

「アジア債券市場育成について：回顧と展望」

アジア金融システム研究会

1. はじめに

（背景）

日本銀行アジア金融協力センターでは、2008年5月から2009年6月にかけて、以下のメンバーからなる研究会を11回に亘って開催した。研究会では、アジアの金融システムを巡る諸問題について、特にアジア債券市場育成に焦点を当てて、研究成果の報告や意見交換を行った。本報告書はこれまでの研究会の活動の成果を纏めたものである¹。

獨協大学	高安 健一
一橋大学	武田 真彦
名古屋市立大学	永野 護
神戸大学	三重野 文晴
日本銀行	長井 滋人（事務局 ² ）

1997年に発生したアジア危機以降、危機に対する反省から現地通貨建て債券市場育成の機運が高まり、域内金融協力の重要な柱としてEMEAP（東アジア・オセアニア中央銀行役員会議）におけるAsian Bond Fund（ABF）やASEAN+3の枠組みにおけるAsian Bond Market Initiatives（ABMI）といったかたちで取組みが進められてきた。アジア危機から10年以上が過ぎ、アジア経済が欧米発の国際金融危機がもたらす負の影響の脅威に晒されている中、これまでの取組みの成果について暫定的な評価を行うことは極めて有意義かつ時宜を得たものと思われる。

本報告書では、①アジア危機以降現地通貨建て債券市場がどの程度発展してきたのか、②アジア危機の再燃を防ぐと共に危機への耐久力を高めるため、「危機対策」として国内債券市場を育成するという当初の狙いはどの程度達成されたのか、という観点から評価を行い、今後の更なる取組みへの含意を考察する。報告書の取り纏めに際しては、従来アジア債券市場育成を巡る議論で見過ごされたり、軽視されてきたような視点や論点について、今後の更なる実証研究が待たれるものも含めて、問題提起することに力を置いた。

アジアは実に多様性に富み、具体的にどの国を議論の対象とするかは重要である。この報

¹ 本稿で示されている意見や評価については、必ずしも日本銀行やアジア金融協力センターの公式見解を示すものではない。

² 事務局メンバー：小池一徳 寺田泰 宮崎順子 吉岡直子 中村路子。

告書では、アジア危機の被害が大きかった経済のうち、データの入手可能性や研究会メンバーの専門性といった観点から、その対象国を主に韓国、タイ、マレーシア、インドネシアの4ヶ国（以下、「アジア4ヶ国」）に絞って議論する。これらの国、特に韓国とその他3ヶ国の間でも経済の発展段階や経済システムの構造の面での差異は大きく、一様に語ることは難しいが、そうした差異を超えて共通するメッセージを見出すことに注力した。

（活動の概要と本稿の構成）

研究会では、現地通貨建て債券市場育成論について、①アジア危機の原因に関するどのような認識に基づいたうえで、②どのような政策効果を狙っていたのかを振り返ることから議論を開始した（第2章「アジア債券市場育成論再訪」）。具体的には、アジア危機の原因とされた①投資ファイナンスの国際資本フローへの依存、②通貨と期間のダブル・ミスマッチ、③銀行一辺倒の金融システム、といった問題を是正するために債券市場育成が効果的であるとする通説について再検討を行った。

こうした規範的な観点からの再検討に続いて、研究会では実際にアジア危機後に現地通貨建て債券市場の発展がどの程度進展し、危機対策としてどのような政策効果をもたらしたかについて、最近の国際金融市場の混乱時の経験も参考にしつつ評価を行った（第3章「アジア債券市場の発展とその効果」）。アジア4ヶ国における社債市場の発展は総じて限定的であり、銀行融資から社債市場への信用仲介ルートシフトは窺われないなど、所期の債券市場育成の目的は十分に達せられていない。一方で、最近の資本フローの変調のエピソードにも示されるように、国際資本市場への統合が一段と進んだ中で資本フローの変調に対する頑健性はアジア危機時と比べて高まっている。これらの背景について考察を行った。

研究会では、社債市場の発展や銀行融資からのシフトが進まない背景についても議論を行った（第4章「社債市場伸び悩みの背景」）。この際、特に「企業サイドに長期資金調達ニーズがどの程度存在するか」という観点から、投資水準などアジア4ヶ国のマクロ経済環境や産業構造の変化といった実体経済面に焦点をあてて議論を行った。それに加えて、東アジアの企業の資金調達手段に関する最近の研究に着目し、直接投資を含む株式を通じた資金調達や外資系企業を中心とした内部資本市場からの資金調達が大きな役割を果たしていることが、社債発行や企業向け銀行融資の伸び悩みに寄与している可能性について議論を行った。

こうした議論を踏まえ、研究会では今後の現地通貨建て債券市場育成に向けた地域協力への含意について、①危機対策という観点を超えたより広い意味での債券市場育成の意義、②今後の社債市場発展の展望といった観点から議論した（第5章「今後の取組みへの含意」）。

（主な結論）

本報告書の主な結論を予め示すと以下のとおりである。

- (1) アジア危機への対策としての現地通貨建て債券市場育成論については、危機直後の慌しい状況で短期間に打ち出されたものだけに、その背景にあるアジア危機の原因に関する基本認識や政策効果についての理屈付けといった面で、必ずしも論理が堅牢でなかったり、実証分析による裏付けが十分でないものも含まれる。
- (2) アジア危機以降、韓国、タイ、マレーシア、インドネシアの債券市場は、国債や不胎化目的の中央銀行債などの公債市場は拡大した一方、社債などの民間債券の市場の発展は限定的であった。一方、債券発行に占める自国通貨建ての比率は上昇した。
- (3) このように鍵となる社債市場の発展が進んでいない結果、アジア危機の再発を防ぐという面で現地通貨建て債券市場育成に期待されていた諸効果のうち、①資本フローへの依存からの脱却、②銀行システム一辺倒から社債市場という代替的信用仲介ルートへのシフトという点ではさほど成果が見られていない。
- (4) 一方、通貨と期間のダブル・ミスマッチを含む資本フローの活用の際に際しての様々なリスクの管理については、規制・監督体制の整備などを通じたリスク管理の徹底や為替の柔軟化などのマクロ政策運営の改善により、アジア危機時に比べてかなり向上しているように窺われる。このことが、最近の資本フローの変調の際にも金融危機への懸念の高まりが限定的であったことに寄与していると考えられる。
- (5) 社債市場発展の遅れの原因としては、市場インフラの不備などの社債発行に係る金融面の制約というよりも、発行が可能な大企業からの長期資金の調達ニーズが十分に顕在化していないという実体経済面の制約が大きかった可能性がある。実際、大企業向けの銀行融資も低迷している。その背景としては、マクロの投資水準の伸び悩みや産業構成の変化に加えて、直接投資を含む株式を通じた資金調達や外資系企業を中心とする内部資本市場の活用が果たす役割が大きいことが影響している可能性がある。
- (6) 現地通貨建て債券市場育成は、危機対策としての政策効果ばかりが目立ってきた面があるが、市場による金利形成機能の向上やそれに伴う効率的な資源配分の実現、金融政策のトランスミッション・メカニズムの整備など、より広い意味での意義は引き続き大きい。その点でこれまでの公債市場の規模拡大は評価できるが、市場流動性の向上や投資家の裾野の拡大など流通市場の活性化が引き続き課題である。
- (7) 債券市場育成に向けての地域協力は、これまで主に投資家の掘り起こしや市場インフラ面での障害の除去といった分野で成果を挙げた。今後、経済・産業構造の変化に伴って、従来顕在化していなかった債券発行ニーズが高まってくれば、これまでの地域協力の取組みが社債市場の拡大という成果に繋がっていくことが期待される。

2. アジア債券市場育成論再訪

アジア債券市場育成に向けた取組みの成果について評価を行うためには、そもそも政策意図として何を目指していたのかについて確認することが重要である。債券市場の発展は金融面、実体経済面の双方で実に様々な便益をもたらすが、アジア危機以降に急速に現地通貨建て債券市場育成が地域協力の目玉として注目されたのは、「危機対策」として、危機の再発を回避する、或いは発生した場合の頑健性を高めることが期待されたためである。

(1) なぜアジア債券市場育成か

通貨危機対策としての現地通貨建て債券市場育成の意義を巡る議論には様々なものがあり、論者によって異なるほか、次第に期待される効能の項目が付け加わっていった感がある。そうした議論の推移を振り返り、主な意義を総合的に整理すると、以下の相互に関連する3つの議論に集約することができよう³。

まず第1に、投資の資金調達について資本フローへの依存を是正するという観点が存在する。これは、アジア危機の背景について、域内の投資のファイナンスが国際資本フローへ依存することとなったために資本フローの変調が生じた際に危機に陥り易くなったという理解に基づいたものである。それに加えて、そもそもアジア地域は豊富な貯蓄があるにも関わらず、国内に適切な投資対象がないために欧米の金融市場へ流れ、投機的な資本フローとして戻ってきてしまうという皮肉な状況になっているという認識も存在する。そのため、国内通貨建て債券市場が発展すれば、それを通じて域内の豊富な貯蓄が域内で直接的に投資されるとし、「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」⁴という標語がよく用いられた。

第2の議論は、現地通貨建て債券市場の発展は、海外からの資本フローを国内の投資機会に繋ぐ際に生じていた所謂「ダブル・ミスマッチ」の解消に繋がるというものである。吉富（1998）や Lane et al.（1999）などが議論するように、海外からの短期外貨建て資金（多くは銀行による国際的貸付）が国内で長期の現地通貨建て貸出に用いられていたために、通貨と期間のダブル・ミスマッチが生じていたことがアジア危機の原因のひとつとするものである。

第3に、銀行一辺倒から資本市場も相応の役割を果たす twin-engines のシステムへの転換という議論がある。まず、危機発生後の頑健性という点から、銀行システムが毀損しても、

³ アジア通貨危機との関連でアジア債券市場育成を議論したものとしては、最近では小川編（2009）がある。

⁴ ASEAN+3、「アジア債券市場育成イニシアティブに関する議長プレスリリース」2003年8月7日。

スペアタイヤとして社債市場などの資本市場が発達していれば、信用仲介機能は然程低下しないで済むと主張された。これに加えて、アジア危機の背景のひとつとして、財閥系の銀行を中心に政府も関与する所謂 *crony capitalism* 論に代表されるような状況があるとす
る議論も展開され、資本市場を通じたオープンな資金調達を通じて、より透明性が高く、
アカウントビリティの高いコーポレート・ガバナンスを育てることが危機の再来を防ぐと
主張された。例えば、Yoshitomi and Shirai (2006)は、企業の情報の非対称性を解消する
ための手段として銀行による融資と社債市場での調達を比較したうえで、①政府の金融資
源配分への介入、②不十分な銀行監督・規制、③家族経営の多い財閥の影響力が強い銀行
の資本構造などにより、東アジアでは銀行による情報生産と企業のモニタリングがうまく
機能していないとし、社債市場育成の必要性を主張した。

以下では、上記のアジア債券市場育成の意義に関する議論のそれぞれについて、①そも
そもアジア危機の原因となる問題であったのか（危機の背景認識）、②現地通貨建て債券市場
の発展はそうした問題点の是正に役立つものなのか（政策効果の評価）、という二つの観点
から批判的に再検証を行う。

（２）投資ファイナンスの資本フローへの依存

（資本フローへの依存は問題か）

アジア危機の再発を防ぐために投資ファイナンスの資本フローへの依存を是正すべきとい
う主張はデリケートな議論である。資本フローの有効活用は資源配分の効率化や成長促進
という観点から重要であり、安定性の観点からこれを制限することは経済厚生を低下させ
る可能性がある。また、資本フローへの依存からの脱却という議論に関しては、そもそも
アジア危機の原因について、資本フローへの依存が本質的問題ではなく、後述するダブル・
ミスマッチの問題など資本フローを活用する際のリスク管理が不適當であったのではない
かという議論が存在する。

そういう意味で、真に目指すべきは、債券市場育成でこれまで存在しなかった投資資産を
作り出すことで信用仲介ルートを選択肢を増やし、国内の豊富な貯蓄がより効率的に投資
されることである。この場合、目指すべきはアジア地域の投資家に新たな域内投資機会を
作り出すことであって、資本フローへの依存度の低下自身は目標ではない。

「アジアにおける貯蓄をアジアに対する投資へとよりよく活用する」という考え方も留意
が必要である。資本フローの源がアジア域内の投資家であっても、非居住者であり、為替
取引を伴う資本フローである限りにおいて投資の引き揚げに伴う為替の下落などのリスク
はなくなる。そういう意味で、アジア域内の外国人投資家と域外の投資家を区別する
意味については、より厳密な議論が必要である。両者を区別する意味としては、①欧米な
どの域外の投資家だけに依存せず、投資家が地域的に分散していることは、相対的に資本
フローを安定化させる、②域内の投資家の方は域内の金融経済情勢により正確な知識を持

ち、根拠のない理由で herding 的に売り逃げに走るリスクは小さい、③時差がない点において地域内での資本フローの方が決済リスクは小さいといった議論は可能かもしれないが、その妥当性については実証分析を含む更なる検討を行わなければならない。

(債券市場発展のもたらす効果)

政策効果という観点からは、現地通貨建て債券市場の発展は、必ずしも投資の資金調達面での資本フローへの依存度を低下させるとは限らない。たとえ社債市場が拡大しても、海外投資家が購入する限り資本フローへの依存に変化はなく、むしろ海外投資家が購入し易くなって依存度を高めてしまう可能性がある。また、仮に自国通貨建て債券の発行が増加して国内の貯蓄が国内の投資機会に結びつく機会が増えたとしても、その分銀行を經由した国内金融仲介が減少していれば効果はネットアウトしてしまう。このように考えると、資本フローへの依存度低下の観点から債券市場の発展を目指すとの議論には疑問が残る。

(3) ダブル・ミスマッチ論

(ダブル・ミスマッチは存在したか)

アジア危機の原因としては、資本フローへの依存そのものよりも、ダブル・ミスマッチ論に代表される資本フローを活用する際のリスク管理に本質的な問題があったとの議論も多く聞かれる。ただ、実際にどの部門において、どのようなかたちで通貨と期間のミスマッチが存在したのかについての実証研究は必ずしも十分ではない。アジア債券市場育成を肯定的に捉える様々な論文や文献も、殆どが「所謂ダブル・ミスマッチ」という表現で、問題の存在を自明のこととし、実証的な裏付けなしで議論を展開しているのが実情である。こうした実証分析の乏しさの背景のひとつには、企業などのミクロのバランスシートに関するデータに関する制約があると思われる。

ダブル・ミスマッチについては、アジア危機時に海外からの短期の借入れが大きかったことは事実であり、そのロール・オーバーが困難化したことが危機を惹起したことは間違いない。一方で、果たして「ミスマッチ」という言葉が示すように資産サイドのマチュリティが問題とされるほど長期であったのかは、必ずしも明確でない。実際、タイやインドネシア、マレーシアの企業は、長期の設備投資資金を、それほどには銀行借入によってファイナンスしてきた訳ではないという指摘もある⁵。また、タイにおいては、中央銀行が銀行に対してネット外貨ポジションを自己資本の一定割合にとどめるように規制をしていたこともあり、アジア危機時において短期の外貨資金を調達していたのは非銀行民間部門であった。そうであれば、少なくとも銀行部門に限って言えば、資産と負債のミスマッチは期間、通貨ともにさほど大きくなかった可能性がある。

金融危機に繋がり易いという意味では、銀行部門のミスマッチがより懸念される。金融シ

⁵ 例えば、三重野（2008、2009）。

システムの安定という観点だけでなく、現在の欧米で懸念が高まっているように、信用仲介機能を持つ銀行システムの動揺は、貸し渋りや貸し剥がしなどのかたちで実体経済活動に悪影響を及ぼし、実体経済の悪化が銀行システムをさらに毀損させるという所謂「負の相乗効果」を通じて危機の発生可能性を高める。ただし、非銀行部門であればミスマッチは問題ではないということにはならない。アジア危機時にタイで銀行システム自身も大きく毀損したのは、非銀行部門が返済能力を喪失した結果、それが銀行部門に信用リスクとして跳ね返ってきたことによるものである。この点を考慮すると、ダブル・ミスマッチの抑制が危機対策として重要であることには変わりがない。

