



### 東アジア域内の決済システムインフラ整備を考える<sup>1</sup>

経済調査部部長 絹川直良

(Naoyoshi Kinukawa)

e-mail: [kinukawa@iima.or.jp](mailto:kinukawa@iima.or.jp)

東アジアにおける決済システムの今後のあり方について考えてみたい。

#### 債券市場インフラ整備の重要性

東アジアの各国債券市場は、ABMI や ABF に代表されるここ数年当局者を中心にした集中的な動きに助けられてインフラ整備が進み、市場規模も拡大している。

アジア各国それぞれの国内債券市場インフラ整備が必要でありかつこれが基本であることは、決済システムの整備についても同様である。

むろん、整備された金融センターの決済インフラはモデルとして機能しうる。東アジア地域では香港、シンガポール、韓国は早くから整備が進んでいた。日本の決済システムには近年大きな改善が見られる。

#### クロスボーダーの証券投資に対する障害要因除去の重要性

現在アジア各国に存在している、為替管理を始めとするクロスボーダー証券投資の制約要因を取り除いていくことも必要である。さもないとクロスボーダーの投資が活発化する可能性は低い。この点、ABMI の WG-3 において一昨年末以来クロスボーダーの証券投資にまつわる障害について日本銀行が中心となって調査が進められている<sup>2</sup>が、この解明には大きな意味がある。

クロスボーダーの投資は外 内と内 外の双方向があるが、両方の面でインフラ整備が進められ、証券投資に係わるリスクが軽減されることが必要である。まずは、大きな貯蓄

<sup>1</sup> 本稿は、外国為替貿易研究会『国際金融』第 1147 号 (2005.6.15 付) に掲載されたものである。

<sup>2</sup> “ABMI WG Progress Report (WG 3) Foreign Exchange Transactions and Settlement Issues”(2005.4) ([http://asianbondsonline.adb.org/documents/ABMI\\_WG\\_FETS\\_2005\\_Apr.pdf](http://asianbondsonline.adb.org/documents/ABMI_WG_FETS_2005_Apr.pdf))の P.3 を参照。

を持つ国から証券投資が行われ易くなるよう、対内証券投資に係わる規制緩和が必要となろう。一方、国内における機関投資家は成長しているものの、特に国内の債券だけではこれらの機関投資家の投資意欲が満たされていない国については、彼らが容易に对外証券投資を行い得るよう、对外証券投資に係わる規制緩和が必要となろう。

しかし、東アジア各国の為替管理の撤廃を性急に求めることは、国の置かれている状況によっては大きな問題が生じうる。先のアジア通貨危機において、為替管理の無いオフショア市場において自国通貨の残高が膨らみ、通貨アタックにあたっての源資を投機筋に提供したことは記憶に新しい。これに対する反省から、東アジア各国では自国通貨が大量にオフショア市場に流失しないよう手だてを取る動きが特に99年以降活発化した。これは「通貨の非国際化」と呼ばれている。クロスボーダーの証券投資が活発化するという事は、通貨の国際化が進むことでもある。東アジア域内の債券市場発展のために、クロスボーダー証券投資の活発化は必要なのだが、新たな通貨危機防止の観点から、クロスボーダー証券投資の緩和をどのように進めて行ったら良いのか、アジア通貨危機以降域内金融協力の枠組みが充実して来ていることもあり、この進め方については更に実践的な検討が必要だろう。

#### **東アジアにおける地域決済システム検討の歩み**

アジア特に東アジアにおける国境をまたぐクロスボーダーの決済システムについては、90年代前半にアジア開発銀行からアジアクリアーというアイデアが提唱された。債券市場を発展させる重要なインフラとして、アジアにも独自の証券決済システムが必要というものであったが、アジアクリアーの詳細は必ずしも明らかでない。

