

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。

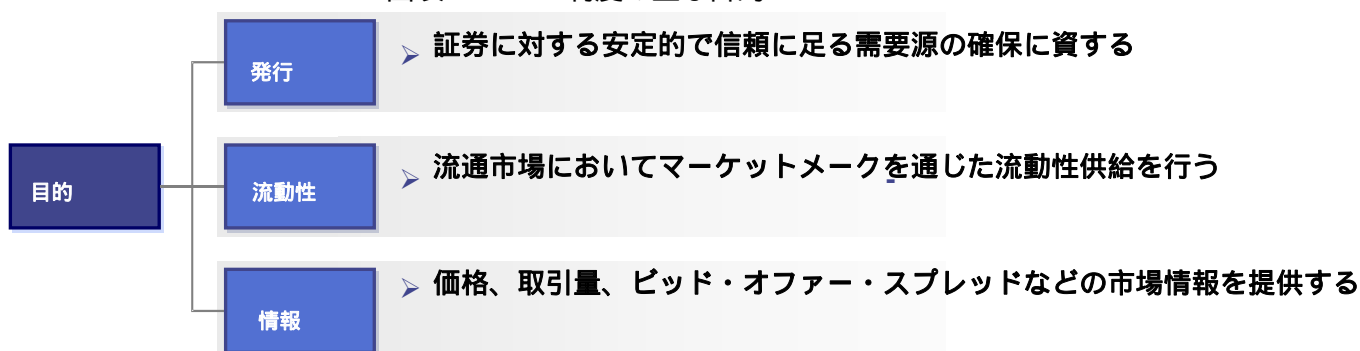
ほとんどの PD 制度は、国債の発行市場・流通市場を機能・発展させる共通目的を遂行するため、有資格の PD に対して義務・特権を付与する点が特徴である。これらの「共通目的」または義務は、発行市場と流通市場が独自に直面している課題(特定状況下での安定消化など)を通常は反映している。これら課題の解決策として PD 制度が導入される。この点から NRI は、この用語を次のように定義したい。

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⁵、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。

⁵ 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。

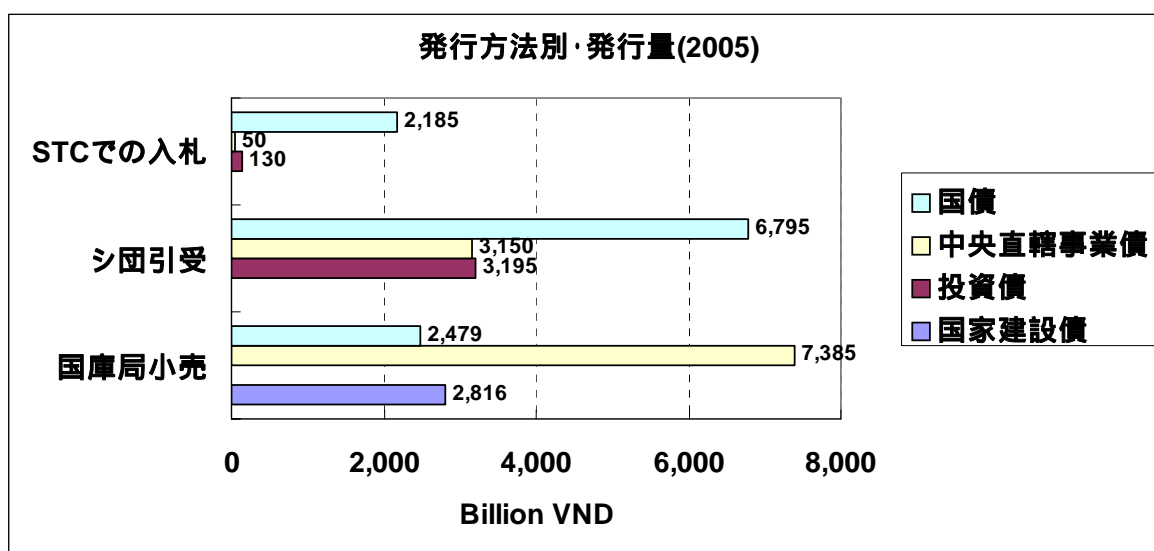
2.3. ベトナムでの PD 制度導入に向けての課題

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⁶。

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"> ➤ 個人投資家 ➤ 機関投資家 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 国債 ➤ 中央直轄事業債⁷
非登録債	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 個人投資家 ➤ 機関投資家 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 国家建設債 ➤ 中央直轄事業債

