

2022年3月3日 全9頁

# ASEAN 後発国の債券市場整備に向けて

## 周辺諸国の状況から得られる示唆

経営コンサルティング第一部 シニアコンサルタント 田代 大助

### [要約]

- ASEANの中でも後発国とされるカンボジア、ラオス、ミャンマー（以下、「CLM3 カ国」）では、日本や欧米等の先進諸国から受ける資金援助の減少や、昨今のコロナ禍の影響で政府・民間両部門において生じている資金不足を背景に、資金調達手段の拡充が急務となっている。
- 主な資金調達手段の1つである債券に関して、CLM3 カ国における市場規模は極めて小さく、まだ黎明期にあるが、いずれ共通の課題として流通市場の整備が挙がってこよう。その際、タイ、インドネシア、ベトナム3カ国の債券市場が、当面の目指すべき市場としてベンチマークになり得ると考えられる。
- タイ、インドネシア、ベトナムの状況から CLM3 カ国が得られる示唆は、①OTC 取引を前提とした制度や規則の設計・策定が効率的であること、②債券取引に係る規則策定や監視・監督は民間業界団体に委ねるのが効果的であること、③流通市場形成の初期段階ではステップを踏んで発展的な枠組みへと徐々に移行していくことがスムーズかつ現実的であること、の3点に整理できる。

## 1. ASEAN 後発国における債券市場

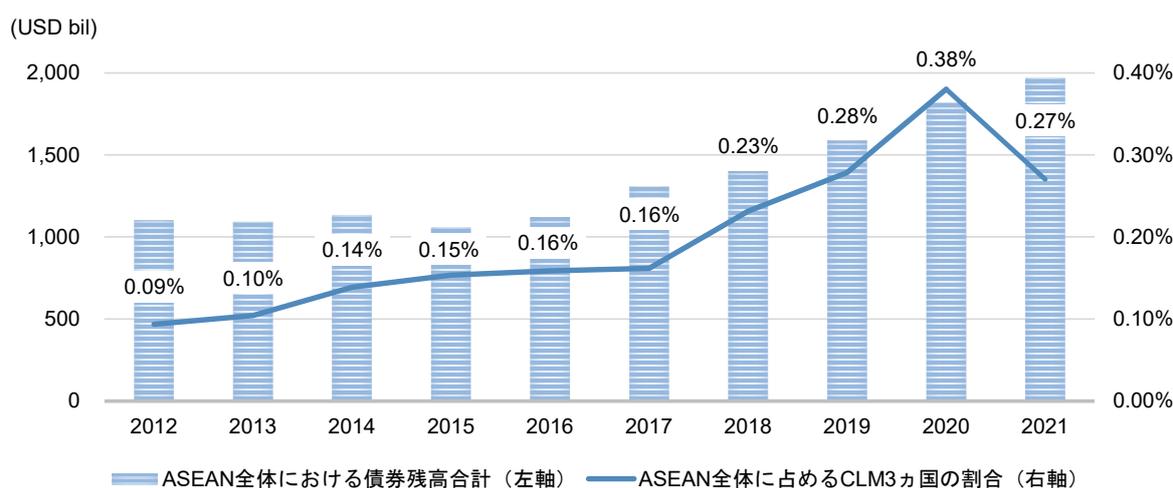
ASEANの中でも CLM3 カ国は後発国とされるが、近年は経済成長に伴う先進諸国からの無償援助及び譲許的融資（借款）の減少や、中国の「一帯一路」構想におけるインフラ整備に伴う同国への対外債務の拡大などにより、債券市場を整備して資金調達手段を多様化する必要性が急速に高まっている。また、昨今のコロナ禍における、政府による景気浮上策としての国債発行を活用した財政出動や、民間企業による資金繰り打開策としての社債発行など、政府・民間の両部門ともに債券市場が果たす役割の重要性も一層増している。

他方、CLM3 カ国における債券市場の規模は徐々に拡大しているものの、2兆 USD に達しつつある ASEAN 全体に占める割合が1%にも満たないほど非常に小さく、まだ黎明期にある（図表1参照）。例えば、カンボジアでは数年前から社債の発行が先行して進められているが国債は未発行、ラオスでは逆に国債の発行が開始されて数年が経過したが社債の発行実績はゼロ、ミャンマ

