

## IOSCOによる社債市場のディスカッションペーパーの概要

### コロナ拡大当初の混乱を踏まえ、市場流動性の改善策を議論

金融庁 総合政策局 総務課 国際室 課長補佐 藤原 慎也

4月6日、証券監督者国際機構(IOSCO)はディスカッションペーパー「COVID-19による市場ストレス下における社債市場の流動性要因」(以下、本報告書)を公表した。<sup>1</sup>新型コロナウイルス感染症の拡大に伴い2020年3月を中心に生じた市場の混乱期(以下、3月混乱期)は、社債市場にとってストレス下の強靭性が試された時期であったといえる。IOSCOは、3月混乱期における社債市場の調査結果を本報告書にまとめた上で、計23の質問事項を掲載して広く市中の意見を求めている。本稿では、本報告書と意見募集の概要について紹介する。また、調査過程で得た日本の社債市場の所見について簡単に紹介する。

### 3月混乱期の市場流動性とその要因を分析

本報告書の調査対象は米国、ユーロ圏、英国、カナダ、日本、ブラジルの各法域内で発行された、それぞれ米ドル、ユーロ、英ポンド、カナダドル、日本円、ブラジルリアル建ての社債である。①新型コロナウイルス感染症発生下における社債の流通市場の流動性、<sup>2</sup>②流動性需給の観点からの市場参加者の行動、③近年の市場構造の進展、の三つの調査を行っており、概要は以下のとおりである。<sup>3</sup>

#### ■社債市場の流動性

不確実性の高い3月混乱期の市況の下、現金等の流動性の高い資産を求める投資家の売却圧力が高まった。しかし、市場は流動性需要を十分に吸収できず、低格付け債や大口の取引が困難となるなど、多くの法域で市場流動性が大きく低下した。もっとも、各国政府および中銀による政策および支援プログラム等の介入により市場機能は速やかに回復したため、最も大きな混乱が生じた期間は2、3週間程度にとどまった。

#### ■市場参加者の行動

流動性供給主体であるディーラーは、3月混乱期の流動性需要を十分に吸収でき

<sup>1</sup> <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS640.pdf>(メディアリリース)

<sup>2</sup> 本報告書では市場流動性の定義を明示していないが、市場流動性の高い市場とは、市場参加者が大口の取引を比較的小さな価格変動で速やかに執行できる市場を意味する。

<sup>3</sup> 本報告書の内容については、すべての法域に該当するものではない注記が付されている(本報告書脚注3参照)。

なかった。世界金融危機(GFC)後の自己資本規制強化や流動性規制の導入等によりディーラーはマーケットメーカー<sup>4</sup>として当時よりも強靱だったといえる。しかし、多くのディーラーは買い付け拡大に慎重となり、消極的または選択的なマーケットメイクを行い、保有在庫を減少させる等の対応を行ったため、その限度で流動性低下を緩和する効果は失われた。現時点でディーラーに代わる流動性供給主体やマーケットメイクを改善する取り組みは限定的であるため、ストレス下における突然の著しい流動性需要の吸収は必ずしも容易ではない。

長期投資家(主に保険会社と年金基金)とディストレスト投資家(ヘッジファンド等)の行動に関するデータは限られており、3月混乱期における流動性需要増への影響を把握することは困難であった。一部の法域では、長期投資家は中銀介入発表前には大きく動かず、発表後に買いを増加させた。また、ディストレスト投資家は、オポチュニスティックに行動し、中銀介入発表直後に買いを増加させ、その後売りに転じた。社債に投資する一部のオープンエンド型ファンド(OEF)は、投資家からの解約増に対応するために資産売却を行い、社債市場の売却圧力に一定程度寄与した。

### ■市場構造の進展

GFC後、社債市場規模は米国等で著しく拡大しており、小口取引における電子取引の拡大や債券ETFの普及による投資家層の多様化等の進展が見られる。しかし、社債市場では大手機関投資家のバイ・アンド・ホールドが広く行われ、取引頻度の高い銘柄は限定的である。また、発行条件等の標準化は普及していない。さらに、大口取引はディーラーとの電話等のボイス取引が中心であり、少数の大手ディーラーによるマーケットメイクの重要性は依然として大きい。こうした社債市場の構造上の特徴は、3月混乱期の流動性供給を制約する一因となった。

