

動き出した国債のRTGS(2)

（現状と問題点）

福本 葵

1 はじめに

二〇〇一年一月四日、我が国において国債のRTGS（Real time gross settlement、即時グロス決済）が稼動した。RTGSとは、一件一件の個別の資金、証券の受渡を、ファイナリティを付与して、即時に行う決済方法である。RTGSによって、国債決済はシステミック・リスクから遮断される。前号では、動き出した国債のRTGSの制度概要について述べた。本号では、国債RTGSの現状および問題点について考察したい。

2 運営の実態

(1) 手控え

まず、RTGSの運営の実態を見てみよう。国債決済のシステミック・リスクを遮断するために、数年前から計画されていたRTGSが、二〇〇一年一月四日稼動した。初日は目立ったシステムトラブルもなく、順調な滑り出しであるように見受けられる。また、新発十年国債発行の一月二五日も注意を要する日とされていたが、この日も大きな混乱はなかった。初日は混乱が生じる恐れがあるため、市場関係者が初日の決済を極力回避したこ

とが背景にある。⁽¹⁾ また、一月二五日の決済分についても同様に、その日の受渡を翌日以降にするなどの措置が取られたと言われている。

日本銀行が発表する一月の決済動向をみると、国債の振替口座振替の振替金額が二八兆円であり、それ以前の九ヶ月間連続して四〇兆円を超えていたのに比べると減少している。(表1)。このように見ていくと、初日や要注意日に限らず、国債の売買が手控えられていたというのが一月の傾向である。

当初見られた手控えは、二月、三月になると回復している。先ほどの決済動向を見ても、二月の国債振替決済口座振替金額は四一兆円、三月は四〇兆円となっており、RTGS導入前の水準まで、概ね回復したと見られる。

(2) フェイル

RTGSの導入とともに、フェイルを行うことも認められることとなった。日本においては、RTGS導入以前、フェイルは認められていなかったが、RTGS導入に際し、フェイルを認める必要性が生じた。そこで、RTGS導入とともに、売り方からのフェイルのみが認められることとなった。日本証券業協会がRTGS導入に際し発表したガイドライン、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」において、「フェイルとは国債の受け方がその渡し方から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、対象債券を受け渡されていないことをいう」と定義されている。⁽³⁾

導入後の一月一九日には内外の証券会社、銀行、短資会社、二〇社が関係するフェイルが発生した(図1)。⁽²⁾ この日のフェイルで、受渡が不能となった銘柄は二〇〇〇年八月発行の一〇年国債、二二三回八月債であった。

表1 決済動向(平成13年3月)

(件数)

件、()内は前年比%

	振 決 口 座 振 替			移 転 登 録	
	振 替 件 数	うちDVP	うち同時担保受払	請 求 件 数	うちDVP
10年	3,133 (+9.4)	1,618 (+28.0)	… (…)	4,935 (+2.7)	3,599 (+31.9)
11	4,281 (+36.6)	2,686 (+66.0)	… (…)	3,902 (-20.9)	2,768 (-23.1)
12	8,361 (+95.3)	5,718 (2.1倍)	… (…)	578 (-85.2)	225 (-91.9)
12/ 3月	7,259 (2.3倍)	4,757 (2.9倍)	… (…)	1,021 (-78.0)	494 (-85.3)
4	8,879 (2.6倍)	5,980 (3.1倍)	… (…)	703 (-85.6)	330 (-90.8)
5	8,911 (2.2倍)	6,037 (2.6倍)	… (…)	610 (-87.9)	230 (-93.9)
6	8,697 (2.1倍)	5,984 (2.4倍)	… (…)	497 (-89.0)	201 (-93.9)
7	9,159 (2.1倍)	6,584 (2.4倍)	… (…)	361 (-91.8)	107 (-96.8)
8	8,679 (2.1倍)	6,205 (2.4倍)	… (…)	303 (-92.7)	69 (-97.7)
9	8,152 (+79.5)	5,650 (+99.0)	… (…)	257 (-92.5)	29 (-98.7)
10	9,113 (+45.2)	6,265 (+38.1)	… (…)	236 (-89.7)	26 (-97.9)
11	9,366 (+47.5)	6,556 (+42.6)	… (…)	268 (-85.4)	15 (-98.4)
12	8,673 (+75.2)	5,529 (+70.8)	… (…)	290 (-75.7)	18 (-96.8)
13/ 1	7,930 (+39.2)	5,326 (+41.7)	5,207 (…)	116 (-89.5)	2 (-99.6)
2	11,560 (+52.3)	8,098 (+56.0)	7,949 (…)	163 (-87.9)	5 (-99.3)
3	11,779 (+62.3)	8,427 (+77.1)	8,252 (…)	176 (-82.8)	2 (-99.6)

