通貨危機後の東アジアにおける債券市場をめぐる動向

横　山　史　生

要　旨

東アジア諸国においては1997年通貨・金融危機を契機に，従来は企業の資金調達が銀行を通じての外貨建てかつ短期の借入に過度に依存していたことの弊害等が指摘され，代替的資金調達手段としての債券市場への期待がクローズアップされるようになった。通貨危機前に世界銀行やAPECにより示されていた各国国内債券市場の育成に向けての方向性等を背景に，各国で国内債券市場の整備が進められてきている。また，国際資本移動に係るホーム・バイアスの存在や，域内資金の有効活用の観点から，単に各国国内市場の発展とその集積ではなく，東アジア域内で債券形態によるクロスボーダーの資金還流を目指す指向も出てきている。これらの指向を政策的に実現していくことを目的として，様々な政府間協議の場で検討が進められており，2003年には，ASEAN＋3枠組みにおける「アジア債券市場イニシアティブ（ABMI）」の形成，各国中央銀行の協力による「アジア債券基金（ABF）」創設，第2回アジア協力対話（ACD）における「チェンマイ宣言」など具体的な成果があった。これら一連の動向は，「アジア債券市場イニシアティブ（複数）」の相互補完的な動きが，通貨危機後の東アジアにおける域内金融協力という形を取って進んでいるものと位置づけることができる。今後に向けては，東アジア各国の中小・零細企業の資金調達を念頭に置いた信用保証制度の拡充や資産担保証券の活用，通貨ミスマッチを回避する観点からのバスケット通貨建て起債の実現等が，新たな課題となっている。

目　次

はじめに

1997年東アジア通貨・金融危機を契機に，東アジア域内で地域金融協力の必要性が認識されはじめる中で，東アジア各国企業の資金調達が銀行を通じての外貨建てかつ短期の借入に過度に依存していたことが資金調達における通貨と期間のミスマッチにつながり，通貨・金融危機の大きな要因となったとの認識が形成され，それを今後に回避する方策として，東アジア各国の国内債券市場の育成を図ることが重要との政策的方向性が形成されてきている。本稿では，APEC，ASEAN＋3など政府間協議の場で東アジア債券市場育成に関する議論が行われてきた過程を検討することにより，そこでは国内債券市場整備への指向と域内クロスボーダー取引拡大への指向の双方が展開されていること，検討の進め方が次第に域内協力の枠組みとして立ち現れてくることを明らかにしたい。

Ⅰ．通貨危機発生前(1990年代前半)における東アジア債券市場

1．成長期待と債券市場の展望－1995年世界銀行研究

東アジア各国の金融・資本市場を国際資本移動の面から概観すると，1980年代までは公的資金流入が多かったが，1980年代後半から，外国民間資金流入が相対的に拡大するとともに国内資本蓄積も進んだ。しかし，国内金融構造の面から債券市場についてみると，通貨危機前は，高度成長と高貯蓄率を背景に公共債発行が限定的であり，また民間企業の資金調達は銀行借入偏重であり，債券市場の規模は小さかった。

しかし，1990年代半ばには，未曾有の経済成長を背景に，将来において債券市場が拡大しようとの展望が持たれてきた。その典型として，世界銀行が1995年に公表した研究成果である「エマージング・アジアの債券市場（The Emerging Asian Bond Market)[1]」が挙げられる（以下，「1995年世界銀行研究」と言う)。同研究は，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，タイの7カ国1地域から成る東アジア地域の債券市場を対象としたものであり，地域全体で1995年から2004年にかけて年率平均7.7％という高度成長が持続しようとのシナリオのもと，各国での労働集約型製造業から資本集約型製造業への構造転換の進行に加えて，輸送，電力，通信等のインフラ投資と住宅建設資金調達資金のために生じると予想される膨大な長期資金需要の調達手段として債券発行が拡大するものと予測している。

同研究はさらに，債券発行拡大促進のために必要な条件を，①金融セクター改革（金融・資本市場に係る規制緩和の推進，公開市場操作に基づく金融政策体系の構築等），②債券取引に係る制度インフラ（受渡し・決済システム，格付け制度，保証制度等）の整備，③ベンチマーク商品の創出・債券ディーラーの育成等による流通市場活性化，と列挙し，個別に検討している。これらの諸条件は，先進国における債券市場発展の経験に照らして，東アジア各国の今後における課題として設定されている。国内債券市場を整備するために必要な条件を列挙し，関係者による制度改善を促すというこのような視角は，東アジア地域における債券市場を巡るその後の議論にとっての一つの基盤となった。

1995年世界銀行研究ではまた，東アジア地域諸国における企業資金調達の構造について，「資金調達に際して，国内デット・ファイナンスへの依存度が高まるという，新しい傾向が生み出されるであろう[2)]」，「短期の銀行融資に頼ることは，健全な金融慣行とはならない[3)]」としている点に注目すべきである。ただ，債券発行拡大の受け皿となる投資資金源泉については，国内機関投資家の成長，外国資金の流入（株式と同様のポートフォリオ投資の拡大，そのためにはアジア側での規制緩和が必要），一部優良企業による国際資本市場での債券発行の拡大を期待しており，外国民間資金流入全体のマクロ・バランスの問題としては必ずしも捉えられていない。すなわち，国際資本移動が危機を発生せしめる可能性が高いという危険性を予測することはできなかったものの，銀行借入偏重の金融構造に由来する危機発生時の弊害については認識していたということができる。

2. ドラゴン債の構想と現実

1995年世界銀行研究は，通貨危機発生以前の段階において各国の国内債券市場の発展のための条件を展望するものであったが，この段階，すなわち1990年代半ばまでの時期における東アジア地域の債券市場に関するもう一つの側面として，域内における国際債発行の拡大を図る動きがあったことが挙げられる。その典型が，アジア開発銀行（ADB）によるドラゴン債（Dragon Bonds）構想である。

ADB は従来から，途上国に対する様々な手段による開発資金供与だけでなく，ADB 自身が資金調達主体として行動することにより途上国国内の資本市場の発展を支援するという戦略を取ってきたが，ドラゴン債は，ADB 自身のみならず東アジア内外の様々な発行体が域内の発行市場を利用して債券を発行し，主として域内でその消化を図る，つまり域内の投資家が債券を取得するという取引を増やすことで，東アジア地域の債券市場の発展を図るという構想であった。具体的には，香港，台湾，シンガポールの 3 市場で同時に債券の発行手続きを行って投資家への募集を行い，発行後は当該債券を 3 市場の証券取引所に上場して流通売買取引をおこなうとともに，売買取引に伴う受渡し決済の手続きも域内で行う，というものである[4)]。これは，同一のタイムゾーンに属する複数の市場において非居住者発行国際債に係る取引を行うというスキームであり，東アジアにおけるユーロ市場型の債券市場を構想したものということができる。当時の早川智夫 ADB 財務局長（Treasurer）によると，「アジアのためのアジアによるアジアにおける市場，つまりアジア域内での資金還流のための市場」を目指したも

のである[5]。

ドラゴン債の発行は，1993年にADB自身による起債によって始まり，その後1998年にかけて行われた。ただ，発行体は，中国政府，フィリピン国立銀行，インドネシア輸出入銀行，韓国産業銀行など東アジア各国の政府系金融機関が含まれているものの，全体としては先進国国籍の民間企業，民間銀行及び政府系金融機関が多く，発行通貨をみても，一部で円建て，カナダドル建て，オーストラリアドル建て，香港ドル建て，シンガポールドル建てがあるものの，大半は米ドル建てであった[6]。ちなみに，ADB自身による借入及び債券発行による資金調達全体に係る通貨構成（2000年末現存額ベース）をみても，米ドル（61%）と円（22%）が大半を占め，東アジア各国通貨としては台湾ドル，韓国ウォンが一部にあるのみである[7]。

つまり，ドラゴン債は，発行体及び発行通貨の広がりの面で，「アジア域内での資金還流のための市場」という構想を必ずしも実現できなかったということができる。これは，東アジア域内の政府や企業が国際債発行により資金調達を行うニーズがこの段階では必ずしも大きくなかったことが主因と考えられる。米ドル建ての発行についても，発行手続きやコストがより効率的とみられるユーロ債市場や米国ヤンキー債市場（米国国内市場における非居住者による（米ドル建て）債券発行市場）との競争に破れ，「一種のシャドウ市場と化した[8]」との評価もなされている。

Ⅱ．通貨危機と東アジア債券市場

1．通貨危機と債券市場

通貨危機が顕著に現れ強い影響を受けたタイ，マレーシア，インドネシア，フィリピン，韓国の5カ国について国際収支及び外国資金流出入の状況をみると（図表1），危機発生までの時期には経常収支赤字，資本収支黒字となっており，資本収支については外国民間短期資金の純流入が顕著である。経常収支赤字の要因としては，産業構造高度化の遅れや高インフレによる国際競争力の低下，1995年央以降の円安進行による対日輸出の鈍化等が挙げられる[9]。これら諸国が高い貯蓄率を有しながら巨額の外国

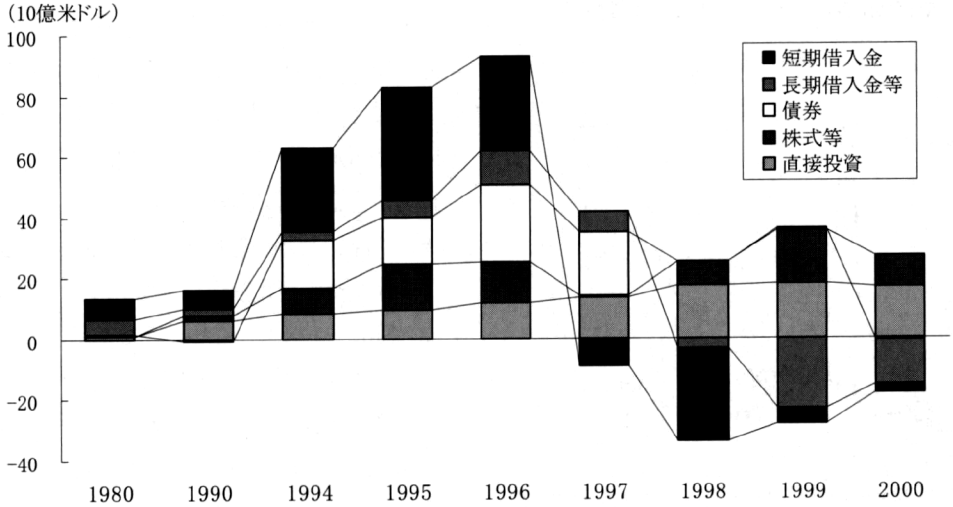
図表1　東アジア5カ国の国際収支の推移

（単位　10億米ドル）

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
経常収支	−40.6	−54.8	−26.1	69.2	44.6
外国資金純流入（資本収支）	83.0	99.0	28.3	−4.2	7.8
外国民間資金純流入	80.4	102.3	0.2	−27.6	0.3
株式投資	15.3	18.6	4.4	13.7	18.5
直接投資	4.2	4.7	5.9	9.5	12.5
ポートフォリオ投資	11.0	13.9	−1.5	4.3	6.0
銀行借入	53.2	62.7	−21.2	−36.1	−16.0
銀行以外からの借入等	12.0	21.0	17.1	−5.3	−2.3

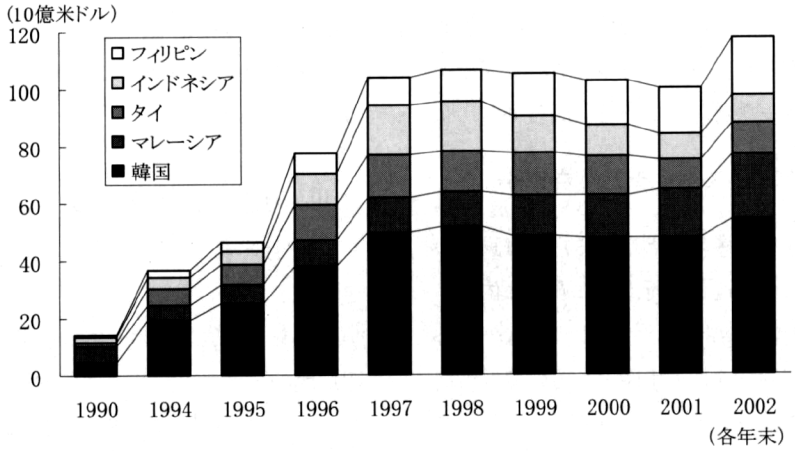
（注）東アジア5カ国はインドネシア，韓国，マレーシア，フィリピン，タイ
〔原資料〕Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies,* April 2000.
〔出所〕Rajan and Siregar［2000］, p. 39.

