

2012年9月4日 全8頁

# 経済とともに成長続けるアジア社債市場

発行体や投資家の多様化が進めば現地に進出する日本企業にも好影響

金融調査部 太田珠美

## [要約]

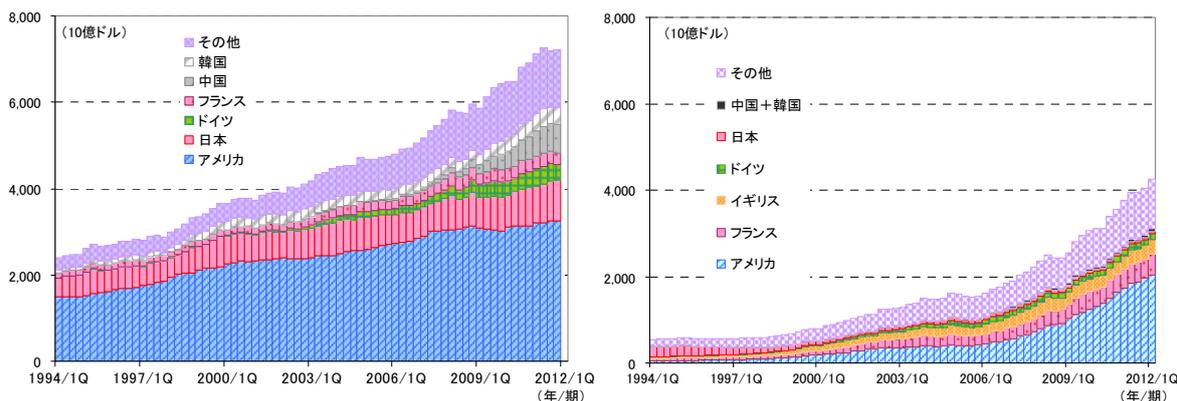
- アジアにおける社債発行残高は中国・韓国を中心に増加傾向にある。背景としては、経済成長に伴う企業の資金需要の増加に加え、アジア通貨危機の反省を踏まえ、各国政府が連携して債券市場育成に力を注いできたことがある。
- アジア社債市場の今後の課題としては、発行体と投資家の多様化、流動性の向上などが挙げられる。アジアは今後も経済成長、そして企業の資金需要増加が見込まれる地域であり、社債市場の育成は現地企業の資金調達手段の多様化につながる。アジアに進出する日本企業にとっても、現地の社債市場が活用できれば有力な資金調達手段となろう。

## 成長を続けるアジア社債市場

### 存在感増す中国・韓国

企業の社債発行残高は、経済発展に伴う企業の資金需要増加に伴い、世界的に増加傾向にある（図表1）。また、近年は銀行が自己資本充実のために劣後債を発行するケースも多く、残高増加の一因となっている。

図表1 社債発行残高の推移（左：国内債務証券、右：国際債務証券）



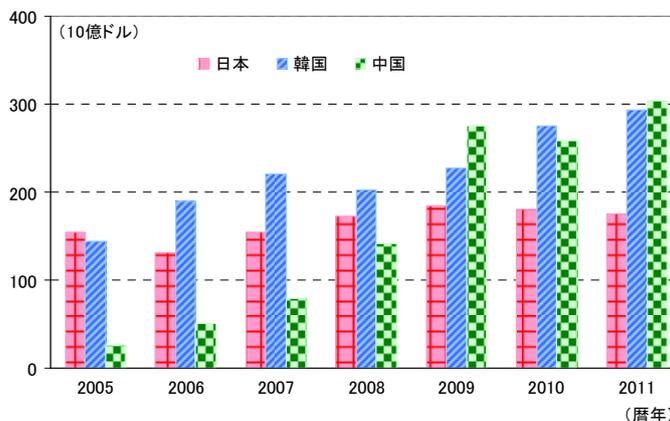
（注1）発行体の国籍別。“国内債務証券”は自国通貨建てで、自国内の投資家向けに発行された社債。“国際債務証券”は外貨建てで発行された社債および海外投資家向けに発行された社債。

