



FRI 研究レポート

No.82 May 2000

アジアにおける円資金の有効利用に向けて

主任研究員 梶山 恵司

アジアにおける円資金の有効利用に向けて

【要旨】

1. 80年代半ば以降、わが国は世界最大の黒字国の地位を保っているが、その黒字の基本的な還流パターンは、一貫して欧米中心の証券投資だった。
他方、日本からアジアへの安定した資本投資は、直接投資のみである。証券投資は実質的にはゼロに等しく、融資は変動が激しい。
2. これは、欧米の証券市場は高度に発達しており、わが国から投資しやすいこと、
反対に、わが国を含めアジアの証券市場は未整備・未発達で、わが国からアジアへの証券投資のインターフェースが存在していないためである。
3. 欧米への証券投資は、もっぱらドル建て、ユーロ建てであり、為替リスクをわが国が一方的に負担している。他方、アジアは今後も高成長が期待できる地域だが、アジアへの安定した資本還流のチャンネルが直接投資だけでは、アジアの高成長・ハイリターン投資機会を、わが国は逸することになる。
4. もっとも、アジアの証券インフラが整備されるには時間がかかるとみられ、相対的に進んだわが国の証券インフラを用いることによってアジアへ資金還流するメカニズムを構築することが必要である。これにもっとも適しているのが、為替リスクなしに大量に資金還流できる円建て外債（サムライ債）である。
5. 円建て外債は、相対的に高い利回りが期待できるのみならず、それが資本輸出を促進することから円高圧力を緩和するというメリットが期待できる。特に今後は、わが国国債の大量発行や使い勝手の向上により非居住者の国債購入が増加すること、
対内直接投資が増加する可能性が高く、円高圧力が高まることが予想される。したがって、サムライ債によって対外資本還流のチャンネルを増や必要性は、今後一段と高まるだろう。
6. 現在、証券決済制度などの証券インフラの改革機運が高まっているが、その重要性から、ユーザーの使い勝手を十分に考え、欧米並みの証券インフラを整備することが不可欠である。

はじめに	1
1. 日本の対外資本還流の特徴と問題点	2
1) 地域別特徴～欧米への資本還流中心	2
2) 項目別特徴～証券投資中心	2
3) 為替リスクを一方的に負担するわが国の対外資本投資	4
2. 対内資本投資に関するアジアとラテンアメリカとの比較	5
1) アジア～高い融資依存度	5
2) ラテンアメリカ 3カ国～活発な証券投資	6
3) 金融センターの問題	7
3. 日独対外資本投資の比較	7
1) バランス発展型のドイツ VS 変動激しい日本	7
2) 証券投資急増の背景	9
4. アジアへの証券投資拡大の手段	10
1) 株式か、債券か	10
2) 債券による還流	11
3) 欧米における外債の意味	12
5. 円建て外債市場	13
1) 2種類ある円建て外債市場	13
2) 円建て外債(サムライ債)の重要性	14
3) サムライ債不振の理由	15
おわりに	16
1) 円建て外債市場の重要性を認識して証券インフラ整備を	16
2) 到来するサムライ債市場拡大のチャンス	17
3) アジア通貨安定の問題	17

はじめに

アジア諸国の資金需要は今後一段と高まることは確実とみられており、これをいかに円滑にファイナンスしていくかは、アジアの 21 世紀を左右する問題といっても過言ではないだろう。

他方で、アジアには、全アジア GDP の 3 分の 2 を生産し、しかも、世界最大の債権国・資本輸出国である日本が存在する。経常収支黒字の規模からすれば、本来なら日本の資金だけでアジアの資金需要を賄うことができるほどである。

ところが現実には、わが国からアジアへの安定した資金還流方法として定着しているのは直接投資のみで、証券投資は実質的にはゼロに近く、融資はきわめて不安定という問題がある。特に、融資は 90 年代半ばに急増したものの、通貨危機以降、邦銀は大幅な融資回収に回っており、わが国の対アジア融資はむしろ、アジアの安定的なファイナンスのかく乱要因ともなりかねないといえるほどだ。

また、アジアにとっても、直接投資はともかく、証券投資によるファイナンスはきわめて不十分である。その分、アジアは融資依存度が高く、これが通貨危機を一段と深刻化させる原因となったことは周知のとおりである。

つまり、アジアには、わが国の対外資産運用ニーズとアジア諸国の資金調達ニーズを結びつける証券インフラが欠如しており、これがわが国からアジアへの資本還流がスムーズに行われぬ最大の問題となっている。

本稿では、まず、わが国の対外資本投資およびアジアの対内資本投資にかかわる問題点を、それぞれドイツ、ラテンアメリカの状況と比較しつつ分析する。その上で、わが国からアジアへの証券投資による資本還流を促進するための方法を提言することにした。

アジア諸国の公的資金需要

(対GDP比、%)

	97年末	2000年末
インドネシア	48	98
韓国	11	37
マレーシア	32	48
タイ	7	39

(出所) 世銀

1. 日本の対外資本還流の特徴と問題点

1) 地域別特徴～欧米への資本還流中心

わが国は、80年代半ば以降、現在に至るまで世界最大の黒字国の地位を保っているが、黒字の還流である対外資本投資（直接投資、証券投資、銀行融資等）のパターンは、どう変わったのだろうか。

まず、地域別でみたわが国対外資本投資の最大の特徴は、80年代後半から現在に至るまで、一貫して欧米中心であることである。たとえば、80年代後半から97年にかけて、わが国資本投資の対欧米比率は常に4分の3前後で推移しており、欧米向けポートフォリオは、ほぼ自動的に決定されてきたかのようでさえある。また、金額でも、95年から98年にかけて、欧米への資本投資は年平均1600億ドル前後に達しており、同期間のわが国の経常収支黒字を大幅に上回っている（経常黒字は、95～98年平均で980億ドル）。また、99年の地域別対外資本投資は未発表だが、欧米向がほとんどである証券投資が引き続き高水準で推移していることから、対欧米資本投資動向には、99年にも大きな変化はないとみて間違いはない。

これに対し、わが国からアジアへの資本投資は90年代半ばまでは全体の1割にもみならず、金額も50億ドル～130億ドルにすぎなかった。アジアが重要な投資先として登場してくるのは90年代半ばのことである。事実、95年から97年にかけて、わが国のアジアへの資本投資額は、対米投資の8割に近い570億ドル（年平均）に達している。

もっとも、対アジア資本投資の急増も実は一過性のものにすぎず、通貨危機にみまわれた98年になると、今度は一転して320億ドルもの資金引き上げを行っている。しかも、99年にわが国金融機関は、全世界から2800億ドルにのぼる融資回収を行っていることを考えると、この時期にわが国は引き続き相当規模の資金をアジアから引き上げているとみて間違いはないだろう（次にみるように、日本の対アジア資本輸出は、直接投資と融資中心で、証券投資はほとんどない）。

