

日本国際経済学会第 85 国大会報告論文

「ASEAN の金融協力について
～債券市場の視点から」

報告者：赤羽 裕（亜細亜大学）

目次

はじめに	・・・P.2
第1章 ASEAN の金融協力概観	・・・P.3
1. ASEAN 経済共同体での取組み	・・・P.3
2. ASEAN+3 との関係	・・・P.4
3. ABMI の振り返り	・・・P.6
第2章 ABMI から ABFMI へ	・・・P.10
1. ASEAN 債券市場の成長	・・・P.10
2. 国別債券市場の分析	・・・P.11
3. ABFMI の展望	・・・P.16
第3章 ASEAN の金融協力の展望	・・・P.18
1. ASEAN 共同体ビジョン 2045 と ACMF Action Plan 2025-2030	・・・P.18
2. 米中との関係と日本の役割	・・・P.20
3. 金融面での ASEAN Way の可能性	・・・P.21
おわりに	・・・P.23
注	・・・P.24
参考文献	・・・P.24

はじめに

本稿では、ASEAN の金融協力の現状、課題、今後の展望について、債券市場を中心に論じる。それにあたっては、本年 2026 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議で表明された ABMI（ASEAN+3 Asian Bond Markets Initiative, アジア債券市場育成イニシアティブ）を ABFMI（Asian Bond and Financial Markets Initiative, アジア債券・金融市場育成イニシアティブ）へ発展させることの合意に注目し、2003 年から開始された ABMI の取組みを振り返るとともに、ASEAN の債券市場の今後の可能性を展望する。

ASEAN の金融協力は、ASEAN 経済共同体の取組みの一部として進められている。その契機は、1997 年の「アジア通貨危機」である。当該危機の要因と言われるダブル・ミスマッチ（資金調達における通貨と期間の不整合）の課題解決に、日中韓を加えた ASEAN+3 としての取組みが開始された。その施策の 1 つとして、域内通貨建て債券市場の育成を狙って開始されたのが ABMI である。20 年以上を経て、ASEAN+3 としてその拡大は確かなものであるが、中国の市場拡大に比して、ASEAN の債券市場はまだ十分に成長したとは言えず、国ごとのばらつきも大きい。

本稿では、ABMI の振り返り、ASEAN の債券市場のデータによる確認もふまえて、ASEAN の債券市場の成長、特性等を考察する。そのうえで、ABFMI を含めて今後の ASEAN+3 ならびに ASEAN の債券市場の展望、金融協力の将来を考えたい。その際には、グローバルな環境変化も加味する必要がある。

環境変化として、大きな要素は米中両国との関係である。米中 2 大国は対立をしつつ、同月のトランプ大統領の中国訪問時には、両国関係を「建設的戦略的安定関係¹⁾」と位置付ける方向性で一致した。今後は、政治、経済、外交・軍事とも互いに牽制しつつも、自国の影響力を強める動きが想定される。経済面や地政学的な視点でも、ASEAN は国ごとに濃淡はあるものの、地域としては両国と安定的で良好な関係を必要としている。

こうした中で、通貨・金融関連で昨今は国際的に通貨に関する今後のイノベーションの議論が増加している。具体的には、米国はステーブルコインを志向し、欧州は中央銀行デジタル通貨（CBDC）の導入を本格的に検討している。米国はステーブルコインの裏付け資産としての米国債の利用拡大を梃に、基軸通貨米ドルの地位の強化を視野に入れているといわれる。日本は、両睨みしつつ、並行してトークン化預金の可能性も検討している。中国は、早期に CBDC の実証実験を開始し、今後は本格利用検討とともに、クロスボーダー決済での利用により、人民元の国際化のツールにする可能性もある。こうした通貨のデジタル化やブロックチェーン技術の利用は、証券決済にも将来的には及び得る。

上記のような米中 2 ヶ国の動きも見えるなか、ASEAN が通貨・金融協力、債券を含めた資本市場での協力を今後どのように進めていくのかを考えていく。これまでの金融協力の経緯、域内通貨建て債券市場の拡大状況をふまえて、ABFMI での対応と展望までを進めていきたい。

なお、本稿の内容・見解は個人的なものであり、本務先、その他いかなる組織とも無関係である。

第1章 ASEANの金融協力概観

1. ASEAN 経済共同体での取組み

ASEANにおける金融協力は、2015年に発足が宣言された政治・安全保障、経済、社会・文化の3分野から構成されるASEAN共同体のうち、経済共同体（ASEAN Economic Community, 以下AEC）の重要な分野の1つとして進められてきた。AECは2015年末に発足が宣言されたが、金融・資本関連では①金融サービスの自由化、②資本取引の自由化、③資本市場の発展、の3分野に区分されて進められた。AEC2015は完成系とは言えず、その後は10年計画としてAECブループリント2025が打ち出された。当該計画において、金融・資本関連では、「金融統合、金融包摂、金融安定化」の3分野が方針として打ち出された。

当該ブループリントによる2025年までの計画を概観すると下記のようにまとめられる。「金融統合」には、多くの項目が盛り込まれており、政策的なアクションもふまえた「最終目標」としては、①ASEAN域内の貿易・投資の促進に関する適格ASEAN銀行（(Qualified ASEAN Banks, QAB)の役割強化、②ASEAN株式市場の相互接続、③深みがあり流動性の高い資本市場、④ASEAN決済システムを安全に、革新的に、競争力のある、効率的で、より相互接続させる、⑤ASEAN各国の資本取引に関する実体的な自由化、等9項目が挙げられていた。

「金融包摂」には、①債券市場へのアクセス層拡大等4項目、「金融安定化」には、①金融安定化協調の推進、②金融安定の維持と債券市場の拡充等6項目がそれぞれ挙げられていた。3分野計19項目それぞれに、10年間の時系列の主要な目標とマイルストーンが計画されていた。

上記AEC2025の取組み結果について、福地(2025)は主要施策4つについて、ASEANが2021年4月に公表した「AECブループリント2025の中間評価（Mid Term Review: MTR）」もふまえて、以下のように評価している。

「(1) 金融サービス」については、ASEAN サービス取引協定（ASEAN Trade in Services Agreement: ATISA）に基づき自由化が進められている全体感とともに、ASEAN 経済相会合（AEM）が管轄するサービス貿易全体とは別に、ASEAN 財務相・中央銀行総裁会合（AFMGM）の管轄のもと、自由化が進められ、2021年までに金融サービスの第9パッケージに関する交渉が終了し、その後はATISAへの移行が優先されている。

「(2) ASEAN 銀行統合枠組み」については、一定の要件を満たしたQABsに対して、ホスト国での市場アクセス拡大や地場銀行同様の柔軟な営業が認められる仕組みを構築し、域内銀行の域内展開を促進し、貿易・投資の金融面を支えることが期待されていたが、現実にはインドネシアーマレーシア間の協定に基づく2行（マレーシアのCIMB NiagaとインドネシアのMaybank Indonesia）の認定に留まっていることを指摘した。当該施策の統合ペースが緩やかとなっている要因としては、加盟国間で銀行システムの発展度合や銀行の経営状況に格差が開いていること、自国市場保護とともに、ASEAN域内の銀行業務が、従来の支店や子会社を通じた物理的提供からデジタル化された金融サービスの提供へと急速に変化してきたことと考察している。

「(3) クロスボーダーリテール決済の連携」については、決済分野での取組みであるASEAN

決済連結性イニシアティブとして、域内におけるクロスボーダーの送金システムや QR コード決済サービスの連携を推進していることとその具体的な送金システム事例を挙げている。連携機能の特徴として①利便性、②スピード、③低コストなどを挙げ、課題としてはマネー・ローンダリングおよびテロ資金供与対策（AML/CFT）対応のための瞬時のコンプライアンスチェックの必要性を指摘し、そのため QR コード決済サービスの連携が先行していると評している。その QR コード決済については、ASEAN 域内外および国際決済銀行（BIS）関連の研究組織（BIS Innovation Hub）との連携状況を説明している。

本稿で主に取扱う債券市場に関連性が高い「（４）資本市場統合」に関しては、各国証券取引所や証券監督当局が中心となり、環境整備を進めていると概説している。具体的には、「ASEAN コーポレートガバナンス・スコアカード」の導入による上場企業のガバナンス強化、域内 6 カ国 7 証券取引所が構築した業界連合 ASEAN Exchanges 主導による 2012 年 9 月の「ASEAN 取引所リンク（ASEAN Trading Link）」の稼働、域内の投資信託に関する連携としての 2014 年のマレーシア、シンガポール、タイ 3 カ国共同の ASEAN 集団投資スキーム（CIS）フレームワーク導入など、前向きな取組みを紹介している。一方で、ASEAN 取引所リンクの 2017 年の終了なども確認したうえで、資本市場の統合は進展がみられる一方、加盟国間で市場規模・成熟度の差異も大きいことから、各国の規制整備・能力向上を進めつつ、市場インフラ連携を継続的に進めていく必要性を指摘している。

こうした AEC2025 の取組みもふまえて、ASEAN は 2025 年に「ASEAN 共同体ビジョン 2045」と「ACMF Action Plan 2026-2030」を今後の施策として打ち出した。この施策については、第 3 章で詳述したい。

2. ASEAN+3 との関係

ASEAN の金融協力、あるいは金融統合については、日中韓も加えた ASEAN+3 での取組みも重要な役割を果たしている。毎年 5 月上旬に開催されている「ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議」は、本年 2026 年 5 月で第 29 回を数える。2026 年の同会議の共同ステートメントから ASEAN+3 の現在の取組みを整理したい。

「ASEAN+3 財務プロセス」として謳われているのは、下記の 5 つである。

- ①チェンマイ・イニシアティブ（Chiang Mai Initiative Multilateralisation, CMIM）
- ②ASEAN+3 マクロ経済オフィス（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, AMRO）
- ③アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiatives, ABMI）
- ④自然災害リスクファイナンス・イニシアティブ（Disaster Risk Financing Initiative, DRFI）
- ⑤クロスボーダー・デジタル決済（【ASEAN+3 財務プロセスの下でのイニシアティブ】Cross-border digital payments（Future Initiatives として））

そもそも同会議は 1997 年のアジア通貨危機に対して、地域の金融協力の必要性の認識を契機に開始されたものである。アジア通貨危機の要因としては、主に 2 つと整理される。1 つめは、当時の東アジアの諸国の多くが、為替制度として米ドルペッグ制度をとっていたこ

と。それが、後に「21 世紀型の資本収支危機」と呼ばれる急激な資本流出により米ドルペッグの維持は困難となり、各国通貨の暴落を招いた。2 つめは、「ダブル・ミスマッチ」、言い換えると当時のアジア諸国の資金ニーズは国のインフラ整備や企業の設備投資など「自国通貨建て長期資金」であったにもかかわらず、実際の資金調達が「外貨建て（主に米ドル建て）短期資金」を中心に賄っていた「通貨と期間の 2 つの不整合」である。

