

第2章

アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の進展と課題

水野兼悟¹

要約：

アジア債券市場イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative: ABMI）は、ASEAN加盟国と日本、中国、韓国の計13か国による現地通貨建て域内債券市場育成のための取り組みであり、2003年より開始された。これまで、新しい債券商品の開発による多様性の確保、債券保証機関の設立による信用補完をとおして発行体の支援開始、法制度の整備による社債発行市場の活性化といった成果をあげてきている。

一方で、ASEAN諸国の債券市場規模は先進国市場と比して必然的に小さく、市場規模や流動性の向上には域内におけるクロスボーダー取引の円滑化が必要である。しかし、ASEAN債券市場は資本規制や言語などにより細分化されており、調達可能額、流動性、投資先の選択肢といった面で制約があるなど、まだ解決すべき課題は多く残っている。

ABMIは2012年で十周年を迎える。今後は、市場、商品、組織、法制度といった面で、より市場参加者の実務に即した、そしてより目に見える実効的な課題解決と成果が求められるものと考ええる。

キーワード：

アジア債券市場 ABMI CGIF

¹ 野村総合研究所マニラ支店長（2012年3月執筆時点）。なお、本章は筆者の個人的な見解に基づくものであり、野村総合研究所の見解を示すものではない。

1. ABMI とは

1.1 背景と目的

ASEAN+3 アジア債券市場育成イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative: ABMI) は、ASEAN 加盟国と日本、中国、韓国の計 13 か国による現地通貨建て域内債券市場育成のための取り組みである。ABMI は、日本政府による 2002 年 12 月の ASEAN+3²非公式セッションにおいて提案され、2003 年 8 月の ASEAN+3 財務大臣会議で承認された後に開始された。

1997～1998 年に発生したアジア通貨危機の最大の教訓は、新興アジア諸国が長期の資金需要を短期かつ外貨建ての対外債務に過剰に依存していたという点にある。いわゆる、「満期と通貨のダブルミスマッチ」と呼ばれるものである。この問題は、短期の資本の流出が為替の下落を呼び、それが返済不安を引き起こすことからさらに資金が流出し、そこからまた為替を下落させるという負のスパイラルを生じさせることである。

もともと、アジアにおいては、国内の貯蓄が国内の成長資金のために活用されていないという反省があった。通貨危機を受けて、できるだけ国内（域内）の貯蓄を国内（域内）に還流させるとともに通貨に対するショックを緩和する措置を取ることの重要性が認識された。前者に対応する取り組みが ABMI であり、後者のための取り組みがチェンマイ・イニシアティブである。

上記の背景より、ABMI では、アジアの貯蓄をアジアの民間事業者が長期の資本形成・投資に動員できるよう、アジア域内通貨建ての債券の発行を可能とするような域内債券市場の整備を目指すことを上位目標として置いている。

1.2 活動と参加者

ABMI の主たる活動は年に 2 回開催されるタスクフォース（事務レベル）会合とステアリンググループ（局長級）会合であり、その内容は毎年 5 月に開催される ASEAN+3 財務大臣会議の共同声明に盛り込まれる。両会合への主たる参加者は ASEAN+3 各国の財務省と中央銀行であり、加えてアジア開発銀行 (Asian Development Bank: ADB) や ASEAN 事務局も常に参画している。これらは基本的に公的セクターによる活動である。

一方で、ABMI の活動の一環として、ASEAN+3 債券市場フォーラム (ASEAN+3 Bond Market Forum: ABMF) が 2010 年から開始された。ABMF は、域内のクロスボーダー債券取引に係る市場慣行を標準化し、規制を調和することを目的として設置されたものである。ABMF には、上述のような公的セクターに加えて、域内各国の金融実務家や専門家、業界団体、自主規制機関などが参加しており、官民協議の場として機能している。

