

# アジア債券市場育成の取り組みと成長過程

西尾圭一郎

## 1 はじめに

二〇一一年一〇月にパリで行われたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において、近年のグローバル資本の活動が内包するリスクを回避しつつ成長に役立てるための手段として、アジアを含む途上国のローカルな証券市場の成長の必要性が言及された。<sup>(1)</sup>

かつて通貨危機によって痛手を被ったアジアでは、二〇〇〇年代に入り金融システムの安定化のために債券市場育成の取り組みがなされてきた。それはアジア域内で必要とされる資金をアジア域内から調達することによって、資金フローの逆流に対する備えを行うという発想からであった。

サブプライムローン危機、欧州の債務危機を受けて世界的な金融不安が生じている中、アジアの金融市場は他地域と比較すると安定的な様相を呈している。その理由の一つとして、債券市場の成長が考えられる。もちろん、そこにはさまざまな要因が考えられるため一概にはいえないが、アジアは発展途上国の中では他のどの地域よりも社債の新規発行額が多く、<sup>(2)</sup> もしも順調にアジア債券市場が成長していたのだとすれば、資金フローの逆流に対するバッファーとしての機能をいくばくかは果たした可能性がある。

本稿では、アジア債券市場育成の取り組みを受けてアジア債券市場がこの一〇年余りでどの程度変化したのか、その具体的な成長の姿を描き出す。そもそもアジア債券市場の成長は現実のものであるのか、そうであればどの

ような特徴を備えているのか、成長のペースはどうだったのか、特徴的な変化はなんであるのか。そのような問題意識をもち、アジアの債券市場が市場育成の取り組みの中でどのような形の成長を遂げてきたのか、現状の整理から分析する。

## 2 アジアの債券市場育成の取り組み

ここではまず、アジアの債券市場育成に関する政策的取り組みについて、これまでの経緯と近年の動向について簡単に整理する。アジアの債券市場育成は、アジア通貨危機時に大きな影響を受けたアジア諸国が、アジア域内で債券市場を育成することによって、アジア域内における貯蓄をアジア域内で活用し、外資依存型の資金調達構造を緩和することを目的として進められていった。アジア通貨危機の原因として長期の投資を短期借入で、しかも外貨建てで行ったことが指摘されたためである。

アジアの債券市場を育成する取り組みは単線的なものではなく、さまざまな枠組みにおいて検討、推進されている。政治的枠組みとしては、ASEAN+3、EMEAAP、APEC、EAPなどがあげられる<sup>(3)</sup>。その中で、アジアの債券市場育成の中心的活動となっているのは主にASEAN+3によって取り組まれているABMI (Asian Bond Market Initiative) とEMEAPによって取り組まれているABF (Asian Bond Fund) である。

ABMIは、二〇〇三年にASEAN+3財務大臣会議において承認され、二〇〇三年七月に六つのワーキンググループが設立される形でスタートした。当初設立されたワーキンググループは①新たな債務担保証券の開発、②信用保証および投資メカニズム、③外国為替取引と決済システム等、④国際開発金融期間、政府系金融機関およびアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券発行、⑤地域の格付機関および情報発信、⑥技術支援、の六つ

であった。そこで検討されている大きなテーマとは、一つは債券発行主体の拡大と現地通貨での債券発行の促進であり、もう一つは東アジアで債券市場を育成するにあたって必要とされる市場インフラ整備であった。

やがて、当初設立されたワーキンググループが一定の成果をあげたとみなされ、二〇〇八年五月には新たなロードマップが提示され、そこで新たに示された四つのテーマに基づいてタスクフォースが形成された。新たに設立されたタスクフォースのテーマは(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、の四つである。

これらのタスクフォースによる活動は徐々に成果をあげている。たとえば二〇一〇年九月には、ASEAN+3債券市場フォーラム(ABMF: ASEAN+3 Bond Market Forum)が設立された。これは従来のABMIの活動の発展であり、当局者だけでなく民間市場参加者を加えたフォーラムとして形成され、市場の課題、規制、市場慣行などの検討からアジア債券市場のあり方を検討するというものである。