（注2）“国内債務証券”は2011/4Qまで、“国際債務証券”は2012/1Qまで。

（出所）BIS(Bank for International Settlements)より大和総研作成

1990年代まではアメリカや日本など、先進国企業による発行が大半であったが、近年では中国や韓国企業の存在感が増している。近年、中国・韓国の企業は日本企業を上回る額の社債を発行しており（図表2）、残高の差も縮まりつつある（図表3）。発行残高をGDP比でみた場合も、企業の資金需要の低迷が続く日本は低下傾向にある一方、中国・韓国は上昇傾向にあり、企業の資金調達的手段として社債の果たす役割が増している様子が窺える（図表4）。

図表2 社債発行額の推移

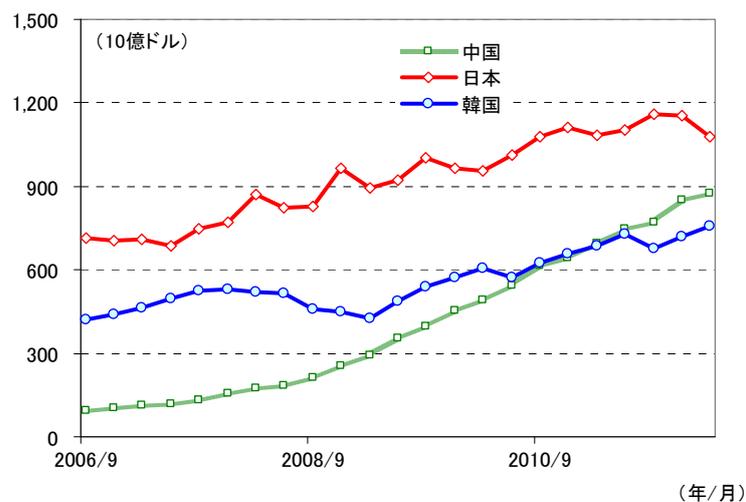


（注1）公営企業や金融機関が発行した社債を含む。

（注2）自国通貨建てで発行した社債の残高を米ドル換算した数値。

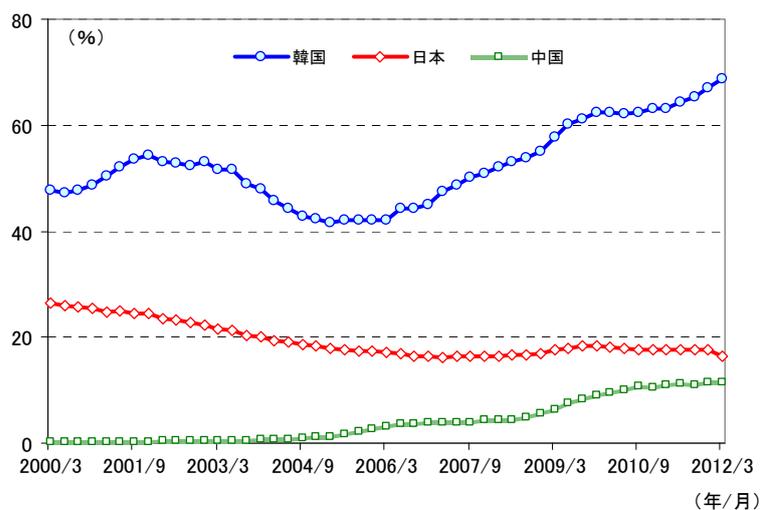
（出所）アジア開発銀行より大和総研作成

図表3 社債発行残高の推移



- (注1) 公営企業や金融機関発行分を含む。  
(注2) 自国通貨建てで発行した社債の残高を米ドル換算した数値。  
(出所) アジア開発銀行より大和総研作成