一でも国債は1990年代から発行されているが社債発行の制度が未整備といったように、各国の実情や発展フェーズは微妙に異なる。それゆえ、債券市場を整備していくに当たっての課題も三者三様だが、CLM3 カ国に共通して言えることは、参加者を増やすことで発行市場の機能を一段向上させるためにも、投資家層の拡充を通じて一定の流動性を持つ流通市場の整備が求められる点だ。いずれの国も、国債や社債の発行がより本格化するのはいずれからではあるが、発行市場の形成とともに、遅かれ早かれ、流通市場の整備という課題に直面することは避けて通れないだろう。

そこで、CLM3 カ国が債券市場を整備していくに当たり、まず現時点で目標とすべき市場を考えた場合、同じASEANの中でも2、3歩先を行くタイ、インドネシア、ベトナムの3カ国が挙げられる。本稿では、これらベンチマークとなり得る3カ国の債券市場、とりわけ整備されつつある国債の流通市場を中心に整理し、CLM3 カ国への示唆を探ってみた。

(図表1) ASEANの債券市場規模及びCLM3カ国が占める割合の推移(直近10年間)

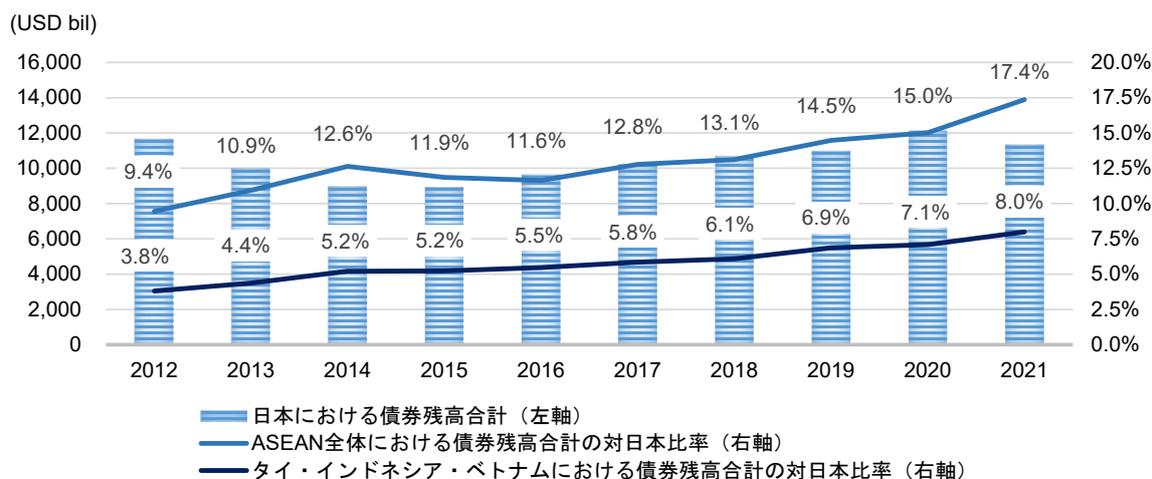


注：2021年は推計値を含む

出所：Asian Bonds Online、各国の中央銀行及び証券取引所ウェブサイトより、大和総研作成

なお、参考までにASEANの債券市場規模を日本と比較すると、ASEAN全体の対日本比率は足もとの2021年で17.4%、タイ、インドネシア、ベトナム3カ国の対日本比率は同8.0%にとどまる。しかしながら直近10年間では、日本の債券市場規模が約9-12兆USDの概ね横ばいで推移しているのに対し、ASEANのそれは着実に成長を遂げ、ASEAN全体及びタイ、インドネシア、ベトナム3カ国のいずれにおいても2倍前後の水準まで拡大しており、対日本比率は今後も上昇が継続するものと予想される(図表2参照)。

(図表 2) 日本の債券市場規模及び ASEAN との比較の推移 (直近 10 年間)



注：2021 年は推計値を含む

出所：Asian Bonds Online、各国の中央銀行、証券取引所及び証券業協会ウェブサイトより、大和総研作成

## 2. ベンチマークとなる近隣 3 カ国における債券市場

### (1) タイ

既発債残高 (2021 年末) において、最大を占めるのは国債 (2,060 億 USD・47%) で、次いで社債 (1,157 億 USD・26%)、中央銀行債 (867 億 USD・20%)、政府機関債 (304 億 USD・7%) の順となっている。このうち政府系債券の保有者内訳 (2021 年末) を見てみると、国債は満期保有中心の公的・民間年金基金 (25%) と保険会社 (23%) で約 5 割を占め、3 番手に商業銀行 (21%) が来る。一方で中央銀行債は、売買を活発に行う商業銀行 (31%) とその他金融機関 (15%) で 5 割近くを占め、以下、投資信託 (18%)、公的・民間年金基金 (16%) と続く。こうした保有者内訳の相違により、日次取引額 (2021 年末) に占める割合では、中央銀行債 (11 億 USD・56%) が国債 (7 億 USD・36%) を大きく上回り最大となっている。