² ASEAN 加盟 10 か国と日本、中国、韓国の 3 か国を表わす略称。

2. ABMI の経過と概要

ABMI の活動分野は数年の時間軸であるロードマップによって規定されている。以下では、ASEAN+3 財務大臣会議により 2003 年 5 月に承認された初期のロードマップと、2008 年 5 月に承認された現行のロードマップに二分して、概要を記す³。

2.1 初期ロードマップ（2003～2008 年）⁴

初期のロードマップ（2003～2008 年）では、ABMI は 4 つのワーキンググループと 2 つのチームから構成されていた（表 1）。

表 1 初期ロードマップ（2003～2008 年）での ABMI 活動体制

	内容	議長国
ワーキンググループ 1	証券化を活用した新たな債券の開発	タイ
ワーキンググループ 2	信用保証及び投資メカニズム	中国、韓国
ワーキンググループ 3	外国為替取引と決済システム等	マレーシア
ワーキンググループ 4	域内格付機関	日本、シンガポール
技術支援調整チーム	各種技術支援の調整	インドネシア、マレーシア、フィリピン
特別支援チーム	特別事項への対応	輪番制

（出所）ABMI 資料より著者作成。

ワーキンググループ 1 では、債券の多様化を図る観点から、証券化の手法を活用した債券の発行や、アジアの複数通貨建ての債券の発行を促進する方策について検討した。たとえば、議長国のタイ財務省は、2003 年後半から 2005 年にかけて政府による庁舎の家賃支払い将来キャッシュフローを証券化して、自ら証券化商品の多様化と流通市場の育成に努めた。

ワーキンググループ 2 では、格付けひいては信用力の低いアジアの企業が債券を発行できるよう、信用保証を行なう公的な機関のあり方について検討した。これは、時間がかかったものの、後述する 2010 年の信用保証・投資ファシリティ（Credit Guarantee and Investment Facility: CGIF）設立の基礎となったと考えられる。

ワーキンググループ 3 では、アジアにおける望ましい債券決済システムのあり方につ

³ 2012 年 3 月の ABMI タスクフォース会合で新しいロードマップ案について議論されたが、本章執筆時点で ASEAN+3 財務大臣会議（次回 2012 年 5 月）の承認を得られるか否か未定のため詳述しない。

⁴ 初期のロードマップは 2003 年 5 月に承認されたが、2008 年 5 月に現行のロードマップが承認されたことにより代替された。よって、当初より 2008 年までという期限があったわけではないので、2003～2008 年という表記は便宜的なものである。

いて検討した。具体的には、証券決裁機関やカストディアンによる債券決済・保管等の動向をアジアと欧州で比較したり、取引後価格透明性の向上に向けた方策などを検討したりしていた。

ワーキンググループ4では、アジアの地場の格付機関の能力向上を図るための方策について検討した。具体的には、アジア格付け機関協会（Association of Credit Rating Agencies in Asia: ACRAA）を通して域内の国内格付け機関の能力強化や格付け手法・基準の統一化などに係る技術支援を実施するなどしていた。

2.2 現行ロードマップ（2008年～）

現行のロードマップ（2008年～）では、ABMIは4つのタスクフォースと1つのチームで構成されている（表2）。

表2 現行ロードマップ（2008年～）でのABMI活動体制

	内容	議長国
タスクフォース1	現地通貨建て債券発行の促進	タイ、中国
タスクフォース2	現地通貨建て債券の需要の促進	シンガポール、日本
タスクフォース3	規制枠組みの改善	マレーシア、日本
タスクフォース4	債券市場関連インフラの改善	フィリピン、韓国
技術支援調整チーム	各種技術支援の調整	ブルネイ、ラオス、ベトナム

（出所）表2に同じ。

タスクフォース1では、ASEAN+3域内の企業が発行する社債に保証を供与する信用補完メカニズムを検討し、2010年後半に実際にCGIFの設立に至った。また、債券を活用した域内インフラストラクチャー資金調達についても検討し、ラオス政府によるタイ市場でのパーツ建て起債⁵を検討してきている。

