



急拡大するイスラム金融の実像と 日本の課題

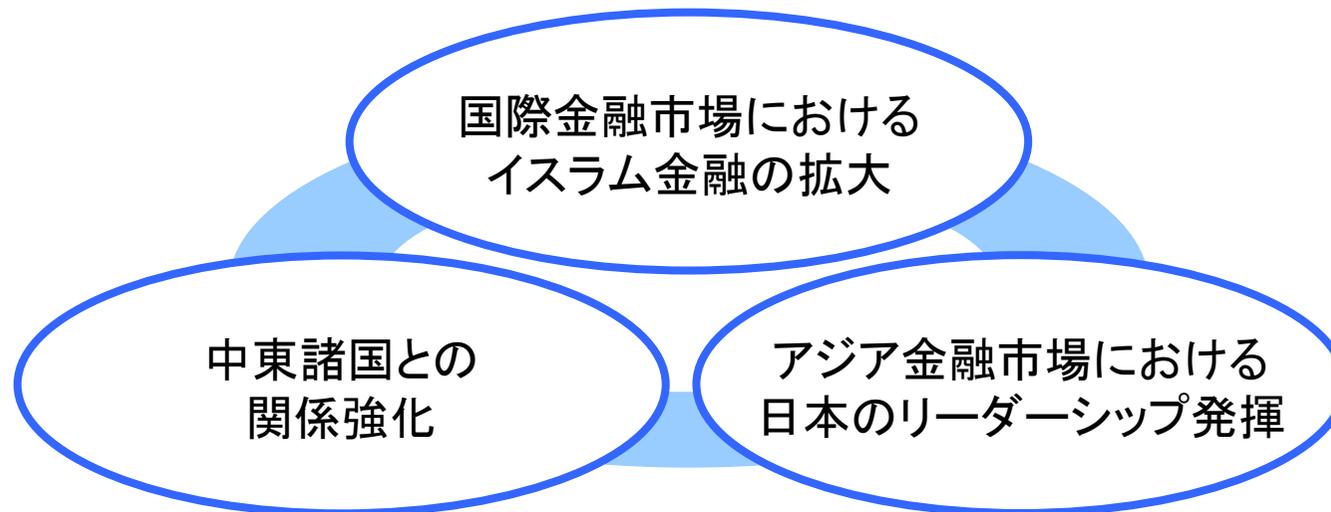
国際協力銀行
資源金融部長
前田 匡史

イスラム金融～我が国にとっての重要性～

【イスラム金融とは】

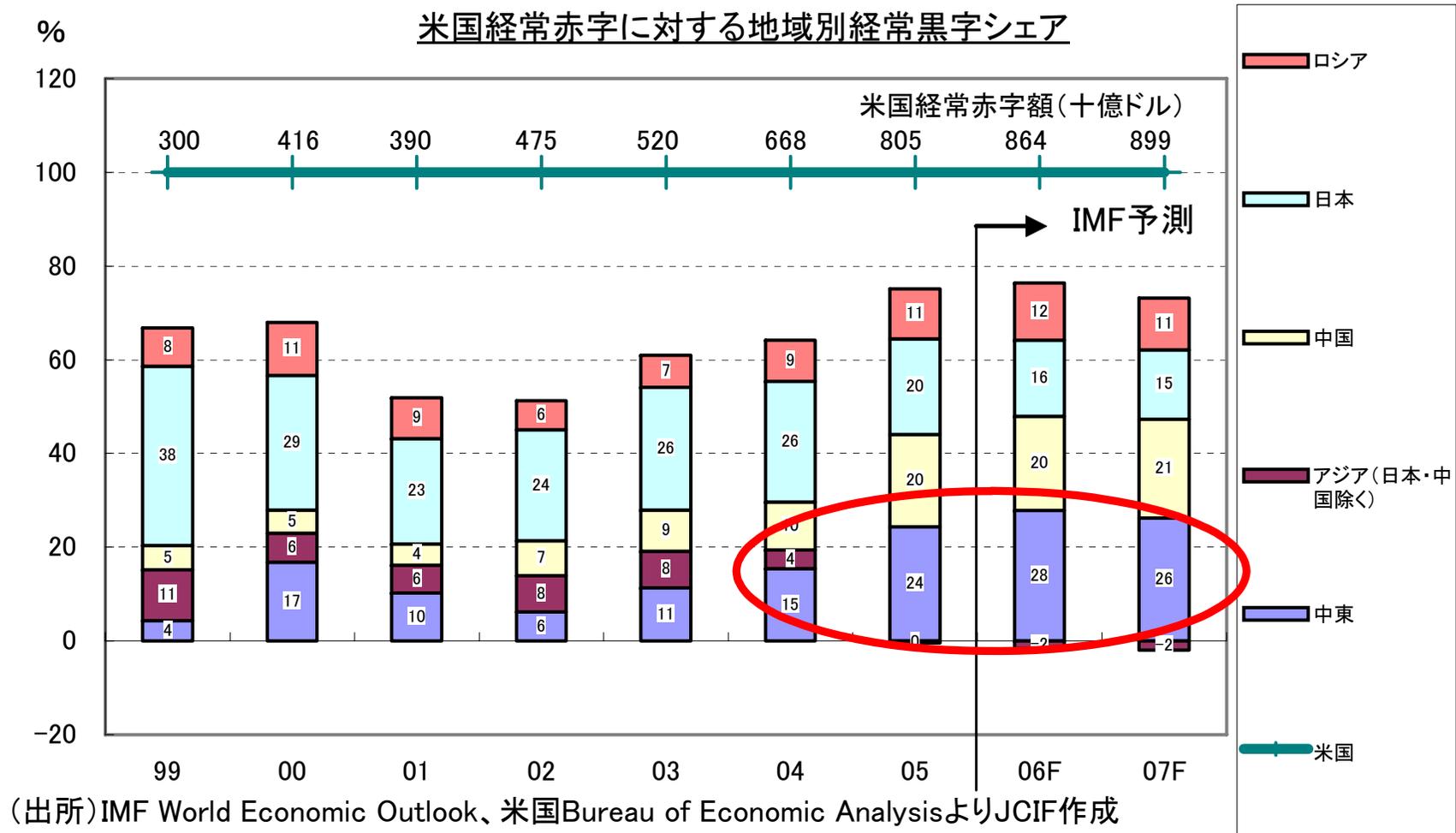
- イスラム金融とは、イスラム法(シャリーア)が禁じる金利に替えて、リスクの分担、損益の分配の形式をとる金融手法。資金の用途についても、イスラムの教義に反する投機、酒、賭博、養豚等を排除すべく一定の制限が課されるもの。
- イスラム金融を供与する金融機関は、金融手法やストラクチャーに係るイスラム法遵守確認のため、イスラム法学者数名から構成される諮問委員会(通称シャリア・ボード)を設置するのが通例。

