

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs  
財団法人 国際通貨研究所

## 今こそ東アジアで域内債市場の振興に取り組もう

(財)国際通貨研究所

調査部次長 絹川直良

東アジアにとって域内債市場を振興する必要性は高まっており、また実際の債券発行に向けた行動が必要になっている。東アジア各国の国内債市場には未だ多くの制約があり、域内債市場の発展は東アジア各国の国内債市場の発展も促す。また、地域金融協力の進展を考慮に入れつつ格付の高い発行体によるACU (Asian Currency Unit) 建て債券の発行を真剣に考慮すべきである。

ここ数年東アジアにおいて、地域金融協力に向けての議論が高まっており、域内での投資と資金調達とのニーズを結びつける必要性も十分に認識されている。今こそ、域内債市場の発展を真剣に検討する好機と考えられる。

ここでは、東アジア域内でクロスボーダーで調達及び運用が行われる形態の債券市場を、東アジアの域内債市場 (regional bond market) と呼ぶこととする。

域内債市場のアイディアは東アジアでは決して新しいものではない。1990年代前半にはドラゴン債が存在した。ドラゴン債<sup>1</sup>とは、NIES諸国市場で条件決定・発行がなされ、アジア時間帯にアジアの投資家に向けてシンジケーション及び販売が行われ、香港やシンガポール等で上場された債券である。発行は米ドル建てで行われるのが普通であった。

<sup>1</sup> 最初のドラゴン債はアジア開発銀行によって1991年11月に発行された。金額は3億米ドルで期間は7年。Wardley (HSBC Marketsの前身)、DBS、及びChina Trust Companyがlead managerを務め、香港、シンガポール、台北に上場された。決済はEuroclear及びCedel。その後のドラゴン債市場を鳥瞰した資料を持っていないが、報道検索を行うと、欧州の地域国際機関の他、以下の発行体が見られる。GECC, KFW, Ford Motor Credit, Volvo Group Treasury Asia等。

当時のアジア開発銀行は域内債市場の発展に大いなる理解を示し、同行自身香港を初めとして東アジアの複数箇所で債券を発行した。また、アジア開発銀行はトリプルAの発行体であり投資家の投資意欲には非常に高いものがあった。続いて国際機関の他格付けの高い欧米の発行体が登場した。

しかし、米ドル建ての発行については、ユーロ債やヤンキー債市場との間に非常に激しい競争が見られた。トップクラスの発行体であれば、資金調達を検討する際に、これら複数市場を比較する。米ドル調達については基本的に世界中どの市場でも調達コストは同一であり、ドラゴン債市場は他主要市場の一種のシャドウ市場と化した。1990年代後半には、単一の債券をロンドン、ニューヨーク及び東京で同時に発行するというグローバル債のスキームも広まった。そういった状況下で、ドラゴン債の競争力はますます失われた。

もっとも、地場通貨建ての債券については状況は異なった。それぞれのまだ未成熟な国内債券市場で格付けの高い発行体が起債を行うことは、市場の成長にかなりの貢献をしたと言えよう。その代表例は香港である<sup>2</sup>。

香港の債券市場は1990年代前半に大きく発展した。香港政庁は1990年にExchange Fund Billsと呼ばれる3ヶ月もの及び6ヶ月物の債券の発行を開始した。10年物までのベンチマーク・イールド・カーブが形成され、90年代後半に入ってレポ市場も発展した。CDについて社債市場も発展し個人投資家の投資意欲も形成されつつある。

シンガポールも1999年以降債券市場の育成を本格開始し、国債市場や社債市場が極めて短期間の間に成長した。

しかし、これら地場通貨建て債券発行にも制約、限界があった。特に、期間や発行金額が限られていた。地場の債券市場がまだ余り発展しておらず、発行の成否は投資家がどの程度アグレッシブに参加するかに依っており、そこに限界があった。債券発行や関連する外国為替管理の規制をクリアーすることも障害となった。

発行体が米ドルの調達を行わなければならない場合、現地通貨建てで債券を発行して、発行代わり金に中長期通貨スワップをかけて米ドルを手にするのが一般的であり、この米ドルベースの最終調達コストのレベルが決め手であった。

