

## 「アジア債券市場」を考える ——現実的フィージビリティからの考察——

小 林 一 広\*

はじめに

1. アジアにおける資金移動の状況と債券市場整備の必要性
2. 「アジア債券市場」推進、支援活動の状況
3. ABF の有効性
4. 提言：東京市場の「ユーロ市場」化

結語

はじめに

「アジア債券市場」については、その早期育成について、1997年のいわゆるアジア通貨危機の経験を踏まえて、議論が加速された。

大方の議論は、通貨危機が発生した主要な原因として、アジア域内の資金需要を域外からの資金に頼っていたこと、それは間接金融の形態を取り、しかも域外からの資金の足（期間）と域内資金需要の足（期間）とのミスマッチがあったことであると、域内には需要を上回る貯蓄があったにもかかわらず域外に流出していた、域内資金であれば域内の経済状況をよりよく理解しており、急激な引き揚げにはならず、従って為替差損もそれほどにはならなかったであろう、そこで、アジア地域の資金需要にアジア域内の資金が活用出来るよう、域内各国の直接金融市場を、それも特に遅れている債券市場を整備、育成すべきである、といったところに集約される。

具体的活動についても推進活動、支援表明ともに活発で、ASEAN, ASEAN+3,

---

\* 広島経済大学経済学部教授

APEC および ASEM (アジア・欧州会議) の財務相会合, EMEAP (東アジア・オセアニア中央銀行役員会議) 等で, 精力的に討論が進み, 昨年6月にはアジア債券基金 (ABF) が設立され, 基金として10億ドルが設定されることとなった。

一方, アジア通貨危機直後わが国は AMF (アジア通貨基金) を提唱, アメリカと中国の反対により頓挫したものの, 翌年形を変えた, いわゆる新宮澤構想を打ち出し, そこで長短期融資 (借款, 無償) 枠300億ドル, うち30億ドルをアジア開発銀行に拠出し, 融資, 債券の保証を行なう特別勘定 (基金) を設けた。

後者の基金は前者の基金が設立される段階で, フィリピン国営電力向け協調融資などわずかな利用例にとどまっている (2003年5月30日付け「日経金融新聞」) とのことであるが, このような状況は偶々資金需要がない時期であった故なのか, 本来的に屋上屋を重ねているということなのか, 改めて「アジア債券市場」のフィージビリティを, 経済実態から見た検証をする必要があるように思われる。

議論されている「アジア債券市場」のアイデアに異論を差し挟む積もりはない。それが実現されれば大方の議論が触れている通り, アジア経済に大きく寄与するものとなる。「市場」は本来経済の伸張につれて発生, 資本の論理に従って成長していくものであるが, その誕生に, その後の歩行開始に至る一時期に然るべき手助けをすることの意義を議論する積もりもない。しかしながらそのフィージビリティは市場参加者が真に参加を希望し, 参加が可能になるものでなければ期待できない。

本稿では, そのようないわば「市場」成立の原点に立って, そのフィージビリティを検証する。まず, 議論されている「アジア債券市場」対象地域の, アジア通貨危機前後の資金移動の概略を確認し…1, 推進活動, 支援活動の状況を一瞥してその意気込みを確認し…2, その一つの成果, スタート台 (と考えられていると見える) ABF の効用を検証し…3, 次に, 債券市場のプラクティカルなフィージビリティを確認したのち, その結果もっとも現実性のある対策として東京市場の「ユーロ市場化」を提唱する…4, ものである。

「アジア債券市場」として議論されている対象地域の多くは, 国際市場としての成長を待つには時間がかかりすぎる。さりとて, 東京市場が「ユーロ市場化」するにも多くの困難が予想される。しかし, 後者の困難は決断の問題である。決断の仕方によっては「ウインブルドン化」の可能性もある。一部の業種によってはその可能性は高い。しかし, グローバル化の進展は長期的には「ウインブルドン化」を意味しないものにする可能性, 敢えて言えば期待がある。そのような期待を根底に東京市場の具体的施策を検討し, 1997年わが国が提唱し, 米中に葬り去られたアイデアの代替, 否より現実的かつ発展性あるインフラ, アジア地域のボーダレスな資金移

動を約束するインフラの構築を図るべきであると主張する。

## 1. アジアにおける資金移動の状況と債券市場整備の必要性

東アジアの債券市場は国際資金が自由に活動できる状況にはなっていない。<sup>(1)</sup>インフラの整備は進んでいる香港、シンガポールについても、市場としての厚みなど自由な活動が可能な域には達していない。しかしながらアジア地域での資金需要は高く、また、今後の発展—90年代前半世界から急激に資金を呼び込んだと同様の状況—に対応するためにも、資本市場全般の整備の必要性が叫ばれている。中国を含め資本主義経済発展を目指す同地域で、他で成功している市場に基づく経済発展を急ぐため、商品市場はもとより金融、為替、資本各市場の整備が急がれているのである。

1980年代「東アジアの奇跡」と言われた経済発展の途上において、それぞれの国、地域の事情に合わせて市場整備は進められてきたが、同地域の経済発展が第二次大戦後のわが国での経済復興の状況に似て、金融機関、特に銀行主導に拠るものであったため、いわゆる間接金融のための市場整備が優先された。

経済発展のための市場整備と言う観点からはもとより間接金融のための市場のみでは片手落ちで、直接金融のための市場整備が必要であることは論を待たない。この点について本稿では深く立ち入らないが、資金の流れの実態を簡単にレビューし、「アジア債券市場」の必要性の議論を概略まとめておきたい。

### (1) 東アジアへの海外資金の流れ

97年～98年アジア通貨危機の原因は、①国際金融市場における大規模かつ急激な資金移動（パニック要因）、②対象地域における金融機関、企業の脆弱性（構造要因）によるとの大方の見方について、両者への力点の置き方に差はあるとしても、基本的に異論はない。また、③危機を増幅したIMFの「役割」<sup>(2)</sup>についても肯んずるところである。このような基本認識の下でここではその原因を齎した資金移動の状況を見ておく。