ASEAN+3 として取り組んだ①CMIM は、上記の 1 つめの要因への対応として、自国通貨下落の際に、自国通貨の買い支えの原資となる外貨（主に米ドル）を地域協力で供給する仕組みである。2000 年にタイのチェンマイで開催された第 2 回の上記会議で合意されたことから、この名称が付いている。当初、2 国間の通貨スワップ契約を複数交わしていた形式を 1 つの契約にする「マルチ化」を 2010 年に実現し、またその CMIM 支援と ASEAN+3 域内経済の監視を役割とする機関として、②AMRO が 2011 年に設立された。当初シンガポール法人として設立された AMRO は、2016 年 2 月に国際機関化された。

③ABMI は、上記の 2 つめの要因である「ダブル・ミスマッチ」への対応として、自国通貨建て長期資金の調達手段として、現地通貨建て債券市場の育成を目指した取組みとして、2003 年の第 6 回の上記会議で合意され、複数のワーキンググループが設置された。2026 年の ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議における共同ステートメントでは、ABMI の発足以降、先進国としてもともと円建て債券市場を有していた日本を除く ASEAN+2（中国・韓国）の現地通貨建て債券市場の規模が過去 20 年で 25 倍に拡大したことを示し、継続的な取組みの成果と評している。ABMI のこれまでの成果については、次節であらためて詳述したい。

①、②、③がアジア通貨危機への対応として、長い ASEAN+3 の取組みの歴史があるのに対して、④DRFI は最近開始された取組みである。具体的には、地震など自然災害の経験の豊富な日本が主導して、「域内の自然災害に対する財務強靱性を強化すること」を目的に 2023 年の上記会議で、ASEAN+3 財務トラックにおける「第 4 の柱」として定例議題化された。2024 年には事務局を設置し、DRF の取組を効果的に推進するための体制を整備し、東南アジア災害リスク保険ファシリティ（Southeast Asia Disaster Risk Insurance Facility, SEADRIF）を通じて、世界銀行と連携した国向けの災害リスク保険を提供する体制を整えた。

⑤クロスボーダー・デジタル決済は、最近の決済システムや通貨のデジタル化の潮流を受けて、2026 年の上記会議であらたな協力分野として位置づけられた。背景として、現地通貨建て決済システムを基盤としつつ、トークン化を含むクロスボーダー決済における技術革新を、「通貨主権、金融安定及び資本フロー管理への影響を慎重に評価しつつ、安全で効率的かつ統合された地域決済を支えるための政策及び規制枠組みに関する国際的な議論との整合性を確保しながら追求」すべきとの認識がある。その持続的な進捗を確保するため、AMRO の支援を得て、リテール及びホールセール の決済接続性、そしてステーブルコインに関する規制上のアプローチに関する政策対話を深化させることで合意している。

以上のように ASEAN+3 による金融協力は、アジア通貨危機以降の域内の金融安定に大きな役割を果たしている。ASEAN との関係において、付言すべきことの例としては CMIM が良い例となる。マルチ化を果たした同取組みでは、各国の資金拠出のシェアが規定されている

が、基本的には日中韓が ASEAN10 ヶ国（現在は東ティモールを加え 11 ヶ国）を支援する色彩が強い。これは、ASEAN は経済成長をしているものの、金融危機の発生を想定した場合は、域内のみではなく、日中韓からの支援を必要としている状況と考えられる。ASEAN の域内の一体性向上など AEC の取組みは着実な進展をしているものの、金融面での ASEAN+3 の枠組みの重要性は高い。筆者はこの構造を、ASEAN の域内協力はブランディングなど「攻め」の分野、ASEAN+3 の仕組みは危機対応など「守り」の分野として両立していくべきものと考えている。

3. ABMI の振り返り

本稿で主に取り上げる債券市場にもっとも関連性の高い ABMI について、あらためて確認したい。前述のとおり 2003 年に開始され、ワーキンググループの設置後、2005 年にはその後の重点分野と実施方法の明確化のためロードマップが策定された。それ以降、ロードマップは課題の優先度合いの見直し、新たな課題の追加のため定期的に見直しが行われている。

これまでの具体的な取組みとして、財務省（HP a.）は下記の 4 つを挙げている。

①アジア・ボンド・オンライン（Asian Bonds Online, ABO）

- ・債券市場や ABMI の進展に係る情報発信を行う web ページ。域内各国の債券発行残高などのデータや ADB（アジア開発銀行）等の各種レポートも掲示。

②ASEAN+3 債券市場フォーラム（ASEAN+3 Bond Market Forum, ABMF）

- ・域内のクロスボーダー債券取引を促進のため、クロスボーダー債券取引に係る市場慣行の標準化や、規制の調和化を図るため 2010 年 9 月に設置された官民一体のフォーラム。

- ・ASEAN+3 各国の規制及び取引慣行に関する調査を行い、調査結果をもとに「ASEAN+3 債券市場ガイド」を策定し 2012 年 4 月に公表、域内各国・地域版も順次公表。

- ・域内のプロ投資家向け債券市場への上場プロセスの共通化を目的に、「ASEAN+3 債券共通発行フレームワーク（AMBIF）」を進めて、2015 年 9 月には AMBIF に基づく一号債券が発行され、その後も新規債券が発行されている。

③信用保証・投資ファシリティ（Credit Guarantee and Investment Facility, CGIF）

- ・現地通貨建て債券の発行を支援し、域内債券市場の育成を目的に 2010 年 11 月に設立された域内の企業が発行する社債に保証を供与する信用保証・投資ファシリティ。

- ・現地通貨建て債券市場育成に関する域内、域外との知見共有を目的に、2017 年 4 月に債券市場育成の Good Practices を作成。国債市場に加え社債市場を追加し、読みやすく構成しなおした Good Practice 改訂版を 2019 年 5 月に公表。

④技術支援調整チーム（Technical Assistance and Coordination Team, TACT）

- ・他の 4 つのタスクフォースとともに ABMI の枠組みを構成するチームで、法制度の整備、人材の育成等の技術支援を担う。

前述のロードマップは、課題の優先度合いを見直し、新たな課題を追加するため、定期的に見直しが行われており、2023 年 5 月には、これまでの ABMI の成果の評価と新ロードマップが上記会議で承認された。

図表 1 ABMI の成果と今後の課題 (2023 年 5 月現在)

評価書項目	説明概要
2. アジア債券市場イニシアティブの評価	
2.1 アジア通貨危機とダブルミスマッチ	・資本収支危機的なアジア通貨危機の招来とダブルミスマッチ問題の顕在化
2.2 ASEAN+3地域における自国通貨建て債券市場の急成長	・ABMIによる自国通貨建て債券市場育成のためのASEAN+3および各国内の連携体制構築 ・ABMI推進のための作業部会・タスクフォース設置と事務局ADBの支援 ・ABMI合意後のインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムおよび中国・韓国での自国通貨建て債券市場の著しい成長
2.3 地域内貿易における自国通貨利用拡大	・地域内貿易における自国通貨の利用の拡大と地域内の特性変化(生産拠点から消費市場へ)
2.4 市場のストレス下で経済を支えるための自国通貨建て債券金融	・世界金融危機をふまえての新興国での自国通貨建て債券市場の有用性 ・国内債券市場による銀行部門の脆弱性に起因する悪影響の軽減 ・世界金融危機やコロナによるパンデミックなど経済危機時の国内国債による資金調達 の有用性 ・自国通貨建て政府債務残高に占める外貨建て政府債務の割合の継続的な低下
2.5 市場の変動を抑制するための自国通貨建て債券市場の発展	・新興国における自国通貨建て債券市場の割合および長期債の割合が高い場合、為替 レートの変動を抑制 ・上記をふまえABMIは、地域の金融安定に貢献 ・ABMIにおける20年間の経験は、さらなる地域金融協力に向けた強固な基盤を構築
3. 残された課題(改善余地あり)	
3.1 資本市場統合の遅れ	・ASEAN+3の域内ポートフォリオ債券投資のシェアは、域内貿易のシェアより小さい
3.2 地域内金融取引における米ドルの多用	・地域内金融取引における自国通貨の利用は限定的(米ドルの割合はるかに高い)
3.3 COVID-19からの「より良い復興」に向けたサステナブル・ファイナンスの発展	・ASEAN地域の気候変動への対応に必要なインフラ投資への資金調達の不足には民間投 資が不可欠。さらに、コロナの影響による経済成長低下もあり、そこからの回復には、さら に迅速なインフラ整備が必要。 ・気候変動リスクに脆弱な国が多いASEAN+3諸国では、コロナからの復興戦略には「より 良い復興」を目指す必要がある。それには、サステナブルファイナンスが有用。
3.4 地域内金融取引を拡大するためのリスク低減策	・持続可能なインフラ・ファイナンスの推進には、外国人投資家を呼び込むため為替リスクを 低減する措置が必要。そのためのヘッジ手段の不足やコストの高さの改善には、根本的な 対処として流動性の高い債券市場および活発な短期金融市場の育成が必要。 ・主に外国銀行にとって、現地通貨調達の重要な手段である外国為替スワップ(FXスワッ プ)市場のためにも、活発な短期金融市場の整備は効率的なイールドカーブの形成を支 え、効率的な為替ヘッジ手段の整備にもつながる。 ・為替リスクを低減するもう一つのアプローチとして、クロスボーダー取引における現地通 貨建ての担保利用や、クロスボーダー担保取極(GBCA)の推進が望ましく、金融セーフ ティネットの拡大や地域の金融安定の強化に寄与し得る。 ・GBCAを含む短期金融市場のさらなる発展は、外国為替(FX)ヘッジ手段の整備を後押し し、ASEAN+3地域における国境を越えた取引の米ドルへの過度な依存を低減させる。
3.5 技術革新による地域金融情勢の急速な変化	・技術革新は、従来の金融のあり方を機能ごとに分解しつつあり、それによって新たな機 会と課題がもたらされる可能性がある。デジタル化の進展に伴い、QRコード決済サービ スの連携が進み、国境を越えた決済サービスのさらなる拡充が検討されるであろう。 ・ADB(2022)によれば、ASEAN+3の中央銀行および中央証券保管機関(GSD)は、金融 市場の基盤的なインフラを改革しつつある6つの主要技術(*)について、検討および導入 を進めている。 (*) (i) 分散型台帳技術(DLT)およびブロックチェーン、(ii) 人工知能(AI)、(iii) ビッグ データ分析、(iv) クラウドコンピューティング、(v) 高度なサイバーセキュリティ技術、(vi) (オープン)アプリケーション・プログラミング・インターフェース(API)
3.6 自国通貨建て債券市場の発展における国別の課題	・市場の発展を阻む特有の状況に直面し、自国通貨建て債券市場が十分に確立されてい ない加盟国が存在することに留意し、個別のニーズに合わせた技術支援を提供することが 必要

