準が時として不透明で、不適当な水準の貸出金利が設定される点である。例えば、経済が急発展中の国では不動産価格が上昇しがちであるが、それら国々の銀行融資では、不動産が担保に利用されることによって債務者の信用が過剰に補完され、不釣り合いに低い貸出金利が設定されるケースが見られる。

金融の実体経済に対する役割のひとつは、時代遅れになったビジネスモデルに対して市場からの退場を促すことがあるが、銀行と企業の間で築かれた取引関係は、産業構造の転換の障害になることもある。経済が発展して資金供給の優先対象に対するコンセンサスが薄れ始めた時、資源配分は債券市場に任せた方が、社会の変化により迅速に対応した結果が得られる場合があろう。

第２章　アジア通貨危機とその教訓

佐久間　浩司（国際通貨研究所　経済調査部部長兼開発経済調査部 部長）

アジア通貨危機は、世界が国際金融の新たな特徴に気づいた出来事であった。危機をきっかけに、群集心理的な投資行動を意味する Herding、突然の市場のセンチメントの悪化に投資家が驚く Wake-up call effect、通貨急落などの金融市場の混乱が他の国に次々と伝染する Contagion、制度改革や規制緩和の際の手順の重要性を意味する Sequence などが、国際金融の安定に非常に重要な新しい概念として当局者の間に広まった。

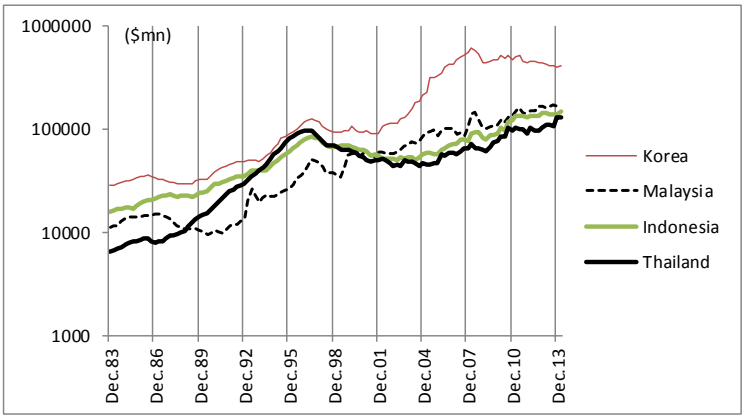
危機以降、エマージング諸国は短期対外借り入れへの依存に警戒的になり、外貨準備の積み上げを重視するようになった。外貨準備積み上げのために、普段から経常収支が黒字であることを是とする政策志向も広まった。また、アジア通貨危機は、それまで国際金融界を教条主義的に支配していた、自由化こそが経済発展をもたらすというワシントンコンセンサスへの疑問が呈示されるきっかけになり、更にアジア域内の政府間の金融協力の起点ともなった。

1. アジア通貨危機の経緯

（1）タイ

危機は 1997 年にタイで始まった。タイでは、好調な経済と対外開放的な資本取引政策により、1980 年代の終わりごろから、海外からの銀行借入やポートフォリオ投資が勢いづいていた。1990 年代初頭には BIBF（Bangkok International Banking Facility）という、外国資本の流入促進を目的としたオフショア市場の新設もあり、この流れは加速した。流入資本は多くが不動産投資に向かうようになり、不動産価格上昇と国内与信の拡大がスパイラル的に起こった。それによって外国資本の流入は一層促進され、バブル経済が形成されていった。しかし、この経済成長メカニズムの持続性にやがて外国資本が警戒し始めた。結局、タイバーツは急落、同国経済は大混乱となり、同国は IMF の支援を仰いだ。

外国銀行のアジア諸国への与信残高
BIS Reporting banks' external claim to Asia



(Source) BIS, with partial estimation by IIMA

（2）インドネシア

危機は、タイから周辺国に伝播した。インドネシアは危機による混乱が最も大きかった国である。同国でもタイと同様に、危機前に対外借り入れが積み上がっていた。しかし、タイの場合、外貨建て借入を増やしていたのが国内銀行であったのに対して、インドネシアの場合、国内銀行に加えて企業が外国銀行から巨額の対外借入を行っていた。金融再編と共に、企業の対外債務にも大掛かりな対応が必要となったため、インドネシアの債務再編は一層困難が伴った。ロンドンクラブなどにおける債務繰り延べ交渉では債権銀行と債務国の数が限られているが、アジア通貨危機に伴うインドネシアの債務再編では多数の債務者、債権者の間の債務再編交渉をまとめる必要があり、非常に時間がかかった。

危機後の銀行不良債権の規模を比較すると、タイが最悪期に GDP 比約 50%であったのに対し、インドネシアは 75%まで上昇した。当時、インドネシア経済はほぼ破たん状態にあったと言って過言ではなかろう。危機前の 1/5 に減価という同国通貨ルピアの大暴落は、深刻な輸入インフレを引き起した。さらに、IMF 支援の条件である財政緊縮の一環であったガソリン価格の引き上げがインフレ急進の中で行われたことで、各地で暴動が発生した。暴動では華人とよばれる中国系国民の企業や商店が襲撃され、千人以上とも言われる華人の犠牲者が出た。経済・社会の大混乱の中で民主化運動も拡大し、1998 年 5 月、32 年間続いたスハルト政権は崩壊した。

（3）韓国

危機前の韓国は、タイやインドネシアと比べて為替管理体制が厳格であると評価されていた。例えば、非居住者による為替先物予約は認められていなかった。しかし、企業や金融機関の海外現地法人はそのような管理体制の枠外にあったため、それらのバランスシートでは通貨と期間のダブルミスマッチが拡大しており、これが危機の伝播を招いた。同国

に対する国際的な信認の揺らぎによって、ノンバンクである総合金融会社の脆弱な財務構造や、財閥経営の不透明性や非効率性など、あらゆる国内経済の弱点が投資家の不安を拡大した。韓国ウォンは急落し、同国はIMF支援の要請を余儀なくされた。

（4）マレーシア

アジア通貨危機におけるマレーシアリンギットの下落幅や、それによるマレーシアの銀行の債務の急拡大や不良債権の増加に鑑みると、当時、マレーシアにおいても通貨危機が発生したと言ってよい。しかし、同国はIMF支援を求めず、独力で危機を打開した。それが可能だった要因の第一は、危機の規模がタイ、インドネシアほどでなかったことである。例えば銀行不良債権のGDP比率の最大時のおおよその値が、タイで50%、インドネシアで75%であったのに対して、マレーシアでは25%であった。第二に、同国に年金基金という、危機打開に十分な国内貯蓄があったことである。同国の年金基金は1950年代からの長い歴史を持つ。第三に、危機打開に向けた政治のリーダーシップがあった。マハティール政権は危機の深刻さと、同国の強みである潤沢な国内貯蓄とのバランスを迅速に見極め、資本規制に打って出た。果断な対応の背景には、優秀な官僚や中銀のスタッフの存在も挙げられよう。

第三の要因についてもう少し詳しく述べる。同国は資本規制の手段として、1998年9月1日に1ドル＝3.8リンギットの固定相場の導入を発表した。国際金融メカニズムの原理として、自国通貨とドルなどの主要通貨の為替相場を固定するには、ドルペッグ制（後述）を採用している香港のように金融政策の独立性を放棄するか、海外との自由な資本取引を規制するかのどちらかを選ばなければならない。マレーシアにとって金融政策の独立性は金融システムの再構築を進めるにあたって不可欠であるため、また、潤沢な国内資金も有していることから、同国は資本取引を規制する選択をした。その結果、リンギッドの下落を止めることに成功した。

この選択は現在、特別な状況下で一定の経済合理性があったと評されるが、当時は厳しい評価を受けた。米プリンストン大のポール・クルーグマン教授が示したような好意的な見方もあったが、大半は、マハティールがついに“逆切れ”したという主旨の評価であった。マレーシア政府にとっても大きな冒険であった。為替の固定相場制は当面の価格変動を抑え込めるが、周辺国の通貨がさらに下落した場合、価格面での輸出競争力の低下から、中長期的にはマレーシア経済の重荷となる。また、国内貯蓄があるとはいえ、資本規制によって同国の発展に資するような対内投資も制限される。この頃から周辺国の通貨が上昇に転じたのは、マレーシアにとって全くの幸運であった。

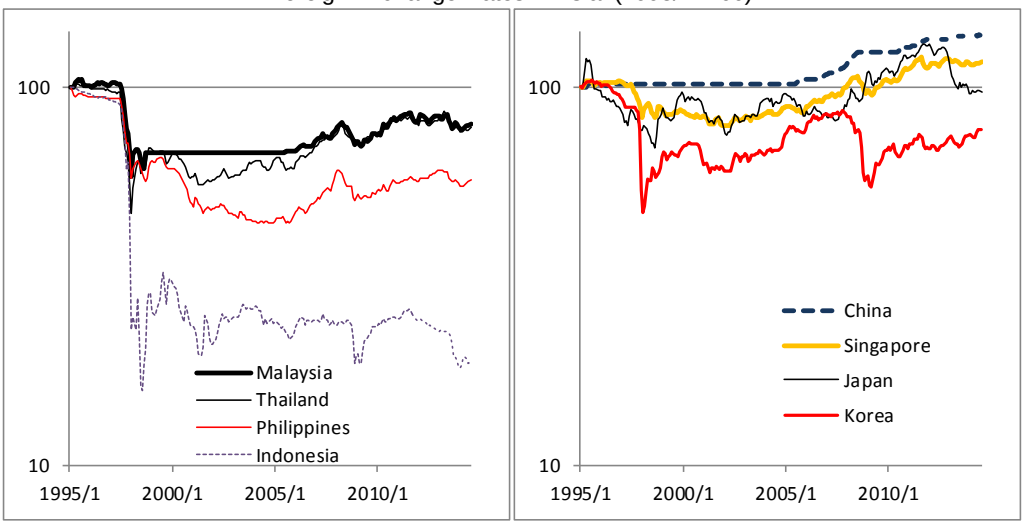
資本規制についてのマレーシア中央銀行のプレスリリース（1998 年 10 月 6 日）

When the Asian crisis first broke out in July 1997, it was perceived as a localised problem that would dissipate in a couple of months. No one foresaw the magnitude and depth of the crisis, which is now into its second year and has since spread across Asia to Russia, South Africa and Latin America. As more and more countries succumbed to the contagion effects of the financial meltdown, the forecasts for the world economy have been repeatedly revised downward. The latest IMF forecasts call for world growth of 2%, or about half the rate projected a year ago. It suffices to say that the outlook for the global economy is not at all encouraging. Indeed, there does not appear to be any sign that stability will return to the global financial markets in the immediate future. A dramatic adverse development in any financial centre can set another round of depreciation in currencies of countries not only in that particular region, but throughout the other global financial markets.

In the face of all these risks and challenges, Malaysia had to act fast and decisively to protect its economy. Doing nothing would mean that Malaysia is leaving its destiny in the hands of others. In July 1998, the National Economic Action Council announced a comprehensive National Economic Recovery Plan to expedite economic recovery. The Plan focused on 6 key areas. The short-term aim was to stabilise the ringgit, restore market confidence and maintain financial stability. The Plan also outlined longer-term measures to promote structural reforms to strengthen the economic fundamentals, revitalise key sectors and persevere with the socio-economic priorities. To expedite economic recovery, Malaysia had to regain control of monetary policy and insulate itself from the adverse external developments, It is in this context that Bank Negara Malaysia introduced selective exchange controls on 1 September 1998.

Bank Negara Malaysia
6 October 1998

Foreign Exchange Rates in Asia (1995/1=100)



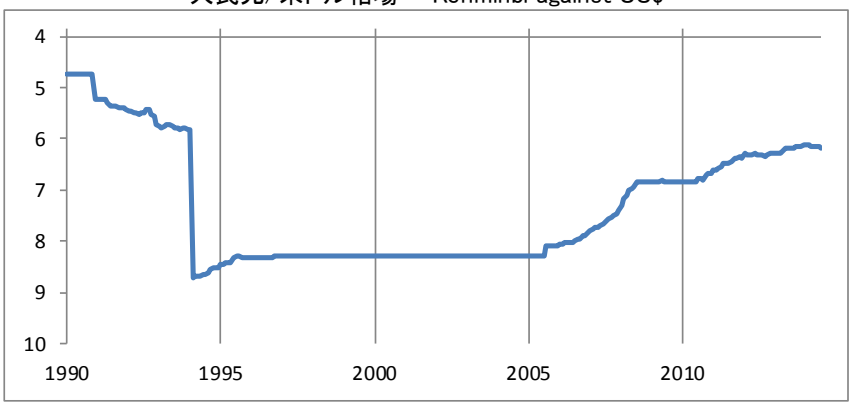
(Source) Datastream

（５）中国・香港

中国は従来から行っていた資本取引規制によって投機筋の通貨アタックを回避した。しかし、ASEAN 通貨が軒並み暴落する中で対ドル固定相場を維持することは、貿易におけるこれら諸国との競争条件を悪化させた。同国当局が人民元の上昇を為替介入で抑えている現状と異なり、当時は人民元の切り下げに追い込まれるのは時間の問題との見方が多かった。

人民元は 1994 年 1 月、公定レートの外貨調整センターレート（市場レート）への一本化に際して 3 割切り下げられた。これがアジア通貨危機の遠因であり、人民元が再び切り下げられればアジア通貨はドミノ倒しのようにもう一段下落するとの見方があったため、市場関係者は固唾をのんで中国当局の動向を見守った。しかし、中国当局は固定相場を維持してアジアの金融市場の安定に貢献するとの姿勢を貫くことに成功した（下図）。

人民元/米ドル相場　Renminbi against US$

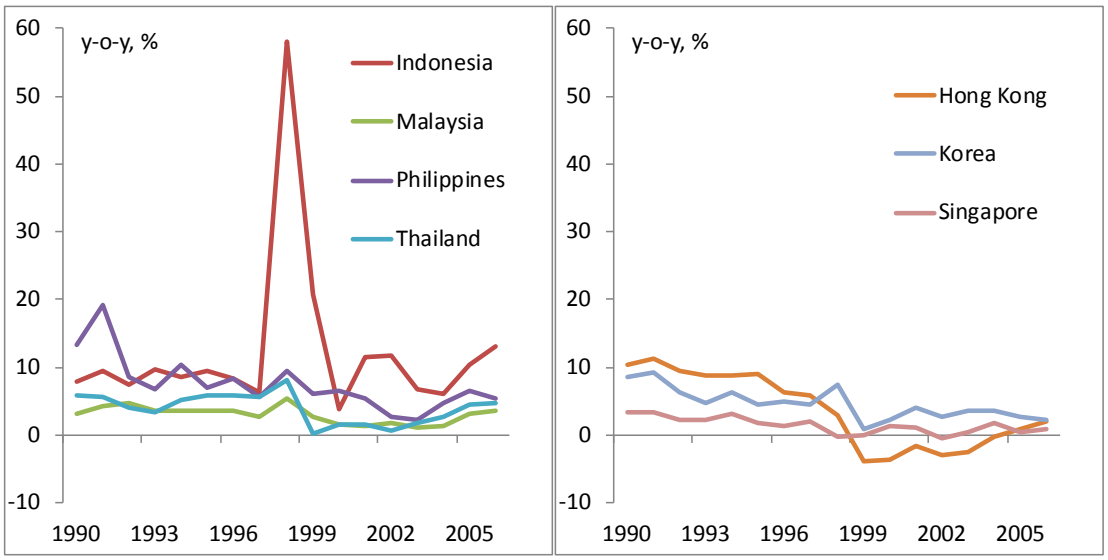


(Source) Datastream

香港では、当局が短期金利の積極的な引き上げや、株式市場における株式の買い介入を実施した結果、香港ドルの対ドルペッグ制（カレンシーボード制）を維持することに成功した[22]。したがって、同国は他の ASEAN 諸国が経験したようなインフレや経済の混乱には陥らなかった。しかし、周辺国の通貨に対する香港ドルの増価が一因で物価や賃金が下落したため（下図）、1999 年以降のアジアの回復期において、香港の実体経済の回復は最も遅かった。

アジア危機前後のアジア諸国のインフレ率

Inflation rate of Asian countries before and after the Asian Crisis



(Source) IMF

アジア通貨危機は IMF および日本、米国、シンガポール、オーストラリアなどアジア太平洋地域の国々の支援や、危機を受けた国の金融システムの再構築と企業債務再編の取り組みによって 1999 年までほぼ収束した。以後、実体経済は上向きに転じ、国際金融市場のセンチメントも回復に向かった。

[22] 香港は、カレンシーボード制が米ドルと香港ドルの固定相場を強固なものにしていたため、為替市場に代わって株式市場で投機筋と当局の攻防が繰り広げられた。危機防止のための利上げにより株価が下落する市場構造を利用して、投機筋は株の空売りや先物売りを仕掛けた。当局はこれに対抗して強力な株の買い介入を展開した。

Currency Stabilization Support in the Asian Currency Crisis

(million USD)

	Assistance for		
	Thailand	Indonesia	Korea
IMF	4,000	10,000	21,000
World Bank	1,500	4,500	10,000
Asia Development Bank	1,200	3,500	4,000
Bilateral Support	10,500	0	0
Japan	4,000		
China	1,000		
Australia	1,000		
Hong Kong	1,000		
Malaysia	1,000		
Singapore	1,000		
Korea	500		
Indonesia	500		
Burunei	500		
Indonesia Government Emergency Reserve		5,000	
Sub total	17,200	23,000	35,000
Second Line Reserve	0	16,200	23,000
Japan		5,000	10,000
US		3,000	5,000
Singapore		5,000	
Others		3,200	8,000
Total	17,200	39,200	58,000

(Source) Ministry of Finance of Japan

2. なぜ経済が好調なアジアで通貨危機が起きたのか

危機前の東アジア諸国は、高い成長率、小さい所得格差、低いインフレ率、良好な財政収支など、放漫財政や富の偏在の問題を抱える他のエマージング諸国と比べて多くの点で健全であった。世界銀行は、1993 年の報告書の中でこれを“東アジアの奇跡”と称賛した。しかし、東アジア諸国は成長期待ゆえに生じた「別の不健全性」によって通貨危機に陥った。

（1）アジア通貨危機の特徴

「別の不健全性」が起こした通貨危機の特徴は、以下 4 点にまとめられる。第一に、従来の経常収支危機ではなく資本収支危機であった。第二に、対米ドルで為替相場が固定されており、経済主体の為替リスク意識が低かったため、米ドル建てで調達して地場通貨建てで運用するという通貨のミスマッチが、企業や銀行のバランスシートに発生していた。第三に、通貨危機が深刻な金融危機にエスカレートした。第四に、危機が貿易などの実体経済ではなく、市場のセンチメントを通じて、非常に短時間のうちに周辺国に広がった。

①資本収支危機

資本収支危機とは、危機が資本収支黒字によってもたらされるという、新しい捉え方である。それまで途上国の危機の原因は経常収支赤字であることが多かった。例えば、ラテンアメリカの危機では、まず途上国で緩和的な財政政策と金融政策が実施された結果、経

常収支赤字が拡大し、やがて海外の投資家の間で経常収支赤字のファイナンスの持続性に強い懸念が生じ、通貨危機が発生した。

一方、資本収支危機のメカニズムは次の通りである。まず、海外資本が高い投資リターンを求めて、高成長などの良好な経済パフォーマンスを示す途上国に流入する。巨額の資本流入は、不動産や株価の高騰を伴いながら、短期的には高い成長を支える。当該国の通貨は、海外資本の流入圧力が非常に強いために上昇するのが一般的で、短期の投機的資金によって海外資本が一層流入する。こうして実体経済の成長を上回るペースで対外債務残高が増加すると、投資家はある時点で、当該国の債務返済能力への懸念を抱く。投資家による資本の引き揚げがきっかけとなり、通貨危機が発生する。

②実質的なドルペッグ制

危機前は多くのアジア諸国がドルに自国通貨をペッグする為替政策を取っていた。香港のカレンシーボード制のように厳格ではないが、対ドルでの自国通貨相場の安定が強く志向され、実際に多くの場合、安定が保たれていた。

ドルペッグ制がもたらす表面的な為替市場の安定は、投資家にとっても、国内の輸出入業者にとっても、金融監督当局にとっても都合がよい。かつて、この制度の持つ危険は積極的に指摘されなかった。しかし、今では諸般の実例から、ペッグ制のもたらす為替相場の安定に永続性は無く、ペッグの解消が遅れれば遅れるほど物価・経済の調整幅も大きいことが指摘できる。

為替相場のミスアラインメントの調整は、クローリングペッグ制が採用されているなどあらかじめ調整が時々起ることを投資家が知っている状況であれば、特段の問題なく実施できる。しかし、投資家が全く調整を予期してない状況においては、当局の調整行動が危機を誘発してしまうこともある。このため、当局はミスアラインメントに気づいても、しばらく調整を躊躇してしまう。その結果、市場の圧力に屈する形で調整に追い込まれ、調整幅もそれだけ大きくなる。

③通貨危機が金融危機に

資本収支危機の特徴のひとつは、危機前夜の当該国の金融機関のバランスシートにおいて、自国通貨建て運用・外貨建て調達という通貨のミスマッチが拡大していることである。自国通貨の急落によって債務規模が一気に 2 倍、3 倍と拡大するため、多くの銀行が債務超過に陥ってしまう。アジア通貨危機では債務超過、貸し渋り、更なる経済の悪化という悪循環が域内に広がった。

④Contagion のメカニズム

従来の通貨危機も周辺国に影響をもたらしたが、アジア通貨危機はこれまでみられなかった伝わり方をした。従来は、通貨危機が発生すると、当該国の経済が低迷し、これが貿易や投資など実体経済の活動の低下を通じて関係の深い近隣諸国に伝播し、これら国々の自国通貨の下落を招くという形であった。一方、アジア通貨危機は、実体経済経由で伝わる前に、投資家のセンチメントを通じて短期間のうちに伝わった。

変化の要因には、経済のグローバル化と金融における IT の活用拡大によって、多くの投資家が世界中から投資機会を容易に探し出し、手軽に参加できるようになった一方で、債権者の素人化や、自ら債務者の信用状況に対する分析を行わず、他の投資家の行動に同調するという投資行動が広まったことが挙げられる。アジア通貨危機は、ひとたびある国の信用が悪化すると、たちまち投資家がパニックに陥って他の国からも資金を引き揚げるという「21 世紀の投資行動」を端的に示した。

（２）危機の教訓

アジア通貨危機は、１．危機の予兆管理として注目すべきは資本収支である、２．資本収支危機の抑制には、従来通り財政･金融の緊縮を求めるだけでは効果がない、３．経済の自由化は成長をもたらすが、自由化は適切な手順を踏まねばならない、４．地域の金融安定には地域の協力が重要、という教訓を残した。

①資本収支危機への備え

危機の後、多くの国で、危機の予兆管理として資本収支の動向が細かく分析されるようになった。危機の際の国際収支上のバックストップ（安全装置）は外貨準備である。平常時の外貨準備の目安について、従来は輸入の 3 カ月分と言われていた。国民の生存に不可欠なエネルギーや食糧などの輸入の決済に使う外貨を 3 カ月分備えていれば、その間に海外からの支援や国内において必要な改革が整い、海外投資家の信認も戻るだろうというのがその根拠である。しかし、アジア通貨危機以降は、危機の際の資本の逃避に備えて、外貨準備で短期対外債務残高を 100%カバーする必要があるという考え方に変わった。このような備えがあることを示して、投機的な売りを未然に防ぐ狙いもある。

②資本収支危機発生時の処方箋

危機前は、通貨危機が発生した時の処方箋は、財政と金融の引き締めというのが定番であったが、危機後は従来のワシントンコンセンサスに沿った処方箋に様々な留保条件が付くようになった。

危機発生の原因が内需過熱による経常赤字であれば、IMF が緊急対応として外貨流動性

を供給すると同時に財政緊縮政策が行われることで、当該国に対する市場の信認は回復するであろうが、内需拡大の原因が財政と金融の緩和ではなく、国外からの膨大な資金流入である場合、政策対応はもっと複雑になる。自国通貨の下落は金融引き締めによって止まるかもしれないが、通貨危機が金融危機を引き起こし、多くの銀行が債務超過に陥るような場合、当局は迅速に利下げに転換しなければならないこともある。

IMF が危機発生した国に対して要求する危機対応策には生産性を高めるための経済構造改革もある。しかし、それは将来の危機発生を防ぐのには役立っても、足許の危機を止めるには有効ではない。金融危機で金融機関の貸出スタンスの硬化と景気後退が起きている時に財政立て直しのための増税や補助金の削減などを実施すると、暴動が発生したインドネシアの事例の通り、社会への負荷が大きくなり過ぎることがある。

③自由化には手順がある

危機を通じて“Sequence”という言葉が経済政策のキーワードと認識されるようになった。これは「手順」という意味の言葉だが、この場合は経済の自由化を進める際の手順という意味である。危機以前は自由化の下では市場原理によって資本や労働力の生産性が向上し、より良い経済パフォーマンスがもたらされるという見方が一般的であった。しかし、危機後は、自由化の下では競争が激化し、経済の振幅も大きくなるため、進捗に応じたセーフティネットの整備が必要との認識が広まった。

Sequence の重要性を指す事例に、インドネシアでは危機時に預金保護制度が不十分であるにもかかわらず、銀行の閉鎖が決定されたため、取り付け騒ぎが一層拡大したことが挙げられる。また、同国に限らず、途上国の資本取引自由化の前には、国内の金融監督体制や健全性規制が整備されなければならないという認識がアジア全体に広まった。規制を実施した国には先述のマレーシアのほか、タイ、インドネシアも挙がる（下図）。

ASEAN諸国のアジア危機後に導入された主な資本取引規制

	規制の主な内容	規制導入時期
マレーシア	・1ドル＝3.8リンギの固定為替相場制（→2005年7月変動相場制に移行）	1998年9月
	・非居住者預金口座間の資金移動の原則禁止	
	・非居住者預金口座への入出金制限	
	・貿易取引通貨の外貨建て限定措置（＝リンギ建て決済は不可）	
	・株式譲渡益の送金課徴金制度（→2001年5月に撤廃）	
タイ	・居住者による非居住者へのバーツ建て信用供与の制限	1998年1月
	・非居住者のバーツ勘定がマイナス残高になることへの制限	2000年10月
	・オフショア銀行との為替取引の報告義務強化	2001年3月
インドネシア	・居住者による非居住者への貸付禁止	2001年1月
	・非居住者間のルピアの資金移動禁止	
	・居住者による非居住者への外貨売り為替先物取引の限度額を減額	

（資料）東京三菱銀行、東京三菱レビュー2001年5月24日　No.13「不安定化するASEAN為替市場と通貨スワップ協定」（八島）

④アジア金融協調の始まり

危機の被害は甚大であり、ドル建ての GDP の規模がインドネシアで 10 年、タイで 6 年、韓国で 6 年後戻りした。しかし、苦い経験は、その後の地道なアジア金融協力の起点となった。それまでは、国が外貨流動性危機に陥った場合に救済の手を差し伸べるのは IMF の役割であったが、金融のグローバル化の下、ひとつ機関が全世界を監視するのは無理があるとの認識が共有されるようになった。地域経済の実態にそぐわない、教条主義的な危機脱出の処方箋が実施されたときの弊害が大きいことも、教訓となった。

危機以後、アジア各国が集まり、IMF と協調しつつも独自の協力体制とセーフティネットの構築、健全な金融市場の発展に尽力すべきだとの意見が多くの国から出るようになった。1997 年 11 月にマニラで開催された ASEAN＋3 首脳会議では、マニラ・フレームワークと呼ばれる、地域協力のための枠組みが打ち出された。ASEAN+日中韓、米国、カナダ、オーストラリア、IMF、世界銀行、アジア開発銀行、国際決済銀行が集まって合意した同枠組みのポイントは、①グローバル・サーベイランスを補完する域内サーベイランス、②各国の金融セクター強化のための技術支援、③新たな金融危機に対する IMF の対応能力強化のための方策、④IMF 等の資金を補完するアジア通貨安定のための協調支援アレンジメントである。

この合意を出発点として、東アジア各国間の政策対話が頻繁に開かれるようになった。域内サーベイランス機関として ASEAN+3 Macroeconomic Research Office（AMRO）が 2011 年 4 月にシンガポールに設立された。アジア通貨安定のための協調支援として Chiang Mai Initiative というスワップ協定が 2000 年 5 月に取り決められた。この二国間協定の集合体は、2010 年 3 月に多国間協定（Cheng Mai Initiative Multi-lateralization/CMIM）に発展し、金額規模も拡大された。また、アジアの貯蓄をアジアの長期信用につなげるため

の Asia Bond Market Initiative（ABMI）が開始され、このイニシアティブの下で、Credit Guarantee and Investment Facility （CGIF）という債券発行を促進するための保証機能の設立や、Asia Bond Online という域内債券市場のデータ整備など多くの方面で協調行動がとられている。アジア債券市場は、発行体の情報開示、格付け機能の拡充、域内横断的な機関投資家の育成など課題は多いものの、市場規模は着実に拡大している。

＜参考資料＞

- 志村紀子　「東アジアにおける地域金融協力の進展」国際通貨研究所「国際経済金融論考」2004 年 10 月 1 日
- 八島亜希　「不安定化する ASEAN 為替市場と通貨スワップ協定」東京三菱銀行「東京三菱レビュー」2001 年 5 月 24 日
- 萩原陽子　「投機筋と戦った香港」東洋経済新報社「アジア経済･金融の再生」第 3 章第 2 節 1999 年 11 月 18 日
- 村瀬哲司　「アジア安定通貨圏」勁草書房 2000 年 4 月 20 日

第３章　債券市場の発展:アセアン５カ国の経験と CMLV への教訓

J.C. パレナス（野村資本市場研究所　シニア・アドバイザー）

はじめに

ASEAN および日中韓の政府及び中央銀行が主導するアジア債券市場イニシアティブ（ABMI）、アジア債券ファンド（ABF）、ASEAN＋3 債券市場フォーラム（ABMF）など、同地域の債券市場の発展に向けた一連の取り組みは相応の成果を挙げた。しかし、多くの新興国の債券市場は依然として小規模で未発達であり、さらに各国債券市場の間では発展段階、政策の質、市場の厚み、流動性の高低などに大きな開きがあるなど、大きな課題が残っている。

世界で最も厚みがあり流動性も高い米国債券市場と ASEAN 債券市場を比較（GDP に対する債券残高の比率、回転率（債券残高に対する取引残高の比率）、売買スプレッド（売買気配値の差）などを使用すると、米国債券市場の厚みは ASEAN の内最も厚みがある国々の債券市場の２倍以上、米国政府債市場の流動性はデータ取得可能な ASEAN４カ国の政府債市場の６倍である。

米国資本市場が有する厚みと高い流動性は、債券の発行体と投資家を惹きつけている。投資家の多さは発行体の資金調達コストの引き下げ要因、流動性の高さは投資家の取引コストの引き下げ要因になるためである。加えて、米国資本市場の発行体、投資家、取引手法、証券の年限などにみられる多様性も、魅力の重要な要素である。例えば、投資家が銀行あるいは企業、保険会社で占められた場合、売買パターンが似通うため、売り、買いあるいは様子見方向に偏る時期が生ずるだろう。一方、市場が多様性に富んでいれば、参加者は取引相手を容易に見つけることが出来る。

厚みがあり流動性が高い市場には、投資家や発行体を引き寄せ、更に厚みを増し流動性を高めるという好循環が存在する。反対に初期の発展段階にある市場は厚みに乏しく流動性は低く、投資家と発行体にとって魅力に乏しいため、そのままでは停滞を免れない。したがって、そのような国々では投資家と発行体を自国の債券市場に引き込んで市場の多様性を増す取組みが、政府によって積極的に実施される必要である。

債券市場の発展状況を ASEAN５カ国で比較すると、比較的発展しているマレーシア、シンガポール、タイに比べてフィリピン、インドネシアは大幅に遅れている。

1. ASEAN 債券市場の発展に向けた主な課題

第一の課題は、レポ取引の一種であるクラシック・レポ取引の市場の育成である。クラシック・レポ（買戻し／売り戻し条件付きの債券売却／買入）は、アジアにおけるレポの85%を占めるプレッジ・レポ（現金担保の徴収／差入を伴う債券貸出／借入）と異なり、債券の所有権が移転する。このため、取引を通じて所有権を得た債券の別のレポ取引における利用や空売りのカバー、債券担保への利用が可能である。

アジアではレポ取引が堅調に拡大したが、依然として期間は短く、また、所有権の移転が伴わない点で真に機能していない。成熟したクラシック・レポ市場は、発行市場の発展を支え、セカンダリー市場の流動性を高め、複雑なトレーディング戦略を含むヘッジ取引の利用を可能にし、債券先物市場および店頭デリバティブ市場の発展にも寄与する。短期金融市場、債券市場、先物市場、店頭デリバティブ市場を連結する役割も果たす。アジアにおけるクラシック・レポ市場の育成は、市場参加者のリスク管理の高度化に寄与すると考えられる。

第二の課題は、一括清算ネッティング（あるいはクローズアウト・ネッティング）実現のための法整備である。BIS 支払・決済システム委員会と証券監督者国際機構代表理事会（BIS/CPSS-IOSCO）が 2012 年 4 月に公表した「金融市場インフラのための原則：情報開示の枠組みと評価方法（原題：Principles for financial market infrastructures: disclosure framework and assessment methodology）」は、デフォルト発生の際に清算機関はグロスではなくネットでポジションを一括清算すべきことを明確にしている。本手法はカウンターパーティーに対する信用リスク削減効果があることが多くの報告書で実証されており、店頭デリバティブ取引（為替デリバティブ取引、クロス・カレンシー・スワップ取引、インフレ・スワップ取引など、現在は集中決済ができない取引を含む）やレポ取引におけるリスク管理に有効と考えられる。本手法を実現するための法整備は、金融市場における最も重要なリスク削減手段の一つといえる。

アジアの多くの国では現状、法の未整備などが原因で一括清算ネッティングが行えない結果、以下の問題が生じている。模範法として ISDA （International Swaps and Derivatives Association）の 2006 Model Netting Act を参考にするなど、ネッティング実現に向けて早期の対応が求められる。

１）銀行がエクスポージャーを有する中央清算機関が CPSS-IOSCO 不適合の場合、銀行はバーゼルⅢに従ってより高い所要自己資本賦課を負うため、中央清算機関を通した取引が店頭取引と比べて割高になる場合がある。これは、標準化された店頭取引の中央清算機関への集中を掲げる、G20 の公約に反する。

２）一括清算ネッティングが実施されている国の市場参加者は、同手法が実施されていない国と比べて、より多くの取引をより少ない CVA（信用評価調整）リスクの織り込みで行うことができるため、クロスボーダー取引においては前者が後者に対して優位になる。
３）市場参加者はカウンターパーティのデフォルトが市場を通じて伝播するシステミック・リスクにさらされる。

第三の課題は担保受入側の権利保護である。担保の利用は信用リスクの軽減化手段として、中小企業の運転資金調達、貿易金融の信用状、ヘッジ取引などにおいて重要な役割を果たす。店頭デリバティブ取引では、証拠金が清算機関の健全な運営に寄与する。一般に担保は、現金や証券の受渡による所有権移転や、売掛債権、有価証券に対する質権設定で発生する。

担保の再利用は一般的に行われており、担保調達コストの削減に加えて、良質な担保資産に対する需要過多が価格高騰に発展するのを防ぐ効果がある。担保受入が所有権移転による場合、担保引き渡し時点で資産の所有権が担保提供者から担保受領者に移転するため、後者は資産を契約で認められた範囲内で担保として再利用することが可能である。レポ市場および店頭デリバティブ市場の担保の約半数は所有権移転の形をとる。担保受入が担保権による場合、法制度によって再利用が認められる場合がある。

所有権が移転する金融取引において、上述の一括清算ネッティングが行われていることは、カウンターパーティーがデフォルトした際に担保と債務を相殺させるための重要な前提条件となる。しかし現状、アジアの多くの国では、所有権が移転した資産が債務不履行となった当事者の所有資産とみなされる結果、他の債権者から受渡が請求される可能性がある。また、一部の国では金融取引において不可欠であるはずの担保の時価評価に関する法整備が無いことが担保の再利用を阻んでいる。

担保執行の不確実性は、成長分野の企業の事業拡大とリスク管理に向けた銀行の資金供給を妨げるほか、デリバティブ取引および非清算デリバティブ取引（中央清算機関を通じて決済されないデリバティブズ取引）の発展を妨げる。担保権者の権利保護のための強力な法制度が整備される必要がある。

第四の課題は、中央清算されないデリバティブ取引の証拠金に係る法整備である。2013年にバーゼル銀行監督委員会（BCBS）と証券監督者国際機構（IOSCO）が発表した「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」の最終報告書は、中央清算機関を通さないデリバティブ取引を行うすべての金融機関、およびシステム上重要な非金融機関に証拠金の接受を義務づけた。しかし、アジアの国々の現状の法制度の下では、証拠金差入

が金融機関にとってコスト面で負担増となる一方、証拠金が債務不履行の発生に際して預金者への弁済に充てられるなど、本来の目的を果たさない可能性がある。このため、担保権に対する法制度の見直し・整備が必要である。

第五の課題は、投資家向け情報の充実化である。投資家向けの情報の量および質の充実化は、投資家のリスク管理の高度化と市場の効率化、さらにこれらを通じた域内の資本フローの促進のために重要である。具体的には次の通りである。

・ 会計基準の明確化と情報開示強化：関係当時者取引・オフバランス取引における発行体の組織構造・株主構成、利益相反管理、銀行貸付およびその契約内容の情報開示の強化。
・債券市場の規模と厚み、および取引後の透明性に関する情報充実化：発行体および投資家データの充実化、店頭取引における取引後の情報の収集・開示。
・ 破産・再生局面における投資家の権利の透明化：域内の破産制度を使いやすさの観点から見直し、また、国別に比較できるように整理する。

第六の課題は、域内におけるファンド・パスポート制度（相互承認を通じた投資信託商品の域内販売）である。多くのアジアの国がクロスボーダーの資金フローの促進を望んでいる。その狙いは、投資家のすそ野を拡大し、流動性を高め、投資家を多様化させること、また、投資家、特に社会の高齢化で運営が難しさを増す年金基金の収益性を向上させることなどである。クロスボーダー取引拡大の成功事例には、EU（欧州連合）の投資信託に関する取り決め UCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities、譲渡可能証券の集団投資事業）がある。UCITS の下では、いずれかの加盟国で適格と承認された投資信託は、他の加盟国でも承認されたとみなされ、域内全域で販売が可能である。

現在、香港・中国相互承認取決め、ASEAN CIS（Collective Investment Schemes）、APEC（アジア太平洋協力機構）による ARFP （Asia Region Funds Passport、参加国：オーストラリア、シンガポール、韓国、ニュージーランド、タイ、フィリピン）という類似の取組みがある。これらを適切に収斂して、参加国のクリティカル・マス（普及拡大にむけて最低限必要とされる供給量）を有するスキームを形成する必要がある。ARFP は日本、香港、台湾などが加われば、最も有効な取組となろう。

以上の課題に対応する取組みは目下、アジア太平洋金融フォーラム（APFF）の下で進められている。APFF は APEC ビジネス諮問委員会（ABAC）が提案し、2013 年 9 月の APEC バリ会合にて承認された、財務大臣、中央銀行、金融規制当局者、民間部門による官民協働の地域プラットフォームであり、健全で効率的かつ統合された金融市場と金融サービスの発展の促進を目的とする。2013 年 4 月にシドニーで開催された、設立のための準備会合

では、均衡した成長、国内消費の拡大、投資の堅調な伸びのためには、域内により深みと流動性があるインクルーシブな金融市場および長期投資の促進が必要との結論が出された。

APFF が 2014 年に示した提案のうち、一つは中小企業の金融アクセスの改善であった（信用報告システムの設立、動産を担保として利用するための法整備、貿易ファイナンスおよびサプライチェーンファイナンスの利用可能性を高めるための規制・決済メカニズムの整備など）。もう一つの提案は資本市場の発展・統合と長期投資の拡大であった。以下が行動計画である。

- 資本市場の流動性向上と、より広範囲の投資家を惹きつけるための、クラシック・レポ市場育成イニシアチブ。
- 流動性管理とリスク管理に重要な役割を果たす店頭デリバティブ市場の法的インフラの改善。
- 市場参加者が最も必要とするマーケット情報の特定に向けた、当局への支援。
- アジア地域ファンド・パスポートの構築に向けた、当局への支援。
- クロスボーダー取引の障壁の追求、および市場インフラの相互接続を推進する方法の模索。
- 保険会社や年金基金の長期投資を阻む法規制や実務上の制約の除去。
- 金融規制、クロスボーダーの金融サービス提供における主要課題、グローバル・インバランスと国際金融センターの政策が域内新興市場に与える影響の特定。

アジアの金融資本市場の統合に向けては、ASEAN 経済共同体（AEC）、ASEAN＋３域内の各取組み、および APEC が主導する APFF、ARFP という３つのレベルで取組みが行われている。

2. CMLV に対する教訓

各国政府は ABMI（Asian Bond Markets Initiative）や ABF（Asian Bond Fund）などを通じて積極的に金融統合に取り組んできたが、域内では債券市場の発展度合いに隔たりがあり、殆どの新興国では依然として小規模で、発展度合いが低い。制約要因は、市場の厚み・流動性、市場インフラ・市場の構造、法的・政策的・規制的枠組の３つに分類できる。それぞれの制約要因の解消に必要な取組は以下の通りである。

（１）市場の厚み・流動性

- 発行形態・年限を多様化する。流通市場の発展のため、障壁となっている発行量の少なさ、投資家の長期保有傾向、取引価格に関する情報不足、レポ市場の不在などを解消する。
- 市場の厚みを拡大するため、発行体と投資家を多様化する。

- 発行体が公的部門に集中する要因である、市場インフラの未発達、不十分な企業ガバナンス、情報開示と金融情報の不足、高い発行コスト（手数料、税金）、協調性に乏しい規制・監督の枠組を解消する。
- 投資家が銀行やヘッジファンドに集中する要因である、(a)保険会社、年金基金の規模が小さいことと、機関投資家の保守的な投資行動、(b)資本規制および市場規制による海外投資家の参入制限、(c)一部の国々における金融政策の運営目標の不明瞭性、(d) 市場参加者に適用するルールの非統一を解消する

（２）市場インフラ・市場の構造

- マーケットメイク（マーケットメイカーとよばれる証券会社が売買気配値を提示し、投資家の注文を受ける取引方法）および価格発見を十分機能させる。
- ベンチマーク債のイールドカーブの形成、情報公開法・上場制度・会計基準の整備、透明性の向上、取引後の情報の整備、透明性・低コスト性が確保された清算・決済インフラの構築。
- 格付けの相互比較を可能にする、一貫性のある格付け制度の構築。
- デリバティブ市場育成による、投資家のリスク回避手段の充実化。

（３）法的・政策的・規制的枠組

- ルールおよび義務の明確化、かつ公平な適用：規制当局の更なる協調、規制の透明性・整合性の確保、変革を促す規制の制定。
- 法的保護と法制インフラの改善：契約の執行規定および債権者権利の保護規定の改正、効率的な決済制度の構築、私的整理に依存した倒産法・破産法の改正などを通じて適用規則の一貫性を構築し、市場に対する信頼と参加意欲を向上させる。
- 税制：社債市場の育成（クロスボーダー投資含む）に負の影響を与える源泉徴収について、域内のサーベイや議論を通じて適切な対応を講じる。
- 国内の規制当局間の協力・協調：監督措置の明瞭化、裁量的な規定適用の回避、報告義務の過多などで生じる過剰なコンプライアンス・コストを削減。
- 規制当局間の協調によって監督体制を巡る混乱、規制の任意適用を防ぐと共に、数多くの報告義務などから生じる、過剰で負担の大きいコンプライアンス・コストを削減する。
- 資本市場の自由化とデリバティブ市場の発展促進：資本移動規制の解除、為替・金利リスク管理能力の向上、債券発行・投資の促進。
- 為替相場政策：市場の厚みの拡大と流動性向上に対してより効果的と考えられる変動相場制への移行。
- デリバティブ市場とレポ市場：投資家のリスク・ヘッジ手段の充実化を通じた資本市場の発展のため、これら市場を育成する。

