

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## 東アジア金融協力推進に有効な国際債市場の育成

(財)国際通貨研究所  
専務理事 浅見 唯弘

### 1 はじめに

東アジア金融危機（1997～98）により大きな経済的打撃を受けた各国は、金融システムの再構築を進めると共に、国内債券市場の育成を重要な政策として掲げ、改革を進めてきた。そのような政策は、東アジアの豊富な貯蓄を、債券市場を通じて長期安定資金として民間企業へ還流するメカニズムが整っていれば、金融危機は回避されたか、少なくとも打撃を緩和することはできたとの反省に基づいている。このように、債券市場育成が目標とするのは社債市場の育成であるが、そのためには社債のベンチマークとなる国債市場の育成から始める必要があった。債券市場の育成は個別国内金融・資本市場の構造改革を促進し、将来における金融危機の回避へ備えたものである。危機から5年、政府主導による国内債券市場の育成は国債市場を中心に徐々に成果をあげ始めている。

このような中で、タイのタクシン首相が最近「アジア債券市場イニシアティブ」を提唱し、関心を集めている。このような政治的なイニシアティブが契機となって、東アジア各国が個別に進めている国内債券市場の育成を地域協力の下で推進しようとの機運が出てきている。

ユーロ債やヤンキー債市場のような国際債券市場（以下国際債市場という）は金融サービス産業の中でも最もグローバル化された競争的な市場である。国際債市場で頻りに資金を調達する多国籍企業や国際機関は、常に市場の動向を把握し、その時々における最も「効率的な市場」（efficient market）を求めて起債する。引受業者は案件獲得をめぐる熾烈な競争をするので市場間には常に競争が働く。国際債市場の中でユーロ債やヤンキー債市場は最も「効率的な市場」と考えられ、国際債の半分以上が両市場で発行されている。「効率的な市場」とは機動性のある起債市場、流動性のある流通市場、透明性の高い規制や税制そして市場ルール、優れた決済・保管システム、信頼できる信用格付け制度、そして起債コストの面で競争力のある市場である。加えて、「効率的な市場」は十分発達した金融やデリバティブ市場に支援される必要である。このように債券市場の育成のためには総合的

なアプローチが必要である。

本稿は、国内債券市場がある程度の発展を遂げ、かつ国際収支やその他の条件が整った場合には、国際債市場を創設することが、「効率的な市場」を育成する上で有効であり、また地域協力を促進する点につき考えてみたい。はじめに東アジア地域における3つの国際債市場の現状を見る。次に韓国、マレーシア、タイの債券市場を鳥瞰し、国際債市場創設の可能性を検討する。また将来の地域通貨・資本市場へ大きなインパクトを与えると予想される中国の債券市場の現状と自由化の可能性につき考える。次に国際債市場が果たす役割及び仲介業者の機能の重要性を検討する。そして最後に、域内の債券市場の育成が地域協力の推進に果たす役割を検討する。

## 2 東アジア地域における国際債市場

東アジアにおいては、東京、香港、シンガポールの三市場に国際債市場が、またオセアニアにはシドニー市場が存在し、非居住者による対内債券投資と共に当該国通貨建てによる起債が認められている<sup>1</sup>。東アジア三市場には自国通貨建て市場以外に外貨建て市場も存在する。外貨建て市場は、東京のデュアル通貨債のように特定の投資家をターゲットにした仕組み債や、香港のFRNやFRCD、シンガポールのCDのように短期金融商品が中心となっている。各国市場が「効率的な市場」として育成しているのは一義的には自国通貨市場に他ならず、従って本稿では自国通貨建て市場を中心に検討する<sup>2</sup>。

### サムライ市場

東京外債市場(サムライ債市場)は1970年アジア開発銀行(ADB)円貨債券の発行を嚆矢として創設された。当時、日本は世界銀行最大の借入国の一つであったが、経常収支の黒字化を背景に世界銀行への依存から卒業すると共に、サムライ債市場創設によって資本輸出国へと転換した。市場へのアクセスは日本が加盟している国際機関がまず認められ、その後ソブリン、政府機関、その他国際機関へと順次拡大された。1979年には民間企業に対しても開放された。その間、1971年のニクソン・ショック、1973年の第一次オイル・ショック、1979年の第二次オイル・ショック等によって市場が一時的に影響を受けることはあったが、資本輸出機能は今日までほぼ一貫して継続されている。

