

国債取引の決済期間の短縮化とレポ市場の整備

～二つのワーキング・グループの最終報告書と工程表～

中島 将隆

はじめに

国債のアウトライト取引やレポ取引に関するワーキング・グループの最終報告書が公表された。一つは、「国債の決済期間の短縮に関するワーキング・グループ」で、昨年十一月に最終報告書が発表された。この報告書に基づいて、今月の二三日から国債取引の決済期間が短縮される。アウトライト取引の決済は従来の「13」から「12」に短縮され、GCレポ取引も「10」から「11」へ短縮される。決済期間が短縮されると未決済残高は縮小するから、その分、決済リスクが軽減されることになる。また、国債市場やレポ市場の流動性や安定性・効率性の向上、更には国際的な市場間競争力の強化に資するものと期待される。

もう一つは「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」の最終報告書で、平成二二年四月に発表された。この報告書に基づいて、平成二二年一月から、フェイルチャージの導入やカットオフ・タイムの前倒し、空レポ規制が導入された。フェイル慣行の見直しによって、日本でもようやくフェイル慣行が定着することになった。

二つのワーキング・グループの最終報告書に加えて、目下、「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」に

基づいて、日本証券業協会や日本国債清算機構、信託協会など市場関係者は、残された課題について検討中である。工程表の計画によると、平成二六年前半には信託銀行が国債清算機構に参加の予定で、国債決済期間についても平成二九年以降、「J」の実現を目指すことになっている。

フェイル慣行の見直しや国債決済期間の短縮などの市場改革は、リーマンショックによる市場の混乱がきっかけであった。リーマンショックによつて日本のレポ市場は混乱し、フェイルの多発によつて国債の流動性が低下した。市場改革は金融危機に対応できるインフラ整備である。以下では、まず、日銀のサーベイ論文を参照しながらリーマンショックによるレポ市場の混乱と問題点を整理し、次に制度改革の取組みと推移を概観し、最後に制度改革の評価と今後の課題について要点を整理する。

1 リーマンショックとレポ市場の混乱

(1) 混乱を極めた日本のレポ市場

二〇〇八年九月一五日、リーマン証券の破綻によつて日本のレポ市場は混乱を極めた。まず、前例をみないフェイルの多発と市場流動性の低下である。リーマン証券の破綻によつて国債のデフォルトは約七兆円に達したが、リーマンから引渡しを受けなかったものについては、即日玉を調達できず、フェイルを余儀なくされた。これに連鎖して九月半ば以降にフェイルが急増した。デフォルト発生による第一次フェイルの発生が、市場全体で相乗的に進行し、フェイルの連鎖によつてフェイルが急増した。九月のフェイル件数は一六〇八件、金額は五・七兆円とこれまでの記録を大幅に更新した。⁽¹⁾ フェイルの急増は、市場流動性を著しく低下させた。

次に、フェイルが増加しフェイル処理の遅れによつて市場の混乱に拍車をかけた。相対取引のフェイル処理は、

アウトライト取引については契約自体をキャンセルしたが、レポ取引については基本契約書に基づいて一括清算された。一括清算時点で価格変動リスクが発生したが、これは初めての経験であった。フェイルを確定するため破綻先に対する早期の決済方針の確認も必要であった。国債清算機関経由分については、アウトライトもレポも一括清算されたが、国債清算機関はリーマン証券から国債の引渡しを受けることが不可能になったので、受け方参加者に対しフェイルが発生した。第一次フェイルは連鎖し、九月二四日にはピークに達した。これは、国債清算機関の国債調達に数営業日を要したためであり、未決済残高が積み上がった。

フェイルの複雑な処理には時間を要するため、国債決済の日中進捗に大幅な遅れが生じた。決済進捗の遅れは、フェイル確定の遅れを招くなど、金融機関の資金繰りや債券調達に影響を与えた。

更に、フェイルの多発によりレポ市場の機能が低下した。具体的には①カウンターパーティ・リスクやフェイルへの懸念からレポ取引を縮小したためレポ市場残高が減少した。②GC取引の縮小とGCレポレートの高騰である。GC取引では、外証との取引を敬遠する動きがみられたほか、都銀や信託でフェイル回避や資金繰りの慎重化から取引自体を絞ったことでGC取引の流動性が低下し、GCレポレートは無担保コールを大幅に上回った。