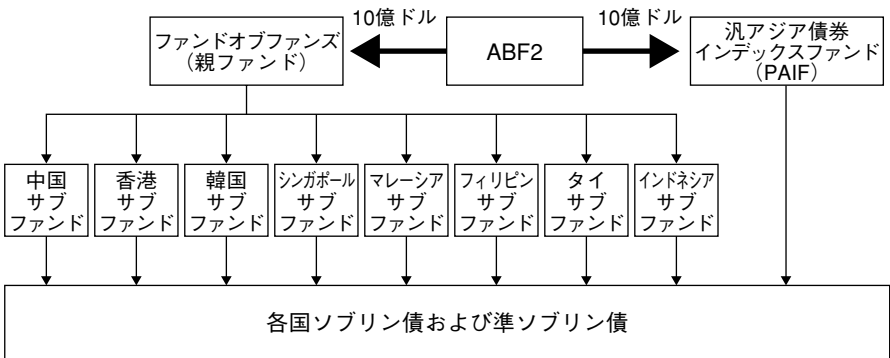
また、二〇一〇年一月にはアジア企業による現地通貨建て債券発行の拡大を機として、信用保証投資ファシリテイ(CGIF: Credit Guarantee and Investment Facility)を設立している。CGIFはASEAN+3各国とアジア開発銀行の共同出資により設立されており、その資本総額は七億ドルである。<sup>(4)</sup> ASEAN+3域内の企業が発行する社債に保証を供与することによって、域内債券市場の育成に貢献することが目的とされている。動き出したばかりの制度ではあるが、保証が行われることによって今後のアジア債券市場の拡大が期待できる。<sup>(5)</sup> このように、ABMIによるアジアの債券市場育成の活動が行われており、今後はプロ投資家を対象とした市場育成プログラムや域内の債券決済システムの構築などが進められていくことが期待される。

アジアの債券市場育成のもう一つの大きな取り組みはEMEAPによるABFである。ABFはEMEAP加

盟国・地域の中央銀行によって組織されたアジア債券への投資を行うファンドである。当初、二〇〇三年六月に設定されたABF1は、EMEAPによって設定されたドル建てのアジア債券への投資を行う基金であった。アジアでの債券取引を育成するべく開始されたABF1であったが、ドル建てでの投資であることと、投資家が中央銀行に限定されていたことから、その限界が指摘されていた。

その後、ABF1での問題点の指摘を受け二〇〇四年一二月に開始されたのがABF2である。ABF2はABF1と異なり現地通貨建てソブリン債に投資をするファンドであり、EMEAP加盟国の外貨準備の一部から拠出された二〇億ドルで構成されている。その仕組みは図1に示す通りであり、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、タイの八か国・地域の現地通貨建てソブリン債および準ソブリン債に投資するファンドである。二〇億ドルの原資産を一〇億ドルずつに分け、片方を各国ごとの債券に投資するファンドに、もう一〇億ドルを八か国のインデックス（PAIF：Pan-Asia Bond Index Fund）に振り分けて、それぞれ投資を行う。ファンドオブファンズ（PAIF：Pan-Asia Bond Index Fund）に振り分けて、それぞれ投資を行う。ファンドオブファンズおよびPAIFは、当初はEMEAPの中央銀行のみが投資を行う形であったが、その後民間の投資家にも窓口を拡大し、広くアジアの債

図1 ABF2の仕組み



(注) BISがABF2のファンドマネージャーとなる。

(出所) EMEAP Working Group on Financial Markets (2006), p. 39より作成。

券投資を促進する形で展開されている。この取り組みについては後に改めて取り上げる。

### 3 債券市場の成長のディテールと社債市場の成長

#### (1) アジア債券市場の現状

ではそのような取り組みを通じてアジア債券市場はどのように変化してきたのであろうか。ここでは、アジア債券市場の現状について、アジア債券市場育成の取り組み以前と以後の違いに注目して、その規模から変化を見てみよう。

表1は二〇〇〇年と二〇一一年の世界の債券市場全体におけるアジアの債券市場の規模について表している。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、世界最大の債券残高を誇るアメリカはその比率を一〇%近く低下させている。それに対して日本を含むアジア諸国の比率はインドネシアを除き軒並み上昇しており、アジアの債券市場の拡大ペースが世界全体の拡大ペースを上回って成長していることがわかる。この中では中国の成長ペースがとりわけ際立っているが、アジア通貨危機で大きな被害を受けたASEANの債券市場もまた、世界全体の拡大ペースと比べて早いペースで成長している。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、世界全体の債券市場残高が二・四倍となったのに対し、ASEAN五か国

