

アジア諸国のソブリン債市場：現状と課題

奥 田 英 信

一橋大学経済学部

はじめに

国債は、多様な側面から経済にとって有用な機能を持っている。まず第1に、国債は国家財政にとって異時点間での資源調達手段を提供することによって、社会全体にとって効率的な資源配分を実現するのに役立つ。同様の機能は政府の銀行借入によっても実現できるが、国債発行は証券市場を通じて多様な経済主体から直接に資金を調達することを可能にする。第2に、国債は国内金融資産の中でリスク・フリーの資産であり、通常は市場流動性が最も高い資産であることから、証券市場において他の資産の価格を決定する際の基準として機能する。同時に、流動性の高い国債市場の存在は金融取引における金利リスク・ヘッジを容易にすることから、社債市場、債券・金利先物市場、金利・信用デリバティブ市場などの発達を促す働きもある。第3に、国債は市場を通じた金融政策の手段として機能する。また、国債は市場参加者の将来予想の変化を反映し易いことから、金融政策の実施にあたって政策判断のための情報を得るのにも有益である。

1990年代までの東南アジア諸国では、国債市場は未発達であった。その背景としては、マクロ経済安定化のためには財政の健全性を維持することが重要であるという政策スタンスの下で、各国政府が均衡財政に努力してきたという事情がある。このため、1980年代から財政赤字に苦しみ多額の国債発行を続けていたフィリピンを除いて、東南アジア諸国では国債発行が限定的にしか行われなかった。

このような状況は、1997年のアジア金融危機を契機として、大きく変わった。アジア各国では従来の銀行に依存しすぎた金融構造を転換し、銀行以外のチャンネルを通じた長期資金の調達手段を強化するため、証

券市場の育成が積極的に進められた。この結果、発達の遅れていた債券市場でも着実な成長が見られ、特に国公債市場は各国で急成長を遂げつつある。本稿では、近年、成長が著しい東南アジア諸国の国債市場の現状を整理し、将来に向けての課題について若干の検討を行う。以下、第1節で近年の債券市場の変化を概観した後、第2節では各国政府の財政状況と国債への信認度について、また第3節では国債市場における海外投資家の影響について整理する。第4節では、東南アジア国債市場の今後の課題について言及する。尚、本稿で使用した資料は、断りのない限り21世紀政策研究所〔2011〕およびアジア開発銀行ウェブサイト *Asia Bond Monitor* に拠っている。

1. アジア諸国の国債市場の拡大

アジア金融危機を契機としてアジア各国政府は債券市場の発展に向けて様々な取組を行ってきたが、その内容は国際的な取組と各国別の取組の2つに大別される。まず国際的な取組としては、①中央銀行がスポンサーの“Asian Bond Fund (ABF)”と、②財務大臣による“Asia Bond Market Initiative (ABMI)”が挙げられる。ABFでは、第一段階のABF1で、各国中央銀行の外貨準備から10億米ドルが域内の米ドル市場に投資された。第二段階となるABF2では、各国中央銀行からの20億米ドルに加えて民間の資金が、国債と社債からなる現地通貨インデックスに投資された。ABMIでは、(i)現地通貨建て債券の発行者の裾野拡大や、(ii)信用供与、格付機関、債券決済システムなど市場インフラの整備が政策目標とされた。

一方、各国別の再建市場発展への取組としては、国債流動性の改善に向けた中央銀行による債券買い戻しや、黒字財政下での継続的な国債発行が中心となっ

た。例えば、①中国では、元の過剰流動性吸収を目的に国債発行の増加がみられた。②タイでは、金融インフラ整備のため個人向け国債発行が増加された。③シンガポールでは、長期債の発行等により、国内債券価格の基準となるベンチマーク国債の発行が実施された。④マレーシアでは、新規発行においてイスラム短期国債が増加した。また既存債と3, 5, 10年国債の交換入札等により、流動性のあるベンチマーク国債の育成が図られた。⑤韓国では、債券市場の整備の重点を社債に移行するとともに、20年国債の発行など従来よりも一層長期となる国債の発行計画が進められた。⑥インドネシアでは、既存債を長期国債に交換する入札や、小口投資家向けのリテール債発行が実施された。

