



From the Corner of Wall Street

日本取引所グループ
ニューヨーク駐在員事務所 **後藤 潤一郎**

—連載（第23回）—

債券電子取引プラットフォームの台頭と社債取引の電子化

■ 1. 債券電子取引プラットフォームの台頭

米国市場では、債券取引の電子化の進展とともに、債券電子取引プラットフォームの存在感が高まっている。社債に強みを有する電子取引プラットフォームを運営するMarketAxess Holdings(以下、「MarketAxess」)の時価総額は、2009年1月以降の約10年間で約58倍に増加しており、2019年9月6日時点で158億ドル(約1.7兆円)と、米国主要取引所グループの1社であるCboeの133億ドル(約1.4兆円)を既に上回る規模に成長した。また、今年4月にRefinitiv(旧トムソン・ロイターファイナンシャル&リスク部門)からのカーブアウトによりNasdaqにIPOを果たした米国債取引に強みを有するTradeweb Markets(以下、「Tradeweb」)の時価総額も93億ドル(約1.0兆円)に達しており、市場から高い評価を受けていることが分かる(図表1)。

■ 2. 債券取引の電子化の状況

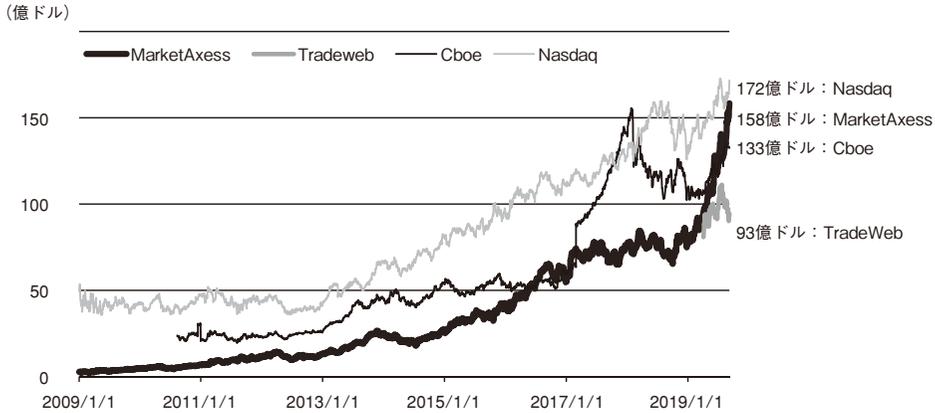
債券取引の電子化は、株式や先物の世界と比較すると遅々としたものであった。債券取引の電子化が遅れた理由としていくつかの要因があるが、1つには、銘柄数が数百万と非常に多く、かつそれぞれで流動性が異なることが挙げられる。

一方で、Greenwich AssociatesとMcKinseyのデータを引用したBISの調査(注1)によると、2012年から2015年の間に、米国債の電子取引の割合は55%から70%に上昇し、現物投資適格債の電子取引の割合は15%から40%に上昇していることから、債券市場でも急速に電子化が進展していることが分かる。

Greenwich Associatesによると、米国社債市場の一日平均売買代金は、2008年1月の金融危機以前の139億ドルから2018年1月には289億ドルと、過去10年間で約109%増加した。同期間の想定元本の増加は65%に留まってお

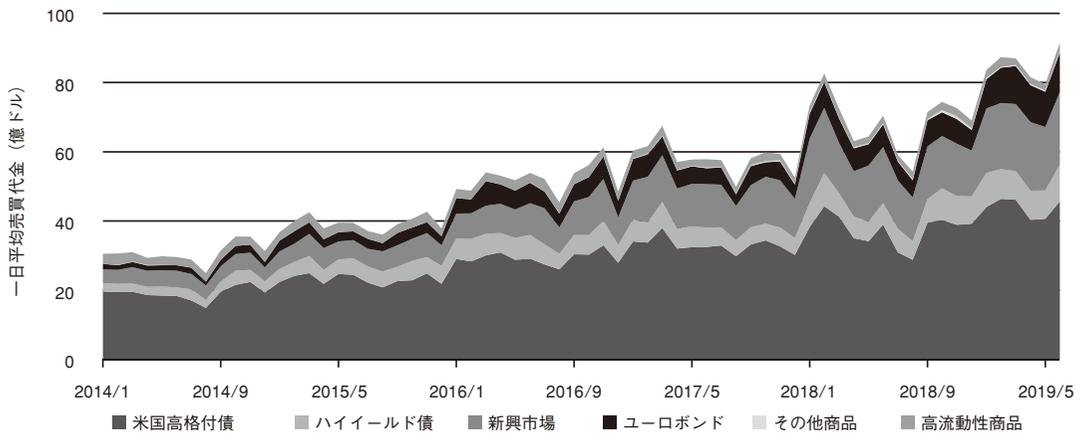


(図表 1) 2009年1月以降のMarketAxess及びTradewebの時価総額推移



(図表脚注) 右横の時価総額は2019年9月6日時点。参考としてCboe及びNasdaqの時価総額推移を表示。
 (出典) Bloombergより筆者作成。

(図表 2) MarketAxessにおける債券の電子取引の一日平均売買代金の推移



(出典) MarketAxess

り、米国社債市場全体の規模の拡大を上回るペースで流動性が向上していることが分かる。

また、社債電子取引プラットフォーム最大手のMarketAxessにおける2019年6月の債券の電子取引の一日平均売買代金は914億ドルと、2014年1月対比で3.0倍に増加しており、