ASEAN ５カ国の経験から、CMLV における債券市場育成の取組みには、以下の事項が挙げられる。なお、中長期的には域内協力と域内統合を基礎にしたキャパシティ・ビルディングが重要であり、改革・改善の継続を促すための制度的取り決めの設定、優先分野の設定などが求められる。

- 政府が明確な戦略を打ち立てて、ベンチマーク債のイールドカーブ形成、セカンダリー市場の流動性向上、リスク管理手法の発展、発行体および投資家の層の拡大、新商品の増加を実現する。
- 投資家の市場参入を促すため、証券および企業に関連する法制度の整備を通じた市場の透明性向上、効率化、公正な競争の確保、債権者保護と企業再生支援の充実化を実現する。カストディー業務および決済業務の標準化を通じてオペレーショナル・リスクを削減する。
- 税制度の見直しによって減税などの優遇措置を講じ、投資家の収益性を向上させ、より幅広い層の投資家を呼び込む。
- 債券の発行要項の遵守、および十分な情報開示を徹底する。投資家のマーケット情報へのアクセス手段を十分に確保する。
- 市場参加者や証券業者の法令遵守を確保するため、発行市場と流通市場の両市場を対象とする監督制度を、適切なガイドラインに基づいて構築する。
- 投資家がポートフォリオの潜在リスク管理に際してヘッジ取引を利用できるよう、金利スワップ・通貨スワップ市場を育成する。
- 現地企業による長期資本調達を信用保証機関が支援する。
- クレジット・カルチャー（信用文化）を発展させるために、投資家教育を重視する。機関投資家の役割を高める。
- 優遇策の活用によって、個人向け国債やイスラム金融商品など新しい金融商品への需要を高める。個人投資家、外国人投資家の参入促進によって投資家を多様化する。
- 効率的な債券決済制度、および域内で比較可能な信用格付け制度を構築する。

第３部　アジアの債券市場と金融協力

第１章　東アジア債券市場：発展と課題

山口　綾子（国際通貨研究所　経済調査部　上席研究員）

1. なぜ地場通貨建て債券市場育成が必要か

アジア通貨金融危機の原因の一つとして、危機に陥った国共通に、金融セクターの通貨・満期構成のダブルミスマッチ、すなわち、短期外貨資金を調達して、国内で長期運用をしていたことが指摘されている。このアジア各国の金融市場全体の通貨・満期構成のミスマッチを解消し、域内の金融の安定化を目指すというのがもともとのアジア債券市場育成の動機であった。

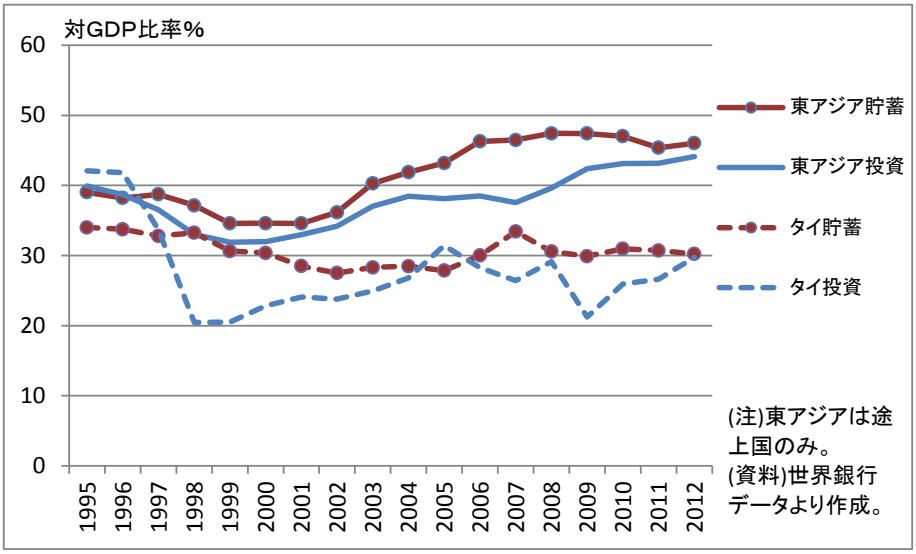
図表 1：東アジア地域の貯蓄と投資

		GDP 10億ドル	貯蓄 % of GDP		投資 % of GDP		貯蓄-投資 % of GDP	
		2012	2000	2012	2000	2012	2000	2012
ASEAN6	インドネシア	878	25	31	22	35	3	-4
	マレーシア	305	36	32	27	25	9	7
	フィリピン	250	23	23	18	18	5	5
	シンガポール	275	44	46	33	27	11	19
	タイ	366	30	30	23	30	7	0
	ベトナム	156	31	31	30	31	1	0
中国		8227	37	49	35	48	2	1
香港		263	32	27	28	26	4	1
韓国		1130	33	31	31	28	2	3
日本		5960	28	22	25	20	3	2

(資料）世界銀行データより作成

さらに、グローバル金融危機を通じて、その背景にアジアの貯蓄過剰と米国の投資･消費過剰というグローバル･インバランスがあったことが問題とされた。アジア通貨危機後、地域各国は危機への反省から国内投資を相対的に抑制し、外国資本への依存を低下させる政策をとってきた。図表 1、2 に示されているように、この地域は貯蓄率が高く、域内全体としてみれば、大きな貯蓄超過となっている。図表 2 には東アジア全体の貯蓄投資バランスの変化と、そのなかでも特徴的な、アジア通貨危機の発端となったタイの危機前後の変化（投資超過⇒投資抑制による貯蓄超過へ）が示されている。こうしたインバランス解消の一助としても、アジアに適切な投資機会を増やし、アジアの貯蓄を直接アジア企業の成長やインフラ投資につなげる債券市場育成の重要性が再認識されるに至っている。

図表 2：東アジアの貯蓄と投資（アジア危機から現在まで）



また、アジアの金融市場の問題として、金融法制やインフラが未整備なため、実物セクターの成長に金融セクターが追いついておらず、結果として十分な資金仲介機能を果たしていないことが問題視されている。流動性の高い債券市場の育成は、これらの問題への対応と同時に、市場による金利形成機能の向上、それに伴う効率的資源配分の実現、金融政策の波及メカニズムの向上などで、経済発展に寄与することが期待されている。

2. アジア債券市場育成のための国際的な枠組み

（1）アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）とアジア債券ファンドイニシアティブ（ABFI）

アジア債券市場育成のための国際的枠組み[23]として、ASEAN+3（日中韓）のなかでアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI：Asian Bond Market Initiative）が 2003 年に開始された。2008 年には ABMI の新たなロードマップが作成され、4 つのタスク・フォース（TF）、TF Ⅰ：現地通貨建て債券発行の促進、TF Ⅱ：現地通貨建て債券需要の促進、TF Ⅲ：規制枠組みの改善、TFⅣ：債券市場関連インフラの改善、が立ち上げられた。2012 年にはさらに新ロードマップ・プラスが採用され、以下の 9 つの優先分野が指摘された。①信用保証・投資ファシリティ（Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF）の保証業務開始、②インフラ・ファイナンス・スキームの育成、③機関投資家向けの投資環境整備および ABMI 情報の共有、④ASEAN+3 債券市場フォーラム（ASEAN+3 Bond Market

[23] アジア債券市場育成の国際的取組みの詳細については、IIMA ニューズレター「ASEAN 地域の国内債券市場」http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2012/NLNo_10_j.pdf
同「アジア債券市場育成の取り組み状況」http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2013/NLNo_16_j.pdf 参照。

Forum: ABMF）の活動の強化、⑤域内決済機関の設立に向けた取組みの促進、⑥国債市場のさらなる発展、⑦消費者や中小企業の金融アクセス強化、⑧地域格付けシステムの基盤の強化、⑨金融知識の向上である。

図表 3：アジアにおける地域間金融協力

	1997/7	タイの為替相場切り下げ（変動相場制移行）をきっかけとしたアジア通貨危機発生。
	1997/12	第一回ASEAN+3（日中韓）首脳会議：通貨・金融問題を中心とする地域の課題等について意見交換。
	1999/4	第一回ASEAN+3財務大臣会議。
	2000/5	第二回ASEAN+3財務大臣会議：チェンマイ・イニシアティブ（CMI）について合意。
	2002/1	域内経済情勢に関する政策対話（ERPD）開始。ASEN+3財務大臣代理レベルで年2回。
○	2003/6	東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）がアジア債券ファンド（ABF）創設。
○	2003/8	アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）開始。
○	2003/10	ABMI技術支援協力調整チーム（TACT）開始：日ASEAN技術支援基金を通じ、債券市場育成のための技術支援を実施。
○	2004/12	EMEAP、ABF2を創設。
○	2007/4	ABMIの下のAsianBondsOnLineにて、Asia Bond Monitorの公表開始。
○	2008/5	ABMI新ロードマップ公表。
	2010/3	チェンマイイニシアティブのマルチ化（CMIM）発効。
○	2010/4	ABMIの枠組みのもとで域内決済機関の実現可能性についての報告書公表。
○	2010/9	ABMIの下にASEAN+3債券市場フォーラム（ABMF）設置。ASEAN+3各国当局および域内外の民間の市場専門家による官民合同の取り組み。
○	2010/11	信用保証・投資ファシリティ（CGIF）設立。
	2011/4	ASEAN+3マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO）設立。
○	2012/4	ABMFの成果としてASEN+3債券市場ガイド公表。
	2012/4	ASEAN、ADBの協力のもとASEANインフラファンド（AIF)設立。当初資本金4.9億ドル。
	2012/5	CMIMの強化策で合意（資金枠倍増、危機予防機能の導入）。
○	2012/5	ABMI新ロードマップ・プラス公表。
○	2012/5	CGIF　保証業務開始。
○	2013/4	CGIF　第一号保証案件執行。タイバーツ建て債券。
○	2013/12	CGIF　インドネシア債券について保証実行。投資家は日本の機関投資家。

（注）○は債券市場育成関連。（資料）財務省ホームページ、その他報道より作成。

優先分野として取り上げられたもののうち、CGIF は 2010 年に設立された。 ASEAN+3 各国政府とアジア開発銀行による 7 億ドルの出資をもとに、2012 年より債券保証業務を開始（第一号案件は 2013 年実施）、2014 年 8 月までに 4 件の実績をあげている。2013 年には保証限度を 17.5 億ドルにまで拡大することが決定された（出資額は不変で、レバレッジ 2.5 倍までを許容）。

ABMF は 2010 年に TFⅢの下に設置された、各国債券市場の規制・インフラ面での標準化・調和化を進めるための実務レベルでの官民の協議の場である。ABMF のもとで、第 1 段階（2011 年末まで）では、①規制の調和化・市場慣行の標準化、②債券決済の調和化・標準化についての検討がなされ、2012 年 4 月に債券市場関連情報を網羅した ASEAN+3 債券市場ガイドが公表された。第 2 段階では、ASEAN+3 共通の債券発行フレームワーク

（AMBIF）[24]の導入検討、クロスボーダー債券取引の決済合理化・効率化などが議論された。

ABMI の一環として、2003 年より日本の出資による日・ASEAN 技術支援基金を通じて、債券市場育成のための技術支援（TACT）が行われている。これまでに、カンボジア、インドネシア、ベトナム、ラオス、フィリピン、ミャンマーに対し民間金融コンサルタント派遣による技術支援が行われた。また、ABMI と同時進行する形で、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）によるアジア債券ファンドイニシアティブ（ABFI）が 2003 年より開始されている。

（２）アジア太平洋金融フォーラム（APFF)

アジア太平洋経済協力（APEC）の諮問機関である APEC ビジネス諮問委員会（ABAC）は、地域の金融協力・統合を進めるための官民の協力／対話の場としてのアジア太平洋金融フォーラム（APFF）の設立準備を進めている。2013 年 4 月には設立準備のためのシンポジウムが開催された。

シンポジウム後に公表された報告書によれば、APFF は、「非公式 informal」、「政策アドバイスを行う advisory」、「包括的 inclusive」という性格をもつべきとされ、参加者は、政府当局者（APEC、必要に応じ ASEAN+3、太平洋同盟）、国際機関、民間（金融機関、研究機関、学識経験者など）など広い範囲を想定している。

APFF の優先課題としては以下の 9 つが挙げられている。①長期資金供給者としての保険産業の発展、②年金政策の発展、③網羅的で包括的かつ一般にアクセス可能な信用情報システムの構築、④有担保貸出の法的フレームワーク改善、⑤貿易金融の促進、⑥クロスボーダー投資を促進するための、市場アクセス・本国送金・金融市場などの問題、⑦資本市場の統合強化、⑧資本市場の質向上、⑨主要市場での規制強化のアジア太平洋地域への影響への対応。また、債券市場整備については、①深み・流動性のある国内債券市場の育成、②地場中小企業・個人投資家の債券市場への参加促進、③市場インフラ整備によるクロスボーダー債券投資促進が必要とされている。

（３）ASEAN 金融統合の枠組み

ABMI の枠組みとは別に、ASEAN 独自の取組みも進んでいる。ASEAN では 2015 年までに ASEAN 経済共同体（AEC）構築を目指している。その構想のなかで、物の貿易自由化ばかりでなく、資本市場についても域内統合をめざし、会計基準や決済システムの標準

[24] ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework：プロ投資家を対象に、標準化されたドキュメンテーションと情報開示条件に基づき、どの参加国でも容易に債券を発行できるようにすることをめざすもの。

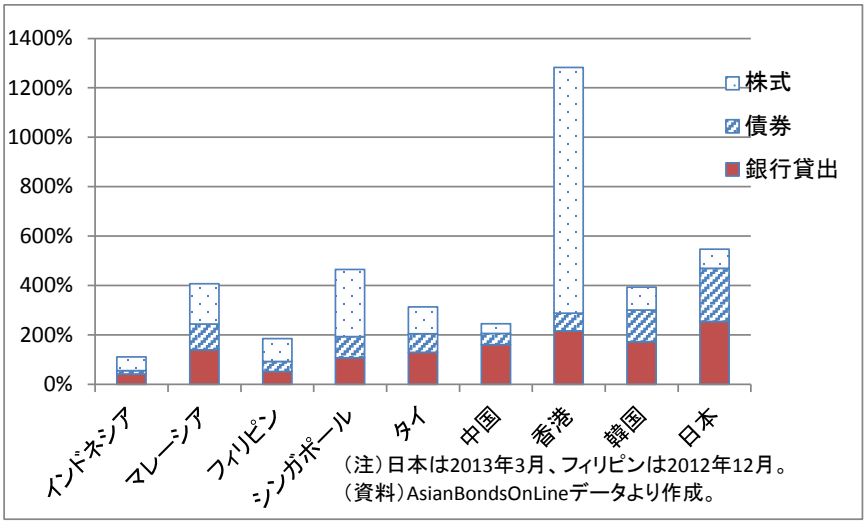
化・共通化に取り組んでいる。具体的には ASEAN 資本市場フォーラム（ACMF）を 2004 年に立ち上げ、加盟各国の規制当局からなるメンバーが年 2 回会合を行ってきた。これまでに、域内共通の ASEAN 開示基準[25]、市場専門家の資格の相互承認、ASEAN コーポレート・ガバナンス・スコアカードの導入などが一部の国で実現している。

3. 東アジア地域の債券市場の現状

（1）市場規模

東アジア各国の債券市場の発展段階をみるため、債券市場と銀行貸出、株式市場などの市場規模比較をみたものが、図表 4 である。東アジア各国の経済規模と比較した債券市場の発展度合いは低位にとどまっていることがわかる。特に、インドネシア、フィリピンは債券市場のみでなく、金融市場全体が経済規模と比較して小さい。

図表 4：東アジア地域の金融市場規模（2013 年 6 月末、各国の GDP 比）

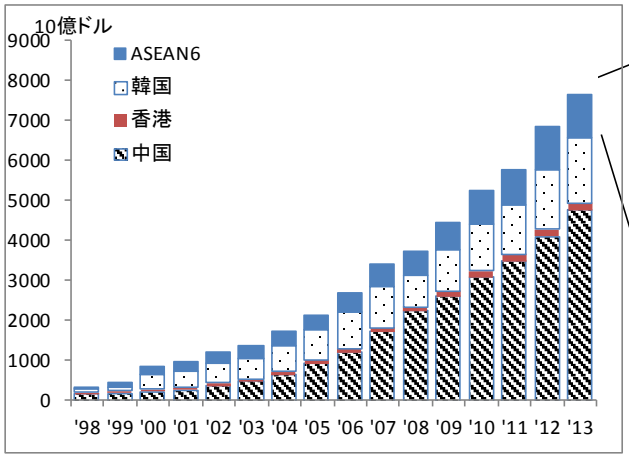


さらに東アジア各国に概ね共通する特徴として、銀行貸出のシェアが高い。銀行貸出依存度が高いことに必ずしも問題であるわけではないが、アジア通貨危機の例にもみられたように、ひとたび銀行部門にショックが起こった場合、企業の資金調達に大きな影響が及ぶリスクがある。このため、債券市場の育成が急がれている。

日本を除く東アジアの債券市場は全体で 2000 年の 9,410 億ドルから 2013 年には 7.6 兆ドルへと 8.1 倍に増加し（図表 5）、世界の債券市場の 7～8%を占めるようになっている。そのうち ASEAN6 カ国の債券市場は同時期に 2,180 億ドルから 1 兆 660 億ドルとほぼ 5 倍になった（図表 6）。

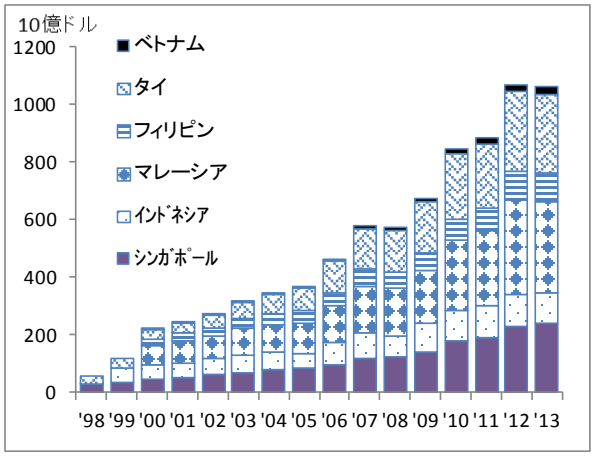
[25] 同基準に基づいた目論見書を作成すれば、将来域内のどこの国でも、個別に目論見書を作成することなく、社債を発行することが可能になる。

図表 5：東アジア地域の債券市場



(注)各年末。(資料)AsianBondsOnline

図表 6：ASEAN6 カ国の債券市場



(注)各年末。(資料)AsianBondsOnline

東アジア各国の債券市場は、ABMI などの政策の後押しもあって、発展・拡大を続けてきたが、その発展度合いには国によって大きな違いがある。ASEAN 加盟国のうち、国際金融センターであるシンガポールは別格として、マレーシアは既にイスラム金融センターとして地位を確立しつつあり、イスラム債券の市場としては世界一になった [26]。タイはマレーシア、シンガポールと並ぶ大きな市場に成長しつつある。フィリピン、インドネシアは他の ASEAN と比べると見劣りがする。ベトナムではようやく債券市場のデータ整備が始まったところである。

インドネシア、フィリピン、タイの債券市場では、グローバル金融危機の影響で、2008 年には残高の若干減少が見られたが、概して軽微の減少にとどまり、その後は順調に拡大を続けている。

債券市場の内訳をみると、韓国、マレーシア、シンガポールを除くと、社債の発行残高は小さく、大半は国債が占める（図表 7）。多くの国について、①そもそも社債を発行する企業が未発達である、②格付け機関・取引所など金融インフラが十分に整備されていない、等の問題がある。特にアジア通貨危機後は、危機を招いた反省から、多くの地場企業が投資率を低下させ、負債を減らす努力を行った。このため、地場企業による資金需要そのものが低下したことも、社債発行市場の低迷に影響している。

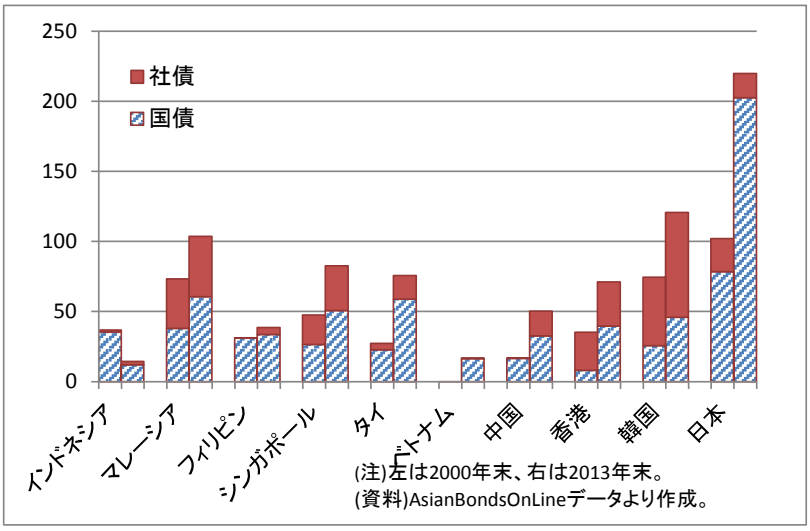
[26] ADB によれば、2013 年末現在、世界のイスラム債券（スクーク）のうち 6 割がマレーシア・リンギ建てとなっている。

図表 7：東アジア地域の国内債券市場規模（単位：10 億ドル）

	国債		社債		国内債券計	
	2000	2013	2000	2013	2000	2013
中国	199	3,073	108	1,652	307	4,724 (50.3)
香港	14	108	47	86	61	195 (71.1)
韓国	122	626	233	1,015	355	1,641 (125.5)
マレーシア	36	182	33	130	69	312 (103.8)
タイ	26	214	5	62	31	275 (75.7)
シンガポール	25	150	20	92	45	242 (82.5)
インドネシア	51	90	2	18	53	108 (14.4)
フィリピン	21	87	0.2	13	21	101 (38.7)
ベトナム	0.1	28	0.0	0.7	0.1	29 (16.9)
ASEAN6	158	751	60	315	218	1,066 (47.8)
東アジア(除く日本)	493	4,558	448	3,068	941	7,626 (58.2)
Japan	3,499	9,203	1,053	787	4,553	9,990 (219.9)

（注）各年末現在。(　)内の数値はGDP比%。（資料）Asian Bonds Online

図表 8：東アジアの国内債券市場規模（対 GDP 比%）



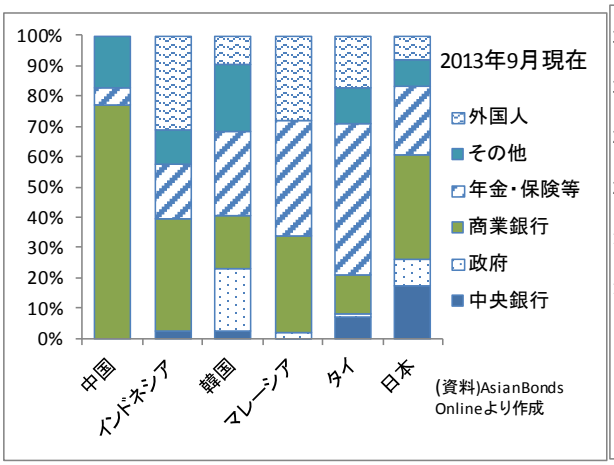
社債の発行を増やすためにも、発行体のすそ野の拡大が求められているが、これらの国の社債の発行残高の上位をみると、国営企業、公益・インフラ事業、金融・不動産会社が大半を占めている。各国とも上位 30 社程度で過半を占める状況となっている。ベトナムは、発行残高上位 15 社で 100%近くを占める。上位 30 社で 8 割程度のフィリピン、インドネシア、5-6 割を占めるタイ、韓国、シンガポール、マレーシア、中国もほぼ 5 割となっており、例外は香港（上位 27 社で 16%）のみである。

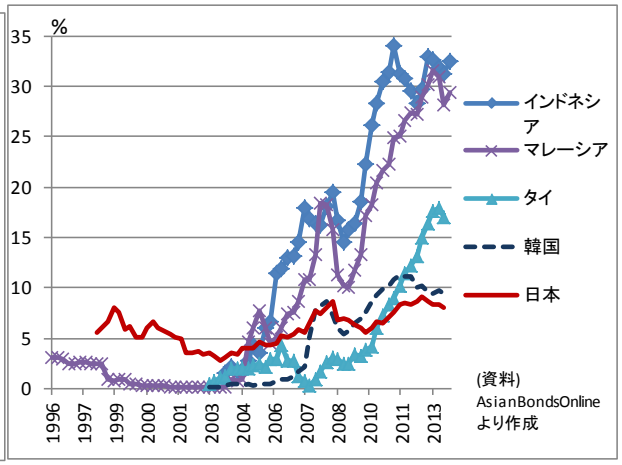
（2）投資家層

投資家の多様化もこの地域の債券市場にとり引き続き重要な課題である。図表 9 は Asian Bonds Online でデータ入手可能な国について投資家別の国債保有残高をみたものだが、タ

イ、マレーシア、韓国を除くと、銀行のプレゼンスが高い国が多い。タイは貯蓄ファンド、マレーシアは年金が相応のプレゼンスを持っている。他の国については、年金・保険、投資信託など機関投資家の成長が望まれるところである

図表 9：各国国債の保有者別残高シェア　　図表 10：各国国債の外国人保有状況





他方、外国人保有比率の推移をみると、グローバル金融危機後には外国資本の引き上げがみられ、外国人保有比率は低下した。それを反映した国債市場の需給の緩みから各国の国債価格が下落（利回りは上昇）したが、近年では、外国人の国債投資は再び高まりをみせている（図表 10）。インドネシア、マレーシアでは外国人保有比率は 3 割に達している。Asia Bond Monitor（2013 年 3 月）は近年の外国資本の流入について、内外成長率格差、為替相場の先高感、地場債券市場の成長による流動性の高まりなどで説明ができるが、他方で先進国の金融緩和の継続による低金利がアジア向けの資本流入を押し上げた部分もあり、今後グローバル市場の変動に影響を受けるリスクは高く、資本の急な流出には注意が必要としている。実際インドネシアでは、2013 年前半に米国の金融緩和の縮小が議論されるなかで外国人の債券投資が引き上げられ、国債利回りの上昇に見舞われた。

（3）流動性

債券市場の流動性の代表的指標としての債券の売買スプレッドをみると、グローバル金融危機後の水準からは縮小がみられるが、依然として水準は高く、変動も大きい。なかでも社債については、国債と比較しても売買スプレッドがさらに大きく、取引が活発でない様子がうかがえる。社債は、発行後 1-2 カ月の間に銀行などの投資家によって取得され、その後償還まで保有されるケースが多く、流通市場での取引は活発ではないようである。実際ターンオーバー比率でみると、国債と比べても、社債は非常に低い。

2013 年にはタイ、ベトナムを除く東アジア市場において国債・社債とも売買スプレッド

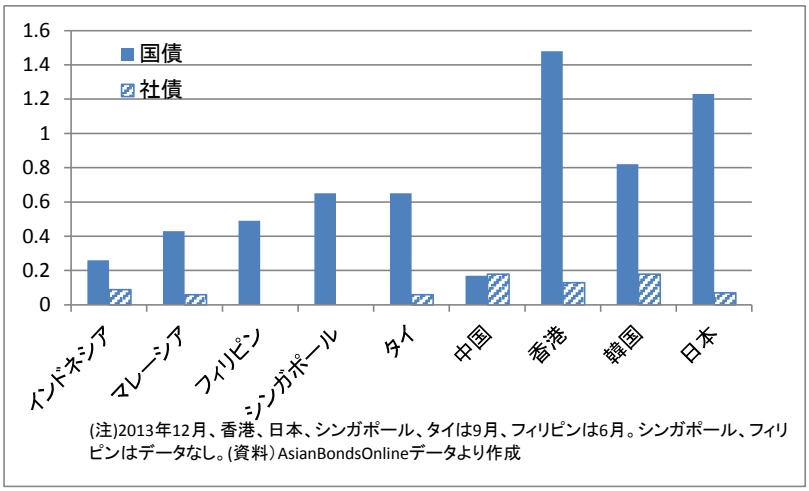
は前年よりも拡大し、流動性はさらに低下した模様である。中国では 2013 年 6 月の上海インターバンク市場での金利急騰（SHIBOR ショック）が流動性低下に影響したとみられる。

図表 11：東アジア地域の債券の売買スプレッド（単位:BPS）

	国債								社債							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国	7.6	20.0	15.0	5.1	2.2	4.0	2.7	4.1	10.8	96.3	50.0	8.4	5.7	6.9	10.4	11.4
香港	3.0	8.0	4.0	4.3	5.0	4.7	6.4	7.3	6.3	30.0	25.0	26.3	12.5	28.1	21.3	31.9
韓国	1.4	4.5	1.7	1.1	1.1	0.7	0.6	0.7	3.0	n.a.	n.a.	8.4	2.6	1.7	1.9	4.4
ﾏﾚｰｼｱ	2.3	1.5	12.2	2.3	2.6	3.3	2.7	3.8	18.8	15.0	5.0	10.3	16.0	8.2	9.4	9.8
タイ	3.0	6.3	9.8	3.4	3.1	3.3	3.2	2.4	10.8	15.0	16.7	8.6	11.1	9.9	10.3	8.6
ｼﾝｶﾞﾎﾟｰﾙ	2.7	3.4	20.0	2.9	3.0	3.8	3.1	2.6	5.5	15.0	n.a.	12.5	10.4	19.0	15.9	21.9
ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ	16.9	42.0	24.5	26.6	31.7	32.9	38.8	50.0	68.8	170.8	70.0	112.5	99.7	70.0	18.7	26.1
ﾌｨﾘﾋﾟﾝ	25.3	10.0	19.8	6.6	3.1	5.3	2.1	5.4	30.0	40.6	37.5	43.8	30.5	52.9	34.5	36.6
ベトナム	n.a.	20.6	75.0	25.6	13.2	33.5	30.5	21.7	14.9	61.3	156.3	132.0	25.0	103.1	138.3	n.a.

(資料）AsianBondsOnline、Asia Bond Monitor各号データより作成

図表 12：各国債券市場のターンオーバー比率



（4）域内クロスボーダー投資

図表 13 はアジア [27]のクロスボーダー債券投資残高を 2001 年と 2012 年についてみたものである。世界のクロスボーダー債券投資残高は 2001 年の 7.5 兆ドルから 2012 年には 26.6 兆ドルへ 3.5 倍となった。

投資受け入れ先としてのアジアをみると、この間アジアへの債券投資は 3,024 億ドルから 1 兆 3,707 億ドルへ 4.5 倍に拡大した。アジア全体の投資のうちアジアからの資金の占めるシェアは 20%から 48%と大きく拡大した。しかし、世界全体の債券投資に占めるアジア

[27] ここではアジアとは図表 13 に「投資先」として示した 13 の国・地域のことを指す。

のシェアは 4%から 5%に拡大したにすぎない。国別にみると、アジア各国・地域は概ねアジアからの投資のシェアを拡大させている。例外として、この 10 年間でアジアからの投資のシェアを大きく低下させたのは、マレーシア、タイ、フィリピンの 3 カ国であるが、この 3 カ国とも金融センターとしてのルクセンブルクや欧州からの資金流入が目立つ。フィリピンにはこのほか中東の金融センターであるバーレーンからの資金流入もみられる。

資金の出し手としてのアジアをみると、この間のアジアの債券投資残高は 1 兆 2,724 億ドルから 3 兆 9,389 億ドルへ 3.1 倍になったが、アジアからアジアへの域内投資は 600 億ドルから 6,616 億ドルと 11 倍に拡大した。この結果、資金の出し手としてのアジアのなかで、域内投資の占める比率は 5%から 17%に拡大した。欧米への債券投資が多い日本を除くと、このシェアは 22%から 56%へと高まった。中でも香港、マレーシア、シンガポール、フィリピンは、資金の出し手として、アジア域内債券投資のウェイトを高めている。中国は域内投資が多いが、その大部分が日本向けとみられる。

アジアの投資家の、自国債券・アジア域内債券・グローバル債券（米国債券、欧州連合加盟国債券）に対する選好度を調査した ADB の研究[28]によれば、アジアの投資家は、アジア債券、グローバル債券については、いずれについても自国債券の方を好み（ホームバイアス）、2001 年時点ではアジア債券とグローバル債券の比較ではグローバル債券を好む傾向があった。2009-2010 年時点では、ホームバイアスは続いているが、アジア債券とグローバル債券ではあまり差がなかったとしている。

[28] Iwan J. Azis and Sabyasachi Mitra, “Why do intra-regional debt investments remain low in Asia?”, ADB, Policy Brief, June 2012

図表 13：アジアのクロスボーダー債券投資残高

＜2001年＞

単位：100万米ドル

投資先	投資元														
	香港	中国・マカオ	インド	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	アジア計(c)	英国	米国	世界計(d)	(c)/(d)
香港		445		96	1,268	306	28	25	1,684	119	**3,972**	8,597	1,893	**16,872**	24%
マカオ											**0**			**23**	0%
中国	2,967	114			880	142			561		**4,664**	828	634	**7,178**	65%
インド		8			166	66	6		382		**627**	625	301	**2,125**	30%
インドネシア					108	63	8	3	476		**657**	319	315	**1,873**	35%
日本	7,103	6,881		1		75	15	5	7,299		**21,379**	41,480	27,125	**208,238**	10%
韓国	3,789	44			5,454		3	7	2,659		**11,954**	3,877	4,938	**25,397**	47%
マレーシア	1,817	11		2	2,200	329		9	2,180		**6,547**	1,017	1,680	**10,294**	64%
フィリピン	1,179				1,347	106	41		954		**3,628**	712	2,671	**9,497**	38%
シンガポール	1,282	28		38	1,209	151	10	59		98	**2,875**	7,741	1,442	**14,508**	20%
台湾	609	27			82	8	15	13	431		**1,184**	287	253	**2,165**	55%
タイ	659	1			748	159	21		888		**2,477**	425	782	**4,265**	58%
ベトナム														**3**	0%
アジア計（a）	**19,405**	**7,557**		**137**	**13,462**	**1,404**	**147**	**121**	**17,514**	**217**	**59,964**	**65,908**	**42,034**	**302,440**	20%
世界計（b）	**110,985**	**9,157**		**701**	**1,062,403**	**6,735**	**947**	**2,024**	**78,669**	**743**	**1,272,363**	**745,665**	**690,936**	**7,520,680**	17%
(a)/(b)	17%	83%		20%	1%	21%	16%	6%	22%	29%	5%	9%	6%	4%	

＜2012年＞

59,964

投資先	投資元														
	香港	中国・マカオ	インド	インドネシア	日本	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	アジア計(c)	英国	米国	世界計(d)	(c)/(d)
香港		1,411		120	3,649	1,285	556	246	8,531	1,257	**17,055**	5,711	5,323	**39,757**	43%
マカオ	775			0						102	**878**	33		**1,014**	87%
中国	102,529	8,521		539	600	292	89	367	4,514	337	**117,789**	3,720	1,032	**137,539**	86%
インド	5,610	23		61	1,381	123	255		29,947	409	**37,809**	8,191	3,160	**63,247**	60%
インドネシア	450				4,133	146	901	1,022	13,923	53	**20,627**	2,230	14,649	**61,082**	34%
日本	31,339	236,847		142		385	64	36	48,256	132	**317,202**	111,580	79,090	**654,037**	48%
韓国	19,535	164	0	11	19,028		2,140	479	26,498	3,406	**71,260**	11,555	33,612	**173,054**	41%
マレーシア	10,584	306		12	3,817	374		68	17,883	93	**33,137**	5,787	16,974	**88,647**	37%
フィリピン	407		18	2	2,619	33	204		3,277	4	**6,564**	3,097	7,833	**41,007**	16%
シンガポール	8,776	179	0	334	8,782	340	5,101	80		259	**23,850**	5,611	13,414	**72,226**	33%
台湾	1,142	1		2	109	2			4,652	0	**5,909**	2,716	207	**12,315**	48%
タイ	1,644	29		4	1,361	217	378	88	5,148		**8,867**	841	3,410	**23,497**	38%
ベトナム	414			2	44	1			167		**628**	264	731	**3,295**	19%
アジア計（a）	**183,204**	**247,481**	**18**	**1,230**	**45,522**	**3,198**	**9,686**	**2,387**	**162,796**	**6,052**	**661,575**	**161,335**	**179,435**	**1,370,716**	48%
世界計（b）	**374,819**	**253,244**	**19**	**11,762**	**2,838,097**	**38,737**	**17,838**	**6,699**	**375,705**	**21,952**	**3,938,872**	**2,331,274**	**2,606,258**	**26,606,617**	15%
(a)/(b)	49%	98%	98%	10%	2%	8%	54%	36%	43%	28%	17%	7%	7%	5%	

（注）空欄はゼロもしくはデータ不明。0は50万ドル未満。アジア計とはこの表の投資先として示した13の国・地域の合計。　（資料）IMFデータより作成。

（５）各国市場の問題点・課題

図表 14 は Asian Bonds Online が年次流動性サーベイの一環として行っている市場参加者向けのアンケート結果である。回答者が各国の国債・社債市場について、①投資家の多様化、②市場アクセス、③為替規制、④ファンディング、⑤税制、⑥決済・カストディ、⑦ヘッジ機能、⑧透明性の 8 つの項目をどの程度重要と考えているかを調査したものである。

図表 14：市場参加者から見た各国市場の問題点

	平均	中国	香港	インドネシア	韓国	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	ベトナム
<国債>										
投資家の多様化	3.4	3.4	3.1	3.6	3.1	3.6	3.8	3.1	3.3	3.8
市場アクセス	2.7	3.0	2.4	2.7	2.7	2.9	3.3	2.8	2.6	2.3
為替規制	3.1	2.9	2.3	3.3	3.3	3.4	3.5	3.1	3.3	2.7
ファンディング	3.2	3.6	2.6	3.3	3.1	3.2	3.3	2.9	3.2	3.5
税制	2.5	2.2	1.5	3.0	2.8	2.9	3.3	2.0	2.8	2.3
決済・カストディ	2.8	3.0	1.9	2.7	3.0	3.3	3.5	2.8	2.7	2.6
ヘッジ機能	3.3	3.8	2.9	2.9	3.1	3.5	3.0	3.4	3.1	4.0
透明性	3.1	3.2	2.2	3.2	3.1	3.2	3.5	3.0	3.3	3.4
<社債>										
投資家の多様化	3.6	3.5	3.8	3.7	3.1	3.5	3.7	3.6	3.6	3.5
市場アクセス	2.6	3.0	1.8	2.9	2.4	2.8	3.0	2.8	2.6	2.5
為替規制	2.9	2.8	1.5	3.0	3.3	3.2	3.1	3.2	3.3	2.8
ファンディング	3.0	3.8	2.3	3.1	2.9	2.8	3.0	2.9	3.0	3.1
税制	2.5	2.3	1.5	2.9	2.3	2.5	3.0	2.0	3.1	3.0
決済・カストディ	2.9	2.7	1.8	2.9	3.1	3.1	3.3	2.8	2.9	3.4
ヘッジ機能	3.0	3.5	2.3	3.1	3.3	3.7	2.5	3.1	3.3	2.5
透明性	2.9	3.0	2.0	3.2	3.0	2.6	3.1	2.9	3.1	3.0

（注）それぞれの項目について、「1.重要でない、2.幾分重要である、3.重要である、4.とても重要である」の4段階の答えを求め、それぞれの回答を単純平均したもの。1～4の値となり、数字が高いほど回答者たちが重要視していることを意味する。　(資料）AsianBondsOnlin e より作成

投資家の多様化については、前掲図表 9 でもみたように中国では国債の 8 割弱を銀行が保有している。ファンディングについては、中国では前述のように SHIBOR ショックおよびその後も流動性の問題が強く意識されているため、高い結果が出ているようだ。インドネシアではレポ取引ができないことがファンディングのネックとなっていると考えられる。

社債市場については、国債と同様に、投資家の多様化が最も重要視されている。次にヘッジ機能、ファンディング、為替規制、透明性、決済・カストディ、市場アクセスと順番は国債とほぼ同じであるが、各数値は投資家の多様化と決済・カストディを除いて、国債市場より低いという結果になっている。社債は国債よりさらに保有構造が偏っているため、投資家の多様化の重要度は国債よりさらに強く感じられているようだ。ヘッジ機能が国債ほど重視されていないのは、市場参加者が「社債のリスクは発行体固有のものが多く、ヘッジになじまない、むしろリターンを上げるためにリスクを許容する」と考えていることを示しているとみられる。決済・カストディについて、重要度が高いのは、多くの国で社債の決済システムが国債と比べて整備がさらに不十分であることに起因するとみられる。

（６）地域の格付機関

現状、東アジア各国には複数の格付機関が存在する（図表 15）。欧米系の大手格付機関はこの地域で直接、間接（現地格付機関との資本提携・技術提携など）にビジネスを拡大している。東アジアの格付ビジネス共通の課題として、①そもそも格付対象となる社債市場の規模が小さい、②格付機関自身の国際的信用力・認知度が低い、③グローバルな格付機関との間に格付格差があり、東アジアの国同士でも相互比較ができないなどの問題がある。こうした問題に対し、アジアの格付機関各社は、アジア格付機関連合（ACRAA：Association of Credit Rating Agencies in Asia）[29]を形成し、地域の格付けビジネスの振興を図っている。具体的には、ACRAA 版共通行動規範の策定、デフォルト・データ研究による各国格付の比較、格付アナリスト教育の共同実施など、さまざまな試みが行われてきている。

図表 15：東アジアの格付機関

国	格付会社名	グローバル機関との関係	ACRAA 1 加盟
インドネシア	Pefindo Credit Rating Indonesia	資本関係なし。S&Pより技術支援	○
	PT ICRA Indonesia	親会社 ICRA India はMoody's の子会社	○
	PT. Fitch Rating Indonesia	Fitch子会社	
マレーシア	Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC)	資本関係なし	○
	RAM Rating Services Bhd	Fitch 4.9%, McGraw-Hill Asia Hldg(Singapore)4.9%	○
フィリピン	Philippine Rating Services Corporation (PhilRatings)	資本関係なし	○
	Credit Rating and Investors Services Philippines, Inc.		
シンガポール	Moody's Singapore PTE Ltd.	Moody's子会社	
	Standard and Poors International L.L.C.	S&P子会社	
	Fitch Ratings Singapore Private Ltd.	Fitch子会社	
タイ	TRIS Rating Co. Ltd.	資本関係なし	○
	Fitch Thailand	Fitch子会社	
中国（人民銀行によるライセンス）	Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.	資本関係なし	○
	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.	partnership with Moody's	○
	China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd.	Joint-venture with Fitch,IFC	○
	China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.	Fitch 49%	○
	Golden Credit Rating International Co., Ltd.		
	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd.		○
中国（証券規制委員会によるライセンス）	Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.	資本関係なし	○
	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd.	partnership with Moody's	○
	China Chengxin Credit Rating Co., Ltd.		
	China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.	Fitch 49%	
	Golden Credit Rating International Co., Ltd.		
	Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.		
香港	Moody's Asia-Pacific Ltd.	Moody's子会社	
	Standard and Poors International L.L.C.	S&P子会社	
	Fitch (Hong Kong) Ltd.	Fitch子会社	
日本	株式会社日本格付研究所	資本関係なし	○
	ムーディーズ・ジャパン株式会社	Moody's子会社	
	ムーディーズSFジャパン株式会社	Moody's子会社	
	スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社	S&P子会社	
	株式会社格付投資情報センター	資本関係なし	
	フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社	Fitch子会社	
	日本スタンダード＆プアーズ株式会社	S&P子会社	
韓国	Korea Investors Service, Inc. (KIS)	Moody's子会社	○
	Korea Ratings Corporation (Korea Ratings)	Fitch 子会社	○
	Nice Investors Service Co. Ltd. (NICE)	資本関係なし	○
	Seoul Credit Rating & Information, Inc. (SCRI)	資本関係なし	○

