アジア債券市場構想について

平成１５年６月９日

長崎大学経済学部　川村雄介

＜１＞　債券市場構想の背景　　（アジア債券市場育成イニシアティブ、別紙１～４参照）

①　アジア通貨危機の遠因―間接金融偏重かつその不十分な発達

→　短期調達の長期貸しという期間ミスマッチ
→　調達資金（現地通貨預金）は一旦ドル資金に流出

⇒　期間と通貨の二重のミスマッチというリスクを内包していた状況で急速な投資引き上げ、さらにヘッジファンドがこれを加速
⇒　アジア域内で貯蓄を現地通貨で長期資金に還流させる仕組みが必要という認識が高まる→債券市場創設構想へ

②　債券市場構想の機運

・　２０００年頃からアジア経済も比較的安定
・　２００２年にタイのタクシン首相がアジア・ボンド構想を提唱
・　ＡＰＥＣでもアジア証券化市場プロジェクト構想
・　２００２年１１月のＡＳＥＡＮ＋３代理会合で韓国からも提案
・　２００２年１２月、チェンマイの代理会合で日本から提案
　→各国が日本のリーダーシップを了解

＜２＞　ＡＳＥＡＮ諸国の金融・資本市場の特徴　　（別紙５～８参照）

（１）　全体像

①　高い貯蓄率

②　低い投資率

③　国ごとに債券市場の発展度に温度差（ｅｘ．マレーシアとインドネシア）

（２） 金融・資本市場

① 間接金融主体

・ 直接金融市場ではむしろ株式市場優位の発展

② 不良債権問題

ー貸し出し伸び悩み

ー債券投資にシフトし金利が低下

ー自己資本比率には比較的余裕（日本とは異なる状況）

③ 情報の非対称性

④ 法律・会計制度の未整備

⑤ 投資家の裾野が狭い

＜３＞ 研究対象として提示された項目

① 債務担保証券（ＣＤＯ、ＣＬＯ、ＣＢＯ）を含むＡＢＳ市場の創設

② アジア域内企業のためのソブリン債券発行

③ アジア域内企業への直接投資のための債券発行

④ 通貨バスケット債券発行

⑤ 信用補完の仕組み構築

⑥ 格付けの在り方

⑦ 決済システムの整備

⑧ 技術援助（Ｔｅｃｈｎｉｃａｌ Ａｓｓｉｓｔａｎｃｅ）

＜４＞　研究会における議論

①　ＣＤＯ　　（別紙９～１２）

②　信用補完、格付け

③　アジア金融市場の現状