図表２　東アジア５カ国への外国民間資金純流入



（注）東アジア５カ国は，韓国，マレーシア，タイ，インドネシア，フィリピン
〔出所〕The World Bank, *Global Development Finance, Country Tables,* 2002. により作成。

図表３　東アジア５カ国による国際債発行残高の推移

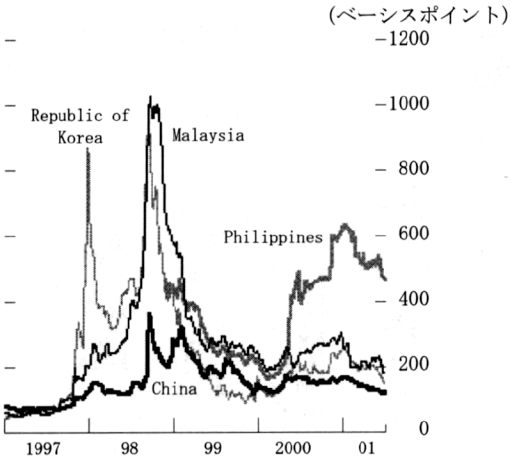


〔出所〕BIS, *Quarterly Review,* Securities Statistics, Table 15B, International Bonds and Notes by Nationality of Issuer, Amounts Outstanding により作成。

民間資金純流入となった背景としては，国内金融システムの過度の規制緩和や不動産投機の進行等により貯蓄投資ギャップが一時的に急拡大したこと，先進国投資家にとって内外金利差や通貨価値の安定等東アジア諸国への投資誘因が高まっていたこと等が挙げられる[10]。

危機発生後については，銀行借入の流出が顕著であるが，債券形態での対外債務の状況についてみると，ネット純増額（外国からの債券形態での資金純流入）は1994年から1997年にかけて拡大し，1998年以降はゼロ近辺となっている（図表２）。また，これら諸国によって発行された国際債の現存額ベースで見ると，1997年まで急増した後，2001年にかけて減少している（図表３）。これは，通貨危機の間接的な影響により，東アジア５カ国による国際市場での外

図表4　アジア各国発行ユーロドル債利回りの米国財務省証券に対するスプレッドの推移



〔原資料〕Bloomberg Financial Markets LP. and J.P. Morgan Chase.
〔出所〕IMF, *International Capital Markets Report*, Aug. 2001, p. 59.

債発行が困難になったことを示す。これら債券の流通利回りのスプレッドをみても，1998年から1999年がピークとなっている（図表4）。

2. ダブル・ミスマッチと債券市場

東アジア通貨危機の原因を探る様々な議論の中で，企業資金調達が銀行借入に過度に依存していたことの弊害が指摘されるようになり，そこから，代替的資金調達手段としての債券市場への期待がクローズアップされるようになっていった。

東アジア諸国の民間企業の主要な資金調達手段は国内外の銀行からの短期の借入であり，各国国内銀行は先進国からの外貨建て借入を行っていた。ここから，国内企業にとってのダブル・ミスマッチが生じた。すなわち，①長期プロジェクトに必要な資金を短期借入によって賄うことに伴い流動性リスクを負うという，満期上のミスマッチと，②国内通貨建てのプロジェクトのための資金を外貨借入によって行うことに伴い為替リスクを負うという，通貨上のミスマッチの両面である。このような見解が，通貨危機以後，大勢を占めるようになっている[11]。

中でも特徴的な議論として，Eichengreen and Hausmann［1999］は，自国通貨建てでの長期の資金調達が困難であるダブル・ミスマッチの状況を，国内金融市場が不完全であるために早期かつ容易に解決できない「原罪（Original Sin）」と呼び，そのような市場を短期間に政策的に整備することが困難である場合には，当該国の通貨体制を米ドル化すること（Dollarization）が唯一の解決策であるとしている。米ドル化により，通貨上のミスマッチが解消される上，外国投資家が当該国への信認を高め長期の貸出にも積極的になることから米ドル化採用国が長期債券を発行しやすくなるため満期上のミスマッチも軽減する可能性が高い，という[12]。

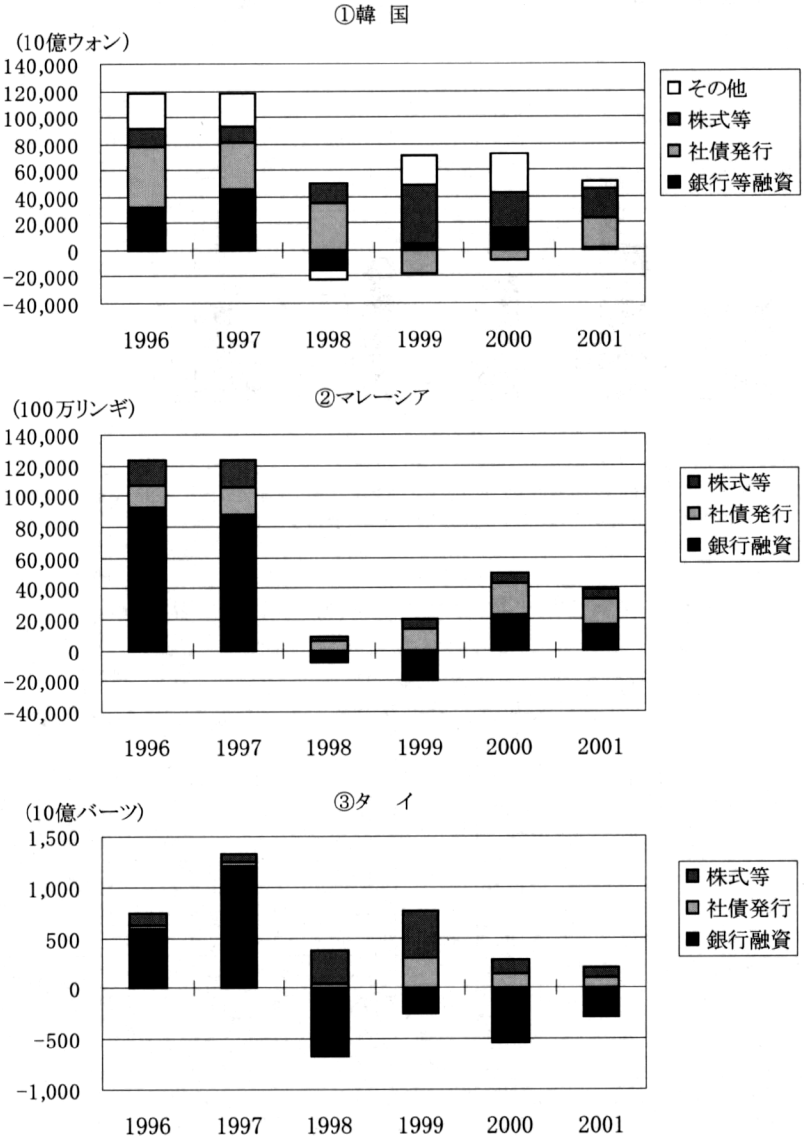
Ⅲ. 通貨危機後の東アジア債券市場

東アジア通貨危機の一応の終息につれ，危機の原因の分析と再発防止策が論じられるようになると，債券市場の育成が大きく取り上げられるようになった。また，各国において国内債券市場の整備が実際に進行しはじめる。さらに，東アジア域内の債券市場を政策的に育成することが必要であるとの認識が，アジア太平洋経済協力会議（APEC）やアジア開発銀行（ADB）などのサポートを得て進められた諸研究において示されていく。一方，東アジア域内の資金源泉を域内の資金需要のために活用する観点から債券市場に注目する論調が出てくる。

1. 各国国内債券市場の動向

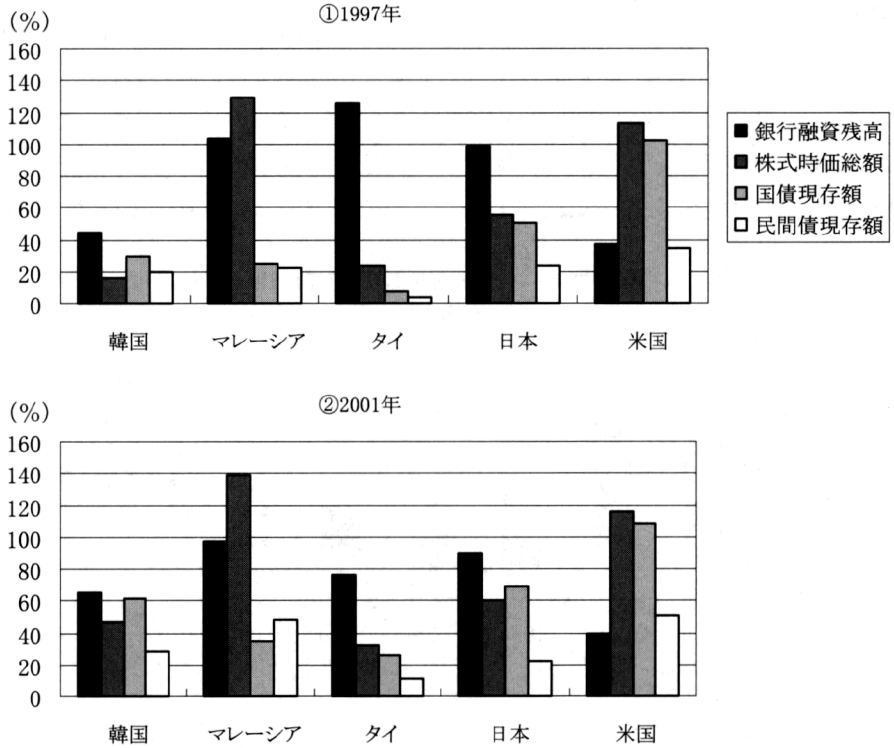
まず，危機後における各国国内債券市場の動向をみておく。各国において国内債券市場が危機後に拡大しはじめているが，それは，各国政府が危機からの回復のために財政支出拡大を余儀なくされ，国債を中心とする公共債の安定的な発行・消化のために発行市場・流通市場の整備を進める必要性が強まったこと，民間部門においても，危機の反省から銀行借入に代替し得る資金調達手段として債券発行への関心が強まったことによる。通貨危機後は，財政政策の