1991~2000年におけるサムライ債市場の年平均起債額は1.2兆円、これに対してユーロ円債市場は10.7兆円であった。ユーロ円債のうち非居住者(日本企業関連非居住者を除く)が凡そ半分を占めると推定され、非居住者はサムライ債市場よりもユーロ円債市場を選好しているといえる。サムライ債市場がユーロ円債市場と市場の機能面から比較して「効率

---

<sup>1</sup> 本稿はとりあえず東アジア3市場を検討するが、債券市場の育成は特定の地域に限るのではなくシドニー等近隣の国際債市場市場を含めた、開かれた地域観にたって考えるべきである。

<sup>2</sup> かつて東京外債市場における米ドル建てストレート・ボンド債(「将軍ボンド」)やADBによる台湾、香港、シンガポール市場をターゲットとした米ドル建て起債が行われたが、市場として定着しなかった。その理由はユーロやヤンキ・市場に比べて競争力が弱く「効率的な市場」として機能しなかったためである。

的な市場」と考えられていない理由は、(1)機動的な起債を阻害する要因が存在すること<sup>3</sup>、(2)銀行手数料や弁護士費用など起債関連費用がユーロ円市場に比べ割高なこと、(3)源泉税が課されること、があげられる。また、より根本的な問題としては、日本の債券市場が置かれているさまざまな構造的な問題、中でも国際取引における円の使用が期待に反して伸びていないことがあげられる。

かつてサムライ債市場は、ユーロ債市場やヤンキー債市場と並ぶ国際資本市場としての役割を担うと期待されたこともあったが、これまでのところ低迷を余儀なくされている。域内最大の債券市場を背後に持つサムライ債市場の活性化は、アジアの債券市場育成の観点からも改めて検討される必要がある。

## 香港市場

1990年香港政庁は為替基金短期証券の発行を皮切りに周到な債券市場育成計画を立てそれを実施した。当時、香港は財政黒字のため資金調達する必要はなかったが、香港政府は社債市場育成のために不可欠なベンチマーク構築のために為替基金証券を継続的に発行した。1992年にはADBによる香港ドル起債により国際債市場を創設し、その後世界銀行やIFCそしてGE Capital等優れた起債者による起債が続いた。創設当初債券市場は、銀行をはじめとする金融機関への依存を余儀なくされたが、債券の期間を徐々に伸ばし、流動性の高い流通市場の育成を図った結果、次第に機関投資家の参入に成功した。その後起債額及び流通市場の出来高も増加すると共に商品の多様化も進んでいる。

その間、香港市場はCentral Moneymarkets Unit(CMU)によるペーパーレスの決済・保管システムを完成させ、1996年には、即時グロス決済システム(Real Time Gross Settlement System: RTGS)を導入した。このシステムは域内の債券市場をリンクすることにより将来クロスボーダー取引の活性化に役立つと期待されている。

香港債券市場の特徴は、HKMAの指導を得て築かれた東アジアで最も自由な資本市場であると同時に、証券先物取引委員会(Securities and Futures Commission)による市場の監督体制が確立され、コーポレート・ガバナンス機能を深めていることにある<sup>4</sup>。香港ドルはカレンシー・ボード制の下での国際通貨であるが、国際取引に使用されることは少なく、非居住者により調達された香港ドルは米ドルへスワップされている。このため国際債市場では、スワップの相手として受け入れられる信用力のある起債者が選別される仕組みになっている。また香港は中国を後背地として持つユニークな市場である。長期的にはファイナンス・センターを巡って上海と競合関係にあると共に、中国が資本取引の自由化を推進

---

<sup>3</sup> 手続き面での主たる障害は以下の通り。

- (1) 当局(財務局)への届け出後効力発生待機期間(15日間)の存在
- (2) 当局届け出書類上要求される日本語での情報開示
- (3) 発行登録制度利用要件の居住者・非居住者間の違い

