

# アジア諸国における債券のクロスボーダー取引 阻害要因

2006 年 1 月  
国 際 局  
竹 内 淳 (注1)

アジア諸国の政府および中央銀行は、近年、自国通貨建て債券市場（以下、国内債券市場）の育成に向けて積極的に取り組んでいる。

EMEAP<sup>(注2)</sup>の中央銀行は、アジアの債券に共同で投資し、運用を行う「アジアボンドファンド（Asia Bond Fund、ABF）」プロジェクトを開始し、投資家の視点（需要サイド）からの市場改革を進めている<sup>(注3)</sup>。

また、ASEAN10カ国に日本、中国、韓国を加えたASEAN+3の財務省および中央銀行は、「アジア債券市場育成イニシアチブ（Asian Bond Markets Initiative、ABMI）」のもとで、証券化、信用保証、格付機関、為替・資本規制、証券決済といった各分野における規制・インフラの改善に取り組んでいる。

ABFとABMIは、相互に補完的なプロジェクトであり、日本銀行はその双方に積極的に参画している。本稿では、ABMIの作業の中で、

本行がマレーシア中央銀行と共同で調査を行ったアジア諸国における債券のクロスボーダー取引阻害要因に関する報告書（“Study of Impediments to Cross-border Bond Investment and Issuance in Asian Countries”<sup>(注4)</sup>）の要旨を紹介する。

## 1. 経緯・問題意識

アジアのすべての国において、外国人（非居住者）の市場参加は、投資家としても発行体としても、極めて限定的である（次掲表参照）。しかし、外国人の参入は、市場参加者層の拡大をもたらし、市場の流動性・安定性の向上に繋がり得る。また、外国人が、参入先の市場について様々な注文を付けることは、規制改革・市場インフラ向上に関して多様な視点を提供するものでもある。

(注1) アジア金融協力センター兼国際機関・会議担当（現フランクフルト事務所、atsushi.takeuchi@boj.or.jp）。本稿における意見等は、全て筆者の個人的な見解によるものであり、日本銀行および国際局の公式見解ではない。

(注2) 正式名称は、東アジア・オセアニア中央銀行役員会議（Executives' Meeting of East Asia - Pacific Central Banks、EMEAP<エミアップと呼称される>）。EMEAPは東アジア・オセアニア地域の中央銀行間協力を目的としたフォーラムであり、日本銀行の提案のもと、1991年に創設された。参加メンバーは、オーストラリア、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイの11ヶ国・地域の中央銀行・通貨当局である。

(注3) アジアボンドファンドの内容およびその具体的な意義については、「アジアの債券市場育成とアジアボンドファンド」（国際局 竹内淳、『日本銀行調査季報』2005年秋（10月）号および日本銀行ホームページ<<http://www.boj.or.jp/>>に掲載）を参照。

(注4) 本書は、日本政府の資金により創設され、アジア開発銀行が運営・管理を行っている“Asian Bonds Online Website（<http://www.asianbondsonline.adb.org>）”より、ダウンロード可能。

## (参考) 国債の保有者構造

2004年9月時点、%

	金融機関	政府	中央銀行	個人	外国人	その他
中国	82.5	n.a.	14.6	n.a.	0.4	2.5
香港	84.7	0.3	0.5	n.a.	n.a.	14.5
インドネシア	97.6	0.0	0.0	0.1	1.7	0.6
韓国	91.6	0.0	1.6	n.a.	0.8	6.6
マレーシア	13.4	n.a.	0.0	n.a.	1.0	85.5
フィリピン	55.3	5.3	6.2	n.a.	n.a.	33.1
シンガポール	66.6	0.5	9.8	0.2	3.2	19.6
タイ	73.0	0.0	6.0	14.0	2.0	5.0
日本	37.1	40.2	14.5	3.0	4.0	1.2
(参考)						
オーストラリア	18.2	12.0	7.2	n.a.	49.7	12.9
ニュージーランド	29.6	12.9	15.9	2.3	39.0	0.3