図表1は発展途上国の対外債務について期間別、与信者タイプ別に1995年から2002年までの推移を見たものである。途上国合計とアジア途上国の他に、参考として中東&トルコを掲上した。

アジア途上国の全途上国に占める割合は全期間を通じ30.6～32.8%で、表には出ていないラテンアメリカの33.2～34.9%に次いでいるが、期間別を見ると他地域比大きく変化しており、95年96年については短期債務がかなり高く、全体に対して95年+3.9ポイント、96年+3.2ポイント（以下同じ）、中東&トルコ比+6.9、+6.8、

図表1 タイプ別対外債務 (10億米ドル)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
途上国合計 (a)	1864.6	1948.2	2030.4	2201.2	2235.3	2201.9	2170.2	2191.5
期限別								
短期 (b)	272.3	293.2	296.2	274.6	257.6	236.0	213.0	223.3
長期	1,592.3	1,655.0	1,734.2	1,926.5	1,977.7	1,965.9	1,957.2	1,968.2
b/a (%)	14.6	15.0	14.6	12.5	11.5	10.7	9.8	10.2
借入先別								
公的	820.3	820.5	799.1	845.8	853.1	824.3	845.1	875.4
銀行	448.5	534.8	601.2	642.6	641.0	632.6	607.3	596.1
その他民間	595.7	592.9	630.1	712.8	741.1	745.0	717.9	720.0
アジア途上国 (c)	577.5	613.4	666.2	703.4	701.1	673.9	681.5	675.5
期限別								
短期 (d)	106.8	111.5	100.7	90.5	71.9	61.6	57.5	56.5
長期	470.6	501.9	565.5	613.0	629.2	612.3	624.0	619.0
d/c (%)	18.5	18.2	15.1	12.9	10.3	9.1	8.4	8.4
借入先別								
公的	245.1	258.6	279.7	301.8	307.7	291.3	287.0	294.5
銀行	189.6	201.0	210.6	203.0	197.3	182.6	178.1	168.6
その他民間	142.8	153.8	175.8	198.6	196.2	200.0	216.4	212.5
中東 & トルコ (e)	369.5	391.2	406.1	456.3	472.9	493.9	482.9	507.5
期限別								
短期 (f)	43.0	44.5	50.2	57.3	60.5	63.7	50.0	48.6
長期	326.5	346.7	355.9	398.9	412.5	430.2	432.9	459.0
f/e (%)	11.6	11.4	12.4	12.6	12.8	12.9	10.4	9.6
借入先別								
公的	172.1	171.7	164.7	164.9	165.6	169.5	180.7	182.6
銀行	91.7	110.9	148.9	176.8	188.6	201.9	185.7	207.3
その他民間	105.8	108.7	92.6	114.6	118.8	122.5	116.5	117.6

出所：IMF “WORLD ECONOMIC OUTLOOK 2003”

ラ米比でも +3.3, +2.0となっている一方, 99年以降はいずれの地域比とも低くなっており, 02年の段階で本表の数字で見える限り未だ完全復帰とはいえない状況である。与信者タイプ別で銀行の落ち込みが復元していないことが大きい。

図表2は直接投資のネットフローについて, 1990年から2002年までの推移を見たもので, そのうちアジア8ヶ国のシェアを示すものである。

図表2 Foreign Direct Investment in Emerging Market Countries (in billions US dollar)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
全新興国 (a)	19.7	29.3	41.3	59.9	83.0	99.7	119.2	152.3	153.9	164.4	149.5	151.0	128.8
アジア (b)	10.1	12.9	21.4	39.4	46.5	53.1	61.0	65.6	59.9	51.8	46.2	51.4	58.5
b/a (%)	51.4	44.1	51.8	65.8	56.0	53.2	51.2	43.1	38.9	31.5	30.9	34.0	45.4
中国	3.48	4.36	11.15	27.51	33.78	35.84	40.18	44.23	43.75	38.75	38.39	44.24	49.30
インド	0.00	0.07	0.27	0.55	0.97	2.14	2.42	3.57	2.63	2.16	2.31	3.40	3.44
インドネシア	1.09	1.48	1.77	2.00	2.10	4.34	6.19	4.67	-0.35	-2.74	-4.55	-3.27	-1.51
マレーシア	2.33	3.99	5.18	5.00	4.34	4.17	5.07	5.13	2.16	3.89	3.78	0.55	3.20
パキスタン	0.24	0.25	0.33	0.34	0.42	0.72	0.92	0.71	0.50	0.53	0.30	0.38	0.82
フィリピン	0.53	0.54	0.22	1.23	1.59	1.47	1.51	1.22	2.28	1.72	1.34	0.98	1.11
タイ	2.44	2.01	2.11	1.80	1.36	2.06	2.33	3.89	7.31	6.10	3.36	3.82	0.96
ベトナム	0.01	0.22	0.38	1.00	1.93	2.33	2.39	2.22	1.67	1.41	1.29	1.30	1.20
ラテンアメリカ	7.6	12.2	14.0	12.9	27.7	29.5	43.1	64.1	70.7	85.6	73.8	66.2	42.4
(a)に対する比率 (%)	38.6	41.6	33.9	21.5	33.4	29.6	36.2	42.1	45.9	52.1	49.4	43.8	32.9
東欧中央アジア	0.9	3.2	4.4	6.0	6.1	14.8	13.3	17.1	20.6	23.8	25.4	24.8	25.5
(a)に対する比率 (%)	4.6	10.9	10.7	10.0	7.3	14.8	11.2	11.2	13.4	14.5	17.0	16.4	19.8
中東アフリカ	0.9	0.9	1.4	1.5	2.6	2.2	1.7	5.4	2.5	3.0	3.9	8.4	2.3
(a)に対する比率 (%)	4.6	3.1	3.4	2.5	3.1	2.2	1.4	3.5	1.6	1.8	2.6	5.6	1.8

