

拡大するアジア債券市場

～現況、国際金融情勢による影響と課題～



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

1997年のアジア通貨危機を受けて、アジア諸国は債券市場の育成に力を入れている。ASEAN並びにASEAN+3（ASEAN+日本、中国、韓国）の枠組みでも地域の債券市場の育成を強化している。こうした動きによって、アジア債券市場は着実に拡大しているが、その様相は各国によって異なる。本稿では日本企業が数多く進出するインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの4カ国を中心に債券市場の拡大と債券市場育成に向けた取組みを概観し、米国金融緩和の縮小等の昨今の国際金融情勢の影響、今後のさらなる債券市場

拡大に向けた課題を指摘したい。

1. アジア債券市場拡大の姿と背景 (ASEAN 4 カ国を中心に)

(1) 発行市場

① 債券市場拡大の姿

アジア諸国の現地通貨建て債券残高は2000年末の8,360億ドルから2012年末には6兆5,320億ドルへと7.8倍に増加した（図表1）。この間、世界全体の債券市場残高は37兆ドルから89兆ドルへと2.4倍に増加しており、アジア債券市場が急速に拡大している様子が窺われる。

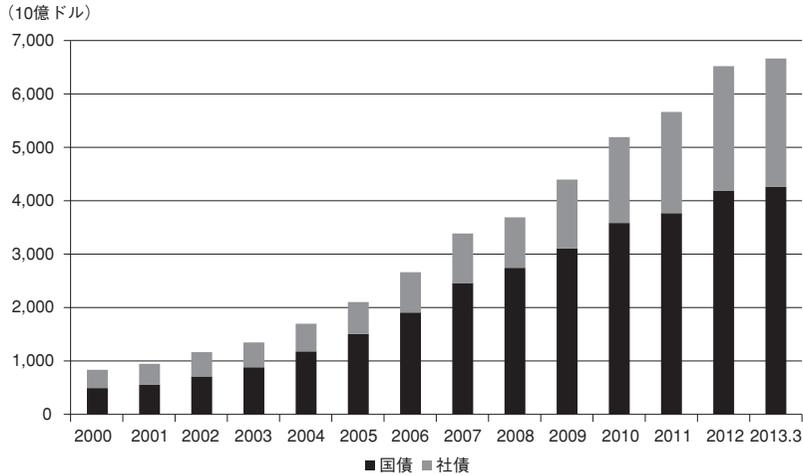
アジア債券市場は一貫して拡大を続けており、2008年のリーマンショック時には拡大ペースの鈍化が見られたが、2009年以降はリーマンショック以前を上回る急速な拡大を記録している。

国債、社債の別に見ると、国債市場が牽引

〈目次〉

1. アジア債券市場拡大の姿と背景
(ASEAN 4 カ国を中心に)
2. アジア債券市場育成の取組み
3. 最近の国際金融情勢による影響
4. アジア債券市場の持続的発展に向けた課題

(図表1) アジア諸国の現地通貨建て債券残高の推移



(注) アジア諸国は中国、香港、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの9カ国
各年・月末残高
(出所) Asian Bonds Online

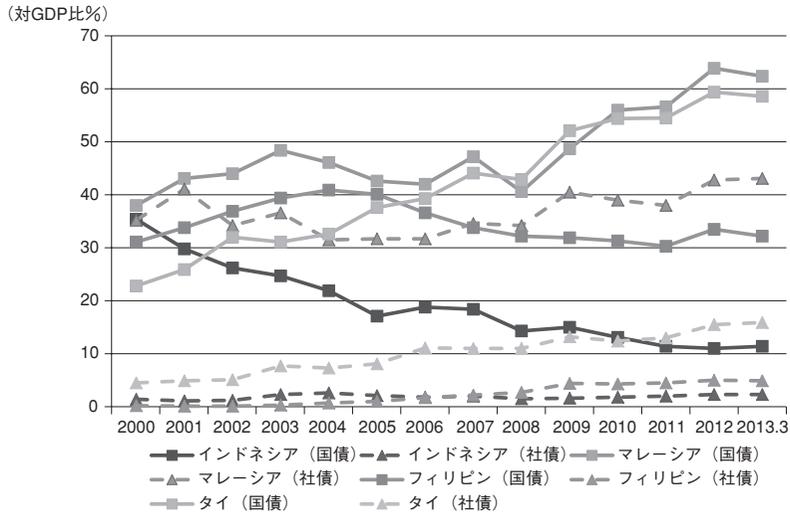
する形で市場拡大が進んできたが、2009年以降は社債市場の拡大も著しい。但し、残高シェアを見ると、2000年末には国債が60%、社債が40%であったが、2012年末には国債64%、社債36%と社債のシェアは低下しており、今後はさらなる社債市場の拡大が期待される。

