

アジア債券市場構想について

川村 雄介

若林常務理事 お待たせいたしました。ただいまから講演会を開催させていただきます。

本日の「ミニ資本市場を考える会」であります。この会は私どもの研究所の연구원や客員연구원から、最近の研究成果などを発表させていただく趣旨で開催しております。本日は、長崎大学の川村雄介教授にお願いたしました。 「アジア債券市場構想について」というテーマでお話をいただきたいと存じます。

御案内のように、アジア債券市場構想については、最近非常に注目を浴びており、皆様の御関心の高いテーマであるかと思えます。

川村教授につきましては、証券界の御経験も豊富ですし、すぐれた論客の一人として著名でございますので、皆様方もよくご存じの方でございます。お手元にご略歴を配付させていただいております。

川村教授は東京大学法学部を御卒業になり、大和証券に入社されました。大和証券では、調査部門、企画部門、引受部門などを歴任されており、この間昭和五五年から五七年までの間、ワシントン大学に留学されました。法律学修士号を取得されるとともに、客員연구원として研究を重ねられるという豊富な海外経験もお持ちでございます。平成一二年四月から長崎大学の経済学部並びに大学院研究科の教授に御就任され、現

在に至っております。

御略歴の下の方に書いてありますように、政府関係の各種審議会などの委員としても御活躍されておりますし、地元の長崎県の各種委員会にも参加され、地域の課題にも熱心に取り組んでおられるところでございます。

それでは、川村教授、よろしくお願いいたします。

ご紹介いただきました川村でございます。よろしくお願いいたします。

先週、日経新聞の主催により、アジア関係の各国首脳、準首脳、元首脳が集まりまして、アジアのコーディネーションについて、さまざまに非常に活発な議論がなされたようであります。その中で、アジア債券市場についても相当熱心に討論されております。

アジア債券市場構想が今後どのような動きに

なっていくか、大変注目されるところであります。が、この辺につきましては、後ほどお話しさせていただきます。と申しております。

本日は、時間も限られておりますので、駆け足になり、概略だけの説明になる部分も多いかと思っております。ご容赦願えればと思います。

一、債券市場構想の背景

(1) アジア通貨危機の遠因

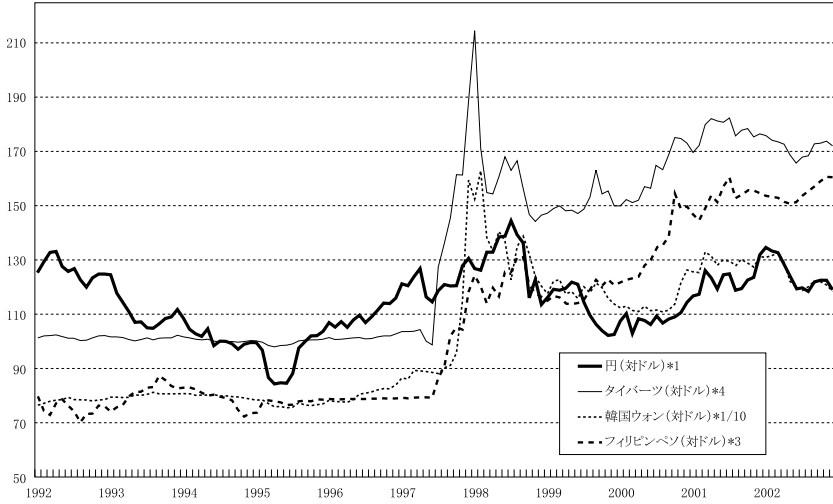
最初に、「債券市場構想の背景」について申し上げておく必要があるかと思えます。

図表1から2の資料を御覧いただきながら話を聞いていただければと思います。

まず、図表1の折れ線グラフを見ていただきましたと思います。一九九七年から九八年にかけて、各国の対ドルの相場の変化をグラフ化したも

アジア債券市場構想について

図表1 円及びアジア通貨（対ドル）の為替変動比較



(出所) Bloomberg、財務省

のであります。一番上が「タイバーツ」ですが、その直前の九七年前半までは対ドルで大体一〇〇ぐらいの水準で非常に安定していたのが一挙に半分以下になってしまつ、これがまさにアジア通貨危機というものを象徴的に示していると思えます。そのすぐ下のM字型になっているグラフは、「韓国ウォン」であります。その下が「日本円」でありまして、一番下が「フィリピンペソ」であります。期間にしますと、大体一年以内のことではあります。非常に急速に大きな変動が起つた。

では、「一体このアジア通貨危機の原因は何なのか」ということでありますが、当時はヘッジファンドが急速に資金を引き上げたとか、売り浴びせたとか、という指摘もありました。もちろんヘッジファンドの動きがきっかけとしてあったわけでありませけれども、もっと根本的な原因があ

るのではないかとということで、その後さまざまなる検討、研究がなされております。現在の段階で、日本のみならず、ASEAN各国もほぼ共通の認識となつていますのは、「この地域の経済・金融が、あまりにも間接金融に異常に偏つていて、かつ、その間接金融自体も制度的な整備が必ずしも十分行われていなかった」ことに一番の原因があるのではないかと、ということであります。

さらに、もう一つの原因として、当時各国の通貨はほとんどドルベッグと申しますか、ほぼドルに固定されていまして、ドル相場に非常に翻弄されるという状況にあつたわけであります。日本が一九五〇年代に同じ目に遭つていたら大変なことになるっていたろうなという気もするわけであります。当時、アジアは急速に成長を始める時期でもありましたが、欧米あるいはIMFからアジア各国に対して「とにかく資本市場を開放しろ」

という圧力がかけられ、域内各国はその圧力にある程度応じてしまったこともひとつの要因であります。

このような中で通貨危機が起こつたわけでありますが、そのさらに基礎となる金融構造がどうなっているかということ調べてみますと、非常に特徴的なことは、「間接金融偏重」ということであります。まず、域内の貯蓄、リザーブというものはほとんど現地の商業銀行に預けられる。したがって、もともと短期性の資金の調達になつているわけであります。これが一度、国際金融センター等の外銀など海外の金融機関を経由して海外へ出て、それが再び国内に還流してくる。還流してきたものは外貨であります。このように、根元の調達される資金が現地通貨の短期資金であり、これが一度外に出て、為替で転換された後、外貨でまた短期資金として戻ってくる。その戻ってき

た短期のお金をどこに運用するかというと、事業会社、事業資金等の長期性の資金として貸し出される。これは金融論の教科書の「ページ目に出てくるような典型的な「長短のミスマッチ」、「期間リスク」が生じているわけでありませう。短期調達した資金で長期の運用をせざるを得ないという

「期間のリスク」がある。加えて、外貨といつても主としてドルであります。外貨に転換しておりますので、当然「為替リスク」というものがあります。このように「期間」、「通貨」の二重のミスマッチという現象がそもそもこのアジアの金融システムの中に存在していた、ということでありませう。

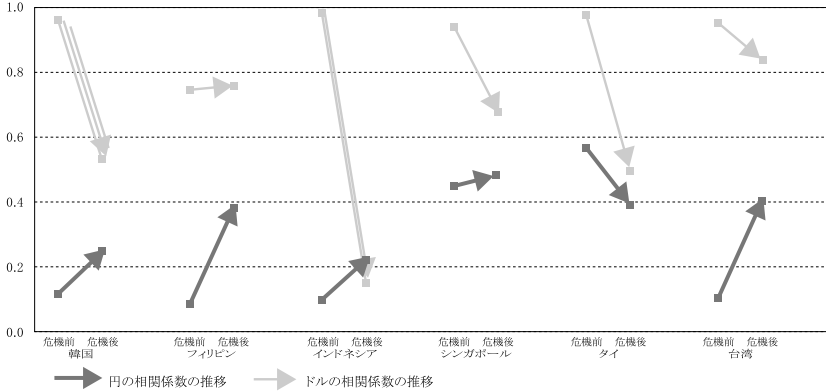
このような構造のもとで、資本自由化等により外貨が大量に流入し、急速な投資の拡大の後に、急速な引き揚げが生じて、これにヘッジファンドが輪をかけるという状況になったわけでありませう。

す。それが別紙1にありますような非常に激しい為替の乱高下、暴落という状況を生んだわけでありませう。

ドルとの相関係数がいかに高いかという点については、図表2において通貨危機前および通貨危機後の各国通貨とドル、円との相関係数の変化を图示しています。灰色の線がドルとの相関係数でございまして、黒色の矢印が円との相関係数であります。矢印の方向性もさることながら、危機前の、例えばインドネシアやタイを見ますと、相関係数がほとんど一ですね。したがって、ドルと全く同じ動きをしている。やや低いと思われるフィリピンでも、〇・七から〇・八に近い相関係数がある。おしなべて大体〇・九くらいの相関係数というように、ドルに対して非常に強い相関がある。円に対しては、高いところでも〇・五程度だったというものが、最近若干円との相関が上

