

## 東アジアの金融・資本市場のあり方

### —クロスボーダー債券からアジア通貨バスケット建て債券へ—

山上 秀文\*

#### 要 約

2005年12月の東アジア首脳会議（サミット）において、将来の「東アジア共同体」の構築を目指して域内協調を深める共同宣言が調印された。その域内協調の経済面での柱のひとつとして「東アジアの金融・資本市場育成」は位置づけられよう。本稿では東アジアの金融・資本市場のあり方を、現状分析を踏まえながら考え、また将来のひとつの象徴的課題としてアジア通貨バスケット建て債券への途を探りたい。

最初に、東アジア諸国の IS バランスだが、最近の2004年末のデータをみても、特に高水準のシンガポール、マレーシアを初めとして東アジア諸国・地域の貯蓄過多はむしろ拡大しており、この貯蓄資金の域内投資への有効活用が急がれる。そして米ドル建て短期資金を現地通貨建て中長期間資金需要に活用することで生じ、アジア通貨・金融危機の発生要因となった、通貨と期間のダブルミスマッチの解消を図り、危機の再発防止につなげていくことが重要である。

また、東アジアの金融・資本市場の現状をみると、銀行貸出や株式時価総額が多くの中で日本や米国に匹敵する発達を示しているのに対し国債・社債市場は規模が小さい。従って域内の中長期資金運用調達手段の確保と、危機に強くバランスの取れた金融・資本市場の形成のためアジア債券市場の発展は不可欠である。債券市場の発展が求められる理由、債券市場が抱える問題点や課題を、最近の議論や実例を踏まえて検討する。

次に、東アジアの金融・資本市場のなかで、今後その役割が期待される各国現地通貨建て債券市場とクロスボーダー債券市場について、その現在の課題をまとめる。

第3に、東アジアの金融・資本市場のあり方を考える際に参考になる、1970年のウエルナーレポート以降の、欧州 EUA (European Unit of Account) ・ ECU (European Currency Unit) 債発行の歴史を先行事例としてとりあげる。

第4にそうした欧州の事例を参考にしつつ、今後このクロスボーダー債券がさらにアジア通貨バスケット建て債券へと発展することがなぜ必要か、そのためにはいかなるステップを踏む必要があるのかについて考えたい。特に域内の安定的な為替制度、各国政策協調、アジア開発銀行 (Asian Development Bank : ADB) の ACU (Asian Currency Unit) 指標公表などの「公的 ACU」の動きと、アジア通貨バスケット建て債券の民間発行、流通などの「民間 ACU」の動きの同時進行が欠かせない。また、「民間 ACU」の早期実現には当初対象国・地域を絞り込み、次第にそれを拡大していく必要も出てこよう。

最後に、こうした考えを裏付ける事例研究として、2003年10月、日本金融学会などで提示された包括的なクロスボーダー資産担保証券 (Asset Backed Securities : ABS) 発行モデ

\* 近畿大学経済学部教授

ルとともに、最近のクロスボーダー債やバスケットファンドをとりあげ、その意義と今後の課題につき整理しておきたい。

その中でたとえば ABS 発行モデルでみると、各国の現地通貨建て資産が ABS 発行体に集まれば自然にアジア通貨バスケット建て債が出来上がる。また、実際に ABF2 において、民間解放は実現していないものの各国の現地通貨建て公共債を組み込んだバスケットファンド (FOBF) が出来上がっている。

ただ、問題となるのは、内外の民間機関投資家が現在は米ドルなど単一の通貨への投資志向が強いことである。決済システムもヘッジ手段も未整備なアジア通貨バスケット建て債券への投資を直ちに活発化させることは難しい。しかし欧州の事例を見ても、70年代以降、かなり長い期間のバスケット建て債券発行がある。したがって単一通貨建てクロスボーダー債券発行を活発化させ、その間、試行的に日本を含めた少数参加国でのバスケット建て債券を発行することにより、決済システムやヘッジ手段の整備を行い、機関投資家に加えて、欧州でも見られた個人投資家の発掘を図っていくことが必要と考えられる。

こうした、官民が共同した取り組みが今後とも経済・市場面での域内協調の柱として重要となる。

## I. はじめに

2005年12月の東アジア首脳会議（サミット）において、将来の「東アジア共同体」の構築を目指して域内協調を深める共同宣言が調印された。その域内協調の経済面での柱のひとつとして「東アジアの金融・資本市場育成」は位置づけられよう。本稿では東アジアの金融・資本市場のあり方を、現状分析を踏まえながら考え、また将来のひとつの象徴的課題としてアジア通貨バスケット建て債券への途を探りたい。

最初に、東アジア諸国の IS バランスだが、最近の2004年末のデータをもとに、東アジア諸国・地域の貯蓄過多はむしろ拡大しており、この貯蓄資金の域内投資への有効活用が急がれる。そして米ドル建て短期資金を現地通貨建て中長期間民間資金需要に活用することで生じ、アジア通貨・金融危機の発生要因となった、通貨と期間のダブルミスマッチの解消を図り、危機の再発防止につなげていくことが重要である。

また、東アジアの金融・資本市場の現状をみ

ると、銀行貸出や株式時価総額が多く、多くの国で発達を示しているのに対し国債・社債市場は規模が小さい。従って域内の中長期資金運用調達手段の確保と、危機に強くバランスの取れた金融・資本市場の形成のためアジア債券市場の発展は不可欠である。

次に、東アジアの金融・資本市場のなかで、今後その役割が期待される各国現地通貨建て債券市場とクロスボーダー債券市場について、その現在の課題をまとめる。

第3に、東アジアの金融・資本市場のあり方を考える際に参考になる、1970年のウエルナーレポート以降の、欧州 EUA (European Unit of Account)・ECU (European Currency Unit) 債発行の歴史を先行事例としてとりあげる。

第4にそうした欧州の事例を参考にしつつ、今後このクロスボーダー債券がさらにアジア通貨バスケット建て債券へと発展することがなぜ必要か、そのためにはいかなるステップを踏む

必要があるのかについて考えたい。特に域内の安定的な為替制度，各国政策協調，アジア開発銀行（Asian Development Bank：ADB）のACU（Asian Currency Unit）指標公表などの「公的ACU」の動きと，アジア通貨バスケット建て債券の民間発行，流通などの「民間ACU」の動きの同時進行が欠かせない。また，「民間ACU」の早期実現には当初対象国・地域を絞り込み，次第にそれを拡大していく必要も出て