(金額)

億円、()内は前年比%

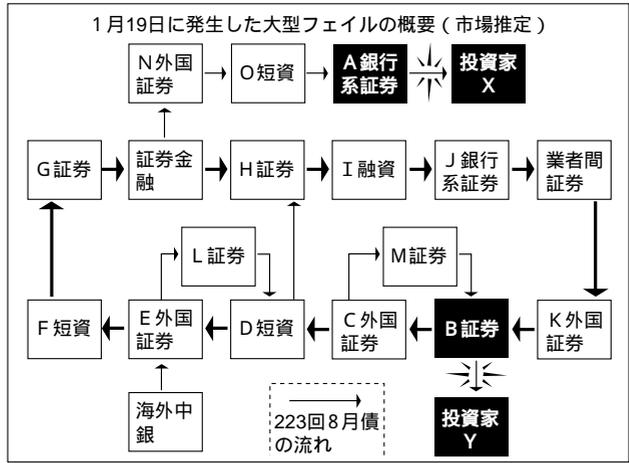
	振 決 口 座 振 替			移 転 登 録	
	振 替 金 額	うちDVP	うち同時担保受払	請 求 金 額	うちDVP
10年	174,005 (+17.9)	83,397 (+32.2)	… (…)	169,277 (+21.4)	132,073 (+40.1)
11	252,240 (+45.0)	131,425 (+57.6)	… (…)	117,574 (-30.5)	93,747 (-29.0)
12	419,178 (+66.2)	257,756 (+96.1)	… (…)	17,975 (-84.7)	9,526 (-89.8)
12/ 3月	354,739 (+90.1)	196,637 (2.3倍)	… (…)	30,652 (-77.8)	18,754 (-82.8)
4	435,214 (+99.8)	250,279 (2.4倍)	… (…)	27,671 (-81.5)	14,948 (-87.5)
5	451,318 (+75.7)	272,342 (+98.8)	… (…)	27,281 (-82.3)	16,063 (-87.5)
6	431,655 (+60.3)	277,177 (2.1倍)	… (…)	21,665 (-84.7)	12,441 (-89.4)
7	448,697 (+57.3)	292,743 (+96.7)	… (…)	12,006 (-90.9)	4,674 (-95.7)
8	476,431 (+72.1)	294,708 (2.1倍)	… (…)	8,520 (-93.1)	3,173 (-96.9)
9	401,543 (+43.7)	269,989 (+88.9)	… (…)	7,045 (-92.2)	1,133 (-98.4)
10	453,778 (+32.0)	288,818 (+41.6)	… (…)	4,911 (-92.8)	684 (-98.5)
11	476,441 (+42.8)	317,152 (+63.6)	… (…)	4,842 (-91.2)	235 (-99.4)
12	426,028 (+70.1)	269,962 (2.1倍)	… (…)	5,053 (-84.5)	180 (-99.2)
13/ 1	280,387 (-0.2)	157,567 (+7.5)	153,661 (…)	1,486 (-95.0)	8 (-100.0)
2	410,051 (+7.6)	248,836 (+19.9)	244,899 (…)	1,625 (-95.7)	38 (-99.8)
3	402,716 (+13.5)	252,296 (+28.3)	247,418 (…)	1,225 (-96.0)	31 (-99.8)