③特定銘柄の国債調達が困難となって品借料が高騰し、SCレポレートが大幅にマイナスとなった。SC取引では、投資家が国債の貸出を停止又は絞り込んだ事に加え、新発国債の減額発行の影響などから、一部の銘柄が極度にタイト化した。また、このような市場混乱の中でもフェイルを容認しない投資家への国債の引渡しを確実に履行するため、コスト度外視で対象債券を調達する動きが強まったことから、SCレポレートが大幅にマイナスとなる銘柄が続出した。このように、GC取引による資金調達に加えて、債券調達についても不確実性が高まる中、ポジションの圧縮を急ぐ先がみられるなど、大きな変化が生じた。^②

以上にみてきたように、リーマンショックによってレポ市場は混乱を極め、市場機能は著しく低下したのである。

(2) レポ市場整備の課題

レポ市場の混乱を回避するには、リーマンショックの大混乱から学び、市場の整備を行う必要がある。日銀のサーベイ論文「わが国短期金融市場の動向と課題」(平成二十一年九月)の中で、市場整備に向けて次の三つの課題を挙げている。ここで取り上げられた課題を解決するため、ワーキング・グループが設置され、国債決済リスクの削減に関する工程表が作成されることになる。以下、三つの課題を要約する。

① フェイル慣行の定着と見直し

レポ市場が混乱した原因の一つは、リーマンショックによってフェイルが多発したこと、フェイルが多発したにもかかわらずフェイルを容認する市場慣行が定着していない、という点にあった。フェイルとフェイル慣行とは意味合いが異なる。フェイルとは債券の受け方が、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、対象債券を受渡しされないことをいう。フェイル慣行とは、債券の渡し方が債券の受け方に対し決済日に債券の受渡しが無了であってもデフォルトとしないこと、このための事務処理方法を定めたものである。国債決済がRTGS化されると、平時にあってもフェイルは発生する。フェイルが発生すると市場流動性が低下する。このため、日本では国債決済のRTGS化が図られた平成一三年一月にフェイル慣行が導入された⁽³⁾。

日銀が平成二十一年一月に発表した上述の調査結果によると、レポ取引においてフェイルを容認する市場参加者は全体の半分に満たない⁽⁴⁾。この点、フェイル慣行の定着しているアメリカと大きな相違がある。日本でフェイル

慣行が定着していないのは、一つは実務上全く対応できない、もう一つはフェイル慣行の必要性を認識しない、この二つの理由によるものである。従って、ここでの課題は事務体制の整備であり、フェイル慣行に対する更なる理解を深めることである。

フェイル慣行のうち一つの課題は、フェイルコストの見直しや日中タイムスケジュール等フェイル慣行の見直しである。市場流動性を向上させるためにはフェイル慣行が必要だが、金融危機下でフェイルが多発すると、市場流動性が低下する。フェイルの多発を防ぐにはフェイルを回避するインセンティブ、すなわち、ペナルティが必要となる。また、日中タイムスケジュールについては早めにフェイルを確定させる事が必要であり、カットオフ・タイムを前倒しすれば後続事務が円滑になる。そして、レポ取引によるフェイルの対象債券の調達も容易になるといえるものである。

② 清算機関の機能改善と利用促進

リーマンショック時、国債清算機関のリスク管理機能が高く評価された。もし国債清算機関が設置されていないれば、レポ取引だけでなくアウトライト取引も大混乱を招いていたことだろう。それだけに、国債清算機関に対する要望も強くなる。

まず、破綻対応・フェイル処理能力等の向上である。対応マニュアルの整備、国債や資金の迅速な確保を可能とするスキームが必要である。次に、フェイル対象債券の割当ルールなど情報開示の利用促進である。加えて、国債清算機関の利用促進が望まれる。国債決済に占める清算機関経由の割合は、四割程度に留まっている。ここでは、特に信託の参加が望まれる⁽⁵⁾。

