



## アジア債券市場育成の取組み状況

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 研究員  
秋山 文子  
[akiyama@iima.or.jp](mailto:akiyama@iima.or.jp)

### 要 旨

- アジア債券市場の残高は順調に拡大中だが、同地域の経済成長のペースと比べると、依然として見劣りする。発行体・投資家の多様化、セカンダリー市場の成長、クロスボーダー投資の拡大、価格情報の透明性の向上などが引き続き課題となっている。
- ASEAN+3（日本、中国、韓国）財務大臣・中央銀行総裁会議傘下のアジア債券市場イニシアティブ（ABMI）が2012年5月に採用した「新ロードマップ・プラス」では、課題の優先順位と方向性を明確化し、課題解決のスピードアップを図る段階的アプローチが採用されている。一方、APECビジネス諮問委員会（ABAC）は、アジアにおける金融・資本市場の発展と統合が思ったように進まない現実に対する危惧から、これら市場の発展のために官民学が関与する国際的枠組みとして、アジア太平洋金融フォーラム（APFF）の設立計画を始動した。
- アジア債券市場を一層拡大するためには、債券の発行体および投資家を増やすことが最も重要である。そのためにはまず、市場インフラや法制的整備を、それぞれの市場の発展段階に応じて総合的に進めることが重要である。

- 特に、国民所得水準と比べて債券市場の成長が遅れ気味のインドネシアとフィリピンに関しては、法制の不備、高い税率、ヘッジ手段不足がネックとなっている。優先順位の高い阻害要因を特定した上で、当該国および支援側の国々が協力し、重点的にその解消に取り組むことが必要である。
- アジア債券市場の成長により、債券市場の整備による経済的利益が少しずつ実感できる段階に入ってきた。ABMI や APFF が目指している、域内債券市場統合と経済成長加速の相互作用による好循環の実現に向けて、アジア債券市場の一層の発展を期待したい。

## 本 文

### 1. はじめに

アジア通貨危機に対する反省から生まれたアジア債券市場育成の国際的取組みは、本格的な開始から 10 年が経過する。アジア債券市場は、同地域経済の発展に伴う資金需要の増加と市場整備の進展によって、残高としては大きく拡大した。しかし、その成熟度は未だ低く、同地域経済の持続的成長と発展を支援し得る水準に達するには、日本を含む関連諸国による、更なる取組みを必要としている。

**図表 1 アジア債券市場育成の国際的取組み**

|             |  |
|-------------|--|
| 1997 年 7 月  | アジア通貨危機発生  |
| 2003 年 6 月  | 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) がアジア・ボンド・ファンド (ABF) を創設。        |
| 2003 年 8 月  | ASEAN+3 財務大臣会議がアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) の設置を承認。             |
| 2004 年 12 月 | EMEAP がアジア・ボンド・ファンド 2 (ABF2) を創設。                          |
| 2007 年 4 月  | ABMI の下の ADB Asia Bonds Online にて、Asia Bond Monitor の公表開始。 |
| 2008 年 5 月  | ABMI が第 2 期ロードマップ (「新ロードマップ」) を採用。                         |
| 2010 年 9 月  | ABMI の下に ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) が設置される。                  |
| 2010 年 11 月 | ABMI の下に信用保証・投資ファシリティ (CGIF) が設置される。                       |
| 2011 年 10 月 | G20 財務大臣・中央銀行総裁会議にて「地場通貨建て債券市場の発展サポートのためのアクションプラン」が採択される。  |
| 2012 年 4 月  | ABMF が第 1 フェーズの成果として「ASEAN+3 債券市場ガイド」を公表。                  |

|         |  |
|---------|--|
| 2012年5月 | CGIFが保証業務開始のための事前準備を完了。                        |
| 2012年5月 | ABMIが第3期ロードマップ（「新ロードマップ・プラス」）を採用。              |
| 2012年9月 | ABACによるアジア太平洋金融フォーラム（APFF）の設立案を、APEC財務大臣会合が支持。 |
| 2013年4月 | APFFが設立準備フォーラムを開催。                             |
| 2013年4月 | CGIFがアジア現地通貨建て債券に初の保証を供与。                      |

（出所）各種資料

## 2. アジア債券市場動向

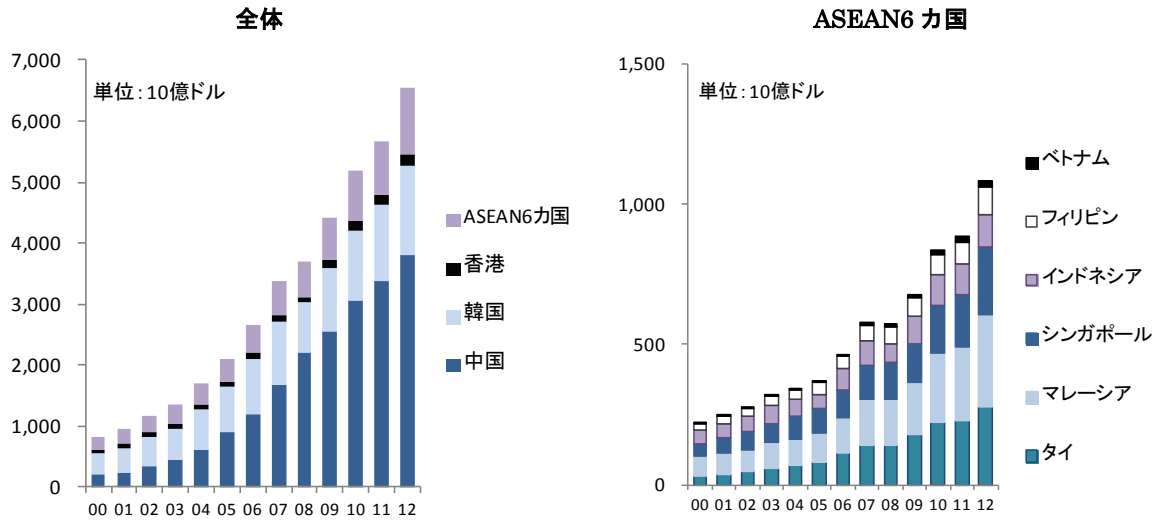
### ①規模・拡大ペース

#### ・全体

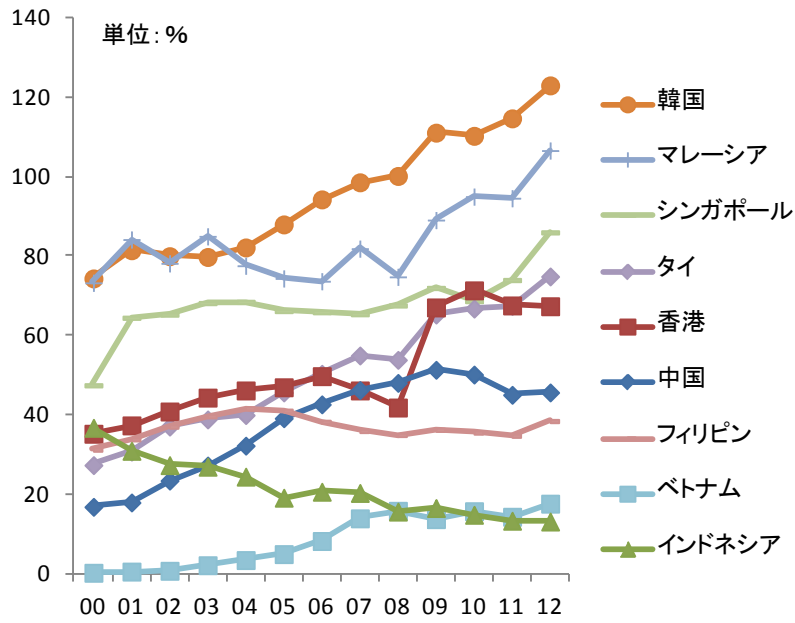
アジア開発銀行の Asia Bond Online の 2012 年 12 月末時点データに基づくと、データのあるタイ、マレーシア、シンガポール、インドネシア、フィリピン、ベトナムの ASEAN6 カ国に中国、韓国、香港を加えた、東アジア 9 カ国・地域の自国通貨建て債券の発行残高は、概して拡大している（図表 2）。一方、対 GDP 比率で見ると、債券市場の規模と拡大ペースは、諸国間で大きなばらつきがある。図表 3 の通り、2012 年 12 月末にかけて、自国通貨建て債券発行残高の対 GDP 比率は、相対的に規模の大きい韓国（123%）、マレーシア（107%）、シンガポール（86%）、タイ（75%）では一段と上昇したが、香港（67%）、中国（46%）、フィリピン（39%）、ベトナム（18%）、インドネシア（13%）では伸び悩んだ。