2) 項目別特徴～証券投資中心

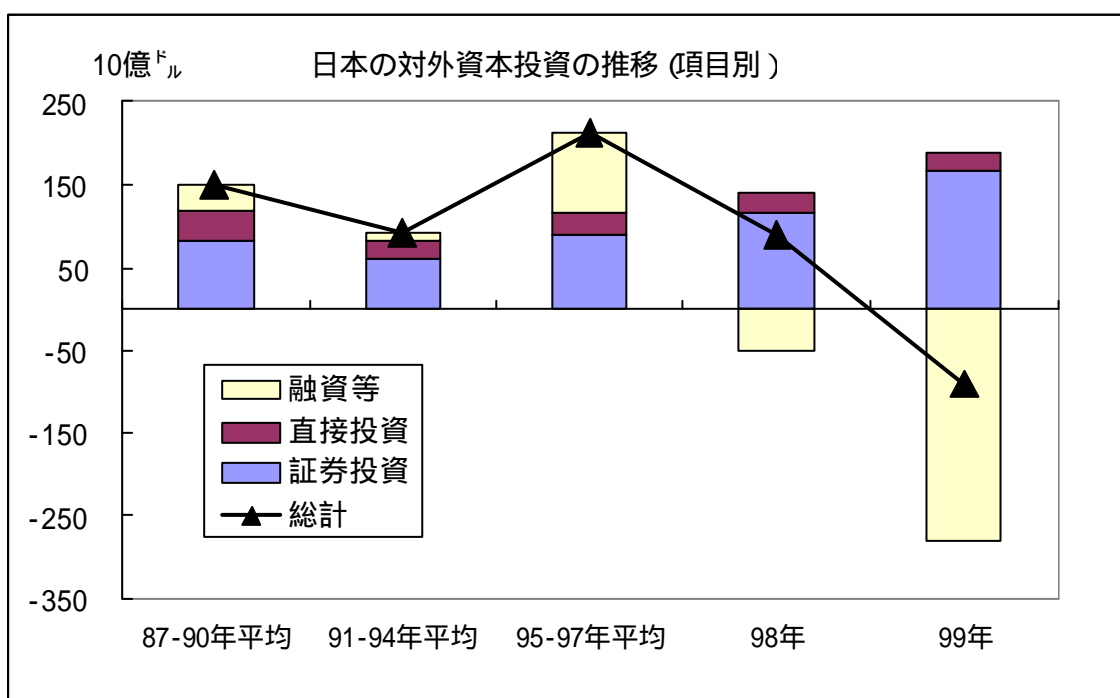
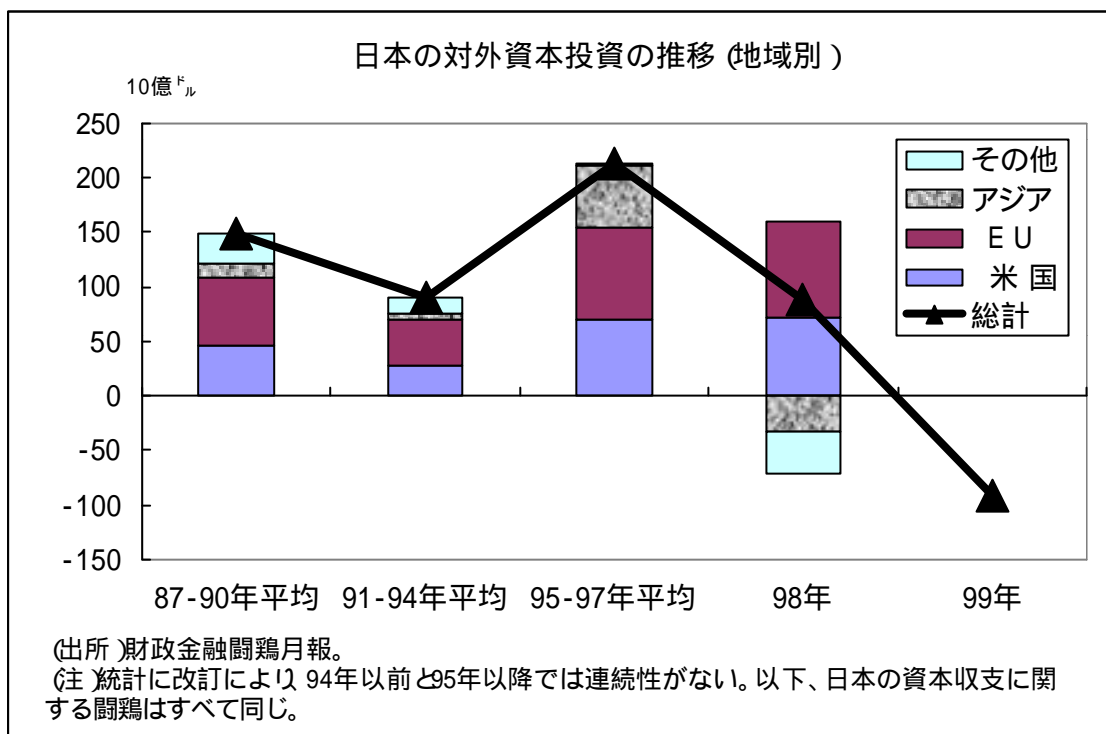
次に、わが国の対外資本投資を項目別にみると、まず目立つのが証券投資のシェアが大きく、その額も90年代前半を除き、増加傾向にあることである（80年代後半820億ドルから、90年代前半には610億ドルへと落ち込んだものの、98年には1160億ドル、99年には1700億ドルへと増加）。

これに対し、融資による還流は、90年代半ばには年平均1000億ドルに達していたものの、98年には一転して500億ドルの回収となっている。さらに99年になると、上述

のとおり融資回収額は 2800 億ドルに達しており、融資による対外資本還流は相当に変動が激しい。

このように証券投資は規模が大きく、安定している反面、融資が不安定なのは、わが国の地域別投資構造を反映したのものである。というのは、証券投資の相当部分は欧米向けである反面、融資のかなりの部分はアジア向けだからである。

その理由として指摘できるのは、投資先のインフラの相違である。欧米に証券投資す



る場合、米国債市場やドイツ国債市場、証券取引所等の、十分に発達したインフラを利用することができるが、アジアではこうした証券インフラがそろっていない。だからこそ、わが国の証券投資は欧米中心となる反面、アジアへの対外資本投資はどうしても、融資に偏りがちになるのである。