図表4 社債発行残高（対名目 GDP 比）の推移



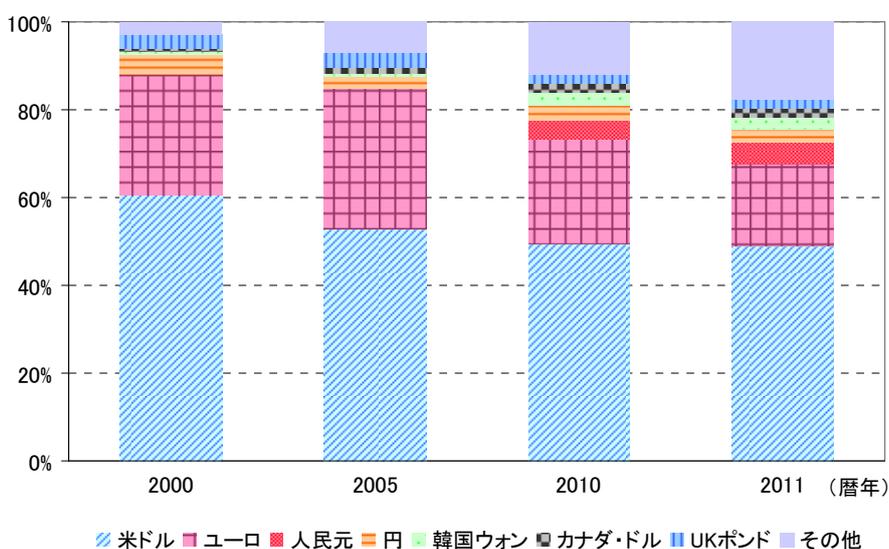
- (出所) アジア開発銀行より大和総研作成

しかし、中国・韓国ともに、社債発行残高上位 30 社が全発行残高の過半を占めており（2011 年末時点）、「企業全体に社債の利用が浸透してきている」というより、一部企業の発行が全体をけん引している傾向がある。中国に関しては公営企業による発行が多く、電力や交通、通信などインフラ関連企業が上位に並ぶが、韓国は民間企業による発行が中心であり、銀行や証券など金融機関が上位を占める。財閥の系列金融機関などもみられ、グループ内金融の規模の大きさが窺われる。

## 人民元・韓国ウォンの需要も増加傾向

発行体だけでなく、発行“通貨”の面でも中国・韓国の存在感は増している。2000年の年間社債発行額を通貨別にみると（発行体の国籍・所在地等に関わらず、発行通貨のみで区分）、米ドル・ユーロ・円の3通貨（以下、G3通貨<sup>1</sup>）が全体の9割以上を占めていたが、2011年では7割程度まで構成比が低下している（図表5）。新興国や資源国通貨による発行が増加しており、アジア通貨の中では特に人民元や韓国ウォン建て社債の発行が増えている。人民元に関しては、香港において点心債<sup>2</sup>の発行が認められたこともあり、2010年に大きく割合を伸ばしている。

図表5 世界で発行された社債の通貨内訳



（注）発行体の国籍は問わず、発行通貨のみで分類している。

（出所）THOMSON REUTERS より大和総研作成

## 他のアジアの国々でも社債の利用が増加

日・中・韓以外のアジアの国々においても、金額自体は低水準ではあるが、自国通貨建て社債の発行残高が増加傾向にある（図表6）。香港に関しては横ばいが続いているが、香港では近年人民元建てで社債を発行するケースが増えている。同地域の香港ドル建て以外の社債発行残高の推移をみると、2009年の後半から増加傾向にあり、2011年12月時点の発行残高は2009年12月時点の2倍にまで増えている。