このような 2 極化の主因として、経済発展の進度の違いが挙げられる。図表 4 は域内諸国の資金調達状況、図表 5 は上述した各国・地域の債券市場の対 GDP 比率と国民一人あたり GDP（米ドル建て）との比較である。域内の大半の国・地域における資金調達の中心手段は、銀行貸出である。すなわち、債券市場は、経済の発展に伴う資金調達・運用手段の多様化の必要性を踏まえて整備されるため、経済発展の進度が速い国・地域では整備が進み、拡大ペースが加速する一方、その逆の現象も生じていると考えられる。

図表 2 東アジア地域の債券市場（金額ベース）



図表 3 東アジア地域の債券市場の規模（対 GDP 比率）



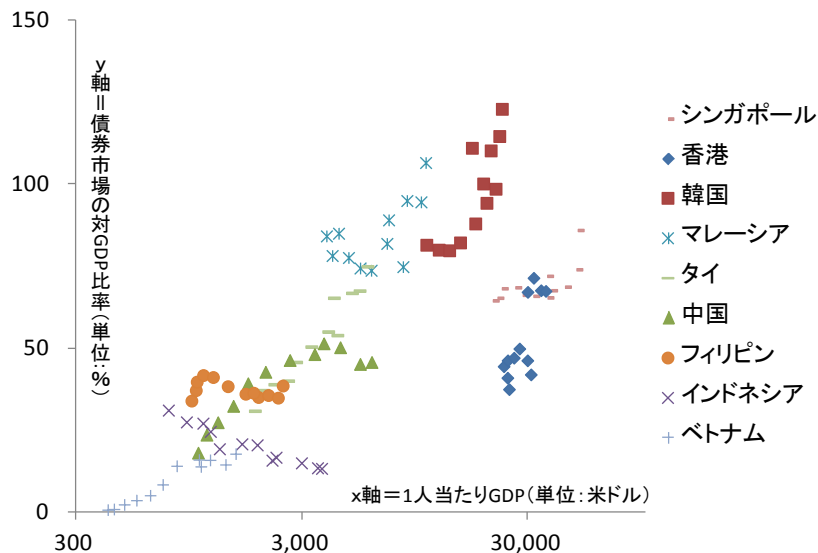
(出所) Asian Bonds Online

図表 4 東アジア地域の金融市場の規模（対 GDP 比率）

|        | 2003年12月末時点 |      |     |      |      | 2011年12月末時点 |      |     |      |       |
|--------|-------------|------|-----|------|------|-------------|------|-----|------|-------|
|        | 銀行貸出        | 国債   | 社債  | 株式   | 合計   | 銀行貸出        | 国債   | 社債  | 株式   | 合計    |
| 香港     | 147%        | 10%  | 36% | 451% | 642% | 212%        | 37%  | 32% | 927% | 1208% |
| シンガポール | 86%         | 39%  | 31% | 155% | 311% | 91%         | 46%  | 28% | 230% | 394%  |
| マレーシア  | 140%        | 48%  | 37% | 146% | 371% | 124%        | 55%  | 37% | 137% | 353%  |
| 韓国     | 117%        | 32%  | 48% | 46%  | 243% | 98%         | 46%  | 64% | 89%  | 298%  |
| タイ     | 137%        | 33%  | 8%  | 83%  | 261% | 117%        | 53%  | 13% | 78%  | 260%  |
| 中国     | 142%        | 27%  | 1%  | 31%  | 201% | 150%        | 35%  | 12% | 47%  | 243%  |
| フィリピン  | 38%         | 37%  | 0%  | 28%  | 102% | 51%         | 30%  | 4%  | 73%  | 159%  |
| インドネシア | 50%         | 25%  | 2%  | 23%  | 101% | 36%         | 11%  | 2%  | 46%  | 95%   |
| 日本(参考) | 254%        | 129% | 21% | 69%  | 472% | 252%        | 197% | 20% | 57%  | 525%  |