出所：財務省 (2023 a)

図表 1 のとおり、ASEAN+3 は、これまでの ABMI の取組みを評価したうえで、今後の課題を整理している。「評価」としては、全体的に前向きなものと考えられる。注目できるのは、ABMI は現地通貨建て債券市場の成長を企図した取組みであるが、「自国通貨建て債券市場の割合や長期債の割合が高い場合は為替レートの変動の抑制につながる」ことを指摘してい

る点である。それもふまえて、「今後の課題」として、為替リスクヘッジの改善についての「根本的な対処として流動性の高い債券市場および活発な短期金融市場の育成」の必要性を挙げている。あわせて、為替リスク低減の手段として、クロスボーダー取引における現地通貨建ての担保利用やクロスボーダー担保取極の推進も指摘している。

図表 2 ABMI 新中期ロードマップ (2023-2026)

NO.	取組分野	具体的施策
施策1	域内でのサステナブル・ファイナンスの推進	・日本をはじめ域内投資家のASEANのグリーンボンドへの投資関心の高まり。 ・タスクフォース1は、サステナブルファイナンスのための環境整備やパイロット発行の支援に関連する活動を拡大。 ・タスクフォース2は、投資家の投資判断に影響するサステナブルファイナンスのインパクトを評価するためのデータ収集やベンチマーク分析で同分野の取り組みを支援。
施策2	規制・市場の枠組みの改善およびクロスボーダー取引のための基盤の構築	・債券発行プロセスおよび関連文書の地域的な標準化を促進する手段として、AMBIFの普及に継続取組み。 ・国内の外国為替(FX)ヘッジ市場の発展支援のため、より流動性の高いインターバンク市場の整備を後押しする必要がある、それはより円滑なイールドカーブの形成にも寄与する。
施策3	ASEAN+3金融市場の統合に向けたDXの推進	・ABMFは、相互運用性を確保し、地域内の金融連携を深化させるために、技術的、法的、および業務上の標準を含む標準化を推進。 ・ABMFは分散型台帳技術(DLT)やブロックチェーンといった新たな金融技術を活用し、新たな金融商品の創出機会を拡大し、域内全体でDXを推進。
施策4	クロスボーダー取引のリスク軽減のため現地通貨の流動性供給を促進	・サイバー攻撃やシステム障害など様々な要因による予期せぬ米ドル流動性不足時の市場の混乱を緩和する手段として、米ドル流動性を補完する域内通貨のクロスボーダー担保取極(CBCA)の導入を検討。 ・決済システムの参加者が外国の中央銀行に担保を差し入れる「中央銀行流動性ブリッジ(CBLB)」で、自国中央銀行から日中流動性の調達コスト軽減。 ・ASEAN+3諸国の中央銀行のクロスボーダー担保取極(CBCA)およびクロスボーダー担保融資(CBLB)の導入推進。
施策5	現地通貨建て債券市場の発展に向けた、継続的かつよりきめ細やかな支援	・ABMIは、現地通貨建て債券市場に向けた支援を必要とする国々を「技術支援調整チーム(TACT)」の下で支援。

出所：財務省 (2023 b)

図表 3 新中期ロードマップにおけるタスクフォースごとの行動計画 (2023-2026)

	活動項目	担当国	施策概要
Task Force 1	現地通貨建て債券の発行促進	中国・タイ	1) ADB等の機関と連携し、CGIF保証付き債券の拡大を継続 2) 現地通貨建てサステナブルファイナンスの発展を支援
Task Force 2	現地通貨建て債券への需要の促進	日本・シンガポール	・AsianBondsOnline (ABO) および「年次債券市場サミット」を通じて、現地通貨建て債券市場の情報の継続を発信
Task Force 3	規制枠組みの強化	日本・マレーシア	・規制および市場慣行の標準化と調和の推進
Task Force 4	債券市場の関連インフラの改善	韓国・フィリピン	・クロスボーダー取引を促進のため、中央銀行とGSD(証券集中保管機関)の間におけるGSDとRTGS(即時グロス決済システム)の連携を推進
TACT	技術支援・調整チーム (Technical Assistance and Coordination Team)	ブルネイ・ラオス・ベトナム	・選定された加盟国につき、市場の基盤を強化し、債券市場の発展を阻む制約に対処する技術支援(TA)を継続

出所：財務省 (2023 b) ANNEX

図表 1 での成果と課題の整理をふまえたあらたなロードマップが図表 2、タスクフォースごとの行動計画が図表 3 である。ここでも注目できるのは、施策 2 にある「外国為替 (FX) ヘッジ市場の発展支援のための流動性の高いインターバンク市場の整備・円滑なイールドカーブの形成」と施策 4 にある「域内通貨のクロスボーダー担保取極 (CBCA)」の 2 点である。ABO にある直前の ABMI ロードマップ (2019-2022) では、債券市場自体の育成支援・環境整備に関する取組みが記載されているが、為替リスクや為替ヘッジ、そのためのイールドカーブ形成といった金利市場への言及はなされていなかった。この点は、ABMI のダブル・ミスマッチ対策としての域内通貨建て債券市場育成が、次段階に進んだと評価できる。今後の展望、考察に向けては、重要と考えられる。

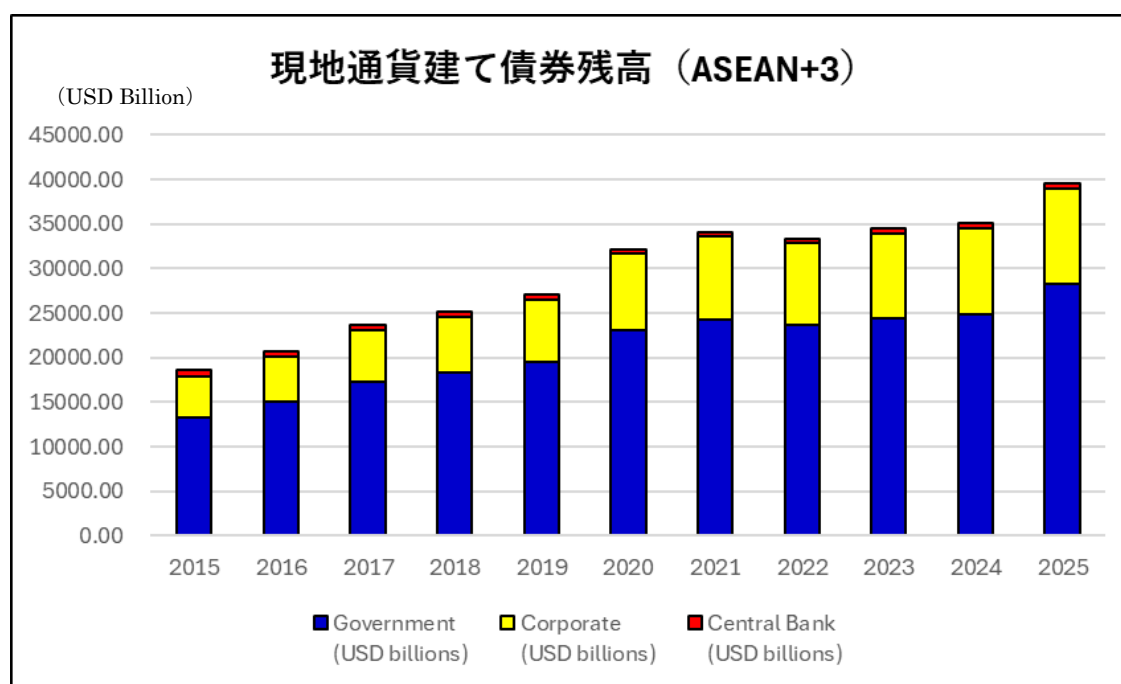
次章では、ABMI の取組みを経た ASEAN+3、その中での ASEAN の域内通貨建て債券市場の成長・拡大状況を主に ABO のデータで確認したうえで、2027 年からの ABFMI への考察、展望を試みたい。

第2章 ABMI から ABFMI へ

1. ASEAN 債券市場の成長

まず、ABMI により成長した債券市場について、ASEAN+3 全体の推移と ASEAN の推移を確認する。図表4のとおり、2003 年の合意以降拡大をしている同地域の域内通貨建て債券市場の残高は、2015 年から 2025 年の 10 年で 2.1 倍に拡大している。内訳を観ると国・中央銀行の国ベースの残高が民間ベースの社債残高よりも高い。一方で、2015 年の 24.90%から 2025 年の 27.04%と、社債残高のシェアが徐々にではあるが増加している。

図表4 ASEAN+3 債券残高推移



資料：ABO データベースより作成（ミャンマーのデータ含まず）

図表5 ASEAN+3 現地通貨建て債券市場に占める ASEAN のシェア

Date	Government (USD billions) ASEAN+3分	Corporate (USD billions) ASEAN+3分	ASEAN+3内 社債シェア	Corporate (USD billions) ASEAN分	ASEAN内 社債シェア	Central Bank ASEAN+3分 (USD billions)	Total (USD billions) ASEAN+3分	Total (USD billions) ASEAN分	Total内 ASEAN シェア
2015	13274.23	4633.26	24.90%	324.21	30.69%	702.03	18609.52	1056.34	5.68%
2016	15099.08	5028.00	24.30%	343.06	30.68%	568.24	20695.32	1118.34	5.40%
2017	17298.05	5829.30	24.63%	410.89	31.53%	540.43	23667.78	1303.07	5.51%
2018	18302.28	6251.67	24.90%	437.87	31.37%	549.83	25103.78	1395.95	5.56%
2019	19465.80	7011.19	25.94%	489.33	30.88%	548.44	27025.43	1584.81	5.86%
2020	23113.17	8526.37	26.47%	514.34	28.46%	565.88	32205.42	1807.51	5.61%
2021	24266.57	9313.79	27.29%	523.65	26.79%	554.23	34134.59	1955.01	5.73%
2022	23702.69	9142.66	27.37%	535.97	25.87%	554.90	33400.25	2071.81	6.20%
2023	24354.77	9611.48	27.80%	554.82	24.66%	607.92	34574.17	2249.97	6.51%
2024	24937.40	9561.44	27.19%	563.05	23.29%	666.62	35165.46	2417.44	6.87%
2025	28229.96	10713.70	27.04%	633.83	23.61%	681.65	39625.31	2684.88	6.78%