（注）1. ACRAA: アジア格付機関連合

(資料)AsianBondsOnline, 金融庁資料、各社ホームページ等より作成

[29] 南アジアなども含め、現在 13 の国・地域の 30 の格付会社が加盟している。

4. 展望･課題

東アジアの債券市場は規模の面では拡大を続けてきたが、社債発行体の多様化、投資家の育成、制度の標準化・透明性等々、課題は多く、まだ十分とは言えない。引き続き ABMI などによる国際的支援が必要であろう。

（1）投資対象としてのアジア債券市場：インフラ需要などに引き続き期待

グローバル金融危機およびその後の欧州ソブリン危機の影響もあって先進国経済が低迷を余儀なくされるなか、グローバル経済における新興国の位置づけは変化した。先進国の金融緩和の出口の議論を背景に、国によっては資金が流出し、為替相場下落に見舞われる新興国も散見されるが、アジア新興国は新たな成長センターとして、グローバル経済のけん引役となることが期待されている。こうしたなかで、投資対象としてのアジア債券市場が注目を集め、証券投資の流入が増加している。資本流入の急増に対して、一部の国では流入規制を強化する動きもみられたが、投資対象としてのアジア債券市場への注目は今後も続くとみられる。

ADB によれば、2010 年から 2020 年までのアジアのインフラ需要は約 8 兆ドル、一年あたり平均約 7,300 億ドルの投資需要が見込まれる（図表 16）。このうち東アジアは 4.7 兆ドル、約 6 割を占める。マレーシアなど債券市場が発達した国においては、インフラ企業による社債発行が既に行われてきたが、これまでアジア地域のインフラ部門への民間部門からのファイナンスは主として銀行融資であった。グローバル金融危機後の銀行への国際的な規制強化の動きを受けて、銀行によるインフラ部門への長期融資はハードルが高くなっている。またエネルギー、運輸などの分野は国境を越え、地域全体を対象とするようなプロジェクトも多く、ファイナンスには困難が多い。こうした点からもクロスボーダーの債券投資の活性化によって、この分野への投資資金の流れを促進することが望まれる。

図表 16：アジアのインフラ需要 2010-2020（単位：2008 年価格、10 億米ドル）

	新規需要	更新	合計
エネルギー	3,176	912	4,089
通信	325	730	1,056
運輸	1,762	704	2,466
水道・衛生	155	226	381
合計	5,419	2,573	7,992

(資料）ADB,"Infrastructure for a Seamless Asia" 2009より作成

（2）投資家層の多様化：投資主体としてのアジア中間層への期待

アジア・太平洋地域は多くの人口を抱えているうえ、成長が見込まれる地域であり、中期的に中間層が拡大していく地域として期待されている。このため、資金需要の観点から

だけでなく、中間層の拡大に伴う投資家層の成長という観点からも注目に値する。所得水準の上昇に伴い、個人資産額も増加していくことが見込まれる。先にみたように、現状の東アジアではまだ投資家層の厚みがないことが、市場関係者からみた一番の課題となっているが、今後、投資信託、年金・保険などのシステムの整備に伴い、投資家層が広がる余地は十分にあるとみられる。

図表 17：世界の地域別中間層の推計（単位：百万人）

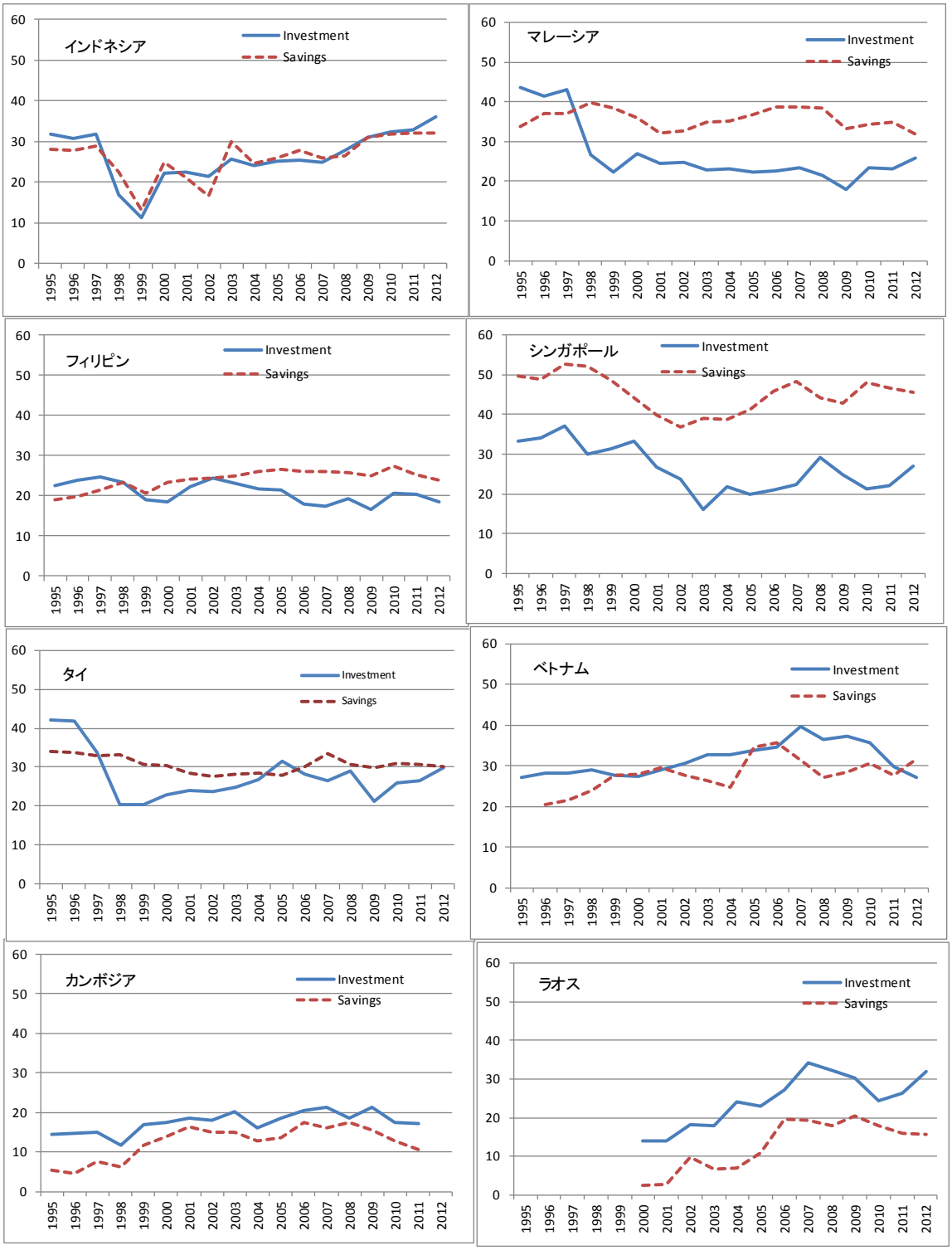
	2009		2020		2030	
	人数	シェア	人数	シェア	人数	シェア
北米	338	18%	333	10%	322	7%
欧州	664	36%	703	22%	680	14%
中南米	181	10%	251	8%	313	6%
アジア太平洋	525	28%	1,740	54%	3,228	66%
サブサハラ・アフリカ	32	2%	57	2%	107	2%
中東・北アフリカ	105	6%	165	5%	234	5%
世界	1,845	100%	3,249	100%	4,884	100%

（注）中間層の定義は1日当たり所得10～100ドル（購買力平価ベース）のもの。
（出所）OECD"The Emerging Middle Class in Developping Countries", Jan.2010

＜参考文献＞

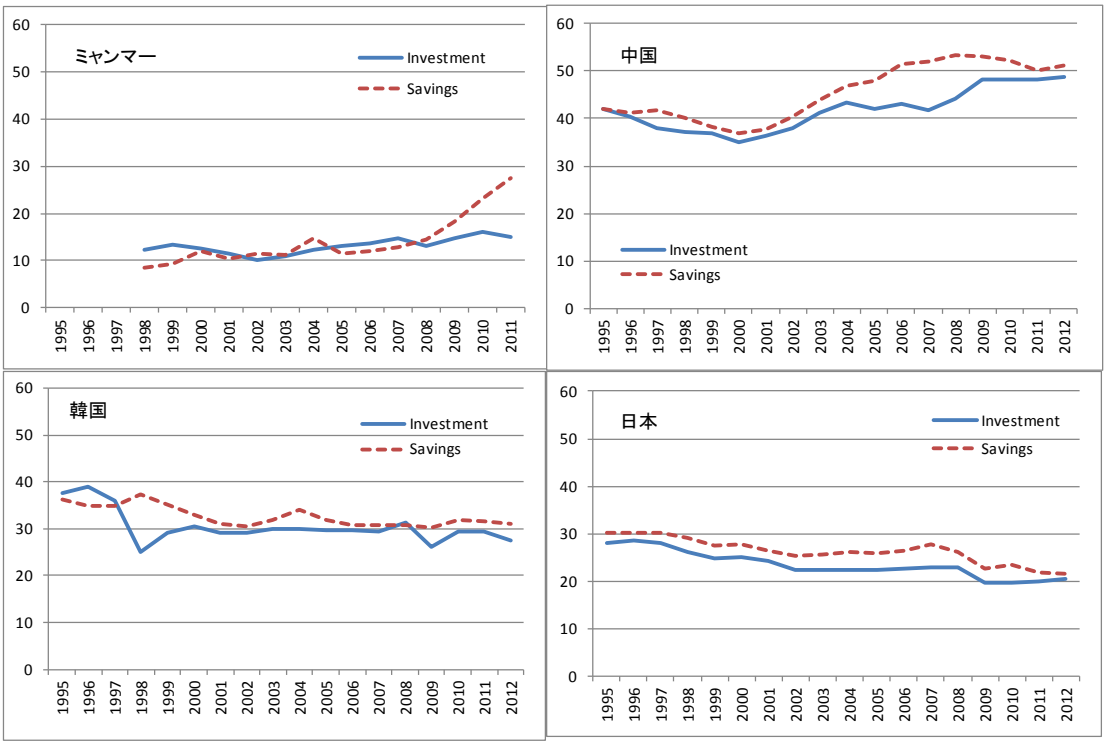
- ADB, Asia Bond Monitor 各号
- IIMA ニューズレター「アジア債券市場育成の取組み状況」May 2013
- IIMA ニューズレター「ASEAN 地域の債券市場」May 2012
- The ASIA-PACIFIC Financial Market Development Symposium, Conference Report, April 2013
- Iwan J. Azis and Sabyasachi Mitra, “Why do intra-regional debt investments remain low in Asia?”, ADB, Policy Brief, June 2012

（参考）東アジア各国の貯蓄と投資（GDP 比、%）



（資料）世界銀行データより作成

東アジア各国の貯蓄と投資（GDP 比、%）その 2



（資料）世界銀行データより作成

第２章　Asian Bond Markets Initiative: A Primer

津田尊弘（財務省　国際局調査課　課長補佐）[30]

はじめに

アジア債券市場育成イニシアチブ（Asian Bond Markets Initiative: ABMI）は、2003年にASEAN+3（ASEANと日本、中国、韓国の3カ国）財務大臣会合で立ち上げられた、現地通貨建て債券市場育成のための政策イニシアチブである。

ABMIの淵源は、1997年のアジア通貨危機までさかのぼる。アジア通貨危機においては、タイのバーツ危機に端を発し、瞬く間にアジアの新興国の通貨の価値が暴落するとともに、実体経済の低迷につながった（図１）が、これらの国の危機前夜の対外収支の状況は非常に脆弱であった。特に、これらの国が、自国の現地通貨建ての長期投資のためのファイナンスを、外国からのドル建ての短期の借入に頼っていた（図２）[31]ことはよく知られている。このいわゆる通貨と期間の二重のミスマッチ（double mismatch）は、国内の他の資金チャネル（いわゆる“spare tire”）が未整備であった（Greenspan, 1999）ことと相まって、いったん危機に陥った国を一気に資金不足へと導くことになった。

対外収支危機への対処としては、即座に国際決済通貨（hard currency）であるドルを適時に供給することが必須である。2000 年から広がり始めた通貨スワップ網――チェンマイ・イニシアチブ及びそのマルチ化――はそのような問題意識から生まれた枠組みであり、また、アジア新興国が個別に自国の外貨準備の積み上げを進めてきたのも、通貨危機時のバッファーとしてドルを積み上げた結果にほかならない。他方、より構造的な課題であるdouble mismatch を解決しなければ、根本的な脆弱性を残すことになる。このような文脈の中で、ABMIはdouble mismatchの解消を主眼としたイニシアチブとしてスタートした。

ABMIは、現在、年に2,3回程度、TF（タスクフォース）会合と呼ばれる場で、ASEAN+3の財務省・中央銀行等の政策担当者によって実務的な議論・検討が行われ、その合意事項や検討結果を ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議等へと報告するというサイクルで動いている[32]。毎年、2カ国（日本、中国、韓国から1カ国、ASEANから1カ国）が持ち回りで議長国を務めることとされ、アジア開発銀行（ADB）が事務局的機能を果たしている。

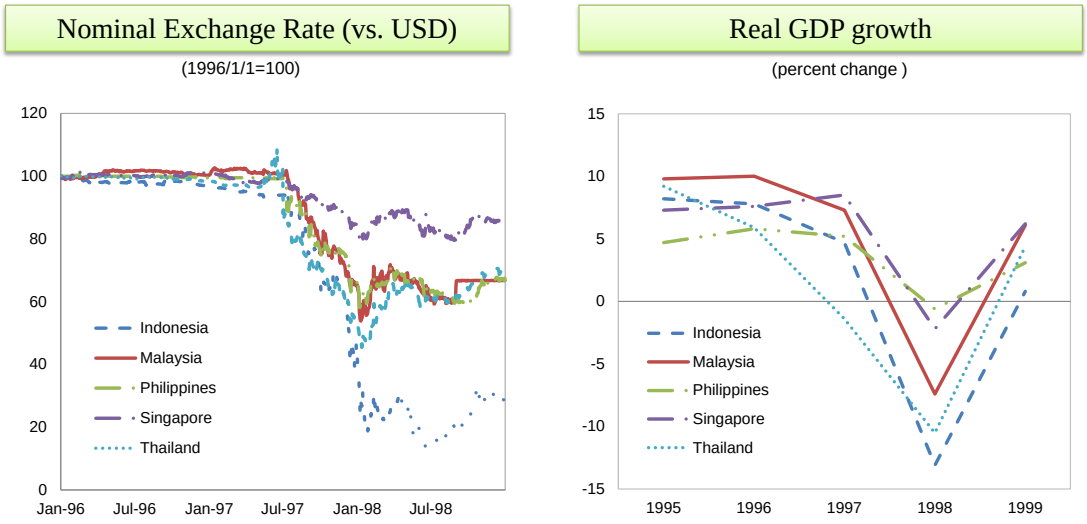
---

[30]本稿の執筆にあたり、竹藤一樹氏のリサーチアシスタンスに謝意を表したい。文中の意見に渡る部分は筆者の私見であり、筆者が所属する組織の見解を示すものではない。

[31] 図２の左図と中央図は対外債務（＝非居住者からの債務）を表しているので、正確には通貨建ては不明であるが、その多くはドル建てで行われていたとされている。

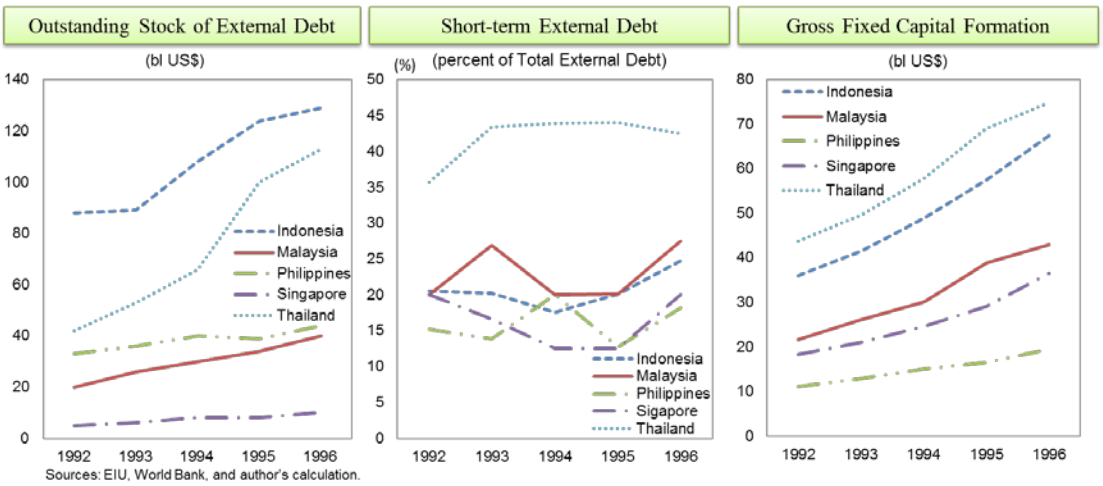
[32] 後述するように、この仕組みは2003年のイニシアチブ立上げ時から若干の変遷を経ている。

図１：インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ：
アジア通貨危機の影響



Sources: IMF WEO April 2014 and Bloomberg.

図２：インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ：
アジア通貨危機前の経済状況



Sources: EIU, World Bank, and author's calculation.

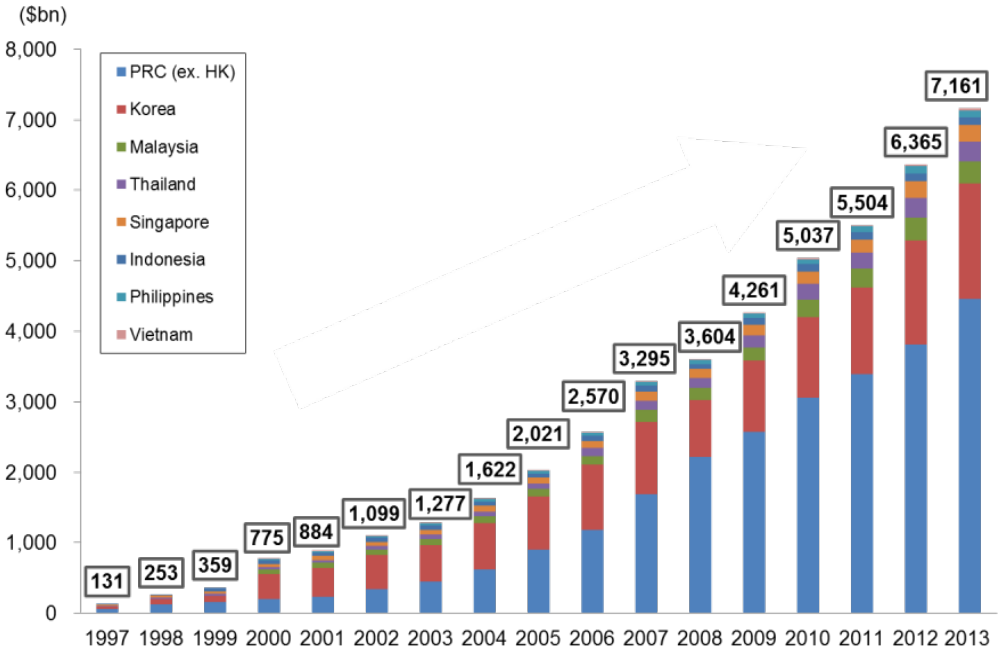
ABMI で行われてきた各種の取組みの紹介は第１節以降に譲るとして、アジア通貨危機以降、ASEAN+3 域内の現地通貨建て債券市場の規模は拡大を続け、日本を除く ASEAN+3 の現地通貨建て債券市場の規模は、ABMI スタート当初の 7 倍近くとなった（図３）。

この市場規模の拡大と ABMI との相関を実証することは困難であるが、ABMI で取り上げた各種の政策が、この市場規模の急速な拡大の一助となったとは考えられる。では、ABMI

が推進してきた政策とは具体的に何だったのであろうか。本稿では、ABMI で取り組まれてきた諸施策を概観するとともに、本稿執筆時点での ABMI の最新の政策メニューを紹介する。なお、従来の文献は、ABMI の諸活動を当局のプレスラインに沿って紹介してきたものが多いが――そしてそれ自体は、政策担当者の意図を忠実に紹介するという趣旨からすれば正しいのであるが――本稿では、政策パッケージの「趣旨」「性格」とその変容に重きを置いて紹介したい。

本稿の構成は以下の通りである。まず第１節で、ABMI の立上げ（2003 年 8 月）から、いわゆる「新ロードマップ」の策定（2008 年 5 月）までの取組み状況を俯瞰する。続いて第２節で、新ロードマップ策定後の検討体制を紹介する。第３節では 2014 年現在の ABMI の最新の政策メニューを紹介し、最後に今後の ABMI の方向性について敷衍したい。

図３　ASEAN+3（日本を除く）の現地通貨建て債券市場の規模



Source: Asian Development Bank "Asian Bonds Online".
1/Outstanding stock of government bonds and corporate bonds.

1. 立上げから新ロードマップ策定まで（2003 年 8 月～2008 年 5 月）

ABMI は、2003 年に 2 つの目的を与えられてスタートした。すなわち、①多様な発行体による市場アクセスの促進、②アジアの債券市場に資する市場インフラの強化である。これらの目的を達成するために、ABMI は 6 つの自主的な（voluntary）作業部会（Working Group：WG）を形成し（表１）、これらの WG が、ASEAN+3 財務大臣会議をはじめとす

る政策担当者に報告を行うこととされた。

表 1：ABMI 第 I 期の作業部会の構造

Working Groups	Chairs
WG1:Creating new securitized debt instruments	Thailand
WG2:Credit guarantee mechanisms	Korea
WG3: Foreign exchange transactions and settlement issues	Malaysia
WG4: Issuance of bonds denominated in local currency by Multilateral Development Banks (MDBs), foreign government agencies and Asian multinational corporations	China
WG5:Local and regional rating agencies	Singapore and Japan
WG6:Technical Assistance Coordination	Indonesia, Philippines and Malaysia

Source: Japanese Ministry of Finance.

上記の WG の活動内容を順番に詳述すると全体像は見えにくいが、活動は大きく、

・ 国際機関・民間企業による債券発行の経験の共有や好事例の蓄積（WG1・4）

・ 公的セクターによる市場インフラ整備に係るスタディーや取組（WG2・3・5・6）

の２つのカテゴリーに分けられる。

前者は、債務担保証券による債券発行（WG1）、国際機関・多国籍企業の現地通貨建て債券の発行（WG4）といった、「実務例」に基づく経験の蓄積である。対して後者は、信用保証メカニズムによる市場アクセスの補完（WG2）、クロスボーダー決済システムの整備（WG3）、域内格付機関の設立による情報の非対称性・不完全性の軽減（WG5）、後発途上国の市場発展の支援（WG6）といった「政策ツール」で構成されている。

別の言い方をすれば、ABMI は、当初から、「官民の協力イニシアチブ」との性格を帯びていた。WG1 と WG4 は、公的セクターが具体的な活動目標を示すのではなく、市場参加者が、「learning by doing」の精神で、個別の取引例をベスト・プラクティスとして積み重ねていくことに力点が置かれている。他方、公的セクターによる取組みについては、いきなり新たな仕組みの構築を始めるのではなく、専門家による研究から始まって、実現可能なオプションを漸進的に検討することとしており、現実的なアプローチが取られたことが見て取れる。

この期間の具体的な成果としては、例えば、WG1 の下で、2004 年 12 月に韓国の多数の

中小企業が発行する債券を束ねてこれを担保とする円建て債務担保証券が発行（韓国中小企業銀行及び国際協力銀行が保証を付与）されるとともに、WG4 の下で、ADB、IFC、JBIC 等がマレーシアやタイで現地通貨建て債券を発行したこと等が挙げられるが、これらの取引は、他の政府や企業による現地通貨建て債券の発行の呼び水になったと考えられる。また、信用保証メカニズムや決済システムについても専門家による研究成果が報告され、知見の蓄積が進んだ。これらの研究が、後述するように新ロードマップ以降の具体的な成果につながっていくのである。

その後、2005 年には、ABMI の「ロードマップ」が発表され、上記の検討体制（WG）は改編されたが、「自主的な官民の協力の取組み」との性格は継承され、WG の構造自体は次の３つのマイナーチェンジにとどまった。第一に、社債の発行例の蓄積に伴って、（他の発行体候補への）呼び水としての役割を果たしていた WG4 の活動が終了した。第二に、WG6 が「技術支援調整チーム」（TACT: Technical Assistance Coordination Team）に改名された。第三に、情報発信などの特別なイシューを取り上げる「特別支援チーム」が新たに設立された。

2.「新ロードマップ」策定以降の取組み（2008 年 5 月～）

2005 年の「ロードマップ」が従来の枠組みを継承したのに対して、2008 年 5 月に策定された「新ロードマップ」は、従来の WG 構造の大幅な改組となった。

改組の背景には、債券市場育成のための戦略が必要とされたことにあると思われる。新ロードマップ策定前の債券発行の実務例の蓄積や政策ツールの追求に一定の成果があったのは事実だが、これらの WG の組み合わせ（portfolio）は、決して体系だった債券市場発展のためのフレームワーク（IMF, World Bank, EBRD, and OECD, 2013）の類ではなかった。例えば、債券市場の発展には、まず政府債の発行を通じて、市場参加者にとって参照指標（ベンチマーク）となるイールドカーブを育成すること（World Bank and IMF, 2001）から始まり、続いて短期・中期的な国債・社債市場の発行へとつながり、さらに市場がかなり成熟した段階で、複雑な仕組債やデリバティブの整備へと移行するのが通例である。この点、ABMI は、開始時点から債務担保証券のような「仕組み商品」のプロモーションを優先し、より基本的な投資家層の育成やイールドカーブの醸成についての視点があまりなかったように見受けられる。この背景には、市場の発展理論を喧々諤々議論するのではなく、目に見える成果を共有し、各国に先行事例への追従を奨励することによって、成果を出していく方向性を優先したという事情があったのかもしれない。しかし、発足から 5 年が経過した当時、債券市場育成のためのより包括的・体系的なアプローチが求められ始めていたのも事実である。

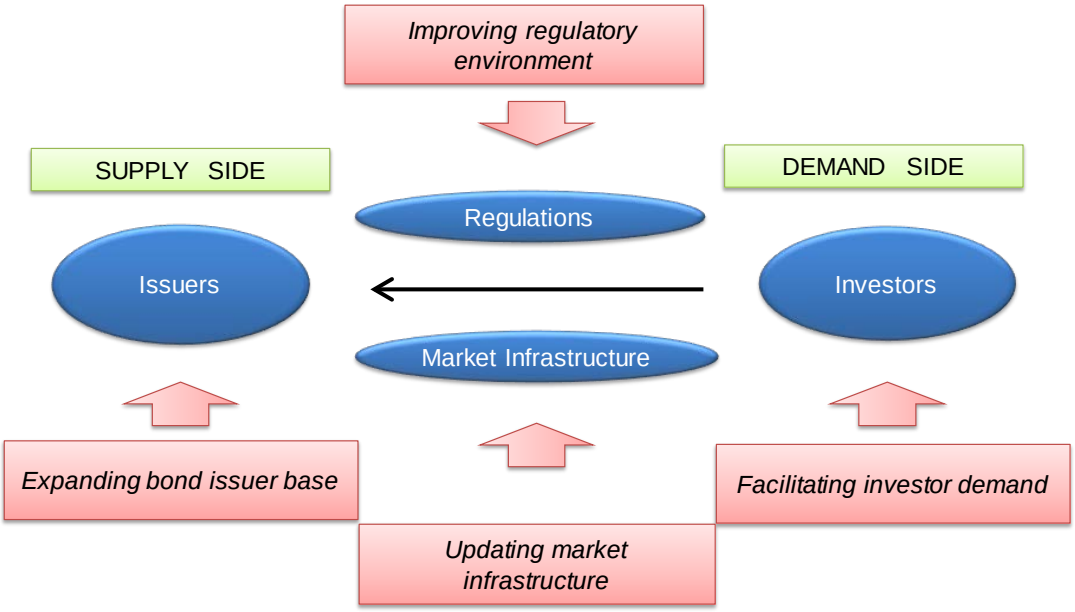
「新ロードマップ」の下では、4 つのタスクフォース（従来の WG に相当）が新たに結成され、個別のイシューを追求することとなった。タスクフォース（Task Force: TF）の個別の活動を文章として列挙するとこれまた全体像を見失うので、それらを一つの図に表わすと、図 4 のようになる。

ABMI 新ロードマップの背景にある考えは、「需要と供給の好循環」である。市場とは、需要と供給で成り立っており、いずれか片方だけ慫慂しても市場自体を発達させることはできない。需要が供給を生み、供給が需要を生むという好循環を作るためには、

- 需要と供給が一定のレベルに達するまでに双方の政策的サポートを続けること
- 需要と供給の結びつきを妨げる構造的要因を取り除くこと

の 2 点が必要となる。この考えに基づいて、ABMI 新ロードマップにおいては、①供給の促進、②需要の喚起、需要と供給を結びつけるための環境の整備――③規制の改善と④その他の市場インフラの整備――という 4 つのテーマごとに TF が設けられ、それぞれの政策課題に取り組むこととしたのである。以下では、それぞれの TF の活動について概観する。

図 4：ABMI ロードマップの枠組み（2008 年 5 月～）



Source: Author.

TF1 のマンデートは、供給の促進である。旧ロードマップで培った信用保証メカニズムの知見を参考に、どのように発行体候補の市場アクセスを促進するかを検討することとされた [33]。

[33] 本稿では詳しく紹介しないが、のちにインフラ債も TF1 の検討の対象となった。

TF2 のマンデートは、需要の喚起である。2008 年には、先発 ASEAN 各国[34]の堅実なマクロ経済運営もあり、グローバルな投資家の中で、アジアの現地通貨建て資産への投資意欲も一定程度育ってきた。そのような環境では、プロフェッショナルな機関投資家への質の高い情報の提供が需要の喚起に役立つ。後述する（ADB が中心となって取り組んでいる）Asian Bonds Online 等の取り組みは、まさにそのような政策的な取組みの一つである。

TF3 は、規制（及び市場慣行）の改善をマンデートとする。ABMI は上述したように官民の包括的な取組みとしてスタートしたが、TF3 においては、明示的に、官民の定期協議フォーラムである ASEAN+3 Bond Market Forum（ABMF）が 2010 年に立ち上げられた。どのような規制を改善するべきかについて、ABMI は民間の専門家の知恵を集めることに主眼を置いたのである。

TF4 は、市場インフラの整備が目的である。このタスクフォースでは、従来より課題となっていた「域内決済機関」（Regional Settlement Intermediary: RSI）[35]と「域内格付機関」がテーマとして取り上げられることになった。

なお、大幅に活動が組み替えられたように見える ABMI だが、従来の取組も取り込まれている。例えば、TF1 は旧 WG2 の活動を承継しているし、TF4 は、旧 WG3 と WG5 の活動を合併させたものである。従来との違いは、上述のとおり、需要と供給の好循環を作るための「意義付け」と「方向付け」である。

2012 年には新ロードマップを更に一歩進めた「新ロードマッププラス」が策定され、9 つの優先項目が示された[36]。9 つの項目は、新たな検討項目というよりは、従来の取組をストックテーキングしたうえで組み替えた性格のものである。

ABMI は、一貫して、公的セクター主導で市場構造を急に変えるような政策は導入せず、官民が協力する漸進的なアプローチをとってきた。また、急進的に「アジア単一債券市場」を形成しようという意図もなく、むしろ個別の経験の蓄積と知見の共有をその推進力としてきた。この点に鑑みれば、ABMI の特徴を「地域主義」「公的セクターの行き過ぎた関与」「規制調和への過度の依拠」と評した Blommestein and Rhee(2009)は、いささか批判が過ぎているようにも思われる。

---

[34] 先発 ASEAN とは、1967 年に ASEAN が設立された際の原加盟国。具体的には、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ。

[35] RSI の公定訳は「域内決済機関」であるが、「Intermediary」とは、いわゆる組織としての「機関」のみならず、何らかの中継・仲介する役割を果たす仕組みを一般的にさしている。本稿では公定訳に従うが、実際のニュアンスとしては、「域内決済を仲介する仕組み」といったところである。

[36] 新ロードマッププラスは、財務省ホームページに掲載されている「The Joint Statement of the 15th ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors' Meeting」参照。

3. 現在の ABMI の諸活動

本項では、2014 年現在の ABMI の主な諸活動を、4 つの TF それぞれにつき紹介する。上記のように ABMI の活動の重心は漸進的に移ってきているので、ここで記した具体的な活動のアップデートも、すぐに陳腐化する可能性がある。あくまで、政策メニューの「スナップショット」としての位置づけとしてご理解いただきたい。

（1）TF1:信用保証・投資ファシリティー（CGIF）

信用保証・投資ファシリティーは 2010 年 11 月に設立された ADB の信託基金で、ASEAN+3 の信用度の低い企業が発行する債券に信用保証を付与し、市場アクセスを促進する機関である。

CGIF のアイデアは 2010 年に突然生まれたわけではない。ABMI 開始の 2003 年より信用保証に関する研究が開始され（旧 WG2）、翌 2004 年 3 月に初めて地域保証機構の設立が提案された。その後、技術的な検討[37]を経て設立に至ったが、設立時の資本金は 7 億ドルであり、ASEAN+3 各国が 5.7 億、ADB が 1.3 億ドル拠出している。

2013 年 4 月に第一号保証案件（保証規模：28.5 億バーツ）が成立した。対象企業となった Noble Group は香港に拠点を置く資源・農産品を扱う商社で、格付会社から投資適格の格付（BBB-）を付与されていたが、タイで非居住者が現地通貨建て債券を発行する場合は A-以上の格付を取得する必要があることから、バーツ建て債券の発行は困難であった。その意味で、CGIF の保証による信用補完は、Noble Group のタイの現地通貨建て債券市場へのアクセスを可能にしたといえるだろう。その後、CGIF は着実に保証の実績を上げている（表２）。

また、保証の候補・検討案件が積みあがる中、CGIF は、保証規模を拡大するため、2013 年 11 月にレバレッジ（資本金は維持しつつ、保証枠のみを拡大すること）による保証規模の拡大を決定した。具体的には、7 億ドルの資本金に対して、2.5 倍のレバレッジを導入し、保証可能規模を 17.5 億ドルまで拡大したのである（図５）。今後も保証の実績の更なる積み上げが期待される。

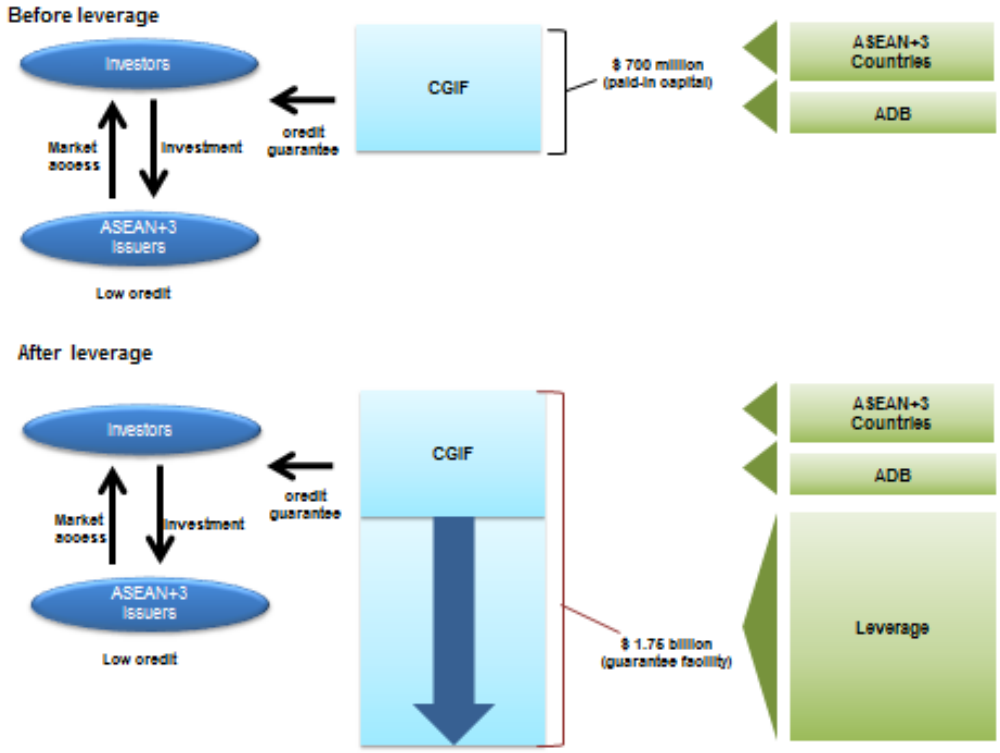
[37] 保証機構の機能の範囲、組織形態、組織の規模等について ADB が継続的に調査を実施した。

表２：CGIF の保証実績

Issue Date	Bond Issuance Venue	Issue Size	% Guaranteed by CGIF	Issue Rating Agency	Tenor
1st : Noble Group Limited					
April 26, 2013	Thailand	THB 2.85 billion	100%	AAA(tha) - Fitch Ratings Thailand	3 years
2nd : BCA Finance					
December 4, 2013	Indonesia	IDR 300 billion	100%	Unrated	3 years
3rd : BCA Finance					
March 18, 2014	Indonesia	IDR120 billion	100%	Unrated	3 years
4th : Kolao Holdings					
August 21, 2014	Singapore	SGD 60 million	100%	AA (S&P)	3 years
5th : Protelindo Finance					
November 27, 2014	Singapore	SGD 180 million	100%	AA (S&P)	10 years
6th : Masan Consumer Holdings Company Limited					
December 05, 2014	Vietnam	VND 2.1 trillion	100%	Unrated	10 years
7th : Astra Sedaya Finance					
December 18, 2014	Singapore	SGD 100 million	100%	Unrated	3 years

Source: CGIF.

図 5：CGIF のレバレッジ（2013 年 11 月）



Sources: CGIF and author.

（２）TF2: Asian Bonds Online / Asia Bond Monitor

投資家の需要の喚起、そのための情報の提供・共有の主力となっているのが、Asian Bonds Online (ABO)というウェブサイト[38]である。ABO の歴史は古く、2004 年には「情報発信」のための取組みとしてスタートした。ADB が管理している。

ABO には、ASEAN+3 域内各国の債券市場の詳細な情報が集積しており、イールドカーブなどの価格情報、保有者層、取引量などの各種指標のほか、市場のニュース、ADB 等による調査報告などが随時リアルタイムでアップデートされている。他の地域の新興国と比べても、これほど詳細な情報を集めているデータベースはほかになく、市場動向を測る上で実務家に重宝されている。

また、ABO の開始に合わせて、Asia Bond Monitor と呼ばれる四半期ごとの市場動向報告書の刊行が始まり、ABO に随時アップロードされている。加えて、ADB は ABM の発行ごとに域内各地でその内容を市場参加者や報道関係者に紹介する ABM Launch と呼ばれるアウトリーチ活動を行っている。

[38] http://www.asianbondsonline.adb.org/.

（３）TF3: AMBIF

TF3 では、官民の専門家で構成されるフォーラムである ABMF が年に 3-4 回程度定期的に会合を行っている。ABMF は議題に応じ更にサブ・フォーラム１とサブ・フォーラム２に分けられ、サブ・フォーラム１が、規制・市場慣行の調和を目指す ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework（AMBIF）と呼ばれる取組みを推進している。サブ・フォーラム２の活動は紙面の都合で割愛し[39]、本稿では主に AMBIF を紹介したい。

AMBIF は、一言でいえば、ASEAN+3 域内で統合された市場を形成することを目指す取組みである。もちろん本稿で繰り返し述べている通り ABMI では急激な規制や市場慣行の調和を目指すものではないので、AMBIF も、単一市場への急な移行ではなく、むしろ各国の市場慣行の漸進的な調整を行っていくスタンスが採用されている。

具体的な規制と市場慣行の調和の手法として、AMBIF では、各国のプロ投資家向け市場（プロ市場）の債券発行に係る書類・手続を共通化することを目指している。プロ市場は、プロ投資家が債券販売の対象なので、通常の投資家を保護するための詳細な情報開示は不要である[40]。規制の調和化を進める観点からいえば、調和化が進めやすいうえ、発行体にとって負担が軽いため、発行体候補のターゲットを広げることができる。仮にプロ投資家以外のすべての投資家を対象とすれば、国別の細かな規制や開示義務が存在し、調和は難しいだろう。

AMBIF では、プロ市場の書類・手続の共通化を通じて、各国のプロ市場をいわば「切り出し」、観念的に一つの市場を作り上げ、その後漸進的に調和化していくことを目指している（図６）。もちろん書類・手続のすべてをいきなり共通化するのは不可能であるので、

① 各国の債券の発行書類・手続を比較し、
② 書類・手続の共通部分を「共通項目」として切り出し、
③ 相違部分を引き続き残して、「共通項目」と「相違部分」が併存する共通申請書類（Single Submission Form）を作成する
④ 上記の共通申請書類を利用したパイロット発行を蓄積し、共通申請書類を改訂するとともに、「相違部分」の共通化・調和化を図っていく
⑤ 長期的には、AMBIF の手続に参加することに対するメリット（発行体に対しては更

[39] ABMF のサブ・フォーラム２では、債券決済に使われる当事者間のメッセージ（指図）の項目とフローの調和化が目指されている。債券決済を行う銀行、資金決済を行う銀行、債券売却者、購入者等との間でやり取りされるメッセージの項目とフローは国によって若干異なる。例えば、メッセージのフォーマットの「日付」欄を契約の約定日としている国もあれば、実際に決済を行う日としている国もある。これらを調和化させることで、クロスボーダーの取引を自動的に、スムーズに行うことが目指されている。なお、実際には、メッセージの項目とフローの調和には、中央銀行や振替決済機関、金融機関のシステムの変更を伴うので、サブ・フォーラム２が目指しているのは、あくまでそのための参照モデル・ロードマップの提示であることに留意。

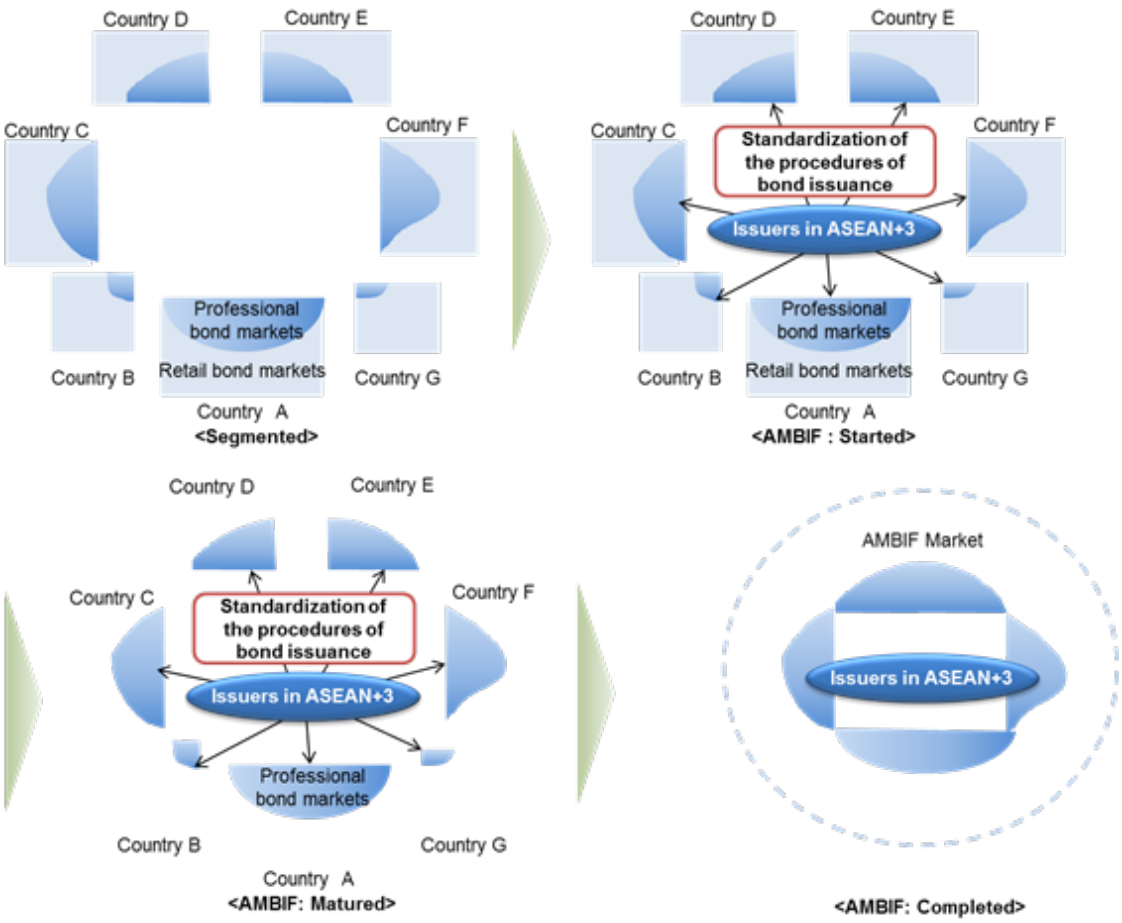
[40] 米国のプロ投資家向け債券市場である「144A」が参考になろう。

に簡便な開示手続等、投資家に対しては手続きや制度上のインセンティブ）を充実させることも検討する

という段階的な手順を踏むことになる。

AMBIF 構想は、従来は専門家会合である ABMF のプロジェクトであったが、2014 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議（於アスタナ）で、議長国・日本のもと正式にその活動が奨励されることになった。現段階では、共通申請書類の作成が目指されている。

図 6：AMBIF の進展プロセス



Source: Author.

