

アジア債券市場の育成と日本企業の 事業機会

広瀬真人



村上 武



奥 雄太郎



ASEAN + 3（ASEAN10カ国^{注1}、日本、韓国、中国）諸国において、自国内の債券市場を育成しようとする取り組みが活発化している。アジア各国の債券市場は、国債を中心に規模が順調に拡大しているものの、投資家やアクティブなディーラーが限定されているなど流通性に大きな課題を抱えている。

各国独自の努力とともに、地域相互協力の枠組みで各国債券市場の成長を促進する取り組みも始まった。ASEAN + 3の枠組みで検討されているABMI（アジア債券市場育成イニシアティブ）では、保証メカニズムの構築、決済システムの改善、証券化スキームの構築などについて議論が進んでいる。

今後の発展が期待されるアジアの債券市場において、日本企業の事業機会も増加していくと予想される。具体的には、現地法人や親会社による現地通貨建て債券を使った資金調達形態の多様化、アジアの債券を組み入れたファンドの開発・商品化による日本の個人金融資産の取り込み、生命保険会社のアジア進出に伴う機関投資家の育成などが考えられる。

アジア各国で債券市場育成が課題となっているのはなぜか

1 銀行負債における通貨と満期の「ダブルミスマッチ」

アジアにおける債券市場の育成が各国政府の優先課題となった契機として、タイ、マレーシア、韓国、インドネシアなどで1997年に発生したアジア通貨危機がある。これらの諸国では、銀行システムへの過度の依存が見られ、その銀行自身は自国通貨建ての長期資金を調達できなかったことから、短期ドル資金による借り入れを大規模に行っていた。

大規模な為替投機によりドルペッグ制（自国通貨とドルとの為替相場固定）が崩壊し、各国通貨の対ドル相場が急落した。それに伴い、多くの金融機関において現地通貨ベースで見た債務残高が急増する一方で、資産が長期貸し付けによって固定されていたため、返済資金の調達が不可能となった。つまり支払い不能の状態に陥った。これが通貨と満期の「ダブルミスマッチ」^{注2}である。

その結果、銀行システムは機能不全に陥り、銀行貸し出しが急減して、決済システムや銀行システム全体に対する不安を呼び起こした。他方、企業間信用のリスクも増大したため、企業の資金調達は大きな制約を受け、設備投資は急速に縮小していった。

マレーシア、タイ、インドネシア、韓国では、通貨危機により固定資本投資がそれぞれ43%、35%、33%、21%も減少した（図1）。通貨危機の発生および通貨危機後の景気悪化は、銀行システムの危機に対して経済全体が抵抗性を持っていなかったことに起因している^{注3}。

2 直接金融への期待の高まり

こうしたなか、ASEAN + 3（ASEAN10カ国、日本、韓国、中国）諸国で直接金融、わけても債券市場の育成に対する期待が高まった。現地通貨建て社債市場が構築されると、長期かつ大規模な資金の調達がより容易になる。また、現地通貨建て債券を国内で発行できれば、外貨資金への依存が軽減され、過度の通貨のミスマッチも生じにくくなる。

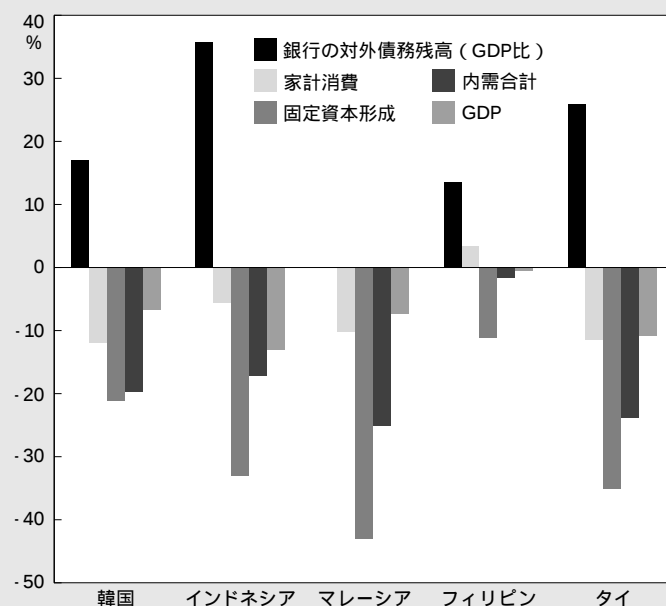
このような観点から、銀行資金に代わる資金調達チャネルとして現地通貨建ての社債市場を育成し、多くの国で外資流入が衰退したために停滞している国内投資を再活性化させることが、極めて重要な政策課題として各国共通に認識されるようになってきた。

