

## 発展するアジア現地通貨建て債券市場と課題

北野 陽平

### ■ 要 約 ■

1. アジア債券市場は発展し続けており、2014年6月末時点の現地通貨建て債券発行残高は2002年末比6.8倍に増加し、域内諸国の経済成長を上回るペースで拡大してきた。また、満期構成も長期化し、域内の政府や企業による債券での安定的な資金調達が可能となった。
2. アジア債券市場の発展には様々な要因が挙げられるが、2003年に発足したアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）が市場インフラ・制度整備において貢献してきた点が注目される。ABMIの取組みを通じて、発行体・商品の多様化や信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の創設・業務開始といった成果が上げられたことに加えて、域内での債券共通発行フレームワークの導入に関する議論も進められてきた。
3. アジア債券市場の課題としては、不十分な流動性が指摘されており、投資家の多様化が必要不可欠となっている。国内・域内投資家の裾野拡大に向けた施策の一つとして、投資家の需要拡大に資する商品の開発が挙げられている。現在、ABMIの下で、他のイニシアティブの事例を参考にして、新たな投資商品の導入について検討されている。
4. 今後も公的セクターには市場インフラ・制度整備において重要な役割が期待されており、例えばアジア域内のインフラ資金需要に対し、インフラ債券の活用という点でABMIが大きな潜在力を有すると見られている。他方で、発行体や投資家のニーズを的確に政策に反映させるという点で、民間セクターの金融機関、特に証券会社が果たすべき役割も大きいと考えられる。

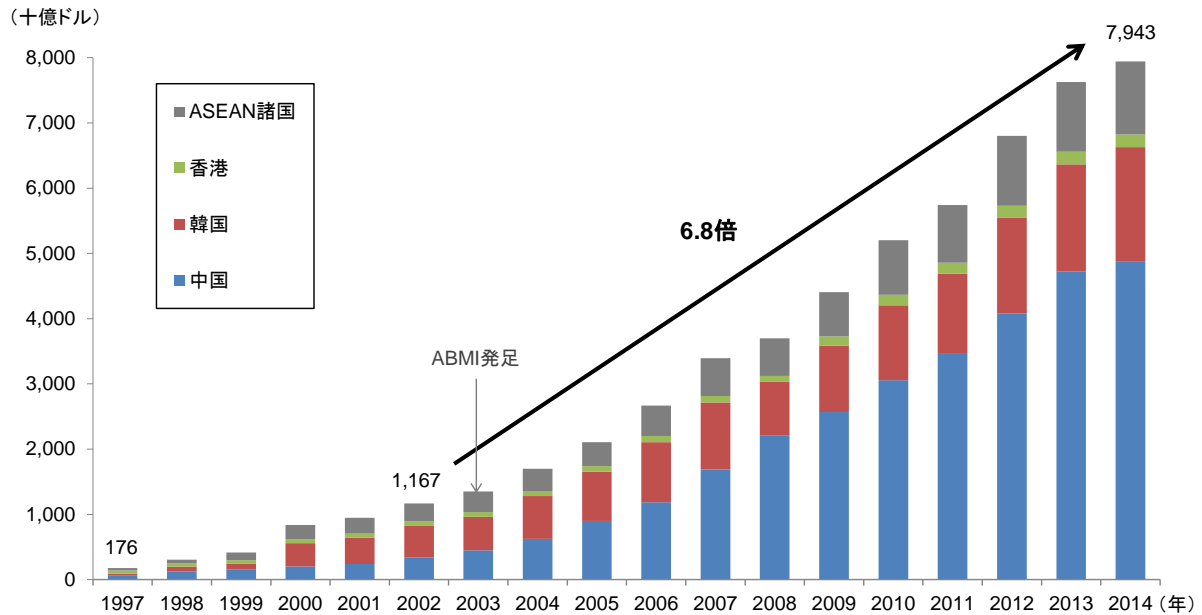
### I. 拡大が続くアジア現地通貨建て債券市場

日本を除くアジア諸国<sup>1</sup>における現地通貨建て債券発行残高は、2014年6月末時点で7兆9,430億ドルであり、ASEAN+3（日中韓）財務大臣・中央銀行総裁会議の枠組みであるアジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative、ABMI）発足前<sup>2</sup>の2002年末と比較して6.8倍に拡大した（図表1）。

<sup>1</sup> 本稿では、他に特記がない限り、中国、韓国、香港、マレーシア、タイ、シンガポール、インドネシア、フィリピン、ベトナムを対象としている。

<sup>2</sup> ABMIに関する議論は2002年12月に開始され、2003年8月のASEAN+3財務大臣会議で合意された。

図表1 アジア現地通貨建て債券発行残高の推移



(注) 年末値。但し、2014年は6月末の数値。

(出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

図表2 アジア現地通貨建て債券発行残高の国債、社債の内訳

(単位: 十億ドル、%)

	2002年末					2014年6月末				
	金額	国債		社債		金額	国債		社債	
		金額	構成比	金額	構成比		金額	構成比	金額	構成比
中国	342	334	97%	9	3%	4,872	3,164	65%	1,708	35%
韓国	486	163	34%	323	66%	1,759	692	39%	1,066	61%
香港	68	15	22%	53	78%	192	109	57%	83	43%
マレーシア	79	44	56%	34	44%	328	191	58%	138	42%
タイ	47	40	86%	7	14%	283	216	76%	67	24%
シンガポール	61	33	55%	28	45%	247	152	62%	95	38%
インドネシア	56	53	96%	2	4%	123	105	85%	18	15%
フィリピン	27	27	100%	0	0%	103	87	85%	15	15%
ベトナム	0	0	100%	0	0%	37	36	98%	1	2%
合計	1,167	711	61%	456	39%	7,943	4,752	60%	3,191	40%
増加率	-	-	-	-	-	6.8倍	6.7倍	-	7.0倍	-