このようなアジア債券市場の拡大は、アジア経済が相対的に好調な成長を見せ、また財政状態が比較的健全であり、各国のソブリン格付も上昇したこと、先進国の金融緩和が進み、投資資金が増加する中で、比較的金利が高いアジア諸国向けの投資が、国際分散投資の1つとして選択されたことなどが背景にある。

ASEAN 4カ国の現地通貨建て債券市場の

拡大の様子を見ると、各国によって顕著な差があることが指摘できる。総じて相対的に経済成長が先行し、債券市場が発展しているマレーシア、タイと今後の経済成長と市場の拡大が期待されるインドネシア、フィリピンと二分される(図表2)。マレーシア、タイではリーマンショック以降、急速に国債残高が増加している。国債の増加に比べれば増加ペースは緩やかではあるが、社債市場も拡大を見せている。これに対してインドネシアでは対GDP比での国債残高は一貫して低下を見せており、フィリピンでも2004年以降、低下を続けている。社債市場はインドネシア、フィリピンともに拡大傾向にはあるが、そのペースは極めて緩やかなものに過ぎない。

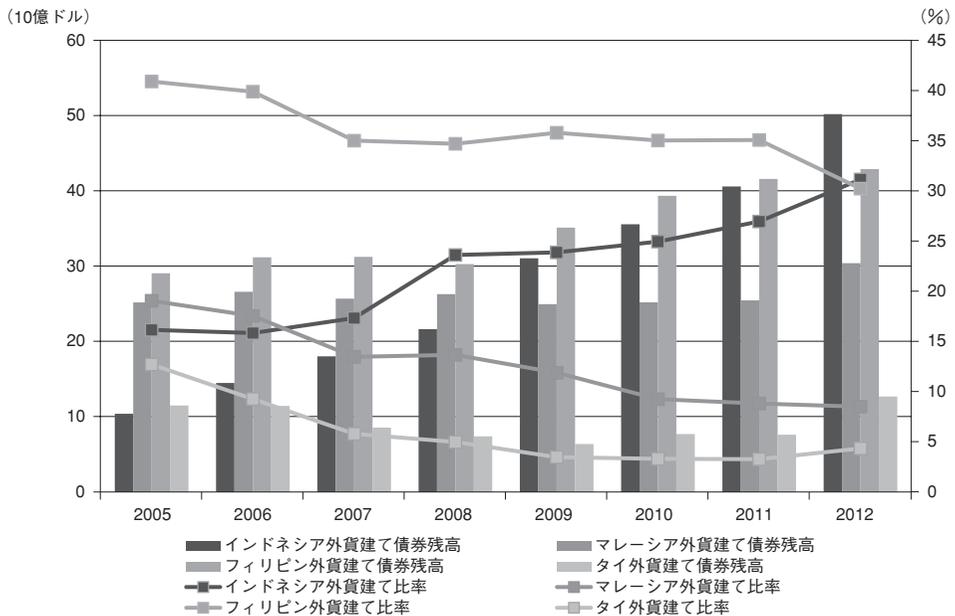
(図表 2) ASEAN 4 カ国の現地通貨建て債券市場拡大の推移



(注) 各年・月末残高の対GDP比率