図表5　韓国，マレーシア，タイにおける企業部門の資金調達



〔原資料〕各国中央銀行資料
〔出所〕清水聡「アジア諸国の債券市場の発展とその意義」，『国際金融』第1096号，2002年12月1日，46-47頁により作成。

図表6　各国の債券・株式・銀行借入の規模（対名目 GDP 比率）



〔原資料〕各国中央銀行，IMF。

〔出所〕清水聡「アジア諸国の債券市場の発展とその意義」，『環太平洋ビジネス情報』第 8 号，日本総合研究所調査部環太平洋研究センター，2003年，129-130頁により作成。

図表7　各国の債券・株式・銀行借入の規模（対名目 GDP 比率）

（単位　10億米ドル，%）

	名目GDP	貯蓄率（対GDP比）	債券		国債		社債		株式		民間部門の銀行借入	
			残高	対GDP比率	残高	対GDP比率	残高	対GDP比率	時価総額	対GDP比率	残高	対GDP比率
韓国	457. 2	34. 1	383. 4	83. 9	63. 1	13. 8	107. 7	23. 6	171. 6	37. 5	378. 6	82. 8
インドネシア	153. 3	25. 7	5. 0	3. 3	3. 0	2. 0	1. 4	0. 9	26. 8	17. 5	29. 1	19. 0
タイ	121. 9	30. 6	9. 7	8. 0	5. 9	4. 8	2. 4	2. 0	29. 5	24. 2	103. 1	84. 6
マレーシア	89. 3	38. 5	46. 2	51. 7	25. 9	29. 0	12. 5	14. 0	116. 9	130. 9	75. 9	85. 0
フィリピン	75. 2	18. 1	15. 9	21. 1	15. 3	20. 3	0. 6	0. 8	51. 6	68. 6	30. 1	40. 0
東アジア 5 カ国合計	896. 9	31. 3	460. 2	51. 3	113. 2	12. 6	124. 6	13. 9	396. 4	44. 2	616. 8	68. 8
ラテンアメリカ 7 カ国合計	1, 663. 5	20. 0	219. 1	13. 2	204. 4	12. 3	8. 4	0. 5	598. 2	36. 0	352. 6	21. 2
米国	9, 882. 8	NA	11, 504. 3	116. 4	7, 179. 4	72. 6	2, 228. 4	22. 5	15, 104. 0	152. 8	6, 087. 4	61. 6
日本	4, 667. 1	25. 8	4, 857. 8	103. 9	3, 907. 9	83. 6	556. 2	11. 9	3, 157. 2	67. 5	5, 185. 7	110. 9
ドイツ	1, 870. 1	26. 3	1, 214. 2	64. 9	599. 5	32. 1	18. 2	1. 0	1, 270. 2	67. 9	2, 190. 0	117. 1
英国	1, 413. 4	16. 2	639. 0	45. 2	384. 7	27. 2	188. 8	13. 4	2, 577. 0	182. 3	1, 807. 3	127. 9

（注）債券残高の集計時点は国により異なる（2001年 3 月から2002年 1 月まで）。その他は2000年末現在。
ラテンアメリカ 7 カ国は，アルゼンチン，ブラジル，チリ，メキシコ，ペルー，ボリビア，コロンビア。

〔原資料〕IMF, *International Financial Statistics,* 2001; *BIS Quarterly Review,* March 2002; World Bank, *World Development Indicators*; local exchanges, rating agencies and central banks.

〔出所〕遠藤［2003］，p. 22をもとに作成。

発動による公共債発行が増大している。民間企業の資金調達については，銀行借入が大幅に後退（ネットベースで純減，国際資金フローでみても純流出）している一方で，株式および債券の比率は高まっている（図表5）。この結果，公共債，民間債ともに，現存額の対GDP比率は各国で上昇している（図表6，図表7）。

2. 1999年APECガイドライン

東アジア各国の国内債券市場を政策的に育成することが必要であるとの認識は，各国個別レベルだけでなく，アジア太平洋経済協力会議（APEC）のような国際的フォーラムの場でも形成されていった。

APECでは，東アジア通貨危機発生直前の1997年4月に開催された第4回財務大臣会議において，「インフラストラクチュア整備への民間部門の参加促進と金融・資本市場の発展促進に向けた協同イニシアティブ」が組織された。これは，債券市場については1995年世界銀行研究の視角と類似するものである。

APECでの議論のトーンは，通貨危機発生を受けてやや変化するが，各国国内債券市場の整備を展望するというアプローチは基本的には継続された。1998年の第5回財務大臣会議（開催地はカナダのカナナスキス）において「国内債券市場の発展に関するAPEC協同イニシアティブ（APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets）」の作業を開始することが合意され，APEC財務大臣プロセスにおける政策イニシアティブのテーマの一つとして設定された[13]。1998年から1999年にかけて，APEC加盟国政府を対象に，各国の国内債券市場の規模及び制度・市場インフラ・規制の現状等に関するアンケート調査が行われ，その結果をもとにした検討を経て，「APEC参加各国の国内債券市場育成のためのガイドライン（健全な慣行の概要）」（Compendium of Sound Practices; Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies）」（以下，「1999年APECガイドライン」と言う）が取りまとめられ，1999年9月に公表された。

1999年APECガイドラインは，債券市場は国内外の資金源泉を国内での投資に効率的に振り向けるチャンネルとなるとともに，国内の個人投資家及び機関投資家にとっての投資対象の幅を広げるものとなり，結果として金融システムの安定性を高める，との基本的認識に基づき，各国国内債券市場の発展にとっての必要条件と考えられる事項を，①政府の役割，②規制枠組みのあり方，③市場インフラの整備，④流動性の向上，⑤リスク管理，という5つの領域に整理して列挙している。また，特に国内債券流通市場の発展を阻害していると考えられる要因を指摘するとともに，それを改善するために有益と考えられる方策を勧告している（図表8）。

同ガイドラインは，「健全な慣行（Sound Practices）」という表題が示すように，各国国内債券市場の自生的発展と標準的形態への収斂を念頭に置いたものであり，1995年世界銀行研究と比較して一層，国内市場整備への指向が強く，国際的側面への関心は小さいということができる。

3. 国内債券市場整備の諸条件

1999年APECガイドラインのような政策的見地からの作業以外に，東アジア各国を対象と

図表８　「APEC 参加各国の国内債券市場育成のためのガイドライン（1999年）」の概要

Ⅰ．APEC 参加各国の国内債券市場育成のためのガイドライン

1．政府の役割

・国債管理政策と国内債券市場振興策のバランスをとること
・国債管理政策及び国内債券市場振興策と，金融政策とが齟齬を来たさないようにすること
・国内債券市場発展の阻害要因を明確化すること
・債券に係る税制が他の金融商品に係る税制に比較して不利な取り扱いとならないようにすること

2．規制枠組みのあり方

・円滑かつ公正な債券取引が確保されるよう適切な規制を行うこと
・債券取引にとって重要な情報の適時かつ公正な開示のための規制枠組みを整備すること（国際標準に適う会計基準の採用を含む）
・市場仲介者や機関投資家に対する適切な規制・監督を行うこと
・債券売買取引価格情報に係る透明性を高めること

3．市場インフラの整備

・取引約定成立後迅速に受け渡し・決済が行われること
・市場インフラの運営に係る取決め・手続きが明確に定められていること

4．流動性の向上

・信頼性の高い基準イールドカーブが得られるよう，国債発行スケジュールの定例化，発行年限の多様化，発行規模の拡大・銘柄統合等を行うこと
・市場情報（債券発行条件，発行体の財務内容・債券発行に関する方針，売買取引価格等）の透明性を高めること
・債券関連の先物取引・レポ取引・貸借取引等に係る制度を整備すること
・取引コストを抑制すること

5．リスク管理

・債券発行者及び投資家の双方が適切な ALM（資産負債管理）を実行すること
・格付機関が格付プロセスの透明性・格付情報の信頼性を向上させること
・投資家が格付情報に過度に依存しないこと

Ⅱ．国内債券流通市場発展の阻害要因と勧告

（阻害要因）

a．信頼に足るベンチマーク・イールドカーブの欠如
b．地場機関投資家の欠如
c．受渡し・決済システムの未発達
d．流動性の欠如
e．マーケットメイカーの欠如
f．長い決済期間
g．債券貸借制度の欠如

（勧告）

(a)　政府・政府関係機関発行債券の年限の多様化
(b)　受渡し・決済システムの改善（決済期間の国際標準化）
(c)　時価評価制度の導入（機関投資家の投資リスク管理を容易化）
(d)　債券レポ市場の整備
(e)　債券先物取引の振興（投資家のリスクヘッジ手段の整備）
(f)　取引プロセスの電子化
(g)　銀行借入と債券発行の間の歪みの是正

〔出所〕APEC［1999］，pp. 4-12; Appendix A, pp. vii-viii. により作成。

して国内債券市場の現状と発展を阻害している諸要因について分析するという手法による研究が数多くなされている。例えばRhee［2000］は，格付機関や受渡し決済システムの整備，債券貸借取引の円滑化のための制度整備，信用保証付与機構の整備，バスケット通貨による債券発行等を提言している。また，Fabella and Madhur［2003］は，安定的なマクロ経済環境の維持及びそれを目的とする適切な金融政策，国債市場の発展，銀行セクターの健全性の向上，コーポレート・ガバナンスの向上，紛争処理体制を含む規制枠組みの強化，域内機関投資家の十分な成長，域内国際債市場の更なる整備等を列挙している。

4. 域内国際債券市場への関心

一方で，各国国内市場の整備だけでは完結しない関心が出始める。それは，域内各国の間に経済格差が存在することを認識した上で，域内全体としての資金動員による成長の実現を目指す指向である。

（1） 域内資金の動員

この指向をマクロ・バランスの面からみた研究として，Kumar［2001］が挙げられる。それによると，東アジアを含むアジア太平洋地域諸国は全体としては投資をファイナンスするためにほぼ十分な貯蓄を有しているが，貯蓄投資ギャップでみて余裕がある諸国（large-and medium-sized economies）とそうでない諸国（smaller economies）の相違がある（図表9）。前者においては銀行借入，株式発行だけでなく債券や資産担保証券などの長期資金調達手段を整備するとともに国内機関投資家（年金基金，保険会社，投資信託など）による国内投資のための制度環境を整備する方向性を取るこ

図表9　アジア地域発展途上国等の貯蓄率・投資率（対GDP比率）

	貯蓄率		投資率		貯蓄投資ギャップ	
	1995年	2000年	1995年	2000年	1995年	2000年
東アジア						
中国	42.5	38.0	40.8	37.1	1.7	0.9
香港	30.5	32.2	34.8	27.5	−4.3	4.7
台湾	27.0	24.8	25.3	22.8	1.7	2.0
韓国	35.4	30.9	37.2	28.7	−1.8	2.2
東南アジア						
シンガポール	50.2	49.8	34.6	31.3	15.6	18.5
マレーシア	39.7	46.9	43.6	27.0	−3.9	19.9
タイ	33.8	30.0	41.8	22.0	−8.0	8.0
インドネシア	30.6	22.0	31.9	17.9	−1.3	4.1
フィリピン	14.5	17.0	22.5	17.6	−8.0	-0.6
ベトナム	13.6	25.0	27.1	23.0	−13.5	2.0
南アジア						
インド	25.1	22.7	26.8	23.5	−1.7	−0.8
パキスタン	14.2	14.0	18.3	15.0	−4.1	−1.0
バングラデシュ	16.7	21.4	19.1	22.4	−2.4	−1.0
スリランカ	15.3	19.0	25.7	29.0	−10.4	−10.0

〔原資料〕ADB, *Asia Development Outlook 2001* ; and national sources.
〔出所〕Kumar［2001］, p. 20.

