

アジア債券市場と日本の金融資産選択

小原 篤次

1. はじめに
2. アジア債券市場構想をめぐる議論
3. 日本の投資家の資産選択
4. 結語：まとめと展望

キーワード：アジア債券市場、金融資産選択、
資金調達、機関投資家、ポート
フォリオ、情報の非対称性

1. はじめに

アジア通貨危機は、金融資本市場の役割と課題についての議論を深化させ、新たな金融資本市場構築に向けて政策レベルの協議の段階に入ってきた。アジア通貨機構構想は、国際通貨基金（IMF）やアメリカの反対などから実現しなかったが、2000年5月のASEAN+3蔵相会議において、ASEAN+3各国の間で二国間の通貨スワップ取極のネットワークを構築することが合意（チェンマイ・イニシアティブ）⁽¹⁾され、これまでに総額285億ドル相当⁽²⁾の取極が締結されている。アメリカの影響力から相対的に自立した政策協議の場が築かれてきたことは、否定できないといった評価もでている⁽³⁾。

さらに、2002年12月、タイ・チェンマイで開かれたASEAN+3非公式セッションで、アジ

ア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative; ABMI）が提案され、地域の金融面での重要な政策課題として浮上してきた。アジア各国は相対的に高い貯蓄を持ちながら、アジア通貨危機前には、外貨建の短期ローンに依存し、期間と通貨の二つのミスマッチが存在した。アジア各国は、こうした問題点を共有し、政策主導型でアジア債券市場に関する議論が急速に高まっている。

アジア債券市場が、単に債券発行（起債）の促進だけではなく、効率的な価格形成、タイムリーな資金調達など市場として機能していくためには、多様な発行体のほか、投資期間や金利選好・リスク許容度のほか、投資方針、投資判断などが異なる多様な投資家が参加する流通市場が必須となる。債券を売買する投資家なくしては、市場は形成されない。こうしたなか、日本は債券投資では、世界第2位で、アジア最大の投資家であり、アジア債券市場の育成についても、日本の投資家の寄与が期待される。アジア債券市場の育成に貢献するためには、日本の投資家サイドにいかなる課題があるのだろうか。

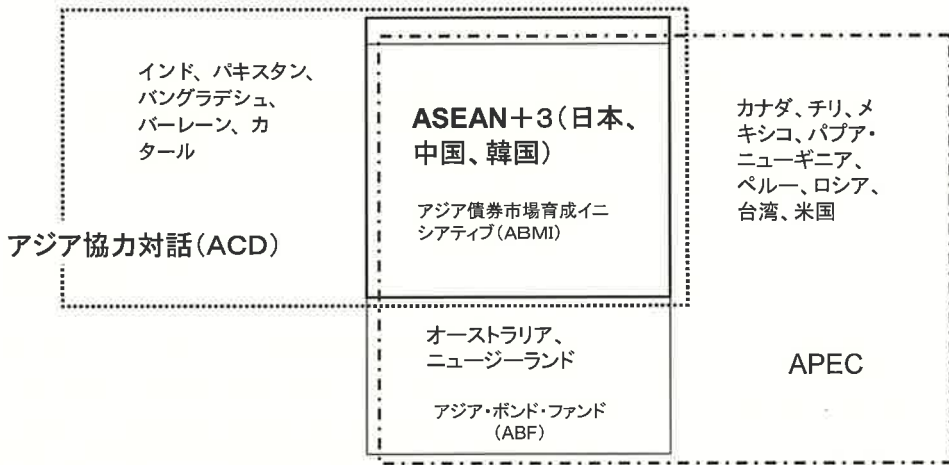
本論は、以下、第2節で、アジア債券市場の諸議論を、主にアジア債券市場の諸議論を資金供給主体である投資家の論点から整理する。そして第3節では、国際的な比較統計や国内統計

(1) 財務省「チェンマイ・イニシアティブの進捗状況」
<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/pemi.htm>

(2) 同上。既に存在しているものも含めると360億ドル。

(3) 藤原帰一『デモクラシーの帝国』岩波書店、2002年、172ページ

図1 アジア債券市場をめぐる地域協議



アジア・太平洋中央銀行役員会議 (EMEAP)

AMBI=Asian Bond Markets Initiative

ABF=Asian Bond Fund

ACD=Asia Cooperation Dialogue

EMEAP=Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities、

ASEAN はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ

出所：筆者作成

を用いながら日本の投資家の現状を把握するとともに、通貨統合を果たした欧州の金融市場の変化などにも触れ、投資家との関連でアジア債券市場の課題と展望を検討していきたい。

2. アジア債券市場構想をめぐる議論

2.1 政策協議の概要

まず、アジア債券市場に関する地域レベルの協議体の概要⁽⁴⁾を傍観する。図1で示したように、4つの地域協議体を通じて、アジア債券市場についての協議や、政策研究が広がりを見せてきた。その中心には、ASEAN+3が位置

している。

2001年後半⁽⁵⁾、とりわけ2002年から、急速にアジア債券市場をめぐる議論が地域の政府間で、急速に高まってきた。財務省によると、2002年12月17日、タイ・チェンマイで開かれたASEAN+3 非公式セッションで、こうしたアジア債券市場の政策が、日本から「アジア債券市場育成イニシアティブ」として提案された⁽⁶⁾。ASEAN+3で、アジア債券市場育成イニシアティブが合意された背景には、アジアは貯蓄率が高いにもかかわらず、中長期の投資資金が十分に供給されていないとの現状がある

(4) アジア債券をめぐる議論の過程については、横山史生「通貨危機後の東アジアにおける債券市場をめぐる動向動向」『証券経済研究』第43号、2003年、1-28ページが詳しい。通貨危機前からの議論も示されている。

(5) 『日本経済新聞』2001年10月21日は、APECに出席している香港の董建華行政長官が、タイのタクシン首相、フィリピンのアロヨ大統領と協議し、日本・中

国などの長期資金を域内市場に投資させることが経済の強化に必要だと指摘、アジア債券市場の整備を提案し、香港はすでに日本、シンガポール、豪州とも協議したと報じている。

