

アジア債券市場育成構想における市場の重層性

横山 史生

はじめに

一九九七年に発生したアジア通貨危機の教訓から、アジア域内各国の金融構造をより安定的なものとする改革の一環として、アジア域内の債券市場を育成していかうとする構想や政策提言が、二〇〇三年以降、官民両面で活発化している。本稿では、一連のアジア債券市場育成構想の動向を概観した上で、広義に「アジア債券市場」といわれる「市場」とは実態的、具体的にどのような市場であり、どのような主体がどのように関わっていくのかについて、「市場の重層性」、すなわち国内債市場、クロスボーダー債市場、国際債市場という三つのレベルがあるという観点を設定することにより、整理していきたい。

1 アジア債券市場育成策の進展

(1) ASEAN+3の「アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI)」

「アジア債券市場イニシアティブ (The Asian Bond Markets Initiative: ABMI)」は、二〇〇三年八月に開催されたASEAN+3 (日中韓) 財務大臣会議 (第六回) 開催地はフィリピンのマカティ) において、「域内における貯蓄全体をよりよく活用し、期間と通貨のミスマッチのリスクを最小限にすることにより、我々の金融システムをより強化する」との展望のもと「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より良く活用できるようにすることを目的」として設定された。⁽¹⁾そして、①新たな債務担保証券の開発、②信用保証メカニズム、③外国為替取引および決済システム、④国際機関等の非居住者による現地通貨建て債券の発行、⑤地域的格付機関、⑥各国に対する技術支援の調整、という六つの個別具体的な課題ごとにASEAN+3参加国の政府関係者が組織するワーキンググループ(WG)が設置され、検討が開始された。

これを受けた具体的な動きとしては、まず、二〇〇四年に国際協力銀行(JBIC)保証による日系企業のバツ建て社債のタイ国内市場における発行(二〇〇四年六月)、韓国の中小企業群による円建て私募債を原資産とし韓国中小企業銀行およびJBICによる保証を付した円建て資産担保債券のシンガポール市場での発行(二〇〇四年一二月)が行われた。これは、上述の六つの課題のうちの①、②にかかる案件であり、いずれもABMIを受けて関係各国政府が関与して実行されたものである。また、同④については、二〇〇四年から二〇〇五年にかけて、インド、マレーシア、タイ、中国の各国国内市場における非居住者現地通貨建て債券発行が、アジア開発銀行(ADB)によって順次、行われた。⑤についても、域内格付機関による実務面な相互協力の場としてアジア格付機関連合(Association of Credit rating Agencies in Asia: ACRRA)が設立されている。このような制度面での進展もあって、市場規模の面でも、発行残高およびその対GDP比の増大、発行体にとっての自国通貨建て発行の比率の上昇等がみられるようになってきている(詳しくは後述)。

このようなABMIの進捗の状況は、二〇〇四年以後毎年のASEAN+3財務大臣会議において報告されるところにも、その都度、新たな課題の設定等が行われている。⁽²⁾ADBが二〇〇四年六月に、アジア域内債券市場に関する様々な情報を発信するために「アジア・ボンド・オンライン(Asian Bonds Online)」⁽³⁾ウェブサイトを開設

したことも、その一環である。

二〇〇五年五月のイスタンブール会議では、A B M I の個別課題の検討を進める体制の見直しが行われた。すなわち、上述のような六つのWGを、①新たな債務担保証券の開発、②信用保証及び投資メカニズム、③外国為替取引と決済システム、④域内の格付機関の四つに再編するとともに、それらにおける検討を統括する組織として、参加各国の財務大臣・中央銀行総裁の代理（局長）レベルをメンバーとするフォーカル・グループ（Focal Group）が新たに設置され、また、その下に必要に応じてアドホックなサポートチームが置かれることとなった。同時に、アジア域内にオフショア型クロスボーダー債券市場を育成していくことを目指すとする「アジアボンド・スタンダード（Asian Bond Standards）」構想が示された⁽⁴⁾（詳しくは後述）。さらに二〇〇六年五月のハイデラバード会議では、資産担保型債券をアジア通貨バスケット建てで発行することに関する調査研究を本格化することが、合意されている。