(出所) Asian Bonds Online、IMF データを元に作成

図表 5 東アジア地域の債券市場の発展ペース（国民所得水準比、2001年-2012年）

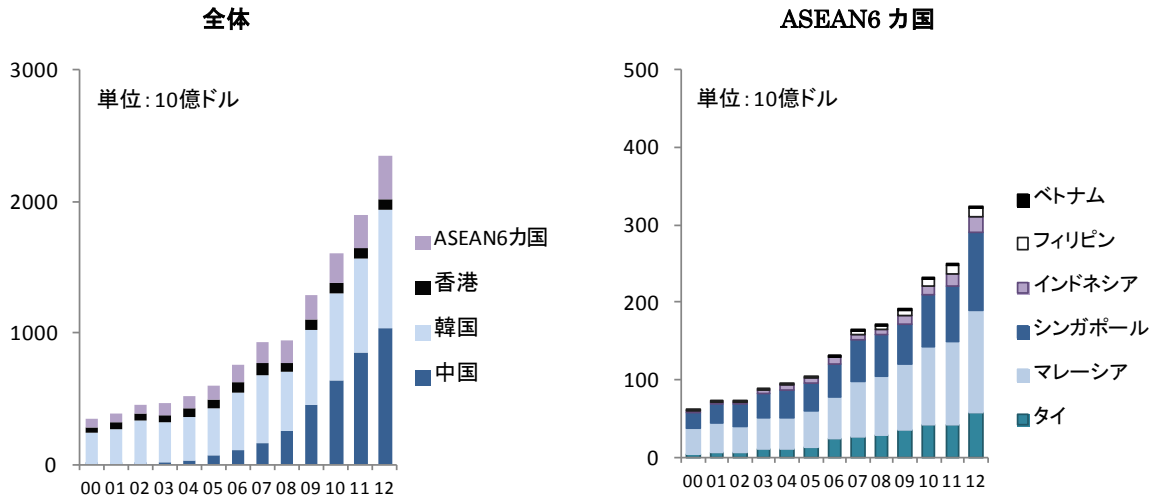


(出所) Asian Bonds Online、IMF データを元に作成

### ・社債市場

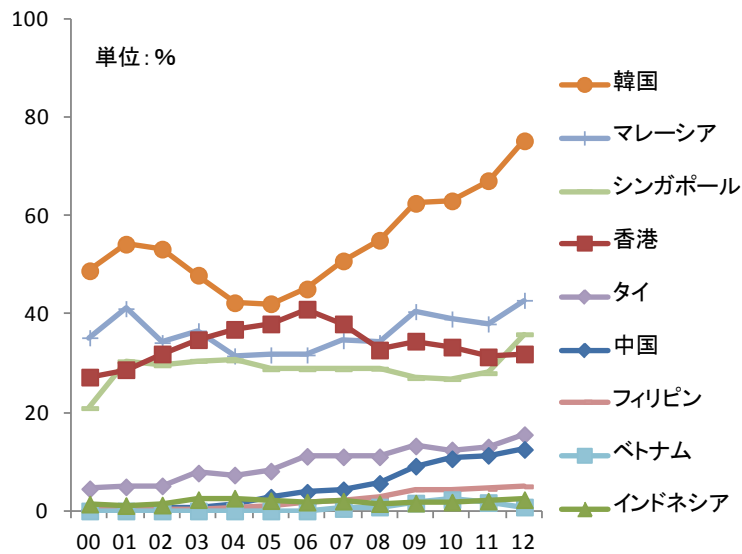
債券市場を構成する国債市場と社債市場の内、債券市場全体の3割余りを占める後者の発行残高は、図表6の通り増加中である。一方、図表7にて、2012年12月末にかけて東アジア9カ国・地域の社債市場の対GDP比率の推移をみると、上昇ペースは銀行や年金基金による社債引き受けが定着している韓国（75%）で顕著な上昇が続いている以外は、概して伸びが緩慢である。この内、マレーシア（43%）、シンガポール（36%）、香港（32%）では相対的に高い水準を維持している。一方、タイ（16%）、中国（13%）、フィリピン（5%）、インドネシア（2%）、ベトナム（1%）では低い水準で伸び悩んでおり、市場育成の余地が大きいことを示す。

図表 6 東アジア地域の社債市場



(出所) Asian Bonds Online

図表 7 東アジア地域の社債市場の規模 (対 GDP 比率)



(出所) Asian Bonds Online

社債市場の規模拡大に必要な要件として、発行体の裾野の拡大がかねてより指摘されているが、社債発行に必要な信用力を有す企業が限られる中、全体として、未だ少数の企業が社債の発行を牽引している状態である。2012年12月末時点（マレーシアは同年6月末時点）、データの揃う域内8カ国（中国、韓国、シンガポール、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナム）において、社債発行残高に占める発行額上位10社の発行額の割合は、3割を超えた（図表8）。

図表 8 社債発行残高上位 10 社の発行残高 (2012 年 12 月末時点、単位：十億 USD ※マレーシア除く)

| 中国  |        |           |          |       | インドネシア                          |      |           |          |       |
|---|--------|-----------|----------|-------|---------------------------------|------|-----------|----------|-------|
|   | 発行残高   | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種    |                                 | 発行残高 | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種    |
| 1 Ministry of Railways                    | 119.1  | ○         | ×        | 輸送    | 1 PLN                           | 1.5  | ○         | ×        | エネルギー |
| 2 China National Petroleum                | 51.4   | ○         | ×        | 電力    | 2 Adira Dinamika Multifinance   | 1.0  | ×         | ○        | 金融    |
| 3 State Grid Corporation of China         | 49.7   | ○         | ×        | エネルギー | 3 Indosat                       | 0.9  | ×         | ○        | 通信    |
| 4 Industrial and Commercial Bank of China | 36.9   | ○         | ○        | 銀行    | 4 Indonesia Eximbank            | 0.9  | ○         | ×        | 銀行    |
| 5 Bank of China                           | 35.3   | ○         | ○        | 銀行    | 5 Astra Sedaya Finance          | 0.9  | ×         | ×        | 金融    |
| 6 China Construction Bank                 | 32.1   | ○         | ○        | 銀行    | 6 Bank Pan Indonesia            | 0.9  | ×         | ○        | 銀行    |
| 7 China Petroleum & Chemical              | 24.8   | ○         | ○        | エネルギー | 7 Federal International Finance | 0.8  | ×         | ×        | 金融    |
| 8 Agricultural Bank of China              | 24.1   | ○         | ○        | 銀行    | 8 Bank Tabungan Negara          | 0.7  | ○         | ○        | 銀行    |
| 9 Central Huijin Investment               | 17.5   | ○         | ×        | 投資会社  | 9 Bank Internasional Indonesia  | 0.7  | ×         | ○        | 銀行    |
| 10 Shenhua Group                          | 15.6   | ○         | ×        | エネルギー | 10 Bank CIMB Niaga              | 0.7  | ×         | ○        | 銀行    |
| 合計  | 406.5  |           |          |       | 合計                              | 8.9  |           |          |       |
| 社債発行額合計                                   | 1039.6 |           |          |       | 社債発行額合計                         | 19.1 |           |          |       |
| 上位10社の社債発行額合計に対する比率                       | 39%    |           |          |       | 上位10社の社債発行額合計に対する比率             | 46%  |           |          |       |

| 韓国                                |       |           |          |      | マレーシア*                             |       |           |          |            |
|-----------------------------------|-------|-----------|----------|------|------------------------------------|-------|-----------|----------|------------|
|                                   | 発行残高  | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種   |                                    | 発行残高  | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種         |
| 1 Korea Land & Housing Corp.      | 54.4  | ○         | ×        | 不動産  | 1 Project Lebuhraya Usahasama Bhd. | 30.6  | ×         | ×        | 高速道路運営     |
| 2 Korea Housing Finance Corp.     | 44.5  | ○         | ×        | 金融   | 2 Cagamas                          | 20.2  | ○         | ×        | 金融         |
| 3 Korea Deposit Insurance Corp.   | 42.5  | ○         | ×        | 保険   | 3 Khazanah                         | 17.7  | ○         | ×        | 政府系ファンド    |
| 4 Korea Finance Corp.             | 38.8  | ○         | ×        | 金融   | 4 Pengurusan Aset Air Bhd.         | 11.3  | ○         | ×        | 水道管理       |
| 5 Industrial Bank of Korea        | 28.3  | ○         | ○        | 銀行   | 5 Malaysian Banking Bhd.           | 11.2  | ×         | ○        | 金融         |
| 6 KDB Daewoo Securities           | 28.0  | ○         | ○        | 証券会社 | 6 Prasarana                        | 9.9   | ○         | ×        | インフラ       |
| 7 Korea Electric Power Corp.      | 27.2  | ○         | ○        | 電力   | 7 Binariang GSM                    | 9.9   | ×         | ×        | 通信サービス持株会社 |
| 8 Woori Investment and Securities | 23.3  | ○         | ○        | 証券会社 | 8 CIMB Bank                        | 8.5   | ×         | ×        | 金融         |
| 9 Korea Investment and Securities | 22.1  | ×         | ×        | 証券会社 | 9 Malakoff Corp.                   | 7.4   | ×         | ×        | 電力事業       |
| 10 Mirae Asset Securities         | 18.5  | ×         | ○        | 証券会社 | 10 Public Bank                     | 6.1   | ×         | ○        | 金融         |
| 合計                                | 327.6 |           |          |      | 合計                                 | 132.8 |           |          |            |
| 社債発行額合計                           | 898.8 |           |          |      | 社債発行額合計                            | 401.0 |           |          |            |
| 上位10社の社債発行額合計に対する比率               | 36%   |           |          |      | 上位10社の社債発行額合計に対する比率                | 33%   |           |          |            |