(出所) Asian Bonds Online

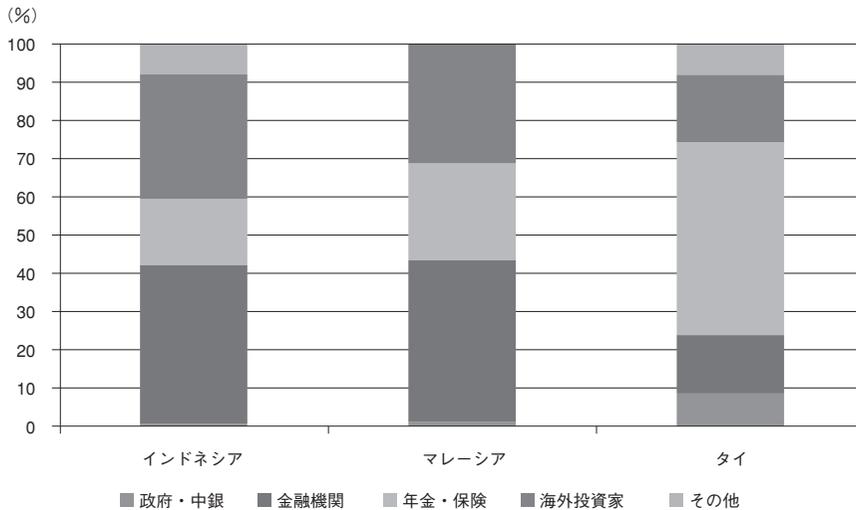
(図表 3) ASEAN 4 カ国の外貨建て債券残高の動向



(注) 債券残高は左目盛、外貨建て比率は右目盛

(出所) Asian Bonds Online

(図表4) 現地通貨建て国債の投資家構成
(2013年3月)



(出所) Asian Bonds Online

マレーシア、タイでは相対的に発展した債券市場を利用して経済成長に伴う資金調達が進んだのに対して、インドネシア、フィリピンでは経済成長は加速したものの、債券市場の育成が遅れており、結果的に対GDP比での債券残高が低下（国債）、あるいは上昇ペースが僅かなものに留まっている（社債）ものと見られる。

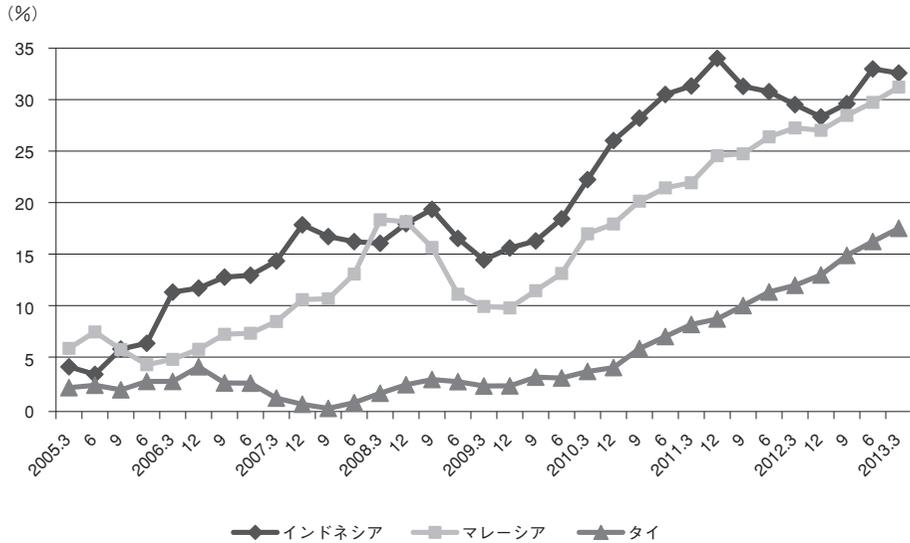
このことは外貨建て債券残高の動向にも表れている。マレーシア、タイでは外貨建て債券比率が低下傾向にある一方で、インドネシアでは外貨建て比率が急速に上昇、フィリピンでは2007年から2011年にかけて35%程度での横這いが続いた後に、2012年に30%への低下を記録した（図表3）。マレーシア、タイでは現地通貨建てでの債券発行が進んだが、