以上のようにA B M I は、二〇〇三年に公式に設定されてから短期間の間に、徐々に具体的な成果を挙げるとともに、検討課題が進化してきている。検討課題のカバー範囲をみると、当初は、アジア各国国内における債券形態での資金調達手段を制度面で整備・育成していくことに重点が置かれていたが、近年においては、各国国内市場の振興策にとどまらず、アジア域内各国の間でのクロスボーダー・レベルでの債券取引のあり方に関する検討や、アジア通貨バスケット構想ないしアジア・バスケット通貨構想を視野に入れた検討が行われるようになっていくことが、注目される。

(2) 東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) によるアジアボンドファンド (ABF) の設定

アジア債券市場育成策としては、ASEAN+3 主導の ABMI および各国当局による制度改善、インフラ整備だけでなく、各国の民間レベルでの様々な制度的検討や個別案件の開発も進んでいるが、公的な立場からの有力な動向として、各国の中央銀行が外貨準備から拠出する資金によりアジア域内各国で発行される債券を取得し、それをもとにアジア各国の国内債を運用対象とするファンド (投資信託商品) を設定することにより、流通市場の側面からアジア債券市場振興を図る施策が行われていることも、重要である。特に、二〇〇四年一二月に創設が発表された、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議 (EMEAP) によるアジアボンドファンド 2 (ABF 2) が、注目されている。これは、概要以下のようなスキームから成り立っている。⁽⁵⁾

① アジア域内八カ国 (中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、インドネシア、タイ) の各国内市場でドル建ておよび現地通貨建てで発行される国債および政府機関債に投資するファンドとして、当該八カ国に日本、オーストラリア、ニュージーランドの三カ国を加えた一カ国の中央銀行が共同で全体として二〇億ドルを拠出することにより、八カ国それぞれの国内債を組込むファンドと、八カ国の国内債すべてを組込むファンド (汎アジア債券インデックス・ファンド) と名づけられる) を設定する。

② 各ファンドについて、それぞれの組込み対象となつていてる各国内債市場にかかるインデックスをベンチマークとして予め定め、その変動をトラックするパッシブ型運用を行う。実際の運用を行う主体は、各ファンドごとに民間金融機関がファンドマネージャーとして EMEAP に対する公募入札によって選定される。

③ 八カ国それぞれの国内債券を対象とする八つのファンドは、それぞれの対象国の現地通貨建てで売買される。また、原則として当該各国国内の証券取引所に上場することによりオープンエンド型上場投資信託 (ETF)

として設定され、広く一般に開放される。国によって非上場である場合にも、広く民間投資家がこれらに投資しまた売買することを可能とすることとなっている。ETF型のファンドについては、マーケット・メーカーとなる証券業者が指定され、当該業者は投資家に対する売買気配提示および売買取引執行を行う。

④「汎アジア債券インデックス・ファンド」については、投資家が売買する際の建て通貨は米ドルとされ、上場先は香港証券取引所とされる。また、トラック・インデックスの設定に当り、対象八カ国の債券市場にかかる諸指標（発行残高、売買回転率、ソブリン格付け等）を勘案して国別ウェイトを決定し、随時、見直しが行われる。

民間投資家はこれらファンドを売買することにより、間接的に各国国内の現地通貨建て国債および政府機関債への投資を行うことになる。規模としては市場全体から見ればごく小さいものの、これによりアジア債券に対する投資家の認知度の向上、投資家層の拡大を図るとともに、各国政府レベルの制度改革促進のきっかけとするこゝと等が目的であるとされている。

なお、このスキームのうちの「汎アジア債券インデックス・ファンド」については、上述のようにアジア域内八カ国の国内債のすべてを対象としており、八カ国を対象とするインデックスに基づいて運用されるものであるが、建て通貨は米ドルであつて、いわゆるアジア通貨バスケット建てで設定・運用・投資売買が行われるものではないことを、正しく理解すべきである。

2 アジア債券市場の重層構造

ABMIやアジア債券ファンドといった一連のアジア債券市場育成策の基本的な目的は、アジアの高い貯蓄

率を域内の経済発展に必要な長期の投資に結びつけることにある。そのような目的を、具体的にどのような実態的な市場の場において実現していくのか、言い換えれば、実態としての「アジア債券市場」はどこにあるのか、ということを考えてみたい。具体的には、どのような市場において、どのような主体（発行体、投資家、仲介業者、関連諸機関、政府ないし規制当局等）がどのように参加し、どのような通貨が用いられるのか、また、決済や売買の仕組みはどのようなものであるのか、といったことを、市場の所在地に即していくつかの類型に分けてみるということである。