流通市場における取引プラットフォームとしては、S&E Act 上の Over-the-Counter Center (OTC Center) に該当する Fixed Income & Related Securities Trading system (FIRSTs) と取引所取引で使用される Thailand Bond Exchange (TBX) が、Stock Exchange of Thailand (SET) により運営されている。FIRSTs はディーラー対ディーラーまたはディーラー対顧客といった機関投資家間の相対取引で使用されるプラットフォームで、気配値の提示や交渉を経て合意した価格でのマッチングを自動化させたシステムである。現在、28 のディーラーが会員となっているが、ブルームバーグ等の世界的なシステムプロバイダーや独自に構築したシステムを使用しているディーラーも多数おり、FIRSTs は必ずしも OTC 取引における共通のプラットフォームではない。一方の TBX は個人等の小口投資家向けのプラットフォームで、株式市場システムと同様、価格及び時間の優先順位を利用して自動的に売買注文をマッチングさせるシステムである。

債券取引は依然として、電話やブローカー（ボイスブローカー、インターディーラーブローカー）経由での直接交渉による OTC 取引が主流であるため、TBX での取引はほとんど見られないのが現状である。

市場の監督体制に関しては、The Thai Bond Market Association (Thai BMA) と SET が、The Securities and Exchange Act (S&E Act) に基づき、Self-Regulatory Organization (SRO) としてのライセンスを Securities and Exchange Commission (SEC) から付与されている。Thai BMA は、OTC 取引に関する市場・慣行・参加者を効率的に運営・管理し、日次及び定期での監視や SEC・Bank of Thailand 等の関係当局への報告を行っているほか、国内債券市場に係る情報センターとしての役割を担い、OTC 市場の会員要件や取引規則を策定している。一方の SET は、TBX での取引・監視・開示義務・慣行を確立・管理し、秩序ある市場を維持するとともに、市場の透明性及び完全性を高める責任を負っている。

ThaiBMA は、①債券取引を行うことを認可された証券会社からなる正会員、②ディーラー間取引のブローカーとして認可された証券会社からなる臨時会員、③過去 1 年間の月間平均取引額が 1 億バツ未満で入会を希望する証券会社からなる準会員、の 3 種類の会員で構成される。少なくとも OTC 市場での取引を希望する市場参加者は ThaiBMA の会員であることが必要だが、FIRSTs と TBX のどちらを利用しているかに関わらず、ThaiBMA の会員は SEC 規則により取引完了後 30 分以内に ThaiBMA へ取引内容を報告しなければならない。独自の取引システムを利用しているディーラーは所定のインターフェイスを介して取引に関する要件データの詳細を ThaiBMA へ送信し、ThaiBMA に接続されている FIRSTs を利用しているディーラーの取引詳細は ThaiBMA へ直接送信される。ThaiBMA は、債券市場の透明性を提供するため、投資家が利用可能な Web サイトの画面「MARKETWATCH」を通じて、報告された日中の取引情報（全回号の最新利回り、取引日、公正価格、理論価格等）を公開している。さらに、入札利回りをを用いて作成した政府系債券のイールドカーブや、市場パフォーマンスを追跡するために開発した指数の公表も行っている。

## (2) インドネシア

インドネシアにおける債券は、国債、中央銀行債、社債の 3 種類に分けられる。既発債残高 (2021 年 9 月末) に占める割合は、国債 (3,219 億 USD・91%)、中央銀行債 (42 億 USD・1%)、社債 (295 億 USD・8%)、日次取引額 (2021 年 9 月末) に占める割合は、国債 (1.8 億 USD・95%)、社債 (0.1 億 USD・5%) と、他国と同様に国債の割合が高く、いずれも 9 割程度となっている。保有者内訳 (2021 年 9 月末) を見てみると、国債では、商業銀行 (34%) が最も高く、次いで外国人 (22%)、中央銀行 (Bank of Indonesia : BI) (15%)、保険会社・年金基金 (計 13%)、投資信託 (3%) となっている。一方の社債では、投資信託 (27%)、保険会社 (23%)、金融機関 (21%)、年金基金 (15%) 等の国内機関投資家が上位を占めている。