アジアの債券市場は、表1のように、発行市場に比べて流通市場の発達が遅れており、債券の流動性が低く、売買スプレッドが大きい。ただし債券市場の発達につれて、香港、インドネシア、タイといった国々で

は取引回転率が上昇しつつあり、中国、韓国、インドネシア、マレーシア、フィリピンなどでは売買スプレッドが低下する傾向がみられる。また、図1のように、国債市場では長期債券の比率が増えてきており、国債イールドカーブの形状も満期が長くなると同時に先進諸国に見られる標準的なものに近付いてきている。

2. アジア諸国の政府財政

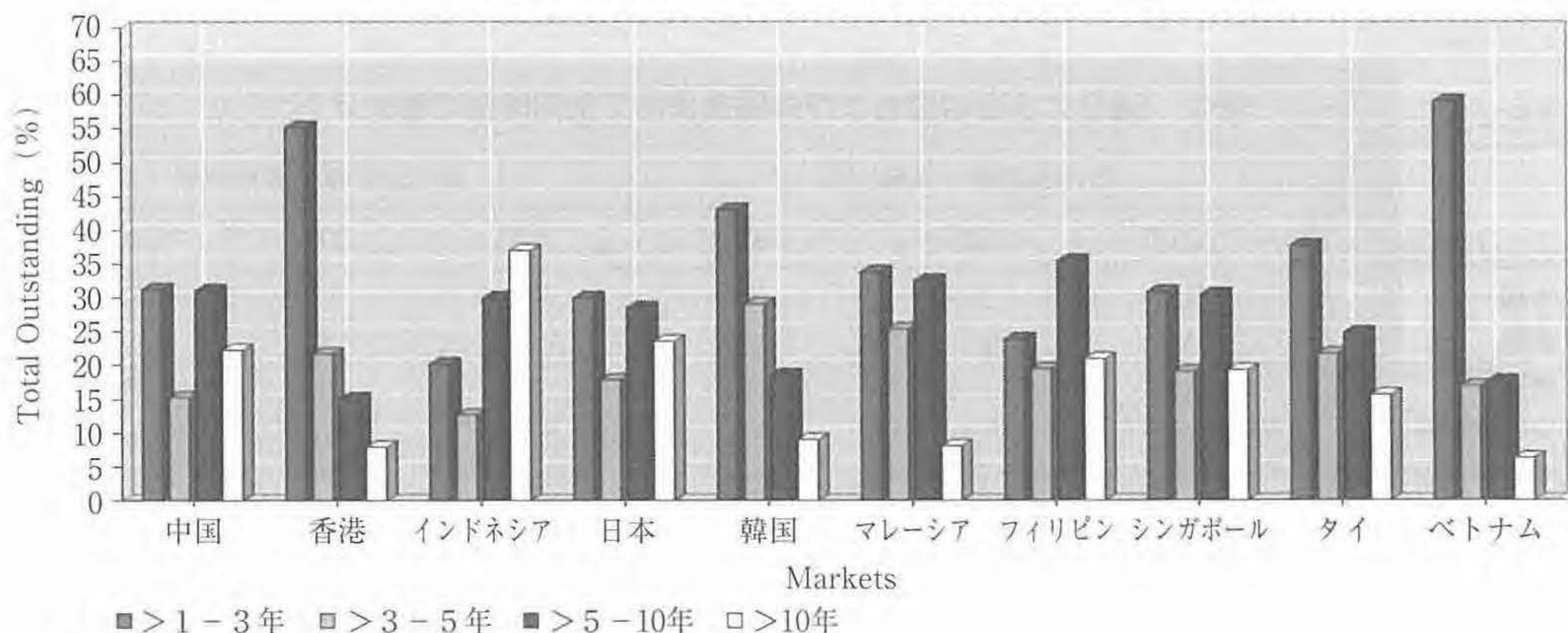
1997年のアジア金融危機から回復した後、アジア諸国は堅調な経済成長を続けており、2008年のリーマンショック以降に世界が経済情勢が悪化する中でも比較的安定的な状況を保っている。初めに財政規律について見ると、リーマンショック以降の世界経済の低迷に対応するため、各国政府は拡張的な財政政策を取っているが、深刻な問題を抱えるような状況にはなっていない。各国の公的部門債務の大きさを対GDP比率で