(注1) 振決口座振替とは、日銀にある国債振替決済制度の参加者帳簿における口座振替を指し、移転登録とは、国債登録簿における登録記名社の変更のことを指す。同時担保受払とは、日銀が提供する国債DVP同時担保受払機能を用いた口座振替を指す。

(注2) 本統計の計数は国債代用証書に係る振決口座振替および移転登録を除くベース(以下の計表についても同様。但し、12年12月迄は国債代用証書に係る振決口座振替および移転登録を含むベース)。

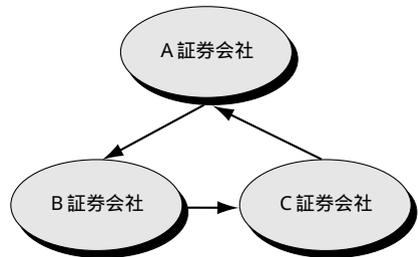
(出所) 日本銀行、<http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisaku.P.htm>

図 1



一月一九日に発生したフェイルはループ状のものである。ループとは取引が円状に閉じてしまつたものをいう。例えば、図2のように、A証券会社はB証券会社に国債を売却する契約をしたとする。B証券会社はその国債をC証券会社に売却する契約をしていた。しかし、実は、A証券会社は当該国債をC証券会社から購入することによって手当てする予定をしていた場合、ループが発生する。ループの場合、売買の対象となる国債が存在しないにもかかわらず、取引が次々に行われることになってしまう。一月一九日に発生したループによるフェイルはこのような単純なものではなく、多くの参加者が関与するものであった。ループ取引は国債に限ったことではなく、他の債券についても発生し得る。現在、社債の中継機関である株式会社債券ネットワークの主たる業務の一つにループ取引発生時の解消がある。国債にはこのような役割を果たす機関が存在しないので、別の方法によって解消しなければならない。ループ取引となった場合であっても、証券の手当てができればフェイルにはならない。前記の例でいえば、A・B・C証券会社のうち一社がレポ市場等、外部から売買対象と

図 2
ループ



なる証券を手当てすればよい。一月一九日発生のフェイルにおいても、翌日にはレポ市場からの調達によって、ループを解消している。

(3) レポ市場

推奨すべきではないとされているフェイルの発生を最小限に食い止めるためには、整備されたレポ市場の存在が不可欠となる。売買の対象となっている国債をレポ市場から調達することができれば、フェイルの発生率は低下する。そのためにはレポ市場において、高い流動性が保たれなければならない。しかし、昨年末から一頃まで債券の貸借取引は縮小傾向にあった。日本証券金融の成約額(額面金額)は、昨年一月、二兆一〇三六億円であったのに比べ、一二月は五兆一四四五億、一月は三兆五六七四億となっている(表2)。このように、一月は、機関投資家は、保有する債券をレポ市場で貸出する取引を控えていたことが読み取れる。機関投資家の保有する債券が減少し、自らがフェイルを招くことに危機感を持っていたからである。しかし、二月に入ると状況が変化している。債券貸借取引は成約額で一〇兆二千九四一億と昨年十一月のペースに迫る勢いで回復している。続く三月においても、九兆七千三八九億円と回復傾向は持続している。

4 国債RTGSの問題点

(1) 国債市場懇談会

では、次に国債RTGSの問題点を考える。昨年、「国債の消化を一層確実かつ円滑なものとするとともに、国債市場の整備を進めていくため、市場関係者・有識者等から意見を聴取する。」ことを目的として、大蔵省に

