

3. PD 制度を機能させるために必要な改革

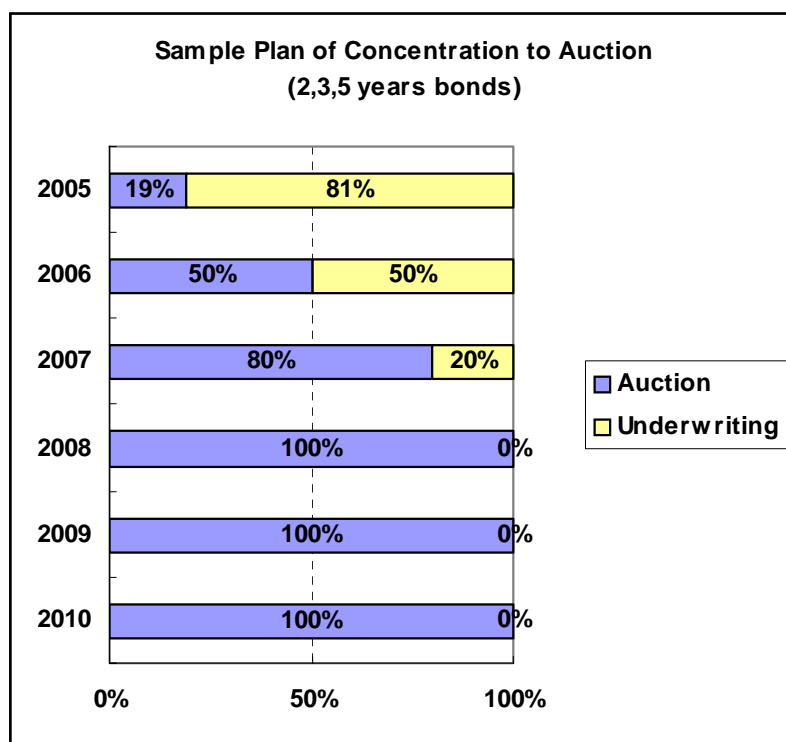
3.1. 発行市場の改革

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



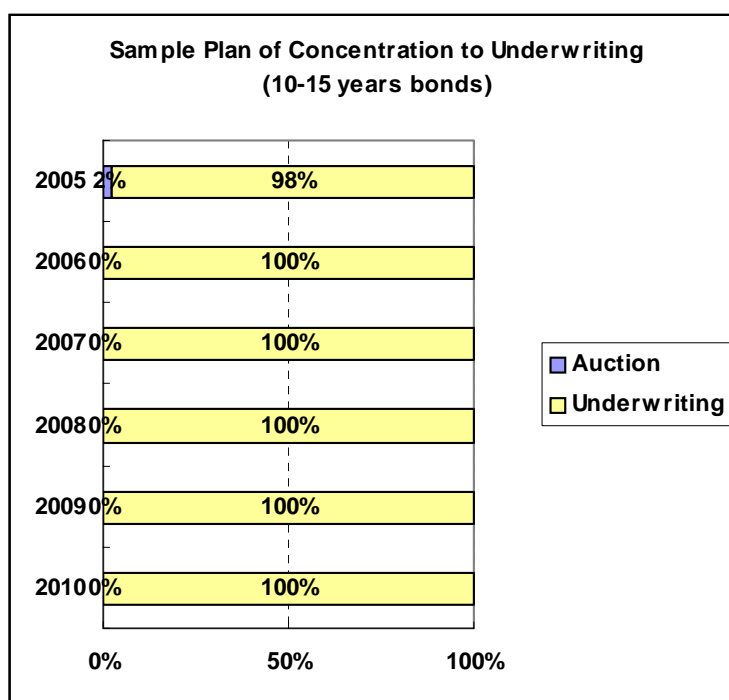
出所:2005 年は財政部より、2006～2010 年は NRI が作成。

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¹⁰。

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。

¹⁰ 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
合計					52,000	