(6) 財務省「アジア債券市場育成イニシアティブ (ASEAN+3 財務大臣プロセス)」

<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html>

としている。そして、民間貯蓄を中長期の資金ニーズに結び付け、通貨・期間のミスマッチを解消するためには、銀行融資⁽⁷⁾に過度に依存することなく、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、アジア域内通貨建の債券の発行を可能とするようなアジア債券市場の整備を目指すとしている⁽⁸⁾。つまりアジア債券市場育成イニシアティブでは、アジア域内通貨建社債発行の活発化を「最終目標」と位置づけている。その後、2003年6月16日に東京で開かれた ASEAN+3 財務大臣プロセスでは、「アジア債券市場育成」ワーキンググループや2003年8月7日にマニラで開かれた ASEAN+3 財務大臣会議などで議論が続いている。

次に、アジア・太平洋中央銀行役員会議 (EMEAP) は2003年6月2日、タイから提案されたアジア・ボンド・ファンド (Asian Bond Fund; ABF)⁽⁹⁾ を共同で創設することを決めた。参加国は ASEAN 5 と日本、中国、韓国、オーストラリア、ニュージーランドである。ABF はこのうち、日本とオーストラリア、ニュージーランドを除く 8 ヶ国・地域の発行体の米ドル建ソブリン債・準ソブリン債⁽¹⁰⁾ を購入することを目的とする。運用受託者は、国際

決済銀行 (BIS) が担当し、パッシブ⁽¹¹⁾ で運用にあたる。出資は各国中央銀行の外貨準備の一部が当てられ、第一号の基金は約10億ドル⁽¹²⁾ で、米ドル建債券を対象としている。

そして第3に、アジア協力対話 (ACD) における動きがある。ASEAN+3 に加えて、インド、パキスタン、バングラデシュ、バーレーン、カタールが参加した。ACD では、タイが債券市場育成の推進役となっており、2003年6月22日にチェンマイで開かれた会合では「アジア債券市場の発展に関するチェンマイ宣言」が採択された。

なお、ABF の第2号では、現地通貨建債券を対象とすることで検討されている。新たにインド、台湾、ブルネイが出資を表明⁽¹³⁾ している。このほか、2003年9月4～5日、タイのプーケットで開かれた APEC (アジア太平洋経済協力会議) 財務相会合⁽¹⁴⁾ でもサブ・テーマとして議論されている。

2.2 地域レベルで検討されている課題

アジア債券市場育成イニシアティブの目的は、アジアにおいて、効率的で流動性の高い債券市場を育成し、アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へとより良く活用できるようにするこ

(7) Endo, Tadashi, "The Development of Corporate Debt Markets," presented at 1st Regional Workshop on Developing Government Bond Markets in Latin America, November 13, 2000, pp.6-7, (<http://www1.worldbank.org/finance/html/lapresents.html>) は、銀行ローンと債券の金融機能の相違を対照表で紹介している。

(8) 財務省「アジア債券市場育成イニシアティブ」

(9) タイのタクシン首相の名前から、ABF は「タクシン構想」とも呼ばれる。

(10) ソブリン債券とは、各国政府や政府機関が発行する債券の総称である。世界銀行やアジア開発銀行など国際機関が発行する債券も含めて使う場合もある。また、準ソブリン債券もあり、これは政府の出資比率が一定割合を超えている企業の発行する債券を指す。

(11) 運用手法は、パッシブスタイルとアクティブスタイ

ルに大別する。前者は、特定のベンチマークに連動するように運用するもので、インデックス運用とも呼ばれる。後者は運用者が独自の基準で、運用対象の銘柄を選定する。

(12) Ministry of Foreign Affairs (Thailand), Review on Progress of Asian Bond Market Development, September 18, 2003

(<http://www.mfa.go.th/internet/ACD/asianbond/Asian%20bond%20paper2.doc>) によると、出資はタイが1億2000万ドルと最大で、日本、韓国、シンガポール、フィリピンが各1億ドルなどとなっている。

(13) Ministry of Foreign Affairs (Thailand), September 18, 2003

(14) APEC, "Tenth APEC Finance Ministers' Meeting Joint Ministerial Statement," Phuket, Thailand 4-5 September 2003, Ministry of Finance, http://www.mof.go.jp/english/if/ap_030905e.htm

ととされている⁽¹⁵⁾。アジアにおける貯蓄は、証券市場では、投資家を指すことになる。そして、アジア域内通貨建社債発行の活発化を「最終目標」と位置づけている⁽¹⁶⁾。しかし、このタイムスケジュール、プロセス、資金調達額の目標は明記されていない。

その代わり基本的考えとして、多様な通貨・期間の債券をできる限り大量に発行し、市場に厚みを持たせるとし、主要な検討課題として、A. 多様な債券発行体による市場アクセスの促進と、B. アジアの債券市場育成に資する市場インフラの強化とに大別し、それぞれ6つの課題を列挙している。つまり、前者は発行体に関連し、後者は発行体とともに投資家に関連する政策とされている。前者は、①ベンチマーク形成のためのアジア各国政府によるソブリン債の発行、②アジアの政府関係金融機関がその資金調達のためにアジアにおいて債券を発行、③債務担保证券（CDO）を含めた資産担保证券市場の創造、④国際金融機関及び政府系機関による域内における債券発行、⑤アジア各国への直接投資の資金調達のための域内における債券発行、⑥自国通貨建の債券の種類拡大ー通貨バスケット債券の導入、後者は、⑦既存の保証機関の積極的な活用及びアジア信用保証機構の設立に向けた取組みを通じた信用保証の供与、⑧地域の格付機関の機能の向上及びアジア格付ボードの設立の可能性を検討することによる格付システムの強化、⑨債券発行体や格付機関の情報発信のためのメカニズムの構築、⑩クロスボーダー取引のための外国為替取引の促進及び決済の問題の検討、⑪メンバー国間における政策対話と人材育成の促進のための市場調査及び技術