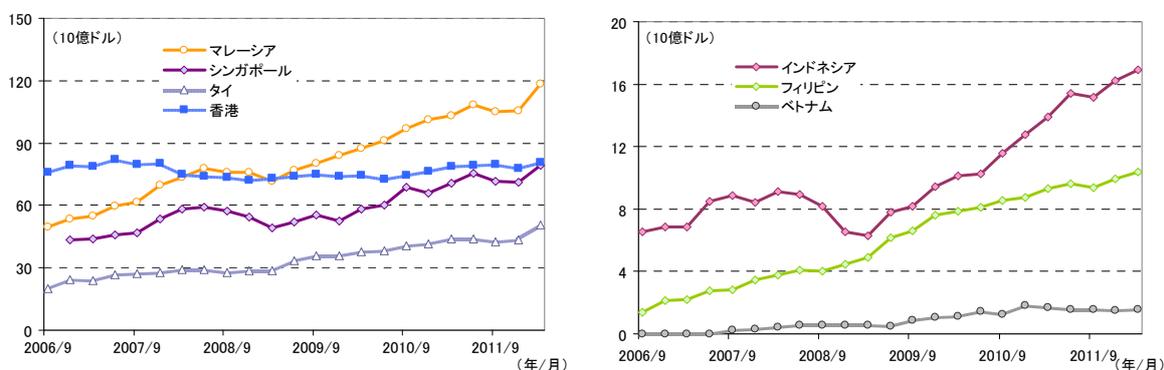
一方、香港以外の地域に関しては、自国外の投資家向けに発行された社債や、外貨建てで発行された社債発行残高の増加は限定的である（前掲図表1：右図）。これはアジアが欧米に比べ相対的に、①グローバル企業が少なく外貨需要が限定的であること、②グローバルなネットワークを持つ自国金融機関が少ないため海外投資家への販売網が限られること、③自国内の貯蓄

<sup>1</sup> 世界3大通貨。米ドル・ユーロに英ポンドを加え世界3大通貨とするケースもあるが、本稿ではアジア開発銀行の記載に合わせ、米ドル・ユーロ・円をG3とする。