図表2 アジア通貨と円の相関の高まり

(相関関係)



(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」

がってきていて、インドネシアなどでは顕著に逆転現象すら見られます。ドルとの関係はこのように変わってきておりますが、従来はドルへの依存度と申しますか、相関関係が極めて高いという状況にあったわけでありませう。

通貨危機が起こった後、アジアではどのように対応していったのかについては、皆さんもよくご承知のところではありますが、日本も相当なコミットメントを行ってまいりました。通貨危機は九七年の夏に起こったわけでありませうが、その年の秋にはAMF、いわゆる「アジア通貨基金構想」というものが出されております。これはIMFとアメリカから、いろいろな理由を挙げられて、事実上つぶされた。ただ、その後「マニラフレームワーク構想」が出され、

通貨危機が生じた際に基金を出し合うというスキームですが、これは相当程度実現しておりません。

そして、九八年には「新宮沢構想」（宮沢元総理の名を冠しているわけでありませんが）が提唱されました。これはかなりコンプリヘンシブな、包括的な危機対応策、根本的な課題も含めたものがあるという提示されています。具体的には三〇〇億ドルの緊急資金支援のためのファンドを創設しようということですが、これは実現しております。

さらに、九七年から九九年ごろにかけて、相次いでいろいろな会議が開かれ、対応策の検討が行われた後、二〇〇〇年の五月に、「チェンマイニシアチブ」と呼ばれておりますが、域内各国が二国間の通貨スワップ協定を結ぶことによって、為替変動等に備える、という仕組みが出来上がりました。これにより域内対応はかなりの広がりを

見せてきたわけであります。

しかし、いろいろこのような対応策は講じているわけでありませうけれども、冒頭申し上げました「間接金融偏重であり、短期資金を長期資金に振り分けなければならず、かつ為替リスクを伴う」という構造そのものを何とか変えないことには、今後何かあったときに問題を残すのではないかと意識は非常に強いものがありまして、そのためには、アジアの域内で貯蓄を現地の通貨で現地に長期還流させる仕組みが必要なのではないか。では、それは、一体何がよいのか。「ボンドマーケット」の創設・育成」ということではないだろうかというように議論が進んでまいったわけであり

(2) 債券市場構想の機運

「債券市場構想の機運」ということに関しては、

「AMF構想」等々から種々議論がされてきたわけではありますが、ちょうど二〇〇〇年頃、この頃からアジアの経済がようやく通貨危機を脱出して、かなり安定的に推移するようになってきました。根本的な議論、根本的な対応を検討するにはちょうどいい時期にも入ってきたわけでありません。

昨年でございますけれども、大変債券市場構想には熱心な総理大臣でありますタイのタクシン首相が、「タクシンボンド」とか「アジアボンド」といわれておりますが、「とにかく何らかの形でボンドマーケットを域内につくろう」と呼びかけ、このような構想が積極的に打ち出されるようになってきました。実は、このタクシンボンドの本身は、いまひとつ明確ではない、ディテールについていまひとつよくわからないところもあるのですが、いずれにしても、一国の首相がこのよう

なことを公の場ではっきり明言するようになってきたということから、かなり機運が盛り上がってきております。

しかも、ちょうど昨年の秋ぐらいから、実はAPECにおいて「アジアに証券化市場をつくろうではないか。特に、CDOやCLO、CBOなどのいわゆる債務の集合プールによる証券化を活用して中小企業等のファイナンスを促進するための証券化市場をつくろう」というプロジェクトが公に語られるようになってきております。

このプロジェクトは、各国代表の中から「エキスパート」というメンバーを選任して、いろいろな国にアドバイスをすることとしており、制度としては正式に発足しています。しかし、現在までのところ、あまり動いていないのではないかと気がいたします。と申しますのは、私はこのAPECのプロジェクトの日本サイドのエキスパー

トメンバーの一人になっているのですが、今年一月か二月頃に、プロジェクトのための会合があるので出席してもらいたい旨の打診がありましたところ、ちょうど入学試験の真最中で「試験監督でそれどころではない」と断ったら、その後特に連絡がありませんし、動きもないので、まだ、それほど具体的に動きだしていかないのではないかという気はしております。

なお、九八年の「新宮沢構想」に続いて、その翌年の九九年には「新宮沢構想の第二ステージ」が発表されていますが、その中で既に「債券市場の育成」は提唱されております。したがって、日本の政策関係者にとっては、このようなアジア債券市場構想については、ある種当然の話だろうという認識はあつたわけであります。

昨年の夏から秋にかけて、財務省では、包括的な円の国際化を進めるための方策を検討するため

に、慶応大学の吉野直行教授を座長として「円の国際化推進研究会」を開催しましたが、この研究会の検討課題のメニューの一つとしても「アジア債券市場」が掲げられています。

このような環境の中で、昨年の一二月に、「ASEANプラス³」³（³というのは日中韓、すなわち、日本、中国、韓国であります）の代理会合におきまして、韓国側から「債券市場をつくらうではないか」という提案がなされました。実は、債券市場といつても、念頭にあるのは「証券化の市場」でありまして、韓国からは、例えばこのようなものかどうかということで、典型的な証券化のための非常にシンプルな二つのスキームが提示され、「本格的な研究を始めようではないか」という提案がなされたわけであります。

その翌月、タイのチェンマイでASEANプラス³の代理会合が行われまして、日本から正式

に、ボンド市場を育成するために、日本としても全力でバックアップしたいということを提案して各国がこの構想における日本のリーダーシップを基本的に了解しました。

これを踏まえて、今年の二月二十八日と三月一日に東京で会合が開かれました。二月二十八日は非公式会合ですが、三月一日は「ASEAN プラス3」の実務レベルのハイレベルセミナーが都内のホテルで開催され、ここで各国が、現状およびアジア債券市場創設に向けての方策について語り合いを持ったという経緯になっています。

二、ASEAN諸国の金融・

資本市場の特徴

しかし、「ASEAN諸国の金融・資本市場の特徴」を見ていけばお分かりのように、事柄はそ

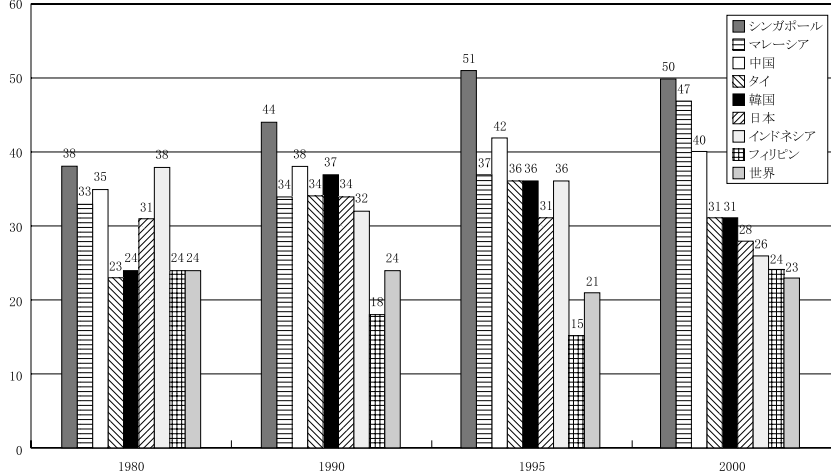
う単純なものではありません。本日も、ご出席の皆さんの中には、この問題に深くかわつてこられた方もいらっしゃいます。特に日本の実務家の感覚からしますと「そんなに簡単にできる話ではない」という御指摘を相次いで頂戴しました。どのような場でこのような御指摘を頂戴したかといえますと、先ほど申し上げました経緯を踏まえて、本年一月から三月まで、財務省で「債券市場育成研究会」というものを組成し、私に取りまとめ的な役割を拝命しまして、実務家、特に銀行、証券、保険等々から実務の第一線の方に御出席を願って、いろいろな御指摘、御発表をいただきました。その中で相当な困難性ということが指摘されたのは事実でございます。

「なぜ、困難なのか」という点については、何といつても、このASEAN諸国の金融資本市場の状況がそのような市場構想と相入るものだろ

アジア債券市場構想について

図表3 アジア各国の貯蓄率の推移

(対GDP比、%)