\*マレーシアのみ現地通貨(MYR)建て。1USD≒3MYR<2012年12月末時点>。

| シンガポール                          |      |           |          |       | フィリピン                                    |      |           |          |       |
|---------------------------------|------|-----------|----------|-------|--|------|-----------|----------|-------|
|                                 | 発行残高 | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種    |  | 発行残高 | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種    |
| 1 Housing and Development Board | 10.0 | ○         | ×        | 金融    | 1 San Miguel Brewery Inc.                | 1.1  | ×         | ○        | ビール醸造 |
| 2 CapitaLand                    | 4.0  | ×         | ○        | 金融    | 2 BDO Unibank Inc.                       | 1.0  | ×         | ○        | 銀行    |
| 3 United Overseas Bank          | 3.7  | ×         | ○        | 金融    | 3 Ayala Corporation                      | 1.0  | ×         | ○        | 複合企業  |
| 4 DBS Bank Singapore            | 4.1  | ×         | ○        | 金融    | 4 SM Investments Corporation             | 0.9  | ×         | ○        | 複合企業  |
| 5 Temasek Financial I           | 2.9  | ×         | ×        | 金融    | 5 Ayala Land Inc.                        | 0.8  | ×         | ○        | 不動産   |
| 6 Oversea-Chinese Bank          | 2.2  | ×         | ○        | 金融    | 6 Philippine National Bank               | 0.5  | ×         | ○        | 銀行    |
| 7 SP Powerassets Ltd.           | 2.0  | ×         | ×        | 電力    | 7 Rizal Commercial Banking Corporation   | 0.5  | ×         | ○        | 銀行    |
| 8 Public Utilities Board        | 1.7  | ○         | ×        | 電気水道局 | 8 Manila Electric Company                | 0.5  | ×         | ○        | 電力    |
| 9 Land Transport Authority      | 1.7  | ○         | ×        | 陸上交通庁 | 9 Philippine Long Distance Telephone Co. | 0.4  | ×         | ○        | 通信    |
| 10 Olam International Ltd.      | 1.6  | ×         | ○        | 商社    | 10 Maynilad Water Services               | 0.4  | ×         | ○        | 水道事業  |
| 合計                              | 33.9 |           |          |       | 合計                                       | 7.0  |           |          |       |
| 社債発行額合計                         | 99.9 |           |          |       | 社債発行額合計                                  | 12.6 |           |          |       |
| 上位10社の社債発行額合計に対する比率             | 34%  |           |          |       | 上位10社の社債発行額合計に対する比率                      | 55%  |           |          |       |

| タイ                           |      |           |          |       | ベトナム                               |      |           |          |        |
|------------------------------|------|-----------|----------|-------|------------------------------------|------|-----------|----------|--------|
|                              | 発行残高 | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種    |                                    | 発行残高 | 政府系<br>企業 | 上場<br>企業 | 業種     |
| 1 PTT                        | 6.1  | ○         | ○        | エネルギー | 1 HAGL                             | 0.20 | ×         | ○        | 不動産    |
| 2 Siam Cement                | 4.1  | ○         | ○        | 複合企業  | 2 Asia Commercial Joint Stock Bank | 0.14 | ×         | ○        | 金融     |
| 3 Krung Thai Bank            | 2.5  | ○         | ○        | 金融    | 3 Techcombank                      | 0.14 | ×         | ×        | 金融     |
| 4 Siam Commercial Bank       | 2.0  | ×         | ○        | 金融    | 4 Vincom                           | 0.14 | ×         | ○        | 不動産    |
| 5 Charoen Pokphand Foods     | 1.9  | ×         | ○        | 食品    | 5 Vinpearl                         | 0.12 | ×         | ○        | リゾート開発 |
| 6 Bank of Ayudhya            | 1.7  | ×         | ○        | 金融    | 6 Agribank Securities              | 0.10 | ×         | ○        | 金融     |
| 7 Kasikorn Bank              | 1.5  | ×         | ○        | 金融    | 7 Minh Phu Seafood                 | 0.03 | ×         | ○        | 水産加工   |
| 8 Thanachart Bank            | 1.4  | ×         | ×        | 金融    | 8 Hoa Phat Group                   | 0.03 | ×         | ○        | 複合企業   |
| 9 Thai Airways International | 1.1  | ○         | ○        | 航空事業  | 9 Kinh Bac City Development        | 0.02 | ×         | ○        | 不動産    |
| 10 PTT Global Chemical       | 1.1  | ○         | ○        | 石化製品  | 10 Development Investment          | 0.02 | ×         | ×        | 建設・開発  |
| 合計                           | 23.4 |           |          |       | 合計                                 | 0.9  |           |          |        |
| 社債発行額合計                      | 57.6 |           |          |       | 社債発行額合計                            | 1.1  |           |          |        |
| 上位10社の社債発行額合計に対する比率          | 41%  |           |          |       | 上位10社の社債発行額合計に対する比率                | 88%  |           |          |        |

