

## 特別講演：日本国債清算機関について

株式会社日本国債清算機関 代表取締役社長 沖津正恒氏

お時間を頂戴して、日本国債清算機関の御案内をします。お手元に3枚組のレジュメと「日本国債清算機関について」と題したペーパーの2つをお届けしているかと思います。最初に3枚組みの方で、国債市場の環境やフロントサイド、バックオフィスの最近の変化、清算機関の設立に至るまでの過程といったものをお話したあと、こちらのレジュメで清算機関そのものについて御報告します。

3枚組の1ページ目、市場のいくつかの数字を押さえておきたいと思います。まず国債残高は、御承知のように、現在450兆円程度で、2004（平成16）年度中には480兆円台に乗り、500兆円を目指すという動きになっています。このグラフはカレンダーベースの売買量で証券業協会が発表している数字です。「16年ぶりの5,000兆円乗せ」という見出しをつけています。1987（昭和62）年に高い棒が立っていますが、それからずいぶん経って5,000兆円に再び乗った訳です。うち、国債はこの影をつけている部分で、4,836兆円、構成比は95%となっています。

次のページはレポの新規成約高の数字ですが、これは、昔でいえば現先の役割をしているわけですから、一緒に見てみようという訳です。これは1997（平成9）年以降の数字を採っていますが、順調に伸びており、2003（平成15）年では7,400兆円という数字になっています。先ほどのアウトライトと合わせると、7,400兆円プラス5,000兆円ですから、計1京2,000兆円となります。1987（昭和62）年は、年初に大ディーリング相場があって、「今年は1京だぞ」と言っておりました。その後、相場が暴落した為、そこまでいきませんでした。久しぶりに京という単位を使う状況になりました。ついでに言えば、レポは当初に約定した時の数字が7,400兆円ですから、当然戻りがあります。というと、往復で1京5,000兆円になります。これに5,000兆円を足すと、実質的にはマーケットは2京円の規模になっているということです。

量的な面を見てきましたが、商品や手法も種類が増えてきて、去年はストリップが出ましたし、今年は物価連動債、それから When-Issued 取引も始まりました。ディーラーの方は毎日、入札に次ぐ入札に加えて、扱っている各銘柄も金利裁定が網の目のようにかかっ

ているということで、ずいぶんテンポが速まり、取引手法も複雑になっているというのが昨今の状況です。

一方、ミドルオフィス、バックオフィスについてみれば、R T G S 実施の前と後で全く様子は変わっています。R T G S 移行前の決済は相殺した後ですから、資金的にも、時間的にも余裕がありました。セトルの2日前にM A C を入れ、当日は3時の時点決済ですから、随分ゆっくりしていた訳です。R T G S が始まった後はグロス＝グロス決済ですから、1件ずつの決済になります。また前もって用意しておくことが出来ません。当日の朝からスタートです。だいたい10時頃から忙しくなり、11時、12時とずっとデータが多く、午後1時過ぎ位にその日の目処がついてくるというような状況ですから、食事をとるのは2時過ぎという具合で、以前とは段違いに忙しくなっています。

またフロントとバックの関係も、変わって来ています。以前は、フロントの方は「商売した後はバックにお任せ」といった感じでしたが、この距離はずいぶん近くなってきました。もしある会社が約定管理や決済面で欠点があるというように見られますと、そもそもフロントの方は注文も取れない、また扱っているデータに大きな事故でも起こりますと、会社の存続そのものにかかわる状況となっています。私も最近、フロントサイドの方から決済に関係する事で御意見をいただく、御要望があるというようなケースが多くなっています。

以上、量が多い、またスピード、複雑性が増したことを踏まえて、行政当局から金融・証券業界、それから最終投資家の方まで、決済の機能を上げておかねばならないというのは、皆様共通の認識になってきていると思います。そうした背景の下に国債清算機関が生まれてきたわけです。

次のページ、「流通市場における流動性向上のための提言」資料 と右上にあります、これは平成 12 ( 2000 ) 年 9 月に国債市場懇談会が始まりまして半年ほどの論議を経た後、それまでのまとめという形で、このペーパーが出てきた訳で、計 14 項目あります。

A が「発行体が取り組みについて速やかにスタンスや方向性を示せるテーマ」で 7 項目です。御覧いただいて、すべて実施済みです。

B が「発行市場についての議論を踏まえ、さらに掘り下げて議論していく必要があるテーマ」で、これは 4 項目です。一番上の「入札方式の統一化の検討」は 30 年債のダッチ入札