こよう。

最後に，こうした考えを裏付ける事例研究として，2003年10月，日本金融学会などで提示された包括的なクロスボーダー資産担保証券（Asset Backed Securities：ABS）発行モデルとともに，最近のクロスボーダー債やバスケットファンドをとりあげ，その意義と今後の課題につき整理しておきたい。

## Ⅱ．東アジア諸国・地域の貯蓄・投資バランス

まず，東アジア全体の状況を把握し，アジア債券市場育成のための基本問題意識を改めて検証するために，2004年までのデータを使い，東アジア諸国・地域の貯蓄・投資バランス，資本市場規模，国債・社債発行残高の推移と最近の変化について考える。

表1の貯蓄・投資バランスであるが，東アジア諸国のISバランスはアジア危機の前の1995年には多くの国で貯蓄不足・投資過多であったものが，2000年までにほとんどすべての国で貯蓄過多になっている。この貯蓄の域内有効活用がアジア債券市場育成の主要な問題意識であっ

た。その後，危機からの経済の再生と，その後の発展がさらに進んだ最近の2004年のデータを見ても，中国は例外として，特に高水準のシンガポール，マレーシアを初めとして東アジア諸国・地域の貯蓄過多はむしろ拡大していて，この貯蓄資金の域内投資への有効活用が急がれよう。

次に表2の東アジア諸国・地域の資本市場規模だが，1997年との対比で2004年を見ると，全体として銀行貸出と株式時価発行総額が対GDPで高い比率を占めていることは変わっていない。マレーシア，シンガポール，香港で株

表1 アジア諸国・地域の貯蓄・投資バランスの推移（単位：％）

I-S バランス（GDP 比率）

	国内総貯蓄					国内総投資					貯蓄・投資バランス				
	1990	1995	2000	2003	2004	1990	1995	2000	2003	2004	1990	1995	2000	2003	2004
韓国	37.2	36.5	33.9	32.8	35.0	37.7	37.7	31.0	29.4	30.2	▲0.5	▲1.1	2.9	3.4	4.8
台湾	27.6	25.9	24.4	23.5	23.4	23.1	25.3	22.9	17.2	20.7	4.5	0.6	1.5	6.3	2.7
香港	35.2	29.1	31.7	31.6	31.6	27.5	34.7	28.1	22.8	23.0	7.6	▲5.5	3.6	8.7	8.6
シンガポール	43.3	50.2	47.9	46.7	48.0	36.4	34.2	32.0	13.4	18.3	6.9	16.1	15.9	33.3	29.7
インドネシア	32.3	30.6	25.6	21.5	25.3	30.7	31.9	16.1	16.0	22.8	1.5	▲1.3	9.5	5.5	2.5
マレーシア	34.4	39.7	47.2	42.9	43.8	32.4	43.6	27.2	21.8	22.5	2.0	▲3.9	20.0	21.1	21.3
フィリピン	18.7	14.5	17.3	20.1	20.9	24.2	22.5	21.2	18.7	17.0	▲5.5	▲7.9	▲3.9	1.4	3.9
タイ	34.3	37.3	33.2	33.1	33.4	41.4	42.1	22.8	25.2	27.1	▲7.1	▲4.8	10.4	7.9	6.3
中国	38.7	42.5	39.0	42.7	44.7	34.7	40.8	36.3	44.4	45.3	4.0	1.7	2.6	▲1.7	▲0.6

（資料）ADB, Key Indicators

式時価発行総額対 GDP 比率が米国並みか、それを上回るという点、インドネシア、フィリピン、韓国が銀行貸出、株式時価発行総額ともに他国比低いなど各国ごとの個別のばらつきはあるが、銀行貸出と株式時価発行総額は、総じて日本に匹敵する高い比率となっている。つまり、東アジアの金融・資本市場は英国・米国型と対比される日本・ドイツ型ともいえる市場の特徴を有している。

その一方で、前述の通り国債・社債残高の対 GDP 比率が総じて低い点が、東アジアの金融システムの基本的脆弱性として指摘される。しかし1997年対比で2004年を見ると、多くの国で比率が徐々に上昇してきているのが見てとれる。国債は不良債権処理に伴う発行増も含まれている国があり、その点は斟酌するとして、今後むしろ民間資金の流れとして注目されるべき社債のほうは2004年末残高の対 GDP 比率では、シンガポールが70%と高く、また韓国が52%と2003年末比倍増しているほか、政府関連のモーゲージ債であるチャガマス債を除いてもマレーシアが38%に増加、台湾、香港で日本を上回っ

てきている。また、2004年末でさらに注目すべきは社債発行残高で各国合計が6千億米ドルを超えて、1997年末時点での日本一国の社債残高の約5割の規模から拡大し、ほぼ日本一国の残高と同水準まで達していることである。

すなわち、各国ごとの債券市場は依然として小規模だが、以前のように日本だけが突出して日本を除いてまず各国市場の育成を考えざるを得ない状況から、次第に日本を含めた形でその全体のあり方を考えることが適切な市場になりつつあるといえる。

とはいえ米ドル単位に直して、2004年末のアジア諸国・地域の国債・社債発行残高をみると、8カ国・地域を合計で表3の国債残高は6,863億米ドル、表4の社債残高は6,266億米ドルとそれぞれ日本一国の国債残高の約1割、また米国と比較して規模が1割以下と著しく小さく、発達が不十分な日本一国の社債残高によりやく匹敵した段階である。

したがって現在の債券市場規模では各国ごとの現地通貨建て債券市場育成だけでは、機関投資家の資金の受け皿として規模が小さく、資金

表2 アジア諸国・地域の資本市場規模（年末残、GDP比）（単位：％）

	銀行貸出			株式時価総額			国債残高			社債残高		
	1997	2003	2004	1997	2003	2004	1997	2003	2004	1997	2003	2004
タイ	121	79	78	23	81	71	5	19	20	3	6	6
マレーシア	98	90	100	133	162	161	24	33	34	17	30	38
インドネシア	60	21	23	25	22	30	-	30	18	3	2	3
フィリピン	60	35	31	52	69	34	67	95	n.a	5	-	n.a
シンガポール	101	108	102	233	241	179	16	40	41	22	65	70
韓国	41	75	89	14	49	58	6	19	22	18	26	52
台湾	112	124	135	116	131	139	12	26	28	4	17	20
香港	152	148	152	238	455	523	8	10	10	19	36	38
中国	106	176	170	24	36	27	7	19	17	1	1	10
日本	101	81	106	54	64	76	49	110	130	7	13	13
米国	37	40	41	160	141	147	46	30	37	43	59	60