アジア債券市場の現状

1 オープンで公平な競争市場へ

社債市場育成の重要性に対する認識の高まり

図1 通貨危機時（1997年）の銀行の対外債務残高と危機後のGDP構成要素の変動幅（97～98年）



注) GDP: 国内総生産

出所) United Nations, National Accounts 2001

りを背景として、ASEAN + 3 諸国ではさまざまな取り組みが始まっている。その結果、多くの国において制度や市場慣習に大きな変化が生じ、これまでの規制や不透明な慣習が中心の市場から、ディスクロージャー（情報開示）に基づくオープンで公平な競争を中心とした市場へと徐々に移行しつつある。

たとえば、ASEAN先発諸国では債券市場の育成と監督のための政府組織の再編（証券委員会への権限委譲など）が行われた。また、債券市場の育成のため国債発行が定期的に行われ、債券金利の指標となるベンチマーク・イールドカーブの形成が図られている（詳細は後述）。さらに、マーケットメーカー（自ら債券を保有し、売り・買いの気配値を提示して売買注文に応じる証券業者）の育

成、流通市場の整備、リスクヘッジ手段の提供など、制度・インフラの整備が行われるようになっている。

特に、社債市場の発展のために必要となる会計制度、監査制度、ディスクロージャー制度、格付け機関の育成など、発行企業と投資家の間にある情報の非対称性を縮小する制度整備についても、徐々に進展している。

包括的な取り組みとしては、マレーシアの例があげられる。マレーシアでは、2001年から2010年までの資本市場の発展を構想した「資本市場マスタープラン」が策定され、インフラ整備だけでなく、国債・社債市場の種々の分野で改革が進行している（2003年末までに、同プランに盛り込まれた提言全体の52%に当たる79項目が実行された）。

2 「4つのI」から見た 取り組み状況

このような取り組みを Issuer、Investor、Intermediary、Infrastructureの「4つのI」の観点から整理したい。

まず、発行体（Issuer）の観点では、多くの国において国債発行が大規模かつ計画的に行われるようになり、それに伴いベンチマーク・イールドカーブ形成への取り組みが開始されたこと、社債発行市場も徐々に整備され、国内企業が起債をしやすい環境が整いつつあること——の2点があげられる。とりわけ、後者の社債発行市場については、表1から読み取れるように、特にマレーシア、タイを中心に大きな伸びを見せている。

次に、投資家（Investor）の観点では、国民所得水準の向上、平均寿命の伸び、および低層型の人口ピラミッド（高年人口が少なく

表1 各国の国内社債市場の規模（残高ベース）

	（単位：十億米ドル）			
	2001年12月	2002年12月	2003年9月	伸び率 （2001～03年）
日本	1,848.3	1,828.8	1,910.8	3%
金融機関	1,234.5	1,145.8	1,173.8	- 5%
一般企業	613.8	683.0	737.0	20%
中国	217.4	237.4	236.7	9%
金融機関	205.2	225.2	224.5	9%
一般企業	12.2	12.2	12.2	0%
香港	29.0	30.2	30.1	4%
金融機関	24.0	25.4	25.5	6%
一般企業	5.0	4.8	4.6	- 8%
シンガポール	20.6	20.5	20.5	0%
金融機関	14.9	18.0	18.0	21%
一般企業	5.7	2.5	2.5	- 56%
マレーシア	50.7	49.2	54.2	7%
金融機関	8.7	11.6	11.8	36%
一般企業	42.0	37.6	42.4	1%
タイ	17.8	18.4	23.2	30%
金融機関	12.1	11.9	15.4	27%
一般企業	5.7	6.5	7.8	37%
対象国全体	4,353.3	4,504.7	4,574.6	5%
金融機関	3,770.2	3,936.6	3,963.2	5%
一般企業	583.1	568.1	611.4	5%

注）「対象国全体」には世界35カ国が含まれる

出所）Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review*, March 2004

若年人口が多い人口構成で、平均年齢はまだ相対的に低い）を反映し、保険会社を筆頭とする各種機関投資家が成長しつつある。

従来、これらの国の主要な機関投資家は銀行ないし政府系年金基金に偏ることが多く、さまざまなリスク選好（リスクを冒すことを厭うかどうかの度合い）や運用方針を持った投資家の育成が課題であった。それに対し近年は、保険会社が各国での活動規模を順調に拡大させ、債券市場の主要な投資家として認識され始めていること、投資信託についても、規模は小さいものの、政府の促進策などにより普及が進んでいること——が特徴である（表2）。

3点目に、仲介業者（Intermediary）、つまり証券会社や業者間ブローカーの面では、次章で見るように、まだ活動が限定的である。しかし、国債発行時の入札だけでなく、流通市場での価格提示で役割を果たすプライマリーディーラー制度（国債の取引に政府公認資格を要求する特別参加者制度）の整備などは進んでおり、シティバンク、ドイツ銀行、香港上海銀行をはじめとする欧米系の投資銀行を中心として、新発債の取引は活発に