(注) 数値は小数点以下1位未満 (アジア各国については2位未満) を切り捨て

出所: 1990-2002, Balance of Payment Statistical Yearbook, IMF

90年代は新興国向け直接投資が活発で、90年の197億米ドルが10年後の99年には8.3倍の1,644億米ドルとなっているが、ここでもアジアのシェアについて大きな変化が見られる。96年までは圧倒的で91年を除いて50%を超えているが、98年～01年の間ラ米に大きく水を開けられる。そして02年には国別には差があるもののアジア全体では45.4%にまで回復する。因みに国別にはタイ、インドネシア、マレーシアの落ち込みが大きく、中国と、数字は小さいがインドが検討している。

以上の2表で、資料としては充分でないが語られる議論の概要は十分覗える。80年代の経済発展を受け90年代には debt, investment とともに順調にアジアに齎されたが、97年～98年の通貨危機の後遺症は debt に厳しく、investment については大枠として00年を底に回復しつつあると見てよいであろう。

それにしても銀行の落ち込みは大きい。アジア以外の地域でラ米を除いて減少は見られない。ラ米でピークの98年比17.2%の減少であるが、アジアのそれはピーク97年比20%減である。一般に投資率が貯蓄率を下回っている場合、海外からの銀行

図表3 貯蓄・投資 (% of GDP)

	1981-88 平均	1989-96 平均	1997	1998	1999	2000	2001	2002
アジア25ヶ国								
貯蓄	25.4	31.1	33.4	32.1	32.2	31.8	32.9	34.9
投資	27.5	32.3	32.8	30.0	29.5	29.6	31.0	31.8
Net Lending	-2.1	-1.2	0.6	2.2	2.7	2.2	1.9	3.1
アジア新興4ヶ国								
貯蓄	-	34.5	32.3	32.6	31.8	30.7	28.8	28.7
投資	-	27.5	24.9	26.0	25.5	22.7	20.9	21.7
Net Lending	-	6.9	7.3	6.6	6.3	8.0	7.9	7.0
純債務国 (参考)								
貯蓄	18.2	20.5	20.9	19.3	19.9	20.2	19.7	20.6
投資	21.7	23.5	24.2	21.5	20.3	20.9	20.4	20.0
Net Lending	-3.5	-3.1	-3.3	-2.2	-0.3	-0.6	-0.7	0.6
日本 (参考)								
貯蓄	31.8	32.4	30.8	29.7	28.4	28.7	27.7	26.5
投資	26.3	24.5	25.7	25.9	26.0	26.9	24.1	25.5
Net Lending	5.5	7.9	5.1	3.8	2.4	1.8	3.5	1.0

(注) 1. アジア25ヶ国の国名は下記資料 p. 167 を参照。

2. アジア新興4ヶ国は香港 SAR, 韓国, シンガポール, 台湾

3. 純債務国は中南米諸国中心に一部アジアを含む30ヶ国, 下記資料 p. 168 参照。

出所: 図表1に同じ。

(民間)融資は減少する傾向にあるが、ここでは銀行が傷ついていると言う事情もある。特に日系(民間)銀行のアジアにおけるプレゼンスが後退したことよるところが大きい。いわゆるファミリー企業中心の中小企業が多いアジアへの与信の復活は、ひとたび後退すると容易ではない。現地での審査体制、人材育成と短時日では回復しない。直接金融が志向される所以である。

図表3は貯蓄と投資額のGDPに対する比率である。ここでは両者の差異よりアジア2グループの比率の大きさを指摘するに留める。

## (2) 債券市場整備の必要性とその要件

図表3で見たようにアジアの貯蓄率は高いが、運用市場が十分発達していないため海外へ流出、その資金が外貨となってアジアに還流し、銀行等金融機関を経て融資された。この外貨は安全を狙って短期資金となるが<sup>(3)</sup>、経済成長旺盛なアジアにお

ける資金需要は長期であり、ここに通貨と期間のダブルミスマッチが発生した訳で、国内債券市場が整備されれば自国資金が海外経由することなく直接国内で有効活用されることになるので、このリスクは軽減する。

それでは現状をこのような機能を発揮する債券市場に整備、育成するには何が必要であろうか。これについても次項に見る例を始め多くの研究があるが、ポイントは投資家がそこで債券投資を実行したくなる市場、需要者がそこで調達したくなる市場、この両者が満足する市場を創出することに尽きる。そして更に重要なことは、競争原理が働く現在の世界市場環境でそのような市場を創出するには、投資者、調達者を誘導、育成する制度、仕掛けが必要になる。

プラクティカルな具体的ポイントをまとめておくと、制度としての市場機能とその機能を活用する市場参加者から見たポイントに分けられる。

制度としての市場機能は、公平公正なルールに則って、自由に効率の良い取引を低コストで実行できるようインフラが整えられていることである。公平公正なルールは明文化された、それ故遍く公平公正に解釈されるルールの存在がまず必要で、内容についても例えば資金調達者（債券発行者）に対する Disclosure 義務、会計基準などが明確化、普遍化されたもので、投資家のための保護法制についても投資者のタイプに応じて経済合理性に基づいたものになっているとか、税制が確立している、日々の取引については取引ルール、売買仕法、決済などについて、安全、迅速、かつ低コストでコンピュータ処理されるシステムが確立されていること、などが必要である。

また、重要なインフラとして発行体をより公平公正に評価するため格付機関の整備、育成が必須である。発行された債券のスムーズな流動性を確保するため、市場をリードする機関投資家の育成も急務で、そして会計基準の整備はここでも重要となる。特に時価会計基準は法人投資家の流通市場での活動をより鮮明にする。

アジア地域の債券市場の特徴は Buy & Hold の市場といわれ、流通市場が発達していない。流通市場の活性化のためには流通価格の指標となる銘柄の確立が必要で、通常国債がその役目を果たすが、適度の発行量を確保し Yield curve の形成が重要となる。ただ発行すればよいと言うものではなく、流通市場で取引実績を挙げていくためレポ市場の創生、育成、更には売り取引の円滑化のための証券貸借制度の確立、貸借市場の育成、と言ったことが必要になる。

市場参加者の立場から言えば、これらの施設、制度、基準、ルールが自由、公平、低コストで活用でき、確立されたそれらが市場（経済合理性）外の要素で歪められることのない安全性、健全性が必須である。<sup>(4)</sup>