（資料）各国統計

表3 アジア諸国・地域の国債発行残高（年末残、百万ドル）

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
タイ	705	291	11,227	15,676	15,229	15,980	25,836	27,961	32,301
マレーシア	26,457	17,026	19,740	20,615	23,543	27,224	28,829	34,473	40,526
インドネシア	n.a	n.a	12,461	71,993	68,793	63,468	72,785	73,708	46,350
フィリピン	28,465	18,943	22,008	24,477	21,614	24,723	28,098	31,060	n.a
シンガポール	14,645	13,065	17,242	21,188	24,973	28,974	33,429	37,041	44,069
韓国	29,969	16,755	34,551	53,779	56,307	62,703	82,844	113,998	149,856
台湾	36,085	31,742	32,344	39,624	44,708	53,096	63,722	76,167	85,363
香港	11,873	13,123	12,581	13,110	13,930	14,589	15,065	15,458	15,818
中国	52,559	66,534	93,803	127,327	157,296	188,696	233,168	273,056	271,975
日本	2,109,122	1,985,283	2,554,058	3,245,291	3,198,909	3,309,519	4,142,314	5,129,187	5,960,161
米国	3,755,000	3,778,000	3,724,000	3,653,000	3,358,000	3,353,000	3,610,000	4,008,000	4,371,000

(資料) 各国統計

(注) 日本は地方債、政府保証債を含む。

表4 アジア諸国・地域の社債発行残高（年末残、百万ドル）

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
タイ	5,083	2,807	3,430	4,787	4,839	5,692	6,489	9,523	9,854
マレーシア	13,391	12,076	12,368	16,842	21,053	25,263	24,737	30,789	44,737
インドネシア	4,153	3,356	1,807	2,245	2,333	1,994	2,396	5,387	6,713
フィリピン	22,892	3,006	3,075	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
シンガポール	18,574	18,502	19,271	25,810	28,588	43,652	51,368	60,560	75,284
韓国	90,033	53,160	101,895	105,115	105,692	117,244	151,745	156,747	353,506
台湾	9,110	9,903	19,380	21,913	24,217	28,890	39,839	50,562	61,696
香港	25,278	32,668	38,888	43,993	46,626	48,745	53,204	56,293	58,899
中国	7,203	6,293	8,177	9,404	10,409	12,186	16,068	20,419	15,949
日本	265,921	286,876	393,561	488,315	470,138	437,140	499,794	583,579	602,315
米国	3,248,000	3,597,000	4,143,000	4,555,000	4,925,000	5,514,000	5,946,000	6,520,000	7,103,000

(資料) 各国統計

(注) マレーシア、フィリピン、日本、米国は民間債。但し、マレーシアはチャガマス債を除く。

移動に対して不安定、またインフラ整備でも非効率的な市場となる可能性が大きい。また、各国債券市場の育成は2004年末時点で一定の実績があり、これをベースとして2005年以降の努力が

なされている一方で、クロスボーダー債券はまだ、ほとんど実績がない状況にある。

そのことが後述の通り、各国の債券市場とクロスボーダー債券市場の同時並行的な育成が重

要として、2003年における、その双方を包括的に含むクロスボーダー資産担保証券（ABS）発行構想の提示につながっている。この状況はそ

の後も基本的には変わっていないが、この ABS 発行構想も、日本を含めて考えるべきである。

### Ⅲ．各国債券市場とクロスボーダー債券市場の課題

東アジアの金融・資本市場のあり方を考える手がかりとして、まず、各国債券市場とクロスボーダー債券市場のインフラの整備、投資家の育成について、現在抱える問題点を簡単に整理すると以下の通りとなる。これは、2004年5月に ASEAN+3 財務大臣会合にて了承された、日本銀行とマレーシア中銀の提案による「ASEAN+3 クロスボーダー債券投資・発行の障害に関する調査」の調査項目を中心に、その後の事例研究の中から補いまとめたものである。

1. 各国債券市場のインフラ整備、投資家育成  
居住者の購入・発行規制、販売制限、価格の透明性、投資家保護、ディスクロージャー、国内

決済システム、流通市場の形成

2. クロスボーダー債券市場のインフラ整備、  
投資家育成

非居住者の購入・発行規制、販売制限、源泉徴収税、規制の透明性、外国為替管理、ヘッジ手段、清算・決済・保管システム、国際格付制度

東アジア域内民間資金の域内有効活用を主な目的とするアジア債券市場の育成は、各国債券市場がまだ十分には発達しておらず、また、一つ一つの潜在市場規模も個別に見ると大きくない現状に照らして、各国債券市場とクロスボーダー債券市場とどちらが先というわけではなく同時並行的に育成を行っていく必要がある。

表5 クロスボーダー債券取引  
(参考) 国債の保有者構造

2004年9月時点、%

	金融機関	政府	中央政府	個人	外国人	その他
中国	82.5	n.a.	14.6	n.a.	0.4	2.5
香港	84.7	0.3	0.5	n.a.	n.a.	14.5
インドネシア	97.6	0.0	0.0	0.1	1.7	0.6
韓国	91.6	0.0	1.6	n.a.	0.8	6.6
マレーシア	13.4	n.a.	0.0	n.a.	1.0	85.5
フィリピン	55.3	5.3	6.2	n.a.	n.a.	33.1
シンガポール	66.6	0.5	9.8	0.2	3.2	19.6
タイ	73.0	0.0	6.0	14.0	2.0	5.0
日本	37.1	40.2	14.5	3.0	4.0	1.2
(参考)						
オーストラリア	18.2	12.0	7.2	n.a.	49.7	12.9
ニュージーランド	29.6	12.9	15.9	2.3	39.0	0.3

(出所) 日本銀行 竹内淳 (2006)

(原資料) Asian Bonds Online Website, Nishihara (2005)

そして、そのインフラ整備と投資家育成のための問題点と課題は重なる部分とそうでない部分がある。すなわち、各国債券市場の抱える課題に加えて、クロスボーダー債券市場育成のためには、非居住者の購入・発行に対する規制、源泉徴収税、外国為替管理、投資通貨と発行通貨が異なるケースのヘッジ手段、クロスボーダーでの清算・決算・保管システム、統一的な国際格付制度などについてさらに整備、改善を行う必要がある。