<sup>4</sup> 本年4月1日より証券先物法(Securities and Futures Ordinance)が施行され、当局の市場監視・監督体制が確立された。

する過程で香港市場を通じた人民元建て資本取引を認める可能性があるなど、香港市場は大きく発展する潜在力を秘めている。

### シンガポール市場

シンガポール通貨庁(MAS)は、1998年シンガポールを世界の金融センターとするために、政府債券(国債とTB)市場を流動性の高い「効率的な市場」として育成する方針を定めると共に国際債市場を創設した<sup>5</sup>。MASは、債券市場のインフラ構築を含む総合的な施策を実施した。また財政黒字基調にもかかわらず社債市場育成に必要なベンチマークを確立するために、政府債券を継続的に発行している。その結果、2002年末には政府債券の発行残高は、580億シンガポールドル(GDPの約37%)に達し、また流通市場における1日平均出来高は、1997年の3.6億シンガポールドルから2002年には19.7億シンガポールドルへ増加している。社債市場も財務内容開示、会計及び監査等市場の整備を進めた結果、コーポレート・ガバナンスが良く機能する市場となっている。シンガポールドル建て社債発行残高は、1998年の200億シンガポールドルから2001年には480億シンガポールドルへ増加した。

シンガポール国際債市場の特徴は、為替管理により、同国への投資目的の場合を除き非居住者によるシンガポールドルの保有やオフショア市場での取引を認めていないことである。このため非居住者が起債したシンガポールドルは、外貨へスワップされる必要がある。このため香港と同様に起債者の選別が働く仕組みとなっている。規制は緩和の方向にあるが、自国通貨の国際取引への使用を認めない方針は今後とも堅持されると考えられる。同国債券市場は現在の仕組みの下で完成度の高い市場となっている。

### 3 国内債券市場の発達と国際債市場創設

アジア危機以降、東アジア各国、中でも韓国、マレーシア、タイでは政府主導による債券市場の改革が成果をあげつつある。ここではこれら各国の債券市場の現状を見ながら将来国際債市場創設の可能性を検討する。また2001年にWTOへ加盟を果し、今後債券市場の改革を急速に進めることによって地域の通貨体制と資本市場へ大きなインパクトを与えると見られる中国についても検討する<sup>6</sup>。

#### 韓国

韓国債券市場の特徴は、銀行による債券の買入や信用保証に大きく依存しているものの、民間債を中心とする市場が発達していることにある。他方、国債市場は、アジア危機まで

---

<sup>5</sup> 1998年以前は非居住者によるシンガポールドルの起債又は借り入れは\$5ミリオン以下に限られていた。

<sup>6</sup> 韓国、マレーシア、タイの対外債務、国際収支、外貨準備の数字はInstitute of International Finance(IIF)の係数(2002年における予測を含む)を使用した。

は財政の黒字基調であったため不活発であったが、危機後政府は、経済の活性化と銀行の不良債券処理するために国債の大量発行に転じた。2002 年末には債券発行残高は 360 兆ウォン（GDP の約 61%）に達し、国債と民間債の比率は 1 対 2.6 となっている。国債発行残高のうち 60%は満期まで保有する傾向が強い銀行や投資信託によって保有されており偏在が顕著である。

民間債の発行残高は 2002 年 12 月末現在 262 兆ウォンに上るが、このうち金融機関による発行が 82 兆ウォン、一般企業が 180 兆ウォンを占めている。一般企業債は 3 年物が多くを占めている。銀行と投資信託が民間債総額の 70%以上を保有しているといわれ、国債と同様偏在の問題がある。

アジア危機後韓国では国債のプライマリー・ディーラー制度、国債先物の上場、同時決済システム（DVP）の導入など債券市場の改革が矢継ぎ早に取られた<sup>7</sup>。2000 年には初の 10 年物国債が発行された。韓国では投資家により中期債が選好されるため長期のイールドカーブを確立するためには、より長期債発行を継続するなどの対応が必要である。また、国債保有が偏在していることもあって、流通市場はレポ取引を含めて全体的に極めて不活発となっている。