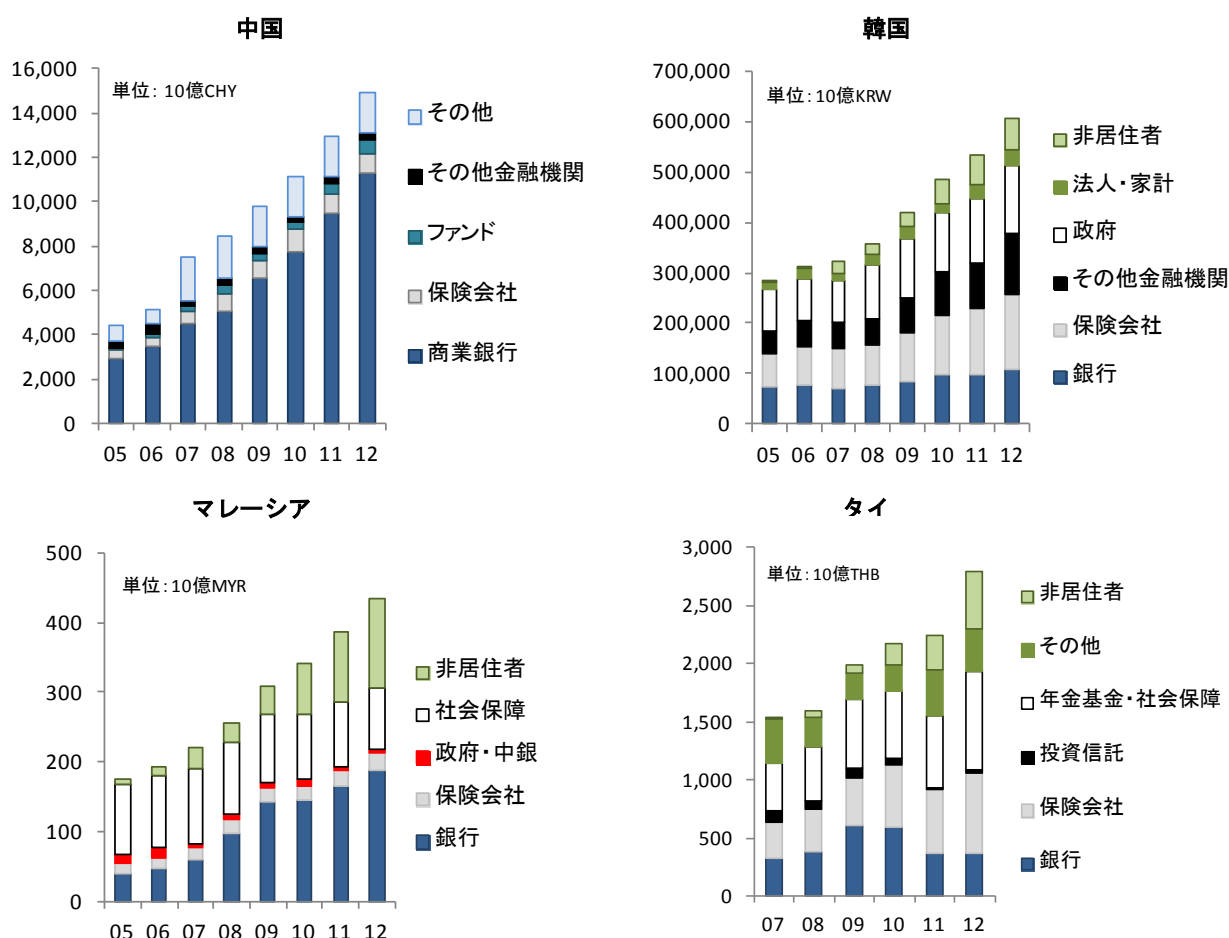
(出所) Asia Bond Monitor 2013 年 3 月号

## ②投資家動向

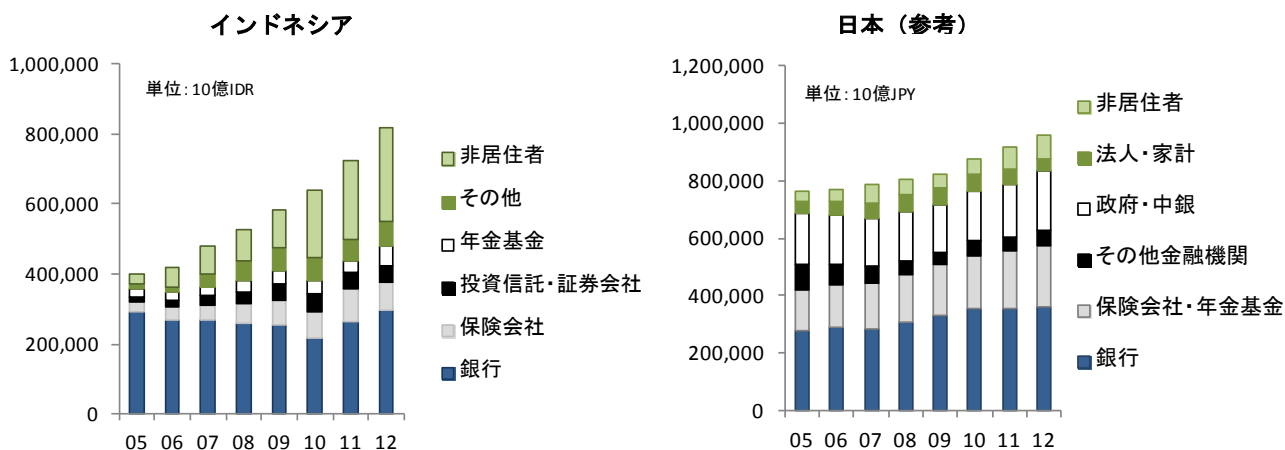
投資家の多様化も、依然として進捗が遅れている様子である。Asian Bonds Online が2012年に実施した国債市場および社債市場の流動性に関する調査（対象国：中国、韓国、香港、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、ベトナム）では、調査内容が現在の姿となった2009年以来、両市場において、「投資家の多様化」が4年連続でその他の7項目（ヘッジ手段、市場透過性、ファンディング、為替規制、市場アクセス、税制、決済およびカストディ）を抑えて、流動性改善のための最重要課題に挙げられた。投資家の多様化の進展に対する希求は強く、年金・保険制度の発展、投資信託の普及などが待たれる。

現状を確認すると、図表9の通り、国債の投資家別残高のデータの揃った域内5カ国（中国、韓国、マレーシア、タイ、インドネシア）の内、中国を除く各国で共通しているのが、内外金利差を背景とした、外国人投資家の保有率の上昇である。その他の動向としては、韓国とタイでは、保険会社や政府機関の保有率が上昇する一方、中国とマレーシアでは銀行の保有率が上昇している。

図表9 東アジア地域における国債の投資家別残高







(出所) Asian Bonds Online

### ③流動性

前述の調査にもある通り、アジア債券市場の流動性は依然として低い。図表 10 は、債券の流動性の代表的な指標である、売買スプレッドの推移である。東アジア 9 カ国・地域では、韓国を除いて、各国・地域の売買スプレッドは概して高水準で、変動も大きく、セカンダリー市場が十分発達していないことが窺える。その一因には、前述の、投資家の多様化の遅れも挙げられよう。特に社債は、前述の通り発行量が少ない上に、発行後 1-2 カ月という短期間の内に長期保有を基本とする投資家によって購入されるケースが大半のため、売買スプレッドの変動は一層大きい。

図表 10 東アジア地域の債券の平均売買スプレッド (単位: ベーシスポイント)

|        | 国債   |      |      |      |      |      |      | 社債   |       |       |       |      |       |       |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
|        | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2006 | 2007  | 2008  | 2009  | 2010 | 2011  | 2012  |
| 韓国     | 1.4  | 4.5  | 1.7  | 1.1  | 1.1  | 0.7  | 0.6  | 3.0  | na    | na    | 8.4   | 2.6  | 1.7   | 1.9   |
| 中国     | 7.6  | 20.0 | 15.0 | 5.1  | 2.2  | 4.0  | 2.7  | 10.8 | 96.3  | 50.0  | 8.4   | 5.7  | 6.9   | 10.4  |
| 香港     | 3.0  | 8.0  | 4.0  | 4.3  | 5.1  | 4.7  | 6.4  | 6.3  | 30.0  | 25.0  | 26.3  | 12.5 | 28.1  | 21.3  |
| マレーシア  | 2.3  | 1.5  | 12.2 | 2.3  | 2.6  | 3.3  | 2.7  | 18.8 | 15.0  | 5.0   | 10.3  | 16.0 | 8.2   | 9.4   |
| タイ     | 3.0  | 6.3  | 9.8  | 3.4  | 3.1  | 3.3  | 3.2  | 10.8 | 15.0  | 16.7  | 8.6   | 11.1 | 9.9   | 10.3  |
| シンガポール | 2.7  | 3.4  | 20.0 | 2.9  | 3.0  | 3.8  | 3.1  | 5.5  | 15.0  | na    | 12.5  | 10.4 | 19.0  | 15.9  |
| インドネシア | 16.9 | 42.0 | 24.5 | 26.6 | 31.7 | 32.9 | 38.8 | 68.8 | 170.8 | 70.0  | 112.5 | 99.7 | 70.0  | 18.7  |
| フィリピン  | 25.3 | 10.0 | 19.8 | 6.6  | 3.1  | 5.3  | 2.1  | 30.0 | 40.6  | 37.5  | 43.8  | 30.5 | 52.9  | 34.5  |
| ベトナム   | na   | 20.6 | 75.0 | 25.6 | 13.2 | 33.5 | 30.5 | 14.9 | 61.3  | 156.3 | 132.0 | 25.0 | 103.1 | 138.3 |

(出所) Asian Bonds Online、Asia Bond Monitor 2008 年-2012 年の各 11 月号

### ④クロスボーダー投資

欧米資本の急激な流出がきっかけとなったアジア通貨危機への反省から、域内クロス

ボーダー投資の活性化は、アジア債券市場の育成の柱に据えられている。IMF のデータによると、図表 11 の通り、域内クロスボーダー投資は、世界金融危機の発生に伴う停滞を経て、再び拡大している。しかし、域内の債券投資全体に占める割合の伸びは未だ緩慢で、2005 年末時点と 2011 年末時点を比較すると、出し手側で 4%から 9%、受け手側で 16%から 25%への上昇に止まった。域内クロスボーダー投資の出し手および受け手の主な国・地域を確認すると、前者においては、国際金融センターの香港（全体の 46.1%）とシンガポール（同 36.2%）のシェアが非常に高い。後者においては、近年増加が顕著な中国（同 26.7%）を筆頭に、韓国（同 21.3%）、日本（同 17.4%）、インド（同 9.2%）などが続く。