コスト決定要因としては、中長期通貨スワップの条件は比較的安定しており、主として、地場通貨建てで中長期固定金利の運用を行おうとする投資家がどの程度まで運用利回りの目標を下げてくるか、また、地場通貨の借入を行う企業がどのレベルまでのコストを支払うかに大きく左右された<sup>3</sup>。

2 アジア開発銀行による最初の香港ドル債は92年4月発行の5億香港ドルで、期間は7年。香港の中国への返還予定時期以降に満期が来る初の香港ドル建て債券としても注目された。

3 アジア開発銀行による地場通貨建ての債券発行は、国内の債券市場での発行に刺激を与える一定の役割を果たしたものの、関係する当事者全てが常に満足したわけではないとの指摘もある。例えば、プライシングが余りに競争的であったため、引受会社や投資家が自らのマージンを必要以上に削らざるを得なかったケースもあり、こういった経験がこれに続く発行に災いしたとの指摘もある。もっとも、発行体が、地場債券市場振興といった目的はさておきコストを重視して実際の調達を行うことについては、やむを得ない面もある。

金融機関や証券会社がそれぞれの地場市場でマーケット・メイキングを行う能力も限られており、市場の流動性に限りがあった。

香港の他、韓国、台湾でもアジア開発銀行による地場通貨建てのドラゴン債が発行されたが、そこでは、外国為替管理や税制関係の規制クリアーがより重要な課題であった。

このように、地場通貨建ての債券発行については色々制約はあったものの、それぞれの地場債券市場に一定の役割を果たしたことは評価できる。また、これが後述の東アジアにおける域内債市場を考える際の貴重なヒントとなっている。

## 1. 東アジアと通貨危機

さて、アジア通貨危機以前の段階では、東アジアの持つ巨大なインフラ整備投資の必要性に目が向けられ、数十年にわたって1兆ドル以上の規模での資金調達の実現性が説かれていた。

しかし、アジア通貨危機の勃発で状況は一変した。即ち、東アジアの企業が発行した社債の一部はトラブルに見舞われ、投資家の多くはこの地域で組成されたポートフォリオの組み入れを回避し、極端に保守的な投資方針を取った。

一方で、通貨（currency）と期限（maturity）のダブルミスマッチと呼ばれる現象がアジア通貨危機の原因の一つとして理解され、この状況を解消するために債券市場の発展の重要性が広く理解されるようになった。低成長、低インフレの状況下株式投資にも多くを期待できず、債券投資を積極的に考える動きが、個人を含めた国内投資家の間に広く見られるようになった。ベンチマーク・イールドカーブの形成や金融当局による金融調節上の必要性からは、国債市場育成に本格的なドライブがかかるようになった。

香港金融管理局のヤム総裁やツァン財政長官（当時）は、この時期に域内債市場の必要性を繰り返し説いた。シンガポール通貨庁（MAS）のヨウ局長（当時）は、東アジア市場の集合的な成長（collective growth）を目的とすべきと説いた。このようにしてこの地域のクロスボーダーの債券市場の必要性が説かれた。

東アジアの関係当局によってこの問題についての具体的検討が本格化したのもこの時期であり、APECの元で作られたCompendium of Sound Practices<sup>4</sup>は、そういった域内各金融当局による協働作業の成果である。民間の市場参加者も議論に参加している。もっとも、その直接の対象は個別国の地場債券市場であった。

## 2. 域内債市場発展のために議論すべきポイント

個別国の債券市場に加えて域内債市場の振興が必要である理由は何だろう。

---

<sup>4</sup> APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets (1999), *Compendium of Sound Practices, Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies*

第一に、域内債市場は、資金調達、投資両面で個別国の債券市場の機能を補完することができる。各国国内債券市場はこのところ発展度合いを高めているとはいえ、タイやマレーシアでもまだその規模は銀行貸し出しに比べ小さい。投資家の成長度合も国によってバラツキがある。従って資金調達、運用両面で個別の国内債券市場が果たしうる役割には限界がある。

一方、この地域の地場通貨の中には、オフショア市場へ地場通貨が流出し、投機筋の手に渡って通貨アタックの源泉となることを嫌って抑制的な運用がされているところが多く、域内各国地場通貨建ての域内債市場がこの地域ですぐに成長すると考えることには無理がある。