資料：ABO データより作成（ミャンマーのデータ含まず）

図表 5 で ASEAN 市場の成長をより詳細に観ると以下の点が分かる。2025 年末で ASEAN+3 としての残高は 39.6 兆ドルまで拡大したが、うち ASEAN の残高は約 2.7 兆ドルに留まり、その占める割合は 6.78%にしか過ぎない。別途、国別の推移を確認したところ、中国の残高が 2015 年末で約 6.7 兆ドルであったものが 2025 年末で 25 兆ドルであり、63%を占める。一方で、財政状況の悪化が常に指摘される日本は、2015 年末 8.9 兆ドルから 2025 年末 9.0 兆ドルで、23%である。日本の残高はほとんど変わらないが、この 10 年の間では大きな増減が視られる。10 年間でドル建てではほとんど変わらないが、円貨では約 1,073 兆円から約 1,416 兆円と増加しており、ドル円の為替レート推移の影響が大きいと考えられる。ASEAN でも同様に為替レートの影響もあり得ることから、国別でのデータも確認する必要がある。また、アジア通貨危機の際のダブル・ミスマッチへの対策の視点で観た場合は、マクロとしての国ベースの国債とともに民間ベースの社債の伸びも期待された。しかし、発行残高に占める社債のシェアは 31%から 24%に低下している。こうした点も次項で国別の分析を行いたい。

2. 国別債券市場の分析

国別分析にあたっては、政府、社債、中央銀行の発行体別債券市場残高およびその合計につき、現地通貨建てと米ドル建てのデータを集計した。社債については、シェアでは国（政府・中央銀行）の発行額が増加すれば減少することから、その増減を確認するために社債市場全体の前年比割合を示すこととした。あわせて、債券市場の規模を絶対値以外で比較するために、債券市場の GDP 比の数値を加えた。GDP 比での市場規模に関しては、少し古い資料となるが McKinsey & Company（2017）が債券市場の残高の GDP 比で、「市場規模＞100%」を「大きい」、「市場規模＞25%」を「限定的」、「市場規模＜25%」を「非常に限定的」と区分しており、それを参考にしたい。当該資料（2015 年データ）では、日、米、英・仏・独の欧州の主要国など先進国は「大きい」に区分されている以下は、直近 2025 年末の債券市場残高の大きい国順で考察をしていきたい。

図表 6 ①マレーシア

国	年	Government (LCY billions)	Corporate (LCY billions)	前年比	Central Bank (LCY billions)	Total (LCY billions)	前年比	Government (USD billions)	Corporate (USD billions)	前年比	Central Bank (USD billions)	Total (USD billions)	前年比	外貨建て 債券残高 (USD billions)	債券残 高合計 (USD billions)	債券残高 GDP比(%)
MY	2015	587.16	507.33	—	24.50	1,118.99	—	136.73	118.14	—	5.71	260.58	—	37.94	298.52	108.92
MY	2016	624.82	533.72	105%	8.75	1,167.29	104%	139.28	118.97	101%	1.95	260.20	100%	40	300.2	109.55
MY	2017	665.57	613.32	115%	7.35	1,286.24	110%	164.48	151.57	127%	1.82	317.87	122%	41.2	359.07	111.70
MY	2018	719.55	662.15	108%	19.20	1,400.90	109%	174.08	160.19	106%	4.64	338.91	107%	41.59	380.5	115.33
MY	2019	764.23	712.17	108%	9.00	1,485.40	106%	186.81	174.08	109%	2.20	363.09	107%	45.45	408.54	117.37
MY	2020	850.62	751.86	106%	2.00	1,604.48	108%	211.58	187.01	107%	0.50	399.09	110%	49.49	448.58	133.96
MY	2021	949.42	786.80	105%	0.00	1,736.22	108%	227.87	188.84	101%	0.00	416.71	104%	55.57	472.28	141.48
MY	2022	1,050.08	815.78	104%	1.00	1,866.86	108%	238.44	185.24	98%	0.23	423.91	102%	47.71	471.62	137.17
MY	2023	1,142.66	847.44	104%	17.20	2,007.30	108%	248.73	184.47	100%	3.74	436.94	103%	46.51	483.45	141.65
MY	2024	1,219.64	873.75	103%	0.00	2,093.39	104%	272.72	195.37	106%	0.00	468.09	107%	44.4	512.49	138.88
MY	2025	1,299.66	948.76	109%	0.00	2,248.42	107%	320.09	233.67	120%	0.00	553.76	118%	47.62	601.38	140.58

資料：ABO データより作成

- ・この 10 年で域内通貨建て債券市場は順調に拡大し、社債市場もほぼ同じ割合で拡大。
- ・自国通貨建てと米ドル建てでの前年比割合もほぼ平行しており、対米ドルの為替レートは安定していると想定できる。
- ・債券市場全体での GDP 比でも 2015 年から「大きい」で、その後も順調に拡大している。

図表6 ②シンガポール

国	年	Government (LCY billions)	Corporate (LCY billions)	前年比	Central Bank (LCY billions)	Total (LCY billions)	前年比	Government (USD billions)	Corporate (USD billions)	前年比	Central Bank (USD billions)	Total (USD billions)	前年比	外資建て 債券残高 (USD billions)	債券残 高合計 (USD billions)	債券残高 GDP比(%)
SG	2015	105.70	140.00	—	77.50	323.20	—	74.52	98.70	—	54.64	227.86	—	52.79	280.65	94.01
SG	2016	110.00	143.00	102%	83.10	336.10	104%	76.03	98.84	100%	57.44	232.31	102%	53.87	286.18	93.43
SG	2017	116.00	150.00	105%	105.80	371.80	111%	86.83	112.28	114%	79.19	278.30	120%	65.61	343.91	96.50
SG	2018	124.90	154.00	103%	119.50	398.40	107%	91.64	112.99	101%	87.68	292.31	105%	80.38	372.69	99.63
SG	2019	189.31	165.00	107%	103.00	457.31	115%	140.66	122.59	108%	76.53	339.78	116%	85.43	425.21	111.33
SG	2020	203.27	168.00	102%	133.20	504.47	110%	153.75	127.07	104%	100.75	381.57	112%	88.36	469.93	128.21
SG	2021	221.62	175.00	104%	197.20	593.82	118%	164.29	129.73	102%	146.18	440.20	115%	104.41	544.61	123.97
SG	2022	247.00	179.00	102%	248.70	674.70	114%	184.39	133.63	103%	185.67	503.69	114%	118.33	622.02	117.52
SG	2023	277.16	187.00	104%	293.85	758.01	112%	209.92	141.63	106%	222.56	574.11	114%	113.11	687.22	132.19
SG	2024	307.47	201.79	108%	340.30	849.56	112%	225.14	147.75	104%	249.18	622.07	108%	116.62	738.69	131.79
SG	2025	330.98	211.03	105%	354.90	896.91	106%	257.49	164.17	111%	276.10	697.76	112%	135.29	833.05	135.63

資料：ABO データより作成

- ・この10年で域内通貨建て債券市場は順調に拡大し、社債市場は全体よりは割合が小さい年が多いが、拡大傾向である。
- ・自国通貨建てと米ドル建てでの前年比割合もほぼ平行しており、対米ドルの為替レートは安定していると想定できる。
- ・債券市場全体でのGDP比でも順調に拡大しており、「限定的」から「大きい」に達している。

図表6 ③タイ

国	年	Government (LCY billions)	Corporate (LCY billions)	前年比	Central Bank (LCY billions)	Total (LCY billions)	前年比	Government (USD billions)	Corporate (USD billions)	前年比	Central Bank (USD billions)	Total (USD billions)	前年比	外資建て 債券残高 (USD billions)	債券残 高合計 (USD billions)	債券残高 GDP比(%)
TH	2015	4,670.97	2,517.32	—	2,823.49	10,011.78	—	129.45	69.76	—	78.25	277.46	—	17.14	294.6	77.35
TH	2016	4,801.52	2,918.93	116%	3,136.03	10,856.48	108%	134.12	81.54	117%	87.60	303.26	109%	16.69	319.95	78.50
TH	2017	5,154.02	3,083.11	106%	3,041.77	11,278.90	104%	158.20	94.63	116%	93.36	346.19	114%	16.24	362.43	76.24
TH	2018	5,508.97	3,459.08	112%	3,476.69	12,444.74	110%	169.26	106.28	112%	106.82	382.36	110%	18.16	400.52	79.62
TH	2019	5,732.86	3,785.75	109%	3,717.75	13,236.36	106%	191.31	126.33	119%	124.06	441.70	116%	20.04	461.74	81.93
TH	2020	6,866.11	3,691.94	98%	3,365.41	13,923.46	105%	229.25	123.27	98%	112.37	464.89	105%	30.91	495.8	94.85
TH	2021	7,818.80	4,011.15	109%	2,897.67	14,727.62	106%	234.06	120.08	97%	86.74	440.88	95%	25.56	466.44	96.29
TH	2022	8,767.96	4,454.04	111%	2,403.27	15,625.27	106%	253.37	128.71	107%	69.45	451.53	102%	24.79	476.32	94.84
TH	2023	9,408.86	4,842.88	109%	2,230.61	16,482.35	105%	275.60	141.85	110%	65.34	482.79	107%	25.07	507.86	96.36
TH	2024	10,112.33	4,621.14	95%	2,335.76	17,069.23	104%	296.59	135.54	96%	68.51	500.64	104%	22.74	523.38	95.51
TH	2025	10,740.25	4,437.93	96%	2,654.53	17,832.71	104%	340.91	140.86	104%	84.26	566.03	113%	23.48	589.51	97.90

資料：ABO データより作成

- ・この10年で域内通貨建て債券市場は順調に拡大し、社債市場全体よりは割合が大きい年が多かったが、直近2年は残高が減少している。
- ・自国通貨建てと米ドル建てでの前年比割合も概ね違いはないが2021年にはタイバーツ建てでは増加(106%)も、米ドル建てでは減少(95%)しており、為替レートの変動の影響が確認できる。
- ・債券市場全体でのGDP比でも拡大しているが、「限定的」に留まっている。

図表6 ④フィリピン

国	年	Government (LCY billions)	Corporate (LCY billions)	前年比	Central Bank (LCY billions)	Total (LCY billions)	前年比	Government (USD billions)	Corporate (USD billions)	前年比	Central Bank (USD billions)	Total (USD billions)	前年比	外資建て 債券残高 (USD billions)	債券残 高合計 (USD billions)	債券残高 GDP比(%)
PH	2015	3,946.27	813.72	—	0.00	4,759.99	—	84.13	17.35	—	0.00	101.48	—	42.08	143.56	48.29
PH	2016	3,977.85	891.19	110%	0.00	4,869.04	102%	80.20	17.97	104%	0.00	98.17	97%	40.78	138.95	45.54
PH	2017	4,455.53	1,019.72	114%	0.00	5,475.25	112%	89.38	20.46	114%	0.00	109.84	112%	38.85	148.69	44.77
PH	2018	4,783.30	1,314.55	129%	0.00	6,097.85	111%	91.01	25.01	122%	0.00	116.02	106%	44.34	160.36	46.14
PH	2019	5,141.09	1,504.69	114%	0.00	6,645.78	109%	101.49	29.70	119%	0.00	131.19	113%	47.95	179.14	46.49
PH	2020	6,735.62	1,647.61	109%	220.00	8,603.23	129%	140.24	34.30	115%	4.58	179.12	137%	52.79	231.91	62.05
PH	2021	8,105.32	1,536.02	93%	260.00	9,901.34	115%	158.95	27.87	81%	5.10	191.92	107%	65.18	257.1	67.54
PH	2022	9,113.38	1,603.11	104%	480.00	11,196.49	113%	163.53	28.77	103%	8.61	200.91	105%	71.38	272.29	68.89
PH	2023	9,875.41	1,513.50	94%	635.96	12,024.87	107%	178.30	27.33	95%	11.48	217.11	108%	70.22	287.33	65.45
PH	2024	10,788.71	1,355.64	90%	782.49	12,926.84	108%	186.52	23.44	86%	13.53	223.49	103%	72.6	296.09	64.75
PH	2025	11,967.48	1,392.51	103%	340.83	13,700.82	106%	203.45	23.67	101%	5.79	232.91	104%	76.81	309.72	65.04