とが有効である。一方，後者においては，国内金融システムについては引続き銀行借入を主体としつつも，より経済規模の大きい近隣国または域内国際資本市場において資金調達を行うことができることが望ましい，という。

（2） ホーム・バイアスの観点からみた域内債券市場

東アジア通貨危機発生の背景の一つに，国際金融・資本市場のグローバル化の進行があるが，国際資本移動のグローバル化に関する近年の議論においては，ホーム・バイアスの観点から域内ないし地場の投資家の役割を無視できないとする見方が出てきている。ホーム・バイアスとは，先進国投資家を中心に国際分散投資がめざましく進展し国際金融・資本市場で様々な資産に関する価格裁定が活発化する一方で，現実のポートフォリオ構成をみると，CAMP（Capital Asset Pricing Model）等の理論から想定される最適ポートフォリオに比し国内資産への偏りが観察される，というものである[14]。通貨危機との関連では，市場ストレス時においては，投資家にとって自国の金融資産に関する情報の方が外国の資産の場合よりも入手しやすいことに由来する国内投資家と海外投資家の間に存在する情報の非対象性が平時よりも増大する可能性が高く，わずかな情報が投資家のパニック的な群集行動を惹起し，国際資本移動のボラティリティを高める可能性がある等の指摘がなされている[15]。

東アジア債券市場に関する近年の研究動向においても，ホーム・バイアスの観点から域内市場を充実させることに積極的な意義を見出す論調が認められる。Fabella and Madhur［2003］は，先進国の投資家は東アジア各国について，通貨危機の起こっている国とそうでない国とを区別せずに資本の引き上げ（債券については売却）を行った面があるが，東アジア域内の投資家はその違いを織り込んで行動しており，投資対象ごとの収益性を識別することができたとし，東アジア域内に債券投資の中心的な市場を育成することには通貨危機の再発を防止する上で意義があるとしている。また，遠藤［2003］は，資本市場のグローバル化やIT化の進展によって国際資本市場が一般化し地場の資本市場は不要になるとの見方に対して，国際資本市場が満たすことのできない地場ニーズや「地場選好心理（local preference）」は否定できず，それに対応するためには国際資本市場と国内資本市場ないし域内資本市場との間での役割分担が考えられるのではないかとしている。

Ⅳ．地域協力としての「アジア債券市場イニシアティブ」

東アジア域内各国それぞれの国内債券市場を整備することと平行して，域内におけるクロスボーダーの債券取引を拡大させるという指向を現実化するためには，単に各国国内市場の発展とその集積ではなく，域内各国での協調が必要になってくる。通貨危機以後，そこからの回復と再発防止のために様々なレベルで出てきた通貨・財政上の地域協力の枠組みが，債券市場に関しても形成されてくる。さらに，その発展を展望する中で，債券発行通貨の多様化（ローカル・カレンシー，バスケット通貨）や，市場拡大の梃子とするための協同基金設立構想が出てくる。それらが単に経済的な実務論としてだけでなく，域内各国の政治的関与のレベルの問題として認識されはじめる。

ただ，こと東アジア各国の民間企業に関しては，債券発行による資金調達が可能なのはごく一部の大手優良企業に限られる。中小・零細企業の資金調達は銀行借入に依存せざるを得ず，またその方が効率的である部分が大きいことも事実である。とはいえ，証券化や信用補完の手法の整備により，これら企業が債券市場を通じて資金調達を図ることも展望されはじめている。

1. 日本の対応－「新宮澤構想」とその意義

東アジア通貨危機発生後に，その解決と再発防止の両面に係る様々な取り組みが行われる中で，日本が果たした役割は大きなものがあった。中でも，1997年8月にIMF主催で開催されたタイ支援金融会議において，IMFとは別個にアジア地域に関するサーベイランス機能と金融支援（緊急融資）機能を有するアジア通貨基金（AMF）を創設する構想を提起し，IMF及び米国の反対により断念を余儀なくされたものの，この構想の提起がタイの要請を受けて行われたものであったことや，マレーシア等から支援が表明されたことは，日本が通貨危機後の東アジア域内での地域協力に積極的な姿勢を示した点で，特筆に値する[16]。なお，AMF構想に代る実際の支援スキームとしては，IMFの枠内でそれを補完する形で，アジア太平洋地域各国によりサーベイランス及び協調金融支援（実施そのものは2国間ベース）等を行うという，「金融・通貨の安定に向けたアジア地域協力強化のための新フレームワーク」（通称「マニラ・フレームワーク」）が1997年11月に合意され，実行に移された[17]。

日本政府はその後，IMFの処方箋が緊縮財政と銀行の貸し渋りを生み危機をむしろ深めているとの判断から，各国が必要とする流動性を供給することを目的として，1998年10月3日に「アジア通貨危機支援に関する新構想（新宮澤構想）」を公表し[18]，その後に順次実施した。これは，アジア諸国の実体経済回復のための中長期の資金150億米ドル及びこれら諸国が経済改革を推進していく過程で短期の資金需要が生じた場合の備えとして150億米ドルの，合わせて300億米ドルの資金支援スキームである。

さらに1999年5月15日には，第6回APEC財務大臣会議（開催地はマレーシアのランカウイ）において宮澤喜一大蔵大臣が「アジア危機を越えて」と題する演説を行うとともに[19]，「アジアの民間資金活用構想－新宮澤構想の第2ステージ－」が公表された[20]。宮澤蔵相演説では，中長期的な資金ニーズを満期と通貨の両面のミスマッチのない形でファイナンスするための効率的な金融仲介を実現することの重要性等を指摘している。「新宮澤構想の第2ステージ」では，「新宮澤構想をはじめとする公的資金支援によりアジア各国の金融の資金ニーズが満たされたこともあり経済はそこを打ちつつある」との状況認識の上に，「将来に渡って通貨危機に陥りにくい安定的かつ強靭な金融システム（資金調達メカニズム）をアジア域内において構築していくことが重要」であるとしている。そのために実施することが表明された日本の民間資金の活用の具体策としては，日本輸出入銀行（現・国際協力銀行）による支援（アジア諸国が民間金融機関から行う借入に対する保証，アジア諸国が発行する公債に対する保証，アジア諸国が発行する公債の取得の拡大等）が中心となっており，アジア諸国に対する信用保証の対象を従来の借入から公債に拡大したこと

が特徴である。

さらに，「通貨危機をもたらす国際的な短期資本移動の影響を受けにくくするためには域内の民間資金の活用を最大化して域外資金への依存割合を減らすとともに，域外からは良質（長期かつ域内通貨建て）の資金流入を促進し，安定的な金融システムを構築していく必要がある」との観点から，アジア域内の債券市場の整備・育成を図ることが喫緊の課題であると位置付け，それを促進するため，サムライ債発行の促進等により東京市場の活性化を進めていくとともに，アジア域内の債券市場の整備・育成に関する検討課題について「関係各国間で協同して検討を行うことを呼びかけていく」としている。

以上のような2次に渡る「新宮澤構想」は，東アジア各国から高い評価を受けたものの，米国及びIMFの動向に配慮した結果，経済協力の形態としては従来の二国間支援の枠組みを越えていないが[21]，「第2ステージ」で示されたアジア債券市場の整備・育成に関する構想は，東アジアにおける債券市場の重要性を明確に指摘するとともに，その推進には域内地域協力が重要であるとの方向性を打ち出した点において特筆されるものであり，その方向性は，後述する「アジア債券市場イニシアティブ」につながっていったと考えることができる。

2. ASEAN＋3枠組みの形成

（1） アジア域内協力枠組みとしてのASEAN＋3

通貨危機の発生を契機として東アジア域内地域協力の必要性が強く認識された結果，「危機の再発防止と通貨の安定，経済の再活性化に向けた枠組みは，東南アジア地域・ASEANから日本，中国，韓国を含む東アジア地域に拡大して検討される[22]」ことになっていく。すなわち，ASEAN＋3の枠組みの成立である。同枠組みそのもの初期形態は，通貨危機発生前の1997年1月にクアラルンプルで初めて開催されたASEAN＋3首脳会議であったが，通貨危機を経て1999年11月にマニラで開催されたASEAN＋3首脳会議では，「東アジアにおける自助・支援メカニズムの強化」の必要性について合意し，「利益を共有する金融，通貨，及び財政問題に関する政策対話，調整，及び協力を強化する」等とする「東アジア協力に関する共同声明（Joint Statement on East Asia Co-operation）」が採択された。これにより，域内において通貨・金融問題に関する協力及び政策対話を強化する基盤が築かれることとなった。外国為替等審議会［2000］は，これを「アジアにおいて地域協力を強化していく上で極めて重要な第一歩となった」と評価している[23]。

その具体化のための枠組みとして，経済・財政，労働，農業，観光など各政策分野ごとにASEAN＋3閣僚会議が定例的に開催されるようになった。その一環としてのASEAN＋3財務大臣会議は，2000年5月にタイのチェンマイで第1回目が開催され，通貨危機再発防止のためASEAN＋3各国の間で2国間通貨スワップ協定のネットワークを構築すること（通称「チェンマイ・イニシアティブ」），域内政策対話を強化すること等が合意されるとともに，資本移動の監視及び早期警戒システムの構築を含む地域金融協力の進展についての議論が行われた。従来，ASEANの一部の諸国の間で通貨スワップ・アレンジメントが組まれていたが，チェンマイ・イニシアティブは，それをすべてのASEAN加盟国にまで拡大するととも

に各国と日本・中国・韓国との間にも二国間の通貨スワップ取極を締結することで，関係国通貨当局間でのより強固な協力関係を構築しようとするものである[24]。

（2） ASEAN＋3枠組みにおける「アジア債券市場イニシアティブ」の形成

このように通貨危機後の東アジア地域協力のフレームワークとして立ち現れてきたASEAN＋3であるが，2002年になると，アジア債券市場育成に係る議論が行われるようになった。わが国財務省によると，2002年11月に東京で開催されたASEAN＋3財務大臣代理・中央銀行総裁代理会合において，日本は韓国とともに，域内の貯蓄を有効に活用し域内の経済発展に役立てる観点から東アジア域内の資本市場の育成をASEAN＋3の場で検討すべきではないかとの提案を行ったという[25]。また，同年12月にチェンマイで開催されたASEAN＋3非公式セッションにおいても，日本から「アジア債券市場育成イニシアティブ」を提案したとされる[26]。