特に、東アジア市場におけるクロスボーダー債券取引の現状を見ると、最も早く発達することが一般的な国債市場においてさえ、外国人、すなわち非居住者の市場参加は表5の通り限定的である。低い中では、シンガポール、タイ、日本が2-4%の保有比率がみられ、若干先行

している。一方、本来、東アジア域内協調を深め、かつ健全な金融・資本市場形成のために発達が見られるクロスボーダー社債市場は、依然として未発達といえる。

こうした状況の下で、政策当局や市場関係者にとっては、サムライ債市場などの例外を除き、東アジアにおいて実際にまだ存在していないクロスボーダー債券市場についての細かな障害を予め特定することは難しいことが多い。むしろ、実際の試行的取引を行ってみて初めて、具体的な整備、改善策が浮き彫りになる。そうした試行錯誤の中から公的ACUの検討と同時進行の形で、決済手段の確保などアジア通貨バスケット建て債券へのインフラ整備も進むことが期待される。

#### IV. 欧州 EUA・ECU, Euro への参加国の変化

ここで、欧州通貨バスケット建て債券の発達事例を簡単に見ておきたい。

10年間で段階的に域内変動幅をゼロにするか、あるいは単一通貨の導入を目指して1970年に発表されたウエルナーレポート以降、まず、公的なEC加盟中央銀行間の帳簿上の計算単位EUA (European Unit of Account) を活用したEUA債が生まれた。しかし、これはあくまでも形式的通貨単位にとどまり、EUA債は米ドル建て決済が中心だった。その後、EUAはECU (European Currency Unit) に改名され、ECU決済勘定も開設された。さらにEMU (Economic and Monetary Union) のもとでのユーロにいたる参加国の増減を含めた流れは以下の通りである。

- 1975年 EUA 9カ国通貨のバスケット一独、仏、伊、ベルギー、オランダ、ルクセンブルグ、アイルランド、英、デンマーク
- 1979年 ECUに改名
- 1981年 ECU建て債の誕生

- 1983年 ECU決済勘定開設
- 1984年 ECU10カ国通貨のバスケット一ギリシャが加入
- 1989年 ECU12カ国通貨のバスケット一ポルトガル、スペインが加入
- 1999年 Euroの誕生、EMU第一陣参加11カ国-1989年ECU12カ国にオーストリア、フィンランド参加と英、デンマーク、ギリシャ不参加(2001年ギリシャ参加-12カ国)

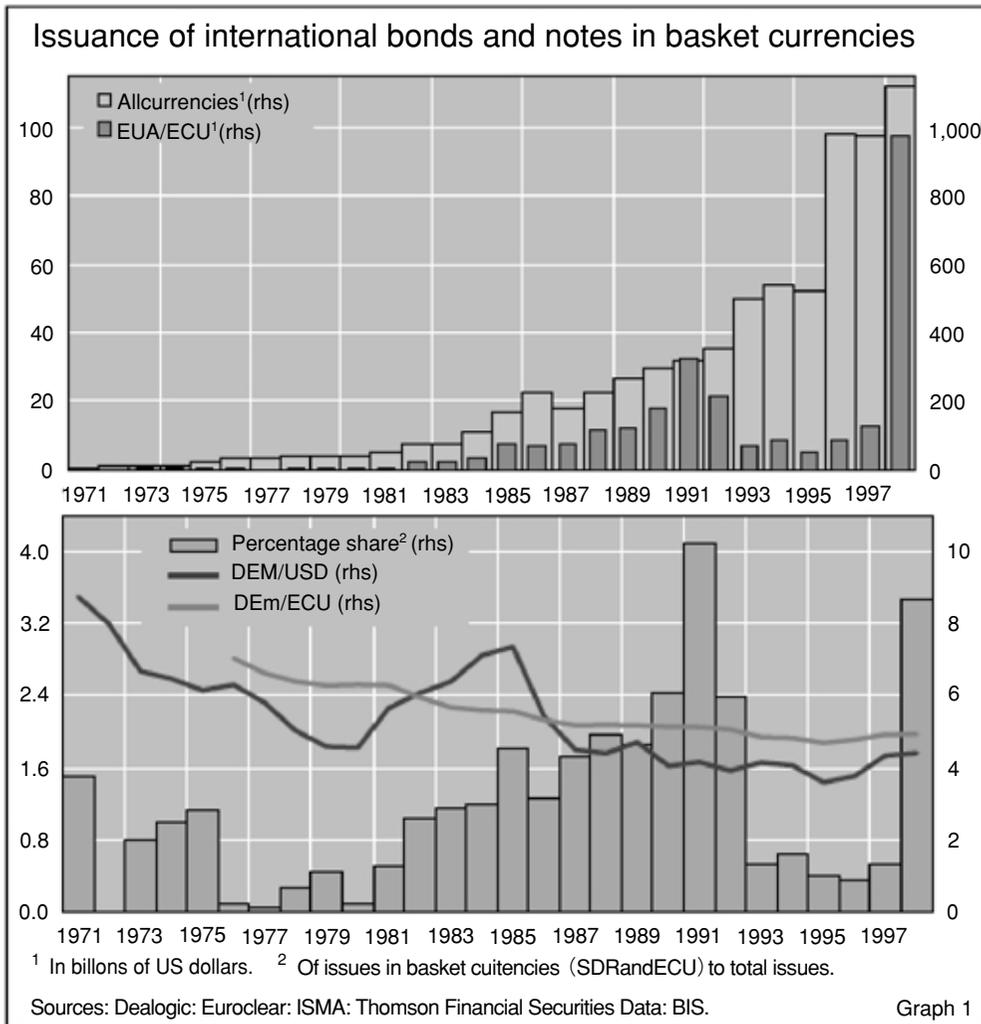
一方で、民間ECUともいべき、欧州EUA・ECU債発行実績の推移は図1のとおりであり、EUA9カ国通貨のバスケット債として、1975年前後から年間数億ドル単位と小額だが、発行実績が見られる。一般には公的ECUが固まり1999年のEMUへの展望が見えてから、民間ECUの位置づけにあるECU債が活発になったといわれるが、それは1998年の国際債発行の約10%、年間1千億ドル近い発行実績をみての評価であろう。しかし、実際にはその30年近く前

