

# 米国債取引決済の改革

磯 谷 玲

## 要 旨

本稿では、「安全で、流動性が高く、効率的な市場」を支える市場機構のうち、決済システム、特に近年の改革論議に焦点を当てて考察する。

まず決済システムの動向を、近年の改革論議の出発点となった「フェイル (Fail)」について、ついで2002年以降継続的に議論されてきた決済システムの整備・改革について概観する。

FRB, SEC は2002年に共同ホワイト・ペーパーを公表し、国債決済の脆弱性を指摘した。これをうけた形で民間市場参加者を中心とした対応策の検討が行われ、「新銀行 (NewBank)」構想が固められた。さらにフェイルの慢性化という事態を受けて、あらたな提案が財務省から2006年に行われ、検討されている。

こうした一連の作業は、国際通貨としてのドルの地位や、アメリカを軸とした国際的資金循環からみて重要な位置付けが与えられるものと思われる。

## 目 次

- |  |  |
|--|--|
| I. はじめに  | 3. 2005年報告書 (Report to the Federal Reserve Board by the Working Group on NewBank Implementation) |
| II. 決済の動向-フェイルの拡大  | 4. 2006年財務省提案  |
| III. 決済システムの整備に関する議論   | IV. おわり  |
| 1. ホワイト・ペーパー (2002)  | 参考文献   |
| 2. 2003年報告書 (Report to the Federal Reserve Board by the Working Group on Government Securities Clearance and Settlement) |  |

## I. はじめに

米国債市場は巨額かつ流動性の高い市場であ

り、米金融当局によって「安全で、流動性が高く、効率的な市場」とされ、「毀損してはならない国民の財産」ともいわれる。注目すべきことは、この「安全で、流動性が高く、効率的な

市場」は、民間部門の自由競争によって生まれ、維持されてきたわけではないということである。もちろん民間部門の自発的な経済行為は不可欠の要素として組み込まれているが、それだけではなく、入札方法をはじめとして当局による市場機構の整備が大きな役割を果たしてきた。政府がこのような形で経済過程に介入する根拠は、納税者負担の軽減化に求められた。

本稿では、「安全で、流動性が高く、効率的な市場」を支える市場機構のうち、決済システム、特に近年の改革論議に焦点を当てて考察する。

まず決済システムの動向を、近年の改革論議の出発点となった「フェイル (Fail)」について、ついで2002年以降継続的に議論されてきた決済システムの整備・改革について概観していくこととしたい。

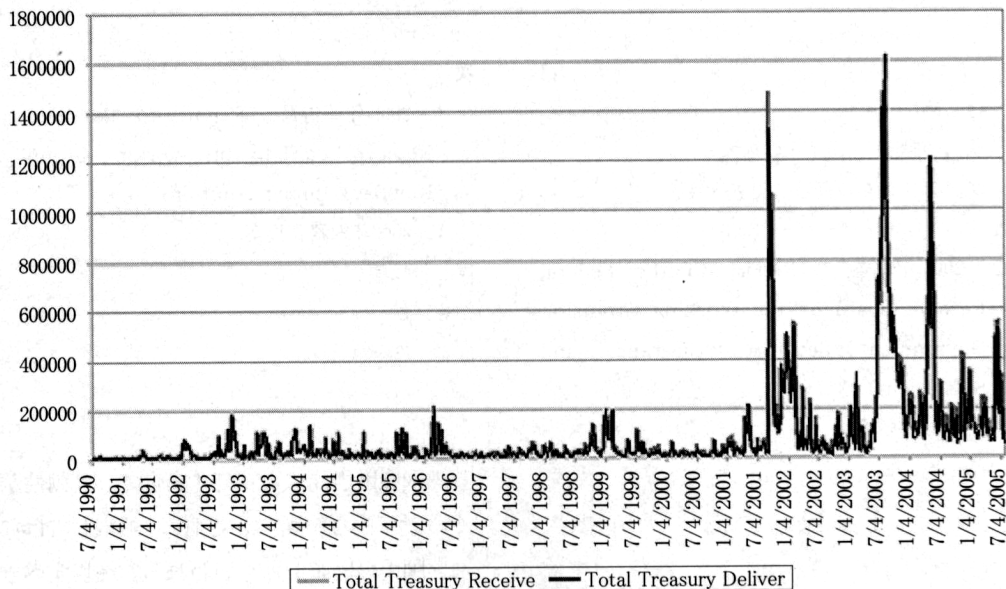
## II. 決済の動向—フェイルの拡大

1990年以降の米国債取引におけるフェイルの推移を示したのが、図表1である。このデータはプライマリー・ディーラーの報告にもとづき作成されている。プライマリー・ディーラー間の売買において、証券の受渡が完了しなかった場合、売方・買方の双方から報告される。売買の当事者のどちらかがプライマリー・ディーラーである場合、証券の受け渡しが完了しなければ、プライマリー・ディーラーからのみ報告され、顧客の側からは報告されない。つまりフェイルの規模にカウントされない。非プライマリー・ディーラー間の取引の場合にはどちらからも報告されず、失敗の規模にカウントされない。