同社の売買代金シェアも拡大している(注2)。

3. 社債電子取引プラットフォームのシェア

米国社債市場における機関投資家向け電子



取引プラットフォームでは、MarketAxcessが支配的な地位を確立しており、Greenwich Associatesによると2018年のディーラー・機関投資家顧客の電子取引全体の85%を占めた。2位はTradewebで9.1%を占めており、ボイス取引のストレート・スルー・プロセッシング（STP）と呼ばれるポスト・トレードの電子処理ソリューションの価値を活用することで、近年そのシェアを拡大させている。3位はBloombergで、パークレイズ米国総合インデックス（Agg）の買収後から顧客データに注力している。また、個人投資家向けの取引市場は、売買代金ベースではまだ機関投資家からの大きな支持は得られていないが、2013年にTradewebがBondDeskを買収したほか、ICEが2018年にBondPoint及びTMC Bondsを買収するなど、サービス業者の買収が活発に行われており、今後の発展が期待されている。

■ 4. 社債市場におけるプレイヤーの変化と自動化の進展

社債市場の流動性は、これまでは大手ディーラー・コミュニティから流動性がもたらされてきたが（注3）、ドッド・フランク法の施行以降、ディーラーが大幅にバランスシートを縮小させたことで、ノン・バルジ・ブラケット（非巨大投資銀行）のディーラーの重要性が高まっている。

この背景には2つの注目すべき変化がある。1つ目は、巨大投資銀行が、ROIが最も

高いセクターや顧客にビジネスを集中したことで、中堅の投資銀行などに参入の余地が生まれたことである。2つ目は、債券ETFの人気の高まりによる債券ETFアービトラージ戦略の新たな収益機会が、主要なヘッジファンドの社債市場への参入を促したことである。

ノン・バルジ・ブラケットのディーラーは、現在、委託取引の25%を占めており、この割合は2013年の14%から大幅に上昇した。これらのディーラーは、新しいテクノロジーの利用に積極的であり、自動クオートや顧客データのマイニングなどのツールを脅威ではなく、機会として捉えており、流動性の供給者の変化が電子化と自動化を推進している。

また、投資家及びディーラーそれぞれにおいて、コスト削減圧力が高まっている。投資家側では、パッシブファンドの台頭が影響している。パッシブファンドではコストの引き下げ圧力が特に大きく、自動化によるコスト削減のニーズが強い。ディーラー側においては、社債の流通市場及び発行市場が拡大する一方で、トレーディング・デスクの規模は拡大しておらず（注4）、コストを削減するために自動化を推進している。

■ 5. 社債市場におけるアルゴ取引の拡大

近年の米国社債市場におけるもう1つの変化は、アルゴ取引の拡大である。MarketAxcessではアルゴ取引が急増しており、2019年第2



四半期のアルゴ取引は、前年同期比184%増となる10.5万件であった。また、2019年第2四半期時点で47社の運用会社が自動執行機能を利用しており、この社数は前年同期の23社から104%の増加となった。

アルゴ取引とは、一般的に、ソフトウェアが与えられた取引を、いつ、どのように、どこで実行するかを決定し、人間の介入なしに行われるトレーディングを指し、株式、先物及びFX市場では広く利用されているものである。一方で、社債市場におけるアルゴ取引は、これらの市場におけるアルゴ取引とは少し異なっており、主にRFQプロセスの自動化から成り立っている。社債のアルゴ取引は、現状、小口の取引に限定されており、Greenwich Associatesの調査によると、債券投資家の80%以上が、100万ドルが自動執行の上限と回答しており、現時点においては主に100万ドル以下の注文のみが自動執行されているものと考えられる。

■ 6. おわりに

MarketAxessは、時価総額を約10年間で約58倍に増加させており、さらにこの成長をほぼオーガニックな成長のみによって達成している。また、同社は、過去10年間で営業収益を4.9倍に、普通株主帰属純利益を21.9倍に増加させている。一方、Tradewebは今年上場したばかりであり、10年前の決算情報は開示されていないが、MarketAxessが2000年

創業であるのに対して、Tradewebの創業が1996年と概ね同時期であることを考えると、MarketAxessと同等のスピードで業容を拡大させてきたものと想像される。

今後、日本でも債券市場における電子化が進展していくことが想定されるため、日本の債券市場の未来を見通す上で、米国市場の状況は参考になるだろう。

【出典】

- ・ <https://content.marketaxess.com/sites/default/files/2019-01/Corporate-Bond-Trading-2019-Competition-Good-Complexity-Not.18-2069.pdf>
- ・ <https://www.bis.org/publ/mkctc07.pdf>
- ・ <https://investor.marketaxess.com/>

(注1) Bank for International Settlements 「Electronic trading in fixed income markets」

(注2) 米国高格付債の売買代金シェアは2014年の12.8%から2018年には18.1%に上昇し、米国ハイイールド債は2014年の3.6%から2018年には8.9%に上昇した。

(注3) デイリーの流動性提供能力が低下したものの、社債市場における主要な流動性の提供者は依然として大手ディーラーであり、2018年のバイサイドの米国投資適格債の取引の56%は、上位5社のディーラー（Bank of America Merrill Lynch、Barclays、Citi、Goldman Sachs 及び J.P.Morgan）が取引の相手方であった。

(注4) 平均的なバイサイドのトレーディング・デスクは8人で構成されており、61%が複数の商品を取引している。

