

## RTGS化後の金融市場の機能に関するレビュー

オペ対象先との意見交換会（第2期）での議論の概要

金融市場課市場企画グループ

2002年1月

## Market Review

日本銀行金融市場局では、2001年8月から10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。2回目のシリーズに当たる今回は、「RTGS化後の金融市場の機能に関するレビュー」をテーマに採り上げた。会合を通し、RTGS化後、市場参加者間で、決済事務・担保管理の重要性に関する認識が強まり、決済事務のあり方が金融市場における取引自体に影響を与えていることが確認された。そうした中で、市場参加者が決済事務体制の整備や事務負担の軽減に努める姿も浮かび上がった。会合参加者間では、今後、金融市場の活性化の観点からも、例えば約定照合システムなどの市場インフラの整備に市場参加者全体で取り組んでいくことが重要との認識が共有された。

## はじめに

日本銀行金融市場局では、2000年に引き続き、2001年8月から10月にかけて、オペ対象先金融機関との意見交換会<sup>1</sup>を開催した。

2回目のシリーズに当たる今回は、「RTGS化後の金融市場の機能に関するレビュー」をテーマに採り上げた。具体的には、短期金融市場と国債市場を対象に、市場参加者の取引・決済行動の変化から、市場流動性、金融市場間の裁定状況など広範な論点をカバーした。このため、「インターバンク・セッション」（主としてコール市場、CP市場、ユーロ円市場が対象）と「国債市場セッション」（国債の現物売買市場、レポ・現先市場が対象）の2つのセッションをそれぞれ2回開催した後、両セッションの合同会合を設け、市場横断的な議論を行った。

本稿では、全5回に亘った会合での議論の概要を紹介する。

## テーマ選定の理由

日本銀行は、2001年初より日本銀行当座預金決済および国債決済の即時グロス決済（RTGS：Real Time Gross Settlement）化を実施した。

RTGSは、それ以前の時点ネット決済方式が内包していたシステムック・リスク（個別の金融機関の破綻や決済システムなどの動揺が、他の金融機関や金融システム全体に波及するリスク）を大幅に削減する。その一方で、リアルタイムの決済・残高管理が必要となるほか、決済に必要な資金・国債の量が膨らむことから、時点ネット決済下では隠されていた決済事務負担や担保コストを顕現化させる。

こうした変化に対応するため、短期金融市場や国債市場では、決済リスクや事務負担の軽減に役立つ新たな決済慣行が取りまとめられた。また、個々の

市場参加者でも、わが国で同時に進んでいる証券決済制度改革やIT（Information Technology）化の流れも受けて、決済事務コストの削減を企図した抜本的なシステム対応を実施した先も少なくない。各市場参加者の決済事務面での体制整備は、RTGS化に境に、大きく進捗したと言える。

このような市場参加者の積極的な努力もあって、RTGS化後の資金・国債決済は円滑に行われている。他方で、今後、市場整備や金融市場の活性化を図っていくうえでのポイントとして、①新たな市場慣行の導入や個々の市場参加者における事務体制の整備、そしてその背景にある決済事務負担や担保コストの顕現化は、金融市場における金融機関の取引行動にどのような変化、影響を与えたのか（いないのか）、また、②それは市場機能の観点からどのように評価できるのか、といった問題意識も呈されている。今回の一連の会合では、これらの点について整理、検討が行われた。

## 議論の概要

### RTGS化後の金融市場の特徴点

今次意見交換会では、RTGS化の全体的な評価として、RTGSへの移行に伴い、決済面でのシステムック・リスクが大幅に削減されたほか、事前に懸念する向きもあった市場流動性の極端な低下や市場機能の不全といった事象は回避されている、との認識が共有された。

同時に、RTGS化前後の市場取引・残高統計（図表1、2）を手掛かりにして行われた具体的な議論の結果、以下のような点が、2001年入り後の金融市場の主な特徴として指摘された。