金額は週ごとの累積ベースで計算されている。仮に5000億ドルの取引で木曜日決済のとこ

図表1 米国債のフェイル

(100万ドル)



(出) FRBNY, [http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers\\_failsdata.html](http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_failsdata.html)

図表2 フェイルの内訳  
(100万ドル)

	受け取り	引き渡し
米国債	230,523	232,987
機関債	16,462	10,432
MBS	20,001	21,869
社債	23,239	26,048

(注) 07/1/3付け。

(出) FRBNY

る1日受け渡しが遅延し、金曜日に行われたとすると、フェイルとして計算される金額は5000億ドルとなる。しかし受け渡しが4日遅延して月曜日に行われたとすると、基本となる当初の取引金額(5000億ドル)を4倍(4日分)した2億ドルがフェイルの金額として報告される。

図表1から2001年を境として、フェイルの規模が拡大していることがわかる。直近では、米国債取引におけるフェイルの金額は受け取り(receive)で約2305億ドル、引き渡して約2329億ドルの規模となっている(図表2)。またこれまでに2回大きなピークがあった。最初のピークは2001年から2002年にかけての時期であり、2回目は2003年から2004年にかけての時期である。

Fleming & Garbadeはフェイルの要因を次のように整理している<sup>1)</sup>。

第1は、取引者間のコミュニケーション不足、意思疎通上の問題である。これはどの様な状況下でも起こりうると考えられるため、フェイルがゼロになることはないとされる。

第2は、業務上の障害によるものである。典型的な事例のひとつは1985年11月21日に生じたコンピュータ・トラブルに伴いバンク・オブ・ニュー・ヨークが引き渡し不能となったものであり、もう一つの事例は9/11テロとその後の

混乱である。

第3は、空売りによるものである。

いずれの要因も完全に根絶できるわけではなく、その意味で受け渡しが一定の比率でフェイルすることは不可避である。ただし、引き渡し(delivery)の失敗は証券を借り入れて決済するという手段がある。しかしその場合も、市場参加者が証券を借り入れて引き渡しをするか否かは、コストバランスにかかっている。通常決済のフェイルは契約の失効とはみなされず、引き渡しを完了できなかった市場参加者は次の営業日に同じ条件で引き渡すことになる。もし次営業日に履行できなければ、さらに次の営業日へと繰り越されていく。証券の売り手にとっては証券の引渡が済むまで売買代金を得ることができないため、この間の金利が直接的なコストとなる。したがって決済の失敗を回避するために証券を借り入れるコストがこの失敗によって生じる直接的なコストを下回る場合にのみ借り入れるようになる<sup>2)</sup>。

### Ⅲ. 決済システムの整備に関する議論

#### 1. ホワイト・ペーパー(2002)

9/11テロによる市場の混乱以降、当局と市場参加者は国債決済に関する、あるいはその脆弱性に関する協議を重ねた。その結果公表されたのがホワイト・ペーパーである。

ここでは国債決済の現状として、運用面、金融面、構造面の3つの側面から脆弱性が存在しているとしている。すなわち、

##### (1) 運用面

運用面での脆弱性とは、現在国際取引の決済

サービスを提供している2行のどちらもがディーラー取引の決済とポジションの調整を妨げる可能性のあることを指す。両行間では決済に用いられている技術やソフトウェアも異なっており、ディーラーは一方の銀行の業務が何らかの理由により停止したからといって、他方の銀行に容易にポジションを移すといったことはできないからである。

## (2) 金融面

金融面での脆弱性とは、決済銀行の財務状況が、決済ビジネス以外の分野の要因によって悪化した場合に顕在化するとされている。また決済サービスからの非自発的な「退場」によって政府証券決済や政府証券市場に混乱がもたらされることが予想されるとしている。

## (3) 構造面

現在の状況、つまり決済銀行が金融機関間の合併を通じて2行になったということは、部分的には、それぞれの金融機関の自発的・戦略的な選択の結果である。もしどちらかが戦略的な選択として決済業務からの撤退を決定すると、単一の商業銀行に権力が集中することになる。

そしてこの状況を改善する方法として、ホワイト・ペーパーでは三つの選択肢があげられている。

第1の選択肢は、決済銀行および主要な市場参加者が、偶発的な事態への備えをより強固にすることである。

第2は、各々のプライマリー・ディーラーが現在利用している決済銀行以外の銀行にバックアップをおくことである。

第3は、決済を執行する機関を新たに創設する等の構造的改革を実行することである。

この段階では、特に具体的な方策が提案され、議論されているということではないが、二

つの点でコンセンサスが得られたとしている。すなわち、第1に決済銀行自身も偶発的な事態に対する準備を強化する必要があること、第2にバックアップ勘定はほとんど価値のないものであるということである<sup>3)</sup>。

## 2. 2003年報告書 (Report to the Federal Reserve Board by the Working Group on Government Securities Clearance and Settlement)

米政府証券市場の主要な参加者は2つの商業銀行(決済銀行)—— J.P. Morgan Chase と Bank of New York ——のどちらかにその取引決済とファイナンスを依拠している。9/11テロを一つの契機として、政府証券市場の決済機能に対する当局の関心が強まり、2002年5月に上述した白書(ホワイト・ペーパー)が公表された。上述のように、脆弱性の存在およびそれに対応する必要性については共通認識が示されたものの、現行の制度内での対応を求める声が多かった。そこで、より具体的な方策を検討するため、ワーキング・グループが組織されることとなったのである。