<sup>2</sup> 中国本土以外で発行される人民元建て社債。

率が高くそもそも資金余力があること（図表7）、などが要因として考えられる。

図表6 社債発行残高の推移

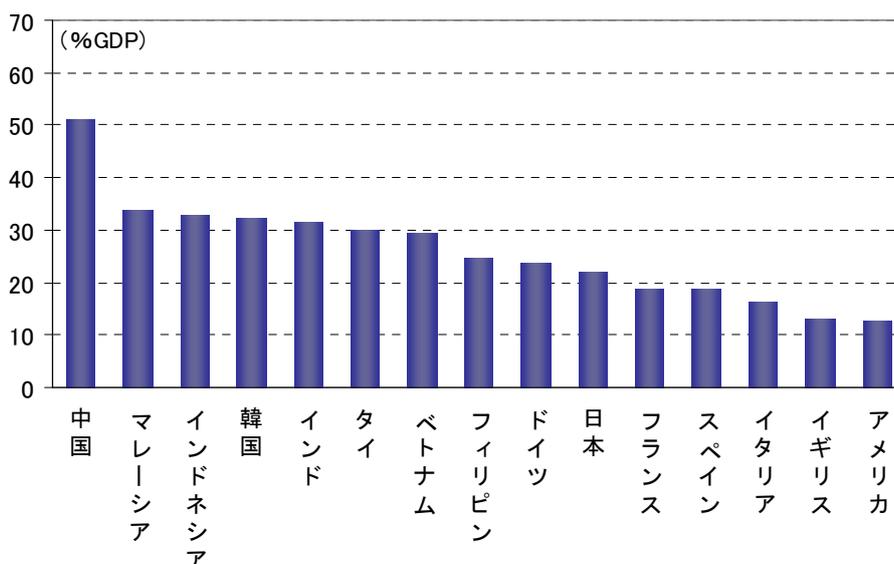


(注1) 集計対象には公営企業や金融機関を含む。

(注2) 企業が自国通貨建てで発行した社債の残高を米ドル換算した数値。

(出所) アジア開発銀行より大和総研作成

図表7 国別の国内総貯蓄（対名目GDP比）



(注) 韓国とスペインは2010年、それ以外の国は2011年の数値。

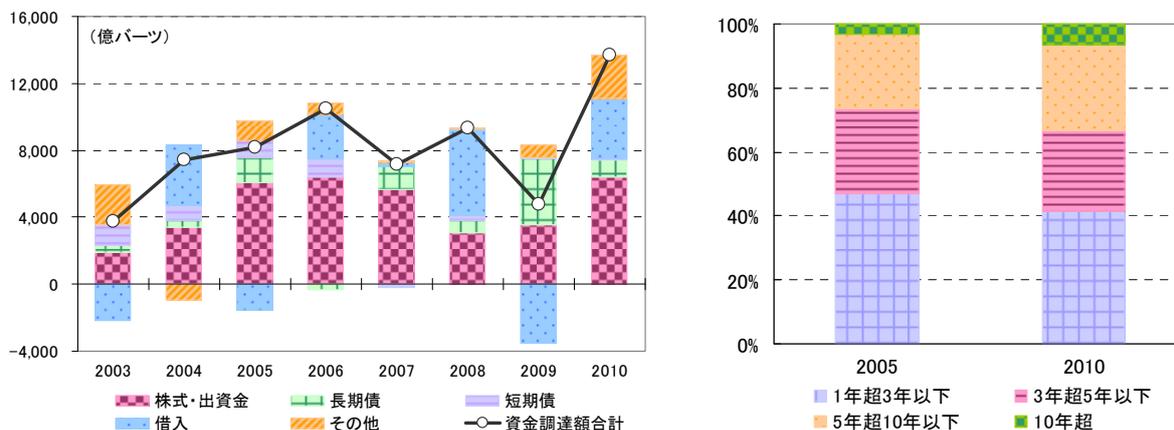
(出所) IMFより大和総研作成

社債発行残高の対GDP比でみると多くの国が横ばいで推移していることから、社債発行残高の増加は、基本的には経済成長に伴い企業の資金需要が増加したことによるものであろう。また、1997年に起きたアジア通貨危機の経験を踏まえ、アジア諸国は自国通貨による長期の資金調達手段として、債券市場の育成に努めてきた。企業による債券を利用した資金調達の増加も、その成果の一端ともいえるだろう。

社債の償還期限に関しては多様化が進んでいる様子が見受けられる。例えば、タイの企業の資金調達の状況を見ると、2000年代半ばまで社債による調達は短期債が中心であったが、2000

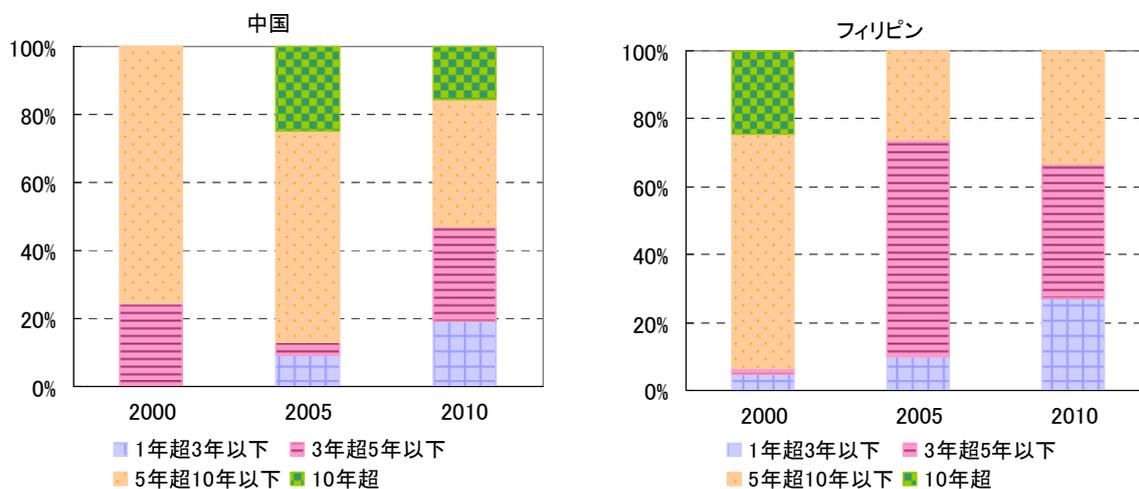
年代後半には短期債に代わって長期債<sup>3</sup>による調達が増えており、長期債の中でもより期間の長いものが増加している（図表 8）。一方で、中国やフィリピンでは 2000 年代前半には短期債の利用がほとんどなく<sup>4</sup>、5 年超 10 年以下の年限で発行されるものが中心であったが、2000 年代後半には短期債の利用が増えた（図表 9）。