韓国の対外債務残高は、1997 年の 1604 億ドルから 2002 年には 1345 億ドルへ減少する一方、外貨準備は同期間の中に 204 億ドルから 1210 億ドルへ急増した。経常勘定の黒字幅は減少傾向にあるものの現在 GDP の 1~2.7%程度を維持している。韓国は国際取引でのウォンの使用に対して慎重であるが、対内証券投資は認めている。また、1995 年には 7 年満期 ADB によるウォン建て起債の実績があり、今後、起債市場の本格的な対外開放に踏み切ると思われる。

## マレーシア

債券発行残高は 1998 年末における GDP の 56%から 2002 年末には 76%へ増加し、このうち 2002 年末には債券発行残高総額のうち、民間債が 54.5%を占め公共債（大部分は国債）の 45.5%を凌駕した（Bank Negara Malaysia）。東アジア危機以前は財政は均衡していたため国債発行額は小額であったが、危機以降 GDP の 1~2%に上る財政赤字が生じたため増加に転じた。政府はイールドカーブを確立するために、国債を継続的に発行している。国債の流通市場は、2000 年以降改善しつつあるものの、マレーシア最大の機関投資家である被雇用者年金基金など一部の機関投資家が集中して保有しているため概して不活発である。民間債市場は、タイと比較すると資金調達手段としては株式や銀行融資に比べ相対的に重要となっている。但し流通市場は 1 件当たりの起債額が少額なこともあって不活発である。

証券委員会(Securities Commission) は、2001 年 2 月に「資本市場マスター・プラン 2001~2010」を発表した。この計画は、10 年間に亘るインフラストラクチャー、法律、監督当

---

<sup>7</sup> 1999 年韓国銀行は「国債市場の発展の方向と推進課題」と題する包括的な提案書を財政経済部宛に作成した。主要な市場改革は同提案にそって進められてきた。

局規制等を含む包括的な枠組みを盛り込んだ資本市場育成策である。今後この計画が計画通り実施されることによって債券市場は着実に発展すると期待される。

マレーシアの対外債務残高は2002年末で481億ドル、GDPの約51%と推定され、1997年の495億ドルからわずかに減少している。2002年の経常収支はGDPの約6.8%に相当する黒字と推定されているが、今後数年間は減少傾向が続くと見込まれている。外貨準備は1997年の208億ドルから増加し2002年末347億ドルとなっている。マレーシアは、1998年9月リングットの固定相場制復帰と共に厳しい為替管理を導入し、それによって非居住者によるリングットの使用制限や国内証券の売却に伴う資金の国外流出を制限した。その後規制は徐々に緩和され、短期資金の取引はほぼ自由化された。しかしながら、リングットの国際取引での使用制限は市場安定化のために必須と考えられており、今後長期にわたり堅持されると考えられる。

「資本市場マスター・プラン」によれば、国際機関や多国籍企業等優良発行体によるリングット建ての起債は、マスタープランの第2段階(2004~05)において実施することを検討するとしている。この計画は国際債市場の創設がもたらすメリットを評価したうえで立てられており、予定通り実行に移されると思われる。

## タイ

国債は、1990年代初めからアジア危機に至るまで財政黒字のために発行されなかった。しかし、危機発生後1998年7月金融機関への金融支援のために生じたFIDFの損失補填のために国債の発行が再開された。1999年以降、毎年GDPの3%を上回る財政赤字のため国債は継続的に発行されてきた。財政赤字は、改善の方向にあるものの今後数年間続くと見られているので、国債市場は更に拡大すると見られる。2002年末の債券発行残高は2.2兆バーツで、これはGDPの凡そ41%に相当し、このうち国債51%、国営企業債18%、社債25%であった(Thai Bond Dealing Center)。社債市場も1999年以降、経済の回復と共に増加している。流通市場の取引高も著増し2001年には1996年の7倍に達している。

タイの債券市場は、1999年11月に策定されたタイ経済改革及び2002年1月に発表されたマスター・プランによって、発行及び流通市場の整備、税制の改善、決済システムの構築、レポ市場の育成等の総合的な施策が実施されてきた。その結果、市場は飛躍的に発展してきたが、なお多くの課題を残している。中でも、債券市場にかかわる法制や税制の改善、会計制度や情報開示、コーポレート・ガバナンスについては更なる改善が必要である。また、国債は短・中期物に偏っているため国債を継続的に発行し期日を分散することが必要である。