当時、いわゆる NIES 諸国即ち香港、シンガポール、台湾、韓国において発行される債券をドラゴン債と呼んでいたが、米ドル建てのものについては、ロンドンやニューヨークとの競争が厳しく、なかなかアジア時間にアジア市場で債券発行をローンチできなかった。これが、アジアクリアーのアイデアについての議論がそれ以上に盛んにならなかった最大の要因といえよう。

もっとも、地場通貨あるいは自国通貨建ての債券については、債券発行一件ごとの金額は小さいものの、それぞれの地場市場の機関投資家による買い意欲が少しずつ生まれていた。香港ドル建ての債券はその代表例である。

当時、香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority)に組織変更をしたばかりの香港の金融当局が、債券市場インフラ整備に熱心であったこともあり、香港では決済インフラの方も他のアジア諸国に先駆ける形で整備が進められた。後に、香港金融管理局は、アジアクリアーのアイデアを漸進的、段階的に具体化して来ているのは自分たちだとし、その成果を誇るようになっていく。この地域では、他にシンガポールも香港と同じレベルにまで決済システムインフラのレベルを向上させていった。

## 既存の証券決済チャンネル

さて、域内の証券決済システムの問題を検討するには、まずクロスボーダーで通貨の交換を伴う取引が現在どのようなチャンネルで行われているのか、将来どのようなチャンネルで行われる可能性が高いのか、関係者のニーズはどういった点にあるのかという点について検討することが必要である。

この点、欧州では、証券決済システムの統合が進み Euroclear グループと Clearstream グループの2つのグループが、いくつかの証券決済システムやCSD(Central Securities Depository、集中証券保管機関)をリンケージしている。一方、米国ではリンケージは特に使われておらず、Fedwire や DTCC (Depository Trust Company Corporation)を中心に大手米銀が custodian として機能している。

現在東アジアには、欧州の2つのグループも進出しているが、基本的には米銀を中心とする global custodian とよばれる金融機関の存在がもっとも大きい。以下、主要な類型を見てみよう。

第一は、投資家が global custodian と呼ばれる金融機関を任命し、自分たちが投資する複数海外市場での証券売買の決済をこれら金融機関に当たらせる方法である。global custodian として活躍している J. P. Morgan Chase、Bank of New York 及び State Street<sup>3</sup>がこの範疇に入る。機関投資家は特定の global custodian との間で契約を結び、複数の投資先市場についてこの global custodian 銀行を必ず介して、証券の買い付け、保有、売却を行う。実は、アジアにおいてもこの方法がもっともポピュラーである。

第二は、地場の local agent を介する方法である。これは地場市場にある証券会社あるいは金融機関をブローカーとして地場の債券あるいは株式を買い付ける方法で、買い付けた債券あるいは株式は地場の custodian である金融機関に預託する方法である。Citibank、香港上海銀行、Standard Chartered Bank 等がここに含まれる。

第三は direct access と呼ばれる手法である。文字通り直接他国の決済システムにアクセスする方法だが、東アジアの多くの国では、非居住者による自国通貨の資金移動を制限しているところが多いことにも示されるように、このような形態で非居住者のアクセスを認めるところはほとんどない。

第四は ICSD(International central securities depository、国際集中証券保管機関)を利用する方法である。ICSD の一つを経由して売買、決済、保管を行うもので、Euroclear、Clearstream を利用する方法がこれに当たる。両者ともに東アジアでは東京の他、香港やシンガポールに進出している。しかし、これらの ICSD は、アジアの投資家が欧米の証券を購入する場合に利用されることが多く、アジアの証券を購入する際に ICSD を利用することはほとんどないと思われる。

第五は東アジア各国の CSD が証券決済に関して締結しているリンケージを利用する方法

---

<sup>3</sup> 邦銀では東京三菱銀行。

である。東アジアでは香港の CSD が豪州<sup>4</sup>、ニュージーランド及び韓国の CSD との間で、互いの国の証券を購入した場合の証券決済をスムーズに行う仕組み（リンケージ）を持っているが、相手国の数が限られていることに加えて、これらのリンケージを利用した取引は少ないと言われている。