資料：ABO データより作成

- ・この10年で域内通貨建て債券市場は順調に拡大し、社債市場の伸びは増加と減少など全体と異なる割合の年が多い。
- ・自国通貨建てと米ドル建てでの前年比割合の数値に差がある年が多く、対米ドルの為替レートの変動が想定できる。
- ・債券市場全体での GDP 比でも拡大しているが「限定的」のままで、まだその規模は小さい。

図表6 ⑤インドネシア

国	年	Government (LCY billions)	Corporate (LCY billions)	前年比	Central Bank (LCY billions)	Total (LCY billions)	前年比	Government (USD billions)	Corporate (USD billions)	前年比	Central Bank (USD billions)	Total (USD billions)	前年比	外資建て 債券残高 (USD billions)	債券残 高合計 (USD billions)	債券残高 GDP比(%)
ID	2015	1,751,094.23	249,879.90	—	38,580.00	2,039,554.13	—	127.00	18.12	—	2.80	147.92	—	78.96	226.88	27.14
ID	2016	2,014,026.67	311,678.55	125%	105,369.10	2,431,074.32	119%	149.49	23.13	128%	7.82	180.44	122%	87.52	267.96	29.11
ID	2017	2,341,102.90	387,329.52	124%	10,017.00	2,738,449.42	113%	172.71	28.57	124%	0.74	202.02	112%	104.84	306.86	30.61
ID	2018	2,601,633.84	411,857.40	106%	57,869.00	3,071,360.24	112%	180.79	28.62	100%	4.02	213.43	106%	118.01	331.44	32.14
ID	2019	2,961,286.80	445,101.36	108%	102,354.00	3,508,742.16	114%	213.56	32.10	112%	7.38	253.04	119%	129.32	382.36	33.49
ID	2020	4,036,121.39	425,708.85	96%	55,421.00	4,517,251.24	129%	287.27	30.30	94%	3.94	321.51	127%	147.35	468.86	42.66
ID	2021	4,822,868.97	430,340.72	101%	61,337.00	5,314,546.69	118%	338.14	30.17	100%	4.30	372.61	116%	157.7	530.31	44.52
ID	2022	5,452,363.97	445,270.05	103%	53,123.00	5,950,757.02	112%	350.23	28.60	95%	3.41	382.24	103%	151.3	533.54	42.40
ID	2023	5,808,133.44	459,508.14	103%	317,819.00	6,585,460.58	111%	377.23	29.84	104%	20.64	427.71	112%	147.99	575.7	42.43
ID	2024	6,227,530.98	471,300.14	103%	989,183.90	7,688,015.02	117%	386.76	29.27	98%	61.43	477.46	112%	148.64	626.1	45.54
ID	2025	6,750,256.50	536,769.15	114%	780,035.00	8,067,060.65	105%	404.45	32.16	110%	46.74	483.35	101%	151.42	634.77	44.47

資料：ABO データより作成

- ・この10年で域内通貨建て債券市場は順調に拡大し、社債市場の伸びは全体と異なる割合の年が多い。
- ・自国通貨建てと米ドル建てでの前年比割合もほぼ平行しており、対米ドルの為替レートは安定していると想定できる。
- ・債券市場全体での GDP 比でも拡大しているが「限定的」のままで、まだその規模は小さい。

図表6 ⑥ベトナム

国	年	Government (LCY billions)	Corporate (LCY billions)	前年比	Central Bank (LCY billions)	Total (LCY billions)	前年比	Government (USD billions)	Corporate (USD billions)	前年比	Central Bank (USD billions)	Total (USD billions)	前年比	外資建て 債券残高 (USD billions)	債券残 高合計 (USD billions)	債券残高 GDP比(%)
VN	2015	776,497.80	48,020.45	—	98,191.00	922,709.25	—	34.53	2.14	—	4.37	41.04	—	3.58	44.62	23.93
VN	2016	933,275.60	59,384.45	124%	8,000.00	1,000,660.05	108%	41.00	2.61	122%	0.35	43.96	107%	2.61	46.57	23.54
VN	2017	1,015,637.72	76,759.45	129%	16,400.00	1,108,797.17	111%	44.75	3.38	130%	0.72	48.85	111%	2.34	51.19	23.21
VN	2018	1,093,350.21	110,863.30	144%	0.00	1,204,213.51	109%	47.18	4.78	141%	0.00	51.96	106%	3.02	54.98	22.99
VN	2019	1,172,983.60	104,940.97	95%	0.00	1,277,924.57	106%	50.62	4.53	95%	0.00	55.15	106%	4	59.15	22.70
VN	2020	1,111,700.79	285,475.40	272%	0.00	1,397,176.19	109%	48.13	12.36	273%	0.00	60.49	110%	2.44	62.93	23.10
VN	2021	1,444,387.79	614,230.63	215%	10,537.67	2,069,156.09	148%	63.28	26.91	218%	0.46	90.65	150%	4.26	94.91	25.50
VN	2022	1,632,965.79	731,248.63	119%	187,299.32	2,551,513.74	123%	69.10	30.94	115%	7.93	107.97	119%	4.14	112.11	27.54
VN	2023	1,938,332.79	717,552.38	98%	4,551.36	2,660,436.53	104%	79.87	29.57	96%	0.19	109.63	102%	3.6	113.23	26.63
VN	2024	2,220,432.29	803,868.32	112%	137,768.92	3,162,069.53	119%	87.13	31.54	107%	5.41	124.08	113%	3.21	127.29	28.18
VN	2025	2,555,450.10	1,033,442.26	129%	384,030.31	3,972,922.67	126%	97.17	39.30	125%	14.60	151.07	122%	2.56	153.63	31.45

資料：ABO データより作成

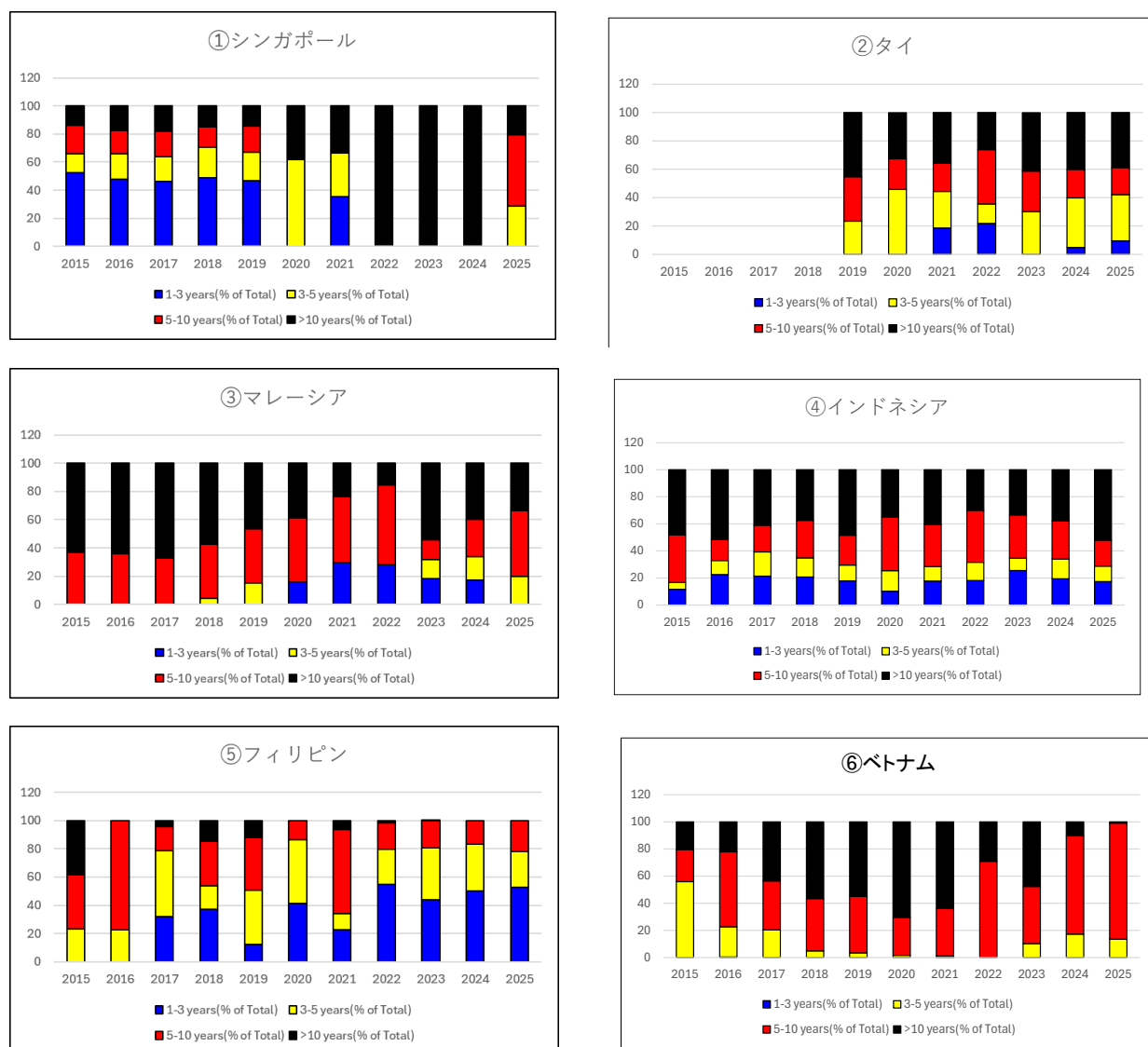
- ・この10年で域内通貨建て債券市場は順調に拡大し、社債市場の伸びは全体よりも大きい割合の年が多い。
- ・自国通貨建てと米ドル建てでの前年比割合もほぼ平行しており、対米ドルの為替レートは安定していると想定できる
- ・債券市場全体での GDP 比でも拡大しているが、「非常に限定的」からまだやっと「限定的」に達した段階であり、規模は小さい。

