

アジア債券市場の育成と CGIFの活用に向けて



みずほ銀行 証券部調査チーム

村松 健

1. はじめに

Asia Bond Onlineによると、アジア債券市場の現地通貨建て債券の残高は昨年末に8.2兆ドルにまで到達し、市場規模の拡大が顕著となっている^(注1)。

アジア通貨危機においては、アジア新興国の資金調達における通貨と期間のダブルミスマッチがその原因との指摘があり、域内における資金循環の重要性と、その実現手段としての債券市場の必要性が認識されることとな

った。これを受け、2003年には、ASEAN+3^(注2)財務大臣会合の傘下にアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI, Asia bond Markets Initiative）が組成され、以降、アジア債券市場育成に向けた取り組みが進展している。

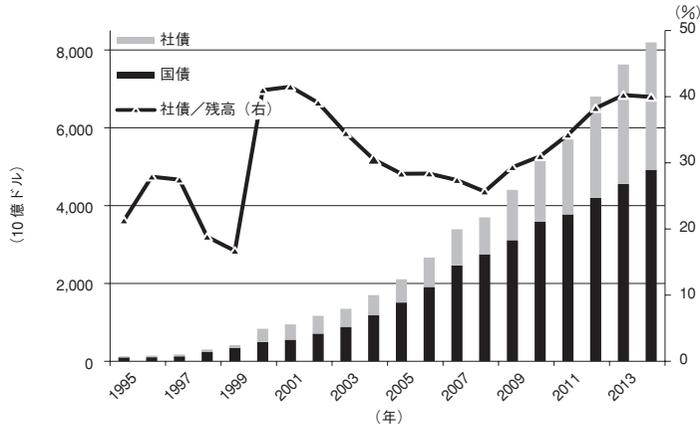
本稿では、本年5月3日にバクー（アゼルバイジャン）において行われた第18回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議におけるABMIのレビューをご紹介すると共に、特に、クロスボーダーでの債券取引活性化の切り札と目される債券保証の枠組み、信用保証・投資ファシリティ（CGIF, Credit Guarantee and Investment Facility）について紹介したい。

なお、本稿中、意見に係る部分は執筆者の個人的な見解であり、執筆者が所属する組織の見解を示すものではないことを予めお断りさせて頂く。

〈目次〉

1. はじめに
2. 第18回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議共同声明の概要
3. CGIFの概要
4. 保証案件の動向
5. おわりに

(図表1) アジア債券市場の拡大



(出所) Asia Bond Onlineより筆者作成

2. 第18回ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議共同声明の概要 (注3)

ABMIに関しては、例年5月頃に行われるASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議においてレビューが行われている。本年5月3日にバクー（アゼルバイジャン）で行われた会合においても、チェンマイ・イニシアティブなど、その他のアジア地域における金融協力と共に、ABMIの評価も行われた。

具体的には、共同声明においてABMIの取り組みが域内金融市場の安定に貢献したことを確認すると共に、(1) CGIFの保証案件の増加、(2) ASEAN+3 債券共同発行フレームワーク (AMBIF, ASEAN+3 Multi-currency Bond Issuance Framework) によるパイロット案件の検討、(3) クロスボーダー決済インフラフォーラム (CSIF, Cross-

border Settlement Infrastructure Forum) における域内決済インフラ構築、に関し歓迎する旨のコメントが公表されている。CGIFについては、これに加えプロジェクト・ボンドなど、より多くの保証案件の組成が求められている状況である。

ABMIの成果が、アジア債券市場拡大という形で示される中、ABMIの活動も、各国の債券市場の育成から、よりクロスボーダーでの債券取引を活性化させるとの方向性へと焦点を変えつつあるようだ。CGIFは保証という形で、クロスボーダーでの債券発行を支援する枠組みであり、ABMIの中核的な存在と言えよう。

3. CGIFの概要 (注4)

CGIFは、クロスボーダーでの債券発行など、ASEAN+3 域内の債券市場育成に資す

(図表 2) CGIFの出資構成

出資者	出資額
日本 (JBIC)、中国	200百万ドル
韓国	100百万ドル
インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ	12.6百万ドル
ブルネイ・ダルサラーム	5.6百万ドル
ベトナム	1.1百万ドル
カンボジア、ラオス、ミャンマー	0.1百万ドル
ADB	130百万ドル
合計	700百万ドル