インドネシアで発行された債券は、Indonesia Stock Exchange (IDX) に上場して取引される

か、OTC 市場で取引される。市場慣行として、公募で発行された債券は IDX に上場されるが、大部分は OTC 市場で取引され、IDX での取引は基本的に個人投資家に限定されている。BI の公開市場操作に参加している銀行やその他の金融機関は、BI との債券取引、相互間の取引、レポ取引または証券貸借取引を通じて、保有債券の活用の最大化を図っている。

OTC 取引は、多くの他国と同様、電話または当事者間で合意したツールを用いて、相対形式で行われる。OTC 取引における共通のプラットフォームはなく、取引参加者は国際的に確立されたシステムや社内システムを使用することができる。ただし、インターフェイスまたはリモートアクセスを介して、取引を Central Trading Platform (CTP) に報告する必要がある。プライマリーディーラーが流通市場へ参加し、入札で取得した国債の売却や、規定された義務に従ってマーケットメイクの役割を果たしている。他方、取引所取引は、IDX の取引参加者である証券会社と証券クリアリング組織の参加者が利用するシステムである Fixed Income Trading System (FITS) を通じて取引される。FITS は 2005 年に当時のスラバヤ証券取引所によって設立され、取引参加者が利用できる 2 つのボード、Outright Market と Negotiated Market で構成されている。Outright Market では、継続的なオークション方式で取引が行われ、取引参加者が FITS に気配値を入力し、価格と時間の優先順位に基づいた価格でマッチングされる。Negotiated Market では、二者間または自身のニーズを満たすために顧客注文を執行する一者による売買が行われ、これらの売買は交渉後にシステム入力を通じて取引を執行する Put-through 取引<sup>1</sup>とみなされている。

取引報告に関しては、先述した CTP が全ての債券取引に係る情報を集約している。CTP は名称にプラットフォームが含まれているが、債券取引のプラットフォームとして機能しているわけではない。現行の規則で「OTC 取引の参加者は Otoritas Jasa Keuangan (OJK/Financial Supervisory Authority) が規定する” Central Market Utility” に取引後 30 分以内に報告すること」とされており、債券流通市場における報告及び情報の” Central Market Utility” として CTP が 2006 年に稼働開始した。CTP は OJK に所有されているが、IDX が OJK に代わって運営し、報告を受けた債券情報（取引、価格、利回り、取引量等）を市場全体に発信している。また、IDX は OTC 取引の Electric Trading Platform (ETP) を 2017 年に発足させている。ETP は CTP の追加モジュールとして OTC 市場をより組織化していくことを企図し、注文管理、マッチング、情報発信（CTP から機能を統合）を自動化させた。現時点で取引可能な債券は限定されているが、将来的にはスクークや社債の取引も可能となる見込みである。

市場の監督体制については、当局である OJK が、違法あるいは不規則な行為を発見するための一連の警告基準を規定しており、疑わしい行為は全て OJK に報告される。また、資本市場法に基づき SRO としての権限を付与された IDX が、取引参加者の資格や行為等に関する規則を定義し、取引所参加者の承認・管理・制裁等に関する規則を策定している。FITS を通じた取引については、IDX の市場監視及びコンプライアンス部門が取引参加者の法令順守状況・取引様式・疑

<sup>1</sup> 証券会社同士の事前交渉で定めた価格や数量を証券取引所システム経由で取引する方法で、投資家などの当事者を証券会社が仲介して行われる取引。当日の実勢の市場価格から乖離しない価格帯で取引されることが要求される。

わしい行為等を個社ごとに監視しているが、OTC 取引については、市場の性質上、特定の監視機能が整備されていない。そのため、OTC 取引の透明性を向上させるべく、Inter-Dealer Market Association for Government Securities (HIMDASUN) と称して 2003 年に設立されたディーラーの業界団体が、SRO に準ずる組織として、会員制度、取引慣行、取引監督等に係る規則の策定機能を備えた ETP を活用し、OTC 市場の高度化を図っていく役割を期待されている。