さらに，2003年2月28日に東京で「アジアにおける債券市場の育成にかかるASEAN＋3非公式会合」が開催され，翌3月1日には財務省財務総合政策研究所の主催により「アジアにおける債券市場の育成にかかるASEAN＋3ハイレベル・セミナー」が開催された[27]。ASEAN＋3非公式会合の内容は明らかにされていないが，ハイレベル・セミナーの席上で谷口隆義財務副大臣が行った基調講演において，日本政府から「アジアにおける債券市場の育成のための包括的なアプローチ」としての「アジア債券市場イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative）」が提案された[28]。

その概要は図表10の通りである。国内債券市場を発展させる推進軸として公共部門による債券発行及び流通に係る施策が重要であるという認識については，1995年世界銀行研究や1999年APECガイドラインと同様であるが，それだけでなく，アジア各国の中小企業の資金調達を円滑化することの需要性に着目し，そのための手段として資産担保証券の手法や地域協力に立脚する様々な信用保証に言及している点では，1999年の「新宮澤構想第2ステージ」の構想を引き継ぎ発展させたものとなっている。さらに，域内でのクロスボーダーの債券発行に意義を見出した点や，債券発行通貨を現地通貨やバスケット通貨に多様化することを展望した点では，近年の研究動向や様々な国際フォーラムでの議論を反映したものと言える。様々な論点を包括的に盛り込んだものであることも大きな特徴であり，通貨危機後に東アジア債券市場に関して様々な場で議論されてきたところを整理した上でASEAN＋3という具体的な地域協力の枠組みにおける指針として提示したという点で，積極的な意義を認めることができよう。

ASEAN＋3枠組みにおいてこのような経緯で検討されてきた「アジア債券市場イニシアティブ」は，2003年8月にフィリピンのマカティで開催されたASEAN＋3財務大臣会議において，大きな進展をみることとなった。同会議では，「アジア債券市場イニシアティブ（The Asian Bond Markets Initiative: ABMI）」が，チェンマイ・イニシアティブ，資本移動の監視及び早期警戒システムと並び「地域金融協力」を構成するものという位置付けのもとに議論された。そして，会議後に公表された共同声明[29]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

図表10　ASEAN＋3「アジア債券市場イニシアティブ」（日本提案）の概要

1. 多数の発行体による市場への参加の促進

域内の様々な民間企業が起債できるような市場を育成するためには，市場の厚みを増すことが先ず求められ，そのためには，各国政府及び政府機関，大企業，中小企業のそれぞれによる債券の発行を促進していくことが重要。

(1) 政府及び政府機関の役割

債券市場が未発達な国にあっては，政府及び政府機関は，積極的かつ定期的に債券発行を行い，発行量と償還期間の点で，民間企業による債券発行を補完するとともに，市場におけるベンチマークの形成に貢献することが期待される。

(2) 国境を越えて活動する企業による直接投資の資金を調達するための債券発行

企業が直接投資等のために要する資金を投資受入国において債券発行により調達することは，債券市場の発展に貢献する（資本の海外流出を生じさせないため，各国の貴重な国内資金の国内での有効な活用となる）。

(3) 資産担保証券市場の育成（中小企業に債券市場へのアクセスを可能とする方策の検討）

企業への融資や企業の発行した債券を担保とする資産担保債券を組成することが有効と考えられる（流通市場を形成するために必要な発行量を確保できるとともに，投資家にとってはポートフォリオを組んでリスク分散を図っているのと同様のメリットが期待できる）。

2. 多様な債券の発行の促進

(1) 現地通貨建てによる債券発行の促進

通貨のミスマッチのない資金調達を促進する観点からは，域内各国において，現地通貨建てによる債券市場を育成することが重要。そのためには，債券市場が未発達の域内国において，先ず国際機関（アジア開発銀行や世界銀行/国際金融公社）や各国政府機関が現地通貨建て債券を発行することが期待される。

(2) バスケット通貨建て債券の発行

国境を越えて活動する企業や国際的な投資を行う機関投資家にあっては，域内各国通貨からなるバスケット通貨建ての債券の発行や購入により，為替リスクの軽減を図り得る。このためには，例えば，域内諸国が自国通貨建てで発行する国債を取りまとめて，バスケット通貨建て債として組成することを検討してはどうか。バスケット通貨建て債の発行を，アジア通貨単位（Asian Currency Unit : ACU）に繋げることも展望される。

3. 市場育成に向けての環境整備

(1) 保証の活用

債券のリスクに対する投資家の認識と発行体の認識に大きな隔たりが存在することが，債券市場拡大の阻害要因となっているため，市場が成熟するまで過渡的な手段として保証を活用することが考えられる。アジア開発銀行等の国際機関の保証機能を積極的に利用すること，国際協力銀行（JBIC）等の政府機関が，アジアにおいて発行される民間企業債やソブリン債に対して保証を付すること，これら既存の保証機能を効果的に活用するため，民間企業による国際債の発行に関して，国際機関や各国政府機関による協調を図っていくこと，等が重要。

(2) アジア保証機構の設立

既存の機関による保証の提供に制約がある（融資にあわせてのみ保証の提供が可能，単独保証が行い得ない等）ことから，例えば，アジア保証機構といったような国際機関を創設することが有益ではないか。更に，為替スワップを提供することとすれば，民間企業が通貨のミスマッチなくして国際債を発行して資金調達を行うことを容易にするとともに，国際投資に際しての為替リスクの回避の円滑化にも役立つであろう。

アジア保証機構による保証を効果的なものとするためには，機構が，域内諸国が参加する条約に基づいて設立され，法的な基盤を与えられるとともに，域内各国やアジア開発銀行の出資により財務基盤が確保されることが必要。

(3) 債券市場のインフラ整備

会計基準，開示規制，決済制度，格付け機関，取引規制等についての整備を図る必要。そのためには，域内各国が，ASEAN＋3の枠組みの下で，相互に技術協力を行っていくことが重要。

(4) 域内情報の発信

優れた業績をあげ良好な財務基盤を有しているアジア域内の企業の情報や域内の経済状況等を世界に向けて発信するためのメカニズムとして，インフォメーション・ネットワークを設立することが望まれる。

〔出所〕2003年3月1日「アジアにおける債券市場の育成にかかるASEAN＋3ハイレベル・セミナー」における谷口隆義財務副大臣による基調講演全文（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/ko150301html）をもとに作成。

図表11　ASEAN＋3「アジア債券市場イニシアティブ」の今後の課題

A．多様な債券発行体による市場アクセスの促進

(1)　ベンチマーク形成のためのアジア各国政府によるソブリン債の発行
(2)　アジアの政府関係金融機関がその資金調達のためにアジアにおいて債券を発行
(3)　債務担保証券（CDO）を含めた資産担保証券市場の創造
(4)　国際金融機関及び政府系機関による域内における債券発行
(5)　アジア各国への直接投資の資金調達のための域内における債券発行
(6)　自国通貨建ての債券の種類拡大－通貨バスケット債券の導入

B．アジアの債券市場育成に資する市場インフラの強化

(1)　既存の保証機関の積極的な活用及びアジア信用保証機構の設立に向けた取組みを通じた信用保証の供与
(2)　地域の格付機関の機能の向上及びアジア格付ボードの設立の可能性を検討することによる格付システムの強化
(3)　債券発行体や格付機関の情報発信のためのメカニズムの構築
(4)　クロスボーダー取引のための外国為替取引の促進及び決済の問題の検討
(5)　メンバー国間における政策対話と人材育成の促進のための市場調査及び技術支援プログラムを通じたキャパシティー・ビルディングの強化
(6)　会社法，証券取引法及び税法などの法的及び制度的インフラの検討

〔出所〕2003年8月ASEAN＋3財務大臣会議における「アジア債券市場育成イニシアティブに関する議長プレスリリース」（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/as3_030807_02.htm）により作成。

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」との展望のもとに，「域内債券市場育成のための作業をさらに強化する」との合意がなされたことが明らかにされた。

さらに，同会議に至る過程でアジア債券市場イニシアティブの取組みに関し一連の進展があった経緯を受けて，「この機会に，本イニシアティブのこれまでの進捗状況と将来の方向性を公表することが適切である」との判断から，「アジア債券市場イニシアティブに関する議長プレスリリース」が公表された[30]。同議長プレスリリースでは，ABMIについて，「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いる」とし，また，「資金調達における通貨及び期間のミスマッチを緩和することにも寄与するものである」とするとともに，ABMIを「ASEAN＋3の金融協力における重要な前進」であると位置付けている。

今後の進め方について，議長プレスリリースでは，ABMIに係る個別具体的な課題についての検討を行うため以下の6つのワーキンググループが設置されたことが明らかにされた。すなわち，①新たな債務担保証券の開発のためのワーキンググループ，②信用保証メカニズムに関するワーキンググループ，③外国為替取引と決済の問題に関するワーキンググループ，④国際開発金融機関，外国の政府系機関及びアジアの多国籍企業による現地通貨建て債券の発行に関するワーキンググループ，⑤地域の格付機関に関するワーキンググループ，⑥技術支援の調整に関するワーキンググループ，であり，これらにおける検討の進捗状況は今後にASEAN＋3財務大臣プロセスに報告されることとなっている[31]。また，さらなる検討が必要な今後の諸課題として，多様な債券発行体による市場アクセスの促進，市場インフラの強化等が示され

たが（図表11を参照），それらは先に日本による「アジア債券市場イニシアティブ」提案で示されたところと共通する部分が多い。

以上のように，ASEAN＋3枠組みにおけるアジア債券市場イニシアティブは，日本による提案等を核とした上で，2003年8月のASEAN＋3財務大臣会議において，地域金融協力の一環として明確な形をとるに至ったということができる。

3.「アジア債券基金（ABF）」構想と「アジア協力対話（ACD）」

（1） タクシン・タイ首相のイニシアティブ

2002年以降，タクシン・タイ首相が「アジア債券基金（Asia Bond Fund；ABF）」構想を提唱している。アジア各国の外貨準備の一部を活用した基金をアジア各国が発行する債券の購入に充てることにより，アジア債券市場の活性化に資するというものである。タクシン首相は2001年に51歳でタイ首相に就任して以降，強い指導力を発揮しているといわれるが，同首相のアジア債券市場に対する関心は，1999年以降行われている国内債券市場改革の経験を踏まえた上で，それをアジア地域協力推進への意欲と重ねあわせて立ち現れてきたものと推測される。同首相によるABF構想の提起の特徴は，同首相が幅広い分野についてアジア域内協力を推進しようとする強いイニシアティブの一環として行われていることである。

