

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

川村雄介

若林常務理事 大変お待たせいたしました。ただいまから、本日の「証券セミナー」を開催させていただきます。

本日は、長崎大学教授で、私どもの研究所の客員研究員もしていただいております川村雄介氏をお招きいたしました、御案内しましたとおり、「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」と題してお話を伺うことにいたしております。

川村教授につきましては、皆さまよく御承知の方でいらっしやいますので、改めて御紹介するまでもないと思いますが、恒例によりまして、手元の御略歴で、若干御紹介させていただきたいと存じます。

川村教授は、一九七七年に東京大学法学部を御卒業になり、同年に大和証券に御入社になりました。八〇年にはワシントン大学のロースクールに留学され、一年には同大学院で客員研究員をなさっております。

八七年以降、大和証券の社長室、人事部次長等を御歴任され、また一九九四年から九六年までは証券業協会の会長秘書をなさっております。

その後、二〇〇〇年に長崎大学経済学部にお移りになり、同大学院でも教鞭をお執りになっておられます。御専門は証券市場論、金融機関経営戦略でございますが、「主要著書」にございますように、多数の著

書を著しておられます。

特に、二〇〇三年から二〇〇五年までは、財務省の「アジアにおける債券市場研究会」の座長をお務めになり、大変立派な報告書をまとめておられます。また、二〇〇四年から二〇〇五年まで、財務省総合政策研究所の「市場型間接金融の役割に関する研究会」の委員もなさっておられます。

さらに、これは私どもの研究所とも関係するわけでございますが、私ども日本証券経済研究所の「アジア資本市場研究会」を昨年から開催いたしておりますが、その座長を務めていただいております。今日の講演会も、その「アジア資本市場研究会」の中間報告を兼ねて、現在までのどのような研究が行われており、ASEANの諸国についてどういうふうに見ていったらいいのか、そういったことを中心にお話ししていただきたいと思っております。

それでは、川村先生、よろしくお願いいたします。

はじめに

御紹介いただきました川村でございます。

会場を拝見しますと、お偉い方々ばかりでございまして、まさに文字どおり高いところから大変失礼でございますが、御無礼をお許しただければと思います。よろしくお願いいたします。

本日お配りいたしましたレジュメ、資料、いつてみれば思いつくままにたくさん書いてしまっておりまして、与えられている時間の中では、まともにやると、とても全部消化し切れませんので、適宜ストレスをつけながらやらせていただきたいと思っております。

また、先ほど御紹介のときに御案内いただきました日本証券経済研究所におきますアジア資本市場研究会、今日もメンバーの方が何人も見えてい

らっしゃるわけでありませうけれども、非常に精力的な御報告をいただいております。

これは、昨年七月に第一回目をスタートいたしました。本来、この手の研究会というのは、毎月やって一年ぐらいで終わらせるといふ性格のものが多くわけがありますが、メンバーの皆さんが、まさに証券市場の第一線の管理職の皆さんばかり、非常にお忙しい方々ですので、スケジュール調整だけでなかなかままならないということもあって、大体、二カ月に一遍の頻度でやっております。

したがいまして、今日、先ほど若林常務からは中間報告というお話がございましたけれども、むしろ四半期報告を行うというイメージであることに御留意いただければと思う次第であります。

最初に、このところ新聞を見ましても、タイの政情についての報道が大変多いわけでありませう

けれども、これに限らず、FTA、EPA、後ほども若干触れさせていただこうと思いますが、アジア、特にASEAN地域をめぐる話題が大変多いなど感じるわけであります。

現在、アジアというところ、まずオウム返しに思い浮かぶのが中国でありますし、またブリックスという名前のとおり、インドへの関心も大変高くなっているわけですが、どうも私、このところASEAN地域に御縁を持っているせいか、中国とインドの間に大切な所があるんじゃないですか、という感じをいつも抱くわけがあります。

といいますのは、中国が一三億人、そしてインドが一〇億人ということはよくいわれるわけですが、このASEANの地域だけで五億人、人がいるわけです。そうしますと、このところを無視なんかとてもできないわけがあります。そういう

観点からも、ぜひアジアの方に目を向けていただければと思います。

また、証券界という観点から見ても、そこに対するお金の投入、いいかえれば日本からの投資についても、一部スタートもしておりますけれども、いよいよ本格的に御検討いただく時期に入ってきたなと思います。

一、アセアン域内経済の特徴

(1) 一九六〇年代～九〇年代・・・離陸期

初めに、「域内経済の特徴」というところで、ざっと復習をしておきたいと思います。

御高承のとおり、一九五〇年代までは、世界的に見て停滞と貧困と呼ばれる地域は、アフリカとアジアの地域だったわけです。その後、アフリカは独立運動等を経て今日まで参っているわけでは

が、その経済発展という足跡を見ますと、何といてもアジアのこの地域が非常に目立つわけがあります。

これは、この分野の開発経済等の専門家は、雁行型、雁が飛んで行く、ああいうスタイルで経済成長が、主人公が次から次に入れかわっていくということ、で、「雁行型発展」という言葉を使います。アジアNIESから始まって、ASEANになって、そして中国になってという、雁の群れが、先頭が入れかわるように成長していく。

昨年の通商白書は、さらに一歩踏み出で、雁行型ではなくてらせん型、スパイラル型の発展だという大変注目すべき分析をしている点も、御存じの方も多いのではないかと思います。

この間のこの地域の特徴というのは、何といっても外資、外国資本を積極的に活用して発展してきたということがほぼ共通した特徴である。これ

が後ほど申し上げますアジア通貨危機の一つの背景にもなったわけですが、こういう外資を活用する発展形態というのが顕著に見られるわけであります。

そして、このASEAN地域とよく比較されるのは南米地域でありますけれども、経済成長が、八〇年代から二〇世紀後半の約二〇年間、中南米地域の発展スピードが約二％程度であるのに対して、この地域は七％ぐらいという三倍余りのテンポで成長を遂げてきたわけであります。特に、八〇年代半ば以降のプラザ合意に伴う大幅な円高で日系企業がどんどん生産拠点を海外、この地域に移していく。そうすると、当然現地の産業もどんどん勃興してくる。

また、二〇〇〇年になる前後は、世界的なＩＴ革命と呼ばれる中で、かなりコンピューター回りの生産がこの地域にシフトしてきたことが背景と

してあったことも、御存じのとおりだと思います。

(2) アジア通貨危機

ところが、そこで一九九七年がセンターであります。よく「勃発」といういわれ方をするんですが、アジア通貨危機というものが発生したわけであります。

この危機についても、欧米人というのはいろいろおもしろいニックネームをつけるものであります。中南米はアルゼンチン・タンゴのニックネームで、タンゴ・クライシスといいますし、メキシコの経済危機のことはテキーラ・クライシスというんです。それに対して、アジア通貨危機は何かニックネームがあるのかというと、トムヤンクン・クライシスと呼んでおります。

私、これは冗談かと思ったら、タイの人たちも

トムヤンクン・クライシスと平気でおっしゃいます。彼らが、これまた冗談半分なんですが、「同じ通貨危機でも中南米とおれたちは違うんだ。中南米はタンゴを踊ったりテキーラで酔っぱらったり、踊るばかりだけれども、おれたちのは主食なんだ」冗談めかしてこういうふうにおっしゃるわけですけれども、それも結構正鵠を射ているところがあるのかなという気がいたします。

と申しますのは、ここに書きましたように、中南米危機とアジア危機、トムヤンクンとタンゴやテキーラではかなり違った側面がありました。特に、アジア通貨危機前、アジア諸国の財政を含めた経済ファンダメンタルというのはかなり良好だった。中南米は国自体が非常にまずい状態にあったわけでありませけれども、アジア諸国はそう目立って極端に悪いということはなく、むしろ総じて良好であった。

その一つの証左として、赤字がないのですから、国債で赤字をファイナンスする必要もないということも見られ、これが皮肉なことに、国債が発行されないので債券市場が育たないという遠因にもなったりしていたわけがあります。

それと、先ほど申し上げましたような、外資が強烈な勢いでこの地域に入ってきたものですから、一種のバブル的な様相も呈していた。しかも、民間がどんどん設備投資をいたします。この設備投資というのは当然長期性の資金を必要とするわけでありませが、これを短期の借り入れで賄っていた。民間部門の業容拡大に対して、本来長期資金が必要なところ、短期債務を拡大させるという特徴が見られたわけがあります。

一たん危機が勃発いたしますと、あっという間に連鎖してしまふ。ですから、欧米人は鳥インフルエンザの連想に、このアジア通貨危機があるよ

うでありまして、あつという間に広がって、非常にコンテイジャスじゃないかというイメージを持っているようであります。

それともう一つは、メキシコ危機などでアメリカ中心にIMF、世銀等が注入した資金に比べて、このアジア危機に要する金額というのは一けた大きい金額が必要であつたということであります。

例えば、この通貨危機直後、ここに書きましたように、タイは一三〇億ドルぐらい必要だといわれていたのに、IMFの枠は、せいぜい四〇億ドルぐらいだった。三分の一にも足りないということになってしまったわけであります。

これらが総じて、アジア通貨危機のことを、二〇世紀最後に起こったわけでありますので、よく二世紀型の危機であるという言い方もされるわけであります。

こういう二世紀型ともいわれるアジア危機がなぜ発生したのかということであります。

いろいろ議論があるところではありますが、一つは、世銀・IMFリード型の開発経済への枠組み提供がうまくいかなかったんじゃないか。いいかえると、まだインフラが十分整っていないところに、非常に性急な自由化をとってしまった。例えば、オフショアをつくるのはいい。しかしながら、オフショアから、いわば無限に近い形、無限ということはありませんが、非常に膨大な外からのお金が入ってきて、急に拡大してしまう。しかも、先ほど申し上げましたけれども、民間部門が短期の債務をどんどん膨らませてしまう。

そういう中で、金融仲介者であるべき金融機関が、実は余りしつかりしていなかった。モニタリングもかなりルーズなところがあつたし、リスク管理体制も十分とはいえない、こういう状況が

あつたわけであります。

そして、この状況の中で、ヘッジファンドなどがよくやり玉に挙げられるわけですが、強烈な過剰投資がバブルを発生させた。

そして、今度は、一たん何かあると、こういうフラジルな経済といえますか金融システムでありますから、資金が急激に入ってきたと思うと、今度は急激に出ていくことになってしまう。

実は、アジア地域の特徴というのは貯蓄率が非常に高いということなんです。かつて、よく日本は貯蓄が高いといわれたわけですが、この地域の貯蓄率は三〇%台後半で、世界で最も高い地域であります。

ところが、投資の率というのは、国によって違いますけれども、一割だ、二割だというところが大半であります。つまり、ISバランスのギャップというのは物すごく大きい。貯蓄が余っちゃっ

て、投資に回る分が余らない。

じゃ、その余りの部分はもうしているんだというところが、先ほどから何度も申し上げている、この地域特有の金融システムといえますか、フィナンスの仕方があつたわけであります。

タイが典型的なのでありますけれども、タイのオフショアで短期のドル資金を調達する。この短期のドル資金をタイに持つていつて、これを長期の現地通貨建て、バーツ建てのファイナンスに活用してしまう。これは、すぐ想像がつくように、もともと金融は短期と長期でミスマッチがあつたらかなりまずいわけでありませうけれども、こういう長短のミスマッチに加えてドルとバーツという通貨変動といえますか、為替変動がもろにかぶつてくる通貨のリスクと、両方かかつてきてしまふ。いわゆる長短・為替のダブルミスマッチという基本構造があつたわけであります。