上記のとおり ASEAN 主要6カ国で観ると、絶対値では債券市場は拡大していると言える

が、GDP 比の市場規模ではマレーシアとシンガポールの 2 ヶ国のみが「大きい」に達しているに過ぎない。カンボジア、ラオス、ブルネイおよびデータ未取得のミャンマーも含めて、債券市場整備がこれからの国もあり、ABMI による成果はまだ十分とは言えないであろう。

つづいて、前章で確認した金利のイールドカーブならびにクロスボーダー取引における現地通貨建て債券利用に関わるデータを確認する。

図表 7 発行済国債の発行期間別割合 (単位: %)



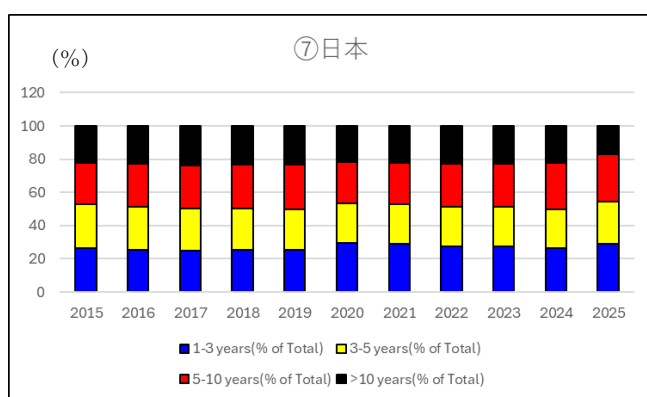
資料: ABO データより作成 (タイは 2015～2018 のデータなし)

中長期債は残存期間が相応にあり、残高への反映期間が長いことから、各国ともこの 10 年間で構成比率は大きく変化していることがわかり、その構成比も国により様々である。直近の 2025 年を中心に確認してみると、シンガポールは、2024 年末は 10 年以上もの 100% だったものが、3-5 年もの、5-10 年もの、10 年以上ものと多様化させた。タイは 1-3 年ものを含めて各期間をバランスよく発行している。マレーシアも前年 (2024 年) までは各期

間のバランスがよかったが、2025 年末時点では最短期間（1-3 年もの）の残高がなくなっている。インドネシアは 6 ケ国中で唯一、10 年間毎年 4 期間をバランスよく発行してきている。フィリピンは、短期間の 1-3 年ものの割合が一番高く、10 年以上ものの残高がなく、他国との違いが大きい。ベトナムは、5-10 年ものの割合が一番高く、1-3 年ものの残高がなく、独自の期間構成と考えられる。

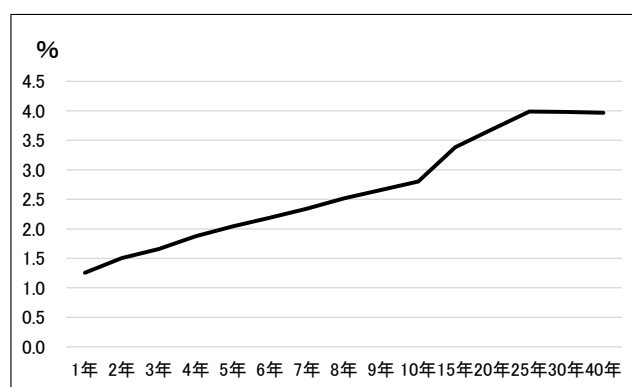
参考に債務残高が大きいと財政面では問題視されているが、国債市場としては「厚みのある」と評価される日本の国債市場（図表 7 ⑦）を観てみると各期間バランスのよい残高となっていると考えられる。ASEAN が今後改善を目指す、イールドカーブ（図表 8）も「金利のある世界」が戻ってきた現在、かつ今後も金利引き上げが予想される環境では、順イールドの分布となっている。ASEAN 各国の今後の国債発行計画、とくに期間別割合を検討する場合に参考にできるであろう。

図表 7 ⑦日本



資料：ABO データより作成

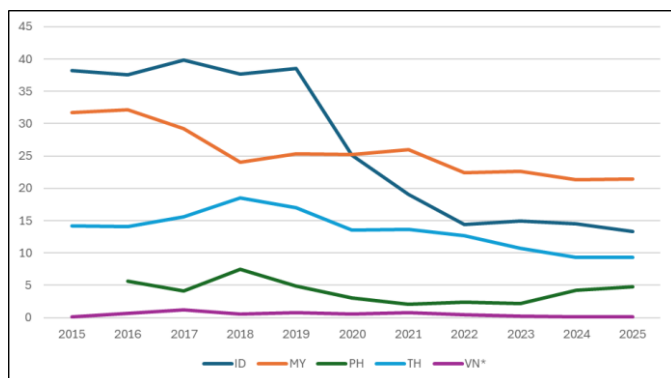
図表 8 日本国債イールドカーブ



資料：財務省 HP b.データより作成（2026 年 7 月 31 日分）

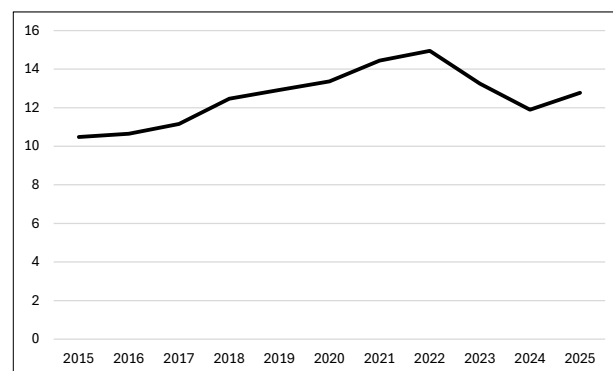
図表 9 国債の非居住者保有割合（単位：％）

A. ASEAN5 ケ国



資料：ABO データより作成

B. 日本



一方で、クロスボーダーでの域内通貨建て債券の担保利用等の参考に「国債の非居住者割合」を確認した結果が図表 9 である。ASEAN5 ケ国のインドネシア、マレーシア、タイの 3 ケ

国の割合はこの10年で大きく低下した。1番高いマレーシアでも21%程度であった。国債市場規模の大きい日本も直近（2025年）で13%であり高くない。この観点は、市場規模とともに、非居住者の現地通貨建て債券保有の自由度や保有した場合の為替リスクヘッジの自由度や為替予約等ヘッジ取引に関する流動性などが影響する。こうした点もふまえると、ABMIの新中期ロードマップ（2023-2026）の取組みは整合性があると評価できる。

上記では国債市場の分析をおこなったので、本項の最後に先行研究による社債市場に関する研究を確認したい。三重野・平田（2025）、三重野・平田（2026）は、上記の主要ASEAN6ヶ国の金融システム構造について実証分析を行っている。具体的には、国際収支、銀行信用・株式市場・債券市場で構成される国内金融システム、企業の資金調達行動の3分野を分析している。さらに企業の設備投資行動と資金制約の関係の分析も行っている。各国の金融システムという大きな視点での研究だが、ここでは社債市場に関する分析結果を中心にポイントを下記の6点に整理する。

- ・社債の発行体が金融部門や不動産・建設部門に偏る。
- ・企業は長期性の資金需要に応じて社債ファイナンスを活用している点が、ASEANの債券市場における共通特性。
- ・債券ファイナンスはインフラ投資の資金需要に対して一定の役割。長期性資金としての性格がこうしたセクターの資金需要に適合と想定。
- ・債券ファイナンスは、銀行信用チャンネルを全域的に代替する形での機能は果たさず、特にアジア金融危機後の成長を牽引した製造業部門への資金供給は限定的。
- ・企業の資金調達構造として、6ヶ国すべてのケースで負債と内部留保には明確な代替性がある。（「外部金融」の活性化が不足しており、「内部金融」の比重が高い。）
- ・6ヶ国のうち、タイ、マレーシア、インドネシア、ベトナムの4ヶ国には金融システムとして共通性が多いが、シンガポール、フィリピンは、国際収支等経済構造の違いから、それぞれ固有の特性が観られる。

上記の整理をふまえてASEAN主要6ヶ国の社債市場を概観したい。前述のとおり債券市場として「大きい」と評価できるマレーシア、シンガポールでは、社債市場も相応のシェアはあるが、その2ヶ国でも製造業の資金調達への貢献としては不十分。他4ヶ国は、そもそも債券市場規模の拡大が不十分であり、製造業の資金調達手段としての社債市場には拡大、改善の余地が大きい。こうした国債、社債双方を含めた債券市場の今後の成長に向けて、次項ではABFMIでの取組みを考えたい。

3. ABFMIの展望

前項までの分析をふまえて、2027年からのABMIからABFMIへの分野拡大について、考えたい。第1章で述べたように、ABMIの新中期ロードマップ（2023-2026）では、これまでの成果を示しつつ、従来は言及してこなかった分野での「残された課題」を挙げ、それも含めた施策およびそれに応じた行動計画が立案されている。また、第2章でのABOデータでの分析や社債に関する先行研究の考察をふまえると、ABMIによるASEANの債券市場の拡大、

整備は十分とは言えないことがわかる。

ASEAN+3の2026年の前述会議を受けた財務省HP c.では、ABMIについて「域内のダブル・ミスマッチの解消の進展を踏まえ、域内金融協力を更に促進するため、引き続き債券を取組の中心としつつ、より幅広い金融仲介手法の検討を進めるべく、2027年からの次期ロードマップより、アジア債券・金融市場育成イニシアティブ（ABFMI）への転換に合意」と評価している。この点について、片岡（2026）はABFMIに関する方針として、「債券市場を引き続き中核に据えつつ、域内の効率的な資金環流を一段と後押しすべく、為替市場や通貨スワップ市場、現地通貨間決済の枠組みの育成・整備等に取り組みの対象を広げる」とより幅広い金融仲介手法の具体策として、為替取引・為替リスク管理分野や決済分野を挙げている。それに加えて、決済分野につながるあらたな取組みとして「クロスボーダー・デジタル決済の整備」にも言及している。域内各国の決済システムの接続によるスピードアップや低コスト化などのメリットとともに、クロスボーダーでの通貨主権、金融安定、資本フロー管理への影響等を慎重に評価する必要性を指摘している。

ABFMIは、「新中期ロードマップ（2023-2026）」で整理したABMIの課題や施策をさらに進めるために、より幅広い金融仲介手法の検討や関連するクロスボーダー・デジタル決済の研究・整備もふまえて、債券市場整備につながるものと期待される。その取組みは、前項でデータや先行研究から確認したASEANの債券市場の課題を解決し、当該市場の拡大、改善にも寄与するものとなるであろう。