もっとも、米国とわが国の 95 年から 98 年にかけての対アジア証券投資を比較すると、わが国の証券投資は合計で 81 億ドルにすぎないのに対し、米国はその 6 倍近い 460 億ドルもの投資を行っている。しかも、日本が証券投資で 29 億ドルの資金引き上げを行った 98 年にも、米国は 22 億ドルの証券投資を行っており、この面からみると、通貨危機後の資金面での貢献度は、わが国より米国のほうが高いといえるほどである。したがって、わが国からアジアへの証券投資の規模が小さいのは、単に相手先の証券インフラが問題というだけではなさそうだ。

3) 為替リスクを一方的に負担するわが国の対外資本投資

わが国は、円高が進展した 80 年代後半以降、直接投資や貿易などで急速にアジアとの関係を深めていき、97 年には、対アジア貿易（輸出 + 輸入）が、わが国全貿易の 4 割を占めるまでになった。ところが、対外資本投資については直接投資を除き、80 年代半ば以降現在に至るまで一貫して欧米偏重を続けており、わが国からアジアへの資本還流はきわめて不十分、かつ不安定である。わが国実態経済でのアジアへの関与の深さと、資本取引面でのアジアとの関係の希薄さは、いかにもアンバランスである。

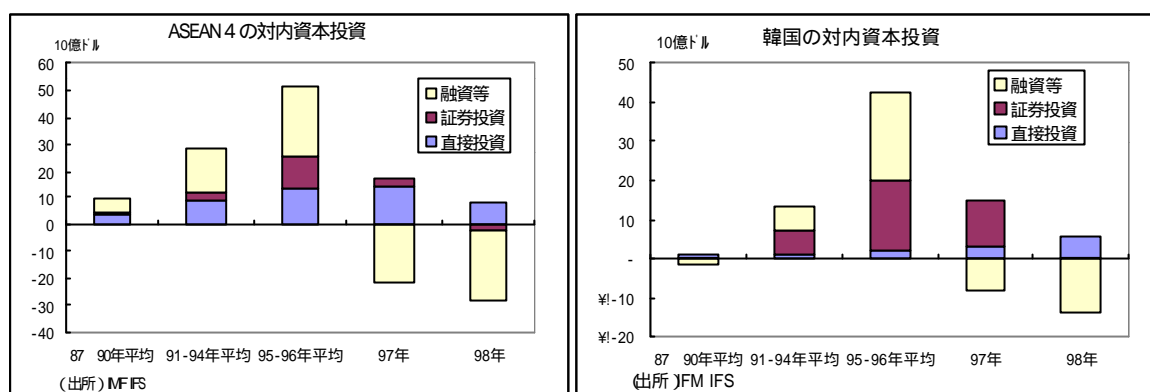
また、わが国の欧米中心の証券投資は、ドル建て・欧州通貨建てであり、わが国が、為替リスクを一方的に負担する形となっている。ところが、世界最大の債権国の通貨である円は、世界最大の債務国の通貨であるドルに対し切り上げ圧力を受けるのが通例で、わが国がドル建てで資産を積み上げていけばいくほど、それだけ為替リスクを高めていくことになる。

実際、わが国は、80 年代後半、円高圧力緩和のための対米証券投資が奨励され、経常収支黒字を大幅に上回る証券投資を行い、その後の円高で大きな為替差損をこうむった。90 年代前半に証券投資が縮小しているのは、世界的な不況で資本移動が停滞したという事情に加え、80 年代後半の証券投資失敗の反動があるからでもある。

また、98 年にわが国は 700 億ドル近い対欧証券投資を行ったが、これはその後のユーロ安の進行で、大きな打撃を受けたことは周知のとおりである。それにもかかわらず、99 年には 1700 億ドルにものぼる対外証券投資を行っており、依然として為替リスクを大幅に負担する投資行動をとり続けている。

2. 対内資本投資に関するアジアとラテンアメリカとの比較

1) アジア～高い融資依存度



それでは次に立場を変え、アジアの対内資本投資をラテンアメリカとの比較でみてみたい。

ここでは、特に激しい通貨危機に見まわれた ASEAN 4（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン）と、韓国とを取り上げる。ASEAN 4 と 96 年に OECD 入りした韓国とでは、対内投資のパターンは大きく異なるので、それぞれ別個に検討してみたい。

まず、ASEAN 4 では、90 年代前半から半ばにかけて対内資本投資が活発化したが、そのかなりの部分は融資によるものだった。実際、90 年代半ばの対内資本投資は 520 億ドルへと大幅に増加しているが、その 5 割は融資である。しかしながら、こうした短期資金はひとたび事が起こると逃げ足も速く、通貨危機が発生した 97 年には 210 億ドル、続く 98 年には 260 億ドルの流出となった。

他方、証券投資は、95、96 年に年平均 120 億ドルの流入があったものの、それ以外の期間では、マージナルな役割しか果たしていない。

これに対し、韓国では、ASEAN 4 に比べると 90 年代前半から 97 年までは証券投資による流入が大きい。たとえば、95 年から 96 年にかけて、韓国は年平均 180 億ドルの証券投資を受け入れているが、これは対内資本投資全体の 4 割に相当する規模である。もっとも、融資はそれを 50 億ドル上回る 230 億ドルに達しており、これが通貨危機によって一気に韓国から流出、事態を深刻化させたのは、ASEAN と同じである。

本来、資本投資は、リスク分散の意味からも、直接投資、証券投資、融資である程度バランスしていることが望ましく、融資に偏ったアジアの資本取り入れ構造は、問題が多い。また、アジアの融資偏重の資本流入は、わが国の対アジア融資依存度が高いことの裏返しともいえよう。