③市場全体でのリスク管理の強化

国債売買取引の決済は、アメリカやイギリスは「1」だが、日本の国債売買取引決済は「2」であり、レポ取引は「3」が主流である。約定日から決済日までの期間が長いほど未決済残高が積み上がり、取引相手が破綻した際にカウンターパーティ・リスクの規模が膨らむことになる。リーマン証券破綻後のレポ市場の混乱は、未決済残高の積み上がりによるデフォルトやフェイルの増加が一つの原因であった。こうしたリスクを削減するには国債決済期間の短縮が必要であり、国債決済は「4」、レポ取引は「5」の決済の普及が必要となる。⁽⁶⁾

(3) レポ市場整備の取組み

図表1は、時系列に従って市場整備の取組みを辿ったものである。まず、平成二十二年五月、「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」が発足した。二十二年一月に中間報告書が発表され、二十二年四月には最終報告書が取りまとめられ、この報告書に基づいて二十二年一月からフェイルチャージの導入などフェイル慣行の見直しが行われた。この見直しのフォローアップ会合は二回開催され、後述するように見直しは完了した。

次に、「国債の決済期間の短縮化に関するワーキング・グループ」が平成二十二年九月に発足した。最終報告書は二十二年一月に公表され、この報告書に従って国債取引期間の短縮が本年四月二三日から実施されることになった。

二つのワーキング・グループの最終報告書が発表される前に、金融庁は市場関係者に対して、「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」の作成を求めた。金融庁の要求に基づいて、日本証券業協会・日本国債清算機

図表1 レポ市場等の整備に関する取組み

債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ

- ・ワーキング・グループ発足（平成21年5月）
設置：日本証券業協会
参加者：市場横断的
- ・中間報告書発表（平成21年11月）
- ・最終報告書（平成22年4月）
フェイルチャージの導入
カットオフタイムの見直し
空レポ規制
平成22年11月から導入
- ・第一回フォローアップ会合（平成23年6月）
- ・第二回フォローアップ会合（平成23年12月）

国債の決済期間の短縮化に関するワーキング・グループ

- ・ワーキング・グループ発足（平成21年9月）
設置：証券決済制度改革推進センター
参加者：市場横断的
- ・中間報告（平成22年12月）
- ・最終報告書（平成23年11月）
国債取引決済期間の短縮
アウトライイト取引 T + 2
GCレポ取引T + 1、SCレポ取引T + 2
平成24年4月23日営業日より実施

国債取引の決済リスク削減に関する工程表

- ・金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」（平成22年1月）
市場関係者に対し国債取引の決済リスク削減に係る工程表の作成を要望
- ・金融庁「国債取引の決済リスク削減に関する工程表について」（平成22年6月）
- ・国債取引の決済リスク削減に関する工程表の策定（平成22年6月）
作成者：日本証券業協会（株）日本国債清算機関 信託協会
- ・工程表更新（平成22年12月）
- ・工程表更新（平成23年6月）
- ・工程表更新（平成23年12月）

今後の課題

- ・平成26年前半を目途に、信託が国債清算機構に参加予定
- ・平成29年以降、アウトライイト取引T + 1の実現（GCレポT + j0）

関・信託協会は、国債取引期間の短縮化・フェイル慣行の定着・国債清算機関の態勢強化・清算機関の利用拡大について、現状と課題、今後の取組みについて工程表を作成した。今後の課題は、この工程表に基づいて検討される。

以下では、市場整備の取組みについて、もう少し詳しくみていく。

2 債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループの報告書

(1) ワーキング・グループ設置の趣旨

ワーキング・グループは平成二二年五月に設置された。設置の趣旨について報告書で次のように述べている。「リーマン・ブラザーズ破綻に端を発した世界的な金融危機以降、市場環境の劇的な変化を背景に、債券決済におけるフェイル慣行等を改めて見直す必要性が強く認識されてきた。これを踏まえ、フェイルの頻発を抑制しつつ、フェイル慣行の更なる定着を図る観点から、日本証券業協会公社債委員会の下部機関として、債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループを本年五月に設置し、フェイル慣行の見直しや具体的な方策の検討を開始した⁽⁷⁾」。

ワーキング・グループの参加者は大手の銀行・証券会社、短資会社、機関投資家であり、国債清算機構、日本相互証券が加わり、オブザーバーとして金融庁、財務省、日本銀行が参加している。