（債券市場発展のもたらす効果）

現地通貨建て債券市場の育成は、ダブル・ミスマッチ解消に寄与するとしても、解決を保証するものではない。確かに企業や銀行が現地通貨建て債券市場で直接資金を調達すれば、その分だけはミスマッチは解消する筋合いである。しかしながら、そうした社債や金融債を発行し易い環境が整備されたとしても、企業や銀行がむしろコスト最小化の観点などから意図的に外貨建てで借入れを行ったり、債券の満期を短期化する可能性は残る。実際、アジア危機前に外貨借りを通じた国内投資が広範に行われたのは、現地通貨建て借入が難しかったからではなく、（擬似）固定相場制の下で外貨借りが安価に見えたことが主因だったと考えられる。こうした問題は、現地通貨建て債券市場育成では解決できず、むしろ民間主体の為替リスクへの配慮を低下させた為替制度に問題があったとみるべきである。

そういう意味では、社債発行を行い易い環境整備はダブル・ミスマッチ解消に貢献する可能性があることは事実としても、銀行や企業がそれを活用して適切なリスク管理に努めるようなインセンティブ付けを行うことが本質的な解決策であると思われる。より具体的には、銀行などに対する規制・監督が徹底されることが重要であるほか、各経済主体が不用意に通貨リスクを採ることを促してしまうようなマクロ経済政策運営についても改善する必要がある。

さらに、短期の外貨借入れから中期の現地通貨建て債券による資金調達にシフトしたとしても、そのことは必ずしも資金の安定性を保証するものではない。理想とされる deep and liquid な債券市場は低コストで売り逃げし易い市場とも言える訳であり、銀行借入れよりも不特定多数の投資家が herding 的行動によって一気に売りに回るリスクも高まる。この場合、企業や銀行が一気に資金繰りに窮することはないとしても、債券価格の暴落（調達金利の上昇）という事態に陥ったり、一時的に市場流動性が枯渇して社債発行が困難になるというリスクは残る。

（４）銀行一辺倒の金融システム

（crony capitalismは危機の原因か）

銀行システム一辺倒の金融システムがアジア危機の原因であったとする議論には、更なる

議論が必要な点がある。ひとつは、危機前のアジア4ヶ国において、実際に銀行システムがどれだけ支配的な役割を果たしていたかという点である。この点については、第4章で社債市場発展の遅れの背景との関連で詳述するが、東アジアでは①直接投資を含めた株式による資金調達への役割が大きいことや②成長の原動力であった輸出型製造業の外資系企業を中心に自己資金や内部資本市場調達への依存度が高いことが知られている。こうした点を踏まえると、銀行が相応の役割を果たしたとしても、その程度については国や時期によって割り引いて考える必要がある。

もうひとつは crony capitalism 論の妥当性である。こうした主張の理論的な支柱となっているのは、Claessens 他 (1998) や World Bank (1998) が展開した「経営者＝支配株主による少数株主（投資家）の「収奪」(expropriation)」という議論である。彼らは、こうした収奪が①負債に本来期待されるガバナンス機能を十分に発揮しない企業グループ内の関係融資のような質の低い負債ファイナンスを促す、②支配株主の私的利益の追求が企業の収益性を損なわせる、といった弊害をもたらしたと論じた。こうした問題を解決するための方策として、株式等の証券市場を通じた資金調達の活性化により、所有の集中を抑制し、投資家・債権者の権利保護を向上させることが必要とされた。

しかしながら、こうした crony capitalism 批判に対しては、その妥当性に疑問を投げ掛ける実証研究も存在する⁶。法制度や会計制度という観点から東アジア諸国の金融制度をみた場合、株主や債権者に対する保護は世界的に見てもむしろ進んだ国が多く、東アジア諸国の金融取引に関連しては、法制度の整備や会計制度の透明性が伝統的に立ち遅れてきたとする crony capitalism 論の示唆するものとは程遠いとの指摘がある。また、株主の上位3位の持ち株比率を国際的に比較した研究⁷では、東アジア9ヶ国の平均はほぼ世界平均に近いとの結果が得られた。その中でも、香港、マレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピンの6ヶ国はフランス系市民法諸国の平均並みの所有構造の集中が観察される一方、日本、韓国、台湾の3ヶ国は世界的にもむしろ所有構造が分散していることがわかり、アジアを一括りにする難しさを示している。

さらに、アジアでは家族所有と経営の分離が進んでいないことが指摘されているが、そのことは直接的に成長の足枷であることや、資源配分の歪みを意味する訳ではない。利害関係者間の調整に伴うエージェンシー・コストの軽減に繋がることも考えられ、実際にアジアで成功している企業に所有と経営の未分離な企業が多いことも事実である。

一口で crony capitalism と言っても、その中における政府、財閥、銀行の役割は国によって区々であるが、そうした実態も十分に議論されてきたとは言い難い。例えば、1990年代半ばまでの韓国の金融制度改革は、規制・監督当局かつ銀行融資の実質的な配分決定者で

⁶ この箇所における crony capitalism 論批判については、福田 (2006) に多くを負っている。

⁷ La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (1998)

ある政府と、制度金融の資金需要者として寡占的存在である財閥との間で展開されていた⁸。この場合、銀行は *crony capitalism* を支えるツールというよりも、政府による金融統制のツールとなっていた。この結果、その後韓国の銀行は民営化され、政府の直接的な統制はなくなっていったが、引続き自律性の欠如という構造問題を抱えていると言われている。

（債券市場発展のもたらす効果）

債券市場が整備されていれば銀行融資に代わる代替的な信用仲介ルート（所謂スペアタイヤ）が存在し、危機時の頑健性が高いという議論は、それ自体異論を挟みにくい。実際、アジア危機前に既に社債市場がかなりのプレゼンスを持っていた韓国では、危機直後に銀行の融資機能が低下した局面で、社債の大量発行による肩代わりが見られ、危機の影響の波及を和らげる役割を果たしたことが知られている⁹。

ただ、こうした *twin-engines* 論については、最近の所謂サブプライム問題によって生じた金融の混乱によって問題提起されたように、銀行システムが毀損して資本市場に問題がない、或いはその逆という「片肺」の状況が本当に存在し得るかという点が論点として存在する。例えば、今次危機の経験を受けて、BOE の Tucker 理事（当時）は講演の中で” It rather overstates the independence of capital markets and banking, as recent developments graphically demonstrate” として、*twin-engines* 論への疑念を呈している¹⁰。

特に銀行優位の傾向が続いてきたアジアにおいては、それからの脱却を目指して今後社債市場が発展するとしても、そのプロセスにおいて銀行の関与は欠かせないと考えられる。実際、タイにおいては、資本市場の発展は銀行の収益機会となっており、債券市場においてタイの銀行はディーラー、引受業者、登録業者としてリストの上位を常に占めている¹¹。そういう意味で、銀行と独立し、銀行システムが揺らいでも健全に機能する信用仲介チャンネルとしての債券市場という考え方は、アジアでは成立が困難である可能性がある。

また、アジアの *crony capitalism* を是正するための債券市場育成という議論については、幾つかの点で留意が必要である。まず第1に、社債の発行が増加したとしても、そのプロセスで企業のディスクロージャーが進まない限りにおいて、コーポレート・ガバナンスの向上は期待出来ない。そういう観点からは、社債発行状況からコーポレート・ガバナンスへの効果を評価する際には、それが公募で行われたのか私募で行われたのかの区別は重要である。また、社債の保有者が一般投資家に広く分布しているか、大口投資家や銀行などに大量保有されていないかも重要な点である。

⁸ 飯島（2007）

⁹ Kim and Park（2002）

¹⁰ Tucker（2007）

¹¹ Nakornthab（2007）

より重要なことに、crony capitalism 批判の理論的な支柱となった Claessens 他が主張しているように、コーポレート・ガバナンスの向上という意味では負債の内訳を銀行融資から社債にシフトさせるよりも、株式の上場などを通じた所有構造の改革が王道である。しかしながら、そうした動きは必ずしも順調に進んでいる訳ではない。寺西・福田・劉 (2007) は、東アジア企業の公開度が先進国に比べて有意に低いことを指摘している¹²。

例えば、タイにおいては 1998 年から公開株式会社法改正の議論が始まり、1999 年半ばまでに取締役の責任の明確化、監査の強化、財務報告書の標準化、会計制度の整備などが精力的に進められた。しかしながら、そうしたディスクロージャー強化を嫌う財閥系企業の動きなどから上場企業数はむしろ減少傾向をみせ始めたため、証券市場改革は次第にディスクロージャーから補助金や税措置を通じた直接的な上場インセンティブに重点をシフトし、2001 年には公開株式会社法改革の取組みも頓挫するなど財閥改革は骨抜きになっていった。

一方、韓国では、企業の公開は他の 3ヶ国と比較して進んでいるが、これは歴史的に政府が財閥に株式発行を促すことでオーナーへの経営支配権集中回避を図ってきた結果である。アジア危機後は、市場を意識した企業金融および企業統治を実施する観点から、大企業では社外取締役が制度化され、会計・監査制度の改変によって財閥企業のグループ内取引にも透明性が確保されるようになった。しかしながら、アジア危機以降の変化としてみると、財閥オーナーの経営支配権維持の姿勢に変化はなく、株式持合い構造は危機前後で大きな変化はみられないとの分析もみられる¹³。

(5) 本章の議論の小括

以上のように、「危機対策」としてのアジア債券市場育成論を改めて振り返った結果、危機直後の慌しい状況の下で短期間に打ち出されたものだけに、アジア危機の原因について実証的な裏付けが不十分な認識に基づいているものや、この問題の解消に債券市場の発展がどのように繋がるかについての論理が必ずしも堅牢でないものも含まれていることがわかる。特に以下のような点は、次章以下でアジア債券市場育成の成果を評価していく際の視点を定めるうえで重要である。

まず、アジア危機の原因として解決すべき問題については、資本フローへの依存度そのものよりも、①結果的に資本フローに依存せざるを得なくなるような投資機会或いは信用仲介チャンネルの不在、②資本フローを活用する際のリスク管理の不徹底を問題とすべきである。また、ダブル・ミスマッチの議論については、期間のミスマッチについての実証分析が乏しい中で、少なくとも銀行部門については資産サイドに問題となるほど長期の債権が存在したのかは必ずしも明確ではない。

¹² 寺西・福田・劉 (2007)

¹³ 飯島 (2007)

銀行一辺倒の金融システムがもたらす弊害という議論については、資本市場が未発達であったことが自明であったとしても、そもそも銀行システムが経済成長を支える信用仲介チャンネルとして果たしていた役割も過大評価されていた可能性がある。さらに、crony capitalism 論などのコーポレート・ガバナンスをアジア危機の原因とする議論は、実証面を中心に議論の余地を多く残している。

上記のような問題点解決に向けて現地通貨建て債券市場育成に期待される政策効果という面では、①国内に投資機会や信用仲介チャンネルを提供するものの、必ずしも資本フローへの依存度低下に繋がるとは限らない、②ダブル・ミスマッチの解消に繋がる環境整備にはなるものの、適切な金融・為替政策や規制・監督体制の整備といった手段による経済主体の適切なリスク管理を促すためのインセンティブ付けがより重要である、③コーポレート・ガバナンス改善という観点からは、社債市場発展が果たす役割は限定的であり、株式の上場などを通じた所有構造の改革が王道である、という点に留意すべきである。

3. アジア債券市場の発展とその効果

本章では、前章で行ったアジア債券市場育成論についての主として規範的な立場からの再検討の結果を踏まえて、実際に債券市場がどの程度発展したのか、そのことがアジア危機の原因となったとされる①投資ファイナンスの資本フローへの依存、②ダブル・ミスマッチ、③銀行一辺倒の金融システムといった問題の是正にどの程度貢献したのかについて現時点での暫定的な評価を試みる。そうした評価に際しては、最近の欧米発の国際金融市場の混乱がもたらした資本フロー変動時の各国の経験も頑健性を確認する試金石として参考になる。

(1) アジア危機後の現地通貨建て債券市場

(公債の動向)

アジア危機後の GDP 比でみた債券市場残高の推移¹⁴をみると、韓国とタイでは国債や中央銀行債券などの公債を中心に拡大してきた(図表1)。韓国では、2001年時点で88%であったものが、2007年時点で110%に増加しているが、公債(27%→49%)の寄与が殆どであり、民間債(61%→62%)は横這いである¹⁵。タイでは、1997年から2007年にかけて11%

¹⁴ アジアにおける債券市場の残高に関するデータには様々なものがあり、必ずしも相互の整合性が採れていなかったり、債券の種類に関する定義が曖昧であったりという問題が存在する。本稿では、特に断りのない限り、アジア開発銀行の提供する Asian Bond Online のデータを基本とし、整合性の許す範囲で各国当局の提供するデータで補足する。

¹⁵ 韓国は Asian Bond Online に2001年より前の時期のデータが存在しない。以前掲載されていた別系列のデータによれば、1997年から2001年にかけて債券市場の規模の GDP 比は53%から93%へと急拡大した。その内訳をみると、公債(11%→27%)も増加したが、民

から 55%まで拡大したが、公債（1%→39%）の寄与が民間債（9%→16%）の寄与より圧倒的に大きい。

一方、マレーシアの債券市場規模は横這いの動きを続け、インドネシアでは危機直後に急拡大した後は減少傾向を辿っている。マレーシアの債券市場は、2000年で既にGDPで75%と相応の規模に達していたが、その後は増減を繰り返しながら2007年にかけて80%前後で横這いの動きを続けた。その内訳をみると、公債（31%→46%）が増加した一方で、民間債（44%→39%）はむしろ幾分減少した¹⁶。インドネシアでは、1997年から2000年にかけて債券市場全体の規模がGDP比2%から37%にまで急拡大したが、その後は漸減傾向にあり、2007年には16%にまで低下した。こうした動きは殆どが公債の動きによるもので、民間債の規模は一貫して1-2%台と極めて低水準で推移している。

これらの国々における公債発行残高の拡大は、アジア危機後の金融システム改革や景気刺激策を映じて財政収支が悪化したことを受けた国債増発が中心となってきたが、より近年ではマレーシア以外の国々で中央銀行債の拡大が目立つ。タイでは、2002年以降は国債市場のGDP比はほぼ横這いであるが、中央銀行債は2.1%から2007年には16.8%にまで急拡大した。韓国では、国債市場の規模も拡大を続けているが、中央銀行債市場も拡大を続け、2005年までは一貫して国債市場を上回る規模を維持した。インドネシアでは、国債市場の規模が2000年のGDP比31.1%をピークに漸減し、2007年には11.2%にまで低下したが、2005年以降の中央銀行債市場の拡大がGDP比でみた公債全体の規模を横這いに維持している。こうした中央銀行債は、資本フロー流入圧力が高まる中で、自国通貨の上昇ペースを緩和するために中央銀行が外国為替介入を行う際に供給される自国通貨建ての流動性を不胎化するために発行されたものである。

（民間債の動向）

アジア4ヶ国のいずれにおいても、社債などの民間債¹⁷市場の拡大は限定的である。タイでは1997年から2007年にかけて民間債市場の規模は緩やかに拡大した(9.2%→16.3%)が、インドネシアの民間債はGDP比でみて1-2%台と極めて低水準で推移している。アジア危機前に一定の発展をみていたマレーシアや韓国の民間債市場も危機後は伸び悩んだ。マレーシアの民間債市場は、2000年時点で既にGDP比で44%という高水準にあったが、その後は横這いないし漸減傾向にある。韓国の民間債市場もアジア危機前に債券市場で圧倒的な

間債（42%→65%）の増加幅がそれを上回っている。

¹⁶ マレーシアはAsian Bond Onlineに2000年以前のデータが存在しない。以前に掲載されていた別系列のデータによれば、GDP比でみた債券市場の規模は1997年（78%）から2000年（80%）にかけて80%前後でほぼ横這いで推移していた。

¹⁷ 以下では、特に断らない限り「民間債」は国営企業の発行する債券を含む。国によっては国営企業の債券が相当規模に上ることには注意が必要である。

シェアを占めていた¹⁸が、その GDP 比でみた規模はアジア危機直後に銀行与信の肩代わりで急拡大して 2001 年に 61.2%に達した後は減少に転じ、2004—2005 年には 50%を切った。その後は金融機関の債券発行が急増して 2007 年には 61.5%にまで回復している。

