

ベトナムにおける政府債のプライマリー・ディーラー制度に関する  
技術支援

最終報告書

平成 18 年 3 月

ベトナム財政部  
日本財務省

## 序文

この技術支援は、ベトナム財政部の要請に応じて、ASEAN+3 アジア債権市場育成イニシアティブの一環として、日本財務省の資金提供の下で実施された。ベトナム財政部では、銀行・金融機関局の協力のもと、国際局が担当部局になった。

野村総合研究所は、コンサルタントとしてこの技術支援を実施し、本報告書を作成した。その際、ベトナムの公共および民間部門からの協力によって多大な恩恵を受けた。特に、ベトナム財政部、中央銀行、ホーチミン市証券取引センターから幅広いデータやその他資料を提供いただいた。ただし、誤り、誤解、相違があれば、筆者の責任によるものである。

この技術支援および本報告書がベトナム債券市場の強化と発展に貢献できれば幸である。

平成 18 年 3 月  
野村総合研究所

## 略称

ADB	アジア開発銀行 (Asian Development Bank)
DAF	開発支援基金 (Development Assistance Fund)
DMO	債務管理局 (Debt Management Office)
DVP	代金引き換えの証券渡し (Delivery versus Payment)
HCMC	ホーチミン市 (Ho Chi Minh City)
MOF	財政部 (Ministry of Finance)
NRI	野村総合研究所 (Nomura Research Institute)
OMO	公開市場操作 (Open Market Operations)
PD	プライマリー・ディーラー制度 (Primary Dealership)
PDs	プライマリー・ディーラー (Primary Dealers)
SBV	中央銀行 (State Bank of Vietnam)
SOCB	国営商業銀行 (State Owned Commercial Bank)
SOE	国営企業 (State Owned Enterprise)
SSC	国家証券委員会 (State Securities Commission)
STC	証券取引センター (Securities Trading Center)
T-bill	政府短期証券 (Treasury bill)
TA	技術支援 (technical assistance)
VBA	ベトナム銀行協会 (Vietnam Banking Association)
VCB	ベトナム外貿銀行 (Vietcombank)
VCBS	ベトナム外貿銀行証券 (Vietcombank Securities)
VPSC	ベトナム郵便貯金会社 (Vietnam Postal Savings Corporation)
VSA	ベトナム証券業協会 (Vietnam Securities Association)
VSS	ベトナム社会保障基金 (Vietnam Social Security)

## 目次

I. 第I部:所見と提言	1
1. 政府債市場の概要	1
1.1. 法的枠組みと規制環境	1
1.1.1. 法的枠組み	1
1.1.2. 規制環境	1
1.2. 発行市場	2
1.2.1. 政府債の種類	2
1.2.2. 発行体	4
1.2.3. 発行方法	4
1.2.4. 上限金利	8
1.2.5. 発行市場の適格参加者	10
1.2.6. 投資家	14
1.3. 流通市場	15
1.3.1. 取引方法	15
1.3.2. 取引高	16
1.3.3. 仲介機関	17
1.4. 保管、清算、決済	19
1.4.1. 国庫局引受	19
1.4.2. ホーチミン市 STC での入札	19
1.4.3. 入札(中央銀行)	21
1.4.4. 国庫局小売り	21
2. PD 制度導入の課題	23
2.1. PD 制度の一般的特徴	23
2.1.1. 定義	23
2.1.2. 機能	23
2.2. PD 制度導入に係るベトナム側の背景	24
2.2.1. PD 制度の検討目的	24
2.2.2. PD 制度の期待効果	24
2.2.3. PD 制度の是非	24
2.3. ベトナムでの PD 制度導入に向けての課題	25
2.3.1. 発行方式	25
2.3.2. 発行計画	26
2.3.3. 発行規模	31
2.3.4. 上限金利	32
2.3.5. 投資家層	35
2.3.6. 取引仲介機関	36
2.3.7. 価格情報	37
2.3.8. 保管、清算、決済	38
2.4. PD の前提条件と効果	39
3. PD 制度を機能させるために必要な改革	40

3.1.	発行市場の改革	40
3.1.1.	2、3、5年債の入札への特化	40
3.1.2.	10、15年債の引受への特化	41
3.1.3.	年間発行計画の公表	42
3.1.4.	年間入札・引受計画の公表	42
3.1.5.	四半期ごとの入札・引受日程表の公表	43
3.1.6.	上限金利の緩和	44
3.1.7.	銘柄統合方式	45
3.1.8.	投資家層の多様化	45
3.1.9.	国債管理の強化	46
3.2.	流通市場の改革	46
3.2.1.	STCの報告制度の修正	46
3.2.2.	買入消却方式の導入	46
4.	PD制度に向けた次の取り組み	47
4.1.	PD制度導入の段階的アプローチ	47
4.1.1.	PD候補者のモニタリング	47
4.1.2.	PDのパイロット・テスト	47
4.1.3.	PD制度の再設計と導入	48
4.2.	実行組織	48
4.3.	PD制度導入までの計画表	49
II.	第II部:技術支援活動	50
1.	当技術支援の概要	50
1.1.	体制	50
1.1.1.	相手方・受け手部局	50
1.1.2.	資金提供者	50
1.1.3.	コンサルタント	50
1.2.	期間および現地ミッション	50
2.	セミナーおよびワークショップ	51
2.1.	導入セミナー	51
2.1.1.	概要	51
2.1.2.	プログラム	51
2.1.3.	意見・討議	51
2.2.	フィードバック・ワークショップ	52
2.2.1.	概要	52
2.2.2.	プログラム	52
2.2.3.	意見・討議	52
2.2.4.	プレスリリース	53
3.	成果と教訓	54
3.1.	成果	54
3.1.1.	認識形成	54
3.1.2.	改革の方向付け	54
3.1.3.	データ分析	54

3.2.	教訓 .....	55
------	----------	----

## 図表

図表 1-1: 各政府債の調達資金の用途 .....	2
図表 1-2: 政府債の年間発行額 .....	3
図表 1-3: 政府債残高の対 GDP 比率 .....	3
図表 1-4: 政府債の発行方法 .....	5
図表 1-5: 政府債の年間発行額 (2005 年) .....	6
図表 1-6: 2005 年度末の発行残高 .....	7
図表 1-7: 政府債ごとの金利設定方法 .....	8
図表 1-8: 月別の上限金利 (2005 年) .....	9
図表 1-9: 政府債ごとの適格参加者 .....	10
図表 1-10: 政府債の適格引受会社 (2006 年) .....	11
図表 1-11: 政府債の STC 入札参加者 (2005 年) .....	11
図表 1-12: 最終投資家ごとの発行残高 (2005 年 12 月/2006 年 1 月) .....	14
図表 1-13: ホーチミン市 STC 上場債券の売買高 .....	16
図表 1-14: 中央銀行による OMO vs ホーチミン市 STC での売買 (2005 年 1-10/11 月) .....	16
図表 1-15: ホーチミン市 STC の取引参加者一覧 .....	17
図表 1-16: 証券会社ごとの仲介業務売買高 (2005 年) .....	18
図表 1-17: ホーチミン市 STC での入札の流れ .....	21
図表 2-1: 主な PD の目的 .....	23
図表 2-2: 発行方式ごとの残高 (2005 年) .....	25
図表 2-3: 入札 vs シ団引受の結果 (2005 年) .....	26
図表 2-4: 国庫局小売りの適格購入者と発行債券の種類 (2005 年) .....	26
図表 2-5: 国債と中央直轄事業債の入札 (2005 年) .....	27
図表 2-6: 国債と中央直轄事業債の引受 (2005 年) .....	28
図表 2-7: 投資債の入札 (2005 年) .....	28
図表 2-8: 投資債の引受 (2005 年) .....	29
図表 2-9: 月別の発行額と上限金利 (2005 年) .....	30
図表 2-10: 選定 ASEAN+3 での発行集中度 .....	31
図表 2-11: 上限金利 vs 市場金利 (2005 年 12 月) .....	32
図表 2-12: 上限金利 vs 流通市場のインプライド金利 (2005 年 12 月) .....	32
図表 2-13: 月別の上限金利 (2005 年) .....	33
図表 2-14: 満期別の年間発行額 (2005 年) .....	34
図表 2-15: 年限ごとの落札者と引受シ団 (2005 年) .....	35
図表 2-16: 流通市場の個別交渉売買方式での取引回数 (2005 年) .....	36
図表 2-17: 政府債の売買回転率 .....	37
図表 2-18: PD の前提条件と効果 .....	39
図表 3-1: シ団引受から入札への移行計画例 .....	40
図表 3-2: 引受特化計画の例 .....	41
図表 3-3: 年間発行計画の例 (2008 年) .....	42
図表 3-4: 年間入札・引受計画の例 (2008 年) .....	43

図表 3-5: 四半期別入札・引受計画の例(2008年) .....	43
図表 3-6: 上限金利緩和の段階例(2006～2008年) .....	44
図表 3-7: 公的年金/郵便貯金会社と政府債の規模比較 .....	45
図表 4-1: PD パイロット・テストのスキーム例(2008年) .....	47
図表 4-2: 政府債改革委員会の組織例 .....	48
図表 4-3: PD への提案ロードマップ .....	49



## I. 第 I 部: 所見と提言

### 1. 政府債市場の概要

#### 1.1. 法的枠組みと規制環境

##### 1.1.1. 法的枠組み

政府債、政府保証債および地方債の発行に係る政令 141/2003/ND-CP(2003 年 11 月 20 日付)が、政府債の発行市場に関する規定である。政令 141 において、政府債とは「政府が発行する債務証券の一種で、満期、額面金額、金利が定められており、債券所有者に対して政府の債務返済義務が保証されているもの」と定義されている。政令 141 に基づき、財政部は多数の決定と回状を公布し、政府債の発行に関する詳細な手続きを手引きしている。また中央銀行も、6 種類ある政府債のうち、政府短期証券と外貨建て国債の入札に関して、数々の決定と回状を制定している。

流通市場については、証券および証券市場に係る政令 144/2003/ND-CP(2003 年 11 月 28 日付)で、STC への報告制度を含む証券会社の業務および政府債の上場と売買に関して、広範に規定されている。また中央銀行は、公開市場操作、割引/再割引、債券担保融資、当座貸越、オーバーナイト取引などに関して多数の決定を規定しており、決定の大半は、中央銀行と金融機関との間の政府債の売買についての規定である。

##### 1.1.2. 規制環境

財政部は、政令 141 と 144 に基づいて、政府債の発行規制と売買規制について規定しているだけである。一方、多数の財政部部局のうち、国家証券委員会が流通市場の監督者としての機能を全般的に果たしており、また STC が取引参加者への報告義務の詳細を規定している。

また、中央銀行は、金融機関とその取引先企業との取引に加え、中央銀行と金融機関との間の債券関連の様々な取引も規制している。中央銀行はホーチミン市 STC の特別会員であるが、金融機関との債券関連の取引については STC に報告する義務はない。

## 1.2. 発行市場

### 1.2.1. 政府債の種類

政令 141 によって、政府債は次の 6 種類に分類される。

- 政府短期証券
- 国債
- 中央直轄事業債
- 投資債
- 外貨建て国債
- 国家建設債

財政部は、政府債(政府短期証券、国債、中央直轄事業債、外貨建て国債を含む)の発行計画に責任を有する。これら政府債について、財政部は「国家予算の概算に盛り込むための案をとりまとめるものとする」と、政令 66/2004/QD-BTC(以下「政令 66」という)で規定されている。6 種類ある政府債の中で、国家建設債の発行だけは別途、政令 12/1999/PL-UBTVQH10 で規定されている。

調達された資金の用途は、政府債の種類によって異なる。政府債の中で、政府短期証券と国債は、国家予算の赤字を補填するために発行される。一方他の政府債は、公共事業、投資、他の公共目的のために発行される。

図表 1-1: 各政府債の調達資金の用途

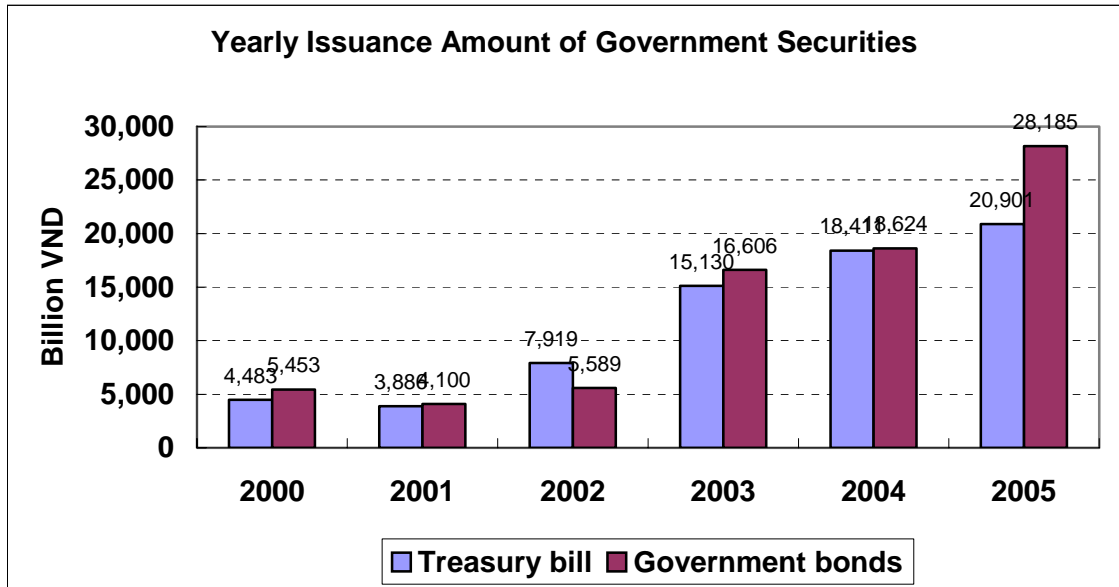
	資金用途
政府短期証券	国家予算の一時的な赤字補填
国債	国家予算の赤字補填
中央直轄事業債	首相の決定に基づくもので、中央予算を使用し、計画に含まれるが年度予算にはまだ含まれていない事業投資
投資債	政府の政策に基づく投資
外貨建て国債	首相の指定する目的
国家建設債	重要な国家事業と他の事業の建設投資

出所: 政令 141 とその関連決定と回状より作成

財政部は、2000 年以降、政府債の年間発行額を徐々に増加させている。2005 年の政府短期証券と国債の発行額は、それぞれ 20 兆 9010 億ドンと 28 兆 9050 億ドンに達した。発行額の年間成長率は 38%で、GDP 成長率を大幅に上回っている。これは対外債務の対 GDP 比率も徐々に上昇していることを示す。

なお、2005 年度末時点で、政府債の残高は 90 兆 7000 億ドンに達した(政府短期証券を除くと 69 兆 5000 億ドン)。

図表 1-2: 政府債の年間発行額

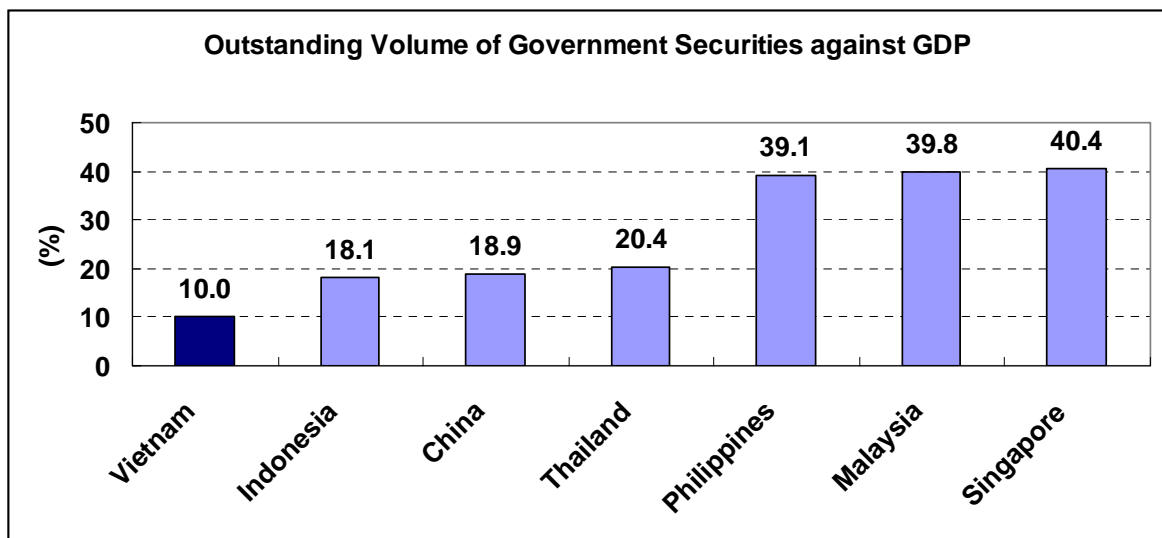


注: 政府債には、国債、中央直轄事業債、投資債、外貨建て国債、国家建設債が含まれる。

出所: 財政部

しかし、政府債残高の対 GDP 比率は、幾つかの他の ASEAN+3 各国に比べると、まだ 10% と低い。

図表 1-3: 政府債残高の対 GDP 比率



注: 2005 年 6 月時点

出所: "Asia Bond Indicators," ADB Asian Bonds Online

### 1.2.2. 発行体

政府短期証券、国債、中央直轄事業債、外貨建て国債、国家建設債の発行体は、国庫局である。投資債の発行体は、首相が指定した政府系金融機関である。現在、開発支援基金のみが投資債を発行している。