に絡む話で、これはまだですが、When-Issued は今年 2 月 24 日に始まりました。

最後に C が「関係方面に検討を依頼すべきテーマ」で、このうち下 2 つ、「フェイル・ルールの整備」、「RTGS の完全化」はもう措置済みです。この表は平成 13 (2001) 年 3 月現在ですから、この 3 年間の間に非常なスピードで多方面にわたって改革が進んできたというのが一覧できると思います。そして清算機関がいよいよ残された大テーマといえますが、話を詰めていかねばならない段階になってきた訳です。

ここで清算機関設立に向けた経過を、時間を追ってお話しますと、平成 13 (2001) 年 5 月、このペーパーが出てから 2 カ月あとに国債の清算機関に関する勉強会という形で、具体化の流れが始まりました。その時の勉強会を土台にして、証券受渡・決済制度改革懇談会の下部組織として、「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」ができました。ここから「日本国債清算機関について」のレジюмеを御覧下さい。

勉強会、ワーキングと続いてきて、平成 14 (2002) 年 11 月には「設立準備委員会」が発足いたしました。これからいよいよ実現化の作業が始まったわけです。この準備委員会のメンバーの方は 30 数名いらっしゃいますが、それ以来、大変な時間と労力をかけて準備を進めてきておられます。私も途中から拝見しておりましたが、30 数名、20 に近い会社数ですので、メールとそれに添付する資料は、膨大な量にのぼります。昔は、こういうプロジェクトはファックスと電話でやっておりましたが、スピードといい能率といい、全く比較になりません。IT の威力を実感した次第です。そして昨年 10 月に 19 社の御出資という形で話がまとまり、「株式会社日本国債清算機関」の設立登記までこぎつけた訳です。右下の方に御出資いただいた会社名を並べていますが、この表を御覧いただいて、いろいろなパターンといえますが、銀行と証券というふうにも分けられますし、国内系と外資系、債券市場とマネーマーケットという区分もあります。それぞれの大手・仲介会社が共同して、御出資いただいたということです。付言しますと、一部の大手先については、昨年の設立時に海外の本社との手続きというか、お話が間に合わないというようなことで、そういう意味で載っていないという会社があります。年央に、増資の手続きが終わります頃には、一段と日本のマーケットを網羅したリストになるかと考えています。

さて、清算機関の仕組みを今から御説明するわけですが、非常にこれはシンプルな会社です。扱うのは国債だけですし、業務は清算のみですので、間口は広くありません。そう

いう会社ですので、どの程度御参加いただけるかというのが一番重要なポイントになります。それでは、清算機関の仕事というのは何であるか、どうお役に立つか、御利用の皆さんのメリットは何であるかについて御案内いたします。次のページ（２ページ）を御覧下さい。

「ＪＧＢＣＣのメリット」という表題をつけていますが、大きく分けて、１つはネットティング、それからもう１つは債務の引き受けということになります。清算機関は自分が主体となって参加者と直接契約を結び、債務を引き受けてオブリゲーション・ネットティングを行います。オブリゲーション・ネットティングとは、同一銘柄、同一日の売り買いがある場合に、これを相殺して新しい債務に置き換えることを言います。

前後して恐縮ですが、ネットティングそのものの説明を続けて御案内したいと思います。５ページまで進んでください。このページは一番左側、現行の決済の状況から、右側の２つ、清算機関稼働後にそれがどのように変わるかという事を表しています。一番左の図で、「当事者」と書いてあるのが御自分の会社というふうに御覧下さい。矢印が売買の方向です。前提としては、全部同一銘柄、同一受渡日の取引とします。この左の枠の中の決済額は、矢印の数と数量どおりで、４件の１２０億円となります。これをグロス＝グロスで決済していく訳です。

それが、清算機関ができたらずどう変わるかですが、真ん中に清算機関が入って、全部の売買を自分が受けるという形になります。点線で囲った部分を御覧いただくと、現行では当事者がＡから買ってＢに売り、５０億＋５０億両方の取引を実行していますが、清算機関が間に入ると、５０億同額の往復となりますので、これを相殺することが出来ます。

それから左の図の右下の方、Ａと当事者の間で、５０：１０という取引があります。これは、今は相殺ができません。ペアオフできるのは同一額面だけですから、５０億と１０億それぞれ別個に決済しなければなりません。清算機関が出来ますと、この５０と１０を一部相殺した結果、４０の売り一本という形になります。最終的には、右端の図になりますが、結局この４つの矢印だけになるという訳です。申し遅れましたが、このＣというのは非参加者です。清算機関の機能の及ぶのは参加している会社だけですので、このＣの分はそのまま残ります。そうしますと、当事者から見て一番左端、４件１２０億円の決済が、清算機関ができた後は、Ｃからの１０と清算機関との１０と、計２件、２０億円に収まり、大幅な決済額