社債のうち、非金融機関の社債が低迷する一方で、銀行など金融機関の発行する金融債の伸びが際立っているのが韓国である。2001 年以降、非金融機関発行の社債残高は GDP 比でみて半減している（2001 年 50%→2007 年 24%）が、金融債は 3 倍近くになっている（同 15%→39%）。この背景には、銀行の家計や中小企業向けの量的貸出競争が続く中で、預金が伸び悩んだことがある。

一方、他の 3ヶ国では金融債のシェアはそれなりにあるもの、韓国のような急速な拡大はみられない。タイでは金融機関発行分のシェアは 2003 年以降 20—30%で推移している¹⁹。マレーシアでは、アジア危機後は非金融機関の社債が緩やかに拡大する一方で金融債の残高は縮小し、社債に占める金融債のシェアは危機前の 4—5 割という高水準は回復していない。インドネシアでは、社債の規模自身が小さいが、銀行の発行する金融債が半分から 1/3 程度を占めている。

通貨建て別の発行状況を見ると、公債と民間債を併せた全体の外貨建債券比率は、アジア危機以降いずれの国でも低下した。韓国では、1997 年の 24%から低下し、2000 年代には 8—9%という水準で推移した。タイでは、1997 年の 53%から低下を続け、2007 年には 5%まで低下した。マレーシアでは、1997 年の 17%からさほど低下せずに 10%台後半で推移したが、2007 年になって 12%にまで低下した。インドネシアの外貨建債券比率は、1997 年の 70%から急低下し、1999 年以降は一桁台で推移して、2007 年には 11%となっている。

こうした外貨建債券の内訳は不明であるが、民間債のシェアが大きい韓国（2007 年で 56%）やマレーシア（同 46%）、相応に大きいタイ（同 29%）では、公債も民間債も共に外貨建て比率は低下していることは明らかである。一方、民間債のシェアが小さいインドネシア（同 10%）では、外貨建比率の低下が主に公債のみで実現され、民間債ではさほど低下していない可能性はある。

以下では、こうした債券市場の発展状況を踏まえたうえで、それがアジア危機の原因として改善が目指された 3つの問題点、①資本フローへの依存、②ダブル・ミスマッチ、③銀

¹⁸ 良好な財政収支を背景に国債市場残高が小さい中で、銀行保証のついた社債市場の規模は相応に拡大しており、3年ものの社債市場金利が債券市場のベンチマーク金利の役割を果たしていた。

¹⁹ この描写は図表 1 のグラフにおけるタイの金融機関債の民間債に占めるシェアの推移とは一致しない。図表 1 は Asian Bonds Online（BIS ベース）の金融債のデータを用いているが、不自然に小さく、足許で金融債のシェアは 5%を切っているため、Thai Bond Market Association Directory の示すデータに依拠して別途シェアを計算した。

行一辺倒の金融システムの改善に繋がったかどうかについて評価を行う。

(2) 資本フローへの「依存」度は低下したか

(国内に新しい投資機会は生まれたか)

現地通貨建て債券市場育成が資本フローへの依存からの脱却に繋がるという議論については、前章で議論したように、資本フローへの依存度だけをみて、それが高まったか、低下したかという観点で評価を行うのは適切ではない。あくまでも国内に債券という新たな投資機会が創出され、国内の貯蓄が海外に一度向かうことなく、国内の投資を直接ファイナンスするようになったかという観点で評価を行うべきものである。

そういう観点でアジア債券市場の発展状況をみると、公債市場が拡大している一方で、社債などの民間債券市場の拡大は限定的であることから、国内の豊富な貯蓄を国内の投資機会に繋げるという意味では債券市場育成の所期の成果が十分にあがっていると言うことは難しい。国債市場の拡大は国内の投資機会に国内の貯蓄を繋げる効果を持ち得るが、それは見合いとなる財政支出の中身次第である。例えば金融システム再建のための財政発動であれば、それを投資機会として積極的に評価することは難しい。また、近年の公債市場でプレゼンスを高めた不胎化債券の拡大は、増大する資本流入を吸収し、国内金融システムへの影響を中立化するために受身的に拡大したものであり、信用仲介の流れの変化を起動するものではない。

韓国でみられるような金融債の増加を信用仲介の流れの変化という観点からどう評価すべきであろうか。銀行が貸出を金融債の発行で賄っており、国内の投資家が金融債を購入していれば、国内の貯蓄が国内の投資機会に結びついているという意味で、債券市場育成の狙いは果たされているように見える。しかしながら、もしそうした金融債の購入が預金の減少でオフセットされていれば、資本フローへの依存には変化はない。実際、韓国では預金の伸び悩みが観察されており、こうした事象が発生している可能性は排除できない。

(進む国際資本市場への統合)

債券市場の発展状況との因果関係は別にして、アジア危機後の4ヶ国はグロスの資本流入と流出が共に著しく拡大するかたちで、国際資本市場への統合が一段と進展した。アジア危機以降の4ヶ国を巡る国際資本フローの動きをみると、危機直後こそ資本の流出傾向が続いたものの、2002-04年頃から資本流入額が拡大していった(図表2)。こうした大量の資本流入は、ISバランスを映じて経常黒字が拡大する中で発生したことに特徴があり(図表3)、大量の民間資本フローの流出と外貨準備の著しい増加というかたちでリサイクルされたことを示している。

大量の資本流入が発生する中で、銀行部門の海外からの資金調達比率は韓国を除いて高まらなかったため、今回の国際金融市場の混乱で海外からの資金が引き揚げる動きが強まっ

た際にも、企業の資金調達に対する懸念が高まる事態にはならなかった。例外は韓国で、預金が伸び悩む中で銀行部門の量的な貸出競争が続けられたために、銀行の借入れ比率は4割と群を抜いて高い水準に達した。また、海外からの外貨資金調達額も多額に上り、イールドカーブの変化を眺めた債務の短期化を進めていた。このことが、今次国際金融市場の混乱で世界的にドルの流動性が逼迫した際に韓国の資金繰りに関する市場の懸念の高まりを招いた。

4ヶ国のいずれにおいてもポートフォリオ投資というかたちでは資本フローへの依存度は高まった。国際収支統計からみても、4ヶ国に対する公債を中心とした債券や株式向けのポートフォリオ投資の流入がかなりの規模で見られている（前掲図表2）。インドネシアでは、市場流動性の低さや源泉徴収税といった問題があるにも拘わらず、高金利とマクロ政策改善の期待から外国人投資家による国債や中央銀行債の保有比率が高まり、長期金利の動向が世界的なクレジット市場の動向などの影響を大きく受けるようになった。他のアジアの長期債市場では外国人投資家の保有比率の上昇は観察されなかったものの、デリバティブ取引などを通じたエクスポージャーが増大していたことが指摘されている²⁰。既述のように自国通貨建て債券の比率が上昇しているが、海外投資家の中には通貨上昇による利益も狙って為替リスクを取る動きもみられた。アジア危機前には外貨建て貸付が大半であったことを思い返せば、投資姿勢の変化が窺われる。

ポートフォリオ投資というかたちでの資本フローへの依存は、資本フローが国内の信用仲介プロセスに密接にリンクしていなかったが故に今次国際金融市場の混乱の影響も限定的なものにした。今次危機の中での資本フローの変調は、株価や債券相場の下落、それに伴う為替の下落というかたちで4ヶ国に大きな影響を与えた。特に韓国の場合には、それまでに長期に亘って大量の資本流入が蓄積していただけに、ショックのマグニチュードが特に大きかった。ただし、そうした市場の混乱にも拘わらず、銀行部門の安定性が維持されていたことに加え、社債市場を通じた企業の資金調達が限定的で、その中で社債への外国人のエクスポージャーも小さかったことから、企業の資金調達が深刻な影響を受ける事態にはならなかった。

（3）ダブル・ミスマッチは解消したか

前章で議論したように、アジア危機の原因としては資本フローへの依存自体もさることながら、その活用の際にリスク管理が不適切であり、ダブル・ミスマッチといった脆弱性を生んでしまったことに本質的な問題がある。こうした資本フロー活用の際のリスク管理の問題は、アジア危機以降かなり解消されたように窺われる。アジア危機以降、資本フローの流入と流出の双方が規模の面で著しく拡大し、国際的資本市場への統合が一段と進展しているにも関わらず、最近の国際金融市場の混乱の中で資本フローの変調が発生してい

²⁰ McCauley (2008)

る下でアジア危機の再発を懸念する声は限定的である。

まず、銀行を通じた資本フローについてみると、BIS報告銀行の4ヶ国への国際債権（international claims）の残高はアジア危機後に縮小したが、その後は次第に戻り始め、特に近年になって戻りが加速している。2007年時点でタイだけは危機時の水準を大きく下回っているほか、インドネシアでは危機時と同様の水準に戻ったに止まっている（図表4-1）。韓国とマレーシアでは危機時の水準を大きく上回る水準にまで増大しているが、アジア危機以降の両国の金融経済規模の拡大を踏まえると、さほど懸念すべき水準ではないと考えられる。

こうした国際債権がどの部門に対するものかをみると、韓国で銀行部門への債権が大きく増加していることが目立つ（図表4-2）。マレーシアとインドネシアでは、非銀行民間部門と公的部門向けが国際債権増加の主因となっている。次に国際債権の期間別構成をみると、タイを除く3ヶ国、特に韓国において1年以下の短期債権が大宗を占めていることが目立つ（図表5）。こうしたデータは、韓国で問題になっている銀行の海外からの短期資金調達の問題を的確に示している。ただ、韓国当局の発表によれば、銀行部門は外貨のALMマッチングは十分に行っており、為替のミスマッチは抱えていないようである。逆に言えば、韓国の銀行は外貨建て貸出などを積極的に行ってきたことから、為替リスクは顧客に転嫁されただけである可能性がある。

こうした国際債権とは別に、アジア危機時に殆ど見られなかったBIS報告銀行の現地通貨建て債権が4ヶ国のいずれに対しても増加している（前掲図表4-1）。足許ではタイとマレーシアで国際債権を上回る水準になっているほか、韓国でも半分近く、インドネシアにおいても2割程度の規模になっている。こうした動きはBIS報告銀行がリテール・ビジネスを狙って地場銀行の買収や現地での拠点展開を図っていることを反映しており、通貨のミスマッチを軽減する動きと評価することが出来る。

次に債券市場を通じた資本フローについては、既述のように自国通貨建て債券の比率が上昇していることは通貨リスクの削減という意味では改善である。こうした自国通貨建て比率の上昇が国債や中央銀行債だけで達成されている場合、当初企図された銀行や企業部門のミスマッチ解消という点では効果は限定的である。しかしながら、詳細なデータは存在しないものの、少なくとも韓国、マレーシア、タイでは民間債でも自国通貨建て比率の上昇がある程度起きていることは確かである。

韓国に代表される金融債の発行増加の効果は、ダブル・ミスマッチ解消という観点からどのように評価すべきだろうか。流動性管理という観点からは、安定的な預金ベースに基づいた貸出が最も安定的である。このことは4割という高い借入れ比率を記録した韓国の銀行の今次国際金融市場の混乱の際の動揺の大きさが証明した。もっとも、借入れの中でも、金融債による資金調達は、インターバンク市場での短期の借入よりは頑健性の面では優れ

ていると考えられる。

以上見てきたような集計されたデータでは、必ずしも個々の経済主体のミスマッチの問題を把握することは出来ないが、いずれもダブル・ミスマッチが解消される方向にあることを示唆している。これに加えて、最近の資本フローの変調時における大きな混乱が見られなかったことも勘案すると、総じてダブル・ミスマッチに象徴される資本フローを採り入れる際のリスク管理の問題はかなり解消されてきているように窺われる。

ただ、そうした改善に対して債券市場における自国通貨建て比率が寄与した程度は、社債市場の拡大がさほど進んでいないこともあって、限定的であると思われる。むしろ、より重要であったのは、①当局による銀行を中心とした規制・監督に係る体制整備などによってリスク管理が徹底されたことや、②金融為替政策運営の面で、為替レートの一段の柔軟性を受け入れて国内物価の安定を政策アンカーとする枠組みが確立されたことで経済主体が為替リスクをとるインセンティブを持ちにくくなったことではないかと考えられる。

(4) 銀行一辺倒の金融システムは是正されたか

(資本市場へのシフトは進んだか)

4ヶ国における社債発行残高の伸び悩みが続いている状況からすれば、信用仲介ルートの中で銀行融資から社債市場へのシフトという当初の狙いに関してもあまり進捗は期待できないことは言うまでもない。そうしたシフトがさほど進んでいないことについて、インドネシアを除く3ヶ国については、Flow of Funds 統計からの幾つかの断片的な情報で確認することが出来る(図表6)。

韓国の Flow of Funds 統計は3ヶ国の中で最も質が高く、企業部門の債務残高の調達手段毎の構成を見ることが出来る。2002年時点で社債とCPの合計が約3割であったものが、その後は20%台後半で推移している。一方、2002年時点で金融機関による貸付は約7割(うち銀行貸付が55%)であったが、その比率は次第に上昇して、2007年には74%(うち銀行66%)に達している²¹。

マレーシアの Flow of Funds 統計は、中央銀行の年報に断片的な情報が掲載されるに止まり、2004年前後で統計の分類区分が異なるといった問題がある。これを基に企業だけでなく政府や家計を含む経済全体の資金調達構成の1997年から2007年にかけての変化をみると、銀行貸付のシェアが43%から35%へと低下した一方で、債券による調達が5%から12%

²¹ 韓国の Flow of Funds 統計は1966 SNAベースのデータが2005年までカバーしているが、1993 SNAベースでは2002年以降のデータしか存在せず、両者はうまく接続できない。1966 SNAベースでアジア危機時から2002年までの資金調達比率の変化をみると、金融機関融資の比率がさほど変化しない一方、債券の比率は98年をピークに次第に低下している。

へと上昇している²²。ただし、これは政府による国債発行増加の影響が出ているため、企業部門の負債残高に占める比率を計算してみると、推計の可能であった 2004 年から 2008 年にかけて銀行と債券市場からの調達比率に目立った変化はみられない。

タイの Flow of Funds 統計は、企業の資金調達の構成をフローでしか確認出来ないところが難点である。これによると、アジア危機以降、①2003 年頃までは金融機関融資がネットで減少を続け、それ以降はネットで増加傾向にあること、②金融機関の実質的な短期融資である Commercial Bills が 2001 年までネットで減少を続けたが、それ以降はネット増加に転じたこと、債券による資金調達残高は 2001 年以降ネット増加を続けているが、その規模は限定的であること、が読み取れる。

このように企業の資金調達面での銀行借入れから社債市場へのシフトがさほど進まない一方で、韓国を除いて銀行融資の経済におけるプレゼンスが低下していることに留意すべきである。各種信用仲介手段の GDP 比でみた規模の変化をみると²³、国内債券市場が公社債を中心に GDP 比でみた規模を拡大させた一方で、民間向け貸出債権が拡大しているのは韓国のみで、タイやインドネシアでは半減、マレーシアでは 2/3 にまで減少している（図表 7）。

韓国は他の 3ヶ国に比べて、危機後はむしろ銀行貸出の規模が拡大している点で特異である。韓国では、アジア危機後に銀行と財閥を切り離す観点で改革が進められ、財閥を中心とする大企業は資本市場調達のみを活用し、銀行は中小企業と家計向けの融資に集中するという市場の分断ともいべき状況が作り出された。そうした状況の下で、銀行は中小企業や家計向けの量的貸出競争を繰り広げて貸出残高を増やしてきた。その一方で、社債の発行残高は危機直後の銀行融資の肩代わりで一時的に急膨張した時期を除いて伸び悩んでいる。これは発行額の大宗を占める A 格以上の財閥系を中心とする大企業がキャッシュ・リッチな時期が続いた中で、バランスシートのスリム化に努めてきたためである。

こうした市場の分断がある中で、韓国の金融システムを twin-engines システムと呼べるのかについては議論の余地がある。今次国際金融市場の混乱時には、アジア 4ヶ国の銀行へのダメージは限定的であり、信用仲介機能の毀損もみられなかったために、スペアタイヤとしての社債市場の機能度は確認することは出来なかった。韓国では年明け後に優良大企業を中心に社債の大量発行がみられたが、資本市場調達に特化してきた企業の資金繰りの悪化に伴う追加調達であり、銀行融資からのシフトとは言えない。