DvP（資金と証券を同時に決済する仕組み）が整っていない市場では、そのため生じるリスクを回避すべく流通市場においても取引の相手方について厳しい選別が起こる。

最終投資家にとっては、自らの投資決定に従った行動が、リスクを伴わず低コストで実現されることが必要である。特に、投資家が安心して取引を行うことができる仕組みになっていることが必要である。これは国内の投資家以上に対内証券投資を行う海外の投資家にとって大きい問題である。というのは DvP が整っていないと、海外投資家にとって、資金決済、証券決済に伴うリスクが国内投資家に比べものにならないほど大きくなるからである。クロスボーダー証券取引がスムーズにおこなわれるためには、決済インフラが整備されている必要はより高くなるのである。

むしろ、決済インフラが十分に整備されていなくても、仲介者や投資家は自分の手に入れたいものを手に入れようと思えば、その分のリスクを取り追加のコストを支払って投資行動を起こす。しかし、持続的に仲介者や投資家をその市場に引きつけ投資残高を増やしていくためには、仲介者あるいは投資家が安心だと考えるような強固な決済インフラ整備が必要になると考えられる。

### 具体的なニーズとしてどのようなものがあるか

複数市場参加者との意見交換から、私は次の点を感じている。

第一に、市場関係者は、既存の公的部門によって提供されている決済サービスや、民間の金融機関によるサービスだけでは十分に満たされていないニーズがあることをおぼろげながら認識している。彼らに、アジア固有の決済システムを設立する必要があるかと問えば、次に彼らから帰ってくる質問は、そこでいうアジア固有の決済システムの内容如何ということになる。従って、まず、市場関係者が、どのようなニーズが満たされないままになっていると感じているかを知ることが重要である。将来、東アジアで決済サービスを提供する地域的な機関に、どのような機能を持たせるのか、どのようなニーズが満たされるのかを市場関係者に具体的に説明し、それに対する市場関係者の反応を探ることが必要になる。

第二に、市場関係者が指摘する問題点の多くは、当研究所が過去に各国それぞれの国内の債券市場の決済インフラについて調査を行った際に、問題点として認識したものとほぼ一致する。例えば、タイでは、株式の登録振替機関はタイ証券取引所の下にある TSD(Thailand

---

<sup>4</sup> 豪州については香港 豪州の片方向のみ。

Securities Depository Co., Ltd.)に集中しているが、社債については TSD の他複数の登録機関に分かれている。社債の個別銘柄によって登録機関が異なるので、流通市場での買い付けにあたって実際にトラブルに遭遇している例が複数見られるようである。インドネシアでは、流通市場でルピア建て債券購入後に、中銀への事前連絡を怠ったとして売買が取り消されて実損が発生したケースがあるという。

市場参加者よりは、将来この地域に設立する決済機関が果たすことが望ましい機能として、以下が挙げられている。

第一は、証券決済情報に加えて関連する中銀間の資金決済にかかる情報が欲しいというものである。各国の即時グロス決済システム上の関連情報を、証券決済にかかる情報と同時に入手できればその有用性は高いとしている。

東アジアでも漸くほとんどの国で銀行間の資金決済については即時グロス決済が可能になった。しかし、決済にかかる情報がインターバンク市場の参加者以外に行き渡っているわけではない。特に非居住者についてはそうである。この点、Custodian 銀行としては、自らの顧客である非居住者の機関投資家に対して必要な情報を提供するというニーズを持っていると判断される。

また、東アジアでは証券の受け渡しに加え資金決済が完了したかどうかの確認に時間や手間を要することが多い。資金の効率的な管理・運用をしたいという市場関係者のニーズが相当あることを実際に感じる。最近でこそ東アジア各国市場の金利が低水準で推移し資金市場の流動性もある程度まで確保されているので、これが当面深刻な問題となる可能性は低いが、資金の有効活用という市場関係者のニーズは重視する必要がある。