タスクフォース2では、アジア開発銀行が運営するアジア・ボンド・オンラインの充実による情報発信の強化、現地通貨建て債券への投資家ベースの拡大などについて検討している。

タスクフォース3では、域内のクロスボーダー債券取引を促進することを目的として、クロスボーダー債券取引に係る市場慣行の標準化や規制の調和化を図るため、官民一体のフォーラムであるABMFが2010年に設置され、四半期ごとに会合を開催している。ABMFには、ASEAN+3各国の債券市場の規制及び市場慣行に関する情報収集を行うサブ・フォーラム1と、取引慣行及び決済上のメッセージ・フォーマットの調和化につい

⁵ 厳密には、ラオス政府による外債ではなく、ラオス政府が独立発電事業体から受け取るロイヤルティ収入を証券化するスキームが想定されている。

て検討を行うサブ・フォーラム2が設けられている。具体的には、域内における国際証券預託機構の設立可能性、ASEAN+3 複数現地通貨建て債券の発行促進プログラムの導入可能性などが検討されている。

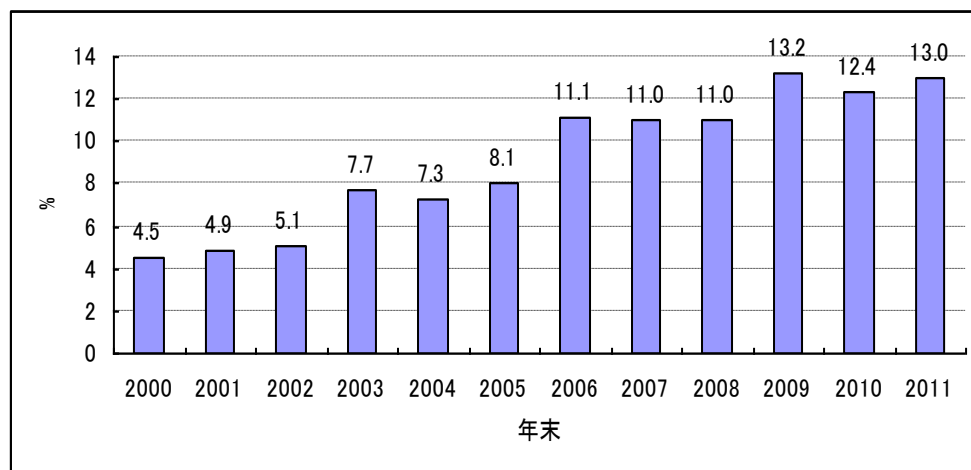
タスクフォース4では、域内決済機関（Regional Settlement Intermediary: RSI）の実現可能性や政府債の流動性向上策について検討している。

3. ABMI の成果と課題

3.1 市場面

ABMI の重要な目的は参加国、とくに ASEAN 諸国における社債市場の育成である。よって、本章ではアジア通貨危機の影響の大きかったタイとマレーシアの社債市場についてみる⁶。2000 年以降、タイでは発行残高（GDP 比）が増大傾向であるが（図1）、マレーシアではほぼ同水準を維持してきている（図2）。マレーシアの同値（2011年で39.3%）は日本（同17.5%）や香港（同32%）と比較しても既に高い一方で、タイ（同13.0%）では成長の余地が大きかったと言える。

