

市場のインフラストラクチャーの整備と短期金融市場の将来像

オペ対象先との意見交換会(第3期)での議論の概要

金融市場課市場企画グループ

2003年2月

Market Review

日本銀行金融市場局では、「市場のインフラストラクチャーの整備と市場機能への影響」をテーマに、3回目のシリーズとなるオペ対象先金融機関との意見交換会を開催した。会合では、金融市場における各種のインフラや、STP（Straight-Through Processing）化を始めとする事務・システム体制の整備が進展してきているとの認識が共有された。また、その成果として、国債担保の即日資金取引（T+0レボ）や短期社債（電子CP）取引の活性化の素地が整いつつあり、市場参加者のニーズも幅広く存在していることが確認された。同時に、これらの取引に関する課題も洗い出され、将来の市場発展に向けて、前向きかつ具体的な議論が行われた。

はじめに

日本銀行金融市場局では、2002年10月から12月にかけて、オペ対象先金融機関との意見交換会を開催した。本意見交換会は、金融調節に関わる金融市場関連の様々なテーマについて市場参加者との間で継続的に議論を深める場として、2000年に開始したもので、今回で3回目のシリーズを迎えた¹。

今次シリーズでは、「市場のインフラストラクチャーの整備と市場機能への影響」をテーマに、4回に亘る会合で議論を行った。以下、その概要を紹介する。

テーマ選定の理由

「RTGS化後の金融市場の機能に関するレビュー」をテーマとした前回のシリーズでは、日銀ネットのRTGS（Real Time Gross Settlement：即時グロス決済）化への対応として、市場参加者が事務・システム体制の改善に努めるとともに、市場全体でインフラの整備が進みつつある姿が確認された。

また、2003年に入り、証券決済システム改革法（02/6月成立）に基づく諸制度が順次スタートしている。市場関係者の間では、短期社債（電子CP）の導入や国債清算機関の創設に向けた準備や検討が本格化してきている。

こうした状況を踏まえ、今次意見交換会では、コール、CP、国債等の各市場について、近年における市場インフラや個々の市場参加者の事務・システム体制整備の現状について、前述の制度導入への対応も含め、改めて確認・整理した。その上で、市場インフラが整備された後の短期金融市場、とくに、これまでのインフラでは想定できなかった、国債担保の即日資金取引（T+0レボ）市場や電子CP市場の活性化に向けて、具体的課題を抽出するとともに、その将来像について自由な議論を行った。

議論の概要

市場のインフラの整備の現状評価

会合では、まず、各金融市場の活性化に向けた課題や将来像をみる前提として、市場インフラの整備や、これを踏まえた各市場参加者における事務処理体制の改善、とくにSTP化（次頁Box1）の進展について、現状の確認を行った。

今回の議論では、前回シリーズに引き続き、市場のインフラ整備が着実に進められてきている様子が確認された（次頁図表1）とくに、コール市場については、短資取引約定確認システムの導入（01/1月）など、他の市場に比べても、インフラの整備が進展しているとの評価が大勢を占めた。個々の市場参加者の事務処理体制面でも、社内外のSTP化や日中赤残管理システムの構築等が進んでいるとの声が聞かれた²。

また、国債（現物、現先・貸借）市場に関しては、RTGS化（01/1月）を機に、社内のSTP化が大幅に進んできているとの見方であった。当初RTGS化の対象外であった国債発行・払込のRTGSへの移行（02/6月）は、取引・決済の効率性向上、日中資金負担の緩和に大きく寄与した、との評価も聞かれた。もっとも、システム・インフラが未整備であるため、現状、書面ベースで人手を介して処理している照合事務の合理化（電子化・社外とのSTP化）が大きな課題である、との認識が共有された。

なお、会合では、こうした市場インフラ等の整備が市場機能面に与える影響についても議論を行った（議論の詳細は、4頁Box2を参照）。

インフラ整備の進展と短期金融市場の将来像

各金融市場において、こうした市場インフラの整備や、決済事務のアウトソーシングを含む市場参加者の対応が今後一層進展していった場合、わが国の金融市場はどのような姿へと変貌を遂げていくのか。今回の