タクシン首相によるABF構想は，2002年8月の日タイ財務大臣会談，同年9月のアジア欧州会議（ASEM）第4回首脳会合，同年10月の世界経済フォーラム東アジア経済サミット（World Economic Forum East Asia Economic Summit）などの場において繰返し表明された[32]。このうち，世界経済フォーラム東アジア経済サミットでのタクシン首相講演[33]では，アジア各国経済の成長と自立のために域内協力が重要であることを強調するとともに，アジア各国は全体としては十分な外貨準備と国内貯蓄を有しており，これを域内経済の成長のために活用することが重要であり，そのためには債券市場を発展させることが大きく貢献する，との考え方に基づき，具体的方策として，アジア各国が外貨準備の一部（例えば1％相当額）を拠出して基金を創設し，アジア各国で発行される債券の購入にあてるというABF構想を表明している。

タクシン首相によるABF構想についてRajan［2003］は，その詳細が不明であるとの留保の上で，①資金調達手段の多様化が図られること，②グローバル市場の変動に対する脆弱性（vulneravility）を軽減できること，③外貨建て負債に対する脆弱性を軽減できること，④域内流動性を高めることにおいて，評価している。特に②に関しては，通貨危機時に先進国投資家がアジアからパニック的に投資資金を引き上げたことに鑑みると，ABFの運営に当たっては域内での資金還流を拡大することに意を注ぐ必要があるとしている。ただし③については，ABFの購入対象がアジア域内国通貨建て債券を含むことが前提となるが，アジア域内の弱小国の通貨建て債券までのABFの購入対象とすることについては，他の諸国の投資家からの反発も予想され，それがABF運営上の政治的な弱点となりかねないとしている。

タクシン首相によるアジア地域協力に向けたイニシアティブは，2002年6月にタイのチャアムで開催された「アジア協力対話（Asian Cooperation Dialogue：ACD）」第1回会合に見

て取ることができる[34]。同会合には，日本，中国，韓国，ASEAN 各国（ミャンマーを除く9カ国），インド，パキスタン，バングラデシュ，バハレーン，カタールの計17カ国から外務大臣等が参加した。その目的は，「東アジアから中東までを含むアジア域内の外相クラスが集まり，アジア諸国の潜在力を引き出し，域内の競争力を強化することにより，アジアの発言力を強めていくとの観点から非公式にかつ自由に意見交換すること[35]」にあるとされる。同会合では，貧困削減，人材育成，デジタル・ディバイドの解消，科学技術，アジアの文化や観光の促進，中小企業育成，資源管理，エネルギー安全保障，運輸・通信，安全保障問題，ビジネス及び学識者の役割，インフラ開発等，幅広い分野の個別の課題の重要性を確認し，これらについて，参加各国が特に関心を持つ課題を選択して当該課題に関する協同での検討を主導していくこととなり，そのような課題を各国にとってのプライム・ムーバー・プロジェクトと呼ぶこととなった。アジア債券市場の発展に関する課題は，タイが自国のプライム・ムーバー・プロジェクトとすることとなった[36]。

（2）「アジア債券基金」の創設

ABF 構想は，その後の議論を経て，東アジア各国の中央銀行が拠出する基金として実現するに至った。すなわち2003年6月，東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks : EMEAP）（オーストラリア，中国，香港，インドネシア，日本，韓国，マレーシア，ニュージーランド，フィリピン，シンガポール，タイの11カ国が参加）において，参加国の拠出により総額10億米ドルの「アジア債券基金（Asian Bond Fund : ABF）」を創設し，東アジア各国（EMEAP 参加国のうち日本，オーストラリア，ニュージーランドを除く8カ国）の政府及び政府関係機関が米ドル建てで発行する債券に投資することが決定された[37]。基金の管理・運用は国際決済銀行（BIS）が担当することとなったが，これは，BIS が従来から各国中央銀行のために債券での資産運用等を行っている経緯によるものである。ABF の意義について，EMEAP 及び BIS は，東アジアにおける債券市場の振興に向けた地域協力の重要なステップであり，また，東アジア各国の中央銀行にとっては準備資産の多様化に資するものとしている。ABF の運用対象は，当面は上述のようにアジア各国政府等発行の米ドル建て債券のみであるが，将来的には，東アジア債券市場の一層の深化と拡大を目的として，東アジア各国通貨建て債券に拡大することを今後に検討することとされている。

この ABF について伊藤隆敏教授（東京大学）は[38]，①投資対象が当面は米ドル建て債券に限定されるため，通貨ミスマッチの解消にはつながらない，②BIS が ABF を運用する際の手法が「パッシブ」（市場平均並みの成績を目指す）であるため，債券の発行を促す効果はあるものの，活発な売買取引を伴う流通市場の成長は期待しにくい，③ABF は各国の外貨準備の運用であるため，信用度の高い債券しか購入できない，という3点において批判している。そして，アジア債券市場を育成するとともに将来の通貨危機の発生確率を減らすためのより効果的な方策として，公的出資により「アジアボンド発行・保証会社（Asia Bond Corporation ; ABC）」を創設し，この ABC がアジア各国政府等の自国通貨建て発行債券を購入した上

で，それによって構成される保有資産を担保とし，かつ，当該保有資産額の通貨構成に等しい比率から成るバスケット通貨建てで自ら債券を発行する，というスキームを提案し，これにより，自国通貨建て債券の発行と流通の双方を促進するとともに，将来的にはアジア・バスケット通貨単位の実現を目指すことができるとしている。

（3） 第2回ACDとチェンマイ宣言

ACDの第2回会合は，2003年6月21日・22日にタイのチェンマイで開催された。前年の第1回会合でタイがプライム・ムーバーとなった課題である「アジア債券市場の発展」については，タイからその後の検討状況が報告され，多くの国がこれを支持し，このような努力を進めて行くべきとの意見が多く出された[39]。その結果，「アジア債券市場の振興に関するチェンマイ宣言（Chiang Mai Declaration on Asian Bond Market Development）」が採択された[40]。その主な内容は，①アジアの金融システムの改善に資する効率的かつ安定的なアジア債券市場の発展を推進するために共同作業を行う，②アジア債券市場の発展を推進することについて，参加各国がそれぞれ国内において周知徹底に努める，③参加各国の国内債券市場の発展のために各国の法制及び政策を改善することに対して政治的な支持を行う，④域内の資金を域内における長期投資に振り向ける方法について検討する，等である。また，先に創設されたABFについて，アジア内外の投資家がアジア債券市場への投資を拡大するための触媒となることが期待される，との見解も盛り込まれている。

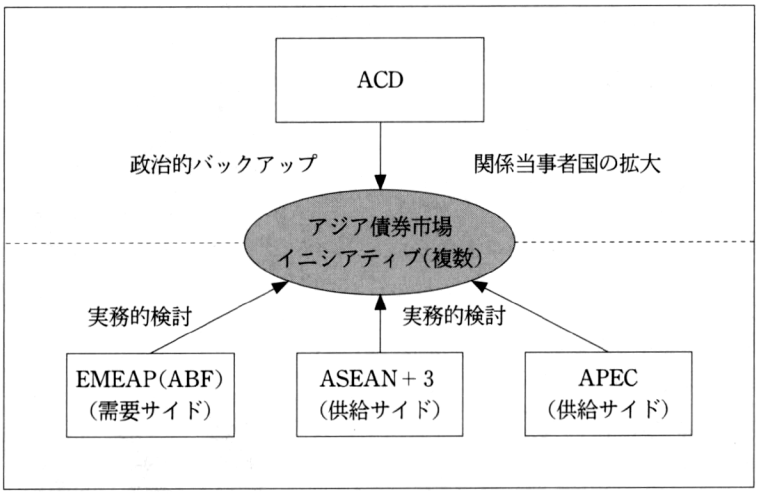
4.「アジア債券市場イニシアティブ」の相互補完関係

以上のように，東アジア債券市場の発展・育成に関する議論は，APEC，ASEAN＋3，EMEAP，ACD等，様々な場（フォーラム）での検討が相互補完的に同時進行している。その状況をアジア開発銀行アジア復興情報センター（ARIC）は次のように整理している[41]（図表12を参照）。

まずEMEAPにより創設されたABFは，東アジア債券市場に対する需要サイドからのイニシアティブと位置づけることができ，今後に購入対象を拡大すること等により流通市場活性化の触媒となることが期待されている。次に，ASEAN＋3及びAPECにおける政府間の集団的な議論は，供給サイドからのイニシアティブと位置づけることができ，最近では資産担保証券といった新しい債券商品の発行や様々な信用保証スキームの構築等により，今後に東アジア債券市場において実際に債券発行によって資金調達を行う経済主体の裾野の幅を広げることを主眼として，実務的検討の作業が進められている。

なお，APECの動向についてみると，上述の1999年APECガイドラインが取りまとめられた際その取り扱いに関して，APEC参加国に対して強制力をもつものではないとされ，また，これをもとにさらに検討作業を進めることはあり得るがAPEC以外の場における同様の検討と重複する場合にはそれらとの調整を図った上で行うものとされていた。同ガイドラインは，2000年9月開催の第7回APEC財務大臣会議に報告されたが，その後，APEC財務大臣プロセスにおける政策イニシアティブの項目

図表12　アジア債券市場イニシアティブの相互補完関係



〔出所〕アジア開発銀行アジア復興情報センター（ADB Asia Recovery Information Center）ウェブサイト(http://aric.adb.org/docs/asiabondmarket/ABM.pdf)による。

には含まれていなかった。しかし，2003年9月にタイのプーケットで開催されることとなっている第10回APEC財務大臣会議では「APEC域内債券市場発展に関するイニシアティブ（APEC Regional Bond Market Development Initiative）」が議題の一つとして取り上げられる予定となっており，当該議題のもとに，健全かつ安定的な域内債券市場の整合的な発展に向けた包括的アプローチ，資産担保証券や信用保証制度の発展に関するイニシアティブ等の個別論点に係る検討が行われる予定であるといわれる[42]。これはASEAN＋3やACDにおける近年の活発な議論の進展を受けて行われるものとみられる。

以上のEMEAP，ASEAN＋3，APECの3つは，各国当局者による実務的検討作業を中心とするイニシアティブであるのに対して，ACDは，これらの場で進められている実務的作業を踏まえつつ，政治指導者レベルでの協力関係を形成することにより東アジア債券市場振興への政治的バックアップを目指すイニシアティブであると位置づけられる。また，関係当事者国の幅を拡大することもねらっている。ACDの政治的な力がどの程度のものであるかは今後に俟たなければならないが，わが国外務省の見解によれば，「既存の枠組みとの関係で重複を避けつつ，如何に効果的な協力を進めることができるか，そしてこの広範な地域に「一つの集合体」としてのアイデンティティーを育てていけるかについては，正に今後の関係国の取り組みにかかっている[43]」とされており，今後の展開が注目される。

このように相互補完関係（complementarity）のもとに同時進行しているプロセスの総体を，ARICは「アジア債券市場イニシアティブ（複数）（Asian Bond Market Initiatives）」と名付けているが，これは，ASEAN＋3枠組みにおいて日本を中心に進められている上述の「アジア債券市場イニシアティブ（単数）（Asian Bond Markets Initiative）」をも含むものと理解することができる。

