

第 1 章

アジア・ボンド・ファンド（ABF）の進展と課題¹

中川 忍²・桑原 啓彰³

要約：

日本銀行を含めた東アジア・オセアニア中央銀行および通貨当局 11 先で構成する EMEAP（The Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks）では、保有外貨資産の一部を拠出して投資信託（アジア・ボンド・ファンド [ABF]）を組成し、EMEAP 域内（日本、オーストラリア、ニュージーランドを除く 8 か国・地域）のソブリン・準ソブリン債に投資している。2003 年の運用開始時には、その第 1 段階（ABF1）として投資対象を米ドル建て債券に限定していたが、2005 年の第 2 段階（ABF2）からは、現地通貨建て債券を対象とし、順次他の投資家にも開放してきた。

ABF が設立された背景には、1990 年代後半のアジア通貨危機の教訓から、通貨と期間のダブル・ミスマッチの解消や銀行中心の金融仲介と外資依存構造の改善に向けて、自国通貨建てで長期資金を調達できる債券市場育成の必要性が強く認識されたことがある。ABF の運用開始以降、域内債券市場の規模は国債を中心に着実に拡大してきているほか、ダブル・ミスマッチも徐々に緩和してきており、当初期待された債券市場育成の「呼び水」として、相応の効果を上げてきた。

もっとも、国債に比べ社債市場が依然未発達であることや、市場インフラ面での改善余地もまだ残されているなど、課題は少なくない。域内債券市場の発展を引続き促していくうえで、今後 ABF のさらなる取り組み強化や、当局と民間の協働による金融協力の推進が望まれる。

キーワード：

EMEAP ABF 債券市場育成 域内金融協力

¹ 本稿は、全て筆者の個人的見解であり、日本銀行や国際局の公式見解を示すものではない。なお、本稿の作成に当たっては、光野聡一郎氏および伊舎堂寿彦氏（ともに日本銀行国際局アジア金融協力センター）の多大なる協力を得た。

² 日本銀行国際局アジア金融協力センター長。

³ 日本銀行国際局アジア金融協力副センター長。

はじめに

1990年代後半に発生したアジア通貨危機は、アジアの国・地域に多くの教訓を残した。後で詳しく述べるアジア・ボンド・ファンド（Asia Bond Fund: ABF）との関連では、(1) 通貨と期間のダブル・ミスマッチの解消と、(2) 銀行中心の金融仲介と外資依存構造の改善、の2点が指摘できる。

アジア通貨危機の原因の一つとして、域内の金融機関が、設備投資等の国内長期投資案件への信用供与に際し、域内に豊富な貯蓄があるにもかかわらず、調達原資を外貨建て短期資金に大きく依存していたことが挙げられる。このように資産サイドで自国通貨建てかつ長期の信用残を抱える一方、負債サイドで外貨建てかつ短期の債務を抱えるバランス・シート構造は、通貨と期間の両面でリスクを内包している（「通貨と期間のダブル・ミスマッチ」の問題）。すなわち、何らかの外的ショックが原因で短期の外貨調達が困難化すると、たちまち資金繰りが困難化するほか、海外への資本流出の結果、当該国の通貨が売られ、外貨建ての実質債務額が増加し、経営を圧迫することとなる。また、伝統的に間接金融の比重が高い場合、危機による銀行部門のダメージが、企業部門の業績の良し悪しにかかわらず、企業向け信用の収縮というチャネルを通じて、金融・経済の混乱を増幅させるリスクがある。こうしたリスクが実際に顕現化したアジア通貨危機の教訓として、自国通貨建てで長期資金を調達できる債券市場育成の必要性が広く認識されることとなり、EMEAPでは、その「呼び水」効果を企図して、2003年にABFを創設した⁴。

本章では、こうした経緯で設立されたABFのこれまでの進展と今後の課題を整理する。まず次節では、ABFの設立・投資主体であるEMEAPの概要を説明する。第2節では、ABFの目的や仕組みを概観し、第3節において、ABFの運用開始時から現在までのパフォーマンス等を振り返る。第4節では、ABFの狙いを改めて整理し、その狙いに照らしてABFはどのような効果を発揮してきたかについて、複数の事例を紹介しながら検証する。最後に第5節において、現時点でのABFに対する評価とともに、域内債券市場育成に向けて今後取り組むべき課題を指摘する。