【図表1】市場インフラ整備・社内外でのSTP化の進展状況*

	コール市場	CP市場	国債市場
市場インフラ整備の現状 (進展途上の案件を含む)	・日銀ネットRTGS化(01年) ・短資取引約定確認システム(約確システム)の導入(01年) ・手形レス慣行の導入(短資経由分:02年)	・電子CPの導入(03/3月予定)	・電子取引システムの導入開始(00年~) ・日銀ネットRTGS化(01年) ・発行/払込RTGS化(02年) ・照合/清算インフラ整備(04年度中を目途)
残された課題	・約確システムの機能拡充	・短期社債振替システムの機能向上	・電子取引システムの一層の浸透
STP化の現状	・主要先では、RTGS化を機に、社内外のSTP化が大幅に進展	・大手ディーラーの多くは、手形CPにつき、社内STP化を概ね実現	・大手業者、投資家の一部では、RTGS化を機に、社内のSTP化を概ね実現
現在、STP化されていない事務	・約確システム対象外の取引(DD等)の照合事務 ・短資取引担保センターを通じた担保関連事務(差入・返戻、振替指図等)	・照合事務 ・手形の現物(預り証)の搬送事務	・照合事務

*意見交換会における出席者の見方を大まかに整理したもの。

意見交換会では、インフラ整備の進展とともに市場の形成・発展が想定される「国債を担保とした即日スタートの資金取引」と「電子CP取引」を例にとり、この点に関する議論を深めることとした。

【国債担保の即日資金取引市場の活性化】

現在、わが国では、国債を担保に資金を運用・調達する取引として、有担保コール取引の一種で「振込コール」と呼ばれる取引のほか、国債を対象とした債券貸借取引や現先取引(以下「レポ取引」という)がある(次頁図表2)。振込コールは、約定した当日(T日)にスタート(決済)するものが大半を占め、現状、その市場規模は数兆円に達している。しかし、レポ取引のうち、もっぱら資金の運用・調達を目的とするGC(General Collateral)取引では、約定後2営業日目(T+2)に決済するものが主流で、即日決済(T+0)の約定はほとんど行われていない。T+0のレポ取引は、フェイル(国債決済の不処理)回避等のために、特定銘柄の調達を目的に行うSC(Special Collateral)取引で、

日々少ない件数が行われているのみとなっている。

この点、前回シリーズの会合では、「将来的に、安全資産である国債を担保とした即日スタートの資金取引市場を活性化させていくことが、短期金融市場の安定性、効率性の観点から重要である」との見方で一致していた。今次シリーズでは、前回シリーズでの議論をさらに深めるかたちで、厚みのあるT+0レポ市場の具体化に向けた意見交換が行われた。

T+0レポ取引に対するニーズ、将来見通し

会合では、資金の調達・運用の両面で、T+0レポ取引に対するニーズが幅広く存在していることが確認された。

まず、資金調達サイドの証券会社から、現行のT+2のレポに比べ、より低い金利での調達が可能となるメリットが強調された。中には、現在でも、資金の出し手さえ見つかれば、多少事務面で大変であっても、T+0のレポや振込コールに可能な限り対応している、と紹介する出席者もみられた。

【BOX1】STP(Straight-Through Processing)とは

(1) STPの意義

金融取引の約定から決済までの一連の事務を処理する各々のコンピュータをネットワークを用いて接続し、その間で直接データを受け渡すことにより、約定から決済までの一連の処理を、人手を介することなく行う仕組み。

