

アジア債券市場整備の加速を求める

2010年12月14日

(社)日本経済団体連合会

世界の成長センターとしてアジアの新興国が成長を継続していくには、域内のインフラ整備や企業の事業活動に必要な中長期資金の安定的な供給が求められている。そのためには、制度ならびに機能の両面で域内の資本市場の整備を進めることが重要であり、これにより、アジア債券市場における調達可能額、流動性、投資対象といった面での制約の解消を図ることが期待される。

その具体策として、本年3月15日に開催したアジアビジネスサミット、3月16日に公表した提言「豊かなアジアを築く金融協力の推進を求める ～債券市場整備でアジアの成長を支える～」において、機関投資家の育成や決済システム、保証機関、格付け機関、関連法制度などの債券市場に係るハード・ソフトのインフラ整備を提言したところである。

今年に入り、債券保証機関や市場整備に係る官民対話の場の設立など、アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の具体策が打ち出され、また、わが国債券市場の活性化に向けた取り組みがみられる。そこで、これまでの提言に盛り込まれた諸点の進捗状況を改めて確認するとともに、民間が政府と連携して主体的に取り組むべき方策を中心に下記のとおり提言するものである。政府ならびに市場関係者には、格別の配慮を求めたい。

記

1. 機関投資家の育成

債券市場を育成し、成熟させていくためには、発行体、機関投資家、仲介機能の育成・強化が必要である。特に、専門的知見と経験に裏付けられた適切な判断力を持ってリスクテイクを行うことのできる投資家層が十分な厚みをもつことが、効率的な債券市場の形成にとって不可欠である。また、バイアンドホールド型に限らない多様な投資家の増加が、発行市場とバランスの取れた流通市場の育成を促すものと期待できる。このような市場整備の牽引役となる機関投資家を各国で育成するた

めには、わが国の民間金融機関の役割が重要であり、人材派遣などによる技術支援などのソフト面での協力や、投資家の裾野を拡大するための商品開発を推進するとともに、自ら債券市場に参加していくことが期待される。

また、各国の中央銀行で構成される東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（EMEAP）¹は、アジア各国の国債に投資するアジア債券ファンド（ABF）²を推進している。同ファンドはフェーズ2より民間投資に門戸を開いており、機関投資家の育成の場となっている。民間投資の割合は増加傾向にある。今後、機関投資家のアジア向け投資に関するノウハウの蓄積のため、ABFの規模ならびに対象国を拡大するとともに、民間投資の割合をさらに高めていくことが望まれる。

さらに、アジアにおける社債の発行・流通市場を形成し、機関投資家の市場参加を促すためには、国債の流通市場や金利スワップ市場の活性化を通じ、各国のイーールドカーブがより実質的に機能するようにすることが重要である。これにより、社債の信用リスクおよび利回りを合理的に計測できること、社債と国債の入替えが合理的に行えるようになること、デリバティブによるリスクヘッジ手段拡充の基礎ができることなどから、機関投資家の運用の可能性が広がる。各国金融当局はそのための施策を講ずるべきである。

2. 金融当局・取引所関係者等の育成

債券市場の整備を推進するためには、現地の金融当局関係者、取引所関係者、市場参加者、学識経験者などの知識や経験・知見の積み重ね、取引技術の熟練を図ることが重要である。特に法制度整備を担う金融当局や自主規制機関の担当者の育成は、国内法制度整備と各国間の法制度の調和のために重要である。

¹ 1991年に日本の提唱により発足した、各国の金融政策運営などについて自由に情報や意見を交換する非公式会合。メンバーは日中韓、豪、ASEAN等の11中銀・通貨当局。

² アジア諸国の国債・政府系機関債を運用対象とする投資信託商品を開発し、それをEMEAP加盟銀行が共同で購入するファンド。EMEAPが、(1)アジアの債券に対する投資家の認知度を向上させること、(2)ABF組成作業を通じて、市場・規制改革を推進すること、を目的として、2003年6月に創設を発表。2004年12月に創設されたABF2では、投資対象を米ドル建て債券から現地通貨建てに拡大し、一般の投資家にもファンドを開放した。

こうした人材育成については、これまでも、財務省、金融庁、日本銀行、国際協力機構（JICA）、東京証券取引所などにより実施されている。わが国経済界としても、実務的な人材の体系的な育成のため、たとえば、アジア各国の金融当局や取引所との交流を深めて、積極的に研修生を受け入れたり、専門家を派遣したりするプログラムを開発するなど、金融専門家の知識・経験・ノウハウを移転する取り組みを強化する必要がある。