(出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

アジア現地通貨建て債券市場の拡大の牽引役は中国と韓国であるが、ASEAN 諸国（マレーシア、タイ、シンガポール、インドネシア、フィリピン、ベトナム）だけを見た場合でも、現地通貨建て債券発行残高は2002年末の2,700億ドルから2014年6月末の1兆1,210億ドルまで拡大し、全ての国において増加した（図表2）。また、国債と社債（金融債含む）の比較では、両市場はほぼ同程度の伸び率を示しており、2014年6月末の債券発行残高の構成比は国債6割、社債4割となっている。

次に、債券発行残高の対 GDP 比率を見ると、2002 年末から 2014 年 3 月末にかけて、インドネシアを除く全ての国で上昇した（図表 3）。すなわち、アジア債券市場は域内諸国の経済成長を上回るペースで拡大してきた。

アジア債券市場がこれまで拡大し続けてきた要因として、各国の経済成長に伴って債券を含む資金調達金額が全般的に増加した点が挙げられる。但し、上述の通り、アジア債券市場の規模が域内諸国の経済成長を上回るペースで伸びてきたことは、他の要因も存在することを示唆している。例えば、アジア諸国のファンダメンタルズ改善により、各国格付けが向上し（図表 4）、起債が容易もしくは可能になったと考えられる。他にも、現地通貨建て債券への投資により高金利と通貨の増価による収益を狙う海外投資家の需要が高まり、それが債券発行の促進につながった可能性もある。

図表 3 アジア現地通貨建て債券発行残高の対 GDP 比率

(単位: %)

	2002年末		2014年6月末	
	国債	社債	国債	社債
中国	23.5	22.9	51.2	18.0
韓国	75.7	25.4	122.1	74.0
香港	40.9	9.1	68.3	29.6
マレーシア	78.2	44.0	101.8	42.7
タイ	37.1	32.0	76.3	18.0
シンガポール	64.4	35.3	81.1	31.1
インドネシア	27.4	26.2	15.3	2.3
フィリピン	37.1	36.9	37.3	5.6
ベトナム	0.8	0.8	21.1	0.3

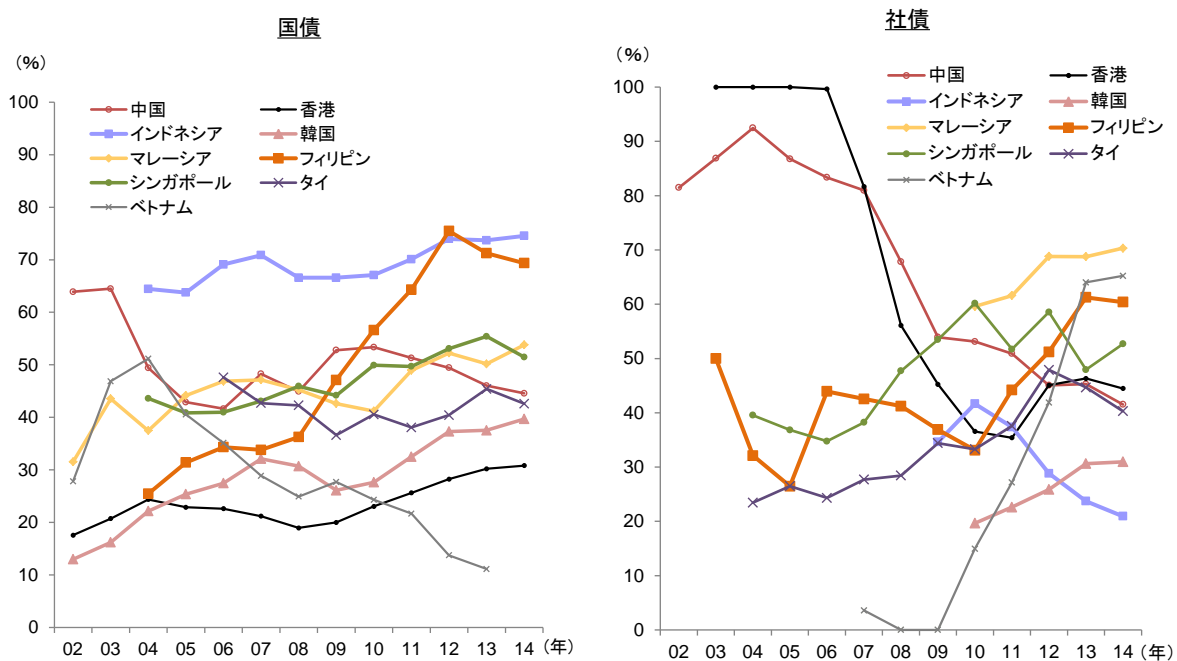
(出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

図表 4 アジア諸国の長期外貨建て格付けの変化

	2002年末			2014年9月末		
	S&P	Moody's	Fitch	S&P	Moody's	Fitch
中国	BBB	A3	A-	AA-	Aa3	A+
韓国	A-	A3	A	A+	Aa3	AA-
香港	A+	A3	AA-	AAA	Aa1	AA+
マレーシア	BBB+	Baa1	BBB+	A-	A3	A-
タイ	BBB-	Baa3	BBB-	BBB+	Baa1	BBB+
シンガポール	AAA	Aaa	AA+	AAA	Aaa	AAA
インドネシア	CCC+	B3	B	BB+	Baa3	BBB-
フィリピン	BB+	Ba1	BB+	BBB	Baa3	BBB-
ベトナム	BB-	B1	BB-	BB-	B1	B+

(出所) 各格付機関、Bloomberg より野村資本市場研究所作成

図表5 アジア現地通貨建て債券発行残高に占める満期5年超の債券の比率



(注) 1. 年末値。但し、2014年は6月末の数値。  
2. ベトナムの国債は2014年のデータが提供されていない。  
(出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

また、発行残高の増加に加えて、満期構成の長期化も進展した。図表5は、債券発行残高に占める満期5年超の債券の比率を示しており、国によって多少のばらつきがあるものの、比率は国債、社債ともに概ね上昇してきた。満期5年超の社債比率が元々高かった一部の国では大きな低下が見られたが、近年は下げ止まっており、満期構成が適正な水準に調整されたと考えられる。満期構成の長期化により、域内の政府や企業が債券での安定的な資金調達を行うことができるようになった。