対外債務は、1997年末における1094億ドルから2002年末には638億ドルへ急減する一方外貨準備は、1997年末の262億ドルから2002年末には381億ドルへ増加した。経常勘定は、今後GDPの4~6%の黒字を維持すると見られている。このように、対外収支は改善しまたGDPも危機前の水準へ回復している。しかし、公的債務残高は1997年末における

GDP の 36% から 2001 年には 58% へ増加している (IIF)。またタイの債券市場中でも社債市場育成にはなお時日を要することも考慮すれば、政府は市場の対外開放に対しては少なくとも当面は慎重な姿勢をとるであろうと思われる。

## 中国

2001 年末における債券発行残高の内訳は、国債 62%、金融債 34%、社債は僅かに 4% であった。中国の債券市場は、1998 年以降の積極財政への転換により生じた財政赤字の増大に伴う大量の国債発行によって急速に拡大してきた。国債の 2001 年末の発行残高は 1.6 兆人民元で、これは GDP の 16.3% に相当する。国債は記帳式国債、貯蓄国債、特殊国債の三種類からなり、このうち前 2 者が発行額の大部分を占める。記帳式国債市場は、銀行が取引の主体となる銀行間市場と証券会社が取引の主体となる取引所市場に分けられ、貯蓄国債は、個人投資家向けの市場である。発行額の 60% 以上を占める記帳式国債は公募入札されるが、個人が投資する貯蓄国債の発行条件は財政部が決定する。また、国債発行額の 40% 以上を個人投資家が貯蓄国債として保有しているが、貯蓄国債は記名式で転売は認められない<sup>8</sup>。国債の流通市場は現先市場が中心で現物取引は少ない。このように最大の市場である国債の発行市場及び流通市場は何れも国債の種類ごとに分断され、市場機能が働きにくいために当局による介入を許す市場となっている。

中国は WTO 加盟 (2001) にともない国内金融の対外的な開放を約した。加盟から 5 年後 (2006 年) までには外国銀行に対する人民元の使用制限や中国企業との取引制限は大幅に撤廃される見通しである。そのような市場の自由化に備えて中国は目下金融システムの構造改革を進めている。一方、資本取引の自由化に関しては、WTO 加盟による義務は課されていない。現行の為替管理規制の下では非居住者による人民元取引は禁止されており、また債券への対内投資は認められていない。外国銀行に対しては厳しい持高規制が課され、先物取引も認められていない。

中国は海外からの圧力にも拘わらず人民元の対ドル切上げを回避する方針を維持すると思われる。それに代え、国内金融の改革がある程度進捗した段階で資本取引の自由化を徐々に進めると考えられる。既に香港やマカオはもとよりモンゴルやミャンマーで人民元が流通しており、また規制をくぐって国外への大規模な資金流出が起きているといわれている。また香港やシンガポールでは人民元の先物市場である Non Deliverable Forward (NDF) 取引が活発に行われている。このように非公式な取引を含めて人民元の国際取引は拡大しつつある。このような中で中国政府は遠からず政策対応を迫られるが、それがどのような形態をとるにせよ資本取引自由化の方向は避けられない。2002 年 12 月適格外国機関投資家 (QFII) が導入され、投資資金の持ち出し規制など制限つきながら一部の海外機関投資家に対して対内証券投資が認められた。また将来適格国内機関投資家 (QDII) 制度が導入

---

<sup>8</sup> 転売する場合は国債を購入した銀行において手数料を払って現金化することができる。買い取った銀行は流通市場がないので満期まで保有することになる。

