

# ASEAN+3における 債券市場インフラの現状と課題

## 域内クロスボーダー取引の 調和化に向けた課題を探るステージへ

NTTデータ経営研究所  
金融コンサルティング本部  
マネジャー コンサルタント  
西原 正浩 山田 陽介

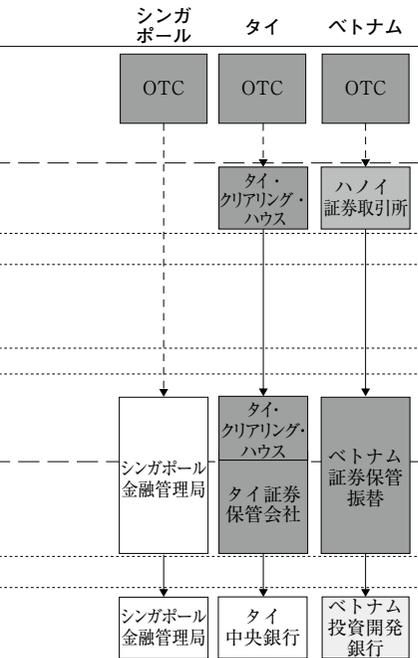


### アジア通貨危機が高まった 債券市場育成機運

90年代後半に発生したアジア通貨危機を契機として、金融における通貨と期間のミスマッチ解消、通貨危機のリスク低減、およびアジア域内の潤沢な貯蓄を域内の投資に結びつけるための債券市場育成が、ASEAN+3域内での重要な政策課題となっている。このような背景から、03年に「アジア債券市場育成イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative: ABMI)」が創設され、種々の検討がなされてきた。なかでも前記の目的を達成するために、クロスボーダー債券取引の促進があらためて認識された。ABMIにおける検討内容をさらに促進するた

アジア金融危機を契機として、ASEAN+3 (日中韓) 域内の健全な経済発展のために債券市場の育成が求められており、アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) を通じて数多くの検討が行われてきた。このほど刊行された ASEAN+3 債券市場フォーラム (ABMF) による『ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE』を読み解きながら、ASEAN+3 域内における債券市場インフラの現状や域内クロスボーダー取引の調和化に向けた課題について明らかにしていきたい。加えて、ABMFの目指す域内マーケットインフラの調和は、わが国に何をもちたらずのか考察を行いたい。

めに、10年から「ASEAN+3 債券市場フォーラム (ASEAN+3 Bond Market Forum: ABFM)」が設置されている。ABMFの特徴は各国の政策当局者だけでなく、民間金融機関や取引所、決済機関など、広範なマーケット関係者が参加していることである。ABMFでは、ASEAN+3 各国の債券市場規制および市場慣行に関する情報収集を行うサブ・フォーラム1 (SF1) と、取引慣行および決済上のメッセージ・フォーマットの調和化に基づく業務の一貫処理 (Straight Through Processing: STP) 化について検討を行うサブ・フォーラム2 (SF2) が設けられ、1年半にわたり検討が行われてきた。



