

## 米国を中心に注目を集める社債取引プラットフォーム

吉川 浩史

### ■ 要 約 ■

1. 米国社債市場は発行が活発で、金融危機後も市場規模が拡大しているが、流動性は必ずしも向上せず、売買回転率は低下している。
2. 背景には金融規制の強化がある。バーゼルⅢやボルカー・ルールといった規制は、社債市場でディーラーとして活動する銀行が社債を保有したり自己勘定取引を行うことを制約し、ディーラーは社債の在庫を削減している。
3. 社債市場の流動性低下を受けて、機関投資家向けの社債取引プラットフォームの設立が活発化している。様々な取引方式が存在するが、足元では投資家が複数のディーラーの気配にアクセスできるマルチ・ディーラー・プラットフォームに取引が集まりつつある。
4. 金融規制強化を受けて社債取引のプラットフォームへの移行は今後一層進む可能性がある。どのような取引方式のプラットフォームが投資家の取引を呼び込み、社債市場の流動性を高めることができるのか、その動向から引き続き目が離せない。

### I はじめに

世界的な金融危機を教訓に、金融機関の破綻が市場を通じて伝播するシステムック・リスクを軽減し、金融システムを安定化させることを目的に、各国・地域で金融規制の強化が進められている。しかし、規制強化により金融機関のリスクテイク能力が低下し、米国社債市場においてはディーラーとして取引を行う金融機関が社債の保有額を削減したため、市場流動性の低下につながったと指摘されている。

そうした中、投資家間の取引を促す社債取引プラットフォーム（以下、プラットフォーム）の設立が活発化し、取引全体に占めるシェアも高まりつつある。本稿では、米国社債市場でプレゼンスが高まるプラットフォームの動向を概観し、今後の展望を考察する。

## Ⅱ 米国社債市場の拡大と流動性低下

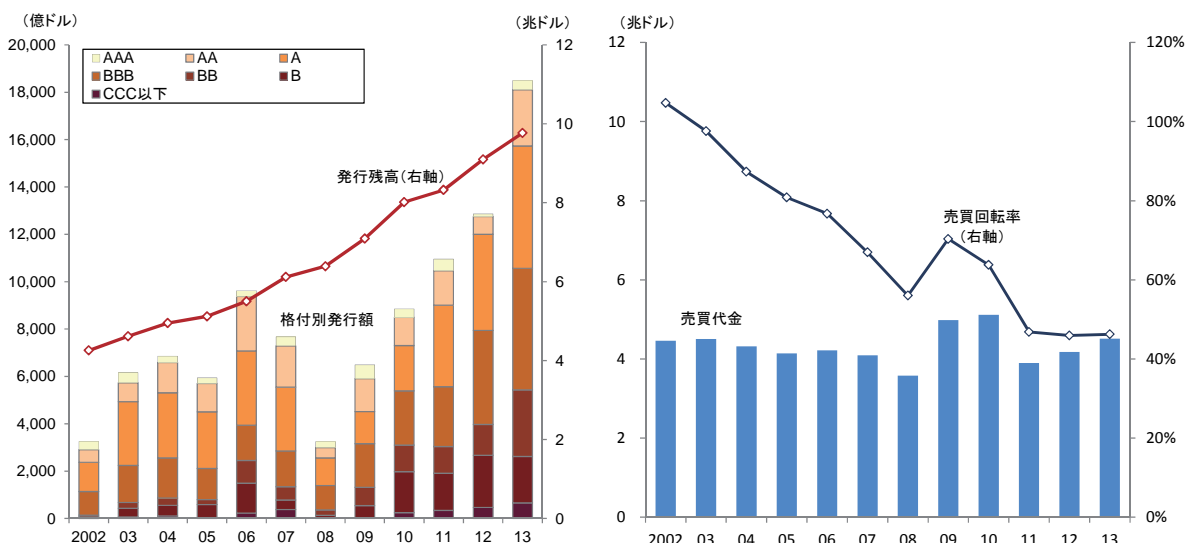
### 1. 社債発行の活発化と市場規模の拡大

米国社債市場は、その規模や多様な発行体と投資家の存在から、世界で最も発達しているといえる。金融危機後も引き続き市場規模が拡大しており、発行残高は 2002 年の 4.3 兆ドルから 2013 年には 9.8 兆ドルまで大幅に増加している（図表 1）。また、発行額は同期間に 3,260 億ドルから 1.8 兆ドルに急増し、BB+以下のハイ・イールド債の発行も足元では全体の 30%を占める。