そしてこれがアジア債券市場という場合、対象地域全体で普遍的統一的なルール、制度となり、その運用についても安定的に確立されていることが必要である。

アジア各国でこれらのことが整備育成され、かつ、域内である程度統一的制度へと発展するには気の遠くなるような作業と時間が必要であろう。

## 2. 「アジア債券市場」推進、支援活動の状況

とは言え各国首脳は意気盛んである。アジア通貨危機を二度と発生させてはならないという結束のもと、97年以降あらゆる機会に市場整備の必要性を訴え、具体策を打ち出し、各国間で合意し、議論と Feasibility study を盛り上げた。

その結果昨年6月一つの具体的成果、ABF に到達した。EMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）による、アジア債券市場育成のための基金創設である。ここではこれに至るまでのいくつかの活動状況、経緯等を概観し次項でその成果である ABF の内容を具体的に考察し、効用の検証をすることとしたい。

経済のグローバル化は好むと好まざるに拘らず各国間、地域間の相互関係を緊密にする。97年アジア通貨危機がアジア地域のみならず全世界へ瞬く間に伝播した状況<sup>(5)</sup>は、アジアはじめ主要国の首脳に地域協力、国際協力の重要性を植え付けた。

97年8月、IMF 主催によるタイ支援金融会議が開催され、わが国はアジアにおける IMF 的機能を果たす AMF（アジア通貨基金）の創設を提案した。タイの要請、マレーシアの支援などを受けてのもので、アメリカ、中国の反対で成案は見なかったが、わが国の積極的姿勢はその後の国際的議論に影響を与える。

同年11月、アジア蔵相・中央銀行総裁代理会合がマニラで開催され「金融・通貨の安定に向けたアジア地域協力強化のための新フレームワーク」（通称「マニラ・フレームワーク」）が採択された。骨子は3点で、①域内協力のフレームワークの必要性、②域内サーベイランスのための新しいメカニズムの設立、③厚みがあり流動性のある成熟した債券市場の育成促進、等について合意した。

翌98年10月、上記 AMF に替わる新宮澤構想（300億ドルの長短資金支援スキーム）、更に99年5月同第2ステージを実施し、具体的支援、資金拠出を行なうと同時に地域間の協力の必要性を訴えた。

ASEAN+3（日本、中国、韓国）は ASEAN の要請で、97年12月クアラルンプールで初めての会合を持ち、通貨問題を中心に地域の課題と将来のあり方について議論が行なわれたが、第三回会合（99年11月於マニラ）で「東アジアにおける自助・支援メカニズムの強化」の必要性について合意がなされ、ASEAN+3として初めての共同声明「東アジアに於ける協力に係わる共同声明」が採択された。更に、

翌年5月タイのチェンマイにて、二国間通貨スワップ取り決めによるネットワーク構築が合意された（いわゆる「チェンマイ・イニシアティブ」）。

ASEAN+3は第三回会合にて、経済・財政、外交、農業など閣僚単位で開催されるようになり、債券市場育成についてもより詳細に議論が行なわれるようになる。02年12月、わが国は ASEAN+3 非公式セッション（於チェンマイ）において「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」を提案、03年2月には東京、4月ソウル、6月東京で、ワーキンググループを立ち上げ具体的提案、検討作業を実施し、8月、ABMIに関する議長プレスリリースを公表する。

具体的作業は、財務省ホームページ<sup>(7)</sup>によると①新たな債務担保証券の開発（議長国タイ）、②信用保証メカニズム（同韓国）、③外国為替と決済の問題（同マレーシア）、④国際開発金融機関、外国の政府系機関およびアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券の発行（同中国）、⑤格付機関（同シンガポールおよび日本）、⑥技術支援の調整（同インドネシア、フィリピンおよびマレーシア）の6つの項目に分けられ、担当議長国による会合が03年中に実施された。

APEC、ASEMでも積極的な支援声明、合意確認などがなされているが<sup>(8)</sup>、具体的産物としてはEMEAPにより03年6月に設定されたABFである。

EMEAPはアジア、オーストラリア11ヶ国<sup>(9)</sup>の中央銀行役員による会議で、相互理解と協力関係強化を目的に91年にスタートした。その活動は97年を境に変貌したようで、アジア通貨危機再発防止のための諸研究が重ねられていたが、その具体策としてアジア各国の債券市場育成のためのアジア債券基金（ABF）を創設した。

03年6月2日のPress StatementによるとABF（Asian Bond Fund）は基金10億米ドル、EMEAPメンバー国で発行される米ドル建て政府債、準政府債（日本、オーストラリア、ニュージーランドを除く）に投資することを目的に設定された。そして引き続き域内国通貨建て債券への投資についての基金も検討される。

この後続する域内国通貨建て債券への投資基金に対して本基金をABF1（one）と称し、03年中にABF2をそしてABF3をも、と気の早い某首脳は意気込んでいるとのことであるが<sup>(10)</sup>、果たしてそのような成長が期待可能なのであろうか。その詳細は次項で論ずるとして、地域内外の経済、金融関係者のみならず政府関係者をも巻き込んだ「アジア債券市場」育成のための支援、提言活動はアジア通貨危機後6年目にして、ABMIとABFという具体的な形になって、現在その成果が期待されているところである。なお、わが国の新宮澤構想をはじめとする提言、支援が大きく寄与していることも付言しておく。

### 3. ABF の有効性

ABF に対するその期待は果たして成果をもって応えられるであろうか。EMEAP Press Statement でまず基金の内容を確認してみよう。

①基金の額は10億米ドル、②投資者は EMEAP メンバー11カ国、③投資対象は EMEAP メンバー 8ヶ国（日本、オーストラリア、ニュージーランドを除く）の政府債、準政府債、④投資対象債券通貨は米ドル建て、⑤運用受託者は BIS（国際決済銀行）、⑥運用方法は特定のベンチマークに基づくパッシブスタイル、⑦運用について EMEAP が設立する監視委員会によってモニターされる。