また、韓国の社債市場は量的に相応の規模を持つものの、高格付けの大企業を除いて、公的な支援なしに市場が成立するまでの成熟はみていないのが実情である。この歴史的な背

²² Bank Negara Malaysia (2007)

²³ CGFS (2009) に基づく。債券市場の GDP 比でみた規模は Asian Bond Online をベースにしたものと必ずしも一致しない。

景としては、アジア危機前の社債の殆どが銀行等による保証付きであったことが指摘出来る。アジア危機以降は銀行の保証の付かない社債市場を育てることが一貫して課題となっているが、十分な成果が挙がっていない。アジア危機直後には、銀行による与信姿勢の慎重化で資金ニーズが高まる中で、無保証の社債に投資を行う Investment Trust Companies の受益証券に投資家が殺到し、社債市場が飛躍的に拡大する局面もあった。しかしながら、その後は大宇グループの破綻や大量発行された社債の償還集中への懸念などから投資家のリスク回避姿勢が高まり、金融機関や保険会社が出資する Bond Market Stabilization Fund による買支えや政府保証による支援に頼らざるを得ない状況に陥った。

(5) 本章における議論の小括

危機対策としてアジア債券市場育成論が企図していた政策効果を評価するうえでは、公債市場の量的拡大の一方で、鍵となる社債市場の発展が進んでいないことが最も重要である。この結果、アジア危機の再発を防ぐという観点から現地通貨建て債券市場育成に期待されていた効果のうち、銀行システム一辺倒から社債市場という代替的信用仲介ルートへのシフトという点では成果が見られていない。また、資本フローへの依存脱却という点については、新しい投資機会を創出することで国内の豊富な貯蓄が国内で活用されるようになったかという観点で評価を行うべきであるが、公債市場の拡大に一定の評価は出来るものの、社債市場の発展が限定的であるために民間部門の投資機会に国内の貯蓄が繋がる成果が出たとは言い難い。一方で、アジア危機以降、資本フローの流入・流出双方の面で、アジア4ヶ国の経済は国際資本市場に一段と統合されている。

所謂ダブル・ミスマッチを含む資本フローの活用の際しての様々なリスクの管理については、規制・監督体制の整備などを通じたリスク管理の徹底やマクロ政策運営の改善により、アジア危機時に比べてかなり向上しているように窺われる。このことが、最近の資本フローの変調の際にも金融危機への懸念の高まりが限定的であったことに寄与していると考えられる。

4. 社債市場伸び悩みの背景

アジア危機以降の現地通貨建て債券市場の発展状況が、アジア危機の原因とされた脆弱性の解消にどの程度繋がったかについては、鍵となる企業部門による社債の発行が伸び悩んでいることが大きな制約となっている。本章では、市場育成に向けた各国当局の努力や地域協力の進展にも拘わらず、なぜアジア4ヶ国で社債の発行が伸びないのかを検討する。

以下では、まずアジア危機以降のマクロ的にみた投資水準や産業構成といった経済構造の変化が企業部門の総資金調達額の伸び悩みをもたらしている中で、銀行の企業向け貸出も伸び悩んでいることを示す。そのうえで、社債発行伸び悩みの背景として、直接投資を

めた株式による資金調達や外資系企業を中心に内部資本市場からの調達の役割が大きいことも影響していることを指摘する。

(1) 経済構造の変化

(マクロ的な投資伸び悩み)

社債発行伸び悩みのひとつの背景として、マクロ的にみた投資の伸び悩みを指摘することが出来る。アジア4ヶ国のGDP比でみた投資水準の推移をみると、いずれの国においてもアジア危機前の水準を回復できていない(前掲図表3)。特に回復が滞っているのはマレーシアで、危機前の40%超から20%台に低下した後にほぼ横這いの動きを続けている。韓国は危機前の40%前後から25%まで低下した後、近年は30%程度で推移している。タイは40%超から20%まで急落した後に次第に回復して2006年には30%にまで戻した。インドネシアは、30%超から10%台まで急落した後に急回復し、近年は25%前後で推移している。

こうしたアジアにおける投資の伸び悩み(除く中国)の背景については実体経済面の要因で説明する研究が大勢である。例えば、IMF(2006)は、アジア危機時の行き過ぎの調整(不動産市場の崩壊、企業のB/S調整)だけでは投資の伸び悩みは説明できず、輸出や生産のボラティリティの上昇に象徴されるリスクの高まりに企業の設備投資態度が慎重化した可能性を指摘している。逆に、アジア危機後の金融システムの不安定化といったものによる金融仲介機能の面での制約が投資を制約したとの議論は殆ど見られない。

こうしたマクロ的にみた投資の伸び悩みは、社債を含めた経済における総資金調達額の伸び悩みに繋がった。マレーシアの中央銀行であるBank Negara Malaysiaは、90年代と2000年代で投資主導から消費主導へと経済構造の変化が発生したことが、GDP比でみた総資金調達規模の低下、銀行与信の企業向けから家計向けへのシフトに繋がったと分析²⁴している²⁵。

(産業構成の変化)

こうしたマクロ的にみた投資の伸び悩みを背景にある産業構成の変化から説明する議論も存在する。Bank Negara Malaysiaは、アジア危機前は長期の資金ニーズを持つ建設業が経済成長を牽引する産業のひとつであったが、危機以降は内部資本市場調達に依存する外資系企業中心の製造業や資本集約的でないために投資資金調達ニーズが小さいサービス業が主導するかたちになっていることを指摘している²⁶。

²⁴ Bank Negara Malaysia (2007)

²⁵ マレーシアにおける社債発行を分析した Ibrahim and Wong (2006)は、2000-2003年にかけてはアジア危機後の企業の財務リストラのための発行が太宗を占めていたが、2004年以降は新規の投資案件のファイナンスを目的とする社債発行が出てきたことを指摘している。

²⁶ Bank Negara Malaysia (2007)

韓国、タイ、マレーシアの社債発行額を産業別にみた清水（2009）の分析によると、近年は金融やインフラ関係（通信、建設、エネルギー、運輸等）を中心に非製造業による発行が中心となっている。一方で、製造業のシェアについては韓国（1997年72%→2007年23%）やマレーシア（同25%→4%）で危機後は低下傾向にある。タイでは危機前から製造業による発行は極めて限られているが、これは大半が中小企業で社債市場へのアクセスが困難であるためとしている。

また、社債発行額の産業別分類の推移をみるために、Thomson Reutersのタイ、マレーシア、インドネシアについてのデータ²⁷から個別情報を集計した。これをみると、非製造業と金融が太宗を占めていることを確認できる（図表8）。一方、製造業については、マレーシアとインドネシアでは危機前と比べてより発行額は小さく、限定的なシェアしか持たないことが確認できる。タイでは製造業による発行が近年一定の規模で見られるが、これは石油公社と製造業系大手財閥企業1社（サイアム・セメント）の発行によるところが大きく、製造業全般として発行は低調との評価が可能である。

より具体的な業種のイメージを得るために、同じ Thomson Reuters のデータでタイ、マレーシア、インドネシアにおける新規社債発行額の上位10業種のシェアをみると、まず金融関連のシェアの大きさが目立つ（図表9）。2004-2008年の時期には、いずれの国においても銀行業や金融機関（銀行以外）が上位3位に入っており、両者をあわせたシェアはタイで26%、マレーシアで43%、インドネシアで35%に達している。非製造業種をみると、タイでは不動産業、航空運輸業、通信業、マレーシアでは電気・ガス・水道業、水運業、不動産業など、インドネシアでは通信業、電気・ガス・水道業、不動産業、水運業などがみられる。

三重野（2008、2009）は、タイやマレーシアでインフラやサービス部門の社債発行が増加の兆しを見せている背景について、①投資規模の大きさや長期性資金の必要性という意味で資金需要の質が証券市場に適している、②近年急速に発展してきた電気通信等の一部サービス産業は、投資の分割不可能性とリスクの問題が深刻で、投資家の思惑や見方の分かれるところであり、様々な投資家の参加する証券市場に適している、③これらの産業が所有面で外資に対する規制の強い産業分野であり、直接投資による外資の進出余地が小さかった、といった点を指摘している。

（2）銀行は支配的な役割を果たしてきたのか

社債発行伸び悩みの背景を考える際には、マクロ的に投資と総資金調達額の伸び悩みが続いているという全体のパイの問題だけでなく、企業が銀行融資や社債発行などの様々な資

²⁷ 韓国についてはデータのカバレッジが不十分なために本稿の分析の対象とはしない。

金調達手段の中からどれを選択するのかという点も重要である。前章でみたように銀行の企業向け貸出も伸び悩んでいることをみると、社債市場の発展の遅れを単に銀行融資からのシフトの遅れと解釈することは適当でないと思われる。

タイ、マレーシア、インドネシアにおける民間向け貸出債権伸び悩みの主因は企業向け貸出の減少であり、家計向けは順調に拡大している（図表10）。韓国では、貸出債権の増加は主に家計向けと中小企業向けによるもので、大企業向けは漸減傾向にある。このように企業向け貸出が不冴えの一方で、家計向け貸出が順調に拡大した結果、韓国、マレーシア、インドネシアの銀行貸出における家計向け貸出の割合は96年末の10～30%という水準から2005年末には50%程度に達している。タイにおける同割合は依然として20%程度の水準にあるが、近年は企業向け貸出が伸び悩む一方で、家計向け貸出は毎年2割超のペースで増加を続けてきている。

銀行の企業向け与信減少の原因については、不良債権処理過程における銀行の与信姿勢慎重化で説明するのは困難であり、むしろ企業からの資金需要の問題と理解すべきであろう。国によってペースの違いはあるものの、これらの国々では、2001年頃から銀行経営の軸足が再建から収益性の回復にシフトし、中小企業向け融資の増加からも窺われるように企業向けの融資姿勢は積極化していた。

このようにアジア危機以降に銀行セクターが企業からの資金需要の低迷に直面しているが、そもそも企業の資金ファイナンス面で、銀行融資はどの程度重要な役割を果たしていたのであろうか。アジア危機以降のアジア4ヶ国における銀行システムの再建と経済成長の回復の歩みを振り返ると、韓国を除いて銀行システムの再建にかなりの年月を要し、社債市場の発展も限定的であったにも拘わらず、経済成長の回復は急ピッチで進行した。こうした事実は、銀行システムの信用仲介機能の回復の遅れは危機後の成長の回復にさほど深刻な制約条件とはならなかったことを示唆している。さらに言えば、危機前においても、銀行融資は経済成長のファイナンスという点でさほど不可欠の役割を果たしていなかった可能性がある。近年の銀行貸出の産業別の内訳をみても、今世紀入り後、経済発展の原動力である製造業への融資は趨勢的に低下している（図表11）。

（3）内部資本市場と資本ファイナンス

社債発行と企業向け銀行融資が共に伸び悩んでいる背景としては、マクロ経済構造や産業構成の変化に伴う総資金調達額の伸び悩みに加えて、企業が直接投資を含めた株式や内部資本市場からの資金調達に大きく依存していることが影響していると考えられる。

直接投資を含めた株式による資金調達の比重の大きさが東アジア企業の特徴であるという認識は徐々に広がりつつある。例えば、寺西・福田・劉（2007）は、2002年時点の企業のミクロ・データを用いた実証分析によって、①タイ、マレーシア、インドネシアなどの東

アジアの資金調達パターンは、先進国と比べて、負債合計のシェア、とくに長期負債のシェアが低く、かわって株式のシェアが高いこと、②先進国の企業が銀行などから長期借入によって外部資金を調達する傾向にあるのに対し、東アジアでは株式に加えて、銀行や他企業からの短期負債によって資金を調達していることを明らかにした。

同論文は、株式のシェアが高い背景としては、東アジア企業の公開度が先進国に比べて有意に低く、自己資金の株式資金としての利用や知人や親戚などによる株式投資が多用され、その結果株式のシェアが高まったとの解釈を示した。韓国は例外的に株式のシェアが小さく、負債のシェアが比較的高めであるが、これは韓国に公開性の企業が多いことを反映していると説明している。韓国で公開性の企業が多い背景としては、既にみてきたように、歴史的に政府が財閥への経済力集中を抑制すべく政策として株式公開を推し進めてきたことが関係すると思われる。

また、三重野（2009）によれば、タイの主要企業の資本構成をみると、大手企業において資本勘定の比率が上場・非上場企業ともに45%にも上り、銀行借入は上場企業で22%、非上場企業で18%に過ぎない。マレーシアの企業も資本勘定は上場企業で53%、非上場企業で46%である一方、銀行借入は上場企業で14%、非上場企業で15%となっている。

株式市場の時価総額はGDP比でみてアジア4ヶ国いずれにおいてもアジア危機後に拡大したが（前掲図表7）、国によって差が大きい。韓国の株式市場の規模は1997年から2007年にかけて約15倍に拡大したが、この間の平均株価は5倍になったに過ぎず、株価の上昇だけでは説明できる規模ではない。タイ（株式市場5倍：株価2倍）も同様である。一方で、マレーシア（同1.9倍：2.4倍）とインドネシア（同4倍：7倍）では、株価の上昇を勘案すると株式市場の規模はむしろ縮小している。

このように株式による資金調達の比重が大きいことは、必ずしも市場を通じた株式発行が活発であることを意味する訳ではない。例えば、タイでは、上位1,100社のうち上場企業数は257社と2割に過ぎない。また、近年のアジアでは、非上場企業を中心とした企業買収が活発化している。非上場企業が狙われるのは、①上場利益を獲得したい、②コーポレート・ガバナンスを効かせやすい、③非上場企業は安く買収できる、といった理由が考えられる。

これらの経済における外資系企業の役割の大きさを踏まえると、その資金調達行動も経済全体の資金調達パターンに大きな影響を与える。三重野（2009）は、タイとマレーシアの企業の資金調達行動を分析し、①銀行借入への依存度が一般に外資比率が高くなるほど低下する傾向があり、逆に親元企業からの親子ローンのようなかたちで内部資本市場からの調達比重が高くなる傾向があること、②自己金融、すなわち内部留保への依存度が外資出資比率が高くなるほど強くなる傾向があることを指摘している。

タイの大手 1,100 社のうち、上場・非上場企業ともに外資による出資を受けている企業は約半数に上る。直投型企業の殆どは非上場であり、上場意欲は低い。マレーシアでは、上位 1,200 社のうち上場企業数は 7 割に上っているが、その約 9 割は外資による出資がない。一方、非上場企業は外資による出資を受ける企業が約半分あるが、外資による出資が 10% を超える企業が殆どで、95% を超える比率の先が極めて多いのが特徴である。

こうした分析を背景に、三重野（2008）は、タイ、マレーシアをはじめとする東南アジア諸国において、「商業銀行の仲介資金に十分にアクセスできない地場企業にとって外資は技術導入以上に資金面で補完的な役割を果たしてきた。外資の進出が加速する 80 年代半ば以降は、このような外資系企業の持つ資金チャンネルが企業の資金調達にとって重要度を増してきたと考えられ、その中で金融部門と製造業部門の間で資金調達のチャンネルの断絶がより深刻化していたと考えられる」と論じている。

これらの国々における経済成長を牽引した産業構造が借入よりも株式による資金調達を 선호した背景として考えられる。前出の寺西・福田・劉（2007）は、東アジア諸国の委託加工製造に基づく成長過程では、必要資金規模の小さいサービス関係を含む多数の小規模企業の果たす役割が大きく、これら企業は、ペッキング・オーダー仮説により（内部留保を除いて）借入より非公開株式による資金調達を 선호した可能性があると論じている。

5. 今後の取組みへの含意

本稿では、アジア通貨危機対策としての現地通貨建て債券市場育成論について、その背景にあるアジア危機の原因に関する基本認識や政策効果に関する議論について規範的な観点から再検討を行った。そのうえで、社債市場発展の遅れが目立つ中で、当初期待された成果が現時点では必ずしも十分に達成されていないことを示した。しかし、そのことはアジア債券市場育成の意義を否定するものでない。

（1）債券市場発展の意義

「危機対策」として企図された政策効果について成果が限定的であったとしても、より広い観点から債券市場育成に期待される政策効果に照らせば、これまでのアジアにおける公債を中心とする現地通貨建て債券市場の拡大は意義深いものがある²⁸。