# ASEAN+3の債券市場インフラ

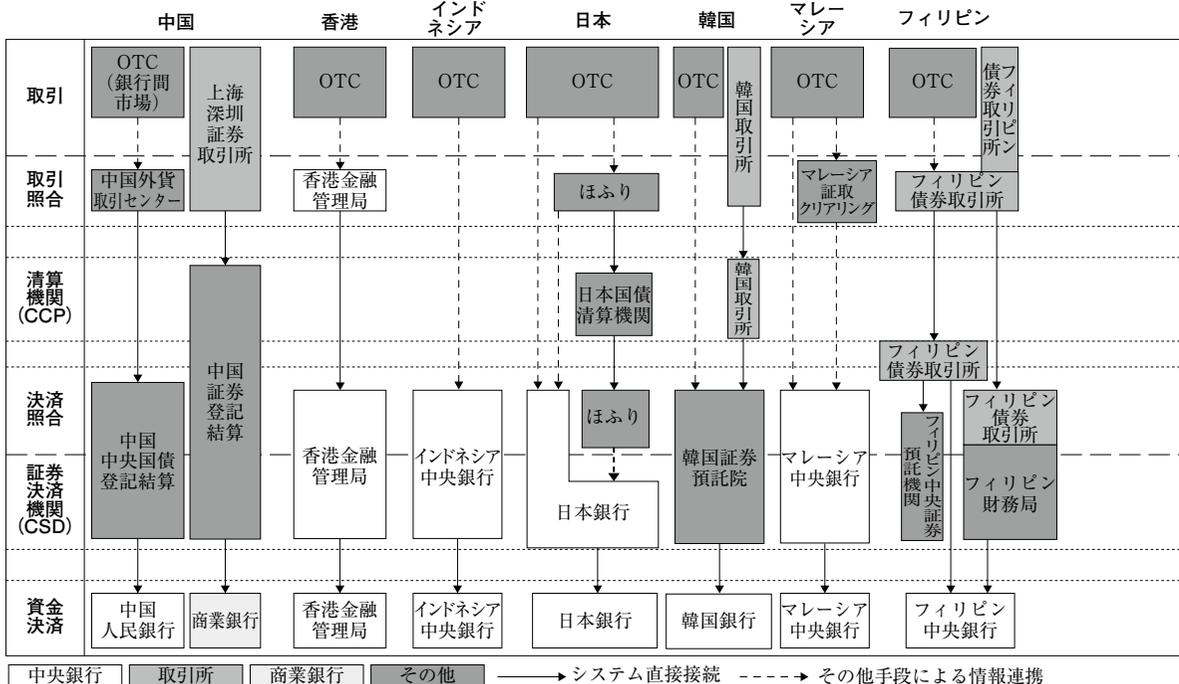
『ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE』では、冒頭で域内債券市場の取引インフラ全般について明らかにしている(図表)。まず指摘されていることは、ASEAN+3域内で債券市場がすでに存在する10地域では、欧米各国の先進的な市場と比較しても遜色のない、強固で健全な債券市場インフラが存在しているという事実である。また、現在も技術進歩を積極的に取り入れ、一層の改良に取り組んでいることである。

ASEAN+3の各市場を詳細にみていくと、国債はおもに店頭(OTC)市場で取引が行われていることがわかる。これは債券取引が通常クォータードリップンで行われることから考えても自然な傾向であり、取引所におけるオーダードリブンな取引は、多くの国々で低い割合にとどまっている。一方で、中国や

韓国、フィリピンなど一部の地域では、取引所の取扱量が一定の割合を占めており、とくに韓国では取引所経由の取引が近年拡大している。

ABMFでは、債券市場のインフラを「取引」「取引照合」「清算」「決済照合」「証券決済」「資金決済」の項目で整理し、ASEAN+3すべてのマーケットを俯瞰することによって、共通のパターン、およびユニークな特徴をもつ市場を明らかにしている。パターンが分かるポイントとしては、第一にCSD(債券決済機関)に対する決済指示の伝達方法の違いがあげられる。中国、韓国(取引所)、フィリピン、ベトナムの各市場では、証券決済に関するデータが、取引システムから直接CSDへ送信される。一方、香港、インドネシア、日本、韓国(OTC市場)、マレーシア、シンガポール、タイでは、取引関連のシステムから直接の連携はなく、CSDに対する決済指示は売買当事者のカストディアンが別途入力する必要がある。債券取引のSTP化という

〔図表〕 ASEAN+3域内における代表的な国債取引基盤一覧図



(出所) ABMF "ASEAN+3 BOND MARKET GUIDE" をもとに筆者が改変。

観点から考えた場合、前者のシステム間連携はより先進的な形式であると考えられ、他の市場においても同様の取組みが期待される。

次にパターンが分かれるポイントにはCCP（清算機関）の存在である。CCPを設置している市場は、日本、中国、韓国にとどまっており、対象はいずれも国内取引に限られている。今後他のマーケットでは、債券取引のボリュームが増加するにつれて、CCPの必要性が認識されるものと考えられる。

もう一つの注目すべき視点はCCSDの運営主体である。各市場のCCSDはDVP決済（資金と証券の同時決済）のために中央銀行の資金決済システムと連携している。日本をはじめとして、香港、インドネシア、マレーシア、シンガポールは、各市場の中央銀行がCCSDの機能を提供して、資金・証券決済の一体化を図っているが、その他の市場においてはCCSDが独立した機関として存在している。

以上のような分類に加えて、独自の特徴がみられるのがフィ

リピンとベトナムの市場である。フィリピンではフィリピン債券取引所のシステムがCCSD、RTGS各システムと連携を行い、DVP決済のコントロールを行っており、他市場とインフラ構成が大きく異なっている。ベトナムでは、すべてのOTC取引がハノイ証券取引所のシステムに入力され、CCSDに連携される。また、ベトナムでは資金決済が中央銀行ではなく商業銀行で行われ、かつ他のASEAN+3域内のマーケットがRTGS（即時クロス決済）を採用しているなかで、ベトナムではネット決済が行われている。