2) ラテンアメリカ3カ国～活発な証券投資

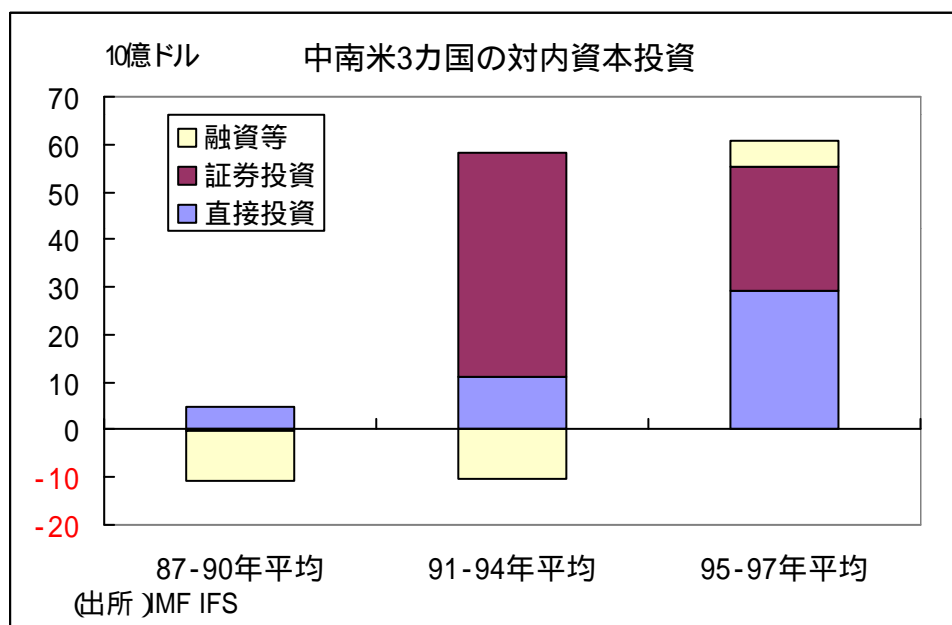
ラテンアメリカについては、ここでは便宜上、経済ファンダメンタルズが比較的好調なアルゼンチン、ブラジル、メキシコの3カ国に代表させて検討してみたい。

ラテンアメリカは、70年代にその将来性が注目され資本流入が活発化したが、80年代に入ると一転して、債務危機に陥った。80年代のラテンアメリカは、政権の不安定化やインフレの昂進などによって、対内投資が停滞したのみならず、外銀による融資回収も加わり、対内資本投資は実質ベースで流出が続いた。「失われた80年代」といわれる所以である。

ところが、90年代に入ると、ラテンアメリカは国際金融市場の信認も獲得することとなり、急速に資金流入が活発化することになった。たとえば、91年から94年にかけてのラテンアメリカへの資本流入は、これら3カ国で毎年500億ドル近くにも達しており、それ以前には資本流出が続いていたことを考えると、この復活ぶりはきわめて顕著である。

90年代に入ってからラテンアメリカへの資本投資の特徴は、直接投資が流入するようになったことに加え、それ以上の規模で証券投資の流入が活発化していったことである。反面、融資は90年代前半までは、わずかながらも流出していた。ところが、90年代後半になると、直接投資での流入が一段と活発化する一方、融資もわずかながら流入に転じ、資本流入は一段と増加した。

このように、90年代に入り、ラテンアメリカへの資本流入が活発化した背景としては、政権の安定やインフレの沈静化などによって経済ファンダメンタルズが安定し、国外投



資家の信認を獲得したことが第一に挙げられるが、加えて、証券投資の急増に関しては、ラテンアメリカの対外債務がブレイディ・ボンドという形で債券に転換されていったこと、ニューヨークがドル建てラテンアメリカ債券の発行・流通市場としての機能を果たしたことが、指摘できる。

3) 金融センターの問題

ちなみに、日本のアジア、ラテンアメリカ証券投資残高を比較してみると、ラテンアメリカが12兆円であるのに対し、アジアは3.4兆円にすぎない(いずれも98年末)。他方、証券投資の利子配当である証券投資収益をみると、アジア・ラテンアメリカともに9000億円弱(変動を調整するため95年から98年の平均値)で、ほとんど同じである。

証券投資残高と証券投資収益とで収益率を直接導き出すことはできないとはいえ、それでもラテンアメリカへの投資残高がアジアの4倍近いことを考えると、アジアの投資収益率はかなり高いといえる。しかも、わが国にとってラテンアメリカよりは、アジアのほうが経済的利益ははるかに密接である。それにもかかわらず、わが国の証券投資がアジアよりはラテンアメリカを選好するのは奇異な印象を受けるが、これは、ラテンアメリカのドル建て債券は、ニューヨークという高度に発達した金融センターで取引されていることから売買しやすい(つまり、ニューヨークがラテンアメリカの金融センターとしての機能を一部代替)。反面、アジアの債券は発行額が小さい上、流通市場が未整備であることから売買しにくいという事情が深く関係しているものとみられる。

ラテンアメリカの例は、投資先の証券市場が未整備の場合でも、その地域をもカバーする国際金融センターが存在する場合、その金融センターを利用することによって、証券投資ができることを示している。

3. 日独対外資本投資の比較

1) バランス発展型のドイツ VS 変動激しい日本

次に、わが国とドイツの対外資本投資の動向を比較してみよう。

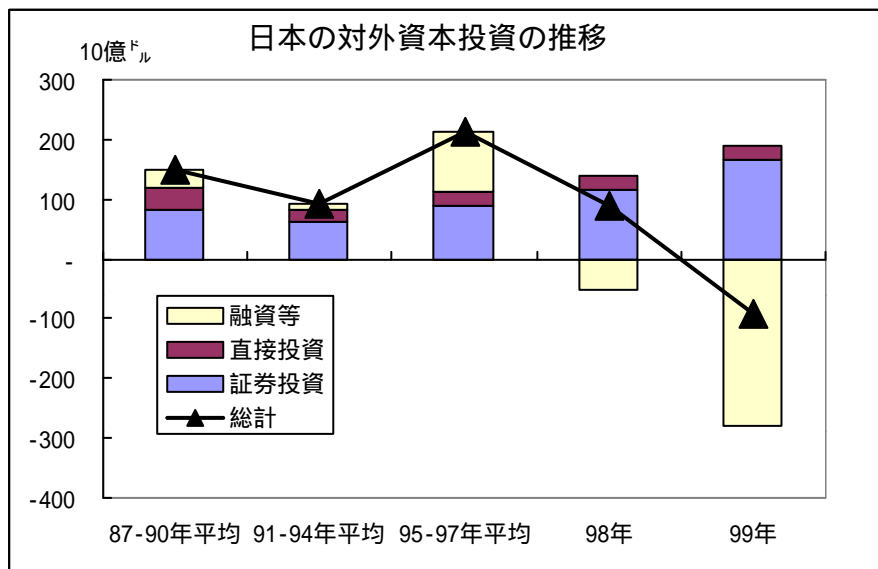
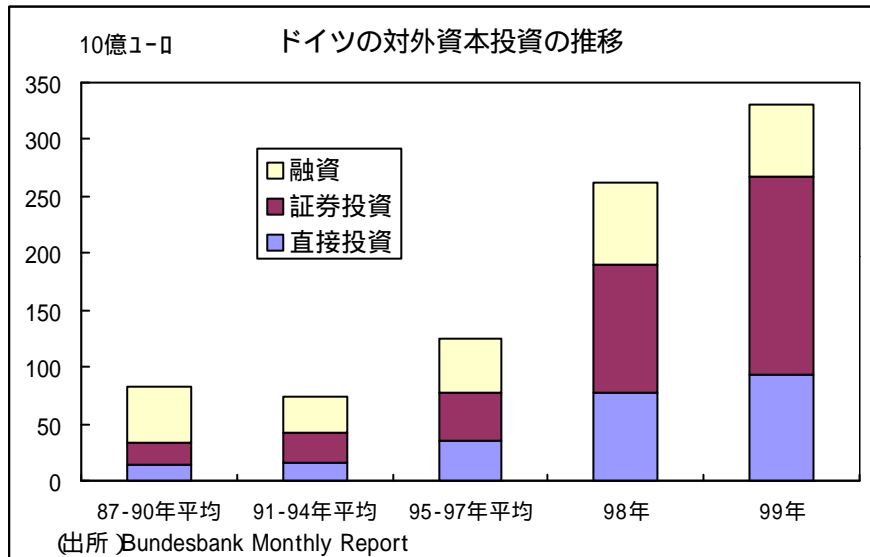
ドイツの対外資本投資の特徴としてまず指摘できるのは、80年代後半から90年代にかけて、右肩上がり増加していることである。特に、98年以降の対外資本投資の増加は著しい。