FRBはこのワーキング・グループを2002年11月に組織し、業界経験のある民間コンサルタントが議長を務め、決済銀行、証券ディーラー、ミューチュアル・ファンド、取引業者協会、その他の利害関係者の代表が参加した。またFRB、SEC、財務省のスタッフがそれぞれオブザーバーとして参加した(メンバー構成については図表3を参照)。

ワーキング・グループが達した「重要な共通認識」は次の点である。

(1) 決済(Clearance and Settlement)とトライ・パーティー・レポ・サービスは非常に

図表3 ワーキング・グループ・メンバー (2003)

議長

- Deloitte Consulting (Michael Urkowitz)
- メンバー
- Bank of New York (Art Certosimo)
- The Bond Market Association (Paul Saltzman)
- Cantor Fitzgerald Securities (Stephen Merkel)
- Federated Investors (Deborah A. Cunningham)
- Fixed Income Clearing Corporation (Thomas Costa)
- Goldman, Sachs & Co. (Robin Vince)
- Investment Company Institute (Lawrence Maffia)
- J.P. Morgan Chase (Jane Buyers Russo)
- Lehman Brothers (Ian Lowitt)
- Merrill Lynch (Frank DiMarco)
- Morgan Stanley (Thomas Wipf)
- Salomon Smith Barney [Citigroup] (Patrick Kirby)
- State Street Bank & Trust Co. (Neil Carfora)
- UBS Investment Bank (Ernest Pittarelli)

オブザーバー

- Federal Reserve Bank of New York (Darryll Hendricks)
- Federal Reserve Board of Governors (Patrick Parkinson)
- U.S. Department of the Treasury (Norman Carleton)
- Bureau of the Public Debt, U.S. Department of the Treasury (Lori Santamorena)
- U.S. Securities and Exchange Commission (Robert Colby)

(注) かっこ内は委員氏名。

(出) Working Group on Government Securities Clearance and Settlement (2003), pp.38-39.

相互依存性が高いこと。

(2) トライ・パーティー・レポでは相当量(2003年8月22日の数値として、二つの銀行を通じた取引のおおよそ23%)が米政府証券以外の証券によるものであること。

これらの点から、ワーキング・グループが出した結論はいかなる方策・手段であったとして

も、決済銀行のサービスの中断および停止の影響を緩和するための方策は、現在決済銀行が提供している決済およびトライ・パーティー・レポ・サービスの全て——当然非政府証券も含まれる——を対象とするべきである、というものである。

(3) 当初は、利用している決済銀行のサービスが中断もしくは停止した場合、その顧客が他の決済銀行を利用することを認めるということが軸として検討された。しかしながら結論としては、そのような方策は、業務上の脆弱性を解決する上では実質的な意味をもたないというものであった。もしこの方策が現実性をもつとすれば、現在非常に異なっている2行のシステムとプロセスが標準化され、また顧客がそれに自らのシステムとプロセスを対応させた場合であろう。さらに取引に関するリアルタイムのデータベースを構築して、顧客の状況を再現できるようにすることも必要となる。

だがこうしたことは、現在のシステムの回復力を強化するリソースを決済銀行から奪うことになる。また一方の銀行に取引が集中することは、逆にリスクを高める結果にもつながる。以上のような考察から一つの銀行を想定した方策は長期的にも一時的な手段としても現実性のあるものとはならない、と結論された<sup>4)</sup>。

このような共通認識をふまえて、最も有力視されたのが「新銀行(NewBank)」構想である。これは撤退した決済銀行にかわって新たな適格銀行が決済業務に参入してくるまでの期間、必要な業務を行うというものである。ワーキング・グループでは、より具体的に、免許、所有、業務、リスク・マネジメント、移行手続き等の種々の側面について議論された。連邦準備制度との関係、すなわち業者に信用供与する

ためには連邦準備制度に弾力的にアクセスできることが重要であるとされた。また他に銀行持株会社法との関連等も議題となった。

### 3. 2005年報告書 (Report to the Federal Reserve Board by the Working Group on NewBank Implementation)

2003年報告書では、「新銀行 (NewBank)」構想が、規制当局の要求、すなわち現存する二行のどちらかが業務上以外の理由 (法律もしくは信用に関わる理由) で、突然かつ非自発的に決済業務から撤退した場合に民間レベルでの対応策を準備しておくことという要求を満たす上で最も現実的な方策であると結論づけた。しかし同時にその概念はより豊富化される必要があること、また実現のための様々な課題が解決される必要があり、新たなワーキング・グループを組織して検討する必要があるためである。このような経緯から、2004年1月にFRBによって新たなワーキング・グループ (Working Group on NewBank Implementation) が組織された (メンバーについては表4を参照)。

このワーキング・グループでの課題となったのは以下の6点である。

(1) 新銀行 (NewBank) が果たすべき決済機能の特定、およびそれと関連して撤退した銀行から関連する業務インフラストラクチャを購入するか、サービス協定をつうじて撤退銀行にアウトソースするかを決定すること。