されると対外証券投資が認められる。

資本市場を対外的に開放するタイミングを予想することは困難であるが、経常収支の黒字、豊富な外貨準備の積み上げが続く限り、いつまでも資本取引の自由化に対して悠長に構える事はできないであろう。日本は1955年にGATTに加盟し、1964年の東京オリンピックを経て1970年に債券市場の対外開放を進めた。同様に中国でも2008年に予定されている北京オリンピックや2010年の万博のタイミングをにらんで、資本取引の自由化は、今後重要な政策課題として検討されるであろう。外圧に加えて、今後加速される中国企業の対外進出に伴い、中国側からも資本取引の自由化要求は出てこよう。これら中国企業は人民元の国際取引における自由な使用を要求するからである。したがって、中国はWTO加盟に伴う金融の構造改革を公約した2006年までに進める傍ら、資本取引を自由化するタイミングを探ることになる。その一環として国際債市場の創設も検討されよう。その際、資本取引自由化の第1段階として、自由な資本市場である香港において非居住者による人民元建て起債を含む資本取引を認めることも選択肢の一つとなるであろう。

#### 4 国際債市場に期待される役割

国内の債券市場を対外的に開放することは、非居住者による、(1)ポートフォリオ投資(資本の流入)と、(2)当該国通貨建て起債(資本の流出)の双方向の資本移動を認めることである。後者は、国際収支上の負担となる等適切なマクロ経済運営を必要とする。そのため資本移動等に関するサーベイランスを通じた地域における政策協調の重要性が増すことになる。安定した経済運営が行なわれる限り長期資本の流出入は、東アジア金融危機の引き金となった短期米ドル資金の流出入と異なり市場の攪乱要因となる可能性は低く、むしろ国内債券市場の育成に資すると考える。

投資家や起債者である非居住者に対する債券市場の開放は以下の実務的なメリットがある。

- (1)自由で競争的な国際債市場の創設によって規制やルールに縛られがちな国内債市場、例えば、あらかじめ定められた市場実勢を反映しない起債条件、起債者の種類によって異なる市場へのアクセス、投資家毎に異なる投資制限などは改善されよう。また、長期資本の流出入を認めることによって内外からより多様な市場関係者が参加し国内債券市場の深みが増すと共に、国際的な市場評価が高まる。
- (2)優良外債を誘致することにより新たな自国通貨建て銘柄が加わり国内投資家にとって投資の選択肢が増える。特にリスクの少ない国債へ集中的に投資している年金などの投資家に対し分散投資の機会を提供する。また、国内債務者が負っている外貨建ての長期債務を起債者との起債代わり金の外貨へのスワップ取引を通じて自国通貨建て長期債務へ乗り換えることができる。
- (3)外国企業が起債を認められると、直接投資(FDI)の原資を現地通貨で調達することが可能となる。それによって、FDIの投資家は為替リスクを回避できるので、投資を

拡大する余地が生まれ FDI の流れを促進する。

( 4 ) 域内でいくつかの国際債市場が発達してくるとクロス・ボーダー取引を促進するために、市場取引の標準化や市場間の調和が促進され、また決済・保管システムも整備される。

## 5 起債仲介業者の役割

国内債券市場の発展にとって国内証券会社の育成は重要である。国際債市場を創設する段階になると、国内証券会社は、外国の投資銀行と競合しうるように競争力をつけておく必要がある。銀行優位の東アジアにおいては、銀行がその証券子会社を通して引受けを行なうケースが多く見られる。東アジアの主要金融市場においては、地場銀行と外国銀行が競争しながら同時に相互補完的な役割を演じている。国際債市場においても同様に、国内債券市場に精通している地場証券会社と、国際資本市場において専門技術を持つ外国投資銀行がお互いに協力して金融の仲介を行っている例が多く見られる。外国投資銀行は優良な起債者の誘致、引受けシンジケートの組成、多様な商品の品揃えなどの面で市場の発展に貢献するであろう。

市場が政府によって対外的に開放されると、あとは専ら民間業者が活躍する場となる。起債者により指名された市場の仲介役を果す証券会社（投資銀行）は、市場動向に基づき債券の値決めをし、安定投資家へはめ込み、流通市場において活発な取引を行う。市場を活性化させるエンジンは民間仲介業者であり、市場は民間が最大限活躍できるように構築される必要がある。国際債市場において多くの起債実績を持つ各国籍企業や国際機関が証券会社の仲介によって地域通貨建ての公募債を起債すると、当該国のベンチマークである国債とのスプレッドが確立される。またスワップ後のコストをユーロ債やヤンキ - 債市場における流通利回りと比較することにより当該市場の効率性を比較することができる。このように国際債市場はこのような起債者を介してリンクすることになる。