(出所) Nishihara (2005) (注5)

そうした問題意識を背景に、日本銀行は2004年7月、マレーシア中銀と共同で、上記ABMIの枠組みの中で、アジア諸国におけるクロスボーダー債券取引に関して、市場参加者に対するアンケート形式のサーベイを実施した（その後、市場参加者に適宜の聞き取り調査を行った）。対象とした市場は、ASEAN5カ国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）と、日本、中国、韓国および香港。46の金融機関、業界団体から回答を得た。

同サーベイは、クロスボーダー債券取引を阻害する制度的、構造的な要因を特定化することを狙ったものである。そうした阻害要因が規制に起因する場合、規制導入当初の目的が果たして現在も有効であるのか、メリットとデメリットを比較考量して規制が必要であるのか、など

を規制当局が判断するうえで、その材料を提供するものでもある。

各国国内市場への外国人の参加が、極めて限定的である現状下では、市場参加者の認識にも多くの誤りがある可能性が高い（本報告書では、知り得る限り、事実関係は訂正したが、それでもなお誤りが残されていると思われる点には留意が必要である）。そのことは、サーベイへの回答内容がしばしば一貫性に欠けていることから明らかである。また、現在、認識されていない問題点も潜在的には多く存在するものと見られる。本サーベイには、そうした認識のギャップを浮かび上がらせることで、公的部門と民間部門の対話の糸口を提供するという趣旨も込められている。

(注5) 引用の原典および表に対する注記は、脚注4に掲げた報告書本書を参照。

以下では、同サーベイの結果を踏まえて、アジアの債券市場の状況を概観する。

## 2. 調査報告の内容

本サーベイは、外国人投資家による国内債券への投資、国内投資家による外国債券への投資、外国発行体による国内債券の発行、国内発行体による外国債券の発行、の4つの領域を対象としたが、以下では、アジアの自国通貨建て債券市場の発展に特に関連性が高いと見られる第一と第三の領域につき述べる。

### (1) 外国人投資家による国内債券への投資 ＜資本・為替規制＞

資本・為替規制は、海外からの当該国の金融市場へのアクセスを直接コントロールするものであり、クロスボーダー債券取引に与える影響は甚大である。アジア諸国では、1997～1998年の通貨危機の後に様々な資本規制を適用し、それらが現在でも数多く残存している。

まず、外国人投資家が国内債券（債券ファンド）を取得することが認められているかどうか、そして取得した債券を自由に売買し、元本および利益を海外に持ち出すことが出来るかという点をみると、サーベイ結果は、多くの国がこれを認めるうえで規制を適用していることを示している。

中国では、2002年12月の適格外国機関投資家（Qualified Foreign Institutional Investor、QFII）制度の開始は、金融自由化という面で重要な第一歩となったことは疑いの余地はない。しかし、QFII制度を利用して中国へ債券投資を行うことには、実務上、幾つもの困難が存在する。QFIIは、中国国内の金融機関に人民元を扱

う特別口座を開設し、国内証券会社（一社に限定）を通じて取引を行う必要がある。また、投資した資金およびその収益を国外に持ち出すことは、クローズエンド型で設立後3年間、その他の型で同1年間、禁止されている（更に、都度、外貨管理局の許可が必要である）。また、債券への投資を行う場合、取引の大半を占めるインターバンク市場へのアクセスが認められていない（証券取引所経由のみで取引が可能）。

日本は、サーベイ実施時点（2004年7月）では、物価連動国債を購入出来る外国人投資家に制限が存在したが、2005年4月の規則改正により、定められた条件を満たす全ての外国人投資家がこれを購入可能となった。

韓国では、外国人投資家が国内金融市場に参加するためには、「投資登録証（Investment Registration Certificate、IRC）」を金融監督院（Financial Supervisory Service、FSS）から取得する必要がある。なお、外国人投資家は、OTC市場に直接参加することが許されていない。