【図表1】短期金融市場の市場残高の推移

RTGS化  
↓

——兆円、( )内構成比%

	2000年 中	2000年 10月末	11月末	12月末	2001年 1月末	2月末	3月末	6月末	9月末	(直近) 11月末
合 計	217.3	216.5	226.2	220.7	234.2	238.2	250.7	222.5	217.1	216.5
コール	24.5 (11.3)	26.0 (12.0)	26.3 (11.6)	22.9 (10.4)	25.6 (10.9)	26.5 (11.1)	27.2 (10.8)	17.9 (8.0)	18.8 (8.7)	16.3 (7.5)
無 担	13.7	17.7	17.4	17.6	19.9	19.8	18.1	10.7	8.8	7.0
有 担	10.9	8.3	8.9	5.3	5.7	6.7	9.1	7.2	10.0	9.3
C P	18.4 (8.5)	17.8 (8.2)	21.0 (9.3)	23.7 (10.7)	25.5 (10.9)	26.5 (11.1)	23.6 (9.4)	23.7 (10.7)	23.6 (10.9)	25.1 (11.6)
C D	33.0 (15.2)	35.0 (16.2)	39.3 (17.4)	38.5 (17.4)	39.2 (16.7)	36.4 (15.3)	49.2 (19.6)	47.2 (21.2)	50.8 (23.4)	48.4 (22.4)
債券現先	25.6 (11.8)	27.5 (12.7)	26.4 (11.7)	22.4 (10.1)	24.9 (10.6)	28.8 (12.1)	26.9 (10.7)	12.8 (5.8)	8.8 (4.1)	14.7 (6.8)
短 国	76.8 (35.3)	74.8 (34.5)	73.9 (32.7)	73.6 (33.3)	74.8 (31.9)	77.0 (32.3)	81.0 (32.3)	85.2 (38.3)	77.3 (35.6)	73.3 (33.9)
レ ポ	39.0 (17.9)	35.4 (16.4)	39.3 (17.4)	39.6 (17.9)	44.2 (18.9)	43.0 (18.1)	42.8 (17.1)	35.7 (16.0)	37.8 (17.4)	38.7 (17.9)

出所：日本銀行「金融経済統計月報」ほか。2000年中の計数は、月末残高の年中平均。なお、無担コールの残高にはダイレクト・ディールの残高は含まれていない。

### 【短期金融市場関連】

#### 有担コール市場の縮小、コール取引のDD化

有担コール取引は、RTGS化前後で、市場規模が縮小した。2000年11月末に8.9兆円であった有担コール市場の残高は、12月末、2001年1月末には5兆円台にまで落ち込んだ。一方、無担コール取引は、12月末の市場残高が17.6兆円であったのに対し、1月末には19.9兆円となり、有担コール取引の減少とは対照的な動きをみせた。このようなRTGS化直後のボリューム面での変化に関し、複数の参加者から、有担コール取引は、貸借される資金だけでなく担保の移動も伴うため、無担保の資金取引に比べ決済事務負担が相対的に重い。こうした事務負担の違いがRTGS化に伴って表面化し、その分、無担コール取引への選好が強まった、との指摘がなされた。

また、有担コール取引の決済事務負担の影響としては、市場残高の減少のほか、資金の取り手・出し手間における取引相手の固定化を指摘する声が多かった。この背景としては、取引の相手方が同じであれば、ネットینگやオープンエンド取引<sup>2</sup>を活用することができ、担保と資金の受渡し量（決済コスト）を削減できる、との点が挙げられた。とくに、有担コール取引の場合、取引をロール（継続）せずに一旦終了させると、その時点で担保の返戻事務が発生し、取引を再開するときには再び担保を差し入れる事務が発生する。このため、有担コール取引については、決済事務負担軽減の観点から、取引を特定先との間でロールさせ続けるインセンティブがより強く働くようになっている。

