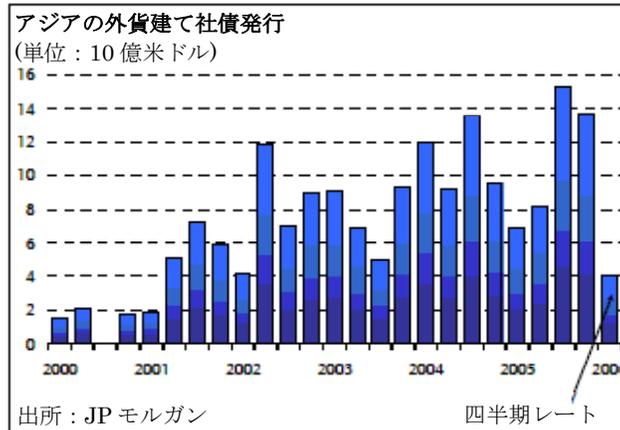


Box 8. アジアの対外社債の活況

アジアの対外（つまり外貨建て）社債市場はここ数年で著しく拡大し、銀行融資の伝統的形式から大きく移行した。こうした社債発行は2003年から2004年の間に50%近く増加した後、昨年はほぼ2004年の水準に留まった。この結果、非政府部門の対外社債発行は着実に伸びており、昨年末にはほぼ75%増の約2,690億ドルに達した。以前は外部資金調達に殆ど銀行に頼りきりだったアジア地域の企業にとって、これは著しい変化を意味する。



現地通貨建て債券市場の発達は近年注目を集めているが、外債発行は依然として多くの企業にとって重要である。輸出業者など一部の借り手は、外貨建ての売上が同様の通貨建ての債務と一致することを望む。また、多額輸入品を要する設備投資のために外貨を必要とする借り手もいる。本国（本社のある国）以外で業務を行うアジア企業が増えており、そこでの業務遂行のために外国為替が必要となる場合もある。より広範に見ると、現在のグローバルな低金利環境は、低い金利で長期的な資金を確保する近年まれに見る絶好の機会と見る向きもある。外債市場は、国内市場に比べ大規模で期間が長く、複雑な仕組み債を発行する機会を提供する。したがって多額の借入ニーズがあるアジア地域の企業にとって、外債市場は魅力的な選択肢を提供する場である。

万一従来の資金調達源が一時的に枯渇する場合に備えて、複数の調達源を持つことが多くの借り手にとって重要である。したがって借り手企業は、国内市場と同様に国際市場でも、自社名を認知・定着させるのに熱心である。政府はこうした戦略を支持しており、進んで海外向け国債を発行して、自国企業が社債利率を決定する際に基準にするリスクフリーベンチマークを提供している。また、複数のアジア主要国では政府のインフレ抑制策を受け、最近数四半期にわたり現地金利が徐々に上昇している。したがって、現地市場から資金調達する利点の一つが薄れ、借り手は再び外債市場に向かっている。

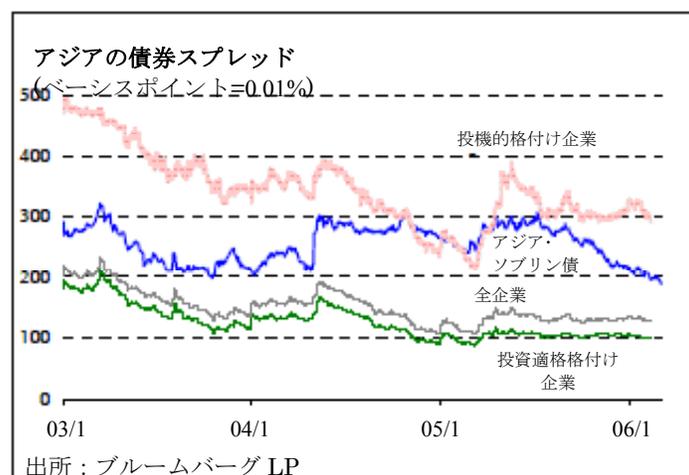
国際民間債務残高
(単位：10 億米ドル)

| | 97/12 | 01/12 | 05/12 |
|----------------|-------|-------|-------|
| 中国 | | | |
| 金融機関 | 11.0 | 9.6 | 21.0 |
| 企業 | 1.8 | 2.2 | 1.0 |
| 合計 | 12.8 | 11.8 | 22.0 |
| 香港特別行政区 | | | |
| 金融機関 | 17.1 | 27.8 | 41.6 |
| 企業 | 5.5 | 10.4 | 15.5 |
| 合計 | 22.6 | 38.2 | 57.1 |
| インドネシア | | | |
| 金融機関 | 14.3 | 7.9 | 10.3 |
| 企業 | 2.8 | 0.9 | 0.3 |
| 合計 | 17.1 | 8.8 | 10.6 |
| 日本 | | | |
| 金融機関 | 182.8 | 198.3 | 215.5 |
| 企業 | 125.4 | 50.1 | 59.0 |
| 合計 | 308.2 | 248.4 | 274.5 |
| 韓国 | | | |
| 金融機関 | 30.6 | 22.3 | 52.0 |
| 企業 | 18.0 | 19.4 | 25.4 |
| 合計 | 48.6 | 41.7 | 77.4 |
| マレーシア | | | |
| 金融機関 | 2.3 | 3.7 | 18.5 |
| 企業 | 8.9 | 9.9 | 6.5 |
| 合計 | 11.2 | 13.6 | 25.0 |
| フィリピン | | | |
| 金融機関 | 4.6 | 3.1 | 4.3 |
| 企業 | 3.9 | 4.5 | 5.3 |
| 合計 | 8.5 | 7.6 | 9.6 |
| シンガポール | | | |
| 金融機関 | 2.8 | 11.7 | 24.8 |
| 企業 | 1.5 | 6.0 | 10.0 |
| 合計 | 4.3 | 17.7 | 34.8 |
| 中国・台湾省 | | | |
| 金融機関 | 1.2 | 1.6 | 5.0 |
| 企業 | 5.2 | 6.5 | 19.3 |
| 合計 | 6.4 | 8.1 | 24.3 |
| タイ | | | |
| 金融機関 | 7.8 | 5.6 | 4.4 |
| 企業 | 4.8 | 3.3 | 3.8 |
| 合計 | 12.6 | 8.9 | 8.2 |
| 日本を除く総計 | | | |
| 金融機関 | 91.7 | 93.3 | 181.9 |
| 企業 | 52.4 | 63.1 | 87.1 |
| 合計 | 144.1 | 156.4 | 269.0 |