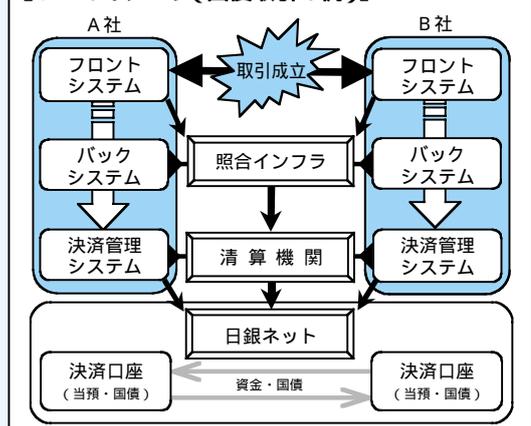
(2) STP化の主なメリット

- ・事務プロセスの効率化、事務ミスやコストの削減
- ・取引成立から決済完了までの時間の短縮化を通じた決済リスクの削減



- ・これらを通じた取引の機動性向上

【STPのイメージ(国債取引の例)】



【図表2】国債担保の即日資金取引の手法比較

	振決コール	現金担保付 債券貸借取引	レポ (現先取引)
法律面	担保(証券)は質権として構成SC目的での利用は困難	(消費)貸借SC目的での利用可 (国際的にやや異質な取引手法)	(条件付)売買SC目的での利用可 (グローバルスタンダードに合致)
リスク管理面	適切な担保掛目設定、(転)担保の法的位置付けの明確化、DVP化が課題	リスク管理手法が充実	リスク管理手法が充実
実務面	事務負担は相対的に軽い	事務・システム体制の一層の整備が必要	事務・システム体制の一層の整備が必要
資金取引としての利便性	取引金額に端数が生じない エンド時のキャッシュフローが予め確定	取引金額に端数が生じる エンド時のキャッシュフローが未確定 (取引期間中の取引金額が変動)	取引金額に端数が生じない エンド時のキャッシュフローが予め確定 銘柄差替も可

一方、資金運用サイドの最終投資家からも、現在は振決コールを積極的に活用しているが、将来的には、資産の安全性確保の観点から、時価を前提としたより精緻なリスク管理が可能なT+0レポ取引を活性化させていくことに賛成、との意見が出された³。また、流動性の高いT+0レポ市場があれば、短期金融市場全体の厚みが増す、との見方も示された。その理由としては、資金繰りのプレが発生した場合の調達不安がなくなることから、T+2やT+1での資金放出を積極化できるうえ、当日の余資運用手段も多様化する、という点が挙げられた。

なお、準備預金制度との関連で、大手銀行からは、今後、T+0レポ取引が活性化すれば、レポ市場において、現在のように資金を放出するだけでなく、調達を行うこともあるとの見通しが示され、そうなれば、資金繰り(準備預金残高)の調整は行い易くなる、との期待が表明された。また、短期金融市場におけるT+0レポ取引の位置付けに関し、将来的には、米国のレポ市場とFF(Federal Fund)市場⁴のように、資金運用・調達の基本はレポも含めたオープン市場で行い、準備預金残高の最後の微調整を無担保コール市場で行うという姿に移行していく可能性もある、との見方も出された。

T+0レポ取引の活性化のために

資金の出し手、取り手の双方にニーズがあるにもかかわらず、取引が活発に行われていない背景と絡め、T+0レポ市場の活性化に向けた具体的課題、その克服の方向性として、以下の3点を指摘する声が強かった。

その第一は、市場インフラや社内の事務処理体制の一層の整備である。SC取引のみが僅かに行われている現状から、GC取引も含めT+0レポ市場をさらに活性化させるためには、関連事務の一層の効率化を図る必要があるとの声が聞かれた。

具体的には、まず投資家サイドを中心に、リアルタ

イムでの処理が可能なシステム・事務フローの再構築など、現行業務体系全体の抜本的な見直しが必要、との指摘が多く聞かれた。また、大手証券会社など社内体制の整備が進んだ先からは、前述の照合インフラの整備とこれを通じた社内外のSTP化推進が必要、との指摘がなされた。もっとも、この点については、2004年度中に業務を開始することを目指して、国債清算機関の設立準備が進められ、照合機能の手当ても検討されている⁵。これも踏まえて、今後、所要の対応が進み、T+0レポ取引を活発に行う素地が次第に整っていくとの方向性が共有された⁶。