²⁸ 債券市場発展の意義或いは未発達な場合の弊害を整理したものとしては、例えば Herring and Chatusripitak（2000）がある。また、奥田（2006）は、途上国における社債の役割と可能性について、銀行と証券市場の機能の相違を明確にした上で、企業・金融機関・家計という一国経済の構成主体それぞれの立場から見た証券市場の必要性について、個別国の経済発展段階に即した考察を行っている。

債券市場の発達がもたらす様々な便益のうち、幾つかのものは社債などの民間債券市場の発達なしでは得ることは出来ないものではある。しかし、国債や中央銀行債などの公債市場が発達していけば、市場を通じた金利形成機能の高まりという重要な成果を達成することは出来る。これを通じてリスクフリー金利が確立されれば、経済における資源配分の効率化が期待されるほか、短期金利の操作を起点とした金融政策のトランスミッション・メカニズムの確立という便益をももたらす。また、社債などの民間債券市場の発展のためには価格付けのベースとなるリスクフリー金利が必須である。さらに、市場による金利形成機能の向上は、市場がファンダメンタルズを反映した為替レートの水準を模索する際の不可欠な要素である。

ただし、市場による金利形成機能の更なる向上のためには、発行残高の量的な拡大だけではなく、流通市場の更なる発展が鍵である。この点、各国における国債の売買回転率（年売買高/発行残高）を Asian Bonds Online のデータからみると、国際危機の影響が顕現化する前の 2007 年時点でインドネシア (0.36)、韓国 (0.53)、マレーシア (0.58)、タイ (0.76) など、日本 (1.97) などの先進国と比べて著しく低く、改善の余地は大きい。

こうしたアジアにおける市場流動性不足の背景としては、①投資家層の多様性不足、②不十分な市場のマイクロストラクチャ、③市場の不透明性、④発行体に関するタイムリーな情報が限定的であること、が指摘されている²⁹。このうち、例えば市場のマイクロストラクチャについては、外国為替取引に比べて金利関係のデリバティブ取引の発展が遅れていることが指摘されている³⁰。投資家層については、流通市場に市場流動性を供給するマーケット・メーカーの役割を外国人投資家に依存している点も課題である。今次国際金融市場の混乱においては、外国人投資家のリスクテイク姿勢が後退した結果、アジアの資本市場の市場流動性が急速に低下し、価格の大きな変動や市場の混乱が発生、外国人投資家依存の脆弱性を浮き彫りにした。資本フローの変調によってファンダメンタルズを超えて市況が悪化するような事態において、それを好機と捉えてリスクテイク出来る洗練された国内投資家が育成されれば、危機への頑健性を高めるという意味でも効果がある。

さらにアジアにおける社債市場の育成は、グローバルな経常収支の不均衡拡大とその下での緩和的な金融環境の醸成という事象との関係でも大きな意味を持つかもしれない。Caballero (2006) 等の議論によれば、エマージング経済における貯蓄の高い成長と比べて十分な投資資産が供給されていないことが、アジア危機後のエマージング経済における経常黒字拡大と先進国への資本フローという事象を生んだ元凶である。この議論に基づけば、アジアにおける社債市場の拡大はグローバルな金融経済の安定という意味でも重要である。

²⁹ Gyntelberg, Ma and Remolona (2006)

³⁰ CGFS (2009)

(2) 社債市場発展に向けての展望

本稿で見てきたように、これまでの社債市場の発展の遅れは、企業サイドの債券発行ニーズによる制約に拠る可能性が高い。これに対して、これまで地域協力の柱として行われてきたアジア債券市場育成に向けた取組みは、債券発行ニーズがあることを前提に、投資家の掘り起こしや市場インフラ面での障害の除去といった点に注力してきた面がある。

すなわち、EMEAPにおけるAsian Bond Fund (ABF) は、EMEAP中銀が保有する外貨準備資産の一部をEMEAP各国で発行されるソブリン・準ソブリン債で運用する「投資信託商品」に振り向けるもので、米ドル建てのABF1が2003年に、現地通貨建てのABF2が2005年にスタートした。このことで、アジアの債券に関する投資家の認知度を向上させると共に、各国の中銀がファンド組成作業を通じて市場に内在する問題解決に取り組むことが期待されている³¹。また、ASEAN+3の枠組みにおけるAsian Bond Market Initiatives (ABMI) は、2003年以降、新しい債務担保証券の開発、信用保証メカニズムの設立、外為取引や決済面での障害除去、格付機関の整備といった問題に取り組んできている。

今後を展望するならば、電気通信関係やインフラ関係などの産業で社債発行増加の兆しが見られているように、今後経済・産業構造の変化に伴って次第に社債による資金調達ニーズが高まることは十分に考えられる。こうした発行ニーズが高まっていけば、これまで当局が行ってきた金融面の発行環境の整備に向けた努力や投資家の掘り起こしといった取組みが発行額の増加というかたちで実を結ぶことが期待される。また、公債市場の発展を通じたリスクフリー金利の市場による形成機能の向上も、社債の価格付けをやり易くする環境作りという意味で追い風である。

各国当局および地域協力を携わる政策当事者達は、これまでの社債市場発展の規模的拡大の遅れに臆することなく、将来の発行ニーズの高まりに向けた地道な努力を続けていくことが望まれる。

以 上

³¹ EMEAP Working Group on Financial Markets (2006)

(参考文献)

日本語

飯島高雄 (2007)、「韓国の金融制度改革」寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム 東北アジア編』第1章、東洋経済新報社。

小川英治編 (2009)『アジア・ボンドの経済学 債券市場の発展を目指して』東洋経済新報社。

奥田英信 (2007)、「東南アジア諸国の債券市場整備の前提条件について—途上国における社債の役割と可能性」国際協力研究 Vol. 23、No. 2。

清水聡 (2009)、『アジアの域内金融協力：金融「地産地消」モデルの模索』東京経済新報社。

福田慎一 (2006)、「東アジアの金融アーキテクチャー」財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」。

三重野文晴 (2008)「自由化・改革から育成へ：東アジアの金融システムをめぐる政策論とその変転」武田康裕・丸川知雄・巖善平編『現代アジア研究叢書：政策編』115-183頁 慶応大学出版会。

三重野文晴 (2009)「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達—上場/非上場、外資系・日系企業を焦点に」J B I C 国際調査室報第2号 国際協力銀行国際調査室。

寺西重郎・福田慎一・劉群 (2007)、「東アジアの金融システムの地域的特質」寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム 東北アジア編』第7章、東洋経済新報社。

吉富勝 (1998)、『日本経済の真実』東洋経済新報社。

英語

Bank Negara Malaysia (2007), Annual Report 2007.

Caballero R. J. (2006), “On the Macroeconomic of Asset Shortage,” *NBER Working Paper*, 12753, National Bureau of Economic Research.

Claessen, Stijin, Simeon Djankov and Larry H.P. Lang (1998), “Corporate Growth, Financing, and Risks in the Decade before East Asia’s Financial Crisis”, *Policy Research Working Paper*, WPS2017, World Bank.

Committee on Global Financial System (2009), “Capital flows and emerging market economies,”

CGFS Publications No. 33.

EMEAP Working Group on Financial Markets (2006), "Review of the Asian Bond Fund 2 Initiative," *EMEAP Website*.

Gyntelberg, Jacob, Guonan Ma and Eli Remolona (2006), "Developing corporate bond markets in Asia," *Developing Corporate Bond Markets in Asia, BIS Papers* No. 26.

Herring, Richard J. and Nathporn Chatusripitak (2000), "The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development" *The Wharton School Working Paper* 01-08, University of Pennsylvania.

Ibrahim, bin Muhammad and Adrian Wong (2006), "The corporate bond market in Malaysia," *Developing Corporate Bond Markets in Asia, BIS Papers* No. 26.

International Monetary Fund (2006), "Asia's Investment Decline," *Asia and Pacific Regional Economic Outlook* May 2006, Chapter V.

Kim, Sungmin and Jae Hwan Park (2002), "Structural Change in the Corporate Bond Market in Korea after the Currency Crisis," *The Development of Bond Markets in Emerging Economies, BIS Papers* No. 11.

Lane, Timothy, Atish Ghosh, Javier Hamann, Steven Phillips, Marianne Schultze-Ghattas, and Tsidi Tsikata (1999), "IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Analysis," *IMF Occasional Paper* 178.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (1998), "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113-1155.

Mieno, Fumiharu (2009), "Foreign Ownership, Listed Status and Financial System in East Asia: Evidence from Thailand and Malaysia," *Discussion paper* No. 63, APEC Study Center, Columbia University, forthcoming.

McCauley, Robert N. (2008), "Managing Recent Hot Money Inflows in Asia," *ADB Institute Discussion Paper* No. 99.

Nakornthab, Don (2007), "Thai Commercial Banks One Decade after the Crisis: Assessment of Risk to Financial Stability" *Bank of Thailand Discussion Paper*.

Tucker, Paul (2007), Speech at the Monetary Policy and the Markets Conference, London, December 13, 2007.

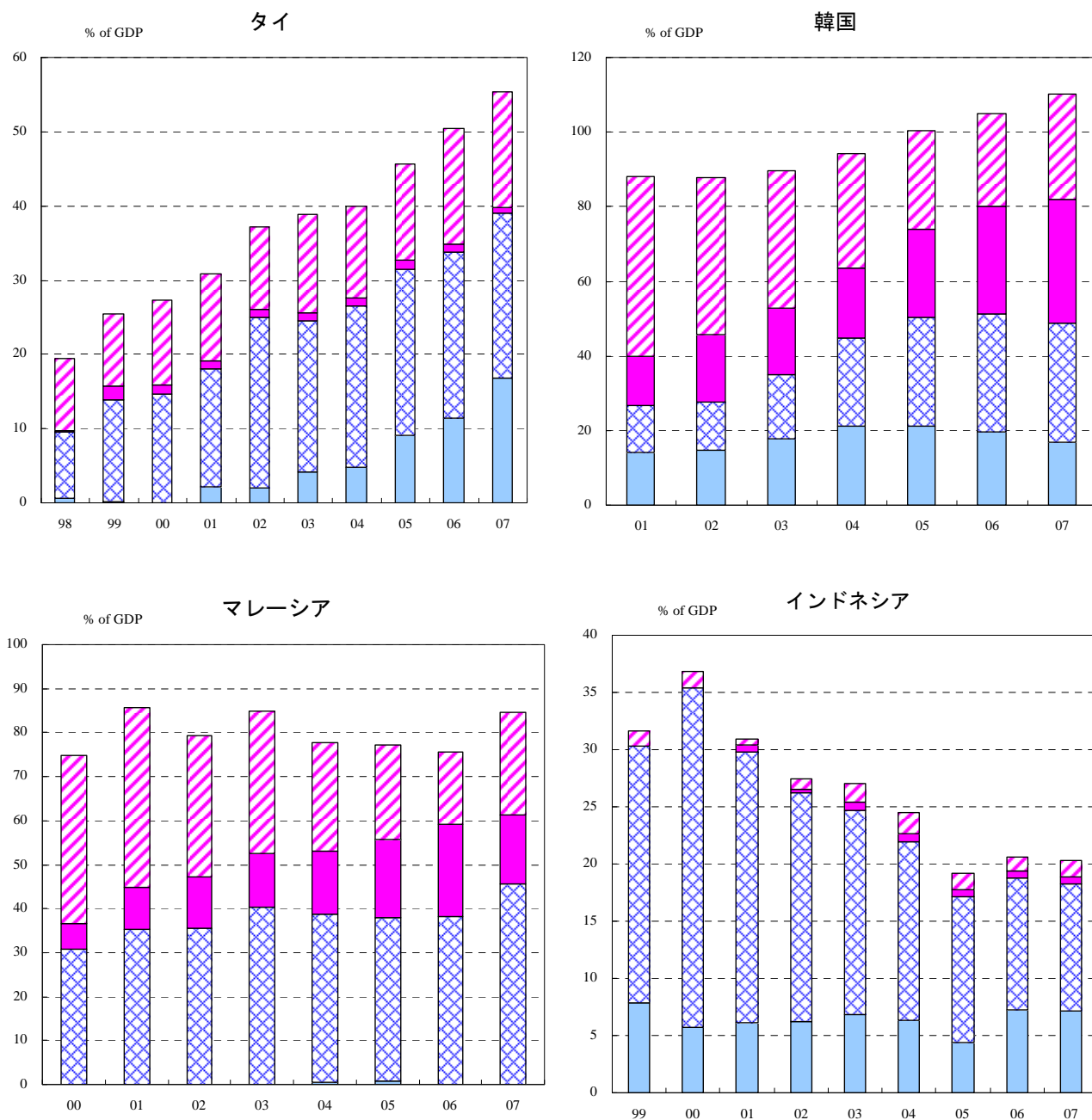
World Bank (1998), *East Asia: The Road to Recovery*, World Bank, Washington D.C.

Yoshitomi, Masaru and Sayuri Shirai (2001), "Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia - How to Develop Corporate Bond Markets," *ADB Institute Working Paper* 15.

図表リスト

- (図表 1) GDP 比でみた債券市場残高の推移
- (図表 2) グロス資本流入と資本流出の推移
- (図表 3) IS バランスの推移
- (図表 4-1) BIS 報告銀行の国際債権残高と現地通貨建て債権残高の推移
- (図表 4-2) BIS 報告銀行の国際債権残高の推移 (部門別)
- (図表 5) BIS 報告銀行の国際債権残高の推移 (期間別)
- (図表 6) Flow of Funds 統計
- (図表 7) 各種信用仲介手段の規模
- (図表 8) 社債の新規発行額の推移 (産業別)
- (図表 9) 社債発行額 (上位 10 産業)
- (図表 10) 銀行貸出の推移 (企業向け・家計向け別)
- (図表 11) 銀行貸出における製造業のウェイト

GDP 比でみた債券市場残高の推移



(注) 中銀債のデータは2005年まで入手可能。

■ 中銀債 ■ その他公債 ■ 金融機関債 ■ その他社債

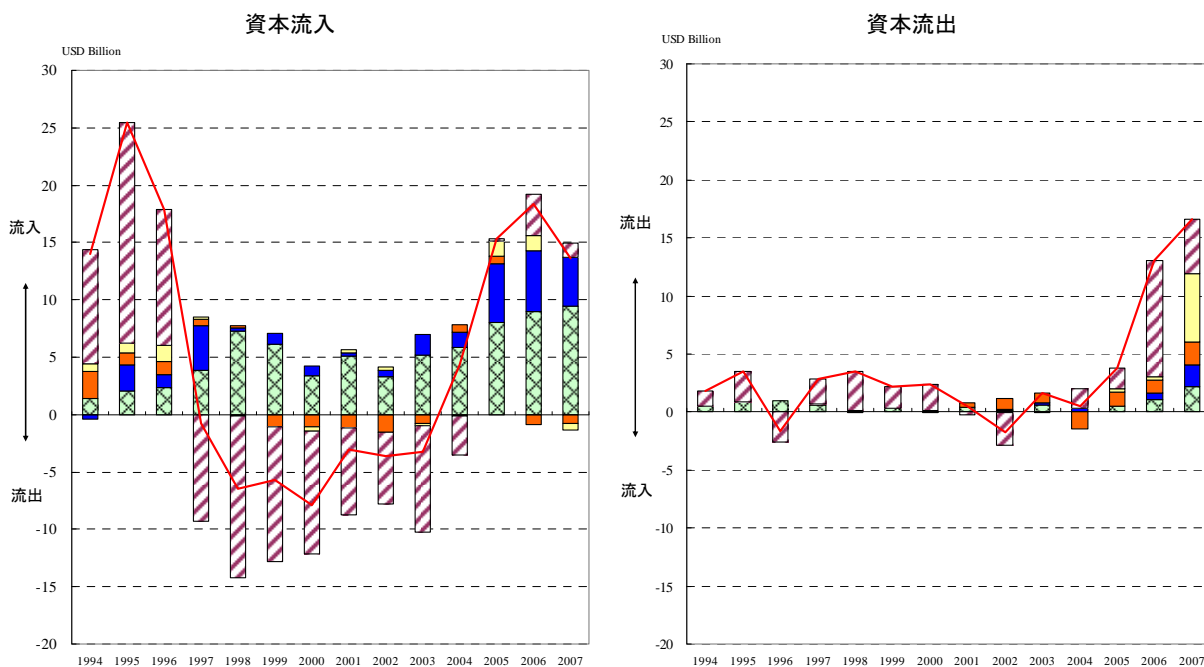
(注1) ADB Asian Bonds Online (ABO) の公債と民間債のデータについて、前者を中銀債（各国中銀データ）とそれ以外、後者を金融機関債（タイとマレーシアは ABO<BIS ベース>データ、韓国とインドネシアは各国中銀データ）とそれ以外に分類の上、対 GDP 比を算出。

