

アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について

浦出 隆行

要 約

1. 97年のアジア通貨危機は、域内の長期投資に向かっていた短期の外貨借入が急激に引き揚げられたことが主因であったとされている。これを是正してアジア域内の貯蓄が域内投資に回っていくための仕組みとして、アジア域内債券市場の育成に関する気運が高まりを見せている。
2. そのひとつが、ASEAN+3 財務大臣会合のフレームワークで推進されている「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」である。ここでは域内通貨建て債券の発行のための市場整備、発行体・投資家・投資対象の多様化を通じて市場に厚みを持たせることなどが課題として掲げられており、具体的成果も徐々に上がり始めている。
3. もうひとつが、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）が推進する「アジア・ボンド・ファンド（ABF）」である。2003年6月には各国中銀の外貨準備をドル建ての域内債券に投資する1号ファンドが、今年5月には対象を現地通貨債にまで拡大した2号ファンドが組成されており、後者においては民間資金の導入も予定されている。
4. またこれらの動きを踏まえて、民間運用業者がアジア債券を組み入れた商品や指数の開発・販売等を始めるといった動きも本格的になりつつある。
5. 当面は ABMI と ABF が域内債券市場育成の両輪になっていくものと思われる。今後の課題としては、域内各国の市場インフラ整備の継続・加速に加え、域内投資の活発化を睨んだ監視体制整備、域内機関投資家の育成等が挙げられよう。さらに長期的には、こうした流れが将来的なアジア域内共通通貨への通過点となるかといった点も注目に値する。

I. 背景

97年の通貨危機において東アジア地域は厳しい景気後退に見舞われたが、その後順調な回復を遂げ、地域の潜在力は引き続き底堅いとの評価が定着しつつある。しかし危機の再発を防止するためには、その元凶ともいわれた域内のファイナンス構造が見直される必

要がある。

危機前のアジア地域における典型的な金融の姿として、資本市場が未成熟であったがために、各国民間貯蓄が現地銀行から欧米金融機関を経由して短期の外貨建て貸付という形でアジアに還流し、それにより不動産プロジェクト等の長期投資がファイナンスされていたことが指摘されている。タイバース暴落に端を発した域内からの資金引き上げが、通

貨・期間における運用と調達のずれ（いわゆる「ダブル・ミスマッチ」）を一気に顕在化させ、危機を深刻化させたとされている。

危機直後の時点で我が国は、IMFのアジア版ともいえるアジア通貨基金（AMF）構想を打ち出したものの、当時は IMF の反発のみならず、安全保障・経済両面で域内の影響力を維持したい米国、さらに日本主導を嫌う中国からの支持が得られず、断念を余儀なくされた。その後 2000 年になって ASEAN および日本・中国・韓国（以下 ASEAN+3）の 13 カ国で、対外的な資金繰りに問題が生じた際の緊急支援策として、外貨を融通しあう「通貨スワップ協定」が締結されている。

ただしこうしたメカニズムはあくまで「危機対応」のためのものであり、より根本的な問題として上述の域内ファイナンス構造を是正する「危機防止策」が必要となる。これを実現し、より安定的な成長を持続するとの観点から提案されたのが、アジア域内における債券市場の育成ということになる。

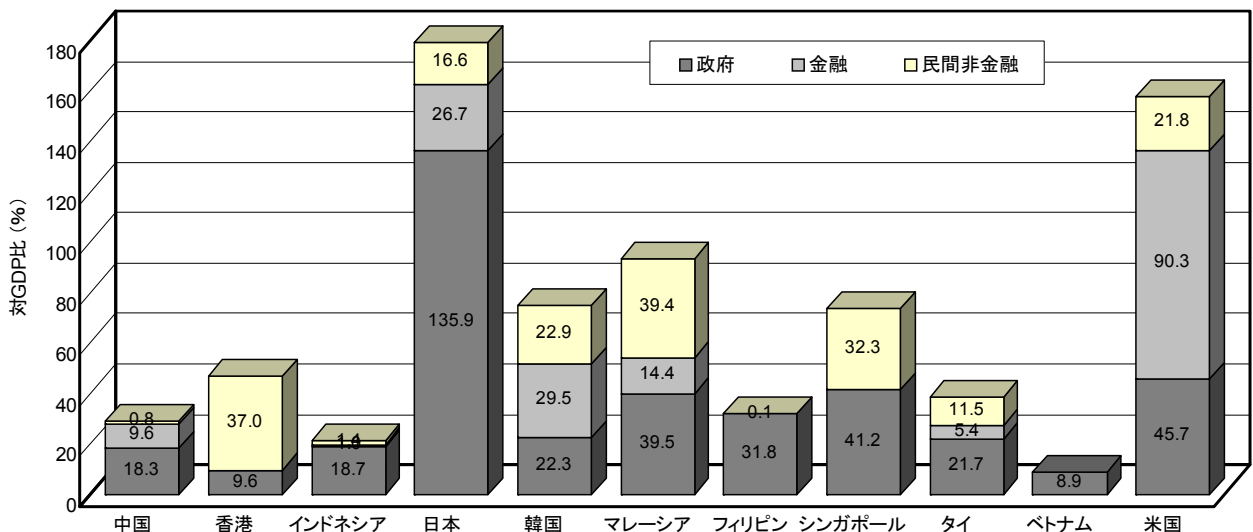
本稿で取り上げるアジア債券市場育成に向けた各種の試みも、その流れの中に位置づけられるものといえる。アジア域内の潤沢な貯

蓄が、現地通貨建ての長期資金源として域内で回っていくようにするための仕組みとして模索されてきているのが、「域内貯蓄の受け皿」そして「長期の資金供給源」としてアジア域内各国の債券市場を育成するという構想であり、これをさらに推し進めていった発展型としてアジア域内共通の債券市場といったアイデアも議論されてきている。

アジア域内における債券市場の重要性やその発展の必要性は、通貨危機以前からも唱えられていたものであり、世界銀行等による各種スタディ¹も実施されてきてはいた。今般こうした気運が調査研究の域を出て、域内金融協力のフレームワークの中でにわかには現実味を帯びてきたのも、アジア通貨危機がひとつのきっかけであったということができらる。