フィリピンについては、国内銀行と為替取引を実施し、海外への送金を行う場合、事前に中央銀行に登録したうえで、取引の証跡（契約書等）を提示しなければならないことが、事務手続き上煩瑣である旨指摘されている。

シンガポールでは、現地通貨建ての収益は、すべて外貨に交換したうえでのみ持ち出しが可能であるが、この点については、市場参加者にとっては実務上、大きな問題はないと認識されている模様である。

外国人投資家が、国内市場に投資を行う場合、国内金融機関から自由かつタイムリーに融資などの信用供与を得られるか、ということも投資を行ううえでは重要な要素である。この点は、

香港、日本を除くすべての市場で、何らかの規制が存在することが確認された。

### <課税>

課税は、投資から得られた利益を減殺し、更に納税に関する事務負担コストも増加させるという意味で、一般に投資判断に大きな影響を与えるものである。

すべてのG7諸国は、外国人投資家に対して、国債の利子の源泉徴収に係る課税を免除しているが、アジア諸国では、多くの国が、引続きこれを課している。但し2004年9月には、マレーシアが、そして2005年1月にはタイが、免税に踏み切るなど、改革に向けた積極的な動きが見られている。日本においても、「極めて複雑」との評判を受けていた非課税措置の申請手続きが、2005年4月より大幅に簡素化されている。

なお、サーベイでは、特に本項目について、寄せられた回答が多くの場合で一貫性に欠けるなどしており、市場参加者の理解の低さが際立っていた。

### <規制の透明性>

国内の諸規制に必ずしも精通していない外国人投資家にとって、規制の透明性、明確性は、非常に重要である。

サーベイ結果を見ると、多くのアジア諸国で、この点について明らかに努力が不足していることが窺われる。

日本について、市場参加者は、基本的な法律・規則の英語訳が提供されることが望ましいと指摘したほか、税務当局への質問が、回答が得られるまでに時間がかかり過ぎるとの声も聞かれた。

マレーシア、タイでも、規制（税を含む）に

関する質問が、「ときに当局間をたらい回しにされる」との指摘があった。

中国については、当局によるQFIIへのライセンス付与の審査基準が透明ではないとの意見が聞かれた。

この間、ASEAN+3の財務省および中央銀行は、アジアの債券市場に関するワンストップ情報センターを提供すべく、2004年5月に、「アジアボンドオンライン・ウェブサイト(Asian Bonds Online Website)」を開設した。同ウェブサイトでは、各国の規制についても包括的に情報提供を行っているほか、外国人投資家がメンバー諸国の債券を買うためのクイック・ガイドも掲載している。こうした取組みが、各国規制の透明性向上に繋がることが期待される場所である。

### <ヘッジ手段のアベイラビリティ>

債券への投資を行う際には、金利リスク、為替リスク、クレジットリスクといった各種リスクをどの程度許容し得るかは、投資家によって異なる。リスクをヘッジ・限定するためのデリバティブ市場は、国内債券市場を知悉していない外国人投資家にとって、クロスボーダー債券投資を行ううえで重要な役割を果たす。

多くのアジア諸国では、アジア通貨危機以降、資本・為替規制が強化される中で、オンショアの為替デリバティブ市場が姿を消すこととなった。その後、多くの国では、オンショアの為替フォワード市場、スワップ市場は、規制緩和を受けて徐々に再開されているが、期間やコストに加えて、取引の流動性といった面で、引続き制約が存在するとされる（例えば、フィリピンについて、具体的な指摘があった）。

タイについては、外国人投資家が国内金融機関と為替のヘッジ取引を行う場合、現物の債券取引の証跡（契約書など）を提示する義務があり、その煩瑣さがヘッジ取引を困難にしているとの指摘があった。