表2 各国における各種機関投資家の資産規模

	（単位：百万米ドル）			
	年金基金	生命保険	投資信託	合計
韓国	43,432	35,703	211,780	290,915
中国	-	8,246	2,416	10,662
香港	2,012	7,229	183,030	192,271
シンガポール	51,471	31,756	4,372	87,599
インドネシア	4,031	588	633	5,252
マレーシア	46,859	1,347	10,184	58,390
フィリピン	7,194	466	138	7,798
タイ	8,270	1,342	8,020	17,632
合計	163,269	86,677	420,573	670,519

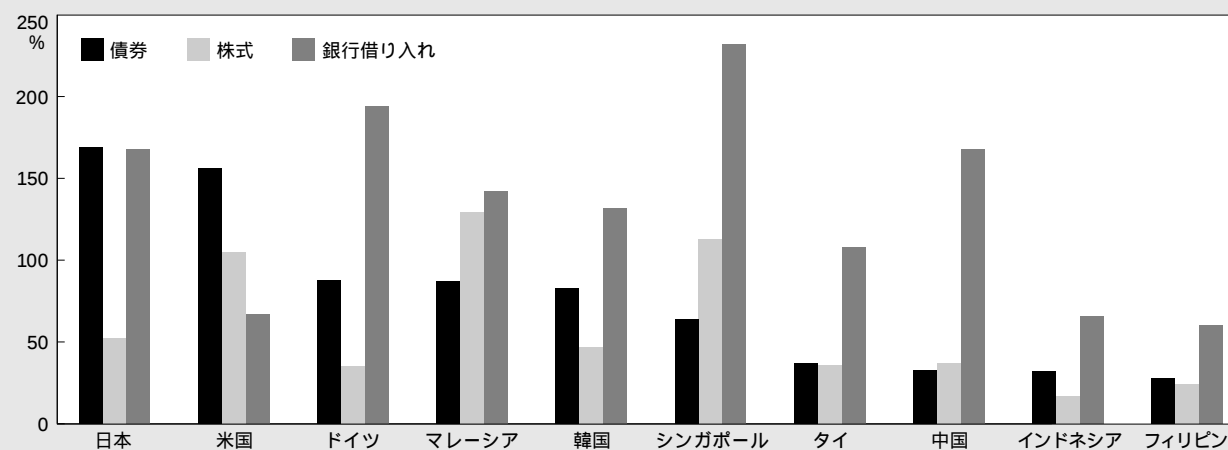
出所）Asian Development Bank, *Harmonization of Bond Market Rules and Regulations*, 2003

なっている。

最後にインフラ（Infrastructure）の観点では、レポ取引（買い戻し条件付き債券売買）や債券貸借取引など、取引を円滑化し、流動性を確保するための手段を整備しつつある点が重要である。

加えて、債券取引の後の受け渡し・決済処理のシステム化に向けた整備も順調に進んでいる国が多く、日本より先行している側面も見られる。たとえば、韓国、シンガポール、マレーシアなどでは国債、社債の双方について券面のペーパーレス化がほぼ100%実現し

図2 各国における資金調達手法の割合（GDP比、2002年）



出所）Asian Development Bank, *Harmonization of Bond Market Rules and Regulations*, 2003

ている。また、フィリピンやタイのように、政府や自主規制機関主導で電子取引システムの整備を進めている国もある。

これらの取り組みを反映し、各国の債券市場は成長を続けており、ASEAN 5 カ国（シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）の債券市場の規模は、2002年に合計で2655億ドルに達した。

しかし、どの国でも資金調達を中心は依然として銀行借り入れであり、債券市場に比べると2倍以上の規模を有する（前ページの図2）。したがって、今後も債券市場の発展余地は大きい。とりわけ、これらの国々の潜在的な経済成長を考慮すると、債券市場の発展を通じて、成長のための長期かつ大規模な資金需要に応えていくことが決定的に重要である。