特定の相手との継続的な取引関係の増加は、無担コール市場でもみられ、ダイレクト・ディール（Direct Deal DD）と呼ばれる取引が拡大している（DD化と言われている）。ダイレクト・ディールとは、仲介業者（短資会社）を介さずに、取り手と出し手が直接約定を行う取引手法であり（直接約定を行うため、特定の相手との継続的な取引関係となりやすい）RTGS化後の流動性確保手段の強化を狙っ

た取り手サイドの働き掛けもあって、2000年半ば頃から本格化した。

こうした決済コストの削減を狙いとした有担・無担コール取引における特定の相手との取引のウェイト拡大に関し、その時々金融環境下において必ずしも調達する必要がない資金を、当該（DD）取引先との関係維持のため、無理して取っている面もある、との声を取り手サイドの一部から聞かれた。また、逆にDD化の進展により、市場でフリーに取引される資金が減ったので、市場から急に大量の資金を取ることが難しくなる時がある、との指摘もあった。

### 【国債市場関連】

#### フェイル慣行

国債市場関連では、フェイル慣行の定着度合いについて、最も関心が集まった。

フェイル慣行は、RTGS化に際し、市場参加者によって取りまとめられた国債決済にかかる市場慣行の一つである。フェイル（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ないこと）が発生した場合でも、取引の解除権の行使や遅延損害金などの授受を行わないことを原則としている。

会合では、フェイル慣行は、証券会社を始めとする業者間の取引においてはかなり定着した、との見方が大勢を占めた。この背景として、証券会社からは、業者の間ではフェイルを相互に受け容れやすいとの意識に加え、本質的には、フェイル発生時の事務処理のシステム対応を済ませ、手続きもルーティン化させたため、事務負担が小さくなったことが大きい、との説明があった。

一方、投資家との取引に関しては、業者サイドから、フェイルを容認しない投資家が今なお存在する（フェイルをしないよう暗に求められていると感じる）との声も聞かれた。これに対し、投資家サイドからは、一般論としてはフェイルは生じないに越したことはない、との意見が出された。その理由や

フェイルを受け容れるうえでの課題として、①フェイルについてシステム対応を行っていないため、手作業による事務負担が重い、②現在のような低金利下では、フェイル確定後の午後の資金市場が閑散としていることもあって、フェイルされた場合の余剰資金の運用ができないし、できても事務コストに見合う運用益があげられない、また、③フェイルが長期に亘ると、委託者（受益者）に対する説明責任上の問題が生じてくる、といった点が指摘された。

### レポ市場の流動性（GCの増加、SCの低下）

レポ・現先取引や現物売買取引の取引高（図表2）は、RTGS化直後の一時期を除き、概ね増加傾向を辿った。一方で、2001年入り後、国債市場の流動性は低下した、と指摘する声が少ない。

この点に関連し、会合では、とくに2001年央頃までの要因として、次のような見方が示された（Box1）。

レポ取引のボリュームが増加しているのは、主として、証券会社が在庫ファンディングのために行うGC（General Collateral）レポ取引（約定時点で銘柄を特定しない、資金貸借目的の取引）が増加していることによるものである。これには、RTGS化による決済リスクの削減により、取引の安全性が向上したことに加え、近年の国債発行量の拡大につれて、証券会社の在庫量が増加していることも背景となっている。

一方、現物売買取引やSC（Special Collateral）レポ取引（特定銘柄の借入のために行う取引）については、銘柄の個性に着目して取引が行われること

から、RTGS化後、流動性の低下が比較的強く感じられる、とされた。これには、RTGS化以前に比べ、証券会社などのフロント（約定部署）が、約定時点で気を遣わなければならない項目が増加し、取引の自由度を制約するとともに、事務負担が増したこと（保有国債の管理の煩雑化）が影響している。つまり、決済量削減や（フェイルを受け容れない取引先に対する）フェイル回避のため、極力ネットィングを行えるように、また、ループ<sup>3</sup>が発生しないように、約定時に、相手方や銘柄選びを慎重に行う必要性が高まった<sup>4</sup>。これに加え、決済日当日も、転売を予定している玉がフェイルされないかどうかをフロントがフォローし、フェイルされそうであれば、即日スタートのレポ取引（T+0レポ取引）で、転売のために必要な玉を調達しなければならなくなった、との事情も、負担感の増加に拍車をかけた。