他方で、わが国の対外資本投資は右肩上がりにはならず、98、99年にはむしろ大幅な減少に転じている。特に、99年には2800億ドルに達する融資回収を行っていることが

ら、対外資本投資全体では、920億ドルもの資金引き上げとなった。

90年代に入りグローバル化を背景に世界的な資本移動も活発化しているとはよくいわれることで、実際にドイツの例をみても、その増加振りは顕著である。ところが、わが国に限っていえば、80年代後半の1500億ドルから90年代前半には900億ドルへと落ち込み、90年代半ばには2100億ドルへと増加したものの、98年には900億ドルへと再度減少している。しかも、99年には上記のとおり920億ドルもの資金引き上げを行っており、資本移動のグローバル化・活発化の中で、わが国マネーは、きわめて特異な動きをしているといえよう。

また、ドイツの対外資本投資を項目別にみると、直接投資、証券投資、融資と適度にバランスが取れているのが目立つ。この点でも、直接投資が80年代から90年代半ばにかけてほとんど横ばいで推移、証券投資も90年代後半にかけて漸増にすぎず、



他方で融資の変動が激しい、というわが国の対外資本投資とは好対照をなしている。

もっとも、ドイツの対外投資の項目別構成比率は、時代とともに大きく変わってきている。たとえば、80年代後半には融資が全体の6割も占めていたが、90年代には代わって証券投資のシェアが急増している。特に、97年以降、ドイツの証券投資は飛躍的に増加しており、99年には1740億ユーロと、わが国の対外証券投資の規模（1660億ドル）を上回るまでになった。

また、対外証券投資の内訳では、90年代半ばまでは証券投資といっても、もっぱら債券投資だったが、96年からは株式投資が急増してきているのも特徴である。

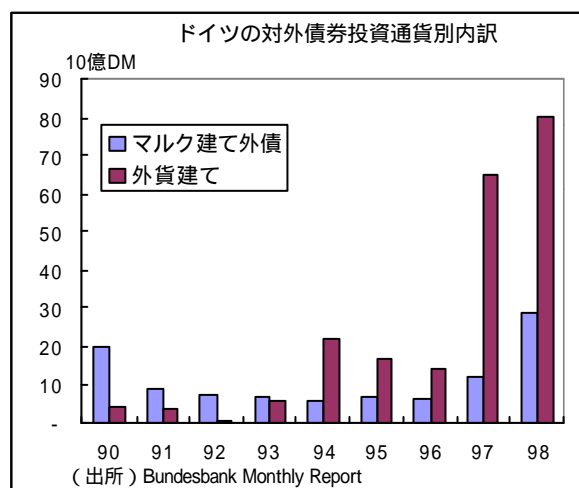
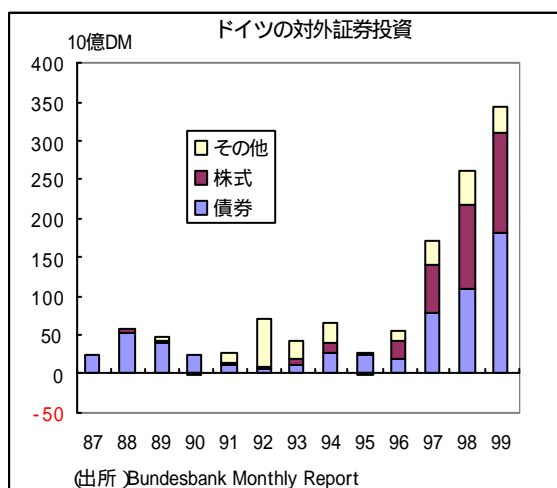
2) 証券投資急増の背景

それでは、ドイツはいかにして、対外資本投資（特に証券）を活発化させていったのか。このことは、ドイツの対外資本投資の6割から7割がEU向けであることと、密接に関係している。

まず、80年代に融資の比率が高かったのは、当時、欧州の金融は間接金融中心であり、資本市場が未発達だったためである。つまり、ドイツがたとえ証券投資の形で資本還流をしようにも、その可能性は限られていた。また、90年代半ばまでの欧州の株式市場はきわめて未発達で、だからこそ証券投資による還流も、株式ではなく、債券がもっぱらだったわけである。

ところが、97年以降、証券投資が急増するが、その背景として指摘できるのは、通貨統合をにらみ、株式市場・債券市場ともに急速に発展し、欧州における証券投資の可能性が飛躍的に拡大したこと、通貨統合実現の可能性が高まるに比例して為替リスクが減少していったこと、である。

また、債券投資の通貨別内訳をみると、90年代前半まではマルク建て外債投資が



中心で、外貨建て債券投資が急増するのは、90年代半ば以降である。ドイツのEU域内への証券投資は、欧州通貨制度（EMS）によって、すでに為替リスクが限定されていた。それにもかかわらず、90年代半ばまでドイツがマルク建て外債を選好していたことは、ドイツが対外債券投資を行うに際して、いかに為替リスクに敏感だったかを示すものにほかならない。

しかも、90年代後半以降のドイツの対欧証券投資は為替リスクがほぼゼロに近くなっていったことに加え、他の欧州諸国債券の金利が低下していったこと（＝債券価格の上昇）株価が大幅に上昇していったことから、その投資収益率は相当に高かったとみて間違いはない。

こうしたドイツの対外証券投資の姿勢は、80年代後半以降、ほぼ自動的に欧米へ証券投資を割り振り、結果として為替リスクを一方的に負担してきたわが国の投資姿勢とは極めて対照的である。

