

アジア債券市場の現状と課題



みずほ証券グローバル戦略部

村松 健

1. はじめに

アジア債券市場^(注1)は、2018年末で約13兆ドル^(注2)まで拡大している。

アジア新興国は、1990年代後半、通貨と期間のダブルミスマッチを主因とする、アジア通貨危機にみまわれた。アジア通貨危機後のアジア新興国の経済発展と、アジア通貨危機の反省を踏まえ、東南アジア諸国連合 (Association of South - East Asian

目次

1. はじめに
2. アジア債券市場の現状
3. 各国・地域毎の状況
4. 投資家の状況
5. アジア債券市場育成への取り組み
6. 更なる発展に向けて
7. むすび

Nations : ASEAN) + 3^(注3) 財務大臣会合のリーダーシップの下、域内の健全な資金循環を形成するための債券市場育成へ取り組んだことが、現在に至るアジア債券市場拡大の背景として指摘されよう。

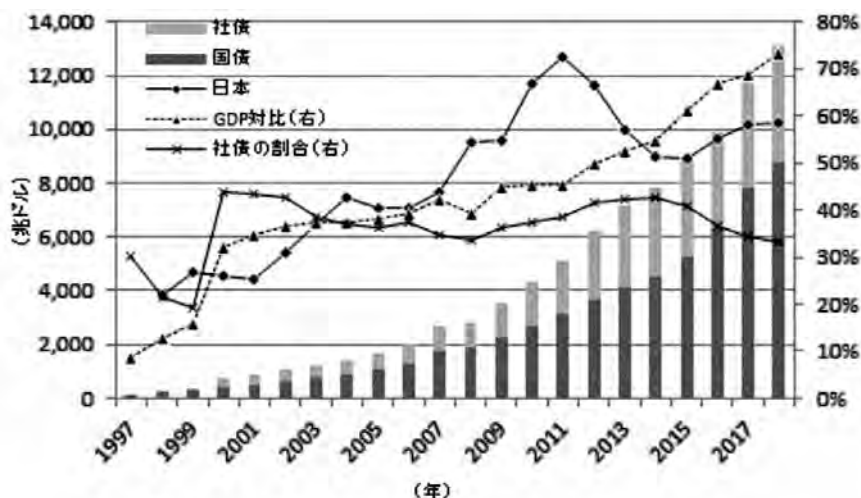
本稿では、近年急速に発展するアジア債券市場の現状と、アジア債券市場育成への取り組みにつきご報告すると共に、現状を踏まえた更なる発展に向けた課題につき、整理を試みたい。

なお本稿中、意見に係る部分は筆者の個人的な見解であり、筆者の属する組織の見解を示すものではないことについて、予めお断りさせて頂く。

2. アジア債券市場の現状

アジア債券市場は2018年末で約13兆ドルまで急速拡大している。なお、日本の債券残高は約10兆ドルであり、2016年以降、既に日本

(図表1) アジア債券市場の残高推移



(出所) Asian Bonds Onlineより筆者作成

を上回る規模まで拡大していることも特筆すべき事項と思われる。(図表1)。

前述の通り、アジア新興国はアジア通貨危機にみまわれ、国際通貨基金 (International Monetary Fund:IMF) の支援を仰いだ結果、緊縮財政を強いられることとなった。そのことは、国債発行の減少により、債券残高に対する社債の割合が2000年に急激に高まっていることから類推される。以降、2000年代前半までは国債の発行増は限定的であり、債券市場の拡大も限定的であった。

一方、2000年代後半に入ると、アジア新興国の経済も立ち直ったことで自主的な財政運営を取り戻し、経済成長に沿って国債の発行も増加することとなった。これにより、債券市場も国債主導で拡大することとなる。なお2010年代以降は、中国を中心に社債市場も発