更に、EMEAP としてはこの基金によって、⑧域内の債券市場が育成され、⑨メンバー国中央銀行にとって対外準備の運用が多様化されリスク分散されると同時に、収益向上すにも資するというので、引き続き、⑩域内債券市場の一層の拡充のため ABF による域内国通貨建て債券の取り扱いをも検討する、としている。

さて、「アジア債券市場」の育成目的は記述の、①銀行経由の間接金融から投資者と調達者が直結する直接金融へ軸足を移す、②それによって需要と供給の足（期間）のミスマッチをミニマイズし、③同様に需要、供給の通貨のミスマッチをも解消する、と言うものであったが、ABF1 は上記内容からこのいずれをも多く期待できないものである。

ABF1 により債券市場が正常に機能するようになって初めて、④が可能になり、その結果、⑤、⑥の展望も開けてくる。ところが上記内容では ABF1 が債券市場の整備、正常化の出発点となる可能性はない。

まず発行市場で見てみよう。発行体が政府、準政府であるとき（上記内容③）、Disclosure の基準整備が現状以上に進む理由になるであろうか。格付機関の育成が望めるであろうか。会計基準の整備はもちろん望むべくもない。本来、投資者と調達者が限定されている（同②③）世界は私募債の世界であり、インフラ整備を促す力にはなり得ないが、ましてや最も保守的行動をとるべきとされている中央銀行間の私募債の世界ということでは、期待できるものは何もない。

とは言っても、アジア地域に債券が出回れば債券市場の発達に何らかの貢献があるであろう、との期待には流動市場を見て頂きたい。

伊藤教授の指摘にもあるが要は、中央銀行が投資する資金を国際決済銀行（BIS）がパッシブ運用するわけである（同⑤⑥）。パッシブ運用はベンチマークの水準を確保することが目標で、上記内容では投資対象は域内（準）政府債であり、投資者が購入債券を保有することでパッシブ運用は達成され、BIS としては無意味な動き

をする必要はない。売買のためのコストを考慮すれば、すべきでないということになる（同⑦）。

運用の指示が中央銀行から発せられるか、BIS に委ねられるかに係わりなく、収益を狙った売買が行なわれると言うことにはならない。本来対外準備資産がリターンを期待して売買の対象とされる可能性はまずないと言ってよく、文字通り Buy & Hold となるであろう。中央銀行間の私募債と看做される所以である。

もちろん当初の投資者である中央銀行が一般投資者、その場合機関投資家へということになるだろうが、転売することは考えられないことではない。この転売が盛んになればと言う期待はあるが、総額10億ドルでは市場を形成する力にはならない。基金総額が大きくなり転売が仮に進んだとして、それは現在のドル建て債券の世界であり、「アジア債券市場」の意味はない。目的の⑩も達成されない。

ということで ABF1 によって「アジア債券市場」の流通市場活性化も期待できない。従って、ベンチマークもイールドカーブも現状以上の整備発展は期待できない。更に、満期まで保有される私募債であれば決済についても新たなシステムを必要としないということになる。

通貨については、ABF2 が予定されているということであり、ここでの論評は控えるべきかと思うが、ことは簡単ではないということだけは指摘しておくべきであろう。中央銀行が対外準備を運用するということであれば、メンバー 8ヶ国の通貨建ての債券を、それが国債であるとしても為替リスクを考慮しなければならないわけで、運用指示は単純には出せないであろう。通貨によってスワップマーケットの深淺、整備状況の問題もあり、仮に敢えて仕組上基金としての形が成形出来ても、民間にもおよぶ国際的国債市場とは縁遠いものであろう。従って、目的の⑪、⑫、⑬とも達成される望みはない。

ABF2 は当初03年中にも実現との前評判であったが04年 3月現在公表されていない。

#### 4. 提言：東京市場の「ユーロ市場」化

ABF による債券市場の育成は期待不能としなければならない。ABF の意義は、EMEAP 諸国による「アジア債券市場」育成の積極姿勢、意気込みを示すシンボルであるということとどまるであろう。<sup>(12)</sup>

それでは ABMI, APEC 等で謳われた諸事項を実現し、「アジア債券市場」を整備育成するにはどのような手段を創出すべきであろうか。

もっとも現実的な方法は、新たな市場を創設するのではなく、既存の市場を望む

方向へ進展させることである。そもそも新たな市場を人為的に創設することは、多くの場合経済原理に背くことになる。繰り返しながら、市場とは経済的必要に迫られて発生し、資本の論理に従って発展していくものである。その発展方向が政策手段なり、場合によっては強力な力—例えば、力の強い資金調達希望者達が力の弱い個人投資家の希望に逆らった制度をつくるなど—によって意図的に方向付けされることはあっても、根底で市場参加者の資本の論理の基本線が守られていなければ、市場は成り立っていない。成り立っているものもいずれ崩壊する。資本主義経済のこの原理を厳守しなければ、いかにアジア各国の政治首脳達が力を入れる「アジア債券市場」と言えども成功しない。

現実的な手段は、従って、既に存在する類似の市場を、市場参加者の資本の論理が満足できるように軌道修正して、そこへ「アジア債券」を乗せることである。

アジアを見回してその最良の市場は東京市場である。東京市場では基礎的インフラは整備されている。ABMI, APEC イニシアティブに言う多くの事項が達成されている。Disclosure 基準、関係法の整備状況等非居住者が参加するために若干の手直しをすれば全く問題ない。現実にはサムライ債など実績もある。以下にそのフィージビリティを、市場としての実績、インフラから見た市場機能、その他について検討してみよう。

#### (1) 市場としての実績

図表4, 5, 6はいずれも「わが国金融・資本市場の国際化のための研究会」第7回会合議事録(財務省, 平成15年7月7日)所収の資料1, 2, 4から作成したものである。世界の債券市場は、アメリカとイギリス(ユーロ市場を含む)が太宗を占めており、ついで日本が数%のシェアで健闘しているというところである。