表1 アジア国債市場の規模・取引回転率・売買スプレッド

	国債残高 (10億 US ドル (対 GDP%))		取引回転率 (四半期平均)		スプレッド (年平均)	
	1997	2010	1997	2010	2000	2010
中国	45 (5)	1,591 (33)	—	0.99	15.0	2.2
香港	13 (7)	86 (41)	4.92	34.71	3.5	5.1
韓国	33 (6)	445 (56)	1.31	1.11	1.8	1.1
シンガポール	13 (14)	91 (56)	2.04	1.01	1.6	3.0
インドネシア	1 (0)	95 (19)	0.09	0.27	100.0	31.7
マレーシア	19 (19)	105 (51)	0.06	0.65	4.9	2.6
フィリピン	17 (20)	56 (35)	0.01	0.99	47.5	3.1
タイ	1 (1)	144 (54)	0.10	0.83	2.8	3.1

(出所) 21世紀政策研究所〔2011〕

図1 アジア各国国債市場の満期構成



(出所) ADB〔2011〕, Asia Bond Monitor

比較してみると、表2のように、香港が最も小さく、インドネシア、韓国、中国、タイは50%以下となっている。マレーシア、フィリピン、シンガポールはやや水準が高いが、いずれも国債の発行に支障をきたす状況ではない。次に、対外的なマクロ資金バランスについて見ると、アジア金融危機以降はいずれの国も経常収支は黒字基調となっている。対外債務については、短期債務はいずれの国も外貨準備の範囲内に収まっており、対外債務全体についても殆どの国が外貨準備の範囲内の水準となっている。ただし、韓国の対外債務は外貨準備の2倍以上となっており若干の懸念が残る。最後に、インフレ率はインドネシアをのぞいてほぼ安定的といえる水準にある。総合的に判断して、2011年前半の時点では、各国の国債市場では深刻な不安要素は見られない。

地場格付け機関による各国の国債の格付けは、自国投資家を対象としたもので、国債は自国通貨建て債券の最上位に格付けされている（黒沢〔2007〕）。これに対して、海外格付け機関によるグローバル格付けは、海外投資家から見た投資評価の基準であり、外貨建て国債償還の可能性にはハードカレンシー調達に係わる為替リ

スクも格付けに反映される。このため、自国通貨建て国債と外国通貨建て国債では、概ね前者よりも後者の評価が低く格付けされる傾向がある。

近年のマクロ経済の安定と政府財政の健全性を背景に、アジア各国の国債格付けは概ね好評価を得ており、表3のように、自国通貨建てと外国通貨建ての双方についてグローバル格付けのスコアが引き上げられる傾向にある。ただし、いくつかの国は外貨建て国債だけでなく自国通貨建て国債についても投機的との評価に甘んじているものもある。また、自国通貨建て国債と外国通貨建て国債の評価に差が見られ、返済時における外貨調達の安全性について依然として懸念が残っていることを示している（Spiegel〔2009〕）。

東南アジア各国の政府財政赤字のファイナンスは、銀行の政府向け融資に依存するところがかつては大きかったが、近年では国債発行による調達が拡大している。国債発行残高と政府向け銀行融資残高の対GDP比率を、各国について2001年末と2009年末で比較すると、表4のように、いずれの国でも両方が増加しているが、前者の増加幅は後者を大幅に上回っている。この結果、政府財政赤字のファイナンスにおいて、全て

表2 脆弱性指標

(2010年末値、単位%)

	公的部門債務 (対GDP)	経常収支 (対GDP)	短期債務 (対外貨準備)	対外債務 (対外貨準備)	インフレ率
中国	36.0	5.0	8.7	36.4	4.4
香港	4.5	1.5	45.5	70.9	2.5
韓国	33.1	4.1	62.4	227.6	3.3
シンガポール	107.5	19.9	56.5	91.6	3.3
インドネシア	27.0	0.7	47.7	55.0	6.3
マレーシア	53.2	8.7	22.2	98.8	1.8
フィリピン	64.0	5.6	31.3	49.5	2.8
タイ	43.3	2.2	8.9	121.2	2.8

(出所) ADB〔2010〕, *Asia Economic Monitor*.