展し、現在は国債と社債がそれぞれバランス良く成長している状況と考えられる。

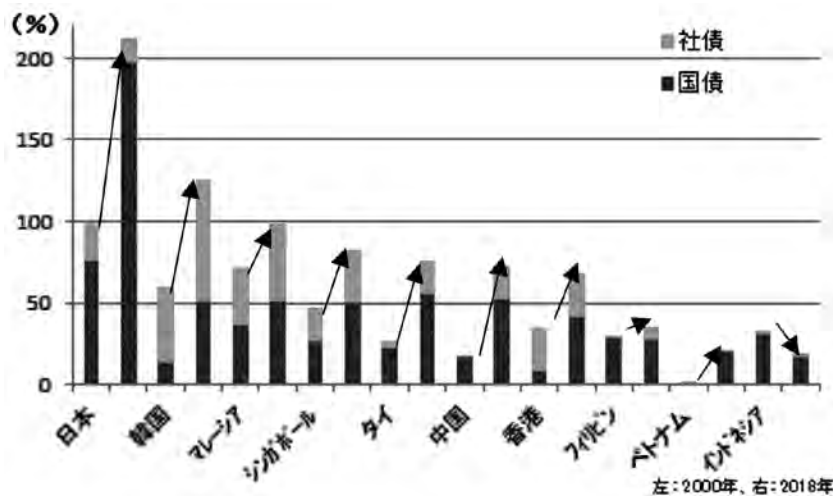
なお、中国債券市場の規模はGDP対比では約72%であり、たとえば、GDP対比100%まで拡大した場合、残高は約13兆ドルとなる。後述する通り、中国を中心にアジア債券市場の拡大基調は鮮明であり、更なる拡大の可能性を見据える必要がある。

3. 各国・地域毎の状況

次に、各国・地域毎の債券市場の状況について確認したい。経済規模が異なる中、一律に残高のみで比較を行うことはやや乱暴であり、ここでは、各国・地域のGDPと債券市場の規模の比較を行いたい (図表2)。

各国・地域の債券市場をGDP対比で見

(図表 2) 各国・地域のGDPと債券市場の比較



(出所) Asian Bonds Onlineより筆者作成

と、インドネシアを除き、各国・地域毎に差はあれ、基本的には拡大基調であることが確認される。なおインドネシアはGDP対比での債券市場の規模が減少傾向であるのは、債券市場自体は拡大しているものの、経済成長を上回るには至らなかった結果と考えられる。

なお、日本の債券市場はGDP対比200%超の水準であり、アジア各国・地域と比べても、非常に規模が大きい。また、国債のウェイトが大きいことが特徴となっている。

韓国、マレーシアについては、それぞれGDP対比126%、98%と100%超もしくは近傍まで債券市場が伸長しており、先進国もしくは準先進国として債券市場の整備が着実に進展していることが伺える。

タイや中国の債券市場については現状

GDP対比76%、72%に留まっている。しかし、今後の経済発展と金融構造改革の進展次第では、100%近傍まで債券市場が拡大するとの想定は、先進国の状況を踏まえると、あながちの外れではないように思われる。100%まで成長した場合、両国は相対的に経済規模が大きいこともあり、それぞれ、約5千億ドル、約13兆ドルの債券市場を有することとなる。

なお、フィリピン、ベトナム、インドネシアの債券市場は発展段階にあり、それぞれ2018年末残高は、フィリピン1,160億ドル、ベトナム519億ドル、インドネシア1,972億ドルと、極めて限定的である。内訳としても国債中心であり、社債市場は小規模に留まっている。各国共に経済規模は順調に拡大しており、また、債券市場育成への取組みを進めていることから、経済成長や金融市場の成熟に

(図表3) 各国・地域の売買回転率(2018年12月)の比較

(単位:倍)	国債	社債
香港	0.63	0.11
中国	0.59	0.10
インドネシア	0.54	0.17
タイ	0.45	0.06
韓国	0.48	0.12
シンガポール	0.38	—
マレーシア	0.18	0.04

(出所) Asian Bonds Onlineより筆者作成

に伴い、今後債券市場は拡大することが期待される。

ちなみに、実際の残高ベースでは経済規模などを背景に中国が72%と圧倒的な地位を占めており、次いで、韓国が15%となっている。韓国は相対的に債券市場の整備が先行したが、中国の経済成長を背景に、2005年には中国が韓国の債券市場規模を上回っており、足元もその差は拡大する傾向にある。

一方、中国・韓国と比べると、ASEAN等の各国・地域の債券市場が占める割合は、それぞれ3%以下と限定的であり、合計でも韓国に及ばない規模となっている。人口やポテンシャルを勘案すると、今後の拡大が期待される。総じて言えば、アジア債券市場の規模に関しては、特に中国の影響力が大きい状況である。