各国における債券市場発展の課題

1 債券市場発展の3段階

筆者は、債券市場の発展段階を3つのフェーズに分類している（図3）。

「フェーズ」では、中心的な発行体は政府

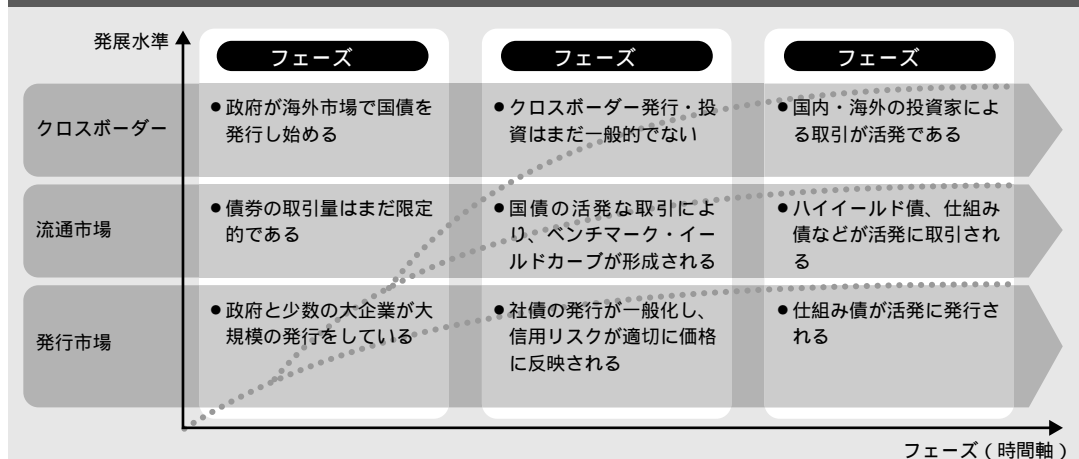
と少数の大企業であり、法規制は整備されつつあるものの、債券取引は（発行時の取引を除いては）まだ広がっていない。

それに対し「フェーズ」は、国債の発行増加に伴って流通市場での取引も活発化し、かつ社債の価格づけも適正なものになってきている段階と定義され、国内市場は一通り整備されたものと考えられる。

「フェーズ」は、多様な投資家が参入して債券市場の厚みが増し、国際化も進む段階と定義される。クロスボーダー取引（国境を超えて行う売買）が活発化し、ハイイールド債（高利率だがBB格以下、つまり投資不適格と格付けされている債券）、仕組み債（通貨スワップや金利スワップなどの手法を組み込んだ債券）の市場が勃興している。

この発展段階に照らすと、現在のASEAN + 3 諸国の多くは、フェーズの段階を終え、フェーズに到達しつつある国家群、ようやくフェーズの端緒についた国家群——の2つのグループに大別できる。前者はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの先発ASEAN諸国であり、後者はベトナムを筆頭に、カンボジア、ラオスなどの新興ASEAN諸国を含む（日本、韓国、シンガポ

図3 債券市場の発展段階



ールなどはフェーズ に近い)。

以下では、特に先発諸国でもある の国家群を念頭に置いて、さらに分析を行いたい。

2 悪循環の打破による流動性向上が不可欠

(1) ベンチマーク・イールドカーブ

これらの国では、債券の流通市場の整備は相当程度完了しているものの、実際の取引は後述する理由により低位にとどまっている。債券市場が「市場」としての役割を十分に果たすということは、市場の需給がマッチングする適切な価格を発見することにほかならない。価格発見が非効率だったり、市場にとって信頼性のないものだったりした場合、取引に支障を来すだけでなく、社債の発行自体が妨げられる。債券取引についての流動性が低いということは、この価格発見機能が十分に働いていないことを意味する。

債券価格は、一般に、リスクがないとみなされる国債の金利をベンチマーク（指標金利）に、その債券のリスク（主に信用リスク）分のスプレッド（サヤ）を上乗せした価格が用いられる（スプレッドプライシング）。このベンチマークとして最も一般的なのが国債の金利で^{注4}、各年限におけるベンチマークの債券の金利をグラフ化したものが「ベンチマーク・イールドカーブ」と呼ばれる。したがって、通常、国債の価格は社債を含めた債券市場全体にとって重要な意味を持っている。

この国債の価格は、実際に市場で取引可能でなければ市場参加者にとって信頼性があるとはいえないため、流動性が高いことは、価格発見機能が働いていることを意味する。

(2) 市場発展を阻害する悪循環

以下では、「4つのI」の視点から、この市場における価格発見機能について確認したい。

まず、発行体（Issuer）にとっては、信頼性のある市場価格で債券を発行できる状況に必ずしもなっていないことがあげられる。価格発見機能が弱い場合、債券の流動性自体が低くなるため、引き受けや投資を行う側は一般的に非流動性プレミアム（流動性の低さを補償するための上乗せ金利）を要求する。特に、多くのASEAN+3諸国では銀行融資が圧倒的な資金調達チャネルであるため、融資の金利と比較しても競争力のある効率的な債券価格の発見は、債券市場の発達にとって極めて重要な意味合いを持っている。

投資家（Investor）の観点からは、投資家層が薄いという点があげられる。さまざまな市場環境において取引を成り立たせるためには、年金基金のような保守的な投資家から、ヘッジファンドのような投資家まで、リスク選好から見ても多様な市場参加者が存在することが重要である。しかし、上記の諸国で典型的な投資家は政府の年金基金などであり、持ち切り（パイ・アンド・ホールド）型の保守的な運用行動をとるケースが多い。

このような場合、活発に取引が行われているのは市場のごく一部のプレーヤー間だけになってしまう。さらに、イスラム教徒が多いASEANの国々では、イスラムの教義に基づいたイスラム金融^{注5}も発達しており、市場を分断する1つの要因にもなっている。

