

■連載（全3回）——■

アジア債券市場のいま



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 アジア債券市場の概況

No. **301**

(2010年9月号)

第2回 アジア債券市場育成を目指した枠組みと取組み

No. **302**

(2010年10月号)

第3回 アジア債券市場育成に向けての今後の課題

No. **303**

(2010年11月号)

財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア債券市場のいま

—第3回 アジア債券市場育成に向けての今後の課題



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

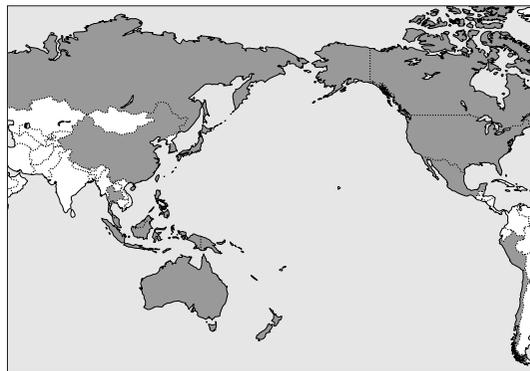
糠谷 英輝

前回、ASEANやASEAN+3の枠組みで展開されているアジア債券市場育成に向けての施策を概観した。地域的により広い枠組みであるAPEC（アジア太平洋経済協力）でも資本市場育成がテーマの1つに挙げられており、連載最終回の今回は、APECでの議論を紹介した上で、アジア債券市場育成に向けての今後の課題をまとめてみたい。

■ 1. APECにおけるアジア債券市場育成に向けた動き

(1) APECの概要と特徴

APECは1989年に日本と豪州の主導によって作られた枠組みであり、現在は21か国・地域が参加している（注1）。APEC参加国・地域全体で、世界のGDPと貿易額のおよそ半分を占めており、APECは世界の経済成長と貿易の中心に位置している。



■ APEC参加国・地域

—〈目次〉—

1. APECにおけるアジア債券市場育成に向けた動き
2. アジア債券市場育成に向けての今後の課題

APECは国際会議の枠組みであり、法的拘束力を持たないことが特徴となっている。参加国・地域の自主性やコンセンサスを重視するというAPECの行動規範は評価される反面、実効性の担保という観点からは、その限界も指摘されている。しかし多国間での合意形成が難しくなっている最近の国際政治の舞台では、APECのソフトな枠組みが見直されてもいる(注2)。

APECは、発足以来約20年間にわたって貿易・投資の自由化・円滑化を中心に協力を進めてきた。日本が議長国を務める本年のAPECでは、次の2つが主なテーマとなっている。

➤ボゴール目標の達成度評価：

ボゴール目標は1994年に採択されたものであり、2010年に先進国、2020年に途上国が貿易投資を自由化することを掲げている。今年は先進国に関する目標年に当たるためボゴール目標の達成度評価が行われる。

➤新たな長期ビジョン(成長戦略)の策定：成長戦略は今回、APECとして初めて作成するもので、成長センターとなったアジア太平洋地域が、さらに持続的な成長を遂げるための戦略を策定する。戦略の3つの柱として、地域経済統合の深化、成長戦略の策定、人間の安全保障の促進が挙げられている。

アジア債券市場の育成に関しては、域内の貿易・投資の活性化、地域経済統合の促進のための施策として継続的に掲げられてきているものである。

また、APECにおける議論の積み上げは民間等からの提言を踏まえ、分野ごとの実務者会合、大臣会合を開催し、最後に各国首脳によるAPEC首脳会議で総括を行うというスタイルである(注3)。