発行残高の増加や満期構成の長期化等、域内債券市場が発展してきた背景として、ABMIが市場インフラ・制度整備において重要な役割を果たしてきた点が注目される。以下では、ABMIのこれまでの主な取組み・成果とアジア債券市場の今後の課題について考察する。

## II. ABMIのこれまでの主な取組みと成果

### 1. アジア通貨危機の教訓からABMIが発足

1997年に発生したアジア通貨危機以前、アジア諸国は米ドルを中心とする外貨を海外から短期で借り入れる一方、長期の現地通貨建て資産を保有する状況にあり、いわゆる通貨と期間のダブルミスマッチが生じていた。かかる状況下、タイバーツの通貨下落を発端として、アジア諸国から海外の資金が流出し、通貨危機に発展した。また、過度に銀行に

依存する金融システムという構造的要因と相俟って、銀行危機も同時にもたらされる結果となった。

この教訓を踏まえ、アジア諸国では長期の現地通貨建て資金需要に対して、長期の現地通貨建て債券で資金調達することの重要性が認識された。アジア域内において効率的で流動性の高い債券市場を育成することで、域内における貯蓄を域内に対する投資へと活用できるようにすることを目的として、ABMI が 2002 年 12 月に日本政府より提案された。ABMI は、2003 年 8 月に開催された第 6 回 ASEAN+3 財務大臣会議（於：フィリピン・マニラ）で合意された。

## 2. ABMI 発足から 5 年間の主な取組みと成果

### 1) ワーキンググループ設置とロードマップ策定

2003 年の ABMI 発足当初、以下 6 つのワーキンググループ及びワーキンググループ間の調整を行うフォーカルグループが設置され、多様な債券発行体による市場アクセスの促進やアジアの債券市場育成に資する市場インフラの強化に向けた議論・検討が行われ、いくつかの成果につながった（詳細は後述）。

- ① 新たな債務担保証券の開発のためのワーキンググループ
- ② 信用保証メカニズムに関するワーキンググループ
- ③ 外国為替取引と決済の問題に関するワーキンググループ
- ④ 国際開発金融機関、外国の政府系機関及びアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券の発行に関するワーキンググループ
- ⑤ 地域の格付機関に関するワーキンググループ
- ⑥ 技術支援の調整に関するワーキンググループ

その後、それまでの議論・検討や成果を踏まえて、2005 年に新たに ABMI ロードマップが発表され、④の活動終了、⑥の技術支援調整チーム (Technical Assistance Coordination Team, TACT) への変更、及びフォーカルグループを支援する特別チームの設置に伴い、4 つのワーキンググループと 2 つのチームに再編成された。

### 2) 発行体や商品の多様化が進展

ABMI 発足から 5 年間の主な成果として、アジア現地通貨建て債券の発行体や商品の多様化の進展が挙げられる。具体的な実績として、①日韓両国政府の協力の下での国際的な債券担保証券 (Collateralized Bond Obligation) の発行、②タイ、マレーシア、インドネシアにおける国際協力銀行 (JBIC) や日本貿易保険 (NEXI) による信用補完を通じた現地日系企業による起債、③マレーシア、タイ、中国、フィリピンにおける JBIC、世界銀行、アジア開発銀行 (ADB)、国際金融公社 (IFC) による現地通貨建て債券の発行、といった事例がある<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> [http://www.mof.go.jp/international\\_policy/financial\\_cooperation\\_in\\_asia/abmi/](http://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia/abmi/)

また、市場の透明性を向上し、発行体や投資家による意思決定プロセスを促進することを目的として、2004年にAsian Bonds Online (ABO) と呼ばれるウェブサイトがADBの支援を得て立ち上げられた。ABOでは、域内債券市場の様々な情報・データやABMIの活動に関する情報が一般の人々に提供されている。域内債券市場の動向をまとめたAsia Bond MonitorがADBにより定期的に作成され、ABOに掲載されている。他にも、地域の格付機関に関して、グローバル投資家からの信頼向上や各国格付けの比較可能性の改善を目的とした研修が実施されるとともに、格付けの国際的なベストプラクティスがまとめられたハンドブック (Handbook on International Best Practices in Credit Rating)<sup>4</sup>が2008年12月にADBにより作成された。

### 3. 2008年以降の主な取組みと成果

#### 1) 新ロードマップの策定

ABMI発足から5年経過後の2008年にはアジア現地通貨建て債券市場の更なる発展のため、「新ロードマップ」が策定され、同年5月に開催された第11回ASEAN+3財務大臣会議（於：スペイン・マドリード）にて合意された。新ロードマップにおける枠組みは、重点的に取り組む分野として以下4つのタスクフォースとTACT及びタスクフォース間の調整を行うステアリング・グループで構成された。

- ①現地通貨建て債券発行の促進 (TF1：タスク・フォース 1)
- ②現地通貨建て債券の需要の促進 (TF2：タスク・フォース 2)
- ③規制枠組みの改善 (TF3：タスク・フォース 3)
- ④債券市場関連インフラの改善 (TF4：タスク・フォース 4)

さらに、ABMI発足10年目となる2012年には、ABMIの課題の優先化を図り、段階的アプローチを採用することを目的として、3つの方向性に基づいた9つの優先分野を示した「新ロードマップ・プラス」の採用が提案され（図表6）、同年5月に開催された第15回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議（於：フィリピン・マニラ）にて合意された。

#### 2) 新ロードマップ策定以降の主な進展

##### (1) 信用保証・投資ファシリティの創設と保証業務の開始

2010年11月、ASEAN+3域内で債券発行による資金調達が困難な企業の信用力を高め、現地通貨建て債券発行を円滑化することを目的として、信用保証・投資ファシリティ (Credit Guarantee and Investment Facility、CGIF) が設立された。設立時の資本規模は7億ドルで、出資金額の内訳は日本2億ドル、中国2億ドル、ADB1.3億ドル、韓国1億ドル、ASEAN諸国0.7億ドルとなっている。CGIFは、ポートフォリオの集中リスクを回避するため、国、通貨、業種を分散させる方針を採っており、一発行体に対する保証金額は1.4億ドルが上限となっている。