3. アジア発の、アジア企業の格付けに強みを持つ格付け機関の育成支援

債券市場が健全に発展していくためには、極めて重要な市場インフラの一部として、市場参加者に適切な信用リスク情報を提供する格付け機関の存在が欠かせない。

近年の世界金融危機などの経験を踏まえ、各国で格付けの適切性や格付け機関に対する規制のあり方などに関する議論が続けられている。こうした中、アジア域内では、アジア格付け機関連合（ACRAA）³のイニシアティブを中心に、アジア企業を深く理解する、信頼性の高い格付け機関の育成や能力の向上、情報仲介機能の強化を進める動きがみられることを歓迎したい。クロスボーダー取引の活性化のためには、アジアにおける格付けの標準化や信頼性向上に向けて不断の努力が不可欠であり、わが国経済界としては、現地格付け機関を利用した現地通貨建て債券の発行に努めることで、現地格付け機関の育成・活性化に貢献することが求められる。

格付け機関の育成支援においては、金融当局も重要な役割を果たすことができる。2008年の金融危機以降、各国で格付け機関に対する規制強化の動きが見られるが、アジアの発行体および格付け機関は相対的に規模が小さく、発行手続きの厳格化に伴う人員の需要増に俄かに対応できない場合が多い。こうした現状に鑑み、各国の

³ 2001年9月、ABA（Asian Bankers Association）および日本格付研究所（JCR）のイニシアティブの下、10カ国・地域の15の格付け機関で設立（2010年現在、14カ国・地域25機関に拡大）。目的は、①アジア各国の地域格付け機関の格付向上のために相互協力を推進すること、②ベストプラクティス・共通基準の採用を通じ、アジア地域における格付けの質・比較可能性を高めること（標準化）、③これらの諸活動を通じてアジアの債券市場の発展に貢献すること。2008年12月には格付け機関のベスト・プラクティスをとりまとめたハンドブックを作成し、加盟機関の達成状況をモニタリングしているほか、人材育成や基準調和のためのワークショップの開催、規制当局との意見交換などを実施。

金融当局は、規制の導入にあたり、市場の発展段階とのバランスに十分に留意する必要がある。

4. アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）⁴の推進

アジア通貨危機の反省から 2003 年に開始された ABMI の下で、国際機関や政府系金融機関による現地通貨建て債券の発行や、債券の発行体および種類の多様化が進められてきた。これにより、各国は、世界的な金融危機等に機動的に対応して景気対策を実行する上で財政的裏付けとなる国債の円滑な発行が可能となっている。また、最近ではラオス政府がバーツ建て債券を発行するなどクロスボーダーの債券発行が開始されており、こうした事例の積み重ねがアジア域内の債券取引の活発化に貢献するものと期待される。

各国政府は、引き続き ABMI に積極的に協力するとともに、その成果を活用して債券市場制度の拡充、取引所における公正な売買の維持、取引や企業情報の透明性確保、投資ニーズに応える上場商品の供給などに関する機能の強化を図るべきである。

（1）債券発行における信用保証の拡充

ABMI の成果の 1 つとして、2010 年 11 月、アジア発行体の債券に対して信用保証を行う信用保証・投資ファシリティ（CGIF）⁵が設立された。CGIF の目

⁴ アジア通貨危機の反省から、アジア域内の民間貯蓄を域内の経済発展に必要な中長期の投資に活用するために開始。2003 年 8 月の ASEAN+3 財務大臣会議（マニラ）において合意され、現地通貨建て債券の発行が促進された。2008 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議（マドリード）では、アジア債券市場の更なる発展に向けた新たなロードマップに合意し、以下の 4 つのタスクフォースを設置して各課題の検討を進めている。

TF1 現地通貨建て債券発行の促進（議長国：タイ、中国）

TF2 現地通貨建て債券の需要の促進（議長国：シンガポール、日本）

TF3 規制枠組みの改善（議長国：マレーシア、日本）

TF4 債券市場関連インフラの改善（議長国：フィリピン、韓国）

⁵ 債券発行による資金調達が困難な企業の信用力を高め、債券発行を円滑化すること、中小企業やインフラ・サービス事業者が銀行など間接金融への依存から脱却し、信用収縮の影響を受けにくくなるようにすることを目的として発足。2010 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議において、7 億ドル規模での設立に合意した。日本からは、JBIC より 2 億ドル拠出している。