のウエルナーレポート発表後まもなくの1970年代から自らの決済勘定を持たないまま、不完全な形ではあるが、民間ECUの原型のEUA債発行が始まっていたともいえる。

2005年12月に将来の「東アジア共同体」を目指して域内協調を深める共同宣言が調印された

今、東アジアにおいて、公的ACU(Asia Currency Unit)の検討と同時進行で将来の民間ACUともいべきアジア通貨バスケット建て債券発行の途を、現時点から考える有意性を示唆する先行事例といえよう。

図1 欧州EUA/ECU債発行実績の推移



(出所) C.Dammers and R.McCauley (BIS Quarterly Review, March 2006)

## V. クロスボーダー債券からアジア通貨バスケット建て債券へ

そうした先行事例を踏まえて、域内協調のもとで「アジア通貨バスケット建て債券」を考えるとすれば、やはりステップを踏んで、その発展を支援していくことが大切となる。すなわち、各国債券市場育成からクロスボーダー債券市場の発展、そしてそれに続いて、域内の安定的な為替通貨制度の検討、各国政策協調、アジア開発銀行のACU指標公表などの「公的ACU」を目指す動きとアジア通貨バスケット建て債券の民間発行、流通などの「民間ACU」を目指す動きの同時進行という道筋である。

また、こうした道筋の中で「アジア通貨バスケット建て債券」を考える際に、早期の実現を目指すなら、対象国・地域はマクロ経済や市場の統合度や成長度を踏まえて選択し、債券の流動性を重視して、当初はかなり少数に絞り込み、次第に拡大していくべきである。

- マクロ経済・市場面からみた、当初対象国・地域の一例

### 1. 貿易、金融、マクロ経済での高い統合度

(7カ国・地域)

—日本、韓国、台湾、シンガポール、香港、マレーシア、タイ（東アジアは最適通貨圏か？—河合・本西，2005）

### 2. 社債市場の規模上位国・地域(2004年末残)

(6カ国・地域)

—日本、韓国、台湾、シンガポール、香港、マレーシア

この組み合わせ例のほか、中国人民元の柔軟性の一層の向上や非居住者の金融取引の自由化が、ここ1—2年の短期間で実現することを大前提に、中国を加えるという選択肢や、アセアン+3の枠組み重視の立場からその同意のもとで当初の対象を絞り込むとの考え方もある。

欧州の事例で言えば、まだEMUやユーロの誕生が市場参加者の間で意識が低く、発行額が限られ、決済システムも未整備であった70年代のEUAバスケット建て債から80年代前半のECU債の段階との関連で考えるべきである。

## VI. クロスボーダー資産担保証券（ABS）発行構想

以上を踏まえつつ、図2の資産担保証券（ABS）発行構想のやや複雑なフローチャートを参照したい。こうしたアジア債券市場、とりわけ民間の社債市場の発達のためには、各国の国内債券市場とクロスボーダーの債券市場が同時並行的にその規模を拡大することが必要である。また初期の段階では域内の投資家はリスクを避けようとする傾向が強いため、政府や国際機関の信用補完や通貨スワップ提供により信用リスクや為替リスクをできる限り小さくした債券を発行することが必要とみられる。

2002年までの数年でも、日米投資家のクロスボーダー資金を対象として、アジア・インフラ・プロジェクトを裏づけ資産とする債券発行を行うおうとするアジア・インフラ・デット・ファンド構想や、香港、タイなどでの消費者クレジット証券化案件の実行など、具体的な個別案件の動きは散発的に見られた。

しかし、その後、関係者共通の問題意識により、新たに域内の政府・中央銀行、公的金融機関、民間金融機関などが協力してアジア債券市場の育成を図ろうとする議論が2002年ごろより

活発化している。この間、域内の財務省が中心となったアジア債券市場イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) の下での発行体、発行債券、発行方法の多様化検討と、域内の中央銀行が中心となったアジア債券基金構想 (Asia Bond Fund: ABF) の下での各国の外貨準備を活用したアジア各国の国債購入ファンド作りとが同時並行的に進められてきた。

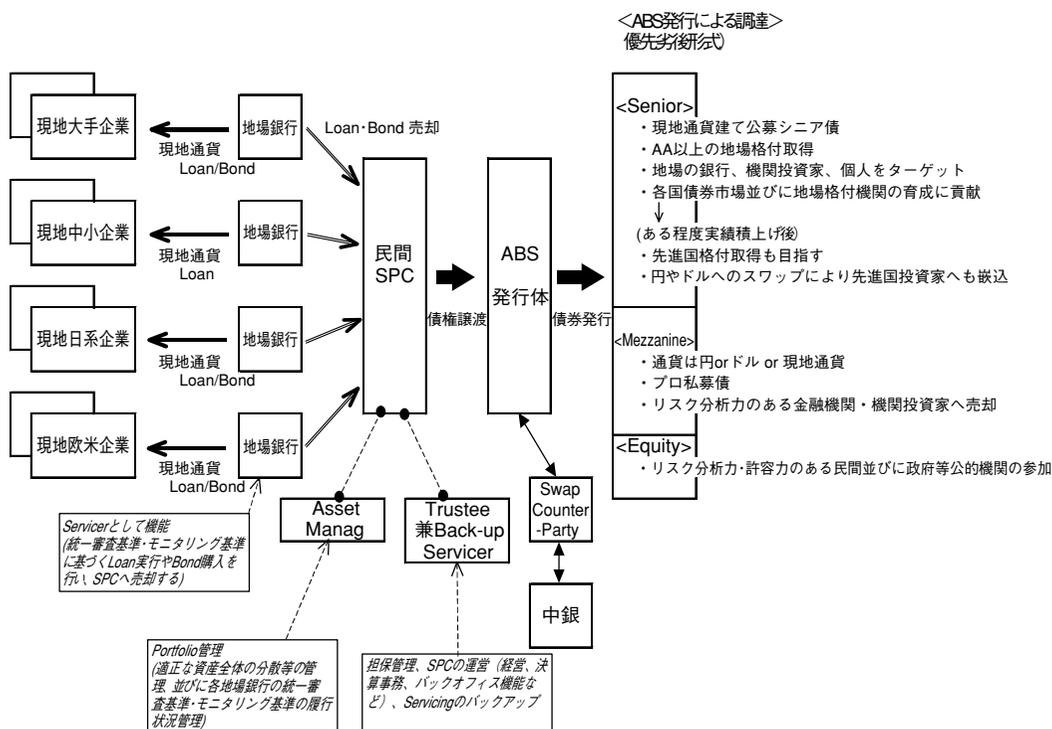
そうした時期の2003年10月に日本金融学会で提出された案が図2のクロスボーダー資産担保証券 (ABS) 発行構想である。この構想は、東アジアにおいて発達した各国地場銀行の力を活用した信用リスクの一定のコントロールのもとで、アジア各国の企業向け貸出や債券の証券化をそれぞれの国内で民間 SPC を通じて行い、それをシンガポールや東京 (Japan Offshore Market: JOM) などアジア域内で債券市場が相対