（4）TF4:Regional Settlement Intermediary

TF4 では主に域内格付機関と域内決済機関を取り上げていることは既に述べたが、域内格付機関については目立った動きがないので、本稿では域内決済機関について述べたい。なお、決済システムの議論は専門的な用語を含むので、Box の「債券取引に係る決済」を

復習（refresher）がてらご覧いただきたい。

Box: 債券取引に係る決済

決済とは、金銭等のやり取りによって商取引を終了することであるが、債券取引における決済とは、債券の受渡し（証券決済）と金銭の受渡し（資金決済）で構成される。債券を保有するAから投資家Bが債券を購入するとした場合に、Bの銀行口座からAの銀行口座に購入額の支払いが行われることを「資金決済」と呼び、反対にAからBに証券の引き渡しが行われることを「証券決済」と呼ぶ。なお、証券決済については、現代では、多くの国で、債券というペーパーの物理的な引き渡しではなく、証券の管理を委託する銀行（カストディアン）における証券口座（「○○という証券を△△ドル保有している」という電磁的記録）のやり取りで行われるのが通例である。

いずれの国も、資金決済と証券決済のそれぞれをとりまとめる機関（国内決済機関）が存在する。日本であれば、資金決済のとりまとめは日本銀行、証券決済のとりまとめは証券保管振替機構（国債は日本銀行）が担っている。

債券取引に係る決済は、国内取引とクロスボーダー取引で大きく異なる。国内取引であれば、「証券の引き渡し（delivery）＝証券決済」と「金銭の支払い（payment）＝資金決済」は同時に行われるが、これはdelivery versus payment（DvP）と呼ばれている。DvPの実現を通じて、証券は渡したのに支払を受けられない、あるいは、支払をしたのに証券を受け取ることができない、といった事態を避けることができる。また、国内金融機関同士であれば、資金決済・証券決済に係る指図の方式も統一されており、取引もスムーズに行われるのが通例である。

他方、クロスボーダー取引の場合は、そのような中央集権的な資金決済・証券決済機関は存在せず、DvPが担保されていないうえ、統一した資金決済・証券決済の指図フォーマットも存在しない。このため、どのような決済仲介システムを構築することで、クロスボーダー債券取引に係る決済をスムーズに行うことができるかが ABMI で議論されるようになった。

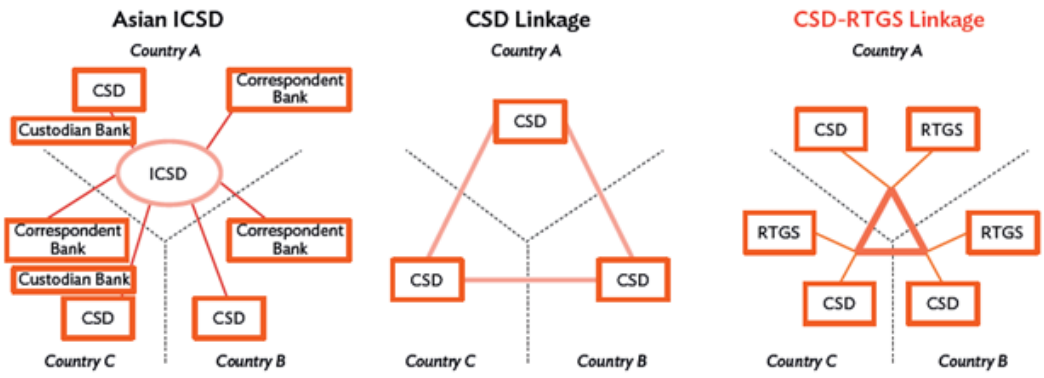
ABMI においては、設立当初から債券決済に係る研究が重ねられてきた。具体的には、各国別々に証券・資金決済システムが構築されてきたことから、クロスボーダー取引を促進するために、域内で統一した決済システムを整備することは実現可能か、するとしたらどのような形態が適切か、について議論が行われてきた。

2010年に専門家グループ（GoE: Group of Experts）が報告書を提出し、クロスボーダー債券取引に係る証券・資金決済のリスクとコストの削減のための方策が提言された。クロ

スボーダー債券取引の世界では、アジアでも、欧米同様、投資家が証券決済をグローバル・カストディアンと呼ばれる商業銀行に委ねているのが通例である。ところが、各国ごとに規制が大きく異なるアジアでは、欧米と比べてグローバル・カストディアンの手数料が割高となりやすい。この問題に対処するために、報告書では、2 つの地域決済機関の代替モデルが示された。1 つは、欧州のユーロクリアやクリアストリームのような、国際的な証券決済機関（ICSD）のアジア版を設立することである。2 つ目は、CSD Linkage（各国の証券決済機関の接続）である。前者では、ICSD という商業銀行を新たに設立する必要がある一方、国毎の CSD の接続には、システムの調和が必要になる。どちらも一定のコストと時間がかかることが確認された形になった。

どちらのモデルにするか検討が続く中、2013 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議（於デリー）では、決済について議論する専門家会合（Cross-border Settlement Infrastructure Forum: CSIF）の設置が決定された。CSIF では、上記の 2 つの代替モデルのほか、「CSD-RTGS Linkage」というモデルもあわせて検討された（3 つを比較した図として、図 7 参照）。これは、「CSD」を中心とする証券決済システムと「RTGS」の資金決済システム[41]とをすべて接続させることである。

図 7：Asian ICSD、CSD Linkage、CSD-RTGS Linkage の比較



Source: ADB.

CSD-RTGS Linkage が最も画期的なのは、従来の「証券決済」の円滑化の議論に加え、「資金決済」の観点を導入し、資金決済と証券決済を同時に行う Delivery versus Payment (DvP)を実現するという観点を入れたことである。

これを従来の代替モデルと比較してみよう。ICSD モデルでは、資金決済と証券決済の

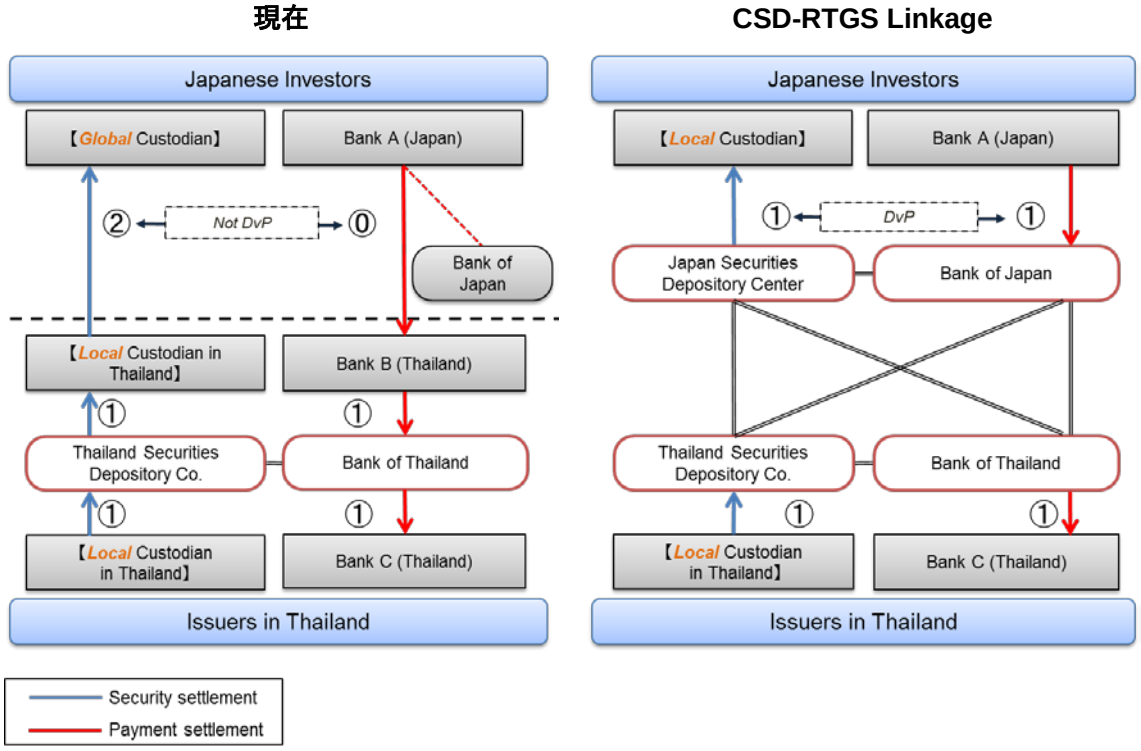
[41] ASEAN+3（債券市場が未発達であるブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマーを除く）においては、ベトナム、インドネシアを除いて、資金決済システムは即時グロス決済システム（RTGS）である（インドネシアは国債は RTGS）。

DvP は ICSD 内の帳簿を通じて行われる。そのため、仮に金融危機が起きた際に、一商業銀行たる ICSD の流動性が枯渇した場合には、ICSD が従来その内部で処理していた証券・資金決済を処理することができなくなり、結果として、ICSD と接続しているすべての金融機関の決済リスクが顕在化することになる。また、CSD Linkage の場合は、DvP は、あくまで発行者側の国内市場において実現するだけで、クロスボーダー取引における DvP 決済は担保されない。CSD-RTGS Linkage はこのような限界を超えるものとして考案された。

CSD-RTGS による DvP の仕組みについては、図 8 をご覧いただきたい（日本の投資家がタイの社債を購入するとした場合）。左の図において、日本の投資家は、外国の債券を購入するとした場合、証券決済をグローバル・カストディアンに委ねている。結果として、資金決済が開始（⓪）され、タイ国内で DvP が達成（①）されても、証券決済（②）のタイミングと最初の資金支払のタイミングとは同一に行われない。投資家は決済リスクを抱えることになる。

これに対して、仮に CSD-RTGS Linkage が実現すれば、右図の通り、クロスボーダー取引における証券決済と資金決済が一度に行われ、DvP が実現する。

図 8：CSD-RTGS Linkage の概念図



Source: Author.

やや債券取引からは話がそれるが、すべての CSD システムと RTGS システムが接続されていなくても、部分的な接続であっても利点はある。例えば、日本の証券決済システム（国債＝日銀、社債＝保管振替機構）とタイの資金決済システム（タイ中銀）のみが接続されていると仮定しよう。この場合でも、日本の証券（社債、国債）の引き渡し（delivery）とタイ・バーツの支払いを同時に行う（DvP）ことが可能となる[42]。

具体例で話そう。ある国の金融機関が、他の国で発行された債券を担保としてレポ取引を行うことを「クロス・カレンシーレポ」と呼ぶ。例えば、日本の金融機関の現地法人が、日本の国債を担保にしてバーツ建てで行うレポ取引などがその一例である。上記の日本の証券決済システムとタイの資金決済システムの接続は、このようなクロス・カレンシーレポを DvP で行うことを可能とする。現地通貨へのアクセスが比較的難しい ASEAN において、このような決済インフラの整備は現地通貨取引への需要を促進し、結果として債券取引を含む域内の現地通貨建てビジネスの拡大につながる。

このような CSIF での専門的な議論を経て、2014 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議（於アスタナ）では、どのような域内決済機関が望ましいかについて、ICSD でも CSD Linkage でもなく、CSD-RTGS Linkage を追求することに合意が得られた。具体的にどこの国からどのように接続が始まるのかは、今後議論されるであろうが、おそらくクロス・カレンシーレポのための決済整備からはじまり、徐々に債券の購入そのものまで広がっていくと思われる。

4. 結び

本稿では、ABMI の活動について、その経緯を概観するとともに、現在行われている諸活動を簡単に紹介した。繰り返すように、ABMI の取組みや重点は、その時々の政策課題に応じ、ダイナミックに変わってきている。債券市場の発展の度合いや、各プロジェクトの進捗度合いに応じ、今後も更に進化していくだろう。

今後の政策の方向性を予断することは難しいが、結びに代えて、今後のあるべき方向性について 3 点ほど私見を敷衍したい。

1 点目は、「ソフト・アプローチ」と「体系的アプローチ」のバランスである。本稿で何度か触れたとおり、従来、ABMI は域内の単一市場を志向せず、経験と知識の共有に力点を置いてきた。一方、現在は、域内プロ市場の創設のための取組み（AMBIF）、域内決済インフラの整備（CSD-RTGS Linkage）といった、域内の統合市場の創設に一歩足を踏み出してきているように思われる。各国の自主性をどの程度尊重するのか、官民の役割分担を

[42] このような DvP を、証券決済と資金決済の国が異なることから、「クロス・カレンシーDvP」と呼ぶ。

どうするのか、調和化のスピードをどの程度で保っていくのか、政策担当者による議論の深化が期待される。

2 点目は、マクロ経済政策との関連の強化である。従来、ABMI では、債券市場のインフラ整備や発行の手続といった「市場の実務家的な観点」が重視されてきたが、そもそも市場の発展のためには、マクロ経済政策が健全に運営されている必要がある。例えば、債券市場のベンチマーク・イールドカーブは、短期から中期、中期から長期と少しずつ伸ばしていくのが定石であるが、イールドカーブの始点（短期マネー市場）は金融政策の領域である。また、社債市場の形成の前提として健全な国債市場の発展が必要であり、これは債務管理政策、財政政策の領域と重なる部分も多い。また、先進国の金融政策の影響等、グローバルな金融市場の影響も無視できないだろう。今後は、他のマクロ経済政策の領域と関連づけながら、市場の発展のグランドデザインを描いていく必要がある。

最後に、他の国際機関等との連携を強めることである。従来、ADB は ABMI の事務局として大きな役割を果たしてきたが、現地通貨建て債券市場の発展が G20 のアジェンダとなって以来、IMF、世銀、OECD 等の他の国際機関も積極的に現地通貨建て債券市場の発展への支援を強化している。ABMI においても、他の地域や国際金融機関の教訓や経験を学びつつ、ABMI の従来の活動を批判的に検証することは有益だと思われる。

＜参考文献＞

- Blommestein, H.J., and S. Ghon Rhee, 2009, “A Primer on Bond Markets in Asia”, OECD Study, December
- Greenspan, A., 1999, “Do efficient financial markets mitigate financial crises?” Speech at the 1999 Financial Markets Conference of the Federal Reserve Bank of Atlanta, October
- IMF, World Bank, EBRD, and OECD, 2013, “Local Currency Bond Markets—A Diagnostic Framework”, July
- World Bank and International Monetary Fund, 2001, Developing Government Bond Markets: A Handbook.

略語一覧

ABM	Asia Bond Monitor（アジア・ボンド・モニター）
ABMF	ASEAN+3 Bond Market Forum（ASEAN+3 債券市場フォーラム）
ABMI	Asian Bond Markets Initiative（アジア債券市場育成イニシアチブ）
ABO	Asian Bonds Online（アジア・ボンド・オンライン）
ADB	Asian Development Bank（アジア開発銀行）
AMBIF	ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework（ASEAN+3 債券共通発行フレームワーク）
CGIF	Credit Guarantee and Investment Facility（信用保証・投資ファシリティー）
CSD	Central Securities Depository（証券保管振替機関）
CSIF	Cross-border Settlement Infrastructure Forum（クロスボーダー決済インフラフォーラム）
DvP	Delivery Versus Payment（証券の引渡し(Delivery)と資金の決済(Payment)を同時に行うこと）
ICSD	International Central Securities Depository（国際証券決済機関）
IFC	International Finance Corporation（国際金融公社）
JBIC	Japan Bank for International Cooperation（国際協力銀行）
RSI	Regional Settlement Intermediary（域内決済機関）
RTGS	Real-Time Gross Settlement（即時グロス決済）
TACT	Technical Assistance Coordination Team（技術支援調整チーム）

第３章　CLMV 諸国の金融システム安定

山田　隆人（日本銀行　国際局国際連携課　企画役）
大島　祐也（日本銀行　国際局国際連携課　企画役補佐）

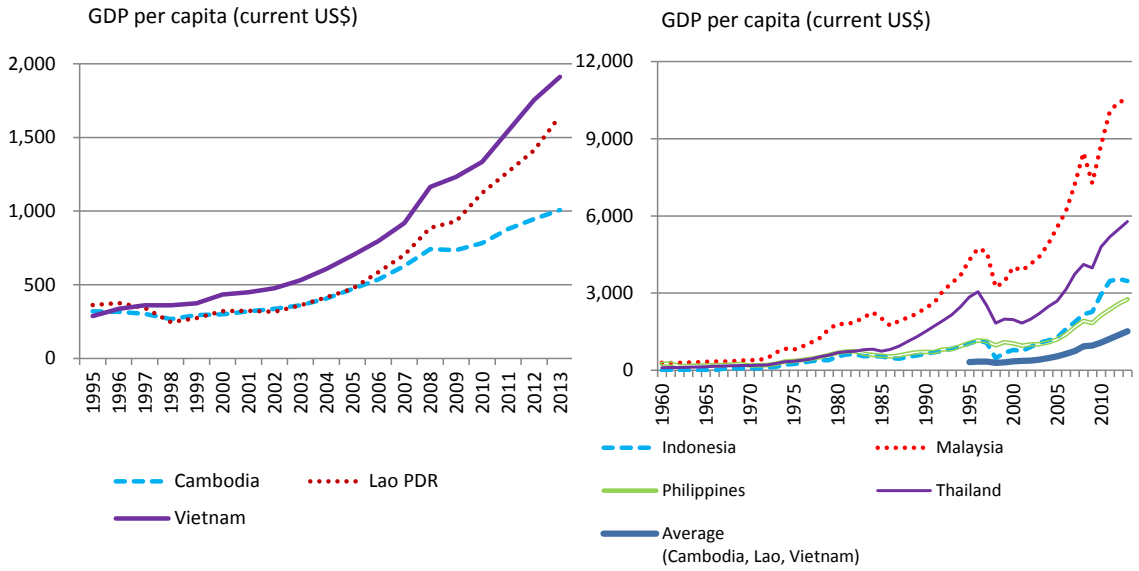
アジア諸国の金融・経済の発展状況や特徴は国により大きく異なり、先行発展した国もあれば、CLMV 諸国のように今まさに急成長している国もある。そのため、アジアの金融システム安定に関し、一概に論じることは困難である。本稿では、CLMV 諸国の金融・経済の現状を踏まえ、Old ASEAN 諸国（マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン）における経験も参考にしつつ、CLMV 諸国の政策運営にあたり考慮に入れるべき点や対応策を検討すべき点について論じたい。

まず、第 1 節では、CLMV 諸国の GDP・預金・貸出の動向について、Old ASEAN 諸国との比較を含めて事実整理を行い、健全な金融システムの発展のために鍵となる事項について検討する。次いで第 2 節では、1990 年代のアジア通貨危機の経験を踏まえ、CLMV 諸国の通貨危機に対する頑健性をチェックする。CLMV 諸国における金融・外為政策の中長期的な課題、特にドル化の pros and cons や外為制度の在り方についても簡単に考察する。第 3 節は日本銀行が今般行った研修全体を通しての質疑応答である。なお、アジア通貨危機の反省から、企業の資金調達手段を銀行借入以外にも複線化すべく、アジアボンドファンド（ABF）という債券市場育成の取組みが行われてきた。研修で配布した ABF に関する資料を、参考として文末に付した。

1. CLMV 諸国の金融システムの現状

CLMV 諸国は、2000 年代以降、急速な経済成長を遂げている（図表 1 左）。しかし、一人当たり GDP でみると、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンといった Old ASEAN 諸国とはまだ乖離しており、近隣諸国へのキャッチアップの過程にあると言える（図表 1 右）。先行して成長した Old ASEAN 諸国においては、1990 年代後半のアジア通貨危機に際して、経済の大きな落ち込みを経験しており、その後、通貨危機前の水準に回帰するまで、およそ 10 年程度を要している。通貨危機や金融システム危機が、経済成長にとっての大きな脅威になること、それゆえ、危機を未然に防ぐことが重要な政策課題となる。

図表１　経済成長

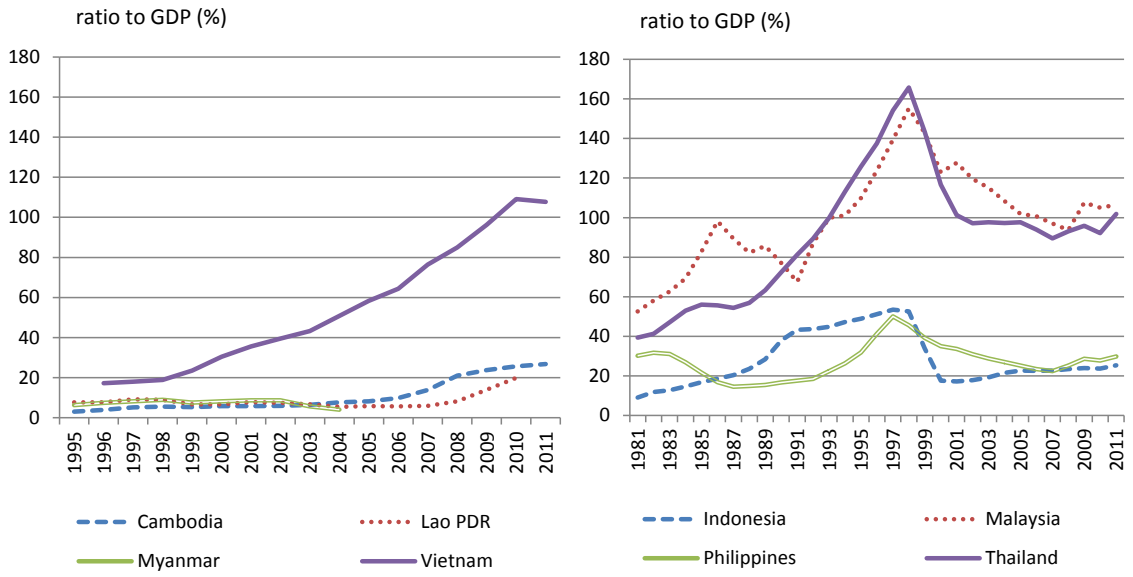


データ: World Bank, Development Indicators
注）ミャンマーについてはデータ無し。

与信の成長速度を実体経済の成長速度と比べてみると、CLMV 諸国の間で違いがみられる。ベトナムについては、与信対 GDP 比率が最近では 100%を超えている一方で、カンボジアやラオスでは 20～30%程度となっている（図表２左)。Old ASEAN 諸国も、与信対 GDP 比率が高水準のマレーシア・タイと比較的低水準のインドネシア・フィリピンに二極化している（図表２右)。何故、このような構造的な違いが生じているのか、解釈は難しい。GDP 一単位の生産に必要な与信量が増加するのは、効率性の低下とも考えられるし、金融システムの深化と解釈することも可能である。金融システム安定の観点から重要なポイントは、与信対 GDP 比率の水準にかかわらず、Old ASEAN 諸国のいずれもが、通貨危機前に与信の急激な拡大と危機後に大幅な縮小を経験していることである。グラフを見る限り、CLMV 諸国は、こうした信用バブルの発生と崩壊をまだ経験していない。しかし、多くの先進国や経済のテイクオフに成功した国において、信用バブルの発生と崩壊が幾度も繰り返されてきたという事実は、「わが国は先人の経験に学び、うまく対応できるはず」という考えが必ずしも正しいとは言えないことを示唆している。

現在、日本ではバブルのリスクをチェックするため、①金融機関の貸出態度判断 Diffusion Index、②総与信量の対 GDP 比率、③機関投資家の株式投資の対証券投資比率、④企業の投資支出の対営業利益比率などを参考指標として点検している。その結果は、半期に一度公表されている日本銀行の金融システムレポートの中で示されている。CLMV 諸国においても、各国の統計の整備状況を踏まえ、参考となる指標を検討し、継続的にモニタリングすることが望ましいと思われる。

図表 2　GDP 対比でみた与信規模

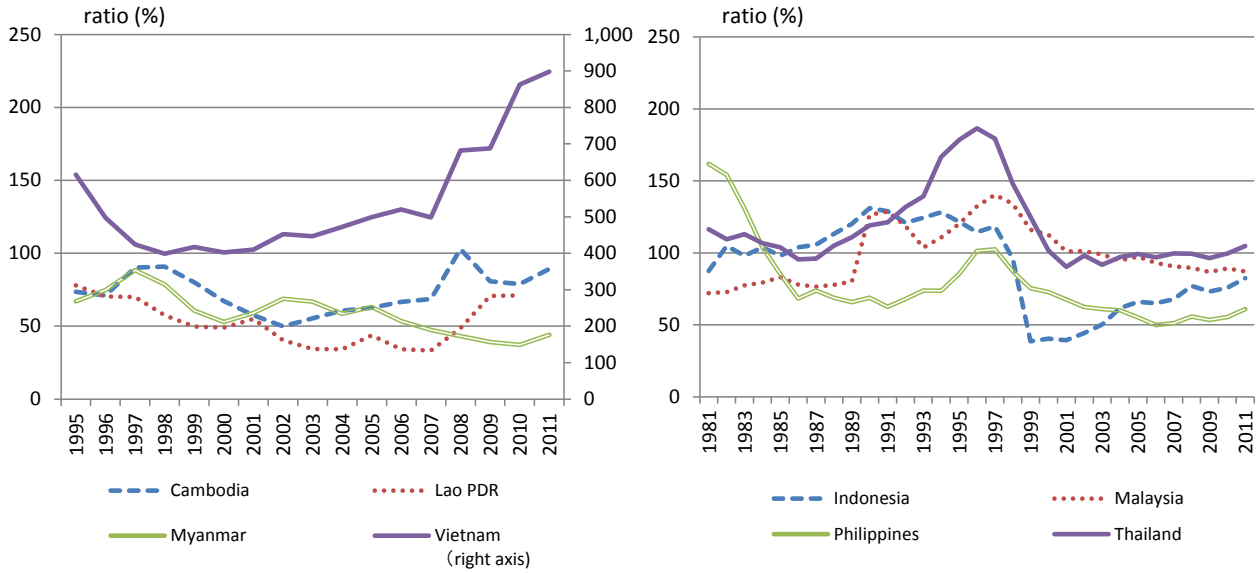


データ: World Bank, Financial Development and Structure Dataset

貸出と預金の比率からは、一部の国で預金以外の負債に基づいて与信拡張がなされていること、特に、信用バブル期にそうした傾向が強まることがみてとれる（図表３）。こうした銀行の資金調達構造に潜む脆弱性は、負債の海外調達依存の拡大や非自国通貨によるファイナンスの拡大、デュレーションの短期化（貸出デュレーションとのミスマッチに伴う流動性リスク、金利リスクの拡大）などを通じて、ショックが生じたときに突然、牙をむき出しにする。預金と貸出のバランスは、各国の金融制度に起因するところが大きいため、適切なグローバルスタンダードというものは存在しない。自国の金融制度の実情に応じて、どのようなショックに対して、どの程度、頑健であるべきかを、様々なシナリオ分析やリスク管理手法を活用して各国で検討していかねばならない。前述の金融システムレポートは、そうした分析手段の様々な事例を示しており、参考になるかもしれない。

たとえば、銀行のディスクロージャを進め、経営や財務の透明性を高めることで、疑心暗鬼的な預金取り付けや海外からの債権回収等に対する抵抗力をつけるほか、預金保険の整備、中央銀行による LLR（最後の貸手機能の提供）に関するルール整備、不良債権処理の整理手法、債権回収にかかる法制度の整備などが重要な課題となる。

図表 3　貸出と預金の比率



データ: World Bank, Financial Development and Structure Dataset

2. 通貨危機に対する頑健性

学術研究によれば、アジア通貨危機の原因として、次のような点が指摘されている。

① 現地企業による外資系銀行からの資金調達への過度な依拠

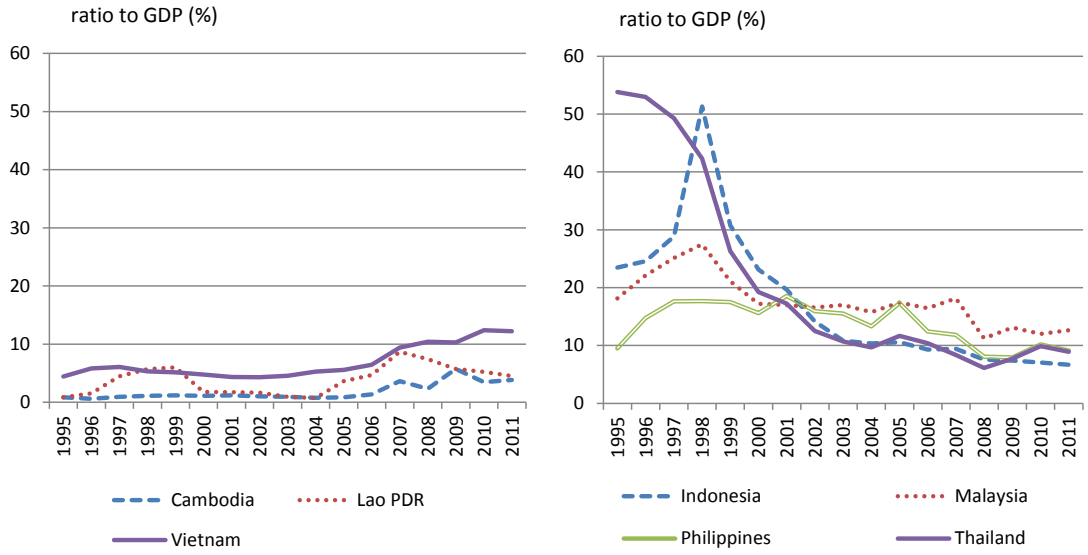
② 銀行の運用と調達の間での通貨ミスマッチ

③ ドルペッグ制度の潜在的なリスク

④ 不十分な外貨準備

こうした視点から現在の CLMV 諸国の通貨危機に対する脆弱性を簡単に評価してみたい。まず、①現地企業の外資系銀行からの資金調達比率は、緩やかな上昇傾向にあるものの、アジア危機前の Old ASEAN 諸国と比べると、大幅に低い水準にある（図表４）。また、②内戦に対する国連軍の介入等、歴史的経緯により経済のドル化が進展しているため、国によっては貸出や預金の相当量がドルベースで行われており、通貨ミスマッチへの懸念は小さくなっている。逆説的だが、自国通貨の弱さが、通貨危機への頑健性を高めている側面がある。もっとも、米国の金融政策（その背景にある景気インフレ動向）に、自国の金利動向が左右されるというデメリットやリスクも同時に抱えて込んでいる。

図表 4　海外銀行からの借入

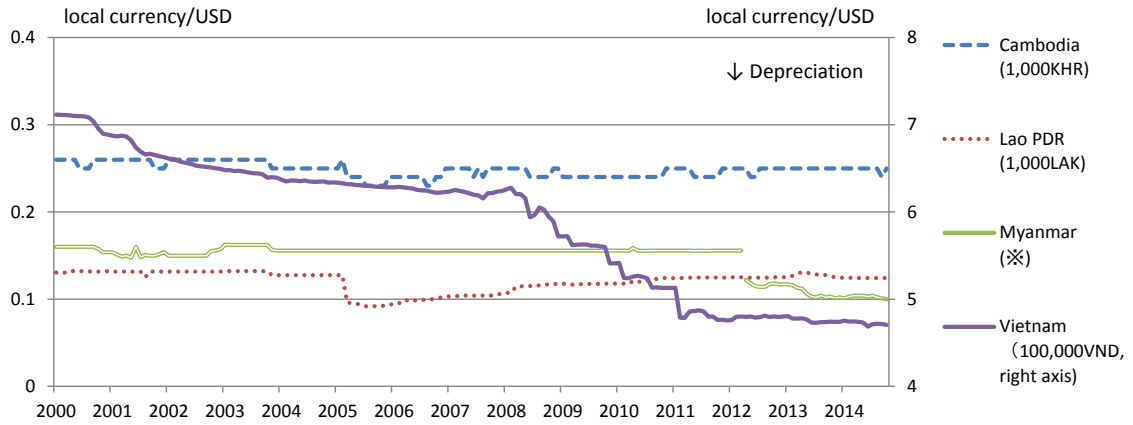


データ: World Bank , Financial Development and Structure Dataset

注）ミャンマーについてはデータ無し。

このほか、③事実上のドルペッグあるいは管理フロート制度が採用されているため（図表５）、外貨準備が枯渇してしまうという潜在的なリスクは常に存在する。また、④輸出品の偏りから外生ショック（外需減少や市況価格低下）により急速に貿易収支が悪化するリスクを抱えている。加えて、⑤CLMV 諸国等、現在まさに経済発展の途上にある国々においては、構造的に経常赤字とこれをファイナンスするための資本フロー流入が続く傾向があり、外貨準備の確保は容易ではない。これらはすべて、金融システムの脆弱性に繋がる。2013 年の米国テーパリング（量的緩和縮小）騒動時に資本流出入に振り回された Old ASEAN 諸国に比べ、通貨アタックやサーチイールドの動きに晒される可能性は小さいが、現在の CLMV 諸国の外貨準備高は、グロスの輸入額対比でみて 3 カ月分以下の水準となっており、実需要因によって外貨準備が不足するリスクは常に念頭に置いておく必要があるだろう。実体経済の弱さが金融システムの脆弱性を高めているため、直接投資を呼び込めるような産業政策推進などを通じて輸出力の強化や経済の多角化を促し、経常赤字を改善していくこと、また、金融経済政策の信認を高めることで世界に潤沢に溢れかえっている資本を長期性資金として獲得していくことが重要だと考えられる（３.の質疑応答も参照）。

図表 5　為替レートの推移



データ: Bloomberg

(※) ミャンマーについては、2012 年 3 月以前は、公定レート（1MMK あたり USD)。管理フロート制度に移行した同年 4 月以降は、実勢レート(100MMK あたり USD)。

［補足解説 1］

ここで、経常収支構造を考える視点を提供する 1 つの学説を紹介する。それは、国際経済学者の Kindleberger や Crowther によって提唱された国際収支の発展段階説である。これは、経済の発展度合いに応じて国内の投資・貯蓄バランス（IS バランス）が変化していくことに着目して、国際収支の歴史的な発展形態を説明する仮説である。

これによると、経済発展の初期段階には、国内貯蓄が不十分な中、国内インフラ投資など産業基盤の整備に向けた投資需要があるため、投資が貯蓄を上回り、これをファイナンスするために資本流入（資本黒字）が続く。経常収支面では、輸出力がなく、海外資産も保有していないため、貿易収支、貿易サービス収支、所得収支ともに赤字となる。その次の段階では、輸出産業が成長し、貿易サービス収支は黒字化するものの、資本流入を通じて蓄積された債務に対する利払いから、所得収支は大幅な赤字となり、経常収支全体でみると、赤字が続く。その後、貿易黒字の一段の拡大が続けば、ようやく経常黒字となり、また、貯蓄投資バランスの改善もあって、債務の純減少が始まるようになり、やがては債権国に転じていく。

この仮説をアジア諸国に当てはめた場合、きれいにフィットすることが確認されている。CLMV 諸国では、経常赤字・資本黒字の構造がしばらく続くと思われる。この段階にある国においては、上で指摘したような脆弱性をいかにコントロールしていくかが重要な課題となるといえる。

［補足解説２］

経済のドル化のメリットとして、為替リスク回避や貿易決済の容易化がある。一方で、米国金融政策への強制的なシンクロ（金利を対象とした金融政策の放棄）や、中央銀行が最後の貸し手機能を担えないこと（もしくは中銀が保有する外貨準備の範囲内に制約されること)、マネーサプライや信用量のコントロールが困難なこと、輸出力やインフレに対する為替レートの調整能力が活用できないことなどを含め、中銀の政策行動が大きな制約を受けるというデメリットも存在する。

ドル化からの脱却は、メリットも大きいが、その場合には CLMV 諸国が「国際金融のトリレンマ」(①固定為替相場制、②資本の自由な移動、③独立した金融政策、の３つは同時に達成できないという命題）に直面することになる。例えば、為替レートを安定的な水準で維持するためには、資本移動の制限、外為市場への介入あるいは外為相場への影響を与えることを目的とした金融政策が必要となってくる。金融・経済が先進諸国のようには発達していない国で、企業が変動為替レートに対応していくのは容易ではなく、固定為替相場を資本移動制約で達成すると、国内貯蓄の蓄積や金融仲介機能が発展途上にある国では、資本不足の制約により経済成長が阻害される。また、金融政策の放棄で対応する場合、ドル化のデメリットと一部共通した悩みを抱えることになる。このように、ドル化した経済から現地通貨主体の経済への転換は大きな決断となる。具体的にどのような手順で経済を転換していくか・いけるのかという難しい問題もある。

3. 参加者からの質問への回答

（１）外準の「適正」水準とは？

外準の適正残高については、その国のグロス輸入額の 6 カ月もあればひと安心とか、3 カ月を切るようでは心許ない…といった議論はよく耳にするが、資本取引と実需取引の割合などは国によって大きく異なり、one fits all の正解はないものと思われる。資本取引の問題を取りあえず棚上げしたとしても、例えば、農作物、地下資源その他コモディティ輸出への依存度が高い国では、将来の国際収支ショックに対して、これらの数字が語る以上に脆弱とも言える。また、外貨を稼ぐことのできる輸出型産業の集積度が高い国でも、一部のドミナントな大企業のみが経済を支え、競争力のある中小企業が広い裾野を伴って育っていない場合には、積み上げた外準もあっけなく底を突く事態も、想定される。

外準確保のため、資本移動の自由化に向けて舵を切り、上手く海外民間部門から資本を誘致していく方法を採った場合、金融市場がストレスに晒されても海外資本が安定して国内市場に滞留するだけの、市場の信認を獲得する施策が必要となるだろう。誤解しないで頂きたいのは、みなさんに資本規制の撤廃を勧めているのではないということである。資本規制を含めた金融規制緩和の順序やペースは実に難しく、これまた one fits all の正解は

ない。我々日本自身も、現在の完全自由化された状況にたどり着く過程において、いくつかの局面で失敗し、また非常に辛い経験をしてきた。みなさんがそこから得られる教訓もあると思うので、是非、日本や他国の歴史を参考として頂ければと思う。

（２）国内・アジア域内の債券市場を整備することの意義は？

海外資本に過大に依存せずに、「地場の貯蓄」を「地場の投資」に繋ぐためには、地場の債券市場の整備・拡充が不可欠である。さらに、これを一国に留まらず、ASEAN+3 域内のポートフォリオ全体の中で連携して拡大していこうというのが、我々がアジア通貨危機を通して得た教訓であり、アジアボンドファンドなどのイニシアチィブが採られた背景になっている。自国の DMO（Debt Management Office）の役割を預かる立場におられる方は、まずは、如何に国債の利払費用を節約し、発行計画を消化していくかに、目が向かうかもしれない。

しかし、これに止まらず、（１）財政が晒される将来の金利上昇リスクの抑制という観点に加えて、（２）自国の債券市場、ひいては金融セクター全体の基本インフラとしてのイールドカーブの形成という観点も重要である。そのためには、徐々にでもよいので、ぜひ発行年限を延ばし、リスクフリー・レートのカーブの延伸に貢献して頂ければと思う。後者（２）の観点において想定している効用は、20 年や 30 年といった超長期のインフラ金融向けのものではなく、一般に 5～10 年と言われる企業の設備投資資金向けの調達金利に対するベンチマークの提供などである。もちろん、預貸金の金利規制の自由化、さらには預金保険制度などの整備と一体で、金融システム全体を目配せしながら、整合的に行っていく必要がある。中長期債現物市場の発展、金利の自由化、変動金利市場、レポ・金利スワップ市場の発展までくれば、銀行の金融仲介機能に必要な基本ツールは揃ったのも同然である。日本は 1980 年代後半から 90 年代初にかけて、こうした市場インフラが整った。それほど昔のことではない。

（３）債券先物市場の整備、現物市場との優先順位

債券の先物市場育成は、市場流動性を底上げし、現物市場のイールドカーブをより滑らかにしていくには有効ではある。ただし、そもそも中長期の現物市場が発展していないなかで、先物市場の整備を拙速に行うことの意義には疑問を感じる。確かに、債券先物のようなほぼノンデリバラブルでリキッドなデリバティブ商品で市場流動性を補完するのは手っ取り早いが、そもそもリスクコントロールする対象となる現物市場が存在しないところで、先物市場を作ることの意義は一体なんであろうか。まさか、投機の場を作るという目的を挙げられる方はおられないと思う。証券の不動化・ペーパレス化を含む証券決済の基本インフラ整備を通じて、現物市場を発展させること、発行市場のみならず厚みがある流通市場を育成すること、金利スワップ市場など周縁に拡がる関連市場の育成を含めて、バ