わが国の状況を、アジアで債券市場のインフラが整っている香港、シンガポール両者と2002年の実績で比較してみると、発行額(図表4)では、両者合計の16.5倍、債券発行額の各国シェア(図表5)および非居住者による債券発行額シェア(図表6)では、わが国の3.6%, 0.6%に対し、両者は合計でそれぞれ0.2%, 表の計上単位に満たずという実績である。

国際市場として英米に比すとわが国の債券市場も自慢できる実績ではないが、少なくとも国際市場として30年を超える実績を積んでおり、非居住者による発行実績も最近の不振はあるものの図表7に見るとおり、ここ11年間の発行実績は5,162億ドルとなる。この間にインフラも整備され、投資家もそれなりの蓄積を持ち、運用難の昨今特に、次項に見る障害が除去されハイリターンを研究する機会を待ち望んでいると言う状況である。

図表4 各国市場における債券発行額 (単位：10億米ドル)

	日本	米国	英国	欧州	スイス	シンガポール	香港	全世界
90年～94年平均	33	346	273	114	35	1	1	862
95年～99年平均	82	799	482	190	39	1	3	1853
2000年	120	740	707	94	33	8	7	2285
2001年	106	1103	751	1	56	7	2	2928
2002年	99	1044	786	－	35	3	3	2718

英国にはユーロを含む。欧州は英国，スイスを除く。

出所：財務省ホームページ（詳細は本文参照）

原出所：トムソン フィナンシャル社

図表5 各国市場における債券発行額（シェア） (単位：%)

	日本	米国	英国	欧州	スイス	シンガポール&香港	全世界
90年～94年平均	3.9	40.2	31.7	13.2	4.0	0.1	862
95年～99年平均	4.4	43.1	26.0	10.2	2.1	0.2	1853
2000年	5.3	32.4	30.9	4.1	1.4	0.7	2285
2001年	3.6	37.7	25.6	－	1.9	0.3	2928
2002年	3.6	38.4	28.9	－	1.3	0.2	2718

英国にはユーロを含む。欧州は英国，スイスを除く。

出所：財務省ホームページ（詳細は本文参照）

原出所：トムソン フィナンシャル社

図表6 非居住者による各国市場における債券発行額（シェア） (単位：%)

	日本	米国	英国	欧州	スイス	シンガポール&香港	全世界
90年～94年平均	2.8	12.1	73.6	0.7	5.7	－	862
95年～99年平均	2.5	11.0	78.6	0.6	4.0	0.2	1853
2000年	2.6	4.9	88.0	0.2	2.6	0.7	2285
2001年	1.5	4.8	90.4	0.1	2.1	0.1	2928
2002年	0.6	3.4	92.6	0.3	3.1	－	2718

英国にはユーロを含む。欧州は英国，スイスを除く。

出所：財務省ホームページ（詳細は本文参照）

原出所：トムソン フィナンシャル社

## (2) インフラから見た市場機能

東京市場のインフラについては基本的には国際市場として遜色のないものになっている。各種研究で概ね指摘されていること柄であるが、改善を要する点について個別に見て、最後にメリットを挙げる。

イ. 関係法の整備状況：96年のいわゆる日本版「ビッグバン」により整備され、現時点で国際的に見劣りするものはない。ただ運用上問題点はある、例えばペイ

図表7 非居住者による円建て債発行状況（除く日本国債）

年	発行額	%	発行件数
1993	42,103.34	14.5	295
1994	54,820.73	19.3	664
1995	61,474.78	17.8	972
1996	66,735.31	13.7	1,187
1997	45,820.57	8.8	821
1998	18,187.73	2.8	354
1999	35,632.28	3.2	818
2000	89,846.32	7.5	1,352
2001	56,860.08	4.0	1,508
2002	35,472.61	2.9	1,692
2003	9,270.08	1.5	612
合計	516,223.83	6.3	10,275

単位：発行額（百万米ドル）

%は発行額の米ドル，ユーロ，日本円合計に対する比率

出所：財務省ホームページ“[www.mof.go.jp/shingikai/kinyu\\_sihon/gjijiroku/ks150529.htm](http://www.mof.go.jp/shingikai/kinyu_sihon/gjijiroku/ks150529.htm)”

原出所：Bondware

オフの実施が良い例であるが、法は整備されたが運用でストップさせられている。これは債券市場の育成と言う意味では大きな問題で、もともとわが国の金融構造上いわゆるリスクフリーの金融商品が非常に多いという状況がいつまでたっても改善されない。郵貯、昨年から発行され始めた個人向け国債<sup>(14)</sup>、ペイオフを免れ政府保証のある一般金融機関の普通預金など、投資家にとって元本リスクゼロと確信できる商品群で、わが国の投資家、特に個人投資家はこのためリスクプレミアムをわきまえない。投資家として最も基本的なポイントであるが、このため投資家としての成長の機会を阻害されているということになる。国際的にはいわば成育不全者であるが、アジア債券を考える場合、特にアジア地域の通貨建て債券を考える場合、わが国の投資家に早急に馴染んでもらいたい点である。

ロ。Disclosure 基準：これも内容的には問題ないが、非居住者の参加を促すについては邦文による書類提出の義務を緩和する必要がある。債券発行に当たり有価証券報告書などの提出義務があるが、英文書類が認められないと発行者に発行時のコスト増となり東京市場利用の動機は殺がれる。香港、シンガポールはもとより、株式市場が近年活発になったドイツでも、英文書類を許容している。

投資家保護の観点から踏み切れないのであるが、発行者には英文書類を許容し、投資家のためには仲介業者、もしくは協会等の自主規制機関に概略の個別ガイド

ブックの作成を義務付ける。それもプロなら簡単に作成可能なスケルトンにフォーム化して、発行者に確認しながら、必要箇所のみ埋め込んでいく、といったような工夫が出来るのではないか。法解釈上の問題はやはり、英文の原本を第一義とせざるを得ない。投資家教育と考えいづれ踏み切る必要がある。