⁴ 域内債券市場の育成に関する取組みは、EMEAPのABFに限らない。ASEAN10か国と日中韓3か国で構成するASEAN+3でも、2003年にABMI（Asian Bond Markets Initiative）を立上げ、域内債券の需要および発行促進、市場インフラの整備等を推進している。また、APECでも、その傘下部会等において、域内債券市場育成を主要テーマの一つとして掲げている。

1. EMEAP とは？

EMEAP は、The Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）の略称である。域内の金融政策運営や中央銀行業務等に関する自由な情報・意見交換の場として、1991年に日本銀行の提唱により発足した。メンバーは、オーストラリア準銀、中国人民銀行、香港金融管理局、インドネシア中銀、韓国銀行、マレーシア中銀、ニュージーランド準銀、フィリピン中銀、シンガポール通貨庁、タイ中銀および日本銀行の11の中央銀行および通貨当局から構成されている（図1）。発足当初は、役員クラスが年2回集まって議論することが中心であったが、域内の金融・経済面での相互依存関係が深化するにつれ、ガバナンス構造の強化の必要性が認識され、1996年以降、総代会合や様々な分野における実務者レベルの会合が定期的に行われるようになった。現在、年1回開催される総代会合のほか、総代会合の下に設置されている代理者会合や各ワーキング・グループ(WG)等において、域内のマクロ経済情勢、金融為替市場動向、銀行監督制度・手法、決済システム、情報技術(IT)等に関する率直かつ活発な意見交換を行っている（図2）。さらに最近では、メンバー間の協力関係が強化される中で、具体的な金融安定アクション等のより踏み込んだ政策テーマについても議論や提言を行っている。

図1 EMEAP メンバー11 各国・地域

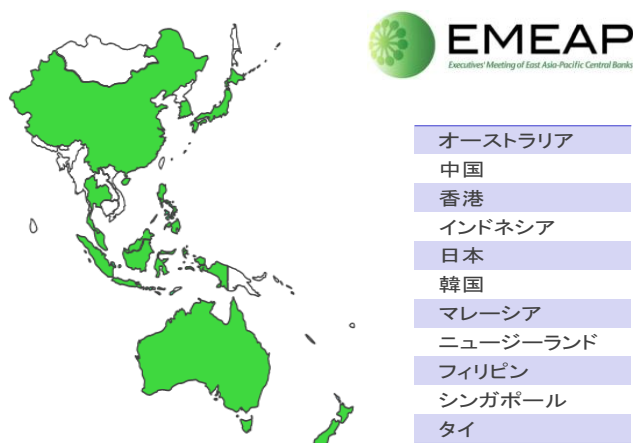
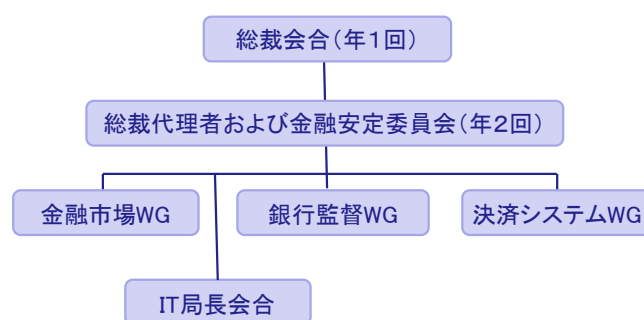


図2 EMEAP のガバナンス構造



(出所) EMEAP ウェブサイトより作成。

2. ABFの概要

2.1 目的

先に述べたアジア通貨危機からの教訓を背景に、域内債券市場の育成を図るべく、EMEAPメンバーが保有外貨資産の一部を拠出して組成した債券投資信託がABFである。ABFプロジェクトでは、EMEAPメンバーが自ら最初の買い手として、既に発達した国債市場を有する日本、オーストラリア、ニュージーランドを除く8か国・地域のソブリン・準ソブリン債を共同購入している。2003年の運用開始時には、その第1段階（ABF1）として投資対象を米ドル建て債券に限定していたが、2005年の第2段階（ABF2）からは、現地通貨建て債券を対象とし、順次他の投資家にも開放してきた。

なお、運用対象に社債を直接含めていない理由として、社債市場育成のためには、まず国債市場および準政府系機関債市場を発展させることが先決であるとの考え方が背景にある。すなわち、社債市場の発展に不可欠な適正な価格情報は、リスク・フリーである国債価格（金利）に信用リスク・プレミアムを上乗せしたものであり、ベースとなる国債市場の価格発見機能の充実にまずは取り組むべきとの考え方である。

