

# 米国債取引の中央清算機関利用の義務付け

福本 葵

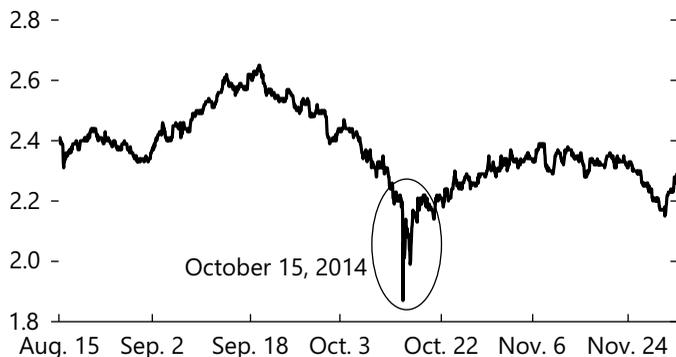
はじめに

二〇二五年一月二〇日、米国証券取引委員会（SEC）のデンスラー委員長が退任した。デンスラー氏は、長年懸案とされながら実行に移されてこなかったいくつかの制度改革に関し、その実現に向けて、最終規則の採択にこぎつけた。その一つが、国債取引の中央清算機関（CCP、Central Counter Party）利用の義務付けである<sup>①</sup>。

米国債の発行規模は世界最大であり、米国債取引はこれまで流動性も安定的に高かった。また、米国債のレポ取引も拡大している。しかし、近年、その米国債市場に混乱をもたらし、市場の脆弱性が懸念される事態が発生している。その一つが、二〇一四年一〇月一五日に発生した、いわゆるフラッシュ・ラリーである（図表1）。その後、二〇一九年にはレポ・レートが急騰し、二〇二〇年のコロナ危機の際には、急激に流動性が

図表1 フラッシュ・ラリー

Figure 1.19. The October 15 Flash Rally in U.S. Treasuries  
1. U.S. 10-Year Treasury Yields (Percent)



Source: Bloomberg, L.P.

(出所) IMF, "Global Financial Stability Report April 2015", 32ページ

低下する等、イレギュラーな事態が発生している。

このような混乱の際には、カウンターパーティーリスクが高まり、他の取引参加者に伝播するいわゆるシステムックリスクの発生も危惧される。これらのリスクは、中央清算機関が取引のカウンターパーティーになり、債権債務を引き受けることで軽減することができる。

ところが、かつては高かった米国債取引における中央清算機関の利用率は、近年、現物取引では一三%、レポ取引では約二〇%と低い<sup>(2)</sup>。金融危機以前は、米国債取引における主たる取引者は証券会社や銀行等のプライマリー・ディーラーであったが、その後、新たな取引者が台頭したことが、この低い利用率の原因の一つであると<sup>(3)</sup>考えられる。プライマリー・ディーラーは中央清算機関の会員であるが、新たな取引者は非会員であることが多い<sup>(4)</sup>。

本稿では、米国債取引の中央清算機関利用義務付けの規則改正について、背景およびその内容を考察する。

## 1 米国債市場の重要性と混乱の発生

米国債の発行残高の市場価値は、二七兆ドルを越えており、流動性も安定的に高い<sup>(4)</sup>（図表2）。また、米国債のレポ取引も拡大しており、一日当たりの取引量は約四兆ドルに上る<sup>(5)</sup>。

当時のSEC委員長であったゲンスラー氏は最終法案の声明で「米国債は、世界中の投資家にとって安全で流動性が高く、信頼できる資産として認識されている。米国債市場は、世界の基軸通貨としてのドルにとって不可欠な存在である。」と述べている<sup>(6)</sup>。

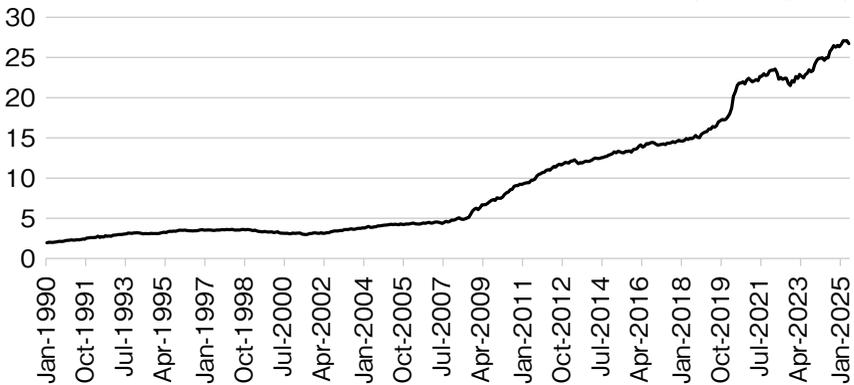
しかし、近年、米国債取引に混乱をもたらし、その脆弱性が懸念される事態が発生している。その一つが、二