【イスラム金融の我が国にとっての重要性】



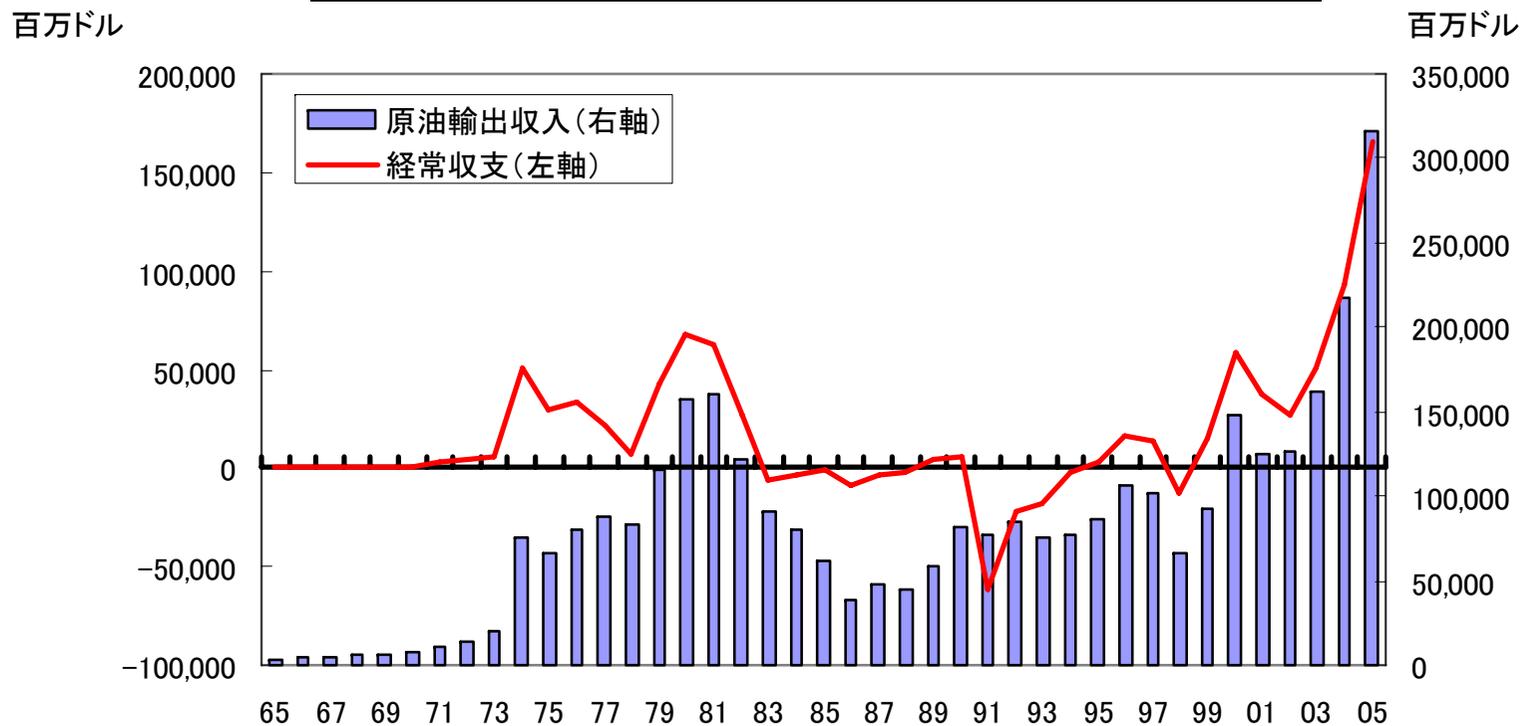
国際金融市場における重要性①

～中東は世界最大の経常黒字地域へ～



国際金融市場における重要性② ～05年の経常黒字は03年の3倍超～

中東OPEC(除くイラク)の経常収支、石油輸出収入の推移



(出所) OPEC 「ANNUAL STATISICAL BULLETIN」

国際金融市場における重要性③

中東OPEC(イラクを除く)の運用資産は
2004年時点で約8,700億ドル

中東OPEC (イラクを除く) の運用資産残高推計

[億ドル]