#### <債券の清算・決済>

ペーパーレス決済、DVP（Delivery Versus Payment）、決済サイクルの短縮、という決済リスク削減の観点から望ましいとされる点について、アジアの証券決済システムは、比較的、良く整備されている状況にある。

そうした中、市場参加者の各国証券清算・決済システムの信頼性、効率性に対する評価も概ね良好であり、この分野がクロスボーダーの債券投資を阻害しているとの声は殆ど聞かれなかった。

但し、韓国については、債券決済を行うためには、投資家一人毎に決済用の口座を韓国証券保管機関（Korea Securities Depository、KSD）に開設する必要がある（いわゆるオムニバス口座が認められない）ため、グローバル・カस्टディアン（およびその顧客である外国人投資家）を締め出すことに繋がっているとの批判が聞かれた。

タイでは、国債についてはDVPが実現している反面、社債は一部、非DVPベースでの決済が残っていることが指摘された。因みにタイでは現在、中央銀行が運営する国債決済システムと、タイ証券保管会社（Thai Securities Depository Company Limited、TSDC）による社債の決済システムの統合に向けた作業が推進されている。

#### <取引価格の透明性およびアベイラビリティ>

外国人投資家にとっては、自らの取引価格がフェアなものであるのかを検証するために、透明な価格が入手可能であることが重要である。

アジアの多くの市場では、価格情報は、概ね問題なく入手可能であるとの認識が一般的であるが、特に、取引前の気配値について、市場の流動性の低さを映じて、実際の取引価格と大きく乖離することが多い（正確性に欠ける）との指摘も聞かれた（多くの国で共通の問題である）。

こうした問題に対処するために、幾つかの国では、電子取引システムが構築されている。フィリピンでは、2005年3月、電子債券取引所が創設され、国債に関するディーラー間取引を開始している。タイは、TDSC（上記参照）と電子債券取引所の取引システムを統合する計画が進行中である。更に、インドネシアでも、スラバヤ証券取引所が、社債を対象とした債券取引システム（Fixed Income Trading System、FITS）をスタートさせている。

この間、実際に取引が成立した価格の情報については、多くの市場において、市場参加者に報告集中を求めることで、透明性の向上が図られている。タイでは、民間市場参加者により共同で設立されたタイ債券ディーリングセンター（Thai Bond Dealing Center、TBDC）に対して全ての取引価格情報が集められ、同センターは毎日、債券の取引価格を公表している。マレーシアでは、中央銀行および証券監督当局（Securities Commission）の定めにより、すべての市場参加者は取引価格を中央銀行が運営する債券情報開示システム（Bond Information

Dissemination System、B I D S）に入力する必要がある。B I D Sに記録されたデータは、インターネットおよび専門の情報配信会社によって公表されている。

### ＜投資家保護と情報開示＞

投資家保護および情報開示は、国内投資家向けと外国投資家向けで、同じレベルが確保されることが必要であり、更に国際的なベスト・プラクティスが適用されることが望ましい。

この分野について市場参加者は、多くのアジア市場が概ね良好な水準にあると評価しているが、債務不履行などの具体的な事例が発生して初めて不足が認識される点も多いことには留意が必要である。

中国では、Q F I Iに規定された設立後一定期間の海外送金禁止により、ファンドマネージャーが海外の顧客からの預かり資産を処分する能力を大きく制限する可能性があり、そのことが顧客資産の信託義務（fiduciary duty）を遂行するうえで問題があるとの指摘がある。マレーシア、フィリピン、タイでは、債券発行体に関する情報が限定的であり、アップデートが遅いという指摘がある。また、シンガポールでは、格付を取得している企業の数が少ないという声も聞かれた。

#### （２）外国発行体による国内債券の発行

サーベイ結果に基づけば、外国発行体（一般企業）が国内債券を発行することを直接禁止している国は、中国、タイに限られている模様である。しかし、格付取得、根拠法、発行目論見書の言語、調達した資金の運用手段、調達資金の海外への持出し、といった様々な項目で問題