しかも、この当時、通貨危機以前は、大半のこの地域の通貨がドルにペッグしておりました。金利を比較してみると、ドル金利の方がはるかに安いわけです。ですから、調達する側からすれば、ドルペッグで、短期で、ドル調達を行うというのは現地通貨建てよりも有利であった。

これを、逆に投資家の方から見ますと、現地通貨の方がはるかに金利が高いわけです。そうしますと、現地通貨に対して短期の投資を行うということが、いわば裏腹の関係になって進んでいったわけです。そうなりますと、一番欲しい現地通貨建ての長期の資金調達手段のシステムを欠いていた、これが大きな原因としてあったわけです。当初、急にヘッジファンドが引き揚げたから通貨危機が起ったというようなことがよくいわれたわけでありまして、現にマレーシアのマハティールさんなんかは、いつてみれば金融鎖国を政策とし

ておとりになったわけであります。

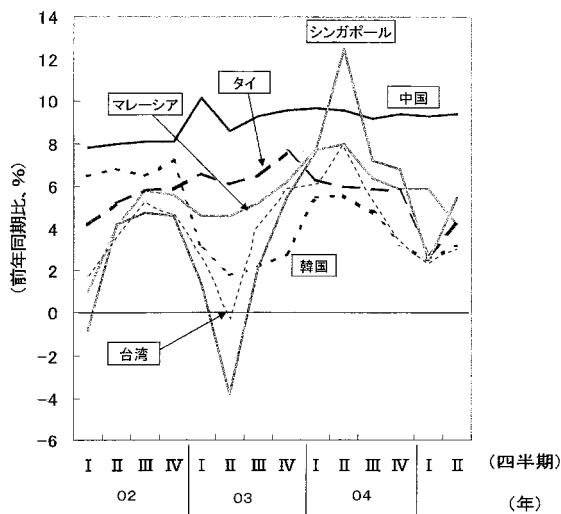
こういうヘッジファンド等の流出入が引き金を引いたことは間違いないと思いますけれども、それがすべてかというと、その背景には、今若干申し上げたような状況があったわけです。

最近では、ほとんど通貨危機の後遺症から脱却できたと思います。別にお配りしたもう一部の配付資料で、図表1に「アジアの実質GDP成長率」をお示ししています。

二〇〇〇年前後の数年間を見えますと、物すごくざっくり申し上げますと、この時期、日本の成長率が大体ゼロ％。それに対して中国は一〇％ぐらい。ASEAN地域は、真ん中の、大体五％ぐらいの成長ということで、なかなかステディな成長をしてきたと申し上げられると思います。

こういう通貨危機の後のASEAN地域の大きな特徴というのは、域内の金融協力が大変進んで

図表 1 アジアの実質 GDP 成長率（前年同期比）



(出所) 内閣府、各国地域統計

きたことです。この域内金融協力の中身というのは、むしろ財務省あるいは関係者の方からお話しただけだと、まさに東南アジア金融三國志とでもいうような、非常にビビッドといえますか生臭い話が山のようにございます。

二、域内金融協力の進展

これについては、レジュメには、ごく簡単に年表的に書いてございますけれども、この背景には、日本とアメリカ、日本と中国、そしてこの地域、これらが三つどもえ、四つどもえになって、いろんなことが起こったんだということは、時に応じたニュース報道等で御存じの方もいらっしゃるかと思います。

例えば、一九九八年、新宮沢構想というものができたわけです。これは、三〇〇億円の緊急融資

の枠を設定するもので、日本のリーダーシップでできたものでありますが、それに先立ってA M F構想、アジア通貨基金構想というものがございました。これは、やはり日本が主導でこういうものを導入しようといいました。

ところが、これに対しては、I M Fの實質宗主国ともいうべきアメリカからの強烈な反対、そしてこの地域での日本のリーダーシップをかなり警戒する中国の反対で実現できなかったとか、いろいろあるわけがあります。

特に、今日の話との関係でいけば、重要だと思われるのは、二〇〇三年八月、下から四つ目のところでありますが、A S E A N + 3財務大臣会議。実は、ここでA B M I、A B M IというのはAsian Bond Markets Initiative、いわゆるアジア債券市場構想と呼ばれているものですが、このA B M Iの推進が二〇〇三年八月、今からちょうど

ど三年前になるわけですけども、このときに発足している。これが非常に重要なものであります。

このA B M Iについてはいろいろな内容があるわけですが、発想としては、せっかくこの域内に高い貯蓄率があるんだから、非常に潤沢な貯蓄があるのに、わざわざドル資金を外からとってくる必要はないだろう、域内でそれをうまく還流させるシステムはないだろうかということが一つ。

それからもう一つ、長短・為替、この二重のミスマッチという金融の大きな阻害要因になっている脆弱性を解決する策はないものだろうか。ありますよ。それは何かといえば、現地通貨建ての債券市場の構築であるという合意を見て、その後かなりのテンポで作業が進められているわけであります。

そして、現在は、昨年の暮れの東アジアサミッ

トともいわれるようなミーティングに至っておりますし、ASEAN+3のみならず、後ほどちよつと申し上げるAPECだとか、EMEA P という域内とオセアニアの中央銀行の役員会議であります、こういう会合、いろいろなものが出てきているわけです。レジュメの三枚目に、その点、触れさせていただいたわけであります。

三、多角的、多層的な活動

ここで、よく注目されるのがFTA、EPAであります。FTAは、ここにありますようにFree Trade、EPAについてはEconomic Partnershipというところで、貿易と貿易以外のものも含んだ経済提携を進めようということであります。特に、金融との関係でいけば、EPAの方がより重要であろうかと思えます。

どちらかといえば、FTAは経済産業省が実質指導の立場であるのに対して、EPAはより多面的であります。EPAについては金融庁の国際部門も積極的にコミットしておられるわけであります。

ただ、EPAの場合も悩ましい問題がございます。日本も、この域内の幾つかの国とは締結したり、あるいはしかけているわけですが、見ていると、どうも日本の方からいろいろな自由化、金融規制の緩和をお願いし、双方足並みをそろえていこうという意気込みでいるわけであります。

しかし、域内各国は、一〇年たったとはいえアジア通貨危機への非常な恐れ、ああいう経験はしたくないという防衛的な姿勢もありますし、警戒心も結構あって、金融についての自由化は、日本が考えているほどなかなか簡単にはいかない部分

があるわけであります。

それと、二番目にAPEC、これもよく名前は耳にされると思うんですが、いわゆるアジア太平洋経済協力というものです。ASEAN地域にプラスオセアニア、プラス南米から中南米、メキシコ、アメリカ、カナダ。まさに環太平洋圏の経済協力の機構であります。ここも非常にアジア債券市場に関心を持っておりまして、昨年夏も、日本でその絡みの会合を行っているわけであります。

ASEAN+3はあえて申すまでもないと思うんですが、ASEAN—○カ国プラス日本、中国、韓国。これでさまざまな分野の協力を進めていこうということで、特に最近では債券市場についての協力が注目されているわけです。

このASEAN+3とAPECというのはかなり悩ましい関係があるかと思えます。というのは、APECはアメリカを含んでいるわけではござ

います。ASEAN+3は、+3でありますように、日中韓というのが出てきている。

そうすると、APECのメンバーであるアメリカとしても、ASEAN+3の動きは大変気になるわけであります。逆に、日本の立場からすれば、よい意味でのリーダーシップをどちらの場でもよりとれるのかという、かなり難しい判断も迫られる。

もちろん日本は両方のメンバーでありますので、両方推進しているわけですが、若干エピソード的なことを申しますと、私がさつき御紹介いただいた財務省の研究会を始める当初、二〇〇二年一〇月ごろだったと思いますが、財務省の方から御相談を受けました。

最初は、APECのエキスパートメンバーになってくれないか。APECが同じようなことを進めているので、日本サイドのエキスパートメン

バーの一人として加わってくれないかというのが一番最初の話だったんです。そのうち、一カ月ちよつとたったら、APECじゃなくて、急遽ASEANでやりたいというお話になりました。

研究会の立ち上げを決めたのが二月二八日か何か、ほとんど御用納めの日だったですね。急遽その日のうちに、関係者に打診だけお願いして、一月四日か五日、御用始めと同時にメンバーを確定させていただいて、すぐに研究会を始めるという、非常に慌ただしい中で行われたわけです。

今申し上げたことでも御想像いただけますように、相当APEC、ASEANをめぐる難しさも感じたわけであります。

あと、④に書きましたEMEAPというのは、さつき申し上げました中央銀行の集まりなんですけれども、非常に注目されるものとしては、今までのASEAN+3あるいはAPECというの

は、域内でどうやってお金を調達するかという、いわば調達サイドの関心を中心にしておりますが、このEMEAPの方はデイマンド・サイドと申しますか、投資家サイドです。

特に、最初は中央銀行の外貨準備で、この地域のドル建ての債券に投資しようという発想が第一段階としてあったんです。これがアジアボンドファンド、ABFと呼ばれるものであります。ABFも、今セカンドステージが始まっております。ABF2になってきております。

ABF2というのは、大きく二つの種類のファンドから成るものでありますけれども、これは域内のソブリン物が中心ではありますけれども、次第にコーポレートの方にもシフトしているということと、もう一つは、このファンド自体はシンガポール等の取引所にETFとして上場するということも行われているわけでありまして、ABF1

よりかなり進化してきた。投資家も、当初は中央銀行だけだったわけですが、A B F 2 は民間投資家にも次第に開放しているわけであります。

四ページ目、これは私自身が直接かかわっていないので、なかなか評価は難しいところでありますけれども、⑤に書きましたバスケット通貨構想というのもよくごらんいただけたらと思います。ユーロにおける経験が発想のもとにはあると思うんですが、域内の地域の通貨をバスケットにして、バスケット通貨でボンドを出したらどうかという検討を進めているわけであります。

これも、日本がリーダーシップをとって進めています。ヨーロッパで、ユーロで五〇年かかっているわけでありますが、それ以上に域内の経済力その他のばらつきの多いこの地域で、バスケット通貨債券というのはなかなか難易度の高

いわざではあるかと思いますが。ただ、非常にチャレンジングなので、注目していいかなと思っております。

四、アジア債券市場構想 (A B M I)

そこで、アジア債券市場構想でありますけれども、この問題意識のところは先ほど申し上げたとおりでございます。

それから、財務省の研究会の主要な内容につきましては、図表2-1から図表2-5までがちょうど財務省の方で政府の審議会等で報告されたときにつくられたブリーフでありますので、ごらんいただければよろしいかと思えます。大変時間に限られておりますので、詳細については省きますが、一言申し上げたいと思います。

図表 2-1

アジアにおける中小企業ファイナンスの新たな取組みについて

ー「アジアにおける債券市場研究会」についてー

I. 経緯・趣旨

- ◇ 2002年12月、わが国より「アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)」を提案
(ASEAN+3財務大臣非公式代理会議、於：タイ・チェンマイ)

- ◇ 各国当局間の議論を補完し、実務面も含めた民間の知識を活用する趣旨で、2003年1月、「アジアにおける債券市場に関する研究会」が発足

2005年1月まで活動、同年3月、議論の概要について「最終取りまとめ」を作成
(URL) <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa2004kenkyukai.htm>)