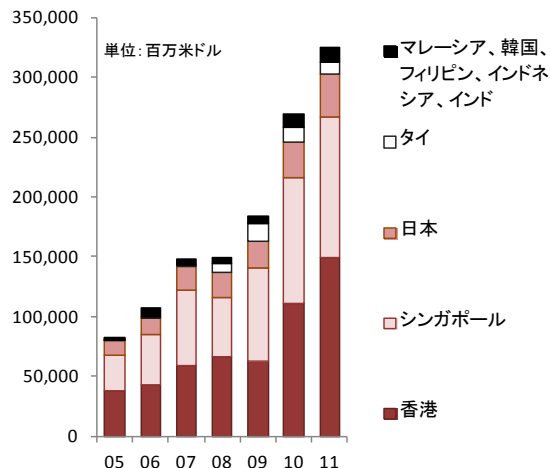
図表 11 東アジア地域の域内クロスボーダー債券投資

<出し手側>

各国の対外債券投資に対する割合

|        | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|
| タイ     | 25%  | 24%  | 9%   | 61%  | 78%  | 70%  | 55%  |
| マレーシア  | 13%  | 15%  | 22%  | 40%  | 36%  | 54%  | 49%  |
| 香港     | 18%  | 18%  | 22%  | 24%  | 20%  | 32%  | 43%  |
| シンガポール | 19%  | 21%  | 25%  | 26%  | 29%  | 36%  | 36%  |
| フィリピン  | 14%  | 13%  | 16%  | 8%   | 9%   | 24%  | 32%  |
| インドネシア | 26%  | 23%  | 20%  | 21%  | 25%  | 21%  | 18%  |
| インド    | 0%   | 0%   | 0%   | 9%   | 0%   | 2%   | 13%  |
| 韓国     | 5%   | 9%   | 7%   | 6%   | 7%   | 9%   | 7%   |
| 日本     | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   |
| アジア全体  | 4%   | 5%   | 6%   | 6%   | 6%   | 8%   | 9%   |

金額の推移

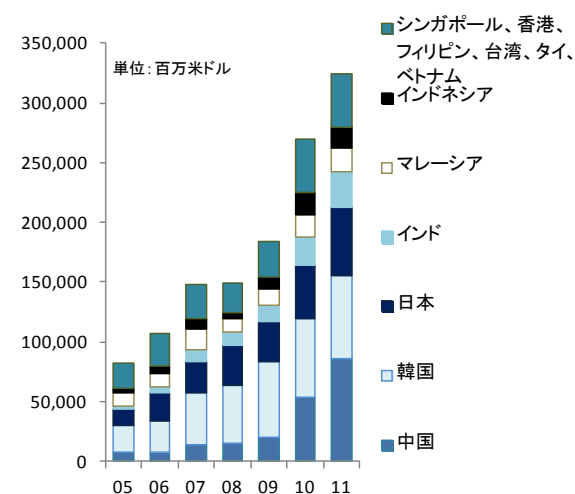


<受け手側>

各国の対内債券投資に対する割合

|        | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|
| 中国     | 51%  | 50%  | 68%  | 66%  | 73%  | 85%  | 84%  |
| インド    | 25%  | 19%  | 33%  | 41%  | 38%  | 38%  | 51%  |
| 香港     | 27%  | 40%  | 38%  | 43%  | 52%  | 39%  | 45%  |
| 韓国     | 45%  | 44%  | 40%  | 54%  | 51%  | 42%  | 44%  |
| タイ     | 44%  | 35%  | 55%  | 44%  | 48%  | 43%  | 39%  |
| 台湾     | 33%  | 25%  | 45%  | 57%  | 58%  | 43%  | 36%  |
| インドネシア | 42%  | 45%  | 44%  | 31%  | 37%  | 43%  | 35%  |
| マレーシア  | 45%  | 41%  | 42%  | 47%  | 41%  | 34%  | 33%  |
| シンガポール | 33%  | 35%  | 25%  | 33%  | 30%  | 32%  | 24%  |
| フィリピン  | 18%  | 17%  | 18%  | 26%  | 24%  | 29%  | 20%  |
| ベトナム   | 4%   | 14%  | 73%  | 65%  | 32%  | 17%  | 10%  |
| 日本     | 4%   | 7%   | 6%   | 7%   | 7%   | 8%   | 8%   |
| アジア全体  | 16%  | 19%  | 20%  | 21%  | 23%  | 25%  | 25%  |

金額の推移



(出所) IMF

### 3. 国際的取組み

#### ①ABMI

##### ・「新ロードマップ・プラス」(2012年5月～)

前項の通り、アジア債券市場の発展は、同地域の経済成長や経済統合のスピードと比べて見劣りしている。こうした中、ASEAN+3 (ASEAN10 カ国と日本、中国、韓国) 財務大臣・中央銀行総裁会議傘下のアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI: Asian Bond Market Initiative)<sup>1</sup>は、「立ち上げから10年となるABMIの議論の活性化」のため、2008年5月から採用していた「新ロードマップ」を改訂し、「新ロードマップ・プラス」を2012年5月からスタートさせた。

新旧ロードマップを比較すると、4つのタスク・フォース<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の促進、③規制枠組みの改善、④債券市場関連インフラの改善>は不変である。また、各タスク・フォースの下の取組み課題は、現状に沿うように若干修正されたが、基本的にはこれまでの内容を引き継ぐ内容である (図表13)。

新たな試みとしては、各タスク・フォースの取組み課題の優先化を図るための、段階的アプローチの採用がある。これに伴い、12の取組み課題の内、優先課題に選定された9つが、「フォローアップ課題」「追加的課題」「関連課題」という3つの「基本的な方向性」に分類され、優先度の見直しや新規課題の追加の為に定期的な見直しを受けることになった (図表12、13)。この試みからは、課題解決の進度を速めようとするABMIの姿勢が窺える。

図表12 新ロードマップ・プラスの「基本的な方向性」

|   |             |
|---|-------------|
| 1. 具体的な成果を上げるため、現状課題や現在進行中の重要課題に更に取り組む。                 | [フォローアップ課題] |
| 2. ABMIに係る議論を推進するため、これまで議論されていないが、債券市場に関連する重要課題を追加。     | [追加的課題]     |
| 3. 世界的な金融ニーズの変化に対応するため、これに関連する課題に取り組む (資本フローの変動の緩和を含む)。 | [関連課題]      |

(出所) 財務省

<sup>1</sup> アジア債券市場育成のための国際的取組みの代表格。「アジアにおいて効率的で流動性の高い債券市場を育成することにより、アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へと活用できるようにする」ことを目標に、2003年にASEAN+3財務大臣会議の下に設立された。