国名	投資機関	運用資産
サウジアラビア	サウジアラビア通貨庁(SAMA)	2,490
クウェート	クウェート投資庁(KIA)	1,770
UAE	アブダビ投資庁(ADIA)	3,870
カタール	投資金融最高会議(SIFC)	40
イラン	不明	500
合計		8,700

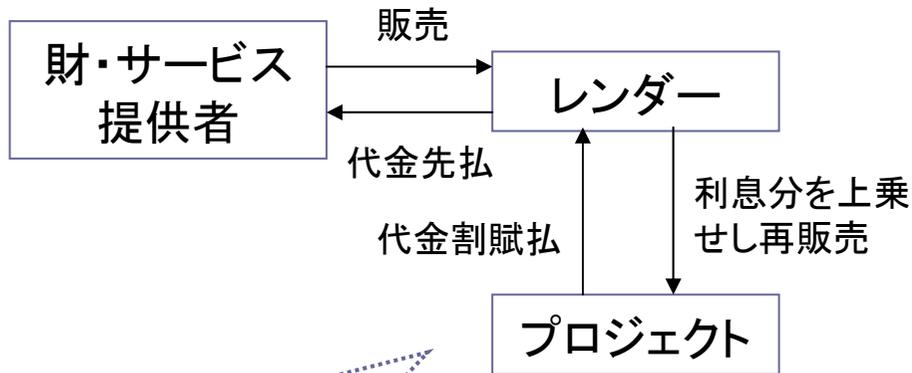
(出所)運用資産は、現地ヒアリングおよび各國中銀資料などをもとにJCIF推計

オイルダラーと英国市場の動き

- オイルダラーは伝統的には英国とオフショア市場を経由して米国債への投資に向けられている。但しリターン重視の投資資金の割合が相対的に高まっていく中で、代替投資先は中東地域内のプロジェクトに留まっているのが現状。今後の中東オイルマネーの集積規模からは、アジアを含む中東域外に投資対象を求めざるを得ないと思われる。
- 英ブラウン蔵相は2006年6月にロンドンをイスラム金融のGatewayとする構想を表明。これに先立ち英金融当局は、2004年に、英国初のイスラム金融専門銀行“Islamic Bank of Britain”の設立を認可。さらに2006年3月イスラム法に準拠して投資銀行業務を行う“European Islamic Investment Bank”に営業許可を付与。
- 英国金融庁は、“Financial Services and Market Act 2000”に基づき、イスラム金融を特に通常の銀行業と区別しないポリシーであり、イスラム金融について銀行業に加え特別なライセンスは要しない仕組み。

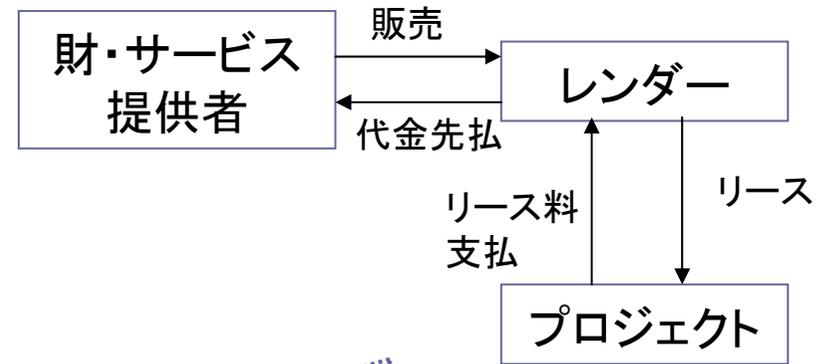
イスラム金融の代表的手法

◎Murabahah (ムラーバハ: 割賦販売)



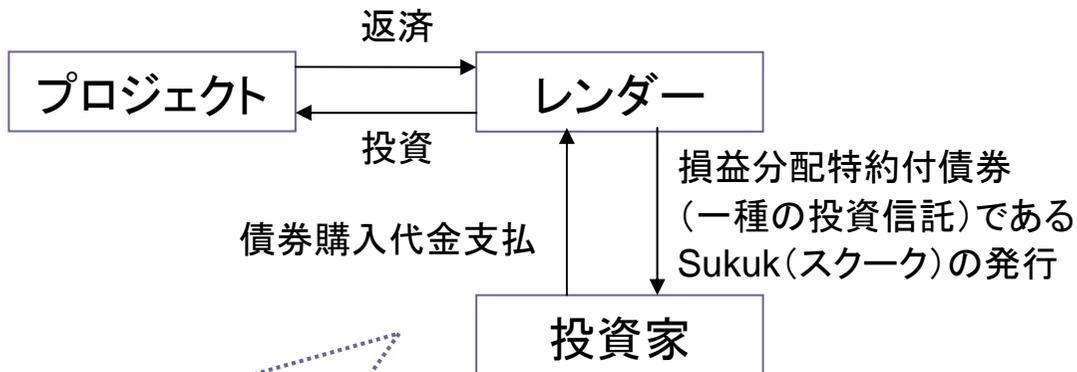
我が国では割賦販売業は経済産業省の所管

◎Ijara (イジャラ: リースファイナンス)