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

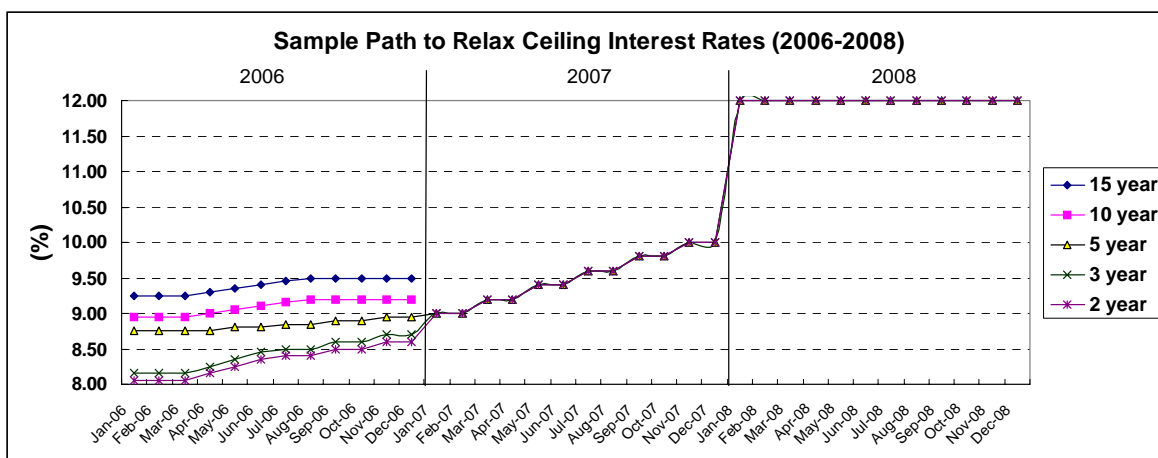
3.1.6. 上限金利の緩和

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

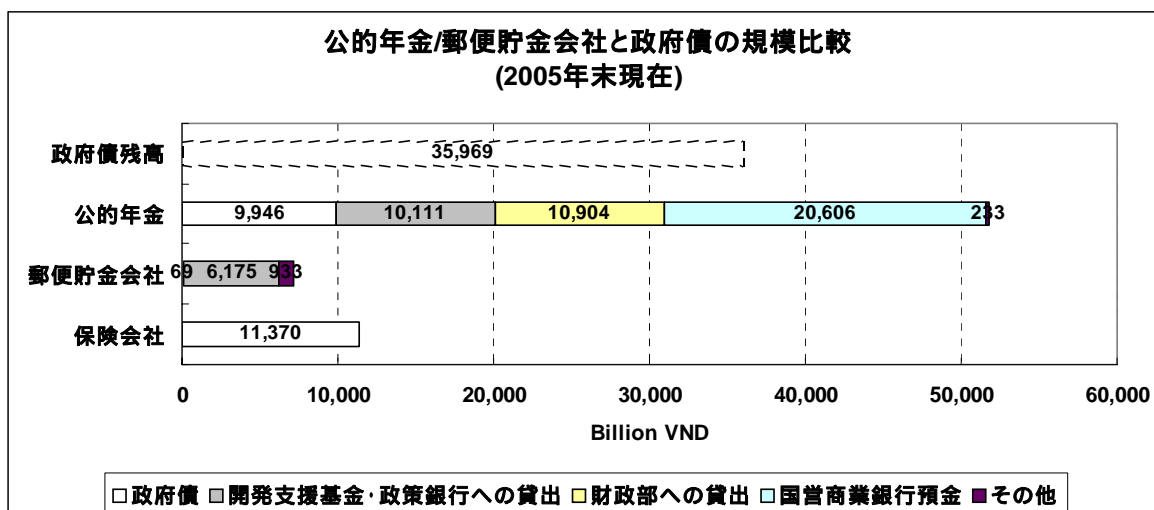
発行方式、発行回数、発行ごとの規模が分散しており、それぞれクーポンや年限が異なるため、仲介機関は流通市場で政府債に値を付け売買するのが困難であった。また、恐らく上限金利の実効性維持を容易にするため、財政部はほとんどの政府債(政府短期証券を除く)を現状は額面価格で売っている。だが、回状 21 と 29 では、政府債の額面以下または以上での販売が入札と引受でそれぞれ許可されている。

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。