ここではそれを、①アジア各国の国内債券市場、②アジア各国間の域内クロスボーダー市場、③いわゆる国際債市場の三つとして考えることとする。より詳細には、①アジア各国の国内債券市場は、発行体、投資家、仲介者、規制者が基本的に各国内主体であり、通貨は基本的に各国内通貨であるものと考ええる。②アジア各国間の域内クロスボーダー市場は、非居住者発行体が居住者投資家に向けて発行を行う形態が基本形であり、仲介者は発行体母国の主体ないし投資家母国の主体のいずれもの可能性があり、規制については債券の組成および募集が行われるそれぞれの国にかかる規制体系に従い、通貨については域内各国のいずれかの国の通貨が選択される可能性のあるものと考ええる。日本国内市場で非居住者円建て債の発行が行われるサムライ債（円建外債）をアジア各国の発行体が発行する場合は、この類型に属するものと考えられる。③国際債市場としては、典型的にはユーロボンド市場を考えることができ、発行体、投資家、仲介者の属する国の組み合わせの制約が基本的になく、また債券の組成および募集についてはいずれの国の規制体系からも基本的に自由である（ただし、債券契約等にかかる準拠法としては、発行体母国または組成が行われる国の法が選択され、また、発行および募集にかかる一連の実務手続きについては市場ベースでの一定のスタンダードが成立している場合が多い）もの⁶⁾と考える。

本稿ではこのような三つの市場類型をアジア債券市場育成構想に即して考えることにより、理念としてのアジア債券市場の個別具体的な場のあり方の現状と課題を理解することを目的とし、それを「アジア債券市場育成構想における市場の重層性」と捉えることとする。

3 アジア各国国内債券市場

アジア債券市場育成にかかる一連の構想ないし議論の出発点となったのは、一九九七年アジア通貨危機の教訓として、域内の資金調達主体にとつての通貨と期間のダブル・ミスマッチという形で先進国市場への従属を解消することが重要であり、また、国内金融構造の上では銀行セクターへの過度の依存を解消することが必要であろうという認識である。そういった観点から、近年の一連の動向によりアジア各国の国内債券市場にどのような変化が生じているかについて、最近における実証研究を参照して確認してみたい。

まず、政府債、民間債の双方において、自国通貨建て債券の発行規模（残高ベース）が、実額で見ても対GDP比率でみても、増大している（表1）。また、社債に限ってみると、自国通貨建ての比率が上昇している（表2）。これらは、国内債券市場の規模の拡大とともに通貨のミスマッチが解消されてきていることを示すものといえる。

これらは発行市場の側面で見ただけ改善であるが、流通市場の側面からみると、アジア各国国内社債市場の流動性（売買回転率）は、先進国と比較して低いのが現状である（図1）。その背景ないし今後の改善課題について、アジア開発銀行（ADB）および国際決済銀行（BIS）は最近におけるそれぞれの四半期レポートにおいて、以下のような諸点を指摘している。⁽⁷⁾ すなわち、①投資家層の広がり限定であり、しかも持ちきり（バイ・アン

表1 東アジア諸国による自国通貨建て債券の発行残高

	1997年末		2005年末	
	残高 (10億米ドル)	対GDP比 (%)	残高 (10億米ドル)	対GDP比 (%)
政府債	152.36	6.49	833.25	23.06
民間債	252.95	8.96	901.81	24.96
合計	405.31	17.27	1,735.06	48.02

(注) 対象国は中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの9カ国の合計。対象債券は各国国内債および国際債（ユーロ債、 Yankee債、サムライ債等）のうち発行体自国通貨建て債。BIS統計（International Financial Statistics）および各国当局資料に基づきADBが推計。