第二に、T+0レポ取引の活性化は、資金の出し手の市場への参入が進むことや取引行動が変化することが鍵となる、との見方が多かった。この点、取り手サイドからは、出し手の不在から市場の厚みが乏しく、当日になって資金調達できないリスクが残る限り、取引量の拡大には限界がある、との声が聞かれた。

出し手の層が薄い背景としては、地方銀行や投信の多くで、レポ取引が余資の運用手段として利用されていない、といった事情が指摘された。これに対しては、今後、クリアリング・サービス⁷(決済代行)やトライパーティーレポ・サービスが充実し、事務面でのハードルがクリアされていくとの期待も示された。そうした工夫を通じて、わが国でも、米国のレポ市場と同様、投信、地方公共団体、非居住者や事業法人等を含む幅広い投資家層からの新たな市場参入を期待できる、との声が聞かれた。

なお、平成15年度(2003年度)税制改正として、これまで事業法人による利付国債のレポ取引を取り組みにくくさせていた公社債利子にかかる源泉徴収課税を、一定の事業法人を対象に免除する旨が閣議決定されている(03/1月)。

第三に、短期金融市場における収益性向上の必要性が指摘された。現在の低金利下では、取引ボリュームが低迷しているため収益機会が限られており、インフラや社内体制の一層の整備にコストをかけにくい状況となっている。こうした状況が改善されれば、市場への参入も促進され、T+0レポ取引の活性化にも追い風となる、というのが多くの出席者に共通した見方であった。

【電子CP市場の円滑な立ち上げと活性化】

証券保管振替機構では、2003年3月末を目途に短期社債振替システムの稼働を開始する予定であり、これにより、電子CPが導入されることとなる。今次意見交換会では、市場インフラ整備によって新たに形成される市場の一例として、電子CPの導入前後の状況やその将来像についても、議論を行った。

電子CP市場の将来像

電子CPでは、完全無券面化(ペーパーレス化)が実現し、権利の移転が、従来の手形CPのように券面の受渡しではなく、同システム上での口座振替によって

行われる。このため、DVP (Delivery Versus Payment) が可能となるほか、券面の作成・管理にかかるコスト削減等のメリットが期待される。また、取引単位も、券面額の制約がなくなり、予め設定した振替単位に分割して流通させることが可能となる。

会合では、このような電子CPのメリットが高く評価され、市場の発展に期待を寄せる声が聞かれた。そうしたもて、電子CP市場の将来像に関して、次のような議論が行われた。

まず、電子CP導入後のディーラー（大手銀行、短資会社等）の位置付けについて、関心が集まった。具体的には、ダイレクト発行⁸の増加の有無や、これに関連して流通市場での取引の主流が現先取引からアウトライト取引にシフトするか、といった論点を巡って議論が行われた。出席者の間では、ディーラーが現在果たしている機能は電子CP導入後も引き続き重要であると評価する声が多かった。例えば、発行体による所要資金の確実な調達、発行体のタム調達ニーズと、投信を中心とした投資家のオーバーナイト（現先）運用ニーズの期間ギャップの橋渡し、投資家への多様な運用対象銘柄の提供、相場情報の提供、な

どの面で、ディーラーは重要な役割を果たしている、との指摘が相次いだ。そうした評価を反映し、ディーラー発行からダイレクト発行への大規模なシフトや現先取引の大幅な減少が生じる可能性は少なくとも当面は高くない、との見方が多かった。

次に、銀行が発行する電子CP（銀行CP）について、CDやコール取引との関係も含めて議論された。銀行サイドからは、調達手段をCDとするかCPとするかは、基本的には顧客のニーズや受け入れ体制次第、との指摘がなされた。一方、資金の出し手サイドからは、譲渡手段の簡便さを踏まえると、CDよりもCPを愛好するとか、さらにはコールからCPへの運用シフトも考え得る、との意見が出された。また、外資系の出席者も、海外では銀行CPの発行が多いことを指摘しつつ、わが国の銀行も、ディーラーとしてだけでなく、発行体としてより積極的な参入を期待する、との意見を提示した。

