

アジア債券市場構想の現状と課題

横山史生(奈良産業大学)

1. アジア通貨危機と債券市場
 - (1) 1990 年代半ばまでのアジア債券市場
 - (2) アジア通貨危機と債券市場
2. アジア債券市場構想の形成
 - (1) APEC (2) 新宮沢構想 (3) ASEAN+3 (4) ABF (5) ACD (6) 全体像
3. アジア債券市場構想の課題
 - (1) 政策論的な課題
 - (2) 国際資金循環とアジア債券市場
 - (3) アジア国内金融システムにおける債券市場

1. アジア通貨危機と債券市場

(1) 1990 年代半ばまでのアジア債券市場

各国国内債

1990 年代半ばにはアジア地域での経済成長が長期に持続するであろうとの見方のもと、World Bank[1995]は、インフラ整備のための資金の調達に債券発行によって大量に行われるであろうとの予測および債券市場に係る制度整備の必要性を提言。もっともこの時点においてアジア各国の国際債券市場の規模は狭小。

国際債

80 年代後半から 90 年代半ばまで、先進国各国の国内金利の低下につれて、途上国発行証券への投資が拡大(「エマージング市場」)債券形態での対外債務の状況についてみると、ネット純増額(外国からの債券形態での資金純流入)は 1994 年から 1997 年にかけて拡大。

(2) アジア通貨危機と債券市場

ダブル・ミスマッチと債券市場

- ・アジア通貨危機の原因を探る様々な議論の中で、企業資金調達が銀行借入に過度に依存していたことの弊害が指摘されるようになり、そこから、代替的資金調達手段としての債券市場への期待がクローズアップされてきた。
- ・アジア諸国の民間企業の主要な資金調達手段は国内外の銀行からの短期の借入であり、各国国内銀行は先進国からの外貨建て借入を行っていた。ここから、国内企業にとってのダブル・ミスマッチが生じた。すなわち、長期プロジェクトに必要な資金を短期借入によって賄うことに伴い流動性リスクを負うという、満期上のミスマッチと、国内通貨建てのプロジェクトのための資金を外貨借入によって行うことに伴い為替リスクを負うという、通貨上のミスマッチの両面。

- ・なお、アジア債券市場構想に対置される一つの見解として、Eichengreen and Hausmann[1999]は、自国通貨建てでの長期の資金調達に困難であるダブル・ミスマッチの状況を、国内金融市場が不完全であるために早期かつ容易に解決できない「原罪 (Original Sin)」と呼び、そのような市場を短期間に政策的に整備することが困難である場合には、当該国の通貨体制を米ドル化すること (Dollarization) が唯一の解決策であるとしている。米ドル化により、通貨上のミスマッチが解消される上、外国投資家が当該国への信託を高め長期の貸出にも積極的になることからドル化採用国が長期債券を発行しやすくなるため満期上のミスマッチも軽減する可能性が高い、という。

通貨危機後の債券市場

- ・通貨危機後は、公共債、民間債ともに、現存額対 GDP 比率は各国で上昇。
- ・財政政策活発化から公共債発行が増大。その安定的な消化のために発行市場・流通市場の整備を進める 必要性から、国内債券市場制度整備の推進へ。
- ・民間部門においても、危機の反省から銀行借入に代替し得る資金調達手段として債券発行への関心が強まる。民間企業の資金調達については、銀行借入が大幅に後退 (ネットベースで純減、国際資金フローでも純流出) している一方で、株式および債券の比率は高まっている。
- ・中央銀行の立場から債券市場は、金融調節手段、外貨準備運用対象としても関心が高まっている。

2. アジア債券市場構想の形成

(1) 1999 年「APEC 参加各国の国内債券市場育成のためのガイドライン (健全な慣行の概要)」 (Compendium of Sound Practices; Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies) 」

債券市場は国内外の資金源泉を国内での投資に効率的に振り向けるチャンネルとなるとともに、国内の個人投資家及び機関投資家にとっての投資対象の幅を広げるものとなり、結果として金融システムの安定性を高める、との基本的認識。政府の役割、規制枠組みのあり方、市場インフラの整備、流動性の向上、リスク管理、の各分野について、各国国内債券市場の発展にとっての必要条件を列挙。各国国内債券市場の自生的発展と標準的形態への収斂を念頭に置いたもの