また、証券会社による引受けや流通市場における取引を通して市場の改善や標準化が推進される。市場取引の標準化やインフラの整備は金融当局と民間市場参加者が協力して初めて可能となる。国際債市場創設までは個別に存在した国内市場が他の市場とリンクされることにより標準化が促進され、より緊密な市場間の連携へ向けた地域協力の基礎を築くことができる。

## 6 国際債市場と地域金融協力

東アジアにおける域内国相互間の貿易・投資が拡大し、地域経済の相互依存関係が深まりをみせつつあることから、東アジア経済圏が事実上形成されつつある。また、これまで自由貿易協定（FTA）締結の実績をほとんど持たない日・中・韓及びアセアンはそれぞれ

数か国を交渉相手に FTA の締結に向けて交渉に入っている<sup>9</sup>。このような二国間の F T A が締結されることによって、いずれ東アジア地域における自由貿易圏が形成される、と多くの関係者により考えられている。このように、貿易及び投資面での地域間の緊密な関係が進展するのに伴って、安定した通貨体制の構築が求められる。

地域の通貨体制に関しては地域における貿易、投資及び資本の流れをスムーズに行う為に為替面での協調を促進する方策が今後活発に論じられよう。既に通貨バスケット制度が学者によって提案されている。またヨーロッパにおける経済統合の歴史から何を学ぶかについて各方面において議論されている。中でも、2002 年 6 月コペンハーゲンにおいて開催された ASEM 財務大臣会合に対して欧・亜のシンク・タンクにより作成された「神戸リサーチ・プロジェクト」報告書は、ヨーロッパの経験を基に東アジアにおける経済統合に関して包括的な検討を行い、提言を行っている<sup>10</sup>。このように、貿易及び通貨の両面で、長期的な展望に立った地域的な統合へ向けた動きが出ていることは勇気付けられる。しかし、単一通貨ユーロを持つまで経済統合を進めた EU や 2005 年までに FTAA 合意を目指す米州と比較すると、東アジアの地域統合へ向けた動きはアジア危機以降始まったに過ぎない。

東アジア各国は中国、香港、マレーシアの様に米ドルヘリンクした制度を堅持しているグループと金融危機以前一般的であったドル・ペッグ制から「管理フロート制」に移行したグループとがある。地域為替安定策としては、アンカーとしての共通通貨を定め、各国通貨をリンクさせることであろう<sup>11</sup>。共通通貨とは米ドル、通貨バスケット(例えば、米ドル、ユーロ、円) 或いは東アジアの交換性を持つ通貨よりなる計算単位 (ACU) であろう。前二者は米ドルないし複数の国際通貨バスケットへのペッグである。三番目はアジア版 EMS とも言うべきアジア通貨制度 (AMS) でありアンカー通貨である ACU に対する固定相場制である。

今後数年のうちに何か国かは、国内債券市場をさらに発展させ、適切なマクロ経済運営によって国際収支上の問題を克服して国際債市場を創設するであろう。通貨の国際取引における使用についてはシンガポールやマレーシアのように non-internationalization 政策を

---

<sup>9</sup> 東アジアにおける FTA の実績としては日本・シンガポール新時代経済連携協定 (2002 年) 及び AFTA の 2 件が締結されている。

<sup>10</sup> 2001 年 1 月神戸で開催された ASEM 財務大臣会合における承認に基づき、財団法人国際通貨研究所は財務省の委嘱を受けてヨーロッパ及びアジアのシンク・タンクと協同で報告書をまとめ、2002 年 6 月コペンハーゲンで開催された ASEM 財務大臣会合へ提出した。「神戸リサーチプロジェクト」と題する報告書は、通貨・為替制度、地域金融協力、地域経済統合、銀行改革・資本市場育成等主として欧州の経験に基づき東アジアにおける経済統合につき纏めている。