⇒ 今後、「研究会」の成果につき、APECやASEAN+3関連の会合で紹介し議論することを予定

※ APECビジネス諮問委(ABAC)等の共催に係る「地域債券市場に関するカンファレンス」(2005年6月21～22日・東京)

※※ ASEAN+3・ABMI「技術支援に関するワークショップ」(2005年8月29～30日・マレーシア)

(出所) 財務省

図表 2-2

Ⅱ. 「アジアにおける債券市場研究会」の議論の概要

◇ 中小企業の証券化が有効な理由

1) 域内の長期資金フロー改善の必要性：域内の貯蓄を域内の投資に活用(ABMIの目的)

2) 中小企業金融の重要性と問題点

⇒ 中小企業の役割は極めて重要、中小企業向け金融は健全な経済発展のためにも不可欠

⇒ 「情報の非対称性」や担保力の不足により、十分な資金調達ができず、投資が不十分、収益も伸び悩む傾向

3) 証券化(CDO: Collateralized Debt Obligation、債務担保証券)の活用意義

⇒ 少なくとも当初は、借手情報に銀行の審査機能を活用することが重要

⇒ ローン証券化の活用が非常に有効

※ ただし、現在アジアでは、金融機関の資金余剰を背景に商業銀行等が積極的にローン業務を実施、ローン対比でコスト高となる証券化には不利な環境

⇒

「域内の中小企業を対象にした」「現地通貨による」「中小企業の資金調達」と「域内金融資産の有効活用を図る」ために「証券化の手法を活用する」ことが有効

(出所) 財務省

図表 2-3

II. 「アジアにおける債券市場研究会」の議論の概要（続き）

◇ 東アジア域内における債券市場

○ アジアの債券市場は近年急速に拡大しているが、依然規模は小さく、以下のような問題を抱えている

- ・ 流動性が低い
- ・ 価格形成機能が弱い
- ・ 投資家層が薄い
- ・ 主たる指標が不在で債券市場のボラティリティが大
- ・ リスク・ヘッジのためのツール（債券先物やレポ市場）が未整備

○ アジアの債券市場の課題への対応

- ⇒ 指標としての国債市場の形成
- ⇒ 投資ニーズに対応した債券発行
- ⇒ 投資家/仲介者の育成
- ⇒ リスク・ヘッジ手段の整備
- ⇒ クロスボーダーの取引環境の整備

（出所） 財務省

図表 2-4

Ⅱ. 「アジアにおける債券市場研究会」の議論の概要 (続き)

◇ 東アジア域内における中小企業債務の証券化にあたっての課題及び留意点

① 原資産のマーケット規模を高めること

証券化ビジネスは装置産業であり、多大なコストを要するので、債務担保証券市場の将来的な展望・発展性を示し、証券化ビジネスへの積極的参画を促す必要

② 統一されたドキュメンテーション

債務担保証券市場の発展、流通市場での売買活性化のためにもドキュメンテーションの定型化が必要

③ 共通の審査基準

中小企業の個別審査は、「情報の非対称性」の側面から見ても極めて困難であり、客観的な基準の設定、中小企業情報の収集・分析のための仕組み等が必要

(出所) 財務省

図表 2-5

Ⅱ. 「アジアにおける債券市場研究会」の議論の概要（続き）

◇ 東アジア域内における中小企業債務の証券化にあたっての課題及び留意点（続き）

④ 取引価格等の公示の確保

債務担保証券について、各銘柄の価格及び発行体に関する情報を公示する仕組みの整備が検討されるべき

⑤ 外部信用補完

内部信用補完（ストラクチャリングによる信用力の補完、信用データの十分な蓄積が必要）は、アジアの多くの国においては時期尚早、外部信用補完（保証、クレジット・デリバティブ）から始めることが必要

⑥ 各国政府のコミットメント

アジア各国の政府が同市場育成を約束する強いメッセージを市場参加者へ送ることが重要（例：各国中銀の担保適格債に指定）

（出所） 財務省

実は、ボンド市場といっても非常に多岐的、多義的であるわけです。私どもがやっていた債券市場研究会では、特に域内の中小企業に対するファイナンスの方法として、セキュリティエーションの方式は活用できないものかという問題意識をもとに進めてまいりました。

と申しますのは、一九九〇年代後半から二〇〇〇年代初頭にかけて、日本の中小企業はまさに同じ問題に逢着していたわけであります。そのとき日本は、自治体主導で行われたケースも多いんですけれども、中小企業は単体ではなかなか資本市場にアクセスできない。したがって、いつてみれば、一種の中小企業債券共同発行を、証券化という器を活用してできないものかということ、東京が代表的でありますけれども、そのほか、大阪、福岡、最近では広域、小さい県が複数集まって共同発行するケースも出てきているわけであり

ます。

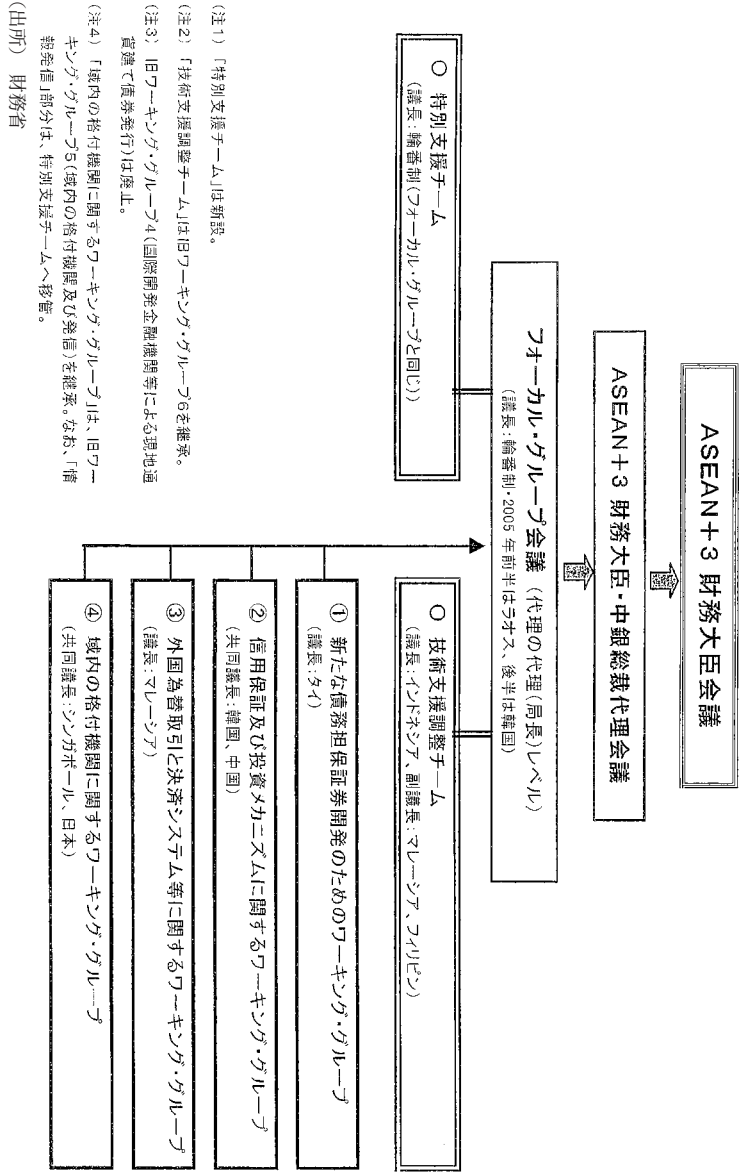
このような日本で行われた経験をアジアで生かせないかということで、これも実務の第一線のメンバーによって、非常に熱心に検討されまして、昨年の春に報告書を取りまとめて提出し、それを昨年六月のAPECの会議と、八月最後のクアラルンプールでのASEAN+3のワーキングで発表させていただいたものであります。

四ページの③にございますように、ABMIはいろんな活動をしてまいったわけでありますけれども、二〇〇五年、昨年から新たなステージに入ったかなと思っております。

手元にお配りした資料でいきますと、図表3の「ABMI・ロードマップ」による新検討体制」という絵があるかと思えます。一番上がASEAN+3の財務大臣会議であります、その下に、バーチカルにさまざまな組織があります。右側に

図表 3

「ABMI・ロードマップ」による新検討体制



技術支援調整チームというのがあって、①、②、③、④と個別テーマのワーキングがあって、左側に特別支援チームがあります。

実は、これに先立って、二〇〇三年にABMIが立ち上がった後は、六つのワーキング・グループを設置したわけであります。その中身が、レジュメの四ページに書きましたように、新しい債務担保証券、要するに証券化の活用でありますし、もう一つは、域内のソブリンによるローカルレンシーの、現地通貨建てのボンドの発行、3) 信用保証や投資メカニズムの研究推進、4) 外国為替あるいは決済システムの拡充、5) に格付機関あるいはボンドにかかるインフォメーションの発信、そして6) に、各国あるいは各域内で持っているさまざまな専門的な、テクニカルな問題があるわけですが、こういう点について進んでいる地域から技術支援をしたらどうかという六つのワーキ

ング・チームが立ち上がったわけであります。このうち、2) のソブリン物の起債というのは、もう既に幾つも実績が出てきております。したがって、このワーキングとしては一応解散である。

あと、技術支援というのが独立したワーキング・グループで置かれていたわけですが、これは全体にかかるということもこれあり、別立てにした。ただ、内容としては、当初の六つは引き続きテーマとして追求されているわけでありまして、特に強調したいと思っておりますのは、ここでもやはり日本、中国、韓国のリーダーシップ争いが行われているという印象を持っている点であります。

もう一つ、技術支援のところです。ここは、日本と韓国は+3の中でも進んでおりまして、日本の金融機関は証券サイドが中心でありますけれど

も、技術支援を盛んに行っております。また、広い意味でこの枠内になると思いますけれども、ASEAN事務局からの委託研究、委託調査というのを日本の大手証券系の複数のシンクタンクが鋭意進めていることも、非常に注目してよろしいのではないかと考えております。

いずれにしても、ABMIの方も新たなステージになったわけでありまして、レジュメでいうと五枚目でございますけれども、具体的なアジアのボンド・スタンダードを打ち立てていこうとか、あるいはメンバー各国による定期的な自己チェックをしていこうとか、さつきちよつと申し上げたことに絡みますけれども、アジアの通貨バスケットによりますイシューを行っていかうとか、いろんなことが進められてきているわけでありまして。

こういう中の具体的な成果も、幾つも出てきて

おります。例えば、先ほどソプリンのものが大体終わったと申し上げました。実は、一昨年の暮れに、韓国の中小企業四十数社に対する融資債権を束ねたものに韓国の金融機関が保証をつけて、一たんSPCを韓国につくると同時に、シンガポールにSPCをもう一個つくって、最終的にこれを円建てにして、そこにJBICの保証をつけて、つまり日本の政府系金融機関の保証をつけて組成するものとか、あるいは主としてタイであります。日本の企業の事業会社の現地法人が現時通貨建てでボンドを発行する。それに対してJBIC等が保証をつけるようなスキームのものが幾つも出てきている。そのような個別具体的な成果も生んでいるわけでありまして。