シンガポールドルの場合には、MASの規則により、シンガポールに直接投資を行う等の場合を除いて、通貨スワップを行いシンガポールドルを他通貨にスワップしない限り、非居住者は起債を行うことができない。同国債券市場自由化の過程で規制内容は相当絞り込まれたものの、「シンガポールドルの非国際化」として残る規制である。

香港の場合は、明文の規則こそないものの、特定の国際機関については期間3年未満の起債のすべて、及び、期間3年超であっても変動金利ものの調達はこの回避するように求めている。市場関係者はこの撤廃を過去数年間にわたって訴えてきたがまだそのままのようだ。韓国ウオンも、2001年1月に外国為替管理自由化計画は完了したものの、非居住者のウオン調達金額上限が1億ウオンより10億ウオンに引き上げられるに止まった<sup>5</sup>。

このように、個別の債券市場や各国通貨が域内で果たしうる役割には限界がある。これを補うのが域内債市場である。

第二に、それぞれの国内債券市場の発展は、域内債市場が発展することによって、更に容易になろう。域内諸国の債券発行手続き、規制及び課税を、近い将来迄に簡素化し調和させることが必要だが、その際に域内債がそのきっかけを提供することができよう。域内債が域内の既存の国際金融センターで発行されるとすれば、それが一つのモデルとなって個別の発展途上の債券市場に好影響を与えることが期待できる。

その他、域内各国の規制、税制の調和、決済システムの整備、信用格付、信用補完といった問題が指摘されている。このうち信用格付については、特に東アジアでは欧米の格付機関に対する不信感に根強いものがあり、域内で独自の格付機関を持つとうとの構想は通貨危機後も何度か浮上している<sup>6</sup>。

5 韓国では、中長期為替市場発展計画が2002年4月に明らかにされた。これによれば、第1段階（2002-2005）で、非居住者のウオン調達限度拡大、第2段階（2006-2008）でウオン調達については許可制より申告制に転換、第3段階（2009-2011）では非居住者のウオン調達は申告制を維持、とされている。第1段階でさらに調達限度が拡大されるのかどうか要注意だが、全期間を通じて非居住者のウオン調達についてかなり制限的なスタンスを継続することを明確にしている。

6 この点、ACRAA（Association of Credit Rating Agencies in Asia）が2001年秋に発足し、15の域内の格付機関による緩やかな連携組織として、証券化等の教育研修に加えて、best practiceの推進等に取り組んでいるのが注目される。

### 3. 東アジアにおけるACU建て域内債市場の提案

域内債市場の債券は、米ドル建てや円建ても可能だが、東アジアの金融市場の統合、発展を促進するためにも、ここでは以下の通りACU建て域内債市場創設を提案したい。同市場のポイントは以下の4点である。

- (1) 人工的に構成された通貨、即ち、ACU建てで発行する。バスケットの構成は簡素なものとし、例えばドル60：ユーロ20：円20の割合とする。

筆者達は最近東アジアの貿易フローについて研究<sup>7</sup>を行い、東アジアに共通通貨バスケットを導入するための手順として段階的アプローチを提案したが、その中で、ドル、ユーロ、円の3通貨を60：20：20の割合で合成して造成するバスケット通貨をACUと名付けた。東アジア諸国の、米国、欧州及び日本との貿易が全体に占める割合を分析し、それ以外の地域との貿易については米ドル建てとの仮定を置いて加重割合を算出した（「ACUの通貨構成試算について」参照）が、これに基づいている。この構成比率は、現時点で考えられる共通通貨バスケットの一つの最適解と考える。このバスケットの最大の特徴は構成を60：20：20と簡素にしていることである。むろん、実際に各国が個別通貨バスケットに移行した後、更に共通通貨バスケットに移行するに際しては、改めてレビューが必要となろう。

ACUは、域内各国が、個別通貨バスケットから進んで共通バスケットを採用し

#### ACUの通貨構成試算について

ASEAN+2より他地域への輸出(1999~2001)

	Japan	NAFTA	EU	その他地域
1999	17.6%	34.3%	23.4%	24.8%
2000	18.7%	34.0%	22.3%	24.9%
2001	18.8%	34.7%	22.1%	24.5%
平均	18%	34%	23%	25%
同上調整後 <sup>1</sup>	18%	59%	23%	—

ASEAN+2の他地域よりの輸入(1999~2001)