その背景には、金融危機の影響により企業向けのローンが絞られる一方で、日米欧の中央銀行の金融緩和政策によって市場では低金利・低スプレッドで資金が調達可能となっている状況がある。企業による金融機関等からの借入残高は、2002 年末の 1.4 兆ドルから 2008 年末には 2.2 兆ドルまで増加するも、2013 年末には 1.7 兆ドルまで減少している。また、米連邦準備理事会（FRB）は金融危機以降、量的緩和政策を断続的に講じ、政策金利はゼロ近傍で推移している。

このため、発行体は社債市場からの資金調達の比重を増しており、2013 年 9 月には米通信大手のベライゾンが過去最大の規模となる 490 億ドルの起債を実施した。他方で年金基金や投資信託などの機関投資家は少しでも高い収益率を求め、ハイ・イールド債も含めて社債への投資を増やしている。例えば、投資信託は 2008 年以降、米国の社債を総額で約 1.5 兆ドル購入しており、同期間における社債発行残高の増加額の約半分に相当する<sup>1</sup>。

図表 1 米国社債市場の市場規模と流動性



(注) 1. 優先・劣後債も含む公募社債（新株予約権付社債を除く）の金額。  
2. 売買代金、売買回転率は、日次の平均売買代金を基に、年間取引日数を 250 日として算出。  
(出所) SIFMA、Thomson One より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> “Exit Anxiety Seen as Mutual Funds Hog Corporates: Credit Markets”, *Bloomberg*, 2014/4/9.

## 2. 売買回転率の低下

米国社債市場の流動性に目を向けると、社債発行が増加し市場が拡大しても、流動性は必ずしも向上していないことが分かる（図表 1）。社債の売買代金は 2002 年以降、大きな変化はなく、年間 4~5 兆ドルの水準で推移している。社債発行残高は増加しているため、売買回転率は低下している。

売買回転率の中期的な低下傾向の背景には、社債の価格透明性向上を図る改革により、2002 年に TRACE (Trade Reporting and Compliance Engine)<sup>2</sup> というシステムが導入されたことで、ディーラーの収益源であったスプレッド（買値と売値の差額）が縮小し、売買が減少したと分析する研究もある<sup>3</sup>。

しかし、直近数年間において引き続き低下している売買回転率の要因としては、金融危機とその後の規制強化の影響が指摘されている。

### III 金融規制強化と米国社債市場

債券市場は従来、株式に比して商品が多様で各銘柄の流動性も高くないことから、取引所取引のシェアは低く、債券ディーラーなどと投資家の相対取引が太宗を占める。そのため、社債市場ではディーラーが流動性を供給してきた。

しかし、金融危機以降、ディーラーは在庫として保有する社債を減らしている（図表 2）。2007 年には最大で 4,170 億ドルの社債が保有されていたが、2013 年末時点では 1,331 億ドルまで大きく減少している。背景に、ディーラーの社債保有を制限、あるいは保有コストを引き上げる金融規制が複数策定され、順次適用されていることがある。

影響が大きい規制としては、グローバルに適用されるバーゼルⅢの自己資本比率規制とレバレッジ規制が挙げられる。いずれも、銀行が自己資本に対して過大な資産を保有することを制限する規制で、社債の保有も制約される。各国・地域の規制当局により、グローバルの水準よりも厳格な規制が導入されるケースもある。

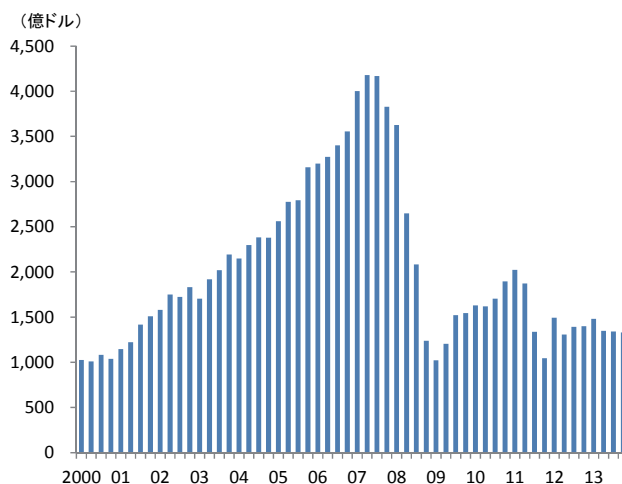
また、各国・地域で策定されている規制として、米国には銀行による自己勘定取引を原則禁止するボルカー・ルールが存在する。同規則が適用されると、銀行は社債を自己勘定で取引できなくなり、例外的に認められるマーケット・メイキングの場合も、その旨を当局に示す必要があり、いわゆる規制遵守コストが負担となる。