支援プログラムを通じたキャパシティー・ビルディングの強化、⑫会社法、証券取引法及び税法などの法的及び制度的インフラの検討をあげている⁽¹⁷⁾。

2.3 議論の整理

以上の地域レベルでなされている議論を次のように発行体別、通貨別、期間別に整理したい（図2）。機関投資家としては一般的な債券の分類で、運用資産の管理、運用評価にも、こうした分類⁽¹⁸⁾が基礎となっている。債券の多様化が市場の厚み（規模）を広げ、投資家の多様化が市場の深み（流動性）を高め、そして両者がシナジー効果を発揮し、市場が成熟化につながるのである。

まず、発行体について整理する。アジア各国政府が、その国の国債や政府機関債、政府金融機関、国際機関などが債券の発行を促進する。信用度が相対的に高いため、発行が容易である発行体である。国債市場の取引が活発化し、金利の決定も効率性を高めるなどの条件を具備すれば、投資家はベンチマークとなる国債とのイールド・スプレッド（格差）から投資価値を判断することを可能とし、起債予定の社債の条件決定にも影響を与えるのである。次に、地方債や信用格付けが高く、信用保証の必要のない企業が社債を発行していけば、さらに市場の厚みが増していく。さらに、社債発行が可能となる企業を育成するとともに、信用保証制度の活用や資産担保证券など証券化は、債券の発行種類を増加させ、投資家にとっては、商品の多様化につながり、市場の厚みがさらに増す。このレベルは、現在の先進国市場に匹敵する発展段階と

(15) アジア債券市場イニシアティブに関する議長プレスリリース

http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/as3_030807_02.htm

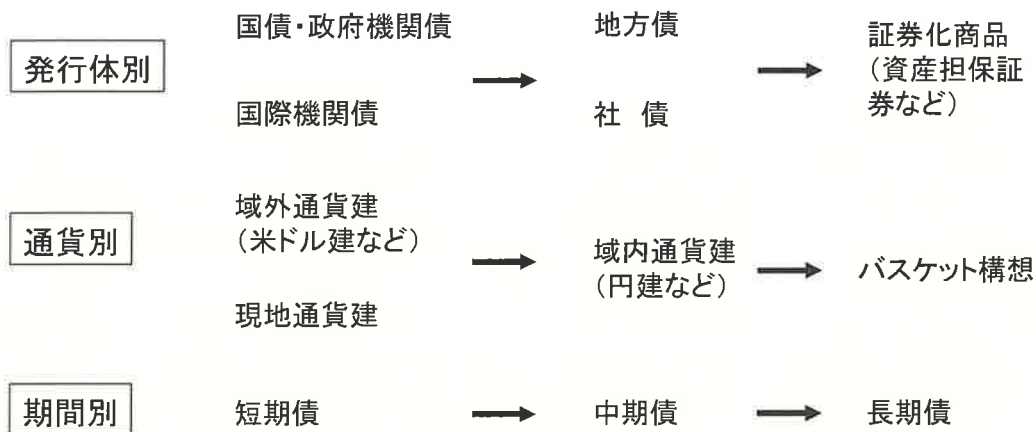
(16) 財務省「アジア債券市場育成イニシアティブ」

(17) アジア債券市場イニシアティブに関する議長プレス

リリース

(18) このほか、格付け別、デュレーション（債券の加重平均残存年数のこと。債券価格の弾力性を示す指標としても用いられ金利の変化に対する債券価格の変動率を示す）などがある。

図2 発行体別・通貨別・機関別の債券の発展の方向性



出所：筆者作成

考える。

通貨別では、現状、現地通貨建や米ドル建など域外通貨建の起債が実施されている。こうした現状から、域内通貨建、そして円のほか複数通貨による通貨バスケット⁽¹⁹⁾の利用へとつながっていくプロセスがイメージできる。期間については、短期債、中長期債が用意されるべきだろう。投資家のなかで、銀行や投資信託は相対的に期間が短い債券、生命保険、年金基金は中長期的な債券を選択する傾向がある。また、機関の多様化は、企業の多様な資金ニーズにも合致する。当然ながら長期の安定した資金供給からは、1～3年と比較的期間の短い社債より、3～5年、そしてさらに期間が長い社債も必要となる。しかしながら、期間が長くなれば、より高い信用度が発行企業に求められる。なお、社債発行企業は、投資家と債権債務関係を有す

ることなどから、資本を提供する株式上場より、企業の選別は通常厳しい。

2.4 アジア債券市場をめぐる諸議論

次に、アジア債券市場についての地域レベル以外のいくつかの議論を整理する。アジア債券市場の目的で、企業の資金調達の問題として、期間と通貨のミスマッチの解消という点で、諸議論は基本的に一致している。期間では中長期の債券、通貨についてはアジア域内通貨である。しかし、アジア債券市場の発展を考えるには、アジア債券市場の構成要件、つまりアジア債券市場とは何かという基本概念では、相違もある。

債券市場発展に対する機関投資家の役割について、Akhtar (2001)⁽²⁰⁾は、長期の資金調達および資本市場への安定を提供するために効率的な資金供給、リスク分散および多様化、商業

(19)伊藤隆敏「経済教室：アジア債券育成 新発想で」『日本経済新聞』2003年7月10日を参照。伊藤は、現行のアジア・ボンド・ファンドが投資対象をドル建に限定していることを、次の3点から効果に疑問を投げかけている。(1)通貨のミスマッチの解決にならない、(2)パッシブ運用で、市場取引の活発化には寄与しない、(3)ファンドの拠出金が外貨準備金で充

当されたため、信用度の高い債券しか投資対象にできないことをあげている。そのうえで、複数の各国通貨建の国債を購入した基金が、その通貨配分に応じた債券を発行するなどの提案をしている。

(20)Akhtar, Shamshad, "Institutional Investors in Asia," Financial Market Trends, No. 80, OECD, September 2001, pp.53-54