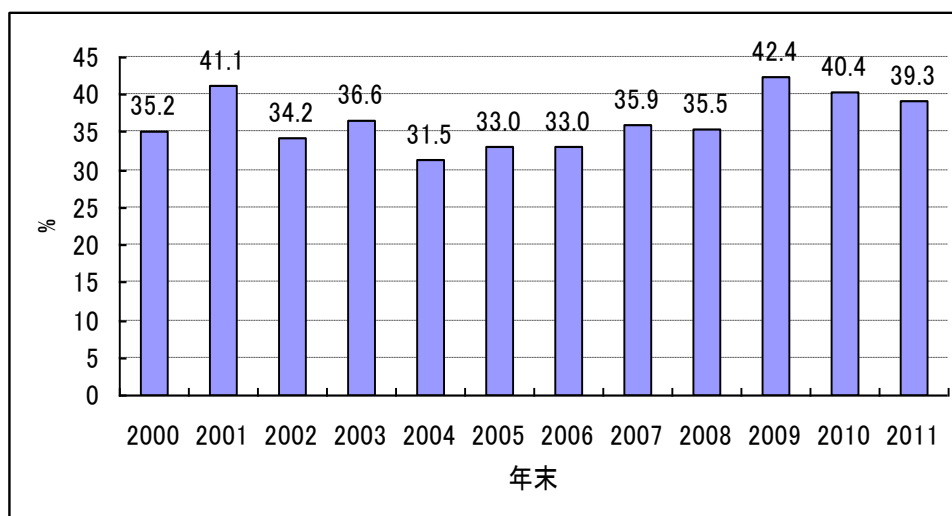
図1 タイにおける現地通貨建て社債発行残高（GDP 比）



（出所）ADB, Asian Bonds Online より作成。

⁶ ASEAN+3 全体のデータを用いると、市場規模の大きな日中韓や市場の発達しているシンガポールや香港の数値に結果が左右されてしまう。

図2 マレーシアにおける現地通貨建て社債発行残高（GDP比）



(出所) 図1に同じ。

なお、社債の流動性⁷をみると、2011年第4四半期でタイは4%、マレーシアは12%であり、過去数年において両国とも数値は横ばいである。ちなみに、同四半期で日本は8%、香港は13%であり、マレーシア社債市場の発達ぶりがうかがえる。

3.2 商品面

ABMIのもとで推進されてきた主な債券商品としては、以下が挙げられる。

- (1) 日韓の政府系金融機関による保証供与による韓国中小企業の発行する債券を束ねた債務担保証券（Collateralized Debt Obligation: CDO）の発行（2004年）
- (2) タイ、マレーシア、インドネシアにおける国際協力銀行（JBIC）や日本貿易保険（NEXI）による信用補完を通じた日系現地合弁企業による現地通貨建て債券の発行（2004～2008年）
- (3) マレーシア、タイ、中国、フィリピンにおける国際協力銀行（JBIC）、世界銀行、アジア開発銀行（ADB）、国際金融公社（IFC）による現地通貨建て債券の発行（2004年～）
- (4) タイ政府による庁舎の家賃支払い将来キャッシュフローの証券化（2003～2005年）やインフレ連動国債の発行（2010年）

上記はいずれも、どちらかといえば公的セクターが主導して実現してきたものであ

⁷ 回転率＝取引額÷期中平均残高。

る。一方で、民間の市場参加者が商品化した債券を個別に ABMI の成果と捉えるか否かは難しいところである⁸。

3.3 組織面

これまでのところ ABMI のもとで設立された組織体としては、CGIF が唯一である。CGIF は 2010 年 10 月に ADB の信託基金として設立され、アセアン各国政府および日中韓の輸出信用機関、ADB も出資している⁹。CGIF の主な業務は、ASEAN+3 域内の企業が発行する社債に保証を供与することであり、CGIF の目的はこれを通じて域内社債市場の育成に寄与することである。CGIF では 2012 年第 2 四半期までに自身の信用格付けを取得し、同年第 3 四半期に最初の保証を提供する予定である。対象となる債券はアセアン原加盟国における信用補完の必要な社債や域内クロスボーダー発行案件が想定されている。

CGIF 理事会の方針として、当面は拠出金に対してレバレッジ 1 で保証を実施する。これに CGIF の拠出金 7 億ドルと国・通貨ごとのエクスポージャー上限をかけると、一案件ごとに保証できる金額にはおのずと限りが出る。また、保証機関として大数の法則を働かせるには、保証金額の増大と保証件数の増加、対象国・通貨・案件の分散が必要となる。よって、当面の業務の進展を見たうえで、近い将来には CGIF の増資とレバレッジの拡大が必須となるだろう。