4. アジアへの証券投資拡大の手段

ドイツの例からも明らかなおりに、為替リスクを抑えつつ効率的な対外資本投資を行うには、共同市場・通貨制度を創設し、ある程度完結した経済圏を作り上げ、そこに投資する以外にない。特にわが国のような世界最大の黒字国の場合、それができないと、稼いだ黒字をそのままドル建て、ユーロ建て還流せざるをえず、一方的に為替差損をこうむり続けることになる。

もっとも、アジアにおける共同市場や通貨制度の創設は当然のことながら一朝一夕にできるものではなく、アジアの証券市場整備に関しても、事情は同じである。したがって、将来的にはともかく、とりあえず考えるべきは、現状の枠組みの中で、わが国からアジアへの証券投資による資本還流を促進するための方法である。

1) 株式か、債券か

証券投資では、株式か債券かがまず問題となるが、株式投資の場合、相手国の株式市場のインフラ（証券取引法・インサイダー規制などの法整備、取引所、決済システム等）がある程度整備されている必要がある。また、株式市場に厚みがあることも必要だろう。株式市場が狭隘な場合、大量に資金が流入すれば、それだけで株式相場は大きく乱高下しかねない。また、株式投資の場合、個々の企業に対する投資判断が必要で、投資する側もそれ相応の投資体制（証券会社のアナリスト等）を整える必要もある。

このような条件をアジアにあてはめた場合、アジアの株式市場のインフラは必ずし

も整備されているとはいえないこと、また、わが国の対アジア株式投資の体制も十分ではないことから、株式によるアジアへの投資は、当面、規模の拡大は期待できないといえるだろう。

他方、債券の場合、一度に大量の資本輸出が可能である。特に政府（ソブリン）の資金調達に有効だが、一般企業の資金調達も不可能ではない。しかも、株式と異なり、必ずしも、投資先の市場インフラを使わなければならないというわけではない。

したがって、わが国からのアジアへの証券投資の方法としては、当面は、債券投資を拡大させる方法を検討することから始めるべきだといえるだろう。

2) 債券による還流

わが国からアジアへの債券投資を考える場合、アジア政府・企業が発行するドルやユーロ建ての債券をわが国の投資家が購入する方法、アジアが発行するアジア通貨建て債券をわが国投資家が購入する方法、アジア企業が円建て外債を発行し、これをわが国の投資家が購入する方法、の3つが考えられる。

ドルやユーロ建て外債

この場合、その発行市場である米国や欧州の高度に発達した市場インフラを利用できるというメリットがある。もっとも、わが国がこうした債券に投資する場合、発行体のクレジット・リスクに加え、為替リスクをも負うことになる。恒常的な円高圧力を受けているわが国投資家が、こうしたリスクを負ってまでアジアに投資するインセンティブは、ほとんどない。

アジア現地通貨建て債券

アジア通貨建て債券は、債券そのものが少ない。これは、アジアの債券市場のインフラが未整備であることの裏返しでもある。加えて、アジア通貨に対する信認の問題もあることから、現状ではほとんど可能性がない。

ちなみに、自国通貨建て国際資金調達ができる国は、世界的にみても限られている。たとえば、フランスやスペインの国債でさえ、80年代末まではきわめてドメスティックなマーケットで、外国の投資家がこれら債券に投資することは稀だった。事情が変わるのは90年代に入ってからだが、これも、91年にマーストリヒト条約が締結され、通貨統合の具体的日程が示されたことを背景に、これら通貨がマルクの裏づけをもった通貨とみなされるようになったからである。

このように考えると、アジア諸国が自国通貨建て債券で大規模に国際資金調達ができるようになるには、相当時間がかかるとみて間違いはないだろう。

円建て外債

円建て外債への投資は、いうまでもなく為替リスクゼロである。判断するのはクレジット・リスクのみであることから、本来なら、アジア政府・企業が発行する円建て外債は、わが国投資家がかつとも投資しやすい外国証券のはずで、わが国からアジアへの資金還流のメカニズムとしてもかつとも適しているといえよう。

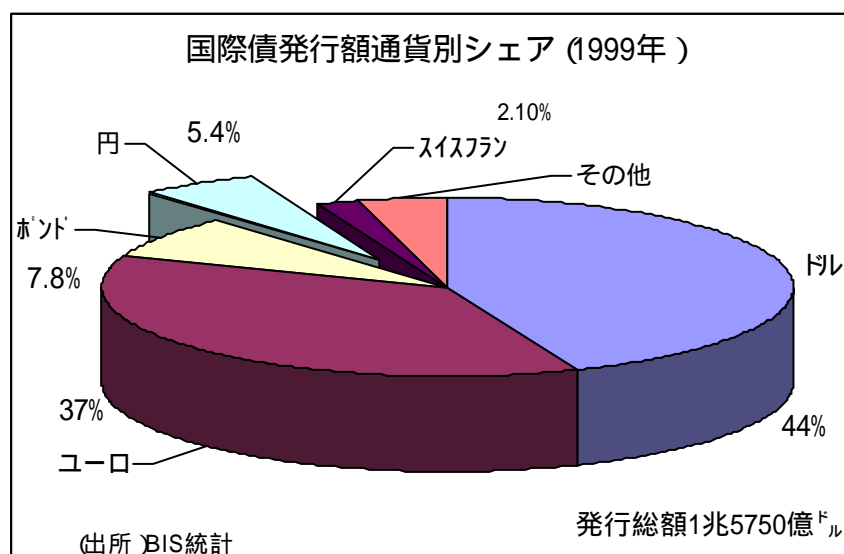
3) 欧米における外債の意味

ちなみに、欧米では、外債が対外資本投資の主要な手段として、非常に重要な役割を担っている。外債は、為替リスクなしに対外証券投資できる唯一の商品であることを考えれば、それも当然だろう。

また、資金調達側の立場に立っても、資金調達手段の多様化をはかれ、リスク分散にもなること、相対的に低いコストで資金調達できるることなど、メリットも多い。このため、ラテンアメリカ諸国ではドル建て外債が、東欧やトルコ、南アなどはユーロ建て外債（以前はマルク建て外債）が、それぞれ資金調達通貨として定着している。また、そうした外債の発行・流通市場として、ドルにはニューヨーク、ユーロにはロンドンという国際金融センターが存在している。

図は国際債（その通貨国以外の国の発行体が発行する債券 = 通貨発行国以外の国で非居住者が発行するユーロ債 + その通貨発行国で非居住者が発行する外債）の通貨別発行シェアを示したものだが、この中ではドルとユーロが 37%、44%に達している。また、英国の GDP はわが国の 4 分の 1 にすぎないが、ポンド建て国際債の発行規模は円建て債以上である。スイス・フラン建て国際債の発行シェアは 2.1%だが、スイスの人口は 600 万人の小国であり、外債発行総額の対 GDP 比では 10%近くにも達するほどである。