銀行依存の軽減、金融革新⁽²¹⁾、コーポレートガバナンス強化などによる透明性・情報開示、相場操縦およびグループ支配による不利益からの少数株主の保護をあげている。

また、吉富（2003）⁽²²⁾ は、成熟した社債市場は、資金の供給と需要を反映した市場金利を形成し、市場原理に沿って資源を効率的に配分すると意義付けている。自由な金利形成市場が掲載されることを条件に、リスクヘッジの金融手段としてデリバティブ（金融派生商品）の利用も可能となり、そうしたリスクヘッジの金融技術や金融商品があることで、銀行自身のリスク管理を強めることができると指摘している。つまり、債券市場の整備を銀行市場も含めた金融市場構造のなかで位置づけている⁽²³⁾。

Rhee（2003）⁽²⁴⁾ は、アジアの債券市場の定義を、アジアの発行体、アジアの通貨に加えて、アジアの投資家としている。投資家については多数がアジアの投資家であればとしている。アジア各国が検討している「アジア債券市場」のうち、信用保証制度、アジア共通通貨の重要性は認めているが、アジアの市場やアジアの格付け機関、アジアの決済システムなどについては、「アジア」に極端にこだわる地域主義はコストの増加をもたらしかねないと指摘し、アジア債券市場以外のよりコストの低い資金調達先への資金流出につながる危険性を主張している。

投資家が国際分散投資において、過去の運用

実績などを基にした最適ポートフォリオと比較して国内資産の比率が高い傾向は、ホーム・バイアスと呼ばれる⁽²⁵⁾。白井・中村（1998）は、投資家の最適化行動の阻害要因として、為替リスク、制度・社会的要因、情報の非対称性、規制の存在、ソブリン・リスクをあげ、考察している。このうち、情報の非対称性、制度・社会的要因について、次の実務家の意見が示唆に富んでいる。米国系投資銀行で債券業務を担当した松本⁽²⁶⁾ は、日本の投資家が対外投資に消極的な理由として、「日本に暗黙のルールがあり、不透明で分かりにくい」としたうえで、このため、海外企業の証券を日本の投資家があまり買わないということは、国内投資家は国内企業に対しては知っているという安心感があると説明している。さらに、商品、投資家と比べると、金融仲介のウェイトは低いとしている⁽²⁷⁾。

3. 日本の投資家の資産選択

3.1 投資家と資産選択の関係

第2節で見たように、これまでの地域の政策レベルの議論は、今のところ発行体と市場制度についての議論が中心で、投資家についての議論は相対的に少ない。しかしながら、政府以外の議論では、投資家が「アジア債券市場」の重要な担い手とする指摘も見られる。第3節では、国際的に比較可能な統計や国内の統計を用いながら日本の投資家の資産選択の特徴を明らかに

(21)資本市場の近代化に推進力を供給や社債の競争入札を例示している。

(22)吉富勝『アジア経済の真実』東洋経済新報社、2003年

(23)吉富（2003）、232-237ページ

(24)Rhee, Ghon, "The Structure and Characteristics of East Asian Bond Markets," PECC Finance Forum, July 8-9, 2003

[http://www.pecc.org/finance/forum2003/Session3-Rhee\(rev-20-07-03\).pdf](http://www.pecc.org/finance/forum2003/Session3-Rhee(rev-20-07-03).pdf)

(25)ホーム・バイアスについては、白塚重典、中村恒「国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルを

めぐる諸論点」『金融研究』、1998年を参照

(26)財務省「第3回 我が国金融・資本市場の国際化のための研究会議事録」、2003年4月24日、

http://www.mof.go.jp/singikai/kinyu_sihon/gijiroku/ks150424.htm

(27)松本は財務省「第3回 我が国金融・資本市場の国際化のための研究会」で、次のような仮定で説明している。たとえば、今の状況で日本の証券会社、日本の取引所を全部止めて、今のこの日本にアメリカの証券会社とアメリカの取引所をここに直輸入してきてやった場合に、日本の投資家が日本の企業の株を買うようになるのかと、これはならないだろう。

し、機関投資家の運用先が債券、とりわけ国内債券中心に運用が偏ってきた保守性のいくつかの要因、つまり資産選択のリスク回避姿勢の背景を提示する。そして、通貨統合を果たした欧州の資本市場の変化の兆しなど、今後のアジア債券市場の展望にも関連するいくつかの状況を見ながら、課題と展望の検討につなげていきたい。

3.2 国際比較で見た機関投資家の資産選択

日本で国債はじめ債券は、預貯金とともにリスクフリーの「安全資産」として意識されてきた。日本では過去最大となるマイカル債のデフォルトやマイカル債や米エネルギー大手のエンロン債⁽²⁸⁾を組み入れていたマネー・マネージメント・ファンド(MMF)の元本割れ⁽²⁹⁾などから、リスク資産としての認識⁽³⁰⁾が高まってきたものの、株式投資と比較すると、日本では依然として、相対的安全性などから、証券保有の中心をなしている。

OECD(2001)⁽³¹⁾によると、1999年で、国別機関投資家⁽³²⁾の資産は、米国が19兆2790億ドル、日本が5兆398億ドル⁽³³⁾、英国が3兆2648億ドルとそれぞれ上位を占めている。アジア太平洋では、オーストラリアが9位で5124億

ドル、韓国が3759億ドルとなっている。機関投資家の金融資産/GDPを比較すると、一国経済の規模に比してその国の金融資産の蓄積度を相対的にうかがうことができる。オフショアファンドなどの資産管理業務の拠点となっているルクセンブルグ⁽³⁴⁾を除けば、英国226.7%、オランダ212.8%、米国207.3%の高さが目立つ。オーストラリアは127.9%、フランス125.4%、日本は100.5%で、ドイツや韓国は100%に達していない。