(出所) ADB, *Asia Bond Monitor*, March 2006, p.4, Table 1, p.5, Table 2.により筆者作成。

表2 東南アジア4カ国による社債発行額の通貨別構成

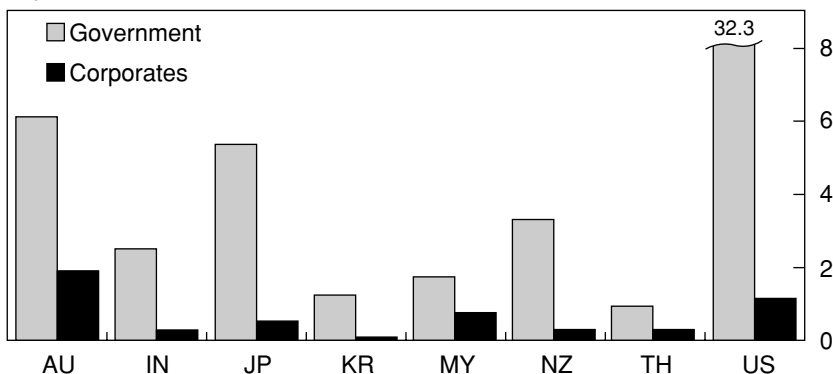
		発行額 (100万米ドル)	構成比
1996～1999年	自国通貨建て	11,295	47.4%
	外貨建て	12,523	52.6%
	合計	23,818	100.0%
2000～2003年	自国通貨建て	25,069	70.5%
	外貨建て	10,469	29.5%
	合計	35,539	100.0%

(注) 対象はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイの各国国内社債。原データはBloomberg。

(出所) 永野 護『新アジア金融アーキテクチャ』日本評論社（2005年10月）、85ページ。

図1 アジア太平洋地域各国の債券市場における売買回転率の比較

In per cent



(出所) Gyntelberg, Jacob, Guon Ma and Ali M. Remolona, "Corporate bond markets in Asia," in BIS, *Quarterly Review*, December 2005, p.89, Graph 2.

ド・ホールド)傾向が強いこと、②発行体情報の適時開示の制度整備が不十分であること、③流通市場の価格透明性が不十分であること、④ヘッジ手段が不十分であること、である。

アジア各国において今後、このような点の改善にかかる制度改革が進められることが期待されるが、翻つてみると、このような点は、アジア各国の債券市場に固有の問題と言うよりは、先進国を含む債券市場に特有の構造的な問題と言うべきである。債券流通市場における価格透明性や適時開示については、先進国各国においても制度改善の議論や努力が進められているところである。アジア各国の国内債券市場に即した議論としては、財団法人国際通貨研究所が財務省の委嘱を受けて行った研究の結果を取りまとめた『アジアにおける債券市場研究会報告書』(二〇〇五年三月、座長は川村雄介・長崎大学教授)において、「債券取引の流動性向上にあたっては、一定の取引制度に基づき、大量の需給とその後の清算・決済が効率的に処理されている株式とは異なるという特有の問題を考える必要」があり、「アジア諸国においても今後、債券取引の流動性強化を図る場合には、これらの特性を踏まえつつ、各国の実情に合わせ、無理のない形で具体的な対応策を取っていくべきであろう」と指摘されている。⁽⁹⁾

4 アジア域内クロスボーダー債券取引

アジア債券市場構想における市場の重層性の二つめのレベル、すなわちアジア域内でのクロスボーダー債券取引について、ADBが四半期ごとに公表している「アジア・ボンド・モニター (Asia Bond Monitor)」の二〇〇五年一月号によると、⁽¹⁰⁾アジア域内各国間でのクロスボーダー債券投資の規模は、株式投資やローン供与と比較すると小さいものの、近年増大しつつある。また、域内各国ごとの債券利回りの変動にかかる相関性も強まりつ

つあるとされる。

アジア域内でのクロスボーダー債券取引としては、従来から、日本、シンガポール、香港といった一定の国際性を有する市場においてアジア各国の発行体が非居住者債の形式で債券発行を行うという形態がある。とはいえ、日本市場における非居住者国内債市場であるサムライ債（円建外債）市場においてアジア発行体の比率はそれほど大きくない。その要因としては、発行体としては政府および政府関係機関等いわゆるソブリンものが多く、民間企業については大規模企業にほぼ限られることが挙げられる。

このような中、アジア各国国内の民間企業にとっての資金調達メニューを従来からの中心であった銀行借り入れだけにとどまらず、広義の資本市場調達にも拡大する観点から、ABMIにおいて資産担保証券の活用および信用補完制度の整備が盛り込まれ、上述のように実施に移されてきているところである。これら案件は、発行者の所属国と主な投資家の所属国がアジア域内の異なる国にまたがるクロスボーダーの形をとっている。上述の韓国国内中小企業発行社債（円建て私募債）を原資産とする円建てCBOについては、通常であればケイマン法人として設定されるSPVをシンガポール法人としたことはアジア域内の投資家をターゲットとするためであったと云われ（*IFR Asia*, No.383, December 4, 2004, p.37）、同債は「邦銀などアジア各地の機関投資家が購入した」（『日経金融新聞』二〇〇四年二月一日）と言われる。