表1 アジア諸国の国内債市場残高

(10億ドル)

	2000年	シェア	2011年	シェア
全世界	28,985	100.0%	69,561	100.0%
アメリカ	13,736	47.4%	26,333	37.9%
日本	5,702	19.7%	14,859	21.4%
韓国	378	1.3%	1,149	1.7%
中国	202	0.7%	3,345	4.8%
香港	44	0.2%	128	0.2%
インドネシア	54	0.2%	101	0.1%
マレーシア	60	0.2%	312	0.4%
フィリピン	21	0.1%	67	0.1%
シンガポール	42	0.1%	127	0.2%
タイ	31	0.1%	209	0.3%
ASEAN 5 か国	207	0.7%	816	1.2%

(出所) BIS, *Securities statistics and syndicated loans* (<http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>) より作成。

の債券市場は四倍近い成長を見せた。二〇〇〇年代のアジア諸国の債券市場はサブプライムローン問題などさまざまな金融危機が生じたにもかかわらず、一定のペースで拡大を遂げているということがわかるだろう。

## (2) 債券市場の成長のディテール

このようにアジアの債券市場は順調に成長しており、債券市場育成の取り組みと成長は本稿のみならずさまざまな論者によっても指摘されてきている。しかし、この一〇年余りのアジアにおける債券市場は一定のペースで拡大を続けたわけではないだろう。当然、成長ペースは時期によって異なるはずである。また、サブプライムローン問題が生じていた時期の成長はどうだったのであろうか。確かに債券市場が成長していることは事実であるが、そのペースや外部のショックなどの影響についても、アジアの債券市場の成長を確認するためには具体的な姿を整理しておく必要がある。そこで本項ではアジアの債券市場の規模の変化について、二〇〇〇年から二〇一一年までの各国債券市場のデータを示す表2から、アジア債券市場のこの一〇年余りの成長の特徴をより詳しく見ていくことにする。<sup>(6)</sup>

まず、この表2の(1)および(2)の比較からわかるが、成長を遂げるアジアの債券市場の中心は現地通貨建て債券であり、外貨建て債券市場の規模は非常に小さいということである。この傾向は国ごとに違いはあるもののアジア諸国で共通して見られる傾向である。二〇一一年の段階での現地通貨建て債券市場と外貨建て債券市場の規模の差は、日本で七〇・六倍、韓国で八・三倍、中国では二二・一倍、インドネシアで三・八倍、マレーシアで九・四倍、フィリピンでは一・八倍、そしてタイでは一八八倍となっている。タイに至っては、二〇〇〇年時点から比べて外貨建て債券市場の規模自体が小さくなってきている。

現地通貨建て債券市場と外貨建て債券市場の違いは規模だけでなく、その成長率にも表れている。インドネシアとシンガポール以外のアジア諸国では、直近一〇年間の現地通貨建て債券市場の拡大ペースは外貨建て債券市場の拡大ペースを上回っているのである。

このように、現在のアジアの債券市場は現地通貨建ての債券市場が中心であると考えることができると考えられる。アジア通貨危機時には外貨建てでの債務が多く、ダブルミスマッチの影響が大きかったことを考えると、アジアの債券市場が域

表2 アジアの債券市場規模 (単位: 10億ドル)

(1) 現地通貨建て債券

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	4,553	355	202	53	69	21	45	31
2001	3,530	136	234	47	40	24	29	30
2002	5,401	486	342	56	79	27	61	47
2003	6,449	514	448	64	94	31	67	58
2004	7,447	657	624	61	97	36	80	67
2005	7,045	754	899	54	107	42	83	79
2006	7,096	922	1,184	77	125	47	99	112
2007	7,647	1,027	1,688	86	165	58	122	139
2008	9,528	817	2,213	70	166	57	128	141
2009	9,620	1,016	2,567	99	185	63	141	177
2010	11,718	1,149	3,052	107	247	73	169	225
2011	12,708	1,229	3,392	110	263	77	189	225

(2) 外貨建て債券

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	105	46	13	3	15	17	12	9
2001	95	44	12	2	16	17	10	17
2002	103	47	11	2	22	22	10	17
2003	119	54	12	3	21	26	9	23
2004	139	64	14	4	23	27	10	32
2005	139	73	17	7	24	29	11	37
2006	150	86	15	8	26	31	11	44
2007	162	99	20	10	25	33	9	53
2008	183	101	22	14	25	32	9	52
2009	168	118	25	19	25	36	9	50
2010	181	132	24	23	28	39	8	54
2011	180	148	28	29	28	41	9	54