次に表1で、1992年から2000年までの機関投資家の資産のポートフォリオを比較している。日本の債券保有が高まっていることがわかる。1992年の37%から一貫して上昇傾向をたどり、2000年には55%となっている。1990年前半では、フランスやドイツの債券投資の割合が、日本の債券投資の割合を上回っていたが、1990年代末にはその比率が逆転し、2000年に限れば、日本は、主要先進国10カ国⁽³⁵⁾のなかでは最も債券投資の割合が高くなっている。

3.3 日本の投資家の保守的資産選択

こうした日本の機関投資家の資産選択における債券投資のウェイトの高さ、つまり保守性を、以下の5点を要因としてあげる。

(28) エンロンは、国際金融市場で1050億円の円建債を発行、マイカル債(3050億円)に次ぐ規模のデフォルトで、『日経金融新聞』2001年12月4日によると、海外企業が発行した円建債デフォルトとしては、2000年10月の海南省国際信託投資会社の285億円を上回り過去最大。

(29) 証券会社が、銀行預金の対抗商品として、1992年から商品化された。「安全性」を売り物にして貯蓄性資金の受け皿商品としてきた。「コスモMMF」がマイカル円建外債を担保にした「仕組債」に投資したため、元本割れとなった。『日本経済新聞』夕刊、2001年10月18日によると、MMFの元本割れは2回目で、経営破たんによる元本割れは初めて。『日本経済新聞』2002年9月29日によると、MMFは2001年9月から11月にかけて、合計6本が元本割れした。

(30) 最近のクレジット・リスクについては、上野孝司、ブルームバーグ・ニュース『ブルームバーグ東京発：

信用リスクを読む』日本評論社、2004年が詳しい。

(31) OECD, Institutional Investors Statistical Yearbook, Paris, OECD, 2001

(32) 保険会社、年金基金、投資信託などを指す。

(33) 日本銀行の資金循環表によると2001年12月末で、保険が350兆円で52.1%が国内債券、対外証券投資は9.1%となっている。年金は88兆円で、国内債券41.0%、対外証券投資が25.3%、投資信託は44兆円で国内債券が34.8%、対外証券投資が23.1%となっている。

(34) 3516.4%。ルクセンブルグは、非居住者投資家向けの投資信託設定・資産管理業務を国の主要産業と位置づけている。

(35) 主要先進10カ国財務大臣・中央銀行総裁会議のメンバー国は、米国、ドイツ、日本、英国、フランス、イタリア、カナダ、オランダ、ベルギー、スウェーデン。イタリアは1998年まで60%を超していた。1999年は53%。

表1 主要国の機関投資家の資産別投資状況

		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000p	平均
米 国	債券	45%	45%	44%	40%	38%	35%	34%	32%	33%	38%
	ローン	13%	11%	11%	10%	9%	9%	8%	8%	9%	10%
	株式	30%	33%	33%	38%	42%	46%	48%	51%	48%	41%
	その他	12%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	11%
日 本	債券	37%	38%	41%	44%	47%	48%	49%	49%	55%	45%
	ローン	29%	28%	29%	26%	26%	26%	23%	21%	17%	25%
	株式	22%	22%	18%	19%	17%	15%	16%	19%	17%	18%
	その他	12%	13%	12%	11%	10%	11%	12%	11%	3%	11%
英 国	債券	14%	15%	16%	16%	16%	16%	17%	14%	..	16%
	ローン	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	..	1%
	株式	68%	70%	69%	68%	67%	68%	65%	68%	..	68%
	その他	16%	15%	15%	15%	16%	16%	17%	17%	..	16%
フ ラ ンス	債券	66%	67%	66%	62%	61%	58%	54%	47%	46%	59%
	ローン	8%	4%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	2%	4%
	株式	19%	22%	22%	23%	25%	30%	34%	42%	44%	29%
	その他	8%	7%	7%	11%	10%	9%	8%	9%	8%	9%
ド イ ツ	債券	42%	43%	42%	43%	43%	42%	43%	40%	40%	42%
	ローン	43%	40%	40%	40%	38%	34%	30%	28%	27%	36%
	株式	10%	12%	12%	12%	14%	19%	22%	28%	28%	17%
	その他	4%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
オーストラリア	債券	39%	37%	37%	28%	27%	27%	27%	23%	22%	30%
	ローン	9%	7%	7%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%
	株式	42%	47%	46%	45%	46%	46%	45%	50%	52%	47%
	その他	10%	9%	10%	22%	22%	22%	23%	22%	22%	18%
韓 国	債券	34%	37%	36%	35%	36%	37%	54%	49%	51%	41%
	ローン	32%	31%	32%	31%	30%	30%	20%	17%	18%	27%
	株式	14%	12%	14%	13%	12%	8%	4%	11%	7%	11%
	その他	20%	19%	17%	21%	23%	25%	22%	23%	25%	22%

注：2000年は暫定値。

出所：OECD,"Institutional Investors Statistical Yearbook,"p32-34

(1) 年金基金の資産運用に係る5・3・3・2規制⁽³⁶⁾などに代表される規制が続いた影響が無視できない。同規制は1996年4月から撤廃されているが、国債、地方債などを「安全資産」と呼称され、配分割合は50%以上、株式は30%以下、外貨建証券（外国株、外国債券）は30%以下、不動産20%以下と定められていた。こう

した規制の影響で、金融機関、生保運用、年金運用など日本の横並び体質が、投資においてリスク要因との指摘もある⁽³⁷⁾。

(2) 機関投資家の専門家として位置づけの欠如や育成の遅れから、リスク管理体制が確立していない⁽³⁸⁾。日本の金融機関においては、運用業務もローテーション人事のなかで、ひと

(36)厚生省「厚生年金基金連合会の資産運用に係る5・3・3・2規制の適用除外の認定について」1996年6月28日、
<http://www1.mhlw.go.jp/houdou/0807/0701-5.html>