続いて、電子CP市場の発展の方向性として、市場参加者の裾野拡大や用途の拡充が論点となった。まず、新たな発行体として、良好な財務内容を持ちながらこれまでCPを発行していない企業や、貸出からのシフ

【BOX2】市場インフラ整備の市場機能への影響

今次意見交換会では、市場のインフラ整備が進展している現状において、それが市場機能の向上に繋がっているかという点についても検証した。市場間の裁定関係や価格形成には、インフラ整備の度合いも反映され、証券の決済インフラや担保制度、各市場毎の取引・決済慣行のあり方が、市場の効率性・安定性に影響を及ぼすと考えられるからである。

例えば、国債市場における電子取引システムの導入に関しては、小ロット取引における取引の効率性向上、売買執行コスト低減といった効果が指摘された。

また、日銀ネットのRTGS化に伴う共通担保制度・日中当座貸越制度^注の導入（01/1月）が、市場参加者における担保・日中流動性管理の効率化をサポートしている、と評価する声が強かった（Box 図表1）。

なお、市場参加者の担保管理政策（担保資産の内訳・担保差入額の決定）として、会合では、以下のような考え方が紹介された（資産別内訳の推移はBox 図表2）。

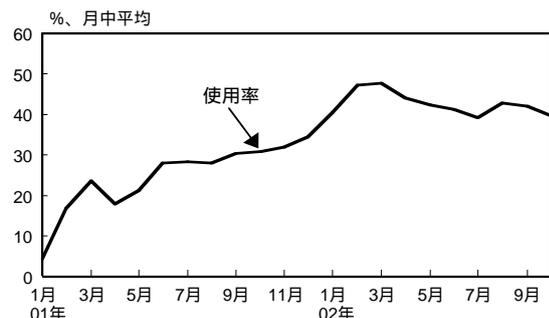
共通担保制度の利便性が高いため、資金調達は、手形買入オペを中心に行っている。このため、自らの資金運用のために保有している適格資産については、基本的に共通担保に差し入れている。

金利動向によって、中・長期国債を売却する必要がある場合は、代わりに短期国債を購入して担保に差し入れるなど、相場環境に応じて弾力的な担保管理を行っている。

担保差入額については、過去の日中赤残額等に基づいて保守的に決定しているが、担保効率の観点も今後勘案していきたい。

預金保険機構、交付税・譲与税特別会計に対する証券貸付債権は、適格担保化（02/3月）後、担保への差し入れを増やしている。この結果、02/9月中旬にかけて、レート面でも同タムの短期国債のレート水準に近づく状況が観察された。

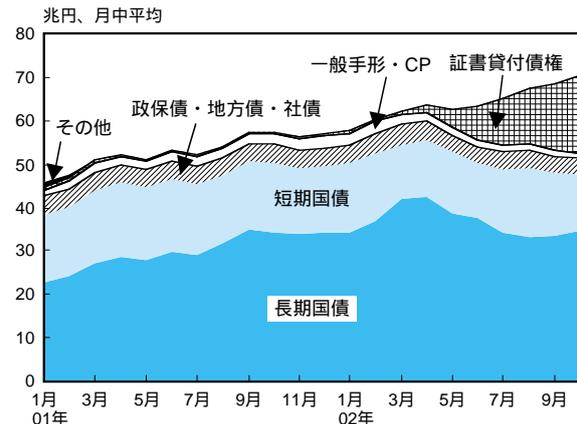
【Box 図表1 共通担保使用率の推移】



() 使用率：担保使用残高* / 担保受入残高
 (担保価格ベース、日銀ネット稼働終了時点)
 * 担保使用残高：手形買入オペ残高 + 日中当座貸越残高** + 電子貸付残高 + 代理店保証品残高 + 歳入代理店保証品残高
 ** 日中当座貸越は通常口（ITC口を含まない）の残高