<sup>4</sup> [http://www.adb.org/sites/default/files/pub/2008/OREI\\_Handbook\\_on\\_International\\_Best\\_Practices\\_WEB.pdf](http://www.adb.org/sites/default/files/pub/2008/OREI_Handbook_on_International_Best_Practices_WEB.pdf)

図表 6 ABMI 新ロードマップ・プラスの概要

## 方向性1 具体的な成果を上げるために取り組むべきフォローアップ課題

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 信用保証・投資ファンリティ(CGIF)の保証業務の開始(TF1が担当)</li> <li>(2) インフラ・ファイナンス・スキームの育成(ラオス・タイのパイロット・プロジェクトを含む)(TF1が担当)</li> <li>(3) 機関投資家向けの投資環境の整備及びABMI情報の共有(TF2が担当)</li> <li>(4) ASEAN+3債券市場フォーラム(ABMF)の活動の強化(債券共通発行プログラムを含む)(TF3が担当)</li> <li>(5) 域内決済機関(RSI)の設立に向けた取組みの促進(TF4が担当)</li> </ul> |
|--|

## 方向性2 ABMIに係る議論を促進するために取り組むべき追加的課題

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 国債市場の更なる発展(TF2が担当)</li> <li>(2) 消費者や中小企業(SMEs)の金融アクセスの強化(TF3が担当)</li> <li>(3) 地域格付けシステムの基盤の強化(TF4が担当)</li> </ul> |
|---|

## 方向性3 世界的な金融ニーズの変化に対応するために取り上げるべき新たな課題

- |   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>(1) 金融知識の向上(TF4が担当)</li> </ul> |
|---|

(出所) 第15回 ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議共同ステートメント付属文書

図表7は、現在のCGIFの保証ポートフォリオを示している。投資家構成を見ると、運用会社の次に保険会社の投資金額が大きい点が注目される。高成長が続くアジアを戦略的に重要な地域と位置付け、現地通貨建て資産への投資に関心を示す保険会社が少なからずいる一方、アジア債券への投資を検討するにあたり為替リスクや発行体の信用リスク等が障害になると言われている。また、格付けを取得していない現地企業も多く、仮に現地格付機関から格付けを付与されていても、実際に投資家に活用されないケースもある。CGIFに保証された債券はその発行体の格付けに関係なく、CGIFと同じ信用力<sup>5</sup>となることから、アジア債券への投資を検討しているものの発行体の信用リスクを回避したい投資家にとっては、CGIF保証債に投資する意義は大きいと言える。

CGIFの設立から4年近くが経過し、これまでの保証実績は3社(件数では4件)に留まるものの、保証候補案件は着実に積み上がっているようである。かかる背景の下、2013年11月に、CGIFの保証可能額は当初の7億ドルから17.5億ドルに引き上げられた。しかし、発行体の需要がどれだけ高まったとしても、投資家が見つからなければ起債にはつながらないため、CGIF保証債に対する投資家の認知度を向上させることも重要である。その点で、民間の金融機関、特に証券会社が果たすべき役割は大きいと考えられる。

今後、投資家の間でCGIFの知名度が更に高まって保証実績が増えれば、財務基盤の強化の観点から、増資が行われる可能性も考えられる。また、現在CGIFは債券保証業務に特化しているが、債券市場の発展のために投資業務を行うことも定款(Articles of Agreement)<sup>6</sup>では認められており、中長期的にCGIFの役割が広がっていくことが期待される。

<sup>5</sup> CGIFはStandard & Poor'sからAAの格付けを取得している。

<sup>6</sup> [http://www.cgif-abmi.org/datas/pdf/CGIF\\_Articles\\_of\\_Agreement.pdf](http://www.cgif-abmi.org/datas/pdf/CGIF_Articles_of_Agreement.pdf)

図表 7 CGIF の保証ポートフォリオ

		1号案件	2号案件		3号案件
発行体 情報	名称	Noble Group Limited	PT BCA Finance		Kolao Holdings
	国	香港 (シンガポール証券取引所に上場)	インドネシア		ラオス (韓国証券取引所に上場)
	業種	商社 (農作物、エネルギー、金属)	自動車販売金融		自動車、オートバイ販売
	格付け	BBB-(S&P)、Baa3(Moody's)、 BBB-(Fitch)	AAA idn(Fitch)		n/a
債券 情報	発行金額	28.5億タイバーツ (1億米ドル相当)	3,000億インドネシアルピア (26億米ドル相当)	1,200億インドネシアルピア (10億米ドル相当)	60百万シンガポール・ドル (48百万米ドル相当)
	発行日	2013年4月26日	2013年12月4日	2014年3月18日	2014年8月21日
	期間	3年	3年	3年	3年
	クーポン	3.55%	8.20%	7.95%	2.00%
	投資家 構成	地域別: 国内78%、海外22% 主体別: 運用会社46%、年金31%、 保険会社23%	第一生命保険株式会社 100%	海外保険会社 100%	地域別: 国内77.5%、海外22.5% 主体別: 運用会社100%

(出所) CGIF 資料、第一生命保険株式会社のプレスリリースより野村資本市場研究所作成

## (2) ASEAN+3 債券市場フォーラムの設置

アジア域内のクロスボーダー債券取引の促進に向け、市場慣行の標準化や規制調和化を議論するための共通の場として ASEAN+3 債券市場フォーラム (ASEAN+3 Bond Market Forum、ABMF) が 2010 年 9 月に設置された<sup>7</sup>。ASEAN+3 各国当局 (財務省、中央銀行等) 及び民間の市場専門家が参加しており、これまでに計 16 回の会合が開催された。