第二に、東アジア域内のクロスボーダー証券投資についてはとりあえず地場のブローカーや Custodian を利用することで現状対応が可能である。しかし、もし東アジアに決済システムがあれば、上記のチャンネルと並行してこの決済システムを活用することを検討してみたいという声がある。

現在東アジアでは、前述したとおり、香港が豪州、ニュージーランド、韓国との CSD 間のリンケージを行っているが、わずかに用いられているに過ぎない。この事実、東アジア域内で決済システムを構築する際にはそれがビジネスとして成立するものかどうかをも含めて十分検討の必要があることを示している。しかし、一方で、これらの市場関係者の声に示されているように、彼らは既存の決済チャンネル以外のチャンネルを並行的に利用する可能性がある。

#### **外国為替決済リスクの極小化—PvP の実現 が必要**

東アジアが地域として負っているハンディキャップとして、他の主要市場との時差の問題が挙げられる。それが具体的に現れるのが外国為替決済リスク、別名「ヘルシュタットリスク」である。米ドルとアジア通貨の間では資金決済のタイミングに概ね半日程度のズレがある。従って、米ドルを売ってアジア通貨を買う場合、New York 市場における米ドル

の支払いが先行し、アジア通貨の受け取りを確認するまでに少なくとも半日程度の時間を要する。従って、取引相手方に米ドルを支払った後にこの取引相手先が倒産した場合、米ドルの支払いのみが実行されアジア通貨の受け取りが完了しないリスクが生じることになる。

現行の仕組みではこのヘルシュタットリスクはどこで吸収されているのだろうか。global custodian や local agent を経由する方法では、global custodian や custodian bank 自身がこのリスクを負っていることになる。むしろ顧客との約款上 global custodian や custodian bank は顧客にリスクを移転する形になっており、また、実際には異種通貨の決済にかかるコスト及びリスクは、手数料あるいは通貨ペアの売買マージンの形で顧客が負担していると考えられよう。

このリスクをミニマイズするために、80年代半ば以降具体的に色々な試みが行われてきた。80年代後半より欧米や日本の主要金融機関の間で FX Net と呼ばれる相対のネットティングが行なわれた。2002年にCLS銀行が設立され稼働を始めており、現在米ドル、ユーロ、円を初めとする15の通貨についてCLS銀行を通じたマルチネットティングの手法が取られ、PvP(異種通貨間の同時決済)が実現している。これによりCLS銀行が適格対象としている15通貨に関するインターバンクの外国為替取引の決済についてはヘルシュタットリスクが大きく削減され、オペレーションの負担も著しく軽減された。

しかし、CLS銀行は、東アジア通貨のうち、円、豪州ドル、ニュージーランドドル、シンガポールドル、香港ドル及び韓国ウォンを適格通貨と決定しているが、当面さらに別のアジア通貨を加えようという動きはない。この15通貨で全世界の外国為替市場の出来高の約95%を占めており、現在のCLS銀行のメンバーだけで同じく全世界の外国為替市場の出来高の50%を占めていると推定していることもあり、むしろCLS銀行のメンバーについてまだCLSに決済を移行していない取引の取り込みを図ったり、CLS銀行へのメンバーあるいはユーザー取り込みを図ったり、CLS銀行のメンバー銀行についてサービス適用拠点(とくにサービス利用が多く見込まれる海外拠点)の範囲を拡大するといった方向に注力しようとしているようである。一方で、適格通貨として認められるためには色々厳しい条件も課されている。地場資金市場及び超短期の為替スワップ市場に一定の厚みがあることが必要である。少なくとも金融機関2行が名乗りを上げ必要なコストを負担する必要がある。また、CLS銀行に加えて関係15通貨の中央銀行(含むニューヨーク連銀)及び、米国FRBの承認が必要である。このような点を考えると、他のアジア通貨の多くは当面CLS銀行の対象通貨に加えられない可能性が高い。