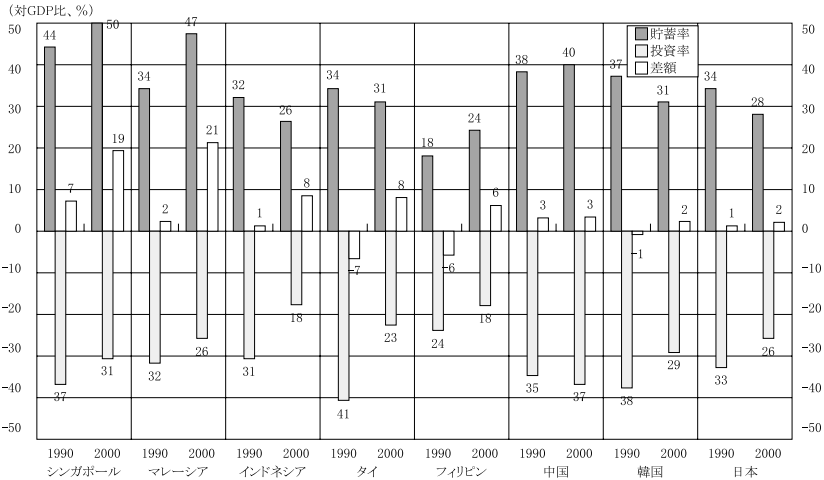
(出所) 世界銀行“World Development Indicators”、財務省

うか、という根本的な認識があります。これについては、図表3から8を見ながら御説明してまいりたいと思います。

(1) 全体像

まず、ASEAN諸国の金融資本市場の全体像をつかむ上で非常に特徴的なのは、貯蓄率が極めて高いということであります。一九八〇年、図表3の「アジア各国の貯蓄率の推移」の一番左、一九八〇年の右側の二四という数字が世界の平均でございます。世界の平均貯蓄率が二四％であるのに対しまして、当時からアジア各国が平均して三〇％前後の貯蓄率でありました。ちなみに、斜線の三ー％が日本であります。その後も九〇年、九五五年と、貯蓄率は高まる傾向にありまして、二〇〇〇年を御覧いただければおわかりになるとおり、シンガポールに至っては五〇％、マレーシア

図表4 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－投資率）については右目盛りが対応。

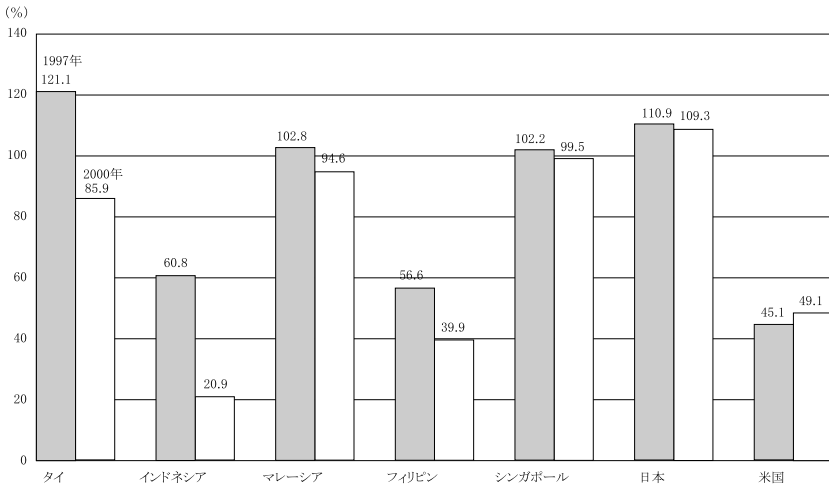
(出所) 世界銀行“World Development Indicators”、財務省

は四七％、中国四〇％等々、日本は世界的に見て貯蓄率が高いと従来いわれてきたわけでありますが、アジアの域内で見ると、むしろ低い方だというぐらいになっています。二〇〇〇年には、世界の平均貯蓄率二三％に對しまして、ASEAN諸国の平均貯蓄率は、加重平均すると、どうなるかわかりませんが、概算で三〇％後半あるいは四割に近い水準にあるのではないかと思われる。

このように貯蓄率は大変高いわけでありませんが、図表4の「アジア各国の貯蓄率、投資率及び貯蓄投資差額のGDP比率」のグラフでは、各国別の貯蓄率、投資率が一九九〇年と二〇〇〇年の比較で示されています。上の棒グラフが貯蓄率であり、下の棒グラフが投資率です。その貯蓄率から投資率を差し引いたものが小さい数字で示されていますが、例えば、日本の場合には、二〇〇〇年については、日本の貯蓄率は二八％、これに對

アジア債券市場構想について

図表5 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。

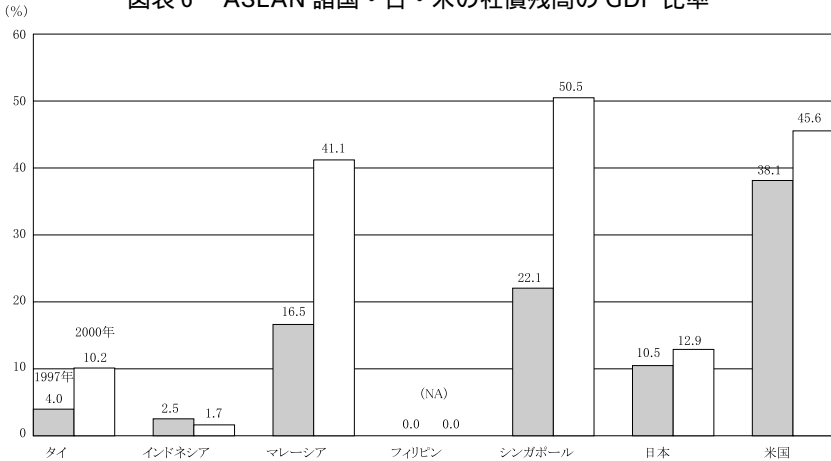
(出所) IMF, *International Financial Statistics*、財務省

して投資率は二六%、したがって、差し引きで見ますと、二%の貯蓄超になっています。実は、各国ともほとんど、ごく一時期一部の例外はございますけれども、いずれも貯蓄超過であり投資不足であるということが、このグラフでかなりはっきり示されております。

例えば、マレーシアとシンガポールを見ると、貯蓄率と投資率の差が対GDP比で二〇%前後にもなっており、貯蓄先行で投資不足の状況になっています。つまり、この域内の全般的な特徴として、日本も含めてそうではありますが、高い貯蓄率の反面、非常に投資率が低いということが指摘できます。

図表5の「ASEAN諸国・日・米の銀行貸出残高のGDP比率」は、ASEAN諸国・日・米の銀行貸し出しが、対GDPでどのくらいの比率になっているのかということを示しています。国

図表6 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”、各国統計より、財務省

の名前を消して学生に試験を出したらおもしろいだろうなと思われるようなグラフであります。これで見ると、日本はどう見ても、開発途上国であるという数字になります。米国がGDPの大体半分ぐらいの貸し出し残であるのに対して、日本はGDPよりも高く、一〇〇%を上回る数字になっているわけです。同様の傾向がタイ、マレーシア、シンガポールでも見られます。インドネシア、フィリピンはちょっと少ないですが、これは単純に、それなら直接金融が発達しているかという点、そのようなことではありません。この地域においては、そもそも金融市場の整備自体がまだ十分でないという事情は考慮しておく必要があるかと思えます。

いま、域内を一括してお話していますけれども、域内の国々の間でも相当の温度差があるかと思えます。図表6では「ASEAN諸国・日・

米の社債残高のGDP比率」を示してござい
ます。アメリカはGDPの大体半分近くが社債に
なっており、日本はまだ十数%であります。な
お、シンガポールについては、アメリカ以上に高
いという特殊な数字が出ておりますが、これは特
別なので、除外していただいて、ご注目いただき
たいのは、マレーシアとインドネシアの相違でござ
います。これが先ほど申し上げましたハイレベ
ルセミナー等々の場でもいろいろ話題になったの
であります。

例えば、マレーシアの場合、日本よりも、単純
に見ると三倍から四倍ぐらいの社債の発行比率に
なっています。この国の場合には、金融危機が發
生した以降に、マハティールさんの指導力が大変
強かったと思うのであります。債券市場の育成
に力を入れてきました。そのためいくつかの施策
を講じてきていますが、特に、定期的に国債を發

行することにより、セカンダリーマーケットでベ
ンチマークを形成することについては大変な努力
を重ねてきております。マレーシアの場合、コー
ポレート、プライベートのボンドだけで、対GDP
比四一%強という数字であります。これに国
債を含めると、八二%程度までに達しており、
アジア通貨危機以降、この国では債券市場の規模
は急速に大きくなっています。昨年暮れの時点で
は、全体のボンドの中で、プライベート五五対ガ
バメント四五となり、プライベートセクター、社
債の方のウエートがむしろ高くなってきていると
いう状況のようであります。