ABMF は 2 つのサブフォーラム (SF) に分かれており、サブ・フォーラム 1 (SF1) では規制の調和化や市場慣行の標準化、サブ・フォーラム 2 (SF2) では債券決済の調和化・標準化のテーマについて議論・検討が行われている。2012 年 4 月には、ASEAN+3 各国の債券市場に関する市場インフラ、規制枠組み、市場慣行等の詳細が幅広く網羅された 1,500 ページ超の報告書 (ASEAN+3 Bond Market Guide)<sup>8</sup> が公表された。現在、SF1 では、東京証券取引所が運営しているプロ投資家向けの債券市場である東京プロボンド市場を参考に、プロ投資家を対象とした ASEAN+3 共通の債券発行フレームワーク (ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework、AMBIF) の導入について検討されている。SF2 では、債券決済の標準モデルの策定に向けた具体的な議論が行われている。

AMBIF については、ASEAN+3 地域金融協力の枠組みだけでなく、日本と ASEAN 各国との二国間金融協力においても議論が行われている。日本の財務省が本年 5 月に公表した文書<sup>9</sup>によると、これまでにマレーシア、シンガポール、タイとの間で上場申請時の書類及び手続きについて比較作業が実施されてきたようである。現時点では ABMIF の下での債

<sup>7</sup> ABMF の概要は、岡村健司 [編] 『図説国際金融 2013-2014 年版』 財経詳報社、2013 年を参考にした。

<sup>8</sup> [http://asianbondsonline.adb.org/publications/adb/2012/asean+3\\_bond\\_market\\_guide.pdf](http://asianbondsonline.adb.org/publications/adb/2012/asean+3_bond_market_guide.pdf)

<sup>9</sup> 財務省「日本と ASEAN 各国との二国間金融協力について」2014 年 5 月 3 日



券発行はまだ実現されておらず、今後実際に案件が組成されるためには、AMBIF のコンセプトが発行体や投資家に十分に認知されることが重要である。この点においても、証券会社等の民間金融機関によるマーケティングを含め、実務的な取組みが期待される。また、ABMIF の下での債券発行において、上述の CGIF 保証が活用される可能性も考えられよう。

### Ⅲ. ASEAN 各国における債券市場の発展に向けた取組み

ABMI が ASEAN+3 地域金融協力の一環として多国間の枠組みで進められる一方、ASEAN 各国においても金融・資本市場の発展に向けた独自の取組みが行われている。主な内容は以下の通りである。

マレーシアでは、2011 年 12 月に、2011～2020 年の 10 か年の金融セクター・ブループリント (Financial Sector Blueprint 2011-2020)<sup>10</sup>が発表された。債券市場に関して、第一に深みのある活発な金融市場の発展 (為替・債券・短期金融市場における流動性の向上)、第二にスクーク (イスラム債) を含めたイスラム金融の国際化<sup>11</sup>、という方向性が示されている。2020 年までの具体的な目標として、①金融市場 (貸付、株式、債券) の規模を年率 8～11% 拡大して GDP 比 6 倍に引き上げ (2010 年度の実績は 4.3 倍)、②金融市場を通じた資金調達比率を 52% に引き上げ (同 46%)、③イスラム金融による資金調達比率を 40% に引き上げ (同 29%)、が挙げられている。

インドネシアでは、2010 年 10 月に、2010～2014 年の 5 か年の資本市場及びノンバンク金融業界マスタープラン (The Capital Market and Non Bank Financial Industry Master Plan 2010-2014)<sup>12</sup>が発表された。債券市場に関して、スクークを含む債券の流通市場と監督メカニズムの発展等の方向性が示されている。具体的な取組みとして、①現先取引市場の発展、②債券市場の監督強化、③債券売買のインフラ改善、④信頼性のある公正市場価格を評価するためのベンチマークの設定、が挙げられている。

タイでは、2009 年 11 月に、2010～2014 年の 5 か年の資本市場発展マスタープラン (Capital Market Development Masterplan)<sup>13</sup>が発表された。マスタープランの目的として、投資家が容易にアクセス可能な資本市場の確立等が挙げられている。債券市場に関する取組みとして、第一に国債発行を円滑化するための国内債券市場の発展、第二に市場発展を促進するための新商品の開発 (インフレ連動国債やスクーク等)、が含まれている。

ベトナムでは、2007 年 8 月に 2020 年に向けた資本市場の方向性が示された<sup>14</sup>。2020 年

<sup>10</sup> [http://www.bnm.gov.my/files/publication/fsbp/en/BNM\\_FSBP\\_FULL\\_en.pdf](http://www.bnm.gov.my/files/publication/fsbp/en/BNM_FSBP_FULL_en.pdf)

<sup>11</sup> マレーシアのイスラム金融市場の詳細は、ラクマン ベディ グンタ「世界のイスラム金融を牽引する主要 6 ヶ国：QISMUT」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

<sup>12</sup> [http://www.bapepam.go.id/pasar\\_modal/publikasi\\_pm/info\\_pm/masterplan\\_bapepamlk\\_2010-2014\\_eng.pdf](http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/info_pm/masterplan_bapepamlk_2010-2014_eng.pdf)

<sup>13</sup> [http://www.sec.or.th/TH/AboutUs/Documents/executive\\_summary\\_041109\\_eng.pdf](http://www.sec.or.th/TH/AboutUs/Documents/executive_summary_041109_eng.pdf)

<sup>14</sup> The Government of the Socialist Republic of Vietnam, “Decision on Approval of the Project for Development of Vietnam’s Capital Markets up to 2010 and Outlook to 2020”, 2 August 2007

までに、資本市場を域内他国と同水準まで発展させるべく、証券市場の規模を対 GDP 比 70%に引き上げる目標が掲げられている。債券市場に関する取組みとして、国債、地方債、社債の発行額の増加及び種類の多様化に加えて、転換社債や重要な国家インフラプロジェクト向けの建設国債の取引拡大が挙げられている。

シンガポールとフィリピンでは、マスタープラン等の計画は打ち出されていないが、自国債券市場の課題が認識され、その改善に向けた取組みが行われている<sup>15</sup>。シンガポールでは、①ベンチマークとなるイールドカーブの長期化、②投資家の多様化、③発行体の裾野拡大、④流通市場の発展である。一方、フィリピンの取組みとして、①流動性の向上、②私募債、証券化商品、ETF の取引拡大、③デリバティブ市場の制度整備、④証券及び通貨取引における清算・決済機能の強化、⑤地域金融協力への貢献、が挙げられている。