同じような機能を果たすものとして、香港金融管理局(HKMA)が米ドル及びユーロについて行っているPvP決済を活用する方法がある。しかし、この方法には一般の商業銀行が決済に介在する(商業銀行の資金決済は、中央銀行の資金決済とは違って決済のファイナリティが担保されない。)という問題点がある。

中央銀行の RTGS (即時グロス決済) を直接リンクする方法であれば、資金決済のファイナリティは担保される。東アジアの主要な中央銀行によって構成される EMEAP はこの地域において早い段階から決済システムの整備についてメンバーによる意見交換を進めてきている。Redbook と呼ばれる報告書も 1998 年及び 2001 年にそれぞれ作成されており、金融市場インフラを検討する際の重要な参考資料である。

EMEAP には中銀の決済システム同士をリンクするアイデアについて検討した形跡があるが、それ以上に具体的な検討には到っていないようである。EMEAP の関係報告書は「将来 EMEAP 通貨間のクロス・カレンシー取引が大幅に増加した場合、域内各国の RTGS システムをバイラテラルにリンクした形の PVP システムが、外為決済リスク削減の一助となる可能性がある。これを念頭に、一部の EMEAP 諸国の決済システムの専門家が、日本銀行主導の下、「EMEAP エクスパート・プログラム」に参加し、この種の PVP システムの実現可能性について基本的小よび理論的な研究を行った。」と記している<sup>5</sup>。

この点、例えば、アジアでの決済を仲介する機関が、CLS 銀行の株主となり、特定のアジア通貨の決済についてはアジア地域の銀行に代わって資本コストを負担し、その他システム投資をサポートする方法が考えられる。これによって、東アジアの地場銀行が単独で CLS 銀行の株主となり当該地場通貨の取り扱いに名乗りを上げることに躊躇するような場合でも、CLS 銀行の対象通貨となる途が開ける。アジアでの決済を仲介する機関が、アジア各国の中央銀行が運営する銀行間の資金決済システムと CLS 銀行を結ぶことになる。

先に見たように、アジアでの決済を仲介する機関に持たせると非常に有用となる機能がいくつかある。

現在欧州で発展しているネットワークとの対比でいえば、東アジア各国の CSD をリンクする方法が思い浮かぶが、これは東アジア各国の置かれた状況を考えると、現時点では魅力あるものとはならないだろう。

Euroclear や Clearstream がアジアに進出しており、香港との間では双方向で証券投資を媒介することが可能になっているが、東アジア各国から欧米への証券投資を媒介するために設けられているのが実情である。かつ、これら ICSD はコンピューターを 24 時間稼働させ決済に関するデータのバッチ処理を行っているものの、欧州とアジアで営業時間が異なることによる限界がある。

また、香港の CSD がアジア地域のいくつかの CSD とリンケージを持っているがその実際の利用量は極めて限られている。東アジア各国地場証券市場への投資は株式、債券とも、global custodian あるいは custodian bank によっていることが多いからである。

しかし、global custodian 等に任せるとすれば、少数の金融機関に取引が集中することのり

---

<sup>5</sup> EMEAP “Foreign Exchange Settlement Risk in the East Asia-Pacific Region” (2001)  
(<http://www.emiap.org/fxreport/fxreport.pdf>) p.23 脚注 12

スクが存在する。また、global custodian が色々なコスト、リスクを負っていることからそれを反映させることにより投資家が払う手数料率がかなり高くなる。大手機関投資家は global custodian と取引を行うことが可能だが、中小の投資家あるいは個人投資家は手数料率の高さもさることながら、そもそも global custodian あるいは custodian bank の取引相手として認められない可能性が高い。そういった点を考えながら、この地域の決済仲介機関の果たすべき機能を考えることが必要だろう。