表2 日証金債券貸借取引状況

申込日基準

単位：億円

年度・月中	成約額（額面金額） （A）	うち現金担保付取引 （B）	構成比 （B / A）
4(1992)	135,573	51	0.0%
5(1993)	268,270	75	0.0%
6(1994)	303,162	180	0.1%
7(1995)	418,821	21,909	5.2%
8(1996)	449,378	159,949	35.6%
9(1997)	463,762	261,394	56.4%
10(1998)	569,623	320,186	56.2%
11(1999)	469,754	383,304	81.6%
12(2000)	884,105	848,090	95.9%
11(1999)上期	226,942	169,814	74.8%
4月	38,196	23,511	61.6%
5月	21,907	15,389	70.2%
6月	33,294	24,187	72.6%
7月	53,099	42,529	80.1%
8月	43,555	33,957	78.0%
9月	36,891	30,241	82.0%
11(1999)下期	242,812	213,490	87.9%
10月	47,128	41,599	88.3%
11月	34,765	31,183	89.7%
12月	24,624	20,898	84.9%
1月	35,831	32,310	90.2%
2月	55,971	51,808	92.6%
3月	44,493	35,692	80.2%
12(2000)上期	344,687	324,788	94.2%
4月	41,298	37,170	90.0%
5月	46,398	44,142	95.1%
6月	45,588	41,238	90.5%
7月	56,309	53,340	94.7%
8月	72,095	68,883	95.5%
9月	82,999	80,015	96.4%
12(2000)下期	539,418	523,302	97.0%
10月	130,933	127,284	97.2%
11月	121,036	118,587	98.0%
12月	51,445	47,750	92.8%
1月	35,674	35,594	99.8%
2月	102,941	99,273	96.4%
3月	97,389	94,814	97.4%

(注) 現金担保付取引の金額は、平成9年度以前は下記算式により算出。

$$\text{普通取引成約額} \times \frac{\text{普通取引現金担保残高積数}}{\text{普通取引貸出残高積数}} + \text{現金担保付取引成約額}$$

(出所) 証券金融 平成13年4月 No502より

発足した国債市場問題懇談会は、財務省に引き継がれた。二〇〇一年三月二七日、国債市場問題懇談会は、数回に渡る関係会社からの報告をもとに、「国債の流通市場における流動性向上のための提言」を整理した。これは、現在の国債流通市場の問題点をまとめたものである。問題点は、A、「発行当局が取組みについて、速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ」B、「発行市場についての議論も踏まえ、更に掘り下げて議論していく必要があるテーマ」C、「関係方面に検討を依頼すべきテーマ」の三つに分類されている。⁽⁴⁾ 国債市場問題懇談会では、流通市場全般に関わる問題点を取り上げているが、その中で決済に関係する問題のみを拾い上げると、まず、Aに保有形態の簡素化とある。これは、現物国債、登録国債、振込国債と現在、三つに分かれている保有形態を振込国債に一本化し、かつペーパーレス化していこうというものである。⁽⁵⁾ さらに、Cに分類されている清算機関の創設、フェイル・ルールの整備、RTGSの完全化はまさに決済制度の問題を取り上げたものである。

(2) フェイル慣行の定着

フェイルとは

フェイルは言いかえれば決済の繰り延べを行うことである。アメリカ、イギリス、フランス、イタリア、カナダといった国においてフェイルの慣行が見られる。これらの国では、一般に、売り方フェイルと買い方フェイルの両方がある。売り方側からのフェイルとは、決済日になっても売買の対象となっていない証券を渡すことができない場合に生じる。買い方側のフェイルとは、代金を支払うことができない場合に生じる。フェイルが慣行として行われている国において、フェイルは必ずしも失策ではなく、市場の安全策の一つであると認識されている。例えば、フェイルはスクイーズ対策として機能する。スクイーズとは、投機的な債券の買占めを意味する。フェ

イルが認められていないことを逆手に取り、需要の高い債券の銘柄を意図的に買い占めて品薄にし、価格が高騰したところで売り抜けるものである。日本の国債市場においては、一九九九年九月五日にスクイーズが発生した。この時は、九六年九月限の先物の最割安銘柄であった一〇年一六〇、一六三債の現物をあらかじめ買い集め、それとともに先物にも買いをしかけておいて、決済用の物件を手当てできない投資家に高値で売却、または先物を買い戻させたものであった。⁶⁾ フェイルはスクイーズ対策の一つである。フェイルを実行できると、その日の決済を繰り延べできるため、高騰した価格での債券購入を回避することができる。