債券の流通市場構築は、債券市場育成を試みる各国政府にとり、大きな課題であろう。萌芽期の債券市場は、機関投資家が未成熟であることが多く、銀行等の相対的に資金を有する投資家が、発行された債券を満期まで持

ち切ることが多い。特にアジアの各国・地域は、間接金融、すなわち銀行中心の金融構造となっている国が多く、銀行が主な債券投資家となるケースが多いものと思われる。

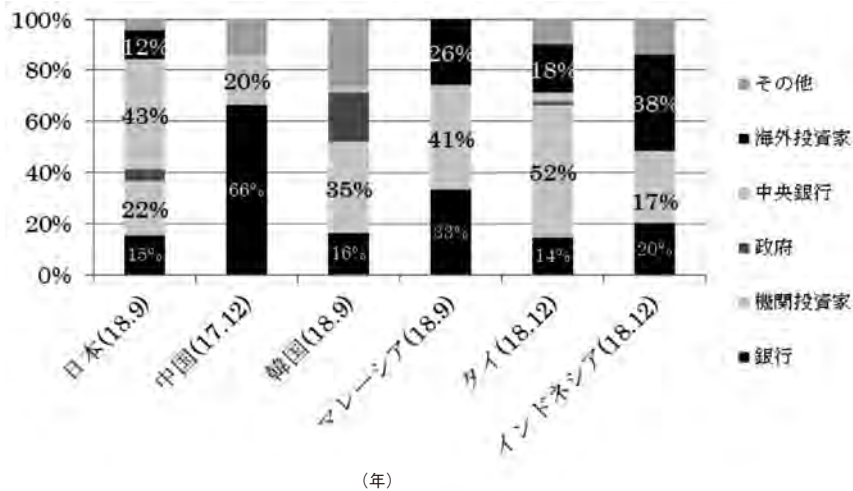
一方、債券による資金調達最大のメリットは、期限内での売買が可能であることで、発行体の期限の利益と投資家の流動性確保を両立する点にあり、これは、債券流通市場の存在を前提とするものである。アジア各国・地域においても債券市場が拡大・成熟し、機関投資家の育成が進む中で、機動的な売買が可能とし、価格発見機能を提供する債券流通市場がますます重要となるであろう。

では、アジア各国・地域の債券流通市場は、どのような状況なのだろうか？

流通市場の成熟度を示す指標としては、売買回転率が挙げられる。売買回転率とは、債券売買高を平均債券残高で除したものであり、1倍以上である場合は、全ての債券が年1回は売買されたのと同じ程度売買が行われている状態を示す。

アジア各国・地域の売買回転率を見ると、

(図表4) 国債の投資家



(出所) Asian Bonds Onlineのデータに基づき筆者作成

総じて売買は低調と言えよう。国債と社債に分けると、国債については、香港や中国では、相応の規模で売買が行われている。一方社債については、各国・地域共に0.1倍前後に留まっており、売買は不活発と言えよう。

なお、原則リスクフリーとみなされる国債に対し、社債は発行体に応じた多様なリスクが存在し、また社債より国債の1銘柄当たりの残高が大きいことから、社債より国債の方が、売買回転率が高く、流動も高いことが一般的である(図表3)。

流通市場が低調な理由は、各国・地域毎の一律ではないものと思われるが、流通市場拡大のためには、流通市場で活発な売買を行う機関投資家の育成や、売買を容易にする証券決済制度の整備、資金調達手段としてのレポ市場の拡充などが課題となろう。

4. 投資家の状況

前項での流通市場と機関投資家に関する問題意識を踏まえ、ここでは、国債の投資家について確認したい。

各国毎の国債の投資状況を確認すると、銀行および機関投資家中心の保有構造となっていることが理解される。機関投資家の保有状況については、成熟度合に応じ各国毎に異なる状況である。アジア債券市場の大宗を占める中国については、今後機関投資家の成長が見込まれるものの、足元は銀行中心の保有構造となっている。なお、中国に関しては近年資産運用を行うファンドが多数設立されているが、国債の保有においてはファンドを中心とした機関投資家は20%を占めるにすぎず、