(2) 1999 年 5 月「アジアの民間資金活用構想 - 新宮澤構想の第 2 ステージ - 」

- ・「将来に渡って通貨危機に陥りにくい安定的かつ強靱な金融システム (資金調達メカニズム) をアジア域内において構築していくことが重要」、日本輸出入銀行 (現・日本国際協力銀行) による支援 (アジア諸国が民間金融機関から行う借入に対する保証、アジア諸国が発行する公債に対する保証、アジア諸国が発行する公債の取得の拡大等) が中心
- ・「通貨危機をもたらす国際的な短期資本移動の影響を受けにくくするためには域内の民間資金の活用を最大化して域外資金への依存割合を減らすとともに、域外からは良質 (長期かつ域内通貨建て) の資金流入を促進し、安定的な金融システムを構築していく必要がある」との観点から、アジア域内の債券市場の整備・育成を図ることが喫緊の課題であると位置付け。

(3) ASEAN + 3 枠組みにおける「アジア債券市場イニシアティブ」の形成

2002 年 11 月 ASEAN+3 財務大臣代理・中央銀行総裁代理会合

日本・韓国、域内の貯蓄を有効に活用し域内の経済発展に役立てる観点から東アジア域内の資本市場の育成を ASEAN + 3 の場で検討すべきと提案

2003 年 2 月「アジアにおける債券市場の育成にかかる ASEAN + 3 非公式会合」

3 月「アジアにおける債券市場の育成にかかる ASEAN + 3 ハイレベル・セミナー」

日本政府から「アジアにおける債券市場の育成のための包括的なアプローチ」としての「アジア債券市場イニシアティブ(Asian Bond Market Initiative)」提案

2003 年 8 月 ASEAN + 3 財務大臣会議

「アジア債券市場イニシアティブ(The Asian Bond Markets Initiative: ABMI)」を、チェンマイ・イニシアティブ、資本移動の監視及び早期警戒システムと並び「地域金融協力」を構成するものと位置付け、「域内債券市場育成のための作業をさらに強化する」との合意。6 つのワーキンググループ設置・検討開始。

(4) 「アジア債券基金(ABF)」

・2002 年 8 ~ 10 月 タクシン構想...アジア各国は全体としては十分な外貨準備と国内貯蓄を有しており、これを域内経済の成長のために活用することが重要であり、そのためには債券市場を発展させることが大きく貢献する、との考え方にに基づき、アジア各国が外貨準備の一部を拠出して基金を創設し、その基金を、アジア各国で発行される債券の購入にあてるという構想

・2003 年 6 月、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks: EMEAP) 11 カ国の拠出により総額 10 億米ドルの「アジア債券基金(Asian Bond Fund: ABF)」を創設し、アジア各国(8 カ国)の政府及び政府関係機関が米ドル建てで発行する債券(米ドル建てソブリン債・準ソブリン債)での運用を開始。基金の管理・運用は国際決済銀行(BIS)が担当。

・2004 年 4 月、EMEAP、ABF 第 2 号基金構想を公表。EMEAP 各国発行の現地通貨建てソブリン債・準ソブリン債での運用(インデックス・ファンドとファンド・オブ・ファンズの 2 種類)を予定。

(5) 「アジア協力対話(ACD)」

・タクシン・タイ首相のイニシアティブ...2001 年に 51 歳でタイ首相に就任して以降、強い指導力を発揮、アジア地域協力推進への意欲。

・2002 年 6 月「アジア協力対話(Asian Cooperation Dialogue :ACD)」第 1 回会合...外相クラスが集まり、アジア諸国の潜在力を引き出し、域内の競争力を強化することにより、アジアの発言力を強めていくとの観点から非公式にかつ自由に意見交換すること

・2003 年 6 月 ACD 第 2 回会合で「アジア債券市場の振興に関するチェンマイ宣言(Chiang Mai Declaration on Asian Bond Market Development)」採択。アジアの金融システムの改善に資する効率的かつ安定的なアジア債券市場の発展を推進するために共同作業を行う、アジア債券市場の発展を推進することについて、参加各国がそれぞれ国内において周知徹底に努める、参加各国の国内債券市場の発展のために各国の法制及び政策を改善することに対して政治的な支持を行う、域内の資金を域内における長期投資に振り向ける方法について検討する、等

(6) アジア債券市場構想(政府間協議)の全体像

- ・アジア債券市場の発展に関する議論は、APEC、ASEAN + 3、EMEAP、ACD 等、様々な場(フォーラム)での政府間協議が相互補完的に同時進行している。
- ・これまでは政府間協議中心であったが、議論の方向性が明確になり、各国の市場実態や法制度等に従来以上に密着した次元での具体的な検討が必要になってきていることから、検討の場としては従来同様の政府間協議の形を取りつつも、そこにおける議論に各国政府・中央銀行等の当局者のみならず、幅広い民間の市場参加者が参加しつつある。

