

IV. インゼミ提出論文・2004 年度活動報告

「アジア債券市場の育成」

岩本ゼミナール

2004 年 12 月 19 日

目次

はじめに

第一章 アジア債券市場の定義と役割

第二章 債券市場育成に向けて

第一節 関係的銀行業の今後

第二節 債券市場における利回り形成

第三節 金融の証券化とは

第三章 アジア債券市場育成イニシアティブ

第四章 域内各国での債券市場育成に向けた取り組み

第一節 マレーシア

第二節 タイ

第三節 韓国

第五章 日本の金融・資本市場の国際センターとしての可能性

おわりに

参考文献

はじめに

1990年代後半に東アジア各国を襲った危機は、それまで健全なマクロ経済ファンダメンタルズを維持していたこれらの国々に衝撃を与えた。資本収支勘定の自由化による新たなダイナミズムの波及は、東アジアの金融構造の制度破綻を明るみに出し、資本の逆転大流出は、いわゆる「東アジアの奇跡」を体現してきた各国経済に著しい打撃を与えた。

資金調達の大部分を銀行からの融資に頼っていた東アジア経済は、金融の自由化に伴ってもたらされたカレンシー・ミスマッチとマチュリティ・ミスマッチという、いわゆるダブル・ミスマッチの危険の大きさを知ることになった。外貨建ての負債は資本の大量流出に伴う通貨価値の下落で膨張し、銀行からの資本引き上げは短資が長期貸付に用いられていたために滞り、結果として銀行のバランスシートは深刻な悪化に陥り、債務超過をもたらした。

この危機を経験した東アジア各国にとって、銀行融資とは別の資金調達の方法である債券市場の育成は、いまや火急の課題となっている。債券市場の育成のためには制度的なインフラはもちろん、国債など無リスク債券発行による利回り決定メカニズムの下地の整備など、様々な準備が必要となる。本稿では次のような章立てでアジア債券市場の重要性について考察していく。

第一章ではアジア債券市場の定義とその役割、必要性について述べる。危機から何故債券市場の必要性の認識に至ったのか、また今後アジア債券市場に求められる姿を明らかにする。第二章では一節で危機前に支配的だった銀行業と債券市場の関係を概観する。二節と三節で債券市場による利回りの決定メカニズム、証券化の仕組みなどといった債券市場育成の指針を裏付ける内容について考察する。銀行業と債券市場の補完性は債券市場の発達を支持するものであり、債券市場における利回りの決定は銀行のリスク管理、求められる長期債券の発行に不可欠なものである。証券化の仕組みではリスク分散という観点から、アジア債券市場における債券発行の一つの形を提示する。第三章ではアジア債券市場育成に向けた各国政府の協議について概観する。ABMIは現在のアジア債券市場育成に向けた構想の一つであり、アジア債券市場の将来性を検証する。第四章ではアジア域内各国における債券市場育成の進捗状況を各国の統計資料と共に見ていく。近年債券市場の育成に意欲的なマレーシア、タイ、韓国を取り上げ、これらを元に債券市場整備の現状を考える。第五章では東アジア債券市場の中で日本の金融センターとしての可能性を検証する。日本には東証市場の後進性など、まだまだ課題があるのであるが、これを明らかにする。最後に、これら五章を通して得られた結論を提示する。

第一章 アジア債券市場の定義と役割

アジア債券市場とは

最初にアジア債券市場が指すものについて明らかにしておかなければならない。これは究極的には、東アジア域内通貨建てで運営される、国際的な債券市場を指す。具体的な試みについては第三節以降で述べるとして、本節では何故アジア債券市場

が必要とされるのか、その経緯と重要性について述べていく。

債券市場が必要となる背景

本稿冒頭で述べたように、東アジアは'90年代後半に大規模な金融危機に見舞われた。何より特徴的な点は、従来の途上国の危機と異なり、この危機では経済的ファンダメンタルズの良い国々で危機が波及したことである。伝統的な国際収支危機においては、経常収支の赤字が大きな財政赤字、高いインフレ率などといったマクロ経済上の不安定さのために、外貨準備で補いきれなくなることから生じる。しかし東アジア各国にはこうした兆候は見られなかった。したがって東アジアを襲ったこの危機を、経常収支ではなく資本収支に原因を求めるという意味で、資本収支危機と呼ぶことが出来る。

危機前後のGDP成長率を見ると、アジア金融危機の当事者となった国の多くはアジア金融危機前には非常に高いGDP成長率を記録している。[表1-1]金融危機の起こった1998年には多くの国がマイナス成長となっている。通貨危機にならなかったシンガポールや日本でも1998年はマイナス成長となっている。

Growth Rates of GDP(%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
中国	10.5	9.6	8.8	7.8	7.1	8	7.3	8
香港	3.9	4.5	5	-5.3	3	10.5	0.1	2.3
韓国	8.9	6.7	5	-6.7	10.9	9.3	3	6.3
台湾	6.4	6.1	6.7	4.6	5.4	5.9	-1.9	3.5
タイ	9.3	5.9	-1.4	-10.5	4.4	4.6	1.8	5.2
インドネシア	8.2	7.8	4.7	-13.1	0.8	4.9	3.3	3.7
マレーシア	9.8	10	7.3	-7.4	6.1	8.3	0.4	4.2
フィリピン	4.7	5.8	5.2	-0.6	3.4	4.4	3.2	4.4
シンガポール	8	7.7	8.5	-0.1	6.9	10.3	-2	2.2
日本	1.6	3.5	1.8	-1.1	0.7	2.4	-0.6	1.2
USA	2.5	3.7	4.5	4.2	4.4	3.7	0.8	1.9
世界	4.1	4.4	4.2	2.6	3.5	4.5	1.6	...

[表1-1] アジア開発銀行、統計局ホームページより作成

全体を通してみると、外資の流入規制を行ってきた中国は危機の影響を大して受けていないが、インドネシアやフィリピンなどはなかなか危機から立ち直れていないことが分かる。

それでは、資本収支危機のメカニズムとはどのようなものなのだろうか。始めに少し触れたが、東アジアの金融の自由化が危機にもたらした影響は、次の二つのミスマッチに遡ることが出来る。

①カレンシー・ミスマッチ

外貨建てで流入した負債が通貨価値の下落と共に膨張し、銀行の財務健全性を著しく損なう。

②マチュリティ・ミスマッチ

銀行が短資を長期実物投資に用いていたために、投資者の資本引き上げ

時に流動性危機が起こり、回収が困難となる。弁済出来ない場合は銀行は倒産する。

これが次の双子の危機、すなわち国際流動性危機と銀行危機の二つの危機の引き金となった。文字通り「奇跡」を体現していた東アジアの金融自由化は投資家達にとって魅力的であり、大量の短資の流入がもたらされたが、景気循環の後退局面に差し掛かると投機的なファンドによる資本の大流出が起こった。

これに伴う為替レートの暴落は、銀行短資が外貨建てであったために、自国通貨建てで見た負債の膨張をもたらし、アジアの地場銀行のバランスシートを悪化させた。投資家は銀行の財務状態の悪化を見るや資本を引き上げようとしたが、地場銀行は外貨建て短資を自国通貨建てに換金して地場企業に長期融資という形で貸し付けていたため、流動性危機が起こることになった。また、国際流動性の危機により銀行は倒産の危機に晒された。銀行危機は信用供給の減少を意味し、これが内需の崩壊を招いた。

資本収支危機の結果、何が起こったか。それは、危機前には赤字であった経常収支の黒字への反転である。また、これは同時に危機前に黒字であった資本収支の赤字化を意味する¹。[表 1-2、1-3]

経常収支(100 万ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989	2000	2001
香港			-6159	3904	11479	8915	11968
インドネシア	-6431	-7660	-5095	4098	5783	7992	6479
韓国	-8508	-23005	-8167	40365	24477	12241	8617
マレーシア	-8687	-4456	-5835	9528	12604	8410	7286
フィリピン	-3297	-3953	-4351	1546	7363	8459	4504
シンガポール	14900	12822	18123	19706	16527	15921	17885
タイ	-13206	-14350	-3110	14291	12466	9328	6211
台湾	5474	10923	7051	3437	8384	8903	19028
中国	1618	7243	36963	31472	21115	20518	17405

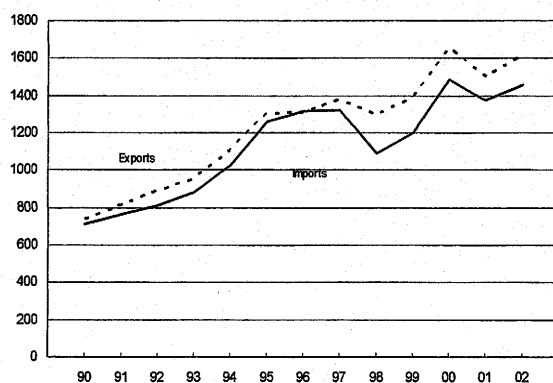
[表 1-2] 出所) アジア開発銀行ホームページ

¹ 会計恒等式：経常収支 CA+資本収支 KA+公的準備取引収支勘定 ORT=0 が成り立つ。
したがって、中央銀行が外貨準備を売買せず、ORT=0 が成り立っているならば CA+KA=0
が成り立つことになる。

資本収支(100 万ドル)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
韓国	16786	23327	1314	-3196	2040	12110	-3584
タイ	21921	19504	-4343	-9742	-7908	-10261	-5175
台湾	-8840	-9286	-7605	2314	9047	-8306	-999
マレーシア	7611	9516	2197	-2550	-6619	-6275	-3892
香港	...	...	...	-10857	-719	2619	-6307
インドネシア	10257	10847	3359	-3839	-4571	-6772	-9385

[表 1-3] 出所) アジア開発銀行ホームページ



アジアの貿易収支(10 億ドル)

[表 1-4] 出所) WTO ホームページ

東アジアは輸出振興政策の下で経済の拡張と共に、その結果として輸入を増加させてきた。しかし、危機を境に輸入が減少していることが分かる。[表 1-4] この理由は輸出の増加ではなく、不況による輸入の激減である。経常収支の危機前の赤字は資本収支による黒字によってまかなわれていたが、資本の引き上げによって、国際収

支が赤字化し、外貨準備が減少した。

債券市場に求められる役割

以上東アジアで起こった危機について概観してきたが、そこから見えてくる東アジア債券市場の役割について見ていこう。

そもそもアジア資本収支危機はカレンシー・ミスマッチとマチュリティ・ミスマッチという2つのミスマッチによって起こされた。この背景には、過度に銀行に依存しすぎた体質があったと考えられる。これはリスクが銀行に集中していたことと同義である。銀行の倒産はすなわち地場企業の倒産をも意味する。

債券市場を欠いた金融市場構造にはカレンシー・ミスマッチ、ダブル・ミスマッチの発生、銀行のリスク管理手段の未発達、機関投資家の未発達と証券業もかねる銀行(ユニバーサル・バンキング)への競争圧力の弱さという3つの根本的欠陥がある²。このような問題を解決するためにも、債券市場は重要であり、また、外貨建てでなく自国通貨建てで債券を発行できるような制度作りが求められる。このような観点から、再び通貨危機を起こさないためにもアジア債券市場の育成が重要であるといえる。

また、そもそもなぜ短資という形で資本が流入したのか。詳細は第二節(2)で明らかにするが、東アジアの利回り形成が不十分なために、リスクを管理するヘッジ手段に乏しく、長期的な投資が不可能だったためである。

² 吉富勝『アジア経済の真実—奇跡、危機、制度の進化』p.232

したがって、先ず第一に資金調達チャネルを増すことで、企業の過度の銀行融資への依存体質を改善することが求められる。銀行危機時に企業が共倒れするような事態は避けなくてはならない。第二に利回りの形成が挙げられる。外貨建て短資が流動性危機を招くものであることは既に述べた。これに対し、金融の安定性を確保するためにはヘッジ手段の充実が必要となる。国債の利回りをベンチマークとした市場における利回りの形成は、種々のヘッジ手段に不可欠なものである。

また、外貨建てであるとカレンシー・ミスマッチの問題がつきまとうため、東アジア域内通貨建てによる債券市場の育成が望ましい。

それでは、アジア債券市場の真のメリットとは何だろうか。その重要性、必要性については述べてきたつもりであるが、具体的に債券市場が設立される意義とは、どこにあるのであろうか。