的に発達し、投資家の発掘が比較的容易な国で設立される ABS 発行体に譲渡して、優先劣後形式の債券発行を行うというものであった。

つまり、一つの構想の中にフローの前半の、各国ごとの民間 SPC にいたる各国債券市場の育成の部分と、フローの後半の、代表的な債券市場を選んで域内で一つ設立する ABS 発行体を中心とするクロスボーダー債券市場育成の部分を含んでいる。また各国の現地通貨建て原資産が束ねられた形で、アジア通貨バスケット建て債券が形成される展望も生まれる。

将来、クロスボーダー資産担保証券 (ABS) を活用して、アジア通貨バスケット債券を組成する場合、各国にて信用リスクが相対的に低い標準的な現地通貨建て原資産を集めることが必要となる。前述のクロスボーダー資産担保証券 (ABS) 構想では日系、欧米系ならびに現地大

図2 クロスボーダー資産担保証券 (ABS) 発行構想



(出所) 山上秀文 (2003)

手、中小企業向け与信を対象としている。その理由はアジア域内で、相対的に発達した地場銀行の与信審査能力を活用しようとするものだが、域内統一審査基準、モニタリング基準の制定にかなりの困難が予想される。一方、英国・米国などで一般的な手法である、ポートフォリオ分散によりリスク軽減をはかるため、香港などで実例があるクレジットカード債権の証券化や、実例は乏しいが各国住宅ローンの証券化により、原資産を構成する考え方もある。しかし、この場合は東アジア各国のSPCの倒産隔離手法など、原資産の標準化にむけた統一的な法整備が必要である。

もうひとつの主要な問題は、為替リスク回避の観点から地域内外の民間機関投資家が現在は米ドル、円、あるいはパーツなどのように多様な取引が存在し、域内外でリスク回避手段も豊富な単一の通貨への投資志向が強いことである。したがって、まず単一通貨建てクロスボーダー債券発行を活発化させることにより取引の厚みを増すと同時に、アジア通貨バスケット建て債券発行に際しても、当初は各国の中銀による通

貨スワップの提供により、機関投資家の為替リスクを軽減するとともに、クロスボーダー決済システムや市場でのヘッジ手段の整備を図り、その動きを積極的に支援していくことが必要である。

なぜならば、将来、たとえば円や米ドルの単一通貨建てのクロスボーダー債券発行だけでは、域内協力の下で各国が現地通貨建て債券の発行を増やし、それをそのままクロスボーダー債券市場につなげて流動性を確保し、個人投資家を発掘し、域内で安定した金融・資本市場を形成することは難しいからである。

幸いに2004年以降の動きでは、こうした地域包括的なクロスボーダー資産担保証券（ABS）には至らないまでも、実際に公的な支援を得て個別具体的ないくつかの新しい起債・発行例が出てきている。もちろん、投資家の発掘には苦勞しながらのもので、問題点や課題も浮かび上がってきている。従って、そうした起債・発行例をレビューするとともに、クロスボーダー債券からさらには、その発展形としてのアジア通貨バスケット建て債券への途を探りたい。

## Ⅶ. クロスボーダー債券、アジア通貨バスケット建て債券に向けた事例研究

第1段階の現地通貨建て債券市場育成の試みとして、まず日系パーツ債についてレビューしたい。2004年に官民の努力により実現した2件はいずれもいすゞのタイ現地法人のパーツ債発行だが、それぞれ日本国際協力銀行（Japan Bank for International Cooperation：JBIC）と日本貿易保険（Nippon Export and Investment Insurance：NEXI）の信用補完によりタイ国内の投資家の購入を容易にしている。起債関係者の話によれば、3月のいすゞ（タイ）債では現地証券会社の投資信託への組み込みが見られたものの、6月のトリベッチいすゞ債ではすべて地場のタイ投資家が購入しているとのことで、2件の起債はその後のトヨタリーシング（タイ）などの公

的信用補完のない非居住者関連パーツ債発行への呼び水効果があったと思われる。また2005年11月には、三菱自動車（タイ）債もNEXI保険により発行されている。前述の発行構想で言えば、左側上から3番目の部分の実現にこぎつけたといえよう。

次に2004年以降に発行が開始されたアジア開発銀行（Asian Development Bank：ADB）のアジア通貨建て債券をみると、以下の通り、2月にインドルピー債、6月に香港ドル債とシンガポールドル債の並行発行、11月にマレーシアリング債、そして2005年5月、タイパーツ債、10月中国人民元・パンダ債と続いている。また、2004年12月には国際金融公社（International

Finance Corporation : IFC) による, RM500million, 3年のマレーシア・イスラム債券発行, 2005年11月には YUAN 1. 13billion, 10年の人民元・パンダ債もある。

(アジア開発銀行発行のアジア通貨建て債券)

1. インドルピー債 : INR 5 billion, 10年, G + 17b. p.
2. 香港ドル債とシンガポールドル債 : HK \$ 1 billion, 3年, G + 3 b. p. and SPR \$ 200million 3年, G + 27b. p.
3. マレーシアリング債 : RM400million, 5年, G - 2 b. p.
4. タイバーツ債 : THB 4 billion, 5年, G + 17b. p.
5. 中国人民元・パンダ債 : YUAN 1 billion, 10年, 3.34%p. a. Fixed

本来, アジア債券市場は民間資金の民間活用にその主な狙いがあり, 民間の社債を中心に考えていくべきであるが, 投資家の発掘や各国現地通貨建て債の市場育成を行う初期の過程で, ADBのような信用力のある発行体の起債とその資金の各国内投資活用は意義があることと思われる。そして, このことは将来, アジア通貨バスケット建て債券の当初参加可能国を増やしていくことにもつながる。ただし, 今後, 市場育成がある程度進んだ段階では, ADBは公的ACUへの指標公表や, 民間債への部分的な信用補完や, 発行構想のエクイテイ部分への参加などにその役割を限定して, 民間の資金の流れ