(37)藤巻健史「金融資産の選択」藤原洋二『新版金融入門』昭和堂、203ページ

(38)2001年9月に民事再生法申請したマイカルが資産担保証券（ABS）や商業用不動産ローン担保証券（CM

BS）を発行していた。『日本経済新聞』2001年9月19日によると、ABSは総額1800億円が発行され、国内で初めてのデフォルトとなった。このため、証券化商品のリスクが注目された。『日経金融新聞』2003年4月18日は、低金利、国内株式低迷という運用難を背景に、格付けだけに着目して購入する投資家も多く、「甘い投資家が増えると市場そのものを壊してしまう」との生命保険担当者の指摘を紹介している。

つのキャリアパスとされる状態が続いてきた。財務省の厚生年金基金に対するアンケート⁽³⁹⁾によれば、運用に関する問題点として、「基金内部において、専門家（ファンドマネージャーなど）が少なく、組織体制も未整備である点」89.23%、「基金内部において、運用成果を評価・分析できるシステムが未整備である点」82.97%、「運用に関しては、受託機関に一任する姿勢が強い点」79.90%があげられ、「過去に運用規制が多く、運用に対する自由度が少なかった点」57.28%の回答を上回っている。

（３）投資方針上の保守的な規制も、「安全資産」として考えられてきた債券のなかでも、多様な信用リスクの債券への投資を阻害していると言える。年金資金運用基金⁽⁴⁰⁾は、国内債券については、BBB格以上の格付⁽⁴¹⁾を得ている銘柄とし、外国債券については、AA格以上の格付を得ている銘柄とすることとしたうえで、格付機関のいずれかにより取得後にいずれの格付機関による格付もAA格未満となった債券については、発行体の債務不履行リスクなどに十分留意した上で、売却などの手段を講じることを規定している。

（４）ベンチマークを目標にするパッシブ運用の影響との指摘もある⁽⁴²⁾。ベンチマークは市場規模を基準にするため、たとえば、日本国債の発行が増えれば、そのウェイトが高まり、それに従い投資のアロケーションも増大する。

厚生年金と国民年金の積立金の運用を担う年金資金運用基金のパッシブ運用のウェイト⁽⁴³⁾は2003年3月末で、国内債券の61.36%、外国債券の76.85%となっている。株式でも外国株式のパッシブ比率（79.03%）で、国内株式の70.84%を上回っていることから、国内投資家にとって、情報の非対称性が大きい外国資産の方がパッシブ採用の割合が高い傾向が、債券、株式とも見られる。

（５）1980年代までは、債券を中心とする国内主体の運用は安全確実であった。しかし、1990年代以降、低金利、国内株式市場の低迷という運用環境が続いている。低金利下で、期待された国内株式運用も株価低迷が続き、新規の株式投資にも慎重論がでた。年金資金運用基金は2000年度から3年連続で、運用実績⁽⁴⁴⁾がマイナスを記録し、厚生労働省の社会保障審議会年金資金運用分科会⁽⁴⁵⁾では2002年10月から、株式を含む分散投資の是非に関する検討をしたほどである。

3.4 日本のアジア債券投資の現状

日本の投資家にとって、アジア債券は外国債券という分類に含まれ、リスクの高い資産として位置づけられる。為替リスク、ソブリン・リスクなどから、外国債券は、国内債券とは区別されて運用・管理・評価される。また外国債券の中でも、米国債券など先進国の国債と比較す

(39)財務省「わが国機関投資家＜厚生年金基金＞のコーポレートガバナンスに関するアンケート調査結果」
<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk054/zk054sb.pdf>

アンケート送付基金数：1,807基金。回答基金数：1,202基金、返信回答率：66.51%。アンケート実施期間：2001年2月26日-2001年3月12日

(40)年金資金運用基金「管理運用方針」2003年3月28日最終改正、

http://www.gpif.go.jp/nyou/housin_030328.pdf

(41)投資適格債（investment grade）と呼ばれる。

(42)藤巻（2003）、202ページ

(43)年金資金運用基金「平成14年度資金運用業務概況書・参考資料」

<http://www.gpif.go.jp/nyou/nyou14/shiryu14.pdf>

(44)運用報酬、売買手数料および利払い額の控除前の修正総合収益率。『年金情報』2003年8月4日号、14-15ページによる。

(45)社会保障審議会 年金資金運用分科会「株式を含む分散投資の是非に関する意見」2003年3月13日、
<http://www.mhlw.go.jp/shingi/2003/03/s0313-7.html>

表2 日本の居住者の地域別債券投資残高

単位：億円

	1997	構成比	2002	構成比	増減率
合計	971,884	100.0%	1,419,260	100.0%	46.0%
アジア	29,383	3.0%	16,125	1.1%	-45.1%
中国	5,402	0.6%	693	0.0%	-87.2%
香港	3,528	0.4%	1,377	0.1%	-61.0%
インド	1,080	0.1%	190	0.0%	-82.4%
インドネシア	515	0.1%	60	0.0%	-88.3%
韓国	10,656	1.1%	6,562	0.5%	-38.4%
マレーシア	4,532	0.5%	2,186	0.2%	-51.8%
フィリピン	657	0.1%	1,665	0.1%	153.3%
シンガポール	1,011	0.1%	2,626	0.2%	159.8%
台湾	168	0.0%	55	0.0%	-67.3%
タイ	1,805	0.2%	660	0.0%	-63.4%
北米	357,965	36.8%	492,114	34.7%	37.5%
中南米	96,220	9.9%	221,733	15.6%	130.4%
大洋州	39,284	4.0%	24,194	1.7%	-38.4%
西欧	400,902	41.2%	570,819	40.2%	42.4%

注：対外証券投資の地域別は、証券の発行者の国籍別に分類されている。

一方、対内証券投資の地域別は、一部は最終投資家ではなく取引者の国籍別に分類されている。

出所：日本銀行「証券投資等（資産）残高地域別統計」

ると、アジアの多くの国債や社債は、格付け・信用度が低い、つまりデフォルトリスクが相対的に高い資産である。価格変動の実績や予測をしながら、運用ポートフォリオのなかで、限定的なウェイトで投資をすることで全体の資産のリスク管理に当たる。他方、高い利回りや価格変動によるキャピタルゲイン、リスク・プレミアムを期待して投資される。