ランスがとれた金融市場全体のキャパシティ・ビルディングの一環として、推進すべきものと考える。

(参考)アジア・ボンド・ファンド(ABF)の解説　<出典：日本銀行 Website>

アジア・ボンド・ファンドとは何ですか？

1997 年（平成 9 年）に発生したアジア通貨危機以降、危機の教訓から、アジア債券市場の育成に向けた機運が高まりました。これを受けて、EMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）を通じた中央銀行間協力の一環として、2003 年（平成 15 年）6 月にアジア・ボンド・ファンド（ABF、Asian Bond Fund）の創設が発表され、アジアの国債および政府系機関債に投資する債券ファンドが組成されました。

アジア債券市場育成の狙い

アジア通貨危機の原因としては、いくつかの点が指摘されていますが、その一つとして、アジア諸国の企業が設備投資のような長期間にわたる支出を行う際、資金調達の面で、海外の金融機関が貸し出す外貨建ての短期資金に傾斜していたこと（「（期間と通貨の）ダブル・ミスマッチ」と呼ばれます）が挙げられます。もし、これらの企業が、直接金融を通じて、自国通貨建ての長期資金を調達できていれば、混乱の度合いは、より軽微なものにとどまっていた可能性があります。つまり、自国通貨での債券市場が発達すれば、企業にとって資金調達手段の選択肢が広がり、「ダブル・ミスマッチ」の解消に繋がる環境整備が進むことになります。

このほか、債券市場が重要な理由として、（1）幅広い金融資産の価格形成における基礎（ベンチマーク）としての役割を果たす（特に国債市場）こと、（2）民間の市場参加者に対し、資金運用や金利リスクのヘッジ手段を提供すること、（3）中央銀行に対し、金融調節を円滑に実行する場や、先行きの経済・金融情勢に関する市場参加者の期待が映し出される場を提供すること、などが挙げられます。

アジア・ボンド・ファンドに関する取り組み

アジア・ボンド・ファンドには、「ABF1」と「ABF2」の 2 つの枠組みが用意されています。いずれも予め定めたインデックスに沿って運用する債券投資信託で、その投資対象は、オーストラリア、日本、ニュージーランドを除く EMEAP 加盟 8 カ国・地域の政府および政府系機関が発行する債券です。

両者の異なる点として、ABF1 の対象となる債券が米ドル建てであるのに対し、ABF2 は現地通貨建てとなっています。また、ABF1 では、参加者は EMEAP メンバーの中央銀行のみに限定されていましたが、ABF2 では、各国・地域の債券市場の整備状況を

踏まえて、民間投資家にも開放することが企図されていました。その狙いどおり、2011年（平成23年）5月には、ABF2のすべてのファンドが民間投資家に開放されました。

	ABF1	ABF2
運用開始時期	2003年7月	2005年春
運用対象	アジアの政府及び政府系機関が発行する米ドル建て債券	アジアの政府及び政府系機関が発行する現地通貨建て債券
投資家	EMEAP中銀のみ	フェーズ 1: EMEAP 中銀のみ フェーズ 2: 民間投資家にも開放
ベンチマークとするインデックス	非公開	公開 i-Boxx ABFインデックス（Markit社提供）
ファンド・マネージャー	国際決済銀行（ＢＩＳ）	民間ファンド・マネージャー（ファンド毎に1社）

（注）ABF2は、8つの各国ファンド（Single-market Funds）と汎アジア債券インデックス・ファンド（Pan-Asian Bond Index Fund＜PAIF＞）から構成されています。8つの各国ファンドは、EMEAP8カ国・地域において、それぞれ現地通貨建てのソブリン債及び準ソブリン債に投資を行います。また、PAIFは、EMEAP8カ国・地域の現地通貨建てソブリン債及び準ソブリン債に投資する単独の債券ファンドです。

第４章　アジアの格付け機能の拡充

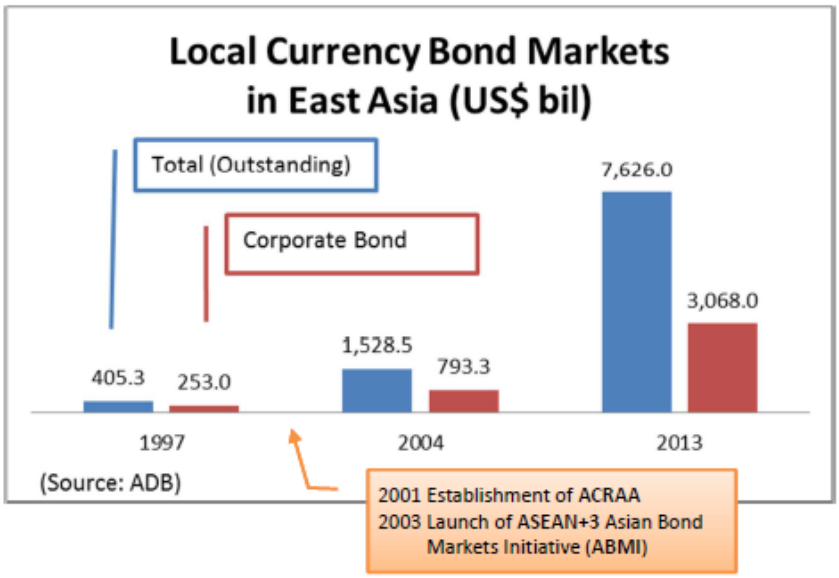
仲川　聡（株式会社日本格付研究所）

本稿では、東アジア地域における格付制度の強化に向けた地域協力の取組みを俯瞰した上で、「格付」とは何か、なぜ債券市場整備において「格付」が重要なのかについて説明した後、ACRAA の行ってきた活動について紹介する。

1. 東アジアにおける格付制度の強化に向けた地域協力

アジア開発銀行（ADB）の調査によると、東アジアにおける現地通貨建債券市場は、発行残高で見て、1997 年末の 4,053 億ドルから 2013 年末の 76,260 億ドルへと、16 年間で 19 倍となる大きな成長を遂げた。GDP 比で見ても、1997 年末の 17%から 2013 年末には 58%へと大きく拡大した。社債も 1997 年末から 2013 年末にかけて、発行残高の実額で見て 12 倍、GDP 比で 9%から 23%へと拡大した。

こうした増加の要因には様々なことが挙げられるが、その中の一つとして、地域の格付制度の強化、そしてそれに向けた地域協力の存在が指摘できよう。こうした地域協力は、2000 年代前半以降、民間レベルでの動きと、当局間での取組みとが、車の両輪となって行われてきた。格付制度の強化という点に着目すれば、民間レベルでの地域協力が ACRAA を通じた取組みであり、当局間での地域協力が、ASEAN+3（日中韓）財務大臣・中央銀行プロセスにて積極的に推進されてきたアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）と言えよう。この民・官の動きは、互いに協力・連携を取り合いながら、推進されてきた。本稿では、特に ACRAA を通じた民間レベルでの地域協力に焦点を当てることにしたい。



2. 格付とは？

まず、金融仲介におけるリスクとリターンがどう決まるかについて考えてみたい。市場に、資金余剰のある貸し手 A・B・C と、資金不足である借り手 X・Y・Z がいるとする。貸し手と借り手との間には、情報の非対称性が存在する。すなわち、借り手はいずれも、自分達が行おうとしている事業や自分達の財産に関する正確かつ厳密な情報を有するのに対し、貸し手が有する借り手の情報は限られている。他方で、貸し手は、資金を貸すにあたり、借り手のリスクに見合った貸出条件を設定したいと考える。すなわち、リスクが大きければ大きいほど高いリターンを要求したいと思っている。

貸し手と借り手がそれぞれ複数、あるいは多数存在する場合、どのようにしてリスクを計量化し、どのようにしてリターンが設定されるのだろうか。貸し手は、それぞれの借り手のリスクをどのように差別化し、リターンをどのように設定するのだろうか。そしてそれらは、複数の貸し手間、複数の借り手間、そして時間軸を超えて、客観的かつ中立的に決められるのだろうか。

それらが成立するかどうかは、市場メカニズムが機能するかにかかっている。経済学の概念に「一物一価の法則、law of one price」があり、「自由な市場経済では、同一市場の同一時点における同一商品は同一価格となる」という経験則がある。では、金融仲介における価格、すなわちリスクに対応するリターン＝金利が一つに収斂するためには、何が必要なのだろうか。信用リスクを図る便利な物差しは存在するのだろうか。

そこで「格付制度」が登場することになる。以下の表は JCR が付与・公表している日本の自動車・電機・鉄道会社の格付である。例えば、自動車で言えば、トヨタ自動車が AA となるのに対し、日産自動車が A+となる。JCR は累積デフォルト率（CDR）という格付水準ごとのデフォルト実績を公表しているが、それによると、5 年以内にトヨタ自動車と日産自動車がデフォルトする可能性はそれぞれ 0.0%、0.6%と推察することも可能となる。また、格付は業種を超えて同じ符号で付与される。JCR の分析によると、日産と同じリスクと見込まれる電機会社はコニカミノルタ、鉄道会社は京浜急行電鉄となる。

[JCR]	Car	Electronics	Railway companies	5Y CDR
AAA			JR East, JR Central, Tokyo Metro	0.0%
AA+			JR West	0.0%
AA	Toyota		Keio	
AA-		Hitachi	Odakyu, Tokyu	
A+	Nissan	Konica Minolta	Hankyu, Keikyu	0.6%
A	Isuzu	Sony, Yokogawa		
A-			Keisei, Meitetsu	
BBB+	Mazda	Fuji electric	Kintetsu, Nankai, Seibu	3.3%
BBB		Meidensha		
BBB-		Pioneer, Sharp		
BB				15.1%
B				58.8%
CCC				60.0%

市場では、こうした格付に基づき、リターン、すなわち金利が決まっていく。通常、基準となる国債金利の水準はその時の市場動向により変わっていくが、それぞれの会社のリスクの大きさ、すなわち格付水準に応じて、上乗せされる信用リスク・プレミアムが決まり、格付毎に「一物一価」が実現していくということになる。

それでは、こうして金融市場における「情報の非対称性」に対処し、「一物一価」を実現させるために必要不可欠な機能を果たしている「格付」について、その特徴や課題について、簡単に説明したい。まず初めに、「格付」は、「金融債務・債権が当初約定通りに履行する能力にかかる意見」と定義される。この「債務履行能力」という概念は、即ち「信用力」「信用リスク」であり、為替リスクや金利リスク、流動性リスクといった他のリスクを示すものではない。したがって、格付記号は、発行体の信用力を示すものであり、発行された債券にかかる為替変動や市場金利変動など発行体の信用力以外の各種のリスクも含めて評価したものではない。重複になるが、「格付」は、「金融債務・債権が当初約定通りに履行する能力にかかる意見」である。

Definition of credit ratings at JCR

AAA	**The highest level** of certainty of an obligor to honor its financial obligations
AA	**A very high level** of certainty to honor the financial obligations
A	**A high level** of certainty to honor the financial obligations
BBB	**An adequate level** of certainty to honor the financial obligations. However, this certainty is more likely to diminish in the future than with the higher rating categories.
BB	Although the level of certainty to honor the financial obligations is not currently considered problematic, this **certainty may not persist** in the future.
B	**A low level** of certainty to honor the financial obligations, giving cause for concern
CCC	There are **factors of uncertainty** that the financial obligations will be honored, and there is a possibility of default.
CC	**A high** default risk
C	**A very high** default risk
LD	JCR judges that while an obligor does not honor part of the agreed to financial obligations, but it honors all its other agreed to financial obligations.
D	JCR judges that all the financial obligations are, in effect, in default.

また、格付は、簡単な符号で順番を表すものであり、それは国や産業、金融商品の違いを超えて、共通の符号で表される。表に示される通り、最上位の AAA から、AA、A、BBB、BB、B、CCC 以下と徐々に債務履行の不確実性が高まっていき、デフォルトを起こした発行体は LD や D と区分される。

格付の特徴として、「将来の債務履行能力にかかる意見」ということも重要な点である。これは即ち、格付は、過去の統計や業績から自動的に計算されるものではなく、むしろ、予め定められた「メソドロジー」と呼ばれる分析手法に基づき、将来の債務履行能力について分析した結果である。したがって、人間の「判断」を含んでおり、故に格付会社ごとに異なる見解が示されてもおかしくないというものである。また、格付は、状況に応じて変わり得るものである。勿論、格付を付与する際に、想定し得る変化は可能な限り織り込むが、突然の天変地異や規制の変更、世界金融危機といった想定を超えた外部環境の変化があった場合などには、それに応じて格付も修正されることがある。

加えて、格付は、これまでに説明した金融仲介機能における役割のみならず、もう少し幅広く利用されてきている。例えば、企業の観点からすると、格付を取得することは、第三者を通じて投資家に対する情報提供や情報公開を行う取組みの補完となるほか、一定の格付水準を維持するために、借入を抑え、一定の自己資本比率を維持するといった財務規律

を課すといったことに使うことも可能となる。また、間接金融を担う銀行にとっても、融資審査において外部の第三者である格付機関が行った審査結果は参考になるし、貸出先企業に財務規律を課すために例えば「シングル A 以上を維持する」といったコベナンツ（融資契約で借り手に遵守を義務付ける条項）を課すこともある。また、事業からの収益のみに返済原資を依存するプロジェクトファイナンスなどでは、オペレーションやオフテーカーといった重要な機能を担う組織の信用力判断として格付が参照され、あるいは一定以上の格付の維持が義務付けられることもある。その他、規制当局も、銀行の自己資本比率・リスク資産額の算出に外部格付の利用を認めているほか、送電線事業といった独占事業体の財務規律の維持のために一定の格付水準の維持という財務規律を課すこともある。

このように社会で重要な役割を果たしている「格付」だが、限界や課題もある。1 点目は、格付は、将来の債務履行能力を人間が予想する意見であり、一定の前提や分析に大きく依存しているということである。したがって、分析する人間や会社によって意見が異なることも間々あるし、もちろん間違えることもある。全ての格付会社にとり、意見である「格付」がどれだけ正しいか、信頼に値するかは、市場においてその格付会社の格付が使われるかの生命線であり、分析の質を高める努力を常に続けることはもちろん、過去の実績を統計的に示し、信頼される努力を続けている。これは後ほど細かく説明する。

次の課題は、「利益相反」問題である。格付会社もビジネスとして格付付与を行っており、その対価は通常、格付を取得する企業が格付会社に支払う。これを「issuer-pay」のビジネスモデルと言う。格付を取得する企業が格付会社に対価を支払う以上、また複数以上の格付会社が競合している環境下では、少しでも高い格付を付与するインセンティブが内在しており、例えば、営業部門と格付部門とのファイヤーウォールの設置など、分析を客観・中立的に行うための対策が必要となる。

その他、格付業界における非常に高い参入障壁と、情報公開の重要性についても指摘したい。前者については、「格付」はどれだけ市場参加者から信頼されるかが重要なため、実績の無い事業者による新規参入は容易ではない。そのため、格付機関は寡占に進みやすい特徴を有する。後者については、より質の高い格付付与のためには、国であれば様々な統計の整備・公表が、企業であれば実態をより透明かつ正確に示す情報開示が、十分に行われることが前提となる。情報開示が不十分なまま、格付システムへの過度の依存を高めることは、結果的に格付の信頼性、そして市場機能を損ねる結果を招きかねない点を、指摘したい。

次に進む前に、格付の正確性を示す「統計的検証」について、簡単に説明したい。格付会社の付与する格付がどれだけ市場から信認されているかについては、社債の格付水準と市場でのリスク・プレミアムとの整合性が一つの目安となる。格付会社ごとに格付水準と

リスク・プレミアムの相関を取り、きれいな曲線が描かれていれば、その格付会社の格付が市場から信認されていることを示していることとなる。結果的に格付が正しかったかについては、累積デフォルト率（CDR）と格付推移マトリックスで示すことができる。CDR が格付の順番に応じてきれいに上昇していれば、過去の格付で表したデフォルトへの距離が、概ね予想通りに実現したことが分かる。CDR の値を各社ごとに比較すると、各格付機関の各格付水準の過去のデフォルト率が分かり、格付水準自体の比較やマッピングを行うことも可能になる。格付推移マトリックスについては、格付が当初付与後にどれだけ変更されたかを示すものであり、当初の格付判断がどの程度維持され続けるかについて、一定の判断材料になる。

ACRAA の説明に移る前に、格付にかかるその他のイッシューについて、簡単に触れることとする。1 点目は、「依頼格付」と「非依頼格付」である。issuer-pay モデルでは、対価を支払った発行体に対し格付を付与することとなるが、格付会社は、業界内比較を行うためのカバレッジを広げるために、依頼されていない発行体に対し格付を付与することがある。この場合には、非公開情報を含む十分な情報が得られずに格付を行う可能性や、悪質な場合には対価の支払いを求めるために敢えて低い格付を付与する可能性も考えられる。

2 点目、これは発展途上国の地場格付機関全てに当てはまる問題だが、格付スケールの問題がある。先進国の格付機関は、世界を 1 つの格付スケール（すなわちグローバル・スケール）で見て格付を付与するのだが、そのスケールの中では、特に発展途上国のソブリン格付が非常に低い格付水準になり、結果的に同国の発行体の格付はおしなべてそれ以下の非常に狭いスケールでの格付付与となる可能性がある。したがって、発展途上国の現地通貨建債券市場では、当該国の政府・国債に最上位となる AAA を付与し、企業にはそれぞれの信用力に応じた格付を付与するという、ローカル・スケールでの格付付与を行っているケースがほとんどである。ただし、その場合、複数の異なるローカル・スケールの間では、格付水準を比較できないという問題が生じる。

3 点目が「格付ショッピング」の問題である。これは、発行体が複数の格付機関に格付付与を依頼し、一番高い格付を付与された格付のみを採用し公表するというものである。発行体の側からすると、通常の買い物同様に、「一番質が良い＝格付水準が高い」商品を買うという論理となるが、情報の非対称性を緩和するための公共財の観点、そして投資家の観点からすると、一番高い格付が「一番質が良い」とは必ずしも言えない。

債券市場、そして格付制度を発展させるためには、これらの課題に対処することがきわめて重要である。ACRAA は、民間レベルでの地域協力を行うことで、数多くの課題に取り組んで来た。

３．アジア格付機関連合（ACRAA）

ACRAA は 2001 年 9 月に発足した。その背景には、1997 年に APEC 財務大臣会議で「アジアの債券市場育成にとって地場格付機関の活動の支援が肝要」と決議があった。これに基づきアジア銀行協会（ABA）が行わった市場調査の結果、「地場格付機関は、地場企業や地場情報に精通しうる利点を有するも、現状必ずしも活かしていない。格付手法の標準化が、分析の質と格付の信頼性向上に有効。」との意見が出て、地域協力が強く推薦された。これを受け、JCR がアジアの地場格付機関に呼びかけ、これに応じた 16 機関が 2001 年 3 月に東京に参集し、「アジア格付機関の開発戦略：アジア地域 caucus の設立」と題する会議が開催。同年 9 月に ACRAA 設立総会で ACRAA が立ち上げられた。

ACRAA の目的については、ACRAA の設立協定上、①アジアの地場格付機関の能力向上のための情報や知見の共有を通じた相互協力の推進、②格付の質及び域内での比較可能性を高めるためのベストプラクティスの採用の推進、③アジアの債券市場及びクロスボーダー投資促進への貢献――の 3 点が、規定されている。

ACRAA に加盟する格付機関は、2001 年の設立当時の 10 カ国・地域 15 格付機関から、現在では 13 カ国・地域 30 格付機関まで拡大している。具体的には、東アジアからは中国、日本、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイが、南アジアからはバングラデシュ、インド、パキスタン、スリランカが、中央アジアからはカザフスタンの格付機関が加盟している。

Country	Name of Local Credit Rating Agencies
Bangladesh	Credit Rating Agency of Bangladesh Limited (CRAB)
	Credit Rating Information & Services Limited (CRISL)
	Emerging Credit Rating Ltd.
	National Credit Ratings Ltd.
China	China Chengxin International Credit rating Co., Ltd. (CCXI)
	China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.
	Dagong Global Credit Rating Co., Ltd (Dagong)
	Shanghai Far East Credit Rating Co., Ltd. (SFECR)
	Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.
India	Brickwork Ratings India Pvt. Ltd.
	Credit Analysis and Research Limited (CARE)
	CRISIL Limited
	ICRA Limited
	SME Rating Agency of India Limited
Japan	Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)
Indonesia	PEFINDO Credit Rating Indonesia (PEFINDO)
	PT ICRA Indonesia

Kazakhstan	Rating Agency of Regional Financial Center of Almaty City
Korea	Korea Investors Service, Inc. (KIS)
	Korea Ratings Corporation (Korea Ratings)
	NICE Investors Service Co., Ltd. (NICE)
	Seoul Credit Rating & Information, Inc. (SCRI)
Malaysia	Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC)
	RAM Rating Services Bhd
Pakistan	JCR-VIS Credit Rating Co. Limited (JCR-VIS)
	Pakistan Credit Rating Agency Limited (PACRA)
Philippines	Philippine Rating Services Corporation (PhilRatings)
Sri Lanka	Lanka Rating Agency Ltd
Taipei, China	Taiwan Ratings Corp (TRC)
Thailand	TRIS Rating Co. Limited (TRIS)

ACRAA の組織は、理事会の下に 7 つの委員会が設置され、それらを補佐する常設の事務局がフィリピン・マニラに置かれている。現在の理事会は、Mr Faheem Ahmad（パキスタン、JCR-VIS Credit Rating Company Limited）が会長を、Mr. Ronald T. Andi Kasim（インドネシア、PT Pemeringkat Efek Indonesia）が副会長を務めているほか、バングラデシュ、インド、日本、タイの格付機関の代表が理事を務めている。理事会の下に委員会として、①Best Practices Committee、②Communications Committee、③Membership Committee、④New Horizons Committee、⑤Regulatory Relations Committee、⑥Research and Special Studies Committee、⑦Training Committee の 7 つが設置されており、理事会メンバーがそれぞれの委員会の委員長を務めている。

ACRAA の主要な活動内容として Committee が設立されている Joint Training、Best Practices、Regulatory Relations、Research and Study、New Horizons の 5 つの分野について説明したい。まずは Joint Training についてである。これは、ACRAA 加盟格付機関のアナリストを対象に、格付手法について共同で研修を行うものである。2002 年 6 月以来、年に 1～2 回のペースで、毎回特定のテーマを設定し実施してきている。直近では、証券化や不動産・住宅産業の格付手法についてワークショップを開催しているが、その他にもこれまでに中小企業、保険会社、銀行融資、インフラ、持株会社、保証など、多様化・複雑化する金融市場・商品に対応し、分析の質を高める努力を続けてきている。

続いて Best Practices についてである。これは、ACRAA 加盟機関の CEO などの代表が参集し、格付のプロセスや行動規範などについて、各機関のベスト・プラクティスを協議するものである。2002 年 8 月以来、年に 1～2 回のペースで開催されてきており、2002 年に Code of Ethics を採択したほか、2008 年 10 月に Handbook of International Best Practices for Credit Rating Agencies を編纂・発刊したほか、2011 年 4 月には ACRAA Code of Conduct Fundamentals for Domestic Credit Rating Agencies を編纂・発刊した。

次に、Regulatory Relations である。格付機関は、主に 3 つの面で規制当局と関係を有している。1 点目は、格付会社自体への規制である。近年、2008 年の世界金融危機を踏まえ、利益相反を予防し、投資家を保護するために、金融当局は格付機関のプロセスにかかる規制を強めている。こうした中で、ACRAA の活動を評価し、ACRAA における地域協力の成果を規制に取り入れる国も現れてきている。例えばパキスタンでは、格付機関に ACRAA への加盟と ACRAA の取りまとめた行動規範の順守を義務付けている。2 点目は、銀行規制であるバーゼル II における銀行の自己資本比率計算における外部格付の活用である。バーセル II の標準的手法では、銀行の貸出債権からリスク資産額を算出するにあたり、各国当局の認定する外部格付機関の格付水準に基づきリスクウェイトを適用し計算することが認められている。3 点目は、債券発行における格付取得の義務的な利用である。我が国でも、1996 年までは適債基準として格付基準が設けられていたが、マレーシアやタイなど東アジア諸国の多くでは、今でも、格付の取得が債券発行の前提として義務付けられている。

Research and Study では、クロスボーダー投資の促進に向け、それぞれローカル・スケールで付与されている地場格付機関の格付を比較可能とするための検討が行われている。これまでのところ、累積デフォルト率（CDR）をよりどころとしたローカル・スケール同士の比較が試みられている。これにより、例えば X 国の BBB は、Y 国では A、Z 国では AA に相当すると簡単に比較できるのではないかという研究である。但し、①この比較は CDR にのみ依拠しており、外国の投資家が直面する外貨の交換・送金にかかるリスクが考

慮されていない、②各国とも複数の格付機関があり、格付機関ごとに異なるローカル・スケールが設けられている、③機械的に計算された結果が投資家・利用者の信認を得られるか不明―といった点で課題が残っており、さらなる検討が求められる。

最後が、New Horizons である。これは、ACRAA の加盟地場格付機関が、Joint Training や Best Practices Dialogue などを通じて、格付プロセスや格付の質、分析能力を相当高めてきている中、ACRAA としてさらにどのような役割・機能を果たせるかを検討する活動である。Research and Study でも見られたように、異なる国・地域で活動する加盟地場格付機関が、国境を越えて活動するために、統合し、地域格付機関に昇華するというアイデアは、現時点では、現実的ではない。現地通貨建債券市場は、現状、それぞれの国ごとに、通貨、法制度、会計・開示基準、デフォルトにかかる商習慣や倒産法制、国や銀行との関係等が大きく異なっており、こうした構造的な違いを乗り越えて地域共通のスケールに基づく格付を付与していくことは、容易ではなく、またビジネス上のニーズも今のところ明確には見出されない。このような状況下で、New Horizons Committee は、ACRAA の活動をどのように進化させるのか、ACRAA が有するアセットを活用して、アジアの債券市場の発展に向けて何ができるかについて、検討するものである。

2014 年 9 月には、ACRAA 加盟機関の CEO が一堂に参集し、これらについてブレインストーミングを行う Roundtable Discussion が行われた。そこでは、これまで ACRAA が行ってきた Joint Training や Best Practices Dialogue は引き続き継続・強化しつつも、それらに加え、13 カ国・地域に亘る ACRAA が有するネットワークと地場企業及びその分析にかかる知見を活用し、Asia Credit Guidebook の編纂、Asia Credit and Industry Risks Seminar の開催、Joint Training の ACRAA 外部への開放、アジアの格付機関に共通する意見の集約と発信、アジアの格付にかかるリサーチのハブとする、アナリスト検定プログラムの設立、といったアイデアが出された。ACRAA は、これまでの、地場格付機関の信頼性獲得に向けた環境を整備するとの第 1 ステージを終え、今まさに、これまで培ってきたアセットを活かしさらなる跳躍を目指すとの、第 2 ステージに進もうとしている。今回のブレインストーミングで出されたメンバーの意見や方向性を踏まえ、ACRAA の理事会は、今後の活動の方向性を決めていくことになろう。

4. ACRAA の地場格付機関の基本行動規範

最後に、ACRAA の最大の成果物の一つである「地場格付機関の基本行動規範」について、ごく簡単にご説明したい。この基本行動規範は、証券監督者国際機構（IOSCO）の「基本行動規範」に基づき、主に 4 つの分野に関し、特に地場格付機関が遵守すべき項目を規定し、解説を行ったものである。具体的には、①格付プロセスの質とインテグリティ、②独立性と利益相反の防止、③投資家・発行体に対する責任、④行動規範の開示と市場参加者

とのコミュニケーション――の 4 分野である。

規定されている項目の具体的な例として何点か説明したい。1 点目は、第 1.3～1.4 条の「格付は、公表されたメソドロジーに基づき分析した上で、個人ではなく格付機関が付与しなければならない」である。個人による恣意的な運用を防ぐことがその目的である。2 点目は、第 1.9 条の「格付は定期的にレビューしなければならない」である。投資家に対する責任として、いったん付与された格付は適切にモニターされ、状況に合わせて適宜更新される必要がある。3 点目は、第 1.14 条の「事前に格付水準を確約してはならない」及び第 2.11 条の「アナリストの給与体系は発行体から得られる収入に拠らない」である。ビジネス上の理由から格付水準が歪められないためにも、これは重要な規定だ。4 点目は、第 2.14 条の「アナリストは担当格付に関連する債券等の取引を行ってはならない」及び第 3.1 条の「格付にかかる決定はタイムリーに公表しなければならない」である。投資家保護の観点からこれらは重要だ。5 点目は、第 3.12 条の「格付機関は、発行体から入手した機密資料を目的外に利用してはならない。」である。このように、これらは一見、当然のことに見えるかもしれないが、こうした行動規範がすべて遵守されることは、投資家保護と利益相反防止といった観点、そしてそれらを遵守しているということで格付機関の信頼性を構築する上で非常に重要である。

残りの条項を含め、ACRAA のウェブサイト（http://acraa.com/images/pdf/DCRA.pdf）では全ての条項にかかる詳細な解説が記述された冊子がダウンロードできる。ご関心があれば、ダウンロードの上、ご参照いただければ幸いである。

以上

第５章　アジアのインフラ需要と債券による調達の可能性

中村　明（国際通貨研究所　経済調査部　副部長）

アジアの新興諸国では、経済成長と人口増加を背景にインフラ設備への需要が巨額に達している。一方、これら地域には民間貯蓄が豊富に存在するにもかかわらず、インフラ投資の資金面での手当ては不足しがちである。インフラ投資はこうした資金需給の結びつきがうまくいかない場合が多々あるが、これは必ずしも金融仲介の失敗ではない。インフラプロジェクトは通常の企業の事業活動に比べリスクが大きいというより、リスクの性質が違うといったほうが正確であろう。資金の出会いが難しくなるのはこのためである。なお、アジアをはじめ大きなプロジェクトの資金手当ては銀行融資を中心に行われており、債券による調達はまれである。また、インフラプロジェクトは公共性が高いため、十分な供給や適切な価格設定の観点から、これまで政府が大きな役割を果たしてきたが、一方で、民間部門の参入により効率性が高まるという利点がある。民間部門の参入はコスト効率を高め、またプロジェクトのサービス供給期間を通してより良いサービスの提供が可能となる。以下では、アジアのインフラ投資需要とその資金手当ての複数のルート、および民間資金を取り込むことの意味合いと難しさについて述べる。

1. アジアにおけるインフラ投資の資金需要

アジア太平洋地域では、経済の高成長と人口の増大並びに高齢化に対応するため、国内あるいは国を跨いで多くのインフラ設備を構築し維持する必要がある。現在、アジアの主要な新興国の人口は 13 億人を超える最大の中国から最も小さく 1 千万人に満たないラオスまで規模に大きなばらつきがある（図表 1）。

図表 1：アジアの人口予想（2010～2030 年）

	年齢 中央値	人口		
		2010年 百万人	2030年 百万人	増価率 （2010→ 2030年）%
カンボジア	23.5	14.4	19.1	33.2
ラオス	20.3	6.4	8.8	37.6
ミャンマー	27.8	52.0	58.7	13.0
ベトナム	28.5	89.0	101.8	14.4
インドネシア	26.9	240.7	293.5	21.9
フィリピン	22.3	93.4	127.8	36.8
タイ	35.4	66.4	67.5	1.7
中国	34.6	1359.8	1453.3	6.9
インド	25.5	1205.6	1476.4	22.53

（出所）国際連合

国際連合の人口予想によると、先行き 2030 年にかけての人口増加率は、年齢の中央値が 25 歳以下と小さく若年層の多いカンボジア、ラオス、フィリピンの各国で 30%と極めて大きい。一方、中国とタイは年齢の中央値が 35 歳に近く、これらの国々のなかでは比較的高齢化が進んでおり、人口の増加は 1 桁台と小さくとどまる見通しである。

アジア開発銀行研究所の試算によれば、アジアでは 2010 年から 2020 年の間に、総額約 8 兆ドルのインフラ投資を行う必要がある（図表 2）。その内訳を新規設備の建造と既存設備の維持・更新との別にみると、前者が約 7 割、後者が約 3 割である。さらに用途別にみると、最も多くを占めているのが電力を中心としたエネルギー、次いで輸送である。輸送のなかでは、道路の割合が圧倒的に大きい。

図表 2：アジアにおけるインフラ投資需要（2010～2020 年）

（10億ドル）

	新規設備	更新・維持	合計
エネルギー（電力）	3,176	912	4,088
通信	325	730	1,056
移動電話	182	509	691
固定電話	144	221	365
運輸	1,762	704	2,466
空港	7	5	11
港湾	50	25	76
鉄道	3	36	39
道路	1,702	638	2,341
上下水道	155	226	381
下水	108	120	227
上水	48	106	154
合計	5,419	2,573	7,992

（出所）アジア開発銀行研究所

Bhattacharyay B.N. (2010)によると、そのうち ASEAN におけるインフラ投資需要は 1 兆ドル程度と見込まれる（図表 3）。各国の 1 年当たりのインフラ投資需要が名目 GDP に占める比率をみると、中国と ASEAN8 カ国全体がいずれも 4%台となっている一方で、インドは 11.4%の高水準に達している。また、ASEAN 後期加盟 4 カ国の間ではばらつきが大きく、カンボジアとラオスは、予想されるインフラへの投資額が経済規模との対比でみて大きい。

図表 3：ASEAN におけるインフラ投資需要（2010～2020 年）

国名	予想される必要投資額 100万ドル	予想される必要投資額 1年当たり 100万ドル (A)	名目GDP 100万ドル (B)	一人当たり名目GDP ドル	1年当たり必要投資額の対名目GDP比率 % (A) / (B)
カンボジア	13,364	1,215	15,000	1,017	8.1
ラオス	11,375	1,034	10,000	1,477	10.3
ミャンマー	21,698	1,973	56,410	989	3.5
ベトナム	109,761	9,978	171,200	1,909	5.8
インドネシア	450,304	40,937	870,900	3,478	4.7
マレーシア	188,084	17,099	313,200	10,574	5.5
フィリピン	127,122	11,557	272,100	2,771	4.2
タイ	172,907	15,719	387,500	5,982	4.1
ASEAN8カ国	1,094,615	99,510	2,096,310	—	4.7
中国	4,367,642	397,058	9,181,200	6,747	4.3
インド	2,172,469	197,497	1,731,800	1,405	11.4

（出所）Bhattacharyay B.N. (2010)

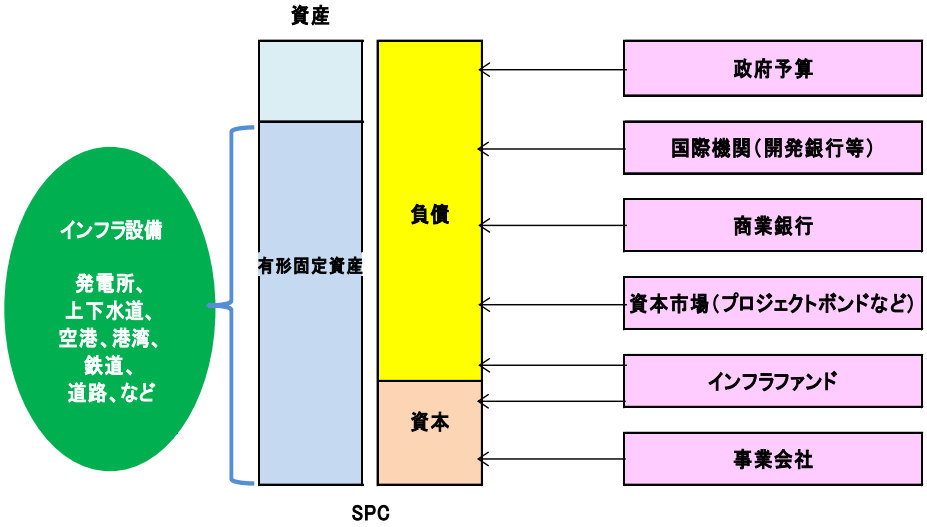
2. インフラファイナンスの仕組み

インフラプロジェクトのファイナンスが難しいのは、民間部門が引き受けにくい不確実性とリスクを内包しているためである。インフラプロジェクトは規模が大きく分割しにくいため実施期間が長く、将来発生するコストと収益の見通しの不確実性が大きい。実際に、多くのインフラプロジェクトは、政府や国際機関など公的な組織によりファイナンスされている。

インフラ投資の資金需要は巨額であるため、通常各国は大きなファイナンスギャップに直面している。ここでのファイナンスギャップとは、インフラ投資に必要な資金の額と利用可能な資金の額の差を意味する。インフラプロジェクトのファイナンスはこうした公的な組織によるものも含め、①政府、②国際機関、③民間金融機関、④資本市場、⑤インフラファンドなど多様なルートがある。

これら民間主体も含めた複数の資金ルートにより、インフラプロジェクトが組成される場合、実施する主体が資金調達のため特別目的会社（Special Purpose Company：以下ではSPC）を立ち上げるのが通常のスタイルである。SPC のバランスシートは下図の通り資産とそれに見合う負債と資本から構成される（図表 4）。多くのケースでは、資本は事業会社やインフラファンドによる出資で手当てされ、負債は、政府予算、国際機関（国際開発金融機関）や民間金融機関による融資、あるいはプロジェクトボンドなど資本市場からの調達による。

図表 4：特別目的会社（SPC）のバランスシート



（出所）各種文献より作成

3. インフラプロジェクトの多様な資金調達手段

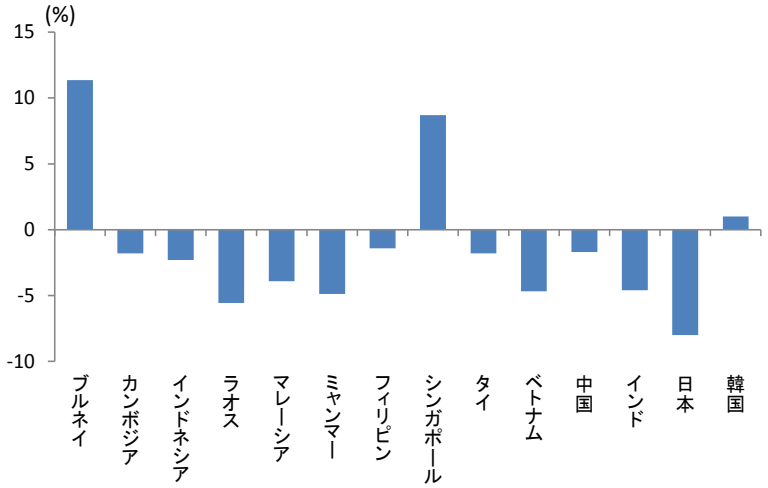
（1）政府予算

インフラプロジェクトが政府の財政資金によりファイナンスされることは極めて自然である。その理由の一つは、インフラ設備が公共財であり外部性を有することである。社会インフラは、国民経済活動や国民の生活を支える基礎となるため、どの国においても政府が自ら建設および資金調達に係ることが多かった。いま一つの理由は、その規模の大きさや実施期間の長さなどから、民間部門が引き受けにくい金融面でのリスクが存在することである。

インフラプロジェクトのファイナンスの内訳を主体別にみると、アジア全体では、その約 70%が公的部門により行われている模様である。また、残りのうち約 20%が民間部門により、約 10%が政府開発援助（ODA）により行われているとされる。

アジア各国の政府の財政バランスをみると、一部の国を除いて赤字傾向にあり、インフラ投資へ資金を提供する余地は乏しい（図表 5）。このため、インフラファイナンスは国内および域内の他の資金源によって補われる必要がある。

図表 5：アジア各国の財政収支（対名目 GDP 比、2013 年）



（出所）アジア開発銀行

（２）国際機関

そうした国家予算を補う資金源の筆頭は、国際機関とりわけ世界銀行やアジア開発銀行などの国際開発金融機関である。これらの機関は資金を提供することに加え、プロジェクトの設計に関しても協力する。したがって、国際機関はインフラ投資、とくに国境をまたぐ投資案件のファイナンスギャップの縮小において重要な役割を果たす。国際機関は、クロスボーダーのインフラプロジェクトに関する複数の利害関係者間の調整を行うため、投資家の安心感を高め投資を促進することにつながる。

なお、従来の世界銀行やアジア開発銀行に加え、最近ではアジアインフラ投資銀行（AIIB）や BRICS 開発銀行の設立構想など、新興国が独自の国際機関を創設する動きがみられ、アジアの新興国におけるインフラ投資拡大につながるか注目される。

（３）民間金融機関

民間金融機関の融資はインフラ投資のファイナンスギャップを埋める手段の一つである。とくに、不確実性やリスクの高いインフラプロジェクトの立ち上げ時期においては、資金提供者に加え、投資計画の方向付けの点でも重要な役割を果たす。民間金融機関は、また、専門性の高いインフラプロジェクトを監視するという重要な役割を担っている。2008 年の世界金融危機以後、新興アジア諸国のインフラファイナンス市場において、日本と他のアジアの民間金融機関は、欧米の金融機関に代わって融資のシェアを拡大しつつある。また、この分野を重視する邦銀の大手行は、各拠点を拡充し域内の営業力や審査力を強化し、また地場の金融機関の買収も進めながら、欧米の金融機関に差をつけつつある。

民間金融機関を通じたインフラファイナンスは、融資の形態として通常、プロジェクトファイナンスの形が用いられる。プロジェクトファイナンスは非遡及型融資（ノンリコースローン）であり、返済は主としてプロジェクトの資産が生み出すキャッシュフローに依存している。担保付の融資であり、仮にプロジェクトが破綻した場合は担保を処分して弁済され、貸し手の請求権が担保価値を超えて及ぶことはない。したがって、融資の返済は、事業に関与する企業の信用力でなく、当該インフラプロジェクトの事業としての健全性およびその収益性にかかっている。こうした事業の健全性や収益性を判断する際には、高度な審査能力が求められ、債権保全策の構築や契約の詳細の策定も含め、高度な知識と専門性が必要となる。これらのビジネスに取り組む邦銀およびアジアの地場銀行には知見と経験の蓄積が求められよう。

（4）資本市場～プロジェクトボンド等

インフラファイナンスは資本市場を通じても行われる。プロジェクトボンドは、インフラプロジェクトの資金調達手段のひとつである。投資の形態としては、機関投資家がリスクテイカーとして、SPC がインフラファイナンスの資金調達のために発行するプロジェクトボンドを購入する。ファイナンスの利払い及び返済原資は、当該プロジェクトから生じる収益キャッシュフローに限定され 、そのファイナンスの担保を専ら当該プロジェクトの資産に依拠する点は、金融機関によるプロジェクトファイナンスと同様である。

民間部門によるインフラファイナンスは、従来、民間金融機関によるプロジェクトファイナンスが中心であった。しかし、2008 年の世界金融危機以後、民間金融機関の融資は厳しい規制を受け、この結果インフラプロジェクトの資金調達は、徐々にではあるがプロジェクトボンドのような別の手段によるものが増え始めた。

もとより、アジアの新興諸国では、資本市場が未発達なため、巨額の貯蓄が膨大な投資に用いられないことが問題視されてきた。アジアの貯蓄の多くが先進国の国債、あるいは株式、不動産などに投資されていることが問題であるため、アジア債券市場の整備は、貯蓄をインフラなど収益性の高いプロジェクトを結びつけるうえでの課題の一つである。

こうした状況の下、ASEAN プラス 3 を中心として、域内の貯蓄が長期の投資に回るよう、域内の地場通貨建て債券市場の整備を目指し、地域金融市場の強化のための取り組みが行われてきた。地場通貨建て債券市場の発達は、債務者の外貨の為替リスクを低下させ、通貨と期間のミスマッチを最小化し、これらはインフラ投資に不可欠である。そのために、アジア債券市場イニシアティブ（ABMI）やアジア債券ファンド（ABF）などの複数のイニシアティブが域内の金融統合を目指して進められている。これらのイニシアティブは域内貯蓄がインフラ投資へ利用可能となる最初のステップとなろう。また、アジアにおける