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

⁶ 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。

⁷ 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⁸。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
Average	89		1.72

出所: 財政部

⁸ 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	Average	181		2.07

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
Average	8		0.40

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
Average	105		1.00

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

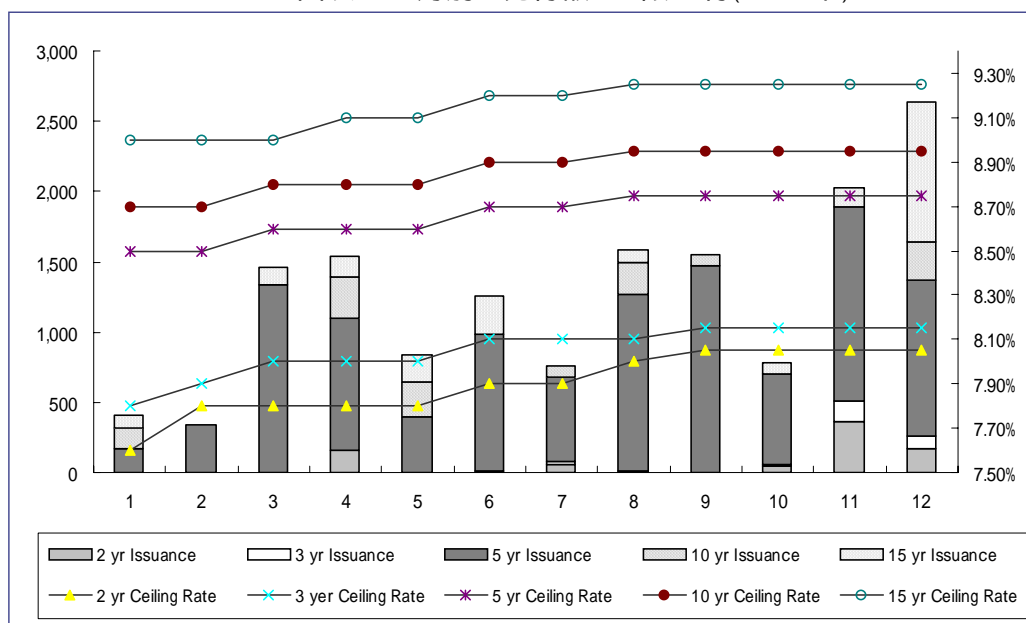
一般に明確な発行計画は、入札者の入札準備のためには重要である。

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

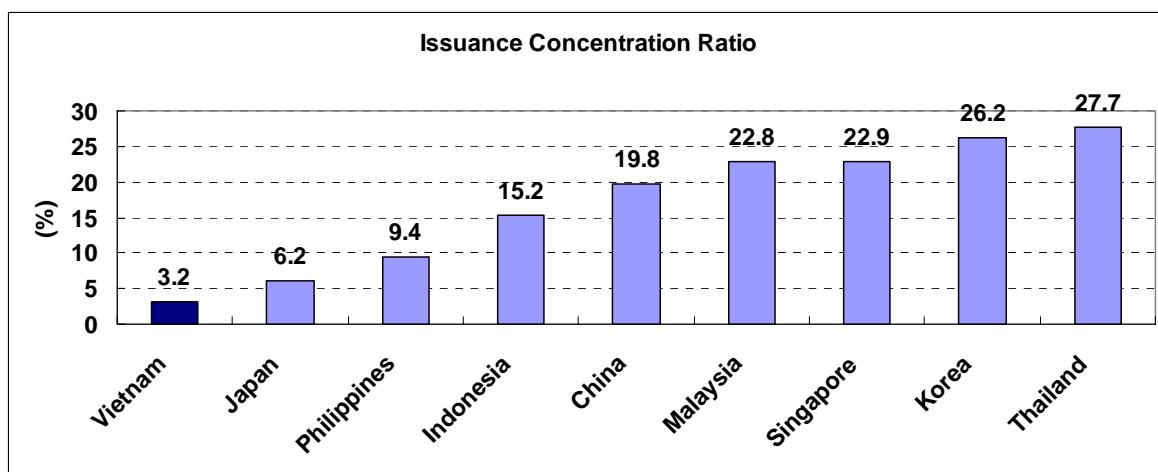
2.3.3. 発行規模

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%			

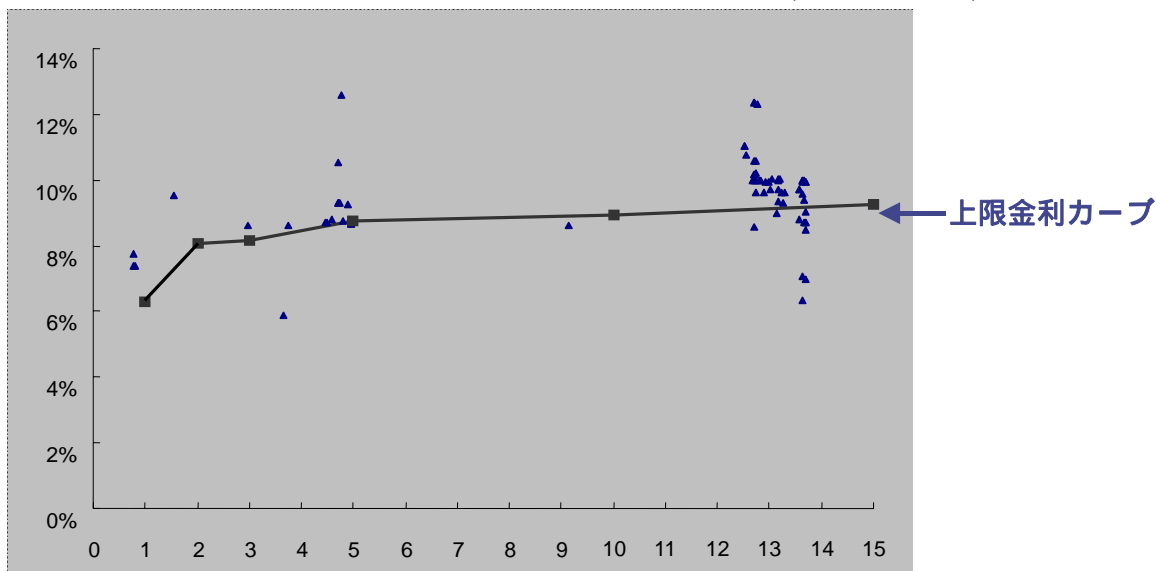
注 1: 2005 年 12 月時点

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

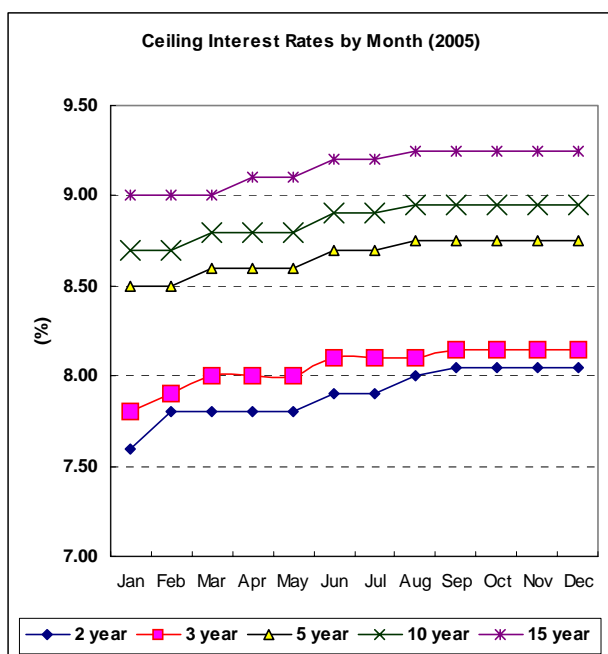
政府短期証券を除くほとんどの政府債は額面発行であるため、上限金利によって発行市場の