それでは本年度の議長国である日本と、来年度の議長国である米国で、資本市場の育成に関して具体的にどのような提言が民間からなされているのかを見てみよう。

(2) APEC 2010に向けての 日本経済団体連合会による提言

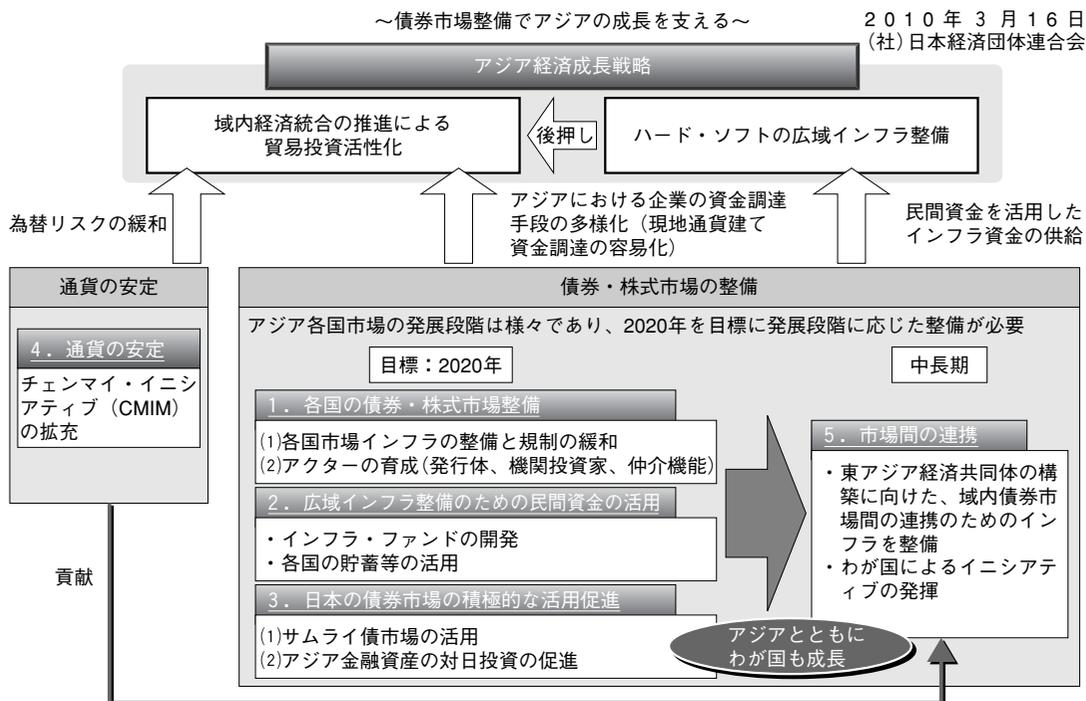
日本経済団体連合会は資本市場の育成を含めた金融協力に関する提言を2010年3月にまとめた後、続く6月には、「2010年APEC議長国 日本の責任」として、全体的な経済成長戦略をまとめている。

① 「豊かなアジアを築く金融協力の推進を 求める」(2010年3月16日)(注4) (図表1)

経済統合と広域インフラ整備の推進による域内の貿易・投資の活性化のためには、域内企業が直接、現地通貨建てで長期資金を調達するなどの幅広い財務手段を提供できる、多様な機能を備えたバランスある債券・株式市場の実現が必要である。そのための具体的な課題として、2020年を目標とした課題と、その後の中長期的な課題を指摘している。