④　技術援助　　（別紙１３～１５）

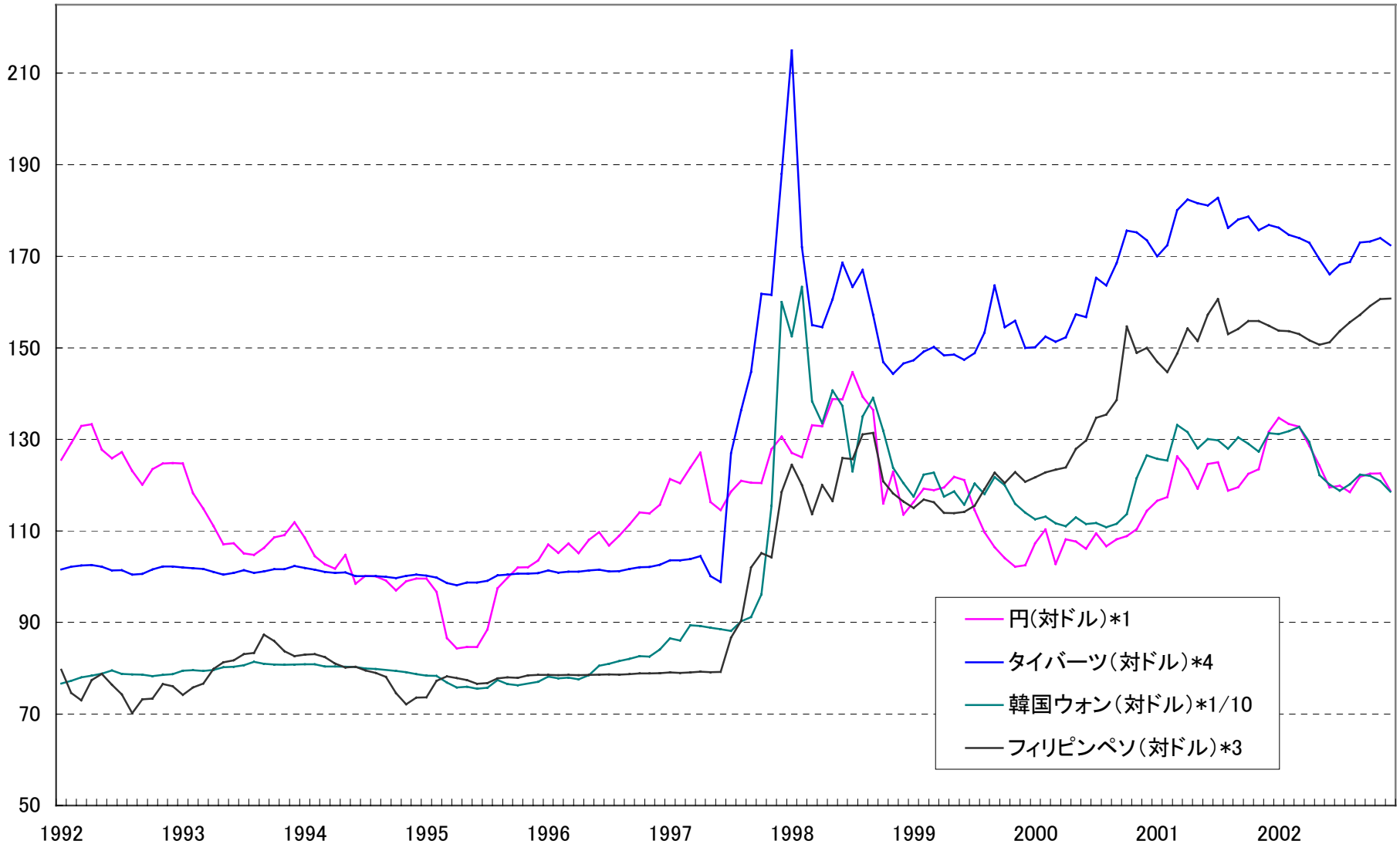
アジア債券市場構想について

別紙

平成１５年６月９日

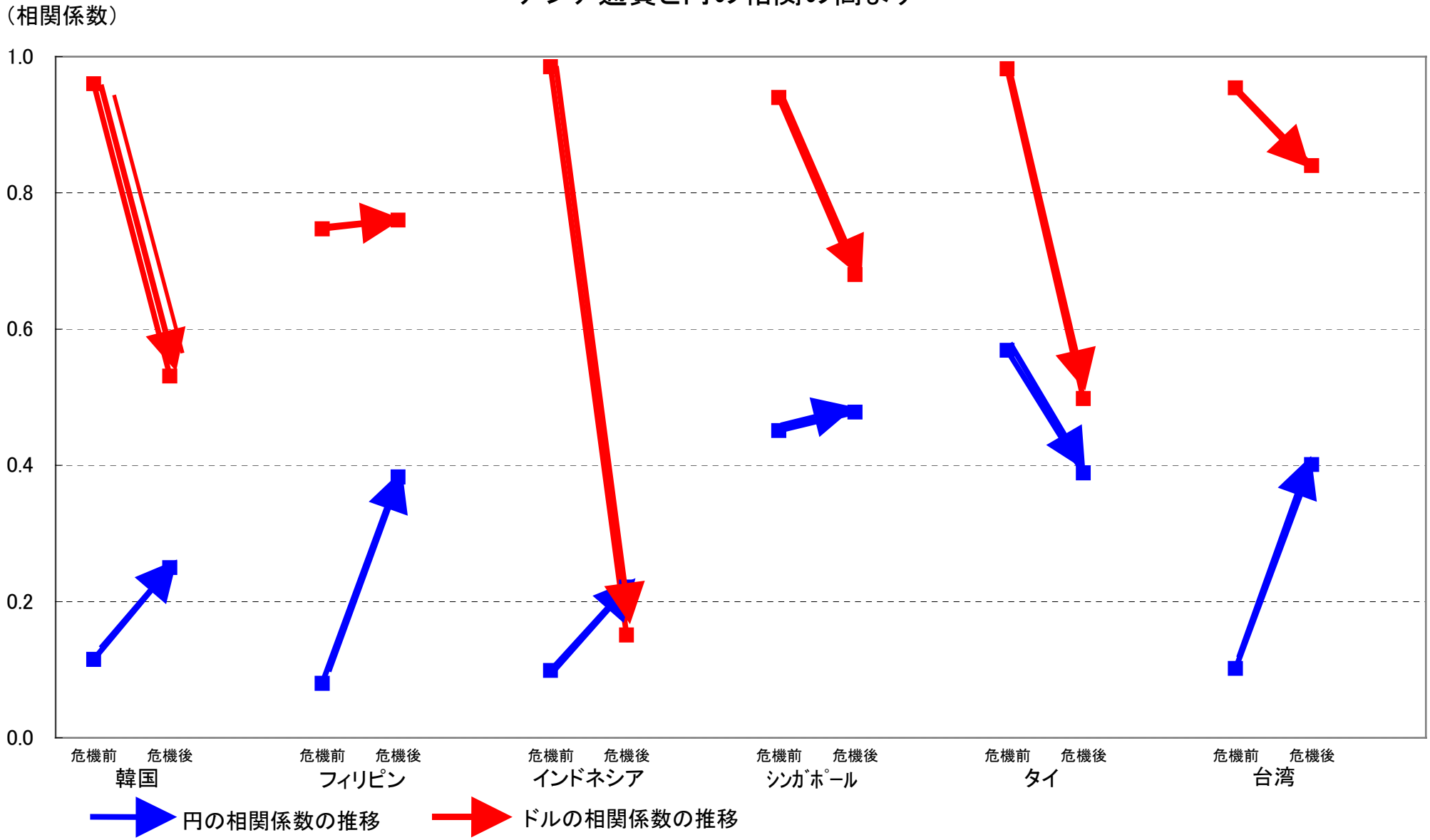
資料原典は財務省及び大和証券ＳＭＢＣ作成資料。

円及びアジア通貨(対ドル)の為替変動比較



(出所) Bloomberg

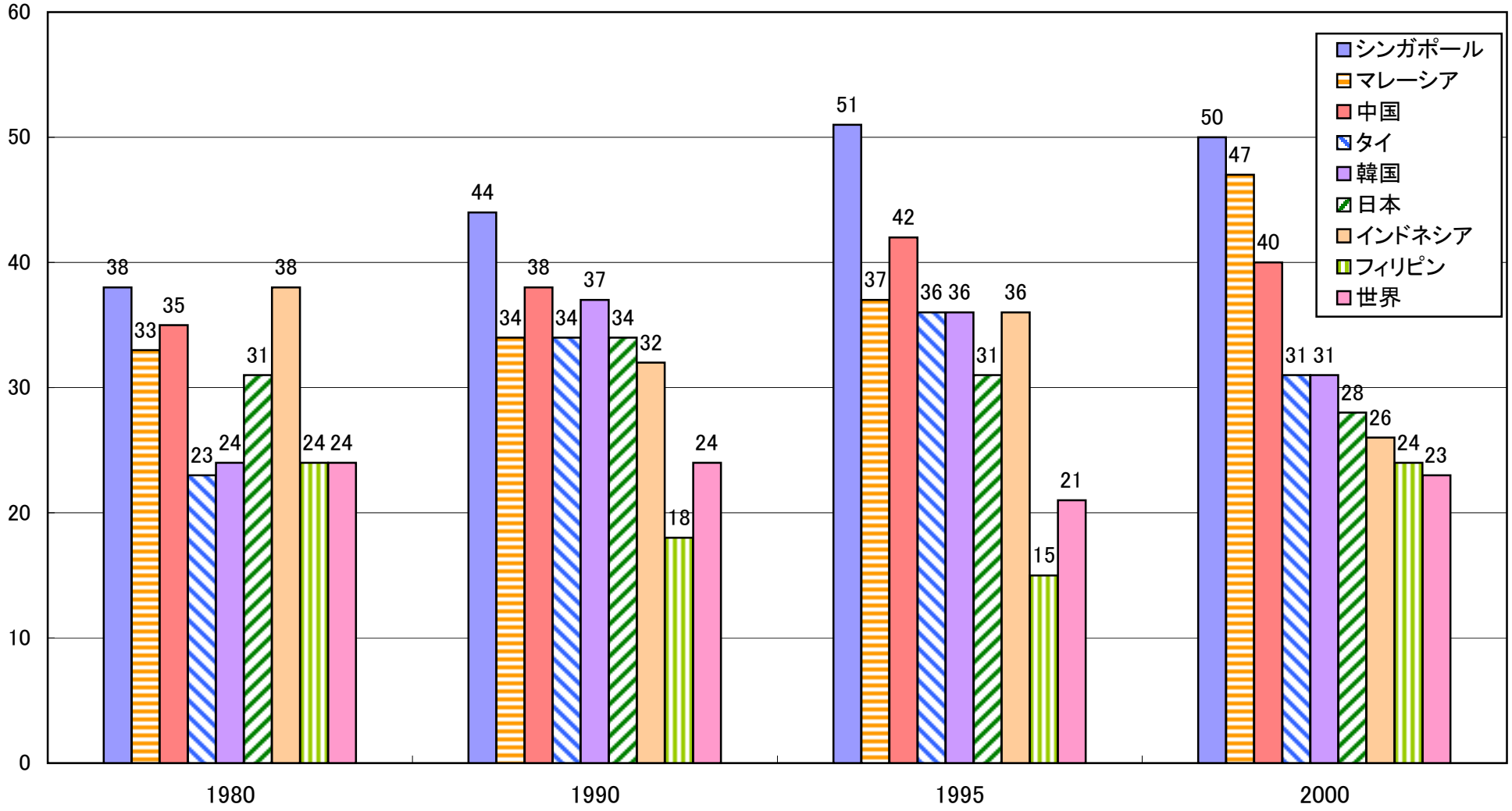
アジア通貨と円の相関の高まり



（注1）過去6ヵ月間の2通貨の変動率（週次）の相関係数を平均したもの。
（注2）データは、インドネシア、フィリピンが1992年5月から、その他は1987年1月からとしている。
（注3）危機前は、1997年6月までとしている。（ただし、韓国は1997年8月までとしている。）
　　危機後は、特にタイ・韓国が1998年5月以降、フィリピンが1998年8月以降となっている。
（出所）外国為替等審議会答申（平成11年）「21世紀に向けた円の国際化」