### 流動性供給を詳細に分析、社債「標準化」の議論も

筆者は、本プロジェクトの作業部会に参加して情報収集と報告書作成過程に関与した。本報告書について、先に挙げた3点に沿って補足する。

本報告書では、社債市場の流動性について流動性指標等を用いて検討しており、多くの法域において中銀介入発表前に取引コストが著しく上昇していたこと等から、流動性低下が観察された。

なお、取引量や取引件数等については、混乱期前と比較しておおむね同水準以上であり、この観点からは顕著な流動性低下の示唆は得られなかった。また、発行市場については、混乱期に鈍化した法域が多かったものの、中銀介入発表後の起債はおおむね活発となった。本報告書は、発行市場と流通市場は相互に影響するとして、

<sup>4</sup> 取引所の制度としてのマーケットメーカーではなく、気配提示や対顧客売買を通じて流通市場の取引を円滑化する者という意味で用いる。マーケットメイクは一般的に市場流動性を高める。

混乱期が短期に終わったため、その影響を判断するのは困難としている。

市場参加者の行動については、流動性供給主体であるディーラーの分析が詳細に行われている。規制や電子取引の普及程度に応じた実務の違いはあるが、ほぼ全調査法域において少数の大手ディーラーを通じた店頭取引が一般的である。

前記のとおり、多くのディーラーは流動性供給に慎重な姿勢を示した。本報告書は、その要因として、3月混乱期の著しい売買不均衡、リスクアペタイトとバランスシート管理の必要性、市場の著しい不確実性の3点を挙げている。ほかにも、(ディーラーの流動性供給キャパシティーの成長をしのご勢いで)市場規模が急拡大したこと、自己資本比率規制のリスクアセットによる制約(特に信用リスクとマーケットリスク)、CD S等のヘッジコストの増加、在宅勤務環境への移行の影響も挙げている。

市場構造の進展に関する議論のうち、社債の発行条件等の標準化(例えば最低発行額の設定、利払日や償還期日の類型化等)による流動性改善の可能性に関しては、調査過程で市場参加者からさまざまな見解があった。例えば、社債は多数の異なる番号が存在する代替可能性の低い金融商品であるが、標準化は代替可能性を実質的に高めて取引を容易にし、このことがディーラーへの依存を減少させるとともに、電子取引の利用を促進して市場流動性を改善するとの意見があった。他方で、標準化は発行体のニーズに応じた資金調達の一多様性・柔軟性に悪影響があるという意見や、標準化に対応できる大手発行体と対応できない発行体の二極化が進むため、望ましくないといった意見も見られた。

### 電子取引の影響も議論

本報告書は、電子取引の影響についても検討している。社債の電子取引は、近年、特に米国で普及してきた。電子取引の意味について、本報告書では参加者の範囲や機能を特に区別していないが、例えば単一のディーラーとの取引を円滑化するものや、多数の者へのRFQ(Request for Quote=売買を希望する銘柄・数量等を参加者に打診すること)から約定まですべてプラットフォーム上で行うものなど、さまざまな形態があり得る。後者の例としては、近年注目されるオール・ツー・オール取引が挙げられる。

オール・ツー・オール取引は、多数のディーラーや投資家が参加して、参加者間で直接的に取引できるプラットフォーム上の取引を指す(例えばMarketAxessのOpen Trading)。参加者は、例えば、複数のディーラーと多数の投資家に対して同時にRFQを送り、気配提示のあった相手方と直接的に取引できる。ルールや運用次第ではすべての参加者が流動性供給主体となり得る。米国では投資適格債の取引のうちオール・ツー・オール取引の割合が、8%(2019年)から12%(20年)に拡大したとの推計がある(本報告書脚注61参照)。

電子取引の効果について、一部の市場参加者からは、3月混乱期において米国でオール・ツー・オール取引の利用が流動性を促進したとの見解があった。他方で、3

月混乱期のピークといえる中銀介入前において電子取引は逆に減少したことを示唆するデータがある(本報告書脚注59、60参照)。また、3月混乱期においては多くの機関投資家がボイス取引に移行し、事態の急速な展開に電子取引の価格形成が追い付かなかったとの見解もあった。

本報告書は、電子取引の市場流動性への効果について結論を留保している。また、ストレス下のオール・ツー・オール取引の強靱性についても現時点で明らかではないとして、これらについてさらなる情報や意見を求めている。