政府短期証券については、財政部は発行と償還業務を「国営銀行、国営商業銀行に委託することができる」。現在、この機能は中央銀行に委託されている。

### 1.2.3. 発行方法

政府債の発行方法は、入札、シ団引受、委託販売、国庫局小売の 4 種類である。政府債ごとに適格な販売チャンネルが指定されている。

入札は、中央銀行または STC で実施される。政府短期証券、外貨建て国債は中央銀行で、国債、中央直轄事業債、投資債はホーチミン市 STC もしくはハノイ STC またはその両方で入札が実施される。金利は単一に決定され、最高落札金利に合わせられる。

引受シ団と、「証券市場への債券発行前の手続き、投資家への債券売出、売出目的での債券取得、または売残った債券取得を行うことにより、発行体を支援する引受シ団」を指している(政令 141)。各引受に際して、発行体と引受シ団は、金利、引受手数料、債券の引受額、投資家への債券の最低販売額、債券売出方法、他の関連事項などの契約条件に合意する(回状 29)。引受シ団は、引受債券額の最低 50%の投資家への売出が義務付けられている。

委託販売組織と、「発行体に投資家への債券販売を委託された他の組織」を指している。この方法は、現在政府債では使用されていない。

国庫局小売りと、「発行体が債券を直接販売して買い手から集金すること」を指している。「小売」とは、ベトナム語の「Ban lẻ」の一般的な訳語だが、必ずしも購入者が個人だけであることを意味しない(後述のように組織も買い手になり得る)。むしろこの方法は、国庫局による「最終投資家への直接販売」と表現できる。

図表 1-4: 政府債の発行方法

	発行体	発行方法				
		入札		シ団引受	委託販売	国庫局小売り
		中央銀行	STC			
政府短期証券	国庫局	X				
国債	国庫局		X	X	X	X
中央直轄事業債	国庫局		X	X		X
投資債	政府系金融機関		X	X		X
外貨建て国債	国庫局	X				X
国家建設債	国庫局	--	--	--	--	--

注 1: X: 政令 141 で規定。--: 政令 12 で特に規定なし。

注 2: 実際には国家建設債は国庫局によって小売される。

出所: 政令 141 と政令 12 より作成

2005年度の政府債発行額は、政府短期証券が最大であり、国債、中央直轄事業債がこれに続く。国債、中央直轄事業債、投資債の主な発行方法は、シ団引受と国庫局小売であり、STCでの入札がこれに続く。

図表 1-5: 政府債の年間発行額(2005年)

		中央銀行での 入札	STCでの入札	シ団引受	国庫局小売	合計
1 政府短期証券	1年未満	20,901	-	-	-	20,901
	(Percentage)	100%	0%	0%	0%	100%
2 国債	(小計)	-	2,185	6,795	2,479	11,459
	(Percentage)	0%	19%	59%	22%	100%
3 中央直轄事業債	(Subtotal)	-	50	3,150	7,385	10,585
	(小計)	0%	0%	30%	70%	100%
(国債および 中央直轄事業債)	2年	-	-	586	-	586
	3年	-	-	275	-	275
	5年	-	2,235	8,369	-	10,604
	10年	-	-	320	5,500	5,820
	15年	-	-	395	-	395
	不明	-	-	-	4,364	4,364
	誤差	-	-	-	-	-
	(小計)	-	2,235	9,945	9,864	22,044
	(Percentage)	0%	10%	45%	45%	100%
	4 投資債	2年	-	-	230	-
10年		-	-	1,025	-	1,025
15年		-	75	1,690	-	1,765
不明		-	-	-	-	-
誤差		-	55	250	-	305
(小計)		-	130	3,195	-	3,325
(Percentage)	0%	4%	96%	0%	100%	
5 国家建設債	2年	-	-	-	2,816	2,816
	(小計)	-	-	-	2,816	2,816
	(Percentage)	0%	0%	0%	100%	100%
6 外貨建て国債	(小計)	-	-	-	-	-
	(Percentage)	0%	0%	0%	0%	0%
<b>合計</b>	1年未満	20,901	-	-	-	20,901
	2年	-	-	816	2,816	3,632
	3年	-	-	275	-	275
	5年	-	2,235	8,369	-	10,604
	10年	-	-	1,345	5,500	6,845
	15年	-	75	2,085	-	2,160
	不明	-	-	-	4,364	4,364
	誤差	-	55	250	-	305
	(合計)	20,901	2,365	13,140	12,680	49,086
	(Percentage)	43%	5%	27%	26%	100%

出所: 財政部

発行残高に関しては、政府短期証券と国債が最大であり、年間発行額と同様の傾向である。  
 国債、中央直轄事業債、投資債の主な発行方法は、シ団引受と国庫局小売であるが、入札の割合は少ない。

図表 1-6: 2005 年度末の発行残高

	債券の種類	中央銀行での 入札	STCでの 入札	シ団引受	国庫局小売	合計
1	政府短期証券	20,901 100%				20,901 100%
2	国債		4,437 16%	9,148 33%	14,141 51%	27,726 100%
3	中央直轄事業債		1,171 6%	5,215 27%	13,054 67%	19,440 100%
4	投資債		1,324 8%	14,674 92%		15,998 100%
5	国家建設債				5,382 100%	5,382 100%
6	外貨建て国債	232 19%			1,006 81%	1,238 100%
	<b>合計</b>	<b>21,133</b> <b>23%</b>	<b>6,932</b> <b>8%</b>	<b>29,037</b> <b>32%</b>	<b>33,583</b> <b>37%</b>	<b>90,685</b> <b>100%</b>

単位: 10 億ドン

出所: 財政部

## 1.2.4. 上限金利

政令 141 では、以下の表のように政府債ごとに金利に関する規定がある。通常、金利は財務大臣によって定期的に決定され(決定 66)、現在は年限ごとに月次で改定されている。国債、中央直轄事業債、投資債に同一の金利が適用される。

政令 141 のもとでは、これらの金利(以下「上限金利」という)は、STC または中央銀行で入札される債券には必ずしも適用されるわけではない。ただし、次の規制によって、実質的には入札にも同様の上限金利が適用されている。

- 決定 66 では、「財務大臣は、発行される債券金利が上限金利または財務大臣によって発表された金利幅(政令 12)を超える場合は、債券発行を停止する」と規定されている。これは発行方式に関わらず適用されているようである。
- 回状 21/2004/TT-BTC(政府債と他の債券の入札手引き)では、「財務大臣は、年限ごとの上限金利を発表する」と規定されている(ただし、上限金利は条件によっては「規定しなくてもよい」とされる)。

図表 1-7: 政府債ごとの金利設定方法

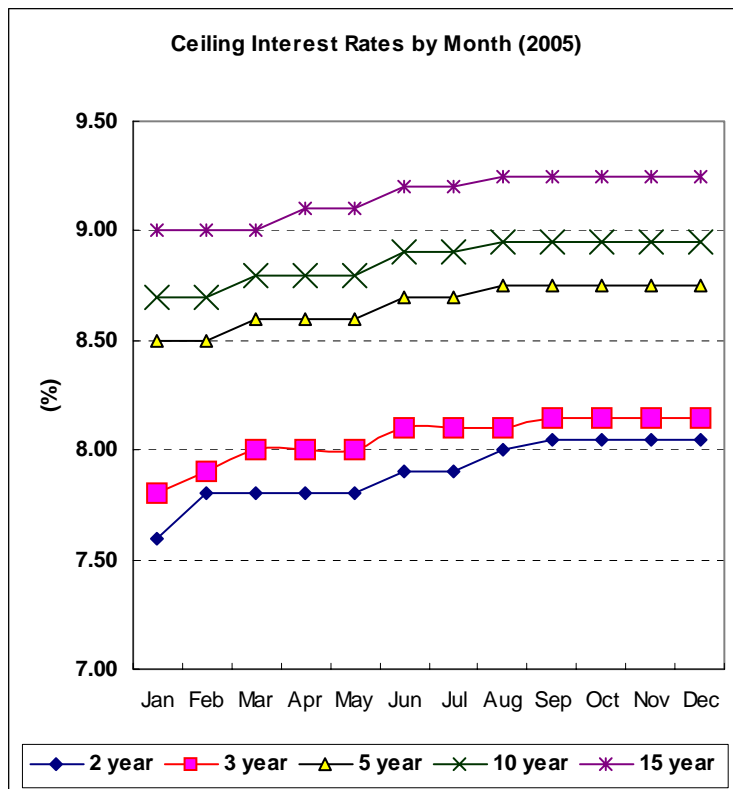
	金利設定方法
政府短期証券	➤ 政府短期証券の発行額と金利は、入札結果により策定される。(第 19 条、政令 141)
国債	➤ 国債の金利は、発行時点での金融市場の実際の状況に基づき、財務大臣によって決定される。金利入札の場合、金利は入札結果に従って決定される。(第 25 条、政令 141)
中央直轄事業債	➤ 中央直轄事業債の金利は、発行時点での金融市場の実際の状況に基づき、財務大臣によって決定される。金利入札の場合、金利は入札結果に従って決定される。(第 32 条、政令 141)
投資債	➤ 財務大臣は、金融市場の実際の状況と発行体の資金調達需要に基づき、期間ごとの投資債の上限金利を決定する。金利入札の場合、金利は、財務大臣によって既に決定された上限内で、入札結果に従って策定される。(37 条、政令 141)
外貨建て国債	➤ 財務大臣は、外貨建て債券の発行時期、通貨、規模、金利、額面金額、価格を決定する。(第 43 条、政令 141)
国家建設債	➤ 政府は、債券発行ごとに特定の金利を規定する。(第 10 条、政令 12)

出所: 政令 141 と政令 12 より作成

以下は、2005 年度の年限ごとの国債、中央直轄事業債、投資債の上限金利である。



図表 1-8: 月別の上限金利(2005 年)



出所: VCBS

### 1.2.5. 発行市場の適格参加者

政令 141 では、政府債ごとの入札、引受または購入の有資格条件が規定されている。さらに、発行方法ごとの適格参加条件が次の規制で規定されている。

- 決定 29/2004/TT-BTC(シ団引受と委託販売)
- 決定 111/2004/QD-NHNN (外貨建て国債)
- 回状 19/2004/TT-BTC(政府短期証券と外貨建て国債)
- 回状 21/2004/TT-BTC(入札)
- 回状 32/2004/TT-BTC(国庫局小売りによる発行)
- 政令 12/1999/PL-UBTVQH10(国家建設債)

次の表は、政府債ごとの適格参加者を示す。

図表 1-9: 政府債ごとの適格参加者

	政府短期証券	国債、中央直轄事業債、投資債			外貨建て国債		国家建設債
	入札	入札	シ団引受	国庫局小売り	入札	国庫局小売り	国庫局小売り
金融機関	X	X	--		X		X
銀行			X				
金融会社			X				
保険会社	X	X			(X)		X
投資信託	X	X	X		(X)		X
外国投資信託支店	X	X			(X)		X
証券会社		X	X				X
他の金融機関			X				X
企業、業界団体		X		X		X	X
国営銀行	X						X
政治的、社会政治的、社会政治専門的、社会専門的組織				X		X	X
ベトナム市民				X		X	X
ベトナムで勤務・居住する外国人				X		X	X

注 1: X: 適格。--: 特に規定なし。

注 2: 保険会社には保険会社と保険基金が含まれる。

注 3: 外貨建て国債の(X)は、回状 19 によると適格であるが決定 111 によると不適格である。

出所: 政令 141 と政令 12 などより作成。

2006年度の政府債のシ団引受と委託販売の指名参加者は次の通りである。

図表 1-10: 政府債の適格引受会社 (2006年)

<b>I.</b>	<b>商業銀行</b>
1	Vietcombank
2	Agriculture and Rural Development Bank
3	Industrial Commercial Bank
4	Investment and Development Bank
5	Ho Chi Minh Housing Development Commercial Bank
6	Sai Gon Industrial Commercial Bank ( Sacombank)
7	Phuong Nam joint Stock Commercial Bank.
8	Standard Chartered Bank, Hanoi
<b>II.</b>	<b>証券会社</b>
1	Securities company of Investment and Development Bank
2	Securities company of Asia Commercial Joint Stock Bank
3	Thang Long securities company
4	Vietcombank securities company
5	Securities company of Agricultural and Rural Development Bank
6	Bao Viet securities company
7	Ho Chi Minh Securities company
8	De Nhat Securities company
9	Securities company of Industrial Commercial Bank

出所: 決定 10 /2005/QĐ-BTC と決定 795/QĐ-BTC

また、STC での入札に関して、両 STC は年次で適格条件を見直し、規定することとされている (回状 21)。2005 年度のカノイ STC とホーチミン市 STC での入札参加者は、以下の通りである。

図表 1-11: 政府債の両 STC での入札参加者 (2005年)

ホーチミン市 STC		
1.	Incombank	NH01
2.	Housing Development Bank	NH02
3.	Vietcombank	NH03
4.	BIDV Nam Ky Khoi Nghia branch	NH04
5.	Eximbank	NH05
6.	Sacombank	NH06
7.	Vietnam Social Security	NH07
8.	Manulife Vietnam	NH08
9.	Prudential Vietnam	NH09
10.	Phuong Nam Bank	NH10

11.	PetroVietnam Finance Company	NH11
12	AIA Insurance company	NH12
13.	Deutsche Bank, HCM branch	NH13
14.	Ho Chi Minh Securities company	CK01
15.	Vietcombank Securities company	CK02
16.	Bao Viet Securities Company	CK03
17.	BIDV Securities company	CK04
18.	Incombank Securities company	CK05
19.	Agribank Securities company	CK06
20.	Hai Phong Securities company	CK07
21.	ACB Securities company	CK08
22.	Saigon Securities company	CK09
23.	Thang Long Securities company	CK10
<b>ハノイ STC</b>		
1	AIA Insurance company	
2	De Nhat Insurance company	
3	Bao Viet Securities Company	
4	Hai Phong Securities company	
5	ACB Securities company	
6	Incombank Securities Company	
7	Agribank Securities company	
8	Vietcombank Securities company	
9	BIDV Securities company	
10	Sai Gon Securities company	
11	Thang Long Securities company	
12	Ho Chi Minh Securities company	
13	Vietcombank Financial Leasing company	
14	Postal Savings company	
15	Vinashin	
16	Vinatex Finance Company	
17	Manulife Vietnam	
18	Chinfon Bank	
19	Dragon Capital Market Ltd.	
20	BIDV	
21	Incombank	

22	Vietcombank	
23	Vietnam International Bank	
24	Techcombank	
25	Maritime bank	
26	Sacombank	
27	Vietnam Insurance Corporation	