そこで、次に、日本の投資家のアジア債券投資の現状と、アジア債券市場にとっての日本の投資家のウェイトなどについて見ていくことにする。（表2）

日本銀行の証券投資（資産）残高地域別統計によると、2002年末の対外債券投資は141兆9260億円で、アジア通貨危機前の1997年末に比べて、46.0%増加している。地域別では、西欧

が最も高く57兆819億円で40.2%を占め、北米の49兆2114億円を上回っているものの、単独国としては米国が40兆902億円で、日本にとって最大の債券投資先となっている。アジアは45.1%減の1兆6125億円で構成比は1.1%にとどまる。アジア通貨危機で、為替レートが切り下げられたことや日本の投資家が内外の株式相場の低迷で、リスクをよりとりにくい状況にあったことなどが理由として考えられる。国別では、中国、台湾、香港への債券投資は、株式投資⁽⁴⁶⁾を下回っている。

表3は、2002年のアジア各国・地域の債券、株式、銀行の資産規模とGDP比を示している。9カ国の債券規模は、1兆2446億ドルにのぼり、1995年の3380億ドル⁽⁴⁷⁾の約3倍に増加している。規模的には、中国の4154億ドル、韓国の38

(46)2002年末の対外証券投資の合計は167兆2031億円で、このうち株式投資は15.1%の25兆2771億円。香港3兆845億円、中国1055億円、台湾322億円となっている。

(47)Akhtar, Shamshad,"Asian Financial Markets

Emerging Trends,"presented at The European Banking and Insurance Fair, October 28, 2003, p.11

表3 アジアの金融規模とGDP比(2002年)

単位: 10億ドル、%

	債券		株式		銀行	
	金額	GDP比	金額	GDP比	金額	GDP比
中 国	412.4	33.3	463.1	37.4	2073.3	167.6
香 港	44.6	27.4	463.1	284.1	677.9	415.9
インドネシア	56	32.3	30.1	17.4	114.4	66.0
韓 国	380.9	82.5	215.7	46.7	608.6	131.9
マレーシア	82.7	86.9	122.9	129.1	135.0	141.8
フィリピン	21.9	28.4	18.2	23.6	46.0	59.7
シンガポール	57.6	63.8	101.6	112.5	209.6	232.2
台 湾	141.2	50.2	261.3	92.8	577.0	205.0
タ イ	47.3	37.4	45.4	35.9	136.8	108.2
合 計	1244.6	46.0	1721.2	63.6	4578.4	169.2

原資料: BIS; Deutsche Bank; IFS; World Bank; and World Federation of Stock Markets.
 出所: ADB, Harmonization of Bond Market Rules and Regulations, Manila, ADB, August 2003, p.6

09億ドルが上位に並び、この2カ国でアジア9カ国全体の64.0%を占める。GDP比では、マレーシアの86.9%、韓国の82.5%が目立ち、債券の重要性が高まっている一端がうかがえる。株式の規模を上回っているのは、韓国、台湾、タイで、アジア債券市場といっても各国の金融構造にばらつきがあることがわかるだろう。

先に見た日本の対外債券投資とアジアの債券の規模と比べると、日本の投資家の位置づけを相対的に理解するのに役立つ。2002年のアジアの債券発行残高に対する日本の債券投資残高⁽⁴⁸⁾の割合を比較すると、フィリピンで6.1%、シンガポールで3.6%、香港で2.5%、マレーシアで2.1%、韓国1.4%、タイ1.1%などとなる。

さて、2002年末の日本の投資家のアジア債券投資残高は1兆6125億円だった。これは、まだアジア債券の割合は低いようにも見えるが、アジア・太平洋中央銀行役員会議(EMEAP)が創設したアジア・ボンド・ファンド(ABF)の10億ドルの10倍超の規模である。また、アジアの債券規模と比べると、フィリピンの6.1%

を最高にすでに一定の寄与をしていることがわかる。

アジアの国債に対する格付け(ソブリン・レーティング)は、アジア通貨危機後、格下げが相次いだ。その後、格上げの方向性も見られるものの、通貨危機前より改善しているのは、ムーディーズベースで、中国、香港、シンガポールの3カ国にとどまっている。投資適格はムーディーズでBaa、S & PでBBB以上の格付けを有している債券である。インド、インドネシア、フィリピンを除いて、この水準はクリアしている。ただし、日本の年金資金運用基金のように、外国債券にはAa/AA格以上のように国内債券より高い格付けを投資基準にすると、台湾、シンガポールしか投資対象とならないことになる。こうした現状からは、日本のアジア債券保有には、通貨危機前に購入し保有を続けている債券が相当含まれている可能性を示唆している。

格付け会社には、社債の格付けは、その本社がある国の国債格付けを超えられない原則、カントリー・シーリングがあるため、マクロ経済

(48)表2の日本の居住者の債券投資残高を1ドル=125.4

円で換算。

面の回復、財政健全化が、債券投資促進の大前提となる。そのうえで、日本からの投資促進のためにも、地域レベルで検討されているように、信用保証の供与は効果的な政策になりうるだろう。

格付けは2大格付け会社でも格付けレベル格付け変更のタイミングが微妙に異なる。しかし、この違いがアクティブ運用では、投資の付加価値を産む機会ともなる。格付けはあくまで参考資料のひとつで、機関投資家または機関投資家から委託された資産運用会社が、独自の調査体制を持ち、割安の銘柄を選択することができれば、収益源となるのである。ただ、地域の格付け⁽⁴⁹⁾の育成や情報発信のメカニズムの構築が、投資促進にとって優先的検討課題と考えているわけではない。債券発行が増え、リスクを取る投資家が増加すれば、そうした投資サービスは民間主体に整備されると考えているからである。Rhee (2003)⁽⁵⁰⁾も指摘していたように、地域の主体性に拘りすぎる市場整備は、コストや時間がかかり、債券市場育成という本来の目的をかえって損なう危険性さえあると考える。