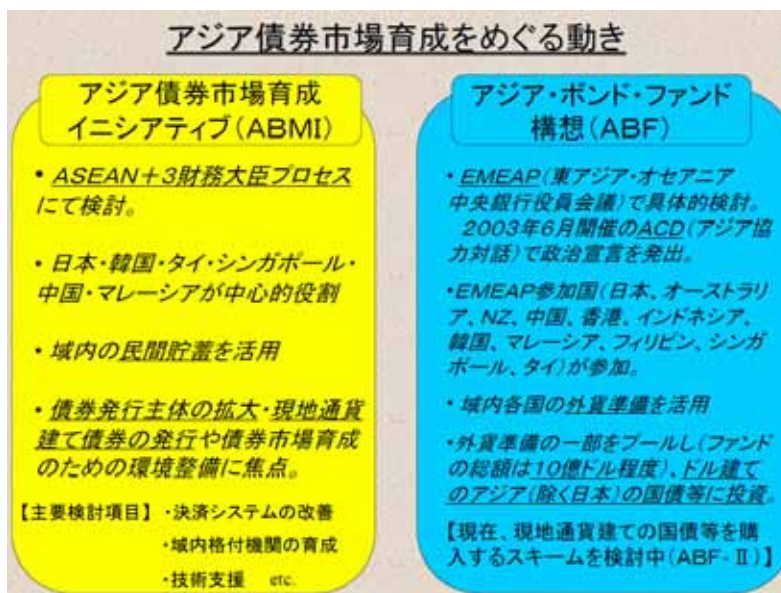
こうした流れの中では、自らもメンバーであるアジア太平洋経済協力会議（APEC）の機能強化を主張する米国などが警戒感をあらわにしたり、ASEAN+3 各国がその主導権を握るべく凌ぎを削るといった局面も見られる。また、豪州、インドやイスラム・マネーの取り込みに関する議論が顔を覗かせるなど、状

図表 1 各国における現地通貨建て債券残高の対 GDP 比 (%)



(出所) アジア開発銀行、Asian Bonds Online (<http://asianbondsonline.adb.org>)

図表2 アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）とアジア・ボンド・ファンド（ABF）の対比



(出所) 財務省ホームページ (<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/ABMI-ABF.pdf>)

況はめまぐるしく展開している。ただ、本質的な議論は後述する通り、ASEAN+3 財務大臣会合フレームワークにより進められている「アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Market Initiative、以下 ABMI）」と東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）において検討・実施されてきている「アジア・ボンド・ファンド（Asian Bond Fund、以下 ABF）」が実質的な主導権を握っていると考えることができる。そこで本稿では、ABMI と ABF についてそれぞれの趣旨や経緯を振り返った後、それが民間金融機関を巻き込みつつ、いかなる形で具体化してきているかを紹介し、最後に今後の展望について述べたい。なお、各イニシアティブの経緯を本稿末尾に「別添」として整理したので、こちらも参考にされたい。

II. アジア債券市場育成イニシアティブ

1. 概要

冒頭でも紹介したように、東アジア域内の

潤沢な民間貯蓄を中長期の資金ニーズに結び付けてゆくという観点から、2002年12月のASEAN+3の非公式会合において提案されたのが ABMI である。

ABMI の最終目標としては、「アジアの貯蓄をアジアの民間事業者が長期の資本形成・投資に動員できるよう、アジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするようなアジア債券市場の整備を目指すこと」、「多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し、市場に厚みを持たせるとともに、保証や格付機関等の環境整備を行なうことで、債券発行企業・投資家双方にとって使いやすい、流動性の高い債券市場を育成」することが掲げられている²。これを効率的に推進する目的から、ASEAN+3 財務大臣会合のプロセスの中で以下の6つのワーキンググループが組成され、国際開発金融機関、政府系機関、民間保証会社および市場参加者も交えた包括的な検討が行なわれてきた。

図表3 ABMIにおける6つのワーキンググループ

グループ名	議長国等
I 新たな債務担保証券の開発	タイ
II 信用保証および投資メカニズム	韓国、中国
III 外国為替取引と決済システム等	マレーシア
IV 国際開発金融機関、政府系機関およびアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券の発行	中国
V 地域の格付および情報発信	シンガポール、日本
VI 技術支援	インドネシア (副議長:フィリピン、マレーシア)

(出所) 財務省ホームページ

ここで取り上げられた検討項目には、以下に示すように直ちに取り組むべきものから中長期的な課題まで幅広い項目が含まれており、参加各国それぞれの状況を踏まえた上での議論が重ねられてきた。なお上記ワーキンググループは2005年5月のASEAN+3財務大臣会議(於・イスタンブール)を経て、4つに再編され³現在に至っている。

図表4 ABMIにおける主要な検討項目

債券発行主体の拡大・通貨建ての多様化
1) ベンチマーク形成のための各国政府による国債発行の促進
2) 政府・政府系金融機関による債券発行の促進 — 調達した資金を民間企業へ融資
3) 多数のローンを束ね、保証等も活用 — 中小企業の債券市場からの資金調達に道
4) 国際金融機関や政府機関による現地通貨建て債券発行の促進
5) 海外直接投資を行なう主体が資金を調達するための現地での債券発行を促進
6) 債券の通貨建ての拡大 — 現地通貨や通貨バスケットによる債券の導入
環境整備
7) 保証の活用 — 国際機関等の保証の活用、アジア信用保証機構の設立の検討
8) 域内格付機関の育成 — アジアの経済・社会状況を熟知した格付機関の育成
9) 情報の発信 — 域内の優良企業、経済・社会状況等を紹介
10) 決済システムの強化・協調
11) 技術支援 — 債券市場の発展を阻害する要因を特定、技術支援で解消、キャパシティ・ビルディングが重要