インドネシアでは債券発行による資金調達では外貨に依存する割合が高まっていると言える。これはインドネシアは国際金融情勢による影響をより受けやすい状況にあることを示していよう。

② 投資家構成

2013年3月末の現地通貨建て国債の投資家構成を見ると、インドネシア、マレーシアでは金融機関が40%超と最大のシェアを占め、海外投資家が30%超とこれに続く（図表4）。これまでの推移を見ると、インドネシアでは金融機関のシェアが低下する一方で、海外投資家のシェアが上昇、マレーシアでは金融機関、海外投資家ともにシェアが上昇傾向にある。これに対してタイでは年金・保険のシェアが50%超を占め、同シェアは上昇傾向にあ

(図表 5) 現地通貨建て国債の海外投資家保有比率



(出所) Asian Bonds Online

(図表 6) 現地通貨建て社債発行体の概観 (2013年3月末残高ベース)

	上位30社のシェア (%)	上位30社に国営企業が占める比率 (%)	上位30社の上場・非上場の比率 (%)	上位30社の産業部門別シェア (%)
インドネシア	82.2%	36.5%	上場 (64.3%) 非上場 (35.7%)	金融 (68.5%) エネルギー (13.4%) 通信 (7.5%)
マレーシア	56.6%	43.7%	上場 (29.2%) 非上場 (70.8%)	金融 (44.4%) 運輸・倉庫・通信 (22%) エネルギー (14.9%)
フィリピン	92.1%	0.0%	上場 (89.8%) 非上場 (10.2%)	金融 (25.4%) 不動産 (17.4%) 企業グループ (15.5%)
タイ	62.2%	50.7%	上場 (85.5%) 非上場 (14.5%)	金融 (36.7%) エネルギー (25.2%) 消費財 (15.0%)

(注) インドネシアは上位34社、フィリピンは上位31社

国営企業、上場・非上場、産業部門別の比率は上位30社における残高ベースの比率

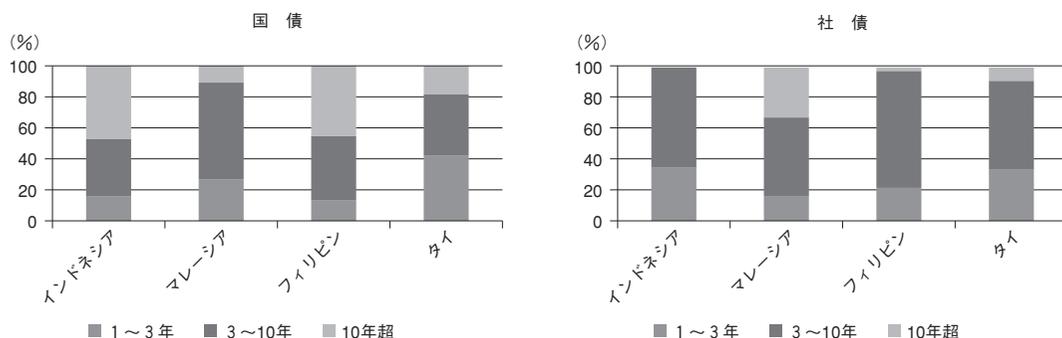
(出所) Asian Bond Monitor, Jun 2013

る。タイでは機関投資家の存在感が大きい。

海外投資家のシェアの推移を見ると、リーマンショック時には一時、低下を示したが、それ以外ではインドネシア、マレーシア、タ

イのいずれにおいても上昇傾向にある (図表 5)。インドネシアでは前述の通り、外貨建て債券の比率が上昇し、海外投資家は自由に国債、社債投資が可能であるために、海外投

(図表 7) 現地通貨建て債券の期間別構成 (2013年 3 月末残高ベース)