債券・株式市場の整備は2020年を目標とした課題として取り上げられ、「各国市場インフラの整備と規制の緩和」、「アクターの育成

(図表1) 豊かなアジアを築く金融協力の推進を求める【概要】



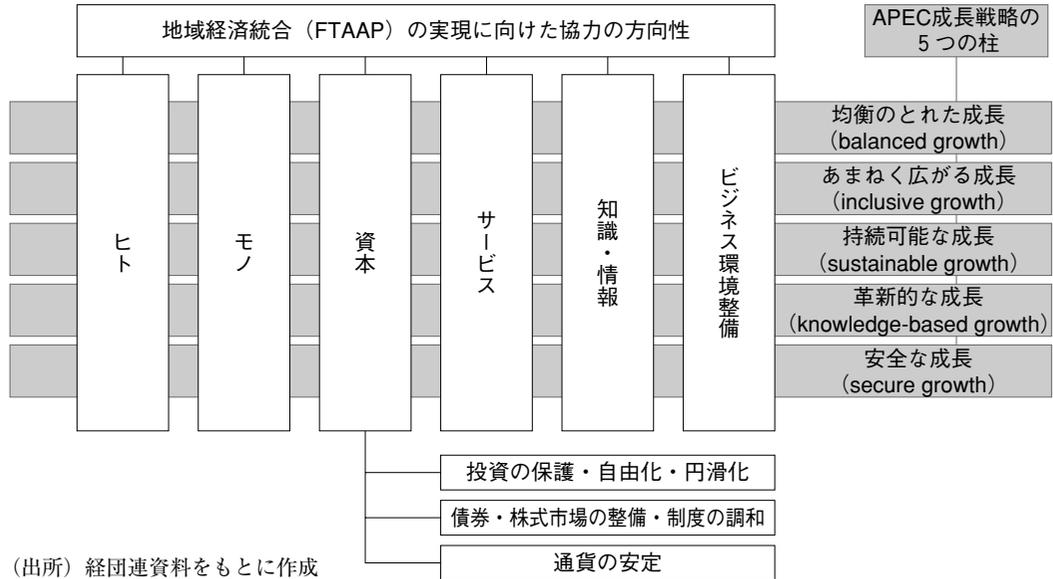
(発行体、機関投資家、仲介機能)」が具体的なポイントとして挙げられている。

「各国市場インフラの整備と規制の緩和」では、各国が発展段階に応じて、各国の国内法制度や決済システム、信用保証などを含む各種インフラ、債券流通市場におけるベンチマーク、ヘッジや裁定取引等を目的とする派生商品市場の整備が必要であるとされる。また、これを推進する各国の知的インフラとなる金融当局関係者、市場関係者、並びに学識経験者の知識向上が極めて重要であるとし、さらに将来のクロスボーダー取引の活性化のため、規制の緩和や各国間の調和を図ることを期待している (アンダーラインは筆者)。

同じく2020年を目標とする「広域インフラ整備のための民間資金の活用」(注5)において、アジアの貯蓄をインフラ整備に活用していく上で、新規に建設する通信や電力等のインフラの運営にあたる国営企業を民営化し、例えば各国政府が保証することを前提に、現地で株式や債券発行による資金調達に道を開くことも検討に値するとしている。このためにも債券・株式市場の整備が必要になると言える。

また「アジア域内では、経済成長とともに、膨大な中間所得層が生まれることが見込まれる。これに伴い、域内での公的年金や企業年金の運用資産の増大、あるいは個人投資家の

(図表 2) 成長戦略と地域経済統合の実現に向けた協力の方向性



裾野の拡大が期待され、自国内だけでなく海外への投資も活発化していくものと思われる」と述べており、投資家サイドからも債券・株式市場の整備が必要となってくる。

中長期的課題としては、各国債券市場間の連携のためのソフト・ハード両面での各種インフラ整備が求められるが、これは各国内の債券市場整備の次の段階に位置付けられている。そして具体的なポイントとしては以下が指摘されている。

- ・債券取引関連の法制の整備と調和
- ・会計制度を含むディスクロージャーに関する制度の調和
- ・信用保証機能の創設・強化
- ・域内の決済システムの整備
- ・域内の格付け機能の整備
- ・情報共有機能の拡充

② 「アジア太平洋地域の持続的成長を目指して」(2010年6月15日)^(注6)(図表2)

資本市場の育成は、全体の枠組みのなかでは、「地域経済統合 (FTAAP) の実現に向けた協力の方向性」の「資本」において取り上げられている。概略をまとめると次の通りである。

「投資後の企業の経営の裁量を拡大し、ビジネスを活性化させるためには、外国企業、外国金融機関の資金調達・資産運用の円滑化が重要である。特に、現地通貨建て債券発行は、外国企業に為替リスクを負わずに長期資金の調達を、国内投資家に為替リスクのない金融商品の提供を可能とする。このため域内各国・地域における債券・株式市場の整備に向けて、各国・地域の発展段階に応じ、国内法制度や決済システム、信用保証を含む各種

インフラ、債券流通市場におけるベンチマークの整備に取り組むべきである。債券・株式市場が発達するために不可欠な存在である投資家の裾野を拡大するため、合理的な投資判断を行う能力を有する人材の育成も併せて推進する必要がある。さらに域内の経済統合に向けては、各国・地域の債券・株式市場間の連携のための各種インフラ整備が必要であり、債券取引関連法制の整備と調和、ディスクロージャーに関する制度の調和（株式市場基準の共通化、国際会計基準（IFRS）の導入等）に取り組むべきである」