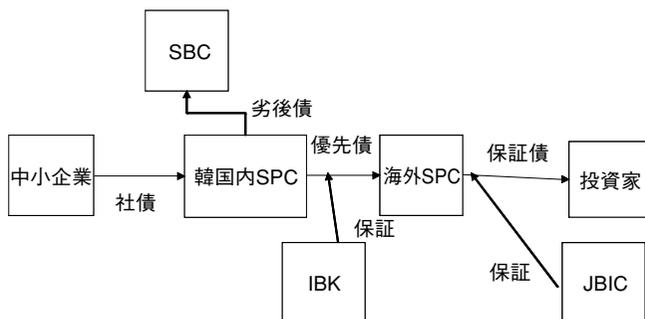
を支援することに軸足を移すべきであろう。

次にクロスボーダー債券市場育成事例として, 2004年12月に発行された図3の中小企業46社の私募債, 総額77億円をまとめた円建て韓国債務担保証券(期間3年の変動利付き債・韓国中小企業銀行(The Industrial Bank of Korea : IBK)ならびにJBIC保証)につきレビューしたい。図3のフローチャートの通り, このスキームの前半は韓国国内SPCまでの国内債券市場にかかわる部分であり, 後半は円資金のニーズのある韓国の中小企業と日本の機関投資家ならびに広くアジアの投資家とをつなぐ在シンガポールドルSPCを中心とするクロスボーダー債券市場にかかわる部分となる。また, 劣後部分は韓国中小企業振興公団(Small Business Corporation : SBC)が購入する優先劣後形式をとっている。

したがって, この各国債券市場とクロスボーダー債券市場をつなぐという点で, 図2のクロスボーダー資産担保証券発行構想に近い形をとっており, 試行的発行という側面から大変注目されよう。本件が1件だけの試行的発行で終わることなく, さらに理想形に近づいた継続発行と流通市場の形成が期待されるが, 今後の中長期課題としては, 以下があげられよう。

1. SPC法の整備やABS実績の積みあがりが進んだ韓国以外の東アジア各国で, 同じことができる国を増やすことでアジア通貨バスケット建て債券への参加可能国を増やすことが

図3 韓国債務担保証券(Collateralized Bond Obligations : CBO)のフローチャート



(出所) 木原誠二 (2004)

できる。また今回の IBK と JBIC の二重保証といった強い公的信用支援と高いコストを、今後軽減していく民間スキームの開発や国際格付制度の整備を行うこと。

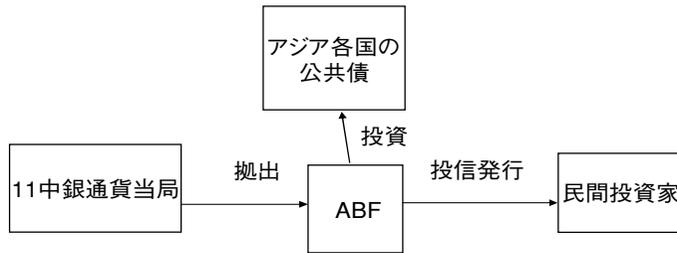
2. 今回、海外 SPC は非居住者に対する取引制限やドキュメンテーション事務負担が軽いシンガポールに置かれている。将来のジャパンマネーのアジア還流や非居住者の日本国債購入促進に着目すれば、海外 SPC は今後、他のマーケットとの競争の中で東京に置くことも可能になるよう、さらなる東京市場の国際化への環境整備と関係者の強い意思統一が

必要とみられること。

3. 本スキームはすべてのプロセスが円建てとみられるが、一般的な韓国内の資金調達ニーズや、各国債券市場を現地通貨建てで育成するとの観点からは、韓国内債券市場の部分は韓国ウォン建てが自然である。投資家のニーズを満たして、それを可能とするスワップマーケットの育成も検討の必要があること。

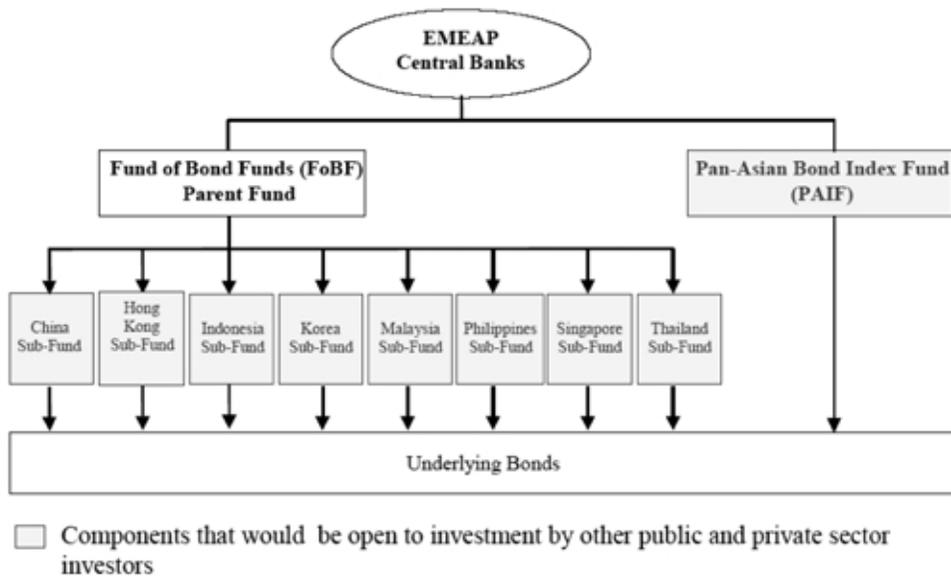
もうひとつ、クロスボーダー債からアジア通貨バスケット建て債券を考える時に重要な手がかりとして図4のアジアオセアニアの11中銀通貨当局が中心による現地通貨建て ABF 2 の組

図4 アジア債券基金 (ABF) の民間開放



(出所) 日本銀行ウェブサイト, 日本経済新聞朝刊 2005年1月30日

図5 アジア債券基金 (ABF 2) ドル建てファンド (PAIF) とバスケットファンド (FOBF)



(出所) 日本銀行 竹内淳 (2005)

成(20億ドル相当)とその民間開放がある。2003年に組成された米ドル建てABF1(10億ドル)は各国が外貨準備を使いアジア諸国の米ドル建て国債を買うものであった。従って、現地通貨建ての民間長期資金の運用調達に資するためというアジア債券市場育成の基本的問題意識からは少し距離があった。しかし、2005年5月の現地通貨建てABF2組成と、その後の投資信託発行によるその民間開放の実現によって、問題意識との距離はかなり縮まることとなった。