2.2 ABF1とABF2の比較

ABF1は、2003年6月に運用を開始した。ABF2は、ABF1における運用経験を踏まえ、これをより発展させる形で、2005年3月に運用を開始した（表1）。

表1 ABF1とABF2の比較

	ABF1	ABF2
運用開始時期	2003年6月	2005年3月
運用方法	予め定めたインデックスに沿って運用するパッシブ運用型債券投資信託	
運用資産	EMEAP 8か国・地域の米ドル建てソブリン債、準ソブリン債	EMEAP 8か国・地域の現地通貨建てソブリン債、準ソブリン債等
ファンド・マネージャー	国際決済銀行（BIS）	民間ファンド・マネージャー（8か国のファンド毎に1社）
投資家	EMEAP 中銀・通貨当局のみ	フェーズ1：EMEAP 中銀・通貨当局 フェーズ2：一般投資家にも開放

（出所）筆者作成。

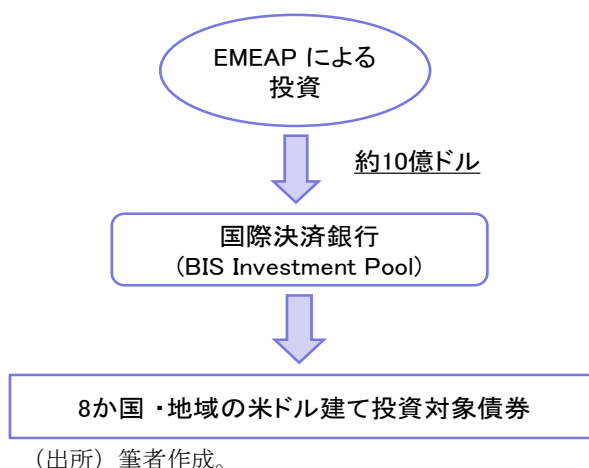
両者は、予め定めたインデックスに沿って運用するパッシブ運用型債券投資信託であり、日本、オーストラリア、ニュージーランドを除く8か国・地域のソブリン・準ソブリン債を投資対象としている点が共通する。両者の相違点は、第1に、運用資産

の通貨が挙げられる。ABF1 の運用資産が米ドル建て債券である一方、ABF2 は現地通貨建て債券である。第 2 に、ファンド・マネージャー（運用会社）について、ABF1 が国際決済銀行（BIS）に委託している一方、ABF2 は、入札による審査を行ったうえで、対象国毎に民間ファンド・マネージャーを選定している。第 3 に、投資家について、ABF1 は EMEAP メンバーに限定しているが、ABF2 では、暫定的な位置づけの第 1 フェーズにおいては ABF1 と同様に EMEAP メンバーのみとしていたが、最終段階である第 2 フェーズにおいては、他の投資家にも開放している。

2.3 ABF1 と ABF2 の枠組み

ABF1 は、EMEAP 8 か国・地域の米ドル建て債券に投資を行うシングル・ファンドであり、EMEAP メンバーは、運用開始時点で総額約 10 億ドル（うち日本銀行からは 1 億ドル）をファンド・マネージャーである BIS を通じて投資した（図 3）。