(2) 購入あるいはサービス契約の条件決定。この条件は撤退銀行にとっても新銀行の資本供給者にとっても公正でなければならない。

(3) 免許取得にあたっての規制当局の要求を確認し、実行可能であるか否かを検討するこ

図表4 ワーキング・グループ・メンバー (2005)

<b>議長</b>
Deloitte Consulting (Michael Urkowitz)
<b>メンバー</b>
Bank of New York (Art Certosimo)
The Bond Market Association (Eric Foster, Robert Toomey)
Cantor Fitzgerald Securities (Stephen Merkel)
Deutsche Bank Securities, Inc. (Lou Fusco) *
Federated Investors (Deborah A. Cunningham)
Fidelity Investments (Curt Hollingsworth)
Fixed Income Clearing Corporation (Jeffrey Ingber)
Goldman, Sachs & Co. (Louis Piliago)
Investment Company Institute (Lawrence Maffia)
J.P. Morgan Chase (Allen Clark, Jane Buyers Russo)
Lehman Brothers (Robert Azerad, Ian Lowitt)
Merrill Lynch (Matthew Flanigan)
Morgan Stanley (Thomas Wipf)
Salomon Smith Barney [Citigroup] (Patrick Kirby)
State Street Bank & Trust Co. (Neil Carfora)
UBS Investment Bank (Andrew Watson)
<b>オブザーバー</b>
Federal Deposit Insurance Corporation (Michael Krimminger)
Federal Reserve Bank of New York (Joyce Hansen, Christopher McCurdy)
Federal Reserve Board of Governors (Patrick Parkinson)
U.S. Department of the Treasury (Peter Nickoloff)
Bureau of the Public Debt, U.S. Department of the Treasury (Lori Santamorena)
U.S. Securities and Exchange Commission (Robert Colby, Jeffrey Mooney, Robert Plaze)

(注) カッコ内は委員氏名。

(出) Working Group on NewBank Implementation (2005), pp.19-20.

と。

(4) 新銀行が直面するであろうリスクを詳

細に分析し、またリスク管理の方策を考慮すること。

(5) 株主および取締役会の構成とその規模について合意を形成すること。

(6) 新銀行の活動開始に伴って、レポ投資家による迅速な利用決定が可能なステップを確認すること。

ワーキング・グループは2004年2月から2005年9月の期間に、ニュー・ヨーク連銀で計7回の会合をもった。また(a)業務、(b)規制、(c)所有とガバナンス、(d)信用および流動性のニーズの四つの作業部会に分かれてより頻繁に会合し、上記の6課題の関連する問題を検討した。以下のワーキング・グループの主な結論を記すことにする。

#### (1) 業務

新銀行が果たすべき決済銀行機能は、

- ① 基幹決済業務(決済とトライ・パーティー)、
- ② 資金移転、
- ③ カストディおよび証券貸付、
- ④ 会計サービス、
- ⑤ ブローカー・ローン、
- ⑥ ネットワークおよび通信インフラストラクチャとデータ・システム、データ・センター、
- ⑦ その他、

であることが確認された。

ワーキング・グループの結論は、業務上のインフラストラクチャを新銀行に移転することは可能ではなく、むしろ全ての業務上の機能は契約を通じて撤退した銀行によって実施されるべきだというものである。

#### (2) 公正な価格付け

公正な価格という問題—撤退銀行の持つ決済

関連の諸施設・設備の売却価格をめぐる問題—はこのワーキング・グループが扱った問題のなかで最も困難なものであったとされる。

撤退銀行は販売にいたる期間の長短を無視して、最も高値で売却しようとする。しかし新銀行への資本供給者は、もし販売を遅らせれば取得価格よりも高い価格で売却できるとしても、リスクにさらす期間を最小にするために可能な限り速やかに売却しようとする。互いの要求は共に正当なものであると考えられるが、同時に相反する要求でもある。

この理由からワーキング・グループは、撤退銀行は新銀行へ決済事業機能を売却すべきではなく、新銀行へはサービス契約によって決済業務の遂行能力を供給し、新銀行の活動開始後、新銀行とは別の、適格性のある銀行に売却する努力を継続するべきである、と結論するにいたった。

適格性のある銀行に売却することが成功すれば、撤退銀行は新銀行とのサービス契約を終了させる権利を得ることになる。

撤退銀行の手に決済業務に関連するインフラストラクチャの販売を残しておくことは、「公正な価格」で売却したいとする撤退銀行の関心にかなうものであろう。また新銀行が撤退銀行から決済業務に関連するインフラストラクチャを購入する場合と比較すれば、新銀行の株主が撤退銀行から取得した価格と同等かそれよりも高い価格で再売却できないというリスクを回避できるというメリットがある。しかしこのアプローチは、新銀行への資本供給者がコミットメントしている期間をコントロールできないという問題は未解決のままである。そのため、ワーキング・グループは終了時を明示するため、新銀行を期間限定とするものと結論した<sup>5)</sup>。