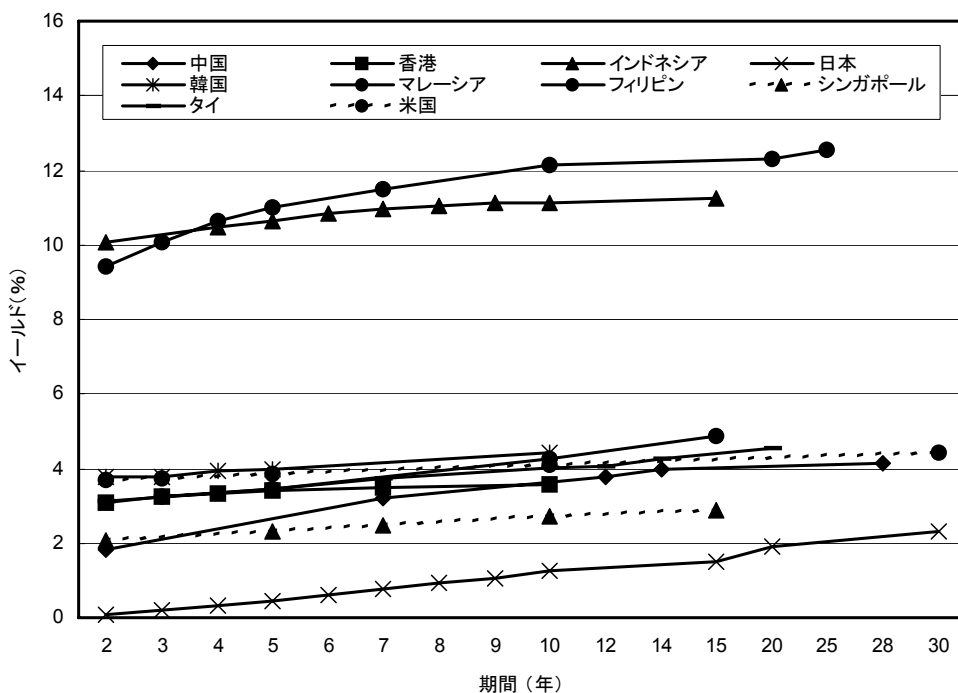
(出所) 財務省ホームページ

国内債券市場発達の初期段階においては、ベンチマーク・イールド形成の観点から、発行量・償還期限の両面において政府債の厚みを増すことが必要である。(現状の各国におけるイールド・カーブは図表5参照。)このためには政府および政府機関が、債券発行により調達した資金を資本市場にアクセスを持たない民間企業に融資する仕組みや、中小企業向け債権の証券化が検討されてきた。さらに、域内各国企業の相互進出に際し、現地債券市場の活用を促したり、国際機関等による各国通貨建て債券の発行を促進することも、各国国内貯蓄の活用という点からは有効であろう。為替リスクを軽減して投資家の裾野を広げることで市場の流動性を増加させるためには、域内各国通貨によるバスケット通貨建ての債券発行等を通じた発行形態の多様化も検討されてきている。

また、市場育成にむけての環境整備に係る施策としては、アジア開発銀行(ADB)や国際協力銀行(JBIC)といった既存ドナーによる保証の活用のほか、アジアの中小企業に対する保証・投融資も検討されてきた。加えて市場インフラとしての決済制度や格付機関、また取引規制等の障害についても検討されてきている。

以下では、これらの主要検討項目の中で、これまでの間に実施に移されてきたものを紹介する。

図表 5 各国の現地通貨建て債券のベンチマーク・イールド



(出所) アジア開発銀行、Asian Bonds Online (<http://asianbondsonline.adb.org>)

2. 個別施策の実施状況

1) 国際機関・開発援助機関等による現地通貨建て債券の発行

ABMI が発表されて以降、世界銀行、世銀傘下の国際金融公社 (IFC)、ADB 等の国際機関による起債が矢継ぎ早に検討・実施されている。

ADB は 2004 年 2 月、いち早くインドでルピー建て債券 (50 億ルピー、約 125 億円) を発行したのに続き、11 月にはマレーシアリング建て債券 (4 億リング、償還期間 5 年、利回りは、5 年物マレーシア国債の利率指標を 0.02 ポイント下回る 3.94%) を、国際機関としては初めて発行した。また今年 5 月には、タイで非居住者としては初めてパーツ建て債 (40 億パーツ、償還期間 5 年、表面利率はタイ政府発行の 5 年物国債の利率に 0.17 ポイント上乗せした 3.87%) を発行した。

一方、世銀グループでは、IFC が 2004 年 12 月にリング建てイスラム債 (5 億リング)

を発行したのに続いて、世銀が 2005 年 4 月に初のリング建て債券を発行する計画を発表している。発行額は 7 億 6,000 万リングと伝えられており、これが発行されると国際開発金融機関が発行するリング債としては最大規模、ADB と IFC に次いで 3 番目の発行となる。マレーシア側も「投資家需要を満たし、イスラム金融の多様化を促す」として高く評価している。一方、2004 年中に予定されていたパーツ建て債券発行に関しては、市況が好ましくないとの理由から 8 月の時点で延期が決定されたと報道されている⁴。

また JBIC も現地通貨建て債券としてパーツ建て、人民元建て債券の発行準備を進めていると伝えられている。

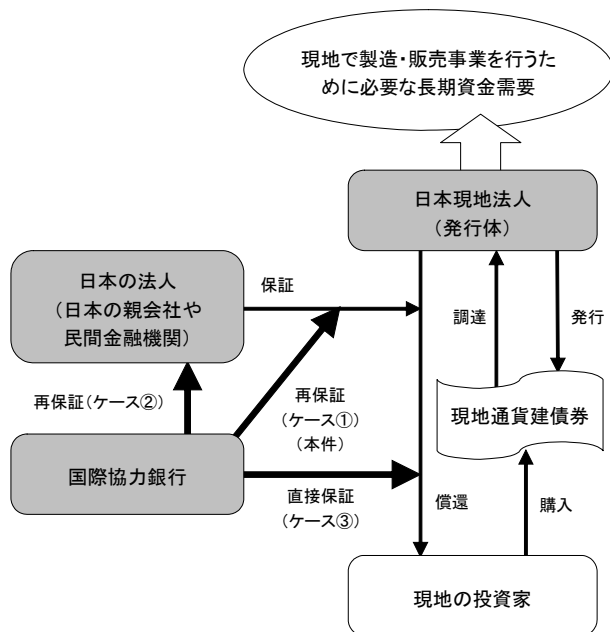
2) 国際機関・政府機関による債券発行支援

開発援助機関は自身の債券発行だけでなく、域内各国の民間による債券発行の支援も検討・実施してきている。

2004 年 6 月、JBIC は三菱商事といすゞ自

動車のタイの合弁現地法人（Tri Petch Isuzu Sales Co., Ltd、TIS）が発行した 35 億バーツ（約 100 億円）の社債に対し再保証を供与している⁵。各国に進出している日系現地企業は、為替リスク回避の観点から現地通貨建てで資金調達する必要があるものの、現地での知名度の問題などから債券発行が困難なケースもある。このため JBIC が信用補完することで、資金調達ニーズにこたえるとともに、現地債券市場における発行拡大にも資するものとなっている（図表 6）。

図表 6 JBIC による社債保証スキーム



(注) ケース③は発行体が本邦全額出資の場合のみ

(出所) JBIC ホームページ

また経済産業省は、現地進出している日系企業に対する現地通貨建て社債の発行支援策として、2004 年 2 月に政府の貿易保険を活用した保証制度を新設している。現地通貨建て債券を発行する日系企業が、保証をする日本の金融機関との間で保険契約を締結、銀行は債券額面の一定割合の保険料を日本貿易保険（NEXI）に支払うことで、デフォルト・リスクが実質上 NEXI 経由で再保険を引き受

けている経産省に移転される仕組みとなっている。各国財務当局により検討されている債務保証機関の設立までの「つなぎ」として、現行制度の貿易保険制度を活用するものである⁶。