アジア債券市場のメリットと課題

アジア債券市場が設立されることで特に期待されるメリットとして、アジア現地通貨建て債券による分散投資が挙げられる。もしもリスクがドル建て米国債との相関が緩やかならば、この可能性は高くなる。

しかしながら、東アジアの低いレベルの利回りは外国人が債券や証券を買うことを思いとどまらせる。リスク手段の充実だけでなく、外国からの投資を呼び込むためにも適切な利回りを持った債券市場の発達は重要となる。更に、マチュリティ・ミスマッチの軽減という観点から短期でなく長期の債券の発行が必要となる。

また、相対的に低い東アジア債券の格付けを解消するために、域内での格付け機関の充実も目指さなくてはならない。

したがって、次節以降では東アジア債券市場を形成する中での課題をより明らかにした上で、各国の具体的な取り組みについて見ていく。現状ではアジアの債券市場は様々な問題を抱えており、これらはどのように解決されるべきか、検討していかななくてはならない。

第二章 アジア債券市場育成に向けて

第一節 関係的銀行業の今後

本項では債券市場の発達の中で、従来東アジアの金融において支配的であった関係的銀行業の存立性如何について考察する。先ずはレントの減少が起こるものの関係的バンキングは残存し、いわば中間的金融システムと言える、銀行業と債券市場の混在した金融構造が生まれることを示す。そして両者の相互補完的な関係について明らかにする。

銀行のモニタリング機能

債券市場の必要性が高まる一方で、いわゆる関係的なバンキングシステムは危機前の東アジアの経済発展で重要な役割を担ってきた。その功罪と、今後の債券市場の育成の中で関係的な金融構造が果たしうる役割について今一度整理しておく必要がある。

関係的バンキングの説明の前に、まず銀行のモニタリング機能について説明しておかなければならない。これには大きく分けて事前、中間、事後のモニタリングの三つの段階がある。先ず、事前モニタリングとは融資の初期段階において銀行が借り手に対して行うスクリーニングを主とした情報処理を意味する。事前モニタリングは逆選択³の問題を回避することを目的とする。高いリターンを払う用意があるが、リスクの高いプロジェクトに手を出そうとしている不良企業に融資することで、リターンは低くても貸し倒れリスクの小さい安全なプロジェクトを行っている優良企業が駆逐されてしまうと、銀行の期待収益率は却って低くなってしまふ。そこで、企業を事前モニタリングすることで貸し倒れリスクを見極めようとするのである。

第二段階の中間モニタリングは投資プロジェクトに対する融資が提供された後に、企業の経営状況や資金の有効な運用がなされているかどうかをチェックすることを目的とする。このモニタリングが行わなければ、モラル・ハザードの問題が起こる可能性がある。企業経営者は金融機関から得た資金を流用し、自分自身のために利用してしまうかもしれない。

第三の事後モニタリングは企業の財務状態を把握することで、追加的な融資を行うかどうかを決定するために行われる。特に資金を貸し付けた企業が財務困難に陥っている場合、銀行はそれが一時的な流動性不足に過ぎないのか、それとも債務超過で返済の見込みがないのかを判断して、救済的措置を行うかどうか決めなければ

³ 逆選択の問題は銀行に限ったものではない。直接金融においても、投資家と発行体である企業との間に情報の非対称性が存在し、債券の発行企業が安全か、それともリスク志向的なプロジェクトに走っているのかの判断は、投資家に委ねられることになる。ゆえに、ハイリターン・ハイリスクの債券がローリターン・ロウリスクの優良な債券の発行を阻害しないように、債券市場の発達には開示規則などの制度的インフラが求められるのである。

ばならない。事後的モニタリングの効果は、企業の財務状態に応じて一定の措置をとることをコミットメントをもって宣言することが出来れば、経営者の行動に実質的に影響する。もしも融資の打ち切りなどの懲罰的措置がとられないと経営者が考えれば、リスクの高いプロジェクトへの着手や、非効率的な資金運用が行われかねない。

関係的バンキングとは何か

こうしたモニタリングにおいて、借り手と銀行との間の情報の非対称性を軽減し、追加的なレントをより効率的に獲得するために相互に密接な関係を結ぶインセンティブが生まれる。これが関係的バンキングである。東アジアの奇跡と呼ばれた発展の影には、未発達な市場インフラをこの関係的バンキングによるファイナンスが代替してきたという側面がある。開発国家は往々にして、直接金融において必要となる制度的基盤が十分に整っていない。これを同族大企業の企業内規律、資金調達については銀行融資が補完し、政府がこのような関係的バンキングを後押しするという構造が東アジアの経済発展に重要な位置を占めてきた。

関係的なバンキングには負の側面もある。このような政府、同族企業、銀行の一体化の中で、市場を通さない当事者間の相対取引がモニタリングの機能不全をも引き起こしたのである。特定産業の振興のための政府による指令融資、銀行を所有する支配的企業への縁故融資は銀行によるモニタリングのインセンティブを減じた。また、破綻の局面で政府による救済が行われることが暗黙的に制度化され、経営規律を損なうモラル・ハザードを生み出した。この事後的モニタリングの機能不全は、借り手企業のプロジェクトへのソフトな予算制約を意味する。懲罰的措置がないのなら、企業はいつでも追加的な融資を受けることが出来るという安易な予測の下に、リスク志向的なプロジェクトを行うインセンティブを持つ。資金調達に占める銀行貸出の割合はオーバー・ボロウイングと呼ばれるほどに膨れ上がり、企業の過度の銀行依存体制は、同時に銀行への極端なリスク集中を生んだ。

規制の緩さから、関係的バンキングは以上のような問題を抱え、東アジア経済の銀行融資は破綻に向かうことになった。第二章で見たように、債券市場を発達させるためには制度的なインフラの充実が必須であり、これは関係的なバンキングシステムに対する必要的な規制の進歩をも促すことが期待される。収益とリスクのバランスをとったプルーデント規制⁴の実施などがこれに該当する。

関係的バンキングの存立性

しかし、債券市場の発達で、このような関係的なバンキングシステムの存立性は左右されることになる。青木昌彦『比較制度分析に向けて』(p.355 12.3 金融市場のグローバル統合にたいする制度的反応の経路依存性)は、関係的間接金融が支配的な経済と債券市場の発達した経済がビッグバンにより金融統合することで、収斂、経路依存性の二つの結果のいずれかがもたらされるとしている。前者は直接金融が完全に関係的バンキングに取って代わるケースであり、後者は直接金融により銀行

⁴ 具体的には BIS 規制における所用自己資本比率の引き上げ、監督強化、投資家保護などが挙げられる。本稿では銀行のリスク志向的な行動を抑制するものとして位置づけている。

の獲得レントが減少するものの、関係的バンキングが存続するというものである。

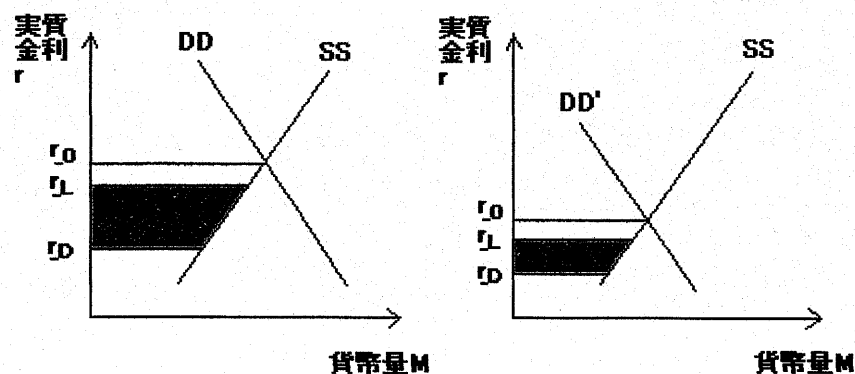
現状を見れば、東アジアはこの経路依存性の道を歩みつつあるように見える。関係的なファイナンスが依然として力を持つ一方で、債券という資金調達の手段が必要になってきたという事実は既に第一章で述べた通りである。これにより、いわば銀行と債券市場が共存した中間的ともいえる金融構造が生まれることが予想される。それでは、関係的バンキングと債券市場はどのような関係を築いていくことが出来るのだろうか。まずは金融抑制について紹介したい。

金融抑圧と金融抑制

金融抑制という言葉は一般に金融抑圧と区別されて用いられる。金融抑圧とは、政府によるマクロ経済運営の安定性や金融節度が保たれていない時に、名目金利を上回る高インフレが発生しており実質金利がマイナスとなってしまう状況を指す。これが実施される目的は、特定産業の振興のために低金利で融資を行うように国内銀行を指導し、規制すること、そして銀行への特別課税による収益を政府の収入源とすることにある。すなわち、金融抑圧は産業政策としての指令融資の手段と徴税とを兼ねているのである。他方金融抑制とは金融市場育成を目的として、政府が銀行部門と企業部門にレント機会を発生させる一連の金融政策を指す。その中心的手段とは、正の実質金利を確保したままの金利の低位抑制である。また、レント機会を得る銀行の数を制限することで、そのレントの大きさを保証するものである。

しかしながら、前者の金融抑圧に対しては、批判的な意見がある。金利の抑制が一般に企業の借り入れを促進し、産出に正の影響をもたらすことについては異論がないだろう。しかし、金融抑圧において実質金利がマイナスとなることは、経済全体の貯蓄率を低下させる。経済成長率と貯蓄率に正の相関があることは、ソロー・モデルからも理解出来る。また、税の形で民間から政府に移転された富が特定産業の振興に用いられることによって、レント・シーキング活動が活性化し、消費者余剰の減少、死荷重の発生をもたらす。したがって、金融抑圧は経済的にも望ましくない側面を持っていると言える。

一方、金融抑制のもたらすレントに関しては、図 2-1 を見ていきたい。これは金融市場での資金需給と、それによってもたらされる借り手企業と貸し手銀行の間のレント配分である。ミクロ経済学でもお馴染みの、消費者余剰と生産者余剰のグラフを頭に思い浮かべれば理解しやすい。この図から、政府が自由競争下での実質預金金利よりも低位に預金金利を規制することで銀行にレントが生まれ、同時に貸出金利規制を行うことで借り手企業にもレントの一部を帰属させることが可能となることが読み取れる。



〔図 2-1〕金融抑制によるレント

出所) 青木昌彦『経済システムの比較制度分析』p.239 を元で作成

図の直線 SS は銀行による資金供給、直線 DD は企業の資金需要を表している。自由競争による均衡利子率 r_0 よりも低い実質預金金利 r_D を政策的に設定することで、銀行に貸出金利との間にレント機会が生まれる。(図のオレンジの領域) さらに、貸出金利規制により、実質貸出金利 r_L を設定することで借り手企業にもレントが発生する。(図の黄色の領域) しかし、企業社債を発行するようになり、銀行からの借入需要の減少から需要曲線の外生的シフトが起こる(図の左から右) と、このようなレント機会は減少することになる。

それでは金融抑制から生まれるレントは、債券市場の発達でどうなるのだろうか。企業が銀行との取引ではなく、自社で発行した債券で資金を調達するようになることから、このチャネルでの資金需要が外生的に減少し、需要曲線が左にシフトすることが予測される。銀行がそのような状況下でレントをなお維持しようとするれば、ハイリスク・ハイリターンリスク志向的な行動に出ないとも限らない。厳密なブルーデンシヤル規制の必要については論をまたないであろう。

では、債券市場が関係的バンキングを主体とした経済にもたらすことの出来るメリットとは何を指すのであろうか。銀行のレント機会が損なわれても共存は可能と言えるのだろうか。ここでは金融抑制について述べたが、関係的バンキングで企業から得ていた情報の優位性など、種々のレント機会が奪われるはずである。

銀行業と債券市場の補完性

まず、金融抑圧からの解放には、金融抑制以外にも可能性がある。金融抑制は銀行と借り手企業にレントを与えることで、間接金融の育成を目指すものである。しかし金融抑制が行われていない指令融資が支配的な状況では、間接金融と直接金融の二つの選択肢がある。銀行は嫌がるかもしれないが、金融自由化を行う上で外国銀行との競争が避けられないならば、銀行の参入規制を伴う金融抑制は思わぬ落とし穴をもはらんでいるかもしれない。