### (3) 規制

免許に関しては、新銀行は州によって認可された特別目的信託会社 (state-chartered limited purpose trust company : LPTC) として組織される方向でワーキング・グループとニュー・ヨーク州銀行監督当局との協議が進行中である。規制関連では、前ワーキング・グループと同じく連邦準備制度への参加が必須であるとされた。

また新銀行はLPTCとして免許を受けるものの、預金を受け入れ融資を行うということが可能である。つまり銀行持株会社法の規定する「銀行」である。「意図せざる結果」を導かないために、新銀行の株式保有は広範に所有され、かつ単独企業が新銀行の株式あるいは資産の5%以上を保有しないことが望ましいとされた。この「意図せざる結果」とは、「新銀行」が特定の投資銀行・証券会社によって、銀行業務へのループホールとなる、ということである。ワーキング・グループの構成(表参照)をみても明らかなように、投資銀行・証券会社が主体であるため、法制上の問題が生じるのを回避するための措置である。

### (4) リスクマネジメント

新銀行は、政府証券およびトライ・パーティー・レポ取引の決済を容易にするための、ディーラーに対する信用供与によって信用リスクと流動性リスクにさらされる。したがって新銀行は、少なくとも最大のディーラーの破綻による潜在的損失をカバーするだけの十分な資本を備えておかなければならない<sup>6)</sup>。

銀行の潜在的な損失金額と必要資本を試算するためにワーキング・グループは最大のディーラーのポートフォリオと規模に関するデータを入手し、試算した。これは6つの資産種類に分

類される。すなわち、

- ・財務省証券, 19.4%
- ・政府機関債, 14.5%
- ・MBS (Mortgage Backed Securities), 34.3%
- ・社債, 16.6%
- ・ABS (Asset Backed Securities)
- ・株式, 8.5%

である<sup>7)</sup>。

その結果潜在的な損失額は1250億ドルであった。最終的な損失額や、調達可能な金額は状況によって変化するが、いずれにしても資金調達をする上で十分な条件を整えること、そしてそのために業者に応分の負担を求めることが必要であるとされた。

### (5) 株主および理事会・取締役会の規模と構成

新銀行は広範な市場参加者によって所有される必要がある。ワーキング・グループは1種類の議決権付き株式と25以上の株主が必要と結論した。株主は新銀行の理事会を組織することになる。理事会は、取締役を決定し、その監督にあたる。経営陣をはじめとした人材の輩出先としては新銀行への資本供給者、撤退銀行などが予期される<sup>8)</sup>。

2002年に開始された米政府証券取引の決済における脆弱性問題は、一応ここで結論をみたことになる。これ以降、BMAに具体化の業務が引き継がれることになった<sup>9)</sup>。しかし2006年には新たな側面での提案がなされることになる。次のその点についてみることにする。

## 4. 2006年財務省提案

### (1) 財務相提案

米財務省は2006年4月に財務省証券の貸付機

構（“Treasury Securities Lending Facility”あるいは“Securities Lender of Last Resort Facility”：以下 SLLR）設置の提案を公表した。

本提案においても安全で、効率的な米財務証券市場は国の資産であることが強調され、政府の介入の正当性が示されているが、2002年から2005年にかけてFRBのイニシアティブの下で行われたワーキング・グループでの検討・結論とは対象とする側面が異なっている。

WGGSCS および WGNI では、現存する決済銀行に関わる脆弱性が議論の対象となった。これに対して財務相提案で問題にされているのは慢性的な決済のフェイルである。つまり現存の決済銀行が業務に従事しているという状況の中で発生している事態である。図表1に示されているように、失敗の大きなピークは過ぎ、全体としては沈静化しているともいえるが、他方で平均的な水準は底上げされているといえる。すでに述べたように決済におけるフェイル自体がゼロになることは考えられないとしても、一定規模以上のフェイルが慢性化することは、財務省証券の流動性に対する信頼を損ねることにつながりかねず、ひいては調達金利を押し上げる可能性がある。このようなことが今回の提案の背景にあるものと考えられる。

以下財務相提案の内容をやや詳しくみていくことにする。

財務相提案では設置の目的は、破壊的事態への保険として機能することであるとされている。また通常環境にある時はその影響は最小のものであるが、米国債市場やより広範な金融の機能を脅かし、また投資家の信頼を揺るがすような、非常に希ではあるが高コストの事態が生じた場合には、その影響を緩和する上で重要

な役割を演ずるものであるともされている。同提案では以下の諸原則を組み込んだプロトタイプが想定されている。すなわち

- SLLR は、市場での（証券）不足が米国債および広範な金融市場の機能を侵害する様な、希な場合に追加的で一時的な供給を行う
- SLLR の運用の方向性は、財務省の裁量よりも市場の諸力によって決定される。
- SLLR の利用可能性は安全で、高い流動性をもち、効率的な米国債市場における投資家の信頼を高める。（順不同）

提案では SLLR のもつ潜在的利益として以下の点があげられている。すなわち、

- SLLR は、通常環境下においても特定証券の極端な不足解消を担保することを通じて、財務省証券の全般的な流動性を支援する。
- さらに極端に市場機能が低下している期間でも、不足している財務省証券が利用可能であるということを投資家に保証することによって金融危機の間、より大きな信頼を形成することに寄与する。
- 広範な決済の失敗からガードすることによって、米国債取引の決済に関連する運用上および規制上のコストを削減することが期待される。