また「投資の保護・自由化・円滑化」の項では、投資の自由化に向けて、外資出資比率規制などの外資参入規制の原則撤廃・緩和、外国為替に対する運用規制など金融市場の規制緩和、ロイヤルティ等の国外への送金規制の緩和、配当規制の緩和等に取り組むべきとしている（アンダーラインは筆者）。

(3) 在日米国商工会議所による提言 「APEC 2010～2011：貿易および経済成長を通じた、新規雇用拡大への日米協力に向けた提言」^(注7)

2011年に日本から議長国を引き継ぐ米国では、在日米国商工会議所が、2010～2011年にかけてのAPECに関して、以下の6つの優先課題を提言している。

(a)地域経済統合および貿易・投資の自由化のための明確な優先課題の設定

(b)金融サービスと投資の改革と協調

(c)医療革新および生命科学の推進

(d)新エネルギーと環境技術の急速な開発と利用に向けた支援

(e)インフラ開発とサプライチェーン・コンネクティビティ（接続性）の加速化

(f)インターネット・エコノミーの推進

地域経済統合の促進と加盟国・地域間の貿易・投資のさらなる自由化の促進といったAPECの目標は、5年以内に輸出を倍増するという米国の国家輸出戦略の目標達成の助けになるものである。

金融部門や資本市場関連について見れば、(a)の具体的な優先的行動項目に、「国家の安全保障上の必要がある分野だけに例外措置を限定し、金融サービス部門に適用するものを含め、外国人持株比率の上限を改善または撤廃すべき」とし、米国が国際競争力を持つ金融分野の市場開放を挙げている。

また(b)では、資本市場に関し、外国企業による資本市場へのアクセス拡大が、当該国の債券市場の流動性を増加させ、金融政策の効果促進、外貨建て債務残高の減少に繋がり、結果的に金融システム全般の健全化に貢献すると評価している。また一般の投資家に幅広い投資商品を効率的に提供できるようにするため、活力と創造力に富む投資運用産業が求められるとし、金融分野の市場開放、米国金融業の進出支援を盛り込んでいる。

(4) 民間からの提言

APECの各会合では、それに合わせてフォーラムなども開催され、民間から様々な提言が寄せられる。アジア債券市場育成のための具体的な施策として、APEC貿易担当相会合前のフォーラム(2010年5月31日、札幌)で提言されたプロ向け債券市場の設立、地域共通の投資信託ルールを2つを簡単に紹介しておく。

- アジア域内プロ向け国際債市場 (AIR-PSM) : アジアでは債券の発行基準や手続きが各国ごとに異なり、かつ煩雑なものである。また、個人投資家の保護を目線としているため、発行基準が厳しくなっている。発行基準・手続きを簡素化したプロ向けのアジア債券市場を創設することにより、発行体の負担を減らし、社債発行の活性化を狙う。
- アジア地域共通の投資信託ルールの設定 : EUでは共通の投資信託基準 (UCITS) があり、EU内のある国で認可・承認を受けた投資信託は、他の国で改めて認可・承認を受けなくても販売できるようになっている。UCITSは成功を収め、アジアからの投資資金も獲得している。アジア地域でも地域共通の投資信託基準の設定や相互承認により、地域横断的な投資信託の設定 (Asian Funds Passporting) を可能にする。アジアにはアジア債券ファンド (ABF) における汎アジア債券インデックス・ファンド (PAIF : Pan-Asia Bond Index Fund) があり、これをケース・スタディとすることができる。