内諸国の健全な資金調達に大きく寄与するようになったといえるだろう。

また他の特徴としては、サブプライムローン問題以降にも成長ペースが衰えないどころか、かえってサブプライムローン問題以降に市場規模の拡大ペースが速まっていることである。サブプライムローン問題が本格化していた二〇〇八年こそ、債券市場の拡大ペースは緩やかになり、市場規模が縮小した国（韓国、インドネシア、フィリピン）が見られるが、その後二〇〇九年には再び勢いを盛り返し、全ての国で債券市場規模が拡

### (3) 現地通貨建て国債

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	3,499	122	199	51	36	21	26	25
2001	4,412	404	238	49	78	24	36	55
2002	4,504	163	334	53	44	27	40	33
2003	5,542	206	435	59	53	31	47	37
2004	6,556	319	599	54	58	35	54	44
2005	6,302	393	835	48	61	41	65	47
2006	6,389	481	1,079	70	71	45	87	56
2007	6,874	498	1,532	77	95	55	111	68
2008	8,564	368	1,957	63	90	52	112	73
2009	8,656	444	2,113	90	101	55	141	88
2010	10,606	492	2,408	94	145	64	183	103
2011	11,556	510	2,540	93	158	67	182	118

### (4) 現地通貨建て社債

	日本	韓国	中国	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール
2000	1,053	233	3	2	33	0	20	5
2001	882	269	4	2	38	0	26	6
2002	898	323	9	2	34	0	7	28
2003	907	308	13	5	40	0	12	30
2004	891	338	24	6	39	1	12	36
2005	744	361	64	6	46	1	14	36
2006	707	441	106	7	54	2	25	43
2007	773	529	157	8	70	3	28	54
2008	963	448	256	7	76	4	29	54
2009	964	572	454	9	84	8	36	53
2010	1,113	657	644	13	101	9	42	66
2011	1,152	719	852	16	106	10	43	71

(出所) Asian Bonds online websiteより作成。



大した。これは、アジア地域が他の地域と異なりサブプライム問題からの影響をあまり受けなかったことが大きな要因であろうが、世界的な金融不安の中で継続的な成長が可能な市場へと変化しているともいえよう。

そして現地通貨建て債券市場は、その拡大ベースの違いから大きく二つに分けることができる。一つは国債市場の拡大ベースの方が社債市場の拡大ベースよりも大きな国であり、もう一つはその逆である。表2の(3)および(4)を比較しよう。

前者に分類されるのが日本、韓国、シンガポール、マレーシアであり、アジアの先進国が多い。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、日本では国債残高が三・三倍に拡大しているのに対し社債残高は一・一倍の拡大にとどまっており、韓国では国債残高が四・二倍に拡大しているのに対し、社債残高は三・一倍の拡大、シンガポールでは国債残高が四・七倍に拡大しているのに対し社債残高は三・六倍の拡大に、マレーシアでは国債残高が四・四倍に拡大しているのに対し社債残高は三・二倍の拡大にとどまっている。

他方、後者に分類されるのが中国、インドネシア、フィリピン、タイなどである。二〇〇〇年から二〇一一年にかけて、中国では国債残高が一・二・八倍に拡大しているのに対し、社債残高は二・四四・一倍に拡大している。同様にインドネシアでは国債残高の一・八倍の拡大に対し社債残高は八・三倍に拡大、フィリピンでは国債残高の三・三倍の拡大に対し社債残高は六六・三倍に拡大、タイでは国債残高の七・〇倍の拡大に対し社債残高は八・四倍に拡大している。

国債市場の拡大ベースが大きな国については、いずれも他のアジア諸国と比較して一定の社債市場をすでに有していたため、国債発行増大が目立つ形となったと考えられる。一方、社債市場の拡大が目立った中国、インドネシア、タイといった国はもともと、二〇〇〇年代初頭には社債市場がきわめて未発達であった。それが、各国

ごとに拡大速度に差はあるとはいえそれぞれ一定の規模を備えるようになったことから、社債市場の拡大が目立つようになったといえる。もともと、二〇〇〇年段階では社債市場がほとんど発達していなかったフィリピンは、拡大ペースこそ速いものの二〇一一年時点でも社債市場の規模自体はそれほど大きくはない。