仲介者（Intermediary）の観点からは、ベンチマークが不在であり、債券市場のボラティリティ（価格や金利の変動）が大きいこと

から、積極的にマーケットメイクやポジションテークを行えていないという点があげられる。

最後に、これらを支えるインフラ（Infrastructure）を見ると、マーケットメイクに伴う在庫（決済）リスクを含むリスクヘッジのための環境が未整備であることを指摘できる。近年、債券先物やレポ市場が創設されつつあるが、たとえば債券の空売りが禁止されていることや、そもそも債券貸し出しの慣習が定着していないために、ディーラーのヘッジ手段としての空売り市場の拡大が見込めないといった問題がある。

以上にあげたような問題は、実は、個別に解決できるものというより、お互いがお互いを牽制する「鶏と卵」的な悪循環の構造になっている（図4）。

（3）流動性向上のための施策

以上の「悪循環」を打破するには、今後以下の2つのステップが重要になるものと考え

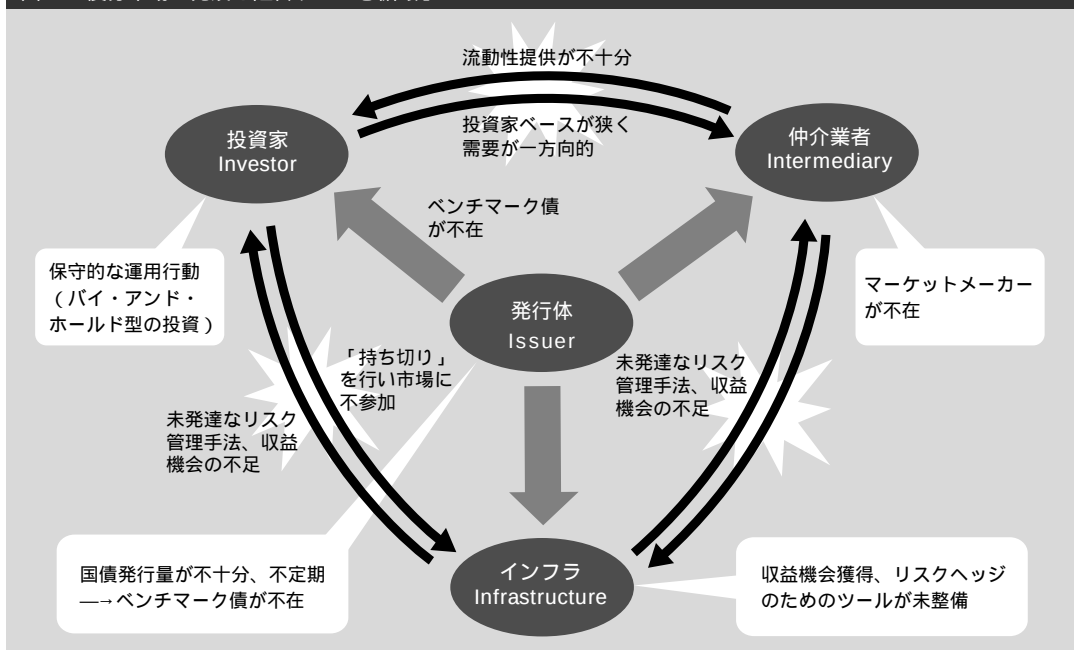
られる。

1つ目は、発行体である政府の役割である。Issuerが図4の中央にあることからわかるように、この面での改革が、ボトルネックを解消する1つの重要な鍵を握っていると考えられる。これは、先述のように、国債がベンチマークとしての役割を果たすことが、債券市場発展のための一種のインフラとして機能するからである。

そのため、ベンチマーク・イールドカーブ形成のための発行計画、プライマリーディーラー制、レポ取引、空売りなどの制度整備——といった施策により、国債市場の流動性を向上させることが不可欠である。

の発行計画については、債券の価格が「市場価格」として信頼できるものになること（たとえば、金利規制などはできるだけ撤廃されていること）、取引市場で大口取引が行われるだけの十分な発行規模を保つこと、投資家と証券会社が戦略的に債券投資・取引を行えるように情報を早くから提供するこ

図4 債券市場の発展を阻害する「悪循環」



と、などの要素が重要と考えられる。

実は、これらの要素は多くのASEAN + 3 諸国で、まだ解決途上にある課題である。したがって、国債発行の定期化や政府部内での適切な調整・戦略立案などの施策をとることが必要である。とりわけ、国によっては、国債発行計画の立案が国債発行の実務を担う中央銀行に委ねられていることもあり、「市場発展」という視点に立った計画・立案が時として通りづらいケースも見られる。

の制度整備については、マーケットメーカーに、効率的な価格発見のための収益機会とマーケットメイクに伴う在庫（決済）リスクを含むリスクのヘッジ手段を幅広く提供する、という観点からの施策が不可欠である。たとえば、現在多くの国でレポ取引は導入され始めているものの、空売りが認められていないことが多い。債券市場における投機的売買を促進する可能性のある手段の導入については、投資家などの理解の促進を含めた慎重な環境整備も必要だが、空売りが禁じられている場合、市場参加者がマーケットメイクをすることは非常に困難であり、市場の流動性は低位にとどまる。