今後の成長に期待したい。

韓国、マレーシア、タイについては、機関投資家の存在感が大きく、国民年金基金などが成長していることが伺える。

なおマレーシア、タイ、インドネシアの3か国については、海外投資家の存在感にも注目すべきであろう。それぞれ26%、18%、38%を海外投資家が保有しており、アジア通貨危機の反省を踏まえると引き続き危険な状況にあるように見える（図表4）。海外投資家はこれらの国の金利の高さに着目して投資を行っているが、上記の3か国の国債発行は5年超が過半を占めており主に長期債への投資となっていること、また金利を確保するために現地通貨建ての投資であることなどから、単純に同一視はできない状況と思われる。

■ 5. アジア債券市場育成への取組み

次に、アジア債券市場イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative：ABMI）を中心に、ASEAN+3財務大臣会合のリーダーシップの下で進められた各種施策について説明したい。

ABMIは、アジア通貨危機の反省を踏まえASEAN+3財務大臣会合の合意に基づき発足したものであり、域内の健全な資金循環形成に資する、効率的かつ流動性の高い債券市場を構築することを目的としている。

ABMIの主な成果としては、（1）Asian

Bonds Onlineや、（2）信用保証投資ファシリテイ（Credit Guarantee and Investment Facility：CGIF）、（3）ASEAN+3債券共通発行フレームワーク（ASEAN+3 Multi-Currency Bond Issuance Framework：AMBIF）、などが挙げられる。また、近年、ABMIメンバー国の中央銀行や証券決済機関（Central Securities Depository：CSD）を中心に、（4）クロスボーダー決済インフラフォーラム（Cross-border Settlement Infrastructure Forum：CSIF）が設置され、クロスボーダーでの証券決済の円滑化に向けた議論が行われている。

（1）Asian Bonds Online

ABMIの大きな成果として挙げられるのがAsian Bonds Online^{（注4）}である。Asian Bonds Onlineでは、各国・地域の発行・流通市場に関する統計や金利の状況をデータベースとして集約し、ウェブサイト上で情報発信を行っている。そもそも各国・地域の債券市場の成熟度合が異なる中、計数の把握のみならず、相互に比較可能なレベルとすることの困難さは容易に想像できよう。Asian Bonds Onlineにより、各国・地域の市場の比較検討が可能となったことは、特に投資家にとって重要かつ有用な取組みと考えられる。

（2）CGIF

CGIFは、ASEAN+3域内の債券市場育成に資する債券の保証を目的に、ABMIの枠

組みの下、アジア開発銀行傘下に組成された信託基金であり、Standard & Poor'sよりAAの信用格付を得ている。

CGIFは2018年末まで累計19件の案件への保証を行っている。ASEAN主要5か国を網羅すると共に、保証対象も、地熱発電や病院、マイクロ・ファイナンスといった多岐に亘る。また、期間も10年までの実績が存在し、本邦投資家も保証案件への投資を行っている。「域内の健全な資金循環形成」といったアジア債券市場育成の目的にかなった取組みとなっており、大きな成果を上げているものと言えよう。

(3) AMBIF

AMBIFは、域内地域間で標準化されたクロスボーダーでの債券発行の枠組みであり、アジア債券市場が拡大する中、規模の経済を追求するとの観点から、同一の書式・フォーマット（Single Submission Form：SSF）を用い、域内の複数の国・地域で債券の発行を行うことを可能とするものである。なお、各国・地域の規制はそれぞれ異なっており、投資家を各国規制におけるプロ投資家に限定することで、規制間の調整を行い、平仄を確保したことが、AMBIFの着眼点と言えよう。

なお現在まで、みずほ銀行によるタイバーツ建て債（TOKYO PRO-Bond Market^(注5)にも同時上場）と、AEON CREDITのフィリピン現法によるフィリピンペソ建て債券（同じくTOKYO PRO-Bond Marketにも同