こうしたフロントにおける事務負担の増加が、取引ボリュームが拡大する中であって国債市場全体として流動性が低下した、との印象に繋がった面があるものと考えられる。

### GCレートの跳ね上がり（他市場との裁定）

RTGS化後の一時期、GCレポレートが、無担コールレートなどと比べて、高止まる現象が観察された（図表3）。この点に関する評価については、資金の出し手が取り手かという立場に応じて意見が分かれた。

すなわち、GCレポ市場における資金の出し手の一部からは、GCレポ取引が、担保付きながら無担コールよりレートが高いのは、約定日（T日）から決済

【図表2】国債市場の取引高の推移

	2000年中	2000年10月	11月	12月	2001年1月	2月	3月	6月	9月	(直近)11月
長国現物売買	39.6	36.7	47.1	40.8	37.6	43.5	47.4	56.9	41.1	41.6
短国現物売買	27.4	36.1	39.4	26.2	27.7	28.4	30.4	28.7	19.7	32.2
債券現先	88.4	105.2	94.8	77.2	61.9	81.7	90.4	83.4	69.0	80.1
うち長国現先	3.2	2.4	2.5	4.7	7.8	10.1	8.5	8.3	5.2	4.4
うち短国現先	81.8	98.4	88.2	67.6	48.3	64.9	74.9	69.0	58.1	67.9
レポ	159.4	177.3	184.7	151.7	130.2	191.1	187.7	229.7	196.3	227.4

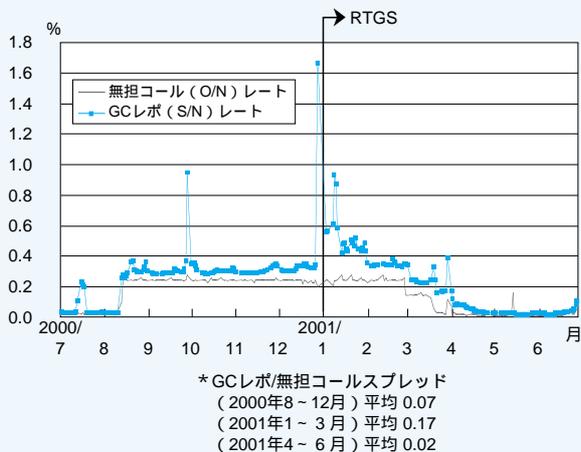
出所：日本証券業協会「証券業報」。2000年中の計数は、月中取引高の年中平均。なお、債券現先およびレポの残高については、図表1を参照。

【Box1】RTGS化直後における市場流動性に対する見方\*（取引種別・業態別）

	業者（証券会社、短資会社）	投資家（銀行、信託、生保）
GCレポ取引	低下せず （ただし、ロール取引が増加）	低下せず
SCレポ取引	低下した  ・フロントの負担（感）増加 ・借り余り、前日残高の確保	低下せず
現物売買取引	低下した  ・フェイル懸念（レポの流動性低下）によるポジション造成の慎重化	低下せず  ・業者のフェイル回避努力

\*意見交換会における参加者の見方を大まかに整理したもの。

【図表3】GCレポレートと無担コールレート



日（S日）までの期間の違い（GCレポ取引はS=T+2ベースが主流、コール取引はS=T+0ベース）を反映しているもの、との説明がなされた<sup>5</sup>。また、RTGS化後の乖離幅拡大についても、確かに一時期GCレポレートが高めに推移したが、総じてみれば金利裁定取引は相応に行われている、との見方が示された。