また、投資家ベースに限られる市場では、情報を多く持ち、一定以上の取引を常時こなし得るプライマリーディーラーのセカンダリー市場での活動が重要であり、そのための環境整備が重要な政策となる。

以上が、ボトルネックをその「内側」から解消していく方策であるとする、2つ目のステップでは、ボトルネックを「外側」から解消していく方策として、クロスボーダーでの取引環境の整備が必要となろう。

これは、特に東南アジア諸国では、一国の

市場の規模が限られるために、国内取引だけでは投資家にとって魅力的な投資対象とみなし得るクリティカルマス（臨界的な、つまり魅力的となるための最低取引量）を達成できない可能性があるためだ。このような状況では、上記の課題からも確認できるように、多様なリスク選好や投資スタイルを持った投資家が参加する市場にはならないため、取引が活発化しないだけでなく、市場の動きが一方向的になりがちである。

そのため、外国法人による現地通貨建て（またはアジア通貨建て）の起債や、外国投資家や外資系金融機関による現地通貨建て（またはアジア通貨建て）での投資を促進する政策（外為規制の撤廃や税制の見直しなど）を通し、市場参加者のベースを拡大していくことが重要である。このことは、ひいてはASEAN + 3 諸国の金融・経済面での市場の結びつきを促進するものと考えられる^{注6}。

債券市場育成に向けた 各国共同の取り組み

各国が独自に債券市場の発展に取り組んでいる一方で、国際機関を中心に共同歩調をとって市場を育成していこうとする動きが見られる。将来的にはアジア共通市場の形成も視野に入れて、規制や制度の各国間調和、クロスボーダー取引の活発化を目指している。そのなかでは、以下のように、地域内の各種のフォーラムでも供給サイド、需要サイド両面から支援が行われている。

1 アジア債券ファンド

EMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行

役員会議)では、債券市場育成にかかわる地域協力の一環として、アジア債券ファンド・イニシアティブに取り組んでいる。2003年に投資が開始されたABF(アジア債券ファンド)第1号は、最初の具体的なプロジェクトである。これは、各国中央銀行が外貨準備の一部から総額10億ドルをプールして、EMEAP各国発行のドル建ての国債・政府機関債に投資を行っているファンドである。

さらに、第2弾としてEMEAP各国の現地通貨建て国債を購入する計画も進行している。このABF第2号の基本的なスキームは、PAIF(汎アジア債券インデックスファンド)とFoBF(ファンド・オブ・ファンズ)から成っている。

PAIFは、EMEAP諸国の国債への分散投資を狙ったインデックスファンドとして設計される予定である。FoBFは、マザーファンドと各国別のファンドとで構成され、投資家の選択によってファンドの構成を変えることができる。

このような2種類の現地通貨建て国債への投資スキームを構築して、投資活動の活発化という観点から、アジア債券市場の発展を直接的に支援していくことになる。また、各国の法制度、規制、税制を把握して、その障壁をできるだけ取り除くことにより、債券市場のインフラを改善することも狙っている。

2 アジア債券市場育成 イニシアティブ

ABMI(アジア債券市場育成イニシアティブ)は、各国の国内債券市場の強化を地域協力の枠組みで包括的に進めることを目的とした、ASEAN+3の財務大臣レベルによる協

議・取り組みである。2002年11月に韓国がASEAN+3の会議で債券市場の育成を提案、同年12月に日本からABMIの構想を提案し、その後日本、韓国、シンガポール、タイが中心的な役割を担いつつ活動・研究が進められている。

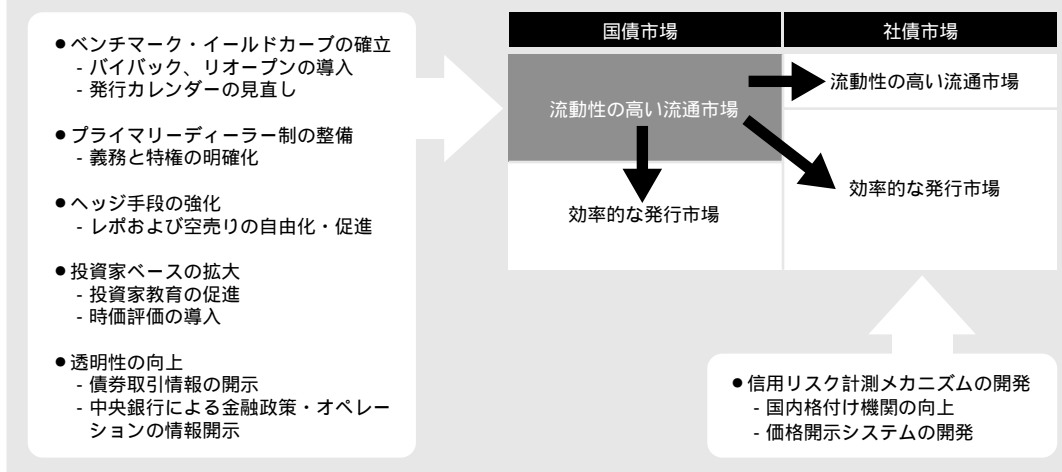
ABMIの基本的考え方は、多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し、市場に厚みを持たせることによって、債券発行企業と投資家の双方にとって使いやすい、流動性の高い債券市場を育成するというものである。主要な検討項目としては、多様な発行体による債券発行の促進と、そのための環境整備とが取り上げられている。