的は、アジア企業による現地通貨建て債券発行を促進することであり、わが国からは、国際協力銀行（J B I C）がその経験を活かして仕組みづくりに積極的に貢献しており、わが国として、C G I Fに経営人材を派遣することを検討すべきである。各国の信用保証制度のモデルとするためにも、低コストで簡素な手続きとすることが重要である。

また、C G I Fにおける保証やリスク管理にあたっては、域内企業を共通の尺度でみた信用リスクの審査が重要であり、これにはA C R A Aとの連携が有効となる。

（2）法規制の緩和・調和に向けた取り組みの推進

A S E A N + 3では、クロスボーダーの債券取引を促進するため、2010年、官民によるA S E A N + 3債券市場フォーラム（A B M F）⁶が設立され、各国の規制や市場慣行の調和に向けた取り組みが開始された。A B M Fにおいては、民間の関係者が金融当局とビジネスの実態に即した議論を行い、アジアにおける法規制の緩和ならびに調和、その他のインフラ整備などについて、工程表を策定し、具体的成果を目指して着実に推進していくことが望まれる。

その際、わが国は官民が連携を図り、積極的に参加し、リーダーシップを発揮していくべきである。また、各国政府は市場の規模拡大のため、外資参入規制の緩和、各種手続きの迅速化などを、各国経済の発展段階を考慮しつつ推進すべきである。

5. わが国債券市場の活用促進

アジア債券市場の整備にあたっては、わが国債券市場の活用を促進し、そのプレゼンスを向上させることが重要である。そのためには、金融当局で検討が進められている英文開示の範囲拡大を早期に実現するなど市場整備を積極的に推進し、海外企業によるわが国市場の活用を促進する必要がある。これにより、わが国債券市場

⁶ A B M I の T F 3 の下で、官民が一体で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、規制を調和化することを目的に発足。域内外の民間金融機関、A S E A N + 3各国の財務省、中央銀行等の当局が参加。2つのサブ・フォーラムを設置し、それぞれ「債券市場の規制および市場慣行に関する情報収集」と「取引慣行および決済上のメッセージ・フォーマットの調和化」について検討している。2010年9月に第1回会合を開催。

がアジアのモデルとなることが期待される。

なお、わが国債券市場の活用を促進するためには、東京における金融専門人材の十分な確保が必要になる。例えば、英文開示に伴い、低コストで英語のサービスを提供できる弁護士が多数必要となる。国内での育成を図るとともに、外国人弁護士の活用促進のため、わが国弁護士資格を持たない人材が携わることのできる業務範囲の明確化が必要である。

(1) サムライ債市場の活用促進

アジア新興国の政府・政府機関や旺盛な資金調達ニーズをもつ企業に東京市場でのサムライ債の発行を促すことにより、わが国の1400兆円の金融資産をアジアの成長に活用する道を開くことは重要な課題である。また、それはわが国資本市場の国際的なプレゼンスの向上にもつながる。

これを促進するためには、アジア各国の企業が日本のサムライ債市場を活用しやすい環境を整備することが必要であり、発行に必要な書類の開示要件の簡素化、発行体本国の財務諸表などの容認、ソブリン基準の適用緩和など、発行に必要な規制の緩和や手続きの簡素化を図ることが求められる。

また、アジア企業が発行するサムライ債のリスク軽減等を制度的に支援することも必要である。2010年4月、JBICによる従来のサムライ債発行支援ファシリティを発展させ、JBIC自身が債券の一部取得を行う新規サムライ債発行支援ファシリティ（GATE）が設立されることが発表された。JBICは、これまでもフィリピンやインドネシアなどのサムライ債の発行保証を実施しており、今後も海外発行体の東京市場への呼び込み・定着、日本の投資家の投資機会の拡大が図られ、ひいては東京市場の活性化につながることが期待される。

(2) プロ向け債券市場の活用促進

2009年6月に開設されたプロ（特定投資家および非居住者）向け株式市場、TOKYO AIM取引所に続き、2011年春にはプロ向け債券市場「TOKYO PRO-BOND Market」が開設されることとなった。同市場では、簡素な発行手続きが容認され、これにより発行可能期間の拡大が見込まれる。

将来のアジア域内の地域的な債券市場の構築に向けて、東京市場のプレゼンス向上は極めて重要な課題である。プロ向け債券市場が発足後その厚みを増していくためには、市場参加者による同市場の活発な活用が欠かせない。そのためには、同市場には低コストかつ簡素な手続きが求められ、特に、有価証券届出書・報告書をすでに発行している企業に対しては、同市場での準用を認めるべきである。