### 日本の社債市場では大きな混乱は見られず

日本の社債市場について補足する。本報告書では、日本の社債市場について、3月混乱期の市場流動性への影響は比較的小さかったと記述している。これは当時取得し得たデータ、市場関係者サーベイ、ラウンドテーブル会合等を踏まえたものである。以下、主にデータから得られた所見の一部を紹介する。特に断りのない限りデータへの言及は日本証券業協会の公表する統計情報に基づく。<sup>5</sup>誌面の都合上、図表は一部省略する。

日本の社債市場は全体としては近年拡大傾向にあり、普通社債の発行残高は19年までの10年間では1割程度の増加だったが、19年1月から22年1月までの3年間では3割近く増加した。債券流通市場全体では国債が大半を占めており、相対的に社債の占める割合は少ない。社債の取引方法は大手証券会社とのボイス取引が主流であり、約定まで電子取引で完結する実務は普及していない。格付けに関しては、筆者が確認できた限り20年上半期においては投資適格債が大半を占めており、投機的格付けを付与されたものはごくわずかであった。これらは従前から指摘される日本の社債市場の特徴とおおむね一致するが、発行残高の比較的高い増加はここ2、3年の傾向といえる。

3月混乱期の発行市場については、起債の見送りが一定程度見られたものの、月次ペースでは前年比で著しい発行減は見られなかった。背景としては市場混乱期が比較的短期で終わったことや、決算期末であり起債の条件決定を混乱期ピーク前におおむね終えていたことなどが推測される。

売買高と売買回転率<sup>6</sup>の各指標については、いずれも20年3月の数値は前月比約6割増であり、これは19年3月の前月比約15%増を大きく上回る。また20年2月から4月にかけて、それぞれ前年同月の数値を上回った。3月混乱期前後で取引が活発化したことが推測され、特段の流動性低下の示唆は得られなかった。

<sup>5</sup> <https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/index.html>

<sup>6</sup> 売買高は日本証券業協会の「公社債店頭売買高」の社債が対象。売買回転率は売買高を「公社債発行額・償還額等」の普通社債で除しており、社債と普通社債の範囲は完全には一致しない。

取引件数については、日本証券業協会が発表する社債の取引情報に基づき、ダブルA格相当以上の社債の取引のうち、1取引の取引数量が額面1億円以上など一定の条件を満たす取引について計測した。<sup>7</sup>高格付け債に限った分析ではあるが、取引件数は全体的に20年3月に大きく増加し、その後数カ月間にわたって3月混乱期前よりも高い水準で推移しており、特段の流動性低下の示唆は得られなかった。

取引コスト指標については、本報告書ではビッド・アスク・スプレッド(最良買い気配値と最良売り気配値の差)等の取引コスト指標を用いているが、日本では包括的なデータの取得は困難であった。本稿では、簡易であるが、実効スプレッド(約定直前の最良気配値の仲値と約定価格の差を投資家が合意した取引コストと見る指標)のアプローチを参考として、約定単価と公社債店頭売買参考統計値(平均値)の差異をもって取引コストの推移の示唆を得ることとしたい。<sup>8</sup>

前記差異をディーラーからの買い付け・ディーラーへの売り付け別に集計して日次平均すると、図表のとおりである。買い付けはプラス方向の乖離が大きければ投資家の取引コストが高く、売り付けはマイナス方向の乖離が大きければ投資家の取引コストが高いことを示唆する。20年3月と4月において、売り付けはマイナス方向の乖離が大きくなっており、取引コスト上昇の示唆がある。同水準の乖離は19年8月前後にも生じている。20年5月以降は、売り付けのマイナス方向の乖離幅は大きく縮小している。他方、20年3月および4月の買い付けについては、それ以前の期間と比較して全体的に顕著な乖離までは見られなかったが、5月以降は全体的にプラス方向の乖離幅がやや大きくなっている。

