



## ベトナム国債市場 市場構造と発展に向けた課題

水野兼悟

ベトナムの政府債は、種類が5種にわたる上に、種類ごとに関係機関の役割が異なる。加えて、上場市場や流通市場も二分しており、外国人には全体像が分かりにくい。本稿では市場構造を整理し、今後の発展に向けた課題について検討する。

### 発行市場

政府債にかかわる政令<sup>注1</sup>に基

づき、ベトナム国内で発行されるドン建て政府債は短期国債、国債、政府保証債、地方債、個人向け国債の5種に分類される。

国債、政府保証債および地方債は、基本的にハノイ証券取引所（HNX）で入札され、上場される。応札資格者はプライマリーディーラー（後述）のみである。ただし、国債と政府保証債の一部（2018年実績で1割強）はベトナム社会保険（VSS）に相対で販売される。

なお、短期国債は17年から、個人向け国債は十数年前から発行されていない（表1、2、3）。

### 公開市場操作

ベトナム国家銀行（SBV）の公開市場操作（OMO）にかかわる通達<sup>注2</sup>では、OMOの方法としてレポ、リバースレポ、アウトライイト（購入および販売）の4取引を規定している。実際には、流動性の供給時には政府債<sup>注3</sup>をレポ取引（18年実績で7～21日、レポ金利4.75～5%）し、吸収時には中銀債（同7～140日、入札金利）を発行（アウトライイト販売）している。一方、SBVは政府債をアウトライイト購入しておらず、よってリバースレポも行っていない。

### 流通市場

政府債の流通市場は、市中取引

表1 政府債の関係機関

機関	主な役割
財政部（MOF）	国債の発行、政府保証債の保証
地方政府	地方債の発行
ハノイ証券取引所（HNX）	入札事務、上場、取引所
ホーチミン証券取引所（HOSE）	一部地方債の上場、取引所
ベトナム証券留記中心（VSD）	保管振替
ベトナム国家銀行（SBV）	資金決済
ベトナム投資開発銀行（BIDV）	HOSE上場地方債の資金決済

注）2007年以前に発行された地方債のみHOSEに上場

表2 政府債と中銀債の市場参加者

		入札事務	上場	保管振替	資金決済	投資家	
						発行市場	流通市場
政府債	短期国債	SBV	HNX	VSD	SBV	プライマリーディーラー	商業銀行
	国債	HNX	HNX	VSD	SBV		機関投資家
	政府保証債	HNX	HNX	VSD	SBV		
	地方債		HNX	HNX	VSD	SBV	一般
			HOSE	VSD	BIDV		
中銀債		SBV	なし	SBV	SBV	商業銀行	商業銀行

注) 個人向け国債の制度はあるが発行されていない  
出所) Decree no. 95/2018/ND-CPなどより作成

表3 政府債と中銀債の発行

			兆ドン			
			2016	2017	2018	
発行額	政府債	短期国債	20	0	0	
		国債	282	160	166	
		政府保証債	34	34	26	
		地方債	4	2	0	
		計	339	196	192	
	中銀債	723	643	845		
残高	政府債	短期国債	0	0	0	
		国債	766	830	925	
		政府保証債	143	146	141	
		地方債	HNX	21	22	20
			HOSE	3	2	2
	計	933	1,000	1,089		

注1) 中銀債の残高は非公表だが、短期なため僅少と推察される

注2) 1兆ドン未満は四捨五入  
出所) HNX、HOSE、SBV

とOMOに二分されている。

市中取引は場外（OTC）で約定され、HNX（またはホーチミン証券取引所〈HOSE〉）の取引

プラットフォームで執行される。プットスルー方式と呼ばれている。HNXの政府債取引会員には、証券会社だけでなく商業銀行もな

ることができる。会員以外の機関投資家は会員を介して取引する。政府債を含む上場証券には取引所への取引集中義務（プットスルー方式でも可）が果たされているため、市中参加者による取引情報はHNX（および一部HOSE）に集約されている。

OMOでの政府債取引は、SBVのインターバンク・プラットフォームで約定・執行される。参加者は与信機関（商業銀行を含む）のみである。HNX・HOSEの取引プラットフォームとは無関係であり、HNX・HOSEの取引統計にも表れない（表4）。

### プライマリーディーラー

プライマリーディーラー（PD）制度には、2019年は15社（うち12商業銀行、3証券会社）が参加している。PDは政府債への排他的な応札権を付与される代わり

表4 政府債の流通

		兆ドン			
		2016	2017	2018	
アウトライト (市中)	国債	969	1,180	970	
	政府保証債	140	84	105	
	地方債	HNX	2	3	1
		HOSE	0	0	0
	計	1,111	1,268	1,075	
市中レポ	国債	487	891	975	
	政府保証債	120	219	196	
	地方債	HNX	0	1	0
		HOSE	0	0	0
	計	608	1,111	1,171	
中銀レポ		367	579	646	

注) 1兆ドン未満は四捨五入  
出所) HNX、HOSE、SBV

に、発行と流通市場のそれぞれで一定以上の購入とアウトライト取引の義務を負う。流通市場において気配値の提示義務はあるが、約定義務はいまだ課されていないので、マーケットメイク制度としては機能していない。