しかし潜在的成本あるいは負の影響も考えられる。たとえば、

- SLLR は、ショート・ポジションの投資家を「救済する」ことによってモラル・ハザード形成を助長するのではないか
- その結果として過剰なリスクテイクが行われるようになるのではないか、
- 市場参加者によって、投資家の信頼を損な

うようなやり方で SLLR が勝負事の対象となる可能性があり、そのことは米国債の現物 (cash) 市場ならびにレポ市場の機能を損なう可能性がある

- 発動ライン (どういう状態になれば SLLR を実行するのか) についての透明で明確な合意があるのか、あるいは合意形成が可能なのか
- 問題解決に向けた民間のインセンティブをそがないのか、

といった諸点である<sup>10)</sup>。

米国債市場の「効率性」は空売りを含む投機的売買を基礎として成立しており、投機的要素は現在の米国債市場にとって不可欠の要素である。しかし投機的取引はしばしば過度に価格の振幅を拡大する。したがって投機的取引は必要であると同時に一定の範囲に抑制されなければならない。投機的売買の最大の抑止力は損失であり、SLLR によって「補填」や「救済」といった要素が入り込むとこの抑止力がそがれるのではないかと、ということである。またどのような状態になった場合に発動するのかが明確でなければ、あるいは明確にすることができなければ、特定業者、あるいは業者群の救済になりかねず、アカウントビリティが確保できないという懸念も存在する。

## (2) 財務相提案に対する反応

上記の財務相提案に対しいくつかのコメントがよせられた。ここでは主に Bond Market Association (以下 BMA) からのものによってその評価を探りたい。

BMA は、財務相提案の前提となったフェイルの実態については認識を共有しており<sup>11)</sup>、一般的に上記提案で概括された目的と原則を支持するとしている。

その上で、次のような疑問を呈している。すなわち

- 政府が解決することが最前の方策であるような民間の失敗というものがあるか
- 慢性的な失敗 (fail) が流動性を損なうか
- コスト (と便益のバランス)
- 民間の中での努力や取組が進展していること
- すでに財務省は十分な手段 (tools) をもっていること
- 価格決定

である。

以下で、「慢性的な決済の失敗と市場の反応」および「SLLR の必要性」の 2 点について BMA の見解を整理することにした<sup>12)</sup>。

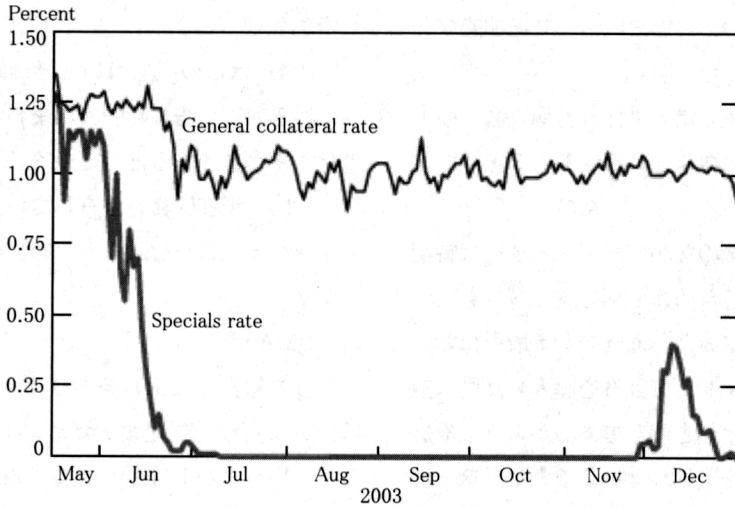
### ① 慢性的な決済の失敗と市場の反応

慢性的な決済の失敗に対して市場はどう対応してきたのか、ということについて BMA は 6 つの事例<sup>13)</sup>を指摘している。ここでは、ネガティブ・レート・レポ取引に関するガイドラインについてみておきたい<sup>14)</sup>。

通常のレポ取引においては、資金調達をしようとするディーラーはまず証券を売却し、次にそれを利子分を上乗せした形で買い戻す。たとえば利子率が 3% であるとして、1000 億ドルの資金調達をオーバーナイトのレポ取引で行うとすると、まず財務省証券を 1000 億ドルで売却し、翌日利子分の 833 ドルを上乗せして買い戻すのである。ネガティブ・レート・レポ取引とは、この金利分がネガティブである場合を指す。

通常、約定通りの引き渡しが行えない場合でも当該ディーラーに対し、懲罰的なコストはかけられない。当初合意された価格で次営業日もしくはそれ以降に引き渡すだけで済み、売買代

図表5 レポ・レートの推移 (2003年)



(出) Fleming & Garbade (2004), p. 4.