図表 13 新ロードマップ・プラスの日程計画

| 課題   | 方向性        |
|--|------------|
| <b>&lt;TF1&gt; 現地通貨建て債券の発行の促進（議長国：中国、タイ）</b>     |            |
| 信用保証・投資ファシリティ（CGIF）の保証業務の開始                      | フォローアップ課題① |
| インフラ・ファイナンス・スキームの育成<br>- ラオス・タイのパイロット・プロジェクトを含む  | フォローアップ課題② |
| デリバティブ・スワップ市場の整備                                 | —          |
| <b>&lt;TF2&gt; 現地通貨建て債券の需要の促進（議長国：日本、シンガポール）</b> |            |
| 国債市場の更なる発展<br>- レボ市場及び証券貸借市場の整備                  | 追加的課題①     |
| 機関投資家向けの投資環境の整備及び ABMI 情報の共有                     | フォローアップ課題③ |
| クロスボーダー債券取引の促進                                   | —          |
| <b>&lt;TF3&gt; 規制枠組みの改善（議長国：マレーシア、日本）</b>        |            |
| ASEAN+3 債券市場フォーラム（ABMF）の活動の強化<br>- 債券共通発行プログラム   | フォローアップ課題④ |
| 消費者や中小企業（SMEs）の金融アクセスの強化                         | 追加的課題②     |
| 債券取引に係る破産手続の改善                                   | —          |
| <b>&lt;TF4&gt; 債券市場関連インフラの改善（議長国：韓国、フィリピン）</b>   |            |
| 域内決済機関（RSI）の設立に向けた取組みの促進                         | フォローアップ課題⑤ |
| 地域格付けシステムの基盤の強化                                  | 追加的課題③     |
| 金融知識教育の向上  | 関連課題①      |
| <b>&lt;TACT&gt; 技術協力調整チーム（議長国：ブルネイ、ラオス、ベトナム）</b> |            |
| 債券市場育成に向け当局の能力強化に向け、ASEAN メンバー国への技術協力の促進         | —          |

※TF=タスク・フォース

(出所) 財務省

## ・主な進捗状況

ABMI が取り組む諸課題の内、最近の主な進捗状況は下記の通りである。

### ○信用保証・投資ファシリティ（CGIF）による保証業務

CGIF<sup>2</sup>が保証業務開始のための準備を完了して1年近くが経過した2013年4月、CGIFが保証した債券が初めて発行された。保証対象となったのは、香港を拠点とする商社・Noble Group Limitedがタイで発行した、期間3年、28.5億タイバーツ（1億米ドル相当）の債券である。第1号案件の組成を受けて、翌月に開催された第16回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議の共同声明には、「CGIFの保証業務の開始を歓迎し、CGIFが、域内の有望な債券発行に対して、更なる保証を供与することを期待」と記された。現地通貨建て社債発行の促進や発行体の裾野拡大のためには、CGIF保証案件の組成の活発化が望まれる。

### ○インフラ・ファイナンス・スキームの育成

年間600億ドルともいわれるASEANのインフラ投資需要を、アジア債券市場の発展に結び付ける構想は、緩やかに前進している。足許では、2000年代後半から計画されていたラオス・タイのパイロット・プロジェクトが実現に向かっている。また、ABMIは今後、計画に基づいて域内貯蓄を活用したインフラ整備債券の開発・投資を促進する見込みである。

#### ・ラオス・タイのインフラファイナンス・パイロット・スキーム

2013年1月、タイ政府は、ABMIとAEC<sup>3</sup>ブループリント（ASEAN経済共同体の設立のための工程表）に寄与するためとして、ラオス政府がタイにてパーツ建て債券を発行する計画（予定額：15億バーツ）を許可した。実現すれば、ラオス初のクロスボーダー債となる。

#### ・「インフラ整備債券の開発・促進」イニシアティブ

第16回ASEAN+3財務大臣・中央銀行総裁会議では、域内貯蓄を域内インフラ開発に有効活用するための債券商品の開発や債券投資の促進を目的とする、「インフラ整備債券の開発・促進」イニシアティブが承認された。同会議の共同声明には、ABMIタスク・フォースが民間の参加を促すと共に、域内の現行の取組みとの相乗効果を考慮しつつ、詳細な計画を作成することが期待される旨が記された。

<sup>2</sup> ASEAN+3 諸国・地域内の企業が発行する現地通貨建て社債に対して保証業務を行う目的で、2010年11月、ABMIの下に、ASEAN+3各国・地域とアジア開発銀行の共同出資で設立された組織。

<sup>3</sup> 正式名称はASEAN経済共同体（ASEAN Economic Community）。2015年までの実現を目指すASEAN共同体を構成する共同体のひとつで、ASEANを「統合市場および統合生産ネットワーク」として確立させることを目的とする。

○ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF)

ABMF<sup>4</sup>は、アジア債券市場の標準化・調和化プロジェクトの第1フェーズにおける債券市場ガイドの策定を経て、目下の第2フェーズ(2012年2月開始、2013年内終了予定)では、アジア多通貨債券発行フレームワーク(Asian Multi-Currency Bond Issuance Framework: AMBIF)の策定を進めている。AMBIFは、域内で標準化された、プロ向け市場の域内外通貨建て債券発行の為の枠組みであり、統合された域内プロ向け債券市場の創設が目的である。ABMFは、AMBIFに基づくパイロットの債券発行の早期実現を目指している<sup>5</sup>。

統合された域内プロ市場債券市場の創設は、具体的には、各国・各地域の規制当局による、各国・各地域のプロ向け市場間のクロスボーダー取引(発行・投資)に対する相互承認(制度上の許容)によって実現する。このため、第2フェーズでは、SPO(自主規制機関)の枠組みを議論する専門家会合と、規制当局者による会合という、2つの専門会合が加えられた。

2012年11月開催の第10回会議では、AMBIFの基本概念の形成(図表14)に向けた、詰めの議論が行われた。一方、課税制度や為替制度、格付け制度の不備、異なる債券評価(値付)方法、普及が進まないIFISコード(国際証券コード)などへの対応は、AMBIF市場導入における課題として残った。

図表 14 第10回 ABMF 会議で示された AMBIF の基本概念 (案)

|            |  |
|------------|--|
| 通貨         | 現地通貨建て ※ASEAN+3 財務大臣会議から付託された命題  |
| 適格債権の種類    | 普通社債(短期・長期)  |
| 適格発行体      | 一流機関(アジア開発銀行、世界銀行、多国籍企業、銀行、その他金融機関など)  |
| 投資家        | 銀行、ブローカー・ディーラー、証券会社、保険会社、政府(および関連機関)、年金基金、投資顧問会社(ミューチュアル・ファンド、信託銀行、ファンド・マネージャー、プライベート・ファンド等含む)など。<br><br>【補足】第11回会議では「AMBIF 投資家原則」を設定し、自己防衛能力があり、ABMF 参加市場間で明らかに共通する特徴を持つ、暗黙ないし明示的に免許を受けまたは指定されたプロ投資家のみを対象とする原則が決定された。 |
| ドキュメンテーション | 監査済財務諸表、発行体の経営見通し、資金使途、英語による開示、その他。  |
| 市場の選定方法    | ABMF に参加している各国のナショナル・メンバー、ナショナル・エキスパ   |

<sup>4</sup> 2010年秋に設立された、官民学一体協力型フォーラム。ASEAN+3の域内貯蓄を域内投資に直接向かわせるとの理念の下、アジア債券市場(規制・インフラの両面含む)の標準化・調和化に関する、実務レベルの協議と関連市場調査を行う。第1フェーズの成果は「ASEAN+3債券市場ガイド」にまとめられ、2012年4月に公表された(詳細は当研究所 Newsletter2012年 No.10「ASEAN地域の国内債券市場」ご参照)。

<sup>5</sup> ABMFはかつて発行の目処を「第2フェーズ終了前」としていたが、足許では2014年以降としている。

|            |  |
|------------|--|
|            | ートから指定を受ける、または市場訪問調査により適格性が確認されること。                                      |
| 市場に求められる事項 | プロ投資家と一般投資家が明確に定義されている、プロ・アマ間の販売制限が十分配慮されている、情報開示が限定的である。<br>※私募概念の有無は不問 |