	Japan	NAFTA	EU	その他地域
1999	27.0%	22.6%	18.2%	32.2%
2000	26.5%	20.1%	16.5%	36.9%
2001	24.5%	19.4%	17.8%	38.2%
平均	26%	21%	17%	36%
同上調整後 <sup>1</sup>	26%	57%	17%	—

	Japan	NAFTA	EU
平均値	22%	58%	20%

	円	米ドル	ユーロ
ACUに占める各通貨のシェア(分母を10)	2	6	2

※：「同上調整後」では、「その他地域」のシェアをNAFTAに加えている。ここには中東の原油輸出国等が含まれる。貿易データについては通貨建てを分けて統計資料を定期的に発表している国は少なく、このような推計を行う他ない。

注：ここでは、日本を除くASEAN+2の域外との輸出入の計数を3年間にわたって分析して通貨バスケットの構成を考え、また、構成比は6：2：2とシンプルな比率にした。むろん、実際に共通通貨バスケット等を検討する時点で改めてこの比率のレビューが必要になる。分析はIMFなどのデータに基づいている。

7 J. Mori, N. Kinukawa, H. Nukaya and M. Hashimoto (2002) *Integration of the East Asian Economies and a Step by Step Approach towards a Currency Basket Regime*, a paper presented at International Conference of the Japan Economic Policy Association on November 30, 2002.

た段階で、更に、円に加えて、人民元、韓国ウォンやその他のアジア通貨を構成要素とする共通通貨バスケットに変形、発展させることを想定している。しかし、どこまでの通貨を含めることが出来るかは、それらの通貨がどの程度広く用いられ、かつ、国外（オフショア）で自由に用いることができるかに依る。

**(2) アジア開発銀行をはじめとする、この地域のトップクラスの発行体がACU建て債券の発行を行う。**

新しい債券を投資家が購入しやすくするためにはトップクラスの格付けを持ちかつこの地域内の発行体であることが必要である。ACU建て債券について新たにベンチマーク・イールド・カーブを形成する観点からも重要である。

その意味で、アジア開発銀行がもっとも好ましい発行体であろう。これに続いて、東アジア域内の代表的なソブリンや格付けの高い企業の発行が期待される<sup>8</sup>。

**(3) 香港のCMU (Central Moneymarkets Unit) が、当面、集中証券振替保管機構の役割を果たす。**

東アジアでは、香港が域内の証券決済インフラ等の整備にもっとも積極的である。CMUは90年に誕生した。2000年には米ドル建て債券については香港上海銀行を介したDvPの証券決済システムを備えた。これにユーロや円を含めていくことも十分可能である。

ドラゴン債市場の誕生と同時期に、Asia Clearの考え方が示されたが、その後これを引き継ぐ具体的なものは現れていない。香港には、自ら金融センターのインフラ整備の必要性もあったことは事実だが、二国間ベースでCSD（集中証券保管振替機構）のリンケージを構築していくその手法は、将来の域内決済システム整備を展望している<sup>9</sup>ことにも注意を払いたい。

日本でも漸く証券決済インフラ整備の方向性が示されたが、社債を含めてCSDが稼働を開始するには多少時間を要しよう。とすれば、直ぐにでも稼働可能なインフラとして、ACU建て債券については香港のCMU利用を想定し、日本サイドの準備が整った段階で香港のCMUとリンクすればよからう。

**(4) 債券は東京証券取引所、シンガポール取引所、及び、香港取引所に同時に上場する。**

域内の複数の証券取引所に同時上場するというのは、ドラゴン債の例に倣ったも

<sup>8</sup> 域内の発行体を域内の投資家がどの程度選好するかというのは一つの重要な視点である。この点で、2000年のCheung Kong Finance (Cayman) (3億シンガポールドル期間7年)やToyota Motor Creditによるシンガポールでの起債は注目される。日本のサムライ債市場においても、韓国のソブリン格の発行体による起債は定着している。

<sup>9</sup> Hong Kong Monetary Authority *Bilateral Linkage of Central Securities Depositories*, HKMA Quarterly Bulletin, November 1997

のであるが、域内の複数市場の連携を示す象徴としての意味があり、また、個人投資家は日々の価格を入手できる。この点、上場手続きが煩雑な市場についてはその改善が強く求められる。シドニーへの上場も検討する必要がある<sup>10</sup>。