各国における金融・資本市場の発展に向けた取組みは、市場の成熟度が異なるため、具体的な目標や時間軸で差が見られるものの、債券市場発展の重要性は全ての国で認識されていると言える。今後、取組みの方向性や内容だけに留まらず、具体的な成功・失敗事例が効果的に各国間で共有されれば、各国市場の成長、ひいては地域全体の債券市場の更なる発展につながると期待される。

## IV. アジア債券市場の課題と ABMI の更なる取組み

### 1. 不十分な流動性

これまでアジア現地通貨建て債券発行残高は右肩上がりに増加し続けてきたが、ABMI の下では発行市場のインフラ・制度整備に重点が置かれる一方、流通市場の発展については必ずしも十分な取組みが行われてこなかった。アジア現地通貨建て債券の流通市場の発展度合いは、流動性を測る代表的な指標である売買回転率と売買スプレッドを用いてある程度把握することが可能である。

図表 8 は各国債券市場の売買回転率を示しており、国債と社債を比べると、中国以外の全ての国において社債が国債を下回っており、総じて社債の流動性が相対的に低いことが分かる。2004 年から 2013 年の推移を見ると、国債と社債で変動幅に多少の差があり、また各国で若干のばらつきがあるものの、傾向として増加しているとは言い難い。参考までに日本と比較した場合、アジア諸国の売買回転率は一部の市場を除き日本の水準を下回っている。図表 9 は、各国国債市場の売買スプレッドを示している。2004 年から 2013 年にかけて、大半の国で縮小傾向が見られるものの、日本国債の売買スプレッド（1~2bps 程度）と比較すると、韓国を除く全ての国で依然としてスプレッドは大きい。

<sup>15</sup> Asian Development Bank, “ASEAN+3 Bond Market Guide”, April 2012

図表 8 アジア現地通貨建て債券市場における売買回転率の推移

(単位:回)

		04年末	05年末	06年末	07年末	08年末	09年末	10年末	11年末	12年末	13年末
中国	国債	0.2	0.3	0.3	0.4	0.8	0.6	1.0	0.6	0.8	0.2
	社債	0.0	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2	1.0	0.2
韓国	国債	1.1	0.7	0.6	0.5	0.6	0.9	1.2	1.1	1.0	0.8
	社債	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
香港	国債	8.6	15.4	16.1	22.1	21.8	38.4	49.6	19.0	1.4	1.1
	社債	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
マレーシア	国債	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
	社債	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
タイ	国債	0.4	0.4	0.5	0.8	1.0	0.7	0.9	0.6	0.7	0.6
	社債	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
シンガポール	国債	n/a	0.6	0.6	0.6	1.0	0.5	0.8	0.6	0.4	0.5
	社債	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
インドネシア	国債	n/a	0.1	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	社債	n/a	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
フィリピン	国債	n/a	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.7	0.5	0.7	0.5
	社債	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
日本(参考)	国債	1.2	1.2	1.6	2.1	1.6	1.3	1.2	1.2	1.1	1.2
	社債	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

(注) 1. 売買回転率は債券売買金額を債券発行残高で除したものの数値が大きいほど流動性が高いことを意味する。  
2. フィリピンの2013年末の売買回転率は2013年6月末の数値。

(出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

図表 9 アジア現地通貨建て国債市場における売買スプレッドの推移

(単位:bps)

	04年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年
中国	32.5	7.6	20.0	15.0	5.1	2.2	4.0	2.7	4.1
韓国	4.8	1.4	4.5	1.7	1.1	1.1	0.7	0.6	0.7
香港	3.0	3.0	8.0	4.0	4.3	5.1	4.7	6.4	7.3
マレーシア	3.5	2.3	1.5	12.2	2.3	2.6	3.3	2.7	3.8
タイ	7.3	3.0	6.3	9.8	3.4	3.1	3.3	3.2	2.4
シンガポール	5.5	2.7	3.4	20.0	2.9	3.0	3.8	3.1	2.6
インドネシア	140.8	16.9	42.0	24.5	26.6	31.7	32.9	38.8	50.0
フィリピン	25.0	25.3	10.0	19.8	6.6	3.1	5.3	2.1	5.4
ベトナム	n/a	n/a	20.6	75.0	25.6	13.2	33.5	30.5	21.7

(注) 1. 売買スプレッドは売値と買値の乖離幅。小さいほど流動性が高いことを意味する。  
2. 2005年のデータは提供されていない。

(出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

売買回転率、売買スプレッドの推移や日本との差を総合的に勘案すると、一部の市場を除き流通市場はまだ十分には発展していないと言える。投資家にとって、市場の流動性が確保されている点が投資を検討する上での判断材料の一つであることから、アジア債券市場の更なる成長のためには、流動性の改善が重要な課題であると言えよう。

## 2. 投資家の多様化

### 1) 流動性の向上に不可欠

2013年9～10月にかけて、アジア債券市場の流動性向上に必要な取組みに関する調査がADBにより実施された。具体的には、アジア諸国<sup>16</sup>の市場関係者を対象に、国債及び社債の市場における流動性向上に必要な取組みとして、①投資家の多様化、②投資家による市場へのアクセス向上、③外国為替取引規制の緩和、④短期金融市場における資金調達環境の改善、⑤源泉徴収税を軽減する税制優遇制度の導入、⑥債券取引を円滑に行うための決済・保管インフラの整備、⑦リスクヘッジのためのデリバティブ市場の整備、⑧価格や規制等に関する透明性向上、の8項目の重要度を測るためのアンケートが行われた。アンケート結果では、国債、社債ともに、「投資家の多様化」が最も重要であることが判明した(図表10)。

### 2) 海外投資家への依存

アジア現地通貨建て債券市場において、海外投資家比率は上昇傾向にある(図表11)。確かに、投資家多様化の観点からは、海外投資家の増加も重要と考えられる。しかし一方で、海外投資家比率が高まることは、アジア債券市場がグローバルな市場要因の影響を受けやすくなる点に留意する必要がある。

