

# REPORT IV

## 短期金融市場の現状と課題

### - 決済リスクとRTGS化 -

金融研究部門 上田 泰三

#### はじめに

最近の新聞には、RTGS、レボなどあまり耳慣れない言葉が登場する。短期金融市場（以下、短期市場）は、株式や債券と異なり、個人が直接取引に参加しないため、イメージがつかみづらいのではないだろうか。しかし、先日の日銀の金融政策変更が大きく注目を集めたことから分かるように、短期市場の動きは、株式や債券など他市場に影響を与える。

さらに、これら取引の資金決済とも密接に関係しているため、やや大げさだが、短期市場は証券・金融市場の中核とも言えるだろう。そうした中核にふさわしい、開かれた市場を目指して、金融自由化の流れの中で、大きく変化してきた。特に、金融システム不安、ゼロ金利政策、西暦2000年問題など、異常な事象を立て続けに経験した結果、様々な課題が明らかになってきたのである。本稿の前半では、このようなトピックスを絡めながら、短期市場の変化について紹介する。

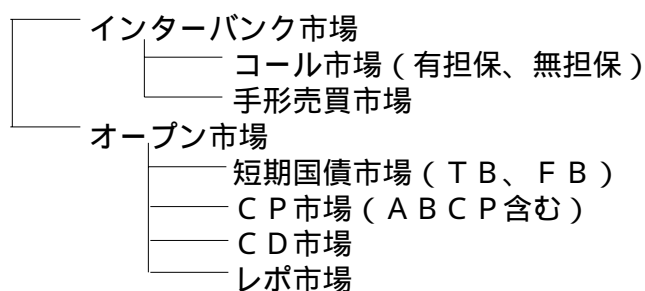
さらに後半では、短期市場の今後の方向性について述べる。決済RTGS化が2001年1月から開始予定であることから分かるように、決済リスクの軽減が喫緊の課題である。2002年度

に予定されている債券・株式決済の短縮化（約定日の3営業日後から翌営業日に）<sup>(注1)</sup>も、金融機関の資金繰りに大きな影響を与えることが予想される。このため、決済制度の変革について少々詳しく述べる。

#### 1. 短期市場とは

短期市場<sup>(注2)</sup>は、1年以内の資金取引の行われる場であり、金融機関のみが参加できる「インターバンク市場」と、事業法人なども参加できる「オープン市場」とに大別され、さらに各市場は図表-1に示した市場で構成される。

図表-1 短期市場の構成



なお、レボ取引とは「現金担保付債券貸借取引」の通称である。また、CDとは、他人に譲渡可能な定期預金、CPとは、企業（金融機関含む）が無担保の短期調達を行うために発行する約束手形、ABCP（資産担保型CP）とは、

特別目的会社（SPC）を介し、企業が保有する債権を見合いに発行されるCPである。

## 2. 短期市場の変遷

金融自由化の流れの中で、短期市場は、単なる「資金繰りの場」から「マーケットらしいマーケット」へ、「金融機関の市場」から「開かれた市場」へと大きく変化した。短期市場の透明性、公平性が高まることにより、市場参加者の使い勝手が大きく向上したのである。

### (1) 取引期間の長期化

短期市場の大きな役割は資金過不足の調整であり、そのため以前は期間が1日のオーバーナイト取引が中心であった。しかし、各市場参加者がALM（資産・負債の統合管理）の高度化や、資金繰りの精緻化を進めた結果、金利感や信用リスクが反映される長めの期間の取引（以下、ターム物取引）が増大した。

### (2) インターバンク市場からオープン市場へ

事業法人による資金調達の間接金融から直接金融へのシフトは、当然短期市場にも影響を及ぼしている。事業法人はCPによる資金調達や、オープン市場での短資運用を活発に行うようになった。また、取引を仲介する短資会社への手数料などの取引コストがかかるインターバンク市場に対し、相対取引であるオープン市場は、取引コスト

がなく（もしくは低く）、期間や金額などの折衝がしやすい利点が好まれるようになった。

オープン市場が拡大した要因には、ここ数年の規制緩和や取引多様化もある。具体的には、CPやCDの期間制限の撤廃や、ABCPやレボなどの新しい取引の登場が挙げられる。