独立した金融資本市場の創設と域内のインフラ投資の促進に不可欠である。今後、債券市場の効率性と流動性が高まることが期待される。

（5）インフラファンド

インフラファンドは、欧米に多くの先行例があり、近年その市場は拡大傾向を強めている。背景として、一つには、国営企業の民営化の流れのなかで、民営化された事業が順調に軌道に乗り、建設会社や民間金融機関など民間資金のインフラ投資への導入が制度化されたことである。もう一つは、年金や保険など長期の運用主体の投資先の多様化である。

アジアの新興地域における例としては、アジアインフラファンド（Asian Infrastructure Fund）やアセアンインフラファンド（ASEAN Infrastructure Fund）が 2011 年ごろより組成され始めた。その目的は、アジア諸国および広く域外からファンドを集め、アジア域内の収益性の高いインフラプロジェクトに投資することである。AIF の資本は、政府、ソブリンウェルスファンド、国際機関など様々なルートから調達される。自らの資金や、債券発行による調達、民間の投資家を含めた他の関係者との協調融資などによるプロジェクトのファイナンスが可能となるように、法人格を与えることも検討すべきであろう。

4. インフラプロジェクトの実施時期ごとの特徴と主な資金調達手段

このように、インフラプロジェクトの資金調達手段は多様だが、主に用いられる手段は、プロジェクトの進捗段階ごとに異なる。Ehlers T., Packer F. and Remolona E.（2014）によれば、インフラプロジェクトは、典型的に計画段階、建設段階、操業段階の 3 段階に分けられ、各段階の特徴と主要な資金調達手段は下記図表 6 の通りである。

それぞれの段階において、リスクとリターン、また参加者のインセンティブは異なっている。したがって、段階ごとに、異なるリスクとリターンに対応する異なる資金調達手段が用いられることになる。プロジェクトボンドをはじめ債券による調達は、計画段階および建設段階では稀で、主に操業段階における借り換えに用いられている。債券での調達は増加が期待されるが、現時点では金融機関からの融資のシェアが大きい模様である。

図表 6：段階別にみたインフラプロジェクトの特徴と主な資金調達手段

段階	プロジェクトの特徴	金融面の特徴	主な資金調達手法
計画	・この時期に契約内容が決定し、プロジェクトの成否を左右 ・期間は通常10～30カ月と長い ・必要に応じ関係者が契約を見直し ・格付け機関による格付けは、投資家を引き付け政府の保障を得るうえで重要	・投資家のコミットメント確保のため信頼のおける出資者が必要 ・期間が長く、早期からの関与はリスクが大きい	・出資者には高度な専門性が必要。政府や建設会社が担う例が多い ・銀行が融資主体となる例が多い（シンジケートローン） ・リスクが大きく債券による資金調達はまれ
建設	・インフラ建設のモニタリング が必須 ・民間の参入を促すことが効果的	・リスクが大きい期間 ・インフラプロジェクトの複雑さから予期せぬ事態が発生する虞あり ・デフォルト率が大きい	・この段階での資金の借換え および追加融資は困難 ・リスクの顕在化に際しては、出資者の追加融資が必要
操業	・所有権の所在が重要 ・需要変化によるキャッシュフロー変動リスクを を如何にして抑えるかが鍵	・キャッシュフローがプラスとなる ・デフォルト率も大きく低下	・銀行融資からの借換えが増加 ・債券が用いられるも現時点では限定的で 銀行融資と政府系資金が中心

（出所） Ehlers T., Packer F. and Remolona E.(2014)などにより作成

5. 官民連携による資金手当て～民間資金の活用

官民連携（Public Private Partnership :以下では PPP）は、民間部門のインフラプロジェクトへの参加を促す枠組みであり、近年、この形態によってインフラプロジェクトを実施するニーズが増えている。とくに、途上国の政府は PPP を通じて民間資金を活用することにより、政府の債務負担を軽減したいとの意図を強めている。民間部門の資金を取り込むことができれば、政府は極力少ない資金手当によりプロジェクトの実施が可能となるため、公的なインフラ設備への投資が促進される。PPP は、プロジェクトの実施に際し資金手当てのためだけでなく、効率性、専門性、および革新性を高めるために民間の力を用いようとするものである。

もっとも、PPP には各種困難もあり、長所と欠点を要約すると以下の表の通りとなる。なかでも、政府と民間の事業者との間で責任とリスクをいかに分担するかが鍵となるが、途上国の政府の一部に、PPP においては、民間部門がインフラプロジェクトの主体で、政府は責任もリスクも負わないとの誤解が見受けられるようである。

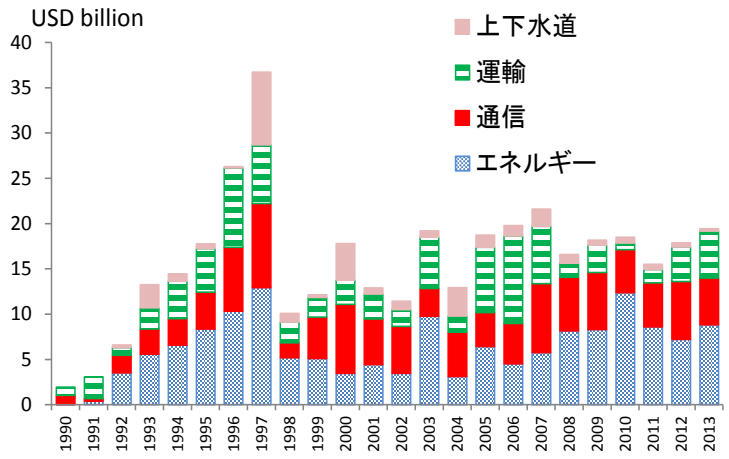
図表 7：官民パートナーシップ（PPP）の長所と短所

長所	短所
◆ 民間部門に低リスクで長期間の投資機会を提供 ◆ プロジェクトのリスクを、公的部門と民間部門で分担 ◆ 民間部門が提供する効率性、専門性、革新性の高さがインフラプロジェクトをより良いものとし、建設段階と利用段階のいずれにおいても費用と時間の節約につながる	◆ 政権の交代、政策の変更、汚職、仲裁の難しさなどの政治リスク ⇒ 民間部門にとってのリスク ◆ 倒産リスク：民間企業であるがゆえに、契約履行機関であっても倒産を宣言して操業を停止する可能性がある ⇒ 公的部門にとってのリスク ◆ 公的部門と民間部門の間での責任とリスクの配分の難しさ

（出所）各種資料より作成

こうしたなか、域内での民間部門が関与したインフラプロジェクトの金額は、ここ数年大幅な増加はみられない。図表 8 は、世界銀行の統計により、東アジアおよび太平洋地域において民間部門が参加したインフラプロジェクトの推移を利用目的別にみたものだが、ここ数年全体の金額は緩やかな増加にとどまっている。1990 年代初頭より、民間参加型のインフラプロジェクトの金額は、エネルギーを中心に急拡大した後、1997 年のアジア通貨危機を境に大幅な減少に転じた。その後は一定のペースで増加傾向を辿ったものの、2008 年の世界金融危機により拡大の勢いは削がれ、その後目立って増加していない。

図表 8：東アジア・大洋州における民間が関与したインフラプロジェクトの金額の推移



（出所）世界銀行

PPP を促進するために、アジア各国の政府は、官民両部門の間で責任とリスクをうまく分担しつつ、①公正で透明度の高い入札制度、②対称性の高い情報、③明確な政策目標、

開発の優先順位、実施過程、④海外との比較が可能な、所有権、投資手法、通貨の交換システム、徴税手法、などを構築することが求められる。

＜参考文献＞

- Asian Development Bank and the Asian Development Bank Institute (2010) "Infrastructure for a Seamless Asia" *A Joint Study of the Asian Development Bank and the Asian Development Bank Institute*
- Bhattacharyay B.N.(2010) "Estimating Demand for Infrastructure in Energy, Transport, Telecommunications, Water and Sanitation in Asia and the Pacific：2010-2020"*ADBI Working Paper Series*
- Das S.B. and James C.R.(2013) "Addressing Infrastructure Financing in Asia" *Institute　of Southeast Asian Studies Perspective #27 2013*
- Ehlers T., Packer F. and Remolona E.(2014) "Infrastructure and Corporate Bond Markets in Asia" *Reserve Bank of Australia Conference Volume*
- Wignaraja.G.(2013) "Asian Infrastructure Development Needs and a way forward"*Sharing Development Knowledge about Asia and the Pacific*
- 宇都正哲ほか編集「人口減少下のインフラ整備」東京大学出版会, 2013 年 1 月
- 加賀隆一（2013 年 8 月）「アジア・インフラファイナンス市場の現状と課題」日立総合計画研究所「日立総研」2013 年 8 月（vol.8-2）号
- 同「国際インフラ事業の仕組みと資金調達—事業リスクとインフラファイナンス」中央経済社 2010 年 6 月
- 同「実践 アジアのインフラ・ビジネス:最前線の現場から見た制度・市場・企業とファイナンス」日本評論社 2013 年 6 月
- 神尾篤史「成長資金獲得に向けたアジアの金融協力」大和総研 金融資本市場 2014 年 5 月
- 関根栄一「アジアにおけるインフラファイナンスに向けた提言」野村資本市場研究所季刊中国資本市場研究 2010Vol.4-1
- 内藤貴也「インフラ・ファイナンス」海外投融資財団「海外投融資」2012 年 1 月号
- 庄司仁,山岸良一「民活インフラ事業の現状と課題」JICA 研究所 開発援助研究　1997 年 Vol.4 No.1

第６章　最近の中国における社債市場の発展について

五味　佑子（国際通貨研究所　開発経済調査部　研究員）

近年中国の債券市場が拡大し、その中で社債の存在が大きくなっている。本稿では、中国の社債市場の発展について検討し、なぜ拡大してきたのか、誰が主な発行者・投資者で、どういうメリットを追求しているのか、また、同国マクロ経済に対して社債市場の発展がどう貢献しているのかを考えてみたい。

1. 中国の債券市場と社債

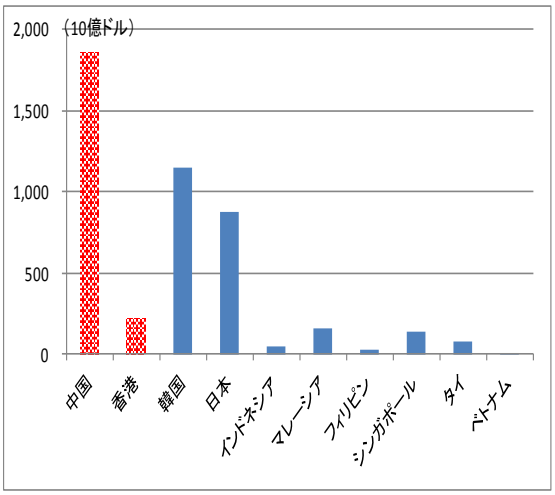
BIS の統計によれば、2013 年 12 月末時点の中国（除く香港）の債券市場規模は約 4 兆ドルと 10 年間で約 9 倍に拡大し、世界第 6 位となっている。また、Asian Bonds Online によれば、中国の国債以外の債券（社債と金融債の合計）はアジア最大の規模となっている。多くの東アジア諸国では、国債が債券市場において果たす役割が大きいが、近年の中国債券市場においては、社債の存在感が大きいことがわかる。

図表 1: 世界の債券市場規模（単位：10 億ドル）

順位	国名	2003年12月末	順位	国名	2013年12月末
1	米国	19,998	1	米国	36,942
2	日本	8,716	2	日本	12,244
3	ドイツ	3,330	3	英国	5,844
4	英国	2,488	4	フランス	4,757
5	フランス	2,222	5	ドイツ	4,357
6	イタリア	2,164	6	中国	4,094
7	オランダ	1,202	7	イタリア	4,074
8	カナダ	1,077	8	スペイン	2,389
9	スペイン	682	9	オランダ	2,378
10	オーストラリア	608	10	カナダ	2,188
11	デンマーク	482	11	オーストラリア	1,832
12	中国	460	12	アイルランド	1,196
13	ベルギー	449	13	デンマーク	901
14	スウェーデン	365	14	スウェーデン	849
15	オーストリア	364	15	ルクセンブルグ	841
合計		46404	合計		90896

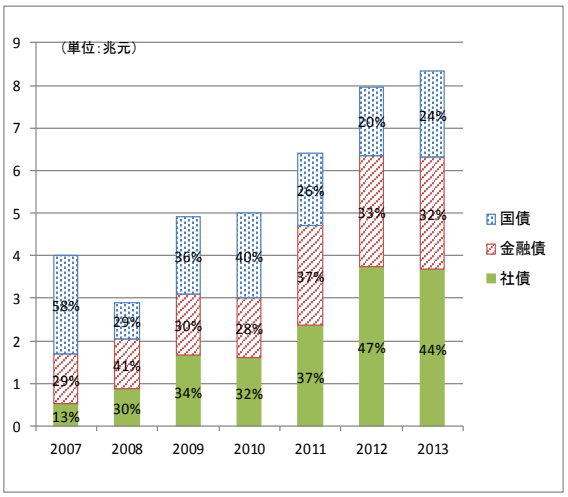
出所：BIS

図表 2-1: 東アジア地域の市場規模比較
（金融債と社債の合計）



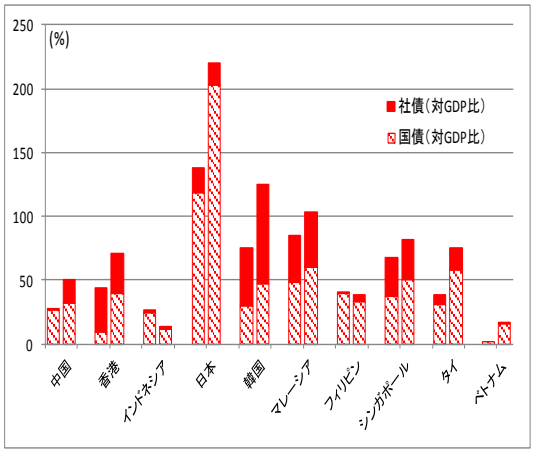
出所：Asian Bonds Online （2013 年 12 月末時点）
※ベトナムの規模は 2.2（10 億ドル）

図表 2-2 ：中国の債券発行額推移 [43]



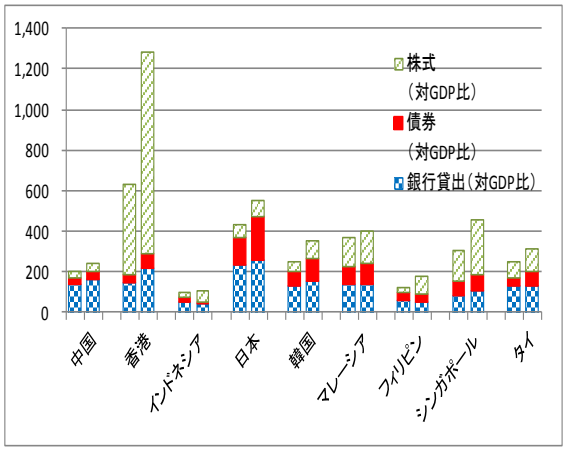
出所：中国人民銀行、中国債券網
※棒グラフの数字は発行額に占める各債券の割合

図表 3-1 :東アジア地域の国内債券市場規模
（左側：2003 年末、右側：2013 年末）



出所：Asian Bonds Online

図表 3-2 東アジアの金融市場規模
（左側：2003 年末、右側：2013 年 6 月末）



出所：Asian Bonds Online
フィリピンは 2012 年末、日本は 2013 年 3 月末のデータ

だが、中国においても、国内における金融ツールという観点からみると、銀行貸出が依然大きな役割を果たしている。中国の社債市場の規模は大きいが、必ずしも厚みのある市場にまで発展しているとはいえない。

[43] 2011 年以前の数字は企業債のみ（中国人民銀行の統計変更による）

2. 中国の社債市場の特徴

中国の債券市場はインターバンク市場と取引所市場の 2 つに大別され、インターバンク市場が発行額と取引量の 9 割以上を占める[44]。社債も同様で、2013 年に取引所市場における発行額は全体の 11%に留まった[45]。

主な社債には、短期債である CP（コマーシャルペーパー）、SCP（Super short-term Commercial Paper、超短期 CP）、中長期債である MTN（中期手形）、長期債である公司債、企業債がある。債券の種類によって監督機関、主な取引所、登録・決済期間が異なる。

図表 4: 中国の代表的な社債

	SCP,CP,MTN	公司債 （上場企業発行債）	企業債
監督機関	中国人民銀行、中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）	中国証券監督管理委員会（CSRC）	国家発展改革委員会（NDRC）
承認方法	登録制	審査・許可制	
規模	累積額は企業の純資産の40%以内とする		国務院の承認額を満たした上で、累積額は企業の純資産の40%以内とする
発行レートの決定	入札、ブックビルディング	市場の流動性を勘案して、発行者と出資者が決定	市場の状況によって企業が決定するが、監督機関の決定に左右される
債券の満期	SCPは270日以内、CPは1年以内、MTNは通常10年以内	制約なし	制約なし。長期債は通常5年以上
主な取引場所	インターバンク市場	取引所市場	インターバンク市場 取引所市場
登録・決済機関	・中央国債登記結算有限責任公司（CCDC） ・銀行間市場清算所株式有限公司（SHCH, 上海清算所）	中国証券登記清算公司（CSDCC）	・中央国債登記結算有限責任公司（CCDC） 中国証券登記清算公司（CSDCC）

出所：ASEAN+3 Bond Market Guide Volume1 より国際通貨研究所作成

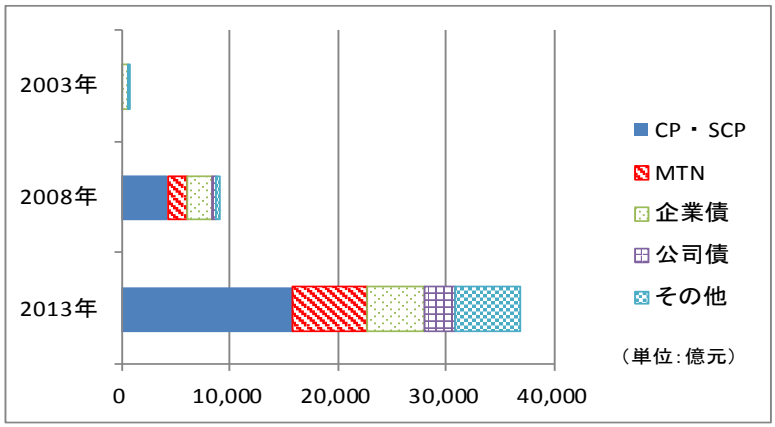
※企業債は大半がインターバンク市場で取引

CP は 2005 年、公司債は 2007 年、MTN は 2008 年に取扱が開始された。2013 年時点では CP・SCP、MTN の発行が全体の 62%を占める（図表 5）。債券そのものによる調達よりも、それに準ずる融資ツールによる調達が増えている。図表 6 の通り、社債の発行体の大半は国有企業であり、最近の中国の社債市場の発展は国有企業に主導されていることがわかる。図表 7-1 の通り、中小企業による債券発行の枠組みも存在するが、債券の種類によって監督機関や発行条件が異なっており、発行規模は限定的である（図表 7-2）。

[44] 中国人民銀行の「中国金融穏定報告 2014」によると、インターバンク市場は 2013 年時点で債券発行額の 91%、取引量の 94%を占めた。

[45] 中国証券登記結算公司（CCSDCC）で登録された社債の割合。

図表 5: 中国における社債の発行状況



出所：上海清算所、中央国債登記結算有限責任公司、中国証券登記結算有限責任公司

2013 年のその他のうち、5,668 億元が PPN（Private Placement Note。融資ツールの一種）

図表 6: 上位 30 社の社債発行体の状況（2013 年）

全体の社債発行残高（億元）	85,054
上位30社の社債発行残高（億元）	41,349
内、国有企業の発行残高（億元）	35,690
全体に占める上位30社の社債発行残高の割合(%)	48.6
上位30社の社債発行残高に占める国有企業の割合(%)	86.3

出所：Asian bond online

図表 7-1：中小企業の発行する債券

	中小企業集合手形	中小企業集合債	中小企業私募債
監督機関	中国銀行間市場交易商協会（NAFMII）	国家発展改革委員会（NDRC）	中国証券監督管理委員会（CSRC）
承認方法	登録制	審査制	届出制
方式	2社以上10社以下の中小企業を一つの発行体に束ねて統一発行し、各自が債務を負担	複数の中小企業を1つの発行体に束ねて1つの債券を発行し、各自が債務を負担	通常1社の中小企業が発行するが、複数が集合で発行することも可能
規模	1企業の担当額は2億元以内かつ純資産の40%以内。1本の手形の金額は10億元以内	1企業の担当額は純資産の40%以内	制約なし
発行レートの決定	マーケットで決定	中国人民銀行の審査の下で決定	銀行貸出基準金利の3倍以内
主な取引場所	インターバンク市場	取引所市場	取引所市場

出所：上海清算所、中国債券網、各種資料より国際通貨研究所作成

※中小企業私募債は公司債に、中小企業集合債は企業債に含まれる。

図表 7-2:　中小企業の発行する債券の推移

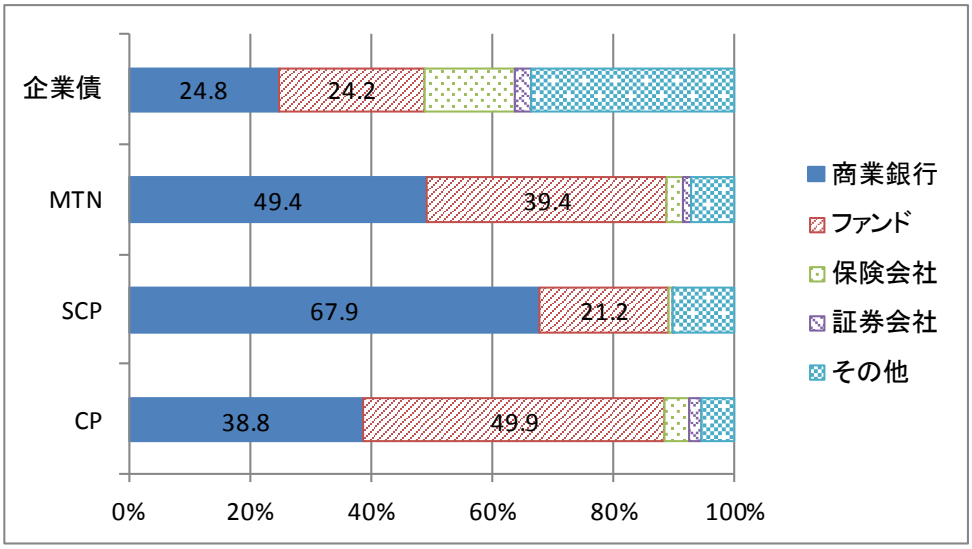
	中小企業集合手形		中小企業集合債		中小企業私募債	
	本数	金額(億元)	本数	金額(億元)	本数	金額(億元)
2009	4	12.65	0	0	0	0
2010	19	46.57	2	5.83	0	0
2011	17	52.34	3	14.18	0	0
2012	34	70.87	5	14.81	73	76.53
2013	3	5.17	15	17.03	217	285.23

出所：中国債券網,　中国証券登記結算有限公司

社債は大部分がインターバンク市場で取引されているため、図表 9 の通り、主な投資家は商業銀行とファンド[46]である。図表 10 の通り、ターンオーバー率は低下しており、投資家が保有期間を長期化している様子がうかがえる。

以上の通り、中国の社債市場は近年、債券発行を伴う融資が増加していることや、債券の主な発行体が国有企業・大企業で、投資家の約半分が銀行であること、また、ターンオーバー率が低いことを総合すると、銀行貸出の代替という側面が大きいといえる。

図表 8: インターバンク市場における社債保有者の状況（2013 年）

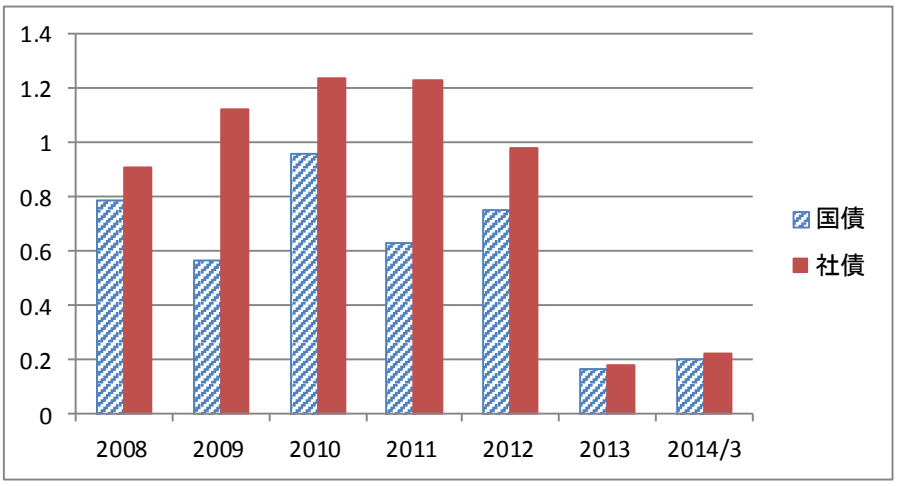


出所：中国債券網、上海清算所より国際通貨研究所作成

企業債の「その他」33.4%のうち 26.2%は取引所

[46] 中国証券投資基金業協会によると、2013 年末のファンドの管理資産は 4.2 兆元で、その内公募ファンドが 3.1 兆元。公募ファンドには株式型、混合型、債券型、通貨型があるが、シェアは債券型が約 10%、混合型が 19%となっている。

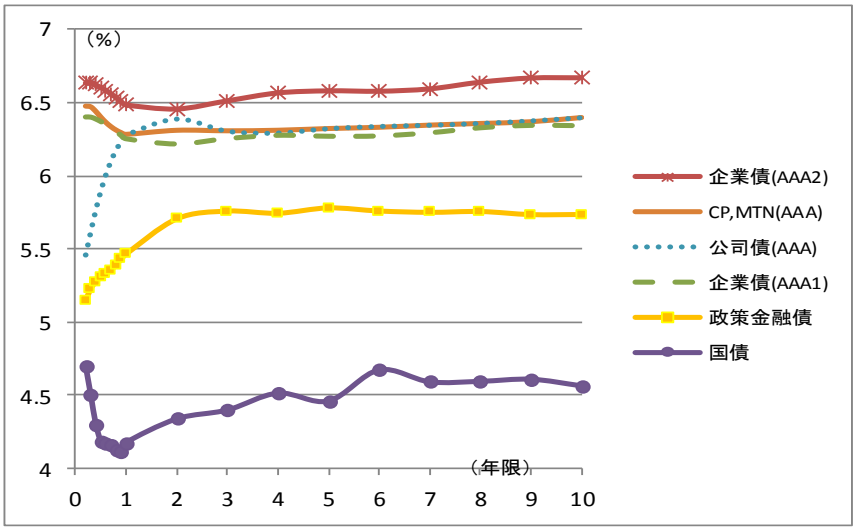
図表 9: 債券のターンオーバー比率



出所：Asian Bonds Online　ターンオーバー比率＝債券取引量÷債券の平均残高

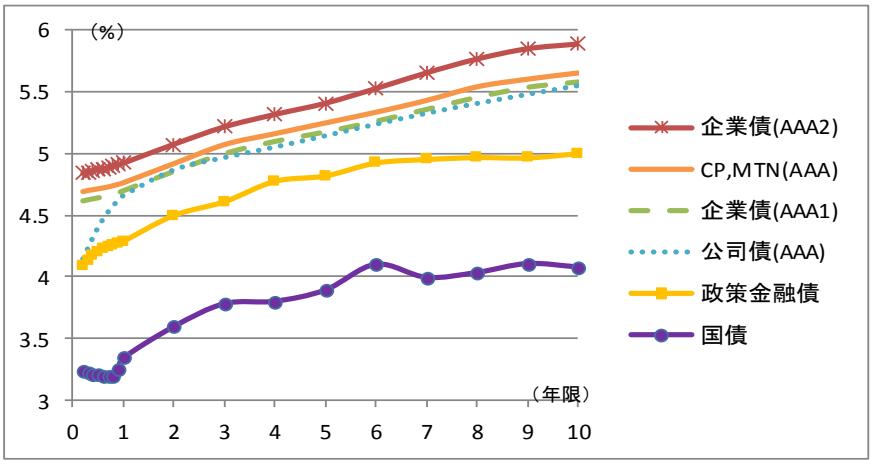
社債の金利に目を移すと、まず、イールドカーブは政策金融債をベンチマークに形成されており、公司債、企業債の順に利回りが高くなっている。最近の動向を確認すると、図表 10-1 の通り、2013 年 12 月末時点では、同国のシャドーバンキングに対する懸念や米国の量的緩和政策への縮小観測の広がりに伴う短期金利の上昇によって債券市場にも影響がみられた。2014 年 3 月、中国社債市場初のデフォルトが起きたが、図表 10-2 の通り、徐々に金利動向は落ちつきつつある。

図表 10-1: 社債と国債、政策金融債のイールドカーブの関係（2013 年 12 月末時点）



出所：中証指数有限公司　企業債はインターバンク市場のもの。カッコ内は格付

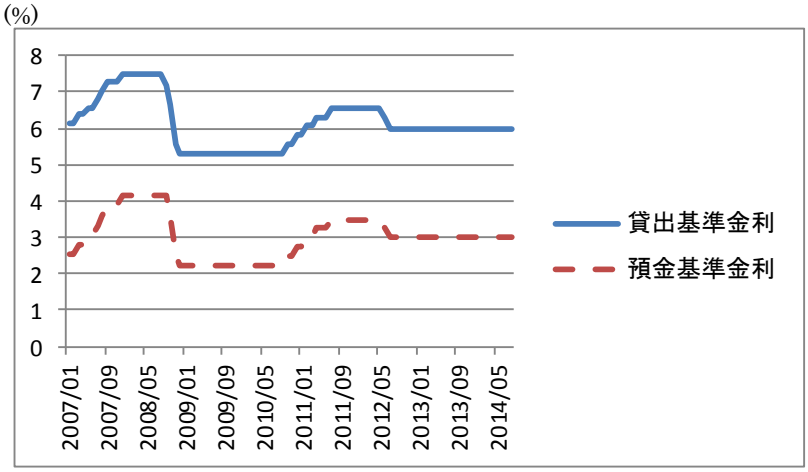
図表 10-2: 社債と国債、政策金融債のイールドカーブの関係（2014 年 6 月末時点）



出所：中証指数有限公司　企業債はインターバンク市場のもの。カッコ内は格付

発行体は債券市場での調達によって、資金調達コスト削減というメリットを享受している。中国人民銀行は 2013 年 7 月に貸出金利の下限の規制を撤廃したが、その後も人民元建て貸出の約 9 割は基準金利以上の金利水準で実行されている。2014 年 6 月末時点、1 年物貸出基準金利が 6%であるのに対して、社債の利回りは 6%未満である。しかし、図表 12 の通り、国債との利回り差（スプレッド）は日本や韓国と比較すると非常に大きい。中国の主要格付機関の 1 つである上海新世紀評級のレポートによれば、2013 年の中国社債の発行体の格付のほとんどが AA 以上[47]であるが、前述のスプレッドの大きさに鑑みると、中国の社債はリスクが大きいと判断されていると考えられる。

図表 11:　1 年物の貸出及び預金の基準金利



出所：中国人民銀行

[47] 発行体が AA 未満の格付となっている割合を社債の種類別に示すと、CP6.6%、中期手形 0.4%、公司債及び企業債は 0%。

図表 12: 社債と国債のスプレッド（2013 年 12 月末時点、単位：bp）

	社債（AA）vs 国債			社債（AAA）vs 国債		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年
中国	296.8	294.1	313.9	205.8	183.1	182.9
韓国	21.0	42.0	42.0	17.0	38.0	38.0
日本	11.9	18.1	16.4	0.0	0.0	0.0

出所：Asian Bonds Online

なお、Thomson Reuters によれば、2013 年 12 月末時点の日本の社債（AAA）と国債のスプレッドは 3 年物-0.001（-0.1bp）、5 年物 0.124（12.4bp）。1 年物はデータなし。

3. 中国の社債市場の問題点

中国の社債市場の発展の障壁には、投資家・発行体の偏りという他のアジア諸国の債券市場と共通する問題に加えて、市場の分断が挙げられる。上述の通り、中国では債券の種類によって監督機関が異なり、取引市場によって参加者が制限されている。一方、これは各監督機関の下、政策や資金用途に応じた債券発行が行われる仕組みともいえる。

市場の分断の弊害を挙げると、まず、発行体は債券の種類によって異なる発行手続きに対応する不便を強いられる。個人投資家は債券市場の大半を占めるインターバンク市場にアクセスできない[48]ため、投資できる商品が限られる。

監督機関が異なる結果、長期債では情報開示にバラつきが生じている。主な発行体が民間企業である公司債は、発行時点以降、情報開示などの管理がなされている。しかし、主な発行体が国有企業である企業債は発行審査に重点が置かれており、発行後の管理はあまり重点が置かれておらず、情報開示は不十分である[49]。企業債は公司債の 2 倍の規模であり、その存在感は大きい。

中国の社債市場では、当局が債券発行にコミットしているとの認識が、債券に対する暗黙の政府保証を想定させ、金利形成の歪みなどを生んでいる可能性がある。健全な債券市場では市場の判断に基づいた投資が行われ、デフォルト懸念が高まった発行体は市場から退場させられるが、国家政策のニーズに応えられる仕組みになっている現在の中国の社債市場ではそのような「自浄作用」が働きにくい。

企業債の動向には注意が必要である。企業債の発行体の大半は地方に立地する国有企業で、企業債の大半はインフラプロジェクト向けに発行された「城投債」であるとみられる。投資主導で経済成長を遂げた同国では、過剰な不動産投資による負の効果が懸念されてい

48 個人投資家が銀行窓口で購入できるのは、証書式国債と電子式の貯蓄国債。
49 慈溪市人民政府金融工作办公室ホームページの解説による。

る。城投債の発行体のデフォルトが大量発生した場合、債券市場には大きな影響が及ぶ。しかし、企業債の発行プロセスは国家発展改革委員会の監督下にある。発行時点で審査が厳しく行われるとしても、中国当局が都市化を推し進めている状況では、必要な資金を確保するために市場での調達を認めるというインセンティブが働き、今後も企業債の発行が増えていくと考えられる。

4. 今後の展望

中国当局は社債市場の課題を認識している。2013 年の三中全会では、資源配分において市場に「決定的な役割」を任せることが表明され、「市場で価格形成できるものは市場に任せる」「債券市場の発展と規範化を進め、直接融資の比重を向上」という方針が決定に盛り込まれた。しかし、少なくとも短期的には、社債市場の全面的な自由化へ向かっていくとは考えにくく、管理された取引は継続されると考えられる。

＜主要参考文献＞

- 関根栄一　「中国の社債発行制度改革－中国版 MTN の登場—」2009 年 Spring
- 社債市場の活性化に関する懇談会ワーキンググループ「社債市場の活性化に関する海外調査報告」（2010 年 4 月）
- 野村資本市場研究所　「中国の国債・地方債制度及び取引市場に関する調査」
- （2012 年 3 月）
- 川村雄介著・日本証券経済研究所編　「最新中国金融・資本市場」金融財政事業研究会
- （2013 年 1 月）
- 三菱東京 UFJ 銀行「BTMU 中国月報　第 99 号」（2014 年 4 月）
- 上海清算所　2012Yearbook
- 中央国債登記結算有限責任公司　「2013 年度债券市场统计分析报告」
- 中国債券信息網のウェブサイト
- 中国証券登記結算有限責任公司「中国証券登記結算統計年鑑 2013」
- 中国農業銀行「中小微企多元化融資支持体系分析与展望」2013 年 8 月
- 中国人民銀行「中国金融稳定报告 2014」、「貨幣政策執行報告」各年四半期版
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司「2013 年中国债券市场发行与评级研究」
- （2014 年 1 月）
- Asian Development Bank “ASEAN+3 Bond Market Guide “－People’s Republic of China.（2012 年）
- Asian Bonds Online のウェブサイト
- IOSCO “Corporate Bond Markets: A Global Perspective- volume1”　2014 年 4 月

第４部　アジア債券市場育成に向けた日本の公的金融や民間銀行の取り組み
第１章　日本の公的金融：国際ビジネス支援とアジア債券市場育成への取り組み

西沢　利郎（東京大学公共政策大学院 教授）

本稿では、日本の公的金融の全体像を概観した後、日本と国際経済社会の健全な発展に寄与することを目的に設立された政策金融機関である国際協力銀行（Japan Bank for International Cooperation: JBIC）に焦点をあて、同行による国際ビジネス支援とアジア債券市場育成への取り組みについて説明する。締め括りでは、JBIC を含む日本側のさまざまなプレーヤーと、どのように協力すれば ASEAN 諸国における債券市場育成に貢献できるのか、いくつかの論点を示したうえで議論する。

1. 日本の公的金融

日本には、さまざまな分野の政策目的に沿って投融資等を実施する公的金融機関（あるいは政策金融機関）が存在する。そのうちの主なものは図表 1 に示すとおりである。

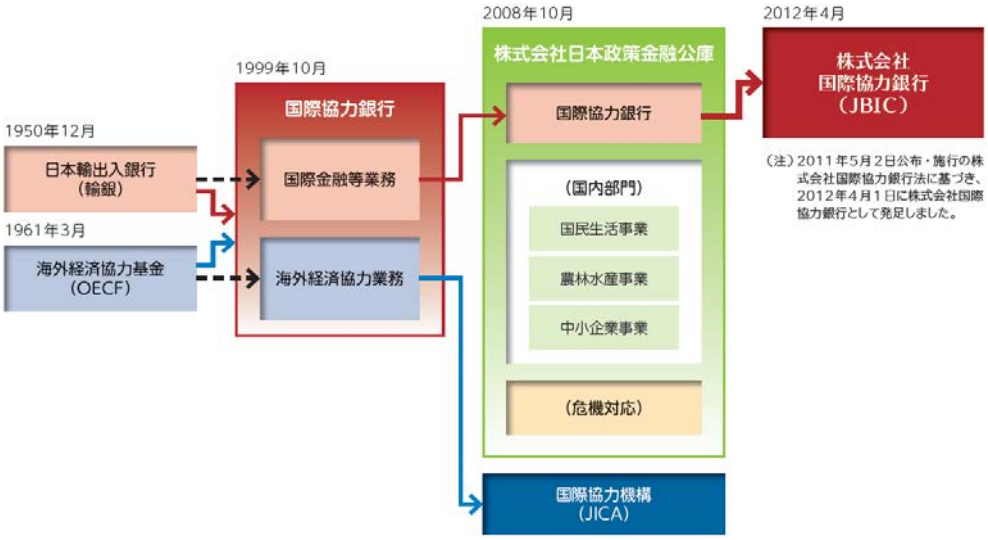
図表 1　日本の公的金融

出所：各機関ウェッブサイト

これらの公的金融機関のうち、日本企業の国際ビジネス展開の支援を業務の中心に据え、日本と国際経済社会の健全な発展に寄与することを目的とするのが JBIC である。こうした目的を掲げ、JBIC は、ASEAN 10 カ国に日本、中国、韓国を加えた 13 カ国（ASEAN+3）が推進するアジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative: ABMI）の推進にも、具体的な案件の実現を通じて貢献している。

JBIC は、その前身にあたる日本輸出入銀行の設立から約 60 年にわたりさまざまな変遷をへて、現在の形となっている。1999 年 10 月以降の JBIC の組織改編の経緯は、図表 2 のとおりである。

図表 2　JBIC の沿革



出所：JBIC Profile 国際協力銀行の役割と機能

JBIC の前身にあたる日本輸出入銀行は、第二次世界大戦後間もない 1950 年 12 月に日本輸出銀行として設立された。日本輸出入銀行と名称が改められたのは 1952 年である。日本輸出入銀行は、1999 年 10 月には円借款供与を通じた開発途上国への援助を業務とする海外経済協力基金（Overseas Economic Cooperation Fund: OECF）と統合され、JBIC となった。これに伴い JBIC の業務は、日本の輸出入や海外における経済活動の促進、国際金融秩序の安定に寄与することを主目的とする「国際金融等業務」と、開発途上国等の経済社会基盤整備や経済の安定等の自助努力を支援する資金提供を主目的とする「海外経済協力業務」という 2 本の柱で構成されることとなった。しかし、その後 2008 年 10 月に政策金融改革に伴う組織改編が行われ、ここでいう国際金融等業務は株式会社日本政策金融公庫（Japan Finance Corporation: JFC）の国際金融部門として承継され、引き続き国際協力銀行（JBIC）と称されることとなった[50]。現在の JBIC は、2012 年 4 月に JFC から分離独立した組織を母体として、株式会社国際協力銀行法に基づき新たに設立された政策金融機関である。

2. 国際協力銀行の機能と役割

JBIC は、次の 4 つの分野で業務を行っている。

○日本にとって重要な資源の海外における開発と取得の促進

[50] 海外経済協力業務は独立行政法人国際協力機構（JICA）に承継された。

○日本の産業の国際競争力の維持と向上
○地球温暖化の防止等の地球環境の保全を目的とする海外における事業の促進
○国際金融秩序の混乱の防止またはその被害への対処
また、JBIC は、政策金融機関として図表 3 に掲げる業務運営の原則に沿って業務を行っている。

図表 3　業務運営の原則

1 **民業補完**
政策金融に求められる役割を適切に果たすべく、国際金融分野における民間金融機関の状況をふまえ、その補完に徹します。

2 **収支相償・償還確実性**
法律の求めに従って、収支の健全性の確保に努め、その金融判断にあたっても、融資等の回収の見込みについて十分な審査を行うよう努めます。

3 **国際的信用の維持・向上**
業務の的確な実施及び海外での効率的な資金調達のため、これまで築いてきた国際的な信任の維持・向上に努めます。

4 **業務の専門的・主体的な遂行**
国際金融に関する専門性と主体性を発揮し、一貫した体制のもとで、円滑な業務の実施に努めます。

出所：JBIC Profile 国際協力銀行の役割と機能

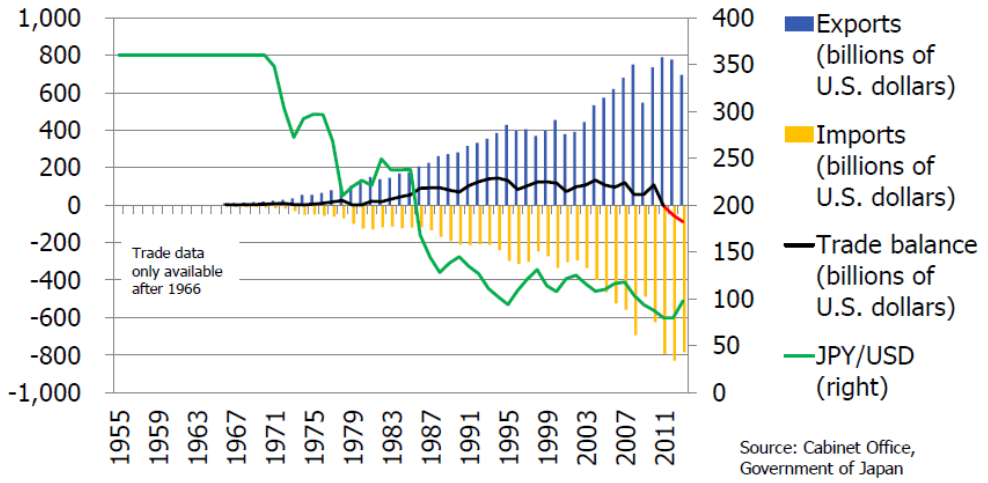
JBIC は業務の実施において、次の金融手段を用いている。
○輸出金融
○輸入金融
○投資金融
○事業開発等金融
○保証
○出資
○ブリッジローン等
○証券化・流動化