(注2) ABO の民間債には、国営・公営企業債が含まれている。

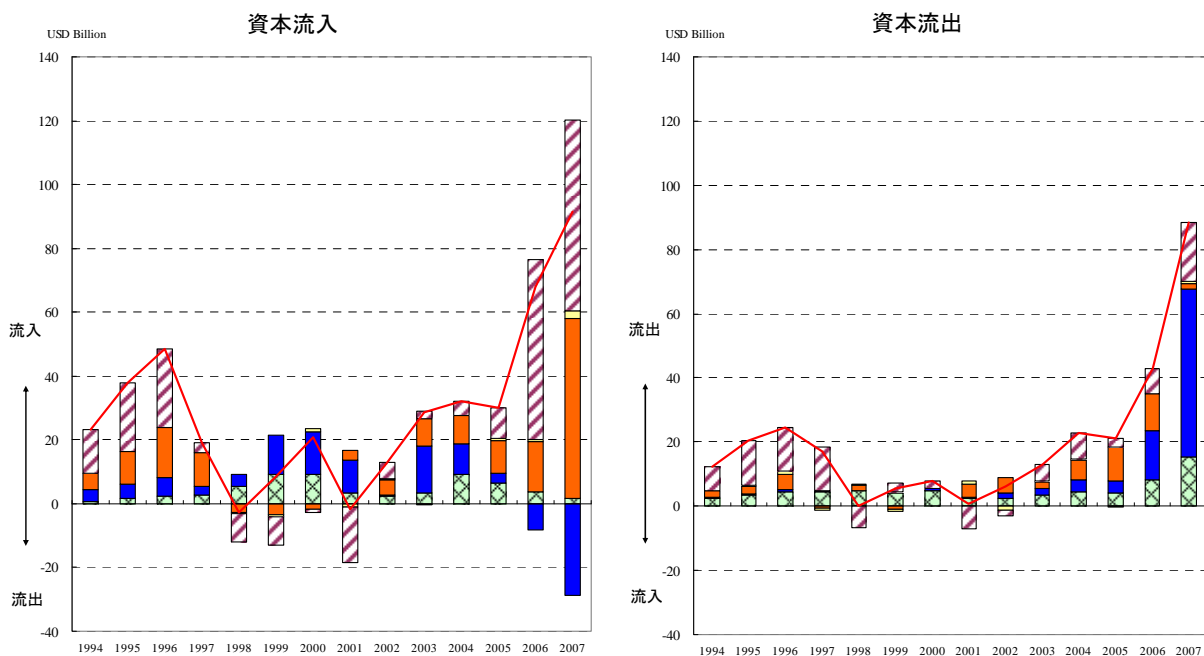
(出所) ADB Asian Bonds Online, Bank of Thailand, Bank of Korea, Bank Negara Malaysia, Bank Indonesia。

グロス資本流入と資本流出の推移 (タイ、韓国)

タイ



韓国

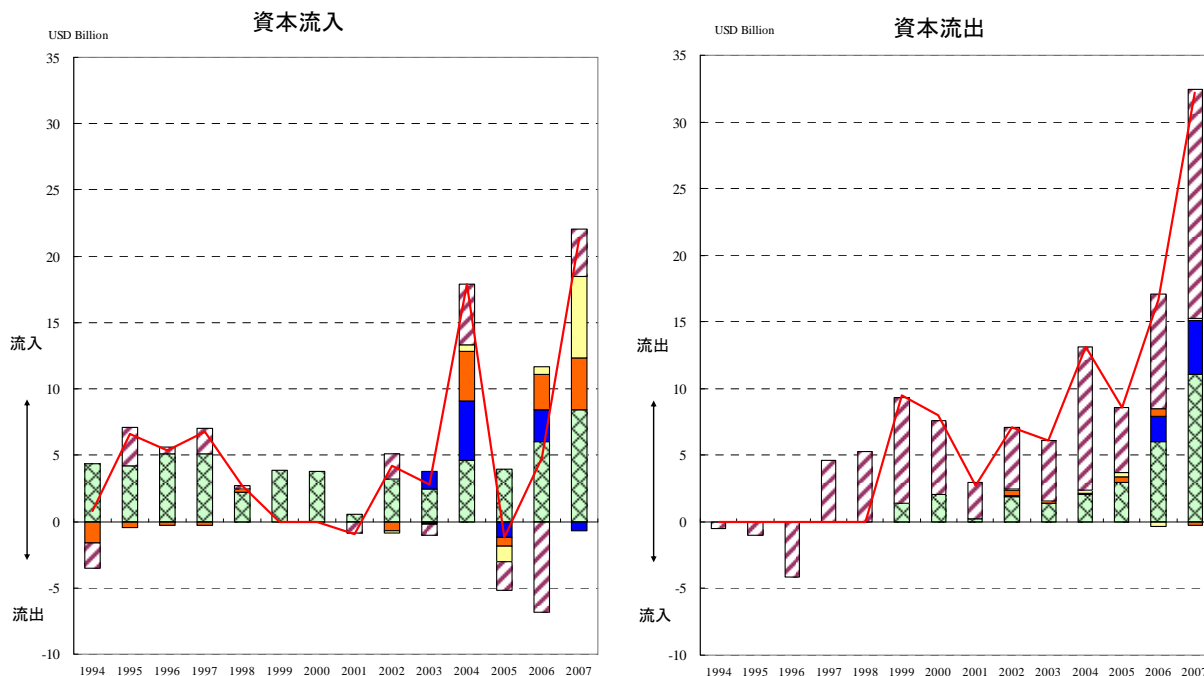


直接投資
 株式投資
 中長期債投資
 短期債投資
 その他投資
 フロー計

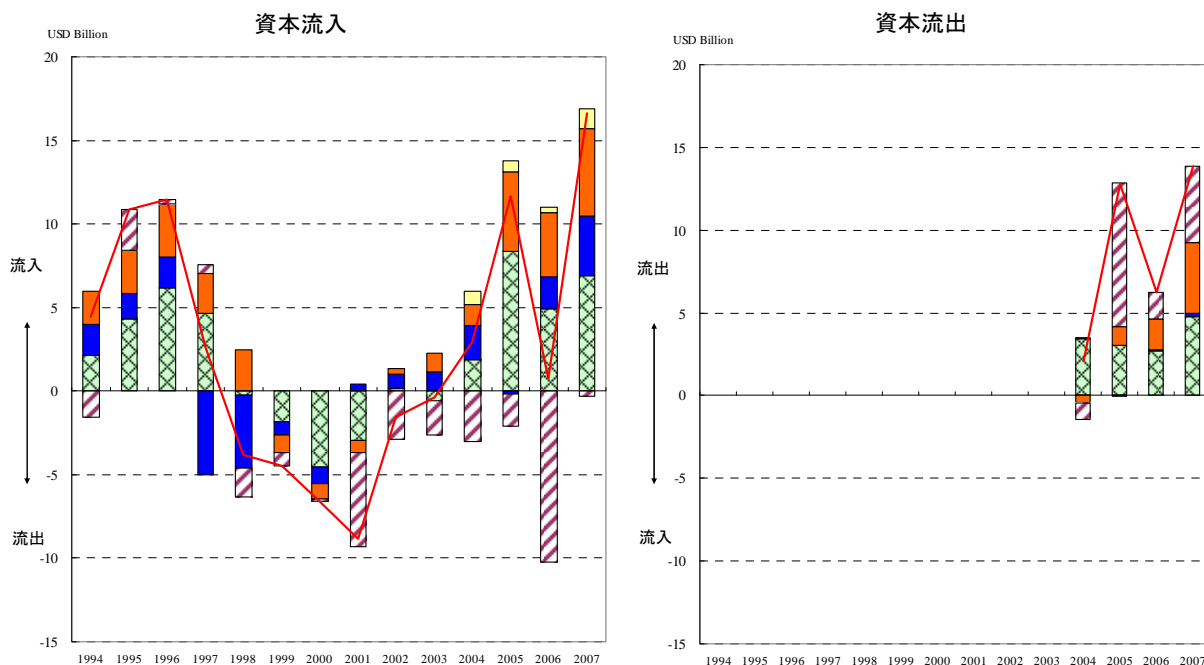
(出所) IMF, Balance of Payments Statistics。

グロス資本流入と資本流出の推移 (マレーシア、インドネシア)

マレーシア



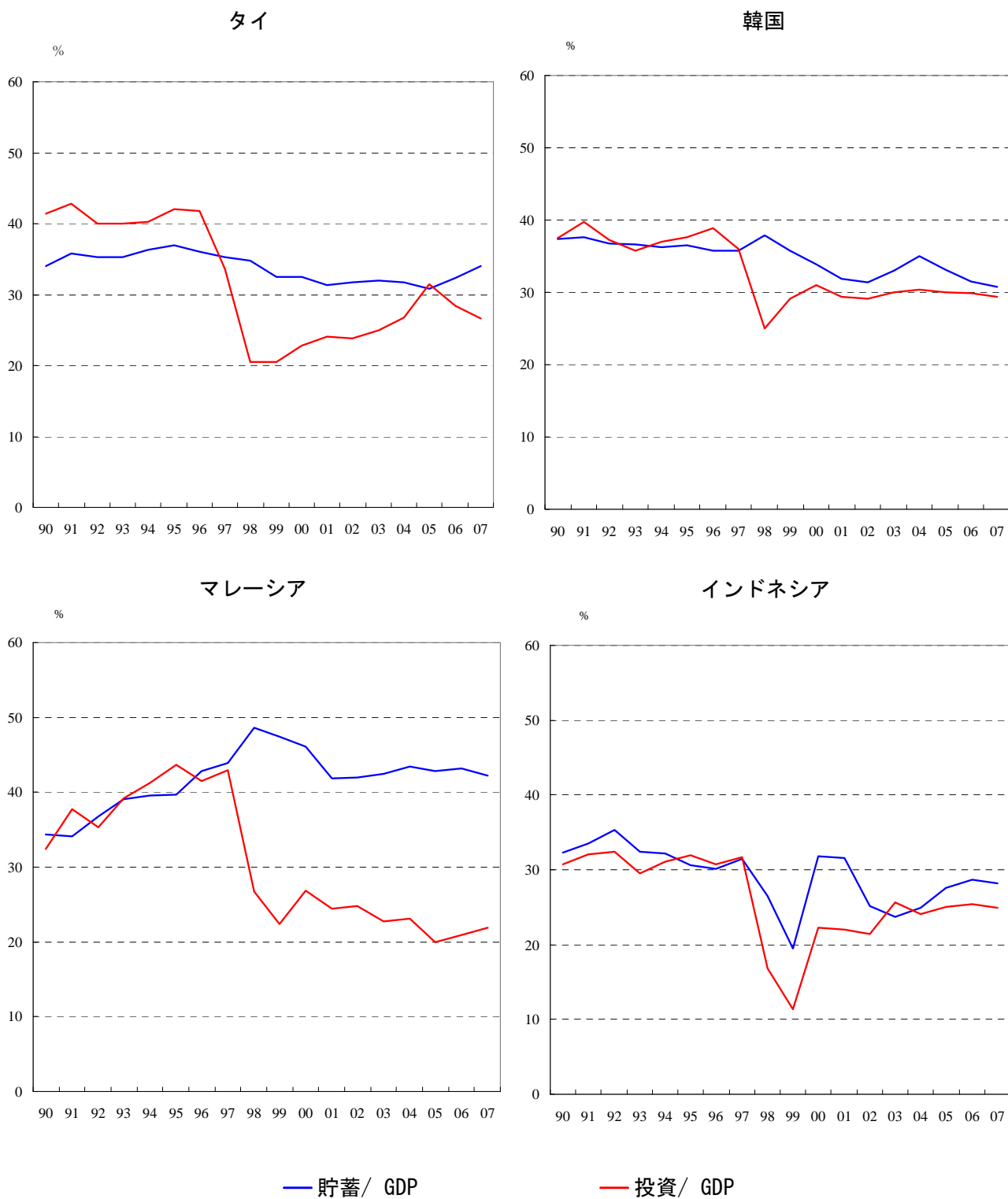
インドネシア



直接投資
 株式投資
 中長期債投資
 短期債投資
 その他投資
 フロー計

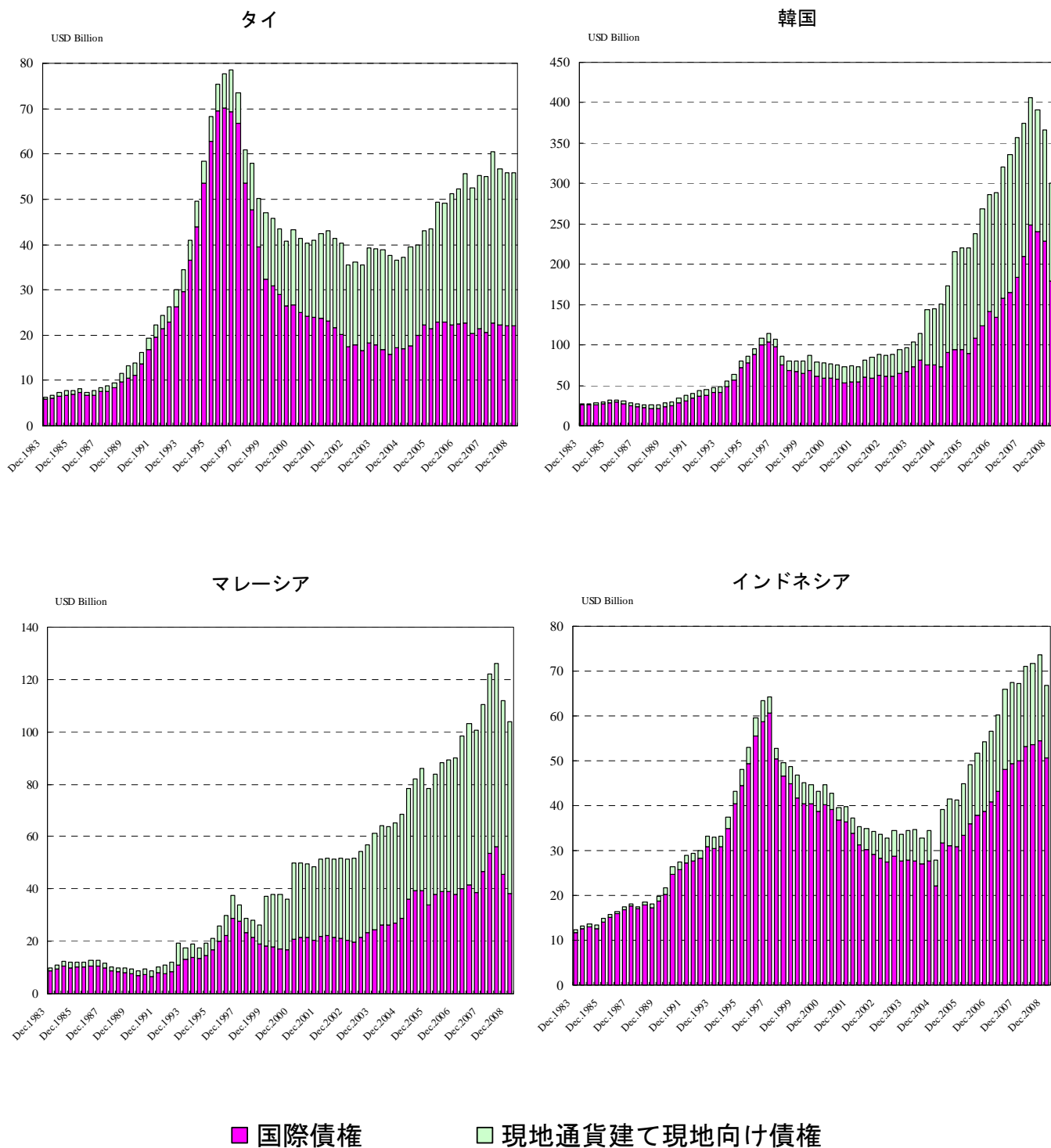
(出所) IMF, Balance of Payments Statistics。