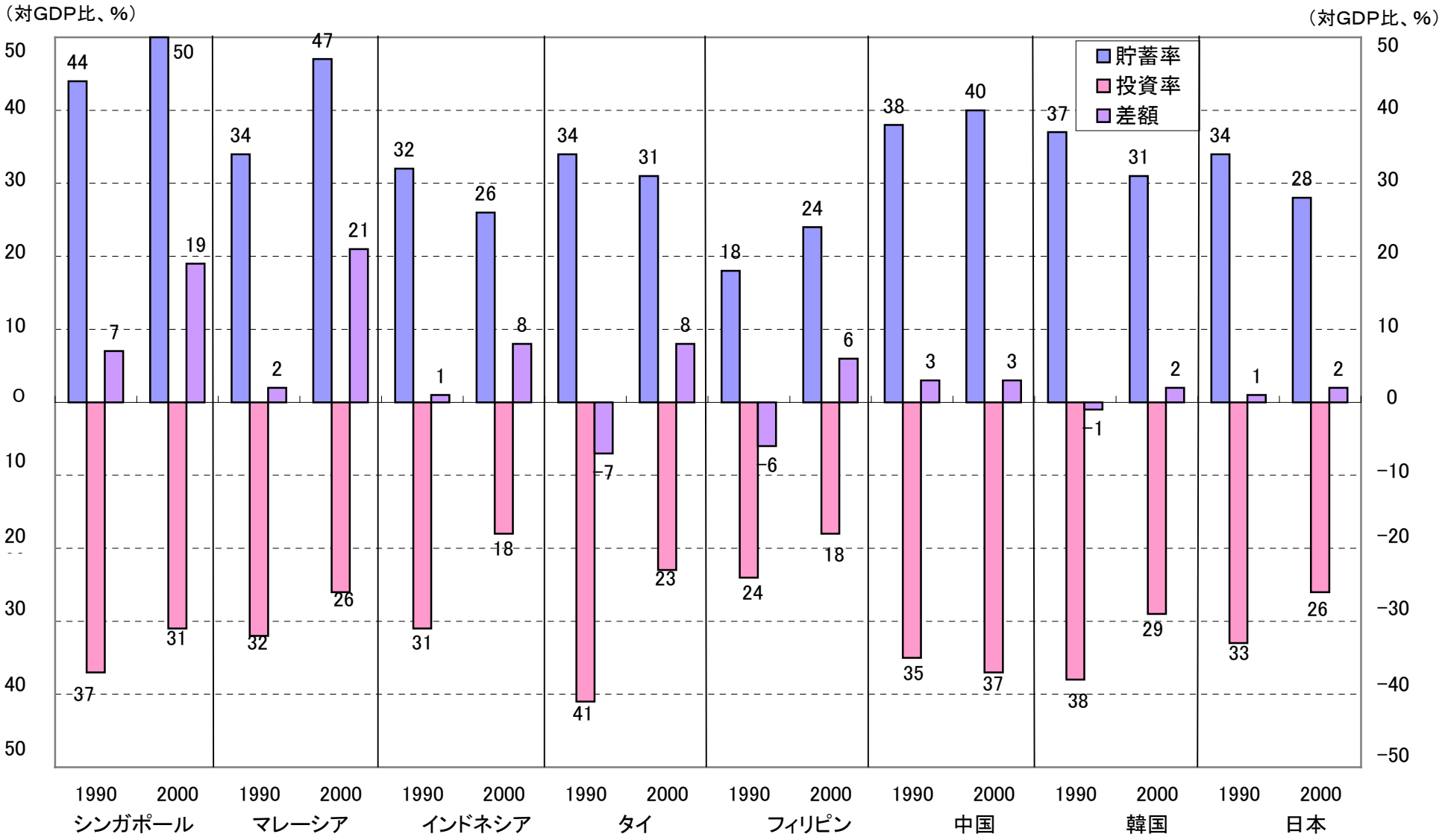
アジア各国の貯蓄率の推移

（対GDP比、%）



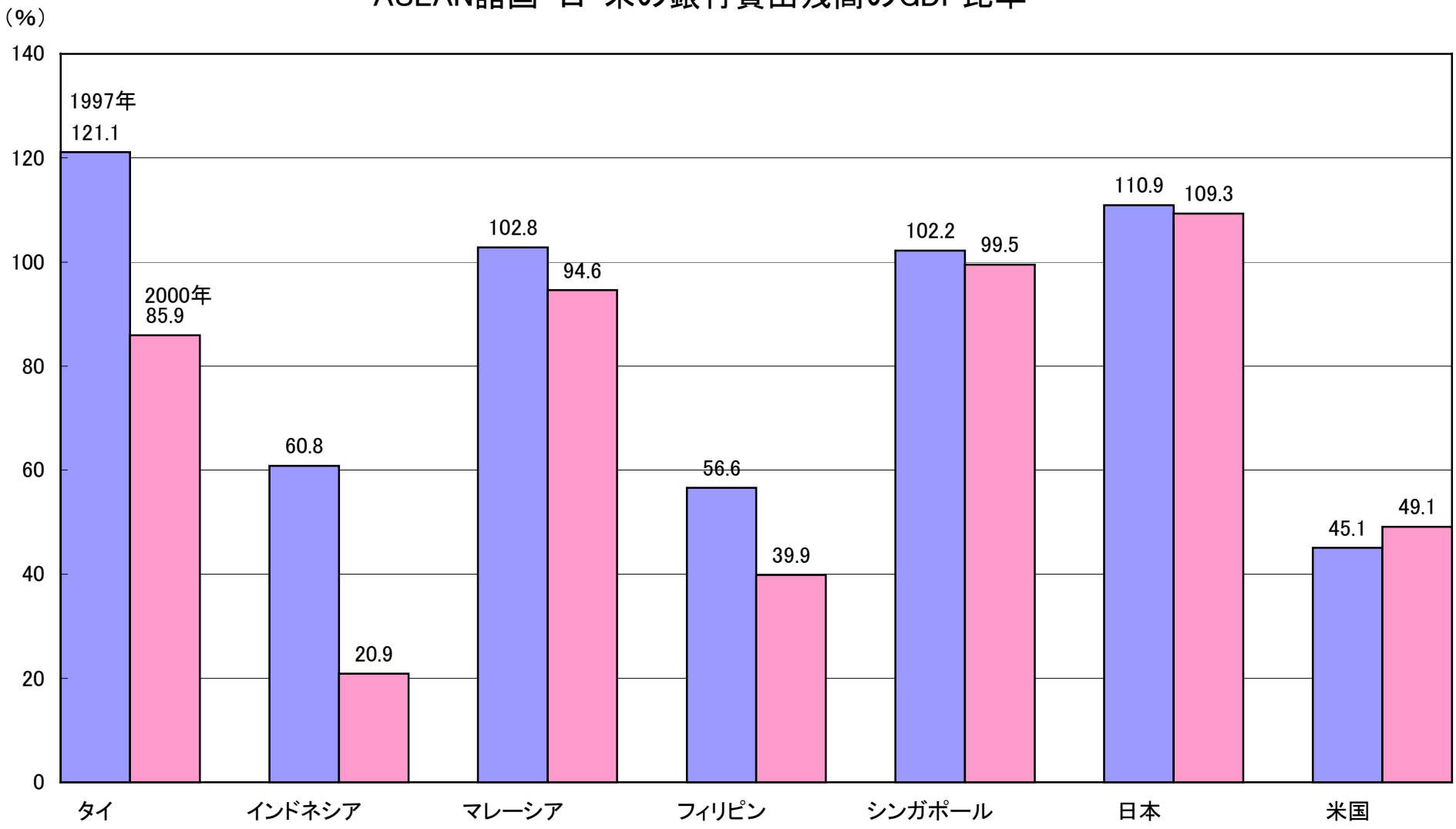
（出所）世界銀行 "World Development Indicators"