### 国債取引におけるモデルフロー

各国の市場インフラに加えて重要になるのが、実際の取引処理のフローである。域内各市場ではすでにDVP決済が実現しているが、CCSDへの決済指示方法などが市場によって異なっており、ABMFでは以下の3パターンを抽出している。①C

SDへ買手/売手側から決済指示が直接入力されるモデル、②取引システムからCCSDへ決済指示が送信されるモデル、③①（後述）を伴うモデル。このうち最も標準的なフローは①のモデルであり、香港、インドネシア、韓国（OTC市場）、タイの各市場がこれに該当する。②は取引所のシステムを利用している場合にみられ、中国、韓国、フィリピンの取引所経由の取引においてみられる。日本は③のモデルに該当し、シンガポール、マレーシアとともに、中央銀行がCCSD機能を提供している点の特徴である。ABMFでは各国の国債DVP決済について、さらに詳細な業務フロー図を作成して、業務分析を加えている。

クロスボーダー取引では、グローバル・カストディアン經由、ユーロクリア・クリアストリーム等のICSDの利用など、複数のチャネルによる取引が考えられるが、ABMFでの調査の結果、現状の域内でのクロスボーダー取引は、グローバ

ル・カストディアンとローカル・カストディアンが連携して取引を行うモデルが標準的であると整理された。ただし、業務フローそのものが類似していても、システム連携の際のメッセージ・フォーマットが異なっていることが確認されており、これがクロスボーダー取引促進の足かせになっていることも認識されている。

### クロスボーダー取引のSTP化に向けた課題

今回の調査の出発点となっているABMIの既往レポート（GOEレポート、注）では、ASEAN+3における債券市場のSTP化に向けた課題が提起されており、SF2ではメッセージ・フォーマット、照合、証券番号、決済期間の四つが検討範囲となっている。

メッセージ・フォーマットについては、ISO20022（XMLを利用した金融業務向け通信メッセージの登録手続きに関する国際規格）が取引後の決済処理のSTP化に向けた基本

要素とみなされており、独自のプロトコルを利用している市場（CSD）では、ローカル・カストディアンにメッセージの変換が求められる。この対応はシステムの構築・保守にコストを要するだけではなく、業務上のエラーが発生するリスクもはらんでいる。ABMFの調査では、域内におけるISO20022の採用は進んでいないことが明らかになっている。

照合（マッチング）については、各債券市場において取引もしくは決済における照合プロセスが整備されている。マッチングには売手／買手双方が情報を入力し、CSD等の機関がシステム上で照合を行う方式（セントラル・マッチング方式）と、売手または買手の一方から発信された指示に対して取引相手が承認を行う方式（ローカル・マッチング方式）が存在し、各市場によって採用する方式が異なっている。このほか売手および買手のディーラーとカストディアンの間で行われるマッチングでは、FAXや電話によるマニュアル対応がいくつかの市場で

依然として残されており、STP化の観点からシステム整備が望まれる。

証券番号については、ISO6166で規定されているとおり、ISIN（国際証券コード）の利用が基本となり、ISINが利用できない市場はクロスボーダーにおけるSTP化の障害を抱えることになる。現状では、①債券の発行日にISINコードが確定していない、②国内の市場参加者が取引および決済にISINを利用していない、③CSDでISINが利用されていない、などの問題が残されている。

決済期間については、多くの市場において国債はT+1（取引日プラス1日）で実施されている。クロスボーダー取引では、各国の市場慣行および時差の違いから、T+1での決済の実現はむずかしいと考えられる。ABMFでは、市場間での共通ルール化が今後の課題として提起されている。

ABMFの既往レポートで指摘された問題以外にも、ABMFでは以下の課題を抽出してい

る。第一に、用語統一の必要性である。ASEAN+3域内では、同じ用語であっても別の意味あいで使用している場合がある。一例として、多数の国では決済期間を取引日から決済日までの日数でカウントしているが、ベトナムでは取引結果をシステム入力した日（現状の慣行では実際の取引の翌日）を取引日として起算している。第二に、レポートニングの要否である。中国、韓国、フィリピンをはじめとした域内の多くの市場では、債券取引の結果をタイムリーに、当局や自主規制団体に報告することを求めている。とくにインドネシアでは、取引報告を行い、当局から取引ごとに付与される番号を得ない限り、証券決済のシステム登録が行えない仕組みになっている。レポートニング制度は債券市場の透明性を高めるうえで重要な要素であり、ASEAN+3全体での取組みが望まれる。