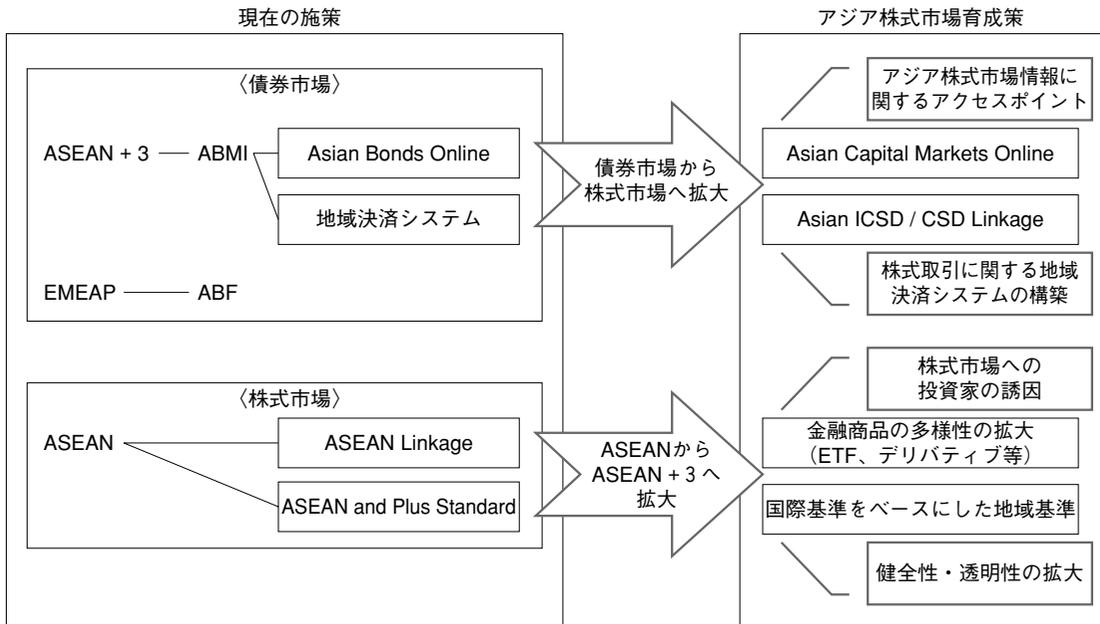
■ 2. アジア債券市場育成に向けての今後の課題

アジア債券市場育成の必要性、そのための課題は、ASEAN+3の枠組みをはじめ、APEC等でもこれまで調査、研究、議論が重ねられてきた。APECでのアジア債券市場育成に関する議論は、基本的な考え方、全体的な枠組みといった大まかなものになっている。これは参加国が多数に上ること、法的拘束力を持たない国際的枠組みであることなどによる。したがって具体的な施策は、連載第2回で概観したようにASEANやASEAN+3などのより狭い枠組みで進められている。またアジアと言っても国によって資本市場の発展段階に格差があり、各市場それぞれに特徴を持っていることは連載第1回で見た通りである。

こうしたことからアジア債券市場の育成に当たっては、経団連が指摘したように、各国が自国の債券市場育成・整備を進めることが先決だろう。その際にAPEC、ASEAN+3、ASEANなど地域の枠組みでの市場育成に向けた課題、国際機関等の国際基準をベースに各国において課題解決を模索していくことが必要である。

地域における債券市場の育成は各国における取組みと並行して進めていくものであるが、クロスボーダー取引の拡大を目標とした市場の育成では、クロスボーダー取引が二国間

(図表 3) アジア株式市場育成に向けて



あるいは多国間で、偏った方向に集中してしまうのを防ぐことも重要である。そのためにも如何に魅力的な市場を育成していくか、各国それぞれにおける取組みがカギを握ることになろう。

また債券市場と株式市場とは一体的に市場の育成を進めていくべきものであろう。ここ数年を見てもリーマン・ショックを受けた世界金融危機前までは株式市場が急拡大を示した。しかし世界不況やソブリンリスクの顕現化が表に出てきた最近では、先行きの不透明さ、リスク回避の動きから、今度は株式市場が停滞する一方で、債券市場が拡大の動きを見せている。債券市場、株式市場をともに並行的に育成していくことは、資金調達者、投資家双方にとって、時々の経済情勢や市場

環境に合わせた選択肢を広げることになる。連載第2回で指摘したように、アジア地域では株式市場の育成はASEANの枠組みで、債券市場の育成はASEAN+3の枠組みで主に進められている。それぞれの施策で先行した部分は、もう一方での施策に取り入れていくことで、迅速で効率的な市場育成が可能になっていくものと考えられる。