このような「国債のベンチマーク化」に加え
て、アメリカでいうところの多分プライマリー
ディーラーに相当するのだと思えますけれども、
「プリンシパル・ディーラー・システム」という
値つけ業者の育成策にも相当熱心に取り組んでき

ております。また、企業の情報開示（ディスクロージャー）、決済のシステムの充実、格付けの整備等々のインフラに力を注いでおりまして、その成果が、マレーシアの場合には、かなり明確にあらわれてきているような気がします。

これに対して、インドネシアの場合には、現状でも社債残高が金額ベースで見ても一〇億ドルにも達していない状況にあり、社債の企業の全債務に占める割合は一％にも満たないというのが現状であります。しかし、インドネシアでも「社債市場の発展のためには相当力を注ぐべきである」という動きは出てきています。インドネシアの場合にはイスラム教徒が非常に多いわけですが、それにニックネームを架して、「イスラミックボンド」というのを出そうかという話や、あるいは投資家の保護をもう少し具体的に進めいくというような動きは盛んになっています。ただ、現状で

は、マレーシアとの間には相当差があるという実態になっております。

図表の7には「アジア主要国の格付比較」を示しています。これはソブリンの格付けであります。仮に日本のR&I等による格付けを見てみますと、この中でざっと見て、投資適格といえるのは香港、韓国、シンガポール、ぎりぎりマレーシア、タイ、そしてインドあたりであり、インドネシアあたりはちょっと厳しいのかなという格付けにはなっております。これはソブリンの格付けでございます。

図表8は「アジアの格付機関の概要」を示しております。これは意外に知られてないのでありますが、アジアの域内にも格付け機関は結構あるのです。インドに四社、パキスタンに二社、インドネシアに二社、日本が二社、韓国は四社、マレーシアは二社というように格付け機関自体は、域内

アジア債券市場構想について

図表 7 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、財務省

で恐らく二〇社近くは存在しています。ただ、問題は、その格付け機関のクオリティーと申しますが、能力がどの程度かということについては、やや疑問を投げかける向きも多いという状況となっております。

(2) 金融・資本市場

以上のデータなども踏まえて、この域内の金融資本市場の特徴のディテールをもう少し見てみたいと思います。

アジア地域の金融市場の特徴の一つである「間接金融主体」というものは、開発途上型あるいはキヤッチアップ型経済において政府が主導的な役割を果たして、経済発展のために金融の側面をバックアップする仕組みとしては大変すぐれており、いわば「ジャパンモデル」であるといえます。

図表8 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 | S&P |
| | Credit Rating Information Services of India Limited | (CRISIL) | 1987 | |
| | 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 Perneringkat Efek Indonesia Kasnic | (PEFINDO) | 1993 | S&P |
| | | (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 Japan Rating and Investment Information Inc | (JCR) (R&I) | 1985 1998(注) | 独立系 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 Malaysia Rating Corporation | (RAM) | 1990 | 独立系 |
| | | (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 シンガポール } | 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

特に、域内経済が急速に発展し始めたのは、一般的な理解からいえば、八五年のプラザ合意が一つの契機になっていきます。プラザ合意については、御案内のとおり、結果としては何と云っても円高誘導という政策であつたわけでありまして、当時の日本企業はこの円高に対応するために、アジア域内にどんどん進出していく。工場を建てる、支社をつくる。これは大企業は当然のこと、中小企業に至るまでアジアにどんどん拠点をつくっていったわけであります。いわば日本の市場がアジア地域に移動していったという意味でもあつたのです。

これを受けて、ASEANの金融機関としては、進出してきた日本企業は、貸出し先として非常に優良であり、お得意さんであるということ、で、このような日系企業に相当貸し込む。また、米系あるいはイギリス系等の外資企業も相当数あ

りましたので、このような外資にも貸出しをする。さらに、この地域は地場の大企業というのは極めて数が少ない。例外は、政策的な観点から、半ば国策でつくられている電力などのエネルギー関連や、通信関連、不動産関連の国策的な会社に大企業はありますが、その他は、中小あるいは零細企業といつていいような規模の企業です。したがって、間接金融といつても、日本を含む外資系企業と一部国策的な色彩の強い地域の大企業になり偏重した貸出しが行われていたのであります。

貸出しのウエートを比率的に見てみますと、貸出残高と各国の株式の時価総額を比較した場合、例えばタイは、二〇〇%を超えております。つまり、株式の時価総額の二倍以上が貸出しである。韓国が一四〇%、インドネシアも一三〇%となつており、いずれも株式の時価総額よりかなり多

貸出残高であるという実態になっております。

ただ、これはちょっと待てよ、どこかの国も似たようなものだな、ということにお気づきになると思います。日本で考えてみますと、株式の時価総額は三百兆円を下回っておりまして、それに対して貸出残高が四百数十兆円ありますから、タイと韓国の間ぐらゐの数字になる。このように、アジア域内を見て日本を見ると、興味深いものがあります。このような実態になっています。しかも、直接金融市場は、債券の世界では、先ほど申し上げたように、マレーシア等で一部若干の発展を見ているものの、全体としては非常に低調であり、むしろ株式市場の方が、発展しているというところまでいえるかどうかの問題はありますが、まだ株式の方がなじみがあるというのが実態であります。

次に、「不良債権問題」についてお話しします。

実はアジアの不良債権問題、当然アジア通貨危機以降かなり深刻な問題になったわけでありまして。

しかし、御承知のとおり韓国が相当痛みの伴う、かつ急速な解決策を一応成功させ、解決したといわれています。しかも、一九九九年から二〇〇〇年頃に、アメリカのいわゆるＩＴバブルがありまして。これによつて域内の事業会社がＩＴ関連で勢いづいて非常に景気が良くなったことから、ムード的には不良債権問題は相当程度解決したのではないかと見られているわけですが、どうも実態を調べてみますと、タイ、マレーシア、インドネシアについては、かなり深刻なものではないかといわれております。まさにタイ、マレーシア、インドネシア、この各国は、債券市場を育成しようという対象国の中心的な存在でもあるわけでありまして、これらの国の不良債権問題はまだまだ解決し終えてはいないと思われれます。

例えば、タイの場合、中央銀行の統計などで見ますと、不良債権比率が二三・七％程度あり、貸出の一四％弱程度が不良債権であるという統計もあります。実務家の私どもの研究会で発表されたものの感触からいいますと、もう少し多いのではないか。おおよそ二割程度が不良債権なのではないか。そのような意味において、何をもって不良債権と定義するかにもよりますが、比率から見ると、概ね日本の現状と同じ、あるいはそれよりも深刻かもしれない。いまだこのような状況にあります。

このような状況になりますと、金融機関としては当然リスクアバースイフにならざるを得ない。つまり、銀行は融資に対して相当慎重になってくる。なかなかリスクをとれない。しかも、先ほど申し上げたように、相手が零細企業ということもあって、なかなか貸出しができない。信用乗数は

大幅に低下している。例えば、預金はほとんど集まっているのだけれども、これが貸出しに回らないということが数字にも象徴的に表れているのであります。先ほどのタイで見えますと、一年前に比べまして、前年同月比のベースマネーの増加率は一〇％前後です。ところが、マネーサプライ自体は二〜三％しか伸びてない。融資も三〜四％しか伸びてない。このため、お金はジャブジャブあるのだけれども、それがなかなか産業資金として回っていかないという状況がはっきり見えてくるわけであります。しかも、貸出しをする場合に、融資先が、ほとんど日系や外資系の企業などに偏っていて、地場の企業には恐ろしくて貸せないという状況になってしまっています。

ちなみに、預金のうち貸出しに振り向けられている比率の数字を見ますと、ほとんどの国は九割以下であり、タイに至っては六〇％を切っていま

す。預金の六割以下しか貸出しに回っていない。では、集めたお金はどうなっているのかというと、相当程度債券を中心とした証券投資に回している。例えば、集めた預金のうち、シンガポールですと概ね三割、タイ、マレーシアでは二割程度が証券投資に向いている。したがって、タイなどは預金の六割が貸出しで、二割が債券中心の証券投資という状況になっています。

このように話してきますと、不良債権比率とい、あるいはお金は集まるけれども、運用先がなくて国債ばかり買っているどこかの国で聞いたような非常に似ている話になってくるわけでありませんが、若干違うのは、現地の銀行、域内の銀行は比較的自己資本比率には余裕があるようです。この点は少し日本とは状況が違うのかなという気はいたします。