(注) 詳しくは、金融市場局マーケット・レビュー（2002-J-11）を参照。

【Box 図表2 共通担保資産別内訳の推移】



トも含めて中小企業を如何に取り込んでいくかが課題とされた。この点、ABCP（Asset-backed CP：資産担保CP）を活用した中小企業の売掛債権の流動化プロジェクト⁹は、中小企業を取り込む一つの契機となり得るとの指摘がなされた。これに関連し、電子CPの法的位置付けが社債とされたことを受けて、責任財産限定特約や劣後特約付きABCPの発行が検討されている旨が紹介され、この点も、電子CPのメリットの一つとして強調された。一方、非居住者を含む投資家層の拡大のためには、市場の透明性確保が重要であり、電子取引システムの導入等を通じて価格・商品情報の充実を図ることが望まれる、との声が聞かれた。

現在の準備状況と電子CPの導入テンポ

会場では、こうした電子CP市場の将来像とは別に、電子CPの導入を数ヵ月後に控えた市場参加者の準備状況に関する意見交換が行われ、出席者の間で、言わば「すくみ」が生じているとの認識が共有された。すなわち、現在の低金利・低収益環境のもとで、発行体、ディーラー、投資家の相互間で、電子CPの発行・引受け・投資ニーズがどれだけあるのかが見極め難いため、早期参入を見合わせたり、顧客維持のための必要最低限の対応に止める先が多い、との指摘が多かった。その背景として、短期社債振替システムの稼働準備が検討開始から僅か約1年という急ピッチで行われてきたこともあって、電子CPに関する情報が必ずしも市場に広く浸透していないことも影響している、との指摘もあった。

こうした状況を反映して、電子CPの導入当初は比較的少数の大手企業による発行に止まるなど、立ち上がりのテンポは緩やかなものに止まるとの予想が大勢を占めた。もっとも、その後は、先行事例を通じて、電子CPに関する情報が浸透するとともに、所要の体制整備が進捗するにつれて、電子CPを発行する企業が徐々に増加してくるとの見方が多かった。この点、発行体には手形CPと電子CPの発行事務の二元化を回避するニーズがあるので、一旦、電子CPを発行した企業は、その後も継続的に電子CPを発行する可能性が高いとの指摘も聞かれた。そうした中、日本銀行による電子CPのオペ対象化（03年央を別途）、手形CPにかかる印紙税の軽減措置終了（04/3月末）等が起爆剤となって、手形CPから電子CPへの移行が大幅に進む、といったイメージが共有された。

なお、短期社債振替システムに関しては、ユーザーのシステムとのコンピューター接続や保証付きCPへの対応のほか、外国法人が発行するCP（サムライCP）の取り込みについて法令面での手当てを要望する声が聞かれた。

市場活性化のためのインフラ整備に向けて

以上で見てきたとおり、これまでの市場インフラの整備を受けて、T+0レボ取引や電子CP取引など新しい市場発展の素地が整いつつあることが確認された。

それと同時に、インフラ整備面でなおいくつかの課題が残されていることについても認識の共有が図られた。今次会合では、これらの具体的課題を克服するために、今後、市場関係者が一体となって、市場のインフラ整備を一層進めていく上でのポイントや留意点についても、有意義な議論が行われた。

市場のインフラの整備を進める上でのポイント

まず第一に、市場参加者が、目先の案件への場当たり的な対応ではなく、全体として無駄のない効率的なシステム投資を行うため、各種インフラ整備について、全体像・スケジュール観を明確にする必要がある、との指摘があった。また、公的当局も、必要に応じて、市場インフラ整備の大きな方針を定めるなど、リーダーシップを発揮してはどうか、との意見も出された。