V．東アジア債券市場発展のための新たな課題

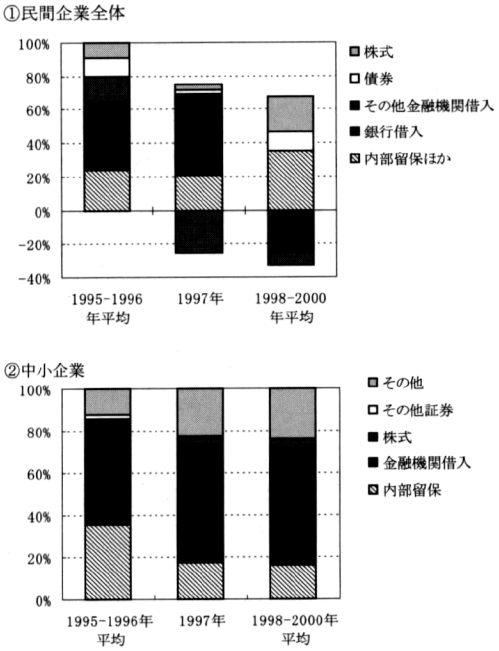
1．債券発行主体の拡大

東アジア域内の民間企業には，中小・零細企業が圧倒的に多く，それらの資金調達は銀行借入に多くを依存している。例えば，タイにおける企業の資金調達の構造をみると，中小企業については通貨危機の前後を通じて銀行借入への依存度が高い（図表13）。従って，アジア債券市場育成を展望する際には，中小企業の資金調達手段として債券発行が現実に有効かどうかの見極めが重要である[44]。アジア債券市場イニシアティブにおいて検討が進められている信用保証制度の拡充及び資産担保証券の活用は，この課題を念頭に置いたものであると言えよう。

信用保証制度は，従来，アジア開発銀行，国際金融公社など国際開発金融機関による開発金融の一環として行われてきており，中小零細企業による債券発行に対する信用保証を行った事例もある[45]。今後，それを一層組織的かつ本格的に進める必要があろう。新宮澤構想においても日本の資金を信用保証に活用するとの項目が含まれており，国際協力銀行（旧・日本輸出入銀行）を窓口として実施されてきているが，融資への保証がほとんどであり，債券発行への適用は，今後の課題であろう。

資産担保証券の活用は，上述のASEAN＋3枠組みにおける議論の中で，韓国および日本が積極的に打ち出しており，多数のローン（銀行の企業向け融資）をプーリングしてCLO（Collateralized Loan Obligation，ローン担保証券）を組成・発行することが構想の中心となっている。日本も，この分野における経験と人材をアジア各国に提供する用意を進めている模様である[46]。

図表13　タイにおける民間企業の資金調達構成比



〔原資料〕Jantaraprapavech, Sureeporn, "The Bond Market in Thailand," paper presented at the Second Brainstorming Workshop on Developing Corporate Bond Market, ADB Institute, November 20, 2001.

〔出所〕Yoshitomi and Shirai［2001］, p. 12. による。

2．発行通貨の多様化

各国国内債については，基本的に各国通貨建てであり，各国国内投資家層の資金をその購入に誘導する制度整備が必要と考えられる。国際債については，政府系プロジェクトや大規模企業については，従来と同様に，米ドル，ユーロ，円建てでのユーロ債，ヤンキー債，サムライ債の発行が継続するであろうが，カレンシー・ミスマッチを軽減する観点からは，東アジア各国にとっての最適な構成を有するバスケット通貨建てでの発行も模索されよう。

また，東アジア各国の発行体が，アジア域内の投資家をターゲットとして域内の地域的国際市場において発行体の自国通貨ないしバスケット通貨建てで起債を行うという資金フロー，いわば新段階のドラゴン債も展望できよう。

もっとも，アジア・バスケット通貨構想を早期に欧州共通通貨に比肩し得るアジア共通通貨の実現につなげることについては，欧州とアジアとの環境の違いなどから困難であろうとする見方が多いことは事実である。

3. イニシアティブ参加者の拡大

アジア債券市場発展に係る検討は，従来，主として政府間協議の場で行われてきたが，ASEAN＋3におけるABMIの方向性の明確化等により議論の方向性が明確になってきた現在，各国の市場実態や法制度等に従来以上に密着した次元での具体的な検討が必要になってきていることから，今後は，検討の場としては従来同様の政府間協議の形を取りつつも，そこにおける議論に，各国政府・中央銀行等の当局者のみならず，幅広い民間の市場参加者が参加していくこと，すなわち，イニシアティブのプロセスへの参加者の幅を拡大することが重要となろう。その意味では，2003年8月のASEAN＋3財務大臣会議において公式に設置されたABMIの検討に係るワーキンググループの進め方について，「その成果が民間部門と投資家の要求に確実に合致するものとするために，広範囲の市場参加者と定期的に協議するであろう」[47]とされている点が注目される。

4. 域内国際債発行市場の現状と展望

アジア域内において債券形態での域内資金還流を今後に拡大していく際には，従来から非居住者による国際債発行の場としての機能を果たしてきた域内の市場を活用し，その機能をより充実させることが現実的であろう。東アジア域内におけるそのような市場とは，言うまでもなく日本，香港，シンガポールであるが（図表14），香港，シンガポールについては，こと非居住者による債券発行に関しては必ずしも国際金融センターとは言い難いのが現状であり（図表15，16）[48]，当面，東アジア発行体による日

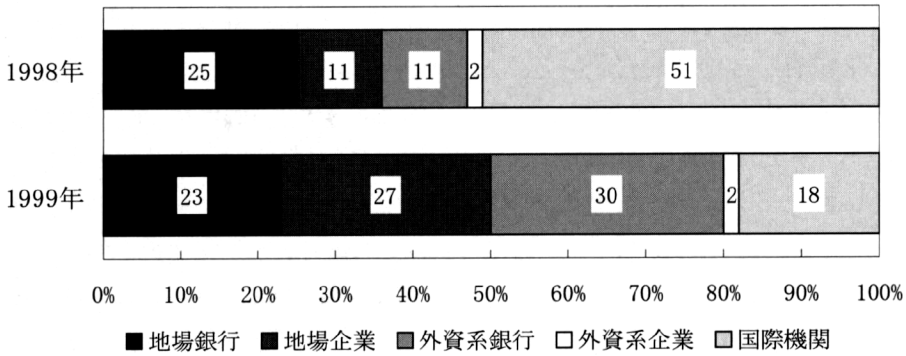
図表14　非居住者による国際債発行額の市場別内訳

（単位　10億米ドル，%）

	全世界	英国	米国	スイス	欧州	日本	香港	シンガポール
1990～1994年平均	352	259 (73.6%)	43 (12.1%)	20 (5.7%)	3 (0.9%)	10 (2.8%)	－	－
1995～1999年平均	614	483 (78.6%)	68 (11.0%)	25 (4.0%)	4 (0.7%)	16 (2.5%)	2 (0.3%)	2 (0.3%)
2000年	804	707 (88.0%)	40 (4.9%)	21 (2.6%)	－	21 (2.6%)	6 (0.7%)	1 (0.1%)
2001年	830	751 (90.4%)	40 (4.8%)	17 (2.0%)	－	13 (1.5%)	1 (0.1%)	1 (0.1%)
2002年	848	786 (92.6%)	28 (3.4%)	27 (3.2%)	－	5 (0.6%)	－	－

（注）英国にはユーロ市場を含む。欧州は英国，スイスを除く。
〔原資料〕トムソン・フィナンシャル社資料
〔出所〕我が国金融・資本市場の国際化のための研究会［2003］，資料編3～4頁をもとに作成。

図表15　香港市場における香港ドル建て債券発行額の発行体別内訳



〔原資料〕香港資本市場協会（The Hong Kong Capital Markets Association）資料。
〔出所〕絹川・山内［2000］，30頁。

図表16　シンガポール市場における民間債発行額の発行体別内訳（2001年）

①シンガポール・ドル建て債

国内発行体	民間企業	22%
	金融機関	16%
	政府関係機関	7%
	不動産会社	17%
	SPV	30%
外国発行体		8%
	うち民間企業	(55%)
	金融機関	(23%)
	SPV	(15%)
	国際機関	(7%)
合　計		100%

②非シンガポール・ドル建て債

国内発行体	金融機関	18%
	民間企業	14%
外国発行体	米国企業	53%
	日本企業	5%
	欧州企業	4%
SPV		6%
合　計		100%

（注）1）SPV（Special Purpose Vehicles）は資産担保証券発行体等。
2）非シンガポール・ドル建て民間債発行額（2001年）の通貨別内訳は，米ドル92%，円3%，ユーロ3%，その他2%。
〔出所〕Monetary Authority of Singapore, *2001 Survey of the Singapore Corporate Debt Market*, April 9, 2002.（www.mas.gov.sg）により作成。

本市場すなわちサムライ債市場（非居住者円建外債市場）の利用（図表17）が今後に一層高まることが期待される[49]。

おわりに

通貨危機後の東アジアにおいて，域内の資金蓄積を域内の成長につなげるファイナンスの回路を構築することの重要性が認識されてきている。そのような東アジアの金融システムの安定化は，債券市場の発展だけで解決されるものではなく，株式市場や金融市場等を含む金融システム総体が一層健全かつ効率的なものになることが必要であることは言うまでもないが，債券市場の発展がそのために有効な手段となろうとの方向性が，国内指向と域内クロスボーダー指向の両面で展望されており，それが地域協力という形で進められつつあることを，本稿では明

図表17　アジア発行体によるサムライ債発行額の推移

	サムライ債発行額（億円）	うちアジア発行体による発行額（億円，%）
1991年度	7,110	1,250（17.6）
1992年度	15,690	4,750（30.0）
1993年度	12,295	4,590（37.3）
1994年度	12,590	3,480（27.6）
1995年度	21,085	5,215（24.7）
1996年度	37,987	4,195（11.0）
1997年度	15,818	1,993（12.6）
1998年度	1,525	735（48.2）
1999年度	8,671	800（ 9.2）
2000年度	23,819	1,570（ 6.6）
2001年度	13,080	1,030（ 7.9）
2002年度	6,706	1,035（15.4）

（注）発行額には円建外債のほかデュアル・カレンシー債，リバース・デュアル・カレンシー債を含む。
〔出所〕1991～1993年度は公社債引受協会『公社債年鑑平成6年版』49頁，1994～1996年度は同『公社債年鑑平成9年版』55頁による。1997～2002年度は，日本証券業協会『公社債発行要項一覧』各号等をもとに作成。

らかにしてきた。通貨危機後の東アジアにおいて地域協力の枠組みが形成されてきたことの意義について，平川均教授（名古屋大学）は，「アジア通貨危機により一国的対応の限界が示され，域内の協力の必要性が認識された結果」であると位置づけるとともに，「東アジアに新しい地域主義が台頭したことは，それがグローバル化の引き起こす必然的反応であったと見なしうる。つまり，地域主義は，グローバル化の不安定性を回避し，地域がおのおのの特性を保持しつつ，自らの変革の速度を模索しながら進める主要な発展の枠組みなのである」との評価を与えている[50]。東アジア各国の様々な関係者が様々な場（フォーラム）を通じて相互補完的に進展させつつある「アジア債券市場イニシアティブ（複数）」という動きは今後，そのような新しい地域主義の一つの側面として展開していくものと考えられる。