表3 S&Pによる自国および外国通貨建て長期国債の格付け

	自国通貨建て長期国債			外国通貨建て長期国債		
	2000	2005	2009	2000	2005	2009
中国	BBB	A-	A+	A+	A-	BBB
香港	A+	AA-	AA+	AA+	AA-	A
韓国	A	A+	A+	A	A	BBB
シンガポール	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
インドネシア	B	BB	BB+	BB-	B+	B-
マレーシア	A	A+	A+	A-	A-	BBB
フィリピン	BBB+	BB+	BB+	BB-	BB-	BB+
タイ	A-	A	A-	BBB+	BBB+	BBB-

(出所) 21世紀政策研究所〔2011〕

の国々で国債発行によるものが銀行融資によるものを上回るようになっている。

アジア諸国における国債の保有者を見ると、表5のように、韓国とタイを除いて銀行の保有比率が最大であり、次いで年金・保険など機関投資家となっている。銀行による国債保有が大きい理由としては、新BIS規制導入によるリスク管理の厳格化を背景に、安

全資産である国債に対する銀行の保有意欲が高まっていることが考えられる。このような傾向に対しては、金融機関による大量の国公債保有が民間資金のディスインターミディエーションを引き起こしているという指摘もされている。マレーシアやタイで年金・保険による国債保有が高いのは、両国では中間層の拡大を背景として年金・保険が急成長していることが背景となっている。

また、インドネシアやマレーシアでは、海外投資家による国債保有比率が高い。このことは、両国で海外投資家の証券市場への参加が活発であることを示していると同時に、海外資金の流入に対して慎重な対応を求める立場からは、懸念材料となっている。一方、個人による国債保有はタイを除いて低水準であり、個人資産の多様化という観点からは、何らかの保有促進策が求められている。

表4 アジア各国政府の財政ファイナンス
(対GDP%)

	2001年末		2009年末	
	国債	政府向け 融 資	国債	政府向け 融 資
中国	11	11	31	12
香港	10	16	33	40
韓国	24	3	53	7
シンガポール	31	24	54	36
インドネシア	10	14	18	15
マレーシア	34	8	45	15
フィリピン	31	13	33	15
タイ	17	12	47	13

(出所) 21世紀政策研究所〔2011〕

表5 自国通貨建て国債の投資家構成比率

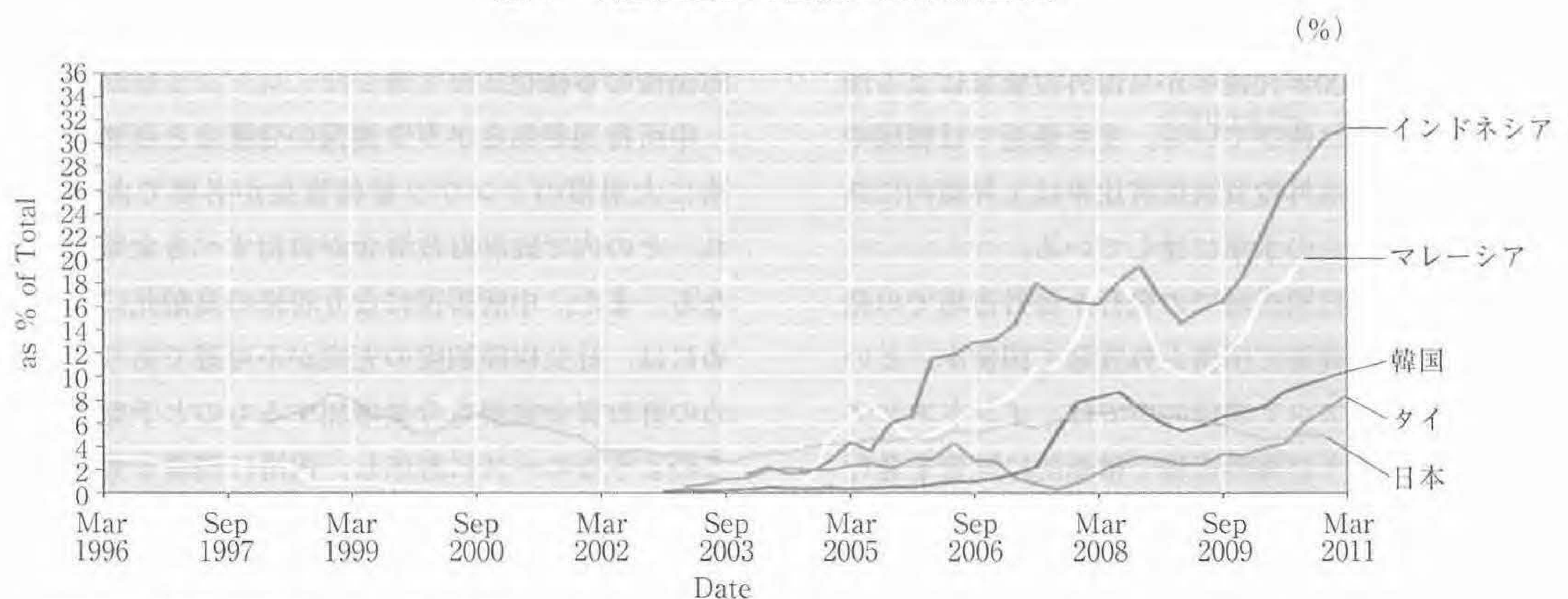
	中国	韓国	インドネシア	マレーシア	タイ
銀行	62	19	37	44	26
年金・保険	7	22	18	34	31
投資信託	n.a.	n.a.	8	n.a.	n.a.
個人	0	4	n.a.	n.a.	18
政府	0	26	n.a.	1	19
中央銀行	0	3	2	1	0
海外	n.a.	9	28	20	6
その他	32	17	7	0	0