#### 4. 残された課題

最初の段階では発行体も投資家もこのACU建て債券のヘッジに際しては困難に遭遇しよう。為替リスク、金利リスクとも単一の金融商品によってヘッジすることは難しく、ドル、ユーロ、円に分解する必要が生じる。しかしこの構成割合が簡素であれば、この分割処理は一応可能である。そのうち、時の経過と共に、当該債券と同じような残存期間を持つACU建ての金利スワップや通貨スワップのOTC市場が徐々に立ち上がって来よう。このように、発行体、投資家、その他市場参加者がACUに慣れるに従って、より効率的にACU建て債券を取り扱うことが可能になるう。

この点、ACU建て債券発行のタイミングは重要である（「通貨バスケットについての段階的アプローチのアイディア」参照）。東アジア域内の共通バスケット開始

#### 通貨バスケットについての段階的アプローチのアイディア

時間

個別通貨バスケット（第1ステージ）	第1フェーズ（注1）	東アジア諸国の中に個別通貨バスケットに移行するところが現れる。	↓	ACUを作りその使用を始める。Asia Clearを設立し、ACU建ての債券を発行する。
	第2フェーズ	東アジア諸国の多くが個別通貨バスケットに移行する		
共通通貨バスケット（第2ステージ）	第1フェーズ	ドル、円、ユーロからなる共通通貨バスケットを採用する	↓	通貨統合に向けての議論が本格化する。
	第2フェーズ	東アジア通貨（円、人民元、韓国ウォン等）よりなる共通バスケットに移行する		東アジア通貨の為替管理が完全に撤廃され、通貨の非国際化が解消される。

- ・個別通貨バスケット→共通通貨バスケットという2つのステージを順にたどる。それぞれのの下に2つのフェーズを設ける。
- ・個別通貨バスケットへの移行は、カレンシーボードを取っているところを除き現段階でも比較的容易。また、多くの国で導入されつつあるインフレ・ターゲティングとの整合性も高い。
- ・シンプルな構成の個別通貨バスケットを採用することで、対外競争力等をモニターしつつ通貨バスケットについて指摘される「わかりにくさ」を回避することもできる。
- ・共通通貨バスケットに向けての議論が具体的になる時期、即ち、第1ステージの後期がACU建て債券の発行やAsia Clear設立の好機と考えられる。

<sup>10</sup> 東アジアの金融協力にオーストラリアは重要な役割を果たしているが、先進的な金融市場インフラと厚みのある投資家層を抱えているという点でも、重要である。豪州ドルを通貨バスケット上どう考えるべきかという点も避けて通れない。

とほぼ同時に発行することができればもっとも望ましいが、それ以前の段階でも可能であり、またそうすることに意味がある。域内の金融当局が通貨バスケットについての議論を本格化するようなタイミングでACU建て債券を発行すれば、関係した議論の進行と相まって、ACUを利用しようという慣性（inertia）を作り出すきっかけともなりうる。その段階で、明示的に個別通貨バスケットに移行した域内諸国の中からACU建てで債券を発行する国が登場することも考えられる。

また、この段階では、域内各国が共通バスケットであるACUの通貨構成について真摯な議論を行う必要がある。簡素さや説得力を備えていることは重要なポイントだろう。その段階で、域内諸国の貿易フローのパターンやさらには資本フローのパターンについてもこれをレビューすることが必要である。それと並行してACU建て債券の発行が相次げば、その「普及」に弾みが付こう。

民間部門の市場参加者がこの域内債市場発展のために果たす役割は非常に重要である。むしろ市場が十分成熟しビジネスの機会が具体的にになれば自然に民間部門の参加は期待できよう。しかし、それに先立つ関連市場インフラの整備に民間の市場参加者が果たしうる役割には非常に大きなものがある。この点、欧州のジョバニーニ委員会の東アジア版が必要であり、そこで日本の市場参加者の果たすべき役割にも大きなものがある。

(本稿作成にあたっては、筆者がこれまで直接、間接にご示唆をいただいた内外の多くの方々の意見を参考にさせて頂きつつ、筆者の個人的意見としてまとめた。)

(本稿は、財団法人外国為替貿易研究会発行の2002年12月15日付「国際金融」1097号に掲載された。)

---

©2002 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2

電話：03-3245-6934(代) ファックス：03-3231-5422

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <http://www.iima.or.jp/>