こういうのが非常にぎっくりにした現在までのアジア債券市場のプロジェクトの動きでございます。

五、アジアの証券市場

(1) 概観

若干個別にアジアの証券市場について見てみたいと思います。ここでアジアといっているのは、基本的にASEAN諸国と考えていただければと思います。

実は、このアジアの証券市場というのはなかなか歴史が長いんです。どの程度の規模でどの程度にワークしていたかということについてはいろいろ議論があると思うんですが、そもそも旧植民地時代から、マレーシアはゴムとスズが有名でありますけれども、こういうモノの交易で商品取引は盛んだったわけです。その発展形態として証券取引所があったといわれております。フィリピンでは、鉱業製品の鉱業株を取り引きした証券取引所

もあったわけであります。ただ、現代的、近代的な意味での本格的な市場整備が行われたのは、大体一九七〇年代以降であるということは、まず間違いないえるでしょう。

それともう一つ、全般的にエクイティが中心で、ボンド市場は余り発達していなかったという大きな特徴がございます。

そういう中、主としてボンドについてストレスを置いて申し上げてきましたけれども、エクイティも含めて大分発展してきているわけでありますが、ADB（アジア開発銀行）が、これもネットでダウンロードできますけれども、「Asia Bond Monitor」という、アジアのボンド市場についてかなりタイムリーに、かつしっかりした報告を出してくれております。

この一番新しい「Asia Bond Monitor」、昨年の一一月なのでありますけれども、これを見ても

ますと、基本的にボンドに重きを置きながらも、マーケット全体のレビューをしております。そこで、このボンド・レビューによると、この地域の証券市場の特徴は大きく三つあるんだといっております。これがレジュメ五ページの真ん中より下のところにあります1)、2)、3)になります。

一つは、まず全体の金融のインテグレーションに向けた動きが相当進んではいる。相当というのは、to some extentといいますが、ある程度の進展は見られる。

その証拠としては、域内で国境を越えたポートフォリオ投資が着実にふえています。それから、東アジアの投資家が同じ地域内の発行体による外貨建て、ドル債やユーロ建ての債券を相当金額購入・投資している。こういう面からも、かなり進んできたといえるだろう。

二番目に、エクイティ・マーケットの相互関連

といいますが、これはインテグレーションといっていますけれども、近似性といった方がいいと思います。これは、デットに比べるとエクイティの方が進んでいるという分析がなされております。

三番目に、しかしながら、デット、債券の世界は、まだまだ道は遠いなど。その道の遠い最大の理由としてここで挙げているのは、いわゆるインステイテューショナルな、制度的な理由です。特に、域内のキャピタルフロー、資金移動に関連した規制が多過ぎて、ここがなかなかうまくいかなという部分が指摘されている。

これが、今現在のこの地域の大きな問題といいますが、課題だと考えてよろしいかと思えます。

(2) 債券市場

ここで、やや詳細に債券市場とエクイティ市場について見ていきたいと思います。レジュメの六

枚目をごらんいただければと思います。

この六枚目の上に、域内全体の債券の発行残高がどんなふうに伸びてきたかを比較してみました。

これでいいますと、九七年、通貨危機のときに比べて、二〇〇五年の発行残は、三六〇〇億ドル強から一兆五〇〇億ドルぐらいに、一挙に四倍にふえているということで、非常に大きな成長が見られるわけがあります。

中身を見てみますと、何といってもこの部分でいえば「政府債」と書いてある。要するに国債であります。国債が五倍ぐらい伸びているわけでありまして、社債は二倍半ぐらいと、基本的に国債中心のマーケットとして大きく成長してきているという債券の発行市場の特徴がございます。

この債券のセカンダリーの方の特徴であります

が、これは発行市場に比べて全体的にまだまだ不十分であります。昨年一年間を見ますと、タイやベトナムでは国債の取引高が大きく伸びているんですが、シンガポールは余り伸びていない。社債では、マレーシアが去年結構出ているんですが、インドネシアを含めてそれ以外は、余り社債は出ていない。

それともう一つ、投資家の姿勢というのがございます。域内の投資家は、買い持ちが圧倒的なんです。セカンダリーで売り買いをすることが非常に少ない。これは機関投資家もそうです。機関投資家も、基本的に新発物を買って満期まで持っているという特徴がございます。そういう意味では、総じて流通市場が債券については十分発展していない。

これをグローバルに見たときに、東アジアといえますか、この地域の位置づけがどんなふうにな

るんだろかというのが次のところであります。

近年、域内の現地通貨建てのボンドは、徐々ながら進んできたとはいえ、まだまだ世界全体で見ると大変小さいウェイトであります。世界シェアで見ますと、アメリカが四割、EUが三割、日本が二割、ざっくりそんな感じなのに対して、この地域は三%にすぎない。

対GDP比で見ても、ごらんとおり、日本の二倍近いというのは、圧倒的に国債がありますので、日本を基準にするというのは議論が要するところだと思いますが、例えばEUでもほぼ一対一、GDPぐらいのものが出ているのに対して、東アジアでは半分にも至っていない。

特に、括弧書きいたしましたけれども、社債で見ると、日本でも対GDP比で四割ちょっとが社債でありますけれども、東アジアでは二十数%というふうに、社債が特におくれているなという感

じがするわけであります。

次の、【近年の動き】というところでも書きましたけれども、先ほど私はASEANということのでざっくりまとめて申し上げましたが、実は三つぐらいの発展度合いによるグループ分けができると思います。

これは、第一グループ、先頭を切って走っているのがマレーシアとタイであります。第二グループがインドネシア、フィリピンと位置づけられて、これら以外が第三グループではないかという印象を持っております。

図表4に「現地通貨債券残高」というものをお載せいたしました。例えば、マレーシアですと、二〇〇四年の場合、対GDP比で九〇%。それに対してタイも四割。二番手グループと申しましたフィリピン、インドネシアでは大体二割から三割。シンガポールは別にしておいて、ベトナムな

図表 4 現地通貨債券残高

(\$billion,%)

		1997		2004	
			%of GDP		%of GDP
	Indonesia	451	29.1	577	22.4
	Malaysia	570	56.4	1,067	90.6
	Phillipines	185	22.4	250	29.0
	Singapore	238	24.9	786	73.5
	Thailand	96	6.1	665	40.7
	Vietnam	n.a	n.a	38	9.7
	Korea	1,303	25.1	5,685	83.6
	PRC	1,164	12.9	4,833	29.3
East Asia		3,555	19.1	13,901	44.7
Japan		44,219	110.8	89,530	184.1
Hong Kong		458	26.4	782	47.4
United States		119,975	144.5	191,865	163.5

1. The amount of 1997 is used for indonesia.
2. The amount for Vietnam includes only government bonds.

(出所) 財務省

んかをもらいたきますと一割に満たないという事で、この間にはつきりノッチが見られるなという状況でございまして、やはり三つぐらいのグループに分けるのがいいのではないか。

やや結論を急げば、現状で、いろいろな意味で日本の投資家から見ても、第一グループは投資の対象になるだろうと思います。第二グループは、ちょっと工夫を凝らして投資対象になるかどうか。第三グループは、もうちょっと待つ必要があるのかなというのが正直なところであります。

このように、第一グループから第三グループまでは相当格差が見られるわけでありますけれども、そういう中で、同時並行的に動いているものもあるんです。証券化の活用だとか、デリバティブ市場の充実でありますとか、決済システムの整備でありますとか、こういう点については、各国かなり同時並行的に動いている部分もあります。

ここでは時間の関係、あるいは先ほど申し上げました私どもの研究会の進展状況もありますものですから、個別の国としては第一グループのマレーシアとタイ、第二グループというベキインドネシアについて簡単に記してまいりました。

(マレーシアの債券市場)

最初に、七ページのマレーシアでございます。マレーシアの通貨はマレーシア・リングギであります。マレーシア・リングギというのは日本円との比較で見ると、一リングギ三〇円ぐらいと考えていただければと思います。割と覚えやすく、リングギは大体三〇円ぐらい。タイ・バーツは三円ぐらい。腰だめの数字でありますけれども、そのくらいイメージでござんいただければいいのではないかと思います。

そこで、マレーシアのリングギ建ての債券発行残

高でありますけれども、まず全体として、合計のところが五七〇億ドルが一四七億ドル、この八年間ほどでちょうど二倍になっているわけです。しかも、マレーシアで見えますと、国債が二倍から三倍ですけれども、社債も二倍から三倍で、この国の債券市場は、少なくとも量の面では比較的バランスがとれて発展してきていることが見てとれるかと思えます。

ですから、全体で見たときの公共債と民間債のウエートは大体五分五分だと見てよいかと思えます。

それから社債の発行、社債の発行に限らず後ほど出てまいりますエクイティでもそうなんですけれども、規制機関はセキュリティーズ・コミッション（SC）、証券委員会に一元化されております。私もこのSCに数回おじゃまして、いろいろなシンポジウムに出たり教えてもらったりして

いるんですが、クアラルンプールの郊外へ、まち並みから高速も含めて車で二〇分ぐらい行った、ちよつと外れにあるんですが、大変立派な建物であります、またオフィスもきれいですし、スタッフも非常に洗練されています。

後ほど申しますタイとマレーシアの、先進グループの中での違いというのは、マレーシアは非常に規律が行き届いている。法律やルールがきちつとしているなどという印象を受けます。それに対してタイの方は、ちよつとわかりにくい部分があるかなと感覚的に思います。

マレーシアにつきましては、このようにSCが大変しつかりしている。そして、二〇〇一年、五年前に、Capital Market Master Plan (CMP)、資本市場基本計画というものをつくっているわけであります。実は、この手の資本市場基本計画というのは、域内の各国は大体みんなつくつ

ているんです。时期的にもほぼ同じような時期に、資本市場はどうやっていくかという計画を立て、推進しているわけですが、これまた印象的に申しますと、マレーシアが一番きつちりやっているなというイメージを持っております。

例えば、このマレーシアのCMPの場合には、ステージをフェーズ1、フェーズ2、フェーズ3と三段階に分けておりまして、しかもデット、エクイティを合わせて数百の個別テーマを全部工程表であらわしながら、かつ毎年レビューをしています。

全般的に見ると、もちろん私が一つ一つ検証したわけではありませんけれども、大体七割から八割ぐらいはほぼ終了している。現在が二〇〇六年からのフェーズ3に入っているわけでありますけれども、これも比較的順調に進んでいるのではないかと思います。

現にクアラルンプールはその点で相当リーダーシップをとっているわけです。

次のローマ字は何なんだということですが、これはCagamas（チャガマス）といっております。Cagamasというのは、日本でいえば住宅金融公庫が証券化業務を行っている組織。マレーシア版、証券化を前提にした住宅金融公庫のような組織と御認識いただければわかりやすいのではないかと思います。ハッパ（Cagamas）

ろが債券を盛んに発行いたしますので、これもマレーシアでは忘れてはならないものであります。

昨年の特徴的なものとして、まず超長期国債の二〇年国債を七月に一〇億リンギほど、日本円でいいますと三〇〇億円程度出しておりますし、春から夏にかけて、世界銀行がイスラミック・ボンドを現地通貨建てで出している。

何度か申し上げましたように、このみそというのはドル建てじゃなくて現地建てのものをどう出していくかというのが大変重要なテーマになっている中、昨年、世銀が現地通貨建てでイスラミック・ボンドを出しているということであります。