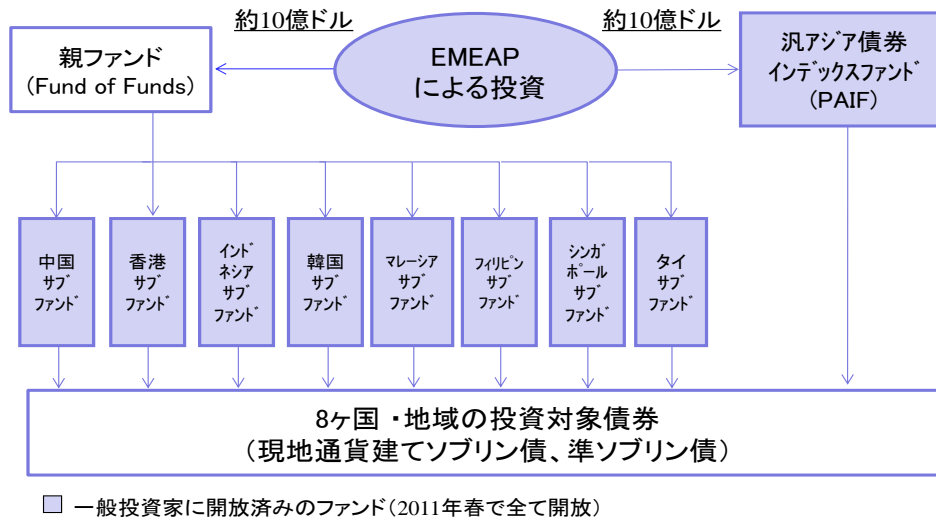
図 3 ABF1 の枠組み



一方、ABF2 は、ファンド・オブ・ファンズ（Fund of Bond Funds: FoBF）および汎アジア債券インデックス・ファンド（Pan-Asian Bond Index Fund: PAIF）の 2 つのコンポーネントから構成される（図 4）。

FoBF は、親ファンドが、上記 8 か国・地域に設立された 8 つのサブファンド（それぞれの現地通貨建てソブリン・準ソブリン債で運用）に投資を行う二重構造を採用している。PAIF は、これら 8 か国・地域の現地通貨建てソブリン・準ソブリン債に投資するシングル・ファンドである。EMEAP からの投資額は、運用開始時点で、FoBF と PAIF それぞれに約 10 億ドルずつ（日本銀行はそれぞれ約 1 億ドル）、合わせて約 20 億ドルとなっている。運用開始当初（第 1 フェーズ）は、FoBF および PAIF への投資は EMEAP

図4 ABF2の枠組み



(出所) 筆者作成。

メンバーに限定されていたが、最終段階である第2フェーズにおいては、各対象国・地域の債券市場の整備状況を踏まえ、他の投資家に対しても開放することが企図されていた。この点、2005年以降順次開放が進められ、2011年5月25日、サブファンドの1つである中国ファンドが第2フェーズへ移行したことで、ABF2の8サブファンド全てに関して第2フェーズへの移行が完了した。

この間、PAIFはETF(上場投資信託)型のファンドであり、2005年に香港証券取引所、2009年に東京証券取引所に、それぞれ上場した(表2)。上場することで、投資家は、証券取引所のインフラを利用して、ファンドを日中いつでも時価売買することが可能となっている。また、市場における売値と買値が一定以上乖離した場合、マーケット・メーカーが双方の値を提示し、取引に応じることが義務付けられており、このことにより取引の流動性が保証されている。

表2 PAIFの概要

商品タイプ	債券ETF (Exchange Traded Fund)
上場	香港証券取引所(2005年7月) 東京証券取引所(2009年6月)・・・クロス・リスティング
投資対象	EMEAP8か国・地域(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)の発行体による現地通貨建てソブリン債および準ソブリン債
運用方法	ベンチマークとして定めたインデックスをトラックする形でのパッシブ運用
ベンチマーク	iBoxx 汎アジア債券インデックス(Markit社提供)
ファンド・マネージャー	ステート・ストリート・グローバル・アドバイザー
カストディアン	HSBC トラストサービス