これに対し、資金の取り手からは、出し手による、GCレポ市場と他の短期金融市場（とくに無担コール市場）との間の裁定取引が不活発という構造的な要因がある、との意見が多く出された。その背景としては、無担コール取引に比べ、レポ取引は債券のデリバリーや値洗い事務の負担があることや、そもそもコール取引とレポ取引を担当する部署が異なる金融機関が少ないといった理由が指摘された。また、決済量削減の観点から、ネットィングを伴う特定の相手との継続取引に傾きがち（取引の固定化）であり、折からの低金利もあって、裁定機会を俊敏に捉える動きに繋がっていない、との声も聞かれた。

もっとも、いずれの立場でも、レポ市場における資金の出し手が少ないという市場構造を課題として指摘し、この点が、準備預金の積み最終日や月末などにGCレポレートが急上昇する（レポ市場を巡る裁定取引が活発化しない）要因であるとの見方を示した。すなわち、レポ市場では証券会社が在庫玉のファンディングのため大規模な資金調達を行う一方、出し手の中心は、本来的には資金不足主体（マネー・ポジション）である都市銀行であり、コール取引などにより資金調達できる範囲内では、レポ取引で資金放出しないという限界がある（その限りでは、レポでの資金放出・無担コールでの資金調達というかたちで、一定の流動性リスクを甘受しながら、裁定取引を行っている Box2。脚注5参照）。こうした中、仮に地方銀行や投資信託など、もともと資金量の豊富な（ローン・ポジションの）最終投資家が運用主体としてさらに参入してくれば、取り手サイドの調達圧力をうまく吸収できる、という意見である。ただし、レポ取引の持つ前述のような事務負担（RTGS化後の国債決済金額の小口化慣行も影響）から、レート面でよほどの旨みがないと、レ

ポ取引には取り組み難いのではないかと、との指摘もなされた。

このように、市場参加者の間では、RTGS化後一段と高まったレポ取引の安全性（国債という安全担保や値洗いの存在など）を評価するよりも、決済事務や担保管理コストをより意識した取引行動がとられている。もっとも、今後、市場参加者が信用リスク管理を一段と精緻化する中で、レポ取引の安全性への評価がより強まるのではないかと、この見方も示された。

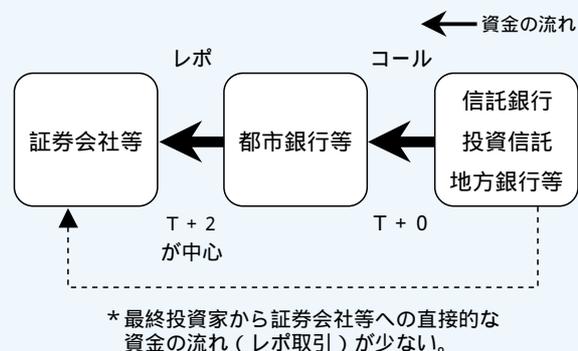
### 各特徴点からうかがわれるインプリケーション

今次意見交換会では、各会合を通じて、金融取引と決済のリンクを強く意識した発言が繰り返行われた。すなわち、会合で指摘された上記論点に共通してうかがわれる特徴は、RTGSへの移行などを契機に、金融機関の取引行動を決定する要因として、その決済事務・担保管理のあり方が一つの重要な要素となり、市場参加者においても、この点についての意識が強まりつつある、ということである。その結果として、決済事務・担保管理コストの面から、金融資産の価格形成（金利動向）に大きな影響が及ぶようになってきている。裏を返せば、決済リスクをいかに効率良く管理していくかが金融機関にとっての重要な課題となっている。また、決済事務・担保管理を円滑に行うことがビジネス・チャンスの一つとなる、との意識も高まっている。

実際、フロントとバック（決済部署）との間の連携の重要性が増した、との指摘が多くの参加者からなされた。逆に言えば、フロントとバックの連携強化は収益力の強化に直結するということになるが、会合でも、フロント・バック双方の事務能力の高さが、市場における競争力を支える重要な要素となっている（例えば、GCレポレートが跳ね上がる場合など、裁定取引による収益機会を活かすことができるのは事務・システム体制が整備された一部の市場参加者に限られる）との意見が出された。また、フェイルの容認が困難な市場参加者は、事務体制の整備面での問題が大きいようである。