金利メカニズムによる有効な資源配分の達成のためには、先ずは指令融資からの脱却が必要である。このためには金利や銀行間競争の自由化を行うことで市場における金利決定メカニズムの育成を進める必要があると言えよう。詳細は次節で明ら

かにするが、国債の発行が市場における金利決定を促し、ひいては債券市場の発達の基盤ともなる。

更に債券市場の発達は、過度の銀行へのリスク集中の回避を可能とすることが期待される。本稿冒頭に述べたように、東アジアにおいて双子の危機が深刻化した一因には、企業のオーバー・ボロウイング体質があった。資金調達チャネルが増えることで、企業のリスクが銀行に偏ることを少なからず回避することが出来るであろう。

また、債券市場で形成される利回りによる、ヘッジ手段の充実も無視することは出来ない。先物やフューチャーズ、スワップ市場の形成・発達は銀行のリスク管理を容易にする。

直接的な金融システムと間接的な金融システムは二律背反なものでも二者択一的なものでもない。両者がむしろ互いに補完し合い、借り手にとってより有効な選択肢となっていくことが、債券市場が構築されつつある今後の東アジア経済における、新しいパラダイムとなるであろう。クローニー・キャピタリズム⁵としてしばしば非難される関係的バンキングの弊害は、債券市場育成に向けた開示制度や規制などの基礎インフラの充実の中で克服されることが期待され、同時に関係的バンキングの下における企業の成長が株式上場、更に債券市場への足掛かりになるような金融体制が確立されていくと考えられる。債券市場の発達のためには、利回りだけではなく、情報の非対称性の解消のために市場におけるモニタリング機能、逆選択問題の回避のための制度インフラの形成を欠くことが出来ない。そのためにも、国際的な会計制度の導入や、社外取締役や機関投資家⁶の育成が急務となるであろう。

第二節 債券市場における利回り形成

本項では、Asian Bonds Online が提供しているアジア諸国の国債イールドカーブを用いて、各国の債券市場の現状がどのような段階にあるかを明らかにする。ここでは、各国の債券市場において国債がリスク・フリーの投資対象として定着しつつあるが、長期国債が発行されていないために、それが債券市場の発達に限界を与える要因となっていることを見る。

第一章でも述べたように、債券市場の存在は金融市場の安定性にとって重要な役割を果たすのであるが、債券市場において債券の発行条件は国債市場で形成されるリスク・フリーの国債金利をベンチマークとして決定されている。したがって、長期国債が発行されていないという問題は、債券市場において長期債券を発行することができないという問題に直結し、ひいては金融市場全体の安定性に関わる問題に

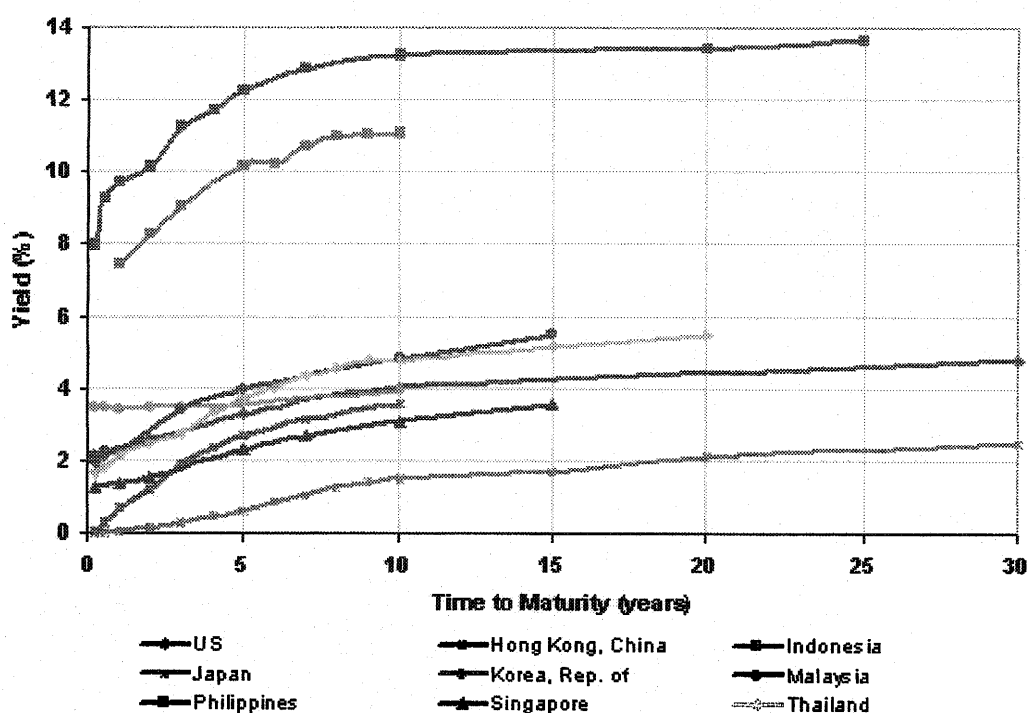
⁵ クローニー・キャピタリズムとは縁故資本主義を指す言葉である。企業などの経済主体が親類など縁故関係者を優遇すると、社会全体の経済的な厚生が失われてしまう可能性がある。特に中国や日本で、このクローニー・キャピタリズムが問題視されている。

⁶ 社外取締役、機関投資家は共に企業の経営規律を維持するために重要なファクターであると考えられている。前者は、企業外から経営の専門性を持った人間を株主が選任することで株主の利益を守ろうとするものである。この意味では公認会計士など監査役も重要といえよう。一方、機関投資家は株主として自己の利益を守ろうと経営に積極的に参画するという点で、企業の経営規律を維持する上で重要な役割を果たしうると考えられる。

つながるのである。

アジア各国のイールドカーブ

図2-2はアジアの主要国および日本とアメリカについての国債イールドカーブを表したものである。図から読み取れるように、アジア各国のイールドカーブを日本やアメリカの国債イールドカーブと比較すると、その形状自体に大きな相違はないものの、多くの国において残存期間が10年を超えるような長期までイールドカーブが伸びていないことが分かる。以下では、アジア諸国のイールドカーブが表すことを理論的側面も含めて分析することによって、それらの国々の国債市場および債券市場全体がどのような現状にあるのかを見る。



【図 2-2】 アジア・アメリカ各国イールドカーブ

出所) Asian Bonds Online (<http://asianbondsonline.adb.org/regional/regional.php>)

イールドカーブの理論的側面

イールドカーブとは、横軸に債券の残存期間をとり、縦軸に利回りをとって、それぞれの期間に対応する利回りの関係を図示したものである。ところで、債券の発行形態は、利付債 (coupon bond) と割引債 (discount bond) の二つに大別することができる。利付債は、その債券に記載された利子率 (表面利率) によって毎年一定の利息を支払い、償還日に額面価格を支払うものであるのに対し、割引債は、額面価格以下の金額で発行し、償還日に額面価格を支払うものである。したがって、割引債の表面利率はゼロ%であるのだが、利回りという概念を用いることによって、このような債券発行の形態の違いに関わらず、債券への投資がもたらす収益率を見ることができる。利回り (yield) は、債券のように実際の投資金額が額面価格と異なる場合に、この投資金額に対する収益の割合を表し、利付債利回りと割引債利

回りはそれぞれ以下のように求められる。

$$\text{利付債利回り} = \frac{M \times r + (M - P) \div n}{P} \quad (1)$$

$$\text{割引債利回り} = \frac{M - P}{nP} \quad (2)$$

ただし、 M は額面価格、 P は発行価格、 n は償還期間、 r は表面利率を表す。

以上から明らかなように、先に示したアジア諸国の国債に関するイールドカーブの図は、それぞれの国の国債について、その残存期間と国債投資から得られる収益率の関係を示している。したがって、たとえば日本について見ると、残存期間 20 年の国債は 1 年当りおよそ 2% の利回りを提供していることが分かる。しかし、図から読み取れるように、すべての国において平均して残存期間が長くなるほど利回りが高くなる傾向や、いくつかの国（たとえば中国やインドネシア、フィリピン）においては残存期間が 5 年までの国債について利回りがとくに大きく上昇していることを確認できるが、このようなイールドカーブの形状は何に依存しているのだろうか。また、異なる残存期間を持つ債券の利回りを決定している要因は何だろうか。

金利の期間別構造を説明する二つの理論

上の問題に対して、ここでは長期金利と短期金利の関係を説明する考え方として、基本的かつ有力とされる二つの理論を紹介する。一つは「期待理論」と呼ばれるものであり、この理論のもとでは残存期間が n 年である債券の長期金利（利回り）は、予想される各年の短期金利（1 年物金利）の平均として決定される。もう一つは「流動性プレミアム仮説」と呼ばれる考え方であり、投資家が短期の債券より長期の債券を保有するためには、長期金利は予想される短期金利よりリスク・プレミアムだけ上回らなければならないとするものである。

①期待理論 (expectation theory)

投資家が将来の短期金利を正確に予想することが可能であり、また税金や手数料など債券の売買にかかる取引費用が存在しないという仮定のもとでは、長期金利と短期金利の間に次のような関係が成り立つと考えられる。

$$(1 + R_n)^n = (1 + r_1)(1 + r_2)(1 + r_3) \cdots (1 + r_n) \quad (3)$$

この式の左辺は、残存期間 n 年の債券を償還まで保有することによって得られる元利合計であり、式の右辺は、残存期間が 1 年の債券を順次保有することによって得られる元利合計である。式の左辺が右辺より大きい場合、投資家は長期債券を保有することによってより大きな収益を得ることができるから、長期債券に対する需要が増加し、その結果、長期債券の価格が上昇する（金利が低下する）。また、式の右辺が左辺より大きい場合、投資家は短期債券を繰り返し保有することによってより大きな収益を得ることができるから、短期債券に対する需要が増加し、その結果、短期債券の価格が上昇する（金利が低下する）。したがって、上述の仮定のもとでは均衡において (3) 式が成り立つ。

(3) 式の両辺の対数を取ると、

$$n \log(1 + R_n) = \log(1 + r_1) + \log(1 + r_2) + \log(1 + r_3) + \cdots + \log(1 + r_n) \quad (4)$$

となる。

ところで、微分の定義により、

$$\lim_{h \rightarrow 0} \frac{f(1+h) - f(1)}{h} = f'(1) \quad (5)$$

であるが、この式は h が十分 0 に近いとき左辺と右辺が等しいことを表すから、十分小さい h に対して、

$$f(1+h) \approx f(1) + hf'(1) \quad (6)$$

と近似することができる。

ここで、

$$f(x) = \log x \quad (7)$$

とすると (6) 式から、

$$\log(1+h) \approx h \quad (8)$$

が導かれる。

したがって、(8) 式により (4) 式を変形すると、

$$R_n \approx \frac{r_1 + r_2 + r_3 + \cdots + r_n}{n} \quad (9)$$

となる。

(9) 式は、残存期間 n 年の長期債券の金利が、各年の短期債券の金利の平均で表されることを意味している。この式から明らかなように、期待理論においては、(金融政策の引締め期待などにより) 先行き短期金利の上昇が予想されるときには、債券の残存期間が長くなるほど利回りが高くなり、逆に(金融政策の緩和期待などにより) 将来の短期金利の低下が予想されるときには、債券の残存期間が長くなるほど利回りは低くなるのである。

②流動性プレミアム仮説

期待理論は非現実的な厳しい仮定に依拠しているため、より現実的な仮定に基づいたいくつかの代替的な理論が提起されてきた。その一つが流動性プレミアム仮説であり、これは将来の収益の不確実性に着目して、長期債券の利回りがリスク・プレミアムにも依存することを示したものである。

すなわち、(3) 式において、投資家が長期債券と短期債券を保有することが無差別になるように右辺の短期金利をリスク・プレミアムによって補正すると、

$$(1 + R_n)^n = (1 + r_1 + \sigma_1)(1 + r_2 + \sigma_2)(1 + r_3 + \sigma_3) \cdots (1 + r_n + \sigma_n) \quad (10)$$