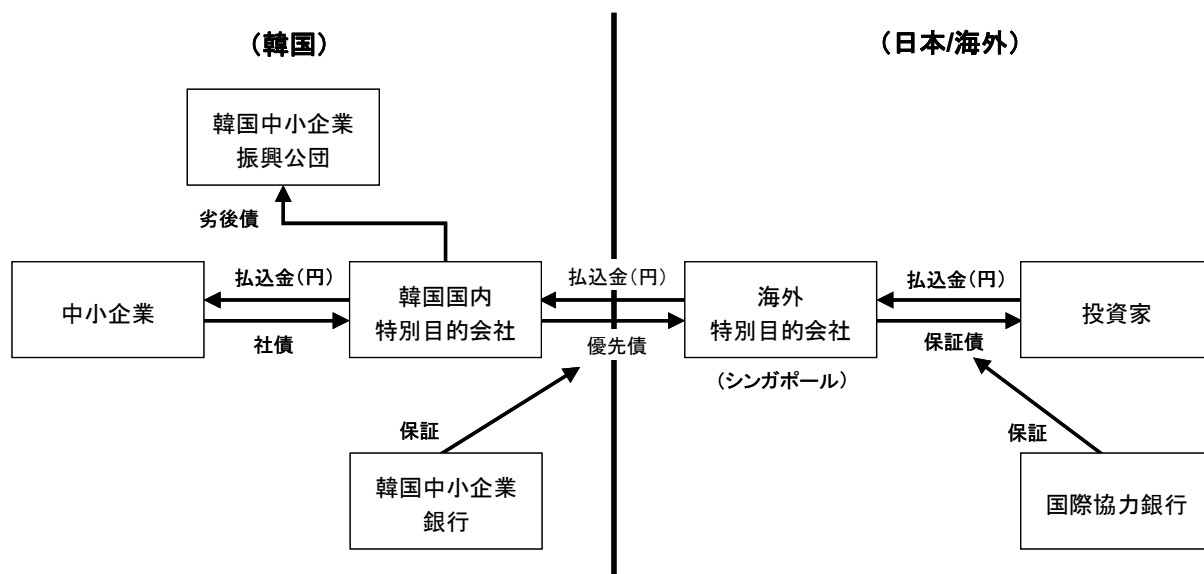
さらに ASEAN+3 の 13 カ国政府は ADB と連携し、域内政府、企業などを発行体とする新型債券の発行についての研究を行なっている。例えば、利払いが現地通貨、元本償還が円建てで行なわれ、為替リスクを抑える等のメリットがある「逆デュアルカレンシー債」がこれにあたり、これにより為替リスクを減じることで日本の投資家の呼び込みを狙うことが可能と考えられている。

3) 証券化の活用

一連の債券市場育成の流れの中で、証券化といえは当初は専ら大企業がその中心であったが、域内経済の重要な牽引力である中小企業向けの資金調達手段としての証券化が、ここきて実施段階に入りつつある。第一号案件として、日韓両国政府の合意をベースとして、昨年 12 月、韓国の中小企業 46 社が発行した私募債をもとに 77 億円の CBO（JBIC による元本保証付き）が組成され、日本の機関投資家などに販売された（図表 7）⁷。これに際して我が国財務省は JBIC の保証政策に関わる財務省告示を改正し、域内で適切に組成され信用補完された債券への保証への道を開いている。日本は今後、他の ASEAN+3 諸国との間でも同様の債券の発行を目指している模様である。

なお域内各国における CBO 発行に関しては、債券流通市場の発展や中小企業金融関連の情報整備が課題といえるが、マレーシアやタイでは近時対応が加速している。過去 4 年間でマレーシアが 3,000 億円超、タイは約 1,100 億円を発行しているが、マレーシアでは新規発行の 4 割弱が CDO（合成債務担保証券）となっており、クレジットカードの証

図表 7 韓国中小企業向け CBO のスキーム



(出所) JBIC ホームページ

券化も行なわれている⁸。残された課題としては、プライシングの透明性確保、スワップ市場の厚み、外部信用補完、投資家層、税制・会計の整備等が指摘されている⁹。

4) その他のスキーム

これ以外にもいくつかのストラクチャーの検討が同時並行的に進められているが、ここではそのひとつとして、アジアと欧州の協力強化を目指すアジア欧州会合 (ASEM) において検討されているバスケット通貨建て債券構想を紹介する。これは昨年 10 月の ASEM 首脳会議において有識者グループ (ASEM タスクフォース) が提言したもので、円・ドル・ユーロで構成するバスケット通貨建て債券の発行に向けた仕組みづくりとして示されたものである。提言にはバスケット通貨建て債 (Yen、Euro、\$ をもじって「YES 債券」と呼ばれる) の受け皿として三通貨を拠出した債券投資ファンド (同「YES ファンド」) の設立も盛り込まれている。バスケットの構成比率については「通貨ごとの貿易額に応じた構成比」などの案が出ている模様で

ある¹⁰。

またこれとは別の動きとして、日本・韓国・タイなどが、各国の国債などを一定割合ずつ組み合わせる一体的に運用するバスケット建て債券の導入に向けて検討に入ったとの報道もある¹¹。

5) 市場、経済、企業情報等の域内での共有

以上のような域内各国の債券市場に係る情報を共有する場として、2004 年 6 月には ADB が管理・運営するウェブサイト「Asian Bond Online」¹²が作成され、一般にも公開されている。流通市場発展のための情報インフラとして、税制・各種規制情報、債券インデックスやベンチマークの有無、債券格付、決済システムといった市場インフラの整備状況、発行・取引データなどを幅広く盛り込み、アナリストほか市場関係者がアジア債券をより詳しく分析できる環境を整備し、域内・国内機関投資家が債券投資を行ないやすくする狙いがある。

6) 各国市場整備の進展

以上に挙げたような域内での試みに呼応する形で、或いはその地ならしという形で、参加各国における債券発行・投資に係る各種規制緩和も進展を見せつつある。

タイ政府は2003年11月、パーツ建て債券の利子課税免除を発表、2004年に入ると国際金融機関、外国政府、外国政府機関による債券発行を認め、パーツ建て債券発行のガイドラインを策定した。初年度発行枠150億パーツ（約400億円）に、世界銀行、ADB、JBIC等が名乗りを上げた。また、こうした動きを受けタイ中銀もパーツ投機抑制のための資本規制を一部緩和した¹³。さらに政府は、非居住者による国内公共債への投資に係る投資収益について源泉徴収（15%）の免除も発表した。

マレーシアでも2004年9月に国際機関のリング建て債発行が承認されている。またフィリピンでは、株式に偏っていた個人資金の取り込みを狙って、銀行協会により初の電子債券取引所が開設された。

中国政府も今年3月に、国際機関向けに非居住者の人民元建て債券の発行ルールを公表しており、現状、世銀やADB、JBICが起債第一号を競っている。ただし中国では管轄省庁が4つの機関にまたがっていることや、発行条件、調達資金においても制約があることから、実際の発行までには時間がかかるとも言われている。発行条件は中国国内で十億ドル以上の融資を実施した経験があることなどであるが、中国の格付会社からの格付取得が義務づけられていること、中国の会計基準に基づいた財務内容の説明資料を求められること、資金使途が中国国内の建設プロジェクトに限定されることなど、発行体にとってのハードルは低くない¹⁴。