IS バランスの推移



(出所) ADB SDBS。

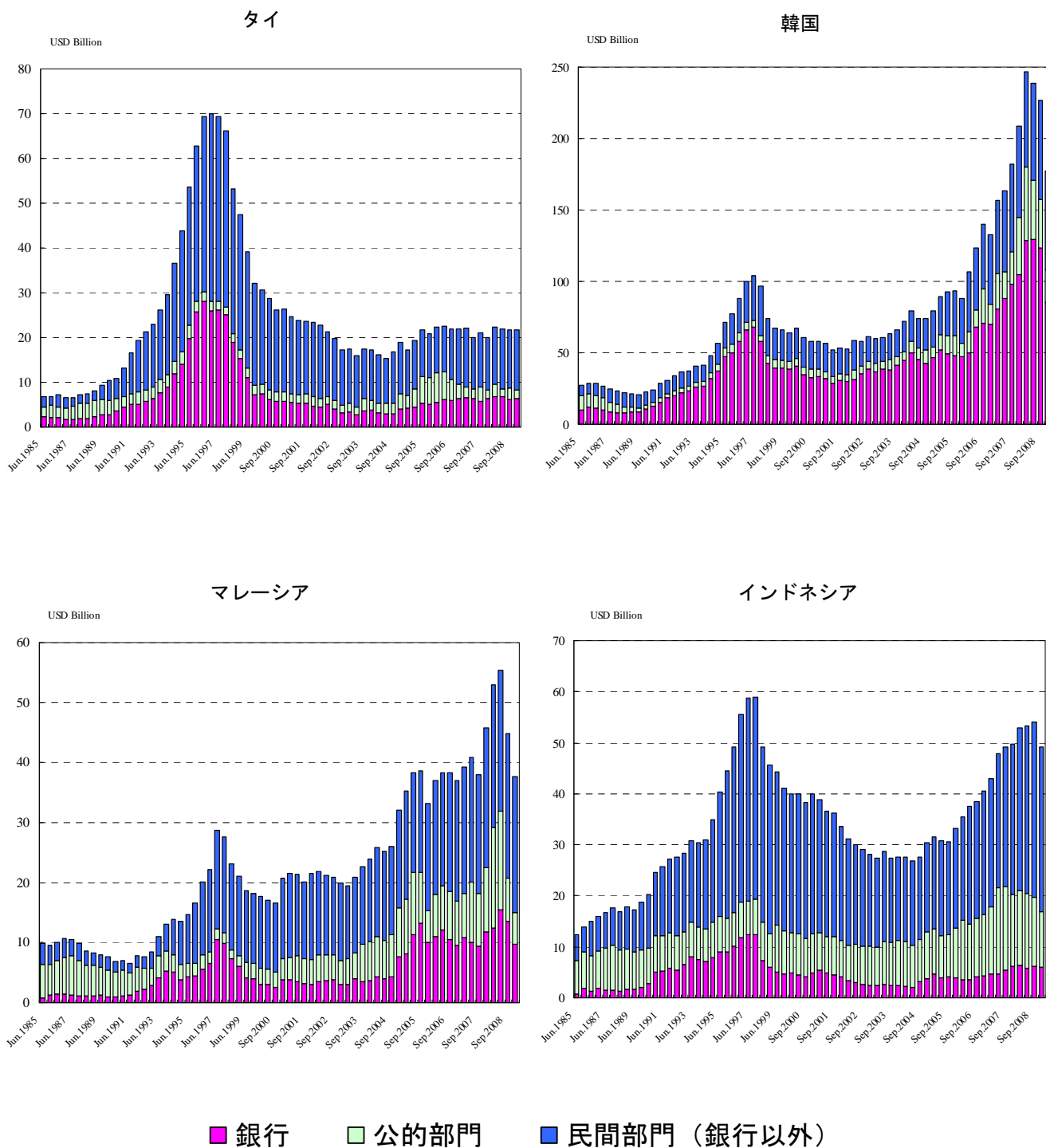
BIS 報告銀行の国際債権残高と現地通貨建て債権残高の推移



(注) 1983～1999年のデータは半期ベース、2000～2008年のデータは四半期ベース。

(出所) BIS Consolidated Banking Statistics (2009年4月公表データ)。

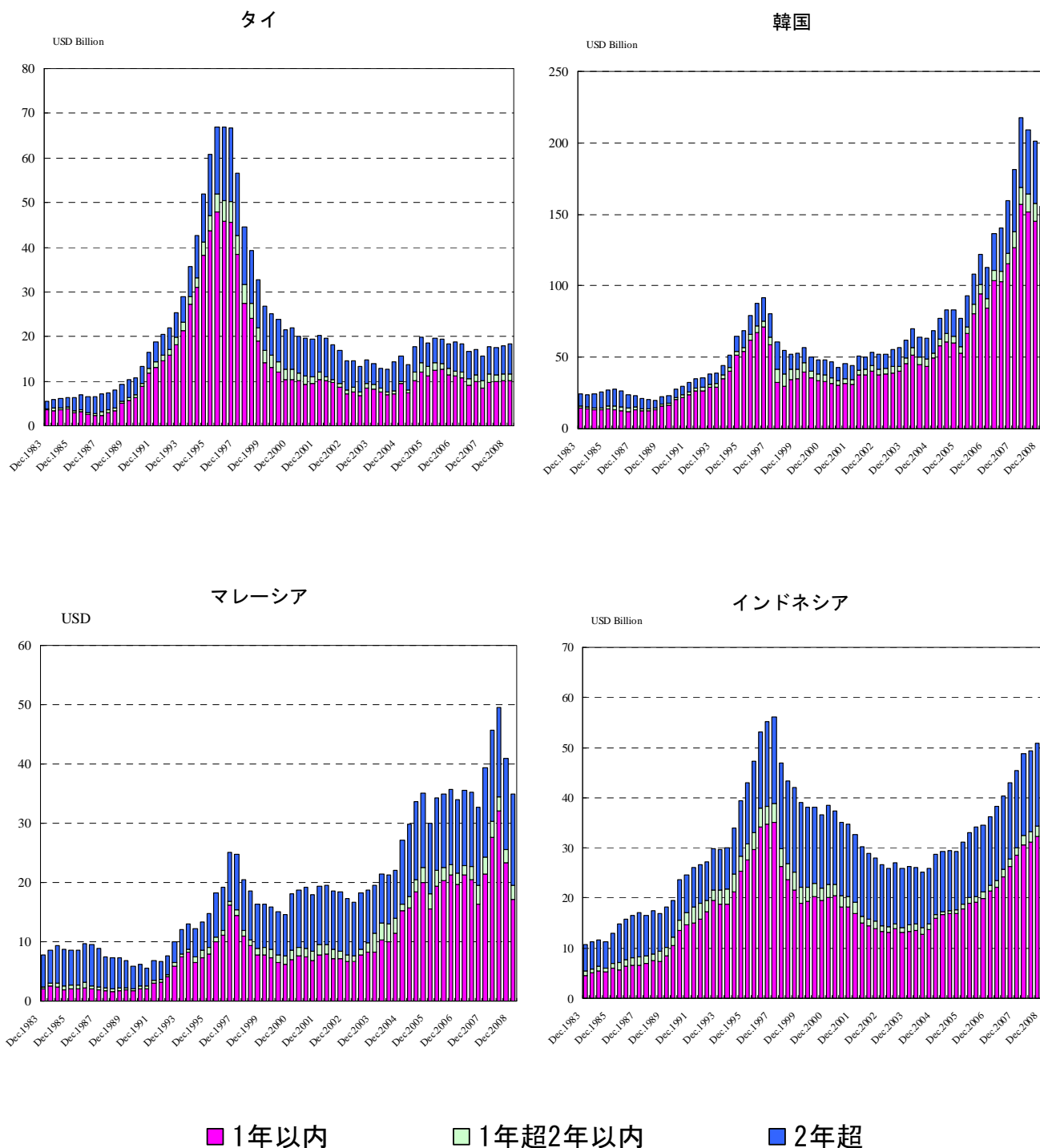
BIS 報告銀行の国際債権残高の推移 (部門別)



(注) 1985～1999年のデータは半期ベース、2000～2008年のデータは四半期ベース。

(出所) BIS Consolidated Banking Statistics (2009年4月公表データ)。

BIS 報告銀行の国際債権残高の推移 (期間別)



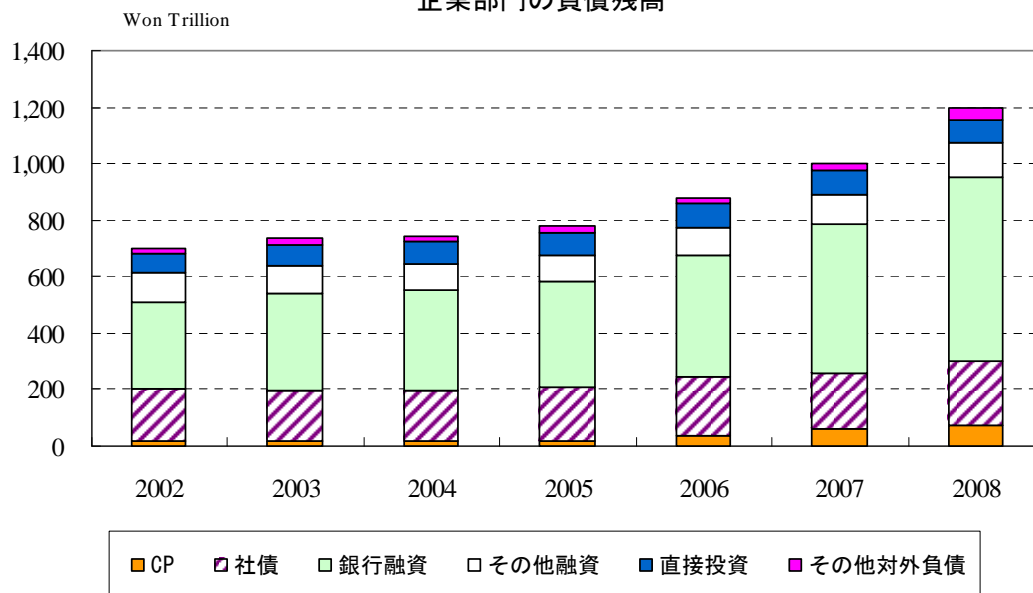
(注) 1983～1999年のデータは半期ベース、2000～2008年のデータは四半期ベース。

(出所) BIS Consolidated Banking Statistics (2009年4月公表データ)。

Flow of Funds 統計

韓国

企業部門の負債残高

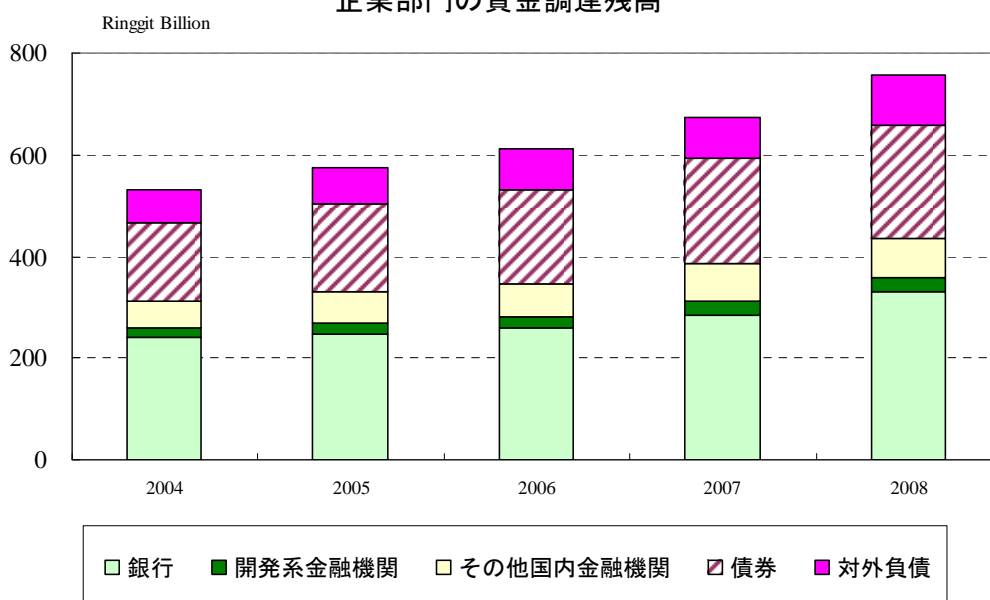


(注) 「株式」、「貿易信用」、「その他」以外の負債残高(年末値)。

(出所) Bank of Korea.

マレーシア

企業部門の資金調達残高

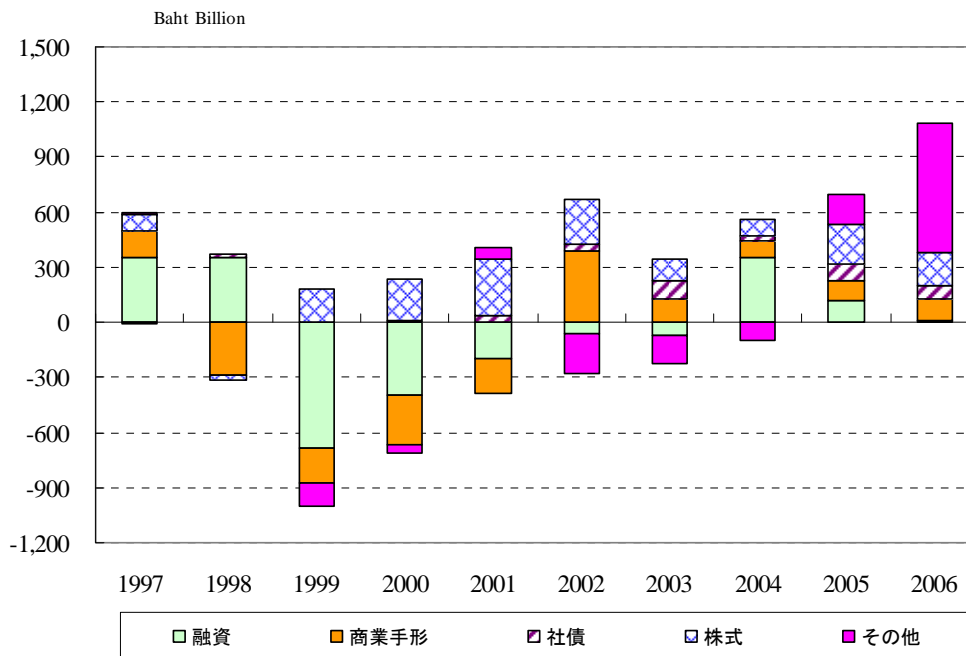


(注) 「株式」と「FDI」以外の企業部門の資金調達データ。2006年末の残高のデータを基に、2004年～2008年のフローのデータを用いて算出。

(出所) Bank Negara Malaysia, Annual Report 2006～2008.

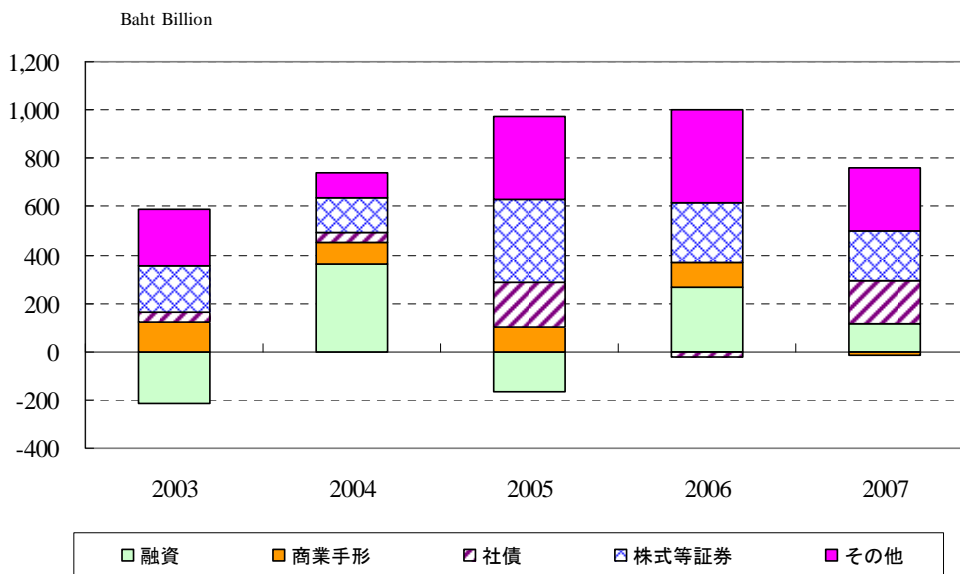
タイ

企業部門の資金調達（フロー）



(注) 2003~2007年の“Latest Data”と2006年以前の“Historical Data”は非連続。
 (出所) NESDB website, Flow of Funds Accounts, Historical Data.