以上のことから、近年のアジアにおける社債市場の拡大は民間による債券発行ペースの上昇は東南アジアを中心に起こっており、アジア債券市場育成のきっかけとなったアジア通貨危機で大きな痛手を被った地域で域内資金調達手段の形成がなされつつあることがわかる。

アジア債券市場育成の機運が高まったこの一〇年間、アジアの債券市場はローカル市場を中心に、確実に成長をしている。そしてアジア通貨危機で大きな被害を被った東南アジア諸国では国債市場よりも社債市場の拡大速度の方が早く、民間による債券市場の成長といった状況がうかがえる。その結果として、サブプライムローン問題が生じていた時期のアジアの債券市場の落ち込み幅も小さく、その後すぐに回復するという状況につながっている。市場規模自体はまだまだこれから成長の余地があるが、近年のアジアにおける債券市場は安定して成長しているように見える。

#### 4 アジア債券市場育成の取り組みによる影響

これまでの整理から、アジア債券市場育成の取り組み以降、アジア債券市場は順調に成長し、サブプライムローン問題の時期にも一時的なショックにとどまっており、その成長ペースに陰りが出ていないことがわかった。

ではその成長に、アジア債券市場育成の取り組みはどのような影響を与えたのであろうか。ここでは、比較的早くに成果が始め、アジア債券市場の成長、とりわけ社債市場の成長に影響を与えたと考えられる要因について

て二つあげておこう。

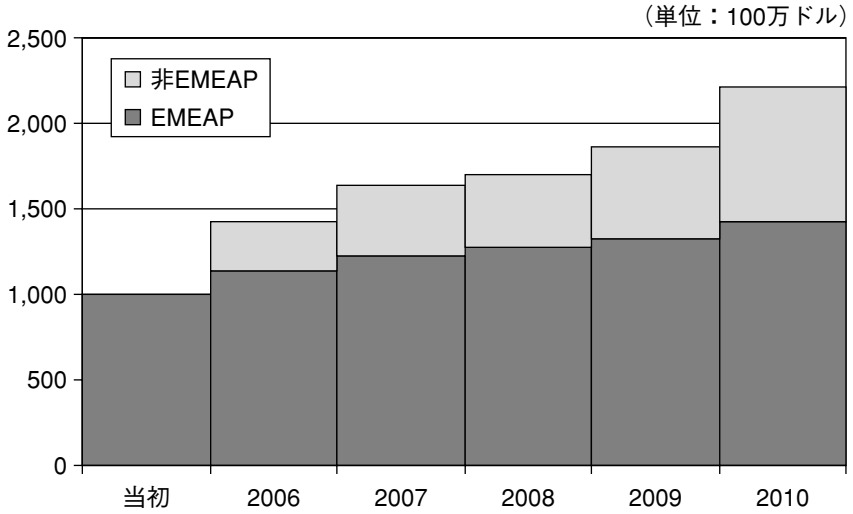
(1) A B F による現地通貨建て債券市場への民間投資の参加拡大

一つ目は A B F 2 による現地通貨建て債券市場育成の取り組みである。この取り組みは現地通貨建て取引の拡大と、民間へのファンドの開放による投資家育成の二つの効果が考えられる。A B F 2 は二〇〇四年一二月に設立された当初には E M E A P メンバーによる投資に限定されていたが、順次民間の投資家にも開放されていった。<sup>(7)</sup>

その A B F 2 の規模について示したものが図 2 および図 3 である。図 2 は P A I F の、図 3 は八か国・地域の債券に投資をしているファンドオブファンズの規模を投資家別に表したものである。データの制約により二〇一〇年までの情報となるが、P A I F は二〇一〇年の段階で当初の一〇億ドルから二倍超の約二二億ドルに、八か国・地域へのファンドは当初の一〇億ドルから二〇一〇年には約一・五倍の約一五億ドルに、それぞれ拡大している。図 2 および図 3 は米ドル建ての表示であるが、現地通貨建てであっても P A I F は累積で四〇%のリターンをあげており、八か国の各サブファンドもまたほとんどが毎年プラスのリターンをあげている。<sup>(8)</sup> また八か国・地域への投資についても同様にほとんど毎年プラスのリターンをあげている。<sup>(9)</sup>