### (3) ベトナム

既発債残高 (2020 年末) において圧倒的な割合を占めているのは国債 (56 億 USD・64%) で、この 1 年間で急速に増加している社債 (26 億 USD・30%) や政府保証債 (5 億 USD・6%) とはまだまだ大きな差が開いている。日次取引額 (2020 年末) で見ると、国債 (2.9 億 USD・97%) の割合はさらに高くなり、政府保証債 (0.1 億 USD・3%) や社債 (0.03 億 USD・1%) はごく僅かを占めるにとどまっている。

流通市場においては、特定の適格性及び資格の基準を満たした銀行または証券会社が、Ministry of Finance (MoF) からの認可を受けて、マーケットメイカーの役割を担っている。国債は発行された後、価格情報や取引手段を一般に提供するため自動的に Hanoi Stock Exchange (HNX) へ上場され、社債は企業規模によって HNX か Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) のどちらかに上場させることができる。これら債券は取引所取引と OTC 取引のいずれの方法でも取引されているが、取引所取引で取引しているのは主に個人投資家で、機関投資家または市場参加者のほとんどは OTC 取引で取引しており、全体から見て大きな割合を占めているのは OTC 取引である。

従前、ベトナムにおける OTC 取引は電話のみで行われていたが、現在は HOSE で行われている Put-through 取引と同様の方法が採られている。すなわち、電話・ボイスブローカー・一般的に使用されるグローバルプラットフォーム・その他の相互受入可能なメカニズム等を介して取引相手と直接交渉する伝統的な方法で価格や数量を決定し、その後のマッチング・清算・決済等のプロセスや取引の記録・報告・監視等は HNX の包括的な債券取引プラットフォーム「E-BTS」への入力により実施・完結させる取引慣行である。2019 年末現在、国債取引に対応するシステムは 31 の証券会社と 27 の商業銀行を含む計 58 の取引参加者に利用されているが、相応の時間をかけて改善が図られてきた結果、レポ取引等の特殊な債券取引も容易になっている。また、HOSE が大企業により発行された社債の上場を管理している一方、HNX は中小企業が発行した社債の上場 (現在はゼロ) を管理しており、社債に対応する取引システムも構築されている。ただし、E-BTS は取引所取引にも対応しており、OTC 市場特有のプラットフォームとして機能しているわけではない。

市場の監督体制に関して、現在、ベトナムには SRO に該当する組織はない。Circular No. 203/2015/TT-BTC (通達) 13 条では、HNX・HOSE 及び VSD が State Securities Commission (SSC) に代わって証券取引を監督し、法律に従って SSC に報告することが規定されている。債券市場

における HNX の主な役割と機能は、①市場におけるオープン、公正、円滑な債券取引の確保、②証券法及びその他の関連文書に従った情報の公開、③市場参加者に対する取引情報及びトレーニングの提供、④債券発行及び市場取引に係る法的文書の策定と改訂に関する規制当局への相談、の4点である。近年、HNX の機能の中でも重要とされている役割は、E-BTS を活用した取引慣行を促進し、そのシステムを介して取引参加者や投資家に、関連する開示情報へのアクセスを提供することである。実際、投資家は E-BTS を通じて HNX のシステムに接続し、入札・発行・引受の発表及び結果に加えて、上場・取引されている債券に関する包括的な最新情報を、いつでもどこからでも入手することができる。また、SSC や HNX の Web サイト上でも、債券市場を含む証券市場の法規制に係る包括的な情報や、債券または利害関係者に関して公表された最新情報等が簡単に取得可能となっている。なお、価格情報の透明性向上を図る目的で、ベトナム債券市場において最初で現在唯一のインデックスである Vietnam Bond Index (Government Bond Composite) が 2015 年に導入され、市場価値を評価するためのベンチマークとして使用されている。

市場監視の面では、HNX・HOSE が、SSC の関連部署及び組織と緊密に連携し、特に異常取引の監視を強化している。具体的には、異常取引を検出するための定期的な監視の基準の追加、監視手順の自動化、異常取引を早期に通知する高速処理機能を備えた高度なソフトウェアの導入等、市場変化に対応するための包括的なソリューションの開発に尽力している。