出所:ホーチミン市とハノイの両 STC

## 1.2.6. 投資家

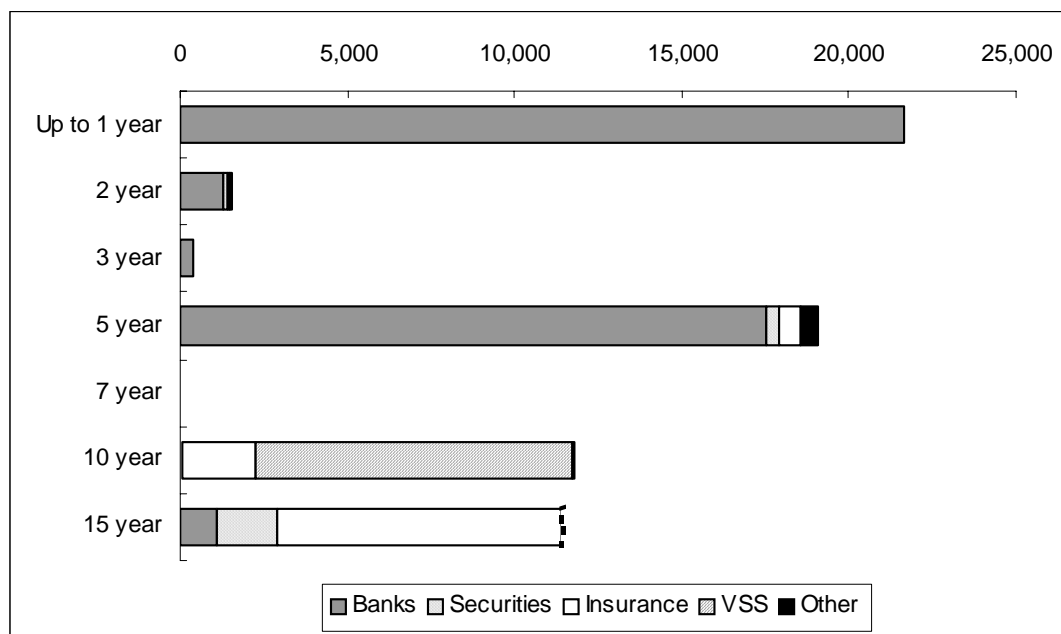
政令 141 によると、以下の機関が国債、中央直轄事業債、投資債の購入資格を有する。これら3種類の政府債は、全体の発行残高の70%を占めているため、(政府債の)投資家のほとんどは、以下のいずれかに該当すると考えられる。

- 金融機関
- 保険会社、保険基金、投資信託
- 全経済部門のベトナム企業、経済団体
- ベトナムで合法的に運営される外国企業
- ベトナム市民、海外在住のベトナム人、ベトナムで合法的に働き生活する外国人

次の図には、入札、シ団引受により発行された、政府短期証券、国債、中央直轄事業債、投資債の最終投資家ごとの構成を示す。公的年金<sup>1</sup>に対しては、「国庫局小売り」により発行されている。

銀行は、年限5年以下の債券の大半を保有する。保険会社と公的年金は、年限10、15年の債券の大半を保有する。

図表 1-12: 最終投資家ごとの発行残高(2005年12月/2006年1月)



注1: 年限2~15年の債券残高は2006年1月23日時点の時価(2005年度末時点の公的年金残高を除く)。年限1年以下の債券は2005年度末時点の残高。

注2: データは、公的年金への国庫局小売りのほか、入札、シ団引受により発行される政府短期証券、国債、中央直轄事業債、投資債を加えたもの。

単位: 10億ドン

出所: 財政部、中央銀行、ホーチミン市 STC、公的年金

<sup>1</sup> 公的年金は、国庫局小売りによって(記名式)政府債を購入する。

## 1.3. 流通市場

### 1.3.1. 取引方法

上場債券の取引は、ホーチミン市 STC<sup>2</sup>の取引システムを通して取引参加者によって実施される。現在、ホーチミン市 STC は取引参加者を証券会社に限定している。このため、インターバンク取引や買い戻し/売り戻し(レポ)<sup>3</sup>を含む上場債券の全取引は、証券会社の仲介で行われている。

ホーチミン市 STC での取引方法は2種類ある。一方は個別競争売買方式で、他方は個別交渉売買方式である。個別交渉売買方式は、2004年8月14日から導入され、債券の取引方法として急速に普及した。この方法が債券の商品特性に一致しているためである。

ホーチミン市 STC での取引の種類は、2種類あると考えられる。一方は、当事者が相手方と特定債券を売買する買い切り(売り切り)である。他方は、当事者が相手方と、一定期間後に同一債券の買い戻し/売り戻しに正式/非正式に合意して、特定債券を売買する(広義の)レポである(中央銀行によって規定されている「割引と再割引」を含む)。後者の取引(以下広義に「レポ」という)は、中央銀行が銀行の顧客向けに有価証券を「割引/再割引」することを認める決定をして以降(決定 1325/2004/QD-NHNN)、急速に拡大した。

---

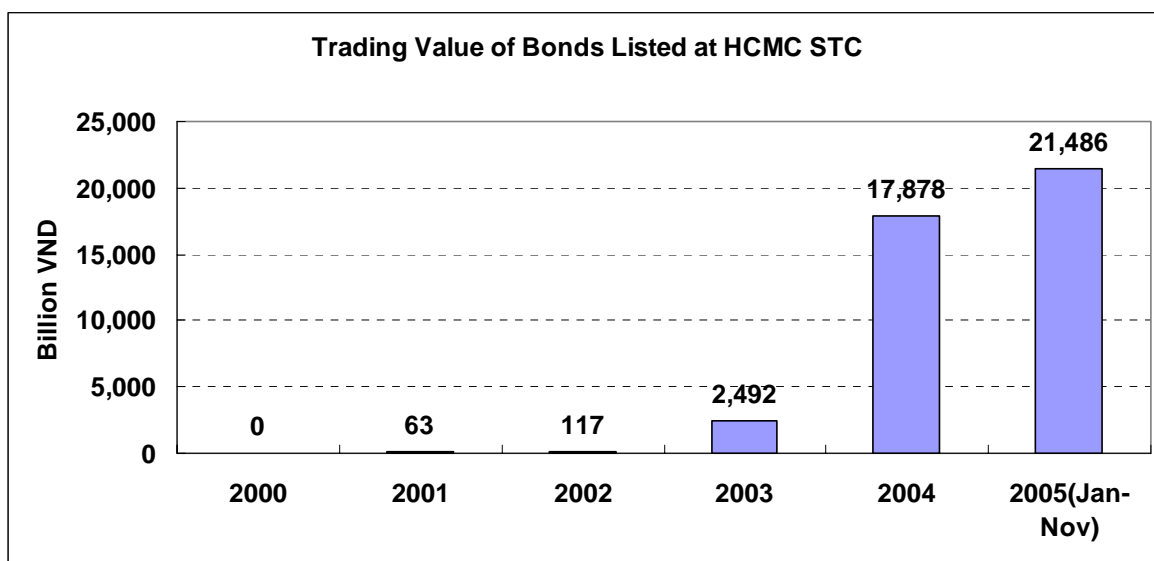
<sup>2</sup> 政府債、政府保証債、地方債はホーチミン市 STC への上場義務がある。

<sup>3</sup> 金融機関は STC にある中央銀行の債権保管口座で債券売買ができるため、中央銀行と金融機関との取引は例外である。

### 1.3.2. 取引高

ホーチミン市 STC での債券売買は、2004年以降急速に成長してきた(下記グラフ参照)。これは主に、先に記載した割引と再割引の規制緩和に起因している(決定 1325)。市場参加者への NRI のインタビューによれば、2005年1～11月までの合計売買高 21兆 4860億ドンの内、85～90%はレボ取引と考えられる。

図表 1-13: ホーチミン市 STC 上場債券の売買高



注 1: ホーチミン市 STC 上場債券には、政府債(政府短期証券以外)、多数の地方債、少数の金融債が含まれる。

注 2: ここでの取引は、個別交渉売買方式によるものを指す。

出所: ホーチミン市 STC

取引の大半がレボ取引と考えられることから、STC での取引目的は主に短期資金調達である。以下の表で、STC での売買を中央銀行による公開市場操作と比較した。市場参加者は、中央銀行との取引よりも頻繁に、STC を通じて相互に取引をしている。ただし、取引ごとの売買額は依然として小さい。銀行にとって STC での債券取引は、中央銀行の公開市場操作に対する補完的な手段であると考えられる。

図表 1-14: 中央銀行による公開市場操作とホーチミン市 STC での取引 (2005年1～10/11月)

	公開市場操作		ホ市STC (個別交渉売買方式)
	中銀・買い	中銀・売り	
取引額	81,265	1,800	21,486
取引回数	119	8	1,041
取引一回当たりの取引額	683	225	21

単位: 10億ドン(取引回数を除く)

注 1: 取引には、買い切り(売り切り)、買い戻し/売り戻し取引が含まれる。このうち 80～85%が買い戻し/売り戻し取引と考えられる(NRI の市場参加者とのインタビューによる)。これは銀行にとっての機能という点で公開市場操作と比較可能である。

注 2: 公開市場操作のデータは 2005年1～10月間。ホーチミン市 STC のデータは 2005年1



～ 11 月間。

出所：中央銀行、ホーチミン市 STC

### 1.3.3. 仲介機関

流通市場の仲介機関は、ホーチミン市 STC の取引参加者<sup>4</sup>である証券会社である。以下の表は、2006 年 3 月時点の取引参加者一覧である。

図表 1-15：ホーチミン市 STC の取引参加者一覧

No	Name	Full name	Function
1	<a href="#">ACBS</a>	ACB SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
2	<a href="#">AGRISECO</a>	AGRIBANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
3	<a href="#">BSC</a>	VIETNAM INVESTMENT & DEVELOPMENT BANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
4	<a href="#">BVSC</a>	BAOVIET SECURITIES JOINT STOCK COMPANY	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
5	<a href="#">DAS</a>	EASTERN ASIA BANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Portfolio management - Finance and investment consultancy
6	<a href="#">FSC</a>	FIRST SECURITIES JOINT STOCK COMPANY	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
7	<a href="#">HASECO</a>	HAIPHONG SECURITIES JOINT STOCK COMPANY	Brokerage - Dealing - Portfolio management - Finance and investment consultancy
8	<a href="#">HSC</a>	HOCHIMINH CITY SECURITIES CORPORATION	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
9	<a href="#">IBS</a>	INCOMBANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
10	<a href="#">MSC</a>	MEKONG SECURITIES CORPORATION	Brokerage - Finance and investment consultancy
11	<a href="#">SSI</a>	SAIGON SECURITIES INCORPORATION	Brokerage - Dealing - Underwriting - Finance and investment consultancy
12	<a href="#">TSC</a>	THANGLONG SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy
13	<a href="#">VCBS</a>	VIETCOMBANK SECURITIES COMPANY Ltd.	Brokerage - Dealing - Underwriting - Portfolio management - Finance and investment consultancy

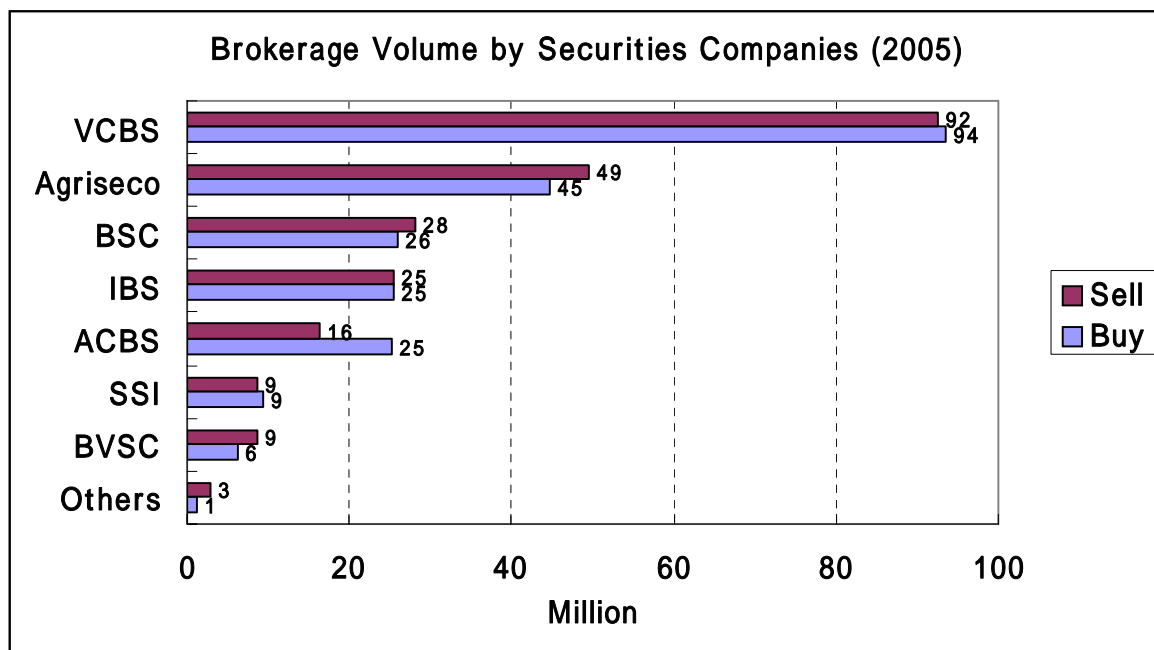
出所：ホーチミン市 STC

<sup>4</sup> 政令 144/2003/ND-CP によると、取次業務もしくは自己売買、またはその両方の免許を国家証券委員会に付与され、STC での参加者登録手続きを満した証券会社は、ホーチミン市 STC の参加資格を持つ。これらの証券会社は、STC 売買システムを通して売買する特別な権利を持つ。

証券会社は、通常、取引当事者(証券会社顧客)間の相対交渉が行われた後で、取引を実行する。このため、この仲介の形態はディーリングではなく、取次(ブローカレッジ)と見做すことができる。

2005年度の取次売買高では、上位2社の証券会社で60%を占める(上位5社では90%超)。

図表 1-16:証券会社別の取次売買高(2005年)



注:データには、ホーチミン市 STC での上場債券(国債、中央直轄事業債、投資債など大半の債券)が含まれる。

単位:出来高(時価ではない)

出所:ホーチミン市 STC

## 1.4. 保管、清算、決済

政府債の発行には、以下の4つの方法がある。

- 1) 財政部国庫局での引受とホーチミン市証券取引センター(ホーチミン市 STC)での上場(国債、中央直轄事業債、投資債)
- 2) ホーチミン市 STC での入札と上場(国債、中央直轄事業債、投資債)
- 3) 中央銀行での入札(国債)
- 4) 国庫局本店/支店での小売り(国債、中央直轄事業債、国家建設債)

政府債を発行する際、年間の引受合計額の計画は、通常、年次国民議会の最終会期で承認される。承認された額に基づき、財政部は、四半期と月次の発行予定を策定する。財政部の国庫局は、各四半期が初まってから10日以内に、四半期ごとの入札と引受額を中央銀行と国家証券委員会(STC)に通知する。発行方法ごとの行政事務フローの概要は、以下の通りである。

### 1.4.1. 国庫局引受

国庫局引受の決済業務は、以下の通り。

- 1) 財政部の承認後速やかに、国庫局は政府債の発行に関する通知を公表する。
- 2) 通知は、少なくとも発行1ヵ月～1週間前まで公表される。
- 3) 国庫局は、引受シ団に通知を送付する。引受シ団は、通知受領後に投資家の潜在的な購買意欲の調査を開始する。
- 4) 引受シ団は、投資家の購買意欲の調査後に申し込みを行う。
- 5) 国庫局は、発行ごとに引受シ団と会議を開催し、発行額、満期などを検討する。
- 6) 引受シ団のうち購入希望者のみが会議に参加できる。
- 7) 国庫局と引受シ団は、書面による合意を交わす。
- 8) 決済の支払いは、通常、合意後1～2日で実施される。回状によると、決済期日は合意後5日間である。
- 9) 支払いは、中央銀行の業務局に開設されている国庫局口座へ送金される。
- 10) 国庫局は、債券の上場、保管、清算を行うため、公文書をホーチミン市 STC へファックス送付し、後に原本を郵送する。引受全債券は、ホーチミン市 STC に登録債として上場される。
- 11) 投資家は、債券証書の券面を要請により引き出す権利を持つ。
- 12) ホーチミン市 STC は、引受債券を決済後2、3日間保管する。支払から保管までの期間、投資家は本債券を取り扱うことができない。これは債券が証券口座にまだ記入されておらず、取引できないためである。
- 13) 発行日は、決済日と同一である。
- 14) ホーチミン市 STC は、国庫局にクーポン支払日と償還日をそれぞれ通知し、国庫局はそれに基づき資金の受渡しを行う。