## 3. 近年のトピックス

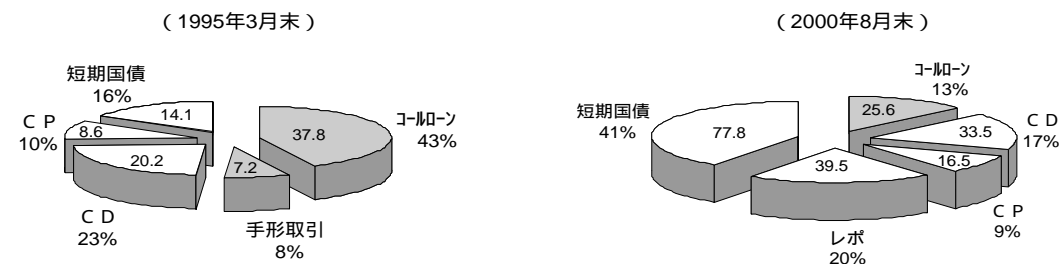
さらに短期市場は、ここ数年の間に、金融システム不安をはじめとする異常な経験をした。ここで、その際に表面化した課題について述べる（時点ネット決済、RTGS化について詳しくは4節）

### (1) 金融システム不安

97年11月、三洋証券が破綻して、コール取引初のデフォルトが起こったことは短期市場に大きな衝撃を与えた。今も昔も短資運用の担当者には最優先で求められるのは、安全性と流動性であろう。当然、運用サイドはリスクが懸念される先への信用供与に慎重になり、それが同月の北海道拓殖銀行、山一証券の破綻の引き金になった。

しかし、三洋証券のデフォルト額が小さかったことや、政府の短資取引全額保護の声明により、その後はデフォルトがなく、決済での大きな混乱は回避できた。だが一方で、現行の時点ネット決済の下では、決済リスクが大きいこと

図表 - 2 短期市場の構成（単位：兆円）



網掛け：インターバンク市場、白抜き：オープン市場  
 (資料) 日銀 金融経済統計月報

が市場に強く印象づけられた。

## (2) ゼロ金利政策

実質的に世界初のゼロ金利政策は、長期金利の低下を伴って、金融機関の経営にも大きな影響を及ぼした。特に負債が長期である生命保険会社は、深刻な「逆ざや」問題を抱えたが、短期の負債をもつ銀行が利ざやを拡大したのとは対照的である。しかし、ここではゼロ金利政策が短期市場にひきおこした事象を紹介するに止めたい。

### 普通預金金利とコールレートの逆転

コール取引は、金額が億円単位と大きく、たとえオーバーナイト取引でも約定後は翌日まで流動性が失われる。一方、普通預金は、指定時間内であればいつでも引き出し可能なため、本来、コールレートより低い金利が設定される。しかし、日銀のゼロ金利政策を受け、両者の金利が逆転してしまった。そこで、生損保など普通預金の設定が可能な投資家はコールオーバーナイト取引で運用せず、普通預金に滞留させる戦略を選んだ。

### 西暦2000年問題による異常事態

99年9月9日は、西暦2000年問題を控えて注意日とされ、金融機関の多くが保守的対応をとった。9月9日の設定や満期の取引が避けられる中、9月8日のコール・オーバーナイト(9日満期)市場で、

- ①一部外銀が資金不足となり、普通預金の0.05%を超えるレートを提示。
- ②運用可能な投資家が、普通預金を取り崩して、コールのオーバーナイトで運用。
- ③普通預金を取り崩され資金不足になった銀行が、更に調達希望レートを引き上げ。

① ② ③ ④ . . .

といった悪循環が起こり、短期金利が上昇してしまった。結局、日銀の資金供給で沈静化したものの、普通預金金利とコールレートが逆転して、投資家の大口資金が普通預金に滞留している状況では、銀行の資金繰りが極めて不安定なことが表面化した。また、リアルタイムの資金繰りが必要なRTGS決済の下で、仮に同じような事象があれば、決済リスクは格段に大きくなることが予想される。

## 4. 今後の方向性～決済リスクの軽減～

97年の金融システム不安は、以前は市場参加者の一部でしか認識されていなかった決済リスクを広く知らしめる結果となった。特に、ペイオフ解禁後、破綻銀行の短資取引がデフォルトすれば、決済全体が滞る可能性がある。

当該リスクを軽減するために検討されているのが、本節で紹介するRTGS化(2001年1月から開始予定)や、株式・債券決済の短縮化(2002年度目標)である。

### (1) 決済リスクとは

そもそも決済リスクとは何であろうか。ここでは、「取引の相手方の倒産やシステム障害などにより、決済が不履行または遅延するリスク」と定義しておくことにする。

この決済リスクは、取引当事者間から、他の市場参加者にも次々に波及し、全体の決済を滞らせてしまう可能性がある。この連鎖リスクが「システミックリスク」と呼ばれる。

システミックリスクの軽減策は、「いつもニコニコ現金払い」をなるべく早く行うことであり、それがRTGS、決済短縮化の基本理念である。

### (2) 時点ネット決済からRTGSへ

RTGS (Real Time Gross Settlement、即時

グロス決済)とは、かなり非効率な決済手法である。にもかかわらず、なぜそのような手法が導入される運びとなったのであろうか。まず現行の「時点ネット決済」を解説してから、RTGSについて述べたい。