それともう一つ、マレーシアは域内では最も証券化が進んでいると思います。証券化の法制等に関しては日本の水準とそう変わらないところに来

ていると思います。

ただ、ややマニアックな話になってしまいますけれども、日本の場合は民法がヨーロッパコンチネントの民法あるいは物権変動、権利対抗要件の法理に基づくのでありますが、マレーシアは、御案内のとおりイギリスの植民地であったという経緯もあって、イギリス法なんです。

ですから、証券化の世界で真正譲渡というときに、日本の場合、売買の構成をとることが多いですけれども、日本の民法で、あえていえば更改、ノベーション (novation) といっていますけれども、そういう仕組みをとるとか、テクニカルには違ったところもありますが、非常に証券化は発展しております。

そして、日本でもこういうことを検討したらいいんじゃないかなと逆に思うところがあるんですが、昨年には地方のオーソリティーが持っている

固定資産税の徴収権限を引き当てにして、それをコラテラルにした、一種の証券化したイスラミックス・ボンドを出しています。日本的に言えば、税務署が資産税を取る権限を持っている、それを引き当てにして地方債を発行する、そんなイメージになると思いますが、そういうものを出した。

それから、先ほど申し上げましたCagamasによる二一億リンギの証券化もやられておりますし、割とお国柄をあらわすのは、ヤシ園です。ヤシの畑からのキャッシュフローを引き当てにしたパーム・ボンドといったと思います。パームはヤシです。このヤシ園の農場経営から上がる収益を引き当てにした証券とか、そういうものも出している。非常にユニークなところもあるわけであります。

(タイの債券市場)

その次に、タイのボンドであります。タイは、

今話題のと申しますか、冒頭申し上げましたタクシンさんが大変リーダーシップをとって、トップダウン的な政策を行って、重点施策の中に債券市場の育成を掲げて突き進んできたんです。

みずからタクシン・ボンドと名づけたタイの国債を出そうと試みたり、あるいはASEAN+3の西側、西南アジア、中東地域までの拡大を図って呼びかけをするとか、非常に大きなリーダーシップを発揮してきたわけでありませうけれども、今のタイの政情の今後の行く末で、この辺がどうなるのかは、ちょっと目が離せないなと思います。少なくとも、直近までは、タクシンさんのリーダーシップで大いに伸びてきた。

そこで、このタイ・バーツ建ての現地通貨建ての債券発行残高が七ページにあるとおりでございます。これが、全体で一〇〇億ドル強が七〇〇億ドル強へと七倍にふえてきたわけですから、

圧倒的にふえているのは国債なんです。

社債は、率にすれば二倍半ぐらいふえておりますけれども、国債は、ごらんとおり、三億ドルだったものが三七〇億ドルということで、圧倒的に国債の発行が多いことが、特徴の第一点であります。

こういう結果、先ほどのマレーシアでは国債と民間債が五対五というお話をしましたけれども、タイの場合には六対四ぐらいで公共債のウェートが高くなっております。

タイの規制機関というのは、実はなかなかややこしいんです。ややこしいというのは、チャートに書くところきりしているんですけれども、実際の権限の関係がどうも錯綜していて、私も何度か行きましたけれども、よくわかりません。よくわかりませんといっっては身もふたもないんですが、一応証券に関してはSEC、証券取引委員会が全

部まとめて面倒見るんだ、例えばディーラーの認可とかこういう面についてもSECが持っているんですが、いろいろな新しいルールを決める等々になりますと、なかなかわかりにくいな、という感じがございます。

それともう一つ、タイ中銀、中央銀行もこの分野にはいろいろかわりがあります。この規制機関の相互のバランスがどうなっているのかというのは、外部から見ると、何度行ってもわかりにくい。いいかえると、さっき申し上げましたABMIのアジア債券市場の報告について提言するとき、どここのだれに持っていけばいいのというのが割にわかりにくいんです。

財務省かというと、直接フェアウェイど真ん中じゃない、御担当じゃない管理職の方が出てきたり、SECに行くと、これは必ず財務省にいつておいてね、みたいな話になる。その話があつとい

う間にタイ中銀に伝わって、おまえたち、おれのところには説明に来てくれないの、みたいな話になったり、結構ややこしいところがございます。

それともう一つ、タイに特徴的なのは、次に書きましたTBMA、Thai Bond Market Association。イメージ的に言えば、日本証券業協会の公社債部門プラス何かの機能を持っているような存在というのが一番近いと思います。

もともとタイにはBond Dealing Center、タイBDCというのがありまして、ここがボンドに關してのクォーテーションを出したり、あるいはディーラーの管理を行ったり、情報を流したりということをやっていたわけですが、これに自主規制機関としての色彩を強めて、昨年秋に新たに衣替えをして、Thai Bond Market Associationという形で再発足しているわけでありまして。これが、債券市場については、特にセカンダリーの中

心的な存在になっていることは間違いございません。

ちなみに、タイの場合、プライマリー・ディーラシップも導入しております、現在一〇社ないし九社。一〇社ないし九社というのは、一社が、プライマリーディーラーは要らないよと返上しちゃっている経緯がありますので、直近だと九社かもしれません。

先ほどマレーシアのところでCapital Market Master Planのお話をいたしましたけれども、タイでも同じようにそういう計画を立てて、進めているわけですが、もう一つ、タイの場合に、彼らの売りとして出てくるのは、BEXと呼ばれる債券電子取引所であります。これは、名前のとおり電子プラットフォームで、一貫通貫で、スクリップレスの債券取引を行うためのファシリティーなのでありますが、最初は社債、特にリ

テールの投資家をどんどんふやしたいというタイの関心もございまして、これが国債も新たに加えてスタートしているという、電子取引も相当進んでおります。

また、決済についても、当初は $t+3$ だったものを $t+2$ に短期化するとか、あるいは先ほどのマレーシアと同じように、現地バーツ建ての債券も出てきております。かつ、タイの場合には、海外にタイの債券をプロモートするためのロードショーを計画していることもあって、なかなか積極的な動きが見られるところであります。

そういう意味でいけば、ASEANの中で、人口としてはタイよりもインドネシアの方がはるかに多いですが、いろんな意味でのプレゼンスはタイの方が大きいわけですから、ここが抱えている債券市場の問題点も、実はいっぱいあります。

先ほどまで申し上げてきたことで御想像いただ

けるかと思いますが、何といってもセカンダリーがないとか、例えば、リスクヘッジのレポマーケットが不十分である。これからはほかのところにもいえるわけでありませうけれども、レポマーケットというのは税金上どう扱うか、売買なのか貸借なのか、それによって税務上の取り扱いが違うとか、あるいは会計上どうやって計上するんだとかいうことについて、いろいろ議論が紛糾してまとまらないところもあるわけです。

（インドネシアの債券市場）

次に、二番手グループのインドネシアに参りたいと思います。インドネシアも、ここで見ていただきますように、債券の発行そのものは全体として大きく伸びておりますが、国債が圧倒的に多い。そして、流通市場はほとんどないに近い。

ないに近いというのはどうということかという、大体売りと買いのスプレッドが、先進国です

と一ですとか、二ですとか小さいわけで、マレーシア、タイだと四〜五ベースだと思っんですけれども、インドネシアのルピア建て債というのは一五ベースぐらいあるわけです。売りと買いで一五ベースも開いちゃっているわけですから、なかなか入ってきにくい。しかしいいかえると、さやをとつてもうけようとする方からすると、もうかるチャンスもあるということはいえると思います。

そういう流通市場であつて、かつ社債自体、歴史は長いんだけど、発行体そのものは一〇五社ぐらいといわれておりますけれども、必ずしもたくさん出しているわけでもないこともあつて、全般的にはタイなどに比べると大分おくらえています。

また、タイのT B D Cに匹敵するようなもの（Inter Dealer Market Association (IDM

A）という似たような組織があるんですけども、これはメンバーが銀行のトレーダーばかりなんです。ですから、なかなかマレーシアやタイに比べてこの部分の発達が思うに任せないところはあろうかと思っています。

(3) 株式市場

次に、株式市場の方に入りたいと思います。九枚目でございます。

A S E A N地域全体の株式市場は、非常に乱暴な言い方をしますと、債券市場と逆で、流通市場はそこそこあるんだけど、発行市場の機能がいま一つだということがございます。

この中でも、また債券と同じように、相対的に先頭を走っているのがマレーシア、そしてタイ。その次がインドネシア、フィリピンになるんだろうと思います。

これらの国々、この地域の発行市場の特徴は、何事もそうでありますけれども、やはりきつかけになるものを必要としている点であります。国営企業の民営化が、それぞれ大きなきっかけになっている。また、その部分が思うに任せず進まないので、発行市場の発展、さらには健全なIPOあるいはエマージング企業にとつての資金調達の場に、まだなってきたいていないということが発生してくるわけであります。

上場企業の数そのものは、大体各マーケットとも押しなべて四〇〇〇〜五〇〇社で、四〇〇〇〜五〇〇社というところがあるかな、ジャスダックの半分ぐらいかなというイメージで考えるわけですが、実はこの数百社の中身が問題でありまして、一体何なんだというところも相当あるようであります。

ですから、数百社といっても、マーケットに

よって違いますけれども、エクイティに関しては、投資可能なのは大体数十社、一〇分の一ぐらい、そのくらいで考えておいてもよろしいのではないかと思います。

（マレーシアの株式市場）

まず、マレーシアでありますけれども、今も申し上げましたとおり、民営化が大きな起爆剤になって、現在、売買金額でとるか、時価総額でとるか、企業数でとるか、いろいろとり方はあると思いますがけれども、ASEAN地域では最も進んでいる株式市場になっているといえると思います。

（タイの株式市場）

次に、タイでありますけれども、タイの株式市場もなかなかのものではありません。ただ、もともと自然発生的に民間でできてきたバンコク証券取引所が一たん解散して、その後、世銀といいます

かアメリカです、コロンビア大学の先生が指導してS E T、タイ証券取引所が発足した。

このS E T自身は、もともと大企業ファイナンスの場だったわけですが、九八年にM A Iと呼ばれる二部市場といいますか、エマージング・マーケットといいますか、そういう市場も開設されております。

また、シンガポールあるいはベトナム等、域内の取引所関係とろんな技術提携などを進めているところも特徴として指摘できるかと思えます。

一〇ページに入りますけれども、いろいろ軽減措置などもとっておりますし、二〇〇二年のCapital Market Master Planでいろいろな対応を図っているわけでありませうけれども、実はタイの株式市場も、さっき「一見銘柄数は多いんだけど」もと申し上げましたけれども、その中でも上位銘柄への集中度が結構高いわけです。

業種別に見ると、上位五業種で商いの大体七割ぐらいを占めているという、非常に特定のセクターに集中して、株価の値動きもそれに左右されてしまう。それから、一番売りにすべき民営化が全体としておくられてしまっていることと、もう一つは、反面、民営化してもいいんだけど、市場に吸収力があるんだろうか。ちょうど二〇年ほど前の、日本のN T Tの第一次放出のときにそういう議論があったわけでありませうけれども、そういうものがタイでも起こっています。民営化するのはいいけれども、吸収できるのかという問題があるわけであります。

もう一つは、通貨危機前に比べて外人投資家の比率がぐっと落ちて、それがなかなか回復していない。通貨危機前は、このあたりは外人投資家の投資比率が七割からそれ以上を占めていたんですが、現在、少しずつ回復基調にあるとはいえ、ま