(出所) CGIF資料より筆者作成

る債券の保証を目的に、ABMIの枠組みの下、アジア開発銀行 (ADB) 傘下に2010年11月に設立された信託基金^(注5)である。

クロスボーダーでの債券発行の活発化において、各国法制度や税制、円滑な証券決済の提供など、クリアすべき課題は多々存在する。特に障害となるのが、信用リスクであろう。他国企業のクレジット状況をモニタリングすることは容易ではなく、発行後の円滑な流通市場の形成にも、大きく影響することも予想される。CGIFは、その保証により信用補完を行うことで、アジア域内でのクロスボーダー債券投資のハードルを下げるのが期待されている。

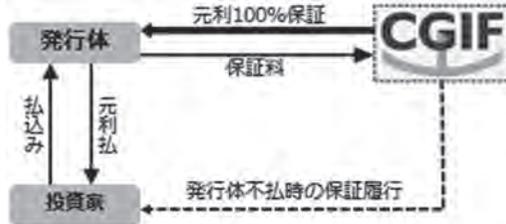
なお、設立にあたっては、ASEAN+3 各国が計7億ドルの出資を実施している。日中が大口出資者 (2億万ドル^(注6)) となっており、CGIFのガバナンスにおいて、中国はChairman、日本はCEOポストを確保している。なおADB (1.3億ドル) や韓国 (1億ドル) も、

それぞれ大口出資を行っている状況である。

CGIFは、現在S&PよりAA (安定的、S&P) の格付を取得している^(注7)。CGIFの保証の有効性はその高い格付に依拠するものであり、設立当初は保証総額を出資額である7億ドルの範囲内に留めることで格付を維持することが想定されていたようだ。一方、個別案件組成の中でCGIFの活用ニーズが確認されたことを受け、足元は出資額の2.5倍である17.5億ドルまで保証額総額の上限の引き上げが行われている。CGIFの運営において格付の維持は重要と思われる。よって、レバレッジは、現在の格付が維持できる範囲に留まらざる得ない側面があり、今後の保証拡大に応じて、再保険の活用や、場合によっては増資が必要になることには留意が必要であろう。

CGIFの保証スキームは一般的な債券スキームと大きな差異はなく、CGIFは債券の元利払を保証し、元利払が行われなかった際には保証履行を行う。保証の条件は無条件かつ

(図表3) CGIFの保証スキーム



(出所) CGIF資料より筆者作成

取消し不能 (Irrevocable & Unconditional) となっており、傍ら、保証期間は最長10年まで^(注8)、かつ、域内通貨による発行が想定されている。

100%保証は、CGIFの最大の特徴と言えよう。たとえば国際協力銀行 (JBIC) のサムライ債保証は、発行体のモラルハザード対策や投資家にとっての投資妙味確保の観点から、部分保証となっている。100%保証は、発行体のクレジットリスクを排除し、保証を付した債券にCGIFに準じた格付を付与することを可能とするものであり、投資家の検討を容易にすると共に、発行体にとっては、自らの信用力では確保できない長期安定資金の導入を可能とするとの意義があろう。

なお保証対象には、政策的な意義等を踏まえ、以下の基準に合致することが求められている。

- ① ASEAN+3の域内企業 (親会社・主要株主の国籍も考慮) が発行する社債
- ② CGIFとして受入可能な信用力
- ③ 「Prohibited Activities」に該当しない事業^(注9)

- ④ CGIFの環境・セーフガード基準に抵触しない事業

■ 4. 保証案件の動向

CGIFの保証付債券は、現在まで6件発行されている。クロスボーダーでの起債実現など、それぞれが意義深い案件と言えよう。

個別案件について見ると、②については、日本の大手機関投資家である第一生命保険株式会社 (以下、第一生命) が購入したことが注目されよう。第一生命は、成長分野への投融資による収益力向上や、アジア債券市場育成への貢献といった観点で本件に取り組んだようだ^(注10)。なお、本邦機関投資家の参画に関しては、その他複数の案件においても確認されている^(注11)。また、ラオスのような開発途上国の企業の起債を実現すると共に (③)、債券市場の形成が相対的に未成熟であるベトナムにおいて、期間10年での発行を可能としたこと (⑤) も、特筆すべきであろう。