こうした状況も踏まえ、市場参加者の中には、現在の低金利、低収益という環境下にあっても、事

【Box2】現状の市場構造・資金フローのイメージ



務・システム体制の一段の整備に努める先がみられる。例えば、フロント・バック間の情報共有を強化するための機器の導入や日銀ネットとのCPU接続を契機としたSTP (Straight Through Processing) 化の推進といった取り組みが紹介された。

### 短期金融市場の将来像に関する論点

インターバンク市場参加者と国債市場参加者による合同セッションでは、レポ市場の将来像が集中的に議論された。レポ市場は、日本銀行による金融市場調節の主要な対象となるなど、短期金融市場の中核に育ちつつあるとともに、国債売買にかかる資金・証券調達の市場として重要な機能を担っている。決済コスト増加の影響をより受けやすい有担保の短期金融市場の今後の姿は、両市場参加者にとって、最も関心の高いテーマであったと言える。

合同セッションにおける議論では、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、効率性確保の観点から重要である、との点で意見が一致した。

もっとも、具体的な市場のイメージや市場整備の進め方については、様々な意見があった。複数の参加者からは、現状はまだ僅かしか行われていないT+0レポ取引を直接活性化すべき、との声が上がった。一方、RTGS化後は縮小しているものの、既に一定の取引規模がある「振込コール(振込国債担保の有担コール取引)」をまず活性化させ、その後にT+0レポ取引の定着を目指してはどうか、との意見も聞かれた。

また、その実現時期についても意見が分かれた。証券会社を中心に、今すぐにもT+0レポ取引を活発に行いたいし、その事務・システム体制は整備されているとする先もあった。その一方で、有担保取引であるが故に事務負担が重く、取引を行う事務・システム体制がまだ十分ではないうえ、現状の市場規模を前提とする限り、安定的な資金運用・調達手段としては利用し難い、といった意見も強かった。

こうした議論を踏まえ、会合では、T+0レポ取引などを将来的に定着させていくための課題として、国債取引の約定照合システムなどの市場インフラが整備される必要があるとの認識が共有された。これとともに、個々の市場参加者でも、より効率的な決済事務体制の整備をさらに進める必要があるとの意見が多く聞かれたほか、市場に参加する以上、すべての市場参加者が最低限必要な事務体制を整備すべき(体制整備の遅れは取引のプライシング面に反映され、これが合理的なものと一般的に受容されるべき)との意見が出された。また、一部には、各社の事情次第では、決済事務のアウトソースへのニーズもあるのではないか、との見方も示された。

なお、先行き、T+0レポ取引などが定着していく過程で表面化し得る影響について、インターバンク市場の参加者と国債市場の参加者との間で、若干の見方の相違が明らかとなった。すなわち、インター

バンク市場の参加者(都市銀行など)は、準備預金制度の存在を前提に、現状T+2が基本となっているGCレポ取引などで資金放出を行って所要準備額を下回る資金ポジションを造成のうえ、T+0の無担コール取引などで、その不足分を埋めるといったオペレーションを行っている。日々、このように精緻な資金管理を行っている銀行としては、即日の資金市場に新たな取り手が参入してくることについて、自行における資金繰りが難しくなる可能性があるのではないか、との懸念を示す先もあった。

これに対し、国債市場の参加者からは、証券会社も参入し、T+0レポ市場の流動性を高めていくことで、短期金融市場全体を活性化させることができるのではないか、との意見が出された。

この点に関する議論は、わが国における資金偏在の状況、オーバーナイトのファンディングに大きく依存している資金調達構造、現状、都市銀行などが果たしている(証券会社と最終投資家との間の)資金仲介機能(前掲Box2)といった論点とも深く関わっている。今後、これらの観点も踏まえながら、国債決済のT+1化も展望しつつ、即日スタートの有担保の資金取引市場をどのような姿に形作っていくことが望ましいのか、T+0レポ取引と振込コール取引の関係についてどのように考えるべきなのか、を検討していく必要性について、認識が共有された。