我が国ではリース業は経済産業省の所管

◎Musharakah (ムシャラカ: 損益分配債券方式)



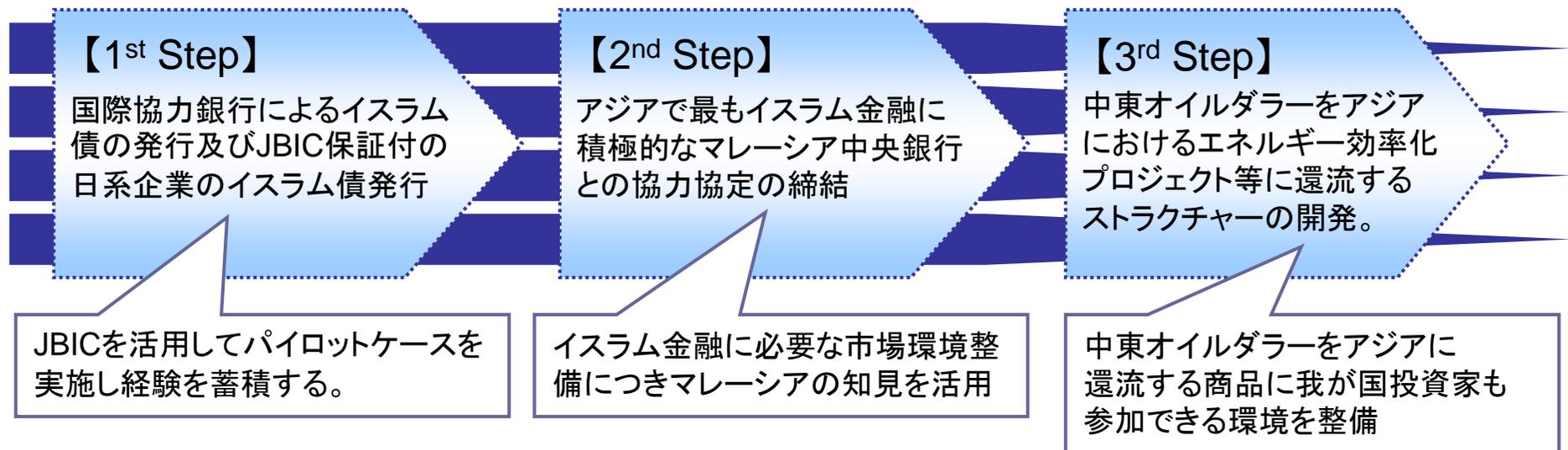
我が国では投資信託は金融庁の所管

イスラム金融は割賦販売やリース、投資信託など多様な金融形態を取るため、**我が国の行政機構の下では、統一的な施策が現状困難**。金融商品取引法の解釈の問題あり。

アジアにおけるイスラム金融のGatewayを目指して ～政策金融を活用した段階的アプローチ～

- イスラム金融はアジア地域のイスラム諸国(マレーシア、シンガポール、インドネシア)でも拡大中。特にマレーシアは、全債券発行残高の1/3をイスラム債が占める規模になっており、世界銀行グループもイスラム債を発行。
- イスラム金融の経験に乏しい我が国がアジアにおけるイスラム金融のGatewayを目指すためには国際協力銀行を活用した以下の3段階のアプローチが考えられる。

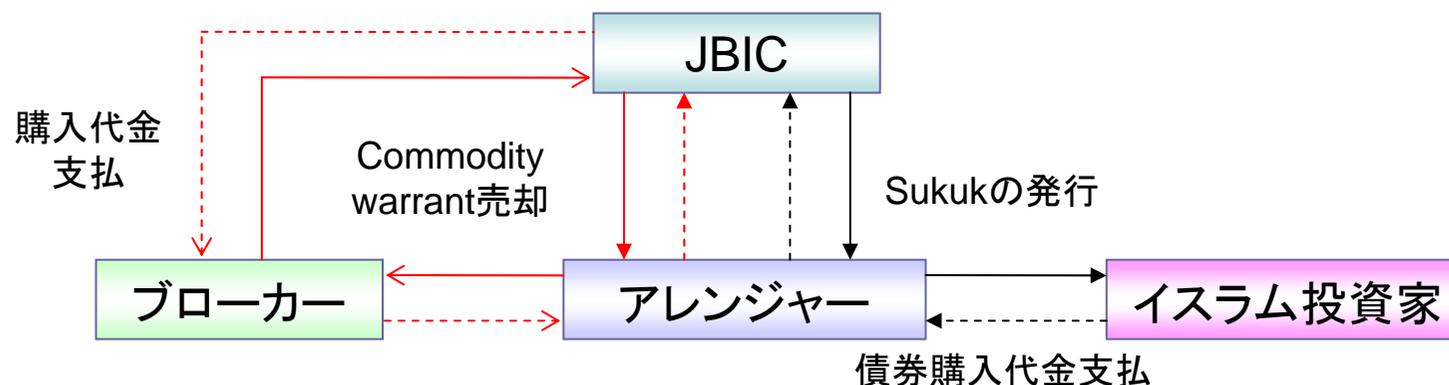
【3ステップ・アプローチ】



【1st Step】政策金融機関によるイスラム債の発行

◎Commodity Murabaha Sukuk

(コモディティ・ムラバハ・スクーク: 実物資産売買介在方式)