しかし、RTGSが導入されるまで、日本の市場においてフェイルは認められていなかった。これまでの国債の決済方法である「一般処理」は、午後三時に一日の受渡をネットイングするネットイング決済であり、一つの参加者の決済不履行が参加者全体に波及するシステムミック・リスクを包含していた。フェイルを認めることは、参加者の決済の繰り延べであり、決済日当日は決済を不履行とするため、他の参加者にフェイルが波及する怖れがあった。

これがRTGSの稼動と同時に認められることとなった。RTGSは決済の請求を一件一件行うので、システムミック・リスクを遮断することができる。また、フェイルが認められなければ、決済のために大量の債券の在庫を抱えなければならないか、そうでなければ、例えば割高となっても、債券市場で必ず調達しなければならない。

RTGSの導入前の二〇〇〇年一二月に、日本証券業協会は、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」を発表した。この中でフェイルについてもガイドラインを設けている。フェイルについては、「国債の受け方が、その渡し方から予定されていた決済日が経過したにもかかわらず、対象証券を受け渡されていないことをいう。」と定義している。つまり、売り方から行うフェイルのみを認め、買い方からのフェイルはRTGS導入後も認め

ないこととしている。先に述べたフェイルを慣行としている国においても、買い方フェイルは極力回避すべきものとされている（バッド・フェイル⁷⁾。

前述の「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」の中で、「フェイルは、決して推奨すべき状態ではなく、また、フェイルの多発は取引の円滑化、市場流動性の確保という本来の目的に反することになりかねないことから、市場参加者はフェイルを可能な限り回避することが求められる。しかし、フェイル状態となつた場合には、取引当事者間で誠実に対応し、フェイルの早期解消に努めなければならないものとする。」としている。

フェイルのコスト

従来、フェイルが慣行とされている国においては、フェイルを行つた当事者に特段のペナルティを課してはいない。なぜなら、例えば、売り手がフェイルを行つた場合、売り手は債券を売却することによつて手に入るはずであつた資金を別の手段によつて調達しなければならぬ。資金調達にはコストがかかるので、これが実質的なフェイルのペナルティであつた。一方、フェイルをされた方の買い手は、債券が引き渡されるまで代金を支払ふ必要がなく、この資金を運用することができる。これらがフェイルを行つた当事者に特段のペナルティを課さなかつた理由である。

しかし、現在の日本のような超低金利下では、売り方のフェイルであるともフェイルのコストが非常に小さいため、フェイルが悪用される危険性が大きくなる。そこで、「国債の即時グロス決済に関するガイドライン」では、別途、暫定策が設けられている。つまり、フェイルのコストについて、遅延損害金等の授受を行わないことを市場慣行するものの、現状のような低金利下ではフェイルの多発といった事態の発生を懸念できないとして、暫定的には、フェイルをされた国債の受け方はフェイルをした渡し方に対して、フェイルされている国債を債券

貸借取引等で調達した場合等に要した費用を請求できることとしている。この暫定策は、十分経済合理性が働くと判断される時点まで継続することとなっている。

フェイルに関しては、RTGS導入前に、前述のガイドラインが作成された。しかし、一月一九日に発生したフェイルでは、ループ取引であったため、誰がフェイルを起こした渡し方であるかを特定することが困難となった。そこで、投資家に債券を渡すことのできなかった二つの証券会社は、当該債券をレポ市場から調達し、そのうち一つの証券会社は品借料を自ら負担した。このようにフェイルが発生しても、必ずしもガイドライン通りには運営されていない。一月は、市場参加者はフェイルの発生に危機感を感じており、フェイルを回避するため債券の確保できる売買のみを行う等、売買取引が縮小した。二月以降、売買は回復したが、今後もフェイルのルールを市場参加者が理解し、必要以上のフェイル回避が行われないようにする必要がある。また、レポ市場を活性化することによって、必要な銘柄が品薄とならず、いつでも手当てできるようにする必要がある。