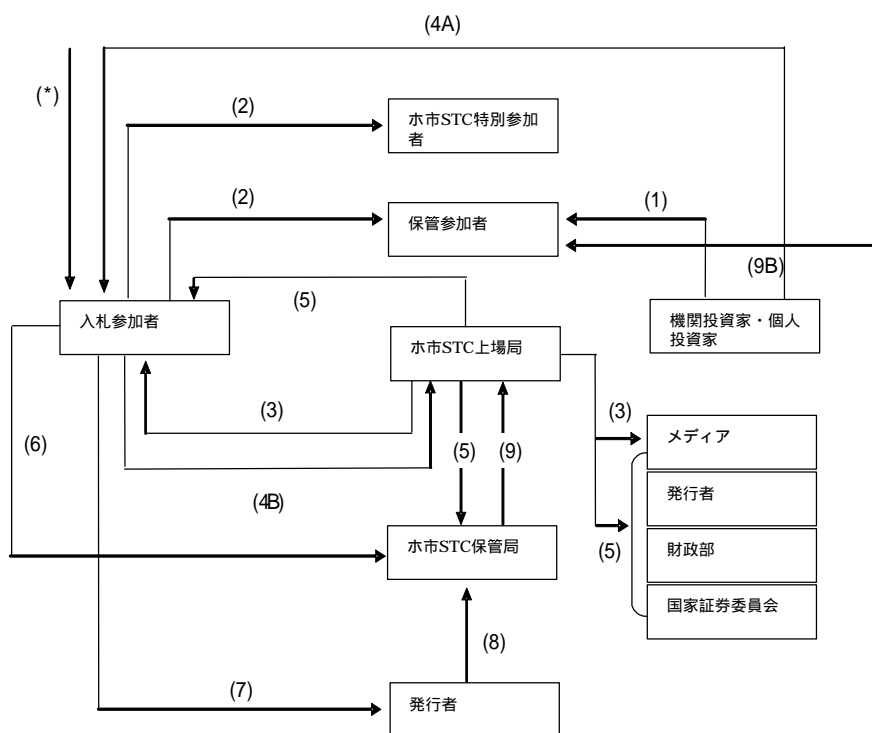
### 1.4.2. ホーチミン市 STC での入札

入札参加者は、年1回、各年末に定期的な登録が義務付けられている。参加者は、11月15日までにホーチミン市 STC に本登録の申請をする。一方ホーチミン市 STC は、12月15日までに申請の承認を参加者に通知する。入札参加者からの要請があれば、ホーチミン市 STC は、必要な文書の受領後5日以内に承認を再確認する。1.4の流れ図には、STC での入札業務手続の流れ

を示した。

- 1) 入札に参加を希望する機関投資家・個人投資家は、ホーチミン市 STC の保管参加者のもとに保管口座を開設する。
- 2) 入札参加者は、入札に参加するために、直接ホーチミン市 STC (特別参加者の場合)、またはホーチミン市 STC の保管参加者のもとに保管口座を開設する。
- 3) 入札の 4 営業日前に、ホーチミン市 STC は、入札参加者に入札について通知する(関連文書をファックスまたは郵送)。
- 4) 4A) 機関投資家と個人投資家は、入札参加者を通じて取引を申し込む。  
4B) 入札参加者は、入札登録用紙に記載し、入札日 8:00 ~ 13:00 の間にホーチミン市 STC に設定された箱に封書で投函する。
  - 入札最低額は 100.000.000 ドン。
  - 各登録用紙には、最大 5 種類の入札金利を記載可能。
  - 競争入札での入札金利は小数点以下最大 2 桁の年率表示。
  - 上限金利が適用されない場合は、入札額は、入札最低金利から、必要な発行額に達する金利までが落札される。
  - 一方、上限金利が適用される場合は、入札額は、入札最低金利から、最高金利が上限金利内にある限りは最高金利までが落札される。
  - 上記の両者のケースにおいて、発行金利としては、すべての入札参加者に最高入札金利が適用される。
  - 競争入札と非競争入札が同時に実施される場合は、非競争入札の額は、全入札額の 30%以下でなければならない。非競争入札の参加者は、競争入札参加者と同じの金利で国債を購入できる。
  - 価格と償還金額の決定方法は、割引価格、額面価格、特典価格の 3 種類ある。
- 5) ホーチミン市 STC の上場局は、発行体、財政部、国家証券委員会、マスコミに入札結果を通知する。加えて、上場局は、関連の保管参加者への通知のため、保管局に結果を伝える。
- 6) 機関投資家と個人投資家の代理で債券を購入した入札参加者は、これらの投資家の入札状況をホーチミン市 STC の保管局に入札後 1 日以内に通知する。
- 7) 入札後 2 日以内に、入札参加者は発行体の口座に送金する。発行日は、入札日の 2 日後である。
- 8) 発行体は、ホーチミン市 STC の保管局に落札者の資金受渡し一覧を提出する。この記載に基づき、保管局は当該債券の保管登録を行い、債券を関連口座に記入する。
- 9) ホーチミン市 STC の保管局は、保管登録証明書の写しを上場局に送付する。上場要請とこの文書に基づき、上場局はこの債券の上場手続きを実施する。

図表 1-17: ホーチミン市 STC での入札の流れ



出所: ホーチミン市 STC とのインタビューより作成

### 1.4.3. 入札(中央銀行)

残念なことに、NRI のチームは、中央銀行の入札業務関係者に直接インタビューする機会を持てなかった。ただし、決済手続き(通知、入札、決済、債券口座記入)に関する中央銀行の業務は、おおむねSTCと同様とっていいだろう。なお、STC 名義の債券口座は中央銀行に開設されていないため、STC の保管参加者に政府短期証券を移転できないことは指摘しておきたい。このため、政府短期証券は中央銀行参加者である銀行間でのみ売買されている。

### 1.4.4. 国庫局小売り

国庫局小売りの決済業務は、次の通りである。

- 1) 国庫局は、発行方法ごとに発行額を分類する。
- 2) 国庫局と財政部は、小売りに適用する金利と満期を正式に決定するための検討を行う。ただし、発行予定額は事前には確定しない。
- 3) 個人投資家は、国庫局を訪れて現金で支払い、国庫局支店の店頭で債券を受け取る。
- 4) 支払いは送金でも可能だが、大半の投資家は現金で支払う。これは債券購入に必要な書類を国庫局で直接記入する必要があるためである。
- 5) 発行日は、中央銀行の国庫局口座に現金が充当される決済日に合わせる。
- 6) 国庫局は、BMS(Bond Management System: 債券管理システム)と呼ばれるシステムを使用し、関連情報を保存することで債券発行を管理する。このシステムは、2003年2月より稼働しており、国庫局取引事務所 600ヶ所で使用されている。現状システム運用に問題はないが、システム拡張と機能改善が必要である。現在入力されているデータは、次の

通りである。

- 購入者の名前
- 身分証明書の番号
- 購入者の住所
- 発行日と満期
- 債券販売支店名
- 表面利率
- 額面価格
- 証明書の連番
- 価格(全債券は額面金額で発行されるため現状は該当せず)

国庫局が認識している問題点は、次の通りである。

- 外貨建て国債の取り扱いができない。
- STCと中央銀行のデータを読み込めない。
- 国庫局の会計システムと連動していない。

このような問題を解決するために、国庫局と指名 IT ベンダーは、2006 年度末までにシステム機能の向上を完了することに合意している。

## 2. PD 制度導入の課題

### 2.1. PD 制度の一般的特徴

#### 2.1.1. 定義

PD 制度は、多数の国や地域(中国、香港、日本、マレーシア、フィリピン、韓国、台湾、タイといった ASEAN+3 地域を含む)で広く採用されており、その国の状況に応じて様々な形態がある。このような多様性を反映して、IMF(国際通貨基金)では PD 制度を広義に、「国債の発行市場・流通市場の機能・発展を促す共通戦略の遂行のため、2 つの主要な関係者間(国債当局とディーラー間)で結ばれる合意」と定義している。

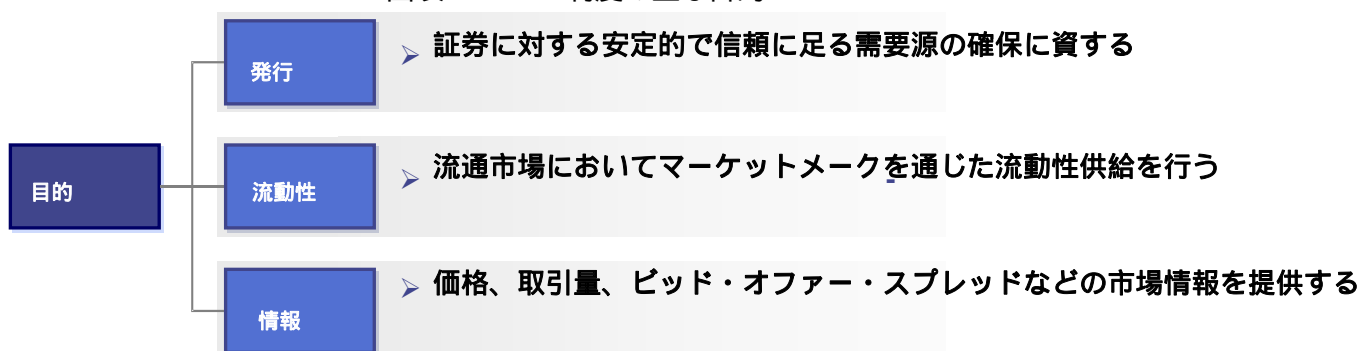
ほとんどの PD 制度は、国債の発行市場・流通市場を機能・発展させる共通目的を遂行するため、有資格の PD に対して義務・特権を付与する点が特徴である。これらの「共通目的」または義務は、発行市場と流通市場が独自に直面している課題(特定状況下での安定消化など)を通常は反映している。これら課題の解決策として PD 制度が導入される。この点から NRI は、この用語を次のように定義したい。

PD 制度は、政府が特定の市場参加者(通常はディーラー)に対し義務・特権を付与し、国債市場の課題の解決を図るとともに<sup>5</sup>、義務によって生じるリスクと費用を特権によって補うことができる制度である。

#### 2.1.2. 機能

PD 制度導入の検討にあたっては、先ず制度の目的を明確に定義する必要がある。制度の目的は、市場の課題に即して設定することになる。実際的には、PD の導入目的(または期待効果)には、主に次の 3 種類がある。

図表 2-1: PD 制度の主な目的



出所:IMF 資料より作成

PD 導入目的を明確に定義したら、次に、制度を有効にするために、(目的に適した)適切な制度設計が必要である。この設計の過程で、PD 制度の基本的な 3 つの要素である義務・特権、参加者、対象証券・対象取引を、目的に即して決定する。

<sup>5</sup> この課題は、国債管理目的の優先順位に即して決定される。

## 2.2. PD 制度導入に係るベトナム側の背景

### 2.2.1. PD 制度の検討目的

財政部との協議から、NRI の調査チームは、財政部がベトナムで PD 制度を検討しうる理由をおおむね次のように認識した。

- 発行市場に関して：入札参加者と引受シ団は、全政府債の一定割合を入札、購入、引受する義務を必ずしも持っていない。
- 流通市場に関して：流通市場は現段階で未発達であるため、政府債の人気低下を招いている可能性があり、これが発行費用の増加につながっている。

### 2.2.2. PD 制度の期待効果

財政部との協議から、NRI の調査チームはまた、ベトナムで財政部が期待しうる PD 制度の効果をおおむね次のように認識した。

- 発行市場に関して：PD は、政府債を定められた割合だけ購入する義務を課され、その代わり、購入に関し独占的権利を付与される。
- 流通市場に関して：PD は、一定程度のマーケットメイクの義務を課される。

### 2.2.3. PD 制度の是非

ベトナムでの PD 制度のメリットには、次のようなものが考えられる。

- 政府債消化と金利変動の安定化：発行の安定化によって、入札ごとの入札参加者の需要を平準化して価格を安定化できる。
- 指標債券の開発：競争入札と活発なディーリングによって、5年債が最初の指標債券として機能することが期待される。
- 価格発見の強化：発行市場での入札参加者数の増加が期待され、より価格形成に競争が働くようになる。価格形成と取引の慣行が確立され広く利用されるようになり、これによって透明性が向上して流通市場での幅広い参加者の参入につながる。

一方 PD のデメリットには、次のようなものが考えられる。

- 発行費用の増加：上限金利の緩和・撤廃によって、市場金利が普及するが、市場金利が必ずしも上限金利より低いとは限らない。



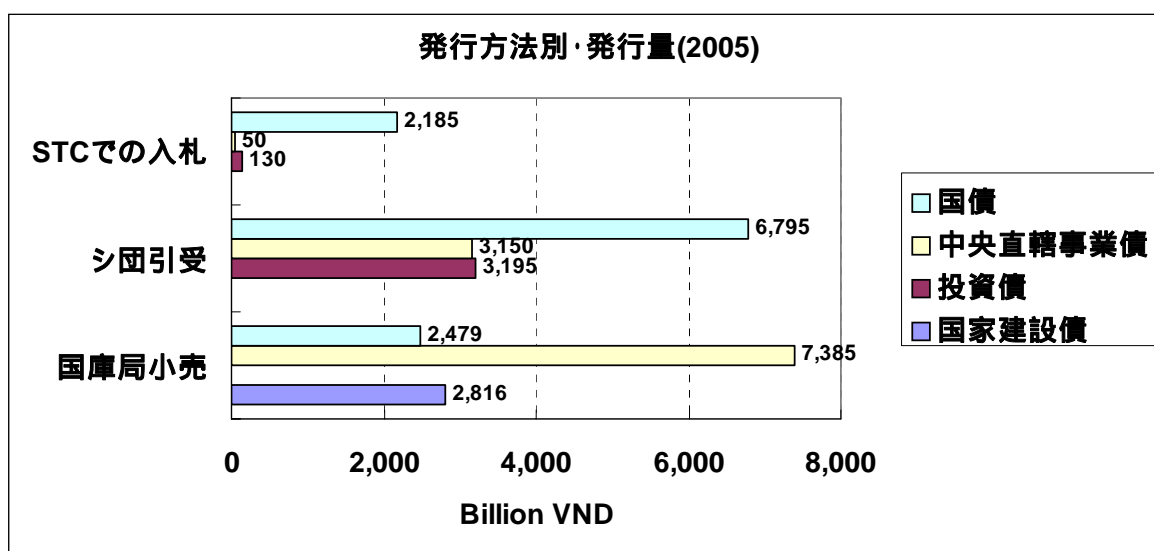
## 2.3. ベトナムでの PD 制度導入に向けての課題

### 2.3.1. 発行方式

PD 制度の重要な機能の 1 つは、価格発見である。多くの国の PD 制度では、発行市場で価格発見を促進するために競争入札が通常採用されている。この価格発見をうまく機能させるには、発行方式を適切に管理し、PD の競争入札への意欲を阻害しないようにする必要がある。たとえば、他に魅力的な他の方式があると、PD は競争入札への意欲を失うことになる。

しかしながら、ベトナムでは現在、入札参加者が入札で競争的に応札する動機付けが存在していない模様である。大半の国債と中央直轄事業債は、シ団引受と国庫局小売りによって発行されており(それぞれ 81%と 99.5%を占める)、入札の占める割合は少ない。同様に、大半の投資債は、入札ではなくシ団引受によって発行されている(96%)。これはシ団引受と国庫局小売りが、STC での入札を凌駕している、つまりクラウドディング・アウトしていることを示している。

図表 2-2: 発行方式別・発行量(2005 年)



注:ここでの政府債には、中央銀行で入札される政府短期証券と外貨建て国債は含まれない。

出所: 財政部

シ団引受が優勢を占めている理由は、発行体と引受シ団の両方にとってこの方式のほうが容易だからである。市場参加者との NRI のインタビューによると、シ団引受は引受シ団の要請に応じて弾力的に実施されている。またこの発行方式は、他の取引条件(発行額、満期など)の面でも柔軟性がある。これらは発行体と引受シ団との相対取引によって決定されるためである。

これによって STC の入札参加者の意欲が削がれ、入札ごとの平均落札数は国債と中央直轄事業債で 1.72 回、投資債では 0.4 回にとどまっている。

図表 2-3: 入札とシ団引受の結果(2005 年)

	政府債・中央直轄事業債		投資債		政府短期証券
	入札	シ団引受	入札	シ団引受	入札
平均参加社数	--	2.07	--	1	2.4
平均落札社数	1.72	--	0.4	--	2.1
入札・シ団引受回数	25	55	10	28	60
平均発行額	89	181	8	105	369
満期	5年	2, 3, 5, 10, 15年	10, 15年	2, 10, 15年	182, 273, 364日

単位: 10 億ドン

出所: 財政部と中央銀行

シ団引受だけでなく国庫局小売りによっても、入札がクラウドینگ・アウトされている。その発行額は、入札発行額を大きく上回っている。個人投資家と同様に機関投資家も、国庫局小売りによって登録/非登録の政府債の双方を購入できる<sup>6</sup>。