第3章 ASEAN の金融協力の展望

1. ASEAN 共同体ビジョン 2045 と ACMF Action Plan 2026-2030

本章では、ここまでの確認、考察をふまえて、今後の ASEAN としての取組みを考えたい。AEC2025 までの取組みをふまえて、ASEAN は 2025 年に「ACEAN 共同体ビジョン 2045」を打出した。従来の計画が 10 年間（2015～2025）であったのに対して、今回はより長期の 20 年での計画とした。ASEAN Secretariat（2025）によれば、当該ビジョンは従来からの政治・安全保障、経済、社会文化の 3 つの共同体に関する戦略計画とともに、「ASEAN 連結性戦略計画」から構成されている。全体が 2045 年に向けたビジョン・計画であり、政治・安全保障、社会文化は 2045 を目指したものであるのに対して、経済の戦略計画（AEC2026-2030）は 5 年間で立案されている。また、3 共同体横断と考えられる連結性戦略計画は、10 年間（2026-2035）を対象としている。石川（2026）によれば、ビジョン 2045 では ASEAN のメガトレンドとし「デジタル化」や「サプライチェーン強靱性」など 12 項目の経済分野を中心に、16 項目が挙げられている。これは経済共同体の重要性とも考えられ、また、グローバルでの経済環境変化の影響も大きいことから、当該分野のみ、より短期の 5 年間の戦略計画が設定された要因と想定される。

福地（2025）の整理によれば、AEC2026-2030 は 6 つの戦略目標の下に合計で 44 件の個別項目が設定されている。44 件のうち、金融関連の項目としては下記の 6 件を挙げている。

○第 1 戦略目標：行動重視の共同体（An Action-Oriented Community）」

- ・ 1-4 金融統合・金融包摂の深化

○第 2 戦略目標：持続可能な共同体（A Sustainable Community）

- ・ 2-6 サステナブルファイナンスと投資の活用
- ・ 2-8 グリーントランジションに対する意識・能力向上

○第 3 戦略目標：起業的で大胆かつ革新的な共同体（An Enterprising, Bold, and, Innovative Community）

- ・ 3-9 零細中小企業（MSMEs）の金融リテラシー向上
- ・ 3-11 デジタル技術の活用を通じた金融 アクセスの改善

○第 5 戦略目標：機敏で強靱な共同体（A Nimble and Resilient Community）

- ・ 5-4 マクロ経済の強靱性と金融の安定性

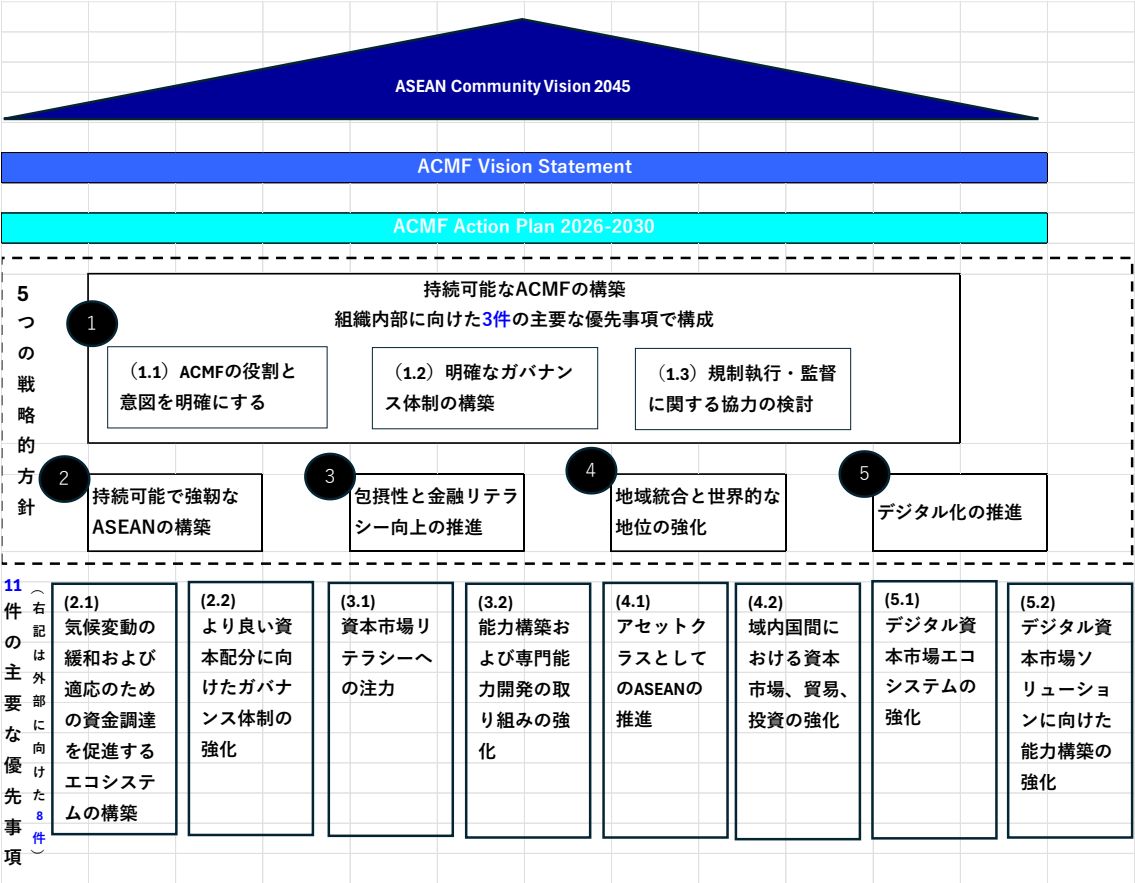
ASEAN Secretariat（2025）には、以上の 6 項目それぞれに概要の説明とともに 2～7 件の具体的な施策が示されている。このうち本稿テーマである債券市場に関わる施策は、「1-4 金融統合・金融包摂の深化」の概要説明にある。具体的には、「資本のより自由な移動の促進」、

「域内の貿易・投資活動を支える決済の連結性向上」、「為替レートの変動や対外的な経済・金融ショックへの域内の脆弱性低減、クロスボーダー取引決済に伴う取引コストを削減のための本国通貨の利用」といった内容が謳われている。ASEAN+3 の「ABMI 新中期ロードマップ（2023-2026）」と整合的ではあるが、対象分野が広いこともあり、具体性の観点では不足

感が否定できない。

つづいて ASEAN としての債券市場育成に関わる取組みである ASEAN Capital Markets Forum (ACMF)の今後の計画である「ACMF Action Plan 2026-2030」の内容を確認したい。

図表 10 ACMF Action Plan2026-2030 方針概略



出所：ACMF（2025, P.14）（筆者が翻訳）

図表 10 に示すとおり、5 年間の 5 つの戦略的方針、そこで進める 11 件の優先事項（3 件が内部向け、8 件が外部向け）が立案されている。上記の下に外部向けの各事項については、それぞれ 1 件～3 件の具体的実施事項が計画されている。AEC2026-2030 戦略計画と比較すると、ACMF は債券市場育成に向けた取組みであり、5 つの戦略的方針で債券市場や ASEAN の金融統合につながる「持続可能性」や「世界的な地位の強化」など概念的なものを示している。そのうえで、優先事項には、内部向けには「ガバナンス」や「組織・体制の構築」など、外部向けには「資本市場リテラシー」、「アセットクラスとしての ASEAN（ブランド）」、「域内国間での資本市場などの強化」など施策として具体的なものが示されている。

本稿のテーマである ASEAN の債券市場への取組みとして、ACMF Action Plan2026-2030 と ABMI の中期ロードマップ（2023-2026）を比較すると前者が前向きかつ具体的なものが中心であるが、「金融市場の分析をふまえた施策」は観られない。それに対して、後者は前向きであるとともに、債券市場の成長・整備に向けて外国為替ヘッジ市場やイールドカーブ形成

といった金利市場などの分析もふまえた、あらたな取組みで債券市場の基礎を強化する施策が含まれている。これは、ABMI を次段階に進めて ABFMI に移行することへの ASEAN+3 の意思の表れと評価できる。こうした違いは、やはり ASEAN の金融協力において、ASEAN が ASEAN のみで進められる「攻め」の分野、ASEAN+3 が ASEAN 域内の協力とともに、日中韓の協力・支援も期待する「守り」の分野と評価できる。

2. 米中との関係と日本の役割

今後の ASEAN の金融協力やその中での債券市場を展望するにあたり、米中との関係、とくに通貨面での影響を考えておきたい。

域内通貨建て債券市場の成長は、今後、ABMI から ABFMI への変化の中で期待したい。一方で、米ドル建て取引の割合が高いと言われる域内の貿易取引については、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンの各国間で相互の自国通貨建て取引を促進する Local Currency Settlement Framework (LCSF) 開始されている。(詳細は、赤羽 (2024) 参照) しかし、福地 (2025) にあるタイ、インドネシア 2 ヶ国の事例にもあるように、貿易取引全体での通貨別シェアでは両国とも米ドルが 8 割以上を占めている。また、まだ割合は低いものの、人民元のシェアは輸出、輸入とも伸びている。とくにインドネシアの輸入では、中国からのハイテク製品の割合が大きく、価格と使用通貨に関する強い交渉力をなどの要因も考えられ、9%まで伸びてきている。

通貨に関しては、近年中央銀行デジタル通貨 (Central Bank Digital Currency, CBDC) をはじめ、デジタル化の動きが顕著だが、国によってその内容には差異がある。2 ヶ国の現状を、作山 (2025) により確認する。基軸通貨米ドルを持つ米国は、過去に検討していた CBDC につきトランプ大統領が禁止令を発し、米ドル建てステーブルコインを推進している。その裏付け資産に米ドルや米国債などの米ドル資産が必要となることから、基軸通貨としての米ドルの地位を維持・強化することに資すると言われてる。一方の中国は、早期から CBDC の研究に取組み、長らく実証実験を行ってきたが、2026 年 1 月に「デジタル人民元を、これまでの中央銀行負債から商業銀行負債へ移行する」という大きな方針転換を示した。これは、ウィチャットペイやアリペイなどの民間決済サービスの利便性が高く、デジタル人民元のシェアが高まらないことがあると考えられる。この方針転換も、将来的な人民元の国際化を視野にしていると考えられる。

ロシアーウクライナ間、イランー米国間といった戦争・紛争など世界情勢が混迷を深めるなかでも、経済面を含めた米中対立は今後も長期化が予想される。とくに米国でトランプ大統領再登場以降、米国も関税政策をはじめ、自国第一主義の色彩が強まるなか、米中両国とも ASEAN への影響力を強めるなど、従来の ASEAN の中立的な立場の維持が難しくなる可能性が高い。貿易など経済面の影響も大きい中、金融面で域内通貨建て債券市場の整備・拡大や自国通貨建て取引のシェア拡大の取組みは大きいであろう。通貨面で、デジタル化の動きが高まる中、今後も脱米ドル、非人民元を貫けるような金融・通貨での域内協力は重要性を増すと考えられる。