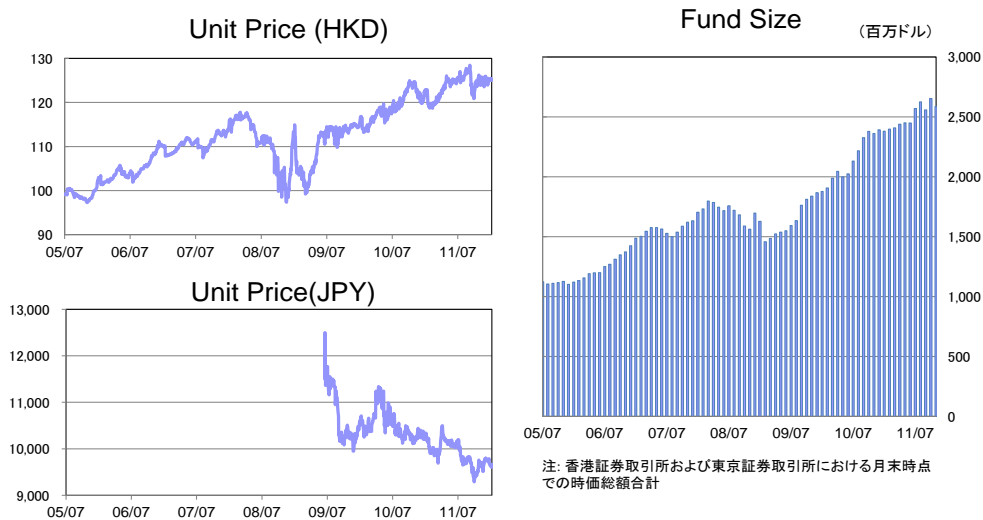
(出所) 筆者作成。

3. ABF2 の最近までの動向

ABF2 のパフォーマンスは、概ね良好を維持してきた。BIS の調べによれば、PAIF の運用開始から 2010 年 4 月末までの累積リターン（現地通貨建て）は+40%に上るほか、各サブファンドでは、同期間中、インドネシア・ファンドが+86%、フィリピン・ファンドが+51%と、高いリターンを記録した。また、2008 年末までの 3 年間でみると、中国ファンド以外の全サブファンドの年間リターンがプラスであった。さらに、リーマン危機後の 2009 年の年間リターンをみても、厳しい国際金融環境であったにもかかわらず、最も高かったインドネシア・ファンドでは+22%を記録したほか、最も低かったタイ・ファンドでも▲3%に止まった。こうした相対的に良好なパフォーマンスは、アジアの良質な資産クラスを組入れることに成功している証左ともいえ、新たな投資家を呼び込むための好材料を提供している。

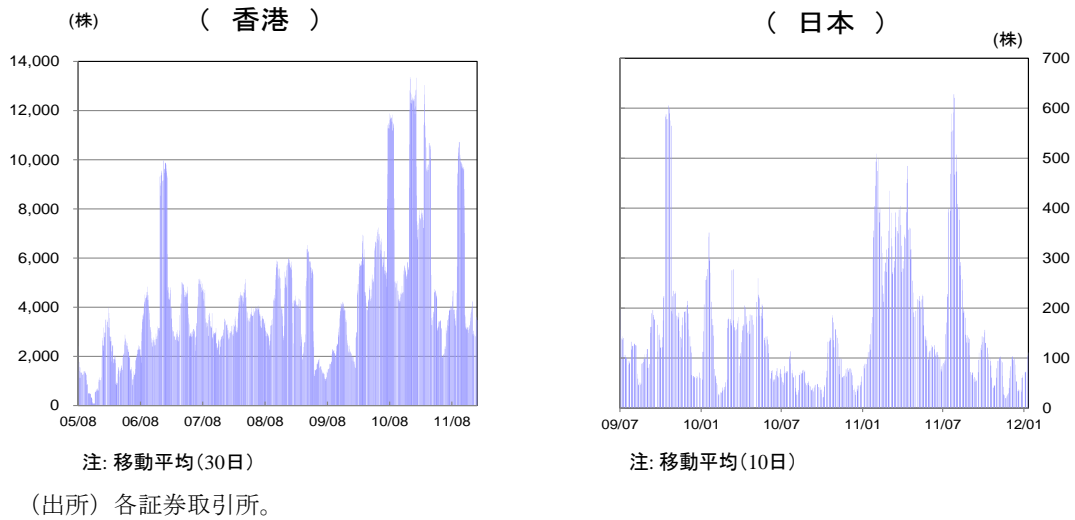
PAIF については、Bloomberg のデータでも部分的に確認できるが、ファンド・サイズは、リーマン危機後の一時期を除いて順調に拡大を続けている（図 5）。ユニット価格の推移をみると、ファンド・サイズの拡大には、取引高の多い香港証券取引所に上場されている PAIF のユニット価格上昇が影響しているものとみられる。なお、東京証券取引所に上場されている PAIF のユニット価格は、香港証券取引所とは対照的に下落しているが、円高進行による円建て価格の低下や、取引高が香港に比べて少なく、流動性面で見劣りすることが影響していると思われる（図 6）。