「情報の非対称性」については、私どもの研究

会でもこれが非常に大きな問題だという指摘が相次ぎました。その理由は、この地域では、借り手企業、調達ニーズのある企業に対する情報が圧倒的に不足しているという問題であります。

既に何度も申し上げましたように、域内の企業は完全な二極分化になっている。大企業と日系を含む外資系企業という一つのセクターは全体の数%に過ぎないようであります。残りの九〇数%は中小企業というよりも零細企業であります。現地の統計などを見ても、大企業といった場合に従業員二百人以上を大企業として分類したりしていますので、実態的に見ると、私の感じでありませけれども、一%に満たない大企業と九九%を超える中小企業及び零細企業というのが現実の姿ではないだろうかと考えます。

そうしますと、実は一%に満たない企業に対しては、各現地の銀行は、お金はジャブジャブあり

ますから、貸出しの過当競争になっている。これは研究会でも報告されて驚いたのでありますが、例えば、日本の会社が東京で借りている金利のスプレッドの三分の一の金利で現地の子会社が現地の銀行からお金を借りられる。要するに、現地の銀行にとって、リスクファクターが小さく優良と思われる貸し出し先に対しては、いっせいに貸出競争が行われていて、スプレッドが非常にタイトになってきているという状況がある一方で、九十数%もの大半を占める零細企業に対しては、日本でも同じような面がありますが、情報開示が進んでいないことから、とにかく企業の中身がわからないということ、貸したくても貸せないという状況にあります。

さらに、「法律・会計制度の未整備」の問題があります。これがまた非常に悩ましい問題であります。法律や会計制度がまだまだ未整備である。

例えば、会計士の監査義務というものがあるのかどうかかわからない。明確に会計士による監査義務が法定されていない域内の国も少なくありません。また、仮に義務化されていても、会計士の能力がどの程度のものか、なかなか信頼し切れないという問題があります。

また、例えば日本でいえば帝国データバンク等の民間の信用調査機関があります。日本の場合には、このような信用調査機関が一社だけじゃなくて、相当程度の規模のものが複数ありますが、どうも域内には民間の信用調査機関は、探偵社といった種類のものはあるのかもしれませんが、経済情報に関するしっかりした信用調査機関が存在していないという問題があります。

さらに、公的な関与についても、日本では、CRD（中小企業信用リスク情報データベース）を中小企業庁が全国の中小企業の財務状態について

ベータベース化しております。例えば昨年福岡県でABC形式のCLOを発行したときも、信用保証協会の保証付きで行われたのですが、そのスクリーニングのためにCRDが活用されているわけでありませう。このような公的な機関がつくった中小企業の信用情報データベースというものはまだ域内にはありません。

また、法律上の「取締役の権限」が極めて不明確である。日本の会社でも実態的にはそのような会社もあるようでありませうけれども、少なくとも商法上は、例えば表見代表取締役等の規定が整備されています。この域内の現地の会社を相手として、その会社の代表取締役と契約したので、当然有効だと思っていれば、会社側は「そんなものは知らぬ。その契約は無効だ」と主張することが間々あるとか、監査役の権限も極めて不明確であるなど、日本的にいえば、商法や企業会計、ある

いはさらに進んで証券取引法のような分野の法制度の整備がまだまだの状況にあります。いわば「制度インフラの未成熟」という問題があるわけでありませう。

さらには、貸し手である銀行の能力の問題もあるようです。もともとこの地域も「担保付融資」、「有担原則」が支配しておりました。この場合の有担は、不動産担保融資が中心になります。この地域においても基本的に不動産価値は右肩上がりであることから、不動産さえ担保にとっておけば、貸しても大丈夫だという判断に頼っていて、DCFなどの最近よくいわれているきちとした計量的な審査の蓄積が行われていません。また、大企業向けおよび外資向けの融資にはプライスメカニズムが崩れてしまっており、プライシングのシステムがワークしてないという状況です。このような貸し手側の問題もあります。

さらに、「投資家の裾野が狭い」という問題があります。個人投資家はもちろん、機関投資家もごく一部を除いてほとんどない状態です。日本、アメリカ、ヨーロッパにおける代表的な機関投資家といえれば年金基金ですが、この年金制度がまだまだ未成熟、未整備ということから、機関投資家もなかなか育っていないという状況にあります。

いずれにしても、このような根本的な問題ばかり存在するということを御認識いただけたかと思えます。その中で、特に今後日本がいろいろアドバイスしていく場合において、まず借り手サイド、調達サイドの「情報の非対称の問題」に取り組む必要があります。いいかえると、きつちりしたディスクロージャー制度を確立するためにどのようなテクニカル・アシスタンスができるかが重要ではないかと思えます。

この「情報の非対称性」については、間接金融

の場合であれば、相対取引ですので、いつてみれば、相手の懐に飛び込んで、奥座敷で話をする、一対一で中身を聞くということが可能であります。これが直接金融の場合には、市場を通じて情報のやりとりを行うこととなりますので、奥座敷に上がってどうのこうのというわけにはまいりません。どうしても玄関、庭先の広場でやるということになります。この場合には、一層、情報に対する正確な開示と、情報のクレディビリティが重視されるわけであります。ここから始めなければいけないのではないかという議論も研究会の途上では随分なされました。

三、 研究対象となつた項目

そこで、「研究対象として提示された項目」であります。私も参加いたしました研究会で研究

対象として提示された項目を幾つか、これに尽きるものではありませんが、挙げさせていただいておきます。実は、先ほど申し上げましたような域内地域の諸問題をいろいろ指摘していく過程で、研究会のメンバーからも「どこから手をつけたらいいのだろうか」ということが、しばしば、ため息ではございませんが、話題になったものであります。要するに、どれもこれもやらなければならぬのだけれども、そうはいっても、ものには順番がある、では、一体どのような順序で手をつけていったらいいのだろうか、どう整理したらいいだろうか、ということとは随分頭を悩ませたテーマでございました。

ただ、そのような考えで整理してみますと、八つぐらいの項目になりました。このようにして項目を整理した場合、まず、社債を個別に出せる大企業については、数の上では一％に満たない大

業でありませんが、それはそれで個別に社債を出してもらえばいいではないか。例えば、アジアのリーグテーブルを見えますと、結構、欧米系のインベストメントバンクを中心にして、ある程度の起債実績はあります。ただし、日系については、私が見たリーグテーブルでは一社も出てきておりません。大体イギリス系を中心にした欧米のインベストメントバンクがブックランナーを務めている。欧米系がブックランナーを務めているにしても、とにかく大企業で単独で社債を出せるところはそれはそれでいいでしょう、ということまで考え方を整理しました。

そうではなくて、単独では出せない企業を何とか資本市場に引っ張っていくためにどうしたらいいか、ということになると、広い意味での証券化手法ということになります。証券化には、「CD O」（コラテライズド・デット・オブリゲー

ション、日本語では、「債務担保証券」と「ABS」(アセット・バック・セキュリティ、「資産担保証券」)があります。これらは、アセットサイドか、ライアビリティサイドかという違いはありますけれども、仕組み的にはブリーディングを通じて証券を発行し、そして、資金調達につなげるという意味では、一つにくくれる概念であると考えられます。証券化といっても、正確にはいろいろ細かくありますし、また最近、「CDO」では、デットといながらアセットを含んでいるようなものが相当出てきておりまして、非常にバリエーションに富んできましたので、従来のな分け方が、理屈上あるいは実務的にもびったりするかどうかわかりませんが、一応便宜的に、ここでは「証券化を活用して、中小のコーポレートに資金調達の道をつくる」ということで整理をしています。それが「債務担保証券」(CDO、CLO、C

BO)を含むABS市場の創設」であります。

次に、「アジア域内企業のためのソブリン債券発行」であります。これはアジアの域内の企業に各国の国もしくは政府系の金融機関が例えばドル債などを出して、この発行代わり金を現地の企業に融資するというようなものはどうかということです。

もう一つは、「アジア域内企業への直接投資のための債券発行」で、海外の直接投資であります。つまり、海外というのはこの場合、アジア域内でありませんが、アジア域内に直接投資を行う企業や投資家が、アジア域内の現地で現地通貨建ての債券を発行するというようなことも考えたらどうか、という問題意識です。

さらに「通貨バスケット債券発行」があります。これのヒントとしては、遠い将来にはユーロのようなものを目指すものその前の段階として

ECUの「カレンシー・バスケット・ユニット」のようなイメージがあります。この地域においては、ACU債、アジア・カレンシー・ユニット債券のようなものを考えたかどうかということです。これはかなり射程距離の長い話かなということころもあります。ユーロにおいても、結局通貨統合するまで五〇年の歴史をえている。しかも、ヨーロッパ地域の場合は何といても地域全体を見れば、比較的均質な経済状態にある。また、ユーロへの移行の際に各国は相当厳しい財務条件などもつけられたわけですが、ASEAN地域やアジア地域の場合はあまりにも格差が大きいのではないだろうか。通貨バスケットというアイデアはいつも出るのでありますけれども、これは中期といいますが、長期の課題として取り組むべき話だろうなというところさえ方になっております。