いずれにしろ、各国のマクロ経済や金融構造、金融進化などに違いがあり、初期レベルの段階では、地域一律の債券市場整備ではなく、その国に応じた発展段階を踏んでいくことが肝要であろう。

3.5 欧州市場の統合後の変化とアジア

通貨統合を果たした欧州は、これから10年、20年単位で、債券市場の育成を進めるアジアに対しても、多くの示唆を与えてくれるだろう。

欧州大陸諸国は米国・英国に比べ、総じて金融構造のなかで直接金融・資本市場のウエイトが低いとされてきた⁽⁵¹⁾。このうち債券市場は、国債など公社債が中心で、社債の発行は低調で、民間企業による資金調達場としては活発に利用されてこなかった。

欧州の資本市場からの民間企業の資金調達コストが、銀行融資と比べても高く、しかも大企業であっても同族企業や非公開企業が多く、一般に財務・経営などの情報開示に消極的であり、企業経営や企業統治に関するアウトサイダーの介入を望んではいなかったとされる。一方、投資家の立場からは、国債や銀行預金といった安全な金融商品が存在し、十分な利回りや利子を確保できるのに、情報開示が不十分で不透明、かつリスクの高い金融商品にあえて投資する誘引は存在しなかった⁽⁵²⁾とされている。

こうした指摘は、日本をはじめとするアジアの現状と共通する点が多い。

そして、ユーロ導入後に誕生したユーロ建債券市場における特徴は、非金融企業による社債発行の増大⁽⁵³⁾であるという。ユーロ参加の条件に財政規律があるため、国債発行が減少したことやユーロ導入によって、ユーロ域内規模での投資家層の厚みなどが背景として指摘⁽⁵⁴⁾さ

(49)米国の2大格付け会社は1世紀にわたる歴史を有し、世界の債券投資家の認知度が高く、グローバルに相对比较を可能とすることが特徴である。このため、これら格付け会社の出身者が、資産運用会社などの調査業務で重用される傾向も見られる。格付けの歴史については、黒沢義孝「「格付け」の思想：リスクのない社会とリスク社会」大阪市立大学経済研究所、中尾茂夫『金融グローバリズム』東京大学出版会、2001年や榎香月子「アメリカにおける格付けの発展—1910～30年代」『経営研究』、第52巻3号、2001年が詳しい。

(50)Rhee, Ghon, "The Structure and Characteristics of

East Asian Bond Markets," PECC Finance Forum, July 8-9, 2003

(51)欧州証券市場については、星野郁「ユーロ域の企業金融構造の現状と展望」岩田健治『ユーロとEUの金融システム』日本経済評論社、2003年、日本証券経済研究所『図説ヨーロッパの証券市場2000年版』、2000年による。

(52)星野(2003)283ページ

(53)星野(2003)287-289ページ

(54)星野(2003)287-289ページ

れている。

日本の投資家も投資に対して保守的な現状が、将来にわたって固定的なものと考えする必要はないことを欧州市場の変化から読み取ることも可能だろう。

事実、日本の投資家の保守性にも変化の兆しがないわけではない。長期にわたる運用低下や不況の長期化は、金融資産の減少につながり、この運用環境の悪化という要因から、リスクフリーの資産選択から、リスク管理を伴う資産選択へ移行する動きも見られるようになった。個人投資家はMMFの元本割れ後、日本の国債や債券より利回りが高く価格変動が高い世界の債券で運用する投資信託⁽⁵⁵⁾に資金をシフトさせている。

また、年金資金運用基金⁽⁵⁶⁾は、2002年度末で、国内債券87%のポートフォリオを2008年度末には、68%に下げて、国内株式を5%から12%へ、外国株式を3%から8%へ、そして外国債券を2%から7%へそれぞれ引き上げることを目標にしている。

こうした投資ウェイトの変更の過程で、リスク・リターンを吟味し、運用方針、運用体制、さらに機関投資家の情報開示の促進なども検討し、アジアなど先進国以外の債券投資の拡大も考慮に値することだろう。

4. 結語：まとめと展望

第2節で、アジア債券市場の議論を投資家の視野に、発展の基本的方向性によって整理した。第3節では、日本が世界2位の債券投資実績を

持ち、債券投資のウェイトが2002年で55%と主要先進10カ国で1位になるなど、債券を選好している顕著な傾向を示すとともに、その債券を選ぶ背景として、年金基金をはじめとして日本の投資家の保守性を示した。また、日本の外国債券投資のなかではアジア債券のウェイトは低いものの、アジアの小規模な市場に比べると、日本におけるウェイトよりはある程度高まることも分かった。また、アジアのなかで、債券や株式の相対的規模や債券格付けにみられるようにマクロの経済・金融環境が大きく異なることも示した。

また、欧州市場がユーロ導入後、社債発行が増大し、ユーロ域内規模で投資家層が拡大する変化があり、日本の投資家も国内低金利、景気低迷が続き、リスクを求める兆しも出てきたことを紹介した。

アジア債券市場の育成に対する日本の投資家の現在の課題は、リスクフリーの「安全資産」と考えられてきた国内債券中心の運用と言える。しかし、こうした保守性にも変化の兆しが見られ、十分なリスク管理をしながら投資先、投資対象を拡大する過程で、当然、アジア債券への投資も拡大することが期待できるだろう。巨大な日本の投資家にとって、若干のウェイトの変化も、相対的に小規模なアジア債券市場にとっては、大きなインパクトを与えることだろう。

また、アジア各国のマクロ経済、金融構造などの違いからは、地域一律の政策は必要最小限とし、その国に応じた段階、優先課題を吟味して債券市場の育成を進めていくことが重要だと考える。

(55)『日本経済新聞』夕刊、2003年3月25日によると、2002年2月末の毎月分配型の純資産残高は3兆349億円と、個人が保有しているMMF（2兆8847億円）を超えている。

(56)坂口臨時議員提出資料「年金資金の運用について」平成15年第6回経済財政諮問会議、2003年3月25日、<http://www.keizai-shimon.go.jp/2003/0325/0325item7.pdf>