さらに、将来米国でも、現在の欧州で議論されているような金融取引税が導入されると、社債取引コストの上昇を招くことから、銀行による社債の保有と取引を一層抑制し、マーケット・メイキングの縮小につながると考えられる。

<sup>2</sup> TRACE について詳しくは、小立敬「社債市場の透明性をめぐる米国の議論—TRACE の導入とその後の評価—」『野村資本市場クォーターリー』2008 年夏号参照。

<sup>3</sup> Asquith, P., T. Covert, and P. Pathak, “The Effects of Mandatory Transparency in Financial Market Design: Evidence from the Corporate Bond Market”, *NBER Working Paper*, 2013.

図表2 米ブローカー・ディーラーの社債保有額



(出所) FRB, “Flow of Funds” より野村資本市場研究所作成

このように、米国では規制強化が社債市場の流動性の低下に影響しているが、その一方で機関投資家には引き続き社債市場で売買を行う需要が存在する。そのため、投資家間の売買注文のマッチングを促進することで社債市場の流動性を確保しようとする動きが生じている。具体的には、ディーラーのバランスシートに負担をかけずに社債を取引することが可能となるプラットフォームに移行する流れが活発化しつつある。今後も緩やかではあるが取引の移行が進むとみられており、足元では 24%程度のプラットフォームでの取引のシェアが 2016 年には 37%まで上昇するとの予測もある<sup>4</sup>。

## IV 社債取引プラットフォーム設立の動き

プラットフォーム自体は新しいものではない。1990 年代後半にも情報技術などの発展を受けて、取引コストが低下するとの期待から 100 を超える取引所やプラットフォームが構想、設立された歴史がある<sup>5</sup>。その際は、先述のような債券市場の特徴から太宗を占めるには至らなかった。しかし、現在は社債市場の流動性低下という課題に直面し、機関投資家向けのプラットフォームの設立が再び活発化している。

### 1. プラットフォームの特徴<sup>6</sup>

一般に、売買注文をマッチングするシステムを（電子）取引プラットフォームと呼ぶ。米国において流通市場の社債取引を支えるプラットフォームの主なタイプとして、①

<sup>4</sup> “TABB Estimates 37% of US Corporate Bond Market will be Executed Electronically by 2016, up from 24% Today”, *Business Wire*, 2014/1/29.

<sup>5</sup> “BlackRock Needs More than Magic to Jump Start Aladdin”, *TABB Group*, 2012/4/24.

<sup>6</sup> SIFMA, “eCommerce in the Fixed-Income Markets: The 2006 Review of Electronic Transaction Systems” より作成。

ディーラー間のプラットフォーム（inter-dealer platform）、②シングル・ディーラー・プラットフォーム、③マルチ・ディーラー・プラットフォームが挙げられる。①は、ディーラー間の取引を促進するものである。②は、機関投資家などに対して1社のディーラーが気配値を示す方式である。③は、複数のディーラーが気配値を表示し、投資家が有利な気配値でマッチングを行う。

また、主な取引・値付け方法には、①request-for-quote システム、②マーケット・メイキング／クロス・マッチング・システム、③オーダードリブン・システムがある。

①は、投資家がディーラーに対して気配の提示を求め、その気配の有効時間内であれば取引執行することができるシステムである。②は、投資家の売買注文を、他の投資家の売買注文、あるいはディーラーが取引時間中に提示する気配値とマッチングするか、投資家がディーラーの気配値での取引を承諾した場合に取引が成立するシステムである。③は、取引所と同様にオーダーブックに売買注文が集約され、マッチングが行われるシステムである。

## 2. 主なプラットフォームの動向<sup>7</sup>

### 1) 大手ディーラーが運営するプラットフォーム

ゴールドマン・サックスは、2012年6月に「GSessions」の運営を開始した<sup>8</sup>。その特徴は、毎週2回、予め定められた時間に売買注文をマッチングするセッションが行われることである。各セッションは5分間で、最初にゴールドマン・サックスがビッド価格、アスク価格を提示し、一定の流動性<sup>9</sup>を保証した上で、各投資家からオーダーを受け付け、マッチングを行う<sup>10</sup>。運営するゴールドマン・サックスのみが気配値を示すシステムのため、シングル・ディーラー・プラットフォームに分類される。