「信用補完の仕組み構築」であります、特に、

すでに述べた「証券化」と裏表になります。信用補完すなわち「クレジット・エンハンスメント」をきっちりしないと、投資をする投資家はいないだろうということであります。では、その信用補完については、だれがどうやって信用補完するかというのが議論のテーマになりました。

また、それとの関連で「格付けの在り方」をどのように考えていくのかということもありますし、「決済システムの整備」についても考えなくてはならない。日本においても社債、株式の決済システムについては大きなテーマになっておりますけれども、この地域においても決済システムをきっちりしなければならぬ。クリアリングもさることながら、セトルメント、決済リスクをいかに小さくして、機能的に迅速に取引を行うかというための「決済システムの整備」が必要であります。

最後にある「技術援助」は、このような分野では、あまりピンと来ない言葉ではありますが、「テクニカル・アシスタンス」であります。先ほど申し上げたようなアジアの現状を踏まえながら、これらのテーマについて、日本としてこのようなことをアドバイスしてあげればいいのではないかと、「技術援助」、「テクニカル・アシスタンス」をきっちりやっていこうということが、研究会でも最終目的として語られたものであります。

四、研究会における議論

次に、「研究会における議論」ですが、研究会の自身について、その一部を簡単に説明させていただきます。ただこうと思います。

実は、この研究会では、CDOという形で証券化を活用しようというコンセンサスが最初にでき

たのですが、そもそもこの研究会の趣旨は、先ほど申し上げたように、最終的には「テクニカル・アシスタンス」に結びつけていくことにあり、そのための具体論を詰めていくことになりました。マクロのレベルで問題点や課題・展望を指摘するのではなくて、具体的に債券発行するためには、どのような形で、どのテーマをどのように工夫すれば実現可能なのかという具体論をつくり上げていきたいということであります。

当時、研究会のスケジュールとしては、翌年の四月頃を目標に研究会を立ち上げようという感じでありました。しかし、その後、年末にかけて、財務省の方から、「年明け早々から研究会を立ち上げたい。そのための協力をお願いしたい」という打診があり、取り急ぎ、実務家のメンバーを募って、年明けからスタートすることとしました。

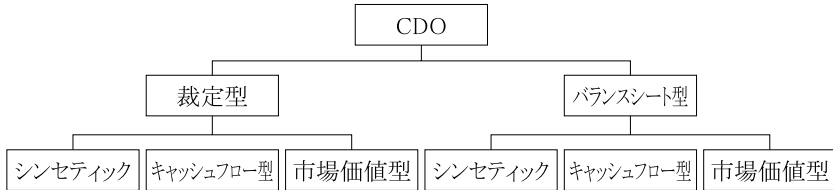
年明け早々一月から三月まで、わずか五回の会合でしたが、一番間があいたときに二週間、間が少ないときは一週間ぐらいのインターバルで立て続けに研究会を開くという状況で進めてまいったわけです。

ただ、五回だけでこれが済むわけではないのでありまして、一応、問題点の指摘とファイジブルかどうかというところまでファイスクールの研究会はとりあえず中締めになっています。と申しますのは、三月半ばから下旬に例のSARSの問題が出てまいりまして、SARSとイラク戦争という二重のリスクにさらされることになったからであります。つまり、ASEANの会合は当初イスタンブールで開かれる予定でした。イスタンブールはトルコですので、ちょうどイラク戦争が勃発した直後に予定されていることになりました。これはやはり無理だろう。その次は、確かマニラ

で会合が予定されていたのですが、こちらはSARSの問題があるということで、当初目論んでいたよりも二〜三カ月ほどスケジュールがずれ込んだという事情があります。そこで、先週（二〇〇三年六月五日）アジア各国が集まってようやく再スタートを切るという状況になったのであります。

さて、CDOについてですが、図表9に示しておりますように、CDOの分類は、現在いろいろな分類の仕方がなされております。特に、最近では欧米ではシンセティックのアービトラージCDOというものが、資産運用サイドからの要請も強くて増加しているようであります。要するに、シンセティック型と従来のキャッシュフロー型あるいはバランスシート型の違いは、バランスシート型のキャッシュフロー型の場合には、アセット自体が移転いたします。オリジネーターからSPVの

図表9 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
(出所) アジアにおける債券市場研究会 大和証券 SMBC 作成資料より

方にアセットそのものが移転しますので、オフバ
ランスの効果があります。これに対して、シンセ
ティック型の場合には、CDS、いわゆる「クレ
ジット・デフォルト・スワップ」を中心にしたデ
リバティブを使ってあります。それによる信用リ
スクの転換に対してプレミアを払う。それが
キャッシュフローになって、SPVを通じてコラ
テラルとして、例えば国債等を購入し、その
キャッシュフローが投資家に流れるという典型的
な仕組みがありますけれども、この場合にはア
セットそのものはSPVに移転いたしません。つ
まり、オフバランスにはなりません。ただ、オフ
バランスにはならないのですが、例えば、スワッ
プのカウンターパーティーがOECD加盟国の一
定のクオリティある金融機関である場合には、
リスクウエイトが下がります。例えば、コーポ
レートのリスクウエイトが一〇〇%である貸出し

が、CDSのカウンターパーティーが優良銀行であった場合には二〇%になるといふ事例に見られるように大幅にリスクウエートが下がるという効果もあります。このため、シンセティック型のCDOが非常に増えてきていると聞いております。

日本でも、広い意味でのCDOが出されるようになって、五〜六年経過したかなという感じになります。日本でのCDOは、私募のものも多いので、統計により明確に把握することが困難なところがありますが、シンセティックのCDOは、昨年は国内だけでも恐らく一兆から二兆円程度の規模ではないかといふようにいわれております。

また、シンセティック型やアービトラージ型、バランスシート型全体を含めると、CDOの世界的な規模は二〇兆円を優に超えるのではないかという推定もあるようであります。

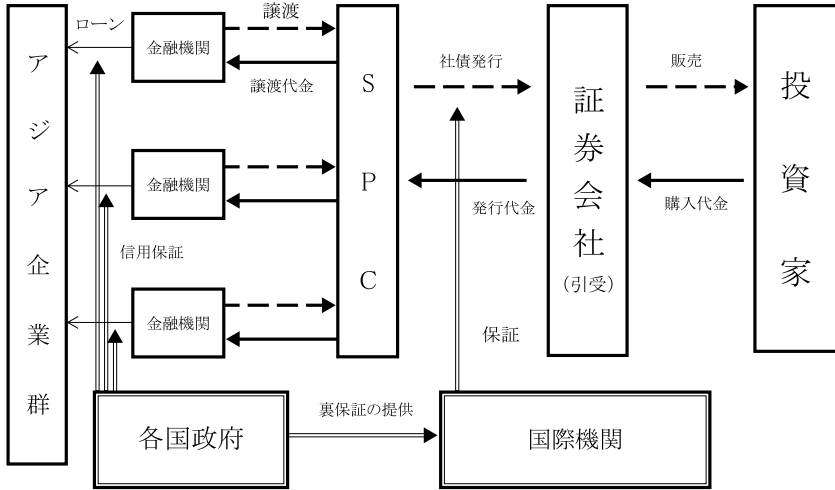
「市場価値型」、「マーケットバリュ型」とは、

ちょうどファンドマネージャーのような「コラテラルマネージャー」がいて、アセットの入れかえをしながら運用していくというものなのですが、日本の現状ではまだありません。むしろ欧米中心であると聞いております。CDOの細かいものになると、私もまだ知らない最先端の部分のものがたくさんあるようです。

ただ、アジア地域での発行ということになると、「そもそもスワップが組めるのか」という基本的な問題もあるわけでありまして、このCDO形態を選択する場合には、どうしても「バランスシート型のキャッシュフロー型」にならざるを得ないだろう。つまり、債務、基礎となるローンやボンドなどをプリーングして、それをSPVに転換する。その際、債務のキャッシュフローを「優先」、「劣後」等に分けて、それを投資家に販売していく。しかも、セカンダリーではなくて、プラ