第二に、市場インフラ等への投資判断には「費用対効果」がポイントになるとの観点から、以下のように様々な意見が提示された。

すなわち、市場インフラの整備を促進するには、その効果を確保することが重要で、そのためには、できるだけ多くの先が参加するインフラとして立ち上げることが必要、との認識で一致した。この点、投資コストに見合ったメリットを得にくい取引量の少ない先への対応として、これらの先が低コストで参加できるような工夫や配慮が必要との意見があった。その一方で、そうした先は、決済事務をアウトソースし、間接的にインフラに参加する方法もあるのではないかと、といった指摘もあった。

また、各市場参加者が、インフラ整備に対応し、事務を効率化していく際には、「費用対効果」に関する判断が重要である。もっとも、現実には、決済リスクや事務コストの削減、増収メリットなど、投資の「効果」を具体的に把握（計量化）するのは、とくにこの低金利下では難しい、との意見が多かった。そのため、制度変更への対応、すなわち、新制度の下でのマーケット・プレゼンスの維持や市場慣行遵守の必要性といった観点から投資を決断している、との実情も紹介された¹⁰。

一方、決済事務のアウトソーシングに関しては、まず、委託サイド（証券会社等）・受託サイド（大手銀行）の双方から、現状ほとんど行われていない、との認識が示された。その背景として、委託サイドからは、決済事務を丸ごとアウトソースできて、自前でシステム対応するよりも効率的、安上がりとなるような受け皿が提供されていない、といった事情が挙げられた。他方、受託サイドからは、クリアリング・サービスの提供にかかる投資コストに見合うだけのニーズの有無が見極め難く、本格的なサービスの開始には至っていないことが指摘された。

もっとも、今後については、国債の照合・清算機関や一般債振替決済システムの創設、証券決済期間の短縮等を契機に、決済事務のアウトソーシングへのニーズが高まる、との見方が多かった。また、投資家サイ

ドの業態では、資産管理型信託銀行への資産・事務管理の移管・集中が進みつつあり、これは、先行きの決済期間の短縮も展望したコスト削減策として位置付けられる、との指摘があった。

日本銀行における取り組み

会合では、日本銀行に対して、日銀ネットの安全性・利便性の向上に加え、市場のインフラ整備やクリアリング・サービスなど市場の新しいビジネスをサポートしていくことへの期待感も表明された。

なお、この点に関して日本銀行では、短期社債振替システムの稼働開始に合わせた電子CPの適格担保化、および、現先オペの対象資産化について2003年央の実現を目指す方向で実務的な検討を行っていることを明らかにしている。また、短期社債振替システムと日銀ネットをリンクすることで、電子CPのDVP実現をサポートしている。決済事務のアウトソーシングに関連して要望されている、国債発行・払込やオペの決済代行にかかる手当てについても、市場参加者の具体的なニーズを踏まえ、今後、検討を進めていきたいと考えている。

結びにかえて

今次意見交換会では、全体を通して、金融市場における各種のインフラ整備の動きがその歩みを緩めることなく進展しているほか、各市場参加者でも社内体制の改善を着実に進めつつある状況が浮き彫りとなった。こうした背景には、現状は収益機会に乏しくても、ペイオフ解禁後の安全運用ニーズに応えるためにT+0レボ取引や電子CP取引への準備を進め、将来に備えて市場競争力の維持・向上に努めるインセンティブが底流で働いていることが指摘できよう。また、短期金融市場でも、クレジット・リスクの管理が、従来にも増して、適切に行われていく環境においては、資金調達の確実性を担保することが重要な課題と受け止められてきているものと思われる。

会合では、インフラ整備の進んだ面だけでなく、残された課題も指摘された。議論を通じて、具体的な問題点が明確となり、その克服に向けて前向きな議論が行われたことは極めて有意義であった。

日本銀行では、わが国の金融市場の一層の機能向上に繋がる市場参加者のインフラ整備に向けた取り組みを、今後とも、積極的にサポートしていく所存である。

¹ 過去2回のシリーズでの議論の概要については、金融市場局マーケット・レビュー（2000-J2および2002-J1）を参照。

² ただし、コール市場における取引量が低迷しているため、取引の利便性や事務・管理面での効率性の向上といったインフラや体制整備のメリットが十分に発揮されていないとの見方が出された。また、改善の余地がある点として、手形の現物デリバリーのリスクとコストを解消する「手形レス慣行」の一層の浸透、ダイレクト・ディール（DD）等にかかる約定照合の電子化などが指摘された。

