

アジア債券市場育成政策の政策形成論理

―通貨のミスマッチ対策を後回しにした論理―

東京大学大学院 布田 功治

東京大学大学院 西川 輝

1997年7月2日のアジア通貨危機後、危機の原因と指摘された通貨と満期のダブル・ミスマッチを抑制するために、アジア各国は域内金融協力を進展させた。本報告でとりあげるアジア債券市場(ABM)育成政策は、その域内金融協力の一つである。それゆえ、ABM育成政策の第一義的な目的も、ダブル・ミスマッチの抑制ではなかった。

ところが、以下の二つの ABM 育成政策は、非常に画期的であるとみなされた一方で通貨のミスマッチ対策を後回しにした。それらの政策とは、(1) 2003年7月に運用開始された東アジア・オセアニア中央銀行役員会議(EMEAP)による域内諸国での米ドル建てソブリン債・準ソブリン債市場育成政策(ABF1)、(2) 2004年6月に日韓の両財務省が合意した韓国での円建て債券担保証券(円建て韓国 CBO)発行という二つの政策である。

そこで本報告では、第一義的な目的がダブル・ミスマッチの抑制であるはずの ABM 育成政策において、通貨のミスマッチ対策を後回しにするような上記の二つの政策が実施された論理と背景を明らかにすることを課題とする。

本報告の主要な分析結果は、以下の二点である。第一に、ABF1において EMEAP が通貨のミスマッチ対策を後回しにした理由は、①EMEAP は自国通貨建て債券での外貨準備運用を可能にするために BIS に運用を委託するとともに、ABF1 では BIS のみをファンド・マネージャーとした結果、BIS の行内規定によって域内諸国の現地通貨建て債券に投資できなかったこと、ならびに②ABF 構想では構想起源以来一貫してダブル・ミスマッチ対策ではなく ABM の開発そのものを目的としたため、EMEAP は ABF1 では債券インデックスのベンチマーク形成の試行に専念し、ハイリスクな現地通貨建てでの運用に関しては猶予せざるを得なかったことだった。第二に、円建て韓国 CBO において通貨のミスマッチ対策を後回しにした理由は、政策担当者が円建て韓国 CBO をアジアの証券化市場開発のパイロット・プロジェクトと位置付けており、実績を積むことを何よりも重視したためだった。そのため、アジアにおいて日本人投資家が突出した有力な投資家であることを踏まえて、政策担当者は日本人投資家を呼び込むために円建てとしたのだった。

以上のように ABM 育成政策の初期段階において、政策担当者は、ダブル・ミスマッチの抑制と ABM そのものの開発を両立させるような理想的な方法ではなく、通貨のミスマッチ対策を後回しにしてでも、ABM の開発そのものを優先する現実主義的な方法を選択した。この意味で、初期段階の ABM 育成政策を、「ABM 開発ありき」という政策理念に沿った現実主義的アプローチだったと特徴づけることができよう。そして、このアプローチこそが、事前的な通貨のミスマッチ対策を後回しにした根源的な要因だったのである。