だ三割ぐらいで、外人投資家がなかなかふえてこない。

もう一つ、機関投資家がなかなか機能していない。本来の機関投資家としての機能が余りないという問題点があるわけであります。

(インドネシアの株式市場)

インドネシアに関しましては、一〇ページに書きましたように、BAPPEPAMという資本市場監督庁を中心にいろいろ策定しているわけでありますが、ほかに財務省の関係部局でありますとか中央銀行も絡んでいて、これらの統合・一体化という動きも、最近はこちらほうにいたします。

ただ、全体に、インドネシアはマレーシア、タイに比べると、ちょっとおくれぎみであることは否めないと思いますし、また世銀・IMF型の経済構築が一番うまくいかない例も、結構インドネシアには出ているような気がいたします。

例えば、金融緩和で、自由化で、どんどん参入規制をなくした途端に銀行の数が二倍半にふえちゃって、その大半が破綻するとか、あるいは非常に不透明な会計慣行やディスクロージャーがあつて、これが外部からなかなか見えにくいという問題があつたり、あるいは税務当局の税務取り扱いが非常に不透明で、行ってみなきゃどう課税されるかわからないとか、そういう問題がインドネシアには象徴的に出ているようであります。

六、今後のアジア資本市場の課題

そういう中で、今後のアジア資本市場の課題としてどういふことがあるのかということでもあります。

大体今まで申し上げてきているわけですけども、まず大きな問題として、特に日本から投資す

ることを考えたときには、いわゆる情報の非対称という問題が大変大きいだろう。一体この発行会社は何をやっているところなのか、どういう財務内容なのか、会計基準はどういうふうになっているのか、この辺がわかりにくいことが最大のネックであるかと思っています。

だからこそ、信用補完というものをより充実させていく必要があるだろうということで、アジア開銀であれ日本のJBIICであれ、あるいは最近、日本の民間金融機関等がこの辺にも出てきておりますのは、情報の非対称があるがゆえのリスクを少しでも信用補完で埋められないかという発想があるわけであります。

実は、株式については二〇一〇年までに、二〇一〇年といってもあと四年しかないわけでありますが、それまでにASEAN域内の取引ルールを統一化しようという動きがあるわけであります。

ちなみに、ASEANの株式市場を時価総額ベースで全部足し合わせますと、東京証券取引所の大体二割ぐらいのレベルになるわけです。そうすると、こういうもので数年以内に取引ルールの統一化が仮にできていくとするならば、その中で日本の取引所がどういう形で、今東証は大分この分野にもコミットしておられるわけでありますが、これも、この辺は目が離せない状況なのかなという気がいたします。

それと、当然課題として投資家層の育成があります。機関投資家については、図表5に「機関投資家のウェイト」というのを出してあります。

ここで見ていただけますように、マレーシアではGDP比で六割ぐらいですけれども、タイ、フィリピン、インドネシア、ごらんのとおり一けたかせいぜい一割というところで、機関投資家のウェイトがまだまだ低い。

図表5 機関投資家のウエイト（2003年）

（金額単位：百万米ドル）

	シンガポール	韓国	マレーシア	タイ	香港	中国	フィリピン	インドネシア
年金	51,471	43,432	46,859	8,270	2,012	n.a.	7,194	4,031
生保	31,756	35,703	1,347	1,342	7,229	8,246	466	588
MF	4,372	211,780	10,184	8,020	183,030	2,416	138	633
合計(2003)	87,599	290,915	58,390	17,632	192,271	10,682	7,798	5,252
GDP(2003)	91,342	605,331	103,737	142,953	156,679	1,417,000	80,574	208,312
対GDP比(%)	95.9%	48.1%	56.3%	12.3%	122.7%	0.7%	9.7%	2.5%

（出所） ADB, WDI

それから、個人投資家もかなりばくち的な動きをしてしまつて、ステディーな底支えとしての投資家が不十分である。

外人投資家は、先ほど申し上げたとおりであります。

それから、上場促進策と民営化対応というのも、エクイティについては、民営化と足並みをそろえていく筋合いの部分があるんですが、ここがちよつとおくれぎみである。

あと、一一ページにあります制度面の明確化と整備と申しますのは、会計とかディスクロージャーとか権利移転だとか、さまざまな法律、税務、会計のルール整備は、今鋭意進めております。多分一番進んでいるのはマレーシア、次がタイかなと思いますけれども、この辺が課題としてあります。

また、投資するに当たって、あるいはボンド形

態で出資する場合にも、相手を信用分析するため
のツールがなかなか重要なわけですが、こ
の域内ではまだ十分ではない。

格付会社にも何かと課題が多いと思います。日
本の格付会社も相当テクニカルアシスタント的な
分野でやっているわけでありませうけれども、これ
は大きな課題としてあります。

アナリストにしても何にしても、立派なもの
は、名称上はいろいろあるんですけれども、非常
に優秀なアナリストたちは、やはりシンガポー
ル、香港に行ってしまうと、現地ではまだ必ずし
も充分育っていない。

おもしろいのは、どこの国々も投資家教育をい
うんです。投資家教育、日本でも最近非常に叫ば
れて実践されていますが、この地域で特にいわれ
ているのは債券の投資家教育なんです。株式とい
うのはわかる。株式の自己責任というのもある程

度わかる。しかしながら、債券の場合に、金利と
債券価格の関係というのはさっぱりわからない、
そういう投資家が大半なんだ。債券が上がったぞ
と買って、おかしいじゃないか、金利が安いじゃ
ないかとどなり込んでくる人がいるとか、これは
日本も余り変わらないという気はするわけであ
りますが、そういう意味で、債券を中心にした投
資家教育に対して関心が非常に高いということ
があります。

七、日本の寄与とこれからの役割

「日本の寄与とこれからの役割」というところ、
これは時間も押してまいりましたので、御質問を
お受けする中でお答えした方がいいのかもしれない
んですが、ざっくり(7)、(8)をまとめて私の感想
を申し上げます。

この地域は、日本にとって非常に重要だと思えます。重要だと思うのでありますけれども、国と国の利害、先方の警戒心もあって、そう一筋縄でいく話ではない。

それと、残念ながらと申しますか、欧米勢が非常に先に進んでいます。日本が、「失われた一〇年」と呼ばれる中、金融、証券が国内の対応で追われてきた。そして、バブルのころはこちらに相当オペレーションを出していたものを全部引き揚げた。その間に、例えばドイツ銀行、ドイツバンクでありますとか、あるいはシティでありますとか、H S B Cでありますとか、さまざまな欧米系の金融機関、証券会社がここに根を張っております。日本は、最近大分キャッチアップし始めましたけれども、まだまだおくられている。

最近、アジアファンドというものがいろいろ出てきているわけありますけれども、これも、販

売は日系の証券会社等がやっているんだけれども、組成の本当の根つこの、ありていにいえばオリジネーションまでいきますと、なかなかまだ手が出ていない。ひところいわれたローカル化というものが、アジアにおいてはまだまだだということがございます。

一方で、悩ましいのは、日本の経験を生かして、日本はこういうところを失敗したよ、だからここを整えてこうしましょうねというようなアドバイスをこれらの国にしても、結構嫌がられちゃうことがある。

なぜかという、おれはハーバードのビジネスを出ている、おれはスタンフォードを出ている、おれは金融工学の専門家だ。もっと最先端のデリバティブを教えろとか、セキュリティーションのスキームをもっと詳細多岐にわたって全部、プライシングのメカニズムから特異なキャッシュフ

ローの計算の仕方、そういうものを全部教えろ。

あるいはヘッジにしても、もういいよ、レポなんて、そんなものわかってる。シンセティックDOだって、今はそれが普通なんだから、そっちをやらせてくれとか、信用補完についても、一々従来型の保証じゃなくてデリバティブでいくんだ、それを教えろ、こういう話が多いんです。

そうになると、ギャップがあるわけです。こちらの国々の先頭を走っている人たちは大変レベルが高いし、欧米の教育を受けているから彼らはいいんでしょうけれども、実際のインフラがどうかというと、我々から見ると、さっき申し上げたいいろいろな点があつて、そこを整備していかなければいけない。

いわば、未舗装のあぜ道が多いのに、各国の担当者が欲しがるのは時速三〇〇キロでアウトバーンを突っ走れるポルシェだとか、完全コンピュー

ター制御、そのかわり、とてもじゃないけれどもがたがた道は走れない、そういうものを欲しがっちゃうようなところがあるんです。

この辺のプレゼンのうまさというのは、外資系は非常に巧みなわけです。そうすると、アジアの地域では、日本は何か古い上着みたいな話ばかりする。やはり外資は最先端のミラノファッションを持つてきてくれる、そういうイメージで受け取られてしまう嫌いがなきにしもあらずです。そういうところが、ちょっと悩ましいところだと思います。

それと、やはりお金の出し手としての寄与があるわけでありますけれども、つまり日本からの投資です。中国一点集中は明らかにリスクである。

じゃインドか、中南米か。これは、直感的に申し上げて、中南米よりもまだこの地域の方がリスクは小さいのではないかと、私個人的には思ってお

ります。

そういう意味で、これからの日本の投資運用のグローバルポートフォリオの中に、ここをさらに研究し、検討して加えていく、そういう意味があるのではないかと考えております。

八、最後に

「最後に」というところで、何かつまらないことが書いてありますけれども、実は、日本が一七世紀初頭、今から四〇〇年前になるわけでありますが、あのときの日本、室町幕府、秀吉、家康、当時の明と朝鮮半島の関係と、現在の日中韓関係というのはちょっとデジャブを見るような気がするほど似ているところがあります。

当時は、最初にポルトガル、スペイン、そしてオランダ、イギリスという、いわゆる西欧列強と

いますか西欧諸国がやってきたわけでありますが、現在はグローバルイズムという旗印を掲げたアメリカン・スタンダードがやってきている。

朱印船貿易とF T A、さらにいえばE P Aになるわけですが、この朱印船貿易などで日本はオランダと仲がよかったと、そつちばかり出るわけがあります。もちろん、当時仲良くやってたわけですが、実は、日本の朱印船貿易の有力な業者の中には、オランダの東インド会社の旗印、V O Cというのがあるんですが、それをひっくり返して自分の旗印に掲げて、ガンガン競い合っていて、そしてベトナムの王様の娘を嫁さんにもらって長崎に永住させちゃったとか、そういう話も現実にある。

そういうことを考えたときに、非常に時代がかった話かもしれませんが、四〇〇年前の鎖国直前の日本に似ているなど感じます。日本はその情

勢の後、鎖国という選択をしたわけでありますけれども、現在の日本はそういう選択はともじやないけれどもできないし、またすべきでもないことは申すまでもないわけであります。そういう中で、この地域との金融協力をさらに考えていく必要があるかなと感じております。

以上、メニューばかり多くて、何かほとんどお子様ランチみたいな話になって、大変失礼いたしました。すっかり時間も来てしまっておりますので、一応、通しの話はこれで終わらせていただきます。