さらにこれらの規制緩和の流れとあいまって、各国国内市場における発行体や発行形態も多様化してきている。具体的には、域内で

みると10年以下の期間が一般的な中であって、超長期債市場を育成するという観点から、シンガポールやマレーシアで20~30年債の発行が検討・実施されている¹⁵。またタイ・マレーシア政府は、債券の上場投資信託（ETF）導入に向け法改正などを準備中と伝えられている。加えて資産担保証券（ABS）も広がりを見せており、マレーシアでは昨年10月に中銀系の住宅金融会社チャガマスが初の住宅ローン担保証券を発行、タイでも近時不動産の証券化案件が相次いでおり、年内には新政府庁舎の240億パーツ（約650億円）規模の証券化も予定されている。

III. アジア・ボンド・ファンド

アジア各国の債券市場整備を通じて、「供給サイド」からの市場整備を推進しようするのがABMIだとすると、「需要サイド」からのアプローチがABFであるといえよう。その推進母体は、東アジア・太平洋地域11カ国・地域の中央銀行からなるEMEAP（Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks）¹⁶であり、2003年6月の第1号ファンド（ABF1）に続き、今年5月には第2号ファンド（ABF2）の運用が開始されている。以下、EMEAPのプレスリリース¹⁷をもとに、その概略を紹介する。

1. 第1号ファンド（ABF1）

ABF1は、域内の豊富な外貨準備の一部を域内債券市場に還流させること、域内各国中銀が保有する外貨資産のリスク分散や収益性向上などを眼目とするものとして、2003年6月に組成されたが、流動性や外貨準備への組み入れやすさ等を勘案し、投資対象はドル建てのソブリン債、準ソブリン債に限定された。これでは「通貨と期間のダブル・ミスマッチを解消する」という債券市場育成の本来の趣旨に照らすと不十分なものではあったが、中

中央銀行のネットワークを通じてこうした試みがなされたこと自体は画期的なものであったといえよう。ファンドの概要は以下の通りである。

図表 8 ABF1 の概要

当初規模	約 10 億米ドル
ファンド構造	非上場オープンエンド
投資家	EMEAP メンバー中銀のみ
運用対象	EMEAP8ヶ国・地域(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)の発行体による米ドル建てソブリンおよび準ソブリン債。
表示通貨	米ドル
運用受託者	国際決済銀行(BIS)
運用スタイル	ベンチマークに定めるインデックスをトラックする形でパッシブ運用。
ベンチマークインデックス	非公開
ファンドのモニタリング	EMEAP メンバーにより設立された監視委員会(Oversight Committee)が実施。

(出所) 日本銀行ホームページ

2. 第 2 号ファンド (ABF2)

そして翌 2004 年 12 月、EMEAP メンバー中央銀行は、先のダブル・ミスマッチのうち「通貨のミスマッチ解消」に切り込む形で、投資対象を現地通貨建て債券に拡大した ABF2 の発表に漕ぎつけた。

ABF2 は、EMEAP8 ヶ国・地域の現地通貨建て債券に投資する汎アジア債券インデックス・ファンド (Pan-Asian Bond Index Fund、PAIF) および EMEAP8 ヶ国・地域で現地通貨建て債券に投資を行なう 8 つの国別ファンド (Single-market Funds) で構成されるファンド・オブ・ファンズ (Fund of Bond Funds、FoBF) から成り、いずれも民間セクターのファンド・マネジャーがパッシブに運用する。

参加中銀の投資額は、ファンド組成におけるスケール・メリットを享受しつつも、民間投資家をクラウド・アウトしないよう検討が

加えられ、最終的に約 20 億米ドル (PAIF と FoBF に各 10 億米ドル、日銀は約 2 億ドルを出資) に決定された。2005 年 5 月、EMEAP メンバーの中銀はファンド・マネジャー、マスター・カストディアン、インデックス・プロバイダーの任命、およびファンドへの資金払込み完了を発表した。また同月よりベンチマークとなる iBoxx ABF インデックス・ファミリーも、インターナショナル・インデックス・カンパニー (IIC) によりその提供が開始された¹⁸。ABF2 のファンド・マネジャーは、今後数ヶ月以内に各ファンドを他の公的セクターおよび民間セクターの投資家に開放し、適当と認められる場合には、上場するために関係当局と協力し、必要な認可を得ていく予定となっている。EMEAP によりこれまでに公表されている各ファンドの概要は以下の通りとなっている (スキームは図表 10 参照)。

ABF2 はアジア債券に対する投資家の認知度を高めるとともに、長期的には、1)現地通貨建て債券投資のニーズを持つ投資家に対する新たなアセット・クラスの提供、2)透明性・信頼性を備え、複製が容易な債券インデックスといった市場インフラの整備、3)クロスボーダー投資を促進するための税制改革や規制緩和促進¹⁹といったことを通じて、域内債券市場の拡大・深化へとつながっていくことが期待されている。また、インデックス構成比率は発行残高と売買高、格付け、市場開放の進捗度に基づいて決める仕組みとなっていることから、「市場の評価が高い債券が優遇される仕組みがビルト・インされており」

(日銀国際局)、組み入れ対象各国が投資家本位の改革を進める推進力となることも期待されている。また、将来的にはソブリン・準ソブリン債以外に、民間社債も投資対象とした基金の設立も視野に入ってくるものと思われる。

図表9 ABF2の概要

【汎アジア債券インデックス・ファンド (PAIF)】

当初規模	約 10 億米ドル
ファンド構造	フェーズ 1: 非上場オープンエンド フェーズ 2: 上場オープンエンド
投資家	フェーズ 1: EMEAP メンバー中銀のみ フェーズ 2: EMEAP メンバー中銀およびその他の公的・民間セクターの投資家
運用対象	EMEAP8 ヶ国・地域 (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) の発行体による現地通貨建てソブリンおよび準ソブリン債。
表示通貨	米ドル
運用受託者	State Street Global Advisors Singapore Limited (SSgA)
運用スタイル	ベンチマークに定めるインデックスをトラックする形でパッシブ運用。ファンド・マネジャーは、インデックスを構成する債券や国毎の配分の変更に併せて、定期的にポートフォリオのリバランシングを行なう。
ベンチマークインデックス	汎アジア債券インデックスは、International Index Company (旧称 iBoxx) が提供予定。
マスター・カストディアン	Hong Kong & Shanghai Banking Corporation Ltd.
登録地	シンガポール
上場地	香港証券取引所 (他の証券取引所への上場は将来検討される予定。)