(2) 最終報告書の要点

二二年四月にワーキング・グループの最終報告書が公表された。最終報告書の要点を公表資料から抜き出して

みよう。フェイル慣行の見直しは、既存のフェイル慣行の修正と新たな慣行の策定の二つに分類できる。前者はフェイルチャージの導入とカットオフ・タイムの見直しであり、後者は「誠実努力の義務関連」(空レポ規制、フェイル時の経緯説明、ループ解消手続)・「フェイル関連の情報開示の拡充」である。⁽⁸⁾以下では、既存のフェイル慣行の修正と新たな慣行である誠実努力の義務関連についてみていこう。

①フェイルチャージの導入

従来の慣行では、フェイルが発生してもフェイルチャージは課されなかった。フェイルした国債の渡し方には経済的デメリットが発生し、受け方は経済的メリットを受け取ることができたからである。すなわち、フェイルした渡し方は、本来支払いを受けるべき資金を受け取ることができないため、債券保有のための資金調達を負擔するか、もしくは受け取るべき資金運用益を放棄することとなるほか、経過利子は予定されていた決済日までの額しか受け取ることができない。他方、フェイルされた受け方は、当初予定されていた決済日から実際に債券の受領する日までの経過利子相当額を受け取れるとともに、フェイルにより滞留する手元資金の運用益を享受することができたからである。

しかし、低金利下においては、こうした経済合理性が有効に機能せず、フェイルの頻発を抑制することができない。このため、フェイルされた受け方は、フェイルした渡し方に対して、フェイルチャージ(フェイルした渡し方に対して、金銭負担として賦課)を請求できることにした。フェイルチャージは、アメリカと同様、規則ではなく市場慣行として導入し、フェイルチャージの水準についても同様に三%とされた。⁽⁹⁾

②カットオフ・タイムの見直し

カットオフ・タイムとは、一日の決済の終了を視野に入れ、フェイル等の認識を行うため市場参加者間で策定

した「日銀ネット国債稼働終了時刻の前に設けた決済の締切時刻」である。

従来のカットオフ・タイムは一五時三〇分であったが、今回の見直しによって一四時に前倒しになった。その結果、図表2でみるように、リバーサル・タイムは従来の一時間から二時間半に延長できることになった。

リバーサル・タイムとは、カットオフ・タイム以前の時点において取引当事者間で決済時刻延長の合意がなされた場合におけるフェイル状態の解消、フェイルが確定した場合の資金や国債の運用、決済の内容に過誤があった場合の訂正等、当日の決済を終了するための作業を行う時間である。一日の決済処理を円滑に終了するためには、リバーサル・タイムの有効利用が非常に重要となってくる⁽¹⁰⁾。カットオフ・タイムの前倒しとリバーサル・タイムの延長によって、フェイルの確定と決済処理を円滑に行うことが可能になったのである。

③フェイルの多発を抑制する「誠実努力義務」の新たな慣行の導入

フェイルの頻発を抑制するため、新たな市場慣行が導入された。まず、「空レポ規制」である。市場での安易かつ意図的なフェイルを抑制し、フェイル解消の誠実努力義務の徹底を図る観点から、買現先のエンド取引や貸借取引の貸出・返済も含め、レポ取引全般について空レポ規制を導入し、カバー取引などの方法による債券の受渡しを行うことにした。

図表2 カットオフ・タイム等の見直し

	ガイドライン見直し後	現行ガイドライン
14:00	14:00 カットオフ・タイム	
15:00	14:00～16:30 リバーサル・タイム	15:30 カットオフ・タイム
16:00		15:30～16:30 リバーサル・タイム
16:30	日銀ネット国債系終了	日銀ネット国債系終了

(出所) 日本証券業協会「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ：最終報告書」2010年4月
http://www.jsda.or.jp/shiryō/houkokusyo/h22/files/failwg_final.pdf

次に、市場での安易かつ意図的なフェイルを抑制する観点から、フェイル発生銘柄の開示やフェイルした個社名の開示といった「フェイル関連の情報開示の拡充」を行うことにした。更に、「フェイル時の経緯説明」については、フェイルされた先が求めた場合にはフェイル先は、誠実にフェイル発生の経緯説明を行うことをガイドラインの誠実努力義務規定の項目に盛り込むことにした。「エンドフェイル後のマージン・コール」についても一律実施は見送るが、当事者間の合意があれば推奨されることにした。⁽¹¹⁾