となる。線形近似すると、以下のようなになる。

$$R_n \approx \frac{r_1 + r_2 + r_3 + \cdots + r_n}{n} + \frac{\sigma_1 + \sigma_2 + \sigma_3 + \cdots + \sigma_n}{n} \quad (11)$$

平均的には、より遠い将来について予想される短期金利のほうが大きな不確実性を伴うと考えられるから、

$$\sigma_1 < \sigma_2 < \sigma_3 < \cdots \quad (12)$$

とすると、(11) 式からは、(予想される将来の短期金利が一定とすると) 残存期間の長い債券ほど利回りが高くなるということが導かれる。したがって、流動性プレミアム仮説からは、一般的にイールドカーブが右上がりになることの理論的根拠を得ることができるのである。

さて、以上のようなイールドカーブの形状を説明する二つの理論によって、アジア諸国の国債イールドカーブからは何が読み取れるだろうか。ここでは、イールドカーブを残存期間に基づいて①比較的短期(残存期間5年まで)の部分と②比較的長期(残存期間5年以上)の部分に分けて分析したい。

まず、イールドカーブの中でも残存期間5年までの部分に注目してみると、各国間でイールドカーブの形状が大きく異なっていることが分かる。たとえば、韓国やシンガポールのイールドカーブはなだらかな傾きを持っているのに対して、中国のイールドカーブは強い右上がりの傾きで推移している。この部分について日本やアメリカのイールドカーブが韓国やシンガポールと同様に小さな傾きであることを考えると、中国をはじめとするいくつかの国のイールドカーブがこの期間において大きな傾きを持っていることは、不安定な金融市場の情勢を背景として、将来の金融引締めへの期待が影響していると考えることができる。事実、中国は去年までの経済の過熱傾向が今年に入ってやや抑制されたとの見方が広まっていたが、最近になって再び設備投資の過熱懸念が生じ、10月28日には中国人民銀行が金利引上げを表明した⁷ばかりである。今後しばらくの間、金融当局による金利引締めが予想されることにより、市場が将来の短期金利の上昇を期待し、それが強い右上がりのイールドカーブに反映されていると考えられるのである。

次に、イールドカーブの中で残存期間が5年以上の部分に目を移してみると、ここではすべての国のイールドカーブの傾きがおおよそ同じ大きさへと収束していることが分かる。すなわち、インフレや成長率の違いを背景として利回りの絶対的水準は異なるものの、より長い残存期間を持つ国債に対して投資家が要求するリスク・プレミアムの大きさに、各国間で顕著な相違は見られないのである。しかも、日本やアメリカのイールドカーブと比べても、その傾きは同程度であるから、アジアの国々において国債がリスクフリーの債券として定着している状況を見て取ることができる。

要約すると、残存期間の比較的短い国債に関して見ると、金融当局の姿勢がそれぞれの国ごとに異なっていること等を背景に、イールドカーブの形状は各国間で相違が認められるが、より長期の国債について見ると、アジア諸国のイールドカーブ

⁷ 日本経済新聞、2004年10月23日及び2004年10月29日

は同様の形状に収束し、しかもその傾きが先進国のものに近い大きさになっている。ここからアジア諸国の国債がリスクフリーの債券として認識されていることが分かり、国債の金利が債券市場で形成される他の金利のベンチマークとなるための基盤を備えていることが示されるのである。

超長期国債の問題

ところが、大きな問題がある。イールドカーブの図から一見して明らかなように、日本やアメリカがいわゆる超長期国債と呼ばれるような満期 10 年から 20 年、さらには満期 30 年の国債を発行しているのに対して、中国や韓国などいくつかの国においては 10 年以上の国債が発行されていない。さらに、満期 20 年を超えるものについて見ると、日本とアメリカを除けばフィリピンを除いて全てのアジア諸国はこの満期に対応する国債を発行していない。このようにアジア諸国で国債市場が発達していない一つの原因には、従来それらの国々のファンダメンタルズが良好であったために、政府の財政収支が均衡し、先進国のように国債を発行して財政赤字を賄う必要がなかったことがある。⁵⁾しかし、先に述べたように国債市場で形成されるリスクフリーの金利をベンチマークとして債券市場の金利が形成されるから、国債市場において長期金利が形成されないことは債券市場全体の発達を阻害する要因となるのである。アジア債券市場を発達させるためには、ひいてはアジアの金融市場の安定性を高めるためには、国債市場の整備が急務であるということがアジア諸国のイールドカーブから読み取れるのである。

第三節 金融の証券化とは

東アジア証券市場の育成において「証券化」ということが大きな役割を果たしうる。特に通貨・金融危機後のアジア各国において、証券化は不良債権処理策として注目されている。銀行の持つ不良債権が証券化を通じて多数の投資家の間に分散保有されるということは、当該債権のオフバランス化を通じてリスクから解放される銀行にとっても、また新たな投資先の選択肢を得ることができる投資家によってもプラスのことである。この章では証券化の定義、基本的仕組み、経済的意味を示した上で、証券化がアジア証券市場の育成にどのように関わってくるのか、またどのような役割を果たすのかについて考察する。

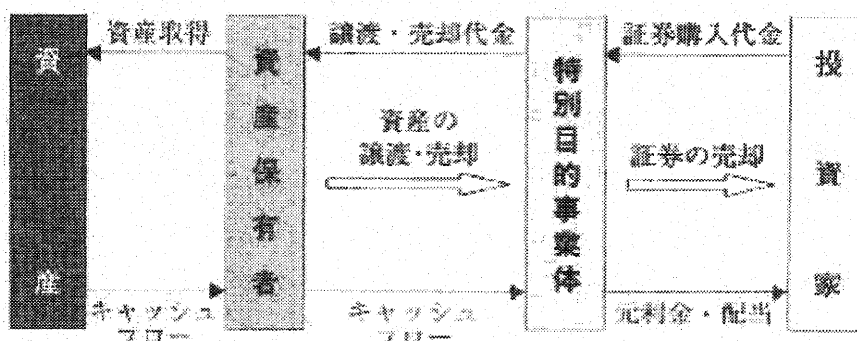
証券化とは何か

①証券化の定義

証券化の定義とは以下のようなものである。

資産の証券化とは、金融機関や事業体が、特定の資産の保有を目的とする別の主体（特別目的事業体）を設立してそこに自ら保有する資産を移転し、さらに移した当該資産が将来生み出すキャッシュフローを原資として支払いを行う金融商品（証券）を発行し売却する手法である（2001 年 大橋）。

資産の証券化の概念図



〔図 2-3〕 出所) 大橋[2001]『証券化の知識』

証券化する資産は、具体的には住宅ローン債権、自動車ローン債権、不動産、銀行の貸付債権など多岐に渡るが、基本的にはどの資産の証券化も同じ仕組みで行われる。証券化は 1970 年、アメリカの住宅ローン債権を裏づけに証券を発行する手法として発行されたので、以下に証券化の具体的な流れの例として住宅ローン債権の証券化を取り上げる。住宅ローンの貸し手である金融機関は現在から、将来にかけてその貸付の返済を受け取ることになる。つまり住宅ローン債権は将来的に返済金というキャッシュフローを生み出すのである。この住宅ローンを証券化するために債権者である金融機関は、譲渡・売却といった形で特別目的事業体 (SPV、Special Purpose Vehicle) に資産である住宅ローン債権を移す。特別目的事業体とは証券化する資産の保有を目的に設立される組織のことである。特別目的事業体は債権を譲り受けた上で、その債権が将来生み出すキャッシュフロー (借り手からの返済金) を原資として元利金や配当を支払う証券を発行し、それを投資家に売却する。このような流れはどのような資産の証券化についても基本的に当てはまると言える。

②証券化の三段階

証券化は三段階に分割することができる。証券化の三段階は、第一段階から順に「対象資産の特定化」、「オリジネータからの分離」、「証券としての売却」ということになっている。ここではそれぞれの段階がどのようなものか、またどのような役割を持つのかということを見ていく。

まず第一段階では証券化の対象資産を特定化する。証券化する資産を特定化することで、証券化金融商品は企業の保有する他の資産が持つリスク、また企業の経営の成否に関するリスクから分離される。例を挙げればある企業の業績が悪化した時に、当該企業の社債は市場における価格下落を起こすというリスクを持つが、証券化商品は企業の業績が悪くなくても下落しない。なぜならば証券化商品はもとの資産の生み出すキャッシュフローだけを裏づけとしているからである。

第二段階ではオリジネータからの分離が行われる。これは証券化する資産の所有者をオリジネータから SPV に移す段階である。証券化する資産の所有者がオリジネータのままであった場合、証券化の資産を特定化した後もオリジネータが倒産した際のリスクが残ってしまう。オリジネータが倒産した際には、オリジネータの資産はオリジネータへの貸付を行っていた債権者によって回収される可能性がある。

SPV に資産の所有権が移されることでオリジネータの倒産時のリスクは無くなるので、このような第二段階の作業は「倒産隔離（バンクランプシー・リモート）」と呼ばれる。

第三段階では対象資産を裏づけとする金融商品を売却する。その際に投資家の需要に適合した金融商品を作り売却する。投資家のリスクへの姿勢を見極めたうえでリスクを調整して金融商品を作る。例えば住宅ローン債権の証券化にあたっては、そのローンの信用リスク（デフォルトリスク）を軽減するために第三者による信用保証をつけるなどする。また支払いの優先順位が異なる、優先債・劣後債などの複数の証券を発行することで信用リスクも調整され得る。

売り手にとっての証券化のメリット

① リスク移転のメリット

資産が将来生み出すキャッシュフローは不確実でありリスクのあるものであるが、オリジネータはその資産を証券化することで、今現在のキャッシュを手に入れることができ、資産が将来生み出すキャッシュフローにあるリスクから解放される。リスクは証券化を通じて、証券の買い手である投資家に移転される。このメリットは証券化が不良債権処理に有効である要因とも言える。

② 資金調達コスト削減のメリット

オリジネータの保有する他の資産から切り離された資産を証券化した場合、その証券を買い手である投資家は証券化した資産の評価だけをすればよくて、例えば社債の購入時のように会社全体の資産、その企業の経営状態などを鑑みる必要が無くなる。したがって優良な資産を証券化するならば、その証券化商品からは確実なリターンが予想され、結果として企業は自社の信用力で資金調達するよりも低いコストで資金調達できる可能性がある。

③ オフバランス化のメリット

資産を証券化すると、オリジネータのバランスシートの資産項目から当該資産は消える。現代の市場では自己資本比率などの財務指標が重視される傾向があるため、オフバランス効果は財務状況を改善する手段としてのメリットもある。

④ 手元資金増加のメリット

例えば売掛金の証券化によって、企業は現時点で確実にキャッシュを手に入れることができるようになる。

⑤ 売却を容易にするメリット

資産をそのまま売却する時と異なり、証券化によって小口化が可能であるために、投資家の裾野が広がり売却が容易になる。また証券化することによって流動性が付与され、買い手も買いやすくなる。

買い手にとってのメリット

証券化は投資家に新たな投資対象を提供することになる。例えば住宅ローンを証券化した金融商品を買うことで、投資家は今まで金融機関しか行えなかった住宅ローンへの投資と同じ投資を行うことができるようになる。投資家にはそれぞれ様々なニーズがある。どれくらいのリスクを許容するか、収益をあげる期間をどれくらいに設定しているのか等、証券化金融商品はこれら様々な投資家のニーズを満たし

うる。それは資産が生み出すキャッシュフローを異なるリスク特性を持つ部分に分解・細分化し、それぞれを異なるニーズを持つ投資家に切り売りできるからだ。

このような買い手にとってのメリットも、証券化金融商品の売り手と買い手の間に「情報の非対称性」が存在すれば実現しない可能性がある。証券化金融商品の買い手は特定の資産が生み出すキャッシュフローの正しい情報を得ることができさえすればいいのだが、やはりオリジネータと比べてそれらの情報を得ることは難しい。この情報の非対称性を緩和する上で、第三者の評価が不可欠となる。格付け機関等が証券化金融商品を公正に評価し、その情報を公開することで投資家は自らのニーズにマッチした証券化金融商品に投資することができる。格付け機関は証券化金融商品の市場の中でも重要な役割を果たすのである。