CGIFには、アジア債券市場育成の中で、クロスボーダー案件を中心に、新たな領域を

(図表 4) CGIFの保証付債券

	Noble (香港) ①	BCA Finance (インドネシア) ②	Kolao (ラオス) ③	PROTELLINDO (インドネシア) ④	Masan (ベトナム) ⑤	Aatra Sedeya (インドネシア) ⑥
発行日	13.4	13.12/14.3	14.8	14.11	14.12	14.12
発行市場	タイ	インドネシア	シンガポール	シンガポール	ベトナム	シンガポール
発行額	28.5億THB	3,000億IDR 1,200億IDR	60百万SGD	180百万SGD	2.1兆VND	100百万SGD
発行格付	AAA (Fitch/THA)	—	AA (S&P)	AA (S&P)	—	—
期間	3年	3年/3年	3年	10年	10年	3年
利率 (指標銘柄比)	3.55% (+69bp)	8.2%/7.95% (+20bp)	2.0% (+95bp)	3.25 (+85bp)	8.0% (+96bp)	2.115% (+86.5bp)

(出所) CGIFホームページ、報道等より筆者作成

切り開いて行くことが期待されているようだ。案件組成のペースはやや慎重との評価もあろうが、各案件に込められた含意を踏まえれば、役割期待に恥じない進展と言えよう。なお、今後については、証券化やプロジェクト・ボンドといった保証機能が求められる新たな領域への展開が望まれる。

5. おわりに

本稿では、アジア債券市場育成に関し、CGIFを中心に紹介させて頂いた。

CGIFの枠組みにおいて、潤沢な金融資産を有する日本、とりわけ本邦機関投資家への期待は大きい。域内各国では、旺盛な資金需要に対し、資本蓄積が十分ではなく、かつ各国内の機関投資家の形成が十分でないことから、国内で長期ファイナンスを完結することが難しい状況と考えられる。洗練された投資家である本邦機関投資家が、CGIFの枠組みを介し域内各国債券市場に参画し、域内の経済発展に資する円滑な資金供給が実現するこ

との意義は大きい。

一方、本邦機関投資家にとっても、①資金運用における収益力向上や、②アジアへの投資拡大による日本の成長戦略への貢献、が求められる環境下、国際的な枠組みでありかつ信用力が高いCGIFの保証付債券への投資ニーズは相応にあるものと思われる。日本再興戦略の想定するアジアへのマネーフロー拡大のための、有力な投資対象となろう。

なお、本邦機関投資家がCGIF保証付債券に投資を行うにあたっては、①投資効率の確保、②現地通貨への対応、③域内債券市場へのアクセス、がポイントと思われる。本邦機関投資家の円滑な対応のためには、たとえば投資信託の活用といった金融サービスの提供が不可欠となろう。本邦機関投資家の投資拡大と金融仲介サービスの機能発揮が相まって、域内債券市場を巡る日本発のマネーフローが拡大することに期待したい。

(注1) Asia Bond Online (http://asianbondsonline.adb.org/)。なお、Asia Bond Online はASEAN+3

(日中韓)を対象としており、本稿における「アジア債券市場」の定義は特に断りのないかぎり、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（除く日本）。

(注2) 東南アジア諸国連合+日中韓。

(注3) <https://www.mof.go.jp/international_policy/convention/asean_plus_3/20150503.htm>

(注4) 以下、CGIFに関する記載は、同基金ホームページに基づく。<<http://www.cgif-abmi.org/>>

(注5) 免税ステータス確保とソブリンシーリング回避を目的に、信託基金として設立されたとの認識。

(注6) 日本はJBICが出資を実施している。

(注7) 案件積み上がりペースがやや遅いこと等を背景に、2014年6月にAA+よりAAへと格下げとなっている。<http://www.cgif-abmi.org/datas/pdf/CGIF_RU_Jun18_2014.pdf>

(注8) 発行体の信用力如何では、15年まで対応が検討可能である模様。

(注9) 公的機関としての労働問題や環境、平和への配慮や、域内の宗教の多様性等に配慮した項目であり、武器、アルコール（ビールとワインは除く）、タバコ、カジノ等が該当する事業として挙げられる。

(注10) 当社プレスリリース（13.12.2）より。<http://www.dai-ichi-life.co.jp/company/news/pdf/2013_066.pdf>

(注11) 「東南ア、社債発行が増加、公的保証活用、日本も買い手に」日本経済新聞 [2014.11.26] など。