〇一四年一〇月一日に発生したいわゆるフラッシュ・ラリーである。この時、約一二分間という短期間であるものの、特に明確な原因なく、米国債利回りが急激に変動した。さらに、二〇一九年九月二四日、米国債担保レポ市場の翌日物金利が突如として高水準に急騰し、連邦準備制度理事会（FRB）は金利パラメータを回復させるために介入する事態となった。また、二〇二〇年三月、コロナ危機で国債の流動性が極端に低下し、米国債の金利は乱高下した。この際、取引参加者のシステムリスクへの対応策の必要性が認識された。さらに、二〇二五年初頭にもフェイルが増加し、二〇二五年四月上旬にも、長期金利の急増がみられた。

このような混乱は、中央清算機関が利用されていれば、発生していなかった、という訳ではない。しかし、このような事態が発生しても、中央清算機関が債権債務を引き受けることによって、カウンターパーティーリスクが軽減される。また、中央清算機関を利用すれば、ネットイングによって、決済における所要流動性を節約でき、流動性リスクを管理することができる。<sup>(7)</sup>これは、市場の安定性や信頼性確保につながる。

図表2 米国債の発行残高  
Marketable Treasury debt

(単位：兆ドル)



(出所) <https://www.dallasfed.org/research/econdata/govdebt#data> より作成

## 2 中央清算機関利用率の低さ

現在、米国債取引において中央清算機関を通じた取引の割合は低い。ニューヨーク連銀が後援する「Treasury Market Practice Group（以下、TMPG、国債市場慣行グループ）」<sup>(8)</sup>は、二〇一七年前半、国債流通市場において中央清算機関を経由した現物取引は一三%に過ぎないと発表した。<sup>(9)</sup>また、FRBは、二〇二二年までにすべてのレポの約二〇%が、中央清算機関を介して集中決済されていると述べている。<sup>(10)</sup>これは、先に、中央清算機関の利用が義務化された店頭デリバティブ取引に比べても低い数字となっている。

この利用率の低さには、いくつかの要因があると考えられる。これまで、米国債取引の主たる当事者は、プライマリー・ディーラーであり、それらは中央清算機関の会員であった。そのため、中央清算機関を利用してきた。また、米国債取引は、業者間取引、業者対顧客取引のいずれにおいても、従来、電話を介して約定等が行われてきたが、九〇年代以降、インターディーラーブローカー（IDB）の運営する電子取引システムを利用することが増えている。市場の中間に位置するインターディーラーブローカーは、それらのプラットフォーム上の取引の片側だけを中央清算機関に持ち込んでいることが多い。<sup>(11)</sup>先に述べたTMPGの報告書でも、約一九%が「ハイブリッド清算」であるとされている。ハイブリッド清算とは、インターディーラーブローカーの運営するプラットフォーム上で、片方の当事者が中央清算機関会員であり、もう一方の当事者が中央清算機関非会員のブローカーである二者間で清算する形態を指す。この場合、中央清算機関会員との取引は中央清算機関に回送するが、中央清算機関非会員との取引はバイラテラル清算（相対）で行う。

また、インターディーラーブローカーが台頭し、その後、それを活用するPTF（Proprietary or Principal Trade Firm）と呼ばれる投資家が台頭した。PTFは債券市場において、HFT（高頻度取引）を主たる取引

戦略とする投資家である。近年、中央清算機関の会員ではないP T Fの取引が増加したことも清算機関を介する取引割合が低下したことの<sup>(12)</sup>一因であろう。二〇二四年二月にP T Fに証券ディーラーとしてのS E Cへの登録を義務付ける規則が採択され、その後、二〇二四年一月二一日、テキサス州北部地区裁判所がこの規則を無効とする判決を下したため、実行には移らなかつたが、これも、今回の中央清算機関利用の義務付けと合わせて、米国債市場の流動性改革に関する金融当局の対応策の一つであるといえよう。<sup>(13)</sup>