債券発行主体の拡大に関しては、政府・政府系金融機関のベンチマーク債としての債券発行の拡大、海外直接投資を行う事業会社の現地通貨建て債券発行の促進、国際機関による現地通貨建て債券の発行、中小企業に債券発行の道を開くための、多数のローンを取りまとめて、政府機関等による保証を活用した証券化の促進——などが検討されている。

また、債券市場の環境整備に関しては、国際機関や域内の信用保証機構の設立などによる保証の活用、域内格付け機関の育成、域内の債券関連情報の発信、決済システムの強化・協調、技術支援の推進——などがあげられている。現在、6つのワーキンググループと、各ワーキンググループの作業進捗・調整のためのフォーカルグループが設けられている。

各ワーキンググループの検討事項は、新たな資産担保証券の開発、信用保証メカニズム、外国為替取引と決済、国際開発金

図5 野村総合研究所が行っているアジア債券市場の技術支援のテーマ



融機関、外国政府系機関、およびアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券発行、地域の格付け機関、技術支援の調整——などである。すでに、国際機関による現地通貨建て債券の発行や、保証の活用、技術支援の推進などが実行に移されている。

このABMIの枠組みの中で、野村総合研究所（NRI）は、ASEAN事務局からの委託により、各国の政府や関係機関に対して技術支援を行っている。具体的には、各国の債券市場育成にとってボトルネックとなっている問題を特定したうえで、その解決策について政策提言を行っているところである。

すでに述べたように、各国の債券市場のボトルネックを解消するためには、国債市場において流動性を向上させることが喫緊の課題と考えられる。そこで、最初のステップとして「国債市場の流動性向上」に焦点を当て、図5のようなテーマでの提言を行った。

このようなアジアにおける地域内での知的資産の創造と共有を通じて、地域経済・金融の成長を加速する機運が整ってきた^{注7}。

日本企業、日系金融機関にとっての事業機会

アジア諸国の債券市場の発展は、日本にとっても大きな意義がある。まず、日本の企業・金融機関は、債券市場の発達に際し、いち早く事業機会をとらえることが可能である。

日本にとっての事業機会は、アジア債券市場の発展における「課題」の部分に存在している。アジア債券市場の育成に欠かせないのは、投資に値する多数の企業による債券発行、そして多様なリスク選好を持つ投資家の存在である。したがって、日本企業および国内の金融資産を活用すれば、以下の4つの観点から、アジア債券市場の成長機会を享受することが可能となる。

第1に、多くのアジア諸国では国内の大企業が少なく、債券発行主体となり得る企業が限られている。アジア諸国の大企業を見ると、韓国、中国企業の台頭はあるものの、依然として日本企業の比率が高い。

アジア展開を行っている日本企業にとって、現地の国内債券市場の整備に対応して、資金調達源として現地通貨建て債券を発行することで、銀行融資、キャッシュフローからの投入だけでなく、低コストで効率的な資金調達の機会が得られることになる。このような現地通貨建て債券発行のニーズは潜在的には極めて高いことが予想されるため、今後はむしろ日本政府の取り組み（現地政府への働きかけや現地法人への情報提供など）が重要になるだろう^{注8}。

第2に、日本国内にある個人金融資産のアジアへの環流も事業機会として考えられる。アジア全体の金融資産に占める日本の比率はいまだに圧倒的である。しかし、これらの資産はアジアに環流しているわけではない。むしろ、アジア危機以降、日本の機関投資家は為替リスクの大きさ、流動性の少なさなどを懸念し、多くのアジア諸国の個別債券に対する投資を手控えているのが現状である。

とはいえ、すでに一部の国では為替リスクの軽減に成功し、魅力ある投資商品を提供できる段階に到達している。これらの投資機会に対して、日本の個人金融資産を活用することは、アジアの域内経済統合を進めるうえでも極めて重要な意味を持つだろう。

そこで、日本の個人投資家が投資しやすいスキームを構築し、国際分散投資を促す事業が考えられる。たとえば、ABF第2号に見られるように、アジア債券インデックスファンドなどの開発があげられる。