アジア各国の貯蓄率、投資率及び貯蓄投資差額のGDP比率



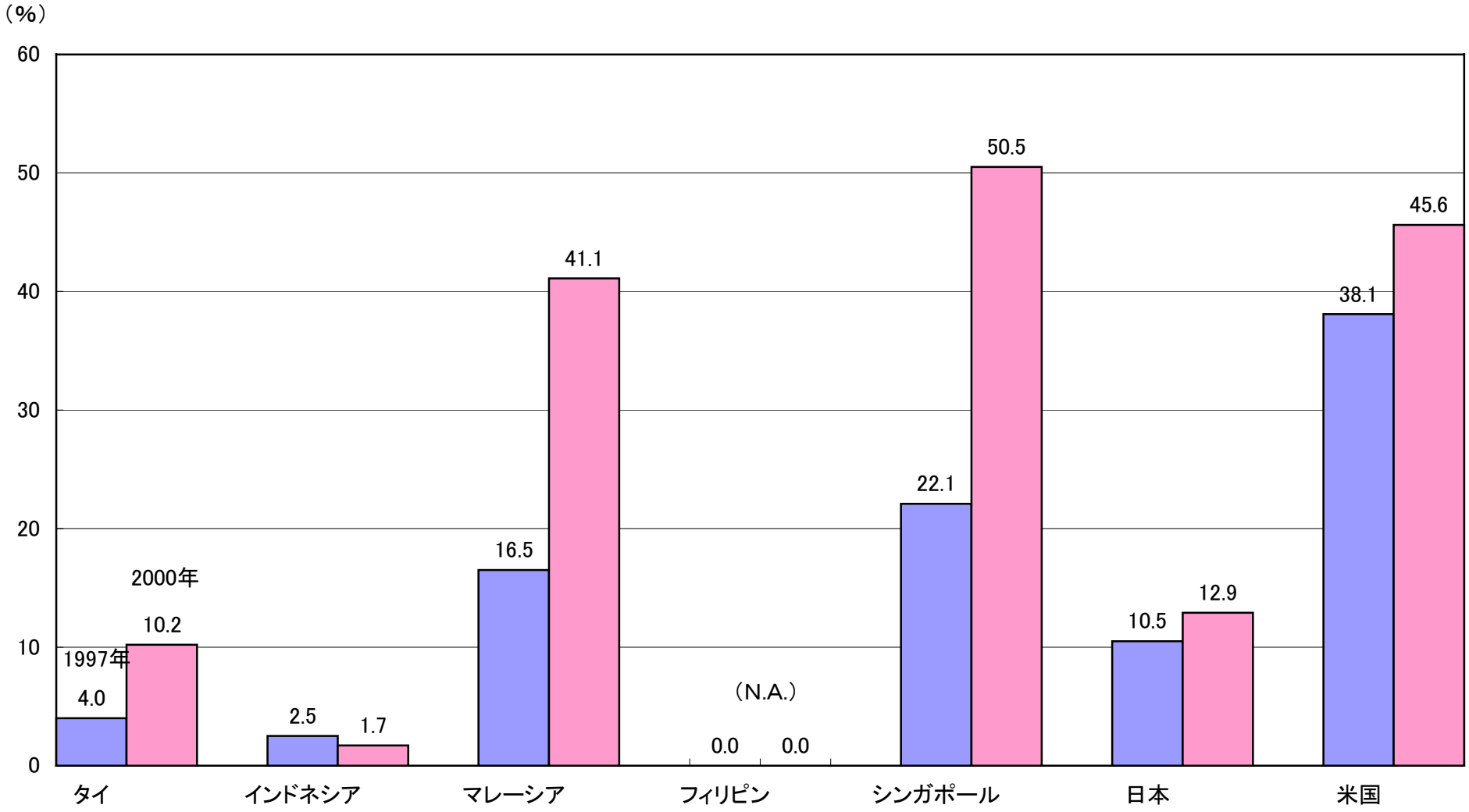
（注） 貯蓄率、投資率については左目盛り、差額（貯蓄率ー投資率）については右目盛りが対応。
（出所） 世界銀行"World Development Indicators"