図 5 PAIF の価格とファンド・サイズの推移



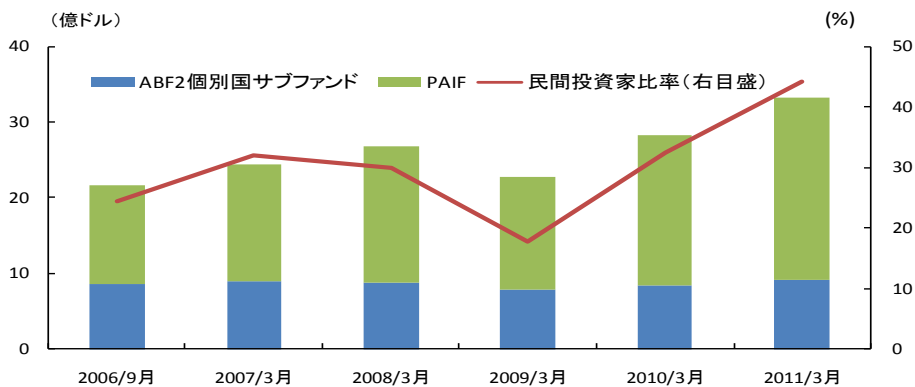
(出所) Bloomberg.

図6 PAIFの取引高



次に、ABF2の民間投資家比率（非 EMEAP メンバー比率）をみると、リーマン危機後に一旦低下したが、その後は上昇傾向にある（図7）。もっとも、その内訳をみると、PAIFは順調に増加している一方で、個別サブファンド（2006年まで遡及可能な香港、マレーシア、シンガポール、タイ）は横這いであり、民間の投資資金がPAIFと個別サブファンドに一様に流入しているわけではないことが窺われる。

図7 ABF2とPAIFの民間投資家比率



注1: 個別国サブファンドは、上場している香港、マレーシア、シンガポール、タイのファンドの合計
 注2: 民間投資家比率は、民間投資家保有額(EMEAP中銀保有分を除く) ÷ 総額

4. ABFの狙いと効果

ABFの狙いは、大きく二つにまとめることができる。第1に、パッシブ運用の債券ファンドという従来にはなかった低コストかつ効率的な商品を提供し、かつ EMEAPメンバーが最初に投資することで、アジア債券投資に対する投資家の認知度、関心、信頼感を向上させることである。新しいタイプの投資家を市場に招き入れることで、投資家の裾野の拡大と投資家層の多様化が企図されている。第2に、ABF組成の作業を通じて、域内全体および各国・地域のレベルで、市場・規制改革を加速させることによって、域内の潜在的な発行体および投資家に利益をもたらすことである。中央銀行および通貨当局としても、民間投資家と同じ視点に立ち、アジアの債券へ投資を行ううえでの阻害要因を特定し、その解消を目指している。また、こうした取組みの過程で、EMEAP 8か国・地域において、外国人投資家に対する投資規制の緩和や源泉徴収税の免除といった制度の見直しおよび市場インフラ改善の「触媒 (catalyst)」の機能を果たすことが期待されている。「触媒」となった具体例として、外国人投資家の現地通貨建て債券保有にかかる税制が挙げられる (表3)。

表3 外国人投資家の現地通貨建て債券保有にかかる税制

	源泉徴収税	キャピタルゲイン税
中国	×	×
香港	×	×
インドネシア	15~20% インドネシアと租税条約がある場合は、 それより低くなる	×
韓国	× (2009年) ¹	× (2009年)
マレーシア	× (2004年)	×
フィリピン	所得の20%	×
シンガポール	×	×
タイ	× (2005年) ²	× (2005年) ²