さらに、JBIC は中堅・中小企業の海外事業展開を支援するため、日本国内の地域金融機関や海外の地場金融機関等との連携に加え、海外の投資環境に関する調査資料の提供なども行っている。

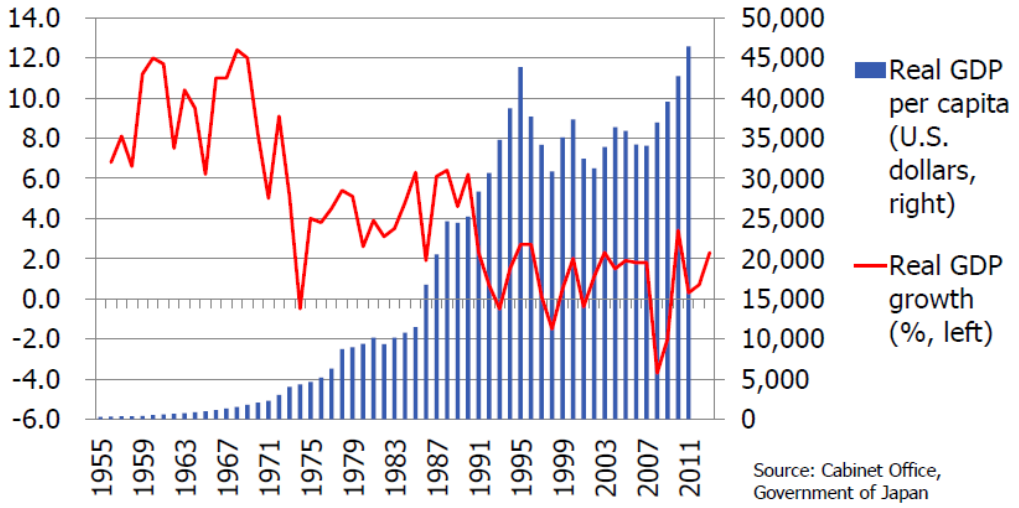
3. 国際協力銀行の過去 60 年と業務分野の変遷

JBIC（以後、その前身である日本輸出銀行、日本輸出入銀行の時期を含めて、便宜上、JBIC と呼ぶ）の業務内容は、日本経済の発展に沿って、大きく変遷を遂げてきた。図表 4 は、1955 年から 2013 年までの約 60 年にわたる日本の輸出入の推移を示している。驚くべきことに、1970 年代以降の急激な円高にもかかわらず、1990 年代半ばまで日本の輸出は趨勢的に拡大し、貿易黒字が続いた。さらに 1 ドル 100～120 円圏の為替レートで推移した 1990 年代後半以降も、直近の数年に至るまでは貿易黒字が続いていた。そしてこの間の実質 GDP 成長率は、1960 年代の二桁から 1970 年代には 5%前後に低下し、1990 年代に入るとほぼ 2%を上限として大きく変動する局面に入っている。一人当たり実質 GDP は、1990 年代半ばまでは大きな伸びを示していたが、その後落ち込み、近年はやや回復している（図表 5）。

図表 4　日本の貿易実績、1955～2013 年

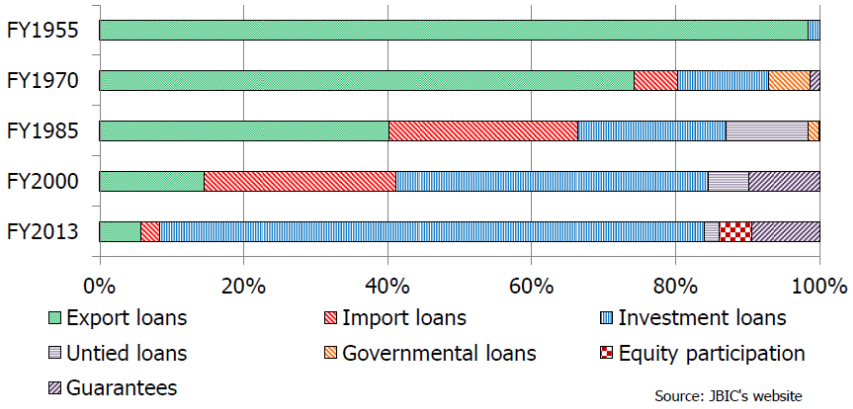


図表 5　日本の実質 GDP、1955～2013 年



このような日本経済の大きな変化と歩調を合わせて、JBIC の業務分野は大きな変遷を遂げてきた。図表 6 をみると、1955 年に投融資承諾の大宗を占めた輸出金融が 1970 年代から 80 年代にかけて、そのシェアを大幅に縮小していることがわかる。その間、輸入金融が全体の 4 分の 1 を占めた時期はあったものの、投資金融が一貫してシェアを拡大し、近年では投融資承諾全体の 8 割近くを占めている。輸出金融の趨勢的なシェア低下と投資金融の趨勢的なシェア拡大は、日本経済が、日本企業の輸出が牽引する経済成長から、対ドル為替レートが増価するなかで日本企業の海外直接投資が加速し、さらにその裾野を広げていく変化の過程を反映しているといえよう。

図表 6　JBIC の投融資等承諾推移、1955～2013 年度



4. 国際協力銀行のアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）への貢献

（1）背景

アジアでは、1997 年に発生した通貨危機の経験を踏まえ、金融における通貨・期間のダブルミスマッチを緩和することによってリスクを軽減すると共に、域内の潤沢な貯蓄を域内の中長期資金ニーズに結びつけるため、金融仲介機能を拡充・深化させることが重要な政策課題と認識されるに至った。こうした政策課題に沿って、ASEAN＋3 諸国の財務省・中央銀行は、2002 年 12 月の非公式セッションで日本政府が ABMI を提唱して以来、アジアにおける債券市場育成へ向けた包括的な取り組みを続けている。このような文脈で、JBIC は、日本政府の対外経済政策の一翼を担う政策金融機関として、ABMI 推進のため、アジアの現地通貨建て債券の発行や民間企業が発行する債券への保証供与などを通じて債券市場の育成に携わっている。

（2）JBIC のアプローチ

ABMI 推進に際し、JBIC は、これまで数多くの案件で保証機能を活用している。JBIC は、開発途上国への民間資金の導入や民間企業による国際ビジネス展開の促進を目的として、民間金融機関等からの融資、開発途上国政府等の公債発行、現地日系企業による社債

発行等に対して保証を供与する機能を有している。

また、JBIC は、業務遂行に必要な財源を調達するために設立根拠法（株式会社国際協力銀行法）で認められている政府保証外債の発行を通じて、ABMI の推進に貢献している。政府保証外債の発行によって調達された資金は、日本企業等の現地通貨資金ニーズに充てられるものを含め、JBIC の外貨建て融資の原資の一部を構成している。JBIC が海外資本市場において発行するすべての債券の元本・利子の支払には、日本政府による無条件取り消し不能の支払い保証が付与されている。政府保証外債の格付は、日本国の外貨建て債務格付と同じである[51]。JBIC はこのような政府保証外債の継続的な発行の一環として、2005 年 9 月には ABMI 推進への貢献を意図して、タイ市場においてバーツ建て政府保証債を発行した。

（3）事例 1：日系企業現地子会社が発行する現地通貨建て社債への保証供与

開発途上国に進出し、事業展開している日系企業が現地通貨建てで発行する社債に JBIC が保証を供与した事例は、これまでタイで 2 件（2004 年 6 月、2008 年 8 月）、マレーシアで 2 件（2006 年 1 月、2007 年 10 月）、インドネシアで 2 件（2006 年 3 月、2007 年 3 月）と、6 件の実績がある。いずれも、ほぼ同様のスキームを用いており、タイでは自動車の製造販売、インドネシアでは自動二輪車の販売金融、マレーシアでは機器・設備リースというように、いずれも国内市場向けの事業に必要な現地通貨資金ニーズを満たすことを目的としている。

1997～98 年のアジア通貨危機から立ち直った後のアジア諸国は、域内で形成された国際的な生産・流通ネットワークを活かしつつ、世界経済が拡大するなかで順調な経済成長を遂げてきた。こうした文脈で、2 つの分野において現地通貨資金へのニーズが拡大している。

そのひとつは、国際的な生産・流通ネットワークのなかで生産拠点が進出先での事業拡大を進めるにつれて、各種資材・部品を、日本からの輸入ばかりではなく、現地企業から調達する割合が増えていることに伴う資金ニーズの拡大である。日系製造業企業のアジア進出先拠点では、日本からの調達比率が低下する一方、現地調達比率が上昇しており、特に ASEAN4（インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア）と中国においてこうした傾向が顕著である。

もうひとつの分野は、現地販売金融である。急速な経済成長の結果、中間層の拡大を伴う所得水準の全般的な向上が続くなか、日系企業にとってアジア諸国は生産拠点を提供す

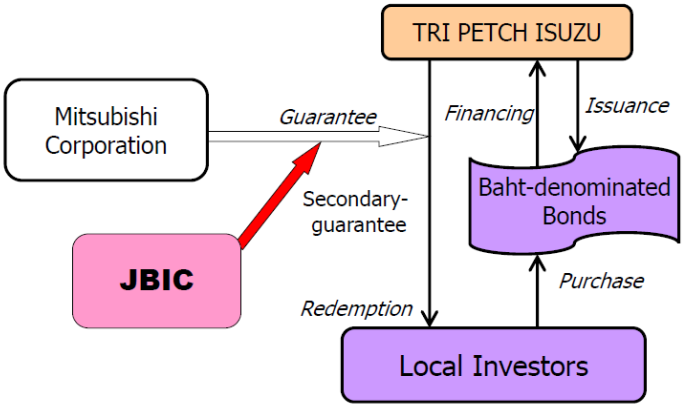
[51] JBIC の発行体格付は 2014 年 7 月 15 日現在、ムーディーズ・ジャパン株式会社 Aa3、スタンダード＆プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社 AA－、株式会社格付投資情報センターAA+、株式会社日本格付研究所 AAA である。

るのみならず、製品販売市場としての魅力を高めている。アジア各国に進出している日系企業は、為替リスク回避のためにも事業資金の現地通貨建て調達を志向していると考えられるが、ここ数年は、この志向が製品販売金融の分野で特に目立っている。

社債市場における円滑な資金調達を可能とするには、社債の発行主体と投資家との間に存在する情報の非対称性を克服することが極めて重要である。とりわけ、外資系企業の場合、すでに良好な業況にある企業であっても、地場社債市場において投資家から必ずしも十分に認知されていない可能性があり、その場合は、相対的に認知度が高い JBIC のような存在が保証を通じて情報の非対称性の緩和に一定の役割を果たすことができると考えられる。これによって、起債が容易になると同時に、発行体にとっての資金調達コストを引き下げる余地も出てくる。

現地日系企業が発行する現地通貨建て社債に対する保証が適用された最初の事例は、三菱商事といすゞ自動車のタイにおける合弁現地法人である Tri Petch Isuzu Sales Co., Ltd（TIS 社）による 2004 年 6 月のバーツ建て社債の発行である。TIS 社がタイの債券市場で初めて発行する 35 億バーツ（約 100 億円）の社債には、まず親会社である三菱商事が保証を付し、これに JBIC が再保証を供与した。社債の発行によって調達された資金は、いすゞブランドのピックアップトラックを製造・販売するための長期資金ニーズに充てられた。TIS 社は、その後 2005 年 6 月、2006 年 7 月に JBIC の保証供与なしにバーツ建て社債を発行しているが、募集額を大幅に上回る応募があり、タイの債券市場において優良発行体として投資家の認知を得ることができた。

図表 7　日系企業現地子会社が発行する現地通貨建て社債への保証供与



（4）事例 2：クロスボーダー債券担保証券への保証供与

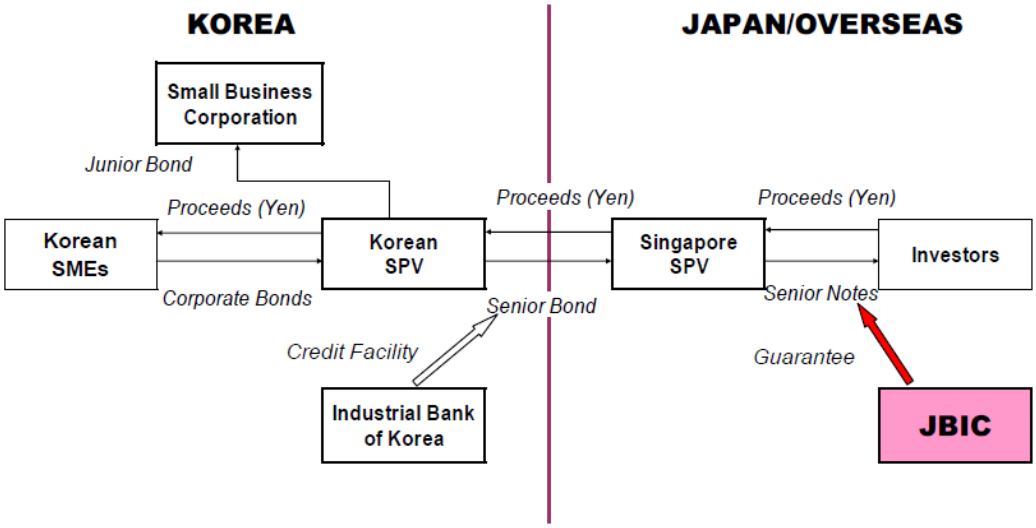
日本財務省と韓国財政経済部は、2004 年 6 月、アジア域内の資産担保証券市場の発展を促進するために共同して取り組むことに合意した。その内容は、ABMI の一環として、「韓

国における中小企業が必要としている資金を提供する円建て韓国債券担保証券（「韓国CBO」）の海外発行」を目指すことであった。合意によると、担保となる債権は、韓国中小企業銀行（The Industrial Bank of Korea: IBK）と韓国中小企業振興公団（Small Business Corporation of Korea: SBC）が共同して管理する信用委員会が選択する中小企業向け融資や社債をプーリングして構成するとされた。さらに、韓国国内で発行される韓国 CBO と同様、優先劣後構造からなる内部信用補完の手法を適用することによって、アジア域内の幅広い投資家にアピールすることが提案された。この合意の後、日本財務省は、韓国 CBO への JBIC による保証供与を可能とするため、JBIC の保証政策に関わる財務省告示を改正している。

日韓両国政府の合意を受けて具体的な検討と準備を進めた結果、2004 年 12 月、JBIC は韓国債券担保証券に対する保証契約を調印するに至った。この債券はアジア域内の投資家への販売を想定したクロスボーダーの債券であるため、「汎アジアボンド」と名づけられた。

ここで、汎アジアボンドのスキームをみてみる（図表 8）。まず韓国の中小企業 46 社が発行する円建て社債を担保とする債券担保証券を組成し、これを優先債、メザニン債、劣後債に分割することで内部信用補完の手法を適用する。劣後債は、韓国中小企業振興公団（SBC）が全額引き受け、メザニン債は韓国の中小企業が保有（買い戻し）する。優先債については、韓国の政府系金融機関である韓国中小企業銀行（IBK）が保証を供与し、さらに、この保証が付された債券を裏づけ資産として発行される円建て優先債券に JBIC が保証を供与し、シンガポール証券取引所に上場したうえで日本を含むアジアの投資家に販売した。

図表 8　クロスボーダー債券担保証券への保証供与



汎アジアボンドは、日韓両国政府が共同して取り組み、両国の政策金融機関がその機能を活かして実現されたものであり、政策的に推進されたイニシアティブが市場性の高い金融商品として具体化した事例である。

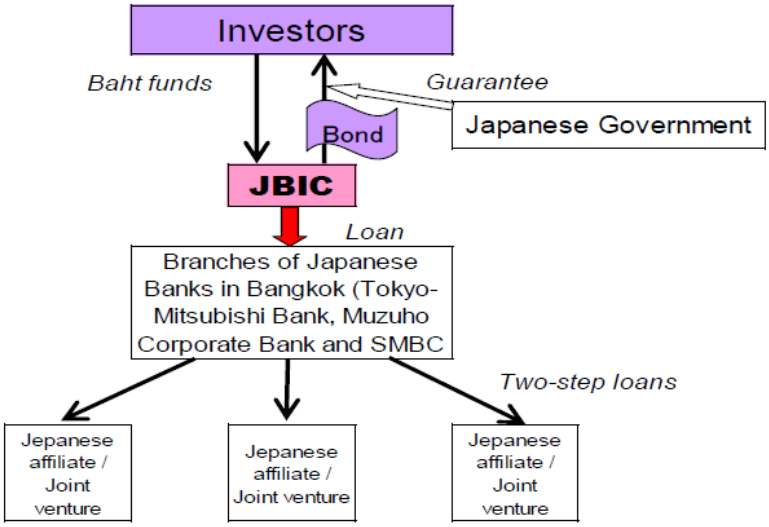
（5）事例 3：起債による現地通貨調達と転貸

タイをはじめとするアジアの新興諸国では、国内市場向けに自動車、電気製品などを製造販売する日系企業の資金ニーズが拡大している。他方、こういったアジア諸国では、非居住者による現地通貨建て債券発行の実績は限られているのが実態である。その背景には、言語、準拠法、会計基準、格付などの制度インフラが十分に整備されていない、あるいは非居住者にとっては馴染みが薄く、当局との折衝にも多大なコストを要することなどが挙げられる。ADBI の目的のひとつは、このような制度インフラの整備であるが、同時に、非居住者である国際機関や JBIC のような外国政府系金融機関が率先して現地通貨建て債券を発行すれば、非居住者による起債の促進に資すると考えられる。以下、タイの事例を紹介する。

ABMI への取り組みとして、タイ政府は、発行体や発行債券の多様化によって債券市場に厚みを増すこと、決済システムなどの債券市場のインフラを整備することを重点施策として打ち出した。このため、タイ政府は、国内債券市場発展計画を策定し、そのなかで外国の発行体や投資家のシェアを拡大し、その残高を 2014 年までの 10 年間で全体の 5%以上にする目標を掲げた。このような目標へ向けてタイ財務省は、国際機関と外国政府系金融機関によるバーツ建て債券発行を承認し、2004 年 5 月には非居住者（外国政府・外国政府系金融機関）の債券発行ガイドラインを策定した。

上記ガイドライン策定を受けて、JBIC は 2005 年 9 月、ABMI 構想に沿った第 1 号案件として、タイ市場において 30 億バーツの債券を発行した。起債条件は期間 5 年・2010 年 9 月期限一括償還で、表面利率は 4.78%に設定された。引受幹事団は、シティコープ･セキュリティーズ、サイアム・コマーシャル・バンコク（主幹事）、キャピタル・ノムラ・セキュリティーズ、TISCO セキュリティーズ（副幹事）であった。調達されたバーツ資金は、東京三菱銀行、みずほコーポレート銀行、三井住友銀行の 3 行それぞれのバンコク支店が行う日系企業向け事業資金融資の原資として活用された。

図表 9　起債による現地通貨調達と転貸



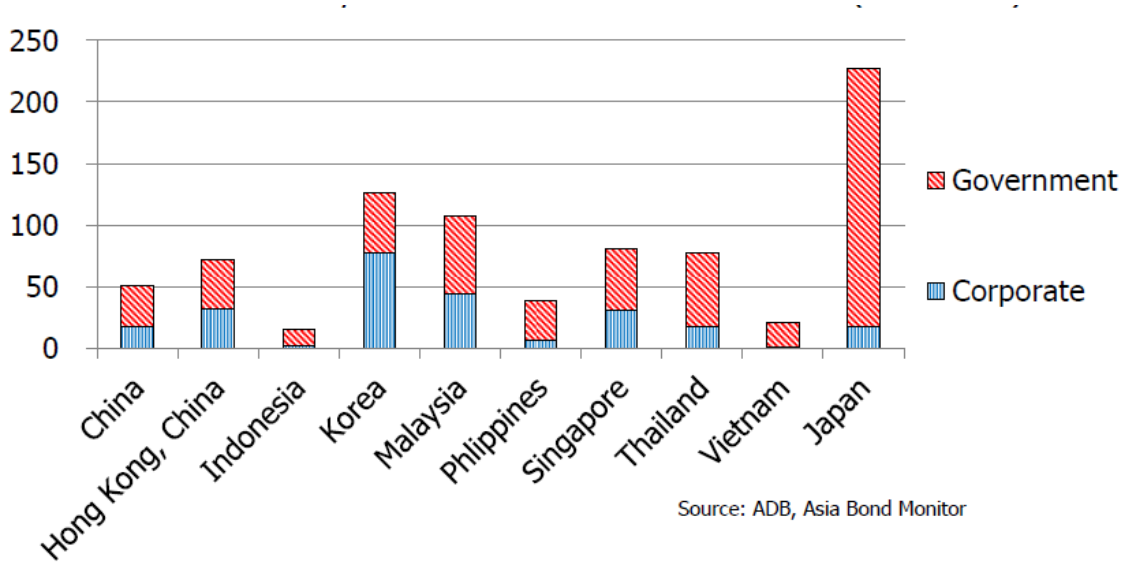
（6）事例 4：証券化業務

JBIC は 2013 年 5 月、イオンフィナンシャルサービス株式会社が出資するタイ王国法人 AEON Thana Sinsap (Thailand) Public Company Limited（ATS 社）をオリジネーターとする総額 8,000 万ドルの資産担保証券（ABS、※本件の裏付け資産はクレジットカード債権）のうち、5,000 万ドル分を取得するとともに、民間投資家取得分（元本部分 3,000 万ドル分）、および ATS 社が民間金融機関から借入れる資産担保融資（ABL）（融資金額 2,000 万ドルの元本部分）に対する保証を提供した。これは、JBIC が 2008 年 10 月に導入した証券化業務の初の事例である。また、本件は ABMI の「新ロードマップ・プラス」で合意された 9 つの優先分野の一つである「消費者や中小企業（SMEs）の金融アクセスの強化」に沿った取組みでもあり、ATS 社の個人向け金融事業の強化を通じ、タイ国内消費者の金融へのアクセス環境改善に貢献すると位置づけられる。

5. ASEAN 諸国における債券市場育成に向けてどのように協力できるか？

アジア域内の債券市場育成には一定の進展がみられるものの、依然として、債券市場の中心は国債であり、多くの地場債券市場において社債が占める割合は比較的小さい。また、債券流通市場での取引はそれほど活発でない。さらに株式市場と比較して、債券市場への外国投資家の参加は限られる。

図表 10　現地通貨建て債券市場、2014 年 3 月現在（GDP 比%）



こうした現状の背景には、企業部門全体として、業績が好調かつ財務状況が良好であっても市場からの資金調達への需要が強くないこと、銀行が債券を長期保有しがちであること、地場機関投資家が広く育っていないことなどが考えられる。

それでは、債券市場育成を推進するためには何をすべきであろうか。まずは、官民の潜在的資金ニーズの所在を明らかにすることが出発点となる。しかし、企業部門全体として市場性の外部資金への需要が強くないとすれば、少なくとも短期的には官が主導して、パイロット的な案件で呼び水効果を狙うことが考えられる。例えば、多額かつ長期の現地通貨資金を必要とするインフラ整備のための資金調達への債券（プロジェクトボンド）の活用を官民で検討することは一案である。

ただし、官が主導して案件を積み上げる場合、次の 3 点には留意すべきであろう。
○官の政策目標（日本の裨益を含む）と民の動機づけとのギャップを埋めること
○具体的な障害や制約を見極めたうえで、市場慣行に沿った実際的な解決策を検討すること
○官民のさまざまなプレーヤーが担うべき適切な役割を明らかにすること

＜参考文献＞

・　国際協力銀行［2013］『JBIC Profile 国際協力銀行の役割と機能』。
・　財務省［2004］報道発表（2004 年 6 月 23 日）『アジアにおける債務担保証券市場育成に向けた日韓の取組について』。
・　――［2007］財務大臣談話・声明一覧（2007 年 5 月 5 日）『第 10 回 ASEAN+3（日中韓）財務大臣会議共同声明（ポイント）』。

・　野村證券株式会社［2004］プレスリリース（2004 年 12 月 8 日）『アジア債券市場育成を目指して　韓国 CBO（Pan-Asia 債）発行のご案内』。
・　仲川 聡［2006］「国際協力銀行（JBIC）のアジア債券市場育成イニシアティブ」犬飼重仁（編著）『アジア域内国際債市場創設構想－アジアボンド市場へのロードマップ』雄松堂出版。
・　西沢利郎［2007］「マレーシア及びタイにおける日系中堅・中小企業の資金需要・調達の現状－現地ヒアリング調査の中間報告」、国際協力銀行開発金融研究所『開発金融研究所報』第 35 号。
・　西沢利郎［2009］「アジア債券市場への国際協力銀行の取組み」小川英治（編著）『アジア・ボンドの経済学－債権市場の発展を目指して』東洋経済新報社。
・　日本銀行国際局アジア金融協力センター［2006］『アジアにおける日系企業の財務活動を巡る諸論点－「アジアにおける日系企業の財務活動に関する研究会」における議論のとりまとめ』。

第２章　債券市場における MUFG の役割とアジアビジネス戦略

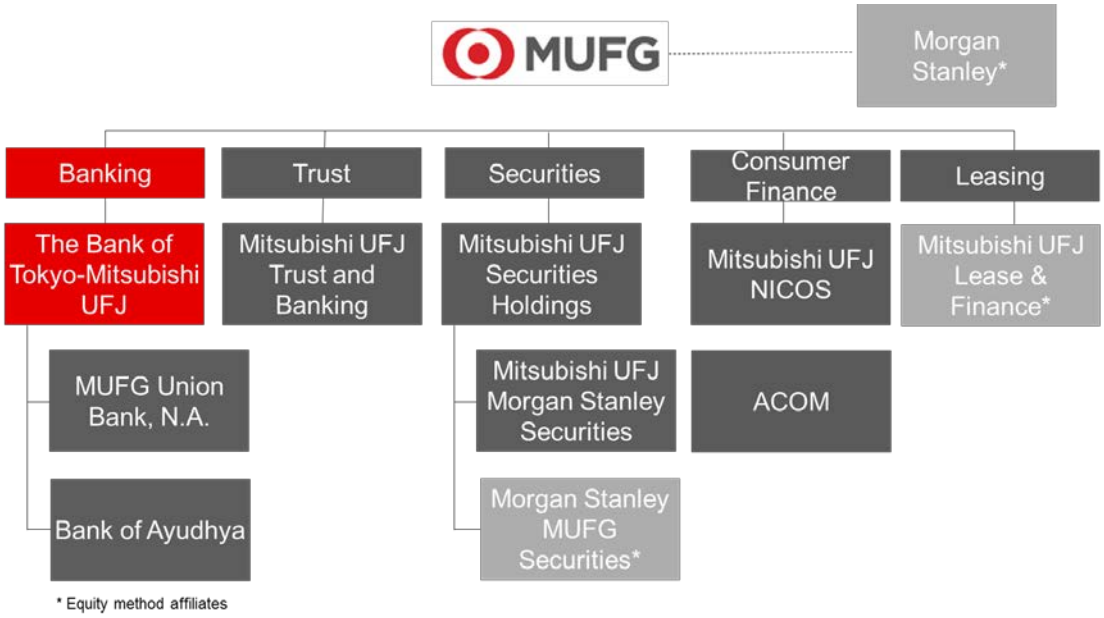
板垣　靖士（三菱東京 UFJ 銀行　ｱｼﾞｱ･ｵｾｱﾆｱ本部ｱｼﾞｱ･ｵｾｱﾆｱ企画部　部長）

1. 三菱 UFJ フィナンシャルグループ（以下「MUFG」）について

（１）MUFG 概要

MUFG は国内外およそ 300 社、従業員数 15 万人で構成される総資産ベースで日本最大の総合金融グループである。三菱東京 UFJ 銀行（以下、「BTMU」）、三菱 UFJ 信託銀行、三菱 UFJ 証券ホールディングス、三菱 UFJ ニコス、三菱 UFJ リースなど、各金融分野でトップクラスのグループ会社がネットワークと機能を活かしながら、顧客の多様なニーズに応えるべく、最高水準の商品・サービスを提供している。MUFG は世界 40 カ国で事業展開しており、2014 年 4 月時点の総資産は約 250 兆円（世界第 3 位）である。グローバルな金融システムにおける重要な金融機関の一つとして、G-SIFIS[52]にも認定されている。

図表 1　MUFG グループ構成



[52] Global Systemically Important Financial Institutions の略。主要国の中央銀行や金融監督当局当で構成されている金融安定理事会が、世界的な金融システムの安定に必要と認定した金融機関を指す。

図表 2　MUFG 概要

Key Figures	
Number of Employees	Approx. 150,000
Financials (March 2014)	
Total Assets	USD 2,500 billion
Total Loans	USD 988 billion
Total Deposits	USD 1,402 billion
Network (March 2014)	
Domestic Branches	1,104
Overseas Branches	1,154
Total	2,250
Latest Ratings (BTMU)	
Moody's	Aa3
S&P	A+
Fitch	A

図表 3　総資産ランキング

Total Assets (April 2014)			
Rank	Bank Name	Country	USD bn
1	ICBC	China	3,054
2	HSBC	UK	2,723
3	MUFG	Japan	2,631
4	BNP Paribas	France	2,509
5	Credit Agricole	France	2,395
6	JP Morgan Chase	US	2,463
7	China Construction Bank	China	2,443
8	Deutsche Bank	Germany	2,418
9	Agricultural Bank of China	China	2,379
10	Barclays	UK	2,267

図表 4　各種ランキング

2013 Asia Bookrunners for Syndication and Club Loans				
Rank	Bank Name	USD mn	No. of Deals	Market Share
1	Standard Chartered Bank	10,470.4	71	8.4%
2	DBS Bank	6,364.3	45	5.1%
3	Mizuho Bank	5,840.1	41	4.7%
4	HSBC	5,436.3	39	4.4%
5	Bank of China	5,233.2	30	4.2%
6	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	5,106.2	36	4.1%
7	ANZ	4,963.9	39	4.1%
8	Deutsche Bank	4,288.4	39	4.0%
9	State Bank of India	4,169.9	20	3.3%
10	Sumitomo Mitsui Banking Corp	3,952.5	29	3.2%

Source: Thomson Reuters LPC

2013 Global Initial Mandated Lead Arrangers for Project Finance				
Rank	Bank Name	USD mn	No. of Deals	Market Share
1	Mitsubishi UFJ Financial Group	11,430.0	108	5.6%
2	State Bank of India	10,090.0	20	5.0%
3	China Development Bank	8,312.0	6	4.1%
4	Sumitomo Mitsui Banking Corp	7,924.0	80	3.9%
5	Mizuho Financial	7,444.0	60	3.7%
6	Korea Development Bank	5,659.0	16	2.8%
7	Credit Agricole	5,107.0	62	2.5%
8	Barclays	4,211.0	28	2.1%
9	HSBC	4,192.0	32	2.1%
10	ING	3,997.0	48	2.0%

Source: Project Finance International

2012 Global Mandated Lead Arrangers for ECA Finance				
Rank	Bank Name	USD mn	No. of Deals	Market Share
1	Mitsubishi UFJ Financial Group	9,355.0	59	8.2%
2	HSBC	8,292.0	74	7.3%
3	JPMorgan Chase	6,205.0	33	5.4%
4	Sumitomo Financial Group Corp	5,033.0	56	4.4%
5	Mitsubishi UFJ Financial Group	4,951.0	45	4.3%

Source: BTMU, Dealogic

2013 Japan Bookrunners for Straight Bonds				
Rank	Bank Name	USD mn	No. of Deals	Market Share
1	Nomura Holdings	20,440.2	219	25.0%
2	Mizuho Financial Group	16,283.5	206	19.9%
3	Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities	14,986.1	213	18.3%
4	Daiwa Securities Group	13,768.4	174	16.8%
5	Sumitomo Mitsui Financial Group	12,624.3	197	15.4%
6	Goldman Sachs Group	1,029.6	16	1.3%
7	Citigroup	787.6	13	1.0%
8	Tokai Tokyo Financial Holdings	507.6	17	0.6%
9	Bank of America Merrill Lynch	446.0	8	0.5%
10	Shinkin Central Bank	399.8	19	0.5%

Source: Bloomberg

（2）MUFG の歴史

MUFG は 2005 年に三菱東京フィナンシャルグループと UFJ ホールディングスが合併して誕生した。グループ中核会社の一社である BTMU は三菱銀行、東京銀行、三和銀行、東海銀行という長い歴史を有する 4 つの銀行を前身とする。この内、三和銀行は 350 年前に開業した鴻池両替商の流れを汲む。MUFG は海外展開の歴史も古く、東京銀行の前身である横浜正金銀行が 1880 年にニューヨーク拠点、1882 年にロンドン拠点を設置している。現在の拠点数は世界で 2,000 以上と、本邦の金融機関の中では最大のグローバルネットワークを有しており、MUFG の強みの一つとなっている。近年は海外事業を一層拡大すべく、

積極的な M&A 戦略を展開している。2008 年、MUFG は世界的な投資銀行であるモルガン・スタンレーに約 20%出資し、戦略的資本提携を実行した。BTMU は 2012 年にベトナムの国営大手銀行ヴィエティンバンクへの資本出資を、2013 年にタイの大手商業銀行アユタヤ銀行（現地呼称 Krungsri）の子会社化を発表した。

2. 債券市場における MUFG の役割

（1）概要

MUFG は債券市場において発行体、投資家及びアレンジャーという 3 つの「顔」（役割）を持つ。各役割における MUFG の特徴は以下の通りである。

発行体	本邦民間金融機関の中で最大の発行体。海外業務の拡大に伴い、近年は外貨建社債（外債）発行が増加
投資家	日本最大級の機関投資家。バッファーアセットとして日本国債を中心とした高格付・高流動性の債券に多く投資
アレンジャー	傘下の証券会社を通じてグローバルベースで債券関連ビジネスを展開。日本では戦略的提携関係にあるモルガン・スタンレーとのジョイント・ベンチャーである証券会社 2 社が証券サービスを提供

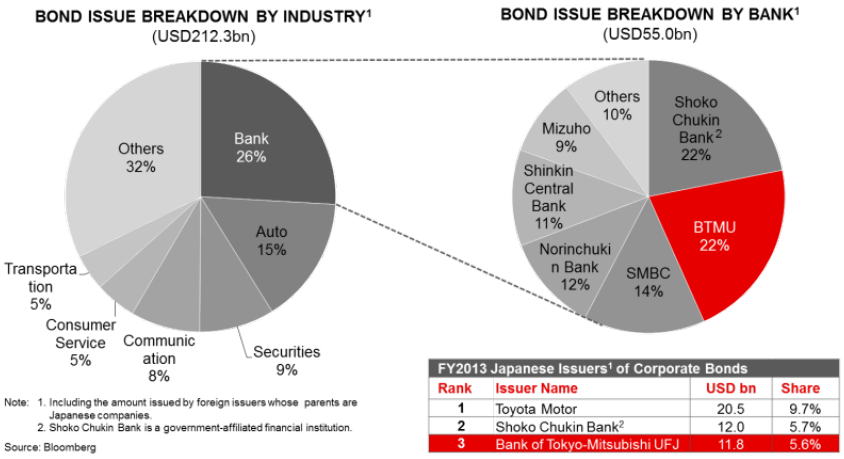
2014 年 3 月末時点の MUFG のバランスシートにおいて、投資有価証券は 75 兆円と総資産の約 3 割を占める。債券発行残高は 8 兆円である。

（2）発行体としての MUFG

①BTMU の社債発行市場における位置づけ

日系企業における 2013 年度の社債発行額は合計 USD212bn であった。セクター別では銀行による発行が最も多く、全体の 26%を占めた。発行体別では 1 位がトヨタ自動車工業（シェア：9.7%）、2 位が商工中金（同 5.7%）、3 位が BTMU（同 5.6%）であった。

図表 5　社債発行を行った日系企業の内訳（2013 年度）



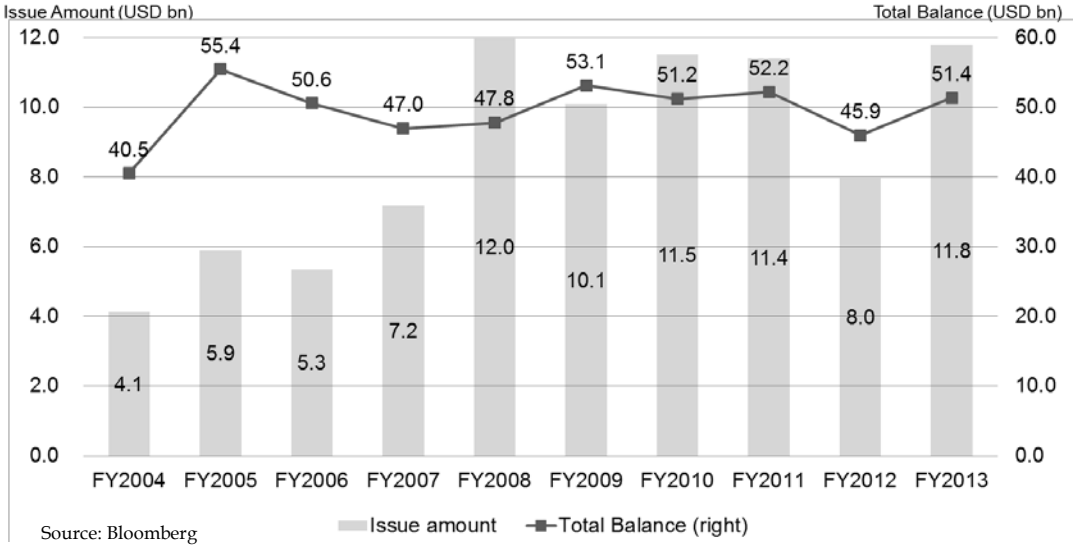
FY2013 Japanese Issuers[1] of Corporate Bonds

Rank	Issuer Name	USD bn	Share
1	Toyota Motor	20.5	9.7%
2	Shoko Chukin Bank[2]	12.0	5.7%
3	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	11.8	5.6%

②BTMU の社債発行額と発行残高の推移

BTMU は 2008 年度以降、毎年約 USD10bn の社債を発行しており、発行残高は USD50bn 前後で推移している。銀行の主たる資金調達手段は顧客から預かる預金であるが、預金は短期物が中心である。中長期の資金調達を可能にする社債発行は、住宅ローンなど長期の貸出を行う銀行にとって、運用と調達の期間差（長短ギャップ）を埋める重要な役割を担っている。BTMU は社債市場から安定的に資金調達を行えるように、市場（投資家）と良好な関係を維持することに努めている。具体的には、投資家ニーズが高い中期債（3 年物・5 年物）を中心に定例発行することで、市場におけるベンチマークを形成すると共に、投資家が投資スケジュールを立て易いようにしている。これは、自らのリファイナンス・リスクの軽減にも繋がっている。なお、BTMU は社債発行に係る方針及び目的を自社のウェブサイトにて公開している。

図表 6　BTMU 社債発行額と発行残高推移

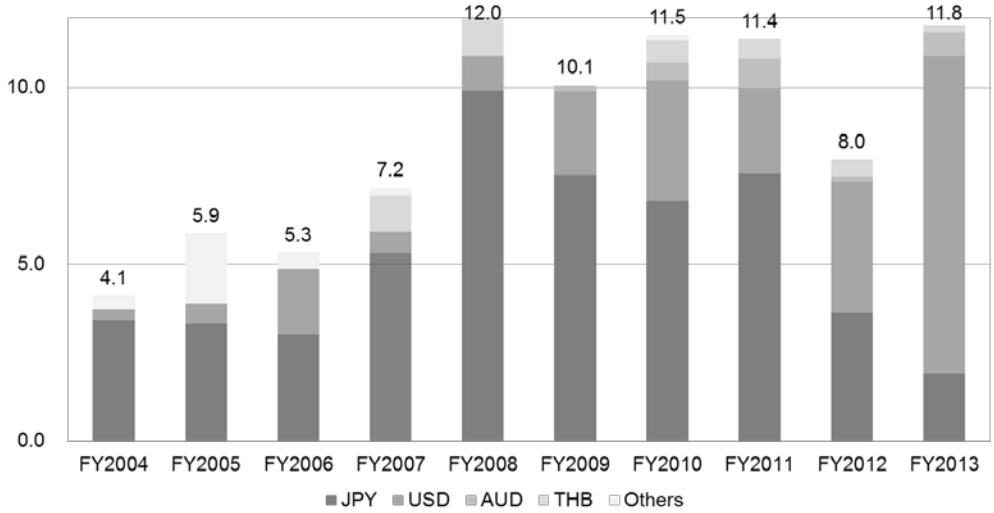


Source: Bloomberg

③外債発行による資金調達

近年、MUFG は海外事業を拡大しており、これに伴い貸出・投資サイドと負債サイドの通貨ギャップを軽減するべく、外貨建社債（外債）発行による資金調達を増やしている。2012 年度には、BTMU が発行した社債に占める外債の割合が、初めて円債を上回った。2013 年度に BTMU が発行した社債をみると、通貨別では USD 建てが全体の 76%を占める。これに次ぐのが JPY 建て、AUD 建て、および BTMU 子会社である Krungsri が発行する THB 建てである。

図表 7　BTMU 通貨別社債発行額（USD bn）



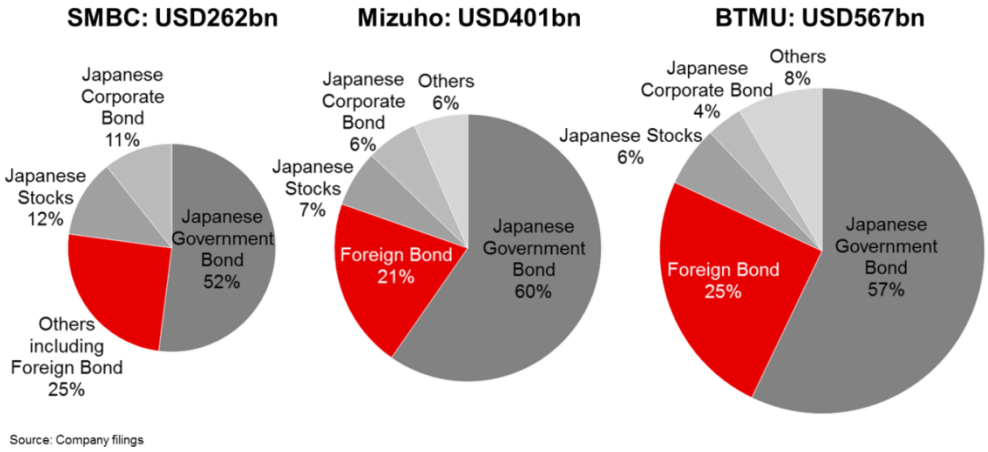
Source: Bloomberg

（3）投資家としての MUFG

①BTMU の保有有価証券ポートフォリオ

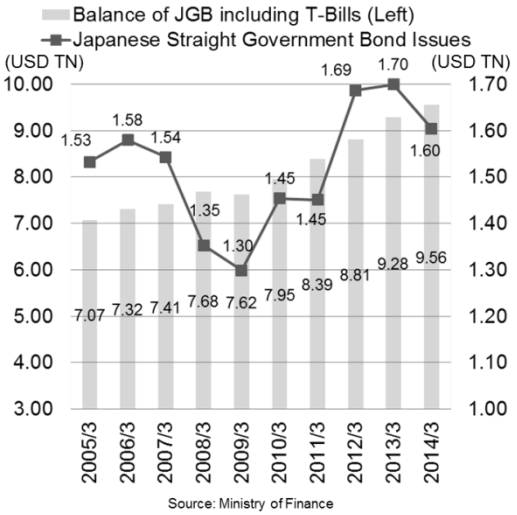
BTMU の有価証券保有額は 2013 年度で USD567bn である。このうち約 6 割が日本国債で、外債と本邦事業債を加えると約 9 割を債券が占める。同業者であるみずほ銀行と三井住友銀行（SMBC）の保有有価証券のポートフォリオもほぼ同様の資産構成である。