3. アジア債券市場構想の課題

(1) 政策論的な課題

発行者の多様化

アジア域内の民間企業には中小・零細企業が圧倒的に多く、それらの資金調達は銀行借入に依存。アジア債券市場イニシアティブにおいて信用保証制度の拡充及び資産担保証券の活用が検討されている。

発行通貨の多様化

アジア各国通貨建て発行拡大。そのためには通貨スワップ市場の厚みが必要。またアジア各国にとっての最適な構成を有するバスケット通貨建て発行の構想も(伊藤[2003])。

投資家の多様化

域内各国の機関投資家の成長への期待、母国のみならず域内クロスボーダー投資への期待「円の国際化」「東京市場の地位向上」への期待

市場インフラの整備

企業情報開示、証券価格情報伝達、証券取引・決済システム、金融・証券税制、デリバティブ市場(通貨スワップ市場)、債券レポ取引、等(関連法制を含む)

(2) 国際資金循環とアジア債券市場

米国による資金仲介

アジアは安全資産である米国債を買い、リスクな国内資産を米国等に売っている。米国が「長期借り・短期貸し」型の資金仲介機能を行っている状況。

国際債における資金還流 = 迂回地としての先進国資本市場

・しかし、アジアから米国を含む先進国市場への投資には、アジア企業等が発行する国際債を取得するための投資が含まれている。すなわち、米国市場において資金仲介 = 資産変換が行われるのではなく、アジアの資金提供者からアジアの資金調達者への投資が米国市場等を迂回して行われている部分がある。

・アジア各国発行体によるユーロ市場起債の場合、投資家に対する募集は米国、欧州、アジア(日本を含む)の3地域で同時期に行われる。McCauley et.al.[2002]によると、アジア銘柄の場合、アジア域内投資家への販売が40%程度。このうち優良銘柄、大型、長期年限ものは米国機関投資家からの需要が強いが、小型、低格付銘柄は、アジア域内での消化が相対的に多い。

・このような迂回に伴いコストが生じている。アジア企業等による国際債利回りの信用リスクスプレッド(安全資産である米国債利回りに対する上乗せ金利分)は、1997~2002年平均で約230ベースポイント(McCauley[2003])

・なお、このような「国際債市場における<統合>」の一方で、「域内国内債市場間の<分断>」=域内国内債市場間のクロスボーダー投資はほとんどない。また、シンガポール、香港、東京といったアジア域内での準国際債市場におけるアジア域内企業等による起債もそれほど多くないのが現状。

債券市場のホーム・バイアス

・ホーム・バイアス...国際分散投資が進展し国際金融・資本市場で様々な資産に関する価格裁定が活発化する一方で、現実のポートフォリオ構成をみると、理論的に想定される最適ポートフォリオに比し国内資産への偏りが観察される傾向(白川・翁・白塚[1997])

・市場ストレス時には、国内投資家と海外投資家の間に存在する情報の非対称性が平時よりも増大する可能性が高く、わずかな情報が投資家のパニック的な群集行動を惹起し、国際資本移動のボラティリティを高める可能性があることも、ホーム・バイアスの裏面(白塚・中村[1998])。債券の場合、危機対象国発行国際債の利回りの急上昇と、その結果として新規発行コストの拡大という形で発現する。

・ホーム・バイアスの観点から域内市場を充実させることに積極的な意義を見出す論調が認められる。Fabella and Madhur[2003]は、先進国の投資家はアジア各国について、通貨危機の起こっている国とそうでない国とを区別せずに資本の引き上げ(債券については売却)を行う傾向があったが、アジア域内の投資家はその違いを織り込んで行動しており、投資対象ごとの収益性を識別することができたとし、アジア域内に債券投資の中心的な市場を育成することには通貨危機の再発を防止する上で意義があるとしている。また遠藤[2003]は、資本市場のグローバル化やIT化の進展によって国際資本市場が一般化し地場の資本市場は不要になるとの見方に対して、国際資本市場が満たすことのできない地場ニーズや「地場選好心理(local preference)」は否定できず、それに対応するためには国際資本市場と国内資本市場ないし域内資本市場との間での役割分担が考えられるとしている。

・もっとも、アジア各国の国内有力企業はNYSEへの上場を進めていること等からアジア域内債券市場の成長に疑問を呈する見方もある(Park[2002])。

(3) アジア国内金融システムにおける債券市場

・アジア債券市場構想の根底にある「銀行借入への偏重を直接金融によって是正する」との指向に対しては、これを市場原理への誘導として警戒し、アジアにおいて情報の非対象性が大きい状況に鑑み銀行セクターによる貸出機能・モニタリング機能の向上に期待する立場もある。