ハ。格付機関：格付機関についても米系有力機関のほか国内二社について充実しつつあるといえるが、アジア地域を対象に見た場合、いわゆるホームバイアスの問題があり、アジア地域内での格付機関を養成したい。当面はわが国の機関にアジア地域全体をカバーしてもらい、同時に各地域の指導、開発に当たる。バイアスの問題は微妙で、その作業には相当の時日を要することになるだろうが、政府もODAの対象にするなど積極的な関与が必要になる。当初はソブリン中心に進むということであれば時間的には余裕とは言えないが、時間稼ぎにはなり、格付機関の問題が大きな障害になることはないであろう。

ニ。投資家保護法制：この点もわが国では完成されている状態とはいえない分野である。資本市場全般を横断的に見る法体制になっていないため、間隙をついたきわどい金融商品が時折現れる<sup>(15)</sup>。市場参加者がアジア全域におよぶことを考慮すれば早急に整備されるべき問題であるが、ハと同様の理由で当面障害になるような問題ではない。

ホ。税制：他の法整備と同様ほぼ問題のない状態であるが、公社債利子に対する源泉徴収制度で改善されるべき点が残っている。国際化の問題では税の問題がネックになることが多いが、市場が活性化することとの見合いで思い切った決断をするべきであろう。

ヘ。決済システム：決済については現状で機能しないわけではないが、やはりこれを機に新システムを考慮すべきである。既存のシステムへ組み込むことも可能であるが、グローバルな発展を考慮すれば、例えばユーロクリアをコピーしたアジアクリアを設立するか、ユーロクリアをそのまま活用することも議論の外でない。いずれにせよ、scrip-less かつ book-entry システムが必須である。

ト。東京市場のメリット：メリットについても大方の議論は出尽くしているが、上記の「わが国金融・資本市場の国際化のための研究会」第7回会合議事録でのまとめを中心に簡単に見ておこう。

①わが国国内市場の大きさ、②司法制度の安定性、③教育水準の高さ、④整備されたインフラの存在、⑤治安のよさ、⑥アジアとの地理的、情動的な近接性、⑦アメリカ、欧州間にある時差における有利性、などが挙げられているが、具体的に言えば、①は多数の富裕投資家、市場をリードする成熟した機関投資家が存

在していると言うことであり、③、④については、ルーティン処理の正確さのほか、例えば新商品開発、その適応などが迅速、正確であるということになる。⑦は流通市場が活発になってきたときなど特に有利で、アジアの多くの拠点で同様のことが言えるが、その他の要素から最もそのメリットを享受できる市場であるといえる。

### (3) その他考慮すべき事項

以上東京市場が「アジア債券市場」として名乗りをあげるについて改善すべき点<sup>(16)</sup>、既に存在するメリットの概略を見たが、わが国の根本的な問題はより奥深いところにあつて、アジアのリーダーとして、あるいは世界の資本市場と競合共榮していくには次の2点を早急に改善または取組んでいく必要がある。

#### ・政治リスクの排除

市場は経済合理性で貫かれていなければならない。卑しくも政治家の思惑で歪められるようでは、世界の投資家は自己の大切な資産を差し向けてくれない。彼らは経済合理性のみで、即ち世界標準で運用の進退を考えている。経済外の要因が働くところへは決して目を向けない。

ペイオフ解禁延期の問題は既述のようにリスクフリー商品の温存で、それも予想外の処で約束が破棄される。マーケットが予想する資金フローが、予想した要因が目の前で突如消えてなくなり目算が狂ってくるのである。リスクフリー商品の過大な存在はそのほかの悪影響をも齎しているが、巨額の資金を操って市場をリードしてくれるはずのプロが、このような市場をまず見放すこととなる。破綻企業の救済で株主よりも債権者（それが劣後債であったとしても）が憂き目を見るケースもあった。株主の有限責任<sup>(17)</sup>とか、債権者のリスク選定基準など全く役立たない世界であると言うことになる。

世界のマーケットでは日本のこのような状況を「政治リスク」と称し、カントリーリスクの1項目としている。政治リスクがある限り、民間がいかに努力しても「アジア債券市場」は東京へやってこない。

#### ・投資家教育の抜本的改革を

証券教育、言葉がなじめなければ経済教育でもいいが、上記拙著でも触れたように（pp. 15～16）基本的な考え方だけでも早急に取組むべきであろう。かつて欧米から多くのハードウェアを採り入れたがそれらを使いこなすソフトウェアを採り入れなかった弊害は随所にあるが、例えば、株式会社制度（いわばハードウェア）を取り入れて、株主としての基本行動（経済教育と言うソフトウェア）を育成しなかった日本で、株主総会が形骸化し総会屋の暗躍の場と化したのも教育の責任である。

せっかくアジアの債券がそれぞれの通貨建てで集まっても、投資技術のある程度駆使して活用していかないと流通市場は成り立ってゆかない。時間のかかることであるが、時間をかけて実行していかなければならないことである。

## 結 語

このように奥深い問題は残っているが、「アジア債券市場」が走りだせば、逆にこれらの問題を駆逐する格好の道場になるということも十分考えられる。そして当面の問題解決にも上記のとおり重大な弊害はない。ロ、ホの問題は決断の問題である。ハ、ヘについては費用がかかるが、わが国が過去実施してきたアジア各国への ODA、あるいは今般の新宮澤構想に基づく支援額に比べれば微々たるものである。

何よりもわが国はアジアの一員である。世界の先進国のなかで最もよく理解可能な位置にあるのである。アジアを回ってみると中小企業が多い。ファミリー型企業が多い。これらを束ねて CBO、CLO などを組成していくことにもなるが、同じ東洋系の仲介業者、格付機関が現地に入り込んで、東京へ向け発信すればマーケットは動く。かつてもっていたバイアスは逆のバイアスに180度転換する。そう言う信念でこれからの我々はアジアと付き合いかねばならないのではなからうか。

アジアの中に溶け込んでアジア全体で生きていく。実はこれは債券市場に限らない、日本経済全体の問題である。モノ造りの分野では既に始まっている。カネの世界でも動き始める時期である。証券仲介業者（証券会社等）、格付機関、銀行などがアジア各地に根を張って、モノ造り各社がやっているように、その企業活動が結局現地の教育、開発につながるという日本式ビジネスを進めていけば、その結果は、その情報は東京（大阪を含めた日本と言うことにならうが）市場と結びつく。アジアが日本を核に、ユーロ経済圏に匹敵する経済圏にまとまっていく。まとめていくことを考えていかなければならない時期である。