アジア債券市場構想について

図表10 スキーム案



(出所) 図表9に同じ

イマリーで行う「プライマリーCLO」や「プライマリーCBO」と呼ばれているものにならざるを得ないだろうとあります。

図表10は、今申し上げました「バランスシート型のキャッシュフロータイプ」のCDOを組む場合のイメージでありますけれども、これ自体、皆さんよく見慣れた図表ではないかと思えます。「証券化」の一番基本的なイメージ図であります。ただ、ここで注目いただきたいのは、左の方にアジア企業群というのがあります。これに金融機関がローンを供与する。ここに各国政府がまずローン自体に保証をつける。場合によっては、裏保証的なものを国際機関も行う。そして保証されたローン、債務がSPCに譲渡されて、SPCはこれを背景に社債を発行するわけでありまして、この社債に対して国際機関等が100%のフルラップの保証をつけて、これを証券会社が引き受けて

販売するというのが一番の安全策として考えられます。

実は、CLO、CDOの場合のコンシダレーションにはいろいろありまして、そもそもSPV自体の倒産隔離がなされているか。いわゆる「バンククラブシーリモート」と呼んでおりますけれども、完全に倒産隔離が行われているのか。あるいは遡求するのもしないのか。つまりオフバランスになるのならないのか。それから、日本でもよく問題になるのは、パーフェクションという對抗要件の問題があります。日本の場合は、特債法以来いろいろ立法的な解決が図られてきて、第三者對抗要件についてはほとんど問題がなくなつたのですが、日本の場合でも、債務者對抗要件が十分備わっていない。したがって、日本の場合に行われるCLO、CDOのケースではあらかじめ債務者から異議がない旨の承諾をとっておくという

形になっていきます。このような「パーフェクションの問題」がありますし、今申し上げた「信用補完の問題」、さらにSPV並びに投資家等に対する課税問題など技術的にもいろいろ課題があります。

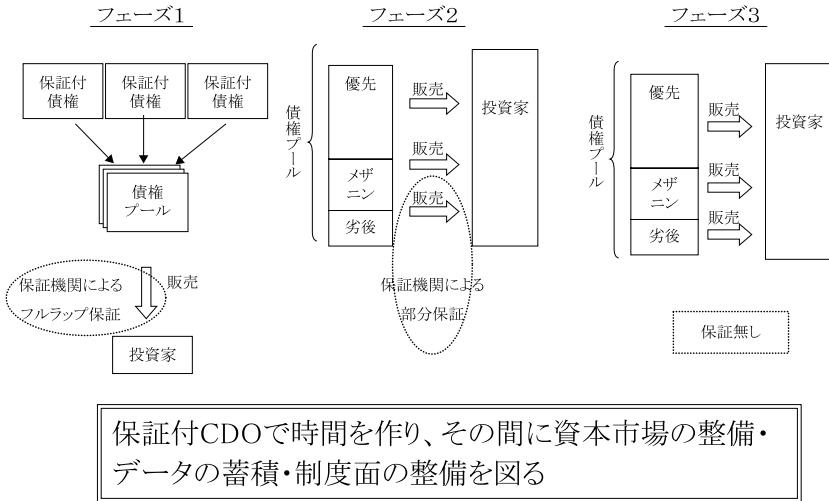
図表11の「長期的展望(1)」にありますが一歩左の「フェーズ1」は「完全保証つきのフルラップ」であります。

「フェーズ2」になりますと、今度は優先、劣後構造に基づき、元の資産のキャッシュフローの中でリスクをある程度分けていく。保証機関からの保証もフルラップではなくて、部分保証にしていくというのがフェーズ2であります。

「フェーズ3」になりますと、これは完全に保証をはずしてしまふ。ただ、ここで一定のポリティカルリスクへの保証が必要ではないか、ソプリンのポリティカルリスクをどうするかというこ

アジア債券市場構想について

図表11 長期的展望（1）



(出所) 図表9に同じ

図表12 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設備を狙いとする。
- 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逡減する部分保証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

(出所) 図表9に同じ

とについて、フェーズ³の段階でも若干課題としては残るかもしれませんが、いずれにせよフェーズ³はほぼ完成の段階であります。

私どもの研究会でほぼ合意を見たのは、まずCDOのフルラップ、つまり「フェーズ1」をやってみようではないか。「フェーズ1」をやつて、その間に、先ほど多々申し上げましたいろいろの制度面その他のインフラの整備、企業情報のデータ蓄積などでいわば時間稼ぎをすること、フェーズ1をやつて、それからある程度進んだ段階で「フェーズ2」、そして最終的に「フェーズ3」というのが、図表11及び12の意味であります。

日本で一番代表的なCDOあるいはCLO形態の証券化は、東京都が四回出しているものであります。累計で三〇〇〇億円程度であり、相当な規模になっています。東京都の証券化の発展過程を

見てみますと、第一回目が三年前、平成二二年の三月に出されておりますが、このときは発行額が六九四億円であります。六九四億円の規模で、これに参加している企業数が一七一五社です。もちろん中小企業が中心であります。したがつて、ここまで数が集まりますと、ABSができるのですね。要するに、ABSの場合は、大数原則、すなわち統計的なキャッシュフローの処理を行うことによつて発行するのが特徴の一つであります。数が大きくなれば、ABSが組めます。

ところが、CLOの場合には、数はそこまでいかない。私が聞いている範囲では日本で一番数の少ないCLOは、六社ぐらいという例があるようですが、通常大体三〇社から五〇社程度をプールしていく。このプーリングというCLOの手法でいくのであれば、むしろアジア地域はこの手法に向いているのではないか。東京都のように一回目

の発行から一七〇〇社を超える企業が集まって私募のABSを出すというのは、アジア地域では少し難しいのではないか。ただ、この場合も、東京都の第一回目は信用保証協会が一〇〇%の保証をしてフル保証であります。また、私募であります。しかも東京都が、もともと「東京都債券構想」というものがあって、行政主導型で行われたのが「第一回」の発行であります。

しかし、翌年の「第二回」になりますと、もう公募になっていきます。金額的には三〇〇億円強でありますけれども、これは三年債の公募債であります。九五〇社余りが参加しています。ただ、この段階でもまだ信用保証協会の保証付きであります。

昨年の三月、平成一四年の三月になると、二本出しています。一つは、アセットバックCPの私募であります。これは短期で転がしていくわけで

ありまして、最初の利払いは、二年半の据え置きです。これはフル保証がついています。他方、私募のABSで初めて保証なしというのが昨年、五〇億円程度出ております。五〇億円で参加社数は一七六社です。つまり日本の東京都においても、「私募で保証なしのポンド」が出せるまでに、四本目という発行経験を積まなければならなかったということでもあります。

ことしの三月には実は三つの方式で出されていまして、私募のABCPと公募のABSと公募のCBO、この三種類が出されております。このうち私募のABCPと公募のCBOは保証なしというスキームで行われましたので、この分野も年を追ってだんだん洗練されてきているなという感じがするわけであります。

私の全く個人的な印象と希望で申し上げますと、アジア地域については、向こう一年内といい

ますか、来年の今ごろぐらいまでに公的な保証をつけたもので、とにかく一本出したい。その後フェーズ²に入るまでの三〜四年間、いろいろ実績を積み、アジア各国と緊密な連絡をとりながら、インフラについて技術指導的なことも含めて整備していく必要があるだろうと考えております。

そして、フェーズ³に入るのは早くても五年から十年先ではなかるうか。当然一部のところではオーバーラップしてくるころもありますし、またマーケットがある程度自律的に動くようになりますと、進展は非常に早くなってまいりますので、その点については、とにかくこれから頑張っていかなければならないところであります。

幸い、ごく直近の動きでは、先週のアジア国際交流会議という場で、一つは、アジア債券市場のために十億ドル各国中央銀行が拠出して、基金を

つくる。特に日本、中国、韓国が中心になってお金を出していく、いわゆる「アジア債券基金」を創設することがほぼ決まっております。これは従来から議論されてきたことが改めて確認されたということだと思えます。

さらに、「アジア協力対話（ACD）」と呼ばれる組織がありまして、このACDの外務大臣会合が再来週タイのチェンマイで開催されると承知しておりますが、アジア全体での債券市場創設というものが外相レベルでの議題に上る模様であります。

一方で、日本のテクニカル・アシスタンスにつきましては、財務省での研究会、勉強会に加え、今月中にもASEAN事務局から日本のシンクタンクに対しまして、「いわゆるテクニカル・アシスタンスを国別リサーチして欲しい」との依頼があり、相当数の日本のシンクタンクにイン

ビテーションが来ているやに聞いております。そのような中で、ASEAN事務局として幾つか、一社か二社かわかりませんが、シンクタンクを指名して、一応向こう七カ月間、つまり、来年の三月末までにそのレベルでの国別のテクニカル・アシスタント・ペーパーのリサーチをしてもらう。さらに、引き続き、民間のシンクタンクに対してASEANから委託調査の依頼があり、「二年半くらいかけて、さらに深掘りした個別論も検討して欲しい」という話も来ているという状況にあります。