の減少、ネッティングができるわけです。この図は非常にシンプルな形で表していますが、実際には参加者が入り乱れて渦を巻いていますので、「相殺」が非常に大きな力を発揮します。また、ループという現象がありまして、A B Cの間を同じ銘柄がぐるぐる回ってしまいます。当事者同士でこれを解くというのは非常に難しい。そもそもループであるかどうかの中々分かりません。しかし、清算機関ができますと、一連の流れが、結果的に同額の売買の組合せになりますので、これはいっぺんに解けてしまいます。ある銘柄が動きまると、ディーラーの目はそこに集中し、また仲介会社を通じ頻繁なブラインド取引を行います。このため、想像以上にループは生じやすくなっており、これがすっきり解消されることになれば、決済関係者の方の手間はずいぶん軽減されます。

ここでまた2ページにお戻り下さい。清算機関のもう1つの機能は、債務引受です。相対で売買する場合には、相手のクレジット管理が重要な仕事になりますが、ここで清算機関が債務を全部引き受ければ個別取引先との決済の心配がなくなる訳です。一方、清算機関としては、自己が債務を引き受けることを担保するために、リスク管理を仕組みとして徹底する必要があります。この為レジューメにありますように、「ネット決済ポジションの日々の時価評価とマージンコール」を非常に精密に行うこととしています。

更に、参加者からは担保を入れて頂くこととなっています。予定としては、現金部分と現物部分と合わせて10億円程度と考えています。もしマージンコールをかけて支払い頂けない場合には、この担保部分をもってそれに充て、それでも賄いきれないということになりますと、国債を処分してしまいますが、その際損失が生ずれば破綻先と取引した会社がこれを負担します。それでも間に合わない場合は、清算機関の利益剰余金を使い、これをも超えてしまう場合には、全メンバーでの損失負担となります。二重三重と言いますか、清算機関は何があってもつぶれないという仕組みを作っている訳です。

リスク管理に関連して、緊急時対策についても念を入れております。メインサイト及びバックアップサイトを用意して、この2つのサイトの同期を取る、即ち、片一方に何か起きましても、直ちに切り替えが出来る形で開発を進めています。また保振、日本銀行との回線も二重化いたします。

下の方を御覧ください。「J G B C Cがもたらすメリット、事務効率化」と書いております。海外の例を見ましても、R T G Sは清算機関とペアで実施されるべき筋合いのもので

す。日本の場合は時間がないということでR T G Sが先行発車していますが、清算機関が追い付きますとこの2つが相俟って力を発揮することになります。

またレポについても、米国でレポのブラインド取引が盛んに行われるようになったのは清算機関が出来てからですが、日本はそれなしでブラインドレポをやっている訳です。これもなかなか大変で、契約書も複数種類ありますし、契約に書いてある他に、いわば暗黙の了解事項のようなものもあり、レポの担当者はそれらを記憶し、区別した上で大量の事務処理を行っています。ルールが複数ありますと手間もかかりますし、リスクも増えます。清算機関ができますと、デ・ファクト・スタンダードといいますが、皆さんがお使い頂くうちにルールは整理、統合されて行くことになりましょう。以上、事務効率化や、ルールの統一を通じて国債市場の機能は向上して行くと考えています。

それでは次のページ(3ページ)「基本スキーム」で清算機関の成り立ちを御覧いただきます。網掛けをしているのが参加者ですが、左右全部ペアになっていますので、右半分だけを御覧いただければと思います。四角が3つ、一番上に照合機関、真中が清算機関、一番下が日本銀行です。つまり、清算機関というのは、1社で全部の機能を果たす訳ではなく、基本的には組み合わせで成り立っているということです。各機関のデータのやり取りについては、この表を御覧いただければと思いますが、「照合」が一番上、中段の「清算」ときまして、下段の日本銀行で「決済」が行われるという流れになっています。

このページで2つ申し上げたいと思います。一つは、このような形を目指して準備を進めておりますが、これで総て出来上がりと言う訳ではないと言う事です。具体的には、欧米では国債の決済は、もう既にT+3からT+1になっています。ということは、レポはT+0です。日本では清算機関を今から作ろうという状況ですから、更なる短縮化の話は少し先走りの観がありますが、この図にあるような仕組みが出来た後も事態はどんどん進んでいく事が予想されます。清算機関としては次の段階も頭に入れて運営していくことが必要であろうと思っています。

今一つはペーパーレスに関してですが、日本の有価証券はC Pから始まり、国債まで本券が廃止されました。余談になりますが本券がなくなるというのは大変化でして、せっかく覚えた言葉がもう使えなくなります。所有者登録であるとか、記番号であるとか、分割・併合とか、そういった言葉はたぶん死語になってしまうのでしょう。さて本券は、それが