(出所) 日本証券業協会レポートを基に作成

#### ○中小企業の金融アクセスの強化

- ✓ 韓国は 2012 年 5 月、中小企業の債券発行に重点を置いた、プロ投資家向けの QIB (Qualified Institutional Buyer) 市場を導入。
- ✓ 中国の上海証券取引所は 2012 年 5 月、中小企業向けの私募債発行プログラムを導入。
- ✓ 中国は 2012 年 7 月、QFII (Qualified Foreign Institutional Investors、適格国外機関投資家) に中小企業発行の私募債への投資を許可。

## ②APFF 設立の動き

ABMI がアジア債券市場育成の国際的取組みを続ける一方、APEC の公式民間諮問機関である APEC ビジネス諮問委員会 (ABAC) の下では、域内金融・資本市場発展のための国際的枠組みである、アジア太平洋金融フォーラム (APFF : Asia Pacific Financial Forum) の設立計画が始動している。同計画は、2012 年 3 月開催の ABAC 主催フォーラムで提案され、2012 年 9 月に APEC 財務大臣からの支援を得た。2013 年 4 月には設立準備のためのフォーラムがオーストラリアにて開催された。

### ・背景・目的

APFF 設立計画の背景には、域内、特にアジアにおける金融・資本市場の発展と統合の遅れに対する危惧がある。2012 年 9 月発行の、APFF 設立計画に関する APEC と ABAC の共同文書には、「域内金融市場が未発達であることは、対策が講じられない限り、アジア経済、さらには域内・世界経済の今後の成長に深刻な制約を課す」との問題意識が示されている。

APFF は、①持続的かつ迅速な経済成長を支援する、ダイナミックかつ統合された金融市場を育成すること、および、②域内需要に適応したグローバル金融制度の制定のための、官民協働プラットフォームとして機能することが計画されている。①の具体的な取組み課題には、a) 強固な金融・資本市場の育成、b) 金融取引に関する基準・規制・市場慣行のコンバージェンス (収斂)、c) クロスボーダー取引促進のための規則制定と市場インフラ開発が挙げられている。a) の内、社債およびデリバティブ市場の発展は、高水準に止まる銀行借入比率を低減させる意向から、特に重視されている。また、格付

け機関や年金基金、保険市場の育成、長期債券市場およびインフラファイナンス市場の持続的な成長も重視されている。②の具体的な取組み課題には、域内の共通課題に対する域内の見解の擦り合わせと、それら課題をグローバル金融制度に対して十分に反映させることが挙げられている。

### ・ ABMI との相違点

APFF が ABMI と異なる点のひとつは、育成・統合整備の対象の範囲である。ABMI の対象は債券市場だが、APFF は債券市場を含む、金融・資本市場を対象とする。アジアにおける国毎の金融セクターの分断への対処には、債券市場に限定しない、より総合的な取組みが必要と判断されたことが背景にあると考えられる。

もうひとつの相違点は、ABMI が官主導の取組みであるのに対して、APFF は民間部門に建設的な関与を求めていることである。APFF の参加者には、当局（財務省、中央銀行、金融監督当局、関連国際機関）関係者のほか、民間金融機関の関係者や学識経験者が含まれる。APFF への参加によって、域内の民間金融機関や年金基金などの長期投資家との協働が促進されることが期待されている。

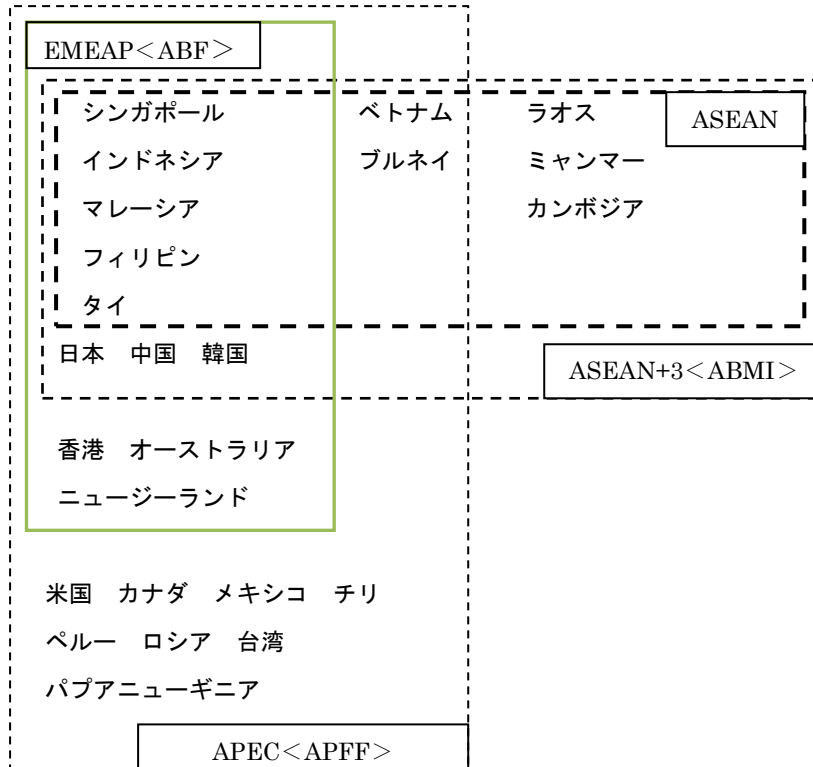
2013 年 4 月に開催された、APFF 設立準備のためのフォーラムの成果は、現時点では公表されておらず、APFF の具体的な仕組みや役割、将来像は明らかでない。今後の課題のひとつは、ABMI など既存の制度や組織の活動との不要な重複を避け、調和させることであろう。特に、参加国にアジア域外の諸国を含む APFF が、「アジアの貯蓄をアジアで運用」「自国通貨建て中長期債券市場を拡大」という ABMI の活動指針と自らの目標をどの様に調和させるのか、注目される。図表 15 は、アジア債券市場育成の国際的取組みに関わる地域協力の枠組みを、「アジア・ボンド・ファンド (ABF: Asian Bond Fund)」を創設した東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP<sup>6</sup>) を含めて整理したものである。

---

<sup>6</sup> アジアおよびオセアニアの計 11 中銀・通貨当局の非公式会合（国・地域名は図表 15 をご参照）。EMEAP が出資した「アジア・ボンド・ファンド (ABF: Asian Bond Fund)」は、日本、オーストラリア、ニュージーランドを除く EMEAP 参加国・地域の国債および政府機関債を投資対象に定めることで、それら諸国・地域の債券市場の規制改革の前進に貢献した。供給（発行体）側からの債券市場育成の取組みである ABMI に対して、ABF は需要（投資家）側からの取組みと位置付けられている。



図表 15 アジア債券市場育成のための国際的取組みに関わる、経済協力枠組み



#### 4. 課題

アジア債券市場を一層拡大するためには、債券の発行体および投資家を増やすことが最も重要である。そのためにはまず、市場インフラや法制の整備を、それぞれの市場の発展段階に応じて総合的に進めることが重要である。特に、国民所得水準と比べて債券市場の成長が遅れ気味のインドネシアとフィリピン（図表 5）に関しては、法制の不備、高い税率、ヘッジ手段不足、がネックとなっている。優先順位の高い阻害要因を特定した上で、当該国および支援側の国々が協力し、重点的にその解消に取り組むことが必要である。アジア債券市場の成長により、債券市場の整備による経済的利益が少しずつ実感できる段階に入ってきた。ABMI や APFF が目指している、域内債券市場統合と経済成長加速の相互作用による好循環の実現に向けて、アジア債券市場の一層の発展を期待したい。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2013 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 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 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 : 03-3245-6934 (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>