また、非居住者国内債をアジア各国において多面的に発行していくことについては、上述のようにADBが先鞭を付けてきているところであるが、それを更に拡大していく方向性について、二〇〇六年三月にADBとわが国の総合研究開発機構（NIRA）が共同で開催したフォーラム「アジア共同国債（アジアボンド）市場への展望」における河合正弘氏（ADB総裁特別顧問兼地域経済統合室長）のプレゼンテーションによると、ラオス

におけるインフラ建設プロジェクトのための資金調達をタイ国内債券市場における非居住者バートン建て債の発行により行うといった事例が紹介され、「アジア各国の国内での債券市場をしつかりする。居住者のための債券市場、そして非居住者も呼び込める債券市場をつくっていく」ことが今後重要になる、との展望が示されている。⁽¹¹⁾

以上のようなアジア域内クロスボーダー債券取引について今後の課題を約言するならば、国内債市場のレベルの制度改善や市場規模拡大について域内各国の間に跛行性があることを前提として、域内において相対的に成熟度の高い先行国の国内市場が域内クロスボーダー債券取引のための市場としての機能を発揮することが望まれる、ということであり、その意味では、わが国のサムライ債（円建外債）市場の現状と課題をあらためて考えることにもつながるものと言えよう。

5 国際債としてのアジア債券市場

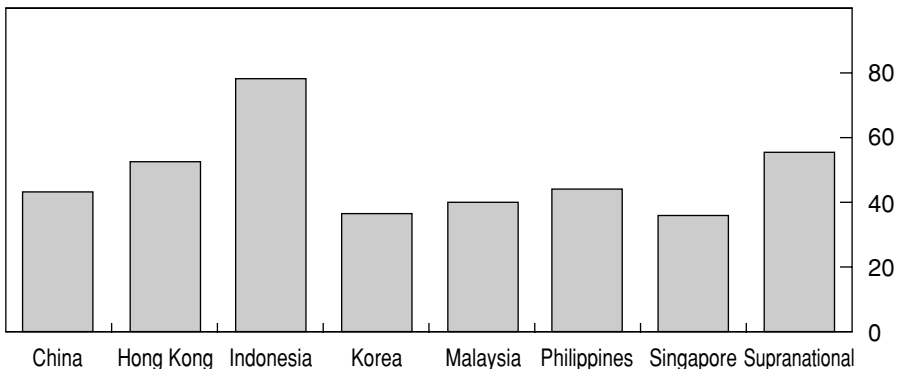
アジア債券市場構想における市場の重層性の三つめのレベルとして、ユーロボンド市場（欧州単一通貨ユーロ建て債券という意味ではなく、いわゆるオフショア市場ないし外取引としての債券がロンドンを中心とする欧州の国際金融市場で組成・募集される場合を指す）およびヤンキー債市場（米国市場における非居住者の米ドル建てでの債券発行）があげられる。こういった市場で債券を実際に発行しているアジアの発行体は、各国政府ならびに政府関係機関および、ごく一部の大規模な民間企業に限られている。また、それらの発行通貨は大半が米ドルまたはユーロであり、発行体の母国通貨による発行はほとんどみられない。そのような限定的な市場が、広義のアジア債券市場育成にどのような意味をもち得るのかを、⁽¹²⁾ここで考えてみたい。

B I S 四季報二〇〇二年一二月号に掲載された調査レポートによると、アジア各国発行体による国際債の募集

が米国、欧州、アジア三地域で行われる際にアジア域内投資家への販売が行われた部分の比率は、概ね四〇%程度であると推計されている（対象は、一九九九年から二〇〇二年にかけて発行された国際債七一銘柄）（図2）。銘柄の属性に即してみると、優良企業による大型かつ長期年限ものは米国機関投資家からの需要が強く、小型、短期、低格付の銘柄は、アジア域内での消化が相対的に多いという。また、ADB「アジア・ボンド・モニタール」二〇〇五年一月号所収の調査レポート⁽¹³⁾でも、同様の傾向があることが指摘されており、二〇〇二年から二〇〇五年にかけて発行されたアジア銘柄の国際債一七八銘柄の発行額のうち約五六%が、アジア域内の投資家によって消化されたこととされる。