### 市場慣行等で見直すべきポイント

RTGS化に際し取りまとめられた各種市場慣行は、総じて円滑に機能しており、それぞれが当初の目的を達成しているとの評価が大勢を占めた。

そうした中でも、前述したフェイル慣行の定着を巡る問題のほか、幾つかの慣行について問題意識が呈された。具体的には、①国債決済金額の小口化の単位(現行50億円)を引き上げるべきではないか、②返金先行ルール<sup>6</sup>の存在が返金時間帯の弾力的な運用を妨げているのではないか、③日中コール取引の活性化のためには標準物の策定が必要ではないか、といった点が、一部の参加者から指摘された。また、④(新発国債の発行・払込などのRTGS化が前提となるが)国債決済のカットオフ・タイムを現行の原則午後3時30分から前倒しして、十分なりバーサル・タイム(カットオフ・タイムから日銀ネットの入力締切時刻までの時間帯)を確保することで、フェイル対応(フェイルによる余剰資金の運用や、フェイルした玉のT+0のSCレポ取引による調達)を容易にしてはどうか、との意見も出された。

指摘された諸点の中には、既に市場参加者の間で見直しや対応が行われたものもある。また、フェイル慣行定着問題のように、現在フェイルを容認し難くさせている要因があるのであれば、これを一つ一つ取り除いていく取り組みが、市場全体として必要になってくるものと考えられる。

なお、日本銀行に対しては、改めて新発国債の発行・払込の早期RTGS化を要望する声も聞かれた(この点は、2002年央を目途に対応の予定)。また、

日銀ネット国債系の稼働時間について、カットオフ・タイムとの関連で、その延長・短縮双方について要望が聞かれた。日本銀行としては、引き続き市場参加者の声を幅広く伺いながら、どのような対応が市場全体にとって望ましい措置と言えるのか、見極めていくことが必要と考えている。

## 結びにかえて

今次意見交換会では、RTGS化を経て、資金や証券の決済事務・担保管理が、金融機関の経営において重要性を増し、その取引行動に大きな影響を及ぼす環境となっていることが確認された。

現在の金融環境の下、多大なコストのかかる事務・システム体制の整備には取り組み難い面があるのは確かである。そうした中であっても、個々の市場参加者においては、RTGS化後、決済面での事務能力の高さが市場における競争力を支える一つの重要な要素となっている状況を踏まえ、事務・システム体制の更なる整備を図る先もみられる。市場参加者全体としても、会合で指摘された約定照合システムのほか、国債清算機関創設や短資取引担保センターのシステム更新に向けた検討など、市場インフラの整備が具体的に進められてきている。

なお、会合では、公的当局においても市場インフラ面での環境整備に前向きに取り組んで欲しいとの声も強かった。米国における同時多発テロ事件後に開かれた会合では、金融市場の混乱に対応するために実施された諸措置（当局の各種声明、ニューヨーク連銀によるディスカウント・ウィンドウを通じた貸出、システムの稼働時間延長、国債貸出プログラムの利用条件の緩和、財務省による国債の緊急追加発行など）が事態の沈静化に有効であったとの評価から、危機時も展望した公的当局による対応を求める声も多かった。

今次意見交換会において提起された数々の論点は、日本銀行にとっても多くの示唆に富むものであった。

まず、金融市場動向のリーサーチを行ううえで、決済システムや市場インフラの変化が金融機関行動や金融資産価格形成に与える影響について、より理解を深めていく必要性を再認識した。この点は、日本銀行の金融市場調節の効果を迅速・十分に浸透させ、かつその波及効果を正確に把握する観点から、重要と考えられる。