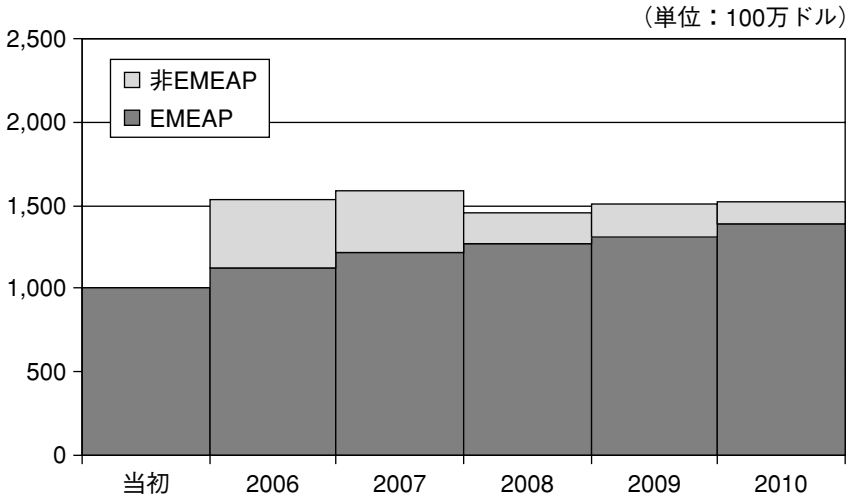
注目すべきはその間、非 E M E A P の投資家、つまり民間の投資家が一定規模で存在するようになったことである。<sup>(10)</sup> 図 2 および図 3 を基に考えると二〇〇六年には約二四%、二〇〇七年には約二四%、二〇〇八年には約二〇%、二〇〇九年には約二二%、二〇一〇年には約二五%が非 E M E A P の投資家、つまり民間投資家による保有であった。とりわけ民間による投資の増加が著しいのが P A I F である。二〇一〇年の段階では、P A I F への投資のうち 1/3 以上が民間の投資家によるものであった。ここから A B F 2 において民間のアジア債券市場

図2 PAIFの規模



(出所) Chan, et. al. (2012), p. 37。

図3 8か国ファンドオブファンズの規模



(出所) Chan, et. al. (2012), p. 37。

投資を牽引してきたのはP A I Fであったといえるだろう。<sup>(11)</sup>

このことは、アジアにおいて民間投資家による潜在的な債券投資需要が存在していたことを示している。現地通貨建て債券への安定的な投資商品としてA B F 2が登場することによって、民間による債券投資が増加し、債券市場が活発化したと考えられる。A B F 2の順調な成長は、アジアの債券市場全体に対する成長要因として考  
えることができるだろう。

## (2) アジアにおける社債市場の拡大と格付の整備

また、Shim (2012)によるとアジアにおける社債市場拡大の要因は複数あるが、そのうち一つ地場の格付機関の存在であるという。現在、アジア格付機関連合 (A C R A A : Association of Credit Rating Agencies in Asia) のメンバーだけでも、マレーシア、タイなど東南アジアの国を含め一三か国三〇機関の格付機関が存在している。<sup>(12)</sup> A C R A Aのメンバーもまた、この数年で増加しており、A P E Cに正式メンバーとして招聘された二〇〇四年時点では、メンバーは一か国一九機関であった。<sup>(13)</sup> Shim (2012)では、このような格付機関の成長が、アジアにおいて国際的格付機関の格付を得られない企業に対して社債市場へのアクセスの道筋を作ったとされている。

表3は、二〇〇五年以降のアジアにおける社債発行をその取得した格付で分類したものである。この表の上部は三大格付機関の格付を受けたアジア地域の社債について示されている。国際的な格付を受けた社債の規模が下から二行目に示されており、受けた格付の比率がその上方に示されている。

この表3によると、サブプライムローン問題で世界の金融市場が大きく揺れていた二〇〇七年および二〇〇八年では、それ以前と比較すると、三大格付機関から格付を取得した社債の発行数が急減している。二〇〇五年に

は一五三億ドル、二〇〇六年には一三四億ドルの新規発行があったが、それが二〇〇七年には六二億ドル、二〇〇八年には四一億ドルへと急減している。その後回復はするもの、二〇〇六年以前の水準にはなかなか戻りにくい状況が見て取れる。とりわけ二〇〇八年では、投機的格付の社債発行がほとんどなくなっており、低格付の社債はその発行が行えない状況となっていたことがわかる。