このことは、ユーロボンド市場というアジアから見ると外部的な資金仲介チャンネルを迂回・経由して、アジアに源泉を持つ投資資金がアジアの発行体の資金調達のために投下されていることを示している。これをどう理解するかについては、ユーロボンド市場という、組成・募集・決済・売買といった債券取引のすべての次元において効率的な市場によってアジアの資金

図2 アジア各国発行国際債のアジア投資家による消化比率



(注) 対象は、1999年4月から2002年8月の間に中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール各国の発行体および国際開発金融機関（アジア開発銀行等）が発行した国際債71銘柄。消化比率（縦軸、%）は、Asiamoney, Finance Asia, International Financing Review各誌およびDealogicデータに基づく推計。

(出所) McCauley, R. N., San-Sau Fung and Blaise Gadanecz, "Integrating the Finances of East Asia," in BIS, *Quarterly Review*, December 2002, p.86.

調達と資金運用がマッチングされており、またこのような市場を利用できるアジアの発行体および投資家は限定されているので、アジアの関係者は今後もこの市場を活用することで十分である、とする視角があり得る一方、上述のような高い消化比率自体、アジア銘柄に対する国際投資におけるホーム・バイアス (home country bias) ないし地場選好 (local preference) を示すものであり、市場の地理的な場所を発行者と投資家が同一のタイムゾーンに属するところに移し、発行者および投資家と同一の地域に属する仲介者を利用することにより、発行者および投資家の双方にとってより効率的なコストによる資金フローが実現される可能性や、発行可能な発行者の幅の拡大、発行可能な金額の増大がもたらされる可能性があるのではないか、との視角もあり得る。

この点については、今後、市場効率性に関する実証分析と実務上の実態に関する検討の両面での作業が必要であろうが、本稿で検討しているアジア債券市場育成構想の動向に即していえば、二〇〇五年五月の ASEAN+3 財相会議で提起された「アジアボンド・スタンダード (Asian Bond Standards) 構想」および、わが国の政府系シンクタンクである総合研究開発機構 (NIRA) が二〇〇六年五月に発表した「アジア共同国際債 (アジアボンド) 市場の創設提言」において、後者の視角からの政策提言が行われていることに、着目しておきたい。

まず「アジアボンド・スタンダード構想」は、二〇〇五年五月にイスタンブールで開催された ASEAN+3 財相会議において、ABMI の新たなメニューの一つとして提起されたものである。ABMI 検討のためのフォーカル・グループが取りまとめたペーパー⁽¹⁴⁾によると、アジア域内発行体による現時点での実際上の債券発行の形態として、①ローカル市場 (local bond market) における国内債 (domestic bonds) 発行、②アジア域内のいずれかの国内市場における外国債 (foreign bonds) 発行、③ユーロボンド (eurobond markets) 市場におけるユーロボンド (eurobonds) 発行の三つを挙げ、アジア域内の貯蓄を域内各国の経済発展に必要な長期資金投資に振

り向けるというA B M Iの本来的な目的を達成するためには、これら三つのいずれもが重要とした上で、①のような各国国内市場を整備・育成し、かつそれら相互間で制度的な調和を図っていくことが本来的には望ましいものの、そのためには長期的な時間を要する面もあるため、域内貯蓄の域内活用という目的を早期に実現するための方策として、域内における国際債市場 (international bond markets in the region) の整備を図ることが有益であるとしている。そして、そのような国際債市場の具体的な形態として、アジアの発行体に必要な資金を欧州および米国の投資家に過度に依存することなく、アジア域内の貯蓄を従来以上に有効に活用する観点から、ユーロボンド市場と同等の機能を備えた市場をアジア域内において実体化させることを提言し、そのような市場を「狭義のアジアボンド ("Asian bond" in a narrow sense)」と名付けている。これは、上述の三つの市場類型のうちの③をアジア版に変容させようとする構想であると考えることができる。

A B M Iの「アジアボンド・スタンダード構想」ペーパーではさらに、国際債の発行が行われる場合に必要ない目論見書や債券契約等の発行関連書類のドキュメンテーション、引受け・販売にかかるシンジケートの編成およびブックビルディングやプライシングといった一連の発行関連手続き、ならびにそれらにかかる法律面、会計面での処理をはじめとして、発行時における格付け取得、発行後の売買およびその決済にかかる業者・機関の選定など様々な面での実務上の市場慣行が、国際債市場としてのユーロボンド市場において形成されていることに加え、それを「ユーロボンド・スタンダード」と呼んだ上で、今後「アジアボンド」の発行を現実化させていくためには、「ユーロボンド・スタンダード」に含まれる様々な実務体系をアジア域内で実行することができるような新たな制度やインフラ、慣行として段階を踏んで作り上げていく必要があるとし、そのような方向性を「アジアボンド・スタンダード」と名付けている(表3)。特に、現在のユーロボンド市場における発行手続きお