(図表3)はこれまでのASEANでの株式市場育成策、ASEAN+3での債券市場育成策を包含し、アジア株式市場育成策として展開していく可能性を示したものである。なお、同案は筆者が、ベトナムのダナンで開催された2009年第3回ABAC(APECビジネス諮問会議)会合(2009年8月25日)で発表したものである。

さらに各市場における発展段階や特徴の相違を踏まえれば、全ての市場が同一に連携を進めていくというスタイルは現実的には困難であろう。したがっていくつかの市場が先行して市場の連携を進め、準備が整い次第、あとの市場もこれに加わっていくという多段階での市場連携も考えていくべきであろう。こうした方法は早く先行グループに入ろうとする刺激を生み、市場の育成を加速することが期待される。

また各国がタイムスケジュール等を公表して、透明性を高め、外部監視を受けながら、市場育成を図っていくなどの施策も検討すべきであろう。

(注1) APEC参加国・地域は次の通り。

アジア：日本、韓国、中国、香港、チャイニーズ・タイペイ、ロシア。

ASEAN：ブルネイ、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。

大洋州：オーストラリア、ニュージーランド、パプア・ニューギニア。

米州：米国、カナダ、メキシコ、チリ、ペルー。

(注2) 米国がアジアに関与する観点からAPECを重視する一方で、中国はアジアのことに関しては米国を排除してアジアでまとまるASEAN+3が理想と考え、日本はこれにインド、オーストラリアを加えたASEAN+6を重視するなど、それぞれの枠組みに対する各国の姿勢も異なる。またAPECにはASEANの加盟国であるカンボジア、ラオス、ミャンマーが参加しておらず、さらにインドも未参加である。APECは開かれた地域主義を

〈コラム〉

アジア太平洋地域における自由貿易圏

2010年APECの課題に「ボゴール目標」の達成度評価があることは本文中に述べた。ボゴール目標とは関税・輸入制限等の削減により貿易・投資の自由化を目指すものである。アジア太平洋地域には様々な地域経済統合の枠組みがあり、APECでも地域経済統合（FTAAP：アジア太平洋自由貿易圏）の構築が目指されている。貿易や投資が自由化され、物や資金の域内での移動が活発化すれば、それを支えるために資本市場を含めた金融市場の連携も必要になってくる。

自由貿易圏への取組みといった観点からアジア太平洋地域を見てみると、アジア地域では日中韓FTA、ASEAN+3（EAFTA）、ASEAN+6（CEPEA）と拡大し、さらに太平洋を跨った取組みとしてTPP（環太平洋連携協定）が進められ、TPPがアジア太平洋地域における経済統合の核となる可能性が指摘されている。TPPはシンガポール、ニュージーランド、チリ、ブルネイの4か国で2006年に設立され、その後、米国、豪州、ペルー、ベトナムが参加を表明し（ベトナムは将来の参加を前提とした準メンバーの位置付け）、カナダ、メキシコ、マレーシア、韓国なども関心を示している。日本も参加を検討しているが、農業分野の開放が課題になっている。TPPはFTAAPのベースになりうるものである。

TPPを除くその他の全ての枠組みに日本は参加しており、さらにG8のメンバー国である。したがって特にアジア太平洋地域の枠組みでは、各枠組み間の調整など、日本が主導権を発揮することが期待される。

標榜しており、このようなアジアの未参加国の APEC への関与・参加を促していくことが課題となっている。

(注3) 金融部門に関する主な日程は次の通り。財務大臣会合（11月6日・京都市）、非公式高級実務者（SOM）最終会合（11月7～8日・横浜市）、APEC閣僚会議（11月10～11日・横浜市）、APEC首脳会議（11月13～14日・横浜市）。

(注4) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/021.html>

(注5) アジア域内の広域インフラ整備について、アジア開発銀行とアジア開発銀行研究所の共同研究（「シームレス・アジアに向けたインフラストラクチャー」2009年）は、2010年～2020年までの11年間に約8兆ドルの財源が必要と指摘している。

(注6) <http://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/2010/054/index.html>

(注7) http://www.accj.or.jp/doclib/advocacy/APEC_PP_J.pdf