金が入手できない以外のコストは基本的に発生しない。したがって、しばしばディーラーはフェイルを選択する。この慣習が市場に大きな混乱をもたらした事例が2003年にみられた。

2003年夏、10年満期の米国債の利回りは急速に上昇した。2003年6月半ばには3.15%だったものが、6月末には3.50%となり、8月半ばには4.50%となった。このため、一層の金利上昇が生じた場合のヘッジを目的として直近の10年満期の米国債（2013年5月満期・3.625%）の空売りが増大した。これに伴って証券借入の需要も拡大した。その結果、特定証券担保のレポ取引金利は急速に低下し、ゼロ金利となった（図表5）。

この状況は、一部の参加者が投機的取引の可能性に気付いた段階で一層悪化した。

たとえば、財務省証券を保有していないディーラーAが7月15日から29日の期間、金利ゼロで証券借入の必要があるディーラーBと1000億ドルのレポ取引（この事例では、担保

証券が特定されるスペシャルレポを想定している）を行う。Aは当該証券を保有していないため、当然ながら引き渡しはフェイルとなるが、上述のように追加的なコストはかからず、また金利がゼロなので、基本的にコストは発生しない。一方22日から29日にかけての期間の金利が0.5%上昇したとすると、ディーラーAは、例えばディーラーCと1000億ドルのレポ取引を行って、米国債を購入する。ディーラーAはこの国債をBに引き渡す。ディーラーCは期日になるとディーラーAから証券を買い戻すが、CはAに対し金利分（972ドル=1000億ドル×0.50%×7/360）を上乗せして払う。この場合Aによるフェイルは戦略的・意図的なものであり、フェイルの累積額を増大させたのである。

だが、フェイルの累積は追加的、付随的なコストを発生させることとなった。

その一つは資本増加の必要性である。SECの規則によれば、引き渡しで5営業日以上、受

け取りで30日以上、それぞれ経過した場合には発生する可能性のある損失に備えて追加的な資本が必要とされている。

また事務作業量の増大に伴う労働コストの上昇と顧客との関係悪化という問題も浮上してきた。

このような環境のなかで、ディーラーは特定証券を借り入れるために金利を支払っても良いと考えるようになった。通常のレポ取引においては、スタート・レグで証券を購入した側は融資における貸し手側と同じであるから、証券借入のために金利を支払うということは、貸しつけた金額が減額して返済されることと同じであり、通常とは逆転した事態である。これは受け渡しが確実なFRBの証券貸付から始まり、次いで民間市場にも拡大し、引き渡し保証 (guaranteed-delivery) のレポ取引市場が形成された<sup>15)</sup>。BMAはこのことを価格調整メカニズムによるインバランスの調整、あるいはインバランスの調整に寄与した市場の対応ととらえているのである。

#### ②SLLRの必要性

BMAはSLLRの必要性について、4つの側面から検討している。

(1) SLLRはどんな市場の状況を解決するのか？

財務省提案では、市場に厳しい圧力を加える要因として三つのものが想定された。つまり、甚大な業務上の混乱、超低金利環境、市場秩序の崩壊、の三つである。それぞれのケースで効果的な対応策は異なることが予想されるが、一般的には市場での価格メカニズムを通じた需給の不均衡改善が最も有効であるとBMAはしている。

(2) 大規模なフェイルが財務省証券の流動

性および資金調達コストにどんな影響を与えるのか？

BMAはこの点について懐疑的であり、実行に移る前に可能な範囲でかまわないので、数値化するべきであるとしている。

(3) 現在財務省が有している手段は需給のインバランスを解消するために利用できないのか？

BMAはこの手段の一つとして、大口ポジション報告 (LPR) をあげている。Manipulativeな行動に対処するためにLPRは有効であるというのがBMAの結論である。

(4) 民間の解決方法はこれらの課題をより効率的に解決するのか？

市場における民間サイドの努力が問題解決に役立ってきたというのが、BMAの認識である。その一つの事例は上述のネガティブ・レート・レポ取引であろう。フェイルが累積していくという状況のなかで、非明示的なコストをネガティブ・レートという形で明示化したり、あるいは迅速な引渡を条件に組み込むなどの努力が状況改善に寄与したという理解である。以上のように四つの側面から検討した結果、必要性・有用性には疑問を呈している。

## IV. おわりに

米国債市場はかつては、国債という商品の安全性に過度に依拠してきた市場であった。しかしこの20年近くの間には生じた様々な事件・出来事、すなわち政府証券專業業者の破綻とそれに伴う混乱、大手業者による市場操作や逸脱行為、財政黒字化、等々のことがらに対処する形で市場機構が整備されてきたのである。

これまでに見てきたような、今回の様々な提

案や試みもその一環であると考えられる。ただし、フェイルの原因が一樣でなく種々のものが混在しているという事情もあって単純ではない。逸脱や規制に反する行為ということではなく、ある意味で正当な市場活動の副産物という面が存在するからである。

民間・業者サイドの反応も基本的には支持しているものの、現状肯定的な、あるいはコスト重視の姿勢が見える。このことは緊急性の薄さ、という要因も影響していると思われる。すなわち、2003年の様な事態に直面している訳ではなく、あくまでも将来的におこりうる危機に対する準備という意味合いが強いという事情である。

とはいえ、米国債の高い流動性を維持するという姿勢を米当局が示すこと、あるいはそのためのイニシアティブをとること-最終的な決着の形に関わらず一は、現下の巨額の財政赤字・貿易赤字が存在する状況では大きな意味があると考ええる。

