

今後の発展が期待される アジア債券市場

アジア通貨危機を踏まえて、アジア各国は自国通貨建て債券市場の育成に向けた取り組みを強化している。まだ課題も残っているが、2007年以降の金融危機の際には国際市場以上の安定性を示すなど、注目を集めている。

拡大するアジア現地通貨建て債券市場

2007年の「サブプライム・ショック」後、国際金融市場が機能を停止する中で、各国国内の現地通貨建て市場に対する注目が高まった。国際決済銀行（BIS）の統計によると、2000年代前半は国際金融市場での債券発行が急増し、国内債券市場（その半分以上は日米）の規模に迫ったが、2007年半ば以降は規模が急減し、国内債券市場のシェアが再び伸びている¹⁾。

その背景として、従来、国際的な金融機関や企業の資金調達など金融取引の場として使われていたロンドン、ニューヨークなどの市場の流動性が枯渇したため、国際的な発行体が自国（主に日米など先進国）の市場に回帰していった点が挙げられる。

しかし、もう一つ見逃せない構造変化がある。それは、新興諸国における国内市場の規模拡大という要因である。BISデータによると、国内債券発行額（自国通貨建て）に占める新興アジア諸国の比率は、2005年3月の2%強から、2009年3月の5%弱に拡大している。

このようなアジア新興国市場活性化の背景として、①アジア各国内における資金需要の拡大、②国際金融市場での資金調達難に伴うアジアでの迂回調達、が挙げられる。しかしそれだけでなく、アジア各国で国内債券市場を発展させる取り組みが続けられてきたことで、係る需要増に応えることができた側面も無視できない。

アジア通貨危機の教訓

アジア通貨危機の最大の教訓は、新興アジア諸国が、

長期の成長資金需要を、短期かつ外貨建ての対外債務に過剰に依存したという点にある。これを、「満期と通貨のダブルミスマッチ」と呼ぶ。この問題点は、短期の資本の流出が為替の下落を呼び、それが返済不安を引き起こすことからさらに資金が流出し、そこからまた為替を下落させるという負のスパイラルを生じさせることである。

もともと、アジアにおいては、国内の貯蓄が国内の成長資金のために活用されていないという反省があった²⁾。通貨危機を受けて、できるだけ国内（域内）の貯蓄を国内（域内）に還流させるとともに、通貨に対するショックを緩和する措置を取ることの重要性が認識された³⁾。前者に対応する取り組みが「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」であり、後者のための取り組みが「チェンマイイニシアティブ」である。

アジア通貨危機後の取り組み

チェンマイイニシアティブ（CMI）とは、ASEAN+3諸国間での外貨の短期的な流動性を補う枠組みであり、「二国間スワップ取極」及び「多国間スワップ取極」によって構成されている。アジア通貨危機に際して、域内国において外貨流動性が急速に枯渇した教訓に基づいて設置された。危機時に外貨流動性を供給する枠組みとしては国際通貨基金（IMF）による融資があるが、CMIはそれを補完する位置づけとなっている⁴⁾。すなわち、IMFの融資の前提がない場合、CMIからの引き出しは取極額の2割までに制限されている。今後、現行の2国間の枠組みを多国間のものに再編していくことが決まっており、現在検討が進められている。また、米ドルなどのハードカレンシーの流動性のみならず、中国が

NOTE

- 1) 「国際的な債券 (international debt securities)」とは、①非居住者によって発行された債券、または、②居住者によって発行された債券で、(1) 自国通貨建てで非居住者向けに発行された債券、ないし (2) 外貨建て債券を指す。「国内の債券 (domestic debt securities)」とは、居住者によって自国通貨建てで発行された債券を指す。
- 2) 外貨準備や、民間部門の対外資本流出など。
- 3) 国内 (域内) 貯蓄の有効活用という観点からは、(a) 国内 (域内) 投資家から、(b) 自国通貨建てで資金調達することが理想的である。とはいえ、外貨建て (対外) 借入は依然として重要な役割を担っているため、為替の安定性を確保することも引き続き重要課題である。
- 4) アジア通貨危機後、既存の国際枠組みとは独立した「アジア通貨基金 (AMF)」構想も提案されていたが、頓挫した。なお、それから10年以上後の2009年3月に、経済財政諮問会議 (議長は当時の麻生首相) の民間議員会合において「アジア通貨基金設立の構想を検討すべき」との提言がされている。
- 5) アジア開発銀行の信託基金として設置される。
- 6) 投資先はソブリン債及び準ソブリン債。ABF1は国際決済銀行が運用、ベンチマークは非公開。EMEAP参加中央銀行のみが出資。ABF2は民間ファンドマネージャーが運用。中央銀行の出資は米ドル建てだが、運用は現地通貨建て。ベンチマークはi-Boxx ABFインデックス。

人民元のスワップ取極を積極的に推進している点も注目される。

さらに、2003年のASEAN+3財務大臣会合において、アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) の開始が合意された。ABMIとは、ASEAN+3各国の債券市場を育成するとともに、共通の課題 (規制・インフラ等) の解決に向けて域内協力を図っていくための枠組みである。2008年の財務大臣会合においては、ABMIの新ロードマップが採択され、具体的な目標を設定するとともに、域内での競争を通じて自助努力を促すような体制に改められた。

ABMIの成果の一つとして、信用保証・投資ファシリティ (CGIF) が挙げられる⁵⁾。これは、アジア発行体の債券に対し信用保証を行うことで、需要を喚起する仕組みである。

一方、アジア太平洋地域の中央銀行の集まりであるEMEAP (東アジア・オセアニア中央銀行役員会議) においても、アジア債券市場に関連した取り組みが行われている。その成果として、アジア諸国の債券に投資する投資信託を組成し、参加中央銀行が共同で購入する取り組みである「アジア債券ファンド」が挙げられる。既に、ABF1 (2003年6月に創設を発表、ドル建て) 及びABF2 (2004年12月に創設を発表、各国通貨建て) の2種類のファンドが創設されている⁶⁾。

残された課題

以上の取り組みにより、アジア債券市場は大きな成長を遂げた。しかし依然として、先進国の債券市場と比べると、調達可能額、流動性、投資先の選択肢など様々な

面で課題が残されている。

調達可能額や流動性については、アジア各国における投資家の育成が発展途上であることにより制約されている。各国とも、保険への税制優遇や、年金への強制加入などを通じて、投資家規模の拡大を図っている。

投資先の選択肢については、アジア各国内では債券を発行するほどの信用力のある企業がまだ少ないこと、及び多くの企業が非上場の国営企業や家族経営企業であることから、資本市場の活用は低調だった。これについては、直接投資を行う外国企業による (本国市場ではなく) 進出先における資金調達の促進や、非居住者による債券発行制度の整備なども必要なところである。

将来的には、アジア債券市場の国際化も必要であろう。現在は多くの国が為替規制や資本規制を取り入れており、クロスボーダーな取引規模は制限されている。加えて、クロスボーダー投資においては、アジア債券のイールドが、他の同等格付の新興国債券のイールドに比べてほぼ常に低いという点もあって、投資家の関心をいまひとつ集めきれていなかった。しかしアジア債券のデフォルト確率を、同格付の国際的な債券のデフォルト確率と比較すると、前者が極めて低いという結果が出る。投資家は格付を厳密に適用することで投資機会を逸している可能性もあり、より総合的な判断が期待される。また、格付会社においても、アジアの現状に即した格付のあり方を検討することが必要であろう。

Writer's Profile



奥 雄太郎 Yutaro Oku
 金融戦略コンサルティング二部
 主任コンサルタント
 専門は新興国金融
 focus@nri.co.jp