³ なお、T+0レボと振込コールとの関係を巡る議論では、とくに資金の出し手サイドから、「現時点では、約定・決済金額の小口化（原則50億円単

位に分割）が不要であるなど、事務負担の面で、振込コールの方が使い勝手が良い」との意見が多く出された。もっとも、「将来、国債の売買やレボがT+1、T+0決済化されれば、当日受け取る予定の買入国債を振込コールの担保に充てるケースもあり得るため、振込コールにも小口化慣行の適用が必要となる」との指摘があった。また、「現行の振込コールにおける担保掛目（利付国債：与信額に対し、額面の10%増し。短期国債：同3%増し）が資金の取り手にとって厳し過ぎる」との意見が出された。この点に加え、T+0レボは時価をベースとし、マージンコールも具備されていること、DVP決済が原則であること（現状、振込コールの決済は非DVPで行われている）など、より精緻なリスク管理が可能であることなどから、「将来的に、振込コールがなくなる訳ではないが、T+0レボが主流を占めるようになる」との見方が多かった。

⁴ 米国の短期金融市場をみると、無担保の資金取引を行うFF市場、国債等を対象とするレボ（Repurchase Agreement：現先取引）市場とも、振替決済制度（68年）や清算機関等の市場インフラが整備される前から、T+0の取引が主流を占めている。また、両市場の参加者層も、わが国の短期金融市場と対照的な姿となっている。すなわち、FF市場には、準備預金制度の適用を受ける銀行等が参加するのに対し、レボ市場では、ディーラー（証券会社）はもとより、銀行が資金の調達・運用の両面で参加しているほか、投信、地方政府、非居住者、年金など幅広い先が資金運用主体として市場参入し、極めて厚みのある市場を形成している。

⁵ 国債清算機関設立の具体化に関するワーキング・グループ報告書（02/10月）。本報告書は、日本証券業協会のホームページ（<http://www.jsda.or.jp>）より全文の入手が可能。

⁶ このほか、より実務に根差した問題意識として、市場インフラ（慣行）面から、投資家サイドの事務負担への懸念も踏まえ、フェイル発生への恐れがなければ、個別の合意で小口化慣行を適用しない扱いとしてはどうか、フェイル発生時に資金繰りの調整を行い得る午後の資金取引市場の活性化が必要、といった指摘がなされた。さらに、流動性向上のための仕掛けとして、取引量が少ない投資家等や、とくにSC取引で迅速に引合い・約定を行う必要のある証券会社のニーズに応えるため、トライパーティーレボ（後掲注7）・サービスの提供が有効であるとの見方が示された。また、レボ取引を対象とする電子取引システムの導入とこれへのオーダーの集中（厚みのある「板」の形成）が実現すれば有意義、といった意見も出された。

⁷ トライパーティーレボとは、レボ取引における証券の売り手（資金調達者）と買い手（資金運用者）との間に第三者が入り、約定の斡旋や決済・担保管理などを代行する仕組み。米国では、GCレボ取引の8～9割が、わが国で一般的な二当事者間で相対で約定する方式ではなく、トライパーティーレボにより行われていると言われる。

⁸ 発行体が、ディーラーを介さず、直接、投資家に対して発行する方式。現在、わが国では、発行体がディーラー向けに発行するディーラー発行が大半を占めている。一方、米国やフランスでは、ダイレクト発行のウェイトが相応に高く、これを反映して、流通市場の規模は極めて小さい。

⁹ 詳しくは、金融市場局マーケットレビュー（2002-J4）を参照。

¹⁰ もっとも、「社内で、各部門が抱える決済リスク等（それをサポートする資本コスト）を計量化しており、これを踏まえて、『費用対効果』を算出することが可能」という出席者も存在した。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email：tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。