こうした米中双方との関係維持・改善を必要とする立場は、日本も共通であろう。その意

味で、ASEAN との関係深化は今後も望まれる。金融面で日本に期待される役割・施策をいくつか、考えたい。

①ASEAN 通貨・日本円建て取引拡大

日本は、上記の LCSF と同種の LCS の取極めをインドネシアと行っている。この取極めをすでに 2 国間協力を進めているタイ、マレーシア、フィリピン、シンガポールとも進める。

②実需原則など為替規制緩和支援

インドネシアとの LCS で同国が緩和した実需原則など ASEAN 諸国の為替規制緩和に関して日本の経験・知見を活かした技術協力を行う。

③ASEAN 通貨建て債券の東京市場での発行支援

英文のみで発行可能な東京プロボンド市場²⁾での ASEAN 通貨建て債券の発行体発掘、発行支援、引受機関増加。(東京市場の国際金融センターとしての地位向上にも貢献。)

ASEAN が貿易や投資(債券取引を含む)で自国通貨建て取引を増加させることは、将来の米中両国との関係を展望しても、重要なものと考えられる。過去に「円の国際化」を進めながら、その地位が主要通貨の 1 つに留まった日本は、自国通貨の重要性を自らの経験として持っている。まだ世界 4 位の経済規模を有する段階で、ASEAN との協力関係を深めることは相互に意義があると考えられる。

3. 金融面での ASEAN Way の可能性

本稿の最後にあらためて債券市場を中心として ASEAN の金融協力を展望したい。アジア通貨危機を契機とする ASEAN+3 による諸施策、並行する ASEAN での金融協力・統合の動きは、当該危機の影響の大きさからも不可欠な動きであったと考える。すでに危機から 2027 年には 30 年を迎える時期であるが、その時の原因の 1 つと考えられるダブル・ミスマッチへの対策としての域内通貨建て債券市場の整備・拡大は未完成と思われる。それへの対策としての ABMI による ABMI 新中期ロードマップ(2023-2026)は、あらためて未完成の要因分析を行ったものと評価できる。本来であれば、ASEAN として ACMF Action Plan 2026-2030 にも、ABMI と平仄をとった「債券市場の基礎を強化する」施策が反映されてもよいと考えられる。しかし、敢えてそれを行わないのは、ASEAN Way の考え方によるものかもしれない。東ティモールも加えて 11 ヶ国となった現在、ASEAN はより多様性が強まったと考えられ、とくに金融協力の分野、なかでも債券市場育成に関しては、加盟国間でのばらつきは大きい。ASEAN Way は代表的な「内政不干渉」、「コンセンサス方式」といったものに加えて、「時間をかけた柔軟な進め方」もその 1 つの特徴であろう。ASEAN+3 で確認・合意できている課題や対策は、ACMF に謳わなくても進めればよいとの整理もあり得る。

過去を振り返ると AEC ブループリント 2025 に謳われた ASEAN 銀行統合枠組みは、環境変化もあり、当初期待されたような進捗は見られなかった。その背景には、環境変化とともに、域内各国の金融市場や銀行の規模や質の違いもあったであろう。一方で、ブループリントにはなかった前述の LCSF は「取組み可能な国から始める」といった柔軟なものであった。同様に決済分野でも、当初インドネシア、タイ、マレーシア、シンガポール、フィリピンの主

要 5 ヶ国で「クロスボーダー決済連結性の覚書」を締結し、QR コード決済の連携等を進めた。この覚書には、すでにベトナム、ブルネイ、ラオス、カンボジアも加盟しており、まさに ASEAN Way でネットワークを広めてきたと評価できる。

外国為替ヘッジ市場やイールドカーブ形成といった金利市場など、債券市場の成長・整備に向けてのあらたな取組みは、各国で進めることも可能である。それを ASEAN+3 の場で ABFMI として、情報共有しつつ、必要な場合は技術支援も受けながら行うことは現実的なアプローチと考えられる。日本は、厚みのある国債市場もあり、債券市場や為替市場関連の知見やノウハウもあることから、ASEAN 各国に必要な支援を行いつつ、ASEAN が先行するデジタル分野ではその知見を取り入れるなど、相互協力を行っていくことが望ましいと考えられる。

おわりに

本稿では、ASEAN の債券市場を中心に金融協力を振り返ったうえで、今後の展望を行った。結論的に 3 章で明示はしなかったが、ASEAN Way を維持し、ASEAN+3 による「ABMI の中期ロードマップ (2023-2026)」にある「債券市場の成長・整備に向けて外国為替ヘッジ市場やイールドカーブ形成といった金利市場などの分析もふまえた、あらたな取組みで債券市場の基礎を強化する施策」を進めるとともに、ACMF Action Plan2026-2030 にある諸施策の着実な実施が期待される。

上記を導くにあたっては、金融に関する ASEAN ならびに ASEAN+3 としての、これまでの活動を振り返るとともに、今後の計画も確認した。また、ABO データにより、過去 10 年の主要 6 ヶ国の債券市場の成長状況を確認したうえで評価した。まだ、先行研究により、当該 6 カ国の社債市場の特性も確認した。この分析からは、ASEAN の現地通貨建て債券市場は、ABMI での取組みもあり、この 10 年で規模的には拡大が確認できた。しかし、GDP 対比といった視点も含めて、「ASEAN の債券市場の拡大、整備は十分とは言えない」と整理した。

今後の ASEAN の金融協力・金融統合の展望にあたっては、グローバルでの環境変化をふまえ、米中 2 ヶ国との関係の重要性も指摘した。とくに金融面では、最近の通貨のデジタル化に関する両国の動きも確認した。米国は米ドル建てステーブルコインに注力している。一方、中国はデジタル人民元につき、「中央銀行負債から商業銀行負債へ移行」との大きな方針転換をした。両国の動きは、米国は米ドルの基軸通貨の地位の強化、中国はあらためて「人民元の国際化」を、それぞれ目指す動きと評価した。両国との中立を維持したい ASEAN 諸国にとっては、通貨面でも「脱米ドル化、非人民元圏」を維持したいと考えられる。

そのためには、域内通貨建て債券市場の整備・成長と域内貿易取引での自国通貨利用は重要である。外国為替ヘッジ市場やイールドカーブを意識した金利市場の整備といった取組みは、両者にとって意義のあるものである。それを実現すべく、ASEAN+3 が、ABMI を 2027 年より ABFMI として、「引き続き債券を取組の中心としつつ、より幅広い金融仲介手法の検討」することとしたのは適切と考えられる。

一方で、ASEAN の政策運営の基本である ASEAN Way に関しては、域内各国での米国との関係や中国との距離感などにばらつきが生じているとの意見もある。おそらく、それぞれの国が対応に苦慮していることは間違いないであろう。しかし、それにより ASEAN が分断し、各国で個別に動くことは、メリットは少なく、デメリットやリスクのほうが大きいと考えられる。世界の「工場」から「市場」にシフトしてきたアジアには、中国やインドなどの大国が存在する。その中で、緩やかでも ASEAN としての一体性を保ち、規模のメリットを維持することは今後も継続されると予想する。

今後は、2027 年より開始される ABFMI の下で進められるであろう外国為替ヘッジ市場やイールドカーブ形成といった金利市場など、債券市場の成長・整備に向けてのあらたな取組みの動向をフォローしたい。それにより、制度整備や為替リスクヘッジに関する規制緩和への対応、期間別国債の発行状況や市場金利の動向などの研究を行っていきたい。

(注)

- 1) JETRO ビジネス短信「米中首脳会談、声明の細部は異なるも、「建設的な戦略的安定」の追求は一致」<https://www.jetro.go.jp/biznews/2026/05/78f7da0c3a7faf51.html>
- 2) 東京証券取引所における「プロ投資家向け」の債券市場。債券を上場する企業にとっては、上場開示がすべて英文でよいなど規制緩和がなされており、海外企業の利用が期待されるもの。同様の仕組みで株式向けには、「東京プロマーケット」がある。

(参考文献)

赤羽 裕 (2024)「ASEAN 金融統合の一考察 ―進捗状況と 2025 年への展望 ―」亜細亜大学アジア研究所『インド太平洋時代の ASEAN』アジア研究所・アジア研究シリーズ No.113

石川 幸一 (2026)「ASEAN 経済共同体 (AEC) 戦略計画 2026－30 の概要」一般財団法人国際貿易投資研究所 (ITI)

片岡 雅彦 (2026)「日本銀行が参加するアジアの国際会議の発展と深化」日本銀行『日銀レビュー』2026 年 6 月

https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2026/data/rev26j09.pdf

財務省 (2023 a) “Achievements and Assessment of the ASEAN+3 Asian Bond Markets Initiative”

https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/convention/asean_plus_3/20230502_3.pdf

財務省 (2023 b) “ABMI Medium-term Road Map for 2023 to 2026 - Beyond bond market development: ABMI 2.0 -”

https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/convention/asean_plus_3/20230502_2.pdf

作山 直輝 (2026)「中央銀行デジタル通貨 (CBDC) に関する諸外国の動向」財務省『ファイナンス』8 月号

https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/202605/202605i.html#article

福地 亜紀 (2025)「ASEAN の金融統合の現状と展望」一般財団法人国際貿易投資研究所 (ITI) (2025)『AEC2025 に向けて前進した ASEAN』第 4 章 一般財団法人国際貿易投資研究所 (ITI)

三重野 文晴 平田 礼王 (2025)「ASEAN 主要国の金融システムの構造 タイ、マレーシア、インドネシアをベンチマークに」金融庁金融研究センター『Discussion Paper Series』DP 2025-9 2025 年 10 月

三重野 文晴 平田 礼王 (2026)「ASEAN 主要国の金融システムの構造-発展的観察 シンガポール、ベトナム、フィリピンの位置づけ」金融庁金融研究センター『Discussion Paper Series』DP 2026-1 2026 年 8 月

ASEAN Secretariat (2025) “ASEAN 2045 Our Shared Future”

<https://asean.org/book/asean-2045-our-shared-future/>

McKinsey & Company (2017) 「新興市場における資本市場の育成」『金融サービス』

2017 年 4 月

https://www.mckinsey.com/jp/~media/mckinsey/locations/asia/japan/our%20insights/deepning%20capital%20markets%20in%20emerging%20economies_japanese.pdf

(参考ウェブサイト)

財務省 HP a. 「アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)」

https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/financial_cooperation_in_asia/abmi/index.html

財務省 HP b. 「国債金利情報」

https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm

財務省 HP c. 「第 29 回 ASEAN+3 (日中韓) 財務大臣・中央銀行総裁会議の開催について (令和 8 年 5 月 3 日 (日))」

https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/convention/asean_plus_3/20260502182141.html

ACMF (2025) “ACMF Action Plan 2026-2030”

https://www.theacmf.org/images/downloads/pdf/3%20Nov_ACMF%20AP_Public.pdf

Asian Bonds Online “ABMI Medium-term Road Map for 2019 to 2022”

<https://asianbondsonline.adb.org/documents/abmi/abmi-medium-term-road-map-2019-2022.html>