(3) 定着したフェイル慣行

日本銀行は、平成二二年一二月、フェイルチャージ等の新たな慣行やフェイル慣行の定着状況についてサーベイを行った⁽¹²⁾。まず、フェイル慣行の認識状況をみると、全体の九割強が認識していると回答し、認識していないとする回答は前回の二五%から五%強へと大きく減少している。フェイルの容認状況をみると、リーマンショック時には五六%が認識していないと回答したが、今回の調査ではゼロとなっている(図表3)。フェイルチャージについても、調査時点で、ほぼ全ての市場参加者は導入の準備が完了したと回答している。

「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ」でも、平成二三年三月と一二月の二回にわたってフォロアアップ会合が開かれた。フォロアアップ会合では、追加的な見直しを行う必要がないことが確認された⁽¹³⁾。フェイル慣行は、日本でも定着したといえよう。

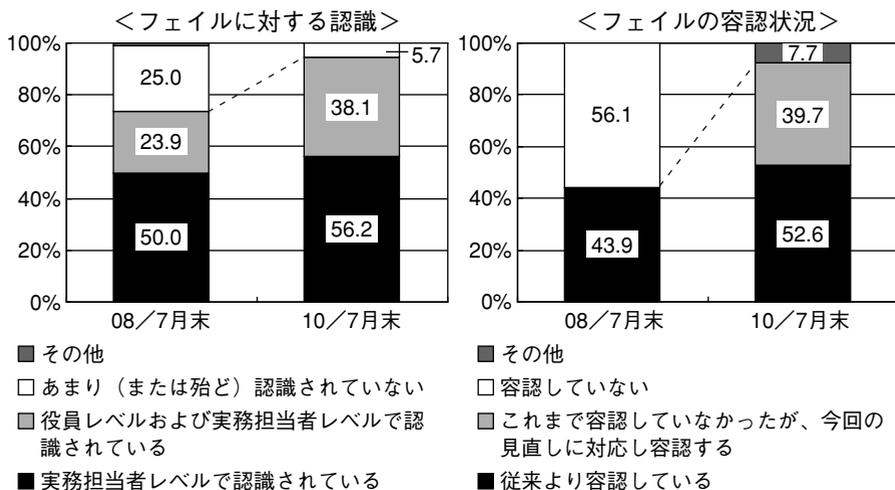
3 国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループの報告書

(1) ワーキング・グループの課題

ワーキング・グループは、平成二二年九月、国債の決済期間の短縮を検討するため「証券受渡・決済制度懇談会」・「証券決済制度改革推進会議」の下に設置された。参加者は、フェイル慣行見直しのワーキング・グループと同じく市場横断的で、幅広い市場関係者がメンバーとなっている。

ワーキング・グループでは「11」の実現が必要なこと、実現する場合の具体的な課題、基本的なフレームワークを提示しつつ、その前段階として国債のアウトライト取引については「17」、Gレポ取引については「11」への移行について検討を重ねた。平成二二年一二月に中間報告書が公表された後、最終報告書は平成二三年一月に公表され、平成二四年四月二三日から最終報告書に基づいてアウトライト取引は「17」、Gレポ取引は「11」に短縮される。以下、報告要旨の要点をみていこう。

図表3 フェイル慣行に対する認識および容認状況



(出所) 日銀「わが国短期金融市場の動向と課題」2010年12月
http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2010/data/ron1012a.pdf

(2) 最終報告書の要点

最終報告書では、まず、国債の決済期間短縮の意義について述べている。短縮化の意義は、決済リスクの削減、国債市場・短期金融市場の流動性・安定性・効率性の向上、国際的な市場間競争の維持・強化の三つをあげている。三つの中でも、とりわけ、決済リスクの削減が強調されている⁽¹⁴⁾。

決済リスクには、元本リスク、再構築コストリスク、流動性リスクの三つがあるが、未決済残高の縮小と関係する決済リスクは再構築コストリスクと流動性リスクだけである。元本リスク、すなわち、取引相手の破綻等により元本の支払いを受けることができなくなるリスクは、DVPの導入によって削減される。DVP（国債資金同時受渡）は、平成六年に導入されているから、今日では元本リスクは解決されている。