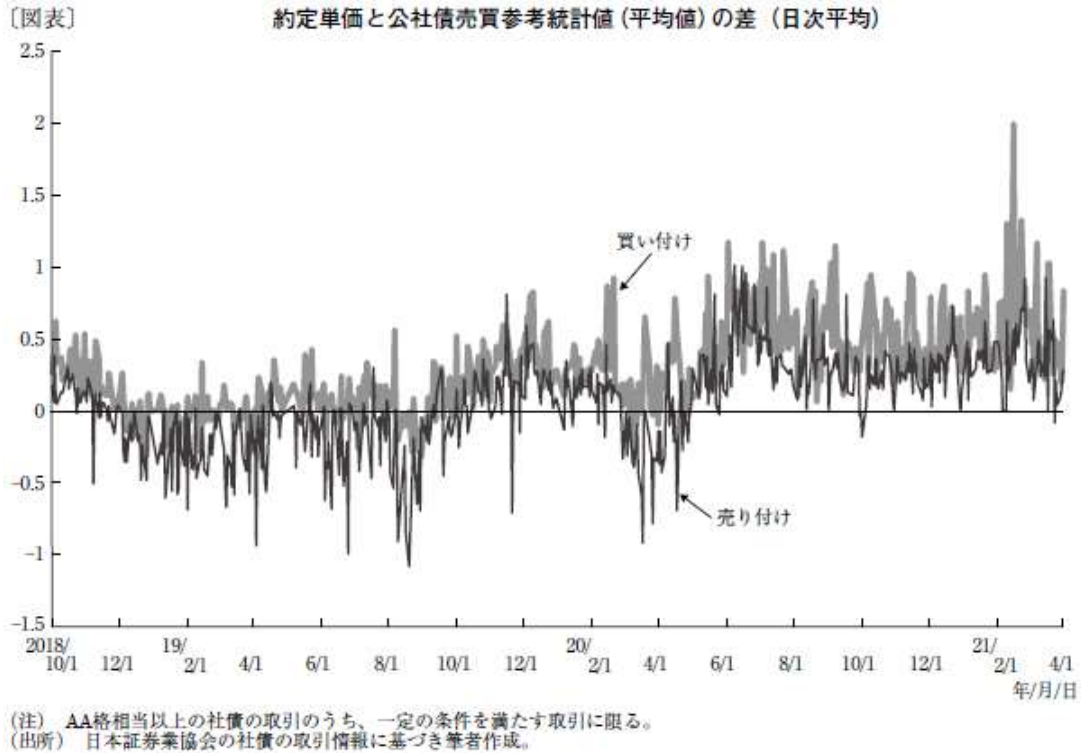
前記はあくまで一定の条件を満たすダブルA格相当以上の銘柄を対象としており、社債市場全体の傾向を示すものではないが、3月混乱期以降、高格付け社債に関して取引コストに一定の影響が生じたことが示唆される。

---

<sup>7</sup> 2021年4月1日からは一定の条件を満たすシングルA格相当の銘柄も発表対象となった。

<sup>8</sup> 公社債店頭売買参考統計値は、日本証券業協会の指定報告協会からの気配(当日の午後3時現在における額面5億円程度の売り気配と買い気配の仲値)の報告に基づき同協会が日々算出し発表する参考情報である。

指定報告協会会員は、公社債店頭売買業務に精通するなど一定の条件を満たす協会会員が審査の上で指定される。主要なディーラーによる気配の仲値の平均値が、おおむね市場の価格期待値に近づくという前提に立てば、当該仲値の平均値と約定単価との差異には、取引コストの増減がある程度反映されると考えることができる。もっとも、当然ながら、公社債店頭売買参考統計値の気配時点は必ずしも約定直前ではないこと、5億円程度という想定額面と取引額面が異なり得ることなど、実効スプレッドから乖離し得ることに留意を要する。



\* \* \*

IOSCOは本報告書の内容や今後の取り組みについて、計23の質問を掲載して6月30日まで意見を募集している。IOSCOの関心事項として特筆されているのは、社債市場の機能や流動性の改善に関する意見と、取引データの拡充に関する意見である。

社債市場は、これまで他の金融商品市場と比べると伝統的な取引手法が重視されてきたが、本報告書に記載のとおり近年、徐々に新たな進展が見られる。ディスカッションペーパーには、社債市場の動向に関する知見を深めて市場流動性の改善を検討していくIOSCOの意欲が表れている。各法域の状況を踏まえた率直な意見が提出されることを期待したい。

(本稿で述べられている意見等は筆者の見解であり、金融庁の見解ではない)

#### ふじわら しんや

弁護士・ニューヨーク州弁護士。09年弁護士登録(第一東京弁護士会)。長島・大野・常松法律事務所、デービス・ポーク・アンド・ウォードウェル外国法事務弁護士事務所を経て、19年から現職。