<sup>11</sup> ヨーロッパでは 1972 年に EMS (共同フロート制 トンネルから抜け出たスネーク・システム) のような独自の米ドルの枠格から逃れた域内為替同盟を創設した。EMS は 1979 年には欧州通貨制度 (EMU) へ移行し、この制度の下で域内通貨からなる共通通貨である ECU を創出した。この制度は 1999 年単一通貨ユーロ導入まで約 20 年間継続されたのである。EU における地域統合を単一通貨の採用まで導いた原動力は独仏間の不戦同盟という政治的意思が強く働いた。東アジアにおいてはこのような強い政治的意思が欠如しているため、単一通貨の合意を目標として設定することは少なくとも当面は非現実的であろう。しかし実態的に形成されつつある東アジア経済圏が、今後さらに域内における貿易と投資面での相互依存関係を深めるとすれば、域内の為替安定メカニズム構築の必要性は今後さらに増してくるであろう。

採用する国が存在する。マレーシアは国際債市場を創設するとしても国際取引におけるこのような通貨の取引制限を継続するであろう。このような制約はあるものの、国際債市場を通じた長期資本フローは安定的な為替相場を必要とする。

チェンマイ・イニシアティブの合意に基づき総額 400 億ドルに近い二国間スワップ協定が成立した。このイニシアティブが目指すものは、金融危機が起きた際における危機の解決に資するためである。これに対して、債券市場の育成は将来の金融危機を回避するための国内の金融・資本市場システムの強化の一環である。国際債市場の創設は国内債券市場の育成を助長する。このように債券市場の発展にともなって、アジアの貯蓄が例えばニューヨークやロンドンなどのマネーセンターへ流出する仕組みに代えて地域内で必要な需要者へ渡る機能を発揮することができる。

## 7 結論

対内債券投資の自由化や国際債市場の創設による非居住者による起債の容認は各国金融当局の決定にかかっている。アジア危機の打撃を受けた各国は、ベンチマークとしての国債市場の育成を中心にかなりの成果をあげてきた。債券市場が更に拡充され、かつ国際収支等経済的条件が許せば、既存の三市場に加えていくつかの国際債市場が今後数年の内に創設されよう。政府主導による改革が進む韓国、既に債券市場の対外開放を計画に織り込んだマレーシアは今後数年のうちにそのような国に加わる可能性が高い。中国は資本の自由化計画を発表していないので予測の域を出ないが、強力な政府の指導力が発揮されることになれば、中国債券市場は急速にかつ劇的に変化する可能性がある。

中長期的には、東アジア地域においては、1970～80年代のヨーロッパのようにそれぞれの通貨建ての国際債市場が並存し、市場間の緊密度を増しながら競争関係を深めていく姿に似た状況になると思われる<sup>12</sup>。

東アジア地域が域内の貿易と投資の高まりにより緊密度を増しているなかで、各国毎の債券市場の育成は地域の健全な長期資金のフローを制度的に確立する基礎となる。各国の社債市場が育成されると民間企業は短期外貨建て債務を自国通貨建て長期債務へ置き換えることによってバランスシートを改善し、将来の危機へ備えることができる。このような長期債務への転換が地域全体へ広まると民間企業の債務構造はより健全なものとなる。アジア危機を経験した各国がお互いに協力することによって、強靱な債券市場育成の可能性はより確実なものとなるであろう。地域における金融協力を推進するためには良く機能するサーベイランス・メカニズムを確立することが不可欠である。それと同様に、東アジアにおける強靱な債券市場の育成を更に前進させるためには、官民間の積極的な政策対話を促進すると共に、政策面における peer pressure（仲間内の圧力）が機能する緊密なメカニズムを地域の政府間に構築する必要があると考える。

---

<sup>12</sup> 当時ヨーロッパには英独仏市場に加えイタリア、スイス、オランダ、ベルギー、ルクセンブルグ、オーストリア、スペイン等のそれぞれ交換性を持つ通貨建て国際債市場が存在した。

(本稿は外国為替貿易研究会 国際金融第 1105 号 (2003.5.1) に掲載されたものである。)

Copyright 2003 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, Nihonbashi Hongokucho 1-chome, Chuo-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 : 03-3235-6934 (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>