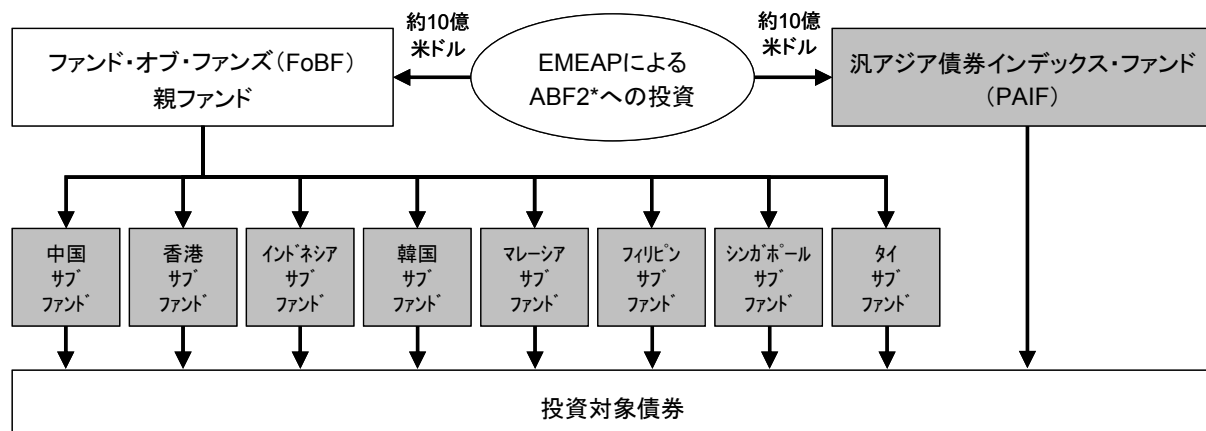
運用対象	EMEAP8 ヶ国・地域 (中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ) の発行体による現地通貨建てソブリンおよび準ソブリン債
表示通貨	サブ・ファンド所在各国の現地通貨
運用受託者	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国 SF: China Asset Management Corporation Ltd. ● 香港 SF: HSBC Investments (Hong Kong) Ltd. ● インドネシア SF: PT Bahana TCW Investment Management ● 韓国 SF: Samsung Investment Trust Management Co., Ltd. ● マレーシア SF: AmInvestment Management Sdn. Bhd. ● フィリピン SF: Bank of the Philippine Islands ● シンガポール SF: DBS Asset Management Ltd. ● タイ SF: Kasikorn Asset Management Co., Ltd.
運用スタイル	ベンチマークに定めるインデックスをトラックする形でパッシブ運用。ファンド・マネジャーは、インデックスを構成する債券の変更に併せて、定期的にポートフォリオのリバランシングを行なう。
ベンチマークインデックス	EMEAP8 ヶ国・地域それぞれのインデックスを、International Index Company (旧称 iBoxx) が提供。
マスター・カストディアン	Hong Kong & Shanghai Banking Corporation Ltd.
登録地	各国
上場地	各国

(出所) 日本銀行ホームページ

【ファンド・オブ・ファンズ (FoBF) サブ・ファンド】

当初規模	総額約 10 億米ドルを 8 つのサブファンド (以下「SF」) に配分。
フェーズ 2 におけるファンド構造	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国 SF: 上場オープンエンド (適当と判断されれば) ● 香港 SF: 債券 ETF ● インドネシア SF: 上場オープンエンド (適当と判断されれば) ● 韓国 SF: 上場オープンエンド、債券 ETF の可能性も有り ● マレーシア SF: 上場オープンエンド、債券 ETF の可能性も有り ● フィリピン SF: 上場オープンエンド ● シンガポール SF: 債券 ETF ● タイ SF: 上場オープンエンド、債券 ETF の可能性も有り
投資家	フェーズ 1: EMEAP メンバー中銀のみ フェーズ 2: EMEAP メンバー中銀およびその他の公的・民間セクターの投資家

図表 10 ABF2の構造



* BISは、EMEAPIによる投資の管理者 (Fund Administrator) となる予定。

■ その他の公的、民間セクターに解放予定のファンドの構成要素

(出所) 日本銀行ホームページ

3. ABF を踏まえた民間の動き

中銀・通貨当局の動きを踏まえた民間金融機関の動きも本格的になりつつある。JP モルガン・フレミング・アセット・マネジメント、メリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ、シュローダー投信投資顧問²⁰といった各社が、アジア各国の債券を組み入れた投信商品の販売を予定もしくは既に開始している。ただしそこでの課題として、アジアに欧州のような共通の証券決済インフラが存在しないことに起因するコスト高、現地事情に精通した格付会社や信用保証機関が不足していることによる投資家の不安、といった点も指摘されている。

また ABF に関する先の記述の中で、ベンチマーク・インデックスが開発されたことを紹介したが、この他にも HSBC がそれに先立つ 2002 年に開発済みの Asian Local Bond Index (ALBI)²¹や、シンガポール政府系の DBS 銀行がアジア 8 カ国・地域の現地通貨建て国債などを組み込んで独自に開発した DBS-PALS 債券指数²²等、投資のベンチマークとなりうる指標が徐々に登場し始めていることも注目に値しよう。

IV. 今後の展望

最後に、これまでみてきたような域内債券市場育成をめぐる動きが今後どのような形で展開してくかを考えるにあたり、重要と思われる点を「政治的側面」および「技術的側面」からまとめて本稿を結びたい。

1. 政治的側面

ここで紹介した ABMI、ABF という 2 つのイニシアティブ以外にも、通貨危機直後から各国の国内債券市場育成に取り組んでいるアジア太平洋経済協力会議 (APEC) や、タイのタクシン首相の肝いりでスタートしたアジア協力対話 (ACD) 等の場において、各種手法の検討が行なわれてきている。ただその背後には、構想そのものの優劣や有効性もさることながら、参加国の組み合わせや主導権争いといった政治的要素も多分に見え隠れしており、参加各国のコミットメントについても、ABMI や ABF のような継続的で実行力を伴ったものにまでは至っていないというのが現状である。

ABMI を包含する形での ASEAN+3 の連携に関しては、これまでも発言力の低下を恐れる ASEAN 側が警戒心をちらつかせてきたものの、日・中・韓の経済力を考えれば ASEAN 側による指導力の維持は難しいと言われている。さらに同じくアジア域内での影響力低下を懸念する米国が APEC の機能強化を唱えるなど、AMF 構想の二の舞となることも懸念された。ただ今回は、一連の構想に対する中国のコミットメントも強固であると言われていることから、今後とも ASEAN+3 のフレームワークが EMEAP による ABF と並んで、域内債券市場育成の 2 本の柱となっていく可能性が高いものと思われる。

さらに今年 12 月にはクアラルンプールにおいて東アジアサミットの開催が予定されており、ここではインド、豪州、ニュージーランドの参加も検討されている模様である。加えて今後、域内外のイスラム・マネーがどのような形で絡んでくることになるのかといったあたりも注目される場所である。

2. 技術的側面

上述の通り、域内での債券投資に関する障壁を取り除くための施策が徐々に打ち出されてきており、今後マーケット状況に応じて現地通貨債の発行も増加してくることが予想される。ただしそうした流れをより太いものにしていくにあたっては、引き続き克服を要する課題も少なくない。

ABMI や ABF の最終的な目標は、資金の出し手、取り手ともが円滑に民間部門の手に移り、民間による域内投資がクロスボーダーで活性化することである。ただ、そのために行なわなければならない制度整備（クロスボーダー証券投資等に関する規制緩和など）が、域外からの投資を排除するものではないとすると、現地通貨債が域外からの投機圧力にさらされる可能性といったものも踏まえた監視