図表 8 タイ企業の資金調達（左図：金融取引のフロー、右図：社債発行残高の年限内訳）



（出所）国家経済社会開発委員会事務局、アジア開発銀行より大和総研作成

図表 9 社債発行残高の年限内訳（左図：中国、右図：フィリピン）



（出所）アジア開発銀行より大和総研作成

### “G3” 通貨建て社債がアジアで担う重要な役割

先述の通り、世界における G3 通貨建て社債の発行は割合的には減少傾向にある。しかし、アジアの国々においては、自国通貨建てだけでなく、G3 通貨建て社債も重要な役割を担っている。G3 通貨建て社債と自国通貨建て社債の発行状況を国別にみていくと、韓国・中国は G3 通貨建て社債の残高が他のアジアの国々に比べて多いが、社債全体で見れば自国通貨建てで発行されて

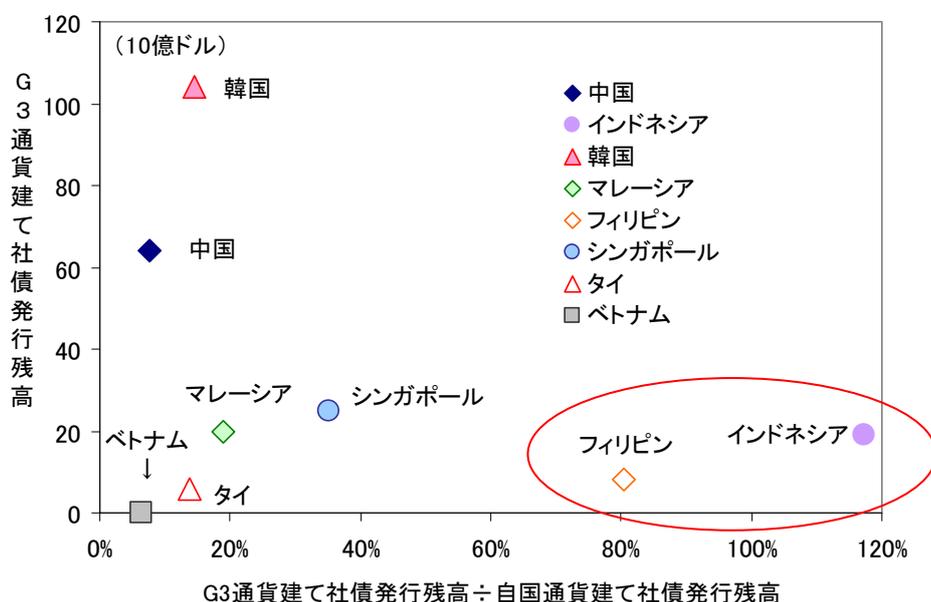
<sup>3</sup> タイの Flow of Funds では償還による区分を短期と長期しか設けていない（中期という区分はない）。

<sup>4</sup> フィリピンにおける短期資金の調達には、短期債でなく CP が多く利用されていたものと推測される。

いるものの方が多く、企業の資金調達に占める割合は限定的といえる。一方、インドネシアは自国通貨より G3 通貨建ての社債発行が多い。フィリピンも G3 通貨での社債発行が高い比率を占めている（図表 10）。