図表 2-4: 国庫局小売りの適格購入者と発行債券の種類(2005 年)

	購入者	債券の種類
登録債	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 個人投資家</li> <li>➢ 機関投資家</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 国債</li> <li>➢ 中央直轄事業債<sup>7</sup></li> </ul>
非登録債	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 個人投資家</li> <li>➢ 機関投資家</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 国家建設債</li> <li>➢ 中央直轄事業債</li> </ul>

出所)NRI のインタビューより作成

### 2.3.2. 発行計画

後述する規制によれば、政府債の発行計画は、会計年度初めと発行前の両時点で公表することとされている。

決定 66 において、政府債の発行計画の開示要件が規定されている。この決定によると、国庫局と開発支援基金(投資債の場合)は、「債券の種類、満期、発行方式に従って月別に記載された、承認済み債券発行計画または年次報告書を公に情報開示する」ことになっている。

また回状 21 によると、入札は週、月、または四半期単位で計画され、STC は入札の 4 営業日前に次の情報を発表する。

- 債券発行額
- 入札日
- 入札方法
- 発行日
- 満期

<sup>6</sup> このため機関投資家が非登録債を購入した場合の保有額の査定は不可能である。

<sup>7</sup> 引受シ団と入札参加者は、2005 年には中央直轄事業債を国庫局小売りによって購入することが認められておらず(決定 9)、2006 年にはこの債券の国庫局小売りでの発行予定はない。

- 債券の種類
- 債券販売方法
- 元本と金利支払い方法

シ団引受と委託販売では、発行日の少なくとも 20 日前までに通知義務がある。

ただし、両者ともに、発行計画は事前決定も事前公表もされていないようである。

2005 年の STC での入札では、年初に月次の入札予定が計画されていたが、計画通り実行はされたのは最初の 1 ヶ月目(1月)のみであった<sup>8</sup>。不透明は発行計画に市場参加者からの不満も聞かれた。

シ団引受が、年または四半期単位での発行計画なしに柔軟に(「要請に応じて」)実施されていることを考えれば、不透明な発行計画は、シ団引受と比べて入札の魅力を下げるだけであろう。

図表 2-5: 国債と中央直轄事業債の入札(2005 年)

Issuance Date	Issue Amount	Tenure	# of Successful Bidders
1/26	50	5	1
2/24	115	5	3
3/15	0	5	1
3/30	190	5	3
4/14	200	5	3
4/28	0	5	1
5/12	0	5	1
5/31	30	5	1
6/14	200	5	4
6/20	70	5	2
6/24	150	5	2
7/11	70	5	2
7/20	0	5	1
8/12	20	5	1
8/23	100	5	1
9/5	50	5	1
9/13	100	5	1
9/22	120	5	3
9/28	100	5	1
10/1	20	5	1
10/25	50	5	2
11/4	200	5	2
11/17	200	5	2
11/30	50	5	1
12/13	150	5	2
<b>Average</b>	<b>89</b>		<b>1.72</b>

出所: 財政部

<sup>8</sup> NRI のインタビューより

図表 2-6: 国債と中央直轄事業債の引受 (2005 年)

Sales Date	Issue Amount	Tenure	# of Participants	Sales Date	Issue Amount	Tenure	# of Participants
1/14	103	5	2	8/25	50	15	1
1/31	20	5	1	9/13	130	5	2
2/28	220	5	3	9/15	200	5	1
3/7	780	5	3	9/28	770	5	4
3/10	50	5	1	10/20	370	5	4
3/22	320	5	3	10/20	15	2	1
4/6	440	5	4	10/20	15	3	1
4/13	50	10	1	10/24	100	5	1
4/20	300	5	4	10/28	100	5	1
5/6	180	5	3	11/3	150	5	3
5/17	105	15	1	11/3	50	2	1
5/20	120	5	2	11/8	200	5	1
5/27	65	5	1	11/8	150	2	1
6/6	70	5	2	11/11	188	5	2
6/10	250	5	2	11/11	80	2	1
6/15	100	15	1	11/15	100	5	1
6/17	60	5	2	11/24	165	5	5
6/30	170	5	1	11/24	81	2	1
6/30	90	15	1	11/24	150	3	2
7/7	320	5	5	11/30	125	5	2
7/22	50	5	2	12/5	240	5	1
7/22	50	2	1	12/8	270	10	1
7/22	20	3	1	12/8	200	5	4
7/28	158	5	1	12/8	80	2	2
8/8	480	5	5	12/8	90	3	2
8/9	380	5	4	12/22	80	2	2
8/9	50	15	1	12/22	515	5	4
8/25	280	5	4	<b>Average</b>	<b>181</b>		<b>2.07</b>

出所: 財政部

図表 2-7: 投資債の入札 (2005 年)

Issuance Date	Issue Amount	Tenure	# of Successful Bidders
3/31	75	15	4
5/13	0	10	0
5/13	0	15	0
5/20	0	10	0
5/20	0	15	0
7/15	0	10	0
7/15	0	15	0
7/29	0	10	0
7/29	0	15	0
8/24	0	15	0
<b>Average</b>	<b>8</b>		<b>0.40</b>

注: 投資債の第 8 回入札の「発行日」には、入札日を記載している。これは使用データから発行日が不明のため。

出所: 財政部

図表 2-8: 投資債の引受 (2005 年)

Sales Date	Issue Amount	Tenure	# of Participants
1/25	40	10	1
1/31	100	10	1
1/31	100	15	1
3/31	50	15	1
4/5	80	2	1
4/8	75	2	1
4/21	50	10	1
4/26	200	10	1
4/28	150	15	1
5/25	50	10	1
5/25	80	15	1
5/30	205	10	1
6/21	90	15	1
6/30	10	2	1
7/12	80	10	1
7/29	10	2	1
8/11	10	2	1
8/16	100	10	1
8/24	120	10	1
9/20	80	10	1
10/5	30	2	1
10/21	80	15	1
11/18	140	15	1
12/15	15	2	1
12/20	200	15	1
12/21	200	15	1
12/23	100	15	1
12/26	500	15	1
<b>Average</b>	<b>105</b>		<b>1.00</b>

単位: 10 億ドン

販売日: 入札では入札日、引受では発行日。

出所: 財政部

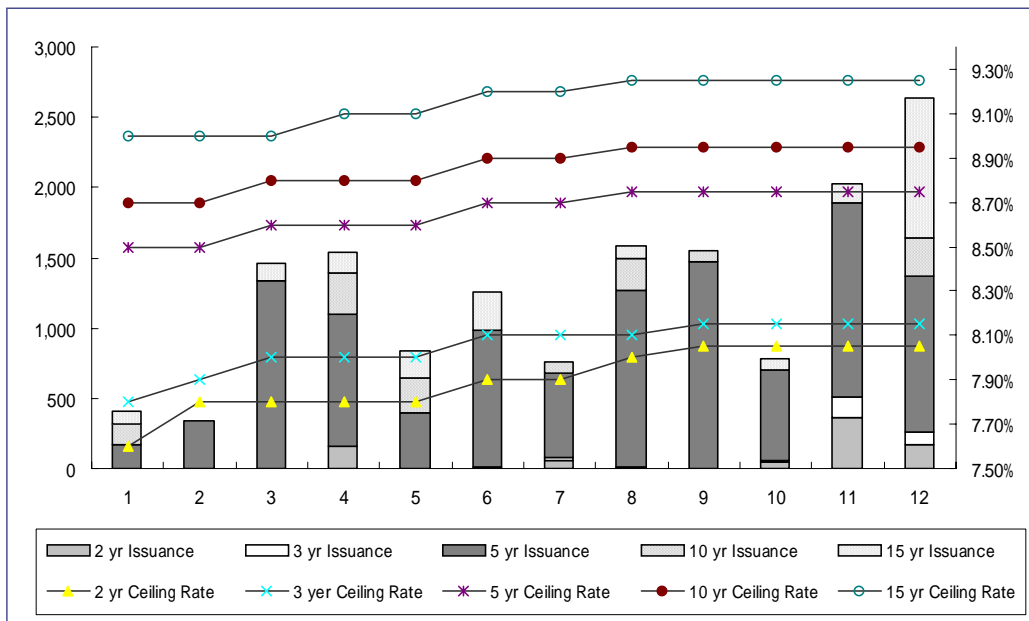
一般に明確な発行計画は、入札者の入札準備のためには重要である。

特にPD制度のもとでは、発行計画はPDがリスク管理をするために不可欠である。これはPDに通常、発行額の一定割合の入札義務もしくは引受義務、または両方の義務が課されるためである。

そのため発行計画の開示は、PD導入の上での前提条件である。

発行体にとっても発行計画は重要である。安定した計画がないと、発行体は金利変動に対して影響を受けやすいためである。たとえば、2005年度、金利は高止まりしていたが、(入札と引受による)発行の36%は、金利が最も高かった第4四半期に実施された。仮に一定の計画で発行していれば、発行費用が抑えられていた。

図表 2-9: 月別の発行額と上限金利 (2005 年)



注: データには、入札とシ団引受で発行された国債、中央直轄事業債、投資債のみが含まれる。  
単位: 10 億ドン

出所: 財政部と VCBS

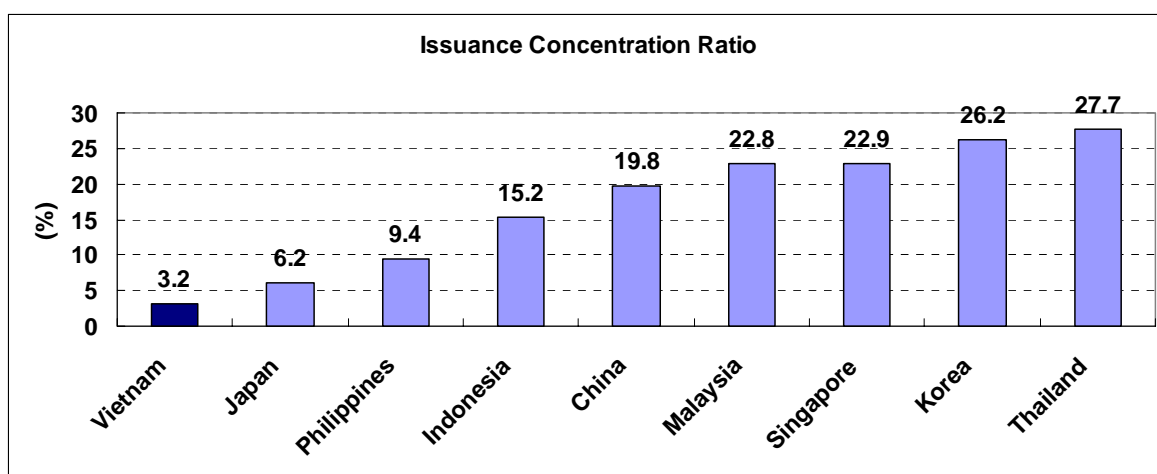
### 2.3.3. 発行規模

債券銘柄ごとに適切な発行規模を維持することは、効率的な価格発見を可能にするための重要な要素である。信頼できる指標イールドカーブを作っていくためには、銘柄ごとに発行規模を十分に拡大させ、様々な市場参加者が根付けをして取引を行う必要がある。発行規模が小さいと、少数の参加者によって債券が消化され、他の参加者がマーケットメイクするのが難しくなり、価格操作も容易になってしまう(フロントランニングや買占めなど)。

幾つかの ASEAN+3 の国と比べて、ベトナムは政府債の種類が非常にまばらである。このため発行ごとの規模が非常に小さく、これらの債券取引を難しいものになっている。これは政府債の種類と発行方法が細かく分割され、また発行方式ごとに非常に頻繁に発行されているためでもある。2005 年度の入札と引受回数は、合計 118 回実施されている(国庫局小売り回数は不明)。

この問題については、PD の義務・特権の設定と共に対処するべきである。たとえば、流通市場での売買を PD に義務付ける場合、発行規模が小さいことが大きな障害となる。また PD に入札参加の独占権を付与する場合にも、市場操作のリスクが増大する(発行額が小さく、PD1 社が全てを購入し価格を操作できるようであれば、スクイーズや買占めが発生する)。これは、発行規模または特権の設計を管理することによって、回避する必要がある。

図表 2-10: 幾つかの ASEAN+3 での発行集中度



注 1: 発行集中度 = 規模上位 3 銘柄の政府債残高合計 / 政府債残高

注 2: データは国によって 2004 ~ 2005 年まで異なる。

出所: "Asia Bond Indicators," ADB Asian Bonds Online

### 2.3.4. 上限金利

前述したように、政府債の上限金利の設定は厳しく設定されており、市場金利と必ずしも一致していない。

図表 2-11: 上限金利と市場金利 (2005 年 12 月)

満期	上限金利	銀行預金金利		VNIBOR
		個人	法人	
1ヶ月		6.24%	6.96%	
3ヶ月		7.44%	7.56%	around 7.90% - 8.00%
6ヶ月		7.80%	7.80%	around 8.20% - 8.25%
1年	6.30%	8.40%	8.40%	
2年	8.05%	9.00%	9.00%	
3年	8.15%	9.12%	9.12%	
5年	8.75%	9.36%	9.36%	
10年	8.95%			
15年	9.25%			

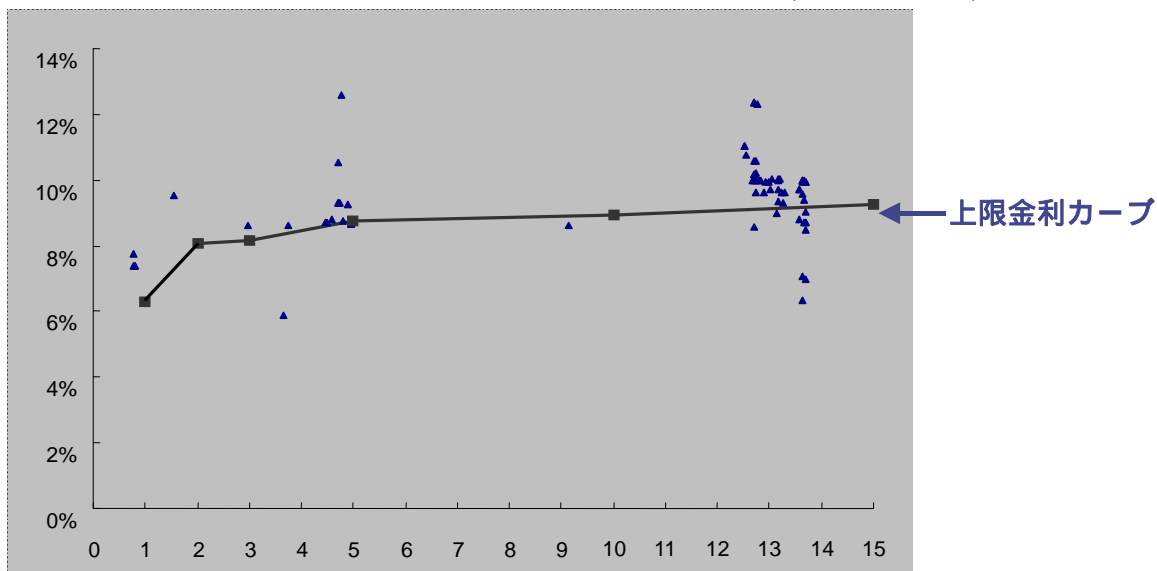
注 1: 2005 年 12 月時点

注 2: VCB の首都ハノイ地区での銀行預金金利。

出所: 財政部、VCB、VCBS

また上限金利は、以下のグラフのように流通市場で取引される政府債の市場金利よりたいていは低い。

図表 2-12: 上限金利と流通市場のインプライド金利 (2005 年 12 月)