その一方で、表3の最下段、地場の格付機関からの格付のみ（含格付無し）の新規社債発行の規模は、それに対応するように急拡大していった。二〇〇五年には五六二億ドル、二〇〇六年には五七六億ドルであったものが、二〇〇七年には八四四億ドル、二〇〇八年には一一一九億ドルと急増したのである。地場の格付は国際的には評価されないため、この社債発行増加は地場の格付情報を評価できる域内投資家による投資がもたらしたものとと言える。逆にいえば、地場の投資家は自分たちの評価できる情報が增えることによって、その投資を増やすことができるのである。この表3はかなり広い範囲のアジアを対象とし、また、格付を受けない社債発行も含んでいるためアジア債券市場育成の効果を見る

表3 アジア地域の社債発行に関する格付<sup>1</sup>

(100万ドル)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 <sup>2</sup>
AAA	0.2%	0.0%	0.7%	0.0%	8.5%	8.1%	1.9%
AA	9.2%	8.4%	0.8%	12.3%	18.8%	12.5%	1.2%
A	15.9%	51.5%	22.2%	50.6%	46.3%	43.7%	43.8%
BBB	43.4%	20.6%	41.4%	34.2%	2.1%	18.5%	21.5%
BB	17.2%	9.8%	21.1%	3.0%	24.2%	11.5%	26.9%
B	10.9%	9.0%	13.8%	0.0%	0.0%	5.8%	4.7%
CCC	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
D	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合計（国際格付） <sup>3</sup>	15,266	13,378	6,206	4,147	11,628	10,455	12,451
合計（地場格付／無格付） <sup>4</sup>	56,150	57,591	84,423	121,940	241,850	215,177	194,571

1：ここで対象とされているのは中国、香港、台湾、韓国、インド、インドネシア、マレーシア、パキスタン、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムである。

2：2011年については9月末までのデータ。

3：三大格付機関のうちの一つ以上格付を受けたもの。

4：地場格付機関からの格付のみか、格付を受けていない社債。

(出所) Shim (2012), p. 8.

うえでは参考までのデータとなるが、それでもこれほどの明確な傾向は、地場の格付の存在が、地場の投資を呼び起こしうるといふことを表している。

地場の格付会社が成長してきているのは、むしろ各国の取り組みや実際の金融市場の要請によるところはあるだろうが、前述したようにABMIにおいてワーキンググループやタスクフォースを形成し、金融インフラの一つとして格付の重要性について検討を重ねてきたことによる。これもまた、成果の一つと見ることができらう。

## 5 おわりに

アジア通貨危機以降、アジアにおける債券市場、とりわけ現地通貨建ての債券市場の重要性が指摘されてきた。そしてここまで見てきたとおりさまざまな取り組みがなされ、その効果は徐々に出てきていると思われる。

ASEAN+3やEMEA Pといった公的枠組みでの債券市場育成の取り組みは、二〇〇〇年代後半に入り本格化し、その取り組みによって民間の投資家の参入も増加してきている。そしてアジア債券市場全体の規模も、二〇〇〇年代前半よりも後半に入ってからの方が拡大のペースが早まっている。ここから、アジア債券市場育成の取り組みは、地道に成果をあげているということができらう。今後のアジアの金融安定のための取り組みとしても、域内の経済成長のための資金調達手段の発展としても、より重要性を増していくと考えられる。

(本研究はJSPS科研費24530513の助成を受けたものである。)