インドネシアやフィリピンの社債市場は他のアジアの国々に比べると規模が小さく、発行体の偏りも大きい（発行残高上位 30 社が全体に占める割合は、インドネシアが 78%、フィリピンが 93%である<sup>5</sup>）。G3 通貨建ての社債の活用は、例えば、海外投資家に対する自国企業の認知度向上や自国通貨建て社債の価格発見機能の向上など、自国通貨建て社債市場の育成にも一定の好影響があるとされており、G3 通貨建て社債の発行は両国にとって自国通貨建て社債市場活性化策の 1 つになっている<sup>6</sup>。

図表 10 G3 通貨の社債発行残高と自国通貨建て社債発行残高との関係



(注) 2011 年末時点の残高をもとに算出。  
(出所) アジア開発銀行より大和総研作成

## アジア社債市場の成長は続くのか

国ごとに差はあるものの、アジア社債市場は拡大傾向にある。ASEAN+3 加盟国<sup>7</sup>とアジア開発銀行が設立したCGIF (Credit Guarantee and Investment Facility) は 2012 年 5 月に業務を開始し、社債市場育成を目的に域内の企業が発行する社債に保証を供与する予定である（本稿執筆時点では具体的な支援実績はない）。G3 通貨建ての社債発行が現地通貨建て社債市場の育成に好影響を与えたように、未成熟な社債市場においては何かしらの形式で信用を補完することが市場育成につながる可能性もある。

<sup>5</sup> アジア開発銀行「ASIA BOND MONITOR APRIL2012」より（数値は 2011 年 12 月時点のもの）。

<sup>6</sup> アジア開発銀行「ASIA BOND MONITOR 2008」pp. 17-18

<sup>7</sup> ブルネイ、カンボジア、中国、インドネシア、日本、韓国、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム（英語表記のアルファベット順）。

一方、アジア社債市場の課題としては、まず発行体および投資家の多様化が挙げられる。アジア社債市場は拡大傾向にあるとはいえ、実際に市場で調達しているのは一部企業に限られる。資金調達を行うためには投資家への情報開示や格付けの取得などのプロセスが必要になるが、これまでアジア企業の資金調達は、内部調達（内部留保や関係企業間での資金融通、経営者一族からの資産提供など）や銀行借入が重要な役割を果たしてきた。投資家や格付機関に対し、広く情報開示をするということに抵抗を感じる企業は少なくないだろう。発行体が社債発行のメリットを理解し、情報を正しく投資家に公開し、資金調達に踏み切るには、証券会社などの金融仲介機関の果たす役割が重要になる。

資金供給側の投資家層の育成も並行して行い、多様化を図っていく必要がある。現状、社債投資家といえば金融機関や機関投資家が中心であるが、これらは融資元や、株主と重複することも多い。資金供給側が分散されていないと、資金供給者が資金回収に動いた場合に、融資返済を求められると同時に、社債や株式が企業にとって好ましくない相手に譲渡されてしまう危険性がある。リスク許容度が異なる投資家層（個人投資家など）の資金を社債市場へ導入する施策が必要である。

また、発行体・投資家層育成の次の段階としては、投資家が安心して投資できるよう流通市場を整備し、流動性や取引価格の公正性を確保することも求められる。その他、低格付社債市場の育成や、格付機関の育成など、取り組むべきことは少なくない。

日本からアジアへ進出する企業が増加し、それに伴って現地における資金調達の必要性も重要度を増している。現在は大半が内部調達（グループ企業からの資金調達や内部留保、金融機関からの借入）で対応しているが、事業が拡大すればするほど、資金の調達経路は多様化が求められる。アジア社債市場の発展は、日本企業の現地での資金調達の一助にもなる。

#### 参考文献

- ・ 柏原千英編「『アジア域内金融協力』再考：進展と課題」日本貿易振興機構 アジア経済研究所，2012年
- ・ 日本証券業協会 社債市場の活性化に関する懇談会「社債市場の活性化に向けた取り組み」2012年7月30日