そして、今まで簡単にごくかいつまんでご報告申し上げた一月から三月までの財務省におきます研究会も、この六月の下旬からセカンドクルールに入ります。五〜六人程度の民間の専門家の皆さんにお集まりいただいて、恐らくことしの十一月か十二月くらいまで七〜八回開催して、本日概括的

に申し上げたようなことを個別に詰めていく。その場合に、恐らく先ほど申し上げたASEAN事務局からの委託を受けることになったシンクタンクのメンバーも一緒に参加していただいて、議論を深掘りしていこうということになるのではなからうかと思っております。

非常に駆け足でして、本来もっともっと時間をかけてご説明すべきところも多いのでありますけれども、時間も参りましたので、話をこれで終わらせていただきたいと思います。ご清聴ありがとうございました。(拍手)

若林常務理事 どうもありがとうございました。

若干、時間もあるようですので、質問をお受けしたいと思えます。

質問 アセット・バック・セキュリティにしても、CDOにしても、資産担保のあるものは、例

えばインドネシアルピーやフィリピンペソとなりますが、他方、投資家の方は円の国際化ということですから、日本円になると思います。この場合の通貨のアンバランスは、スワップが何かで補うわけでしょうか。

川村 実は韓国案ですと、まさにスワップをかけることを前提にしています。つまり、現地通貨を、ドルか円に転換するというイメージのものが一つあります。ここは実はダブルトラックでありまして、つまり、日本の機関投資家が円かドルだったら投資できる。これはいいのだけれども、現地通貨だったらどうかということになると、途端に身を引いてしまうわけです。ただ、先ほどから何度も申し上げているように、最終的には現地通貨で出さなければあまり意味ないわけです。そこをどうするかということが一つの難問でありまして、ドル建て債とか、円建て債という議論

は別途また走っております。特に、ソブリンボンドについては、まず、ドル建てで始めて、それから円建てでいきましよう、ということとはほぼ決まっています。「アジア債券基金」も、そちらの方向に多分行くのではないかと思うんです。

そうではなくて、いわゆるローカルカレンシーのままできないかということについて、投資家サイドの話聞いてみますと、一定の条件、例えばフルラップ保証等が付いたとしても、アジアの金利が全体に低いものですから、日本の投資家が、そこまでリスク張って現地通貨を買うかということになると、正直なところ、なかなか手が出ないのが実態のようです。

ただ、私どもとしては、スワップをかけることいっても、先ほどのアジア危機と同じようなことが起りかねない。しかも、域内の通貨間になりますと、スワップのマーケットがありません。御指

摘のあった現地通貨について、それらの金利の推移を見ますと、ちょうど心臓が停止した心電図みたいに真っ直ぐなのです。要するにまったく変動がない。そのようなところにスワップは成り立たないだろうなというような問題もあります。

最初はやはり一方でドル建てなり円建てで発行しながら、何とか現地通貨建てのものを日本の機関投資家のポートの一部に、例えば金額的には、たとえ五億円でも一〇億円でも入れてもらうというところで考えていかざるを得ないのかな、といった問題意識でやっています。

質問 私、会社では中国担当をしています。アジアに対しては、中国の影響というのは今後ますます大きくなっていくのではないかと思いますが、今回のアジア債券市場の育成という動きについて、中国はどのような感じなのでしょうか。

川村 さっき日中韓と申し上げましたが、中国は

もちろん北京からも会議に人は来ています。しかし、実質的には香港なのです。この問題については。中国も非常に関心を持っております。ただ、中国の関心事というのがいまひとつ私どもに見えないところは、域内ということに興味があるのか、中国の国内、例えば西部大開発とか、特に中国の場合にはレジデンシャルモーゲージを使いたいという意識が非常に強くあります。つまり、住宅金融の世界で証券化を活用できないかという意識があるような中で、いまひとつ中国の真意と申しますか、そのあたりはつかみかねているところはあります。

私が承知している範囲では、ASEANプラス3といっても、ASEANの中でも大体熱心なのはマレーシア、フィリピン、タイ、そしてインドネシアです。これらの国は、インフラについて特に課題が多いところなのですが、これらの国に

ラス日韓なのです。中国はどちらかというところ、やAPECの方にシフトはしているのかなという感じですが。もちろんASEANプラス3の会合には出てきていろいろ発言していますから、関心はあるのだと思いますけれども、関心の本体がどの辺にあるのかというのは少しつかみかねていません。

質問 電子プラットホームを運営している証券会社の者ですが、私も、ヨーロッパで国債の発行と流通市場に電子的な手段を与えて、特にユーロができた後は、電子プラットホーム上でプライマリーディーラー制度とリンクして、発行された国債の値上げをすることによって、流通市場も形成していくという発展したモデルがあります。アジアを考える場合、今日のお話で議論が出てないのは、取引インフラというか、市場インフラを整える上で、注文のマッチングの電子化につ

いてどう考えたらよいのでしょうか。意外とアジアにはプライマリーディーラー制度があるのですね。これを各国ごとではなくて、汎アジア的な規格を持った電子プラットホームを使って、アジアカレンシーユニットのようなものができた段階の話であろうとは思いますが、そこで、大量に同じ通貨建てで各国が国債を発行して、同じ共通基盤の規格の電子プラットホーム上で値付けするというのも、将来的にはアジア債券市場の発展につながるように思います。このような議論はまだ出てないのでしょうか。

川村 実は、時間の関係で、決済あるいは値付け業務について説明を省いてしまったのですが、この議論は相当出ております。特にシンガポール、ベトナムなどが、この意識を持っています。次の六月からの研究会でこれを本格的に詰めようと思っております。

少し余談になりますが、沖縄県が「自分たちにやらせてくれ」といつているようであります。ご案内のとおり、沖縄県は「金融特区構想」を持っています。この場合、沖縄県というよりも名護市といった方が正確です。広い意味でのアジアの電子決済市場の中核に名護市を置いて欲しい。名護市は、キャブタイプ保険を誘致しておりますが、このように名乗りを上げている地域が出てきているのも事実であります。

先ほどインフラの議論の中で、時間の関係で省きましたけれども、これは非常に重要なテーマであり、しかも、次回の研究会のメンバーにはこの問題について土地勘のある実務家にも入っていたかどうかは実は思っているところであります。質問 今日のお話では、発行体サイドをどのように掘り起こして仕組んでいくかというお話が中心だったかと思えます。投資家サイドについてはい

かななものでしょうか。先ほどの質疑応答の中で、本邦機関投資家がどうやって買えるかという話も若干出ましたけれども、レジュメの最初の方でも、アジア地域の相場では投資家のすそ野が狭いという現状があるというお話でした。さはさりながら、構想そのものの根っこには域内での資金管理を図るということもあるかと思うのですが、そのような今後の展望について、何か教えていただけませんか。

川村 今おっしゃる点が実は一番悩ましい問題でありまして、スキームをつくって出すところまではいいのけれども、だれが買うのか、買ったら持ちきりなのか。転売するのであれば、セカンダリー市場をどうするのか。このように投資家をどうするのかというのが最大の問題点であります。実のところ、「アジアの投資家とは、どのような人たちなのか」というのが見えているようで見え

てないのです。先回の研究会の折も、アジアの滞在経験が相当にある実務家の方にも何人か来ていただいたのですけれども、例えばシンガポールでは、御案内のとおり、非常に大きい投資家の集団があるわけでありますが、それ以外の地域についてはいまひとつよく見えない。そうなると、機関投資家を育てていくという問題になるのか。現地の日系の生保あるいは損保等の現法では、かなりの規模でオペレーションやっているとところがございいます。このようなところから少しずつ入っていったら、それをとにかく広げないことには、現状はほとんどゼロに近いところであります。

もう一つは、先ほどのマレーシアのように、国債を買っている、国債に投資している層をうまく誘導できないかということを含めて考えている、そういう状況であります。

質問 国債を買っているというお話ですが、現地

のソブリン債を買っているのですか。

川村 そうです。現地のソブリン債を現地の銀行が買っているというのが実態ですね。したがって、先ほど、どこかの国を思い出すと申しましたのは、別に皮肉ではなくて、まさに日本と同じような状況が起こっていることだろうと思います。

若林 常務理事 時間も参りましたので、この辺で終了したいと思います。どうもありがとうございました。

（かわむら ゆうすけ・長崎大学教授
当研究所客員研究員）

※配布資料はホームページでご覧いただけます。

<http://www.jsri.or.jp/>