運営開始当初は注目を集めたが、他の大手ディーラーが同時期に設立したプラットフォームや以前から存在するプラットフォームとの競合もあり、GSessionsには想定したほどの取引は集まらなかった。そこで、運営開始から1年強を経た2013年9月、セッションの頻度を1日2回に増やし、それまで10銘柄であった取引銘柄も最低35銘柄に拡充された。各セッションの流動性の保証額も最大3億ドルに引き上げることが検討されたが<sup>11</sup>、てこ入れも功を奏さず、ゴールドマン・サックスは2014年2月、プラットフォームから撤退した<sup>12</sup>。

<sup>7</sup> ここでは、社債市場の流動性低下を受けて設立が相次ぐ機関投資家向けのプラットフォームを紹介している。また、本稿では触れていないが、多くの取引所もリテール向けを含め債券取引プラットフォームを運営している。

<sup>8</sup> “Goldman launches bond trading platform”, *Financial Times*, 2012/6/28.

<sup>9</sup> ゴールドマン・サックスは運営開始当初、各セッションにおいて、投資適格債について最低5,000万ドルの取引、ハイ・イールド債については最低2,500~5,000万ドルの取引を保証し、マッチングが最低金額に満たない場合は同社の債券トレーダーが取引に応じた。

<sup>10</sup> “Goldman Said to Plan Trading System for Corporate Bonds”, *Bloomberg*, 2012/5/4.

<sup>11</sup> “Goldman Revamping Bond-Trading Network”, *The Wall Street Journal*, 2013/9/22.

<sup>12</sup> “Goldman retreats from bond platform”, *Financial Times*, 2014/2/17.

また、モルガン・スタンレーは「Bond Pool」の運営を2012年7月から開始した<sup>13</sup>。ゴールドマン・サックスと同様のシングル・ディーラー・プラットフォームで、売買注文のマッチングを行うセッションの開始時にモルガン・スタンレーがビッド価格、アスク価格を提示し、投資家からの売買注文をマッチングする。同社が取引に応じるケースもあった。セッションは毎週2回実施されていたが<sup>14</sup>、Bond Poolも取引が集まらず、2014年2月にはマッチングが行われない週もあった。

このようにシングル・ディーラー・プラットフォームには取引が集まらず苦戦するところが多い。ディーラーには社債を保有せずに、投資家がプラットフォームを利用する際に手数料を得ることができるというメリットがあるが、投資家からは不利な価格で取引することになると懸念されているようである。他方、ソシエテ・ジェネラルは米国とアジアで社債取引のプラットフォームを構築し、事業を拡張するため人員を拡張すると報じられており<sup>15</sup>、ディーラーによるプラットフォーム設立の動きは継続している。

## 2) 運用会社が運営するプラットフォーム

運用会社のブラックロックは「Aladdin Trading Network」の試験的な運営を2012年から開始した。売買注文や気配値をマッチングするマーケット・メイキング・システムで、投資家は他の投資家と直接取引する。運用会社が運営するプラットフォームとして注目を集め、小規模のディーラーが取引に参加したものの全体としては取引が低調であったと指摘されている<sup>16</sup>。理由としては、すべての参加者に対して誰がどのような気配を提示しているのか見える仕組みであったことや、同一銘柄で残存期間などの属性が類似していても完全に一致しなければマッチングされないなど、プロセスに改善の余地があったことが指摘されている<sup>17</sup>。

2013年4月には、プラットフォーム運営大手のマーケットアクセス（MarketAxess）と米国債券市場において開放的なプラットフォームを構築するための戦略的提携を発表した。現在ではAladdin Trading Networkの顧客の取引はマーケットアクセスに接続され、両プラットフォームの流動性へのアクセスが改善した。

また、足元の動きとしては、資産管理業務や信託業務でグローバルに展開するステート・ストリートが社債の取引プラットフォームの運営を開始した<sup>18</sup>。自己勘定で取引を行う部署を持たず、売買注文のマッチングを行っている。バンク・オブ・ニューヨーク・メロンも同様のサービスの提供を検討していると報じられている。実は両社は、1990年代後半に社債取引プラットフォームに進出したことがあり、ス

<sup>13</sup> “Morgan Stanley Follows Goldman With Fixed-Income Call”, *Bloomberg*, 2012/8/9.

<sup>14</sup> “Banks struggle with proprietary bond-trading networks”, *The Wall Street Journal*, 2014/2/24.

<sup>15</sup> “SocGen beefs up US and Asia bond trading units”, *Financial Times*, 2014/2/2.

<sup>16</sup> “BlackRock Electronic Bond-Trading Fails From Client Imbalance”, *Bloomberg*, 2013/4/24.