(出所) 21世紀政策研究所〔2011〕

3. アジア諸国の国債発行と海外資金

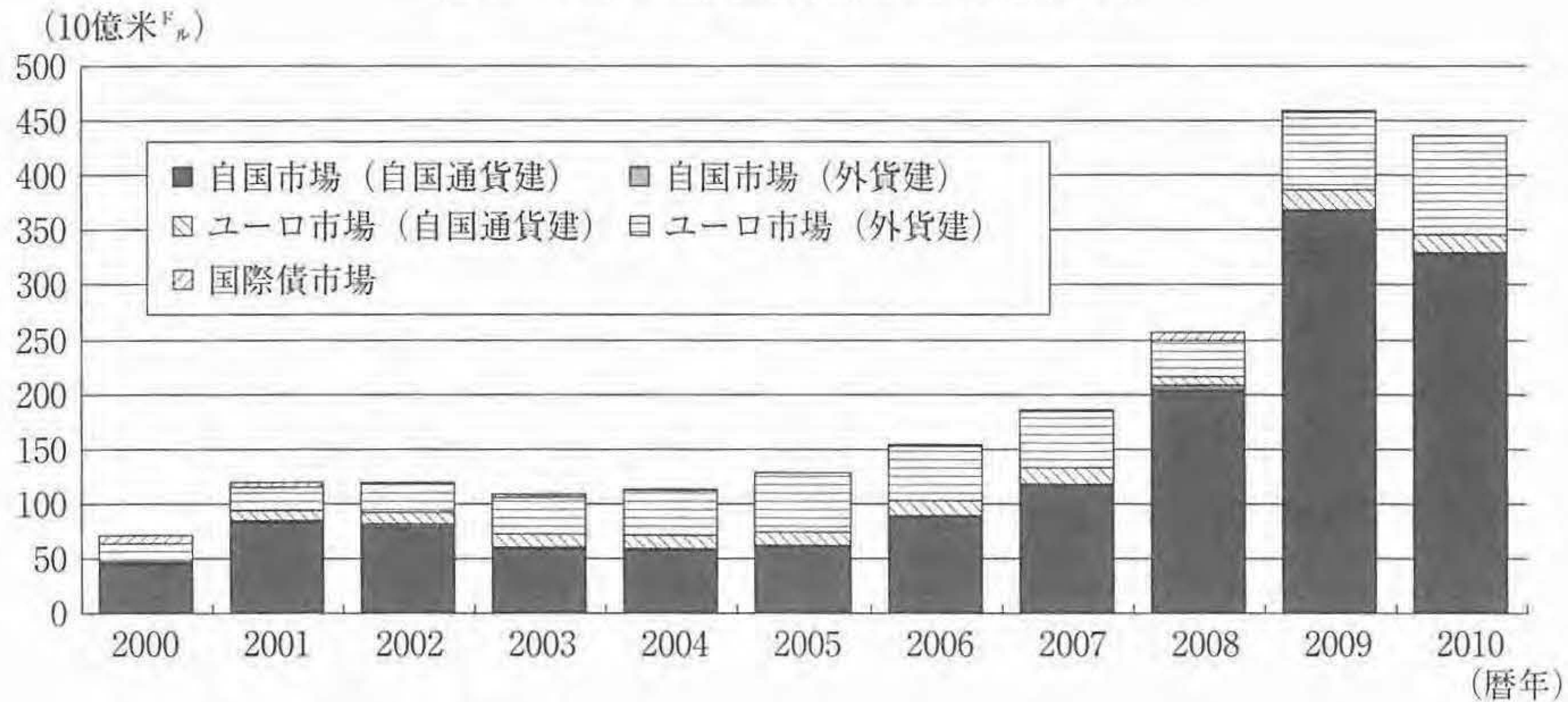
海外投資家の市場への参加は、市場規模を拡大するだけでなく、市場の流動性を高めるとされる。また、長期的な視点からの投資情報生産という面でも、制度環境を改善する効果が期待される。その一方で、市場規模の小さな東南アジア国債市場にとって、リーマンショックやEUの混乱などの海外市場の混乱が生じた場合、海外投資家による巨額の取引は市場を不安定にする。現在、アジア各国は事実上の管理フロート制の下で、基本的に資本取引を自由化している¹⁾。そ