このようにみると、円建て国際債はわが国の経済規模を考えると、きわめてマージナ



ルな役割しか担っておらず、わが国からアジアへの資金還流のメカニズムとしても機能していないことは明らかであろう。

そこで次に、円建て外債市場の現状と問題点等について、検討してみることにする。

5．円建て外債市場

1) 2種類ある円建て外債市場

まず、注意すべきは、円建て外債市場には、日本国外で発行されるユーロ円債と、日本国内で発行される円建て外債（通称「サムライ債」）の2通りあることである。

ユーロ円債

このうち、ユーロ円債のほとんどはロンドンで発行され、その投資家は欧米の機関投資家中心で、わが国投資家の比率は高くない。つまり、ユーロ円債は、欧米投資家の円資金運用の手段として主として用いられているのであり（発行体はもちろん、投資家も非居住者＝円の外・外での還流）、このため、わが国からの資本還流への貢献は限定的なものとならざるをえない。しかも、ユーロ円債市場は、高格付けの発行体でなければ起債は困難で、このためアジアの発行体には敷居が高い市場といえる。

ドル建てやユーロ建て外債市場では、安全性を愛好する投資家やリスクを負担して高利回りを狙う投資家が存在する等、投資家の層は厚く、特に格付けが高なくても起債は可能である。これに対し、ユーロ円債の場合、高格付けのみが愛好されるのは、ユーロ円債市場が、欧米投資家の円資金運用の手段となっているという特殊性に起因する。

ドルであれ、ユーロであれ、その資金運用の主要手段となっているのは、米連邦債やドイツ連邦債などの国債である。たとえば、ドイツ連邦債の場合、発行残高に占める非居住者の保有比率は40%にも達しているほどである。ところが、日本の国債の場合、流通市場が未整備で、しかも源泉課税の問題があることから、使い勝手がきわめて悪く、円資産を運用したいという欧米の投資家は、日本国債ではなく、ユーロ円債を用いるのである（ユーロ債の流通市場は、決済も効率的で、源泉課税もないなど、使い勝手はきわめて良い）。だからこそ、ユーロ円債に求められるのは、高い流動性と安全性であり、国債に匹敵する格付けの発行体が愛好されるのである。

円建て外債(サムライ債)

他方、円建て外債（以下、ユーロ円債との混同を避けるため、とりあえず「サムライ債」の通称を用いる）の場合、投資家は日本国内であり、わが国からの資本還流に100%

貢献する。しかも、わが国投資家にとっても、相対的に高い利回りをえられるメリットがある。また、より高い利回りが選好されるから、ユーロ円債市場ほど高い格付けでなくとも発行が可能である。

2) 円建て外債（サムライ債）の重要性

円高圧力の緩和

以上に加え、サムライ債は、わが国から海外への資本輸出を通じて、円高圧力を緩和する効果が期待できる。

特に、今後は、度重なる為替差損の発生で投資家が対外証券投資に慎重となる一方、証券決済制度改革や先進国中唯一の国債増発国であることなどを背景にした対内証券投資の増加や、ルノーの日産買収に象徴されるとおり対内直接投資の増大が見込まれることから、わが国のネットベースでの資本輸出は減少していく可能性が高く、潜在的円高圧力が高まることが予想される。したがって、サムライ債によって対外資本還流のチャンネルを増やすことは、円高対策のためにもますます必要となるだろう。

ちなみに、スイスは、国内債に課している利子源泉税を外債には免除するなどして、スイス・フラン建て外債市場を積極的に振興している国だが、外債市場振興の第一の目的はスイス・フラン高対策だった。その歴史的背景は、以下のとおりである。

スイス・フランは、経常黒字と恒常的に流入する資本により、常に切り上げ圧力を受ける構造になっている。特に、フロート制に移行した70年代初頭以降、ドル安を嫌った大量の資金がスイスへと流入、スイス・フランは大きな切り上げ圧力にさらされた。このため、スイス通貨当局はネガティブ・インタレストの導入等、主に資本流入を管理することでフラン高圧力を回避しようと試みたが、規制によってもスイスへの資本流入はやまず、スイス・フランは70年代を通じて高騰を続けた。

こうした経験をもとにスイスは、80年代に入り、資本流入を規制するのではなく、資本輸出を促進することによって切り上げ圧力を回避する政策（＝規制ではなく、自由化）に転換した。この結果、80年代に入り、外債発行の一段の促進措置がとられ、資本輸出手段としての外債の重要性が高まったのである。

円の国際化と外債市場

サムライ債はまた、本来なら、円国際化のための最重要手段である。円の国際化とはいうまでもなく、アジアにおいて円を広く使用してもらおうことだが、アジアで円へのニーズがあるとすれば、それは資金調達であろう。その主要手段となるのは、いうまでもなくサムライ債である。

ところが、わが国での円国際化の議論では、円の利便性を高めるとして、国債の使い勝手向上が強調されるばかりで、サムライ債については、円国際化の手段の一つといった扱いでしかなく、「サムライ債市場の振興」は、その他事項の中で単に列挙されるにとどまっているのが実情である。しかし、国債の使い勝手向上は元来、円運用のニーズに応えるためのものであり、そのニーズがあるのは、アジアではなく欧米である。このように、円国際化を考える場合、その対象とする地域とそのニーズが運用にあるのか、調達にあるのかを十分に認識する必要がある。

3) サムライ債不振の理由

このようにサムライ債市場は、アジアの資金調達手段の多様化に貢献するのみならず、わが国にとっても多大なメリットをもたらすものであり、本来なら、サムライ債市場はわが国からの資本還流促進のメカニズムとして、大いに利用されるべきものである。

ところが実際には、サムライ債の98年の新規発行額は2600億円と、ユーロ円債の2%にすぎないまでに低迷している。国際債の中で、円建て債の占める比率はすでにみたとおり、5.4%ときわめてマージナルな機能しか果たしていないが、その中でも、サムライ債の低迷振りはあまりにも極端すぎる。

その理由としては、以下の点が指摘できる。

高い発行コスト・流通市場未整備

サムライ債を発行する場合には、発行にかかわる事務手続きを代行する社債管理会社の設置が義務付けられている。問題なのは、その手数料がユーロ市場に比べ高いということのみならず(ユーロ市場では、社債管理会社は不要)煩雑な名義書換えの手間がかかるため、効率的な決済が困難で、欧米に比し、大きく遅れをとってしまっていることである。