ASEAN諸国・日・米の銀行貸出残高のGDP比率



（注）棒グラフの左が1997年、右が2000年値。
（出所）IMF, *International Financial Statistics.*

ASEAN諸国・日・米の社債残高のGDP比率



（注1）棒グラフの左が1997年、右が2000年値。
（注2）フィリピンについては、社債の代わりにCPが発行されており、社債残高は僅かに止まっている。
（出所）IMF, *International Financial Statistics.*　世界銀行"World Development Indicators"、各国統計

アジア主要国の格付比較

	JCR	R&I	S&P	Moody's
香　港	AA	AA	A+	A3
インド	BBB	BBB	BB	Ba2
インドネシア	B	B－	CCC+	B3
韓　国	A	A−	A−	A3
マレーシア	A−	BBB+	BBB+	Baa1
フィリピン	BBB	BBB－	BB+	Ba1
シンガポール	AAA	AAA	AAA	Aaa
タ　イ	BBB+	BBB	BBB-	Baa3

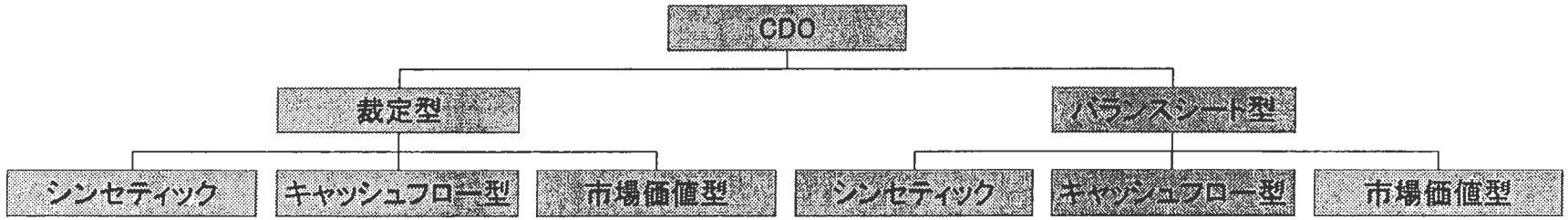
（出所）FT Credit Ratings International 2002:4

アジアの格付機関の概要

国名	格付機関名		設立年	国際格付機関との提携関係
インド	Investment Information and Credit Rating Agency of India Ltd	(ICRA)	1991	Moody's
	Credit Analysis and Research Limited	(CARE)	1993	
	Credit Rating Information Services of India Limited	(CRISIL)	1987	S&P
	Duff and Phelps India	(DCR India)	na	FitchとのJ/V
パキスタン	JCR-VIS Credit Rating Company Limited	(JCR-VIS)	1997	JCRとのJ/V
	Pakistan Credit Rating Agency (Private) Limited	(PACRA)	1994	FitchとのJ/V
インドネシア	PT Pemeringkat Efek Indonesia	(PEFINDO)	1993	S&P
	Kasnic	(KASNIC)	na	Fitch
台湾	Taiwan Rating Corporation	(TRC)	1997	S&P
フィリピン	Philippine Rating Service Corporation (PhilRatings)	(PRS)	1998	S&P
日本	Japan Credit Rating Agency, Limited	(JCR)	1985	独立系
	Japan Rating and Investment Information Inc	(R&I)	1998（注）	独立系
韓国	Korean Investor Services	(KIS)	1985	Moody's
	Korean Management Consulting and Credit Rating Corporation	(KMCC)	1987	Fitch
	National Information and Credit Evaluation	(NICE)	1986	R&I
	Seoul Credit Rating & Information Inc.	(SCI)	1992	JCR
マレーシア	Rating Agency Malaysia	(RAM)	1990	独立系
	Malaysia Rating Corporation	(MARC)	1996	Fitch
タイ	Thailand Rating Information Services	(TRIS)	1993	Fitch
バングラディッシュ	Credit Rating Information & Services	(CRIS)	2002	
香港 ジンガポール	地場格付機関は存在しない			