(出所) Asian Bonds Online

資家のシェアも上昇している。

③ 社債の発行体

現地通貨建て社債の発行体を見ると、4カ国ともに発行体が寡占化している状況が窺われる。2013年3月末の残高ベースでの上位30社のシェアを見ると、フィリピンでは92%、インドネシアでは82%とほぼ独占状態にあり、タイでは62%、マレーシアでも56%と過半を占めている(図表6)。また上位30社に国営企業が占める比率もタイで50%、マレーシアで43%と比較的高く、インドネシアでも36%に上っている。産業部門別のシェアを見ても、4カ国ともに銀行が最大のシェアを占め、エネルギー産業のシェアも高い。社債市場は国営企業、銀行、エネルギーといった相対的に信用度の高い発行体の資金調達になっていると言える。社債発行体が寡占化している現状では、社債市場の拡大はこうした発行体の資金需要動向に大きく左右されよう。なお、製造業は現地企業の育成が限られ、

外資系企業が多く、現地企業は相対的に小規模に留まっているために、社債市場の発行体として現れてこないものと見られる。

④ 期間別構成

現地通貨建て債券の期間別構成を見ると、国債では10年超がインドネシアで47%、フィリピンで45%と最大のシェアを占めている(図表7)。フィリピンにおいては政府が国債買戻し等により期間の伸長を進めた結果、20年債が流通市場における取引の60%以上を占めている。債券市場が発展しているマレーシアやタイに比べて、インドネシア、フィリピンでは国債の長期化が進んでいるが、10年超の社債はインドネシアやフィリピンではほとんどない。

(2) 流通市場

債券市場の拡大は進んできたが、債券取引、すなわち流通市場の拡大が半ばであることがアジア債券市場の特徴である。市場の流動性

(図表 8) 債券売買スプレッドの推移

(単位: bps)

		2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
インドネシア	国債	42.0	24.5	26.6	31.7	32.9	38.8
	社債	170.8	70.0	112.5	99.7	70.0	18.7
マレーシア	国債	1.5	12.2	2.3	2.6	3.3	2.7
	社債	15.0	5.0	10.3	16.0	8.2	9.4
フィリピン	国債	10.0	19.8	6.6	3.1	5.3	2.1
	社債	40.6	37.5	43.8	30.5	52.9	34.5
タイ	国債	6.3	9.8	3.4	3.1	3.3	3.2
	社債	15.0	16.7	8.6	11.1	9.9	10.3

(出所) Asian Bonds Online

を売買スプレッドから見ると、その推移は(図表 8) の通りである。

4カ国の中でもインドネシアでは特に売買スプレッドが大きい。またマレーシア、フィリピン、タイでは国債市場の売買スプレッドは比較的に小さいものの、これに比較して社債市場の売買スプレッドの縮小はあまり進んでいない。アジア諸国の投資家は基本的に満期までの持ち切りの投資スタンスが多く、流通市場の拡大が進まない要因となっている。