- コモディティ・ムラバハは実物資産を売買し代金を割賦払いする形態。コモディティ・ムラバハによる債券発行は中東・イスラム教圏でも認められる方法であり、債券発行自体は国際協力銀行の現行法の枠組みでも可能。
- イスラム債で調達された資金は、イスラム金融の手法により運用しなければならないため、JBICがイスラム金融の手法で運用ができるよう検討する必要がある。

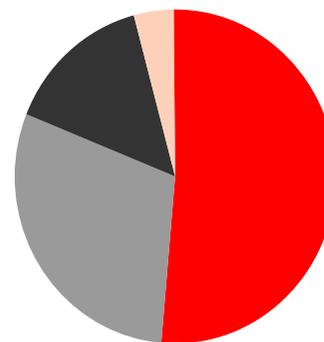
【2nd Step】マレーシア中央銀行との協力協定の締結

- マレーシアはイスラム金融普及のために環境整備を積極的に進めている。2002年にはマレーシア政府は世界で始めて国際的格付機関から格付けを取得したイスラム債を発行し、主として中東地域の投資家からの資金調達に成功。
- 2005年には、一般事業会社によるイスラム債の新規発行額は、初めて一般事業会社による債券発行額全体の半分以上を超える状況になった。
- マレーシアは、外国政府機関向けの債券発行ガイドラインを整備し、国際機関や中東諸国による債券発行を奨励している。この知見を我が国が活用するため、日本(財務省・JBIC)＝マレーシア中央銀行との間で協力を合意しておく必要がある。