注

- (1) 二〇一〇年国財務大臣・中央銀行総裁会議声明(二〇一一年一月一四―一五日、パリ) ([http://www.mof.go.jp/international\\_policy/convention/g20/g20\\_231015.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/g20_231015.htm))
- (2) Shim (2012), pp.6-8.
- (3) アジア債券市場に関する政策的取り組みを行う枠組みについては、西尾(二〇〇六)、糠谷(二〇一〇a)、糠谷(二〇一〇b)などを参照された。
- (4) 中村(二〇一三)によると、日本からは国際協力銀行が二億ドルを出資しており、この出資は中国の二億ドルと並んで最大規模の出資である。次いで韓国一億ドル、ADB一億三〇〇〇万ドル、ASEAN諸国で七千万ドルとなっている。
- (5) 報道その他によると、二〇一二年のうちに最初の案件が出るとされている。「アジア社債の高利回り、年金基金を引き付ける公算―保証開始」(<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-M4TCUB6KLVRD01.html>) によると、九月中に二三の案件が出る予定であったようである。また中村(二〇一三)においても、保証案件の選定が言及されている。
- (6) 表とはASIAN BOND ONLINEによる国内債市場を建値通貨によって分類した表であり、表1のBISによる表とは集計の違いからか、数値に若干の違いが見られる。このため、ここではこの点を認識した上でよりアジアの債券市場育成という視点での分析をするべく、近年の傾向を見ることを目的に現地通貨建てのデータが利用できるASIAN BOND ONLINEデータを用いる。
- (7) P A I Fは香港、ならびに東京市場にて上場されている。また各国サブファンドは順次、第二フェーズへの移行(民間開放)が進められ、二〇一一年五月二五日にサブファンドの一つである中国ファンドが第二フェーズへ移行した。



- とで、ABF2の八つのサブファンドがすべて第二フェーズへ移行を完了した。」(EMEAプレスリリース…  
<http://www.emcap.org/emcapdb/upload/Press/14july11.pdf>)
- (8) Chan, et. al. (2012)によると、PAIFの投資先の中で最大の収益率をあげているのはインドネシアの債券でありそのリターンは約八六%、次いでフィリピンの債券が五二%のリターンをあげている。
- (9) Chan, et. al. (2012)によると各国サブファンドは二〇〇七年の中国、二〇〇九年の中国、香港、タイを除いて毎年プラスのリターンをあげている。
- (10) ABFの成長および民間投資の増加については中川・桑原(二〇一三)においても指摘されている(八ページ)。本稿の図2および図3とはデータを取る期間が若干異なるなど、差異があったため本文中では詳しく言及しなかったが参照された。
- (11) PAIFは二〇〇五年の七月七日に香港証券取引所に上場し、その後二〇〇九年六月一九日には日本国内では初となる債券型ETFとして東京証券取引所に上場し、一般投資家に対しアジア債券のインデックス投資へのハードルを引き下げる存在となっている。なおPAIFについての詳しい情報はPAIFウェブサイト(<http://www.abi-paif.com/>)を参照されたい。
- (12) ACCRAウェブサイト(<http://accra.com/acraamembers.asp>) 参照。
- (13) JCRウェブサイト「アジア債券市場育成とACCRA―最近開催された二つの地域会議を通じてみる格付 Harmonizationの必要性」([http://www.jcr.co.jp/top\\_cont/report\\_desc.php?no=1050615](http://www.jcr.co.jp/top_cont/report_desc.php?no=1050615))。

参考文献

- ・ 中川忍、桑原啓彰 (二〇二二)「アジア・ボンド・ファンド (ABF) の進展と課題」『アジア域内金融協力』再考…進展と課題』調査研究報告書 第一章、アジア経済研究所、一―二二ページ。
- ・ 中村修 (二〇二二)「アジアを取り巻く金融協力」(日本金融学会 二〇二二年度秋季全国大会報告資料)。
- ・ 西尾圭一郎 (二〇〇六)「アジアの債券市場育成と国際資金フロー」『証券経済学会年報』第四一号、三九―五八ページ。
- ・ 糠谷英輝 (二〇一〇 a)「アジア債券市場のいま 第1回 アジア債券市場の概況」『月刊資本市場』NO. 三〇一、資本市場研究会、四四―五五ページ。
- ・ 糠谷英輝 (二〇一〇 b)「アジア債券市場のいま 第2回 アジア債券市場育成を目指した枠組みと取組み」『月刊資本市場』NO. 三〇二、資本市場研究会、五七―六六ページ。
- ・ EMEAP Working Group on Financial Markets (2006), "Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative," (<http://www.emcap.org/emeapdb/upload/WGMeeting/ABF2ReviewReport.pdf>).
- ・ Chan, Eric, Michael Chui, Frank Packer and Eli Remolona (2012), "Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 initiative," *Weathering financial crises: bond markets in Asia and the Pacific*, BIS Papers No. 63, pp. 35-60.
- ・ Shim, Ilhyock (2012), "Development of Asia-Pacific corporate bond and securitisation markets," *Weathering financial crises: bond markets in Asia and the Pacific*, BIS Papers No. 63, pp. 5-14.

(こ)お けいいちゆう・客員研究員)