図表 8　2013 年度メガ 3 邦銀保有有価証券内訳

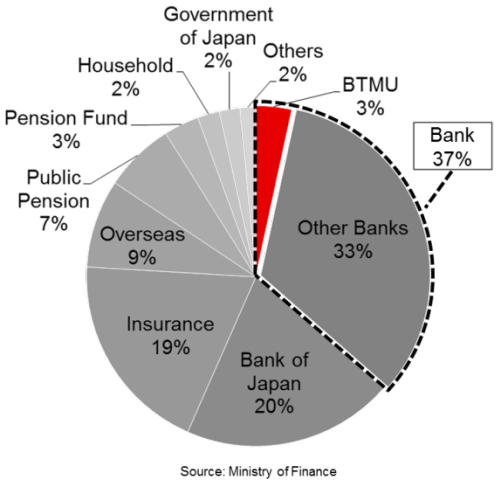


日本国債は社会保障費や国債利払いの増加によって発行残高が増加傾向にある。政府はこれに歯止めをかけるべくプライマリーバランスの黒字化を計画しているが、実現には至っていない。係る状況下、間接的にではあるが BTMU を含む銀行が、日本政府の財政を支える構造になっている。

図表 9　日本国債発行額・残高推移



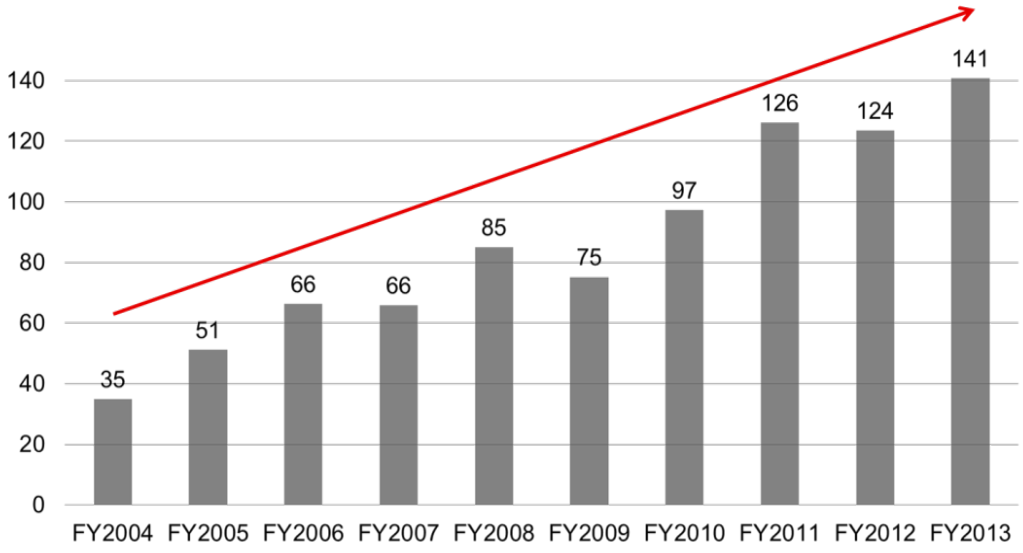
図表 10　日本国債保有者内訳（2013 年度）



②BTMU の外債投資

銀行が国債を中心に有価証券を大量保有する最大の理由は、金融危機などの市場環境の激変が生じて資金調達が困難になった際、有価証券の換金によって流動性を確保し、貸出を継続するためである。つまり、銀行は貸出の増加に応じて、「バッファーアセット」として、有価証券投資を増やす必要があり BTMU の保有有価証券の 25%を占める外債が近年、増加傾向にある理由は、海外での外貨建貸出が増加しているためである。バッファーアセットとしての性質上、保有外債の大半は米国債やドイツ国債など、流動性の高い高格付債である。

図表 11　BTMU の外債投資推移（USD bn）



（4）アレンジャーとしての MUFG

MUFG は傘下の証券会社を通じてアレンジャーとして顧客の債券発行をサポートするほか、投資家に対する債券販売を行っている。社債発行アレンジに関しては、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券（MUFG とモルガン・スタンレーのジョイント・ベンチャー）が、本邦発行体による発行はもちろん、海外発行体による本邦市場での円建債券（サムライ債）発行でも日本トップクラスの実績を誇っている。昨今では、成長著しいアジア地場企業による社債発行アレンジにも力を入れており、モルガン・スタンレーとの協働も含めて、実績を上げている。

図表 12　普通社債リーグテーブル（日本）

Japan Bookrunners for Straight Bonds (Jan-Aug 2014)				
Rank	Bank Name	USD mn	No. of Deals	Market Share
1	Mizuho Financial Group	11,981.6	155	23.6%
2	MUMSS	10,732.5	152	21.1%
3	Nomura Holdings	10,188.7	137	20.0%
4	Daiwa Securities Group	8,405.6	131	16.5%
5	Sumitomo Mitsui Financial Group	7,693.2	139	15.1%
6	Bank of America Merrill Lynch	445.1	8	0.9%
7	Goldman Sachs Group	426.0	10	0.8%
8	Citigroup	411.6	4	0.8%
9	Shinkin Central Bank	293.1	13	0.6%
10	Tokai Tokyo Financial Holdings	151.8	5	0.3%

Source: Bloomberg

図表 13　サムライ債リーグテーブル（日本）

Japan Bookrunners for Samurai Bonds (Jan-Aug 2014)				
Rank	Bank Name	USD mn	No. of Deals	Market Share
1	MUMSS	4,119.8	36	24.2%
2	Daiwa Securities Group	2,936.3	42	17.3%
3	Mizuho Financial Group	2,774.1	26	16.3%
4	Sumitomo Mitsui Financial Group	2,638.2	35	15.5%
5	Nomura Holdings	2,459.1	33	14.5%
6	Bank of America Merrill Lynch	479.4	7	2.8%
7	JPMorgan Chase & Co	464.3	2	2.7%
8	Barclays	299.2	5	1.8%
9	Citigroup	191.5	3	1.1%
10	HSBC	179.5	1	1.1%

Source: Bloomberg

図表 14　DCM（G2 通貨）リーグテーブル（アジア・オセアニア）

2013 Jan-Dec Asia & Oceania[1] Bookrunners for DCM (G2)				
Rank	Bank Name	USD mn	No. of Deals	Market Share
1	Citi	14,282.97	51	11.8%
2	JP Morgan	13,103.65	45	10.8%
3	Barclays	10,305.50	38	8.5%
4	Deutsche Bank	9,418.89	42	7.8%
5	Goldman Sachs & Co	7,410.14	24	6.1%
6	Bank of America Merrill Lynch	6,891.33	44	5.7%
7	HSBC Holdings PLC	5,981.35	33	4.9%
8	Morgan Stanley + Mitsubishi UFJ Financial Group	5,729.35	22	4.8%
9	Standard Chartered PLC	5,337.31	24	4.4%
10	UBS	5,133.55	33	4.2%

Source: Thomson Reuters

Note 1: including India, Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, Thailand, Australia, New Zealand, and Vietnam

3. BTMU のアジア戦略

（1）オーガニック成長戦略

BTMU のアジア拠点展開は 1893 年に横浜正金銀行が中国で駐在員事務所を開設したことに始まる。戦争、内戦等で一時中断する時期もあったが、約 2 世紀という長期に亘ってアジアへのコミットメントを維持している。現在ではアジア・オセアニア地域の 13 カ国に計 33 拠点を有する [53]。

BTMU はアジアを「第二のマザーマーケット」として捉え、顧客の成長及び地域の発展に貢献し、それを自身の成長に繋げる戦略を掲げている。ビジネスモデルの高度化を通じた域内外銀トップの地位の確立を目指す上で、主に以下 5 つの点に注力している。

イ）域内外及び MUFG グループ間の連携によって営業力を強化し、商品・サービスを拡充

ロ）域内商流の拡大に伴う日系企業のニーズへの対応

ハ）拠点開設、提携地場銀行のネットワークを活用して新興地域進出をサポート

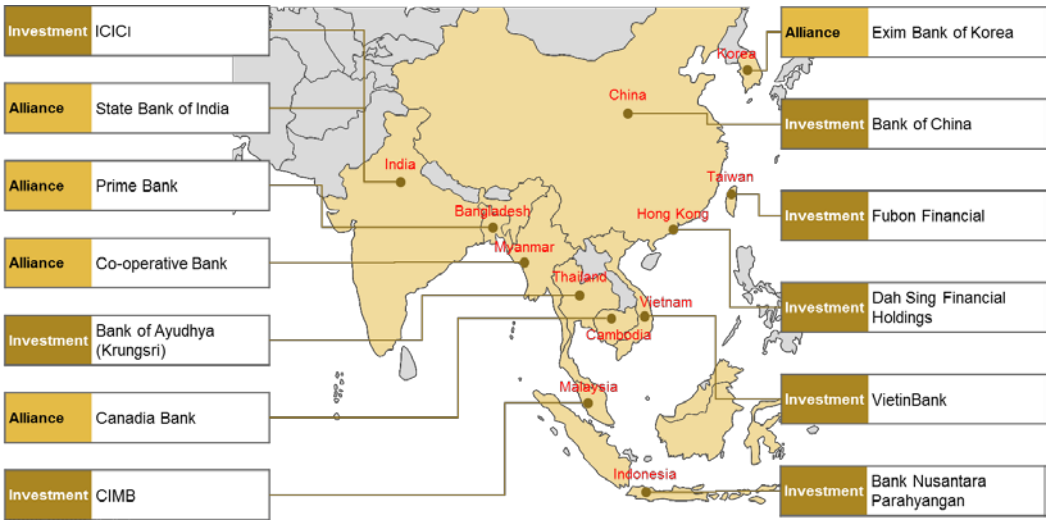
ニ）ソリューション提案機能の強化、金融機関営業の強化等、非日系企業取引の一層の拡大

ホ）地場通貨業務の拡大

（2）ノンオーガニック成長戦略

BTMU はアジアにおける地場ネットワークの構築、機能補完による顧客サービスの向上やアジアの成長の取込み、関係当局との関係強化などを目的として、域内で 13 の地場金融機関と資本・業務提携を実施し、今後もアジア事業拡大への寄与が期待できる戦略的出資・提携の機会を積極的に追求していく方針である。

図表 15　BTMU の出資先・提携

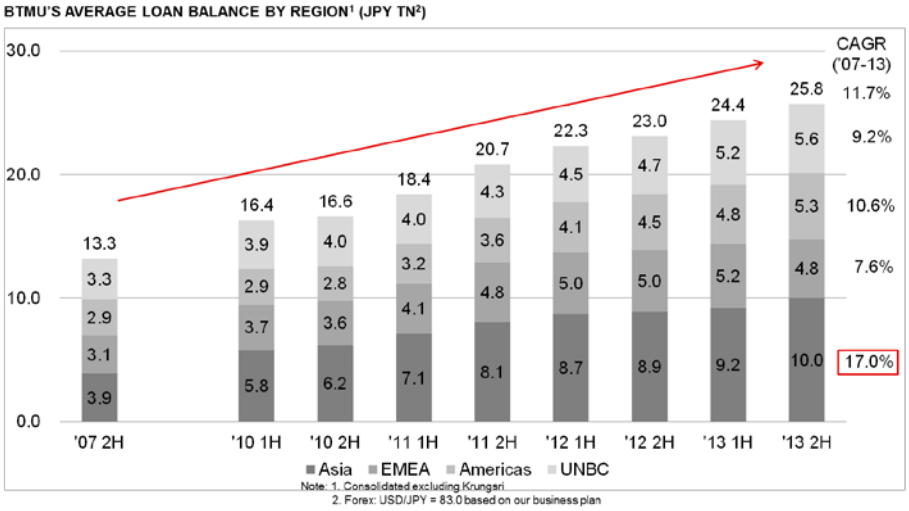


[53] 東アジア地域及び Krungsri の拠点を除く。

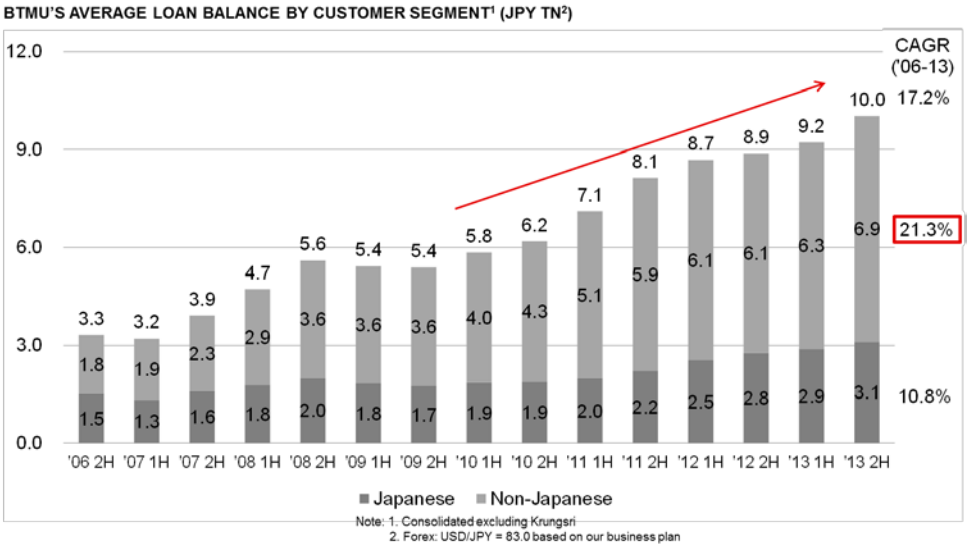
（３）アジア事業の現状

日本では少子高齢化等の影響で消費の大幅拡大は望めず、本邦企業の借入需要は停滞し、国内貸出は伸び悩んでいる。一方、日系企業による海外進出の増加や新興国の経済発展を背景とした地場企業の成長を受けて、BTMU の海外貸出は近年増加の一途を辿っている。特に、アジア向け貸出はその他の地域に比べて顕著に伸びており、貸出残高は 2014 年 3 月末時点で 10 兆円と、2007 年 3 月末時点の 3.9 兆円の 2 倍以上に拡大した。非日系（地場）企業向けの貸出残高と日系企業向けの貸出残高は、2007 年 3 月末時点でほぼ同額であったが、地場企業の成長と借入需要増加への対応により 2014 年 3 月末時点では前者が後者の 2 倍にまで拡大した。

図表 16　BTMU 海外貸出残高推移

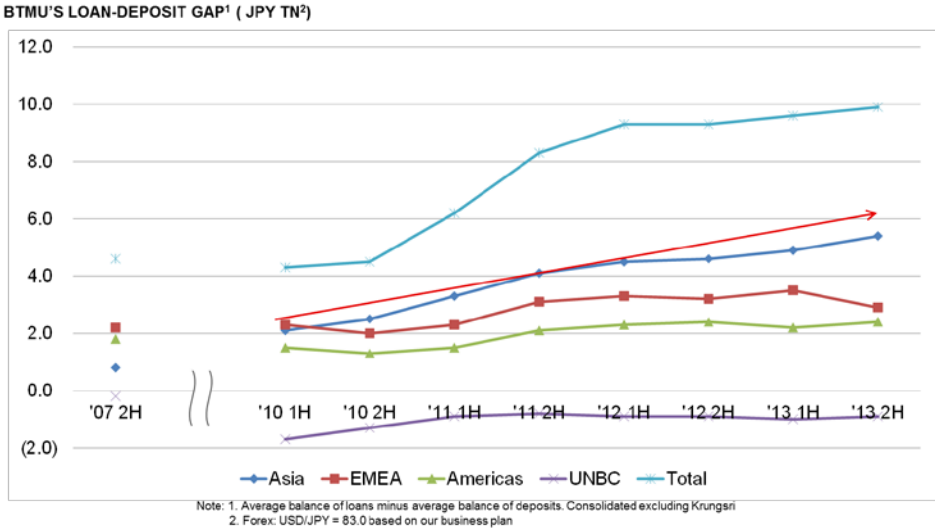


図表 17　アジアにおける日系・非日系別 BTMU 貸出残高推移



他方、急激な海外貸出の増加によって、地域内では貸出額が預金額を大きく上回る状況となっている。特にアジア地域において、貸出と預金の差である「預貸ギャップ」が拡大している。主因は、BTMU の海外拠点が基本的には法人業務のみ取り扱っており、リテール業務を展開していないため個人顧客から預金を集められないことである。これまで、BTMU は、国内貸出の低迷で余剰となった国内（円）資金を急増する海外貸出に回してきたが、預貸ギャップの拡大は銀行にとって重要な問題であり、貸出一辺倒であった従来のビジネスモデルの見直しが必要な段階に差し掛かっていると言える。

図表 18　預貸ギャップ推移

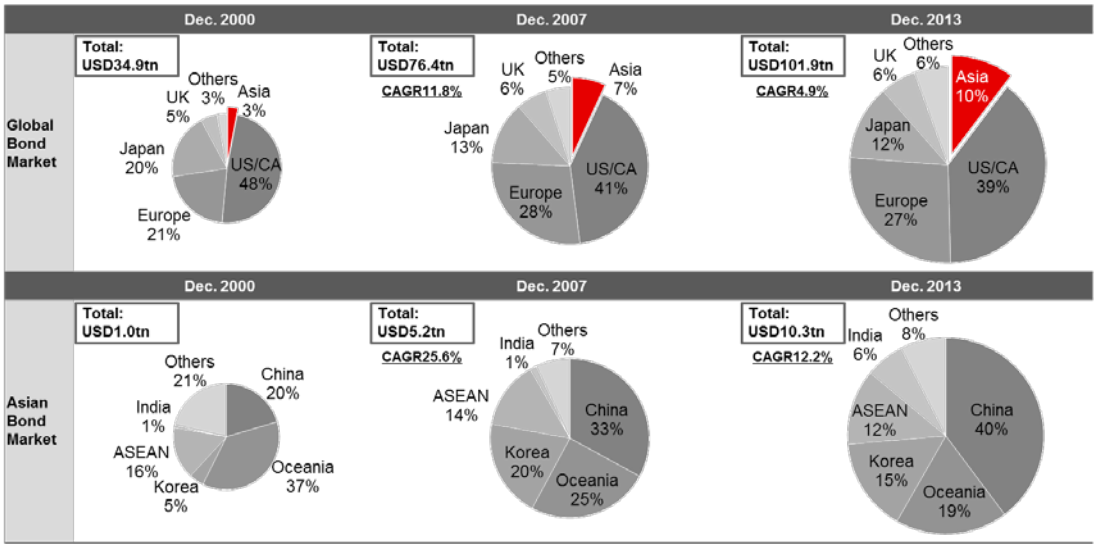


4. アジア債券市場の発展に向けて

（1）世界の債券市場概要

世界の債券市場は先進国による国債発行の増加や個人・企業の投資増加を受けて拡大している。特に、アジア債券市場のシェアは 2000 年末から 2013 年末にかけて 3%から 10%に急拡大した。主因は中国の債券市場拡大で、アジアにおける同国のシェアは 2000 年末から 2013 年末の間に 20%から 40%に倍増した。2013 年末時点、中国に次いでシェアが高いのはオセアニアと韓国で、その比率はそれぞれ 19%と 15%である。

図表 19　グローバル・アジア債券市場

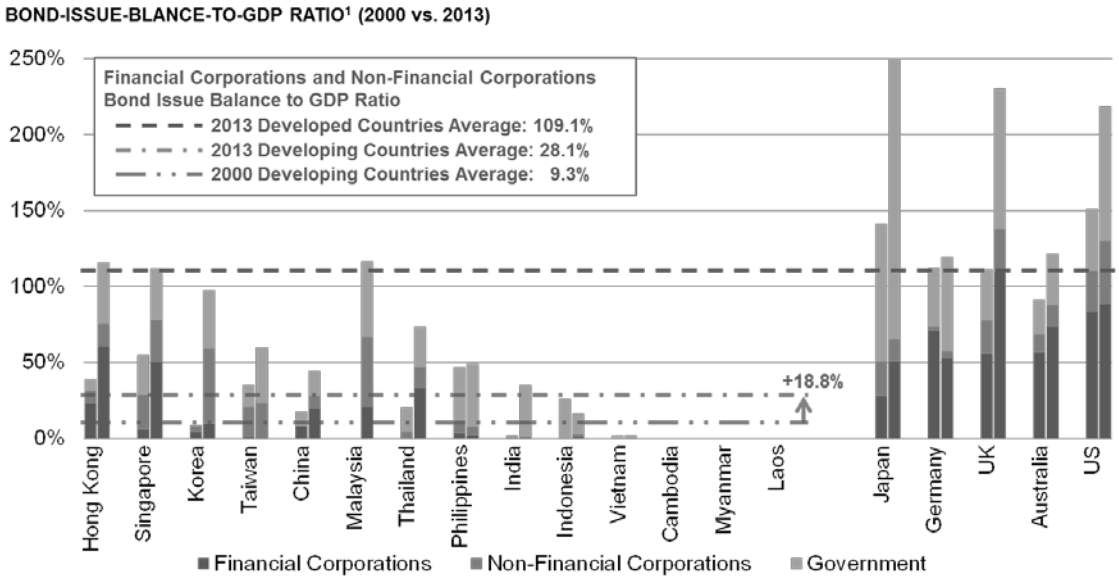


Note:　Figures include onshore and offshore issues
Source: BIS

（2）アジアの債券市場概要

アジアの大半の国々の債券市場は小さく、発展段階が低い国も多いが、規模は拡大している。2013 年時点の債券市場残高/GDP 比率は先進国で 100%を超える一方、アジアでは香港、シンガポール、マレーシア除く国々で 100%を下回った。民間企業発行債券残高/GDP 比率をみても、先進国の平均値 109.1%に対してアジアの平均値は 28.1%である。しかし、アジアの平均値は 2000 年の 9.3%からは 3 倍に拡大した。

図表 20　各国別 GDP に対する債券発行残高

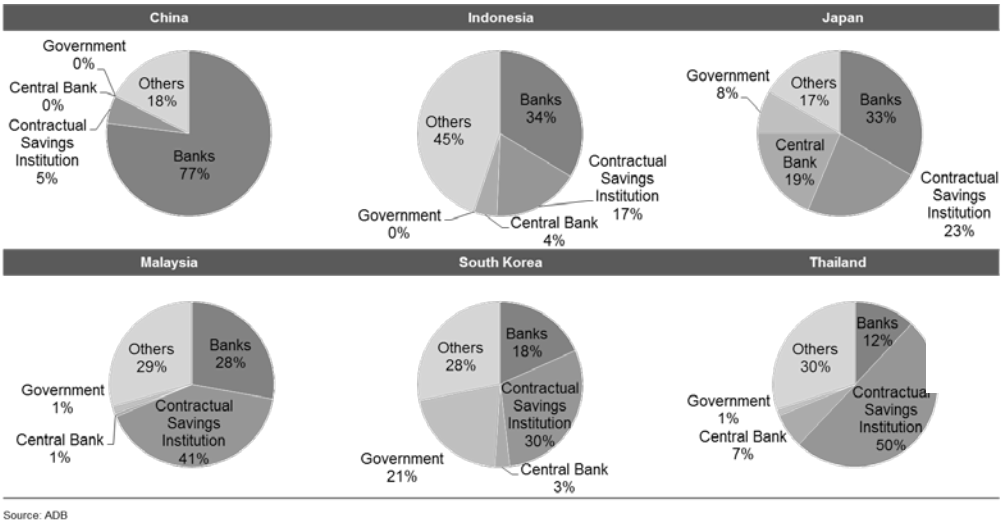


Note: 1. Figures include onshore and offshore issues.　Source: BIS and IMF

（３）アジアの国債投資家

アジアでは国債投資家の太宗を、銀行と生損保・年金が占める。マレーシア、韓国、タイでは生損保・年金が最大の投資家である。

図表 21　各国国債の保有者内訳（2013 年 12 月）

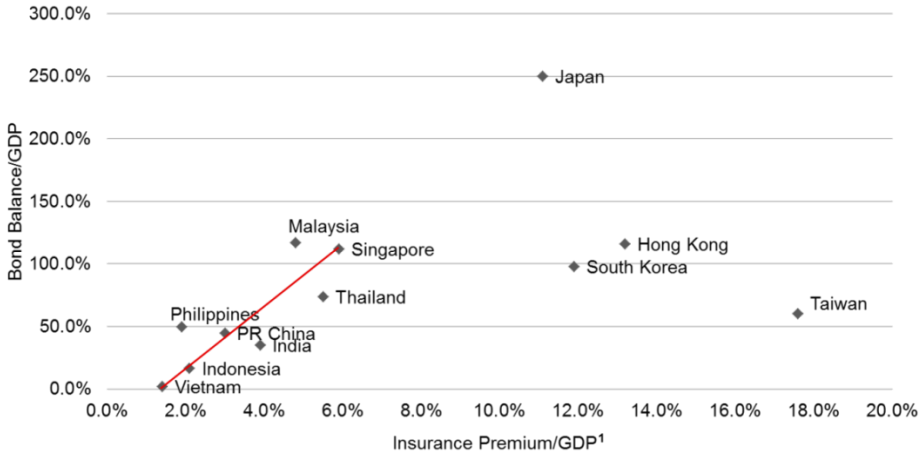


Source: ADB

（４）債券発行残高と保険料の相関関係

生損保会社と債券市場の関係について一つ分析を行ってみた。下表の通り、2013 年時点のアジア各国の保険料収入/GDP（生損保の浸透率）と債券発行残高/GDP をプロットすると、日本、香港、韓国、台湾を除く国々で正の相関が見られた。生損保の浸透率が高まれば生損保会社が保険料を債券運用する必要が高まり、債券市場が発達することの一つの証左と言えよう。

図表 22　保険料収入/GDP と債券発行残高/GDP の関係（2013 年）

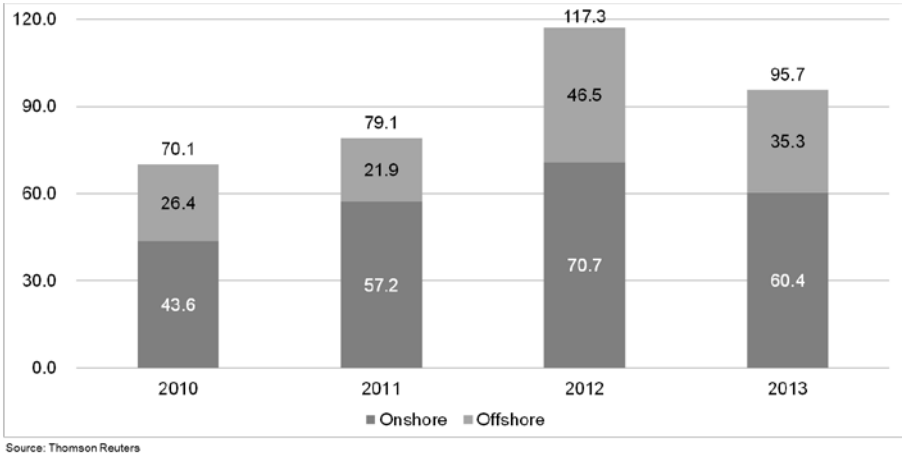


Note: 1. Swiss Re, sigma No. 3/2014.

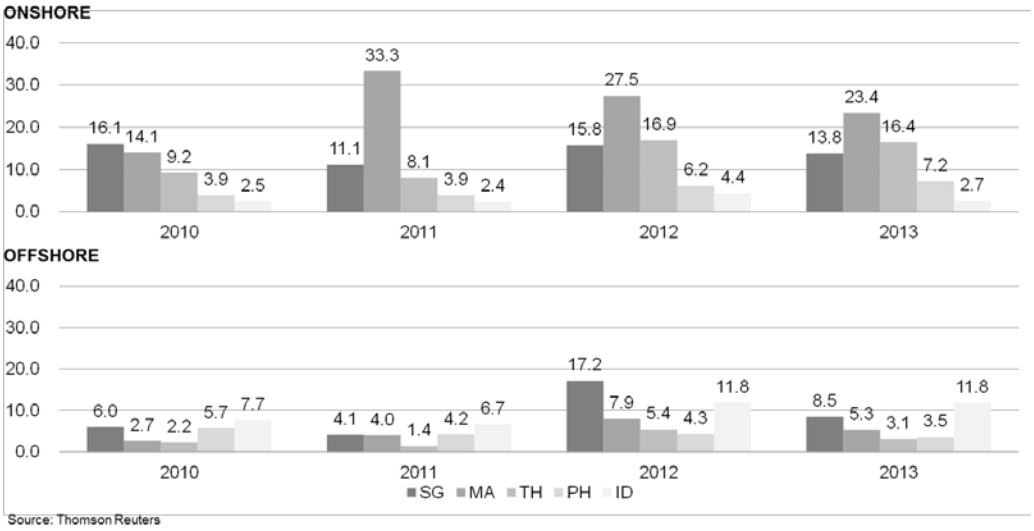
（5）東南アジア債券市場概要

下表の通り、東南アジア[54]においてオンショア債およびオフショア債の発行額はいずれも拡大している。各国毎に特徴があり、マレーシアでは政府によるスクーク市場育成とインフラ開発需要の増加を受けて、オンショア債の増加が著しい。一方、インドネシアでは外貨で収入を得る資源・エネルギー関連企業が通貨のマッチングのため外債発行によって資金を調達しているため、オフショア債が増加している。また、債券を定期的に発行する発行体（フリークエントイシュアー）の数と債券発行額の関係には相関がみられ、フリークエントイシュアーの育成と債券の定期発行が可能な市場の育成が、市場全体の拡大に繋がることが窺える。

図表 23　東南アジアにおけるオンショア債・オフショア債発行額（USD bn）

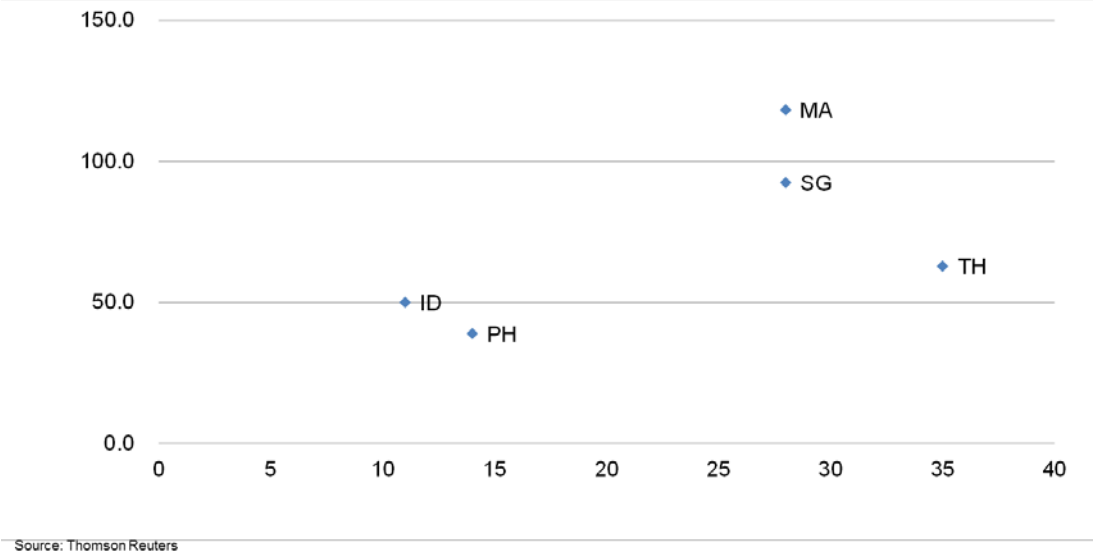


図表 24　東南アジアにおけるオンショア債・オフショア債の国別発行額（USD bn）



54 シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア。

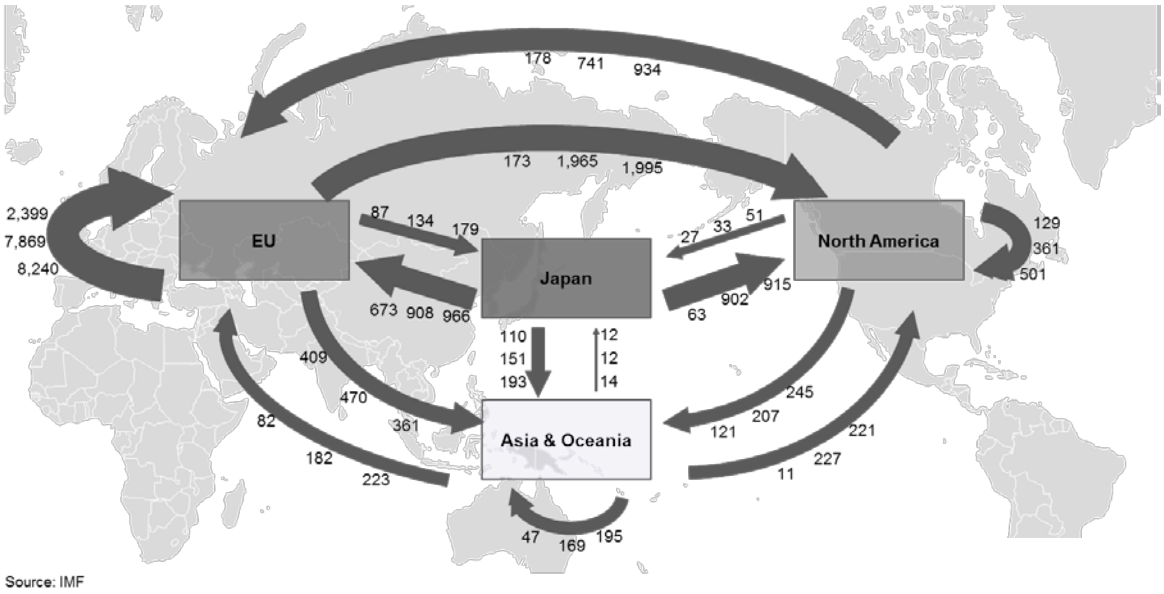
図表 25　債券発行額とフリークエントイシュアー数の関係



（6）グローバル投資資金フロー

アジアの債券市場は拡大しているが、アジアとその他地域の間の長期投資資金のフローはどのように変化したのだろうか。下表の通り、アジアからの投資は 2000 年より増加している。一方、アジア向けの投資の内、北米・日本からの投資は 2000 年より増加中であるのに対し、欧州からの投資は欧州債務危機や新興国に対する投資意欲の減退によって 2010 年と 2012 年の間では減少した。

図表 26　グローバル長期投資資金フロー（2000、2010、2012 年、USD bn）[55]



[55] 図表上の数字は、上からまたは左から 2000、2010、2012 年の長期投資資金額を表す。

（7）MUFG のアジア債券市場に対するアプローチ

MUFG は、貸出中心のビジネスモデルからの変革、預貸ギャップ拡大への歯止めなどの課題に対応するため、アジア債券市場の現状を踏まえつつ、今後の更なる拡大も見据えて以下の施策を実行している。

イ）DCM（デット・キャピタル・マーケット、債券資本市場）サービスの強化

年	内容
2008	MUFG とモルガン・スタンレーが戦略的提携を開始。
2010	両社の共同出資による証券会社 MUMSS（三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券）および MSMS（モルガン・スタンレーMUFG 証券）が事業開始。 MUSI（Mitsubishi UFJ Securities International）の香港拠点である MUS（HK）およびシンガポール拠点である MUS（SPR）が事業開始。
2011	MUS（HK）、MUS（SPR）で DCM 事業開始。
2013	MUS（SPR）が SGD 建債券を引受開始。
2014	MUS（HK）がオーストラリアに事業所を開設。

ロ）地場通貨での資金手段の多様化

債券種類	内容
THB 建債券	BTMU 子会社の Krungsri が発行。
AUD 建債券	BTMU シドニー支店は自店の大幅な貸出超過に対応するため、AUD 建の債券および TCD（Transferable Certificate of Deposit、譲渡性預金証書）を発行している。2014 年には日系企業として初めて、AUD 建 TCD を年 2 回発行した。2014 年 3 月発行の第 2 回 TCD は 4 割が海外投資家に保有され、またセクター別では、4 割が銀行以外の投資家に保有された。
人民元建債券	BTMU 中国現法は 2010 年に外銀初のオンショア債発行を、2014 年に邦銀初のオフショア債発行を行った。目的には、地場通貨建ての長期資金の調達に加えて、中国資本市場への貢献も含まれる。2010 年 5 月発行の人民元建債券（オンショア債）の保有者別シェアは、地場銀行 9 割超、地場証券会社 1 割弱である。
スクーク （イスラム債）	BTMU マレーシア現法は 2014 年、同国で邦銀として初めて、多通貨での起債が可能なスクークの発行枠を設定した。目的には、イスラム金融の更なる発展への貢献とスクーク市場での BTMU のプレゼンス向上への寄与が挙げられる。

ハ）日本の投資家のアジア債券市場への誘導

MUFG は投資信託の販売を通じて、アジア債券を日本の投資家に提供している。海外債券は一般的に預金より利率が高く、株よりも価格変動が少ないことから日本の投資家には好まれている。日本にはアジア債券を投資対象とする投資信託が 100 本以上あるが、MUFG 傘下のアセットマネジメント会社ではその内 14 本を設定している。

最後に

MUFG はアジア各国において事業を展開しているが、提供機能は各国の経済や資本市場の成長状況に応じて異なっている。MUFG は日本を拠点とする金融グループであるため、成長が初期段階の国では、進出中の日系企業に対する商業銀行サービスの提供が主な役割となる。しかし、経済発展によって地場企業との取引が拡大し、企業の資金調達ニーズの多様化や資本市場の整備などが進めば、総合金融グループとして、投資銀行業務を含む幅広い商品・サービス提供を行っていく。MUFG は事業を展開する各国の成長に貢献することを共通の目標として、日々の業務に邁進している。これからもアジア債券市場を含め、アジアの発展に寄与していく考えである。

段階	経済・資本市場	MUFG の提供機能	国名
第 1 段階	地場企業の成長、外資からの投資の開始	商業銀行業務 貸出、預金、トレードファイナンス等の伝統的商品を通じて日系企業をサポート	カンボジア ラオス ミャンマー ベトナム
第 2 段階	国内経済の拡大、地場企業の成長 地場金融機関の成長	商業銀行業務 地場企業との取引増加	インドネシア フィリピン
第 3 段階	更なる地場企業の成長 資本市場を通じた資金調達の多様化ニーズの増加	商業銀行業務、投資銀行業務 地場通貨建の貸出増加やオフショアでの DCM ビジネスの提供	マレーシア タイ
第 4 段階	成熟経済 国内投資家に裏打ちされた資本市場の安定 外資からの投資の増加	商業銀行業務、投資銀行業務 地場通貨の DCM 等債券関連ビジネスのフルレンジでの提供	シンガポール

おわりにかえて

二週間の研修の目的は、如何に各国内で社債市場を発展させるかであるが、社債の前に国債市場が未発達、あるいは債券以前に銀行システムがまだしっかり出来上がっていない。いや銀行システムどころか自国通貨の信認が確立していないと、各国金融の発展度合いはバラバラであり、社債市場が出来るにはまだ相当距離のある国が集まっての研修であった。

債務者の情報開示や市場の透明性やインフラが必要だというオーソドックスな議論はもちろんあったが、それ以外の、これから市場を作る国ならではの彼らとの議論の一片をおわりにかえて紹介したい。

①国内の貯蓄が、タンス預金などの金融システム外にあっていては何も始まらないので、まずは国民が個人の金融資産を託すに値する信頼ある銀行システムを作ることが何より大事である。（当たり前と思うかもしれないが、CLMV の現状はそうではないのである。）

②債券市場には、ともかくイールドカーブの基礎になる国債市場がなければならないから、貯蓄を銀行システム内に取り込んだら、次は銀行の資産の一部を国債に向かわせる仕組みが必要だ。インドの法定準備率や中国の預貸比率規制のような、負債総額の何%は流動性の高い資産を義務付けるという規制があれば、（インドや中国の規制の目的は別だろうが）結果としてある程度の国内貯蓄が国債保有に向かう。国債は短期金融市場を育成する上でもコラテラルの役割を果たすので、銀行が保有する仕組みはとても重要。

③年金基金などの国内の公的な長期投資家を育てていく地道な努力も必要。ゆくゆくは当該通貨の金融市場における長期投資家として頼りがいある存在になる。アジアの先行事例としては、シンガポールとマレーシアがある。マレーシアの年金ファンドは、アジア危機の際に資本規制という内外資本取引をシャットダウンする選択を可能にした陰の立役者でもあった。もちろん、資本規制は安易に奨励される政策ではないが、少なくともアジア危機時の Crisis hit countries の中でマレーシアに資本規制の選択を可能にしたのは確かである。

④国債の発行者は、発行のスケジュールを明らかにし定期的な発行を心掛けること。これは、投資家にとって、ボリュームゾーンやイールドカーブなどの国債市場の全体像の把握には不可欠だ。投資家は大きな機関であり、中長期の業務計画や投資計画がある。国債発行体である政府は、こうした投資家側の Convenience を配慮しなければならない。

⑤社債市場を作るには格付け機関が必要だが、社債市場の全くないところに格付け機関を作るのは簡単ではない。このニワトリと卵の問題を解決するひとつの案が、バングラディシュにあった。ここでは、借入れ企業が一定の格付けを取得すると、銀行のリスク掛け目が軽減されるという国内銀行監督ルールがある。このため銀行は借入企業に積極的に格付け取得を促している。もし同じ仕掛けを作れば、社債市場ができる前に格付け機関の商売が成り立つ環境が生まれるのではないだろうか。

⑥格付け機能や社債流通市場が未発達な国で、どのように債券の発行利回りを決めるかといえば、その国の商業銀行が内部に持つ情報を使うしかないだろう。銀行は債務者の経営情報や財務情報をもとに何らかの形でクレジットを数値化している。そこからスプレッドを算出するしかないだろう。ベースとなる金利は、国債市場があれば国債の利回りを使えるが、ない場合は、やはりその国の商業銀行の調達コストを参照する。銀行の中長期の調達がない場合は、他の通貨のイールドカーブやスワップのコストなどをもとに算出する。もちろんこうした疑似的な方法でプライスを提示する業者は大きな金利リスクを取ることになるが、マーケットを最初に作る時には、こうしたリスクテイカーが必要だ。

⑦こうして社債発行の値付けができたら発行と嵌め込みだ。著名な国有企業が発行体なら話は別だが、客観的なリスクとリターンの関係が固まってない市場での公募は一般には難しい。従って私募になる。社債の発行体は地場では著名な中堅以上の企業だろうから、その国に中長期的視野から進出を図り、優良地場企業とのパイプを作りたい外資系銀行はいい投資家になるのではないだろうか。その際、外銀は自分が唯一の投資家であるのは避けたがるだろうから、その国の年金ファンドなども投資するのであれば、外銀の投資しやすさは増すかもしれない。

⑧外銀は、発行体としても債券市場育成のために有効だ。特にローカルビジネスに進出を図る銀行であれば、地場通貨の調達ニーズがあるはずだ。投資家も、国際的に名前の通った銀行であればクレジットリスクの点で安心して投資するのではないだろうか。

ともかく市場のないところに市場を作るのは難しいが、その難しさゆえに、創意工夫の精神で活発に議論した二週間であった。

佐久間　浩司

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、すべて御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