マレーシア政府発行イスラム債の概要

発行者	マレーシア政府
格付	BBB/Baa2
発行日	2002年7月
償還日	2007年7月
発行額	6億ドル

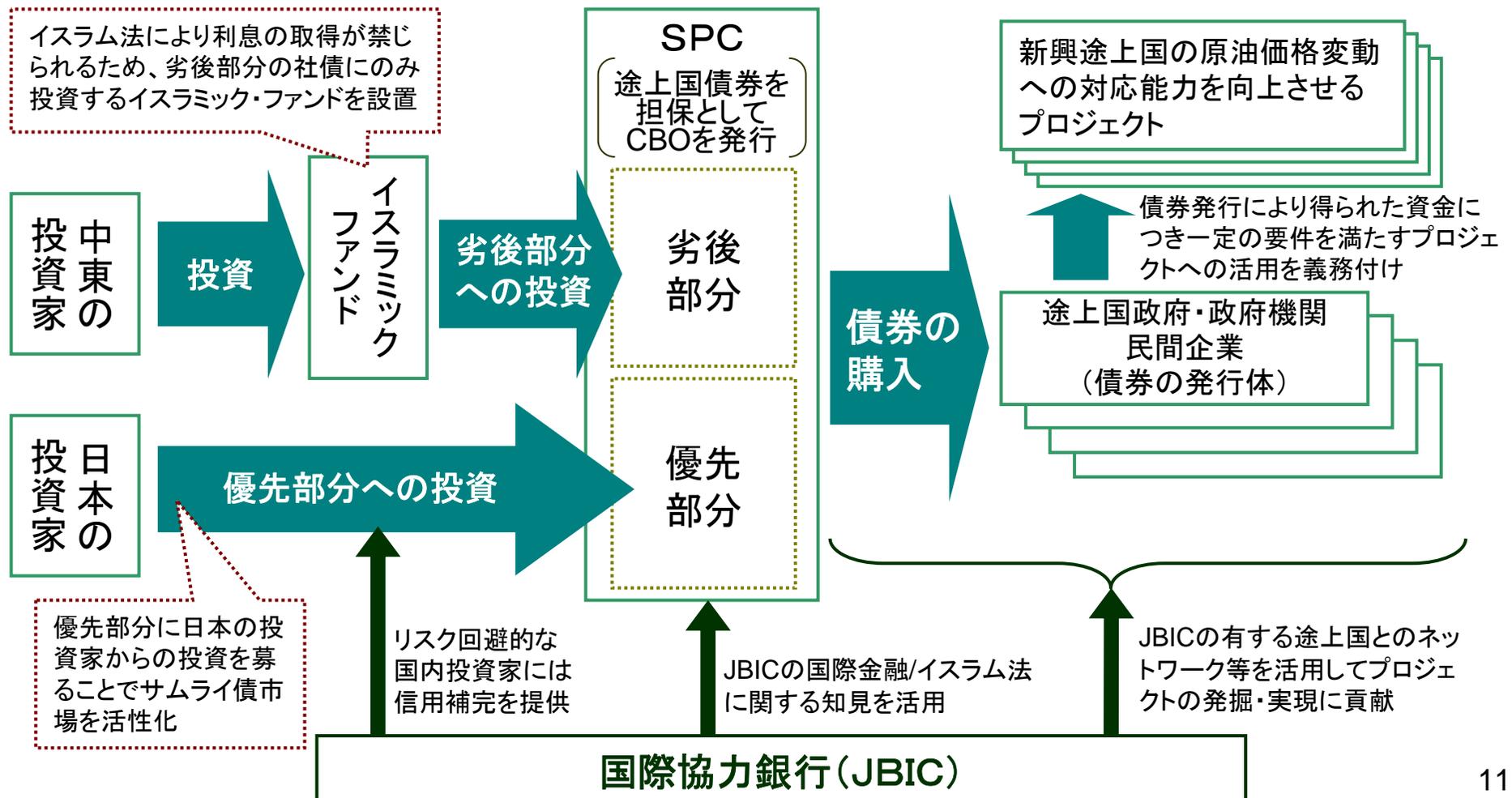
投資家の地域分布



- 中東地域(51%)
- アジア(30%)
- 欧州(15%)
- 米国(4%)

【3rd Step】新興途上国に対する産油国オイルマネーの還流 (アイデア例)

産油国の潤沢なオイルマネーを活用して、BRICs等の新興途上国における非化石エネルギー開発プロジェクト、効率的なエネルギー利用に貢献するプロジェクト、エネルギー資源備蓄プロジェクト、及びこれらに関連するインフラプロジェクト等、新興途上国の原油価格変動への対応能力を長期的に向上させるプロジェクトに対する投資を行うファンドを組成。中東の投資家に対して新たな投資機会を提供すると共に、新興途上国に対しては、原油高騰の利益を一部還元。結果として産油国と新興途上国のwin-winの関係を構築し、加えて東京市場の活性化に貢献する。



アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI : Asian Bond Markets Initiative)

<目的>

アジアにおいて、効率的で流動性の高い債券市場を育成することにより、アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資として、より良く活用できるようにすること。

<主な課題>

- 多様な債券発行体による市場アクセスの促進
- アジアの債券市場育成に資する市場インフラの強化

(1) 新商品の開発

- ・JBICの保証を付与した、日系企業によるパーツ、ルピア、リングgit建て社債起債
- ・韓国中小企業社債を担保とする債券担保証券(JBIC保証)の発行
- ・リバース・デュアル・カレンシー債の発行の検討

(2) 債券発行インフラ整備に関する研究

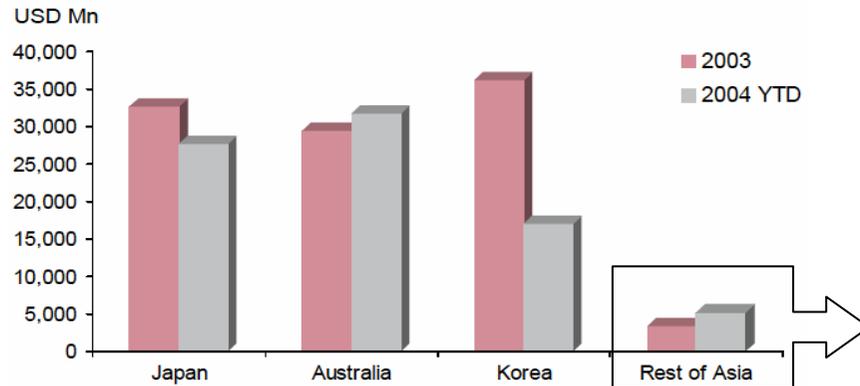
- ・アジアの中小企業に対する信用保証・投資メカニズムの研究
- ・クロスボーダーの債券投資・発行に際しての障害の調査

(3) JBIC、ADB等による現地通貨建て債券の発行

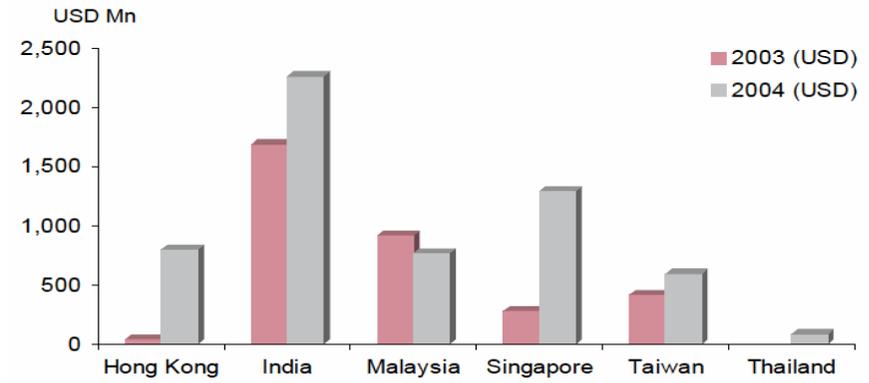
- ・タイ・パーツ建て債券
- ・マレーシア・リングgit建て債券
- ・中国・人民元建て債券 など