御清聴、大変ありがとうございました。（拍手）

若林常務理事 川村先生、非常に興味深いお話をしていただきました、大変ありがとうございました。

若干お時間もございますようですので、御質

問、御意見等がございましたらお受けしたいと思います。すが、いかがでございましょうか。

恐縮ですが、挙手をお願いできればと思います。

それでは、私から一点、質問させていただきたいと思いますが、川村先生が最後におっしゃいました、アセアン諸国の市場の担い手とか金融機関の担い手のトップ層の人たちは、アメリカなどで最先端の教育を受けて本国で企業経営をやっておられるわけですが、逆に受け皿となるアセアン諸国の国民の皆さんは、先ほどおっしゃいましたような、いわばでこぼこ道のような状態にある。そこに相当のギャップが存在する。そうなりますと、投資家教育をかなり丁寧、地道にやっつけなければならぬ。ある程度の時間的なトレーニングの期間が必要になるのではないかと思います。

その辺を準備できる時間的な余裕があるのか、それともその前にアセアン諸国に生ずるもっと大きな地域的な動きの中に巻き込まれてしまうのか、その辺のところはいかがでございましょうか。

川村 非常に難しい問題だと思います。また、国によって相当ばらつきがあると思います。

例えば、マレーシアはかなり容易に進められると思うんです。実はマレーシアも、ブミプトラ問題というマレー系の人たちと中国系、インド系で相当いろんな意味でのレベルに差がありますので、十把一からげにはいえませんが、それでも比較的マレーシアはやりやすいんじゃないか。次に、タイではないか。

しかし、考えてみますと、そもそも教育レベル全体のアップというのが大変大きいと思います。ちょうど明治維新のときに、日本は当時としては

最先端のものを入れてきて、なぜ消化できたかといえ、隅々まで相当程度の、江戸時代も何だかんだいいながら、藩校はいうまでもないわけですが、寺子屋という広くすそ野を支える教育のシステムがあつたわけです。この辺が、この地域でどうかということになると、やはりマレーシア、タイは相当来ていると思いますので、そういう意味ではインフラはあるんだろうと思います。

ですから、政治的に不安定さが最後までぬぐえない地域ではあるわけですが、そういう意味で、タイがどういう形の着地をするのかというのは、大きな答えを与えてくれると思います。

さつき申し上げました第一グループ、第二グループ、第三グループでいけば、第三グループあたりというのはかなりまだまだということと、経済規模が大変小さいということがあるわけですが、この第一グループのタイがここをそれな

りにソフトランディングしてくれば、表面上を見ますと、今のフランスと今のタイとどっちが不安定なんだというのなかなか議論になり得るところかと思います。その辺で見て、先頭グループの方は相当期待を持ってよろしいと思います。

あと一つだけ、ちょっと今日は時間がなくていふれたんですが、私も学生たちに年がらいつているんですが、この地域で私が一番痛感するのは、日本人はもっと英語で自分を売り込まなきゃいけないなというところなんです。

びっくりしたのは、正直申し上げまして、二〇年前、私が初めてアメリカに行ったときに、中国の人あるいはタイ、インドネシアからの留学生がいっぱいいたんですけれども、彼らの前だと自信を持って英語がいたんです。ジャングリッシュでも恥ずかしくない。彼らの方が下手だと思ってました。今、とんでもないんです。若い人に街角

インタビューをしたら、みんな英語で答えます。

この地域でのいろいろな会議でも、もう母国語に翻訳をつけてなんていう時代じゃ全くないわけです。ですから直接英語でやるし、もちろんディスカッションもパーティーでも、相変わらず今でもパーティーになると三、四人日本人だけ固まってしまう風景が見られるわけですが、これだともう相手にされないんです。

ですから、今、英語教育を、それは小学校からやるかどうかという問題とは別に、いずれにしても、この場では、好むと好まざるとにかかわらず、まさに英語が共通言語になっていることは、改めて認識させられます。

若林常務理事 ありがとうございます。

ほかに、どなたか御質問ございませんでしょうか。

質問者 第二グループ、第三グループはまだ投資

対象ではないということでしたけれども、時間軸として見ますと、一〇年、二〇年とか、今のところどれぐらいの時間軸とお考えになられていますか。その一点だけお聞かせいただけますでしょうか。

川村 恐らく、意外に第三グループの中から第二グループを抜くところも出てくるんじゃないかと思うんです。今日はちょっと時間の関係で御紹介できなかったんですが、APECがスコアリングをしています。各国のさまざまな三〇項目ぐらいについてのスコアリングをして、平均点を出しているんですが、今現在、第三グループにあるところでも、意外に高いところがある。

例えば、フィリピンとかベトナムは意外に高いんです。そうすると、今現在は便宜的に第一、第二、第三グループと分けましたけれども、第二グループ、第三グループの中身が入れかわる可能性

があって、そういう意味での時間軸から考えると、私は一〇年、二〇年ではないと思います。五年、一〇年の時間軸で考えた方がいいのではないかと。

あるいは逆に、五年たって験（げん）が見えなければ、これはしばらくないという感じのような気がいたします。

若林常務理事 どうもありがとうございました。

それでは、時間も参りましたようですので、今日の証券セミナーはこれで終わらせていただきます。

川村先生、大変ありがとうございました。（拍手）

（かわむら ゆうすけ・長崎大学教授
当研究所客員研究員）

（この講演は、平成一八年四月六日に開催されました。）

川 村 雄 介 氏

略 歴

- 1977年 東京大学法学部卒業
同年大和証券入社。証券アナリスト・チーム配属
1980年 ワシントン大学ロースクール留学
1981年 同大学院客員研究員
1987年 大和証券社長室
1993年 大和証券人事部次長
1994年～96年 日本証券業協会会長秘書
1997年 大和証券SBキャピタル・マーケット(株)シンジケート部長
2000年～ 長崎大学経済学部、同大学院教授

専 門

証券市場論、金融機関経営戦略

主要著書

- ・ コマーシャル・ペーパー（有斐閣 1987年）
 - ・ 入門現代証券市場（財経詳報社 2003年）
 - ・ 最新証券市場—基礎から発展—（財経詳報社 2006年）
- その他、編著書、共著書、論文多数
- ・ 2003～2005年 財務省委嘱 アジアにおける債券市場研究会 座長
 - ・ 2004～2005年 財務省財務総合政策研究所 市場型間接金融の役割に関する研究会 委員
 - ・ 2005年～ 日本証券経済研究所 アジア資本市場研究会 座長

(レジюме)

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

長崎大学 川村 雄介

(1) 域内経済の特徴

① 1960年代～90年代・・・離陸期

－停滞と貧困の60年代まで

－60年代NIES→70年代後半ASEAN→80年代中国

工業化の進行と成長が経済発展連鎖を見せる(雁行型発展)

－80年代後半のプラザ合意、90年代のIT革命で日本企業の生産拠点シフト、
直接投資の盛り上がりによりいっそうの経済発展へ

－外資活用型経済発展形態が明確に。80年以降の20年弱の間の成長率は、
中南米の約2%に対してアジアは約7%

② アジア通貨危機

● 中南米危機(タンゴ・クライシス、テキーラ・クライシス等)との相違

- ・ アジア諸国では経済ファンダメンタルズの問題はとくに見られなかった。
- ・ マクロ経済政策が順調で財政収支は健全、それゆえに国債市場→債券市場が未発達だった。
- ・ 直前まで資本流入が盛んで、各国経済に過熱感があった。
- ・ 民間部門が業容拡大、設備投資拡大等で急速に短期債務が増大していた。
- ・ 各国に急速な連鎖をもたらした。
- ・ メキシコ危機などに比べ、対応に要する資金が一桁大きかった(ex.タイの必要資金額は130億ドル、IMFの供給可能資金額は40億ドル)

⇒いわゆる21世紀型国際金融危機

－その背景

- ・ 急速な資本自由化でオフショアを始めとする対外資金パイプが急拡大していた。
- ・ 民間部門の短期債務への過度の依存が過剰債務問題を惹起。

- ・ 金融機関のモニタリング体制、リスク管理体制が不十分。
- ・ 域外からの過熱した投融資がバブルを発生させた。

一きっかけと遠因

- ・ ヘッジファンド等の巨額資金の急速な流出入
- ・ 脆弱な金融システム
- ・ 長短と為替のダブル・ミスマッチ
- ・ 米ドルベッグの通貨システム
- ・ 長期安定的な資金調達・運用手段の欠如

③ 最近の動向

- ・ 通貨危機の後遺症から脱却〈図表1〉
- ・ ドルリンクが弱まり、円との関連が深まる
- ・ 域内連携が加速
- ・ 21 世紀に入って景気拡大続く → おおむね中国10%、アセアン5%、日本0%

(2) 域内金融協力の進展

1997 年 7 月 タイパーツ切り下げ

1997 年 8 月 タイ支援国会議(東京)⇒総額 172 億ドルの資金援助

1997 年 9 月 IMF・世銀総会(香港)

1997 年 11 月 マニラ・フレームワーク会合

2000 年 5 月 ASEAN+3 財務大臣会議(チェンマイ)⇒チェンマイ・イニシアチブ(CMI)

2003 年 8 月 ASEAN+3財務大臣会議(マニラ)⇒ABMI合意

2003 年末 CMIスワップ網の完成

2005 年 5 月 ASEAN+3財務大臣会議(イスタンブール)⇒CMIの 2nd Stage

2005 年 12 月 ASEAN+3首脳会議(クアラルンプール)⇒第一回東アジア・サミット、従来のメンバー国+インド、オーストラリア、ニュージーランドが参加

(3) 多角的、多層的な活動

① FTA, EPA

FTA(Free Trade Agreement、自由貿易協定)はモノ・サービス貿易の自由化を促進するための協定、EPA(Economic Partnership Agreement、経済連携協定)はFTAに加えて投資、人の移動、政府調達等、既存のWTO協定が直接対象としない分野や科学技術、人材育成、中小企業支援等の分野における二国間協力等を含む総合的な経済連携を促進する協定。

金融分野では特にEPAが注目される。⇒対外経済関係・経済的利益の観点、日本と相手国双方の構造改革推進の観点、政治・外交戦略上、日本にとって有益な国際環境を形成するとの観点から、将来的な東アジア共同体構築に結びつける意義が挙げられている。

日本はフィリピン、マレーシアをはじめASEAN各国とのEPA締結に前向き。金融サービス協力の分野では、金融規制当局の協力の枠組みを構築するため、東南アジア各国の規制当局との関係の新たな構築、相互に進出している金融機関の監督や両国・地域の金融市場の発展に向けた協力強化、協定上、協力のための委員会を設置し、協定発効後も規制当局間の対話を継続する場を確保する、などの協議を行っている。

② APEC

アジア太平洋経済協力。ASEAN 7カ国、日、中、韓、台湾に加え米、加、墨、オセアニア諸国などの太平洋圏諸国が加盟。貿易、投資面の協力促進を中心とするが、アジア金融協力の分野にも前向き。

③ ASEAN+3

ASEAN(東南アジア諸国連合)に日本、中国、韓国が参画。最近とはくに金融協力で成果をあげるとともに、推進組織のファインチューニング、さらには外縁部の拡大も進められている。後述、ABMIがコアのプロジェクトのひとつ。アジア債券市場構想に対しては 2002 年末頃からとくに活発な動きをみせる。日本のより積極的な関与もこの時期から。

④ EMEAP

東アジア・オセアニア中央銀行役員会議。同地域 11 カ国・地域の中央銀行で構成される会議。域内金融のデマンド・サイドからの施策として、外準の一部でアジア債券への共同投資プロジェクトであるABF(アジア債券ファンド)、ABF2を組成。