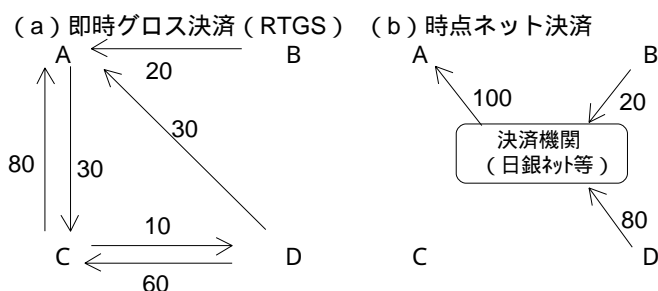
### 時点ネット決済

金融機関の間では、日々かなりの本数の資金決済が行われている。

例として、4つの銀行A、B、C、Dの入出金を考える(図表-3)。この場合、(a)のようにそれぞれの取引ごとに決済を行うよりも、ある時点(通常、9:00、13:00、15:00、17:00)でまとめて差額を決済(ネッティング)した方が効率的である。この手法が時点ネット決済であり、図表-3の例では、(a)の6本に対し、(b)は3本の決済で完了することになる。実際には、金融機関数や入出金数が非常に多いため、決済量の圧縮効果はかなり大きい。

しかし、この時点ネット決済では、Aの未決済残高の100が決済時点まで溜まったままになる。また、仮にBがデフォルトした場合、全体の決済がストップして、Bとは直接取引のないCやDまで被害を蒙ってしまうのである。

図表-3 決済イメージ



これが、金融システム不安時に懸念されたシステミックリスクである。これまでは三洋証券のデフォルトを除いて、金融機関の債務に対する政府の全額保護声明により、破綻銀行の短資

取引の決済は円滑に行われてきたが、ペイオフ解禁後、短資取引がデフォルトすれば、この決済方法ではシステミックリスクが現実化する可能性がある(注)。

### RTGS(資金決済)

このようなシステミックリスクを軽減するために、2001年1月から始まるのがRTGSで、資金決済を「相対で、なるべく早く」行う手法である。つまり、図表-3の(a)のように非効率的であっても資金決済を相対で時点に関係なく(なるべく早く)行うものである。これにより、Aの未決済残高は決済毎に減少(Dとの決済が終れば、100から70になる)し、またデフォルトしたBと取引のないC、Dに一次的な影響が及ぶことはなくなる。

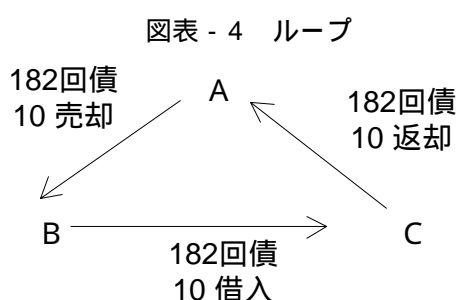
しかし、「金は天下のまわりもの」であるため、次の送金を行うために入金待ちという状態が連鎖的に発生し、全体の決済が遅れる可能性がある。この状況が「すくみ」と呼ばれる。このような事態を回避するために、日銀に担保を差し入れれば、その評価額に限り、日中信用供与が認められる措置、短資取引をなるべくオーバーナイト取引からターム物取引へシフトさせ、1日の決済量を減らす、などの対応策が検討されている。

### 国債決済のRTGS化

従来、時点決済(15時)であった国債の決済も、2001年からRTGS化される予定であるが、これに伴い、国債の決済リスクは、資金決済に比べかなり大きくなる。なぜならば、資金と異なり、国債には種類があり、すくみが起こりやすいためである。例えば、返却される<sup>182</sup>回債をそのまま売却する場合、他の銘柄での代替はできないし、また、当日の借入も資金に比べ困

難である。特に、図表 - 4 のような「ループ」と呼ばれる現象が起こる可能性も高くなり、決済日に受け渡しを終了しない事態（フェイル）も考えられる。

このようなリスクの回避のため、取引の小口化（1 約定50億円以下）、同じ銘柄・額面の取引のネッティング（相対）、当日スタート取引のレポ市場の拡大、などの対応策が検討されると同時に、フェイルを条件付きで認める市場整備が進められている。