財政部（MOF）はPD参加者とその権利と義務を毎年見直しており、数年内にはマーケットメイク制度を導入したいとしている。

### 債券市場協会

商業銀行や証券会社などから構成されるベトナム債券市場協会（VBMA）<sup>24</sup>では、自主的な取り組みとしてマーケットメイク制度を導入している。2019年は会員の

うち12社が、一定スプレッド以内での気配値の提示と一定額以上の約定の義務を負っている。

同協会は会員5行からの提示を基に国債の一年超イールドカーブを日次で公表しており、これが金融市場におけるベンチマークとなっている。

また、19年第2四半期から、会員のうち先行20社で標準レポ契約書<sup>25</sup>を導入し、市中レポの活性化を図る。

### 国庫管理

MOFはSBVにある国庫口座に残高を日々集約しておらず、国庫単一口座（TSA）が機能していない。国庫局は4大国有商業銀行

を含む複数の商業銀行に口座を保有し、残高を残している。MOFの国庫管理にかかわる通達<sup>26</sup>では、3カ月以内の定期預金まで開設できる。

MOFは国庫残高を公表していない。しかし、IMF統計<sup>27</sup>によると、2017年末残高は約305兆ドンと推計<sup>28</sup>できる。一方、地元証券会社の分析<sup>29</sup>によると、主要16行の財務諸表で確認できるだけで、同年末の商業銀行での国庫預金残高は273兆ドンに上る。分析対象の16行に含まれていない4大国有商業銀行の一つであるベトナム農業農村発展銀行<sup>30</sup>にも残高があると見られる。それを勘案すると同年末時点では、国庫残高の9割以上が商業銀行に預金されていたことになる。

当面使途のない現金があちこちに分散しており、国庫キャッシュフローの予測精度を落としていくと推測される。これでは、資金繰りのために短期国債を発行する意味は薄れる。また、いわば国庫局自身が商業銀行に流動性を提供しているため、流動性調節手段としての政府債の活用度を下げていると考えられる<sup>31</sup>。

### 課題と取り組み

政府の債券市場ロードマップ2017-20<sup>32</sup>では、政府債について先物、証券貸借、借換債、買入消

却、PDマーケットメイク制度、商品の多様化（変動利付債やストリップス債、インフレ連動債）、短期イールドカーブの形成などが取り組み課題として挙げられている。これらのうち、先物市場は2017年8月に開設された<sup>注13</sup>。政府債貸借は18年から<sup>注14</sup>、借換債と買入消却は19年1月から制度導入された。また、17年8月から政府債の資金決済が、商業銀行（BIDV）からSBVに移管された。

このように政府債にかかわる制度改善は着実に進んでいる。一方、ロードマップに明記されていないが重要と考えられる課題としては、以下の3点が挙げられる。

第一に、HNXでの政府債の取引価格が市場金利を必ずしも反映しているとは限らない。場外で約定された取引が、HNXの取引プラットフォームに輸入され執行されるまでの時間に、制限がないためである。つまり、取引から資金決済までが、約定（T）+プットスルー（P）+1となっており、市場関係者によればTとPの間で数営業日あることも間々ある。HNXの債券取引会員規則においてTからPまでの時間制限を設け、それを徐々に短くしていく必要があるだろう<sup>注15</sup>。

第二に、MOF内部で政府債に関係する局と権能が三分している。①銀行金融機関局は政府債にかかる政策、ロードマップ、政令・省令などを起草する。②国庫局は政府債の発行計画を策定・公表し、実際に発行し、資金を管理する。③公的・対外債務管理局は返済など債務を管理する。たとえば、発行・資金管理と債務管理の権能が分かれていることが、借換債や買入消却の実行を難しくしていると考えられる。本質的には局間での権能の移譲、できれば一元化が必要となるが、解決するにしても時間がかかるだろう。

第三に国庫の資金管理である（上述）<sup>注16</sup>。商業銀行のコアバンキングシステムの進化や国庫業務の非現金化などにより、国庫残高のSBVへの集約化、一元管理が進むと期待したい。

#### 注

- 1 Decree no. 95/2018/ND-CP
- 2 Circular no. 42/2015/TT-NHNN
- 3 制度上は他の有価証券でも可能だが、実際に使われているのは政府債
- 4 ベトナムの証券法規に自主規制機関（SRO）の概念はない
- 5 国際資本市場協会（ICMA）の雛

- 形（GRMA）に準拠
- 6 Circular no. 314/2016/TT-BTC
- 7 IMF、4条協議報告書、2018年7月
- 8 政府預金対GDP比6.1%×GDP5,008兆ドン=305兆ドン
- 9 Rong Viet Securities, "Special report: Public investment disbursements and treasury deposits at commercial banks," 25 May 2018
- 10 同行の財務諸表（2017年末）は公開されているが、政府預金と中銀借入の仔細にかかわるページは非公開
- 11 SBVによる金融政策へも影響大。また、SBVが各行の政府債の保有仔細をVSDから常時に得られていないことも、金融政策を難しくしていると考えられる
- 12 Decision no. 1191/2017/QĐ-TTg
- 13 国債先物は未開始
- 14 取引実績はいまだない
- 15 HNXの市場監視機能も要強化
- 16 拙稿「ラオス国債市場（『知的資産創造』2018年9月号）」では、TSAが機能している国の一つにベトナムを挙げていたが、ここに訂正する

水野兼悟（みずのけんご）

野村総合研究所（NRI）グローバルインフラコンサルティング部上席コンサルタント