時上場）等3件が実績として存在する。

(4) CSIF

CSIFは各国・地域の中央銀行とCSDで構成される、ABMI傘下の組織である。

域内の健全な資金循環形成との観点からは、クロスボーダーでの証券取引の活発化が望まれる。CSIFでは、これを解決するための手法としてCSD-RTGS Linkageを提唱、検討している。CSD-RTGS Linkageとは、各国・地域のCSDや中央銀行の即時グロス決済システムを接続し、域内通貨建て債券のクロスボーダー取引についてDVP決済を行うものである。証券決済の効率性・安全性を高めようとするものであり、たとえば、簡易なやり方としては、相互に口座を持ちあうといったことが想定される。

なお通常、クロスボーダーでの証券決済においては、グローバルカストディアンと呼ばれるクロスボーダー取引を専門に取り扱う金融機関がつなぎ役として介在するケースが多い。また、各国・地域に属さないオフショア市場として発達したユーロ債市場においては、ユーロクリアやクリアストリームといった、国際的な証券決済機関が集中して決済を行うことにより効率的な証券決済を実現している。CSIFの検討は、このような仲介機関を介さずにクロスボーダーでの証券決済を実現しようとするところに特徴がある。

■ 6. 更なる発展に向けて

これまで見てきたように、アジア債券市場は中国を中心に急激な成長を遂げている。一方、急激な成長の陰で、取り残された課題も散見される。具体的には、クロスボーダー取引の活性化と金融構造との調和が挙げられよう。

域内各国・地域は未だ為替・資本規制を行っているケースが多く、自由度が高く、域内債券市場の売買を行える局面にはない。一方、中国で債券通（Bond Connect）が導入されたことに象徴されるように、外資導入や債券市場発展のため、積極的にクロスボーダー債券投資を受け入れようとする動きも見られる。域内各国・地域は、今後家計金融資産の蓄積が進展することが予想される。健全な資産形成の観点からも、域内での債券投資が活発化することは首肯され、域内クロスボーダー債券投資活性化が望まれる。では、域内クロスボーダー債券投資活性化のための方策としてなにが考えられるのだろうか？ 本稿ではまず（1）AMBIFの課題、について考えたい。

また、域内各国・地域の金融構造は間接金融主体であり、将来金融システムを考える際は、（2）債券市場の位置づけに関する議論が不可避である点についても触れたい。

(1) AMBIFの課題

まず、ユーロ債との比較の観点でAMBIFについて考えたい。AMBIFは域内債券市場の実質的な融合を図る試みであり、域内クロスボーダー債券取引活性化に資する重要な取り組みである。資金調達サイド、運用サイド双方に調達・運用の多様化をもたらすスキームとしても、意義が認められる。一方、現状まで実績は3件に留まっている。これは、発行体・投資家のインセンティブを削ぐなんらかの事情があるものと考えられよう。

通常、クロスボーダーでの債券発行・投資を行う場合、(a) 各国・地域のオンショア市場で行う場合（すなわちAMBIF債）と、(b) オフショア市場（すなわちユーロ債市場）で行うケースが想定される。

まず、発行体の立場で考えてみたい。(a) の場合、各国・地域のオンショア市場で債券発行を行うためには、非居住者としての必要な手続きが必要となる。具体的には、現地語かつ現地で認められた会計基準に基づく開示や、現地格付機関による格付の取得が発生し、結果として本国と二重の手続きを要する可能性が高い。また、現地で資金需要がある場合はともかく、調達した資金を現地より持ち出すためには、為替・資本規制との関係が問題となる。

以上、発行体の立場からはAMBIF債発行はややハードルが高いように思われる。

次に、投資家の立場で考えてみたい。(a) の場合については、各国・地域のオンショア

市場で債券投資を行うためには、口座開設や送金などの手間がかかると共に、各国・地域が為替・資本規制を実施しており回金が困難となるケースもあり得る。よって、たとえば米国のような反復継続して相応の取引が見込める市場でしか、取り得ない選択肢と言えよう。

以上の検討の結果、残念ながらクロスボーダー債券取引については (b) に優位性があり、この点がAMBIF拡大のネックとなっているものと思われる。ただし、域内での健全な資金循環を形成しようとのAMBIFの趣旨を踏まえれば、(a)の方が望ましいことは言うまでもなく、望ましい在り方の実現に向けた取組みが期待されよう。

なお加えて言うならば、現状のAMBIF債はそのコンセプトとは異なり、複数の国で活発に売買が行われるには至っていない。この背景としては、「CSDの問題」と「仲介業者の問題」が存在することが想定される。