(注) 1. 外国人投資家が保有する政府債及び金融安定債からの利子所得にかかる源泉徴収税は2011年1月に再導入。

2. 外国人投資家の政府債保有にかかる金利所得及びキャピタルゲインの免税措置は2010年10月に廃止。

(出所) Chan et al. [2012] より作成。

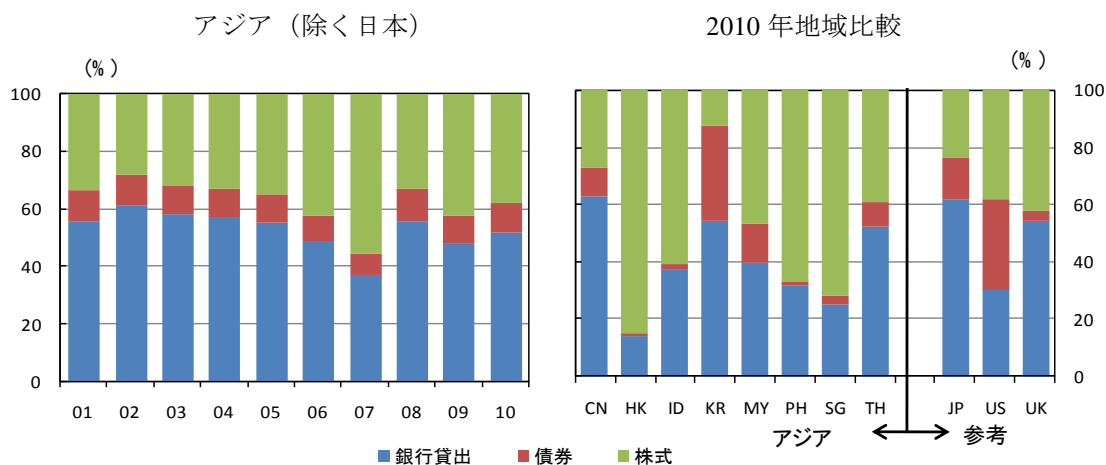
源泉徴収税は投資リターンを減少させ、外国人投資家の現地通貨建て債券への投資意欲を低下させるが、ABF2の創設が発表される4か月前の時点では、外国人投資家の源泉徴収税を免除しているのは香港とシンガポールのみであった。その他の国では、同税が外国人投資家による現地通貨建て債券への投資拡大の事実上の障害要因となっ

ていた。ところが、ABF2 の検討が開始されて以降、税制改善の動きがみられるようになった。マレーシアでは、ABF2 の取組みの中で国立債券市場委員会（National Bond Market Committee）による源泉徴収税の見直しプロセスが早められ、2004 年 9 月、すべての国債および社債の投資収入にかかる免税が発表された。タイでは、2005 年に、外国人投資家に対する国債、州政府債、政府機関債の利子・キャピタルゲインにかかる税が免除された。最近では、2009 年に韓国政府が、外国人投資家が保有する政府債からの利子所得にかかる源泉徴収税を廃止した。これらは、ABF2 が「触媒」機能を発揮し、政府の行動を促した典型例である⁵。

5. 評価と今後の課題

アジア通貨危機以降、ABF の運用開始などもあって、域内債券市場の規模は、国債を中心に着実に拡大してきている。しかしながら、多くの国では、経済規模対比でみた社債市場の規模は、先進国に比べると依然小さい。その裏返しであるが、従来からの銀行中心の金融仲介構造は、大きく変わっていない（図 8）。

図 8 国内民間部門の資金調達構造

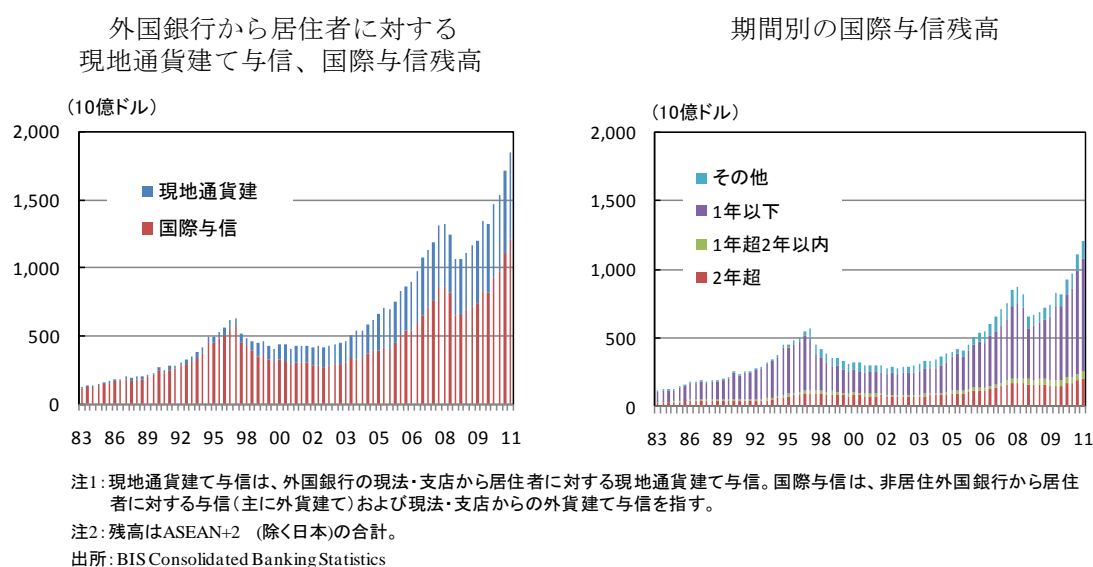


注1: アジアは、中国、香港、韓国、インドネシア、シンガポール、マレーシア、フィリピン、タイの合計
 注2: 銀行貸出は国内銀行の民間向け貸出、債券は居住者発行の現地通貨建ての債券、株式は時価総額
 注3: フィリピン、日本は2009年の計数
 出所: IMF、BIS、WFE