出所：国際決済銀行（BIS）

対外債務残高は、アジア全域でよりバランスのとれた分布となってきた（表参照）。ここ数年、韓国の政府系公社及び銀行は、危機前と同様極めて活発に発行しており、韓国は対外債券保有の規模で首位を維持している。同国はベンチマーク曲線を維持するのに積極的であり、韓国の借り手企業の名は市場で広く認知されている。アジア地域の金融の中心である香港特別行政区とシンガポールでは経済回復がより確実になり、初期の不良債権問題への取り組みが進展したため、主に金融機関による発行額が近年大幅に上昇している²。中国・台湾省では、主にテクノロジー企業による借入急増が牽引役となり、外債発行がとりわけ急拡大している³。

需要は強く、ベンチマーク社債の спреッドは近年、着実に縮小している。外貨建て社債スプレッドの縮小を促進している主な要因は、新興市場にとって有利な環境、旺盛な「アジア・ビッド」⁴、及び当地域の貯蓄ならびに投資機関の発展にある。アジアでは需給力学は良好であり、変動性は低く、債務水準を押し上げて債券保有者に不利益をもたらすと見られがちな M&A 活動によって信用力が低下するリスクは限定的とみられている。しかし、当地域の対外社債市場は他の地域と比べて一般に費用がかかり、格付けの改善により恩恵を受ける見込みは、世界の他の地域の方が高いと見られている。



当地域の信用スワップ指標として DJ Itraxx アジア・インデックスが開発されたことで、投資家は容易に、しかも従来よりも費用をかけずにポジションをヘッジあるいは調整できるようになった。これにより、かつては優勢であった「買い持ちポジションだけ」、つまり買って保有し続ける従来の投資家よりも、信用に関して広範にわたる見方を表明することが可能になった。信用スワップ分析、及び信用スワップスプレッドと現物債券スプレッドの間の「ベースス」(広義には格差)は、

² こうした借り手にとって、対外債券市場の際立った魅力は、「上位の Tier2」資本をはじめ劣後債が調達しやすい点である。

³ 転換社債の発行により、自社の株価の値動きにより貴重なオプション・プレミアムのいくらかを獲得できる機会が生じるため、ハイテク企業にとって転換社債の発行が可能であることは重要である。対外市場では投資家がこうした仕組みに精通しているため、現地市場よりも転換社債を発行しやすい。

⁴ 「アジア・ビッド」は、当地域の銀行が保有する預金のうち、貸し付け需要及び必要準備金に見合う額を超えた余剰資金を指している。これらの資金の多くは、自国あるいはアジア諸国の債券に投資されている。

当地域の信用分析に不可欠な要素である。

見通しとリスク

今後を見通す上では、いくつかの動向に十分注意を向ける必要がある。第1に、グローバルな信用サイクルは変化しつつあり、当地域は数年にわたり急速に成長し続けたため、アジア企業がこの変化の先駆けとなると考えられている。アジアの格付けの降格に対する昇格比率は近年、他の新興市場地域と比べて優位な状況が続いており、向こう数四半期もこの傾向は継続すると予想されるが、やがて反転する時が来るとみられる。第2に、堅調な債券発行が続く一方で、銀行が次第に余剰資金を別の用途に向け始めているため、「アジアン・ビッド」は弱まりつつあると論じるアナリストが出てきている。韓国、タイ、及びマレーシアは、対外社債に対する需要が最も減少する可能性のある国とみられている。第3に、アジアの銀行がバーゼルII（新BIS規制）の格付けアプローチを採用する時期がまだ明確になっていない。一部のアナリストの見方では、新BIS規制の下では多くの銀行が資本負担が高くなる資産を比較的多く有するため、採用時には自己資本の充実が必要とみられる。新BIS規制への移行時には、インドネシア、フィリピン、及びタイの銀行が最大の課題に直面すると見る向きもある。

アジアの対外社債保有者にとって主なリスクは、リスク回避が一般的に高まる中で新興市場資産に広く売りが殺到することである。広範な商品価格の下落も当地域及びその企業にマイナス影響を及ぼす可能性がある。こうした価格下落が世界経済の鈍化の結果である場合には、特に注意を要する。たとえそうでも、ここ数カ月続いた新興市場資産の急騰時に著しく買い進められた他の国々の債券よりも、アジアの債券が受ける影響は小さいと考えられる。新興市場資産に売りが殺到する場合でも、当地域の債券は避難先となる可能性があるとする向きさえある。