現在では海外保有分を抜きにして米国債市場は考えられない。直接的に米国債を購入している、という点においても、また海外部門がその貿易黒字を環流させるような投資によって財政赤字をファイナンスしていることがアメリカにおける金利を抑制し、アメリカの海外投資を可能にする基盤を形成しているという点においても非常に重要な役割を海外部門は果たしているのである。そしてさらに国際通貨として地位をドルが保持し続けることのも条件ともなっている。

貿易黒字を米国債に投資する理由は政治的なものも含め様々であろうが、その大きな理由の一つとして「『安全で、流動性が高く効率的』な市場であるという評価」がある。今回提案さ

れた様々な改革は、アメリカを中心とした資金の流れやそれに付随するビジネス、そしてドルの地位を維持するためのコストという側面があることを指摘しておきたい。

#### 注

- 1) Fleming & Garbade(2005), pp.1-7.
- 2) Fleming & Garbade(2005), pp.2-3.
- 3) Board of Governors of the Federal Reserve System & Securities and Exchange Commission (2002), p.4.
- 4) WGGSCS(2003), p.1-3.
- 5) WGNI(2005), pp.6-7.
- 6) WGNI(2005), p.9.
- 7) WGNI(2005), P.10.
- 8) WGNI(2005), p.14.
- 9) Bond Market Association(2006b).
- 10) Department of Treasury(2006), pp.6-7.
- 11) BMA(2006a).なおここでは、通常のコースでの失敗として引き渡しで1取引日あたり114億ドル、受け取りで同129億ドル、その原因は様々で多くは業務的な要因によるものとしている。また特にフェイルが頻発した時期を二つに大別している。すなわち(1)9.11後の時期と、(2)2003年夏を中心とした時期である。
- 12) 価格決定については、以下の点が重要視されている。すなわち、財務省案ではSLLRを利用する場合のレートはゼロであるとされている。この点に関し、BMAは、こうした取引は通常の取引にも組み込まれ、市場の調整力を骨抜きにするものとして批判し、改善を求めている。この点についてくわしくはBMA(2006a), p.17以下を参照されたい。
- 13) 6つの事例とは、A 迅速な引渡に関するガイドライン、B ネガティブ・レート・レポ取引に関するガイドライン、C Fails Margining, D Buy-in, E 業務上の回復力、F FICCの変更である。
- 14) BMAは、2004年秋にレポ取引において迅速な引渡を勧奨するガイドラインも設定している。「迅速」というのは取引執行後15分以内に引渡が行われると定義されている。
- 15) Fleming & Garbade(2004), pp.4-6.

#### 参考文献

Board of Governors of the Federal Reserve System & Securities and Exchange Commission (2002), *Interagency White Paper on Structural Change in the Settlement of Government Securities: Issues and Options*, Docket No.R-1122(FRB), August.

- Bond Market Association(BMA)(2006a), *Comments on Securities Lending Facility*, September, pp.1-21.
- (2006b), *Bond Market Association To Develop & Lead Implementation of 'NewBank'*, at <http://www.bondmarkets.com/story.asp?id=2306>
- (2006c), *Negative Rate Repo Trading Guideline*.
- (2002), *Interagency White Paper Response*, August, pp.1-23.
- Department of Treasury(2006), *Consideration of a Proposed Treasury Securities Lending Facility*, April, pp.1-12.
- Fisher, Mark(2002), "Special Repo Rates: An Introduction", *FRB of Atlanta Economic Review*, 2nd Quarter pp.27-43.
- Fleming, Michael J. & Garbade, Kenneth D. (2005), "Explaining Settlement Fails" *FRB Current Issues in Economics and Finance*, Vol.11, No.9, September, pp.1-7.
- (2004), "Repurchase Agreements with Negative Interest Rates", *FRB Current Issues in Economics and Finance*, Vol.10, No.5, April, pp.1-7.
- (2003), "The Repurchase Agreement Refined: GCF Repo", *FRB Current Issues in Economics and Finance*, Vol.9, Mo.6, June, pp.1-7.
- (2002), "When back office moved to the front burner: settlement fails in the treasury market after 9/11", *FRB of New York Economic Policy Review*, November, pp.35-57.
- Garbade, Kenneth D.(2006), "The evolution of repo contracting conventions in the 1980s", *FRB of New York Economic Policy Review*, May, pp.27-41.
- Garbade, Kenneth D. & Kambhu, John E.(2006), *Why Is the U.S. Treasury Contemplating Becoming a Lender of Last Resort for Treasury Securities?* (FRBNY Staff Reports), April, pp.1-24.
- Moulton, Pamela C.(2004), "Relative Repo Specialness in U.S. Treasuries", *Journal of Fixed Income*, June, pp.40-47.
- Working Group on Government Securities Clearance and Settlement (WGGSCS)(2003), *Report to the Federal Reserve Board*, December, pp.1-39.
- Working Group on NewBank Implementation (WGNI)(2005), *Report to the Federal Reserve Board, December*, pp.1-20.

(宇都宮大学国際学部教授)