IMFのレポート<sup>17</sup>によると、新興国市場とグローバル市場の統合が進むにつれ、両市場の相関が高まってきたと指摘されている。例えば、2013年5月にFRB(米連邦準備制度理事会)が量的金融緩和の縮小を示唆する発言を行ってから12週間で、アジア諸国を含めた新興市場債券ファンドの運用資産額は約8%減少したと試算されている。また、債券は株式よりもグローバルな市場環境の変化による影響を受けやすいとの分析結果も示されている。

図表10 流動性向上に必要な取組みに関するアンケート結果

順位	項目	点数	
		国債	社債
1	投資家の多様化	3.4	3.6
2	リスクヘッジ手段の整備	3.3	3.0
3	資金調達環境の改善	3.2	3.0
4	外国為替取引規制の緩和	3.1	2.9
4	透明性の向上	3.1	2.9
6	決済・保管インフラの整備	2.8	2.9
7	市場アクセスの向上	2.7	2.6
8	税制優遇制度の導入	2.5	2.5

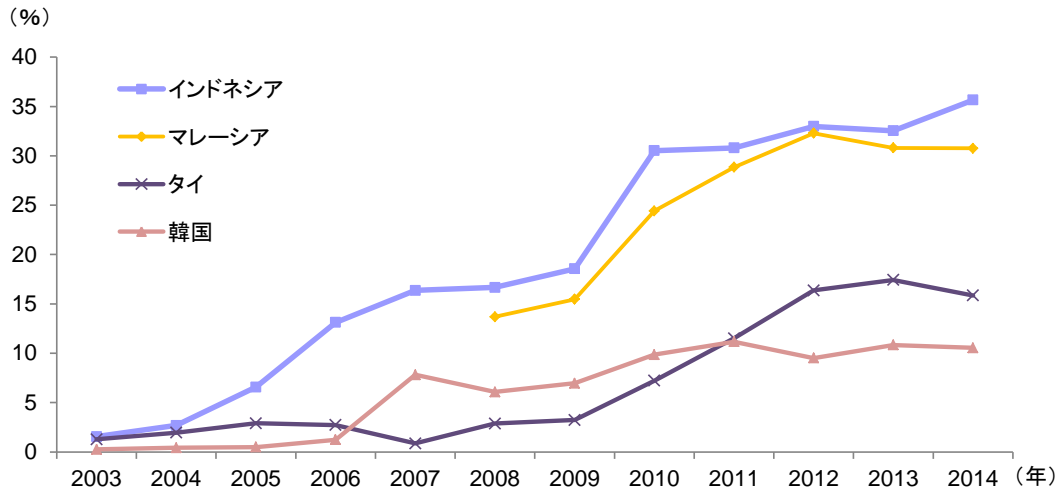
(注) 点数は、1(重要ではない)、2(少し重要)、3(重要)、4(非常に重要)の平均値。

(出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> 当該調査では、中国、韓国、香港、マレーシア、タイ、シンガポール、インドネシア、フィリピン、ベトナム、インドが対象となっている。

<sup>17</sup> International Monetary Fund, “Global Financial Stability Report”, October 2013 & April 2014

図表 11 各国債券市場における海外投資家比率の推移



- (注) 1. 年末値。但し、2014年はタイ、韓国、インドネシアが6月末、マレーシアが3月末の数値。マレーシアは2008年からデータが提供されている。  
 2. 海外投資家比率は、債券発行残高に占める海外投資家の持分割合を示す。  
 (出所) アジア開発銀行 Asian Bonds Online より野村資本市場研究所作成

既述の通り、ABMI はアジア通貨危機の教訓から、アジア域内における貯蓄を域内に対する投資へと活用できるようにすることを目的として開始されたものである。この本来の目的を実現するためには、様々な海外投資家を域内債券市場に呼び込むだけでは不十分であり、国内・域内投資家の裾野を拡大することが必要不可欠である。

### 3) 国内・域内投資家の裾野拡大に向けた施策

国内・域内投資家の裾野拡大に向けた施策の一つとして、個人を含めた投資家の需要拡大に資する投資商品の開発が挙げられる。2013年5月に開催された第16回 ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議（於：インド・デリー）では、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (Executives' Meeting of East Asia Pacific Central Banks, EMEAP)<sup>18</sup>の下でのアジア・ボンド・ファンド (Asian Bond Fund, ABF) を参考にして追加的にどのような投資商品が必要であるかを検討していく、との方向性が示された。

ABF プロジェクトは、投資家の立場からアジア債券市場の育成を目的として2003年に開始された取組みで、アジア諸国の国債及び政府系機関債を運用対象とする投資信託商品を開発し、それを EMEAP メンバーの中央銀行が共同で購入するというものである。同プロジェクトの目的として、①アジア債券に対する投資家の認知度を向上させること、②ABF 組成作業を通じて、市場・規制改革を推進すること、の2点が挙げられている<sup>19</sup>。

<sup>18</sup> EMEAP は、1991年に日本銀行の提唱により、各国・地域の金融政策運営や中央銀行業務等について意見交換する会合として発足。メンバーは、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か国・地域の中央銀行及び通貨当局。