（注）NISとJBRIが1998年に合併
（出所）日本格付研究所

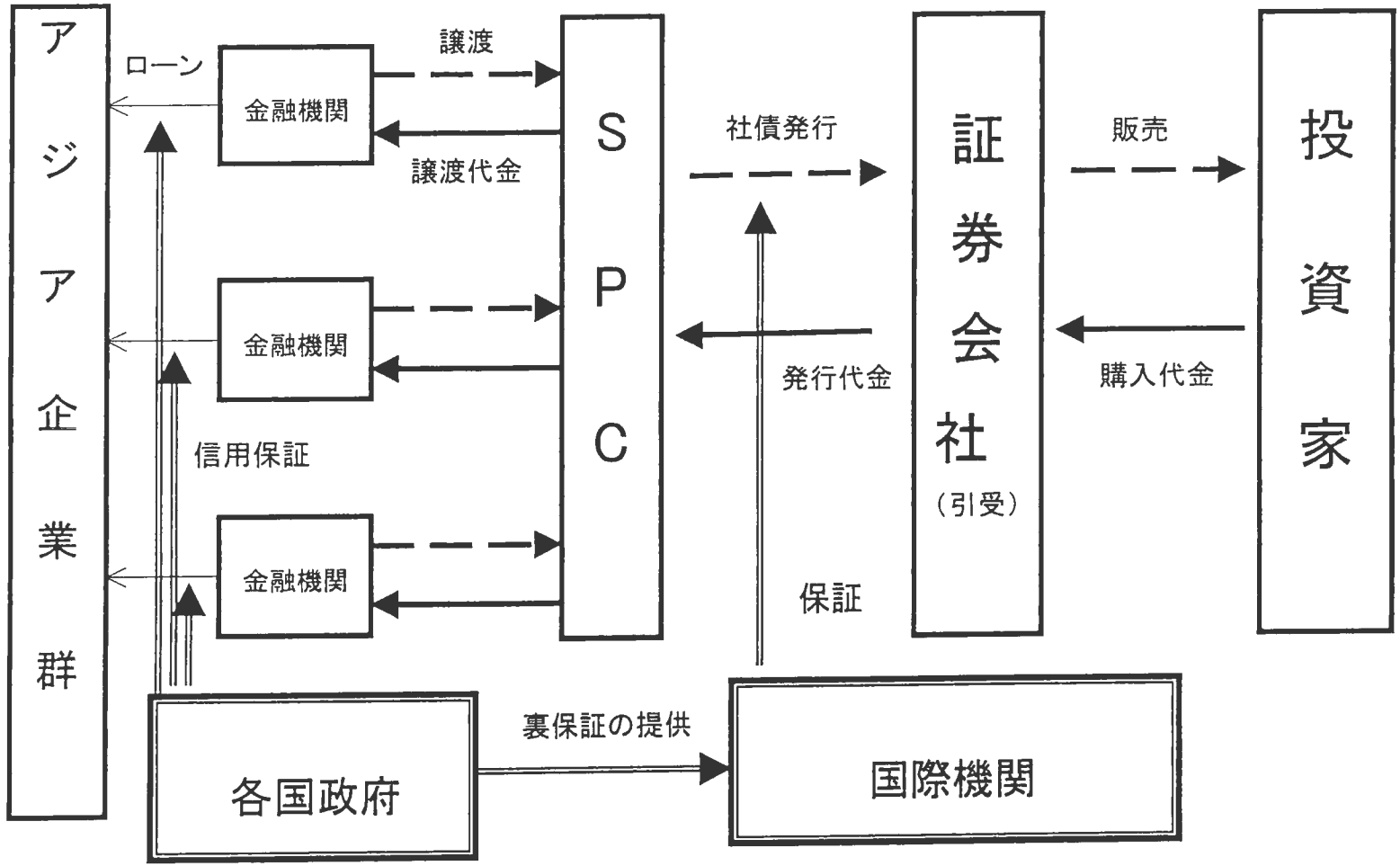
タイプ別CDO



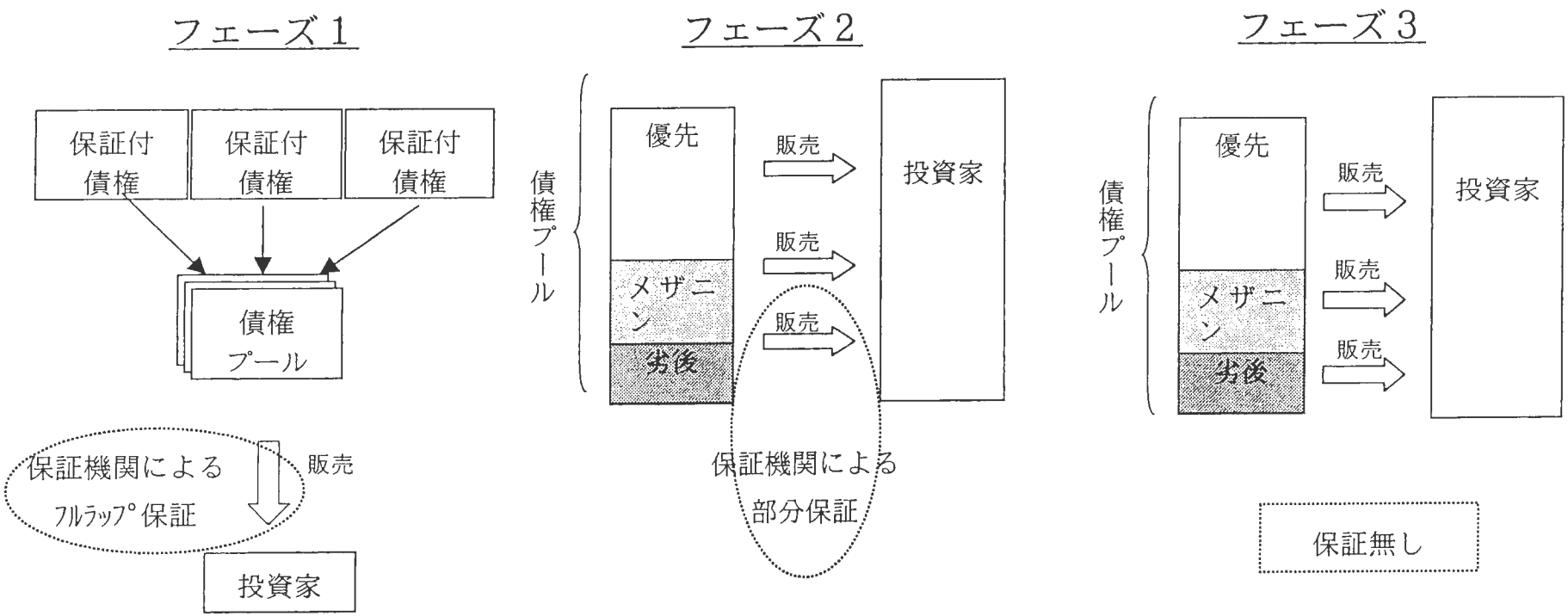
【前提条件】

●議論を単純化するため、バランスシート型（キャッシュフロー型）を想定

スキーム案


アジア企業群
ローン
金融機関
金融機関
金融機関
譲渡
譲渡代金
信用保証
SPC
社債発行
発行代金
保証
証券会社
（引受）
販売
購入代金
投資家
各国政府
裏保証の提供
国際機関

長期的展望(1)



保証付CDOで時間を作り、その間に資本市場の整備・データの蓄積・制度面の整備を図る

長期的展望(2)

- フェーズ１（初期段階）
  - 各国政府保証付貸付債権を裏付けとする国際機関フルラップ保証のＣＤＯ
  - より早い立ち上げとデータベースの整備を狙いとする
- フェーズ２（中期段階）
  - 各国政府による債権プールの一部に対する信用補完、投資家への国際機関保証も徐々に逓減する部分保証ＣＤＯ
  - 整備されたデータベースによる優先劣後構造の構築
- フェーズ３（完成期）
  - 各国政府による信用補完・国際機関の保証のないＣＤＯ
  - 整備された投資環境下での一般投資家によるリスクテイク

アジア債券市場育成イニシアティブ

（ASEAN＋3財務大臣プロセス）

１．背景

アジアでは、貯蓄率が高いにもかかわらず、経済発展に必要な中・長期の投資資金が十分に供給されていない。民間貯蓄をアジアの経済発展に必要な中長期の資金ニーズに結び付け、通貨・期間のミスマッチを解消するためには、銀行融資に過度に依存することなく、アジア域内の債券市場を育成することが重要。