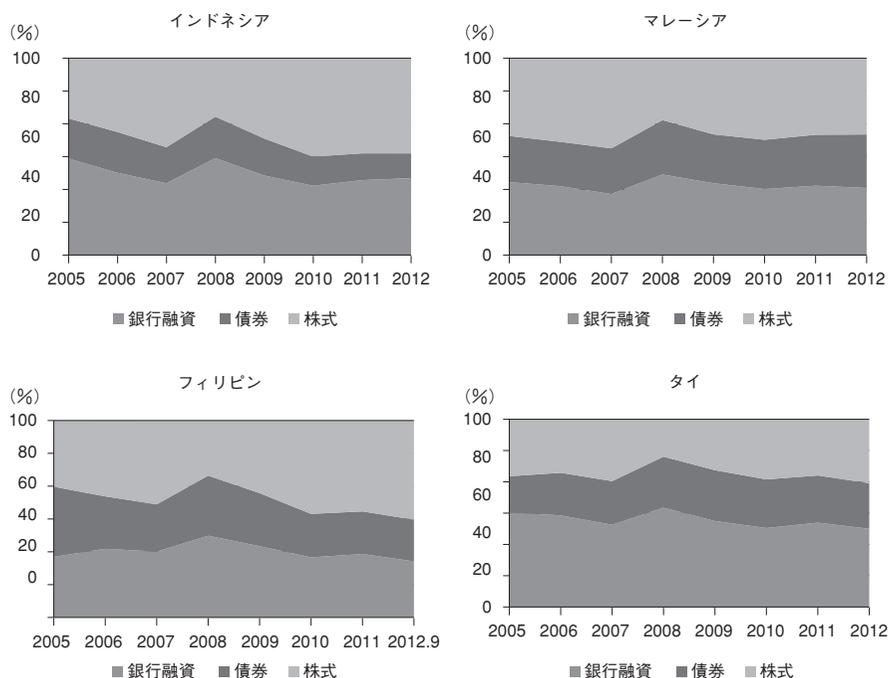
また前述した通り、海外投資家によるアジア債券投資が増加しているが、これは主に欧米諸国からの投資であり、アジア域内でのクロスボーダー投資の伸びは緩慢である。先進国経済が低迷する中では、相対的に域内投資の魅力が高まっていることになるが、それでも対外投資規制や対外投資の人材不足などにより、国内投資のホームバイアスと、対外投資では欧米先進国市場を志向する傾向が強い。

■ 2. アジア債券市場育成の取組み

ASEAN 4カ国における資金調達構成(銀行融資、債券、株式)の推移は(図表 9)の通りである。銀行融資のシェアは緩やかに低下傾向にはあるが、タイ、マレーシアでは約40%、最低のフィリピンでも約30%を占めている。インドネシア、フィリピンでは約50%を株式が占めており、特にリーマンショック以降は株式のシェア拡大が顕著である。これは株価の上昇により株式時価総額が増加したことによる。一方で債券のシェアは漸減傾向にあり、両国において債券市場の育成が特に課題となっていると言える。

株価は変動が激しく、持続的、安定的な資金調達手段として過度の依存は好ましくない。また株式市場においても上場企業は限られており、多くの中小企業にとっては株式市場、債券市場の両市場へのアクセスは難しい

(図表9) 資金調達構成



(出所) Asian Bonds Online

ものとなっている。こうしたことからASEAN諸国では銀行セクター、債券市場を含めたアジア地域としての金融市場の育成が進められている。

(1) ASEAN銀行セクターの統合へ向けた取組み

ASEANは2015年12月末を期限として、ASEAN経済共同体の構築を進めている。

このうち金融サービスの自由化・統合では、金融仲介機能を強化することで、経済成長に必要な企業の育成を資金調達の側面から支えるとともに、金融危機等への耐性を高めるこ

とが期待される。

銀行セクターの自由化・統合への取組みはASEAN Framework Agreement on Services (AFAS) と ASEAN Banking Integration Framework (ABIF) の2つの枠組みで進められている。

AFASでは、各国が事前に合意したリストをもとに、2020年を期限として、銀行、保険、資本市場の制限を実質的に除去することが目指されているが、どこまで自由化するかは各国の裁量に任されている。

またABIFは2012年のASEAN財務大臣会議でタスクフォースの設立が報告されたばかり

(図表10) アジア債券市場育成の取組み概要

2003年6月	東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) がABF (Asian Bond Fund) を創設
2003年8月	ASEAN+3 財務大臣会議がアジア債券市場イニシアティブ (ABMI) を設置 ①新たな債務保証証券の開発 ②信用保証および投資メカニズム、③外国為替取引決済システム ④国際開発金融期間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 ⑤地域の格付機関および情報発信 ⑥技術支援、の6つのワーキンググループを設立
2004年12月	EMEAPがABF 2 を創設
2008年5月	ABMIが新ロードマップを作成 ①現地通貨建て債券発行の促進 ②現地通貨建て債券の需要促進 ③規制枠組みの改善 ④債券市場関連インフラの改善、の4つのタスクフォースを設立
2010年9月	ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) が設立 (ABMFは民間市場参加者を加えたフォーラム)
2010年11月	信用保証投資ファシリティ (CGIF) が設立 (CGIFはASEAN+3 各国とアジア開発銀行との共同出資)