<sup>17</sup> “The great bond liquidity drought ... and how to fix it”, *Euromoney*, 2013/10/16.

<sup>18</sup> “State Street enters fray as corporate bond broker; New unit has begun handling trades in the \$9.6 trillion corporate bond market”, *Financial Times*, 2014/2/28.

テート・ストリートは 1998 年に投資適格社債の取引プラットフォームの運営を開始したが、取引が集まらず 2001 年に一度撤退していた。

### 3) 独立系が運営するプラットフォーム

マーケットアクセスは、2000 年の設立時からプラットフォームを運営しており、2013 年には米国の投資適格社債の取引全体におけるマーケットアクセスでの取引シェアが 14%、ハイ・イールド債でも同 5%に達し、米国で最も成功しているプラットフォームである。

マルチ・ディーラー・プラットフォームなので、投資家は多くのディーラー（投資適格社債で 67、ハイ・イールド社債で最大 37）や他の機関投資家にアクセスできる。また、ディーラー等に匿名で気配を求め取引することができる request-for-quote 方式である。国境を越えてディーラー等へアクセスでき、最良の取引条件で執行できるだけでなく、取引前にはリアルタイム及び過去の価格情報が確認でき、データ分析のツールも提供される。このように、単に取引に参加する投資家が多いだけでなく、効率的な社債の取引が可能なシステムとなっており、シェアが高まっている。

さらに、先述のように、2013 年 4 月にはブラックロックとの戦略的提携も発表され、マーケットアクセスの利用者はより多くの投資家へのアクセスが可能となった。

### 4) 複数のディーラーでプラットフォームを構築する動き

シングル・ディーラー・プラットフォームに取引が集まらない中、ドイツ銀行が他の大手投資銀行などと共同で運営するプラットフォームの設立を提案していると報じられた<sup>19</sup>。同社は大手投資銀行（JP モルガン・チェース、シティグループ、バークレイズなど）と設立について協議し、同時に大手運用会社（ステート・ストリートやフィデリティ・インベスツメンツ）とも社債市場の流動性低下に対するソリューションを検討しているとのことである。ドイツ銀行は従来、自社の債券取引システムとして「Autobahn」を運営してきたが、新たな形態でのプラットフォームの立ち上げを検討している。

しかし、その一方、トムソン・ロイターの子会社で、電子取引市場を運営するトレードウェブ・マーケット（Tradeweb Markets）は取扱商品に社債を加えることを計画し、大手投資銀行（バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、JP モルガン・チェース、シティグループ、ゴールドマン・サックスなど）に提案したと報じられた<sup>20</sup>。

複数のディーラーがプラットフォームに参加することで、ディーラー間に価格競争が生じ、投資家は効率的に有利な価格での取引が可能になると期待し、取引が集まりやすくなると考えられる。

<sup>19</sup> “Industry-led European bond platform takes shape”, *The Trade*, 2013/3/18, “Deutsche Bank Said to Propose Creating Bond Platform With Rivals”, *Bloomberg*, 2013/9/26.

<sup>20</sup> “Banks Consider New Corporate-Bond Trading Network”, *The Wall Street Journal*, 2013/11/22.

現状では、シングル・ディーラー・プラットフォームには取引が集まらず、独立系のプラットフォームで取引が活発になっているが、ディーラーによるマルチ・ディーラー・プラットフォーム創設の動きが複数報じられており、社債市場の競争環境は引き続き変化している。

## V 今後の展望と留意点

米国社債市場の流動性の低下を背景に、プラットフォームの設立が活発化しているが、金融規制強化の方向性に修正がなければ、引き続きディーラーによる社債取引は縮小し、取引のプラットフォームへの移行が進む可能性がある。また、米国証券業界の自主規制機関である FINRA (Financial Regulatory Authority) が大手銀行に対し、顧客との債券取引から過大な収益を得た可能性があるとして調査を開始したと報じられているが<sup>21</sup>、当局や投資家から社債取引における価格透明性の向上やスプレッドの縮小を求める声が強くなれば、プラットフォームでの取引の普及を後押しするものとなる。

足元では、マルチ・ディーラー・プラットフォームがシェアを高めているが、どのような取引方式・形態のプラットフォームが投資家の取引を呼び込め、主流となるのか、そして社債市場の流動性を高めることができるのか、各プラットフォームの動向から引き続き目が離せない。

---

<sup>21</sup> “Finra Scrutinizes Banks’ Role in Bond Market”, *The Wall Street Journal*, 2014/4/10.