一方で、RSI や国際証券預託機構については、初期ロードマップ（2003～2008 年）の頃から現在にいたるまで議論されているが、組織体の設立には至っていない。ASEAN 各国は先進国と比して債券の市場規模が概して小さく、流動性の向上にはクロスボーダー取引の円滑化が必要である。しかし、市場規模がまだ大きくない上に、資本規制など制度的要因により市場が細分化されている ASEAN では、クロスボーダー取引のコストは割高にならざるをえない¹⁰。

ABMF の専門家報告では、こういった課題を踏まえたうえで、その解決策を提示している。第一に、欧州を模範として新たに汎アジア的な国際証券決済機関を設立する、もしくは既存の各国にある証券決済機関を連携して投資家居住国の決済機関に指図すれば証券発行国の決済機関で処理できるようにする案である。第二に、決済事務処理については、ASEAN 各国における業務手順やメッセージング標準、証券コードが統一化で

⁸ たとえば、タイの上場企業 PTT は 2010 年末に超長期債（100 年）を発行した。これは広い意味では市場インフラの整備や機関投資家の育成などが奏効したと言えるが、厳密に ABMI の成果と捉えられるかどうかは難しい。

⁹ 資本総額 7 億ドルのうち日本からは 2 億ドルを国際協力銀行（JBIC）が出資している。日本と中国が同額で最大の出資者である。

¹⁰ 決済事業は IT 投資の大きな設備産業である。よって、決済機関から見ても市場が細分化されており、かつ取引高が少なければ、一取引あたりの固定費負担が大きくなる。

ある。これらは ABMF において今後の検討課題となる。

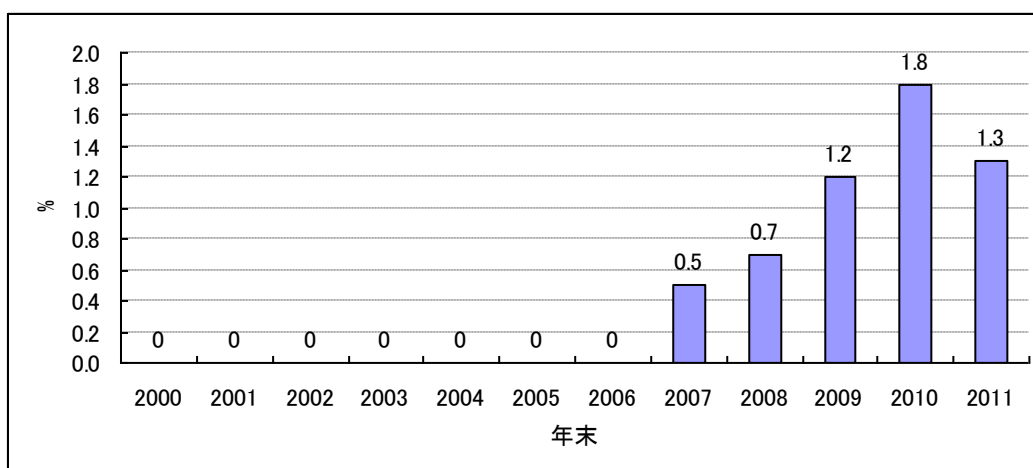
3.3 法制度面

ABMI における法制度面での主な成果としては、タイにおける非居住者によるパーツ建て債券発行プログラム(2004年～)やベトナムにおける私募による社債発行規則(2006年)が挙げられる。前者は主に金融機関に活用されているが、後者は事業会社により活用されており、債券発行による事業投資への資金調達という ABMI の上位目標により合致していると考えられる。よって、以下では後者に着目する。

ベトナムでは 1990 年代にオーストラリアの支援を受けて制定した旧証券法が社債の発行規則を規定していた。しかし、同法での社債の発行は公募を前提としており、債券市場発展の初期段階にアジア諸国で多用されてきた基準の緩やかな私募にかかる規定が存在していなかった。