アジアにおける証券化ビジネス概況

【アジア・大洋州におけるABS/CDO発行額の推移】



【うち、その他アジア地域】



(出典)Fitch

- 97年の通貨危機後以降、証券化市場が拡大傾向にあり、法整備が整った国から順次市場が拡大。
- 日本を除くアジアの05年ABS市場は400億ドル。現代キャピタルのオートリース証券化、クロスボーダー発行の台湾RMBS等のディールが特徴的。依然として日本及び韓国が最大の規模を誇るものの、徐々に発行者・国が多様化。
- アジア市場は欧州市場に比べ、以下の理由から急進する可能性を秘めている。
 - 証券化する規模として十分なアセットが急速に積み上がってきていること(特に個人消費及び不動産分野)
 - 現地政府が支援する証券化プログラムが増えていること
 - 規制及び法整備の進展
 - 先行する欧米等からの証券化技術の移転
 - 現地の投資家が相対的に高利回りである証券化商品に精通しつつあること
 - グローバルマーケットの投資家が現地の市場に精通しつつあること

アジアにおける証券化商品の投資家

The AsianInvestor 150					
Rank	Institution	Date	Fund Size (\$m)	Country	Category
1	Industrial & Commercial Bank of China	Dec-02	572,674	China	Commercial bank
2	Bank of China	Dec-02	434,735	China	Commercial bank
3	SAFE / People's Bank of China	Jan-04	415,720	China	Central bank
4	China Construction Bank	Dec-02	372,957	China	Commercial bank
5	Agricultural Bank of China	Dec-02	360,058	China	Commercial bank
6	Central Bank of China	Jan-04	214,930	Taiwan	Central bank
7	Bank of Korea	Jan-04	157,450	South Korea	Central bank
8	Hong Kong Exchange Fund	Dec-03	129,945	Hong Kong	Central bank
9	Chunghwa Post	Dec-03	106,287	Taiwan	Official institution
10	National Pension System	Jun-03	101,994	South Korea	Pension fund
11	Reserve Bank of India	Mar-03	100,800	India	Central bank
12	Government Investment Corporation	estimate	100,000	Singapore	Official institution
13	Monetary Authority of Singapore	Jan-04	98,564	Singapore	Central bank
14	Bank of Communications	Dec-02	92,765	China	Commercial bank
15	National Agricultural Cooperative Federation	Dec-03	76,739	South Korea	Official institution
16	Samsung Life Insurance	Dec-03	68,817	South Korea	Insurance company
17	DBS Group	Sep-03	57,544	Singapore	Commercial bank
18	Employee Provident Fund	Sep-03	56,097	Malaysia	Pension fund
19	Life Insurance Corporation	Dec-03	53,975	India	Insurance company
20	Central Provident Fund	Jun-03	53,608	Singapore	Pension fund

Source: Asian Investor Feb/March 2004

1

アジアの証券化市場における中心的な投資家は、各国中銀や地場銀行、外銀、保険会社等。中でも中国系の銀行が中心。

アジア各国の証券化市場の現状(1)



韓国

- アジア最大(除く日・豪)の証券化市場へと急成長。背景には、
 - 98年のABS法、00年の発行要件緩和で制度面が整ったこと
 - 政府系金融機関及び市中が不良債権処理の過程で証券化手法を積極的に活用したこと
 - 銀行借入の代替で発行していた社債の償還時期が集中したことに伴い、これを円滑化するためCBOやCLOが増加したこと
 - 消費者金融市場の拡大に伴うカードローン、消費者ローンの証券化の急増
- 05年のABS発行額は250億ドル。全てクロスボーダー発行であるのが特徴的。LGカードやサムソンカード、現代キャピタルなどのクレジットカードABSは回復傾向にあるが、02年のクレジットカード危機前の水準には達していない。
- 06年以降の見通しは、
 - 消費系の小口債権のABSは、発行者が限られているものの今後も続く。
 - RMBSは韓国政府の住宅価格市場の過熱の制御政策に大きく影響を受ける。
 - 商業施設の証券化(CMBS)が増加。



マレーシア

- 制度的枠組みは比較的整っているものの、政府当局の慎重な姿勢が足かせとなり、市場発達は初期段階。ABSに関わる法整備が進んだのはここ2~3年。
- 01年に証券委員会がABS発行に関わるガイドラインを発表、法・制度、税制、会計などABS発行に関わる市場環境が整い、証券化の手法がより利用しやすくなった。
- 同国最大のプレイヤーは政府系のチャガマス。チャガマスはRMBSを中心に証券化市場をリード。05年には総額20億リンギット、年限3年-15年トランピングした第一号のイスラミックRMBSも発行。その他政府の支払債務を担保としたABSや農業分野でのABSなども出てきている。オートローンではTan Chong & Sons Motor CompanyやAmFinanceが手掛けている。EON Bankは05年9月に25地場銀行、14業種で分散を効かしたCLO、10億リンギットを発行。
- チャガマスが関与したSME-CLOは06年に発行される見通し。05年10月に設立されたばかりのSME Bankも20億リンギットのCLOを準備中。

アジア各国の証券化市場の現状(2)