まずCSDの問題については、AMBIF債は各国・地域のCSDを用いて発行されるため、海外からの投資が困難でユーロ債対比劣後しているとの現実がある。この点に関しては、本来であればCSD-RTGS Linkageによる対応が望ましいものの、当面の対応としては、CSD間で相互に口座を持ちあうことで、一定程度利便性が高まることが可能なのではないか。この場合問題となるのは、資金決済であるが、系統的にDVP実現は難しいものの、入金状況を管理しCSDと連携すること

で、決済の安全性は確保されるように思われる。

本件実現においては、各国・地域のCSD関連の規制や、資金決済に関するエージェントの協力が欠かせないが、AMBIF債検討の枠組みの中で、一定の規範化を行い、エージェントのための指針を策定する余地はあるように思われる。

次に仲介業者の問題については、CSD所在国以外での債券の販売の担い手が問題となる。たとえばタイでAMBIF債を発行し日本でも販売する場合、タイにおける引受業者は金融商品取引法における「外国証券業者」に該当し、有価証券関連業に該当する行為を行うことは原則禁止されている。では、日本の証券会社はどうかと言うと、あくまで日本における業務ライセンスを保有する存在であり、タイで発行されたAMBIF債を引受けることは難しい。以上を踏まえると、発行時に、2か国同時にAMBIF債を販売することは困難であるものと思われる。本件については、AMBIF債の商品性に深く係る課題であり、対応策を整理したうえ、国際協調や制度論を含めた議論が必要と考えられる。

(2) 債券市場の位置づけに関する議論

アジア債券市場育成への取組みは、域内の貯蓄を投資へ活用し、地域の経済の安定化を図るとの側面も有している。アジアの金融システムは、欧米に比べ間接金融が主体というのが一般的な理解であろう。特に株式・債券

・投信などへの投資が多い米国との比較において、間接金融主体のアジアは経済のダイナミクスに欠ける面があるとも評される。

米国では家計の大宗の資金が資本市場経由で企業へ供給されるのに対し、アジアでは銀行経由で供給される状況にある。このような金融構造の違いに着目した場合、各国・地域の金融構造における債券市場の位置づけ、すなわち、債券市場育成のゴールとして、金融構造の中核に直接金融と間接金融のどちらを位置づけるのが議論となりそうだ。

各国・地域は、アジア債券市場育成への取組みを通じ、間接金融主体の金融構造を前提としながらも、債券市場を育成することによって複線的な資金仲介チャネルを確立することで、より強靱な金融システムを追求しているように思える。あくまで間接金融主体の中での動きであれば良いが、米国型の直接金融主体の金融システム構築までを視野に入れた場合、移行期における金融システムへの負荷が懸念されよう。各国・地域の実情に応じ、既存の金融システムとの調和を意識した慎重な取組みが必要と思われる。

7. むすび

本稿では、アジア債券市場の現状を確認すると共に、ABMIにおけるアジア債券市場育成への取組みと今後の課題を展望した。

アジア各国・地域は、今後も経済成長が期待されると共に、強靱な金融システムの形成

が期待されるであろう。たとえば中国は、円滑なリスクマネー供給や間接金融中心の金融構造への問題意識を背景に、資本市場育成との方向性を明確にしている。

経済成長の結果、アジア経済の持続性および安定性への期待はますます大きくなっている。アジア債券市場育成への取組みの深化が、域内金融システムの強靱化に寄与することを期待したい。

(注1) 本稿における「アジア債券市場」の定義は、特に断りのない限りASEAN(東南アジア諸国連合)および中国、韓国の現地通貨建て債券市場を指すものとする(日本は除く)。

(注2) 本稿の計数については、特に断りのない限りAsian Bonds Online(後述)2018年12月のものを利用しているが、日本については、現状12月の数値が反映されておらず、2018年9月末の数値を使用している。

(注3) 「+3」とは、日本、中国、韓国の3か国を指す。

(注4) <https://asianbondsonline.adb.org/>
本稿の図表の多くも本サイトに依拠している。

(注5) 東京証券取引所が運営するプロ向け債券市場、詳細は東京証券取引所ホームページ参照。
(<https://www.jpx.co.jp/equities/products/tpbm/index.html>)