ベトナム財務省は、2004 年より日本アセアン金融技術支援 (Japan ASEAN Financial Technical Assistance: JAFTA) 基金を通じてアセアン事務局から技術支援を受けており、その一環として私募社債の発行基盤整備 (発行許可基準や情報開示制度の検討、発行体・投資家向け啓蒙など) を進めた。これらに基づき、ベトナム政府は 2006 年に首相令 52/2006¹¹を發布し、事業体 (国営企業、民間企業) による私募社債の発行規則を規定した。これにより、公募とくらべて簡易な手続きおよび情報開示で社債を発行できるようになり、以降において社債の発行が急増した (図 3)。

図 3 ベトナムにおける現地通貨建て社債発行残高 (GDP 比)



(出所) 図 1 に同じ。

¹¹ Prime Minister Decree no. 52/2006/ND-CP. なお、2011 年に Decree no. 90/2011/ND-CP によって置き換えられている。

4. ABMI の展望

2000 年代以降の ASEAN 諸国における経済成長や ABMI による商品開発や制度整備などの後押しを受けて、アジア債券市場も堅調な成長を遂げてきた。しかし依然として、先進国の債券市場と比べると、調達可能額、流動性、投資先の選択肢など様々な面で課題が残されている。

調達可能額や流動性については、アジア各国における機関投資家の育成が発展途上であることにより制約されている。各国とも、保険商品への税制優遇や、公的年金への強制加入などを通じて、投資家規模の拡大を図っている。

投資先の選択肢については、ASEAN 各国内では債券を発行するほどの信用力のある企業の絶対数に限りがあること、及びまだ結構な数の企業が非上場の国営企業や同族経営企業であることから、資本市場の活用は低調だった。これについては、直接投資を行う外国企業による進出先における資金調達の促進や、非居住者による債券発行制度の整備・拡充なども必要などである。

また、ABMF で検討されているように、各国債券市場の国際化、具体的には域内にクロスボーダー取引の促進も今後の課題であろう。現在は多くの国が為替規制や資本規制を取り入れており、クロスボーダーな取引規模は制限されている。こういった制度面および実務面での障害を、ABMF のような官民協議の場で議論して解決していくことが必要である。

ABMI は 2012 年で十周年を迎え、同年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議ではこれまでの総括と今後の活動方向についての議論が想定される。今後は、市場、商品、組織、法制度といった面で、より市場参加者の実務に即した、そしてより目に見える実効的な課題解決と成果が求められるものと考えられる。

[参考文献]

<日本語文献>

- 浦出隆行 [2005] 「アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、2005年夏号
- 奥雄太郎 [2010] 「今後の発展が期待されるアジア債券市場」『金融 IT フォーカス』野村総合研究所、2010年2月号
- 片山謙 [2010] 「アジア債券市場のインフラ整備」『金融 IT フォーカス』野村総合研究所、2010年10月号
- 水野兼悟・荻本洋子・奥雄太郎 [2007] 『アジア債券市場イニシアティブと日本の技術支援』野村総合研究所（アジア開発銀行刊行物への寄稿）

<外国語文献>

- Asian Bond Markets Initiative (ABMI) [various issues] “Working Group Meeting Materials,”
—— [various issues] “Taskforce Meeting Materials,”
- Asian Development Bank (ADB) [2011a] “Asia Bond Monitor,” Nov. 2011, Manila: ADB.
—— [2011b] “Asia Capital Markets Monitor,” Aug. 2011, Manila: ADB.

<ウェブサイト>

- 国際協力銀行「アジア債券市場育成に向けた取り組み」：
<http://www.jbic.go.jp/ja/special/international/004/>
- 財務省「アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)」：
http://www.mof.go.jp/international_policy/financial_cooperation_in_asia/abmi/index.html
- ADB, Asian Bonds Online: <http://asianbondsonline.adb.org/index.php>
- ADB, ASEAN+3 Bond Market Forum (ABMF): <http://asean3abmf.adb.org>