さらに、近年、ベークス取引が増加していることも利用率が低い一因と考えられる。ベークス取引とは、レポ市場で資金を借りて現物債を買う一方で国債先物売り、現物と先物の価格形成のズレ（価格差、ベークス）を利用して収益の確保を狙う取引である。年金基金等の機関投資家による大量の先物購入等が原因で、先物価格が理論価格を上回っている場合、ヘッジファンド等が、先物価格が割高であると考えて、先物を売建て、同時に現物を購入する。その後、先物価格が下がってきたところで先物の買戻し・現物債売りを執行し、差益を得る（買裁定）。反対に、先物価格が理論価格を下回っている場合（先物価格が割安であると考えて）先物を買建てると同時に現物の空売りを行う。値上がりしたところで先物の転売・現物債の買戻しを執行し、差益を得る（売裁定）。ベークス取引による利益は小さいため、保有している国債を担保にレポ市場で多額の資金を借り入れ、資金を調達する。

ヘッジファンドが主たる借り手となつて行われているベークス取引は、高いレバレッジを利かせることもあり、不透明性も高い。この取引は通常、当事者間で行われ、中央清算機関を介さないことが多い。そのため、ヘッジファンド等の借り手の損失が大きく計上され、リスクが伝播する可能性がある。

### 3 SECの規則改正の概要

国債取引に中央清算機関利用を義務付ける規則改正の当初案は、二〇二二年九月に提出された。SECは当初案について、広くコメントを受け付けた結果、二〇二三年一月二三日、最終案 (Proposed Rule 17ad-22)(e)(18) (IV)(A)) が採択された。この改正は、国債の現物取引、レポ取引について原則、中央清算機関を利用することを義務付けるものである。<sup>(14)</sup>

当初案では、現物取引において、ヘッジファンドも規制の対象としていたが、最終規則では、その範囲が縮小され、現物取引については、ヘッジファンドは除外された。一方、最終規則においても、レポ取引については、ヘッジファンドに対しても中央清算機関の利用を義務付けることとなった。

中央清算機関を利用することによって、市場が不安定であってもカウンターパーティーリスクを回避できる。これまで国債取引において、利用率の低かった中央清算機関の役割および影響力が増すと考えられる。また、バイラテラル清算やハイブリッド清算が行われると、中央清算機関は、その会員参加者がどのようなリスクを抱えているかを把握することが困難であるが、中央清算機関に、より多くの取引情報が集約される等、中央清算機関が市場にもたらす利益を増加させることができる。

しかし、政権交代によって、これらの動きがややトーンダウンしたことは否めない。最終規則採択時、実施時期については、現物取引が二〇二五年末、レポ取引は二〇二六年六月三〇日とされていたが、二〇二五年二月二五日、現物取引が二〇二五年から二〇二六年一月二三日、レポ取引が二〇二六年から二〇二七年六月三〇日と、それぞれ一年延期された。これは取引参加者が要請したためであるが、SEC内部にも急ぎすぎとの声もあつたとされる。

#### 4 清算機関義務化の規制の対象者・対象取引

SECは、一九三四年証券取引所法を改正し、Covered Clearing Agency (CCA) の直接参加者 (Direct Participant) に対し、米国債の流通市場取引 (規則では、「適格流通市場」と規定されている。現物取引およびレポ取引) を、原則すべて中央清算機関へ提出・清算することを義務化した。これを受け、CCAはその方針および手順を文書化しなければならない (最終規則案 17ad-22(e)(18)(iv)(A))。

SECの規則では、CCPではなく、「CCA」という用語を用いている。CCAはRule 17Ad-22(a)(5)において、「中央清算機関または中央証券保管振替機関のサービスを提供する登録清算機関」と定義されている。この定義によると、CCAはCCPよりも広い概念であり、CCAは清算 (clearing) を行うCCPと、決済 (settlement) を行う決済機関を含む概念と解される。今回の規則改正では、SEC規則改正案のいうCCAとはCCPを指す<sup>(15)</sup>。また、現在、DTCC (The Depository Trust and Clearing Corporation) 傘下のFICC (The Fixed Income Clearing Corporation) が米国債取引における唯一のCCPである<sup>(16)</sup>。

CCAの直接参加者 (Direct Participant) とは、CCAに直接アクセスできる主体 (すなわち、CCAの会員) を指し、通常は銀行および証券会社等である。一方、CCAの間接参加者 (Indirect Participant) とは対象清算機関の支払、清算、また決済機能にアクセスするために直接参加者 (Direct Participant) が提供するサービスに依存する者をいう。具体的には、マネー・マーケット・ファンド (MMF)、ヘッジファンド、その他の資産運用会社、中小銀行、またはブローカー・ディーラー等の市場参加者を含む。さらに、決済代理人、決済銀行、清算銀行サービス、清算および決済に関連するサービスを提供し、国債CCAの清算を利用しないその他の主体は、本改正および対象清算機関基準で使用されている用語の意味における「直接参加者」または「間接参加