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)⁹。

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。

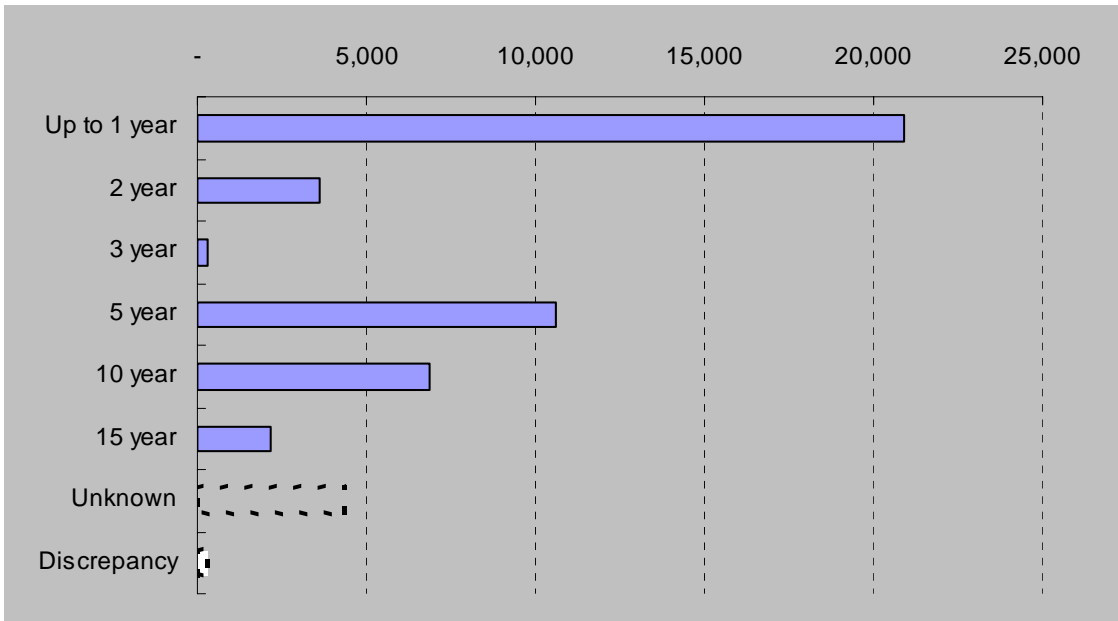
図表 2-13: 月別の上限金利(2005 年)



出所: VCBS

⁹ 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 億円

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)

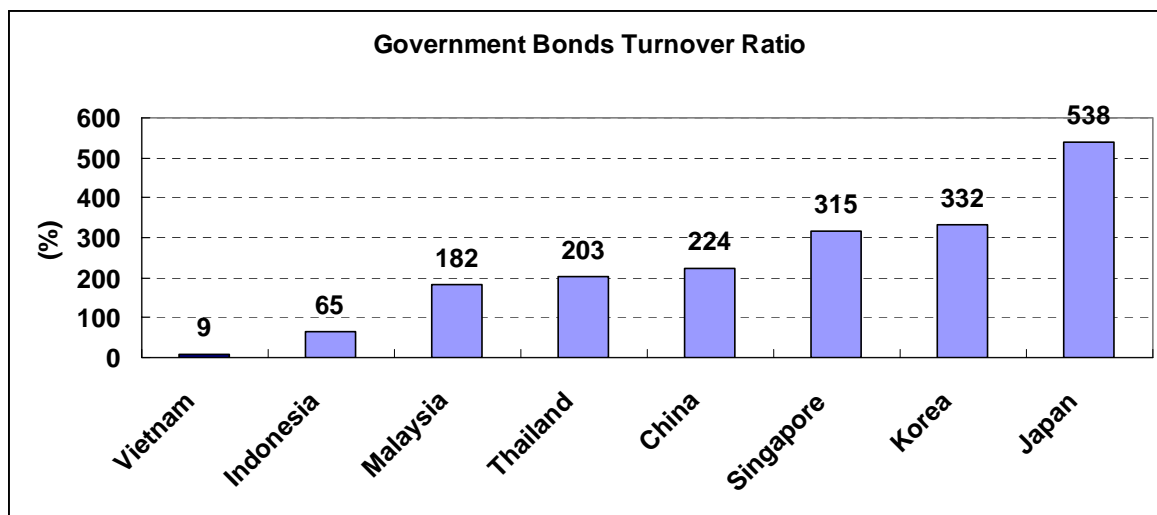
	BVSC		BSC		SSI		FSC		TSC		ACBS		IBS		AGRISECO		VCBS		MSC		HSC		HASECO		DAS		Total		
	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	Buy	Sell	
2005/1	3	2	5	3	3	3	0	0	0	0	2	2	8	5	13	17	19	19	0	0	0	0	1	0	0	1	2	54	54
2005/2	2	1	5	4	3	4	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	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