6. 広域インフラ整備のための民間資金の活用

アジア開発銀行（ADB）の試算では、アジアには2010年からの11年間で、電力、運輸・交通セクターを中心に約8兆ドルという大規模なインフラ投資需要が見込まれている。そこで、域内の民間資金を投資資金として循環させる仕組みを確立することが必要である。

これに関し、わが国としては、長期的に安定した収益を求める投資家に向け、官民連携によるODA、OOFなどを投入できるインフラファンドのスキーム開発を進めるべきである。また、民間単独のインフラファンド創設も検討課題であり、年金基金などの機関投資家をはじめとする投資家にとって魅力あるインフラファンド商品を開発するため、民間金融機関は大胆な発想で取り組んでいく必要がある。商品の開発にあたっては、わが国企業の有する世界最先端の技術を活かして海外のインフラ整備に参加する、ジャパン・イニシアティブによるパッケージ型のインフラ海外展開を支援していくことが重要である。

こうしたファンドに対しては、JICAの海外投融資の再開と活用、JBICの投融資や保証機能および日本貿易保険（NEXI）の保険機能の積極的活用を進めていくべきである。これらの支援策がわが国の金融機関とインフラ整備に参加する企業の双方にとってより使い勝手の良いものとなるよう、保証コストの軽減を推進するとともに、保険対象を法人格を持たないファンドに拡大したり、ファンドの特質に配慮し、保険期間および責任財産に限定性を持たせるなどの検討が求められる。このほか、ADBやASEANが進めているファンド構想との連携も考えられ、JBICやJICAが仲介役となることが期待される。 以上

企業の事業活動

広域インフラ整備

中長期資金の安定的供給

加速

アジア債券市場整備

加速

【機関投資家・市場関係者の育成】

【市場インフラの整備】

1. 機関投資家の育成

現状 民間金融機関による育成、中央銀行のアジア国債向けファンド（ABF）への参加による育成を実施。機関投資家の参入に必要な市場整備が課題。

取り組むべき方策

- ・民間は機関投資家への技術支援、商品開発を推進
- ・各国政府はスワップ市場・流通市場の整備等の環境整備

2. 金融当局・取引所関係者等の育成

現状 財務省、金融庁、日本銀行、国際協力機構（JICA）、東証等が実施。

取り組むべき方策

- ・民間は実務的な人材の育成を支援

3. アジア発の、アジア企業の格付けに強みを持つ格付け機関の育成支援

現状 アジア格付け機関連合（ACRAA）が加盟格付け機関の能力の向上、情報仲介機能の強化に取り組み。

取り組むべき方策

- ・ACRAAは域内での格付けの標準化、信頼性向上
- ・民間は現地格付け機関の利用による育成支援

4. アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の推進

現状 2003年より域内債券市場の整備に取り組み、2010年、域内信用保証機関（CGIF）やASEAN+3の官民対話の場（ABMF）を設置。

取り組むべき方策

- （1）債券発行における信用保証の拡充
 - ・JBICはCGIFの低コストかつ手続きが簡素な仕組みづくりに貢献
- （2）法規制の緩和・調和に向けた取り組みの推進
 - ・ABMFは法規制の緩和・調和やインフラ整備の工程表を策定し着実に推進
 - ・わが国官民はABMFに積極的に参加し、リーダーシップを発揮

- ・アジアの発行体にとって効率的な資金調達市場を提供
- ・アジア債券市場のモデルとなる

5. わが国債券市場の活用促進

現状 2010年4月、JBICがサムライ債市場での保証機能を強化。来春にはプロ向け債券市場が発足予定。他方、英文開示等の規制緩和、金融人材の厚みが課題。

取り組むべき方策

- ・わが国政府は債券市場における英文開示や金融人材育成を推進
 - （1）サムライ債市場の活用促進
 - （2）プロ向け債券市場の活用促進
- ・わが国政府は発行に係る規制の緩和や手続きの簡素化を推進
- ・JBICはサムライ債発行支援の一層の拡充
- ・わが国政府は発足後の市場活用促進のため、低コストかつ簡素な手続きを追求

6. 広域インフラ整備への民間資金の活用

現状 民間のインフラファンド組成が進むが、リスク軽減等が必要。

取り組むべき方策

- ・民間はわが国企業のパッケージ型の海外インフラ展開を支援する、魅力あるインフラファンド商品を開発
- ・JBICやNEXIは保証コスト軽減や保証対象の拡大等による支援を検討