また、決済インフラの提供にあたっては、その仕組みが金融取引に大きな影響を与えることを踏まえ、決済の安全性・効率性向上と金融市場の活性化との関係にも留意していく必要があると考えている。

日本銀行としては、今後とも、金融市場の活性化に向けて、市場参加者とのオープンな意見交換を重ねながら、T+0レボ取引の活性化など短期金融市場の将来像を明確化していくとともに、市場インフラの改善のために必要な措置について前向きな検討を続けていきたいと考えている。

<sup>1</sup> オペ対象先金融機関との意見交換会は、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。同年の意見交換会（テーマは「国債市場の情報整備（情報の充実）」）での議論の概要等については、金融市場局マーケット・レビューの2000年11月号（2000-J2）を参照。

<sup>2</sup> ネットティングとは、同じ当事者間で同日に複数の受取・支払が予定されている場合、受払の差額のみをやりとりし、これが完了すれば受払がすべて決済されたものとして扱うこと。例えば、オーバーナイトの有担コール取引を毎日ロールすることによって、元の取引のエンド分と新たな取引のスタート分をネットティングできるので、結果として、担保と資金貸借の元本にかかる受払は発生せず、利息分のみが、資金の受払差額として授受されることとなる。また、オープンエンド取引とは、取引当事者が返済期日をあらかじめ特定せず、事後的に、いずれか一方の当事者から通知（解除の申し出）を行うことで、返済期日を定める取引手法である。この場合、解除の申し出がなされるまでは、（取引をいつでも止められるという意味で）オーバーナイトの取引を毎日ロールしているのと同じであり、ネットティングと同様、日々の決済量を削減できることとなる。

<sup>3</sup> 国債決済のループとは、取引が輪のように連鎖し、決済が滞っている状態を指す。証券会社など国債市場において活発に取引を行う市場参加者は、買い入れる（若しくは借り入れる）国債の引渡しを実際に受ける前に、当該国債を他の市場参加者に引き渡す約定を頻繁に行っている。こうした国債の受けと払いが同日中に行われるものである場合には、結果としてループが発生し、「買った（借りた）国債がまだ入ってこないで、売却（貸出）先へ引き渡せない」といった状態が直ちに解消されないケースがある。

<sup>4</sup> 具体的には、特定の取引先との間で行う同額のロール取引を最優先させたり、ショート・ポジション（空売り）のカバー（調達）玉は、回転売買（同じ日に同一銘柄の売りと買いを双方向で行うこと）を行わない投資家から調達するといった例が会合で紹介された。

また、フェイル回避行動との関連では、証券会社は、実際に、玉の「借り余り」（借り過ぎ）や前日からの引渡し玉の残高確保といった行動（在庫玉の増大）を余儀なくされており、これがSCレボや現物の取引が細ることに繋がっている、との指摘もなされた。他方、貸借を行う投資家（信託銀行）からは、①RTGS化当初、フェイルの連鎖を起ささないために、既に貸出済みの玉が現実に返ってきたのを確認した後で再貸出の約定を行う、といった保守的な行動をとっていたこと、②こうした行動は、保有玉の貸出回転率を低下させるが、貸借ビジネスを展開していくうえで、自社（行）に頼めば確実に玉が借りられるとの業者からの信頼の確保を狙ったものであること、が紹介された。

<sup>5</sup> この点、後述（短期金融市場の将来像に関する論点 5頁 参照）するように、資金の出し手（都市銀行など）は、S日に無担コール取引などで調達するであろう資金を見合いに、S-2日にGCレボ取引で資金放出する機会が多いため、実際にはS日に調達することができないかもしれないという流動性リスク分、あるいは、最終投資家と証券会社などの間の信用仲介機能の対価分が、GCレボレートには含まれている。その意味で、安全資産である国債を担保とするGCレボ取引のレートが、無担コール取引よりも恒常的に高くなっていても合理的、との意見がインターバンク市場参加者側から出された。

<sup>6</sup> 資金の出し手が取り手からの返金を確認後、新規の資金放出を行う原則。

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。