問題は再構築リスクと流動性リスクである。再構築リスクとは、取引相手が決済不能に陥った場合に「等価若しくは正の現在価値」で実現できないリスクであり、このリスクを回避するには未決済残高を縮減すること、合わせて、清算機関の履行保証を活用することである。流動性リスクとは、取引相手から予定通り資金や証券を受け取れないリスクであり、このリスクを回避するには未決済残高を縮減すること、合わせて清算機関の履行保証機能を活用すること、ポジション再構築・フェイル解消の迅速化である。流動性リスクはリーマンショックの時点で初めて経験した⁽¹⁵⁾。

アウトライト取引を「13」決済から「12」へ、GCレポ取引を「10」決済から「11」へ移行することは、再構築リスクと流動性リスクを軽減することになる。このリスクの軽減により市場の流動性や安定性・効率性が高まり、国際競争の強化につながるといえる。

(3) ハードルの高いT+1

米国や英国など先進国における国債取引の決済期間は、図表4でみるように、日本よりも短期である。決済期間が短期ということは、その分、決済リスクが小さく強固な市場ということになる。

最終報告書では、アウトライイト「土」化が必要であるとして、実現への課題を検討している。まず、アウトライイト「土」化には、レポ市場の流動性を確保し、資金運用や調達を円滑に行う観点から、幅広い市場参加者がGCレポ「土」を可能とする環境整備が不可欠であるとしている。また、その実現には多くの課題が存在し、現行の約定実務や取引慣行等を大きく変更する必要があるためハードルが高く、具体的な課題の検討には時間を要するとしている。

4 国債取引の決済リスク削減に関する工程表

(1) 金融庁の「金融・資本市場に係る制度整備について」

平成二二年一月、金融庁は「金融・資本市場に係る制度整備について」を発表し、リーマンショックのような金融危機に対応するための制度整備を行うことにした。国債取引の決済については、次のような問題点があると指摘した。「国債取引については、日本国債清算機関が清算業務を提供しているが、同機関の利用率は取引全体の四割程度に留まっている現状。平成二〇年九月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時、国債市場では同

図表4 主要国におけるアウトライイト取引の決済期間

	米国	英国	フランス	ドイツ	日本
国債	T+1	T+1	T+3 (注)	T+2	T+3
() はレポ	(T+0)	(T+0)	(T+2)	(T+1)	(T+2)
株式	T+3	T+3	T+3	T+2	T+3

(注) 短期国債 (BTF) のアウトライイト取引 (売買取引) はT+1、レポはT+0

(出所) 証券決済制度改革推進センター

(引用) 「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ (最終報告書) <詳細版>」平成23年11月

社による国債証券の受渡しが不能となったことから、受渡し遅延（フェイル）が前例のない水準まで積み上がり、レポ市場の流動性は大きく低下⁽¹⁶⁾。

このように問題点を指摘した上で、国債取引の決済リスク削減のため、市場関係者に対して、次のような対応策と工程表の作成を求めた。

「リーマン危機時にも確認された日本国債清算機関のリスク削減機能の更なる活用を図るため、同機関を含む市場関係者において、以下の取組みに関し、本年前半を別途とする工程表の作成・公表を目指す。併せて、国債取引の清算集中を法令上措置することを検討する（その時期は決済期間の短縮の実現時期に合わせることを考えられる）。

① 日本国債清算機関の利用拡大を図るための同機関の態勢強化を図る。また、その利用にあたり関係法令上の取扱い等の明確化が求められる場合、早急に対応する。

② 決済期間の短縮、フェイル発生時の取扱いルールの確立・普及を図る⁽¹⁷⁾。

（２）市場関係者による「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」の作成

金融庁の指示に従い、平成二二年六月二十九日、日本証券業協会・日本国債清算機構・信託協会には「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」を作成し、公表した。

信託協会が工程表作成に参加するのは、金融庁の要請が契機となった。信託協会の会長は「金融庁から公表された『金融・資本市場に係る制度整備について』が、信託協会としてJGBCC参加検討を行う契機となっております⁽¹⁸⁾」と述べている。