注: ホーチミン市 STC 上場の国債、中央直轄事業債、投資債のインプライド金利。

出所: VCBS

政府短期証券を除くほとんどの政府債は額面発行であるため、上限金利によって発行市場の

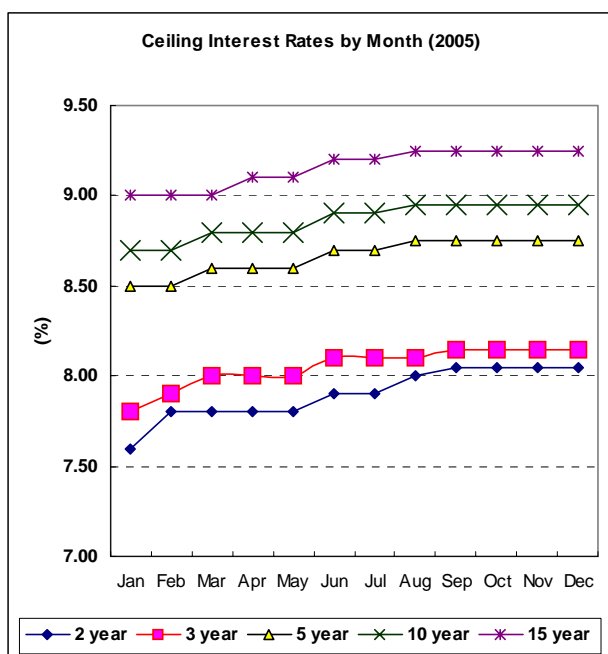


価格が実効的に規制されている。財政部は、入札での競争欠如の対応として上限金利を設定している(入札ごとの平均参加者が非常に少数)。だが、この政策のもとでは、入札参加者に価格交渉の余地がほとんど残されず、また入札に全く参加しない者も生じるため、さらに競争が失われる。この種の悪循環が発行市場で観察される。

またタイトな上限金利の存在によって、市場参加者の債券保有形態もゆがめられている。このため実際の市場の需要の様子を把握することが難しくなっている。2005 年度には、下記の上限金利グラフで示されるように、3 年物と5 年物の上限金利に大きな隔たりがあった。これは恐らく銀行の満期選好をゆがめ、銀行は2、3 年物より5 年物を購入したと思われる(下記グラフ参照。銀行は通常資産と負債年数を一致させるため2、3 年物の保有割合が大きい、ここではそうならない)<sup>9</sup>。

上限金利の緩和は、PD 制度導入と共に検討すべきである。PD は、発行市場と流通市場の両方で、競争入札を通じて、市場価格を発見することが求められているためである。

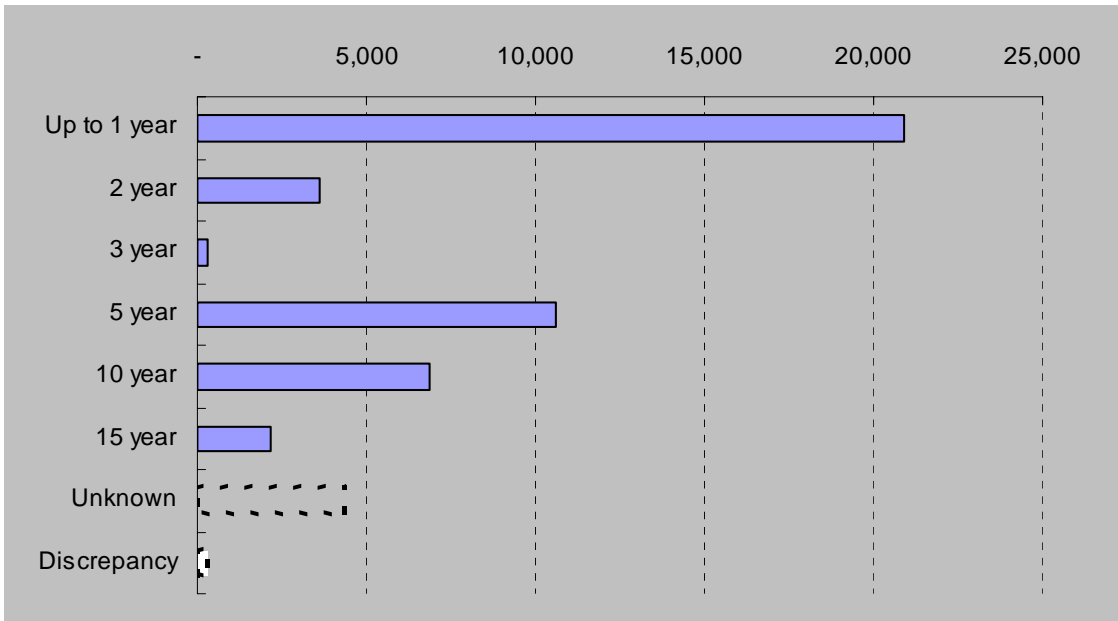
図表 2-13: 月別の上限金利(2005 年)



出所: VCBS

<sup>9</sup> 実際のシ団引受の場合、国庫局の発行計画ではなく、引受シ団もしくは最終投資家またはその両方の要請に応じて、満期は主に決定される。

図表 2-14: 満期別の年間発行額 (2005 年)



単位: 10 億ドン

出所: 財政部

### 2.3.5. 投資家層

投資家層に多様性がないと、流通市場で取引相手を探すのが困難になり、取引は活性化されない。このため投資家層の拡大は、流通市場における義務を採用する場合、PD の前提条件の 1 つである。

ベトナムでは、政府債の投資家層が限定されている様子が見受けられる。政府短期証券は主に 4 つの国営商業銀行によって購入され、100%近いシェアを占めている。2~5 年債では、4 つの国営商業銀行とその傘下の証券会社が 80%近くを購入または取次した。同様に、最上位の証券会社が 10 年債の 80%近くを購入し、上位 3 社が 15 年債の 90%以上を購入した。以上から、2、3、5 年債は主に 4 つの国営商業銀行によって保有され、10、15 年債は 2~3 社の保険会社によって保有されている可能性が高い。このためどの年限でも、市場には大手投資家が 2~4 社しか存在しない。

図表 2-15: 年限ごとの落札者と引受シ団 (2005 年)

	VCB Group		ICB Group		BIDV Group		AGRIBANK Gr.		ACBS	BVSC	T.LONGSC	MHB	OHTERS	Total	
	VCB	VCBS	ICB	ICBS	BIDV	BSC	AGRIBANK	AGRISECO							
Up to	7,497	0	3,485	0	3,491	0	7,076	0	0	0	0	0	0	122	21,671
1 year	35%	0%	16%	0%	16%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	100%
2 year	151	525	110	30	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	816
	19%	64%	13%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
3 year	140	15	70	0	0	0	0	0	50	0	0	0	0	0	275
	51%	5%	25%	0%	0%	0%	0%	0%	18%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
5 year	940	2,264	2,087	0	320	1,830	0	750	1,226	0	330	661	197	10,604	
	9%	21%	20%	0%	3%	17%	0%	7%	12%	0%	3%	6%	2%	100%	
10 year	0	270	0	0	0	0	0	50	0	1,025	0	0	0	1,345	
	0%	20%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	0%	76%	0%	0%	0%	100%	
15 year	0	465	0	90	0	0	0	900	0	645	0	0	0	60	2,160
	0%	22%	0%	4%	0%	0%	0%	42%	0%	30%	0%	0%	3%	100%	
Total	8,728	3,539	5,751	120	3,811	1,830	7,076	1,700	1,276	1,670	330	661	379	36,871	
	24%	10%	16%	0%	10%	5%	19%	5%	3%	5%	1%	2%	1%	100%	

注: データには、入札とシ団引受によって発行された国債、中央直轄事業債、投資債のみ含まれる。

単位: 10 億ドン

出所: 財政部と中央銀行

### 2.3.6. 取引仲介機関

2004年度と2005年度には、流通市場取引の大幅増加が見られたが、取引回数は依然として非常に少ない。営業日あたりの平均取引回数は4回だけであり、この状況ではマーケットメークはほぼ不可能である。ある銀行は最近マーケットメーカー（確定価格ではなく気配値の提示）として活動すると発表した。実際にはその様な活動はまだ非常に限定されており、政府債の流動性を妨げている。

これは一部に仲介機関自体の数が限定されているためである。流通市場の取引の大部分は、大手2社（VCBSとAgrisecco）率いる少数の大手機関によってのみ行われている。この場合もやはり、十分な取引仲介機関の存在が、流通市場に義務が採用された場合のPDの前提条件となる。

図表 2-16: 流通市場の個別交渉売買方式での取引回数(2005年)

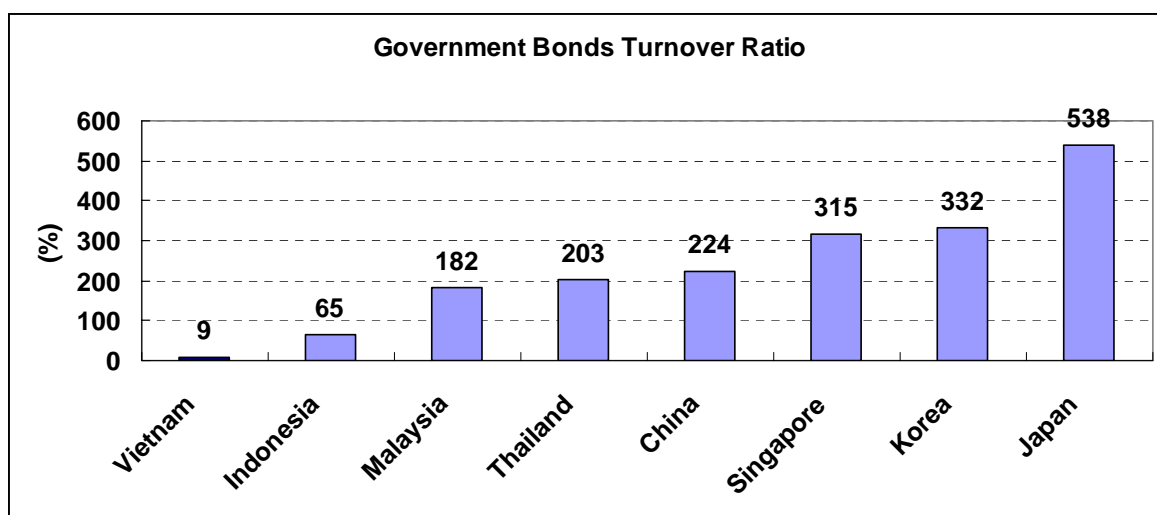
	BVSC		BSC		SSI		FSC		TSC		ACBS		IBS		AGRISECO		VCBS		MSC		HSC		HASECO		DAS		Total		
	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	
2005/1	3	2	5	3	3	3	0	0	0	0	2	2	8	5	13	17	19	19	0	0	0	0	1	0	0	1	2	54	54
2005/2	2	1	5	4	3	4	0	0	0	0	0	0	1	1	13	16	10	8	0	0	0	0	0	0	0	0	34	34	
2005/3	7	2	10	8	6	4	0	0	0	0	0	3	6	8	26	25	16	19	0	0	0	0	0	1	0	1	71	71	
2005/4	2	4	13	10	4	6	0	0	0	0	5	2	3	3	33	35	22	14	0	0	0	0	0	0	1	9	83	83	
2005/5	1	5	11	8	4	2	0	0	0	0	1	0	2	2	27	32	18	13	0	0	0	1	0	0	0	1	64	64	
2005/6	7	7	7	5	8	5	0	0	0	0	6	2	4	5	25	36	34	30	0	0	0	0	0	1	0	0	91	91	
2005/7	12	11	6	18	0	4	0	0	0	0	3	2	5	4	44	40	35	32	0	0	2	0	0	0	7	3	114	114	
2005/8	10	9	5	3	4	4	0	1	0	0	0	2	7	4	23	38	36	26	0	0	0	0	0	0	2	0	87	87	
2005/9	7	8	10	6	2	5	0	0	0	0	2	8	13	9	37	43	47	40	0	0	0	0	0	1	2	0	120	120	
2005/10	3	4	12	17	5	5	0	0	0	0	24	16	8	14	43	44	42	34	0	0	0	1	0	2	0	0	137	137	
2005/11	3	4	9	11	6	6	0	0	1	0	3	1	11	10	50	38	20	31	0	0	1	0	0	1	0	2	104	104	
2005/12	6	7	10	13	4	7	0	0	1	0	3	2	13	12	12	11	31	23	0	0	0	4	2	1	0	2	82	82	
Total	63	64	103	106	49	55	0	1	2	0	49	40	81	77	346	375	330	289	0	0	3	7	2	7	13	20	1,041	1,041	
(%)	6%	6%	10%	10%	5%	5%	0%	0%	0%	0%	5%	4%	8%	7%	33%	36%	32%	28%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	2%	100%	100%	

単位: 取引回数

出所: ホーチミン市 STC

このような状況を反映し、ベトナム政府債の売買回転率は、幾つかの ASEAN+3 の国で最低となっている。

図表 2-17: 政府債の売買回転率



注 1: 売買回転率 = 年間売買高(レポを除く) / 年平均残高

注 2: ベトナムは 2005 年時点。他の国は 2004 年時点。

出所: ベトナムは NRI の概算。他の国は "Asia Bond Indicators," ADB Asian Bonds Online より。

### 2.3.7. 価格情報

信頼でき時宜を得た価格情報は、マーケットメーカーや流通市場で活発に売買を行う投資家にとって不可欠である。また価格情報は値洗い義務(ベトナムでは義務付けられているが実行されていない)のベースとなるものであり、これなしに国際標準のレポ取引も実行できない。

現在、STC はこのような価格情報を収集し普及させているが、買い切りとレポの区別はない(つまり証券会社は別々に報告する義務がない)。レポに関連するのは短期金利のみであるため、取引対象債券の価格自体は正確ではなく大まかである。そのため取引データから特定債券の真の市場価格を評価するのは難しい。

### 2.3.8. 保管、清算、決済

保管、清算、決済に関する所見は、次の通りである。

- 1) 発行経路が4ヵ所に分散しており、政府債の発行情報を1ヵ所まとめることが難しい。
- 2) その結果、関連する保管と決済機能も各機関に分かれている。
- 3) 以下に、決済機能の分割によるリスクの例を示す。
  - 投資家の視点からは、国庫局での代金支払いとSTCでの新規購入債券の受け取りの間に、数日間の期間差異がある。
  - このような差異は、国庫局が関連する投資家一覧をSTCに引き渡すのに数日間かかるためである。この投資家一覧は、STCが投資家の口座に債券を記入するための、正式な裏付け書類である。
  - この差異によって、投資家は、数日間ではあるが、STCの投資家口座に債券が記入されるまで購入債券を売却できないという不確定な状況に置かれる。

保管、清算、決済業務の改善に関する提言は、以下のとおりである。

- 1) 財政部の指導の下、委員会を組織し、政府債の発行に関する管理情報の統合を検討する。この委員会は、財政部、国庫局、中央銀行、STCなどの政府機関、他の関連機関、権限のある機関で構成する。
- 2) 協議で取り上げるべき点は、次の通りである。
  - 政府債の発行に関し、高精度で時宜を得た管理情報の確保方法
  - 上記に必要な各種資源の種類(人的資源、ITなど)
  - 決済インフラに内在するリスク発見方法とリスク軽減方法
  - 政府債市場の発展戦略を設計する上での、このインフラ問題の位置付け

## 2.4. PD の前提条件と効果

前述のように、ベトナムでPD制度を効率的に機能させるためには、事前に解決すべき前提条件が多数ある。一方PD制度導入後に、(制度設計の中で)解決できる課題も存在する。

図表 2-18: PD の前提条件と効果

課題	PD の前提条件	PD によって解決可能	無関係
2.3.1 発行方法	該当		
2.3.2 発行計画	該当		
2.3.3. 発行規模		該当	
2.3.4. 上限金利		該当	
2.3.5. 投資家層	該当		
2.3.6. 取引仲介機関	(該当)		
2.3.7. 価格情報	(該当)		
2.3.8. 保管、清算、決済			該当