そのためにまず狭義の東京市場を改善し「ユーロ市場」化する。そのことによってアジア各市場もサテライトマーケットとして発展していく。具体的に実行すべきことは、繰り返しになるが決断と資金の問題である。取り掛かれれば1年もすれば目鼻がついてくる。その頃には日本経済は浮上し始めていて、投資家を含め活気が出てくる。21世紀の経済が動き始める。

## 注

- (1) アジアは本稿では特に断りのない限り ASEAN を中心とする東アジアとする。
- (2) 例えば「…危機に対して IMF が構造調整プログラムによる改革まで要求したことから、…この構造改革が達成されない限り東アジア諸国の経済回復はないと早合点し、一瞬のう

- ちに諸国通貨は売り浴びせられ…流動性の危機は深刻化し、更なる経済破綻への道を進むことになってしまった。」(財)国際通貨研究所 (2001) p.5
- (3) アジア諸国の企業は未だ中小企業が多く安定的収益力を備えていないため、内部留保も十分でなく設備投資は銀行融資に頼らざるを得ない。また、そのような企業に対する融資は融資期間も短期にならざるを得ない。
  - (4) 経済合理性外の要因とは例えば相場が下がるとき政治的要因で突如空売り規制をすることの類である。
  - (5) 対外短期債務が巨額になり国際収支悪化、不動産バブルが鮮明化し始めたタイでは、96年から投機筋によるパーツ売りを受けていたが、97年明けより売り圧力の勢いが増し7月に入って対米ドルベッグ制を諦めフロート制に移行せざるを得なくなる。これは直ちにフィリピン、マレーシア、インドネシアへ深刻な影響を与え、また、シンガポール、台湾、香港、韓国、ブラジル等へ飛び火し、翌年にはロシア危機を引き起こし、アメリカの株価を急落させ、ブラジルを更なる通貨危機に陥れるなど広範囲に深甚な影響を与えた。経済破綻のほか政治的混乱(インドネシアではスハルト大統領辞任など)も引き起こし、アジアへの融資を拡大させつつあったわが国金融機関も大きく影響を受け、その渦中で三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券などの破綻を見た。なお、IMF (DEC. 1997) Chapter III, pp. 15~22, Phase I (Jan. 97~)~Phase IV (~Mid-Dec.97) 参照。
  - (6) 参加国はオーストラリア、ブルネイ、カナダ、中国、香港 SAR、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、米国、IMF、世界銀行、アジア開発銀行。
  - (7) <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/kaigi.htm>
  - (8) APEC Regional Bond Market Development Initiative (03年9月)、ASEM 第5回財務大臣会議共同声明(03年7月)など。
  - (9) オーストラリア、中国、香港 SAR、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。
  - (10) 日経金融新聞(04年2月27日付け) p.7
  - (11) Ito, Takatoshi (2003) p.7
  - (12) もちろん EMEAP の Press Statement にあるように欧米の国債等への運用に流出していたアジアの外貨準備の一部がアジアに還流する手段の一つにはなる。しかし「域内の債券市場に還流する(日銀仮訳)」ことになる保障はない。
  - (13) 第二次大戦後初の円建て外債は70年12月に発行された第一回アジア開発銀行債である。
  - (14) 拙著(2003) pp.13~15
  - (15) 神田秀樹「投資サービス法の整備を」『日本経済新聞』(04.03.30付け) p.27
  - (16) 名乗りを上げなくとも内容が完備すれば自然に参加者は寄って来るものである。市場とは本来そういうものでなければならず、債券市場も例外ではない。
  - (17) 第3回「我が国金融・資本市場の国際化のための研究会」(財務省)における松本大発言など。

## 参 考 文 献

- ・猪口真人(2004)「アジアの国際債とソブリン格付け」『証券経済研究』第45号、日本証券経済研究所
- ・今井一雄(2004)「アジア債券市場の発展と格付け」『国際金融』1122号、p.18

- ・梶山恵司（2000）「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 2000 10』
- ・絹川直良（2002）「東アジア債券市場のインフラ整備の推進役は誰か」『国際金融』1087号，外国為替貿易研究会
- ・国際通貨研究所（財）（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」
- ・小林一広（2003）「『個人向け国債を考える』—将来ビジョンのなかでの位置づけ」『広島経済大学経済研究論集第』26巻第1号
- ・須藤秀夫（2001）「アジア危機とコーポレート・ガバナンスのあり方」『国際金融』1076号，外国為替貿易研究会
- ・永野 護（2004）「アジア債券市場と情報の経済学」『月刊資本市場』2004年3月
- ・森 純一（2001）「レポ市場とアジアの債券市場改革」『国際金融』1077号，外国為替貿易研究会
- ・横山史生（2003）「通貨危機後の東アジアにおける債券市場をめぐる動向」『証券経済研究』第43号
- ・吉國眞一（2003）「アジアの資金フローとアジア債券ファンド」『国際金融』1110号，外国為替貿易研究会
- ・吉富 勝（2003）「アジア経済の真実」東洋経済新報社
- ・APEC（1999）“Compendium of Sound Practices – Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies”
- ・Asian Development Bank Institute（2000）“Round Table on Capital Market Reforms in Asia”
- ・Bank for International Settlements（2002）“The Development of Bond Markets in Emerging Economies（BIS Paper No.11）”
- ・International Monetary Fund（DEC. 1997 & Other Issues）“World Economic Outlook”
- ・Ito, Takatoshi（2003）“Promoting Asian Basket Currency（ABC）Bonds”  
[http://www.glocom.org/opinions/essays/20030717\\_ito\\_new/](http://www.glocom.org/opinions/essays/20030717_ito_new/)
- ・World Bank（2003）“Foreign direct investment in emerging market countries”
- ・ditto-（2003）“Global Development Finance”