⁵ ただし、こうした外国人投資家に対する免税措置の動きには、このところ巻戻しが見られている。例えば、タイでは、リーマン危機後の景気回復過程で、急激な資本流入が市場を不安定化させるとして、外国人投資家の政府債保有にかかる金利所得およびキャピタルゲインの免税措置が 2010 年 10 月に廃止された。また、韓国でも同様の理由で、外国人投資家が保有する政府債及び金融安定債からの利子所得にかかる源泉徴収税が 2011 年 1 月に再導入されている。

通貨と期間のダブル・ミスマッチの問題については、債券市場が徐々にではあるが
 発展する中、当局の指導および金融機関のリスク管理の改善等もあって緩和してきて
 いる。しかし、依然として外貨建て借入の割合が高い状況であるほか、期間に関して
 も1年以下の短期借入が相応のウェイトを占めており、金融機関のバランス・シート
 の根本的な脆弱性の解消にまでは至っていない（図9）⁶。

図9 通貨と期間のダブル・ミスマッチ



ABF プロジェクトは、当初期待された債券市場育成の「呼び水」としての投資家の裾野拡大、外国人投資家に対する投資規制の緩和や源泉徴収税の免除といった規制の見直し、さらには市場インフラ改善といった面での「触媒」として、相応の効果は上げてきた。しかしながら、こうした状況に鑑みると、まだ十分とはいえない。

域内債券市場の発展に向けた今後の課題として、(1) ABF2 のフェーズ 2 (EMEAP メンバー以外への開放) の推進、(2) 民間部門との協力強化を通じた投資家層の拡大、(3) セカンダリー市場における取引拡大、(4) 関連規制の緩和・調和・整備といった点について、これまでも増して注力していく必要がある。具体的には、(1) および (2) に関して、さらなるマーケティング努力や追加の証券取引所上場（クロス・リスティング）などが考えられる。また、(3) の実現に向けては、各国・地域におけるレポ市場の育成や、クロスボーダー担保取極の推進が有効な手段となるのではないだろうか。

⁶ 実際、リーマン危機時ほどではないものの、欧州債務問題が深刻化する中、幾つかのアジアの国・地域では、欧州系銀行を中心とする資本流出の影響がみられた。

[参考文献]

<日本語文献>

アジア金融システム委員会 [2009]「アジア債券市場育成について：回顧と展望」日本銀行アジア金融協力センター

白川方明 [2012]「アジアにおける金融：バンキング・ビジネスと資本市場」（国際コンファレンス・前夜ディナーレセプション（日本証券業協会主催）における基調講演の邦訳、2月）

竹内淳 [2005]「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」（日本銀行調査論文、10月）日本銀行国際局。

(http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2005/data/ron0510a.pdf)

西村清彦 [2012]「岐路に立つアジア市場」（第12回 OECD・アジア開発銀行研究所共催東京ラウンドテーブルにおける西村副総裁講演「Asian Markets at the Crossroads」の邦訳、2月）

(http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2012/data/ko120210a1.pdf)

日本銀行金融研究所編 [2011]「日本銀行の機能と業務」有斐閣

<外国語文献>

Chan, E., M. Chui, F. Packer and E. Remolona [2012]“Local currency bond markets and the Asian Bond Fund 2 Initiative,” in *Weathering financial crises: bond markets in Asia and the Pacific*, BIS Papers No. 63 (January), Basel: Bank of International Settlement (BIS). (<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap63f.pdf>)

EMEAP [2006] “Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative,” EMEAP Working Group on Financial markets, June.

Takeuchi, Atsushi [2006] “Identifying impediments to cross-border bond investment and issuance in Asian countries,” in *Asian Bond Markets: Issues and Prospects*, BIS Papers No. 30 (November), Basel: BIS. (<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap30w.pdf>)

<ウェブサイト>

BIS: www.bis.org

EMEAP: www.emeap.org

World Federation of Exchanges (WFE): www.world-exchanges.org