体制強化も必要となるかもしれない。

その一方で、より洗練された投資家を域内に呼び込むことは、市場の流動性に厚みを増し、投資手法の高度化を通じた地場投資家の底上げにも資するという点から、市場拡大の触媒として期待されることもまた事実である。ただ、特に欧米の運用担当者の間ではアジアのクレジットへの需要は高いものの、流動性・利回りが確保され、スワップの組みやすい米ドル債で適当なものがあれば敢えて現地通貨債にまでは分散しない、という声もいまだに存在する。先に紹介した各種イニシアティブや民間主導のスキームが、それを補うだけの投資資金を呼び込むインフラとして機能しうるかが注目される場所である。

また、とりわけ域内貯蓄を有効活用していくには、年金基金や資産運用会社といった機関投資家の育成も今後の重要な課題といえよう。アジア域内では香港やシンガポールといった既に洗練された資産運用センターに、グローバルな資産運用業者が集積している。問題は、自国の貯蓄をこうした域内インフラに結びつけていくための専門能力（投資判断、管理能力、運用業者選別能力等）を持ったプロフェッショナルを各国機関投資家サイドに育成していくことである。

ただし現地通貨債を組み込んだ商品への投資においては、相互に相関の高いアジア通貨のボラティリティが債券イールドを吹き飛ばしてしまう可能性を秘めていることは言うまでもない。その意味で債券イールドを取りにくくよりも通貨で勝負する、債券投資を行なうにしても流動性の高いものや期間の短いものにフォーカスするといった投資家の選好は、現状の市場インフラを所与とすると自明のものである。内外投資家にとって真の意味で魅力的な商品を提供するためには、結局は各種規制、税制、決済システム、ディスクロージャーといった各国市場インフラが成熟して、投資機会が豊かになることが必要という点に

帰着する。そしてより長期的には、こうした流れがバスケット通貨建て債券等の手法を通過点として、欧州のような共通通貨単位といった為替制度面での改革にまで発展しうるかどうかのポイントになってくると言えよう。

(別添) アジア債券市場整備に関するこれまでの経緯

	アジア債券市場イニシアティブ (ABMI) 関連	アジア債券ファンド (ABF) 関連	その他の動き
1997			7 アジア通貨危機
1998			
1999			
2000	5 チェンマイ・イニシアティブによる ASEAN+3 の通貨スワップ協定発足。		
2001			9 米国同時多発テロ マレーシアが証券化ガイドラインを制定。
2002	12 ASEAN+3 非公式セッション [於・チェンマイ] → 日本から ABMI を提案。		3 HSBC がアジア通貨建て債券指数を開発。 6 アジア協力対話 (ACD) 発足。 シンガポール、タイ、マレーシアなどが外準のユーロシフトを開始。
2003	2 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 [於・東京]: 「新たな債務担保証券の開発について」 (議長: タイ)、 「信用保証メカニズムに関して」 (議長: 韓国) につき 2 つのワーキンググループ (WG) を設立。 4 上記 2 つの第 1 回 WG 会合 [於・ソウル] 6 ASEAN+3 財務大臣プロセス「ABMI」WG 会合 [於・東京] (6 つの WG を全て開催) 8 ASEAN+3 財務大臣会議 [於・マニラ] → ABMI に関する議長プレスリリース 10 ASEAN+3 財務大臣プロセス「ABMI」WG 会合 [於・クアラルンプール] (WG III、V、VI) 11 MDBs (国際開発金融機関) 等による現地通貨建て債券の発行に関するシンポジウム [於・北京] (WG IV)) ABMI WG 会合 [於・ソウル] (WG I、II)	6 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) メンバーによる ABF 創設発表。 ABF1 組成。	6 シンガポール陸上交通管理局が同国最長の 20 年債を発行。
2004	3 ABMI WG 会合 [於・マニラ] (WG II、V) ABMI 第 1 回フォーカスグループ会合 [於・マニラ] ABMI WG 会合 [於・クアラルンプール] (WG III、VI) 5 ASEAN+3 財務大臣会議 [於・濟州島] アジアの国内格付機関に関するセミナー [於・濟州島] (WG V 関連) ABMI WG 会合 [於・パリ] (WG VI) 6 ADB がアジア債券ウェブサイトを通じて情報提供を開始。 JBIC がタイでパーツ債発行したほか、いすゞ自動車の現地関連会社債の保証を供与。 7 日・韓・タイ等各国が通貨バスケット建て債券の導入に向け検討開始。 8 多国籍企業による現地通貨建て債券発行に関するシンポジウム [於・上海] (WG IV) 9 JBIC が現地通貨建て債券で調達した通貨を、アジア進出する日系企業に融資する仕組みを発表。	2 タクシン首相 (タイ) が早くも ABF3 への参加に言及。 4 EMEAP メンバー中央銀行が ABF2 の構造について発表。	1 大証がアジア各国証取との連携強化を課題に掲げる。 2 ADB がインドでルピー建て債券 (約 125 億円) を発行。タイパーツや人民元での発行も検討。 経産省が日系企業の現地通貨建て社債発行に対する保証制度を発表。 安定的な国債発行・管理のための日中韓財務当局局長級会議。 3 タイ・バンコク都庁が地方債発行に向けて格付を取得。 4 タイ政府が国際機関によるパーツ建て債の発行を許可。 ACD 非公式事務レベル協議でアジア債振興策を議論。 6 DBS 銀行 (シンガポール) が DBS-PALS 指数を開発。 マレーシアが国際機関のリング建て債発行を承認。

	アジア債券市場イニシアティブ (ABMI) 関連	アジア債券ファンド (ABF) 関連	その他の動き
2004	<p>10 ABMI WG 会合 [於・クアラルンプール] (WG VI) アジアのストラクチャード・マーケット発展における格付機関の役割についてのアドホック・フォーラム [於・シンガポール] (WG V)</p> <p>11 ABMI WG 会合 [於・東京] (WG I、II、III、IV、VI) ABMI 第2回フォーカスグループ会合 [於・東京]</p> <p>12 ABMI WG [於・シンガポール] (WG V) ASEM のハノイ会議で、有識者によるタスクフォースがバスケット通貨建て YES 債券市場と YES 債券基金の創設を提案。 韓国中小企業向け債券の CBO (JBIC 保証) を野村証券ソウルがアレンジ。</p>	<p>12 EMEAP メンバー中央銀行が ABF2 の開始を発表。</p>	<p>10 マレーシアで初の住宅ローン担保証券発行。 ADB が初のリンギ債を起債。 タイ政府が非居住者によるタイ国債投資への税制上の優遇措置導入を発表。</p> <p>12 シンガポールの政府投資会社テマセク・ホールディングスが格付取得→25～30年債発行を示唆。 APEC 会議において米国が APEC 機能の強化を主張。 ASEAN+3 首脳会議で 2005 年 12 月の東アジアサミット開催を決定。</p>
2005	<p>3 ASEAN+3 各国が ADB と連携し、各国政府・企業による発行支援を表明。</p> <p>5 ASEAN+3 財務大臣会議 [於・イスタンブール] : チェンマイ・イニシアティブの強化、ABMI の追加事項 (各国の定期的な自己審査、情報一元管理のための体制整備、バスケット通貨建て債券の研究開始、将来のアジアにおける国際債券市場の発展に向けた検討等) につき合意。</p>	<p>5 ABF2 の運用開始。アジア債券指数導入。</p>	<p>3 中国政府が国際機関向けに、非居住者の人民元債券発行ルールを公表。 シュローダー投信投資顧問がアジア 14 カ国・地域の現地通貨建て債を組入れた投信の販売開始。</p> <p>夏 JP モルガン・フレミング・アセット・マネジメントがアジア債を組入れた投信を日本で販売開始。</p>
2006	<p>ASEAN+3 財務相会合においてアジア債市場への投資呼び込みでの強調を確認。</p>		
2007			
2008			
2009			<p>韓国・ASEAN 間の FTA 締結 (目標)。</p>