が存在しており、実際の発行は、香港、シンガポール、日本、韓国以外では、ほぼ皆無である。

香港では、国内で発行される債券の約3分の1が、シンガポールでも、同じく約5分の1が、外国発行体によるものである。サーベイ結果によれば、両地域での発行手続きは円滑であり、調達した資金の使途、運用といった点は基本的に自由である。規制の透明性、ヘッジ手段のアーベイラビリティといった点でも何も問題が指摘されていない。この間、韓国では、外国発行体によるウォン建債券市場であるアリラン債市場の振興に努めているが、これまでのところその規模は限定的である。

最近では、マレーシア、タイ、中国において、資本規制が緩和され、国際金融機関による債券発行が相次いで実施されている。こうした債券は、発行体の格付の高さもあって、外国人投資家の人気を集めている点が注目される。

### 3. 終わりに

今回のサーベイは、アジア諸国の公的当局と市場参加者の対話の始まりに過ぎない。今後、クロスボーダーの債券取引を拡大させていくためには、こうした対話を継続的に深化させることが望まれる。特に公的当局サイドでは、情報の充実が急務である。外国人投資家や発行体は現在、アジア諸国の国内債券市場に関連する情報を得るうえで、グローバル・カストディアンと呼ばれる大手金融機関に依存している。グローバル・カストディアンは、顧客から証券を預かり、管理するうえで、サービスの一環として、当該国の規制、税制等に関する各種情報を顧客に提供するほか、トラブルが発生すればその解決に助力している。こうしたサービスに係るコ

ストは、結局、顧客が負うこととなる。また、提供する情報の正確性についても、必ずしも保証されていない。

この点、各国の公的当局が、規制等の情報の開示を包括的かつタイムリーに実施することの意味は大きい。上述の通り、ASEAN+3では、アジアの債券市場に関する専用のホームページを開設し、情報提供を進めている。加えて、ABMIのフレームワークのもとで2005年5月に設立が決定された「フォーカル会合のサポート・チーム（Ad-hoc Support Team for the Focal Group, ASTFG）」は、「アジアの債券市場の発展に関する情報を収集、共有、公開する」ことをその使命の一つに負っている<sup>(注6)</sup>。こうした情報発信を考えるうえでは、市場参加者が求める情報を的確に把握し、また、彼らの認識に誤りが存在しないか確認する必要があるだろう。

今回のサーベイは、クロスボーダー債券取引を阻害する要因が、実際に幾つも存在することを明らかにした。それぞれの項目は、単独で決定的なものではなくとも、組み合わせることでマイナス効果が大きくなっているものと考えら

れる。したがって、それらの阻害要因を精査し、必要に応じて取り除いていくのは今後の課題である。その際には、国際的なベスト・プラクティスを積極的に採り入れていくことが有益であろう。また、規制の内容によっては、アジア諸国間で調和を図ることも検討されて良いであろう。

最後に、こうした阻害要因の存在にもかかわらず、EMEAPが2005年春に、アジア各国の国内債券に低コストで投資を行うABF2の創設を実現したことを付言したい。ABF2として設立された9つのファンドのうち、「汎アジア債券インデックスファンド（ABF Pan-Asia Bond Index Fund, PAIF）」は、対象となる8つの市場にクロスボーダーで投資を行うファンド（投資信託）である。EMEAPでは、ABF2の組成作業を通じて、規制・インフラ改革を進めたほか、残された課題についても、その解決を目指して関連の当局と連携していく予定である（前掲脚注3参照）。市場参加者からも、クロスボーダー債券取引の活性化に向けて、建設的な意見、提案を期待したい。

（注 6）“ABMI Roadmap”（2005 年 5 月を参照。脚注 4 掲載のホームページより、ダウンロード可能）。