注

1) World Bank［1995］（邦訳：世界銀行［1997］）
2) 世界銀行［1997］，18頁。
3) 同上，198頁。
4) Ferguson［1993］, p. 188.
5) Euromoney［1993］, p. 40.
6) さくら総研環太平洋研究センター「アジアにおける起債市場（ドラゴン債市場）について」，『日経金融新聞』1994年5月26日，等による。
7) ADB, *Financial Profile,* 2001, p. 14, 18-22. による。
8) 絹川［2002］，26頁。
9) 荒巻［1999］，70-71頁による。
10) 同，74-80頁による。
11) ADBI［2000］, Harwood［2000］, Herring and Chatusripitak［2000］, Batten and Kim［2001］, Yoshitomi and Shirai［2001］, BIS［2002］, Park［2002］等。
12) 白井［2002］，169-170頁を参照。
13) APEC［1999］, p. 1-12. による。なお，同資料はADBのウェブサイト（http://www.adb.org/Projects/Apec/DBM/）からダウンロードすることができるが，これは，APECガイドラインを取りまとめる検討の過程で1998年12月に，APEC債券市場イニシアティブに関する様々な情報を掲載するウェブサイトを開設することとなり，その運営がADBに委ねられた経緯による。
14) 白川・翁・白塚［1997］，5頁による。
15) 白塚・中村［1998］，89頁による。
16) 平川［2002］，381-382頁による。
17) 荒巻［1999］，164-166頁による。また，財務省ウェブサイト（http://www.mof.go.jp/kokkin/kaigi000a.htm）を参照。
18) 財務省ウェブサイト（http://www.mof.go.jp/daijin/1e041.htm）による。
19) 同上（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/ko032.htm）による。
20) 同上（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/ko031.htm）による。
21) 平川［2002］，383頁。
22) 同上，385頁。
23) 外国為替等審議会［2000］，17頁。
24) 財務省ウェブサイト（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html）による。
25) 同上。
26) 関税・外国為替等審議会外国為替等分科会「アジア経済・金融の諸問題に関する専門部会」第19回会合（2003年5月22日）配布資料「最近のアジア経済の状況と地域金融協力の現状について」（財務省ウェブサイト http://www.mof.go.jp/shingikai/kanzeigaita/siryo/gaib150522b.pdf に掲載）による。
27) 財務省ウェブサイト（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html）による。
28) 同上（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/ko150301.

html)による。

29) 財務省ウェブサイト（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/as3_030807_01. htm）による。

30) 財務省ウェブサイト（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/as3_030807_02. htm）による。

31) 同上。

32) 『日経金融新聞』，2002年11月1日8面による。

33) 世界経済フォーラムのウェブサイト（http://www.weforum.org）による。

34) タイ外務省によると（http://www.mfa.go.th/web/977.php)，ACDのような場を組織することが最初に構想されたのは，2000年9月にマニラで開催されたアジア政党間国際会議（International Conference of Asian Political Parties）においてスラキアット・タイ外相が示した，アジアが一つの「大陸」として幅広い協力を行うことについて話し合う場が必要との見解においてであるという。2001年7月にはASEAN外務大臣会議の場で同外相が初めてACDという語を用いてその開催を提案し，その後同外相およびタクシン首相が様々な外交の場で事前調整を進めた結果，2002年6月に第1回ACDの開催に至ったという。

35) 外務省ウェブサイト（http://mofa.go.jp/mofaj/kaidan/g_kawaguchi/acd_02/gh.html）による。

36) ARICウェブサイト（http://aric.adb.org/docs/asia-bondmarket/acd.pdf）による。

37) EMEAPウェブサイト(http://www.emeap.org:8084/Press/02june03.htm）及びBISウェブサイト（http://www.bis.org/press/p03062b.htm）による。

38) 伊藤［2003］による。詳細は，2003年3月1日開催の「アジアにおける債券市場の育成にかかるASEAN＋3ハイレベルセミナー」における伊藤教授によるプレゼンテーション“Promoting Asian Basket Currency（ABC）Bonds”（http://www.mof.go.jp/english/if/seminar/20030301a2.pdf）を参照。また，絹川［2002］も参照。

39) 外務省ウェブサイト（http://mofa.go.jp/mofaj/kaidan/g_kawaguchi/asean＋3_03/acd2_gai.html）による。

40) タイ外務省ウェブサイト（http://www.mfa.go.th/internet/ACD/asianbond/ChiangMaiDeclaration.doc）による。

41) ARICウェブサイト（http://aric.adb.org/docs/asia-bondmarket/ABM.pdf）による。

42) 同上(http://aric.adb.org/docs/asiabondmarket/apec.asp)による。

43) 外務省ウェブサイト（http://mofa.go.jp/mofaj/kaidan/g_kawaguchi/acd_02/gh.html）による。

44) アジア各国の中小・零細企業にとっての資金調達については，Yoshitomi and Shirai［2001], pp. 31-32; Kim［2001], p. 20 ; Cheung［2001], pp. 32-33. を参照。

45) International Finance Corporation, *2002 Annual Report*, p. 27; do., *2001 Regional & Operational Reports*, p. 46. を参照。

46) 川村［2003]，74-75頁を参照。

47) 財務省ウェブサイト（http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/as3_030807_02. htm）による。

48) 香港，シンガポールの債券市場については，絹川・山内［2000]，吉田［2002]，浅見［2003］を参照。

49) 我が国金融・資本市場の国際化のための研究会［2003]，6-7頁を参照。

50) 平川［2002]，389頁。

参考文献

浅見唯弘［2003]，「東アジア金融協力推進に有効な国際債市場の育成」，『国際金融』第1105号，5月1日。

荒巻健二［1999]，『アジア通貨危機とIMF』，日本経済評論社。

伊藤隆敏［2003]，「アジア債券育成，新発想で」，『日本経済新聞』，7月10日朝刊。

遠藤格［2003]，「経済開発と資本市場育成」，ワシントンDC開発フォーラム（2003年1月9日）における報告資料（http://www.development-forum.org/records/material/030109.ppt)。

外国為替等審議会・アジア経済・金融の再生のための専門部会［2000]，『アジア経済・金融の再生への道』，6月20日。

川村雄介［2003]，「アジア債券市場構想について」，『証券レビュー』第43巻第8号，日本証券経済研究所。

絹川直良［2002]，「今こそ東アジアで域内債券市場の振興に取り組もう」，『国際金融』第1097号，12月15日。

絹川直良・山内隆史［2000]，「香港の金融インフラ整備と債券市場の発展」，『国際金融』第1045号，5月1日。

白井早由里［2002]，『入門現代の国際金融－検証経済危機と為替制度』，東洋経済新報社。

白川方明・翁邦雄・白塚重典［1997]，「金融市場のグローバル化：現状と将来展望」，『日本銀行金融研究所ディスカッションペーパー』No. 97-J-15，日本銀行金融研究所。

白塚重典・中村恒［1998]，「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを巡る諸論点」，『金

融研究』5月号，日本銀行金融研究所。

世界銀行編（日本証券経済研究所訳）[1997]，『アジアの公社債市場』，日本証券経済研究所。

平川均 [2002]，「アジア通貨危機」，岩波講座東南アジア史第9巻『「開発」の時代と「模索」の時代』第13章，岩波書店。

吉田頼且 [2002]，「シンガポールの債券市場」，『国際金融』第1080号，2月15日。

我が国金融・資本市場の国際化のための研究会（財務省国際局）[2003]，『我が国の国際金融センターとしての地位の向上を目指して（座長とりまとめ）』，7月7日。

Asian Development Bank Institute (ADBI) [2000], "Round Table on Capital Market Reforms in Asia," *Executive Summary Series,* No. S22/00.

Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC) [1999], *Compendium of Sound Practices; Guidelines to Facilitate the Development of Domestic Bond Markets in APEC Member Economies (APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets),* September.

Batten, Jonathan and Yun-Hwan Kim [2001], "Expanding Long-Term Financing Through Bond Market Development: A Postcrisis Policy Task," in Kim, Yun-Hwan, ed., *Government Bond Market Development in Asia,* Asian Development Bank.

Batten, Jonathan and T.A. Fetherston [2002], eds., *Asia-Pacific Fixed Income Markets,* Wiley.

Bank for International Settlements(BIS) [2002], *The Development of Bond Markets in Emerging Economies (BIS Papers No. 11),* June-July.

Cheung, Yan-Leung Stephen [2001], "Bond Markets in the Pacific Rim: Development, Market Structure, and Relevant Issues of Fixed-Income Capital Markets," in *Papers for ADB-ESCAP Joint Workshop on Mobilizing Domestic Finance for Development,* November. (http://www.adb.org/Documents/Events/2001/ESCAP_ADB_Workshop/hongkong_cheung.pdf)

Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann [1999], "Exchange Rates and Financial Fragility," *NBER Working Paper,* No. 7418.

Euromoney [1993], *Euromoney Special Supplement, International Investors' Guide to Asian Issuers & Capital Markets,* December.

Fabella, Raul and Srinivasa Madhur [2003], "Bond Market Development in East Asia: Issues and Challenges," *ADB Economic and Research Department Working Paper,* No. 35.

Ferguson, A.W.B. [1993], "The Asian Development Bank's "Dragon Bond"", in OECD ed., *Emerging Bond Markets in the Dynamic Asian Economies,* OECD.

Harwood, Alison [2000] ed., *Building Local Bond Markets, An Asian Perspective,* International Finance Corporation.

Herring, R. and N. Chatusripitak [2000], "The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development," *ADB Institute Working Paper,* No. 11.

Kim, Yun-Hwan [2001], "Developing Bond Markets in Asia: A Postcrisis Policy Agenda," in *Papers for ADB-ESCAP Joint Workshop on Mobilizing Domestic Finance for Development,* November.(http://www.adb.org/Documents/Events/2001/ESCAP_ADB_Workshop/bond_markets_kim.pdf)

Kumar, Raj [2001], "Mobilizing Domestic Resources for Development in Asia and the Pacific: An Overview," in *Papers for ADB-ESCAP Joint Workshopon Mobilizing Domes-*

tic Finance for Development, November. (http://www.adb.org/Documents/Events/2001/ESCAP_ADB_Workshop/overview_kumar.pdf)

Park, Yung Chul [2002], "Prospects for Financial Integration and Exchange Rate Policy Cooperation in East Asia," *ADB Institute Research Paper,* No. 48.

Rajan, R.S. [2003], "A Bond Fund for Asia," in *Far Eastern Economic Review,* March 20.

Rajan, R.S. and R. Siregar [2000] "Private Capital Flows in East Asia: Boom, Bust and Beyond," *Policy Discussion Paper,* No. 0039, Center for International Economic Studies, Adelaide University.

Rhee, S. Ghon [2000], "Regionalized Bond Markets: Are the Region's Markets Ready?" *Paper for the Workshop on Asian Development Forum on Strengthening Regional Financial Architecture,* June.

Yoshitomi, Masaru and Shirai Sayuri [2001], "Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia, How to Develop Corporate Bond Market," *ADB Institute Working Paper,* No. 15.

World Bank [1995], *The Emerging Asian Bond Market.*（邦訳：世界銀行編（日本証券経済研究所訳）[1997]）

（2003年9月2日脱稿）

（秀明大学総合経営学部助教授・当研究所客員研究員）