最終目標は、アジアの貯蓄をアジアの**民間事業者が長期の資本形成・投資**に動員できるよう、**アジア域内通貨建ての債券**の発行を可能とするようなアジア債券市場の整備を目指す。

２．基本的考え方

多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し、市場に厚みを持たせることで、債券発行企業・投資家双方にとって使いやすい、流動性の高い債券市場を育成。

そのため、ASEAN＋3（日中韓）のプロセスの中で各国が協力して、中長期的措置も含め、さまざまな項目を**包括的に**検討することが必要。

この検討を進めるにあたって、ASEAN＋3各国は、わが国が主導的役割を果たすことを期待。

３．主要な検討項目

（1）債券発行主体の拡大・通貨建ての多様化

① 多数のローンを束ね、保証等も活用――中小企業の債券市場からの資金調達に道

② 政府・政府系金融機関による債券発行の促進――調達した資金を民間企業へ融資

③ 海外直接投資を行う主体が資金を調達するための現地での債券発行を促進

④ 債券の通貨建ての拡大――現地通貨や通貨バスケットによる債券の導入

（2）環境整備

① 保証の活用――国際機関等の保証の活用、アジア信用保証機構の設立の検討

② 域内格付機関の育成――アジアの経済・社会状況を熟知した格付機関の育成

③ 情報の発信――域内の優良企業、経済・社会状況等を紹介

④ 決済システムの強化・協調

⑤ 技術支援――債券市場の発展を阻害する要因を特定、技術支援で解消
キャパシティー・ビルディングが重要

⑥ 外貨準備の活用――外貨準備を活用し、短期的な資金ニーズに応えるメカニズムを検討