そもそも、社債登録の根拠となっているのは、昭和17年に制定された社債登録法で、立法の目的は戦災による社債券面の焼失と紙不足対策だった。つまり、戦時立法で、社債を流動化させることなどまったく念頭においていない法律が現在に至るまで存続しているわけである。

加えて、翻訳、弁護士、会計事務所などにかかわる経費など、ユーロ債市場ではそもそも不要であったり、ユーロ債市場に比べ割高であったり的问题がある。

機関投資家

わが国の機関投資家は従来、為替リスクよりはクレジット・リスク(発行体の格付け)を重視する傾向にあったといえる。だからこそ、クレジット・リスクを重視して、サムライ債よりは、米国債やドイツ国債を選好する傾向が強かった。これは、生保の配当

原資として用いることができるのはフローである金利収入のみであること、元本に相当する部分の為替差損益は繰越でき、しかも株式の売却益などと合算できることから、仮に株式で益出しすれば、外債の為替差損を帳消しにできるといった会計制度にも問題がある。

通貨の問題

また、アジアの発行体の立場からすると、ドルと円の相場変動が激しいという問題も無視できない。アジア通貨は、基本的にはドル連動であることから、円で資金調達する場合、どうしても為替リスクの負担が大きくなってしまふ。

しかも、アジア諸国の資産はドルが中心で、円資産の比率は低い。したがって、資産・負債をある程度バランスさせるポートフォリオマネジメントからすると、やはり、ドルによる資金調達に傾きがちである。

したがって、アジア諸国がサムライ債による資金調達を本格的に活発化させようとするなら、円とアジア通貨との安定が最終的には望ましいということになる。

おわりに

1) 円建て外債市場の重要性を認識して証券インフラ整備を

以上みてきたとおり、わが国の証券決済や税制度などの証券インフラは、先進国に比べ相当に遅れてしまった。わが国からアジアへの資金還流に問題が多いのも、世界最大の黒字をドルやユーロで還流せざるをえず、膨大な為替差損をこうむり続けなければならないのも、証券インフラの不備が原因の一つとなっているのである。ビッグバンでいくら金融制度改革が進展したとしても、証券インフラが未整備なままでは、ビッグバンとは名ばかりで、日本の資本市場は片肺飛行を余儀なくされるだけだろう。

もっとも、わが国でもようやく、証券決済制度の見直しを含む抜本的な証券インフラの整備に着手し始めたところであり、現在、さまざまな議論がなされている。その場合、円建て外債市場の振興がわが国にとっていかに重要かを十分に認識した上で、欧米の効率的なシステムに匹敵するよう、決済制度その他の抜本的な改革をすることが是非とも必要である。決して業界のエゴや一部利益を代弁するような改革であってはならない。

そもそも、ユーロ円債市場が拡大していった発端は、銀行業務を重視するあまり国内での社債発行の可能性を抑制してきたことにあった。国内企業が国内で発行できないため、日本の投資家を相手にユーロ円債を発行するというようなことまで行われてきたのである。だからこそ、国内社債市場と同じインフラを使うサムライ債の使い勝手もきわめて悪く、円資金調達のニーズは、ユーロ円債市場へとシフトしていった。この点、外

債市場の重要性を十分に認識していたスイス当局が、ユーロ・スイス・フラン債を決して認めてこなかった見識は立派である。

ユーロ円債とサムライ債という2つの市場が存在する事実を覆すことはいまでは不可能となってしまったが、証券インフラの整備に際しては、ユーロ円債の発行を今後は一切認めず、円建て外債の発行はすべてサムライ債に限定するというほどの意気込みが必要であろう。そのためには、社債登録法の廃止はもちろん、源泉税の廃止といった思いきった措置も考える必要がある。また、株式、国債、社債で分断されている決済機関の統合ないしは有機的な結合も、不可欠の前提である。

2) 到来するサムライ債市場拡大のチャンス

おりしも、先進国で財政赤字削減の進展により国債発行額が急減するなか、わが国は未曾有の財政赤字を背景に国債発行が急増している唯一の国であり、証券インフラが整備されてくれば、非居住者の国債購入は急増していく可能性がある。そうなると、国債の代替として機能していたユーロ円債市場は、投資家を奪われることになり、ユーロ円債市場での起債も従来ほど容易ではなくなる。したがって、ユーロ円債市場で起債していた高格付けの発行体も、円債で資金調達しようとするれば、サムライ債を使わざるをえなくなるだろう。このようにしてサムライ債市場の厚みが増せば、市場全体が拡大し、アジアからの起債を惹きつけることになるだろう。

3) アジア通貨安定の問題

もっとも、それだけでアジアからの起債が飛躍的に増大するわけではない。ドルやユーロ建て外債による資金調達が活発なのは、これら通貨がそれぞれのタイムゾーンで基軸通貨として、それに連動する通貨が多いということが大きな要因であり、円が連動する通貨を持たないかぎり、サムライ債市場の拡大にも自ずと限度があるろう。

しかしながら、円建てでの資金調達の可能性を広げない限り、アジア諸国の資金調達はドルに頼らざるをえず、アジアにおける円使用は永遠に進展しないだろう。反対に、アジア諸国に対し、円での資金調達の可能性を広げれば、円とアジア通貨の安定が必要との認識も定着していくのではないか。

【参考文献】

- 梶山 恵司 (1996) 『プライベートバンクからみたスイスの資本輸出の特徴』日興リサーチセンター、投資月報 5 月号
- 梶山 恵司 (1999) 『マルクのユーロ戦略と円の無策』ダイヤモンド社
- 中西孝雄 (1995) 『ジ・アンダーライター』金融ファクシミリ新聞社
- 中西孝雄 (1997) 『ディレギュレーション』金融ファクシミリ新聞社
- P. ESTANISLAO, Jesus (1998) "THE NEED FOR STRONGER REGIONAL INSTITUTIONS IN EAST ASIA"
- EICHENGREEN, Barry (1998) "DOES MERCOSUR NEED A SINGLE CURRENCY?"
- きんざい (1995) 『新版 外債投資の実務』金融財政事情研究会
- 世界銀行編 (1997) 『アジアの公社債市場』日本証券経済研究所
- 日本総研 (1995) 『シンポジウム：急成長するアジア・太平洋金融市場と日本の役割』
<http://www.jri.co.jp/JRR/199601/AsiaSym.html>

【取材協力】

日興アセットマネジメント顧問	中西 孝雄
日興ソロモン・スミス・バーニー、デット・キャピタル・マーケット	間瀬 直哉
IBJ International	
東京三菱証券	西田 明弘
Deutsche Bank Research, Economic and Banking Policy	STEFFEN KERN
CCF, Market Research Department	VALERIE PLAGNOL
European Central Bank	Dr. K. Masuch.