注: 括弧付き(該当)は、流通市場で義務のあるPDの場合。

出所: 筆者

### 3. PD 制度を機能させるために必要な改革

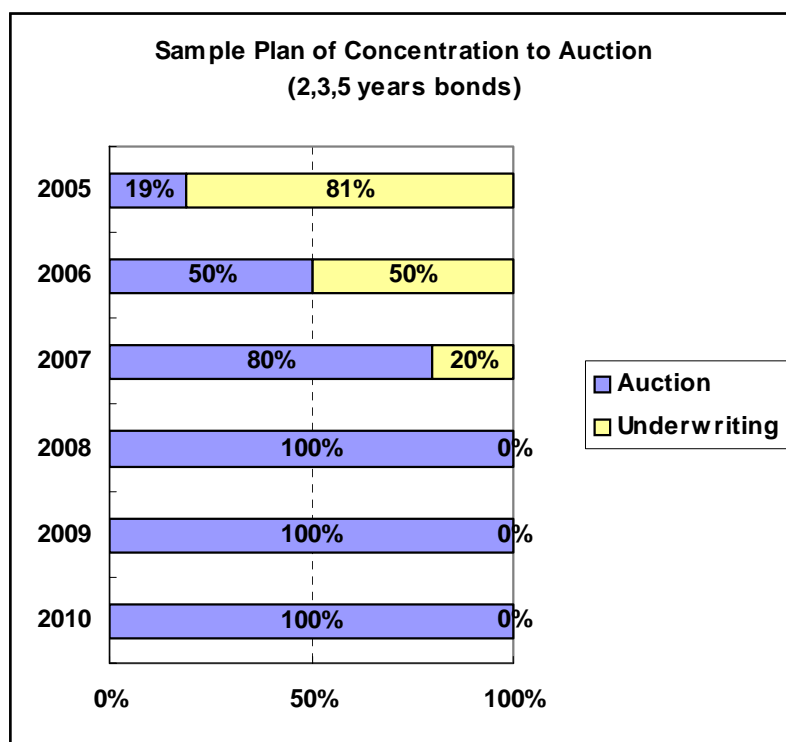
#### 3.1. 発行市場の改革

##### 3.1.1. 2、3、5 年債の入札への特化

落札者と引受者が最も多いのは、表 2.3.5.で示すように 5 年債である。これについては、入札およびシ団引受において、国債、中央直轄事業債、投資債の少なくとも5%を購入した入札者参加者、引受シ団が 7 社存在している。上限金利によるゆがみが最小化される場合、またはなくなる場合、2、3 年債についても同様の多様性があると考えるのが無難だろう。

このため財政部に対し、2、3、5 年債の入札に的をしぼり、今後数年かけて徐々に発行方式をシ団引受から入札に移行することを提案する。

図表 3-1:シ団引受から入札への移行計画例



出所:2005 年は財政部より、2006～2010 年は NRI が作成。

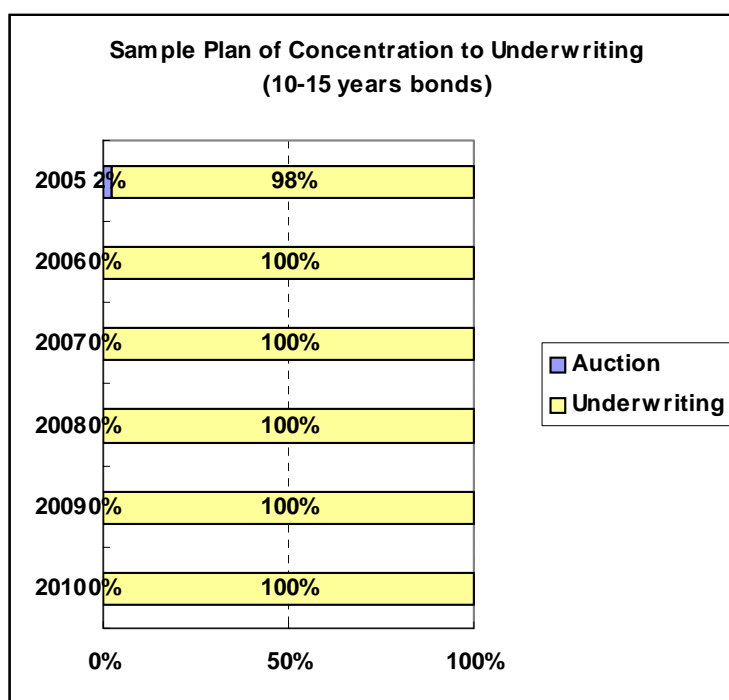


### 3.1.2. 10、15年債の引受への特化

表2.3.4.と2.3.5.で示すように、10、15年債の落札者や引受者は少数であり、最終投資家も少ない。このように特に最終投資家の幅が限定されていることは、10、15年債が現時点で入札に必ずしも適していないことを示している。この場合、入札は本質的に競争的にはなりにくいからである。

このため財政部に対し、10、15年債について、現在人気がなく札割れしている入札を一時中断することにより、引受のみに特化することを提案する<sup>10</sup>。

図表 3-2: 引受特化計画の例



出所:2005年は財政部より、2006～2010年はNRIが作成。

<sup>10</sup> 最終投資家(今後新規に許可される生命保険会社や公的年金になるだろう)の数が適正水準まで増加すれば、財政部は入札再開が可能である。

### 3.1.3. 年間発行計画の公表

現在財政部は、特定年度の少数の政府債(中央直轄事業債と国家建設債)の発行額のみ、その場その場で公表している。だがこの公表でも、年限については詳述されていない。これは財政部が毎年、発行額を年限ではなく債券の種類で公表するためである。債券の種類だけでなく年限ごとの年間発行計画が利用できるようになれば、2、3、5年債と10、15年債の間に明確な選好の差を持つ仲介機関や投資家にとって、使い勝手は非常に高まるだろう。

このため財政部に対し、可能な限り早く、全体の政府債の年間発行計画を債券の種類別と発行方式別に詳述し、公表することを提案する。

図表 3-3: 年間発行計画の例(2008年)

		中央銀行での 入札	STCでの 入札	シ団引受	国庫局小売	合計
1 政府短期証券	1年未満	20,800				20,800
2 国債	2年		4,800			4,800
3 中央直轄事業債	3年		4,800			4,800
	5年		4,800			4,800
	10年			4,800		4,800
	15年			4,800		4,800
	小計		14,400	9,600		24,000
4 投資債	10年			3,600		3,600
	15年			3,600		3,600
	小計			7,200		7,200
5 国家建設債	2年				5,000	5,000
6 外貨建て国債						0
満期別小計	1年未満	20,800	0	0	0	20,800
	2年	0	4,800	0	5,000	9,800
	3年	0	4,800	0	0	4,800
	5年	0	4,800	0	0	4,800
	10年	0	0	8,400	0	8,400
	15年	0	0	8,400	0	8,400
合計		20,800	14,400	16,800	5,000	57,000

単位: 10 億ドン

出所: 筆者作成

### 3.1.4. 年間入札・引受計画の公表

現在財政部は、所定の年間入札・引受計画を持っていない。このため政府債の種類別に、特定年度の入札・引受両方の実施回数と発行額を、知ることも予測することもできない。これらの情報が利用できるようになれば、投資家や仲介機関は、十分な事前準備して政府債の入札や引受に臨むことができる。

このため財政部に対し、政府債の年間入札・引受計画を可能な限り早い年度より、債券の種類と発行方式ごとに詳述し、公表することを提案する。

図表 3-4: 年間入札・引受計画の例 (2008 年)

		入札		シ団引受		合計
		金額	回数	金額	回数	
1 政府短期証券	1年未満	800	26			20,800
2 国債	2年	400	12			4,800
3 中央直轄事業債	3年	400	12			4,800
	5年	400	12			4,800
	10年			400	12	4,800
	15年			400	12	4,800
	15年					24,000
4 投資債	10年			300	12	3,600
	15年			300	12	3,600
	小計					7,200
<b>合計</b>					<b>52,000</b>	

単位: 10 億ドン

出所: 筆者作成

### 3.1.5. 四半期ごとの入札・引受日程表の公表

財政部に対し、加えて、政府債の四半期ごとの入札・引受計画を可能な限り早い年度より、債券の種類と発行方式ごとに詳述し、公表することを提案する。これによっても投資家や仲介機関は十分な準備ができる。

図表 3-5: 四半期別入札・引受計画の例 (2008 年)

日付	対象証券	金額
1月2日	政府短期証券	800
1月9日	2年債	400
	5年債	400
1月16日	政府短期証券	800
1月23日	3年債	400
1月30日	政府短期証券	800
2月6日	2年債	400
	5年債	400
2月13日	政府短期証券	800
2月20日	3年債	400
2月27日	政府短期証券	800
3月5日	2年債	400
	5年債	400
3月12日	政府短期証券	800
3月19日	3年債	400
3月26日	政府短期証券	800

単位: 10 億ドン

出所: 筆者作成

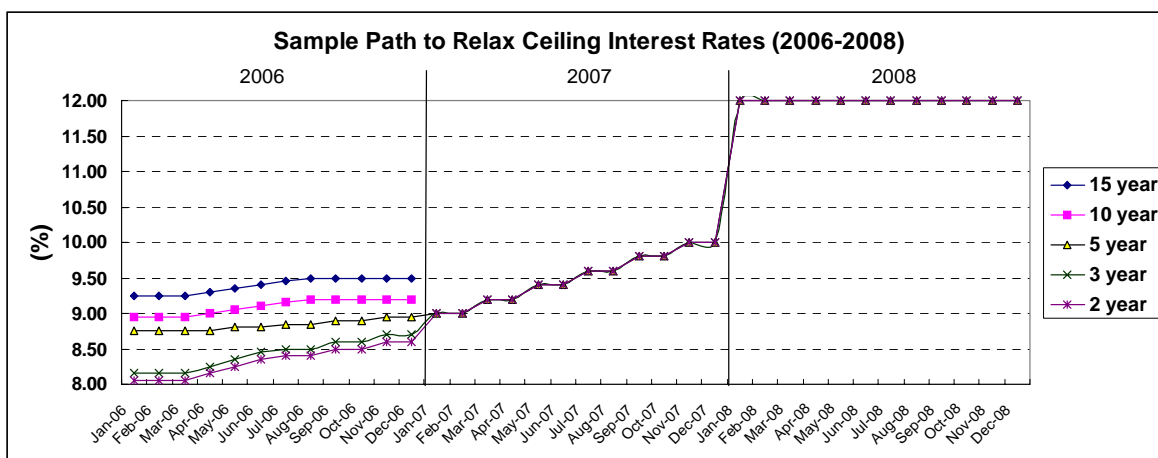
### 3.1.6. 上限金利の緩和

上限金利の緩和は、重要な前提条件の1つである。一方上限金利の即時撤廃は、必ずしも前提条件ではない。注意深く設計すれば、PD 制度によって、発行市場での政府の規制対象を、金利から量へと移行していくことが促進されるかもしれない。

このため財政部に対し、次のように段階的に上限金利を緩和することを提案する。

- 1) 2006 年度は、2、3 年と 5 年の上限金利の格差またはスプレッドを縮小することで、財政部は 2、3 年債における投資家の選好が歪曲され減退されているかどうか確認できる。
- 2) 2007 年度は、5 年までの上限金利を 5 年ものに統合することで、財政部は 2、3 年債の市場価格をより現実的に確認する。これにより市場心理に応じて、上限金利を柔軟に設定できる。10、15 年債は引受に特化することで、財政部は 10、15 年債の上限金利を維持する必要がなくなる。
- 3) 2008 年度は、統合した 5 年までの上限金利を、長期プライムレート(商業銀行の優良顧客に対する最優遇金利)前後に設定することで、財政部は実際の市場選好と市場心理を確認する。このような状況下で、財政部は(既に行っている)引受による発行の中断の効果も含め、入札が実際に競争的になってきたか、またどのようにそうなったかについて確認できる。
- 4) 2009 年度以降は、財政部は上限金利の撤廃を検討する。ただし、入札が競争的に実施されているものとする。

図表 3-6: 上限金利緩和の段階例 (2006 ~ 2008 年)



出所: 筆者作成

### 3.1.7. 銘柄統合方式

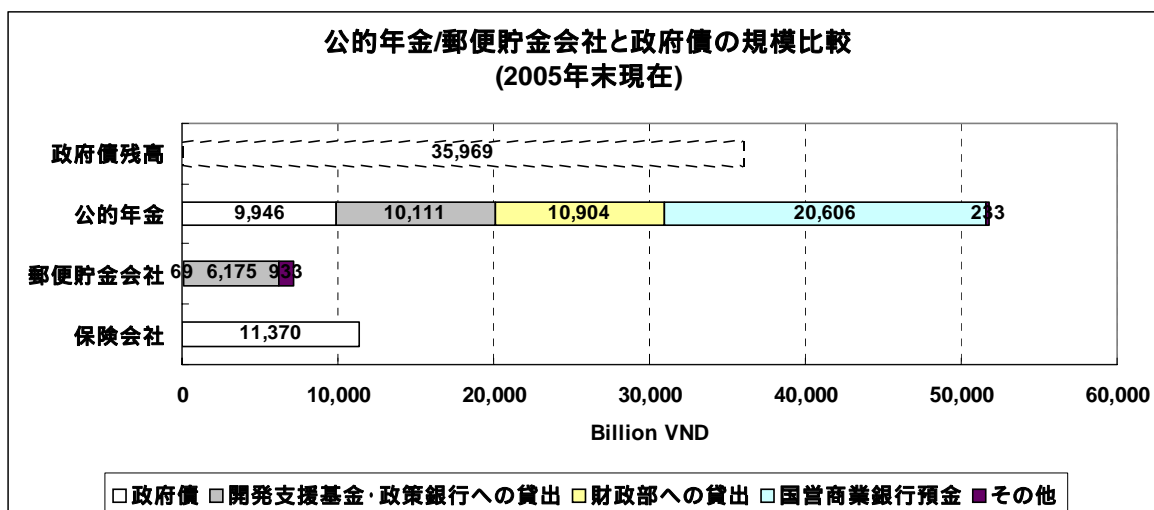
発行方式、発行回数、発行ごとの規模が分散しており、それぞれクーポンや年限が異なるため、仲介機関は流通市場で政府債に値を付け売買するのが困難であった。また、恐らく上限金利の実効性維持を容易にするため、財政部はほとんどの政府債(政府短期証券を除く)を現状は額面価格で売っている。だが、回状 21 と 29 では、政府債の額面以下または以上での販売が入札と引受でそれぞれ許可されている。

このため財政部に対し、銘柄統合(リオープン)方式を導入して発行規模を最大化し、値付けと売買を大幅に容易にすることを提案する。言うまでもなく銘柄統合方式が有効となるのは、財政部が少なくとも上限金利を長期プライムレートまで緩和・解除またはできれば撤廃した後の話である。

### 3.1.8. 投資家層の多様化

投資家層を多様化させ拡大させることは前提条件とまではいえないが、PDを効率的に実行するための好ましい環境の 1 つである。たとえば公的年金と郵便貯金会社は莫大な資産を保有しているが、財政部の指示により大半は開発支援基金と財政部に直接貸し出され、政府債に投資されているのは一部である。財政部が直接貸し出しから政府債投資への投資ポートフォリオの移行を許可すれば、投資家層の多様化と拡大、さらには PD の効率的な機能に大幅に寄与するだろう。また投資信託や企業年金などの機関投資家の充実にも貢献するだろう。

図表 3-7: 公的年金/郵便貯金会社と政府債の規模比較



注 1: 政府債残高には上場債券のみ含まれる。

注 2: 保険会社のデータは 2006 年 1 月 23 日時点。

出所: 財政部、郵便貯金会社、NRI による公的年金概算

### 3.1.9. 国債管理の強化

実際のところ、発行に関してさえ、依然として少なからぬデータの誤差が国庫局、中央銀行、STC 間で見受けられる。発行、引受、売買の正確なデータがなければ、財政部は PD の義務と成果をモニタリングし評価することはできない。

このため財政部に対し、まず毎月データを調整・一致させ、データベースのマスタ・ファイルを集約することを提案する。その後、ポートフォリオ・リスクの分析や是正といった高度な方法を国債管理に採り入れる必要がある。国債管理の強化を促進するために、財政部に対し、債務管理局の設立を検討することを提案する。

### 3.2. 流通市場の改革

流通市場に関連する多数の課題(流動性の低さ、市場参加者の欠如)は、発行市場の課題に起因する。しかしながら次のような流通市場の改革案が幾つかある。これは発行市場とは概ね独立した問題である。

#### 3.2.1. STC の報告制度の修正

買い切り(売り切り)取引の価格情報は、流通市場取引の基準として機能し、値洗い要件の実施や国際標準レポ取引の導入の前提条件となる。この両者は、流通市場の流動性改善には欠かせない。そのため STC は、取引参加証券会社への報告要件を修正し、買い切り取引とレポ取引(短期資金調達)の報告を別々に行うことを提案する。

STC を支援するため、財政部と証券業協会は、中央銀行と銀行協会が既に行ったのと同様、レポ取引と包括レポ契約書の規定をそれぞれ制定することが考えられる。

#### 3.2.2. 買入消却方式の導入

入札・引受ごとに発行が散在している問題は、銘柄統合方式だけでなく、買入消却(パイバック)方式でも同様に解決できる。買入消却とは、満期前に政府債を再購入することである。流動性の高い指標銘柄を新規発行し、買入消却により旧債券と切り替えることができる。投資家層や仲介機関層が狭いという点を解決するのは容易ではないが、銘柄ごとの発行規模が改善すること自体により、これらの債券を売買する参加者数が必然的に増加し、流動性の向上に寄与するだろう。このため財政部に対し、銘柄統合方式と平行して、買入消却を導入することを提案する。