(出所) 各種資料

りであり、具体的な取組みは今後開始される。ABIFでは、一定の基準を満たした適格銀行はASEAN域内での営業を認めるASEANパスポートなどの施策が考えられている。ABIFは金融規制を域内で調和する方向であり、AFASよりも銀行サービスの統合化を進める取組みであると評価される。

AFASでもABIFでも自由化、統合化は各国横並びに進められることは予定されておらず、漸進的に進む方向にある。

(2) アジア債券市場の育成に向けた取組み

アジア債券市場育成の中心となっているのは、ASEAN+3 によるABMI (Asian Bond Markets Initiative) とEMEAPによるABF (Asian Bond Fund) である。その取組みに関しては多くの論文や資料が出されており、本稿では詳述せず、(図表10) にまとめて概

観しておく。

格付、保証や決済システムなどを含め、現地通貨建ての債券発行を促す総合的な取組みが段階的に、着実に進められている。ABMFでは民間市場参加者をフォーラムに加えるなど、より現実的、実務的な取組みを進めている。

3. 最近の国際金融情勢による影響

アジアの地域としての債券市場育成は、アジア通貨危機の教訓から、アジア域内で必要とされる資金を、アジア域内から調達することで、資金フローの逆流に対する備えを行うという発想であった。しかし前述した通り、域内でのクロスボーダー投資はあまり進まず、好調な経済成長を受けて、域外からのアジア向け投資が増加した。

こうしたなかで先進国の金融緩和に伴う資本流入の拡大により、海外の投資家並びにこれを受けた発行体の動向がアジア債券市場に与える影響が大きくなっている。アジア各国でソブリン格付の上昇や企業のバランスシートの改善が見られることが、資本流入を促したことは前述の通りである。

それでは米国の金融緩和縮小によってアジア債券市場はどのような影響を受けるのかを整理しておきたい。

これまで見てきた通り、リーマンショック時と比較すれば、インドネシア、フィリピンを除いて、現地通貨建ての債券が多くなっている。現地通貨が減価してもその影響は少ない。またインドネシアやフィリピンにおいても国債の長期化が進んでおり、これも影響を少なくさせる。

世界的な投資資金の縮小は、アジア企業の起債による資金調達を難しくするが、もともと発行体が国営企業や大企業に限定されるアジア社債市場では影響は限られるものと見られる。

投資資金のリスクオフ傾向が強まり、ある程度の現地通貨の減価も予想される状況では現地通貨建て債や投資適格債の発行コストが上昇することが考えられるが、現地通貨が減価すれば、インフレの上昇が抑えられる範囲では、輸出増加による経済成長が期待されることにもなる。多くのアジア諸国の財政状況やインフレを含めた経済状況からすれば、一般的に投資資金の縮小による影響は軽微なも

のと予想される。

一方で、投機資金の流入が抑制されることによるメリットも指摘できる。投機資金の流入と銀行信用の拡大による資産価格の上昇傾向が抑制されることである。急激な株価の上昇や通貨高が抑えられることもメリットと捉えられよう。

しかし経常赤字国で、外国資本への依存度が高いインドネシアでは投資資金の縮小による影響が大きく現れる。インドネシアでは2011年第4四半期から経常赤字が続き、2013年第2四半期の経常赤字額は史上最大の98億5千万ドルに上り、年換算の対GDP比で4.4%に達した。2013年初は5.2%と史上最低を記録したルピア建て国債利回り（10年）も8%を大きく上回る水準に急騰した。7月11日に発行された10億ドルの米ドル建て国債は5.45%と、4月に発行された15億ドルの3.5%から、利回りが顕著に上昇した。投資家の購入意欲はあるが、より高い利回りが要求され、さらにルピア安がコストとして加わることになる。外国人投資家による国債保有残高、保有比率ともに大きく低下している。またインドネシア中央銀行はガソリン補助金の廃止やルピアの下落による輸入物価の上昇を通じたインフレ率の上昇を抑えるために、2013年6月以降、4カ月連続で利上げを行った（6月以降の利上げ幅は1.5%）。利上げは経済成長見通しを悪化させ、外国人投資家による投資を減少させる。インドネシアは難しい政策運営を迫られている。