・しかし、今後銀行セクターが資金仲介において適切なモニタリングおよびリスクテイクをしていくためには、市場メカニズム型の手法を導入せざるを得ない(間接金融の市場化)。具体的には、国内企業向けシンジケートローンの組成および貸出債権流動化、クレジット・スコアリング、クレジット・デリバティブなど。それら手法は債券市場から導入されるものも多い(倉都[2001]、島[1998]を参照)。

・アジア債券市場に関する現実的な形態として、銀行が債券市場に積極的に関与するあり方を提言するのが、吉富[2003]「危機後東アジアにおける中間的金融市場構造」論(将来的には債券市場の成熟を展望)

銀行が依然支配的であると同時に債券市場発展に寄与

貸出において本来のモニタリング機能を発揮

企業発行社債を保証

企業発行社債を購入・保有

自ら金融債発行により中長期資金調達

小 結

通貨危機後のアジアにおいて、アジア域内の資金蓄積をアジア域内の成長につなげるファイナンスの回路を構築することの重要性が認識されてきている。そのようなアジアの金融システムの安定化は、債券市場の発展だけで解決されるものではなく、株式市場や金融市場等を含む金融システム総体が一層健全かつ効率的なものになることが必要であることは言うまでもないが、債券市場の発展がそのために有効な手段となろうとの方向性が、国内市場整備指向と域内クロスボーダー資金循環指向の両面で展望されており、それが政策レベルでの地域協力という形で進展されつつある。

参考文献

遠藤格[2003]、「経済開発と資本市場育成」、ワシントン DC 開発フォーラム(2003年1月9日)における報告資料(<http://www.developmentforum.org/records/material/030109.ppt>)。

小原篤次[2004]、「アジア債券市場と日本の金融資産選択」、『東アジア研究』第39号、大阪経済法科大学、2004年3月。

倉都康行[2001]、『ベーシック金融マーケット入門』、日経文庫

島義夫[1998]、『クレジットリスクと債券投資』、シグマベイスキャピタル。

清水聡[2002]、「アジア諸国の債券市場の発展とその意義」、『国際金融』第1096号、2002年12月1日。

清水聡[2003]、「アジア諸国の債券市場の発展とその意義」、『環太平洋ビジネス情報』第8号、日本総合研究所調査部環太平洋研究センター。

白川方明・翁邦雄・白塚重典[1997]、「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」、『日本銀行金融研究所ディスカッションペーパー』No.97-J-15、日本銀行金融研究所。

白塚重典・中村恒[1998]、「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点」、『金融研究』1998年5月号、日本銀行金融研究所。

世界銀行編(日本証券経済研究所訳)[1997]、『アジアの公社債市場』、日本証券経済研究所。

横山史生[2003]、「通貨危機後の東アジアにおける債券市場をめぐる動向」、『証券経済研究』第43号、2003年9月。

吉富勝[2003]、『アジア経済の真実』、東洋経済新報社

- Asia-Pacific Economic Cooperation(APEC)[1999], *Compendium of Sound Practices; Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies (APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets)* ,September 1999.
- Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann [1999], “Exchange Rates and Financial Fragility,” *NBER Working Paper* No.7418.
- Fabella, Raul and Srinivasa Madhur [2003], “Bond Market Development in East Asia : Issues and Challenges,” *ADB Economic and Research Department Working Paper* No.35.
- Ito, Takatoshi [2003], “The ABC of Asian Bonds,” paper for the 2nd Annual Conference of PECC Finance Forum, Session : Developing Regional Bond Markets in East Asia, Issues and Proposal, July 8-9,2003.
- McCauley, R.N., San-Sau Fung, and Blaise Gadanecz [2002], “Integrating the Finances of East Asia,” in *BIS Quarterly Review*, December 2002
- McCauley, R.N. [2003], “Capital flows in East Asia since the 1997 crisis,” in *BIS Quarterly Review*, June 2003.
- Park, Yung Chul [2002], “Prospects for Financial Integration and Exchange Rate Policy Cooperation in East Asia,” *ADB Institute Research Paper* No.48.
- Rajan, R.S. and R.Siregar [2000] “Private Capital Flows in East Asia: Boom, Bust and Beyond,” *Policy Discussion Paper* No.0039, Center for International Economic Studies, Adelaide University.
- Yoshitomi, Masaru and Shirai Sayuri [2001], “Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia, How to Develop Corporate Bond Market,” *ADB Institute Working Paper* No.15.
- Yoshitomi, Masaru and Staff of ADB Institute [2003], *Post-Crisis Development Paradigms in Asia*, ADB Institute.
- World Bank [1995], *The Emerging Asian Bond Market*. (邦訳:世界銀行編(日本証券経済研究所訳)[1997])