① 中間的市場構造の中で証券化が果たす役割

アジア通貨危機では、信用リスクが過度に銀行に集中していた構造が原因で金融危機が起きた。債券市場では信用リスクを各一般投資家が負うのに対して、銀行融資では預金者ではなく商業銀行がそれを負う。商業銀行は、預金者に代わって借りて企業についての情報を収集し、分析し、加工することで、借り手をモニターしながら融資を行い、借り手と貸し手の間の「情報の非対称性」を緩和しなければならない。銀行は「三段階のモニタリング」を行う。発展途上国は低所得で中小企業が多く、情報の非対称性の程度が非常に高いという状況があるので、このような国では銀行融資が適していると言える。アジア通貨危機は銀行融資自体の可能性を否定するものではなく、「三段階のモニタリング」が適切に行われればアジアにおいて銀行融資は主流であり続けると言える。

しかし銀行に過度に集中した信用リスクを分散・移転することはより強固な金融構造を構築する上で欠かすことができない。なぜならば信用リスクが銀行に集中した状態では、景気後退期に銀行のバランスシートの悪化により、金融危機が起こる可能性が高いからである。信用リスクの分散・移転には「銀行融資の証券化」が大きな役割を果たす。銀行は証券化による「オフバランス化」により財務の健全化を実現することができ、このことは銀行の資金仲介機能を強化することにもつながる。直接金融市場は銀行融資と対立するものではなく、今後のアジアではそれらが相互補完的な役割を果たす中間的市場構造が形成されていくと考えられる。その中で「銀行融資の証券化」は大いに活用されるだろう。

② 韓国 CBO

2004 年 6 月、日本財務省は、韓国の中小企業向けの資金調達を目的とした初の「円建て韓国債権担保証券（韓国 CBO）」を発行することで韓国政府と合意した。韓国の中小企業の資金需要を満たすために日韓両国の政府系金融機関が信用保証し、日本で円建て債を発行。資金を韓国企業にウォン建てで提供する。上述の買い手、売り手のメリットを具体的に見ると、売り手である韓国の中小企業は通常の銀行融資金利（現在 10%程度）より低利の 7－8%でウォン資金を円滑に調達できるし、買い手である日本等の投資家は、日本国債よりも高利の円建て債を買えるのである。具体的には韓国中小企業銀行（IBK）及び韓国中小企業振興公団（SBC）が共同して管理する信用委員会が中小企業向け融資や社債を選択し、それを裏づけに

して、SBCが出資する特別目的会社が証券を発行する。SPCは日本で円資金を調達し為替スワップを行い、韓国中小企業にウォン建てで資金を提供する。

今回の韓国CBOは、優先債と劣後債の形式での発行が検討されており、韓国中小企業振興公団が劣後債を購入することによって、資本市場で発行された債券に損失が及ぶことを防ぐという保護策が講じられている。また日本の投資家が韓国CBOを買いやすいように、国際協力銀行が元本を保証する。これら両国政府系金融機関の信用保証によってリスクがコントロールされることで、韓国CBOはより魅力的な金融商品となる。

韓国CBOは国際的な証券化金融商品として大きな意味を持つ。資金調達をする企業はより多くの投資家層から円滑に資金を調達することができるし、日本の投資家は今まではリスクが高すぎたかもしれない韓国中小企業発行社債やそれら向けの融資と同じ投資をより安全に行うことができるようになる。韓国CBOの持つこのような性質は域内債券市場の育成を促進するものである。

第三章 アジア債券市場育成イニシアティブ

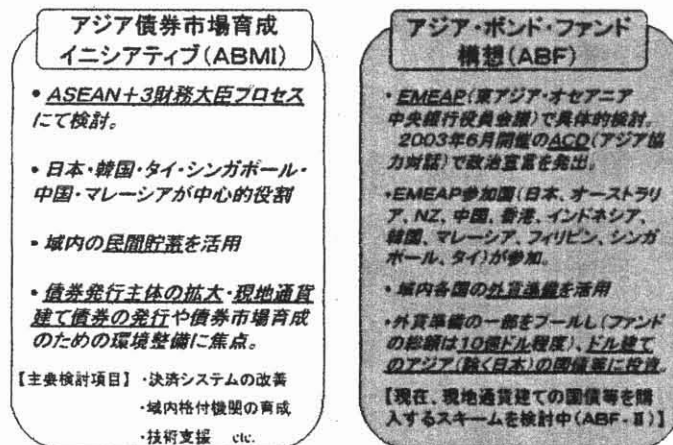
現在、アジア債券市場育成のための地域協力として、2つの異なるアプローチが存在する。ひとつがアジアンボンドファンド（ABF）構想、もうひとつがアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）である。[図3-1]

各国国内債券市場の整備の促進により域内の包括的な市場育成につなげようとするボトム・アップ的アプローチがABMIである。2003年8月のASEAN+3（日中韓）財務大臣会合で、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うことを目的として合意された。

そこで検討項目として、ベンチマーク形成のための国債発行や資産担保証券による資金調達などの債券多様化、また、アジアの格付け機関設立や決済システムの強化などの環境整備が挙げられている。

この章では特にABMIの問題意識に従いながらアジア債券市場育成のためのインフラ整備の現状と地域協力の将来的展望についてみていくこととする。

アジア債券市場育成をめぐる動き



【図 3-1】 出所) 財務省「アジア債券市場イニシアティブ」

債務担保証券を通じた資産の証券化

債券市場で起債を行う債券の発行体としては、国債を発行する政府や政府機関、社債を発行する大企業や債務担保証券を通じて資金調達を行う中小企業などが想定できる。

アジアでは一般に社債を通じた資金調達ができるのは一部の大企業のみであり、中小企業の資金調達手段としては銀行融資に依存せざるを得ない。ここで注目されるのが第二章第三節でみた資産の証券化である。これは中小企業にとっては資本市場から安定的に資金を調達する手段となる。金融機関などの資産の保有者にとっては抱えていた資産を SPV を通じて市場で売却できるのでバランスシートを改善できるというメリットがあり、不良債権処理の対策としても活用が期待されている。さらに、それまで銀行に集中していた信用リスクを分散することにも繋がり、金融危機の際に生じた銀行危機を未然に回避できる仕組みとなっている。また、投資家にとっては個別企業に投資するよりもリスクが分散されたうえに国債よりも高利の運用が可能となることが期待されている。

信用保証メカニズムの方向性

資産の証券化に伴い重要性を増してくるのが信用保証の問題である。先に述べたように、アジアの起債市場で保証なしに債券を発行できるような大企業は限られている。アジアでも信用保証を行う民間企業の参入を促すべきだとの声は強いが、アメリカの民間信用補完会社の例をみると、保証対象の格付については BBB 以上でなければならないとの規制がある。アジアの多くの国の格付けが BBB を下回ることや[表 3-1]、情報の非対称性による現地情報の不足、比較的小規模な取引額などが原因となって米系信用補完会社のアジア進出は見られない。現在の展望としては、設立されることが決まったアジアの共同保証機関が先導役となってこの市場を整備し、民間信用補完会社の参入を促すことが必要である。

アジア主要国の格付け比較

	JCR	R&I	S&P	Moody's
日 本	AA	AA	A	A
イ ン ー	BBB+	BBB	BB+	Ba2
イ ン ドネシア	BBB	B	BB-	Ba3
韓 国	BBB+	BBB+	BBB+	Ba2
マレーシア	—	BBB+	BBB	Ba3
フィリピン	BBB	BBB	BB+	Ba1
シンガポール	AAA	AAA	AAA	Aaa
タ イ	BBB+	BBB	BBB	Ba3

Source: JCR, R&I, Moody's, S&P, 2009. 1. 9

【表 3-1】 出所) 国際通貨研究所

『アジア域内の債券市場の振興についてのワークショップを中心とした調査研究』

地域格付機関の統合

また、保証を行う際の重要な決定要因となる格付けを行う格付機関についても、金融危機後その必要性が高まり整備が進んでいるが、地域的なものにとどまり域内を包括するようなものにはなっていない。[表 3-2]国際格付についても、米系格付機関と日系格付機関ではメインバンクシステム⁸等の制度慣行に対する考え方の違いなどに起因する格付の格差が生じており、アジアの企業が過小評価されているとみる向きもある。[表 3-1]こうした点を解消するために、国際格付である日系格付機関が、地元情報で優位に立つ地元格付機関と提携することで補完的関係を築くことができれば、アジア経済特有の制度慣行を適正に評価できるアジア発の格付機関の設立に結びつくことになる。

⁸ 日本の企業金融におけるメインバンクシステムとは、各企業と金融・株式保有・役員派遣等の多角的方面からの関係を通じ、企業システムの基本的構成要素であるとされている。

国名	格付機関名	設立年	国際格付機関との提携関係	
インド	Investment Information and Credit Rating Agency of India Ltd.	(ICRA)	1991	Moody's
	Credit Analysis and Research Limited	(CARE)	1993	
	Credit Rating Information Services of India Limited	(CRISIL)	1987	S&P
	Duff and Phelps India	(DCR India)	na	FitchとのJV
パキスタン	JCR-VIS Credit Rating Company Limited	(JCR-VIS)	1997	JCRとのJV
	Pakistan Credit Rating Agency (Private) Limited	(PACKRA)	1994	FitchとのJV
インドネシア	PT Pemeringkat Efek Indonesia	(PEFINDO)	1993	S&P
	Kasnic	(KASNIC)	na	Fitch
台湾	Taiwan Rating Corporation	(TRC)	1997	S&P
フィリピン	PhilRatings	(PRS)	1998	S&P
日本	Japan Credit Rating Agency	(JCR)	1985	独立系
	Japan Rating and Investment Information Inc.	(RAI)	1995(注)	独立系
韓国	Korean Investor Services	(KIS)	1985	Moody's
	Korean Management Consulting and Credit Rating Corporation	(KMCC)	1987	Fitch
	National Information and Credit Evaluation	(NICE)	1986	R&I
	Seoul Credit Rating & Information Inc.	(SCI)	1992	JCR
マレーシア	Rating Agency Malaysia	(RAM)	1990	独立系
	Malaysia Rating Corporation	(MARCO)	1996	Fitch
タイ	Thailand Rating Information Services	(TRIS)	1993	Fitch
香港 シンガポール				
Note: (注)NISとIBRIが1998年に合併				

[表 3-2] アジアの格付け機関の概要

出所) 国際通貨研究所

『アジア域内の債券市場の振興についてのワークショップを中心とした調査研究』p.6

政府・国際機関による債券発行

政府・政府機関による国債発行も債券市場整備には欠かせないものである。第四章で見ることになるが、アジア各国の国債市場の流動性は低い状態にある。流動性を向上させ効率化をはかるためには国債の発行数を増やすことが必要である。また、国債のイールドカーブは社債市場での利回りを決める際のベンチマークとして機能するため、社債市場を活性化させる上でも 30 年物の長期国債発行による債券市場の整備が急がれる。[図 2-2]

また、政府発行の国債だけではなく国際機関または他国の公的機関を発行体とする優良な債券を受け入れることも市場の流動性向上につながり、ABMI がいうところの市場の厚みを増すことにも寄与すると期待される。

バスケット通貨建て債券発行の可能性

一方、FTA 締結の増加に伴い、多くの多国籍企業が域内における直接投資を増加しており、現地通貨での資金調達の一必要性は高まっている。このことは未整備な現地債券市場の発展を促進させるとともに、将来的なバスケット通貨建て債券発行の必要性を示唆するものでもある。このアジアバスケット通貨 (Asian Basket Currency, ABC) については何らかの機構を設置することが検討されているが、バスケット構成比に関しては機構に対する各国の出資構成比にするか、機構全体に内在する通貨量に応じて変化させ為替変動を受けないものにするか議論が続いている。いずれにせよ為替リスクを最小化する形での債券発行の動きが進みつつあることを示しており、多国籍企業主導の債権市場拡大が展望される。