よび売買取引にかかる情報の取扱い等に係る様々な実務の細部を、引受業務および売買業務を行う投資銀行や証券会社が自主規制団体である国際資本市場協会（ICMA）に拠りつつ自主規制ルールとして体系化していることを重視し、これに匹敵するものを今後アジア域内で「アジアボンド」にかかる自主規制機関およびその自主規制ルールとして構築していく必要があるとしている点が、注目される。

NIIRAの「アジア共同国際債（アジアボンド）市場の創設提言」⁽¹⁶⁾は、「自国市場以外でのアジアの発行体の証券については、証券の発行・流通・償還にかかわる仲介業者・証券決済システム・関連法制・格付機関、発行関連法実務に関する法律家・弁護士などまで含め、英国や欧米を中心とするアジア域外の業者や専門家やシステムの使用が前提となり、日本とアジアの発行体にとって、欧米の発行体と同等のコストの優位性と自国通貨建て債券発行などの利便性が確保できているとはいえない」という現状認識に基づき、域内独自の共同オフショア市場としての「アジア

表3 ASEAN+3 ABMIフォーカルグループによる「アジアボンド・スタンダード」構想

	現時点 (ユーロボンド・スタンダード)	中期目標	長期目標
発行手続き、ドキュメンテーション、シンジケーション	IPMA（現ICMA）Handbook	アジアボンド自主規制機関の定めるルール	アジアボンド自主規制機関の定めるルール
準拠法	英国法	英国法またはアジア各国法	アジア各国法
決済機関	ユーロクリアまたはクリアストリーム	アジア域内の集中決済機関	アジア域内の集中決済機関
上場（発行開示）	ロンドン証券取引所またはルクセンブルグ証券取引所	アジア域内の証券取引所	アジア域内の証券取引所
流通市場（売買情報の報告・公表等）	ICMA（旧ISMA）規則	アジアボンド自主規制機関の定めるルール	アジアボンド自主規制機関の定めるルール
会計基準	発行体の属する国の会計基準	アジア域内各国の会計基準を統一	アジア域内各国の会計基準を統一

(出所) ASEAN+3 ABMI Focal Group, *Asian Bond Standards*, May 2005, Table 2. により筆者作成。
(http://asianbondsonline.adb.org/documents/Asian_Bonds_Standard_2005_May.pdf)

共同国際債市場（ユーロ債型アジアボンド市場）」を創設することが、域内の貯蓄を域内で循環させるために有効なものと成り得るのではないかとこの提言を行っている。この提言は、ABMIによる「アジアボンド・スタンダード構想」と類似点を多く持つものであるが、提言の実現に向けて必要な作業として、アジア版の自主規制機関の創設のほか、アジアボンドとして発行される債券の決済について、理想型としてはアジア域内に国際的集中決済機関を設置して行うことが目指されるべきものの、早期に実現可能性のある形態として、アジア域内各国の既存の集中決済機関を相互にリンクさせることにより、「アジアボンド」を発行体にとってのオフショア国内において決済することが可能になるという構想を提示していること等に、独自の特徴がある。

おわりに

以上のように、アジアの債券市場を整備・拡充して行くことに関連する様々な構想や議論について考える際に、実態的な市場の場として国内債市場、クロスボーダー債市場、国際債市場という三つのレベルがあつて重層性を成しているという視点を導入することにより、アジアの債券市場をトータルにみたときの現時点における達成度と今後の課題を明らかにすることができる。すなわち、国内債市場における流動性を確保すること、先行性のある国内債市場に域内クロスボーダー債市場としての機能を持たせること、アジア版国際債（アジアボンド）市場の実現可能性を展望すること、この三つである。

注

(1) 財務省ウェブサイト内の「アジア債券市場育成イニシアティブ関連」ページを参照 (<http://www.mof.go.jp/jouhou/>)