### (3) 証券決済の短縮化：T + 3 T + 1

2002年度には、債券と株式の決済が現在のT + 3（約定日の3営業日後に決済）からT + 1（約定日の翌営業日に決済）に変更される予定である。これにより決済リスクが軽減されることになる。一方、買い入れた証券の資金はこれまで3日間の間に準備すれば良かったが、今後は1日で準備しなくてはならなくなる。金融機関の資金繰りに大きな影響があり、オーバーナイト取引へのニーズが強まるものと思われる。ただ前述のように、決済RTGS化の下では決済量の圧縮が求められるため、日々の決済の必要がなく、かつ流動性の高い「オープンエンド取引」（約定時に満期を決めず、どちらかの通告により、当日または翌日に終了できる取引）が増大するものと思われる。

### (4) 新しい決済制度への対応

以上のような決済制度の改革に伴い、いくつかの課題が生じる。

RTGS化によって、システミックリスクが軽減される一方、リアルタイムの資金繰りが求められる。

証券決済の短縮化は、決済リスクが3日から1日に減少する代わりに、これまで3日間で行っていた事務を1日でこなすことが求められる。

つまり、決済リスクの軽減は、今後の事務リスクの増大とトレード・オフの関係にある。一方、円滑な決済が損なわれることは、金融市場全体の信頼性に疑問が生じるため、絶対に避けなくてはならない。

そのため、約定から事務・決済までの流れが迅速に行われるインフラが必要であり、以下の4つの対応が金融機関や決済機関などに求められる（図表 - 5）

#### 社内STPの構築

STP（Straight Through Processing）とは、事務プロセスをコンピュータ・ネットワークを通じて電子的に行うことであり、人間の手作業を廃し、継ぎ目なく完了させることにより、一連のプロセスが迅速化・効率化される。

#### 約定内容電子照合システムの構築

インターネットサーバーなどを用いて取引先と約定内容を電子照合する。

#### 決済機関・システムの対応<sup>(注4)</sup>

CP、CDなどの決済機関の設立や、各社システムとの効率的なデータ連動が課題である。

#### 異常事象時の準備

システム障害など異常事象発生時の対応策（コンティンジェンシープラン）を作成し、当該事象を想定した定期的な訓練も必要である。

## 5. おわりに

円滑な決済は、国民経済や国民生活にとって必要不可欠であり、新しい制度への対応をウォッチしていくことは極めて重要である。金融機関の決済が滞れば、当然、企業や個人の取引にも影響を及ぼす可能性がある。また、今は信頼性の高い金融機関でも、対応の遅れから決済のミスを繰り返せば、市場から淘汰されていくかもしれない。さらには、外国からの不信の目が日本全体に広がり、金融市場の空洞化を招くケースも考えられよう。

これらの最悪の事態を回避するためにも、RTGSについては、既に行われたテストで表面化したすくみやフェイル等の課題が解決され、波乱のない本番スタートが切られることを期待したい。

また、証券決済の短縮化（T+1）への対応については、最近のIT技術の進歩を受けた、将来のあるべき姿のイメージが構築されつつある（図表-5）。この将来像には、ほぼ全ての市場参加者が対応して初めて到達するが、各金融機関の社内インフラ、社会インフラともに、

現時点で進捗が遅れている感は否めない。CP、CD市場などで、構築が進められている電子照合システムも、まだ市場ごとに縦割りで検討されている段階である。

しかし、社会インフラの将来像が不明確な段階で社内システムを構築しても、2重にコストがかかる危険性がある。また、個々の金融機関が効率的なシステムを極力低コストで作るには、全体の決済機関や約定照合システムの統一、もしくは各システム（特に接続部分）の標準化が重要であろう。システム構築に時間がかかることを勘案すると、2002年度はもう間近である。円滑なスタートには、市場横断的な議論が活発に行われ、社会インフラのより具体的な将来像ができるだけ早く提示されることを期待したい。

（注1）2002年度は政府・自民党の移行目標である。市場参加者の間では2003年度以降に遅れるとの見方が強まっている。

（注2）広義には現先市場、預金市場、ユーロ市場などを含めることがあるが、本稿では除く。

（注3）三洋証券のコールなどがデフォルトした時には、金額が小さくかつ相手が資金繰りに余裕のある大手行であったため、混乱が生じなかったようである。短期市場への影響を最小限にとどめるため、コールローンを一般融資の形に切り替えたとの見方もあった。

（注4）2000年6月に金融審議会の第一部会は「統一的な証券決済制度を整備することが必要」として、決済機関の一元化を提言した。

図表 - 5 約定から決済までの将来像（イメージ図）