証券決済システムの改革

取引の拡大とともに証券決済システムの改革も求められている。国際決済銀行 (BIS) と国際証券監督機構 (IOSCO) の公表した提言では、クロスボーダー証券取引で生じる決済リスクやシステム・リスクを回避するために同時決済 (Delivery versus Payment, DvP) の実現や決済サイクルの徹底など、各国証券決済システムが備えるべき要件が主張されている。グローバル化の拡大と IT 革命に取り組む現地証券取引所にとっても、改革を行うことにより規模の経済が生み出す利益を確保したいというインセンティブが生じており、この提言をもとに各国証券取引所は既存の清算・決済機関と合併による株式会社への移行や電子商取引の増加に対応したコンピュータ処理機能の向上などの戦略的な改革を進めつつある。

金融市場としての外国為替市場

金融市場のひとつとしての外国為替市場をみると、アジアでは外国からの投資を招き入れるためにオフショア市場⁹の整備から進めたために、民間企業が短期ドル建て債務を増加させ結果的に通貨危機へと結びついた。危機後、各国は自国通貨の「非国際化」政策¹⁰を取り、オフショア市場での自国通貨の流動性に制限を加えた。通貨の非国際化には否定的な評価が多いが、実需に応じた外国為替取引を活性化し現地為替市場のインフラを整備する機会を作るものでもある。各国が地場の外国為替市場を整備することで、通貨当局はモニタリングを通して市場への一定の影響力を保つこともできる。こうした方法が最終的にはアジアの金融市場の定着・拡大に寄与すると考えられる。

以上見てきたように、現在のアジアの債券市場はいまだ発展途上ながらも、多様な主体による債券発行やそれを支える信用保証¹¹・格付など金融市場の育成に不可

⁹ 規制や課税方式などを国内市場とは切り離し、比較的自由な取引を認めた主に非国内居住者向けの金融市場。

¹⁰ 通貨危機時、資本がオフショア市場に流出し、非居住者による投機的取引が行なわれたとされている。このため、通貨危機の発生以降、タイ、インドネシア、マレーシアでは自国通貨の海外流出を禁止する通貨の非国際化政策が行われている。

¹¹ 信用保証は中小企業などが融資を受ける際に保証者として仲介することで、資金の円滑な借り入れを可能とする制度である。

欠なインフラ整備を中心に各国が積極的に取り組んでおり、長期的な観点から域内の提携・統合を果たすことで、ABMI が求める、アジア域内通貨建て債券の発行が可能な債券市場が整備されていくものと期待できる。

第四章 域内各国での債券市場育成に向けた取り組み

本章では東アジア債券市場を育成する上で、各国での基礎インフラの整備に向けた取り組みをデータと共に検証していきたい。ここで特に注目することは次の2点である。

- ① 各国の債券市場は拡大しているのか
- ② 資本市場における債券、銀行融資の割合の変遷

①は発行額の推移とともに流通市場における回転率の推移から、市場の厚みを見ていく。また、実際どのような試みがなされているのか、その取り組みについて考察する。②は第一章でも述べた銀行融資に偏りがちだった企業の資金調達手段が、危機後どのように変わってきたのかを見ていく。

域内各国債券市場の現状

アジア通貨危機後、アジア各国の債券市場は、国債を中心に、発行残高という規模の面で飛躍的に拡大している。この背景には、

- ① 景気対策や金融部門再建の財源としての国債発行が急増した
- ② 危機再発防止のための資本市場育成に対する認識が高まった
- ③ 銀行が企業融資に慎重になったため、代替的な資金調達手段として社債発行が利用されるようになった
- ④ 金利低下に伴い、場合によっては規制管理の銀行借入よりも有利な条件で資金調達が可能になってきた、などの要因がある¹²。

危機後は債券市場を取り巻く環境に大きな変化が見られている。

まず、公共部門による債券発行であるが、従来小幅の黒字もしくは均衡を保ってきた政府財政が危機を契機に赤字に転じたこと、および、大規模な金融危機に直面し、多額の金融システム再建コスト調達を迫られたことを受けて、多くの諸国で政府債の発行残高が増加している。[表 4-1]急激な残高増加に直面した諸国の政府は、新規発行政府債の円滑な消化を確保するために流通市場育成を迫られており、既に政府主導の政府債流通市場育成に向けた各種取り組みが始まっている。

次に、民間部門による債券発行であるが、通貨危機を契機に従来の銀行借入主体の資金調達から社債発行による資金調達へとシフトする動きが一部の諸国の大企業を中心に見られる。

危機に見舞われた諸国のほとんどにおいて銀行部門は多額の不良債権を抱えることになり、信用のリスクを追加的に負担する能力が大幅に低下している。この結果、金融機関における民間部門向けの貸出残高は多くの国で減少しており、一方で

¹² 福地[2003]

民間企業における社債発行残高が増加しつつあることが表 4-1 から読み取れる。

	銀行融資残高		社債発行残高		国債発行残高		株式時価総額	
	1997 年	2002 年	1997 年	2002 年	1997 年	2002 年	1997 年	2002 年
中国	106	160	1	1	7	19	24	37
香港	152	144	19	33	8	9	238	284
韓国	44	79	20	30	6	17	16	43
台湾	112	119	4	14	12	23	116	99
インドネシア	60	23	3	1	0	40	26	17
マレーシア	98	94	17	29	24	30	133	133
フィリピン	60	37	5	n.a.	32	35	52	52
シンガポール	101	103	22	57	16	37	233	185
タイ	121	81	3	5	0	21	23	37
アジア 9 カ国 平均	95	94	10	21	12	26	96	97
日本	101	85	7	12	49	99	54	50
アメリカ	37	40	43	59	45	35	159	112

【表 4-1】 アジア諸国の金融・資本市場の規模（対 GDP 比）
出所）岩本武和『アジア債券市場の可能性と諸問題』

さらに、最近では流通市場も拡大しつつある。この背景には、発行残高の安定的拡大、プライマリーディーラー制度¹³の導入など、当局による市場整備がプラスに働いている。また、各国の銀行は、低金利下、有望な貸出先が見いだせない中、安全で一定の利回りが確保できる国債への投資比率を拡大させていることも市場拡大に繋がっている¹⁴。

流通市場の拡大を見るに指標として売買回転率を用いる。売買回転率は売買高を上場株式数で除すことにより、上場株式数の多寡による影響を補正したものである。流通市場の規模や活発さを表す売買高は、上場株式数の増加とともに増加する傾向があるため、ある市場の状況を過去や他の市場の状況と比較する際には、必ずしも売買高を用いることが適切でない場合があるからである。算出式は以下の通り。

（計算式） 売買回転率＝（期間）売買高／（期間）平均上場株式数×100

以下では、マレーシア、タイ、韓国の債券市場について詳細に考察する。

第一節 マレーシア

通貨危機以降国債、社債市場とも順調に成長を続けている。【図 4-1】発行市場の現状として、金融危機以降の財政支出拡大に伴い 5 年物債券を中心に国債発行が進んでいるもののベンチマークを形成するほど十分な量とはいえず、国営の持ち株会社ガザナの債券をベンチマーク化しようとしたが、ガザナ債は四半期ごとの発行にとどまり品薄感が解消されない。一方、国策のモーゲージ¹⁵会社であるチャガマス

¹³ 特定のディーラーに発行市場および流通市場における一定の役割を義務付けることと引き替えに、発行市場に参加する権利を与える制度。

¹⁴ 福地[2003]

¹⁵ モーゲージとは、不動産を担保とする金融貸借契約を指す。

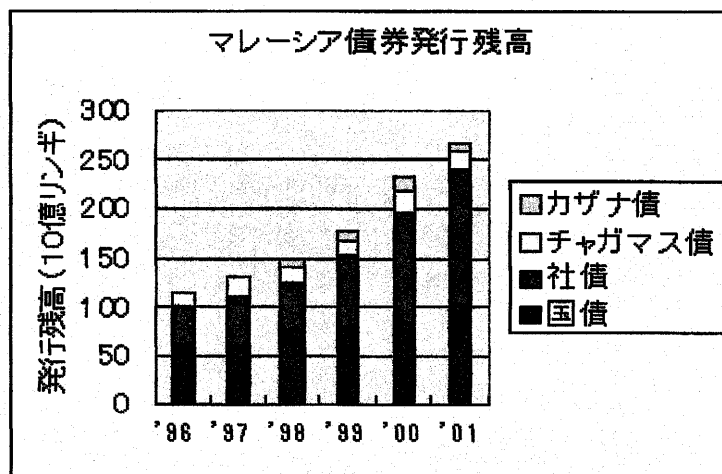
はチャガマス債を発行し、金融機関が保有する住宅ローン債権を中心に買い取り、流動化している。チャガマス債の多くを債権購入先である金融機関が保有しているため、事実上コストを金融機関に移転しているとの批判もある。

流通市場の現状に話を移す。マレーシア債券の流通市場は不活発である。マレーシアでは従来から被雇用者年金基金（EPF）を中心に機関投資家の投資ニーズを満たすために継続的に国債発行がなされてきた。ゆえに、発行残高という面ではある程度の国債市場が存在していたが、金融機関に対する国債保有義務などから国債流通市場の発達には遅れていたためである。

10年までイールドカーブが形成されているが、流通市場で価格を発見することは難しい状況である。マレーシアにおける最大の債権投資家はEPFであり、約6割を保有している。また流動性比率規制が'98年に17%から15%に引き下げられたが、いまだに高い。このように、債券保有の強いニーズがある一方で、供給サイドは限定的である。

現在の適格債券は、国債、ガザナ債、チャガマス債の3種だが、発行頻度が不十分な上、発行された途端にEPFや金融機関に保有されるので、市中に出回ることが少ない。ただし、流通市場での国債取引は近年拡大している。'97年から2002年に欠けて発行残高が1.7倍になったのに対し、流通市場の取引高は同期間に19.7倍に拡大した。また売買回転率は0.19から2.23になった¹⁶。[表4-2]

レポ市場も金融機関と大企業の間で行われるのみだったが、中銀が非金融機関との短期レポ取引¹⁷を全金融機関に認めた。国債の流通市場が一定の厚みを持てば、今後レポが徐々に金融調節の中心になるだろう。



【図4-1】 出所) Bank Negara Malaysia ,Rating Agency Malaysia をもとに作成

¹⁶ 福地[2003]

¹⁷ 「現金担保付債券貸借取引」の通称。現金を担保に株券を貸し借りする取引で、現金の授受に着目すれば、実質的には株券を担保とした資金取引となる。株券を貸し出す場合は資金調達、逆に借り入れる場合は資金運用となる。

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
国債発行残高	3,846	25,373	12,367	33,085	63,838	88,625	219,942	244,135
国債売買高	64,719	66,910	66,262	75,012	78,336	89,050	103,450	109,550
売買回転率(倍)	0.06	0.38	0.19	0.44	0.81	1.00	2.13	2.23

[表 4-2] マレーシアの債券売買率 出所) 福地[2003]

マレーシアの債券市場整備のための重要なポイントは、

- ① 機関投資家、個人投資家の育成
- ② ベンチマークとなる国債の発行量の確保
- ③ 金利リスクをヘッジする手段の多様化、などである。

また社債市場の整備としては、マレーシアでは93年に設立された証券委員会の存在が大きい。この委員会の役割は中銀との間で調整を行い、2000年7月には社債の発行手続きを同委員会に一元化し、手続きの簡素化も行って社債市場の成長を後押ししている。

第二節 タイ

通貨危機以前のタイの金融市場においては、銀行貸出と株式市場の規模が圧倒的に大きく、一方で債券市場は極めて限界的な存在であった。表 4-1 を見ると、タイの公的部門債券も含む債券発行残高は'97 年時点で GDP の 3%しかなく、一方で銀行貸出残高は GDP の 121%にものぼっていた。しかし、通貨危機後には債券発行残高は著しく増加し、2002 年には債券発行高は公債・社債合わせて GDP の 26%となっている。

また、債券発行残高増加に伴い、流通市場における取引残高も増加している。タイ債券取引センターにおける年間取引高は、'95 年の 520 億バーツから 2000 年には 1 兆 3570 億バーツと 26 倍まで増加しており、回転率も'95 年の 53%から 2000 年には 107%にまで上昇した。取引回転率の内訳を見ると、政府債が 175%と高い一方、国営企業債は 51%、民間社債は 35%とやや低地に留まっている¹⁸。[表 4-3]