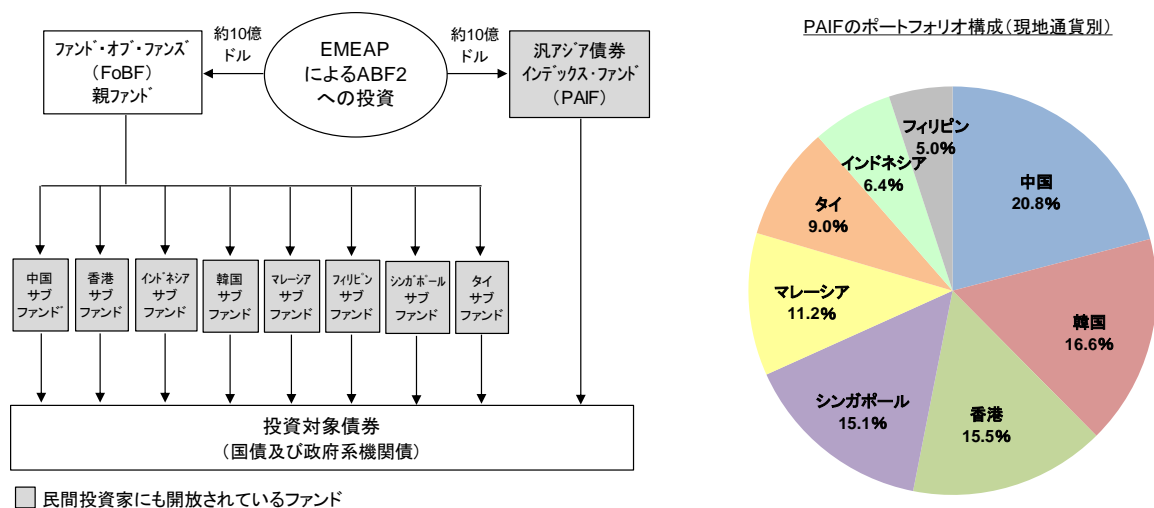
<sup>19</sup> 日本銀行国際局「アジアの債券市場育成とアジア・ボンド・ファンド」2005年10月

ABF は、ABF1 と ABF2 の 2 種類に大別される。2003 年に運用が開始された ABF1 は、米ドル建て債券のみを運用対象とし、EMEAP メンバーの中央銀行だけが投資している。他方、2005 年に運用が開始された ABF2 は、アジア現地通貨建て債券を運用対象とし、民間投資家にも開放されている。ABF2 は、①EMEAP メンバーのうち、国債市場が既に発達した日本、オーストラリア、ニュージーランドを除く 8 か国の各国ファンド、②当該 8 か国の債券を運用対象とする汎アジア債券インデックス・ファンド (ABF Pan-Asia Bond Index Fund、PAIF)、の計 9 ファンドから構成されている (図表 12 左)。ファンドマネージャーは、ABF1 が国際決済銀行 (BIS)、ABF2 が民間運用会社である。PAIF は 2005 年に香港証券取引所、2009 年に東京証券取引所に重複上場した ETF であり、ベンチマークには時価総額、市場の流動性、国の格付け、市場の開放性等が考慮された指数が用いられており、直近のポートフォリオ構成は図表 12 右の通りとなっている。

EMEAP メンバーの中央銀行は 2005 年の運用開始時点で各国ファンドに合計約 10 億ドル、PAIF に約 10 億ドルの投資を行った。現在、計 9 ファンドの資産規模は合計で 50 億ドル超に増加しており、ABF2 は民間投資家の現地通貨建て債券への投資の呼び水になった。さらに、ABF の導入により関係諸国における外貨交換規制や源泉徴収税が緩和・撤廃されたほか、市場インフラの整備も進められ、一定の成果につながった。

このような ABF の事例を踏まえ、ABMI の下でも投資家の需要拡大に資する商品開発について、中長期的な課題として検討される意義は大きいと言える。例えば、現地通貨建て社債も投資対象とし、機関投資家だけでなく個人投資家も呼び込める商品設計が考えられるが、具体的な検討にあたっては民間の運用会社や販売会社との連携が重要となろう。

図表 12 ABF2 の構造と PAIF のポートフォリオ構成



(注) PAIF のポートフォリオ構成は 2014 年 9 月末時点。

(出所) 日本銀行ウェブサイト、PAIF 月次レポートより野村資本市場研究所作成

## V. 最後に

アジア現地通貨建て債券市場の発展にこれまで ABMI は市場インフラ・制度整備において貢献してきたが、引き続き公的セクターには重要な役割が期待されている。例えば、アジア域内の膨大なインフラ資金需要<sup>20</sup>に対し、ABMI がインフラ債券の活用という点で大きな潜在力を有すると見られている。2013 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議において、ABMI の下でのインフラ整備債券の開発・促進イニシアティブが承認され、現在検討が進められている。

アジア債券市場の育成を目的とした枠組みは、ABMI 以外にもいくつか存在する。主なものとして、ASEAN の金融・資本市場統合に向けたイニシアティブの一環で 2004 年に設置された ASEAN 資本市場フォーラム (ASEAN Capital Markets Forum、ACMF)<sup>21</sup> が挙げられる。ACMF では、各国証券規制当局間で ASEAN 開示基準を含めた様々なテーマについて議論されている。他にも、APEC (アジア太平洋経済協力会議) の唯一の公式民間諮問機関である APEC ビジネス諮問委員会 (APEC Business Advisory Council、ABAC) の提言により、アジア太平洋金融フォーラム (Asia-Pacific Financial Forum、APFF) が 2013 年に設置された。APFF では、域内金融市場の統合に向けた制度整備に関する議論が行われており、その一環としてアジア地域ファンド・パスポート構想<sup>22</sup>が推進されている。

他方で、債券市場を育成する上で市場インフラ・制度整備だけでは十分とは言えず、発行体や投資家のニーズが的確に政策に反映させることも重要である。その点で、日々市場に接しており、投資家のニーズを把握している民間セクターの金融機関、特に証券会社が果たすべき役割は大きいと考えられる。今後、アジア債券市場の更なる発展に向けて、官民連携が強化されていくことが期待されよう。

<sup>20</sup> アジア開発銀行、アジア開発銀行研究所の試算では、2010～2020 年にアジア域内のインフラ整備のために計 8.3 兆ドルの投資が必要とされている。(http://www.adbi.org/files/2009.08.31.book.infrastructure.seamless.asia.pdf)

<sup>21</sup> ACMF の詳細は、林宏美「アセアンの域内金融統合に向けて一公表されたブループリント「アセアン金融統合への道筋」」『野村資本市場クォーターリー』2013 年夏号参照。

<sup>22</sup> アジア地域ファンド・パスポート構想の詳細は、岡田功太「進展するアジア地域ファンド・パスポート構想」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。