フェイルを容認できない参加者

日本証券業協会が作成した「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」はあくまでも市場参加者のガイドラインである。従って、これを直ちに全ての参加者に強制できるだけの拘束力を有してはいない。例えば、官公庁や銀行は実質的にフェイルを認めてはいない。参加者が相手参加者のフェイルによって、債券を手取できない場合は、自らもフェイルすることとなるが、この時、取引の相手方がフェイルを実質的に認めない者であった場合には、割高なレートであったとしても債券貸借市場によって債券を手当てしなければならない。一つの決済システムの中に、フェイルができる参加者と実質的にできない参加者が混在することは、複雑であり、実際はフェイルを極力回避することに帰結することになる。国債のRTGSの導入と同時にフェイルが導入されたが、

ファイルそのものを見直すというよりはむしろ、導入されたファイルについて参加者が順応し、広く利用されるようになることが必要である。

(3) RTGSの完全化

現在の国債取引は全てRTGS化されているのではなく、日本銀行が外国中央銀行等から保護預りしている国債の受渡、国債の発行・払込において、オンラインにより資金の払込を行う場合、長期国債オペ（国債買切オペ、国債レボオペ、国債現先オペ）等により、日本銀行が譲受人となるものなどの場合、「一般処理」が残っている。これらについても、早期のRTGS化が望まれている。国債発行・払込においてオンラインにより資金の払込を行う場合の国債取引は、平成一四年半ばを目途にRTGS化が実行される予定である。四月二四日、日本銀行では、この他についても、それぞれのRTGS化予定を発表している。⁸⁾

(4) 清算機関の創設

RTGSのデメリットは決済に大量の証券および資金を必要とするという点にあった。これを緩和するため、清算機関の設立を求める声が関係者から上がっている。⁹⁾ 清算機関の行う業務は基本的には、照合、ネットイングそして、決済の履行の保証である。ネットイングは決済を相殺し、ネット尻の資金や証券のみをやり取りする方法である。これは、RTGSと表裏の関係にあり、決済に必要な証券や資金が圧縮される一方でシステムミック・リスクを包含することになる。

次号では、アメリカにおいて国債、政府債の決済および、その清算会社であるGSCC（Government

Securities Clearing Corporation) の役割、機能を見て行くこととする。

5 まとめ

二〇〇一年一月四日よりRTGSが開始された。昨年からテスト運転が行われており、また、制度開始から数ヶ月が経過し、RTGSはようやく参加者に浸透し始めている。制度開始から一ヶ月間は、参加者による手控えも見られたが、それ以降は、決済される取引量も制度開始以前の水準に戻ったといえる。しかし、現行のRTGSシステムにはいくつかの問題点が指摘されている。

本稿では、現在までのRTGSがどのような現状にあるかを概観し、問題点として浮かび上がってきた、フェイルについて主に言及した。次号では、もう一つの大きな問題点である清算機関の設立について、アメリカの政府証券の決済制度、その中でも特に、清算機関であるGSCCを中心に考察する。

注

- (1) http://www.boj.or.jp/seisaku/99/seisak_f.htm「国債決済は、予定決済件数が極めて少な目となるなか、予定された決済は、午前中中心には必ずすべて完了した模様である。」
- (2) 二〇〇一年二月六日、日経金融新聞。
- (3) 「国債の即時クロス決済に関するガイドライン」日本証券業協会、平成二二年二月。
- (4) <http://www.mof.go.jp/singikai/kokusai/top.htm>「国債市場懇談会(第七回)議事要旨」および「資料」より。
- (5) 拙稿「国債の保有形態 登録国債と振込国債」、『証研レポート』No. 一五八一、財団法人日本証券経済研究所、二

〇〇〇年四月。

(6) 前田秀紀「日本版債券レポ市場の現状と課題」『郵政研究所月報』一九九八年二月号参照。

(7) 二上季代司「債券取引におけるフェイルについて」『CaMRIレポート』No. 一九、一九九八年十一月。

(8) 「国債決済のRTGS化に関する追加措置等の実施スケジュールについて」、<http://www.boj.or.jp/seisaku/seisaku.htm>

(9) 野村証券、大和証券SMB Cをはじめとした大手証券会社などが国債の清算機関創設に向けて検討を始めることが報じられた。五月九日付け日本経済新聞。

(ふくもと あおい・研究員)