このようにタイの債券市場が通貨危機以降、政府によるインフラ整備もあり、近年拡大傾向にある。[図 4-2]投資家の多くは個人投資家で四分之三を占め、機関投資家が四分の一を占める。'98 年に財務省などを中心に債券市場発展マスタープランが策定された。そしてそのプランに沿って、8つのタスクフォースにより改善策検討が行われている。そのいくつかを紹介する。

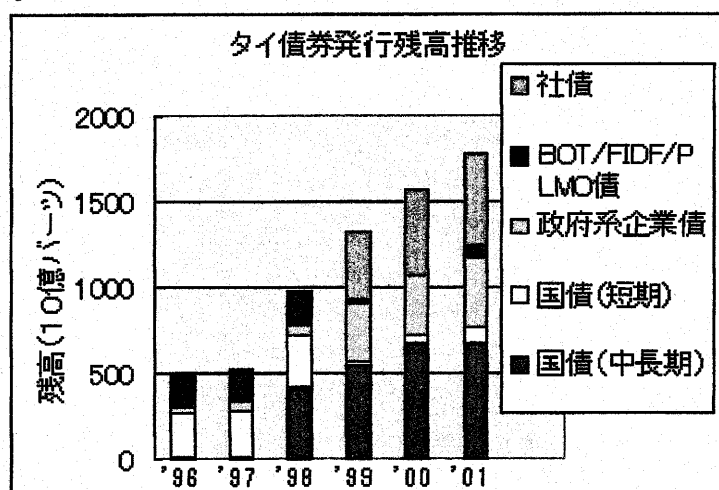
- ① 政府が負債、流動性管理を効率的に行うことを可能にするための法令改正
- ② DvP システムの導入、これは現在国債、政府機関債に関してほぼ可能
- ③ 公社債への投資や流通市場での取引を阻害する税制の見直し。

他には、情報管理、レポ取引に関するものなどがある。このような改革の中でタイの債券市場は大きな変貌を遂げ、政府及び民間市場参加者による債券市場振興への取り組みは広範な規模と早い取り組みで進められ、債券の発行残高は急激に増加

¹⁸ 財務省委嘱 東南アジア地域金融問題研究会

<http://www.mof.go.jp/jiuhou/kokkin/tyousa/tyou029c.pdf>

し、従来存在しなかった政府債流通利回りによる長期ベンチマーク・イールドカーブも構築された。



〔図 4-2〕 出所) The Thai Bond Dealing Centre をもとに作成

タイ債券取引センター (TBDC) における債券取引高

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<取引高 (10億バーツ)>						
政府債	-	-	-	13	341	1,028
国営企業債	-	-	-	8	51	208
T-bill	-	-	-	-	4	47
中央銀行、FIDF、PLMO債	1	5	15	13	3	1
公的部門計	1	5	15	61	399	1,284
民間部門債券	51	196	91	9	33	73
総合計	52	201	106	73	432	1,357
<取引回転率 (%)>						
政府債	-	-	-	13.0	63.3	175.3
国営企業債	-	-	-	2.6	14.3	51.0
T-bill	-	-	-	-	-	76.5
中央銀行、FIDF、PLMO債	11.0	26.1	11.7	59.9	27.3	10.3
公的部門計	11.0	26.1	11.7	9.9	41.0	121.1
民間部門債券	56.7	150.4	68.6	7.1	18.3	35.0
全債券	52.7	134.9	62.8	9.4	39.8	106.9

注) 政府債および国営企業債のTBDCへの登録は98年4月より開始。

取引回転率＝年間取引高／期末残高 (%)

出所：タイ債券取引センター

〔表 4-3〕 出所) 財務省委嘱 東南アジア地域金融問題研究会

<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou029c.pdf>

では、タイ債券市場に残されている課題に目を移す。これには

- ① 統一の規制監督当局の不在
- ② 市場発展を妨げる税制
- ③ 債券登録機関の必要性

④ 民間レポ市場育成の必要性

などが挙げられる。①に関しては各種規制が地域によって分散しており、規制監督制度の一層の整備、改善ができていない。②に関しては前述のマスタープランにより組成された見直しの中で、一部改革が進んだが、未だに各種税制が存在する。③に関しては社債に関して集中化された預託機関、登録機関が現在存在せず、また券面に関しても、社債においては電子化が行われていない。④に関してはプライマリーディーラーによる在庫管理には、流動性の高い債権レポ市場が不可欠だが、未発達である。そして、レポ取引に関して中央銀行が全てのレポ取引に介入するという慣行である。これは、市場での金利形成を歪め、また中銀が自らの金融調節として行っているのか、銀行同士のレポ取引を中銀が仲介しているのかといった疑問を招く。以上が今後のタイの今後の課題とその理由である。

第三節 韓国

韓国の債券市場は、発行残高ベースで日本に次ぐアジア第二位の規模である。また金融機関を中心とした機関投資家が 80%以上の債券を保有しているが、その規模は小さく、国は機関投資家の育成に力を入れている。'97 年までの国債発行残高は、政府の均衡財政政策を背景にわずかであった。通貨危機以前は財政均衡が望ましいとされていたため、国債の発行は特別な目的がある場合にのみに限られていたためである。しかし、経済改革のための財政資金の必要性や政府の債券市場育成方針により国債発行は'98 年以降増加傾向にあり、国債金利のベンチマーク化とイーールドカーブ形成を政府は目指している。

では韓国債券市場に見られる新たな動きについて触れる。欧米投資家が従来かの韓国もの資産担保証券に加え、不動産取引規制緩和が進む中で、不動産投資信託 (REIT) にも関心が寄せられている。このような動きの中で、一部欧米投資家は、韓国の不動産案件に投資を開始しており、証券化を行う資産を確保、来るべき韓国版 REIT¹⁹ビジネス拡大に備えている。REIT の導入により市場の流動性も高まり、金融商品としての魅力も増すという期待が外国人の対韓不動産投資を後押しするのである。また、他の動きとしてベンチャーキャピタルが抱えているニュービジネス関連の未公開株や債券がマーケットに出てくる可能性もあるのである。

韓国の国債市場は現在活性化が進められている。国債の流動性は当初は低かったが、'99 年の国債プライマリーディーラー制度システムの導入、勧告証券取引所の公共債を対象にしたインターディーラー取引²⁰システム導入等を受けて、流動性が増している。[表 4-4] 国債発行残高に 1997 年から 2002 年の間に 2.5 倍という顕著な伸びが見られる一方、売買回転率も 1.28 から 3.92 になった²¹。

国債市場の活性化が進めば、政府の資金調達コストが削減され、実際の財政の運営上もコスト概念が強化されその効率的な運営にも寄与すると考えられる。また、国債を用いたレポなどによって金融機関の資金調達も容易になる。

¹⁹ 「Real Estate Investment Trust」の略で、日本語では不動産投資信託と呼ぶ。投資家から集めた資金や銀行から借り入れた資金を用いて不動産を購入し、その不動産から得られる賃貸収入を中心とした利益を分配する商品を指す。

²⁰ ここでは金融機関間の公的債券・証券の売買取引を指す。

²¹ 福地[2003]

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
債券発行残高	125,998	175,540	224,117	334,034	364,419	424,684	504,730	563,943
売買高	231,205	230,363	286,991	856,058	2,400,580	2,237,747	2,938,606	2,210,082
売買回転率(倍)	1.83	1.31	1.28	2.56	6.59	5.27	5.82	3.92

[表 4-4] 韓国の債券売買率 出所) 福地[2003]

次に、発行市場の改善方策について述べる。大きく三つに分けて、

- ① 国債満期の多様化
- ② 国債発行種類の統合及び発行条件の標準化
- ③ 入札方式の改善

などがあり、①に関して国債の平均満期は、2.5年と短く、国債発行負担が増加すると円滑な財政調達にさわりを招く可能性がある。②に関しては国債の種類によって発行方式もそれぞれ異なることから、国債の流動性が低下し、発行コストの上昇要因となっている。③に関しては国債の入札方式は複数金利決定方式なので長期国債発行の際、応札が低調な場合、発行金利が上昇する可能性を内包する。以上の問題を解決するため上記の改善が急がれる。

流通市場の改善方策について述べると、

- ① 国債専門流通市場の改善
- ② DvP の早期定着
- ③ レポ取引の活性化

などが挙げられる。①に関して債券ディーラーが全ての証券取引にも参加でき店頭取引と実質区分が無く、また価格が不安定という問題がある。②に関して1999年にDvPが導入されたが実際利用率は2%程度で、外国人の債券投資の忌避要因と作用するのでDvP方式による債券決済比重を見直す必要がある。③に関してレポ取引を債権の流動性を向上させる手段にするためには、所有権移転取引に法的性格を転換させる必要がある。

最後に、韓国CBOについて述べる。これは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のことである。提案されている韓国CBOは、韓国国外での国債発行として組成されており、また革新的な二重の保障を組み入れることで、アジアにおける投資家層から資金調達を行いうるとともに、著しく競争的な金利により韓国の中小企業セクターにとって必要とされている流動性を供給できるであろう。

各国債券市場の比較

マレーシア、タイ、韓国と債券市場を中心に金融市場の動向をまとめてきた。これら三国は近年金融市場の発展を見せている国々である。この3国の動向をみて比較することにする。まずこれら3国は共通して機関投資家育成に力を注いでいる、機関投資家は株主として経営にモニタリング等の機能を果たし、健全な債券市場育成に役割を果たす。また制度的なものとしてはDvP決済の導入がある、ただ上述したように韓国ではまだ定着しておらず、タイでは一部実行されているもののまだ改善が必要であろう。マレーシアではまだ債券取引に関しては用いられていない。

またこれも上述したが流動性を高めるためレポ取引にも各国取り組みが見える、しかし各国まだ課題を抱えている。このように共通した取り組みもあるが、この3国で最も債券市場が発達していると思われる韓国では資産担保証券や REIT などの新しい取り組みも見られた。また、民間企業の資金調達手段として債券が用いられず、国債市場の整備とともに社債市場の整備、発展も急がれるところである。

第五章 日本の金融・資本市場の国際センターとしての可能性

前章まででは、アジアの債券市場は未だ発展途上であるが、その必要性が増していることを述べてきた。その拠点として、アジア域内では日本の東京市場が最も適していると挙げられている。このアジア債券市場には、既存のニューヨーク市場やユーロドル市場には期待できない機能が期待されている。本章では日本を中心とした債券市場を育成することの有効性如何、課題を検討していく。

債券市場の現状

東京債券市場はアジアの中でも最大であり、アジアの中で円は唯一の地域基軸通貨と言える。よって、日本円建て債券市場が最も自然な形の市場である。BISからのデータによると、外国為替市場で売買されている世界のシェアを見れば、米ドル、ユーロドルに続いて日本円があり、シンガポールや香港よりはるかに大きいシェアを占めている。[表 5-1] アジアで債券市場を育成するとすれば日本以外の国が拠点となる可能性は低い。

アジア危機以前に、アジアへ流入した大量の外貨建て短資の多くは日本の銀行からのものであり、もし円建てアジア地域債券市場が存在していたら、日本の貯蓄は東アジアの発行する長期債券へ投資されていたかもしれないという議論がある。だが実際この円建てアジア長期債券を東京市場で販売する為には、①東京市場が国際的に効率であること、②円が国際化することが必要とされる。つまり、日本を中心とした債券市場を育成するには国際的な資金取引を最も効率的に仲介する強い市場が求められるのである。

香港やシンガポールの可能性

東アジアの場合、国内債券市場が整備されたとしても、その通貨に対する信認の問題から、国外資金が債券投資の形で流入する可能性は小さい。その為、アジア諸国の多くは自国通貨建て債券で国際資金調達をすることは困難であることから、債券による資金調達は外債に頼らなければならない。

多くの東アジア経済の規模は成熟した債券市場を支えるのに適していないと考えられている。これは債券市場の規模とそれによって影響される市場の流動性が問題とされている。東アジア地域の中でも債券市場育成の先頭に立つ取り組みを見せている香港やシンガポールでさえも日本や欧米の規模と比べ相対的に劣っている為、可能性は極めて小さいものである。

外為市場における取引：グローバル・ベース、通貨別¹
 (2001 年 4 月中 1 営業日平均総取引高、10 億米ドル)