## ABMFの今後の動き

ABMFでは12年上半期から第2フェーズの検討に入っている。第2フェーズのSF2では三つの主要タスクが想定されている。第一に、社債のDVP決済および国債・社債両者の利払・償還に関して、各市場の業務フローを明らかにしながら、クロスボーダー取引促進の際の課題抽出を行う予定である。第二に、国債DVP決済における決済指示ならびに決済実行通知に関し、CSDと市場参加者との間でやりとりされるシステム上のメッセージ・フォーマットについて、各CSD間の差異抽出を行う予定である。ASEAN+3域内のメッセージ・フォーマットはISO20022に収斂されていくことが想定されているが、ISO標準で収まりきれないものも出ることが想定されており、本取組みを通じてASEAN+3から国際標準に対する提言を行う予定である。第三がロードマップの作成である。ASEANでは15年のASEAN経済共同体発足に向けて、債券市場整備が急がれている。また、法規制の新設改変や

テクノロジーの進展など、債券市場をとりまく外部環境が急激に変化しつつあり、これらの環境変化をふまえたうえで、ASEAN+3全体での債券市場インフラのロードマップを作成する予定である。

このように、現状の債券取引に関する業務フローをさらに明らかにし、差異抽出を行いながら課題を明確にし、かつ将来展望をとりまとめることにより、域内の債券市場の調和がどのように図られるのか、中長期的展望が明らかになることが想定されている。

## 本邦への インプリケーション

ABMFの目指す域内マーケットインフラの調和は、わが国に何をもちたらすのだろうか。本稿では3点について論じたい。

第一に資金流動性の拡大可能性について指摘したい。ABMFでの取組みが基礎となり、CS Dが相互に接続し、かつ決済が容易になることによって、クロスボーダーにおける債券市場

が拡大していくことが考えられる。これは債券の発行体、資金運用者の双方にメリットがあることである。加えて、かりにCS D間がオンラインで接続された場合には、クロスボーダー担保のスキーム普及が促進されると考えられる。これは、ある市場の債券を担保として他の市場で資金供給を受ける仕組みである。現在、日本銀行とタイ中央銀行による、日本国債を担保としたタイ・パーツ資金供給策があるが、これは、システム的には接続されていないため、日本国債をタイ・パーツ資金供給担保用にあらかじめ取り分けておく必要がある。もし、両国のCS Dが直接接続され担保管理システムが自動的に機能する場合には、本邦金融機関が日本国債を担保としてタイ・パーツをリアルタイムに調達することが可能になり、金融機関のタイ・パーツ調達手段が拡大するものと期待される。

第二に債券市場が十分に整備されていない国への支援が考えられる。カンボジア、ブルネイ、ミャンマー、ラオスには、

債券市場インフラが整備されていない。これらの国におけるインフラ構築を技術面や制度設計などで包括的に支援することにより、ASEAN+3地域全体で流動性、安全性、信頼性の高い債券市場が確立されることが期待できる。また、債券決済関連インフラを構築済みの各地域に対しても、リーマンショック時に証明された日本がもつ高いレベルの仕組みを提供することにより、現状よりも安全で強固なインフラへの移行を支援することができるとはならないかと考えられる。ABMFの次フェーズで作成されるロードマップでは、各国のシステム・リプレイスの時期が明示される予定であり、このタイミングをみながら地域全体としてよりよいインフラ構築が可能となるよう、官民合わせた協力体制の構築が望まれる。

最後に、調和化された域内マーケットインフラを用いた、本邦金融機関を含めた、地域全体の金融ビジネスの拡大が期待できることである。10年に発表された政府の新成長戦略では「ア

ジアと日本をつなぐ金融」がアクションプランの柱として謳われている。ABMFの取組みにより、マーケットインフラの調和化が図られ、ASEAN+3域内での債券取引の障害が長期的には克服されていくだろう。そして、マーケットインフラの調和化はクロスボーダー債券取引を促し、本邦金融機関を含めた地域全体でのビジネスチャンスを拡大させるだろう。

(注) "Re-assessment of ABMI Group of Experts Report"

にしはら まさひろ

さくら銀行、IBMビジネスコンサルティングサービスを経て、06年から現職。おもに金融市場、金融機関の事業戦略の立案や提言に従事。

やまだ ようすけ

大手システムインテグレーターを経て、10年7月から現職。おもに金融、決済事業に関するマーケットインフラ支援、事業戦略の立案や提言に従事。