工程表は四つの項目から構成され、各項目の現状と課題、今後の取組みについて述べられている。各項目のポイントは次の点である。

工程表のポイント

① 国債取引の決済期間の短縮

・アウトライト取引「T3」から「T2」への短縮

・平成二四年前半を目途とする。

② 国債取引に係るフェイル慣行の定着・普及

・日本証券業協会の結論に基づき、フェイル発生を抑制すると同時にフェイル慣行を普及させることによつて、市場の混乱を防止することを目的にフェイルチャージ等の新たな慣行を導入する。

・平成二二年一月から導入する。

③ 日本国債清算機構の態勢強化

リーマンショックの経験から、人員・組織・システムなどリスク管理に関する業務運営体制を強化する。

④ 国債取引における清算機関の利用拡大

・国債アウトライト取引やレポ取引については、国債清算機関の利用率が取引全体の四割程度に留まっている。

・清算機関の利用率が低いのは信託銀行の利用が無いからである。信託銀行が清算機関を利用できる制度設計が必要である。

平成二二年六月の工程表は、前掲図表1でみたように、二つのワーキング・グループの検討を踏まえたもので

ある。工程表はその後、平成二二年一二月、平成二三年六月、平成二三年一二月に更新され、その時点までの検討結果と今後の計画が公表されている。工程表のポイントは冒頭で述べたレポ市場改革の課題と照合するものである。次々と更新される工程表はウェブサイトに掲載され、日本証券業協会・日本清算機関・信託協会のホームページで検索できる。

(3) 今後の課題

平成二三年一二月に更新された工程表には、今後の課題について言及している。まず、国債決済期間の短縮については、「J1」への移行は平成二九年以降の課題としている。「J1」への移行には平成二六年から二七年に予定される日本清算機関、証券保管振替機構、日本銀行における市場基盤の整備等が前提となるためである。

フェイル慣行については、フォロアアップ会合でも市場で定着したと報告され、追加的な見直しは必要なしと確認された。フォロアアップ会合は平成二三年一二月をもって終了することになった。また、国債清算機構の態勢強化についても、対応済みとされている。

国債取引における清算機関の利用拡大について、信託銀行の参入が課題である。信託銀行の特性に配慮した上で、国債清算機構と信託協会の間で「信託銀行の特性に配慮した制度設計」について合意された。信託銀行は、平成二六年前半を目途に運用有価証券信託での国債清算機構への参入が予定されている。

信託銀行が国債清算機構に参加し、国債決済の「J1」が実現すれば、日本のレポ市場は更に強固な市場になるだろう。

- (1) 日銀「わが国短期金融市場の動向と課題―東京短期金融市場サーベイ(〇八/八月)の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響」平成二年一月 一九頁
- (2) 同上 二二～二四頁
- (3) 河西・菅野・加藤「RTGS化後の国債取引に関する市場慣行について―フェイル慣行の意義と課題を中心に―」『日銀マーケットレビュー』平成二年七月
- (4) 日銀「わが国短期金融市場の動向と課題―東京短期金融市場サーベイ(〇八/八月)の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻の影響」平成二年一月 二八頁
- (5) 同上 三一頁
- (6) 同上 三三頁
- (7) 「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ(中間報告書)」日本証券業協会 平成二年一月一頁
- (8) 「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループの最終報告書(骨子)」日本証券業協会 平成二年四月 五～八頁
- (9) 同上八頁、日本証券業協会「フェイルチャージの実務に関する取扱指針に基づく決済についてのQ&A」平成二四年四月 九頁
- (10) 同上 Q&A 五頁
- (11) 「債券のフェイル慣行の見直しに関するワーキング・グループ(最終報告書)」日本証券業協会 平成二二年四月 二

- (12) 日銀「わが国短期金融市場の動向と課題―東京短期金融市場サーベイ(二〇〇八月)とリーマン・ブラザーズ証券破綻後の諸課題への対応状況」平成二二年一二月
- (13) 「国債取引の決済リスク削減に関する工程表」(平成二三年二月一九日)
- (14) 「国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書(詳細版)」二〇一一年一月 三〇八頁
- (15) 同上 五頁
- (16) 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備についてのポイント」平成二三年一月二日
- (17) 同上
- (18) 馬場頭二「国債清算機関の利用拡大に向けた取組みについて」『国債取引の決済リスク削減に向けた取組みに関する説明会』信託 二四七号 二〇一一年季刊第Ⅲ号

(なかじま まさたか・特別嘱託研究員)