地域の決済機関については、一方では公共インフラとしてまず整備すべきという考え方もあるが、やはり実際のビジネスの流れを見極めながら、設立のコスト、民間の既存のサービスとの競合、補完関係を考慮すべきであろう。しかし、逆に民間部門に任せておいたのでは、ヘルシュタットリスクの存在など、欧米市場との間で越えられないハンディキャップが東アジアには存在するので、これにどう対処すべきかという視点を持つことも必要であろう。今後、通貨バスケット債を検討する場合、こういったアジア固有の問題を考えると、民間部門と公的部門の間で役割分担が必要になる可能性があるだろう。

### 各国毎の決済システムインフラ整備の重要性

東アジアの地域的決済システムについてどのようなアイデアを持つにしても、その作業の前提として、各国の決済インフラを一層整備することの重要性はいくら強調しても強調しすぎることはないだろう。

例えば、各国の倒産法制が整備されていないことや、資金あるいは証券決済が後刻取り消される（巻き戻し）ということが予想される場合には証券の DvP も資金の Pvp も成立しない。こういった点は東アジア各国がお互いに競い合って整備を急ぐべき分野である。

決済システムが備えるべき内容については、民間では G-30 や ISSA が策定した指針があり、公的部門によるものとしては IOSCO/CPSS による指針がある。これらの充足状況はどうかを各国毎に見ていく必要がある。

この点、東アジア特有の事情に照らしてより東アジアにふさわしい基準を作る必要があるだろうか。わざわざアジア版の基準を作る必要は必ずしもないとしても、アジア諸国の中にはまだ国内の決済システムの整備を急ぐべきところが少なくないこと、DvP の完全な実現がまだ難しい国もあることを考えると、東アジア各国について今一度オペレーションの実態を把握した上で、米国やユーロ地域などで充足すべきとされるターゲットよりは低いターゲットを提示してその達成を急ぐよう求めるという選択肢があるかもしれない。

### 重要な民間の役割

決済システムは、民間ユーザーが利用して初めて決済システムとしての意味を持つ。この点、当局者は民間の市場参加者が不便に感じていることを必ずしも認識していないことがある。また、当局者が自らの決済システムについては、あえて問題点を自ら提示するこ



とは少ないのは、ある意味で言えば自然な行動である。問題点を指摘できる位置にあるのは、民間の市場参加者である。その意味で、民間の市場参加者には、問題と思われるところを執拗に当局者に指摘し、実際の決済インフラのユーザーとして必要なインプットを当局に対して行うことが求められる。

この点、東アジアにおける債券市場インフラ整備の議論にはより民間の市場参加者の意見が反映されるような制度的仕組みを整備する必要があると考える。民間の市場参加者は現在本業を放り出し全ての考慮をなげうってまで東アジア地域の債券市場の振興に協力するわけではないからである。

一方、当局者が引き続き決済システムのインフラ整備を行い、情報公開を進めることによってインフラの整備状況を一般に知らしめ、時には自己評価等も行うことが必要であろう。同時に、これらの動きに対して、民間の市場参加者の目で見つめたチェックを随時行うことにも大きな意味があると考えられる。

域内決済システムの検討は、様々な可能性を視野にいれつつ柔軟な視点を持って、官民が連携して当たるべき中長期的なテーマであると考ええる。

(国際通貨研究所では、発足以来資金・証券の決済システムにつき調査、提言を行ってきた。2004年には、「決済システム研究会」を所内で発足させて東アジアの決済システムにつき改めて検討を開始した。なお、本稿中の意見にわたる部分は筆者の個人的意見である。)

#### 参考文献

国際通貨研究所「東アジア諸国の決済システム」(2003)

<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/tyou078.pdf>

IIMA “Settlement Systems of East Asian Economies” (2004)

[http://asianbondsonline.adb.org/documents/abmi\\_wg\\_fets\\_settlement\\_systems.pdf](http://asianbondsonline.adb.org/documents/abmi_wg_fets_settlement_systems.pdf)

Copyright 2005 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.