あるが為に、相場が非常に荒れてきた時、大活況になりました時に、物理的・生理的にこれに歯止めをかけるということがあります。これがペーパーレスになりますと、電子取引との組合せにより、桁違いに取引量が増加する可能性があります。今、日本の債券市場は、過熱とはほど遠いというか、アウトライトの回転率が5倍程度の状態ですから、今すぐどうこうという事はありませんが、仕組みやシステムといいますものは、何かが起きてからでは間に合いません。決済インフラの整備は今がやるべき時期であると考えています。

次のページ(4ページ)は「参加者形態と基準」です。先ほどからメインプレイヤーの御参加については色々とお話していますが、清算機関の今一つの役目としては、いろいろなユーザー、機関投資家の方々に広く御利用いただける仕組みをどう作るかということがあります。参加者形態に3つのタイプを挙げていますが、それぞれの方針、お立場によって使い分けて頂くことになります。まず、「自己による参加」ですが、前のページで見ていただいた網掛けの参加者がこれに当たります。いわば標準的なタイプと言えましょう。次に「常任代理人による参加」ですが、自分は直接参加せず、銀行なり証券会社なりに取り次ぎを依頼し、いろいろな事務は全部そこに任せるというような形もあります。

3つ目は信託銀行を経由する方式です。信託銀行はレポの世界で大きな役割を果たしています。平成14(2002)年の法律改正で信託銀行が直接清算機関と取引を行い、あと自行の中で勘定の調整ができるよう法律的な手当ても出来ています。現在のゼロ金利下では、信託の本来の機能が発揮されにくい状況にありますが、便利な仕組みですので、こちらのコースも用意されているということです。

次に参加基準についてですが、価格変動リスクの管理や緊急時対策に加えて、参加者のレベルを一定以上に保つというのも大事なリスク管理です。まず総ての参加者に共通する4項目の基準を設けています。以下は個別の基準になりますが、証券会社と銀行とを分けて、資本金や自己資本比率について定めています。下から2段目の常任代理人は、他の方の委託を受けて清算取次を行う立場ですから、責任が非常に重くなります。このため、資本金などの基準ラインを、自己による参加に比べて倍近く上げている訳です。

最後の6ページは「今後の課題」です。

まず「組織体制の確立」についてですが、東証の中に丁度よいスペースを拝借できること

になりましたので、4月月初よりそちらに本社を構える予定です。また社員については、出向いただく方を中心にスタートし、その後進捗状況に合わせて増員していく計画です。手続き面では免許申請や日本銀行の口座開設をお願いすることになります。照合機関である保振との連携も綿密に保っていかねばなりません。

2点目は「参加者の拡大」ですが、色々な業務仕様とか接続仕様につきましては、証券決済制度改革推進センターのホームページ、保振のホームページに情報が公開されていますので、そちらを御覧いただきたいと思います。もう1点、ここで申し上げたいのは手数料についてです。国債清算機関はインフラ会社ですので、立上げ時の手数料が非常に重要な要素になります。最初から黒字を狙って高めに設定しますと、それがために参加者が減ってしまうという悪循環になる可能性があります。また当初は様子を見て、手数料が安くなったら参加しようというお考えもあるかと思いますが、清算機関としては可能な限り、当初から手数料は低めに設定したいと思っています。

まず会社の目的を明確にし、機能をシンプルにして、コストを押さえています。

2つには販管費についても、社員の出向を出資会社をお願いする等により、低めに抑えています。

3つ目には、何と言っても圧倒的な日本国債の取引量というものがありますので、以上を踏まえて、皆様に御納得いただける料金設定が可能であると考えております。

今、運営委員会でこのあたりの議論をしておりますが、お使いになる方が料金を決める方ということですので、今しばらくお待ち頂きたいと思います。

最後に「開業準備」ですが、色々な要素がまだまだ残っていますので、漏れや遅れがないように準備を進めていかねばなりません。最下段に平成17(2005)年5月の稼働と記しております。今3月ですから、1年強あるようですが、システムの構築、それから総合運転試験、また御参加いただく方の準備期間等を考えればあまり余裕がありません。今年に入りましてからの一月、一月が、本当に早いと感じています。清算機関としては、本来であれば皆様のところに直接お伺いして、御説明なり御参加のお願いをすべき所ですが、人手が少ないこともあり、本日このような場をお借りして、いろいろ御案内したような次第です。スタッフ一同、スタートを目指して、一層努力してまいりたいと思いますので、今後ともどうか宜しくお願い申し上げます。どうもありがとうございました。