⑤ バスケット通貨構想

アジア通貨バスケットを共通発行単位として使う債券の将来的発行を目的に検討を進めている。

(4) アジア債券市場構想(ABMI)とは

〈資料 pp5－10〉

① その問題意識

アジア通貨危機の経験を踏まえ、二重のミスマッチを回避できる長期安定的な金融市場構築の有効策である債券市場を作り上げるべき。域内各国は基本的に間接金融主体のシステム〈図表2〉

2002 年～2003 年にASEANを中心に具体化した。

このプロジェクトは域内関係国とともに日本・中国・韓国の3国が協力しつつ早期・具体的に推進していく。

ASEAN+3財務大臣会議の下に、組織的な検討体制を整え、アクション・プログラムの遂行していく。

② アジアにおける債券市場研究会報告について

債券市場構想の中の重要なテーマのひとつが証券化の推進。わが国財務省も積極的に対応。同省より委嘱を受けた『アジアにおける債券市場研究会』は証券化のフォーカスをさらに域内SME(中小企業)の資金調達手段としての可能性検討に絞り、2年間にわたって検討。2005年初春にタイ、マレーシアに説明、同年6月のAPEC会議、9月のASEAN+3ワーキング会議で発表。

③ 最近の進展状況

ABMIは2005年より新たなステージ入り。

包括的かつ多面的なアプローチで臨んでいる。

具体的には

- 1) 新しい債務担保証券の開発
- 2) 国際機関、外国政府機関、アジアの多国籍企業による現地通貨建て債券の発行
- 3) 信用保証・投資メカニズム
- 4) 外国為替・決済システム
- 5) 格付け機関・情報発信
- 6) 技術支援の調整

でスタートした第一ステージを再編成。

アジア・ボンド・スタンダードの策定、メンバー国による定期的な自己審査、アジア通貨バスケット建て債券、を中心命題として推進中。

(5) アジアの証券市場

① 略史

旧植民地時代にゴムや錫などの交易から発展した証券取引所(マレーシア)、鉱業株を盛んに取引した証券取引所(フィリピン)などが存在したが、本格的な市場整備はおおむね 1970 年代以降。伝統的にエクイティ中心で債券市場は未発達であった。

② 最近の特徴

アジア・ボンド・モニター(アジア開発銀行 2005 年 11 月)は東アジアの現地通貨建て債券市場を中心に最近の動向をレビュー。

一東アジアの金融統合にかかる特徴は 3 点

- 1) この地域の金融統合へ向けた動きにはある程度の進展が見られる。具体的には、金利と債券利回りの域内各国間の差が縮んでおり、域内のクロスボーダーのポートフォリオ投資が拡大し、東アジアの投資家が東アジアの発行体によるドル建てやユーロ建て債券を相当金額購入している、等の諸点が見られる。
- 2) 東アジアのエクイティ市場はマネーマーケットや債券市場以上に統合が進んでいる。これはデット比べて域内各国間の収益率の差異が小さく、域内投資の比重が高いことでも裏付けられる。
- 3) しかしながら、とくにデットは未だ『統合』と呼ぶには道のりは長い。その主因はクロスボーダーの資本移動に関して制度的、規制的な障害が多いことである。

③ 債券市場

【発行市場】

この地域(中国、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、ヴェトナム)の債券残高は過去 10 年で大きく増加。とくに 21 世紀に入ってから

の伸びが顕著。各国とも押しなべて国債中心のマーケットになっている。

債券発行残高

単位 10 億ドル(比率%)

	1997 年	2003 年	2005 年
政府債	141 (39)	596 (50)	724 (49)
金融機関債	114 (32)	329 (27)	483 (33)
社債	106 (29)	279 (23)	274 (18)
合計	361 (100)	1,205 (100)	1,481 (100)

【資料】 BIS、他

【流通市場】

全般に発展度合いは不十分。2005 年は中国、タイ、ベトナムで国債の取引高が大きく伸びた反面、シンガポールは低調。社債ではマレーシア以外は低水準であった。一般に域内投資家はバイアンドホールドの投資スタンスにあり、流通市場における売買は機関投資家でもあまり盛んではない。

【世界的に見た域内債券市場の位置づけ】

近時、域内の現地通貨建て債券市場は順調に発展しているものの、世界的に見るといまだ未発達。

2004 年における世界全体の現地通貨建て債券発行残高は 44 兆ドル。その比重は以下のとおり。2005 年 6 月末について→〈図表3〉

	世界シェア	対GDP比	(内社債の対GDP比)
アメリカ	44%	164%	(116%)
EU	26%	97%	—
日本	20%	184%	(43%)
東アジア	3%	45%	(24%)

【近年の動き】

ASEAN各国(除くシンガポール)は債券市場発展度によっておおむね 3 グループに分かれる。第一グループはタイ、マレーシア、第二グループはインドネシア、フィリピン、第三グループはこれら以外の各国。〈図表4〉

各グループ間の格差は相当あるが、ABMIでは国内のインフラ整備とともに、ある意味で同時並行的な先端的项目の遂行もある。〈証券化の活用、デリバティブ市場の育成、決済システムの整備等々〉

ここでは、第一グループであるマレーシア、タイ、第二グループであるインドネシア

について略言する。

(マレーシア)

- ・ 通貨危機後、債券市場は急拡大。

マレーシア・リンギ建て債券発行残高

単位:10 億ドル

	1997	2005
国債	19. 4	49. 2(42.9%)
金融機関債	16. 8	20. 3(17.7%)
社債	20. 8	45. 2(39.4%)
合計	57. 0	114. 7(100%)

- ・ 全体で見ると、公共債と民間債の比重はほぼ50:50
- ・ 社債発行にかかる規制機関は証券委員会(SC)に一元化
- ・ 2001 年に資本市場基本計画(Capital Market Master Plan, CMP)を公表し、工程表に基づくアクション・プログラムを推進。
- ・ イスラミック・ボンドの存在
- ・ Cagamas の存在
- ・ 2005 年 7 月には 20 年国債、10 億リンギ発行。
- ・ 2005 年 5 月には世銀が 5 年、7.6 億リンギのイスラミック・ボンド発行
- ・ 2005 年には、地方機関の有する資産税徴収権をバックにしたイスラミック・ボンド 8000 万リンギ、Cagamas によるRMBS20. 5億リンギなどの証券化を実施。

(タイ)

- ・タクシン首相を中心にしたトップダウン的政策によって推進。急成長している。

タイ・バーツ建て債券発行残高

単位:10 億ドル

	1997	2005
国債	0. 3	36. 6(51.2%)
金融機関債	1. 32	12. 47(17.5%)
社債	9. 04	22. 4(31.3%)
合計	10. 66	71. 47(100%)

- ・ 全体で見ると、公共債と民間債の比重は60:40程度で公共債のウェイトが高い。
- ・ 規制機関は証券取引委員会(SEC)であるが、財務省、中央銀行、TBMA, 等との間でやや錯綜している観あり。
- ・ TBMA(Thai Bond Market Association)が免許証券関連協会として2005年9月に発足(前身はTBDC)流通市場取引の要になっている。
- ・ 98年の国内債券市場発展計画、2002年のタイ資本市場基本計画等によって債券市場の育成・発展を図ってきた。
- ・ 2005年には債券電子取引所(BEX)が社債に加えリテール投資促進の観点から国債取引をスタート。
- ・ 2005年6月には決済日をt+3からt+2に短期化。
- ・ 2005年5月に、ADBが海外発行体として初のパーツ建て債券、5年債40億パーツを発行。
- ・ 同年9月にはJBICが5年債、30億パーツを発行。
- ・ 海外投資家のタイの資本市場への理解をプロモートするため、数回にわたるロードショーを計画中。

(インドネシア)

- ・債券市場整備を重要政策課題と位置づけており、近時発行量が急増。

インドネシア・ルピア建て債券発行残高

単位:10 億ドル

	1997	2005
国債	0.90	46.00(87.1%)
金融機関債	1.58	2.90(5.5%)
社債	2.03	3.90(7.4%)
合計	4.51	52.80(100%)

- ・ 国債の比重が圧倒的
- ・ 流通市場は未発達
- ・ 社債は歴史が長いものの、アベイラビリティが低い。
- ・ 2005年6月に初めて15年債発行。ただし、同年は全般に市場環境が悪く、債券残高は弱含みであった。

④ 株式市場

【概要】

各国とも比較的長い歴史を有し、最近では民営化やIPOの場としても前向きに活用されつつある。ただし、中心になっているのは流通市場。また、域内ではマレーシアとタイの株式市場規模が相対的に大きい。とくにマレーシアでは93年の民営化ブーム下で株式時価総額がGDPの3.5倍に達したこともある。上場企業数はおおむね数百社レベル。

域内市場間の Correlation は債券より強い 〈資料12ページ参照〉

(マレーシア)

- ・ 1980年代以降の民営化が起爆剤。通貨危機後、低迷したが2002年の大型公開案件などをきっかけに回復。

主要取引所	ブルサ・マレーシア
上場企業数	637社
時価総額	1814億ドル
年間売買代金	477億ドル
時価総額/GDP	1.5倍
決済日	T+3
主要株価指数	KLSE総合指数

(タイ)

- ・ 1962年に民間資本のバンコク証券取引所が設立されたが低迷し、70年に閉鎖。その後、世銀の推薦を受けたコロンビア大学教授の指導により75年、タイ証券取引所(SET)が発足。
- ・ SETは大手企業中心だが、98年に二部市場たる Market for Alternative Investment(MAI)が開設された。
- ・ シンガポール証券取引所とのデリバティブ連携、ベトナム・ホーチミン市証券取引所との技術提携など、域内協力を積極的。

主要取引所	タイ証券取引所	時価総額/GDP	0.7倍
上場企業数	451社	決済日	T+3
時価総額	1136億ドル	主要株価指数	SET指数

年間売買金額 1249億ドル

- 2001年に資本市場活性化策として国営企業の民営化やIPO関連の法人税軽減措置などを採用。
- 2002年に資本市場基本計画策定
 - 上場企業の質、量の拡充
 - 国内外の投資家の取り込み
 - 証券仲介機関の機能強化
 - 監督制度再編
 - 取引費用の低減化 等々

(インドネシア)

- 76年創設の資本市場監督庁(BAPEPAM)が主導的役割を果たしてきた。
- 87年の上場基準緩和、上場手続き簡素化を契機に発展、同年の外資保有比率規制の緩和も奏功したが、通貨危機後の回復はまだまだ不十分。

主要取引所	ジャカルタ証券取引所	時価総額/GDP	0.3倍
上場企業数	338社	決済日	T+3
時価総額	795億ドル	主要株価指数	ジャカルタ総合指数
年間売買金額	276億ドル		

(6) 今後のアジア資本市場の課題

○ 投資家層の拡充

- 機関投資家〈資料13ページ参照〉
- 個人投資家
- 外人投資家

○ 上場促進策⇔民営化対応

○ 制度面の明確化と整備

○ 信用分析ツールの充実・格付け会社

○ 投資教育

(7) 日本の寄与とこれからの役割

○ ABMIにおけるリーダーシップ

○ 失敗の体験の伝授

○ おカネの出し手としての寄与

○ グローバル戦略の危険分散として

(8) 最後に

17世紀初頭との相似性

日明朝関係と日中韓関係、西欧の東進とグローバリズムという看板のアメリカイズム、朱印船貿易とFTA etc.etc.