(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

¹ World Bank, The Emerging Asian Bond Market Vol.1 (1995) など。

² 財務省ホームページより。

URL:

http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/asia_initiative.htm

³ ①新たな債務担保証券開発（議長国：タイ）、②信用保証及び投資メカニズム（同：韓国、中国）、③外国為替取引と決済システム（同：マレーシア）、④域内の格付（同：シンガポール、日本）の4つ。詳細は財務省ホームページ

（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/ABMI_road_map.pdf）参照。

⁴ 2004年8月30日付NNA-タイ版。

⁵ 親会社である三菱商事が直接保証するものにJBICが裏保証を付与するもの。この結果、債券格付は最上位のトリプルAを獲得した。

⁶ 2004年2月5日付朝日新聞。

⁷ 韓国の中小企業46社が発行した私募債を、韓国の大信証券が全額引き受け、韓国の特別目的会社（SPC）に転売、次にSPCが韓国中小企業銀行（IBK）の信用補完を得て、購入した私募債を裏付けに新たに債券を発行。最後にこの債券をシンガポールの別のSPCが全額購入した後、JBICによる元本保証を付けて円建てCBOを発行。2つのSPCを活用し、韓国中小企業銀とJBICの二重の保証を組み入れることにより、投資家が購入しやすいようにした。CBOは期間3年の変動利付債で、邦銀などアジア各地の機関投資家が購入した。アレンジャーは野村証券。（2004年12月14日付日経金融新聞）

⁸ 2005年1月19日付日本経済新聞。

⁹ 2004年6月21日付日経金融新聞。

¹⁰ 2004年10月4日付日本経済新聞。欧州におけるECUは域内貿易比率が高いことや、ドル減価の影響緩和が狙いだったこともあり、加盟国のみ通貨でバスケットが作られたが、対米・対欧州貿易も依然大きいアジアでは、ドル・ユーロも含んだバスケットがより現実的とされている。

¹¹ 2004年7月11日付東京読売新聞。

¹² URL: <http://asianbondsonline.adb.org/>

¹³ 国内金融機関の非居住者向けパーツ貸出に係る5,000万パーツまでという制限を撤廃。地場銀行の海外発行体によるパーツ建て債への投資に関する上限も撤廃された。

¹⁴ 2005年3月2日付日本経済新聞。

¹⁵ 従来15年物の国債が最長だったシンガポールでは2003年6月、政府機関の陸上交通管理局が初の20年債を発行。財務省直轄の投資会社デマセク・ホールディングスも25～30年物の発行を示唆している。

¹⁶ 正式名称は、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議。オーストラリア、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイの11ヶ国・地域の中央銀行・通貨当局から構成される。

URL: <http://www.emcap.org>

¹⁷ 日本銀行による仮訳が、同行ホームページにおいて公開されている。

URL: http://www.boj.or.jp/intl/05/intl_f.htm

¹⁸ IICはiBoxx ABF インデックスが市場から信認されるよう、組成に際してはAsian Index CommitteeおよびAsian Oversight Committeeという枠組みを通じ、域内外の有力市場参加者と意見交換を実施している。iBoxx インデックス・シリーズの詳細は、IICのホームページ（URL: <http://www.indexco.com>）で公開されており、民間セクターのファンド・マネジャーが提供する債券商品のベンチマークとしてそのまま利用したり、カスタマイズしたり、デリバティブ商品の開発に利用してりすることが可能となっている。

¹⁹ 例えばPAIFは、中国において外国機関投資家として初めてインターバンク市場へのアクセスを許可された。またマレーシアでは、2005年4月1日より外国為替管理規制を緩和したが、それに先立って国際金融機関の国内市場での債券発行を認めたほか、非居住者に対して、リング建て債券からの利子収入に係る源泉徴収税を免除した。タイも2005年1月7日より、同国の国債および政府系機関債からの利子収入について、非居住者への源泉徴収税を課税免除している。更に参加各国は、必要に応じて債券ファンドや債券ETFの上場に関する法整備を積極的に進めている。

²⁰ 年4回決算の「ターゲット・ファンド シュロダー・アジア債券オープン Aコース（為替ヘッジあり）/Bコース（為替ヘッジなし）」を3月に設定。募集上限額は各1,000億円で、野村証券が販売。アジア諸国の国債、政府機関債、社債等を主な投資対象とし、絶対収益の獲得を目指す。当面の投資対象となる14カ国・地域の内訳は香港、中国、フィリピン、マレーシア、韓国、シンガポール、台湾、タイ、インドネシア、インド、ベトナム、パキスタン、スリランカ、カザフスタン。ファミリーファンド方式で運用し、投資先マザーには「シュロダー・アジア債券マザーファンド」を活用。取得時の手数料（税込）は、2.1%を上限に販売会社が決定。信託報酬（年率）は純資産残高に応じ、年率1.659-1.5015%、信託財産留保額は0.3%。受託はUFJ信託銀行。

²¹ 国債や社債が対象で、時価総額や流動性などを考慮して算出した指数の構成は、韓国35.5%、香港15.8%、シンガポール10.7%、流動性が低い中国は0%となっている。

²² 中国、韓国、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、香港など8カ国・地域の86の現地通貨建て国債や政府機関債などで構成。各国・地域別の指数と、時価総額、流動性、格付などを考慮して算出した全体指数からなる。全体指数の構成比率は韓国23.9%、シンガポール22.2%、中国6.7%、香港5.5%など。社債は含まず中国も対象にしたのが特徴で、シンガポールの割合がHSBCのALBIより高くなっている。指数は毎日更新し、対象債券は毎月、国・地域ごとのウェイトは四半期ごとに見直す。DBSは指数連動型ファンドの設立を金融機関などに働きかける予定（2004年6月21日付日本経済新聞）。