図2 自国通貨建て国債の海外保有比率



(出所) ADB〔2011〕, Asia Bond Monitor

図3 アジア債券の発行市場と発行通貨



(出所) 21世紀政策研究所〔2011〕

表6 アジア向けクロスボーダー長期債券投資残高
(2009年末値10億 US ドル)

投資国 受入国	アジア (うち日本)	英国	米国	総残高
中国	10.4 (0.5)	2.1	0.7	16.0
香港	5.8 (1.4)	1.8	1.5	11.0
韓国	42.7 (8.4)	9.5	16.3	97.5
シンガポール	7.4 (3.6)	2.5	6.6	26.0
インドネシア	7.5 (1.8)	0.8	7.3	24.3
マレーシア	10.3 (2.5)	2.5	6.8	27.6
フィリピン	3.7 (1.5)	0.4	3.2	17.3
タイ	2.3 (0.7)	0.1	1.2	5.5

(注) アジアは中国・香港・韓国・シンガポール・インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・日本。

(出所) 21世紀政策研究所〔2011〕

の上で、各国政府は、海外資金の流入に対して、マクロ経済と金融市場の安定性を重視する立場から各種の直接的な投資規制を設けている²⁾。

金融グローバル化の下で、東南アジア国公債市場への海外資金流入が拡大している。図2のように、アジア各国の自国通貨建て国債の海外保有者の比率は、近年大きく高まっている。取り分けインドネシアとマレーシアでは、2000年代後半から海外投資家による国債保有比率が急速に伸びている。また最近では韓国やタイにおいても、海外投資家保有比率は上昇傾向にあり、すでに10%近くの水準に達している。

国債発行では、自国市場での発行か海外市場での発行か、また自国通貨建て国債か外貨建て国債か、という選択肢がある。アジア諸国の中では、インドネシアやフィリピンのように海外市場で積極的に国債を発行している国々もあり、図3のように東南アジアで発行される国債の中には外貨建て国債が多く含まれる。この点を考慮すると、東南アジア諸国の国債の海外投資

家による保有比率は、一層高くなると考えられる。

アジア各国で発行された国債の海外保有の内訳を国別に知ることはできないが、アジア向け長期債券投資のクロスボーダー取引をみると、中国を除いて、アジア域内からの投資よりもアジア域外からの投資額が上回っている。アジア域内からの投資の比率が比較的高いのは香港、韓国、マレーシア、タイであり、インドネシア、フィリピンは域外からの投資が域内からの投資を大幅に上回っている。この点に関しては、アジア域内投資資金の方が域外からの投資資金よりも安定的であるという見解に立って、新ABF構想³⁾など、域内投資拡大のための政策努力を求める意見もある⁴⁾。