通貨別	1989	1992	1995	1998 ²	2001
米ドル.....	90	82.0	83.3	87.3	90.4
ユーロ.....	.	.	.	.	37.6
独マルク ³	27	39.6	36.1	30.1	.
仏フラン.....	2	3.8	7.9	5.1	.
ECU およびその他 EMS 通貨.....	4	11.8	15.7	17.3	.
日本円.....	27	23.4	24.1	20.2	22.7
英ポンド.....	15	13.6	9.4	11.0	13.2
スイス・フラン.....	10	8.4	7.3	7.1	6.1
加ドル.....	1	3.3	3.4	3.6	4.5
豪ドル.....	2	2.5	2.7	3.1	4.2
スウェーデン・クローナ ⁴	...	1.3	0.6	0.4	2.6
香港ドル ⁴	...	1.1	0.9	1.3	2.3
ノルウェー・クローネ ⁴	...	0.3	0.2	0.4	1.5
デンマーク・クローネ ⁴	...	0.5	0.6	0.4	1.2
シンガポール・ドル ⁴	...	0.3	0.3	1.2	1.1
南アフリカ・ランド ⁴	...	0.3	0.2	0.5	1.0
メキシコ・ペソ ⁴	...	...	...	0.6	0.9
韓国ウォン ⁴	...	...	...	0.2	0.8
ニュージーランド・ドル ⁴	...	0.2	0.2	0.3	0.6
ポーランド・ズロチ ⁴	...	...	...	0.1	0.5
ブラジル・レアル ⁴	...	...	...	0.4	0.4

[表 5-1]

出所) Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 2001 (日本銀行仮訳)

外債市場が成立する為にはそれらの通貨に投資する資金が豊富である必要がある。経常黒字と資金流入の点で言えば、香港もシンガポールも高い実績を残しているが、香港ドルやシンガポールドル建て外債は成り立っていないため、通貨の運用は限定的なものであり、各通貨建てでの運用は目的とされていない。

円建て外債

アジアの債券市場と成りうるのは、残った円建て外債（日本国内で発行される非居住者円建て債券、いわゆるサムライ債）のみである。ところが、日本の国債市場の後進性の最大の難点がこの円建て外債にあると言える。円建て外債の潜在的な可能性は確かに高く、日本からアジアへの証券投資の規模も拡大するだろう。外債は対外資本投資の主な手段として、重要な役割を担っている。また、資金調達手段の多様化によってリスクを分散でき、相対的に低いコストで資金調達できるなどのメ

リットも多い。

そもそも円建て外債には二種類、国外で発行されるユーロ円債と、国内で発行されるサムライ債がある。ユーロ円債のほとんどはロンドンで発行される為、主に欧米投資家の円資金運用の手段として発行され、国外の還流が中心であり、日本の対外資本環流に果たす役割は小さい。もう一方で円建て外債は国内投資家にもたらずメリットもあり、本来は円の国際化につながる手段である。ここで、サムライ債とユーロ円債の発行における比較を試みる。[表 5-2]

	発行者	発行金額	期間		発行者の 総コスト	発行まで の時間	清算と決済
想定	政府	2000 億円	5 年 満期	サムライ債	2.03%	6-7 週間	Recording System
				ユーロ円債	1.96%	2-3 日	Euroclear と Cedel

[表 5-2] サムライ債とユーロ円債の発行取引コストの比較

出所) 吉富勝『アジア経済の真実』p.336

結果はユーロ市場より東京市場でのコストが大きく、手数料なども東京市場の方が高くなっている。また、債券の発行においても東京市場の方が時間も要し、翻訳、弁護士、会計事務所などに関わる経費等、ユーロ債券市場では不要な費用が加わる為に割高である。このようなシステムの不効率性に加え、国際的証券決済機関やネットワークの形成の仕組みなどの清算や決済のシステム面でも遅れをとってしまった。ゆえに日本の投資家相手にユーロ円債を発行して資金調達をする方が有利であり、円資金調達のニーズはユーロ円債市場にシフトしていき、東京債券市場はせっかくの潜在力を発揮できないままなのである。このような流通市場の非効率性によって安心して投資できない環境が生まれてしまっている。

今後の方向性

ここまで述べてきたように、円も含め、アジア通貨間の安定がなければ、円建て債券市場が真の意味でアジアの外債市場となることは難しい。現状ではアジアの最大輸出国は米国であり、最終需要財が多い。その反面、対日輸出は原材料や中間財が中心とされていて、対米輸出も対米輸入もドル建てになってしまう、という円の国際化に対する限界も存在する。

この難関を突破し、アジア地域債券市場の育成をより円滑に行う為に、二つの提案がなされている。一つ目はアジア共通通貨を作ること。二つ目は ABC(Asian Bond Corporation)というオフショアボンド会社を創設することである。

アジア共通通貨

一国の債券市場は規模が小さく、債券の市場を確立するにはインフラ整備も含めたコストが高い為、アジア共通通貨建ての地域債券市場を作ることによってコストを軽減でき、規模の経済が働く環境が整う。また、共通通貨を形成するにあたっては複数通貨建てのアジア債券の発行をまずすることが必要であり、そのアジアの通貨だけを使った複数通貨建て債券は日本円のウェイトが高く、日本の投資家を中心とする。

その為、東京市場が発行の拠点とされるのが最適であろう。さらに、東京市場でアジアの複数通貨建て債券を発行させるには日本人投資家から見た為替や信用リスクの軽減に努力することが重要になる。アジア危機後、域外市場は危機に見舞われた国とそうでない国の区別をつけず、東アジアと一まとめされていたが、域内でははっきりと差別化されていた為、域内の投資家は選択的な発行を行え、利益を識別することができた。このように、アジア複数通貨建てアジア国債の発行によって、同じ複数通貨建て民間債券の発行条件や、市場金利にとっての共通ベンチマークを作ることが必要とされている。

ABC (Aian Bond Corporation)

二つ目の提案はアジア債券市場の促進に向け、発行体と投資家を結ぶ機関を設置する方法である。異なる通貨建て債券のバスケットを形成し、それぞれの通貨で抱えているリスクをバスケットにまとめることで抑えるという形をとる。ここで提案されているのは、日本、韓国、タイなどの財務当局がボンド会社を創設させることである。この会社は各国政府が自国通貨建てで発行する国債を購入し、これを担保として、その担保債券の構成に応じたバスケット通貨建ての債券を発行して投資家に販売する会社であり、アジア域内における債券の発行を、為替変動の影響を抑える手段で推進する提案である。通貨変動のリスクを軽減しつつ、各国の信用度と利回りのバランスを保つABCのバスケット通貨建て債券は投資家にとっても魅力的なものと言える。各国の債券市場の育成に必要なインフラ整備の対応、証券化と信用保証などの域内が抱える問題点を把握していく必要がある。

おわりに

以上、本稿では今後の東アジア経済における債券市場の重要性と、その在り方を主張してきた。

第一章ではアジア債券市場に求められる姿を、カレンシー・ミスマッチとマチュリティ・ミスマッチが引き起こす、国際流動性危機と銀行危機という二つの危機という観点から見た。外貨建ての短資の流入が危機の源泉となったが、アジア債券市場では域内通貨建てによる、しかも長期の債券発行が重要となる。債券市場の発達では銀行に偏りがちであったリスクの分散にも繋がる。

第二章では三節に分けて債券市場を育成する上での指針を見てきた。第一節では関係的な銀行業が東アジア経済を支えてきたことを踏まえ、その上で債券市場の発達が、必ずしも銀行主体の経済を害するものではなく、むしろ相互に補完しあうことで、効率的な資源配分の達成、利回りの形成によるヘッジ手段の充実などといったメリットが生まれることを示した。第二節では債券市場を通した利回り形成の重要性を述べた上で、その決定メカニズムについて概観し、アジアにおける国債市場が遅れている現状を見た。第三節では金融の証券化が果たす機能とその概要について見ることで、アジア債券市場における債券発行の形態として、資産担保証券の可能性などについて考察した。

第三章では第二章第三節で見た資産担保証券や、証券決済システムに関する展望を述べた。現在のアジアの債券市場において必要とされるインフラ整備の現状から、長期的な観点に立った上で域内の提携や統合による、ABMI が求めるアジア域内通貨建て債券市場の可能性を見た。

第四章ではマレーシア、タイ、韓国各国について、債券市場整備の現状を見た。売買回転率と発行額から債券市場の現状と、その漸進的な深化を確認し、制度的なインフラについてその進捗を見た。

第五章では金融市場のセンターとしての日本の役割とその可能性について検証した。現状では円資金調達のニーズがユーロ円に流れており、円建て債券市場設立のためには、これを是正すべく決済システムなどにおける東京証券市場の後進性を改善する必要がある。また、アジア共通通貨と Asian Bond Corporation という二つの側面から円滑なアジア地域債券市場の育成の可能性を見た。

危機後のアジアでは債券市場の育成は東アジア諸国の金融セクターの強化と今後の金融危機を回避する為にも重要なものとなってくる。東アジア諸国の債券市場育成の段階の相違は大きく、その成長は長期的で困難を伴うと思われるが、各国の必要条件を割り出し、足並みを揃えて対応することが重要になる。

参 考 文 献

第一章

吉富勝 [2003] 『アジア経済の真実—奇蹟、危機、制度の進化』、東洋経済新報社

第二章

青木昌彦 [2001] 『比較制度分析に向けて』、NTT 出版

青木昌彦・奥野正寛 [1996] 『経済システムの比較制度分析』、東京大学出版会

青木昌彦著 [1995] 『経済システムの進化と多元性—比較制度分析序説—』、東洋経済新報社

古川顕 [2002] 『テキストブック 現代の金融』、東洋経済新報社

日本経済新聞、2004 年 10 月 23 日号

日本経済新聞、2004 年 10 月 29 日

岩本武和 [2004] 『アジア債券市場の可能性と諸問題』、京都大学ワーキングペーパーNo. J-39.

大橋和彦 [2001] 『証券化の知識』、日経文庫

第三章

森純一 [2003] 「アジア債券市場をいかに育てていくか—アジア債券市場イニシアティブを成功させるためのポイント」『Newsletter』第4号、国際通貨研究所

絹川直良 [2003] 『東アジア新興国の外国為替市場インフラ整備』第7号、国際通貨研究所

国際通貨研究所 [2001] 『アジア域内の債券市場の振興についてのワークショップを中心とした調査研究』

(<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou025b.pdf>)

「アジア債券市場イニシアティブ」 財務省

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

『通商白書 2003』 経済産業省

http://www.meti.go.jp/policy/trade_policy/whitepaper/html/2003pdf.html

第四章

財団法人 日本証券経済研究所『図説 アジアの証券市場 2004年版』

細川直良 [2002] 『東アジア債券市場のインフラ整備の推進役は誰か』国際通貨研究所

国際通貨研究所 [2001] 「第3章 韓国の債券市場」『アジア域内の債券市場の進行についてのワークショップを中心とした調査研究』

国際通貨研究所 [2002] 『東南アジア地域金融問題研究会』

(<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou029c.pdf>)

丸淳子 [2001] 「第4章 マレーシアの債券市場と企業金融」『マレーシアの金融問題』、国際通貨研究所

佐々木文之 [2001] 「第5章 マレーシア債券市場の現状と問題点」『マレーシアの金融問題』、国際通貨研究所

入村隆秀 [2001] 「東南アジア諸国の債券市場——タイの事例を中心に」、東南アジア地域金融問題研究会

福地亜希 [2003] 「アジアにおける債券市場の新たな動き」『東京三菱レビュー』No.10、8月5日

野口麻衣子 [2003] 「東アジアの債権市場の発展と課題」『日銀クォーターリー』No. 71
Autumn

吉田瀬且 [2002] 「シンガポールの債券市場：現状と課題」『国際経済金融論考』
1080号 2月15日

第五章

R. Fabella, S. Madhur [2003] Bond Market Development in East Asia: Issues
and Challenges, ERD Working Paper Series, No. 35, Asian Development Bank

梶山恵司 [2001] 「アジアにおける資金仲介機能の整備-円資金の有効利用に向けて」 FRI Review.

Ito, Takatoshi [2003] Promoting Asian Basket Currency (ABC) Bonds