日本銀行によれば、現在、図5のとおり各国通貨9ファンドとそのバスケットファンドとも

いうべきファンド・オブ・ファンズ(FOBF)ならびにクロスボーダードル決済のパン・アジアボンド・インデックスファンド(PAIF)が組成されている。そのうち2006年1月時点で民間開放が実現しているのはPAIF、香港、マレーシア、シンガポールの4ファンドとなっている。さらに残された国の現地通貨ファンドの民間開放を実現して、現在のところ予定のないFOBFの民間開放を考える前提が整うが、バスケットファンドを交換、決済する手段がないことなど解決すべき点も多く、これにはまだ相当時間がかかる。

## VIII. アジア通貨バスケット建て債券への途

公的ACUの検討が進み、かつアジア域内の金融・資本市場の個別市場の深化とクロスボーダー化が進めば、民間ACUであるアジア通貨バスケット建て債券の誕生への機運が生じる。たとえば先に見たモデルでも各国の現地通貨建て資産がABS発行体に集まれば形のうえでは自然にアジア通貨バスケット建て債券が出来上がる。また実際にABF2において、民間解放は実現していないものの各国の現地通貨建て公共債を組み込んだバスケットファンド(FOBF)が出来上がっている。

しかしこれまでのところ、2004年以降の新しい起債・発行例はほとんど各国現地通貨建て債券市場の整備を念頭に置いたものである。韓国資産担保証券ではじめて一国を取り上げてクロスボーダー債券の事例ができた。現実にはクロスボーダーのアジア通貨バスケット建て債券市場がアジアで生まれ、発行・流通が活発になされるまでには、まだ相当の日時を要しよう。

まず、クロスボーダー資産担保証券(ABS)を足がかりとして、アジア通貨バスケット建て債券を組成する場合、各国にて信用リスクが相対的に低い標準的な現地通貨建て原資産を集めることが必要となる。前述のとおりクロスボー

ダー資産担保証券(ABS)構想では日系、欧米系ならびに現地大手、中小企業向け与信を対象としている。その理由はアジア域内での地場銀行の与信審査能力を活用しようとするものだったが、域内統一審査基準、モニタリング基準の制定にかなりの困難が予想される。これを回避するためには、香港などで事例があるクレジットカード債権や、いまだ事例は乏しいが各国住宅ローンの証券化により、小口分散の原資産を構成する考え方もある。しかし、この場合は東アジア各国のSPCの倒産隔離手法など、原資産の標準化にむけた統一的な法整備が必要である。

次に問題となるのは、内外の民間機関投資家が現在は米ドル、円、ユーロなど単一の通貨への投資志向が強いことである。決済システムもヘッジ手段も未整備なアジア通貨バスケット建て債券への投資は域内協調の理念は有るが、域内通貨統合がまだ日程に上っていない東アジア地域において直ちに活発化させることは難しい。しかし欧州の事例を見ても、70年代以降、かなり長い期間のバスケット建て債券発行がある。したがって時間はかかるようだが、単一通貨建てクロスボーダー債券発行を活発化させ、その

間、試行的に日本を含めた少数参加国でのバスケット建て債券を発行することにより、決済システムやヘッジ手段の整備を行い、機関投資家に加えて、欧州でも見られた個人投資家の発掘を図っていくことが必要と考えられる。

そのためには、こうした新しい起債・発行例で浮かび上がる諸課題に官民が共同して取り組

み、インフラ整備を行い障害の解消をせねばならない。こうした現実の市場との対話の中で実績を積み上げ、ABS発行体を設立し、アジア債券市場の育成を図っていくことが、今後とも経済・市場面での域内協調の柱として重要となる。

## 参 考 文 献

- 阿部彰彦 (2005) 「アジア債券市場とバスケット通貨債についての一考察」、『国際金融』2005年2月, 外国為替貿易研究会。
- 福地亜希 (2004) 「始動するアジアにおける金融協力」、『調査月報』2004年7月, 東京三菱銀行。
- 伊藤隆敏 (2005) 「アジア通貨制度の今後」, 2005年5月, 日本金融学会。
- 川崎健太郎 (2004) 「東京大学アジア債券研究会・バンコック現地調査出張報告」。
- 絹川直良 (2002) 「今こそ東アジアで域内債市場の振興に取り組もう」、『Newsletter No. 7, 2002』2002年12月, 国際通貨研究所。
- 木原誠二 (2004) 「アジア債券市場イニシアティブについて」、『ファイナンス』2004年12月, 財務省。
- 小川英治 (2006) 「東アジアにおける金融協力・通貨協調のあり方」、『中国の台頭と東アジアの金融市場』, 2006年近刊, 日本評論社。
- 嘉治佐保子 (2006) 「アジア通貨バスケット建て債券発行の研究－欧州の経験とアジアへの応用」財務省。ウェブサイト。(http://www.mof.go.jp/)
- 竹内淳 (2005) 「アジアの債券市場育成とアジア債券ファンド」, 日本銀行。ウェブサイト。(http://www.boj.or.jp/)
- 竹内淳 (2006) 「アジア諸国における債券のク
- ロスボーダー取引阻害要因」, 日本銀行。ウェブサイト。(http://www.boj.or.jp/)
- 塚崎公義 (2006) 「アジアの通貨制度と日本の国益」、『国際金融』, 2006年1月, 外国為替貿易研究会。
- 山上秀文 (2003) 「アジア債券市場の育成－ABS発行体スキーム試案」, 『金融』2003年11月, 全国銀行協会。
- Asian Development Bank. Website. (http://www.adb.org/)
- Asian Policy Forum, Asian Development Bank Institute–Forum Secretariat (2001) ‘Policy Recommendations for Designing New and Balanced Financial Market Structures in Post–Crisis Asia’.
- Dammers, Clifford and Robert N McCauley (2006) ‘Basket weaving: the euromarket experience with basket currency bonds’.
- European Commission (1983) ‘The Role of the ECU in the EMS and its Other Official Functions’.
- European Union website (2006) ‘The Euro: Our Currency’.
- Kawai, Masahiro and Taizo Motonishi (2005) ‘Is East Asia an optimum currency area?’.
- Gross, Daniel and Niels Thygesen (1993) ‘European Monetary Integration’.