企業部門の資金調達（フロー）



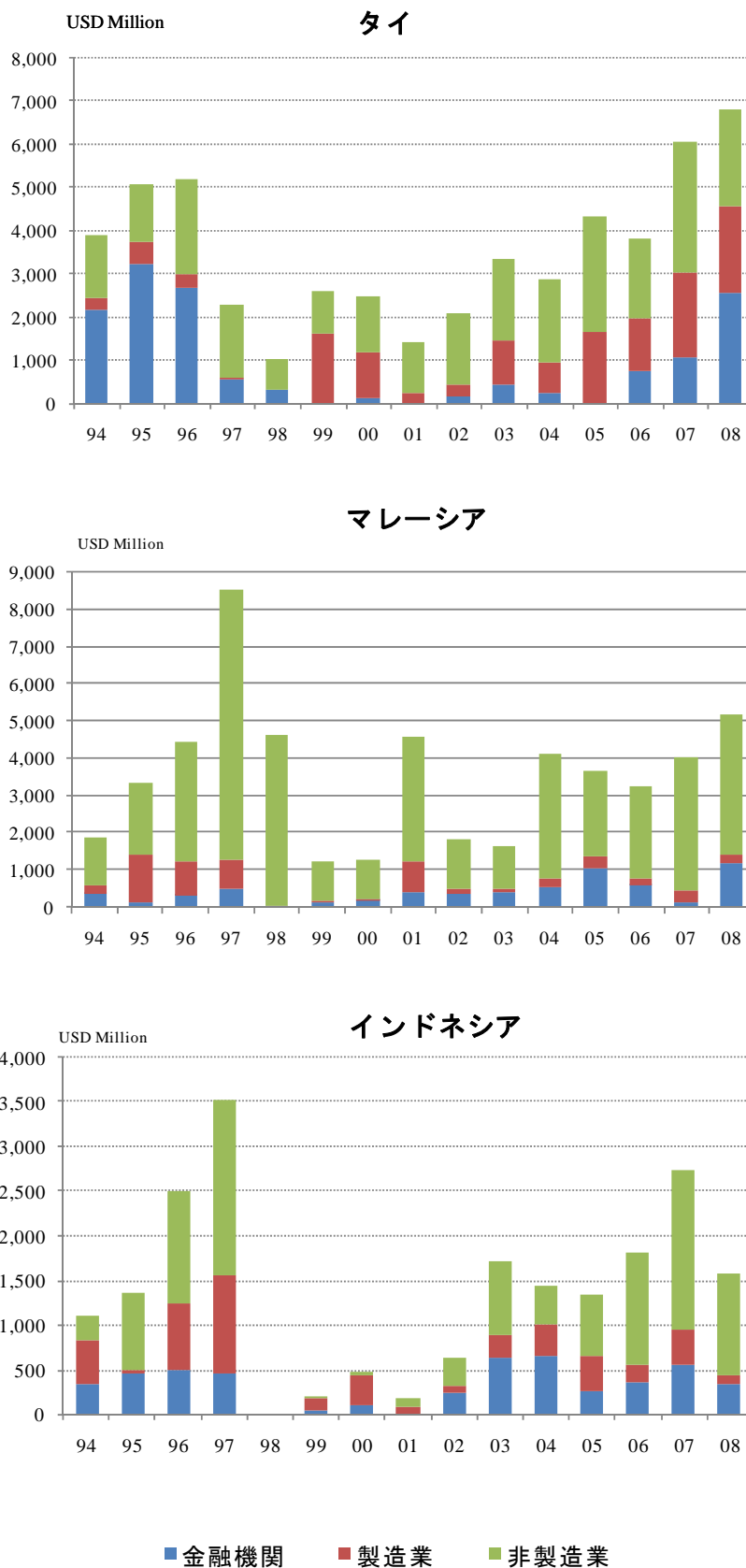
(注) 2003~2007年の“Latest Data”と2006年以前の“Historical Data”は非連続。
 (出所) NESDB website, Flow of Funds Accounts, Latest Data 2003- 2007.

各種信用仲介手段の規模

		% of GDP	
		1997	2007
韓国	株式市場	8	117
	国内債券市場	29	117
	民間向け貸出債権	63	109
タイ	株式市場	15	80
	国内債券市場	7	53
	民間向け貸出債権	166	84
マレーシア	株式市場	92	174
	国内債券市場	56	83
	民間向け貸出債権	158	105
インドネシア	株式市場	12	49
	国内債券市場	2	21
	民間向け貸出債権	61	25

(出所) Committee on the Global Financial System (2009), "Capital flows and emerging market economies," CGFS Publications No.33。

社債の新規発行額の推移（産業別）



(出所) Thomson Reuters。

社債発行額（上位 10 産業）

タイ

1999 - 2003

2004 - 2008

		発行額 (百万ドル)	全体比	累積比
1	原油、ガス鉱業	1,953	16.3%	16.3%
2	不動産業	1,370	11.4%	27.8%
3	食料品製造業	1,241	10.4%	38.1%
4	銀行業	1,071	8.9%	47.1%
5	金融機関（銀行以外）	1,044	8.7%	55.8%
6	化学品及び関連品製造業	926	7.7%	63.5%
7	通信業	790	6.6%	70.1%
8	土木工事業	523	4.4%	74.5%
9	自動車整備など関連サービス業	439	3.7%	78.2%
10	証券、商品仲買業	424	3.5%	81.7%
計		11,968	100.0%	

		発行額 (百万ドル)	全体比	累積比
1	銀行業	5,107	21.4%	21.4%
2	原油、ガス鉱業	3,962	16.6%	37.9%
3	窯業、土石製品製造業	3,632	15.2%	53.1%
4	化学品及び関連品製造業	1,361	5.7%	58.8%
5	不動産業	1,262	5.3%	64.1%
6	食料品製造業	1,256	5.3%	69.4%
7	航空運輸業	1,188	5.0%	74.3%
8	金融機関（銀行以外）	1,040	4.3%	78.7%
9	石油製品、石炭製品製造業	890	3.7%	82.4%
10	通信業	763	3.2%	85.6%
計		23,902	100.0%	

マレーシア

1999 - 2003

2004 - 2008

		発行額 (百万ドル)	全体比	累積比
1	電気、ガス、水道業	2,628	24.8%	24.8%
2	銀行業	1,551	14.6%	39.4%
3	持株会社、不動産会社など投資業	1,075	10.1%	49.5%
4	金融機関（銀行以外）	904	8.5%	58.0%
5	通信業	846	8.0%	66.0%
6	不動産業	844	8.0%	74.0%
7	鉄鋼、非鉄金属製造業	488	4.6%	78.6%
8	証券、商品仲買業	442	4.2%	82.7%
9	その他の製造業	282	2.7%	85.4%
10	水運業	244	2.3%	87.7%
計		10,608	100.0%	

		発行額 (百万ドル)	全体比	累積比
1	金融機関（銀行以外）	4,902	24.1%	24.1%
2	銀行業	3,804	18.7%	42.8%
3	電気、ガス、水道業	2,535	12.5%	55.2%
4	水運業	1,563	7.7%	62.9%
5	不動産業	1,193	5.9%	68.8%
6	証券、商品仲買業	1,043	5.1%	73.9%
7	通信業	784	3.9%	77.8%
8	専門サービス業	727	3.6%	81.4%
9	土木工事業	485	2.4%	83.7%
10	持株会社、不動産会社など投資業	419	2.1%	85.8%
計		20,345	100.0%	

インドネシア

1999 - 2003

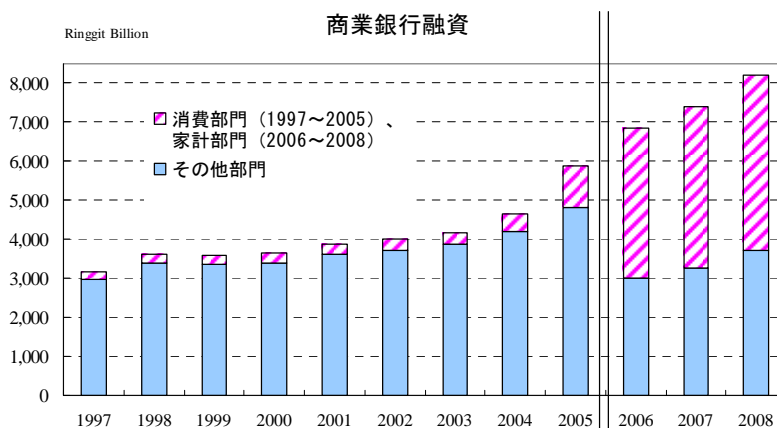
2004 - 2008

		発行額 (百万ドル)	全体比	累積比
1	銀行業	1,020	32.0%	32.0%
2	通信業	717	22.5%	54.5%
3	食料品製造業	308	9.7%	64.2%
4	たばこ製造業	205	6.4%	70.6%
5	金属鉱業	195	6.1%	76.7%
6	化学品及び関連品製造業	180	5.6%	82.3%
7	不動産業	107	3.3%	85.7%
8	その他の製造業	75	2.4%	88.0%
9	金融機関（銀行以外）	71	2.2%	90.2%
10	水運業	67	2.1%	92.3%
計		3,188	100.0%	

		発行額 (百万ドル)	全体比	累積比
1	銀行業	2,202	24.7%	24.7%
2	通信業	1,293	14.5%	39.2%
3	金融機関（銀行以外）	887	10.0%	49.2%
4	食料品製造業	785	8.8%	58.0%
5	電気、ガス、水道業	524	5.9%	63.9%
6	不動産業	502	5.6%	69.5%
7	石炭、亜石炭鉱業	396	4.4%	73.9%
8	水運業	371	4.2%	78.1%
9	ゴム製品、プラスチック製品製造業	341	3.8%	81.9%
10	原油、ガス鉱業	222	2.5%	84.4%
計		8,910	100.0%	

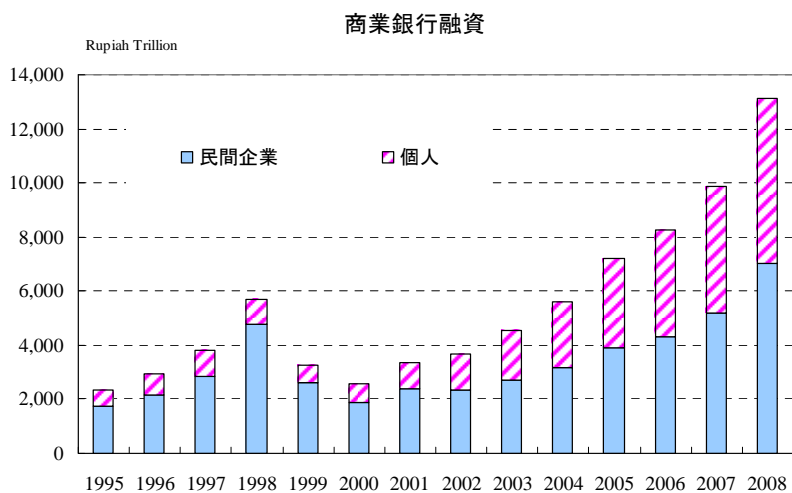
(出所) Thomson Reuters, Dun and Bradstreet TSR, “Standard Industrial Classification Codes”。

銀行貸出の推移（企業向け・家計向け別） マレーシア

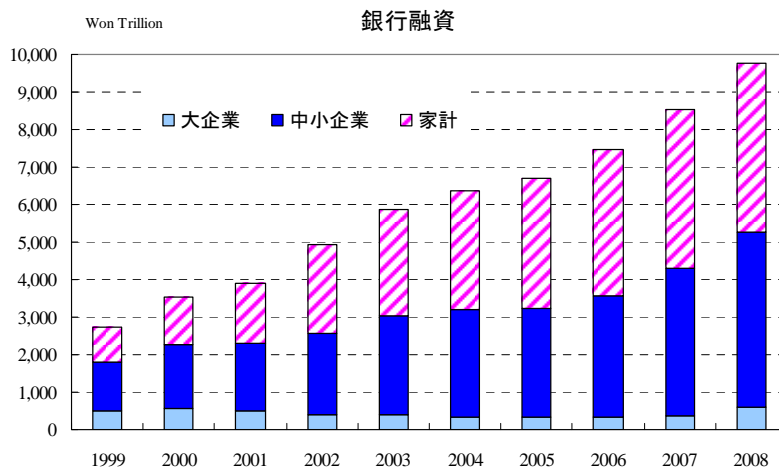


(注) 統計の見直しに伴い、2005年以前と2006年以降のデータは非連続。

インドネシア

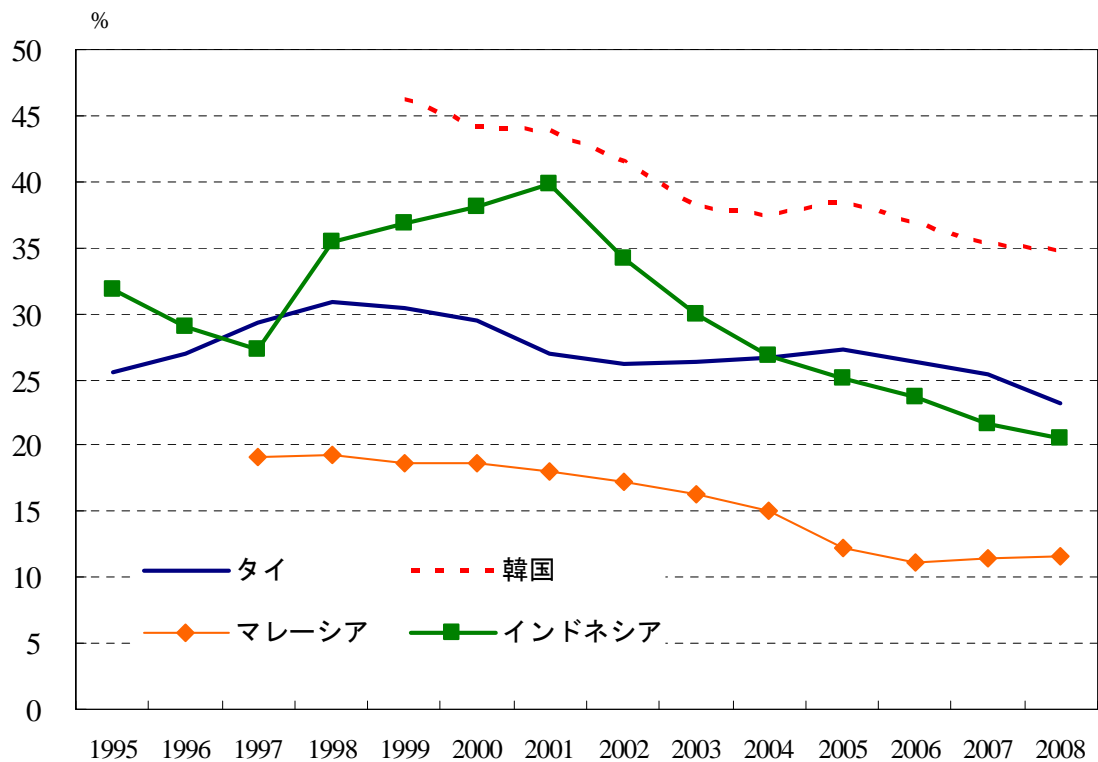


韓国



(出所) CEIC, Bank Negara Malaysia, Bank Indonesia, Bank of Korea。

銀行貸出における製造業のウェイト



(注) 2003 年以前と 2004 年以降のタイのデータ、2005 年以前と 2006 年以降のインドネシアのデータは非連続。

(出所) CEIC, Bank of Thailand, Bank of Korea, Bank Negara Malaysia, Bank Indonesia。