タイ

- 従来、金融機関による証券化が禁止されていたため、危機前まで、証券化商品はリース会社によるもののみ。97年に証券化法が成立し、金融機関の証券化が可能となるも、資金の過剰流動性、法制度上の不備、手続き面での煩雑さが原因で長らく停滞。
- 04年以降、タイ政府が証券化市場を積極的に育成する姿勢を取り、徐々に開花。
- 05年はクレジットカードABSが開花。第一号としてイオンタイが20億バーツのABSを発行したのを皮切りに、Siam Industrial CreditがオートローンABS、40億バーツを手掛けた。
- タイ政府自身も05年11月に240億バーツのバンコク郊外の官舎建設のため、不動産及び政府の賃料債務を担保としたABSを発行。今後、更に2件程度の発行が見込まれる。
- 06年は、タイ住宅公庫(GHB)が300億バーツの住宅ローン証券化を行う見通し。また、中小企業CLO、CBOなどの商品も登場してくるものと見込まれている。日系のオートローン証券化も予定。



香港

- 90年代後半以降、住宅ローンや商業用不動産などを中心とした証券化が行われてきたが、金融機関の流動性が高く、証券化の関心も薄く、規模も小さい。
- 香港政庁主導での証券化が中心。トンネル通過料の証券化やタクシー営業ライセンスなどの証券化を同政庁が手掛けた。また、香港環状線プロジェクトなどのインフラ・プロジェクトを証券化により資金調達する動きがあり。
- 国際金融センターとして位置付けられる香港には、弁護士、会計士、格付機関、インベストメント・バンクの証券化チームが拠点を置くなど、市場インフラ面ではアジアにおける証券ビジネスの中心的役割を果たしている。

アジア各国の証券化市場の現状(3)



台湾

- 02年に金融資産証券化法などが成立したことを受け、徐々に証券化市場が活性化。
- 05年はクレジットカードABSが開花。背景には当局主導でのデータ蓄積。また、クロスボーダーでのRMBS発行も実現。中国開発産業銀行及び台湾産業銀行は各々CLOを発行。CBOについても近々に発行される見込み。Taishin International Bankは270億台湾ドルのABCP発行の許可を取得、またカリオン銀行も106億台湾ドルのABCP発行プログラムを準備中。
- 台湾当局は国内の債券ファンドを様々な理由で排除したいとしており、それに替わりCBOを普及させたいとしている。ABCP及びCBOのためのプール残高は1,100台湾ドルに達している。CBOについては、まだその発行余力がある。
- 只、流動性の高さから貸出金利スプレッドが低く、今後、消費系証券化商品の利回りは低下傾向。



インド

- もともと、英国法を素地としていることなどから、法制度などに問題はなく、証券化市場が急成長。原資産もあらゆる分野に広がっている。
- インドは、経済成長に伴うアセットの積み上がりもあり、国内でのABS発行が盛ん。05年には3080億ルピーに達した(前年比121%増)。課題はクロスボーダー取引の規制。
- インド中銀であるRBIは05年に証券化市場活性化のためのガイドライン案を発表。これ以降、市場参加者が当局の意向が明確になったとして発行額が増加。しかしながら、市場参加者からは(特にオリジネーター)発行コストが高すぎるとの懸念が示されている。これはオリジネーターが信用補完をすることがガイドライン案で求められているため。
- しかし、このようなガイドラインが正式に制定されれば、ABS市場は更に拡大していくものと期待されている。

アジア各国の証券化市場の現状(4)



中国

- 中国はアジア証券化ビジネスにおいて、最大のポテンシャルを有する。急成長する個人消費市場及びコーポレート向けアセットの積み上がり、法整備の進展などから証券化ニーズは高い。
- 法整備は徐々に整いつつあるも、担保執行法、財産法、外資のデリバティブ取引規制など課題は多い。
- 05年にはパイロット案件として、中国建設銀行が30億元のRMBSを、中国開発銀行が41億元のCLOを各々発行。これらは05年4月に中国人民銀行から発出された証券化ガイドラインに基づき発行された(中国では証券化に関する具体的な法律は存在しない)。同ガイドラインでは法整備のアウトラインを示しており、これらのパイロット案件を通じ、今後、当局が策定する法律等への参考とする予定。
- 国内不動産のREIT、クロスボーダーのCMBSやABCPも解禁され、今後の中国の証券化市場が注目されている。



インドネシア

- 96年のAstra Sedaya Financeによるオートローンの証券化を皮切りに97年まで証券化が相次いで行われた。しかし、通貨危機後は他のアジア諸国に比し、証券化の動きは鈍っていた。
- 03年に資産担保証券(ABS)に関する税制が整備されるなど、証券化に必要な枠組みは徐々に整いつつある。
- アセットクラスとしては、オートローンが有望なるも、デフォルト率を中心としたデータ未整備がネックで、格付段階で検討がストップするものが多い。
- 資本市場監督庁(BAPEPAM)が、国内企業の海外でのABS発行も視野に関連規定の見直しをした結果、05年に将来の受取債権を担保としたクロスボーダーでのABS発行を実現。今後、このような事例を切欠として、国内での証券化商品発行にも拍車がかかるものと期待されている。