- kokkin/frame.html)。なお、ABMIを含むアジア債券市場振興策が、ASEAN+3参加国の通貨当局相互間での通貨スワップ協定であるチェンマイ・イニシアティブ(二〇〇〇年に開始)に代表されるような、通貨危機後における地域的金融協力の一環として形成されてきた経緯については、拙稿(二〇〇三)を参照されたい。(なお、本稿の注で示す文献の詳細は、後掲の参考文献一覧において示している。)
- (2) ABMI等の動向を把握するには、上述の財務省ウェブサイトのほか、浦出(二〇〇五)、川村(二〇〇六)が有益である。
- (3) URLは<http://asianbondsonline.adb.org>
- (4) ASEAN+3 ABMI Focal Group (2005).
- (5) 以下の記述は、竹内(二〇〇五)に基づく。
- (6) ユーロ債券市場を含むクロスボーダー債券取引に関する実務的なあり方の理解については、松本(二〇〇六)を参照。
- (7) ADB (2006), pp.20-21. および Gyntelberg et al. (2005), pp.83-93. を参照。
- (8) 本誌既出の拙稿「社債市場の透明性—IOSCO報告書を中心に—」(第一六二七号、二〇〇四年十二月)、「米国社債・地方債に係る取引結果情報公表のリアルタイム化」(第一六三〇号、二〇〇五年六月)、「英国債券流通市場の透明性に関するFSAディスカッション・ペーパー」(第一六三四号、二〇〇六年二月)を参照されたい。
- (9) 国際通貨研究所(二〇〇五)、二二ページ。
- (10) ADB (2005), pp.14-31. を参照。
- (11) N I R A — A D B 共同フォーラム「アジア共同国際債(アジアボンド)市場への展望」(二〇〇六年三月二七日)フル

議事録 (NIRA ホームページからダウンロード可能) <http://www.nira.go.jp/news/kanren/170/178/gijiroku.pdf>、
三三〜三三三ページ。

- (12) McCauley et al. (2002), pp.85-86.
- (13) "Monitoring Financial Integration in East Asia," in ADB (2005), pp.23-24.
- (14) ASEAN+3 ABMI Focal Group (2005).
- (15) 総合研究開発機構 (二〇〇六)、『一〜二ページ』。

参考文献

- 浦出隆行 (二〇〇五) 「アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について」、野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』二〇〇五年夏号
- 川村雄介 (二〇〇六) 「アセアン諸国の証券市場―市場のグローバル化と日本の役割」、日本証券経済研究所『証券レビュー』第四六巻第五号、二〇〇六年五月
- 国際通貨研究所 (二〇〇五) 『アジアにおける債券市場研究会 (財務省委嘱) 報告書』二〇〇五年三月 (http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/1703asian_bond.htm)
- 総合研究開発機構 (二〇〇六) 『アジア共同国際債 (アジア債券) 市場の創設提言』二〇〇六年五月一日 (<http://www.nira.go.jp/news/kanren/170/179/index.html>)
- 竹内 淳 (二〇〇五) 「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」、『日本銀行調査季報』二〇〇五年一〇月
- 永野 護 (二〇〇六) 『新アジア金融アーキテクチャー投資・ファイナンス・債券市場』日本評論社、二〇〇五年一〇月

- 松本啓二(二〇〇六)『クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス』金融財政事情研究会、二〇〇六年一月
- 横山史生(二〇〇三)「通貨危機後の東アジアにおける債券市場をめぐる動向」、日本証券経済研究所『証券経済研究』第四
三号、二〇〇三年九月
- 吉富 勝(二〇〇三)『アジア経済の真実―奇跡・危機・制度の進化』東洋経済新報社、二〇〇三年九月
- ADB(2005), *Asia Bond Monitor*, November 2005. (http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_nov2005.pdf)
- ADB(2006), *Asia Bond Monitor*, March 2006. (http://asianbondsonline.adb.org/documents/abm_mar2006.pdf)
- ASEAN+3 ABMI Focal Group (2005), *Asian Bond Standards*, May 2005. (http://asianbondsonline.adb.org/documents/Asian_Bonds_Standard_2005_May.pdf)
- Gyntelberg, Jacob, Guon Ma and Ali M. Remolona (2005), "Corporate bond markets in Asia," in BIS, *Quarterly Review*,
December 2005.
- McCauley, R. N., San-Sau Fung, and Blaise Gadanecz (2002), "Integrating the Finances of East Asia," in BIS, *Quarterly Review*,
December 2002.

(トビヤキ ンセン・密蔵研究員)