(図表11) Asian Bonds Online市場流動性サーベイ (2012年) の結果

		投資家の多様化	市場アクセス	外国為替規制	資金調達	税制	決済・カストディ	ヘッジ手段	透明性
インドネシア	国債	3.7	2.8	2.9	3.1	2.7	2.9	3.6	2.7
	社債	3.4	2.8	2.7	3.2	2.8	3.1	2.7	3.0
マレーシア	国債	3.3	3.2	3.6	2.9	2.8	3.0	2.9	3.1
	社債	3.8	3.2	3.2	2.9	2.6	2.8	2.6	2.9
フィリピン	国債	3.7	3.3	3.6	3.4	3.4	3.6	3.1	3.7
	社債	3.6	3.5	3.6	3.2	3.4	3.5	3.2	3.4
タイ	国債	3.6	3.1	3.1	3.0	3.3	2.7	3.0	3.1
	社債	3.4	3.0	2.9	3.0	3.3	2.9	2.7	3.1

(注) サーベイ結果は4段階(4が最高)で数字が大きい程重要課題と見る

(出所) Asian Bond Monitor, November 2012

4. アジア債券市場の持続的発展に向けた課題

アジア経済の今後のさらなる成長が見込まれる中で、引き続き債券市場の育成に向けた地域としての取組み、各国ごとの取組みが求められる。特に社債市場と国債を含めた流通市場の育成が今後の大きな課題となろう。

社債市場では発行体の増加、多様化が求められ、そのためには格付や保証といった社債の発行をサポートする枠組みの整備が必要となろう。社債発行の増加に向けては、企業の資金調達の観点から、銀行融資、株式発行を含めた総合的な視点から取組みを進めることが重要である。

流通市場の育成にはさらに多くの課題が残っている。2012年のAsian Bonds Onlineの市場流動性サーベイ(Asian Bonds Online Annual Bond Market Liquidity Survey)では、市場流動性に関して、もっとも重要な要

因として、(図表11)のようなサーベイ結果となっている。各国によって差はあるが、投資家の多様化が重要な要因として指摘されている。アジアの投資家は満期まで持ち切りの投資スタンスが多いことも流通市場拡大の障害になっている。例えばインドネシアでは、国債のおよそ3分の1が海外投資家によって保有され、保険会社や年金基金は持ち切りの投資スタンスで、投資信託の保有は少ないという投資家状況である。

また外国為替規制も重要な要因として指摘されているが、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの4カ国ではいずれも現地通貨の送金等の取扱いには規制が存在する。

さらに債券市場の育成が相対的に遅れているインドネシアでは先物取引やオプション取引ができず、フィリピンでは債券先渡し取引(Bonds Forwards)のみが可能であるなどヘッジ手段等の市場インフラの整備も求められている。

米国金融緩和の縮小など国際金融情勢はグローバル化の進んだ各国経済の運営には影響を及ぼすものの、経済ショックへの耐性が進んでおり、債券市場への影響を含めて、全体的には軽微なものに留まると予想される。アジア諸国では、経済の拡大に伴って債券市場の役割も大きなものとなっていく。アジア債券市場の育成に向けて、ABMIをはじめ、地域としての取組みは着実に進展している。しかし債券市場の発展段階には各国によって差

があり、ASEAN 4 カ国でも比較的債券市場が発展したマレーシア、タイと、今後の発展が期待されるインドネシア、フィリピンに大別されることは前述の通りである。各国において債券市場育成に向けて何が重要かは、サーベイ結果にも表れているように一様ではない。今後はこれまで以上に、地域としての取組みの下で、各国における取組みを強化していくことが望まれよう。