者」のどちらでもない。

規制対象の取引は、米国債の適格流通市場取引、つまり現物取引とレポ取引であるが、現物取引とレポ取引で規制の対象者が異なる。レポ取引の場合、レポ取引の一方の当事者が直接参加者 (Direct Participant) である場合、必ず C C A を通じて清算する義務がある。この場合、相手方が誰であるかを問わない。従って、ヘッジファンド等の間接参加者、インターディーラーブローカープラットフォーム、登録ブローカー・ディーラー、または登録政府証券ブローカー・ディーラーとの間で実行されるすべてのレポ取引において中央清算機関を利用するよう義務付けられた。

一方、現物取引の場合、中央清算機関利用が義務付けられるのは、一方が直接参加者であり、かつ相手方が特定のカテゴリに限られる。特定のカテゴリの相手方とは、SEC登録ブローカー・ディーラー、政府証券のブローカー・ディーラーである。<sup>(17)</sup>当初案では、現物取引の規制対象に、レバレッジ・アカウントとヘッジファンドが入る予定であったが、最終案では削除された。ヘッジファンド等を対象とする当初案に対しては、事務負担の増大や流動性の悪化、制度運用の複雑化を理由として、これに反対するコメントが多く寄せられた。

SECは、レポ市場は決済・流動性のリスクが極めて高いため、相手の属性に関わらず中央清算機関の利用義務付けを徹底した方が市場の安定性に資するが、現物取引については、相対取引の慣行が根強く残っており、流動性供給者の相手方が多様なため除外した、と述べている。<sup>(18)</sup>

## おわりに

二〇二三年一月二三日、米国債の現物取引、レポ取引における中央清算機関利用の義務付けを盛り込んだS

EC規則改正案が採択された。米国債取引の中央清算機関利用は、長年、勧告されていたが、実現に移されてこなかった改革の一つである。

規制の対象となる取引は、「適格流通市場」であるが、これには、現物取引とレポ取引が含まれる。当初案では、現物取引の対象に、CCAの参加者とヘッジファンド等との取引も含まれていたが、最終規則案では、ヘッジファンド等との取引は除外された。当初案に対するコメントで、反対意見が多かったためである。一方、レポ取引に関しては、CCA会員のすべての取引が規制の対象となった。SECは、現物取引における中央清算機関利用の義務付けの対象にヘッジファンド等の取引も含むとする規制対象拡大についての議論を今後も続けるとしている。

本稿では考察の対象とはしていないが、二〇二三年の最終改正案には、国債取引の中央清算機関利用の義務付けの他、投資家保護のためのマージン・資金管理の強化やディーラーの定義の拡大、より頻繁な公開取引報告制度の導入等様々な改革が含まれている。

〔謝辞〕本稿は、令和七年度学校法人帝塚山学園特別研究費の助成を受けたものである。

注

(1) Gensler statement, "Statement on Final Rule Regarding Treasury Clearing", Dec. 13, 2023.

<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-treasury-clearing-121323>.

一九六九年に行われた米国財務省と連邦準備制度の合同米国政府証券市場調査では、「米国政府証券の清算制度の拡

大を検討すべきである」という勧告が含まれていた。

- "Report of the Joint Treasury-Federal Reserve Study of the U.S. Government Securities Market" (April 1969), <https://fraser.stlouisfed.org/title/joint-treasury-federal-reserve-study-us-government-securities-market-318/report-joint-treasury-federal-reserve-study-us-government-securities-market-6282>
- (2) 日本においては、レポ取引の大半が中央清算機関を利用している。これは清算機関の会員参加者の裾野の広さに起因すると考えられる。
- (3) プライマリ・デファイラーは金融危機後の規制強化によって、マーケットメイク能力の低下が危惧されている。伊豆久「PTFのデファイラー登録をめぐって―米国債市場の課題と対応―」証研レポートN。一七四三、二頁（二〇一四年四月）
- (4) Market Value of Marketable Treasury Debt, <https://fred.stlouisfed.org/series/MVMTD027MNNFRBDAL>
- (5) SIFMA, <https://www.sifma.org/resources/research/statistics/us-repo-statistics/>
- (6) Gensler statement, "Statement on Final Rule Regarding Treasury Clearing", Dec. 13, 2023, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-treasury-clearing-121323>
- (7) 宮内博至『金融危機とバーゼル規制の経済学―リスク管理から見る金融システム―一九四ページ、注(7)(二〇一五)
- (8) T M P G (Treasury Market Practice Group) とは、国債、政府機関債市場等の健全性と効率性を支えることに尽力する市場専門家のグループである。T M P G は、証券デファイラー、銀行、外国中央銀行等、様々な機関のビジネスマネージャー、法務・コンプライアンス専門家で構成されている。
- (9) Chair Gary Gensler, Statement on Final Rules Regarding Treasury Clearing, Dec. 13, 2023.

- sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-treasury-clearing-121323#\_ftn5, Treasury Market Practice Group, "White Paper on Clearing and Settlement in the Secondary Market for U.S. Treasury Securities" (July 11, 2019), available at [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/tmpg/files/CS\\_FinalPaper\\_071119.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/tmpg/files/CS_FinalPaper_071119.pdf)
- (10) Federal Reserve, "Insights from revised Form FR2004 into primary dealer securities financing and MBS activity" (Aug. 5, 2022), <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/insights-from-revised-form-fr2004-into-primary-dealer-securities-financing-and-mbs-activity-20220805.html>
- (11) U.S. Department of the Treasury, "Inter-Agency Working Group on Treasury Market Surveillance Releases Staff Progress Report that Reviews Potential Policies for Bolstering the Resilience of Treasury Markets" (Nov. 8, 2021), <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0470>
- (12) 伊豆久、前掲注(2)、「ニッセー」。
- (13) 伊豆久、前掲注(2)、「ニッセー」。
- (14) レポ取引（特にトライパーティ・レポ）における中央清算機関利用の議論は、以前から行われていた。二〇一〇年、ニューヨークの主要な市場関係者からなる決済リスク委員会（P.R.C. Payment Risk Committee）が発表した報告書にも言及がある。この報告書の中で、「関連する問題の複雑さ」をコストを考慮し、中央清算機関に関する勧告を避ける。"Avoiding" Task Force on Tri-Party Repo Infrastructure Payments Risk Committee Report May 17, 2010", ニッセー。

- (15) SECの最終規則において、「SECは、CCPをCCA（対象清算機関）として規制する。」と述べている（最終規則、八頁）。SECは二〇一六年に「Covered Clearing Agency Standards」を策定した。これらの基準は、CCPの財務リスク管理、業務リスク、デフォルト対応、ガバナンス、参加要件等あらゆる業務面を対象とする。
- (16) DTCCとは、傘下に株式等の決済機関であるDTCC（The Depository Trust Corporation）や株式等の清算機関であるNSCC（National Securities Clearing Corporation）等持つ持株会社である。FICC（The Fixed Income Clearing Corporation）もその傘下にあり、国債やMBS取引における清算機関である。二〇〇三年、GSCC（Government Securities Clearing Corporation）とMASCC（Mortgage-Backed Securities Clearing Corporation）が合併し、FICCとなった。
- (17) 上記以外の相手（例えば一般の運用会社、年金、中央銀行等）との現物取引は、清算義務の対象外である。
- (18) SEC Release No. 34-99149 (Adopting Release), II.B.2.b.iii

#### 参考文献

本文中に挙げたものの他、

- ・ Yasha Yadav and Joshua Younger, "Central Clearing the U.S. Treasury Market", 92 U. Chi. L. Rev. 545 (2025)
- ・ 岡田功太「テクノロジーの進化と共に新たな生態系を構築する米国債市場」『資本市場クォーターリー二〇一九夏号』、野村資本市場研究所、二三巻一号、六五―七七頁（二〇一九年夏号）
- ・ 服部孝洋「日本経済を考える（九七）日本国債先物入門…日本国債との裁定（ベシス取引）とレポ市場について」ファイナンス・財務省広報誌、財務省編五五巻第一一号、七〇―八〇頁（二〇二〇年二月号）

・横山史生「米国レポ市場における制度改革の動向」証券レビュー、日本証券経済研究所、五九巻四号、七一―八七頁（二〇一九年四月号）

・横山史生『図説アメリカの証券市場二〇一九年版』、第五章債券流通市場、日本証券経済研究所（二〇一九）

（ふくもと あおい・客員研究員）