### 3. CLM3 カ国の債券市場整備への示唆

以上を踏まえると、CLM3 カ国における債券流通市場の発展に向けた示唆としては、大きく次の3点が挙げられる。

第一は、債券取引に係る制度や規則については、OTC 取引を前提に設計・策定していくことが効率的である点だ。債券の中でも主な取引対象となる国債を中心として、一般に株式と異なり売買金額が大きく、株式のように頻繁な取引は行われない。また、株式の場合、新たに発行された株式もそれ以前に発行された株式と同一の株式として扱われるが、債券は同じ国や会社などが発行しても、発行の度に償還時期、利率等の条件が異なり別々の債券として扱われる。そのため、銘柄数が多岐にわたり過ぎて取引所での売買には馴染まない。こうした債券の特性から、タイ・インドネシア・ベトナム3カ国の状況で見たように、債券を自動的あるいは形式的に上場させ、個人等の小口投資家向けには取引所取引を可能としつつ、銀行等の機関投資家は専ら OTC 取引を行っている事例は多い。欧米や日本等の先進国においても、同様の背景から、債券取引の大半が OTC 市場で行われている。

第二は、債券取引に係る規則策定や監視・監督については、債券市場協会や証券業協会等の民間業界団体に委ねるのが効果的である点だ。その団体・組織が SRO として法的に認可されていれば、なお望ましい。証券市場発展のためには政府当局による法制度の整備が必要であることは言うまでもないが、証券取引は仲介業務も含めて民間の取引である。よって、安全かつ効率的な

取引を可能とするためには、取引規則が民間の実務に即して策定され、相互に順守されるという信頼性が不可欠となる。債券市場協会や証券業協会等は、市場が一定の規模に成長する過程で設立されるケースが多く、黎明期においては政府当局への依存度が高くならざるを得ないが、信頼性や活力のある市場は政府当局の主導のみで構築できるものではない。民間である取引当事者が確立した相互の信頼関係をベースとして、自主的に規則を策定するとともに監視・監督を行う枠組みにより市場が発展していく構図が期待される。この点、先述した 3 ヶ国における整備状況は、ThaiBMA が既に SRO として機能しているタイ、HIMDASUN が準 SRO としての試行運転を開始したインドネシア、SROに関する法制度は未整備だが Vietnam Bond Market Association (VBMA) や Vietnam Association of Securities Business (VASB) 等の業界団体は存在するベトナム、の順で進捗していると言えよう。

第三は、流通市場形成の初期段階では最小限の工数で取引事例を着実に積み上げていくことに主眼を置き、ステップを踏んで将来の発展的な枠組みへとスムーズに移行していくことが現実的である点だ。取引がほぼ皆無である現在の CLM3 ヶ国の債券市場を、他国の市場構造と同様に議論することはできず、コスト負担を含めた取引参加者による理解や取引の実行は時間をかけて徐々に浸透・拡大していくことが想定される。したがって、当初は極めて簡易的な仕組みから開始し、発展度合いに応じて 3 つ程度のフェーズを設定した上で、段階的に取引プラットフォームをアップグレードしていくことが有効であろう。具体的には、以下の 3 フェーズが考えられる。

第 1 フェーズ：ウェブサイト等の簡易システムを用いて気配値に関する情報を集約・共有し、当該情報を基に証券会社間で自発的に売買

第 2 フェーズ：証券会社間の仲介機能を果たすインターディーラーズブローカーを通じて売買

第 3 フェーズ：電子取引プラットフォーム（Bloomberg 等の既に国際的に使用されているプラットフォームを含む）を通じて自動的に売買

第 1 フェーズから第 3 フェーズ、あるいは第 2 フェーズへの移行でさえも十年単位の年月を要するかもしれないが、一朝一夕に発展を促すことは難しく、ステップを踏むことが肝要である。

途上国における資金調達には概して、銀行融資等の間接金融への依存度が高くなる傾向にある。したがって、債券を含む証券発行等の直接金融へと資金調達手段の幅を広げることは、国の持続可能な経済発展に資するものであり、近年声高に叫ばれている SDGs の観点からも有益な取り組みである。債券市場の整備を通じて、CLM3 ヶ国がどのような発展・成長を遂げていくのか、引き続き今後の動向に注目したい。

## 参考文献

- 「ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE VIETNAM」 ASIAN DEVELOPMENT BANK (2018年10月)
- 「ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE INDONESIA」 ASIAN DEVELOPMENT BANK (2021年12月)
- 「ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE THAILAND」 ASIAN DEVELOPMENT BANK (2021年12月)
- Asian Bonds Online ウェブサイト
- The Stock Exchange of Thailand ウェブサイト
- The Thai Bond Market Association ウェブサイト
- Indonesia Stock Exchange ウェブサイト
- Hanoi Stock Exchange ウェブサイト