4. アジア諸国の国債市場の役割と課題

東南アジア諸国の国債市場は、アジア金融危機後の債券市場育成政策の下で、発行残高から見れば既に一定の水準に成長したと言える。ただし、今後の債券市場の発展を見据えた場合、いくつかの課題が残っている。

①国債の多様化

中所得国であるアジア諸国の発展にとって、近い将来に大規模のインフラ整備資金が必要であると言われ、その内で政府財政資金が負担すべき金額も巨額となる。また、中所得国になり将来の高齢化に備えるためには、社会保障制度の充実が不可避であり、このための財政資金需要も今後増加するものと予想される。このようなニーズに対応し、円滑に国債を発行するためには、償還期限の長期化や小口販売など国債発行手段を多様化していくことが必要である。

表7 金融派生商品市場

市場が存在する国（限定的な国）	
国債先物	香港、韓国、マレーシア、シンガポール
金利先物	香港、韓国、マレーシア、シンガポール
金利スワップ	中国、香港、インドネシア、韓国、マレーシア、シンガポール、タイ、(フィリピン)
通貨スワップ	香港、韓国、マレーシア、シンガポール、タイ、(フィリピン)、(インドネシア)
CD スワップ	香港、シンガポール、(韓国)

(出所) ADB, *Asia Bond Monitor*

②国債の市場流動性の改善

東南アジア諸国の国債市場の流動性は、先進主要国と比較すると、依然として低いことは否めない。また、相対的にみて流動性の高い国債が期間10年未満の償還期限のゾーンに集中している。国債市場の流動性が低い理由としては、機関投資家の発達が遅れていること、税制や発行市場等の面で流動性を阻害する制度的障害が残っていることなどが考えられる。これらの問題について一層の改革が求められる。

③債券・金利先物市場と金利・信用デリバティブ市場の整備

国債市場は、債券市場全体にとっていわば制度インフラに相当するものであり、特に国債流通市場の発展と価格形成の適正化が今後求められる。このためには、債券・金利先物市場や金利・信用デリバティブ市場が必要とされるが、表7のように現在のアジア諸国では未だ整備が遅れており、今後の課題となっている。

④海外資金のコントロール

海外からの債券市場への投資は、市場の発展に貢献すると同時に、マクロ金融を不安定化させる危険性も併せ持つ。海外投資家の存在は、東南アジア市場にとってポジティブな面とネガティブな面を持っており、各国政府としては、引き続き両者のバランスを注意深くに舵取りしていくことが求められる。

<注>

- 1) IMF の分類によれば、シンガポール、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイが floating、韓国、日本が free floating、中国が stabilized arrangement、香港が currency board となっている (ADB [2010])。
- 2) ADB [2011] *Asia Economic Monitor*. 2011年第1四半期についてみると、韓国では①外貨建て債券発行の規制強化と②海外投資家の国債保有への源泉課税の再導入、インドネシアでは①資本流出時における国営企業による国債購入の取り決め②銀行の海外短期借入の上限規制再導入、タイでは①債券取引への15%課税を内閣承認、などの規制が導入された。
- 3) 21世紀政策研究所 [2011] で提案されている。
- 4) 「域内投資資金の方が域外からの投資資金よりも安定である」という意見には、必ずしも合理的な根拠がない。

<参考文献>

- 黒沢義孝 [2007], 『格付け講義』, 文眞堂。
- 清水聡 [2007], 「なぜアジア債券市場を整備しなければならないのか」『環太平洋ビジネス情報 RIM』, Vol.11 No.43, 25-94頁。
- 21世紀政策研究所 [2011], 『アジア債券市場整備と域内金融協力』
- ADB, *Asia Bond Monitor*, various issues.
- ADB [2010], *Asia Economic Monitor*.
- Felman, J., S. Gray, M. Goswami, A. Jobst, M. Pradhan, S. Peiris and D. Seneviratne [2011], "ASEAN5 Bond Market Development: Where Does it Stand? Where is it Going?" *IMF Working Paper*, WP/11/137.
- Gray, S., J. Felman, A. Carvajal and A. Jobst [2011], "Developing ASEAN5 Bond Markets: What Still Needs to be Done?" *IMF Working Paper*, WP/11/135.
- Spiegel, M. M. [2009], "Developing Asian Local Currency Bond Markets: Why and How?" *ADB Working Paper Series*, No. 182.

(2011.6.25 第75回全国大会)