第3に、現地の機関投資家としても注目される日本の保険会社が、アジア諸国へ進出することが期待される。日本の生保市場は若年人口の減少、デフレの継続によって大きな成

長は望めなくなっており、1人当たり所得が成長を続けるアジア諸国での保険事業の魅力が高まっている。中国、韓国などの成長が著しいが、ASEAN諸国でも保険市場は立ち上がってきており、それが国内債券市場の活性化をも促進している。

この分野でも、すでに欧米大手保険会社は各国での活動を拡大させており、各国債券市場での存在感が増している。この成長市場に対し、日本企業も参入を本格化させることが、今後の世界市場での戦略や生き残りを考えるうえでも極めて重要だろう。

第4に、日本の金融仲介業者は、現地日系企業への資金調達手段の提供、クロスボーダー投資の促進、取引インフラの提供を通じて、アジア拠点の拡充を図ることが可能である。特に、ASEAN諸国では欧米金融機関が現地債券市場で高いシェアを握っているケースが多く、これらの機関は国内債券市場の成長に伴い、利益の拡大を達成してきている。

とりわけ、投資銀行業務、アドバイザー業務などでは、過去からの実績やチャネル、そして現地市場にいかに精通しているかが、事業遂行上重要な武器になる。そのため、成長の著しい今の時期に、適切に参入を図っていくことが、今後これらの諸国での存在感を高めるうえで極めて重要と考えられる。

日系金融機関としても、アジア戦略の再構築が必要になってきているといえる。

注

- 1 ASEAN（東南アジア諸国連合）10カ国とは、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ブルネイ、ベトナム、ラオス、ミャンマー、カンボジア。
- 2 「通貨のミスマッチ」とは、貸付債権が主とし

て国内企業向けに自国通貨建てで行われていたため、為替変動の影響を受けないのに対し、債務は主にドル資金であり、通貨下落の影響で残高が急増すること。「満期のミスマッチ」とは、貸付金が長期のため回収できないのに、借入金は短期ドル資金のため満期が来て、返済だけが迫られるというジレンマである。

- 3 1997年のアジア危機は、通貨危機と銀行危機の双方が同時に起こったという意味で「双子の危機」とも呼ばれている。吉富勝『アジア経済の真実』東洋経済新報社、2003年などを参照。
- 4 ほかに、スワップレート（LIBOR ロンドン銀行間取引金利 と交換できる固定金利）を用いる場合もある。
- 5 イスラム教徒は、コーランなどに記載されているイスラムの教義に違反しないことが求められ、預金・貸し出しに際して、あらかじめ定められた金利を受け取ることを禁じられている。この教義に則った「イスラム銀行」がイスラム教徒に金融サービスを提供している。イスラム教徒は同様な理由で利付き債券には投資できないが、あらかじめ定められた金利が明示的に徴収されないリースや、ゼロクーポン債（割引形式の外貨建て債券）などを活用した損益共有概念に基づくファイナンススキームは利用することができる。

また、生命保険は、神から授かった人の命を利益事業の対象にしているので教義にもととして禁止され、損害保険も将来の不確実性をもとに契約を結んではならないとして制限されてきた。しかし、不幸に見舞われた家族や隣人を支援・相互扶助することもイスラム教徒の義務であり、これを組織化したタカフル（Takaful）と呼ばれるイスラム保険制度（生命保険に相当する家族タカフルと、通常の損害保険に類似する一般タカフル）がある。

なお、1992年に営業を開始したインドネシア国内のイスラム銀行では、通貨・金融危機を挟む1997年から99年にかけての2年間に資産が90%増加した（*Asiaweek*, July 21, 2000）。またマレーシアでは、2002年の民間社債発行額でイスラム債が一般社債を上回った。

- 6 この観点からも、ASEAN諸国におけるイスラム金融の台頭と国際化の動きが注目される。
- 7 アジア開発銀行は、アジアの債券市場に関連する最新の動向、統計、研究などを一元的に掲載するウェブサイト「Asia Bonds Online」（<http://www.asianbondsonline.adb.org/regional/regional.php>）を開発している。このサイトを通じて、各国の統計へのリンクのほか、野村総合研究所の行う技術支援の内容についても見ることができる。
- 8 たとえば、日本貿易保険（NEXI）や国際協力銀行（JBIC）は、現地通貨建て起債を支援するスキームを準備している。

著者

広瀬真人（ひろせまさと）

金融コンサルティング部第三コンサルティンググループマネージャー

専門は政策金融改革、証券会社・保険会社経営、企業再生コンサルティング

村上 武（むらかみたけし）

金融コンサルティング部上級コンサルタント

専門は金融制度・システム比較、金融サービス会社の経営、マーケティング

奥 雄太郎（おくゆうたろう）

金融コンサルティング部コンサルタント

専門は債券市場、プロジェクトファイナンス、企業再生支援