## 4. PD 制度に向けた次の取り組み

### 4.1. PD 制度導入の段階的アプローチ

#### 4.1.1. PD 候補者のモニタリング

まず財政部に対し、PD 候補者を特定してモニタリングすることを提案する(仮に 2007 年度)。以下の手続きが必要である。

- PD 候補者の特定
- 指標債券の特定
- 年間の入札・引受結果のモニタリング
- 年間の売買結果のモニタリング

#### 4.1.2. PD のパイロット・テスト

次に財政部に対し、PD のパイロット・テストを実施することを提案する(仮に 2008 年度)。以下の手続きが必要である。

- 暫定的な PD スキームの設計(指名者、資格者、対象債券、対象取引、義務・特権)
- 規定の修正(政令 141、回状 29 と 21)
- PD のパイロット・テストと実績のモニタリング

図表 4-1:PD パイロット・テストのスキーム例(2008 年)

指名者		➤ 財政部
参加者資格		➤ 銀行、証券会社のうち、最低限の入札・落札責任を果たしたもの
対象証券		➤ 5 年債までの政府債
対象取引	発行市場	➤ 入札のみ ➤ 小売は除外
	流通市場	➤ 売り切り(買い切り)取引のみ ➤ レポは除外
義務	発行市場	➤ 満期ごとの入札責任(月、四半期もしくは年ごとに発行額の 5~10%程度) ➤ 満期ごとの応札責任(四半期もしくは年ごとに発行額の 3~5%程度)
	流通市場	➤ 参考価格の提示(確定価格ではなく気配値)
特権		➤ 入札の独占参加権

出所:筆者作成

### 4.1.3. PD 制度の再設計と導入

さらに財政部に対し、PD 候補者を特定して監視することを提案する(仮に 2009 年度)。以下の手続きが必要である。

- PD の指名
- PD の実績のモニタリング
- PD の実績を反映した制度の再設計

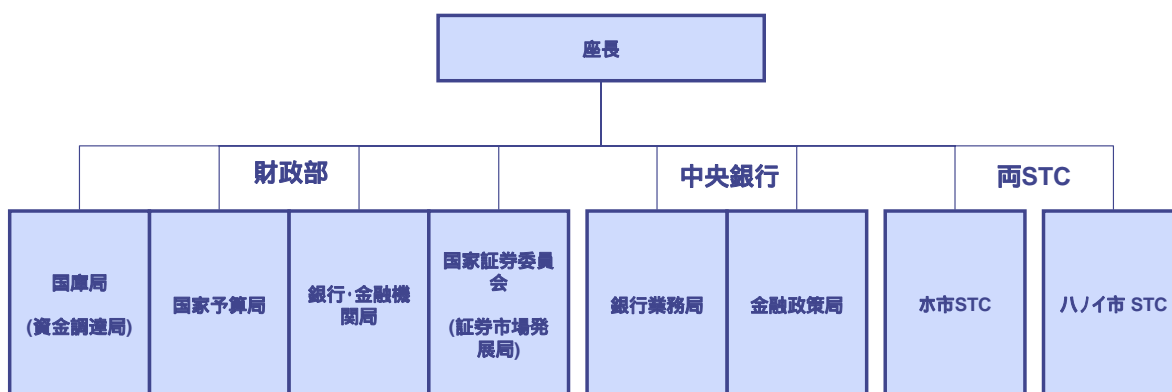
### 4.2. 実行組織

発行市場と流通市場双方の改革には、関連当局と市場参加者間の業務(ビジネス)のあり方に基大な努力と変化が必要である。

このため財政部は、上記のような改革を実施して PD を導入するために、「政府債改革委員会」またはこれと似たような組織を、可能な限り早い時期に設立することを提案する。

財政部が債務管理局を設立すれば、このような委員会またはそれに類する仕組みの進行が容易になるだろう。

図表 4-2: 政府債改革委員会の組織例



出所: 筆者作成



### 4.3. PD 制度導入までの計画表

スケジュール面では、ベトナムでの PD 制度導入の計画表を次のように提案する。

図表 4-3: PD への提案ロードマップ

		2006	2007	2008	2009	2010
1. 発行市場の改革	1-1. 2、3、5年債の入札への特化	徐々に移行				
	1-2. 10、15年債の引受への特化する	特化				
	1-3. 年間発行計画の公表 1-4. 年間入札・引受計画の公表 1-5. 四半期ごとの入札・引受日程表の公表		公表開始			
	1-6. 上限金利の緩和	金利格差の縮小	5年もの金利への統合	プライムレートに設定	撤廃の検討	
	1-7. 銘柄統合方式	規制・税制の検討		銘柄統合導入		
2. 流通市場の改革	2-1. レボ規制の制定	規制の作成	発布			
	2-2. レボ基本契約書の作成	契約書の作成	利用開始			
	2-3. 報告制度の修正	規則の修正	義務付け開始			
	2-4. 買入消却方式		規制の検討	買入消却導入		
3. PD制度の導入			PD候補者のモニタリング	PD制度のパイロット・テスト	PD制度導入	PD制度再設計

出所:筆者作成

## II. 第 II 部:技術支援活動

### 1. 当技術支援の概要

#### 1.1. 体制

##### 1.1.1. 相手方・受け手部局

ベトナム財政部

- 国際局
- 銀行・金融機関局 資本市場課

<http://www.mof.gov.vn/DefaultE.aspx?tabid=197>

##### 1.1.2. 資金提供者

日本財務省

- 国際局 調査課

<http://www.mof.go.jp/english/index.htm>

##### 1.1.3. コンサルタント

株式会社 野村総合研究所 (NRI)

- 協力機関: 財団法人 国際通貨研究所 (IIMA)

<http://www.nri.co.jp/english/index.html>

<http://www.iima.or.jp/english.htm>

#### 1.2. 期間および現地ミッション

この技術支援は平成 17 年 10 月から同 18 年 3 月まで執り行われ、当期間中にコンサルタントは下記の通り合計 5 回の現地ミッションを実施した。

- 第一回: 平成 17 年 10 月下旬 ~ 11 月上旬
- 第二回: 平成 17 年 11 月下旬 ~ 12 月上旬
- 第三回: 平成 18 年 1 月上旬 ~ 1 月下旬
- 第四回: 平成 18 年 2 月下旬 ~ 3 月上旬
- 第五回: 平成 18 年 3 月中旬

当技術支援の過程で、財政部は 11 月下旬に導入セミナー、3 月中旬にフィードバック・ワークショップをそれぞれハノイにおいて主催した。これは、市場参加者の PD 制度に対する認知と理解を深め、参加者間の建設的な討議を促すことを目的とするものである。

## 2. セミナーおよびワークショップ

### 2.1. 導入セミナー

#### 2.1.1. 概要

- 主催者： ベトナム財政部
- 参加者： 国家証券委員会、中央銀行、銀行、証券会社、保険会社、援助資金供与者等（主催者・発表者以外に約 40 名が参加）
- 発表者： NRI
- 日付： 平成 17 年 11 月 30 日（水）
- 場所： ハノイ グオマン・ホテル（Guoman Hotel）
- 目的
  - (1) PD 制度に関する当技術支援の説明
  - (2) PD 制度を検討する理由・必要性に関する討議
  - (3) ASEAN+3 諸国の事例をもとにした PD 制度の概念の一般理解の紹介

#### 2.1.2. プログラム

- 09：00 「はじめに」 ベトナム財政部 国際局 副局長 Nguyen Ba Toan 氏
- 09：10 「ベトナムにおける政府債発展の課題」 ベトナム財政部 銀行・金融機関局 資本市場課 次長 Nguyen Hoang Duong 氏
- 09：40 「PD 制度の導入：概念と事例研究」 株式会社 野村総合研究所 上級コンサルタント 鶴谷学氏
- 10：15 休憩
- 10：30 「分析手法と仮説」 株式会社 野村総合研究所 上級コンサルタント 水野謙悟氏
- 11：15 意見・討議
- 12：00 閉会の辞

#### 2.1.3. 意見・討議

##### 財政部の認識

- 債券市場の規模はまだ小さく、流通市場は未発達である。
- 発行計画に類するものはあるが、具体的なものではないし、公表もされていない。
- 発行方法は分散している。PD 制度が導入されたら、その際は国庫局小売りを中止すべきであろう。
- 指標イーロードカーブは必要性が高いが、まだ得られない。
- 当技術支援が平成 18 年 3 月に終了後すぐに、4 月から 12 月まで PD 制度のパイロット・テストを行う。その後、2007 年より PD 制度を導入する。

##### 参加者からの意見

- 上限金利が債券市場の発展を妨げている。PD 制度は上限金利の解除を促すよう設計されるべきである。NRI には、政府債の上限金利と、比較的自由化されている銀行部門の預金・貸出金利とを注意深く比べることを勧める。
- 機関投資家はインカム・ゲインに対し法人税が課されるが、個人投資家はそうではない。もし両者とも平等・公正に取り扱われるなら、債券市場はより進展

するだろう。

- 財政部が幾つもの義務を課すのなら、PDの特権には税制優遇も含めるべきである。
- DVPに関しては、買い手が証券会社の口座に全額を事前に預金として払い込むことが求められているため、事実上実現している。このようにして、ベトナムでは取引先リスクは最小化されている。
- ホーチミン市証券取引センターを通じた決済のリードタイムは最近 T+3 から T+1 に短縮された。
- 依然として流通市場取引が少なすぎ、売買の確定価格を提供することができない。これがPD資格者の義務として課されたとしても、係る状況ではマーケットメイクできる参加者はいないかもしれない。NRIはこの問題を定量的に分析するとよいかもしれない。

## 2.2. フィードバック・ワークショップ

### 2.2.1. 概要

- 主催者： ベトナム財政部
- 参加者： 国家証券委員会、中央銀行、銀行、証券会社、保険会社、援助資金供与者等（主催者・発表者以外に約 60 名が参加）
- 発表者： NRI
- 日付： 平成 18 年 3 月 13 日（月）
- 場所： ホテル日航ハノイ
- 目的
  - (1) NRI の所見・提言に対するフィードバック
  - (2) ベトナムにおける PD 制度に向けての必要な改革についての討議
  - (3) 今後の取り組みについての討議

### 2.2.2. プログラム

- 08 : 30 受付開始
- 09 : 00 開会の辞
- 09 : 05 「はじめに」 ベトナム財政部 銀行・金融機関局 資本市場課 次長 Nguyen Hoang Duong 氏
- 09 : 15 「PD 制度が機能するための前提条件：ASEAN+3 諸国の経験とベトナムへの含意」 株式会社 野村総合研究所 上級コンサルタント 鶴谷学氏
- 09 : 50 「ベトナムにおける PD 制度導入に向けての所見と提言」 株式会社 野村総合研究所 上級コンサルタント 水野謙悟氏
- 10 : 30 休憩
- 10 : 45 自由討議
- 11 : 55 閉会の辞
- 12 : 00 昼食会

### 2.2.3. 意見・討議

財政部の認識

- 入札ごとの応札者数が少ないため、財政部にとって上限金利を撤廃することは難し

い。さもないと、高値の応札が増え、財政部にとって極めて高くつくことになりかねない。

- ベトナムにおけるシ団引受は計画もなく柔軟であり、投資家・仲介機関との間で満期、量、時期等につき充分に交渉の余地がある。発行体としての財政部の見地からは、入札の準備よりシ団引受の管理の方がずっと容易である。
- PD 制度を導入するまでに数年はかかるかもしれないが、これが財政部にとって最優先課題として認識されている点に変わりはない。PD制度の検討は、2010年までの資本市場発展の方向性に関する決定案に含まれており、当決定は2006年には発布される予定である。

#### 参加者からの意見

- 証券会社の手数料体系は国家証券委員会によって規制されており、シ団引受と入札とで異なっている。簡単に言うと、引受手数料は落札手数料の2倍であり、そのため当然に証券会社は入札よりも引受に関心が高くなる。
- 市場参加者の多くはNRIの提言による市場構造の改革を評価するだろうし、財政部はこれを促進すべきである。とりわけ、上限金利は可及的速やかに撤廃し、市場メカニズムがより正確に機能できるようにすべきである。
- PD資格者の義務、とりわけ最低応札・落札枠は、候補者の消化能力を考慮した上でより注意深く研究すべきである。これはトレードオフになる可能性が高い。枠が厳しいほど、競争は減る。枠が小さいほど、特権の独占性は薄まる。
- もし財政部が調達資金をより効率的・効果的に使い、社会的・経済的に有益な案件へと割り当てるならば、投資家にとってより満足感があろう。

#### 2.2.4. プレスリリース

ベトナム財政部は当フィードバック・ワークショップに関しプレスリリースを行い、ベトナム語・英語で幾つものメディアで紹介された。そのうち、以下のリンクはワークショップに関する財政部自身による記事である。

*“Workshop on primary dealership for government bond in Vietnam”*

<http://www.mof.gov.vn/DefaultE.aspx?tabid=632&ItemID=31762>

### 3. 成果と教訓

#### 3.1. 成果

##### 3.1.1. 認識形成

当技術支援はベトナムにおいてPD制度に関し公式に討議した最初のものである。PD制度の定義や機能は国により多様であるため、NRIは、導入セミナーおよびフィードバック・ワークショップを通じ、特にASEAN+3地域に重点を置いたPD制度の事例研究を、公共・民間両部門の市場参加者に対し提供した。NRIは、当技術支援により、技術支援相手方のみならずPDに関わる市場参加者にとっても、認識形成に資したものと信ずる。

##### 3.1.2. 改革の方向付け

技術支援の過程で、相手方である財政部とNRIとの間で緊密に討議した内容には、以下のような最重要事項が含まれる(ただしこれにとどまるものではない):上限金利、分散した発行方式、不透明な発行計画、限られた最終投資家層、限られた数の落札者・引受シ団、限られた数の流通市場仲介機関、等。当技術支援はベトナムの政府債市場に係る上記の最重要課題をまとめた形で特定・一覧化し、市場参加者が相互に討議できるように公表した。加えて、PD制度の前提条件として、またPD制度を効率的に機能させるために、発行市場・流通市場双方で先ず構造改革を行う必要があり、それが強く必要とされている点も認識された。NRIは、当技術支援が、これら課題の全体像、およびベトナムでのPD制度導入に向け必要とされる改革の方向性を描くまさに最初の試みであったと信ずる。

##### 3.1.3. データ分析

ベトナムにおいては、債券市場に関するデータは、発行市場・流通市場双方に関して不十分かつ分散しており、またほとんど公表されていない。ベトナムには国内債務管理局やそれに類するものが存在せず、発行市場・流通市場に係るデータが幾つもの機関に分散しており、誰かが、特に市場参加者が全体像を描くことは極めて難しい。

当技術支援の過程で、財政部の銀行・金融機関局およびNRIは、数多くのデータの収集・集計・選別に甚大な努力を払った。NRIは、情報、特にデータに関する慎重さが大きく残るベトナムにおいて、当技術支援がデータ抽出・データ分析を行う稀な機会となったものと信ずる。その上に、係るデータ分析はフィードバック・ワークショップにおいて参加者に公表され、市場参加者も市場データを知り、共有することができるようになった。

### 3.2. 教訓

当技術支援は一連のデータ抽出を経験した最初のものとなったが、その定量分析は依然として多かれ少なかれ予備的なものである。実際、元データに少なからぬ相違・不一致が残っており、NRI はデータ分析を深めることが困難となった。発行市場・流通市場に関するこれら元データは、国庫局、証券取引センター、中央銀行によって記録・収集されている。見たところ、これら機関は必ずしも常にデータを共有しているわけではなく、また相互のデータ伝達の手段は、あったとしても書面によるものである。そのため、機関・職階ごとに、重複するデータの記録が複数されている可能性があり、これが不正確な記録管理を助長しているのであろう。その上、これら機関は相互にデータを一致させることはほとんど行っていないようである。NRI は多様な出所から関連データを収集した点につき銀行・金融機関局および国際局の甚大な努力に感謝するが、債券市場に関するデータの記録部局間で緊密にワーキング・グループおよび委員会を設立することには依然として大きな価値があろう。この点に鑑み、技術支援より得られた上記教訓は、当報告書において来るべき取り組みの記述に反映し、ベトナムが債券市場改革委員会、もしくはそれに類するものを設立することを提案している次第である。